



BlueBay
Asset Management

ボラティルな市場で クレジットのロング・ ショート戦略を活用 する

マーク・ダウディング
CIO

2020年11月



不安定な状況によってボラティリティが生まれ、アクティブ・マネジャーにとってはリターンを得る機会となる可能性があります。「ニューノーマル」の環境は、低利回り、政治的な不安定、地政学的リスクが複合した厳しいものであるかもしれませんが、クレジット債でアクティブにロング・ショートを取る戦略にとっては、マクロ環境に沿ったポジションを取ることや銘柄間のパフォーマンス差を活用することで、アルファを獲得する可能性があります。

投資環境を見直す

資本市場の安定が10年以上続きましたが、そこから投資環境は劇的に変化してしまいました。新型コロナウイルスの流行がグローバル経済に壊滅的な打撃を与え、ボラティリティは2008年の世界金融危機以来となる大きな変動を見せました。

「恐怖指数」として広く認識されているCBOE（シカゴ・オプション取引所）のVIX指数は、2020年3月16日におよそ12年ぶりの高水準に達しました。ウイルス流行の影響が広範に認識され始める中、投資家によるポジション調整が次々に行われたことでボラティリティは急上昇しました。金融危機の間とは異なり、ボラティリティは急速に高まり、VIX指数は前日の57.83ポイントから82.69ポイントに達しましたが、その僅か二週間前は30ポイント台前半の水準を推移していました。

このスピードでボラティリティが上昇する中、投資家は保有ポジションについて身動きが取れない状態になりました。当然ながら、多くのファンドマネジャーはこの事態を想定しておらず、パッシブ型のロング・オンリーあるいは上場投資信託（ETF）を多く保有する投資家は、ポートフォリオの評価が大きなマイナスとなりました。

対照的に、ロング・ショート戦略ではプロテクション効果が発揮されました。例えば、3月はショート戦略で大きな収益を得て、4月の市場が回復に向かう時に、ベータ・リスクをリターンの源泉として活用することが出来たケースが多く、市場が再び上方に向き始める中で、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）インデックスなどの投資手段を活用して、リターンを獲得することが出来たようです。

「ニューノーマル」

安定を求める投資家は、3月と4月に見られた市場の動きは異常であったかと思いたいかもしれません。過去10年間の中では、確かに異常だったと言えるでしょう。しかし、これまで起きたこと、そして今後起きることを考えた場合、当面の間、市場ではボラティリティの上昇や不安定さが払拭できないと見ています。

6月に国際通貨基金（IMF）は2020年の世界経済成長率はマイナス4.9%となる見通しを発表し、ウイルス流行の影響で当初予測より深刻なグローバル景気後退に陥る可能性があることと警告しました。またウイルス感染が再度拡大した場合、2021年の成長率は0.5%となる可能性も警告しました。

金融危機の間とは異なり、ボラティリティは急速に高まり、VIX指数は前日の57.83ポイントから82.69ポイントに達しましたが、その僅か二週間前は30ポイント台前半の水準を推移していました。

一般的に、投資家はリセッションの可能性を考慮してボラティリティを予想しており、今回のリセッションは、世界大恐慌以来の深刻さとの想定から、言うまでもなく、高いボラティリティが今後も予想されます。さらに、他の要因も重なります。選挙などの主要イベントや原油生産国同士で続く対立もボラティリティを高める要因となり得ます。

同時に中央銀行は現行の刺激策の限界やマイナス金利による弊害を認識し始めています。

先入観を見直す

大部分の投資家は、ある企業ないしはセクターが悪い方向に行くことに生来賭けたがらないように思います。ロング・ショート戦略は、こうした人に共通するバイアスに対抗し、市場が上昇基調になくとも、利益を得る方法を提供していると考えています。ブルーベイでは、ロング・オンリーからロング・ショート戦略を取り入れることが大きな飛躍であるとは考えていません。本質的には、ある銘柄に好調なリターンを望む一方で、別の銘柄にはそこまで期待しないといった見方を反映するだけのことです。

