

転換社債市場の魅力

足元の市場の調整において、他資産クラスに対して転換社債はアウトパフォームしています。現在の市場を切り抜けて行くのに転換社債は理想的な資産クラスであると考えていますが、今後の見通しについてまとめました。

2020年4月15日

現在の市場環境は転換社債にとってポジティブ

前例のない規模の金融および財政政策が取られており、リスク資産、なかでも株式市場には下支えが提供されていると考えています。同時に、ボラティリティは長期にわたって高い状態が続くことが予想されます。転換社債への投資は、リスクを抑えながら株式のエクスポージャーを取ることが出来るシンプルな方法であると考えています。このわかりやすさによって、中期的に転換社債は資金流入が期待出来る資産クラスになると見えています。



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

価格水準は歴史的に見て割安

足元の市場の下落によって、転換社債が包含するオプション価値が3%~5%歪んでいると考えています。市場環境が正常化する（これまで発表された米連邦準備理事会（FRB）の刺激策によって、やがて実現すると考えています）につれ、このオプション価値が修正され、転換社債は追加リターンを得られると見えています。この種の割安感、2008年の金融危機時に匹敵する水準になっています。

活況な新規発行市場がパフォーマンスを押し上げる

あらゆる資産クラスと格付けに及んだクレジット債市場全般の下落は著しく、まだ完全に正常化していません。そのため、借り換えが必要な企業は足踏みをしていると見られます。過去の例で見ると、信用環境が引き締まった環境においては、企業は転換社債の発行に前向きでした。なぜなら、転換社債の発行によって利払いコストを減らし、ボラティリティを有利に使えるからです。この段階では、企業は割安なバリュエーションで株式の上昇余地を投資家に与えることにはためらいはありません。歴史的に見ると、2009年には魅力的な転換社債の投資機会が提供されました。



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

発行企業のセクターがかつてないほど魅力的になっている

転換社債市場では、金融機関および伝統産業の企業が占める割合は低くなっている一方、テクノロジー、ソフトウェア、バイオテクノロジー、インターネット関連の企業が占める割合がかなり高い状態にあります。新型コロナウイルスの蔓延によって、在宅勤務が増えるなどデジタル化が進む中、こうしたセクターの比重が高いことは投資の魅力を増長させていると考えています。一方、こうした状況は伝統産業にとっては重石となっています。

株式の投資家にとってはインカム収入が得られることが魅力となる

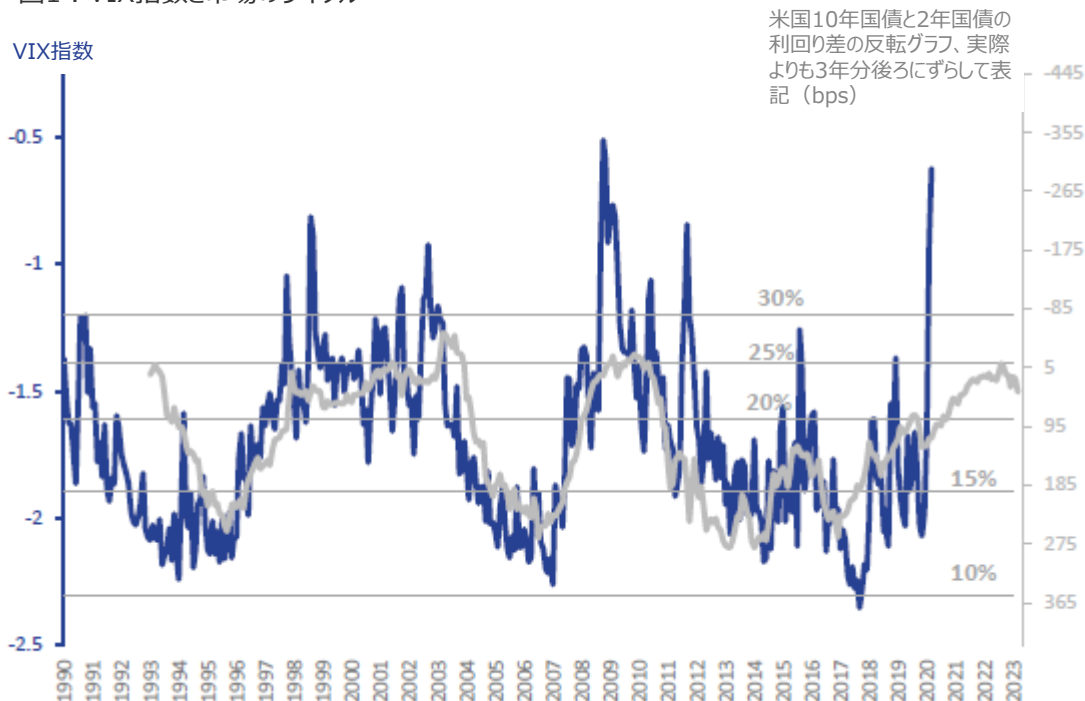
現在の市場環境の特徴の一つは、多くの企業が配当を見合わせる、もしくは削減することを決めたことです。転換社債はクーポンが固定であることから、インカム収入が得られます。そのためインカム収入を必要とする投資家にとって、転換社債は魅力的な市場に見えると考えています。実際に、株式インカムファンドは、インカム水準を維持するために転換社債への投資を検討しているようです。これは通常は見られない動きで、新たな投資家層がこの資産クラスに参入することはポジティブな動きであると考えています。

