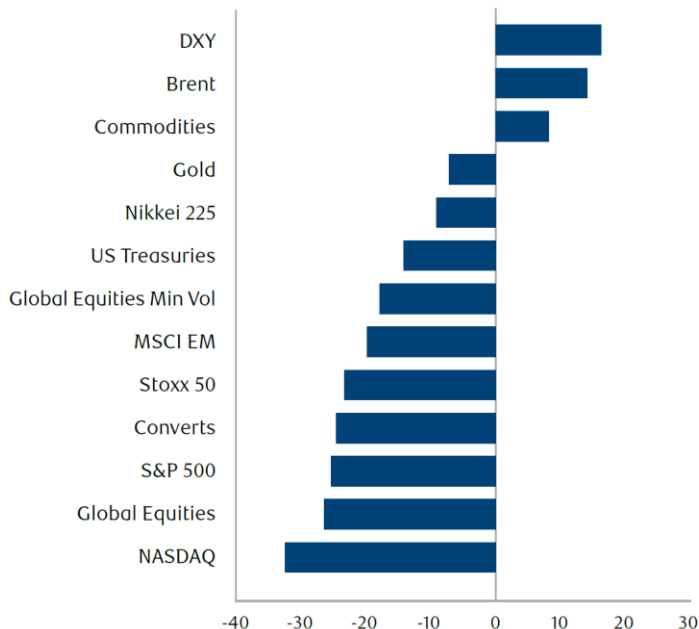


転換社債：金利上昇時、ディフェンシブな株式投資には異なるアプローチが必要

年初から複数の資産が下落しており（図1参照）この局面を切り抜けるために、典型的な分散投資は有効ではありませんでした。ほんの一部のコモディティ以外のほとんどの資産は絶対値で下落し、実質ベースではさらに下落しています。投資家が傷をなめどのようなポートフォリオ戦略を採用すべきかを考える際、パフォーマンスを回復させながらも、ボラティリティとダウンサイドリスクを最小化する必要性が最初に検討することでしょう。

図1:年初から9月までの資産リターン



出所：ブルームバーグ、2022年9月時点

先見の明がある投資家には、ディフェンシブな株式アプローチは、年初からのリターン獲得に有効だったかもしれませんが、今後の上値余地はほとんどありません。このため、ハイブリッド型でユニークな構造を持つ転換社債は、有効な代替手段になると考えています。

今回は違色

インフレ率の上昇と金融環境の引き締めにより、先進国全体の経済成長率が低下しています。IMFは世界経済の成長率が昨年の6%から今年は3.2%、来年は2.7%に低下すると予測しています（IMF10月見通し）。急速な景気回復を示唆することはやや見当違いのようで、非常に引き締まった状態の市場は金融緩和により反発する理由を探しているようですが、同様のシグナルは経済指標の冷え込みを表しています。これでは、長期的かつ持続的な上昇は望めないでしょう。

さらに、インフレが消費者を直撃すると、エネルギーや住宅費用の高騰に対処するため、コロナ禍に投資と成長を決定づけた余剰資本が巻き戻される可能性があります。

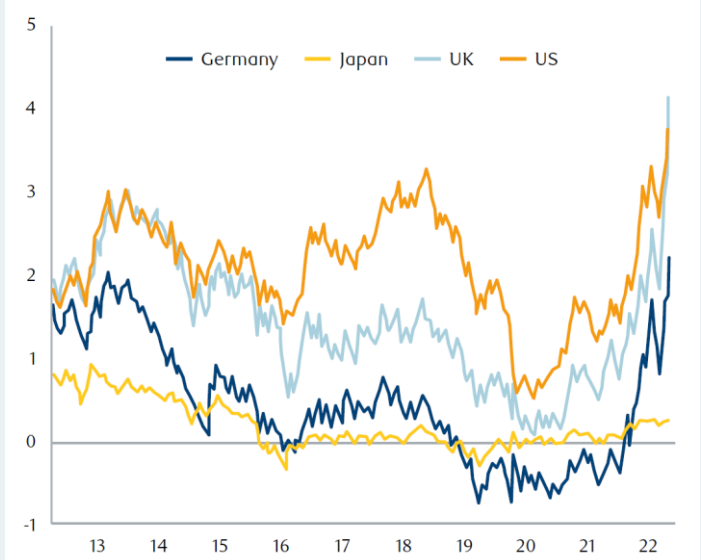
「先見の明がある投資家には、ディフェンシブな株式アプローチは、年初からのリターン獲得に有効だったかもしれませんが、今後の上値余地はほとんどありません。」