しかし、ロング・ショート戦略を活用することは、ただ「悪い」企業をショートし、「良い」企業をロングする、というほど単純なわけではありません。良い企業であっても過大評価されている可能性がある企業をショートすること、もしくは困難に陥っているものの、過小評価されすぎている企業をロングすることも投資機会となり得ます。

加えて、ショートの活用は投資家主導で環境や社会、ガバナンス（ESG）への取り組みを促し、企業行動の改善を求めることにもなります。オルタナティブ投資運用協会（AIMA）が発行した2020年7月のレポートでは、ショートの投資家が炭素排出を削減出来なかった企業に対して、資本コストの引き上げができた、と紹介されています。

当然ながら、投資家が先入観を持っているのはショートに対してだけではないと思います。この10年間、投資家は絶対リターン戦略に対しても多くの先入観を持ってきたと考えています。こうした誤解は、ベータ主導のファンドが高いリターンを上げた比較的先の読みやすい市場の下で強まったと考えています。しかし、ボラティリティや不確実性の高まりが予想される市場にあっては、資産タイプごとに、これまでの考え方がまだ適切なのかどうか検証が進むと考えています。

金融政策による介入が期待したほどの効果を発揮していないと見える中、投資家は積極的な財政出動を予想しています。

とても多くの変数がこの「ニューノーマル」に影響している中で、投資家は自身の投資アプローチを考え直し、この困難な環境において、それが適切なかを評価するために、長年の考えを疑う必要が出てきていると考えています。

ここでは、3つの例を挙げたいと思います。

1. 国債

一部の債券セクターに対する投資家の考えは過去数十年に亘るかなり根深いものであると考えています。このことは、特に先進国国債において明確で、発行体である政府が債務不履行に陥る可能性が低いことから、伝統的に低リスクとして見られています。しかし、新たな市場環境においては、この想定を考え直す必要があると思います。

つまり、債務不履行のリスクは依然として低いものの、デフレ・リスクがリターンへの現実的な脅威になっていると思います。先進国国債の金利水準は過去最低にあることから、金利が上昇すれば、これらの債券の価値は毀損することになります。デフレ・リスクは、償還期限が長い債券ほど高まります。

2. ETF

投資家が考慮すべきもう一つの要素はETFファンドが抱える流動性リスクです。この10年間は低コストで債券市場へのアクセスを求める動きから、債券ETFの人気は急上昇しました。この投資手法の歴史は依然として浅く、継続的に

ロング・オンリーからロング・ショート戦略を取り入れることが大きな飛躍であるとは考えていません。本質的には、ある銘柄に好調なリターンを望む一方で、別の銘柄にはそこまで期待しないといった見方を反映するだけのことです。



ストレスの続くような環境をまだ十分に経験していないように思います。2020年3月に、一部の投資適格債ETFの価格と実際の資産価値の間に大きな乖離が生じているとブルームバーグが報じたことをきっかけに、将来流動性がなくなるイベントがあった場合への懸念が高まりました。ブルームバーグによれば、ETFと裏付けとなる現物債券の価格を通常は一致させる指定参加者やマーケットメーカーが、ボラティリティが上昇した時期にはそうした行動を取らなかったのだろう、と市場アナリストの多くは考えているようです。

3. ストラクチャード・クレジット

多くの投資家のストラクチャード・クレジットに対する見方は、グローバル金融危機下の住宅ローン担保証券やローン担保証券のネガティブなパフォーマンスで色づけられていました。結果として、多くの投資家はストラクチャード・クレジットに幅広い資産タイプがあることをあまり認識せず、ストラクチャード・クレジット全体を拒否していました。

グローバル金融危機以降、規制当局は投資家保護の強化のためにセーフガードをいくつも導入し、ストラクチャード・クレジット市場の参加者に対して、リスクの透明性を高めるように促してきました。さらにコロナ禍における新しい投資環境においては、アルファを求める債券投資家にとって、ストラクチャード・クレジットが堅固な資産配分先になるとの見方を強めています。

