



## 転換社債市場2023年の見通し

タイミングを計らずに回復に備えたポジションをとる（再考）



ピエール・アンリ・ド・  
モンド・サバス  
転換社債チーム  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ゼイン・ジャファー  
転換社債チーム  
ポートフォリオ・マネジャー

2023年1月

- 2022年8月に発行したレポートに、グローバル転換社債への投資は、タイミングを計らずに回復に備えたポジションをとる際に有効であると述べました<sup>1</sup>。その見方に変わりはありません。実際、最近の市場動向は、この見方が現実のものとなりつつあり、当資産クラスに対する投資意欲が徐々に回復していることを示唆しています。
- 転換社債は、我々が使用するバリュエーション指標において、依然として魅力的に見えます。足元の市場センチメントの改善は中期的な資産価値の再評価の始まりであるかもしれません。
- マクロ経済における不確実感がつきまとう中、株式のボラティリティは高止まりすると考えています。ボラティリティが上昇する環境は、ハイブリッドな資産クラス、とりわけ転換社債の追い風になるとみています。
- 当戦略において、2023年に注目する投資機会を以下に挙げています。
  - **アジア**：アジア転換社債は、バリュー面で非常に魅力的であり、過去二年間のパフォーマンスは冴えなかったものの、今後は底堅い回復が期待できるとみています。
  - **ESG**：2022年に市場動向は、マクロ経済要因に左右されていたものの、2023年はESGテーマに再び注目が集まるとみています。
  - **プライマリー市場**：プライマリー市場で多くの収益性の高い投資機会がもたらされると予想しています。

<sup>1</sup>[https://www.bluebay.jp/globalassets/japan/2209\\_.pdf](https://www.bluebay.jp/globalassets/japan/2209_.pdf)

何が起きたのでしょうか：資産クラスはアウトパフォームしていますが、バリュエーション面での投資機会は依然として豊富にあります。

### 2020年初来；債券よりは良く、株式を下回る

多岐に亘る資産クラスのパフォーマンスを比較する時はパフォーマンスの比較期間の起点を、新型コロナ危機下の大規模な中央銀行による刺激策からインフレ抑制のための積極的な利上げサイクルまでの一連の流れが含まれる金融サイクルを捉えている、2020年とするのが重要だと考えています。この期間、グローバル転換社債は株式をアンダーパフォームし、ハイ・イールド（HY）債をアウトパフォームしました（表1）。大幅な調整に見舞われたものの、転換社債は金利上昇やスプレッド拡大に対してダウンサイドのプロテクションとしての役割を果たしました。当資産クラスがもたらす分散効果が見られました。