実際の代替手段

いくつか挙げると、ヒストリカルで典型的なディフェンシブ株式アプローチには、低ボラティリティ株式、ディフェンシブ・セクター（ヘルスケア、公益事業、インフラ、消費財）の高配当銘柄への投資が該当します。低ボラティリティのインデックスをトラックすることは、年初のポジションとしては理想的でしたが、比較対称性の強いアプローチであり、伝統的な株式に対して低ベータとなります。現金代替としては有効ですが、市場が既にかなり下落していることを考慮すると、今後に有効であるかどうかは不明です。同様に、ディフェンシブ・セクターも、もはや明白に確信を持てるセクターだとは言えません。

ポジションが混み合っていたことによる年初来のアウトパフォーマンス、他セクターの相対的なアンダーパフォーマンス、投資適格債などのより高いインカム・低リスク資産が投資可能となるなか、これらの資産はバリュートラップとなっているリスクがあり、他の景気サイクルにおけるように回復局面で積極的に貢献しない可能性があります。

図2：10年国債利回り
満期までの利回り（単位：%）

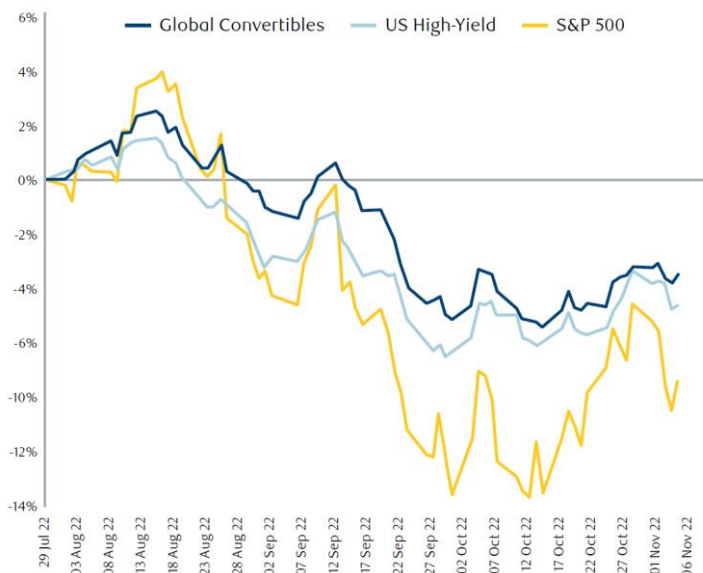


出所：リフィニティブ データストリーム、2022年9月時点

転換社債であること

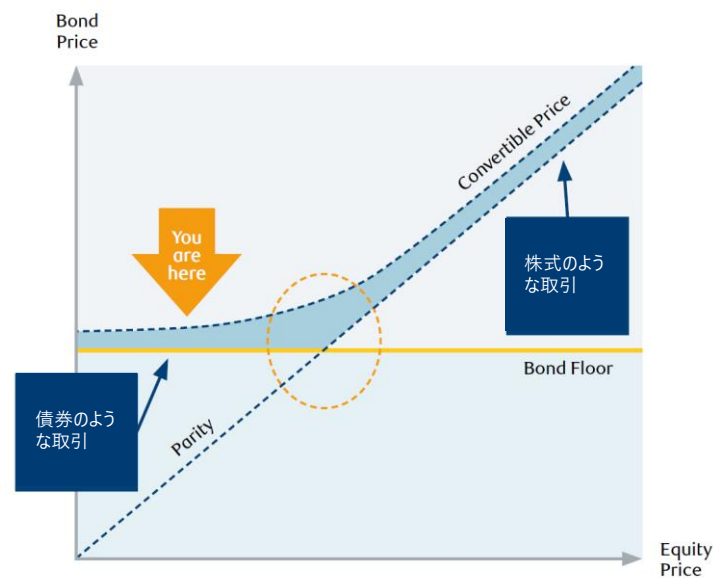
転換社債の発行体はテクノロジーなどのグロース・セクターに偏っているため、転換社債は2022年に非常に厳しいスタートを切り、グローバル株式指数よりも悪いパフォーマンスとなりました。転換社債の中心は、株式のオプションを組み込んだ比較的短いデデュレーションの債券です。過去数年の株式市場の上昇に伴い、転換社債に含まれるオプション部分がリターンのもとなりましたが、今年の急激な反落はリターンを引き下げることとなりました。しかし、急激な下落によって、多くの銘柄が債券のフロアに近いため、ダウンサイドは限定的であり、今後のパフォーマンスは非対称となっていることから、魅力的なエントリー・ポイントが提供されています。下落圧力は弱まっている一方、織り込まれる株式オプションによって、株式市場の回復局面を積極的に捉えることが出来ます。この1年間のパフォーマンスを比較すると、当初は株式市場をアンダーパフォームしていたものの、市場が軟調となる局面では、転換社債が株式をアウトパフォームしています。

図3：2022年8月以降の短期パフォーマンス比較
(単位：米ドル)



出所：ブルームバーグ、ブルーベイ・アセット・マネジメント。2022年7月29日から11月6日までの日次データ。インデックス：S&P 500、Bloomberg US High-Yield Index (LHVLTRUU Index)、Refinitiv Global Convertibles Focus Index (米ドルヘッジ)を使用。