コストに関する追記

ショートが含まれる戦略に対して、一部の機関投資家は慎重な姿勢を示してきました。ロング・オンリー戦略から安定的なリターンが得られた時期は、それほど問題がなかったかもしれません。実際に、過去10年のほとんどの間、絶対リターンもしくはロング・ショート戦略は、インデックスの上昇から恩恵を受けていた低コストのベータ戦略にパフォーマンスで見劣りする中で、選好されてきませんでした。

しかし、新たな市場環境では、年間リターンが一直線に積み上がっていく可能性は低く、これまではかなり低コストで得られていたパフォーマンスを維持するためには、今後は追加コストが必要になる可能性があると考えています。

研究熱心な投資家はコスト重視の姿勢を維持しつつも、運用戦略の配分決定にコストばかりに焦点を当てることはないと考えています。数年後にはもっとパフォーマンスが重視されていくだろうと考えています。

コロナ禍における新しい投資環境においては、アルファを求める債券投資家にとって、ストラクチャード・クレジットが堅固な資産配分先になるとの見方を強めています。



投資機会を理解する

債券のロング・オンリー戦略への資産配分には今後しばらくは圧力がかかるかもしれません。中央銀行はグローバル経済の刺激を目的に前例のない金融緩和策の一環として、金利を過去最低水準に抑えています。これは投資家にとっては、利回りが近代最低水準に低下したことを意味しています。伝統的な社債や国債から債務に見合った利回りが得られた時には、投資家は絶対リターン型の戦略に興味を全く示しませんでした。しかし、この流れは変わってくると考えています。

短期的に中央銀行が金利を引き上げる可能性は低いと考えています。従って、指数連動の債券ファンドやパッシブ・ファンドはもはやベータがリターンを主導する市場で運用してはならず、資産配分先を見直す動きをもたらすのではないかと考えています。

代わって、クレジット・サイクルの各段階で投資機会を捉えることができる絶対リターン型やロング・ショート型のアクティブ戦略に注目が集まっていると思います。投資家は保有するデュレーション・リスクを考えており、債券ETFに流動性リスクがあるかどうかも考慮しています。

投資サイクル

目の前の投資機会は、ウィルス流行に対する経済的な反応というような単純なものではありません。ウィルス流行により一部の投資機会についてのシクリカルな面は強まりましたが、既に市場はクレジット・サイクルの後期に入っていました。ウィルスは、その前から広がっていたトレンドを加速させたに過ぎないと考えています。

ウィルス流行前に、多くの産業で既に構造変化が起きていました。例えば、自動車セクターでは電動化や自動運転革命が起きており、一方で小売セクターでは、ネット売上が実店舗を通じた販路を凌駕しようとしていました。ウィルスの到来によって、これらのトレンドがより強まったただけだと考えています。一方で、シクリカルに対する非シクリカルというテーマが再度現れ、ウィルス流行は航空、旅行、観光業といった一部セクターの状況を大きく変えるきっかけとなりました。

ロング・ショートに注目

ここでの限界は、これらのテーマは純粋にマクロあるいはトップダウンによるクレジット債の投資機会としか見られていないことです。クレジット債のロング・ショート運用というのはもう少し繊細で、個々のファンダメンタルズ及びボトム・アップによる分析を必要とします。テクニカル分析も

短期的に中央銀行が金利を引き上げる可能性は低いと考えています。従って、指数連動の債券ファンドやパッシブ・ファンドはもはやベータがリターンを主導する市場で運用してはならず、資産配分先を見直す動きをもたらすのではないかと考えています。





非常に重要となり、現状は歪みをもたらす要因も多くなります。中央銀行は最後の買い手となるコミットメントを示し、市場で多額の債券の購入を継続して行っています。例えば、欧州中央銀行（ECB）は2016年から発行された債券の約30%を買い入れています。

同時に、先ほど述べたセクターでの投資テーマを完全に無視するパッシブ戦略は、多くの債券を保有しています。パッシブ運用においては、トラックすべきベンチマーク・インデックスの中身がどうなのかという点のみを重視していると思います。

こうした市場の行動様式によって、チャンスとなるアノマリーが生まれるのだと思います。これらの市場参加者は債券の大きな買い手あるいは売り手となり、信用力のトレンドとは逆行したバリュエーションを作り出すように思います。実際に、パッシブ運用がロング・ショートの実践者にとっての投資機会をもたらすケースも増えてきています。