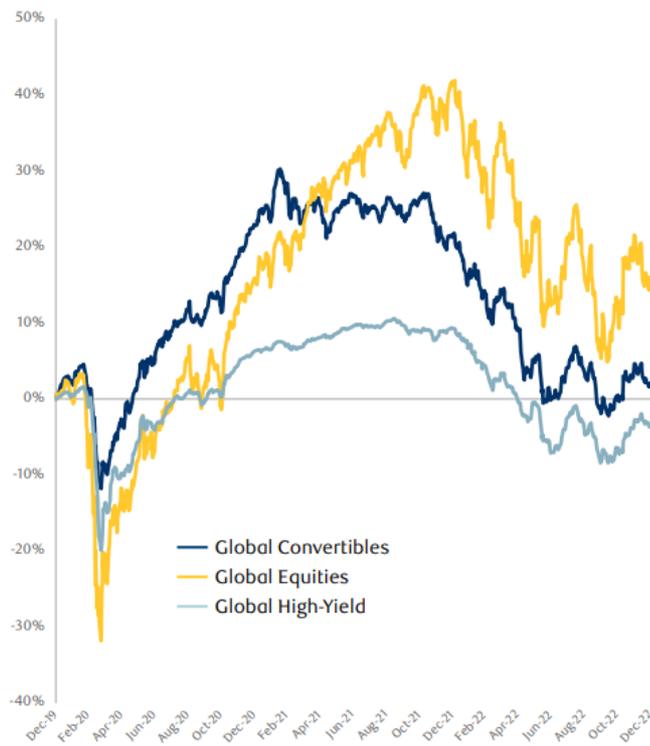
### バリュエーション水準は安定しており、上昇余地が大きい

前回のコメントで、我々が好んで使用し、社内で開発した「ベース」パフォーマンスと呼ばれる転換社債のバリュエーション指標を紹介しました。その指標は、当資産クラスの調整フェーズは終了したと示唆しているものの、資産価値の再評価は進んでいないようです（表2）。この表は、グローバル転換社債が足元で歴史的に割安な水準にあることを示しています。株式及びクレジット投資家との対話のなかで、投資資産に対して明確なバリュー投資の機会を見いだしていません。簡単に言うと、PEレシオは過去水準比で割安とは言えず、クレジット・スプレッドも歴史的に拡大した水準から遠い位置にあります。それとは対照的に、転換社債は2008年の危機時に匹敵するバリュエーション面での投資機会を提供しているように見えます。

### 短期パフォーマンスはリスク低減効果を取り戻したと示唆

市場参加者は2022年初のグローバル転換社債のアンダーパフォームや大型株指数に対して十分なダウンサイド・プロテクションの役割を果たせていないことを指摘しました。ここで注目されたのは、ハイテクセクターへのエクスポージャーでした。

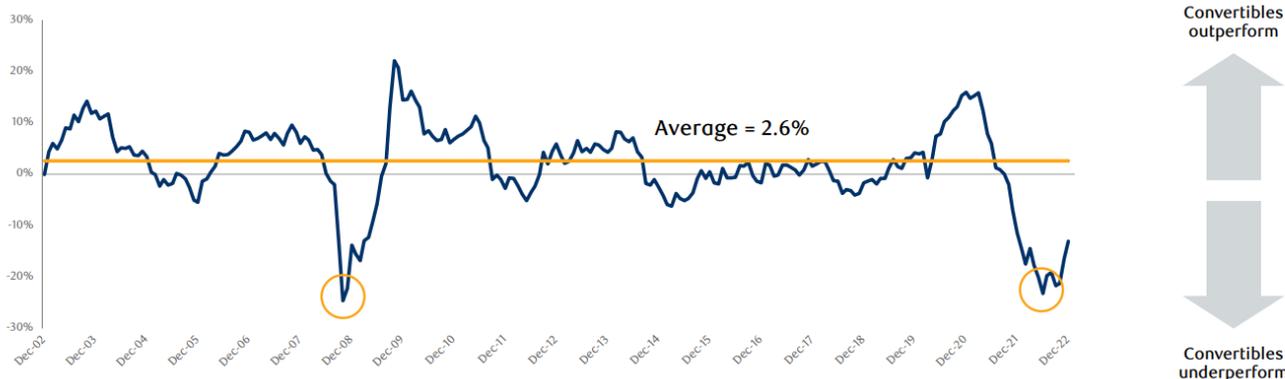
表1：資産クラス間の比較（トータル・リターン、米ドル）



出所：Bloomberg, 2022年12月30日時点

アンダーパフォームのフェーズは、1) バリュエーションの大幅な調整、2) 投資ユニバース内で株式感応度が低下し、よりデフェンシブ性の高いプロファイルとなっている、3) ハイテクセクターへのエクスポージャーは大幅に縮小した、という理由から終わったと考えています。この見方は足元の短期パフォーマンスで証明されているように見えます（表3）。ナスダック100種指数でハイテクセクターの大幅な調整が見られているものの、グローバル転換社債は持ちこたえており、S&P500種指数などの多くの大型株指数をアウトパフォームしています。米国ハイ・イールド債券のパフォーマンスとも肩を並べています。

表2：グローバル転換社債-ベース・パフォーマンス 対 グローバル株式（前年比、%）



出所：MSCI, Refinitiv, Bloomberg, BlueBay Asset Management. 直近の月次データは2022年12月時点

インデックス: MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル)

分析方法：ベンチマークの推定月次株式感応度を使用します。株式感応度とMSCI ワールドのパフォーマンスを掛け合わせて、転換社債のパフォーマンスの株式部分を計算します。ベース部分は、残余部分を指しています。