図4：転換社債の価格



出所：RBCブルーベイ、2022年10月時点。

新規発行の問題点

では、なぜ転換社債が回復局面でアウトパフォームする可能性が高いのでしょうか。その鍵は、企業が今後どのように資金調達していくかにあります。新規発行される債券のクーポンは、投資適格の企業であっても一桁台後半となり、株式のバリュエーションも停滞しています。2009年や2013年のような時期には、企業は転換社債を発行してクーポンの支払いと株式の希薄化の両方を減らすことを好んできました。これは、転換社債のファンドにとっては非常に好都合に働きます。プライマリー市場で新規銘柄を購入することで、ポートフォリオの株式オプションを現在の市場水準で再取得できるからです。

今後数カ月、数年先がどうなるかは誰にも分かりませんが、明らかなのは、現在のポートフォリオを見るには、これまでとは異なるメンタリティが必要だということです。ディフェンシブな株式投資において、これまで転換社債は伝統的な回避先ではありませんでしたが、現在の非対称性は魅力的なエントリー・ポイントを提供しています。また、不確実性が高い時期には、株式分散投資の効果を持つかもしれません。

「明らかなのは、現在のポートフォリオを見るには、これまでとは異なるメンタリティが必要だということです。」

デビッド・ホースバーグ
クライアント・ソリューション部門ヘッド



2013年5月ブルーベイ入社。グローバル金融機関との取引拡大に取り組み、2022年初にはクライアント・ソリューション部門ヘッドに就任。資産運用会社のビジネス開発及び戦略に携わる。直近ではCEOオフィスを支援、北米向けの商品及びソリューションを構築。ESG、アロケーション、インプリメンテーション、アセットクラスへの期待など、複雑な状況を乗り越えて顧客の要件を実用的な実装に結びつけるための支援を行う。新しい機能の構築にも取り組み、当社の投資プラットフォームの開発に取り組む。ロンドンビジネススクールでMBAを取得。イーストアングリア大学で人工知能の理学士号を取得。FINRA及びNFAによるシリーズ3の指定を受ける。

ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任契約に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼンシング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management