過去の経験から、市場のストレス時には転換社債のドローダウンは比較的短期間に終わる

ドットコム・バブルや2008年の金融危機といった過去の危機を見てみると、転換社債のドローダウンは株式と比較すると下落幅が小さく短期間に終わることがわかっています。大凡ですが、これらの危機において、転換社債が損失を回復し高値を更新するまでの期間は、株式の約半分でした。現在の市場環境においても同様のことが言えるのではないかと考えています。

株式市場のボラティリティの上昇については、かなり前から予想していきました。図1で示されるように、このことは多くの伝統的なボラティリティ指標とイールドカーブの動きから考えていました。新型コロナウイルスがトリガーとなり、市場はボラティリティが高い局面に突入したと考えています。

図1：VIX指数と市場のサイクル

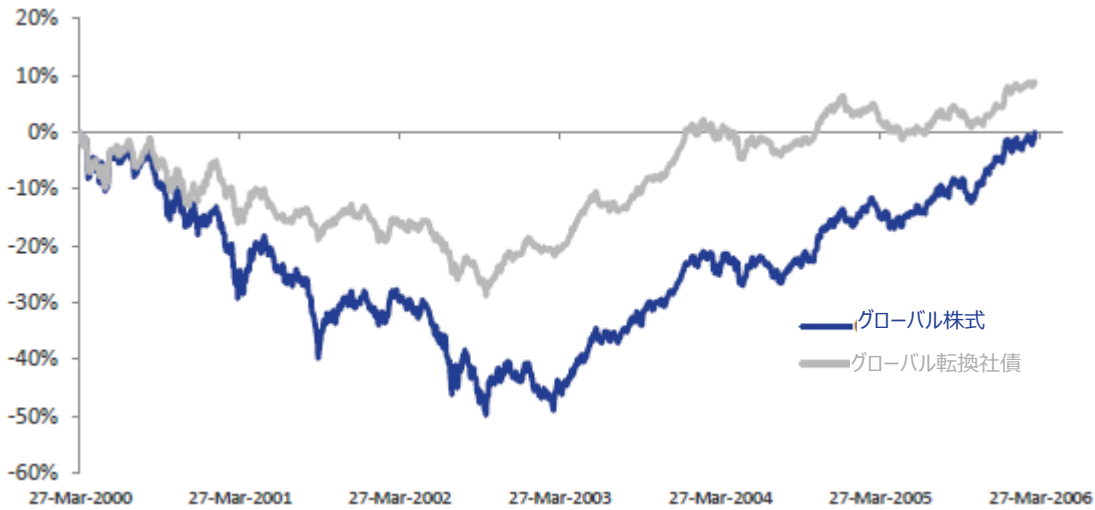


出所：Bloomberg、ブルーベイ 2020年3月

図2、3、4は過去の危機時および足元の新型コロナウイルス危機における転換社債と株式市場を比較したものです。過去の例を見ると、株式市場よりも転換社債の下落幅は小さく、ドローダウンの期間も短くなっていることがわかります。