## 今後数ヶ月の当資産クラスにおける二つの主要テーマ

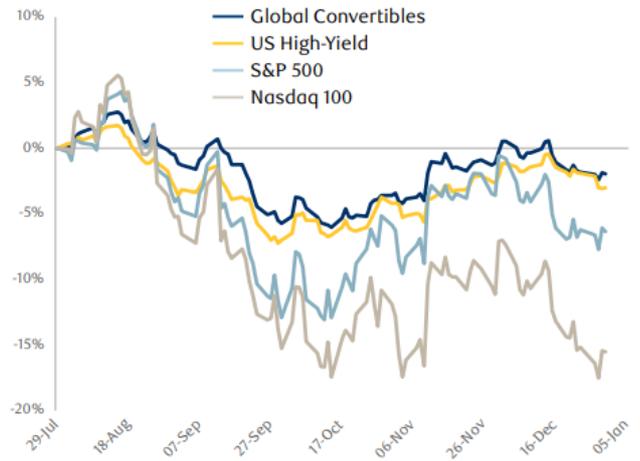
### 1. ボラティリティは高止まる：転換社債に有利な環境

米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクルが終わりに近づき、債券ボラティリティが低下する中で、株式の高ボラティリティのフェーズは過ぎ去ったという見方があります。我々は2023年に株式のボラティリティは高止まりすると考えています。利回りカーブの形が示唆するように、マクロ経済の不透明感がつきまとっています。表4はこの指標が先物ボラティリティにもたらす影響を示しています。FRBによる利上げサイクルの終わりは市場のコンセンサスとなっているものの、緩和サイクルの始まりは依然として極めて不確かであると見ています。さらに、2023年に米国で経済及び企業業績のリセッションを予想していますが、このシナリオは株式市場で完全に織り込まれていないと考えています。この見方を踏まえれば、ポートフォリオのリスク管理は投資家にとって重要なテーマとなると考えています。転換社債はリスクを抑えながら、株式エクスポージャーを維持できる魅力的な資産です。直近のパフォーマンスを見ると、歴史的にボラティリティが高い環境において転換社債が相対ベースで株式市場にアウトパフォームするというパターンがよく見られています（表5）。

### 2. 格付けを引き下げることパフォーマンスの押し上げ要因とはならない

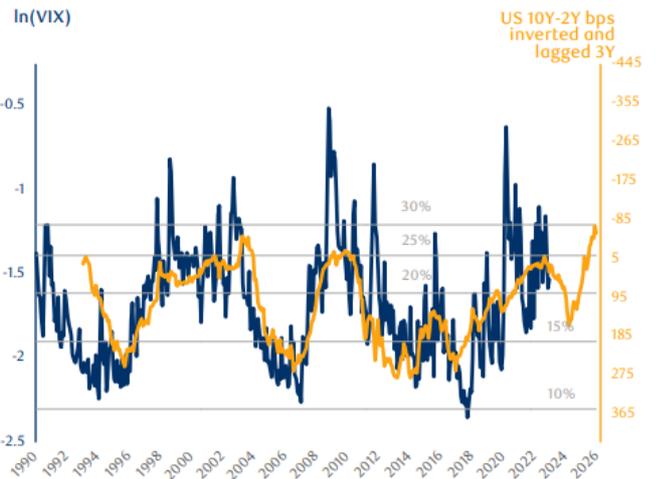
クレジット・スプレッドは2022年に大幅に拡大したものの、実際のデフォルト率は低水準に留まっています。これと「FRBの政策転換」への期待と合わさり、格付けの低いクレジットへの投資が良い結果をもたらすという見方が強まりました。言い換えれば、投資家はキャリアを高めてパフォーマンスを上げるといった新型コロナ前の典型的な戦略に戻る可能性があります。しかし、そのような戦略を実行するのは時期尚早だと考えています。上記で説明したように、マクロの不透明感は強いまであり、ボラティリティは高水準で推移すると見ています。また、米国が景気後退に陥った場合、クレジットのファンダメンタルズは急速に悪化する可能性があります。表6は2つの重要な事実を示しています。第一に、クレジット・スプレッドの拡大は過去のサイクルと比べて緩やかであることから、バリュエーションの魅力はさほどではないかもしれません。第二に、過去の株式ボラティリティとの関係と比較するとスプレッドはタイトすぎるようにみえることです。