ポジションとリスク

クレジット債のロング・ショートでリスク・リターンバランスを最適化するためには、ポートフォリオ内で戦略を分散し、別のリスクとして見ながらも、戦略間の相関を意識することが重要であると思います。

ブルーベ이의ロング・ショート型の戦略では、投資機会が出現した際に見極め易いように、いくつか戦略を設けています。イベント・ドリブン戦略では、M&Aによる投資機会、過度なレバレッジにある企業のストレスとディストレストの投資機会、あるいは市場の大幅調整による機会などを活用します。

相対価値戦略は、ロング・ショート投資の観点では投資家にあまり評価されていませんが、あらゆる市場環境に対応できる有効な戦略であると考えています。この戦略においては、長期平均に回復（つまり平均回帰）することが想定される資産を選別します。通常、その資産が取引されるレンジを識別したうえで、相対価値の観点から投資妙味があると考えられる資産を見つけ出します。市場ダイナミックの変化によって、債券のクレジット・カーブが大幅にスティープ化したリフラット化することがあります。これこそが、リターンを獲得できる機会になると考えています。

ディストレスト戦略は、常に資金が投資に充てられているわけではありません。むしろ、市場サイクルの段階に応じて厳選した投資を行うことが有効であると考えています。2020年の前半には、新型コロナウイルスの感染拡大による経済ダメージによって、さまざまな企業が痛手を被りましたが、それによって現れたディストレストの投資機会をいくつか活用しました。

さらに、こうした各戦略における投資に加えて、ロング・ショート戦略全体を見渡すことが有効であると考えています。その結果、リスク水準を分析したり、機動的なポジションを追加することが可能となります。例えば、ポートフォリオ全体のヘッジとしてCDSインデックスの活用が可能となります。

ボトムアップによってポートフォリオを構築したうえで、戦略全体のポジションを見渡すことは重要であると考えています。このアプローチは、何らかのバイアスをヘッジするためには適切な方法であると考えています。

クレジット債のロング・ショートでリスク・リターンのバランスを最適化するためには、ポートフォリオ内で戦略を分散し、別のリスクとして見ながらも、戦略間の相関を意識することが重要であると思います。

ボラティリティと差別化を活用する

グローバル金融危機から、新型コロナウイルスの感染拡大が起きるまでは、投資適格債の中でパフォーマンスが最も良い銘柄と悪い銘柄の間に大きな差は見られませんでした。アクティブ運用の投資家にとっては、これは悪い条件でした。なぜなら、クレジットの専門家として活躍できる機会が非常に限定されていたからです。

しかし、クレジット・サイクルは成熟期に突入しており、リターン差は広がり、ボラティリティは高まりが見られ、この状況は今後数か月に亘って続くともっています。コロナウイルスによる景気後退によって、クレジット・ストーリーの成功例と失敗例に大きな差が見られる新たな世界が到来したと捉えています。

特にアクティブ・マネジャーは、アルファの創出を常に目指しています。この新しい世界においては、投資家はどこでアルファが得られるのかを考えなければなりません。

アルファは、投資対象にボラティリティがあり、それを活用できる運用スキルがない限りはなかなか得難いものであると思います。

しかし、このことは伝統的な債券戦略や絶対リターン型の戦略と比較して、ロング・ショート型戦略のボラティリティの方が高くなるということではありません。ロング・ショート戦略への資産配分によって、ポートフォリオ全体のリスク水準が補完されながら、リターンの源泉が分散されていなければなりません。

グローバルなパンデミックは、大きな質への逃避を引き起こしましたが、その後、この動きは急速な巻き戻しが見られました。こうした環境は、全体のリスクを効率的に管理しながら、ボラティリティの上昇による投資機会を追求できる、スキルの高いロング・ショートの投資家にとっては、完璧な投資環境になったと言えます。市場でのボラティリティは継続しており、専門性の高いトレーダーやリスク・マネジャーにサポートされている運用チームへの需要はまだあると思います。