図2：ITバブル時のピーク時からのパフォーマンス

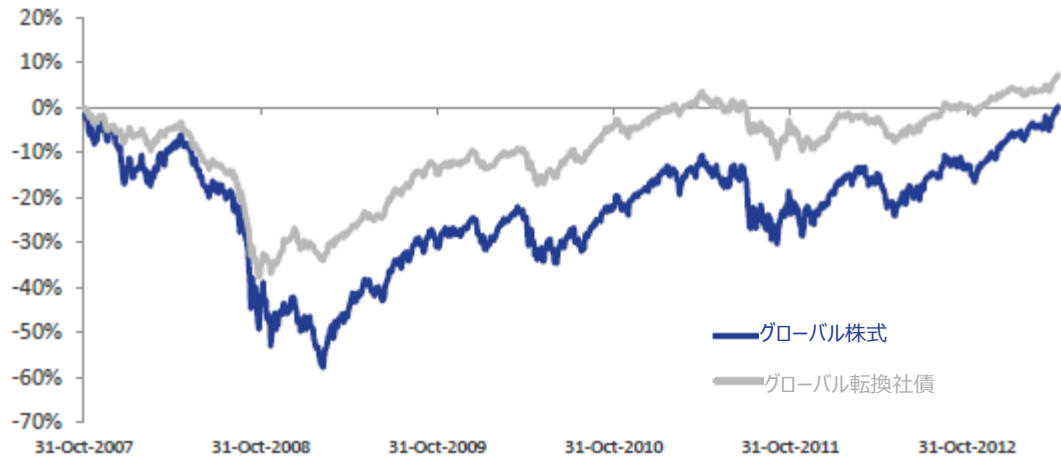
株式市場；ピーク時からの変化幅；マイナス49.8%、ドローダウンの期間；1,536営業日
転換社債；ピーク時からの変化幅；マイナス28.8%、ドローダウンの期間；973営業日



出所：Bloomberg. Indexes: MSCI World Net Total Return USD Index and Refinitiv Global Focus Convertible Index (USD)

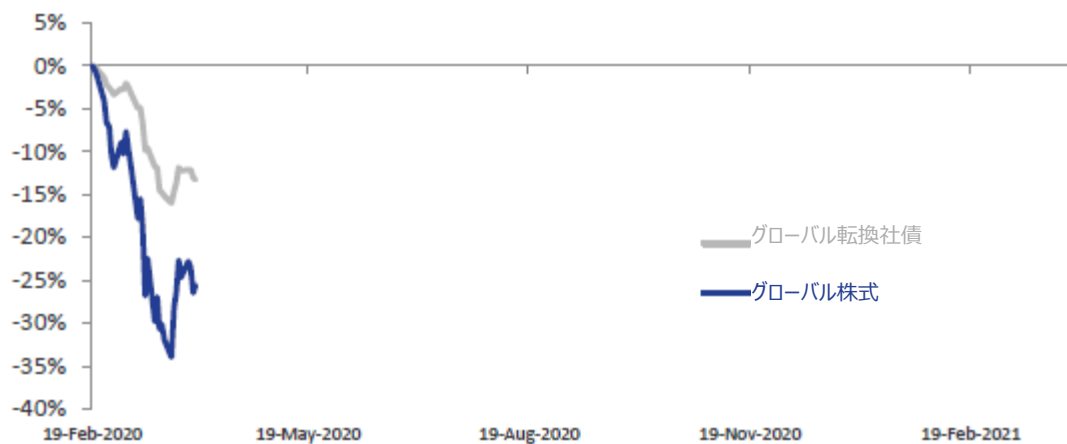
図3：グローバル金融危機時のピーク時からのパフォーマンス

株式市場；ピーク時からの変化幅；マイナス57.8%、ドローダウンの期間；1,417営業日
転換社債；ピーク時からの変化幅；マイナス37.7%、ドローダウンの期間；856営業日



出所：Bloomberg. Indexes: MSCI World Net Total Return USD Index and Refinitiv Global Focus Convertible Index (USD)

図4：新型コロナウイルス危機のピーク時からのパフォーマンス



出所：Bloomberg. Indexes: MSCI World Net Total Return USD Index and Refinitiv Global Focus Convertible Index (USD)

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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をご遠慮下さい。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。