表3：2022年7月末を起点とした短期パフォーマンス（トータル・リターン、米ドル）



出所：Bloomberg, 2022年12月30日時点

表4：VIX指数の長期的な推移と市場サイクル

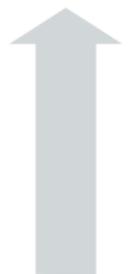


出所：Bloomberg, 1990年1月31日から2022年12月30日までの月次データ  
インデックス: USYC2Y10 IndexとVIX指数  
例示のみを目的としています。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

表5：株式の実績ボラティリティと転換社債及び株式の相対パフォーマンスの関係



ボラティリティは上昇/  
転換社債は株式を  
アウトパフォーム



出所：Bloomberg, Refinitiv, MSCI, 2001年1月1日から2022年12月30日までの日次データ  
インデックス: MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル)  
例示のみを目的としています。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。

なぜグローバル転換社債は魅力的なのでしょう？

1) 転換社債は相対的に満期が短く、スプレッド拡大から受ける影響を抑えられ、2) グローバル転換社債市場は投資適格及びBB格発行体がそれぞれ38%及び37%を占めており、高格付けのクレジットを提供しているほか、包含されたオプションにより、上記で述べた通り、ボラティリティの上昇局面でも恩恵が受けられるからです。

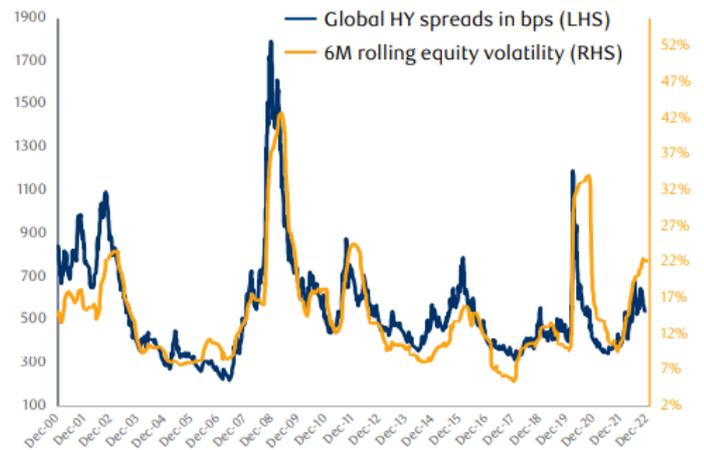
### 足元の状況や今後の投資機会について

#### 1. アジア転換社債：中国経済の再開に備えた魅力的な資産クラス

前回のコメントでアジア転換社債のバリュエーションが歴史的に割安な水準にあることを述べました。過去2年間のアジア市場へのに対する非常に悲観的な見方は市場の調整につながりました。結果的に、転換社債に包含されたオプション価値は大幅に低下しました。そして転換社債に投資したときに同じ利回り水準で転換オプションを無償で獲得できる投資機会が生まれたのです（表8）。中国経済の再開に対する前向きなモメンタムは当市場が再評価されるきっかけとなりました。実際に、2022年10月の中国共産党大会開催後に、ゼロコロナ政策の緩和やハイテク企業に対する規制緩和、景気刺激のための財政及び金融政策、米国で中国ADR（米国預託証券）の上場廃止が回避される可能性が高まるなど、多くの前向きな進展が見られています。今後数ヶ月は、当地域がグローバル転換社債のパフォーマンスを牽引すると予想しています。

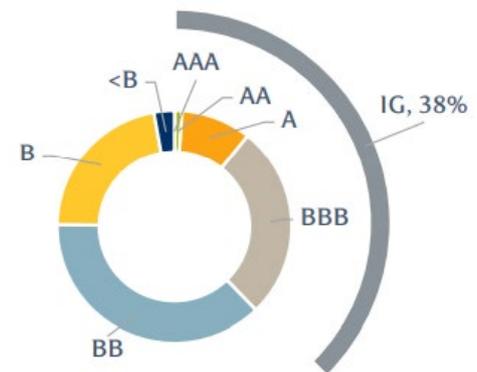
「中国経済の再開に対する前向きなモメンタムは当市場が再評価されるきっかけとなりました。」