クレジット・サイクルは成熟期に突入しており、リターン差は広がり、ボラティリティは高まりが見られ、この状況は今後数か月に亘って続くともっています。

リスクを受け入れて管理する

これまでリスク・チームというのは、運用チームのメンバーが何か間違ったことをした場合に警告をする監督機能を担うチームと見なされてきました。ブルーベイのリスク管理はこのアプローチとは正反対の考えで実施しています。ブルーベイのリスク・チームは、自社のリスクの枠組みに基づいて社内ガイドラインや方針を策定し、カウンターパーティーのレビューや承認も行います。しかしながら、リスクチームが運用チームに与える情報こそが、ボラティリティの高い市場でアルファを獲得する上で不可欠なものであると考えています。

F1のレースにおいて、ドライバーは、エンジニア、アナリスト、メカニックに支えられています。彼らの役割は継続的に自動車、ドライバー、レースの展開といったパフォーマンスをモニターし、リアルタイムでドライバーにその情報を伝えます。効果的なロング・ショート戦略においては、同じようなリスク・チームが必要であると考えています。

投資の核心部、ポートフォリオの構成、市場全体の動きといったことを注視することで、リスク・アナリストはポートフォリオ・マネジャーやアナリストが注目していないような情報を提供することができます。こうした情報を定期的に提供することで、ポートフォリオ・マネジャーやトレーダーは、パフォーマンスを左右する可能性のある追加的な微調整や変更を行うことが可能となります。



議論のあるところですが、運用チームの専門家が投資におけるリスクを完全に理解することを確実にするため、リスクチームは運用者の見通しや投資判断に異を唱えることを推奨されるべきですし、実行できないといけないと考えています。

流動性リスク

グローバルなパンデミックの影響がクレジット債市場に及び始めた時、誤った行動を取った市場参加者が多くいました。新型コロナウイルスの感染拡大と時を同じくして、原油価格の下落も起きました。それに伴って、債券価格は全般的に調整が見られました。これは、投資家が流動性を求めたからであり、ポジションを調整する時間がほとんどなかったからだと考えています。

ボラティルな市場でクレジットのロング・ショート戦略を活用する

このようなリスクを防止するために、流動性の管理は欠かせないと考えています。これは効率的なトレーディングだけではなく、債券の利払いや償還によるキャッシュフローをきちんと管理することでも可能です。思ったようにトレードが行えない時もあります。そのため、大幅な価格変動から極力投資資金が守られるように、厳格なポートフォリオの構築と分散を行うことが流動性管理において、これまで以上に重要になっていると考えています。

ブルーベイの専任のリスク・チームは、個別銘柄の流動性スコアを計算する社内モデルを用いて、ロング・ショート戦略のポートフォリオの流動性を極めて注意深く追いかけるようにしています。自社で構築したアルゴリズムによって、ポジション量、マーケット・メーカーの数、残存する額面などを考慮しながら、各ポジションのビッド・アスクのспレッドを算出することができます。さらに、リスクチームはファンディングや証拠金の面で大きなショックが起きた時の影響に加えて、様々なシナリオの下で、ポジションを売却するまでにどれくらいの日数が必要かも見えています。

ボラティリティ

ここ数年は、クレジット債市場に織り込まれているボラティリティは低いものでした。しかし今年は、新型コロナウイルスのパンデミックによって、ボラティリティが急上昇しました。そして、この高水準のボラティリティがしばらく続くことが想定される要因がいくつかあると考えています。

米国では共和党から民主党への政権移行がボラティリティの源となりそうです。バイデン氏の就任式まで、現職のトランプ大統領による対中政策によって、アジアや北米へのエクスポージャーが高い企業は上下に揺さぶられる可能性があります。

一方、クレジットの交渉は英国で佳境を迎えており、どのような結論になったとしても、その影響は数年に及び、複雑なものになる可能性が高いでしょう。この他、主要な産油国間での緊張もボラティリティを今年もたらしており、今後も続く可能性が高いでしょう。

こうした地政学的リスクや、必ず起こる企業あるいはセクターの個別リスクを上手く活用するためには、上昇を捕らえながら、同程度に下落の防止にも注力する十分な経験ある運用チームと強固な投資プロセスが必要と考えています。

