



危機を未然に回避する

流動性に関する懸念はここ最近高まる一方で、収まる兆しが見られません。ただし債券投資家は、豊富な流動性を維持するためだけに超過収益の獲得機会を諦めるべきではありません。慎重に流動性管理をすることで、その両立は可能であると考えています。

今年の夏場に流動性ショックが高まって以降、投資家は当然のことながら流動性に関するトピックを優先順位のトップに掲げ、ポートフォリオ構築に厳しい目線を投げかけるとともに、運用者が一体何を保有しているのか、改めて目を光らせることとなりました。

これは重要なことであると言えるでしょう。投資家は、何を保有しているのか十分に理解しているべきです。

流動性管理は信頼される資産運用者にとっての重要な任務ですが、投資資産の流動性リスクの管理手法に安心感を持つことに加え、保有資産について十分なレベルでの透明性を確保することも非常に重要となります。言うなれば、「情報は力なり」です。

2019年11月



ジャン-フィリップ・ブリュア
パートナー
投資リスク&パフォーマンス ヘッド

米中貿易摩擦が当面市場の変動要因として存在するとみられ、相次ぐ地政学リスクの高まりも予想されるなか、投資家が中央銀行による金融政策の行方を注視する姿勢は続くでしょう。そのような中で、流動性状況がグローバルにひっ迫する可能性も軽視することは出来ません。マクロ経済環境を改善させるための秘密の策を有する運用者はいないとみられますが、リスクを低減するため、流動性管理に関してのベスト・プラクティスを施すことは可能です。

最も洗練されたシステムを有することの重要性は認識しながらも、流動性リスクを管理するための独自モデルを開発するという私自身の経験に基づけば、定量的な流動性の枠組みに、ポートフォリオ・マネジャーやトレーダーからの定性的な情報を加味することが非常に重要であると感じています。

流動性リスクを根絶的に低減するためのある種のパナンスは基本となりますが、実際の投資が行われている場合、発生しうる事象に、都度プロアクティブに対処していくことが鍵となります。

債券の運用会社はそれぞれ独自の手法を有していると考えますが、あらゆるリスク管理の枠組みにおいて、以下の3つの要素は欠かせないものであると考えています。

1. 流動性スコアリング – 投資がひとたび実行されれば、その後ハード・ワークが待ち受けています。保有銘柄の流動性を精査するために、ポートフォリオのリスク特性を継続的にレビューすることは、その時点での認識が真の市場状況と整合的であるかどうかを確認する上で欠かせません。ただしより重要となるのは、ポートフォリオの流動性特性が設定されている流動性条件と足並みを揃えていることであると言えるでしょう。まず債券の投資家として、信用スプレッドやポジション量、マーケット・メーカーの数などに注目します。このようなアプローチはあらゆる資産クラスに適合するようカスタマイズすることが可能です。

2. ストレス・テスト – 流動性スコアが算出されたのち、ポートフォリオの保有銘柄が極端な市場環境下においてどのようなパフォーマンスとなるか、というストレス・テストを開始することが可能となります。例えば、純資産の30%もしくは40%の解約危機や、2008年10月の危機が深刻化する局面に直面した場合を想定してテストをします。このようなテストによって想定外の結果が得られることもあり、まさに「情報は力なり」という言葉に立ち返ることになりますが、このような情報こそが、ポジションの合理性やポートフォリオの調整の必要性を継続的に熟考する上で非常に重要となるのです。

2008年10月の市場環境下におけるサンプルのストレステスト*

NAV (MM)	USD100
Cash	8%
1 day	50%
2-5 days	33%
5 days to 1 month	9%
>1 month	0%
B/A spread	86c

*図のデータは例示のみを目的としており、実際のポートフォリオとは無関係です。当該リスク評価に用いる手法を説明することのみを目的として作成しています。

3. 集中度の考慮 – こちらはこれまでの手法とはやや異なる特徴を持ちます。いかなる銘柄の多大なポジションであっても、例えば発行額の10%以上を保有していたとしても、同発行体の総債務額などに関する複数の緩和要素があれば、即座に流動性に関する警告を発するものではないと考えます。ただし、特に注視すべきポジションとなることは事実です。その上で、ポートフォリオにおけるポジションの集中度が十分にコントロールされる必要があります。究極的に言えば、ポジションの集中度は取引価格に影響を及ぼす可能性があるほか、最悪の場合、そもそも取引することが可能かどうかにも影響を及ぼすため、非常に重要であると言えます。

流動性状況がグローバルにひっ迫する可能性も軽視することは出来ません

実際の流動性スコアリングーサンプル*

NAV (MM)	USD100
Cash	8%
1 day	75%
2-5 days	14%
5 days to 1 month	3%
>1 month	0%
B/A spread	60c

非流動性に関する備考

私の見解では、日次流動性を提供するファンドにおいて、非流動性資産は許容されるべきではありません。アクティブな投資判断を行う観点から、日々の設定解約に応じる必要があるファンドにおいてそのような資産を保有することは、端的に言えば適切ではないと考えています。ただし一部の例外的な状況において、例えばデフォルト（債務不履行）や債務再編などのクレジット・イベントの結果として、非流動性資産を保有するに至ることはあるでしょう。そのような状況下において、運用者がどの程度のエクスポージャーを許容することが可能であるかを見極めるには、正確な判断と、堅実な出口戦略が必要となります。既に述べた通り、当初の段階から集中度を管理することは、このようなシナリオによる影響をある程度抑制することにつながるとみられますが、独立したガバナンスによって、運用チームとの間で合意した出口戦略の執行がしっかりと監視されることが基本となります。そのような状況は必ずしもアクティブな投資判断によってもたらされたものではないかもしれませんが、いずれにせよ、継続的にモニタリングし、ポートフォリオの流動性特性が設定された流動性条件と一致していることを常に確認することは非常に重要であるとと考えています。

流動性の算出を誤ることは、顧客にとっての重大な損失や運用者にとっての運用資産の大幅な減少につながる可能性があります。投資家の恐怖心を煽る、ここ最近の流動性に関する報道は、日次流動性を提供するファンドを運用する債券マネージャーのリスクを改めて浮き彫りにするものでした。これらのリスクを低減するためにガバナンスを強化させることは重要となりますが、リスクに直面することを根本的に避けるためには、起こりうる事象にプロアクティブに取り組む姿勢が必要となるでしょう。

高止まりする市場変動性に加え、不安定かつ前例のない政治および政策的な動きに象徴される今日の市場環境下において、堅固な流動性管理の枠組みを維持することはもはや必須条件であると言えるでしょう。それらの改善を続けることで、流動性リスクに対する適切な監視レベルを確実にする一助になると考えています。またその結果として、投資家は自由に資金を移動させることが可能となり、運用者はヘッドライン・リスクを回避することが可能になるでしょう。

投資家の恐怖心を煽る、ここ最近の流動性に関する報道は、日次流動性を提供するファンドを運用する債券マネージャーが有するリスクを改めて浮き彫りにするものでした。

ディスクレームー

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 0.80%（税抜） / エマーシング債アンCONSTREIND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） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

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。