表6：実績株式ボラティリティとクレジット・スプレッドの推移



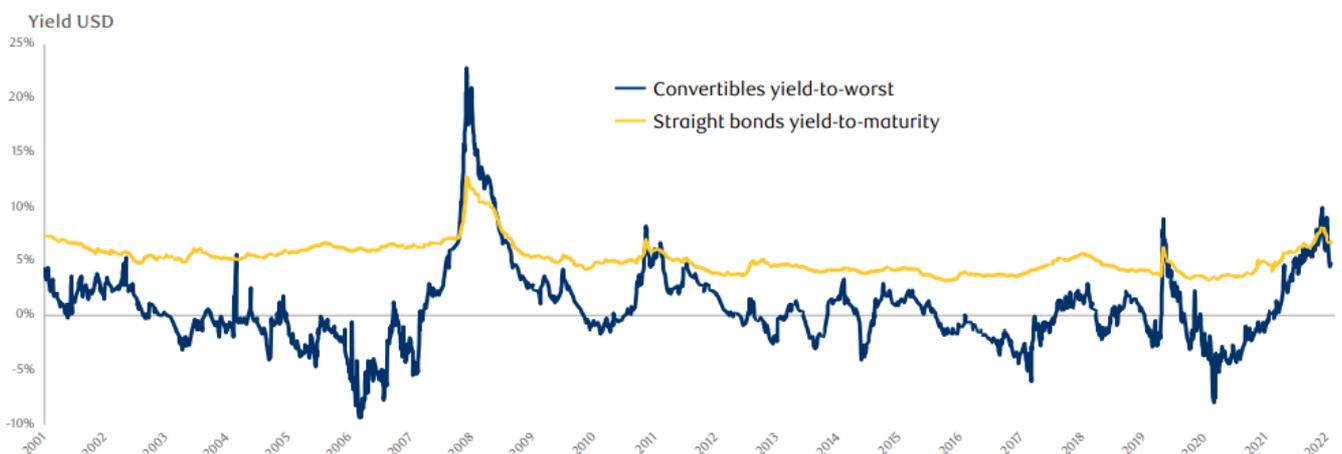
出所：Bloomberg, MSCI. 2001年1月1日から2022年12月30日までの月次データ  
 インデックス: MSCI World Net Total Return USD Index, Refinitiv Global Focus Convertible Index (米ドル)  
 例示のみを目的としています。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

表7：グローバル転換社債ユニバースの格付け別比率



出所：Refinitiv, Bloomberg, ブルーベアセットマネジメント。  
 構成銘柄に明確な格付けが与えられていない時は、ブルーベアの社内格付けを使用しています。格付け別比率はRefinitiv Global Focus Convertible Indexの2022年12月30日時点のデータを使用しています。

表8：アジア（除く日本）転換社債-利回り比較（米ドル）対伝統的クレジット



出所：Refinitiv Asia ex-Japan Convertibles index, ICE indexes ACOR Index, ブルーベアセットマネジメント 2022年12月30日までの日次データ。利回り差は、組み込まれた転換オプションのコストと見ることが出来ます。転換社債の利回りが普通社債と同等かそれ以上であれば、転換社債オプションは無償であると言えます。

## 1. ESG分析が2023年のパフォーマンスに更なる価値をもたらすとみている

当戦略では脆弱なESGプロファイルを持つ企業は除外し、より良いESG基準を制定している企業を選好することを目指しています。このバイアスの2022年のパフォーマンスにおける寄与度は例年より低かったと感じています。2022年の市場は、金利水準やFRBの政策、エネルギー価格の上昇などのマクロ要因に大きく左右されました。2023年は、企業間の長期ファンダメンタルズの差別化やビジネスモデルの持続可能性が、ポートフォリオのパフォーマンスにおいてより重要な役割を果たすと考えています。この先、我々のESG分析がアウトパフォーマンスに貢献できると考えています。

## 2. 企業活動が活発になっており、新規発行やM&A、債券買い戻しが当資産クラスのパフォーマンスの下支えになるとみている

2022年に金融市場がショックに見舞われた後、企業は資本構造や対外的な成長機会の見直しに迫られました。転換社債は、この企業活動の回復による恩恵を大きく受けると予想しています。プライマリー市場での新規発行額は2022年に減少しましたが（表9）、2023年は大幅な増加を予想しています。2022年に金利やクレジット・スプレッド、株式のボラティリティの全てが上昇し、発行体の資本コストは上昇したことから、代替的な資金調達手段を探すインセンティブが強く働いています。転換社債は株価のボラティリティを資金化することを可能にすることから、発行体にとって魅力的です。言い換えれば、転換社債の発行は、普通社債の発行と比較して、発行体の支払利息を大幅に抑えることができるのです。歴史的に、発行体は低いクーポンの見返りとして投資家に低価格でオプションを提供しており、プライマリー市場の回復は当資産クラスのパフォーマンスの追い風になってきました。