戦略レベルの流動性スコア

クレジット債のロング・ショート戦略での保有銘柄の流動性スコアを算出するために、自社の流動性モデルを使用しています。このモデルは、定性面に加えて観察可能な定量面のパラメーターを基に、ポジション・サイズを問わず、ビッド・アスクのспレッドをチェックすることを目的としています。

このモデルによるビッド・アスクのспレッドを算出した上で、各ポジションは、一日、一週間、一ヶ月、一ヶ月以上、という4つの流動性カテゴリに分類されます。これは通常の市場環境において、大きな取引コストをかけることなくポジションを売却出来る期間を示しています。



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント 2020年10月

ESGリスク

環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) 分析は、最近のロング・ショート戦略の銘柄分析においても重要な役割を果たしていると考えています。このリスクを全て把握するためには、伝統的なクレジット分析を超えた取り組みを行う必要があると考えており、ESG要素が投資家の投資行動や債券への需要にどのように影響しているのかを理解する必要があります。

運用者にとっては、政策当局、銀行、規制当局との関係を深めて、これら関係者の優先政策を理解し、そのことが企業の環境にどんな変化をもたらすのかを予想する必要があります。こうした土台作りは、パンデミック後に重要になってくるだろうと考えています。市場参加者たちは危機を乗り切ることが出来るクレジットを判別しようとしています。借り換え機会に、債務再編サイクルに関連した投資チャンスもありそうです。しかし、こうした投資に参加するには、ガバナンス・リスクを完全に把握しておく必要があると思います。

こうした地政学的リスクや、必ず起こる企業あるいはセクターの個別リスクを上手く活用するためには、上昇を捕らえながら、同程度に下落の防止にも注力する十分な経験ある運用チームと強固な投資プロセスが必要と考えています。

運用戦略の比較

これまでロング・ショートというアプローチは、実際にはロング・バイアスである運用戦略をよく見せるために、運用者が不正確な使い方をしてきたように思います。投資家やコンサルタントが詳しく見てみると、ハイ・イールド銘柄をロングし、投資適格銘柄をショートする、というポジションを取っているだけ、ということもありそうです。これは市場の方向性に投資をしている以外の何ものでもなく、ロング・ショート戦略とは別物だと思います。

市場の方向性がアルファの源泉になることは勿論ですが、優れたリターンは得難いと考えています。どこからアルファを得ているのかを示せることは重要であり、資産クラスそのものとの相関がな

いことが重要と考えています。従って、ショート・ポジションに対するロング・ポジションの相対パフォーマンスに注目することが重要で、そこに運用チームの投資プロセスが機能しているかどうかが見れると考えています。厳格なテストのためには、市場の上昇時のパフォーマンスだけではなく、下落時のパフォーマンスも見る必要があると考えています。このリターンに対称性がない場合、その戦略は真のロング・ショート戦略とは言えないのではないかと考えています。

厳格なテストのためには、市場の上昇時のパフォーマンスだけではなく、下落時のパフォーマンスも見る必要があると考えています。このリターンに対称性がない場合、その戦略は真のロング・ショート戦略とは言えないのではないかと考えています。

