

転換社債；オルタナティブのオルタナティブ

2017年12月

ポートフォリオの目標リターンを達成し続けるためには、投資環境に合わせて資産のロケーションを行うことが求められることがあります。ここ数年、株式ロング・ショート戦略のパフォーマンスが振るわないにもかかわらず、運用コストの高さは変わりありません。転換社債戦略は、株式ロング・ショート戦略の魅力的で運用コストの低い代替投資となる可能性があると考えています。

知っておくと良いこと

- グローバル金融危機以前は、転換社債のパフォーマンスは株式ロング・ショート戦略のヘッジファンド（L/S）と高い相関がありました。2004年1月1日から2007年1月1日までの期間の年率リターンは、転換社債は7.8%、L/Sは5.2%でした。
- グローバル金融危機以降は、下落が限定的で運用報酬が低いことで、転換社債がL/Sを大きく上回るパフォーマンスとなりました。2009年1月1日から2017年9月3日までの期間の年率リターンは、転換社債は6.7%、L/Sは2.4%でした。
- ボラティリティはグローバル金融危機前後でそれほどの差はなく、金融危機以前は転換社債が5.6%でL/Sが4.9%、金融危機以降は転換社債が6.8%でL/Sが5.8%となっています。

注) 転換社債；Thomson Reuters Global Focus Convertible Index、L/S；Hedge Fund Research HFRX Equity Hedge Index

伝統的な投資資産は通常二つのカテゴリー、つまり株式と債券のどちらかに属します。様々な代替的投資手段やアプローチは、投資家のポートフォリオにおいてリターンを分散させて相関を低下させることに役立ち、伝統的な保有資産を補完してくれます。こうしたものとして、プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、商品、不動産あるいはインフラ投資といったものが挙げられます。これらのリターン特性は株式及び債券とは異なり、ポートフォリオ全体のリスク調整後リターンを改善する可能性があります。そうした中で、転換社債はハイブリッド型の特性を持った資産で、株式と債券の両方の特性を併せ持っています。クーポンは固定されて償還日も設けられているという標準的な債券の特徴を持つ一方で、事前に決められた株式数に後日、債券を転換できるというオプションが含まれています。この株式への転換が出来る点から、転換社債は純粋な債券や株式よりも興味深い資産となっています。



マイク・リード
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ピエール・アンリ・ド・モンド・サヴァス
ポートフォリオ・マネジャー



リディア・ショモン
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

良いとこ取り

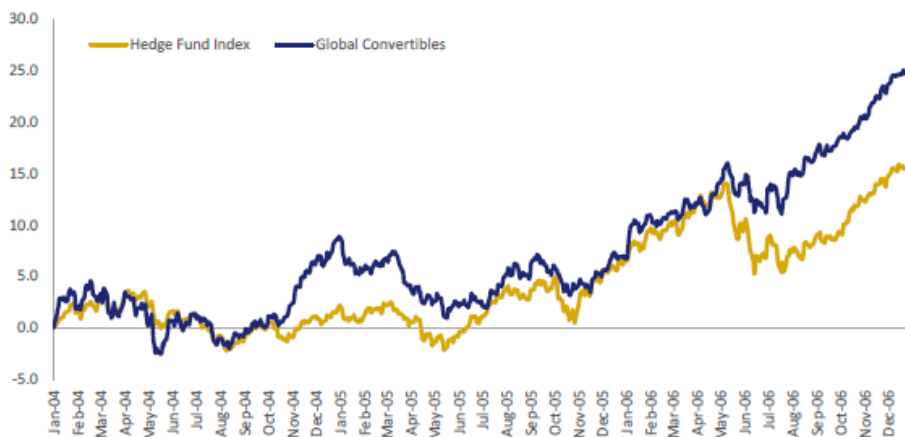
これまで転換社債は、包含されているオプションを通じて株式市場の上昇を狙おうとする債券投資家、もしくは債券バッファと呼ばれる特性を利用して、ポートフォリオのボラティリティを低くしたいという株式投資家が活用してきました。また、転換社債アービトラージ・ファンドという特化型の戦略も投資を行っており、こうしたファンドは転換社債に包含されているオプション部分の価値だけを狙い、その他の定量的リスクの多く、あるいは全てをヘッジする投資戦略です。最近では、プレーンな転換社債のロング・オンリー型戦略が、L/Sの代替として検討されるようになってきました。この動きには、一見すると非伝統的な戦略へのアロケーションだと見えるものの、しっかりとした理論が備わっていると考えられます。

株式ロング・ショート戦略のような動きをする転換社債戦略

L/Sは、異なる企業の株式でロングとショートのポジションを構築してリターンを求める戦略ですが、そのほとんどが真の「株式ニュートラル」とはなっていません。株式市場との相関がプラスであるという事実から、これまで大半の運用者のポートフォリオはロング・バイアスになっていると考えられます。このことから、L/Sは株式市場の上昇による恩恵を受けやすい一方、株式市場の下落局面でマイナス・リターンとなりやすい傾向がみられます。これは、転換社債の特性と同様です。L/Sと転換社債共に、株式のベータをロングしており、株式市場の上昇には追随しながら、株式市場の下落に対しては、ある一定のプロテクションを有しています。