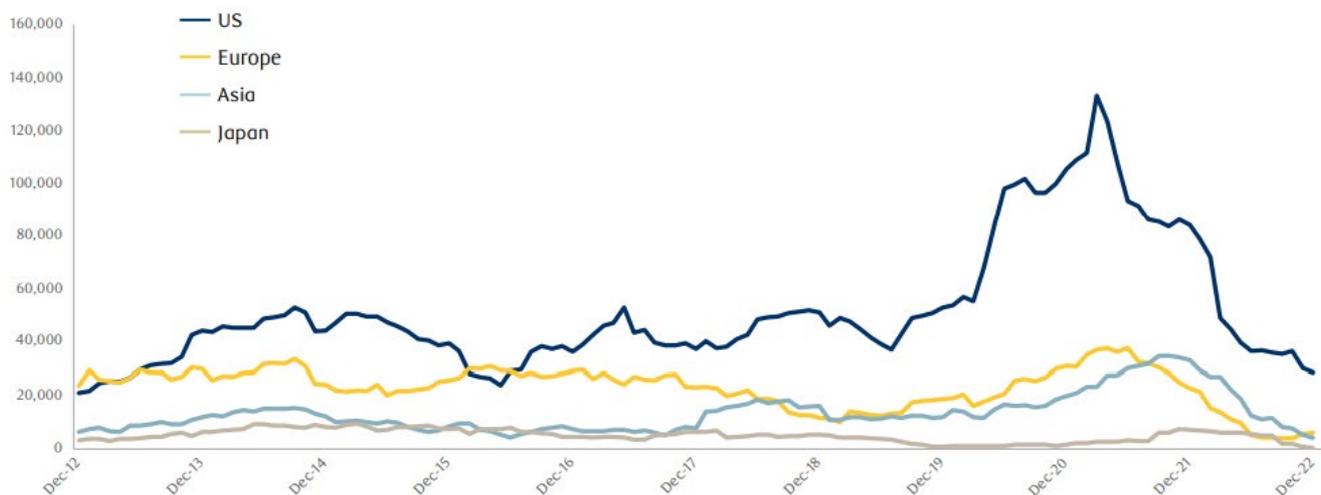
M&A案件数の回復も2023年の当資産クラスのパフォーマンスを高める要素になると考えています。株式市場で見られた大幅な調整により、一部のビジネスのマルチプルは歴史的に割安な水準で評価されたままです。そのような企業を買収のターゲットになるのは自然な流れです。特に、ソフトウェアやインターネット、バイオテックなどの高成長が見込めるハイテクセクターに当てはまります。転換社債は、買収された場合に投資家がアップサイドを享受できる資産であることから、M&A案件数が増加すれば、その恩恵が受けられると見ています。

**「転換社債は、買収された場合に投資家がアップサイドを享受できる資産であることから、M&A案件数が増加すれば、その恩恵が受けられると見ています。」**

当資産クラスのその他の追い風として、足元で転換債券の買い戻しが増えていることが挙げられます。株式市場の大幅な調整を受けて、多くの転換社債が、転換オプションの価値が低下する中で非常に割安な水準で取引されています。このことは、市場価格にプレミアムが上乘せされた水準でも、発行体が買い戻しを行うインセンティブにつながっています。投資家は、このような企業活動からも恩恵を受けることができます。

**2023年、ポートフォリオのリスク管理が引き続き投資家の重要なテーマになると考えています。グローバル転換社債は、タイミングを計らずに回復に備えたポジションがとれる魅力的な資産であるとの見方を維持しています。**

表9： 転換社債 - 過去12ヶ月間のプライマリー市場での発行額 (百万米ドル)



出所：バンクオブ・アメリカ・転換社債リサーチ、2022年12月31日時点

## ディスクレーム

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業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となります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	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