クレジット債のロング・ショート運用におけるチェック項目

- **専門性の高い運用チームがいるか**；ポートフォリオ・マネジャーだけが運用チームにおいて重要なわけではありません。しっかりと整ったリスク分析機能、流動性を確保して効率的に取引の執行を行える経験を積んだトレーダー、企業との密な関係を築き、ロングとショートの両方で投資機会を見いだすことが出来る専門性の高いアナリストがいることが重要です。
- **ロング及びショートのポジションは本当にバランスしているのか**；ロング・ショート型の戦略は、すでに投資をしている伝統的な債券のロング・オンリー型の戦略を補完するものでなくてはならず、複製であってはいけないと考えています。ポートフォリオで、ロングとショートの両方からバランスされたポジションが取られていることが必要だと思います。従って、その配分は他の保有銘柄に応じて変わり、不用意に市場ベータへのエクスポージャーが高まらないことが必要です。
- **流動性は適切に管理されているか**；「リスクオフ」と「リスクオン」の間で市場心理が（2020年のように）あまりにも速く変化している場合、ロング・ショート型の戦略では流動性が確保されている必要があると思います。これを評価する方法はいくつかあります。例えば、クーポン収入によるインカムの厳密な管理、効率的な取引、取引やポートフォリオのサイズの管理などが挙げられます。運用額があまりにも小さすぎると十分な分散が出来ない一方、大きすぎると取引の効率性が低下します。
- **運用者がどのようにボラティリティを活用し、リスクを軽減しようとしているか**；新型コロナウイルスのパンデミックによってグローバル経済が調整をしていく中で、ボラティリティはしばらく高い状態が続くと考えていますし、デフォルト率も上昇する可能性があります。こうした新しい世界を前にして、市場の方向性にリスクを取ることにそれ程確信を持ってない現在、リターンを上げていくためには、ロング・ショートの運用者は機敏な行動と効果的なリスク管理が必要だと考えています。
- **運用者の報酬体系**；多くの運用会社、特にヘッジファンドには、高いパフォーマンスに対して大きな報酬を与えるという個人へのモチベーションがあります。しかし、チームワークやリスク管理が重要となる戦略において、こうしたアプローチでは短期的なリターンに目が向きすぎる可能性があります。適切な報酬体系を持ち、戦略や企業文化をないがしろにすることなく、チームに報いるということが大切だと考えています。

まとめ

前例のない出来事である、新型コロナウイルスの感染拡大によって投資環境は大きく変化し、当面はこの状況が継続するとの見通しによって、ボラティリティの高止まりがもたらされました。ウイルスの感染拡大による市場の大幅な調整を予想していた人はほとんどいませんでしたが、最も大きな影響を受けたのはロング・オンリーの投資家で、大幅な下落に耐えねばならなかった一方、ロング・ショートの投資家は最悪の状況は免れたのではないかと考えています。

深刻な景気後退、かつてない低金利、そして地政学的なイベントによって、さらに動揺を増すかもしれない予想不能な「ニューノーマル」の環境、といった状況に直面する中で、市場のリターンが困難に陥る状態がしばらく続く可能性があることを、投資家は受け入れざるを得ないと考えています。それ故に、ロング・ショートのポジションを持てるならば、信用力が悪化する企業からポートフォリオのパフォーマンスを守るだけでは

なく、良い状況ながらも割高な企業への投資を避けたり、ESG面で問題を抱える企業に対して、改善を促すような圧力をかけたりすることもできます。

クレジットのロング・ショート戦略が成功するためには、スキルのある運用チームによって個々の戦略が運用され、潜在的なリターンが制約されるのではなく、改善される方向にリスク管理が行われている必要があると考えています。

不確実性が高い市場においては、全てを受け入れる必要も、否定する必要もないと思います。伝統的なロング・オンリー型のアプローチにロング・ショート戦略を組み込むことは、為されるがままであるよりもボラティリティから収益を得る可能性があるなど、「新しい世界」においてパフォーマンスを期待できることから、純粋な分散目的としてだけでなく、債券ポートフォリオの改善を助けてくれる役割もあるのではないかと考えています。



マーク・ダウディング

パートナー、CIO、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

25年以上に亘るマクロ債券投資の経験を持ち、2010年8月よりブルーベイにてシニア・ポートフォリオ・マネジャーを務めています。それ以前はドイチエ・アセット・マネジメントで欧州債券チームのヘッドを務めていました。ドイチエAM以前は、Invescoにて欧州債券チームのヘッドを務めました。1993年にMorgan Grenfellの債券チームのポートフォリオ・マネジャーとしてキャリアをスタートさせ、マルチ・アセット・ファンドのアセット・アロケーションにも携わりました。ブルーベイにおいてもマルチ・アセット・ディシジョン・グループにおいて重要な役割を果たしています。堅調なリターンを得るためには、独自のリサーチによって知見を得ることが重要であるとの考えのもと、政策当局や世論形成者との対話を大事にしています。ウォーリック大学経済学部卒業。

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

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。

■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 (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	Emerging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き、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。