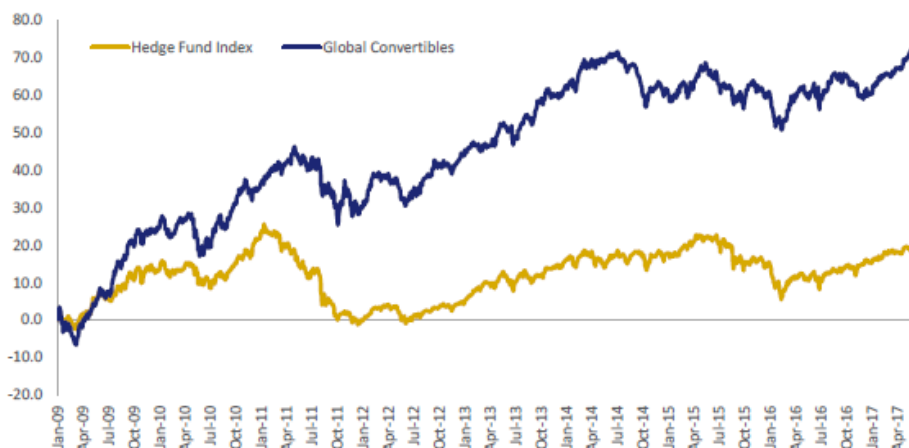
2004年から2007年にかけてのL/Sと転換社債インデックスのパフォーマンスを比較すると、かなり似たものとなっています。2007年のような強気相場においては両資産共に上昇し、同水準のリターンを獲得しました。2008年のグローバル金融危機時には両資産とも下落をしながら、ダウンサイド・プロテクションは同水準でした。グローバル株式市場が43.5%下落する中で、L/Sは25.4%、転換社債は26.2%、それぞれ下落しました。

金融危機以前（2004年から2007年）のパフォーマンス



(出所) Bloomberg、Global Convertibles(転換社債) ; Thomson Reuters Global Focus Convertible Index、Hedge Fund Index(L/S) ; Hedge Fund Research HFRX Equity Hedge Index

金融危機以降（2009年から2017年9月末）のパフォーマンス



(出所) Bloomberg、Global Convertibles(転換社債) ; Thomson Reuters Global Focus Convertible Index、Hedge Fund Index(L/S) ; Hedge Fund Research HFRX Equity Hedge Index

金融危機後の投資

転換社債は2008年以降、L/Sを大きく上回るリターンとなっており、L/Sの年率リターンが2.4%となっているのに対して、転換社債は6.7%となっています（2009年1月1日から2017年9月30日）。しかし、相関は引き続き高く、両者とも株式市場の上昇による恩恵を受けながら、下落局面では軟調となります。この期間でL/Sがアンダーパフォームしたと考えられる理由は多くあります。プライム・ブローカーによるレバレッジの提供は抑制されており、レバレッジのコストが高くなっていることから、個々のトレードがそれ程魅力的ではなくなっていることや、新規制を順守するためのコストも嵩んできています。これらの要因によってヘッジ・ファンドのマネジャーはグローバル金融危機以前のリターンを獲得することが難しくなっていると考えています。

現在の投資環境において、投資家はリスクに対するリターンと、運用者に支払う報酬の両方に目を向けており、資産配分の決定は従来よりも緻密な調査を経て行われます。こうした状況では、現状においてL/Sよりも転換社債の方が魅力的な投資特性を持っていると考えています。グローバル金融危機以後の世界において、転換社債はL/Sよりも効率的に株式市場の上昇を捉え、下落局面ではダウンサイド・プロテクションを維持出来ているとみているからです。

さらに、投資配分はファンドのコストによって判断されるべきではないと考えているものの、高コストは長期リターンに大きくマイナスの影響を与える可能性があるという多くの例が出てきています。ヘッジ・ファンドのコストは、運用報酬2%+成功報酬20%が一般的でしたが、ロング・オンリー型の転換社債戦略のコストは通常これを大幅に下回ることから、このことも転換社債の魅力に繋がるかもしれません。

オルタナティブへの資産配分に関して、今一度ポートフォリオを見直す時期に来ているのではないかと考えています。グローバル金融危機後、L/Sは魅力的なリターンを創出することに苦戦している一方、転換社債は株式の上昇による恩恵を受けながら、市場が下落した際のプロテクションを備えています。運用コストが低いことから転換社債は魅力的なリスク調整後リターンをもたらすと考えており、株式ロング・ショート型のヘッジ・ファンドから転換社債のロング・オンリー型の戦略に資産配分を移行するタイミングとしては良いのかもしれない。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2017年12月14日）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、当社による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。