

低流動性資産に関する質問にお答えします

ブルーベイの専門家が、
低流動性資産への投資
に際しての課題や、新型
コロナウイルスのパンデ
ミックによる影響、目先の
投資機会についてのご質
問にお答えします。

低流動性資産の専門家



ジャン・フィリップ・ブリュア
投資リスク&パフォーマンス
ヘッド



ミハイ・フロリアン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
エマージング市場



アダム・フィリップス
先進国
スペシャル・シチュエーション
ヘッド

低流動性資産投資における障壁を気にする投資家は多いと思われます。ファンドのストラクチャーを変更することにより、問題の一部解決が期待できますか？

ジャン・フィリップ・ブリュア

低流動性資産投資にあたっての障壁と言ったときに、投資するファンドのストラクチャーに言及されることが多くあります。つまり、クローズド・エンド型か、オープン・エンド型かといった議論です。ファンド・ストラクチャーの違いは、低流動性資産へのアクセスを容易にしたり、より大胆にポジションを取ることを可能にしたりします。一般的に、クローズド・エンド型のファンドには予め定められたロックアップ期間がありますが、オープン・エンド型のファンドでは、投資家は資金をよりダイナミックに出入りさせることができます。

流動性管理においては、ファンドの流動性条件と、投資対象とする資産の流動性を適切に一致させることがより一層重要になります。直近、日次の流動性を提供する不動産ファンドで見られた混乱が浮き彫りにしたように、オープン・エンド型ファンドにおける「低」流動性資産へのエクスポージャーの流動性条件は、著しく不適切である場合があります。

オープン・エンド型ファンドで低流動性資産を検討する場合に、より考慮すべきは、ファンドの流動性条件にとつての低流動性資産とは何かを明確に定義することであると考えます。つまり、許容される投資(もしくは少なくともその比率)を定義することです。

日次流動性のファンドにおいて「低流動性」とみなされる資産は、四半期ごと設定解約が可能なファンドでは標準的な資産となり得ます。

詰まるところ、一部の資産は単純にオープン・エンド型のファンドによって提供される枠組みに適していないと言えます。例えば、ダイレクト・レンディング(直接融資)のローンは、特化型の投資ファンドから中小企業向けに直接融資を行う仕組みですが、これこそ究極の低流動性資産であり、おそらくクローズド・エンド型のファンドの枠組みが、より適していると言えるでしょう。

これらのローンは通常、満期までの期間が長く(5～7年)、ファンドの運用期間中に投資家資金が出入りすることを許容し、ローンの規模を削減したり、取引して譲渡したりすることが出来ません。

低流動性資産に投資するにあたってのその他の課題は何ですか？それはどのように克服することが出来るのでしょうか？

ジャン・フィリップ・ブリュア

投資家には、低流動性資産に投資するにあたってのリスクを明確に示したドキュメンテーションが提示される必要があります。つまり、期待される高いリターンは、必然的に投資対象資産固有のリスクを伴っているということを認識する必要があります。

しかし、全体的な課題は、運用者によって対処されるべきでしょう。運用者は、戦略や取引対象となる資産の種類を踏まえた上で、適切なファンドのストラクチャーを提供する必要があるためです。

投資家の柔軟性に関する要件が、ファンド全体の流動性特性に即していることを確認するとともに、全ての投資家が平等に扱われるよう保証することは、運用者の責務です。

解約に対応する際であっても、ファンドの流動性特性が維持されることは特に重要となります。また、手元資金を確保するときに、ファンド内の最も流動性の高い資産を売却することで、実質的により流動性の低い資産に対するエクスポージャーを高めることを避ける必要があります。

ミハイ・フロリアン

もう一つ、考慮すべき点を挙げるとすれば、低流動性資産は直線型の投資プロフィールを有していないということでしょう。つまり、流動性の高い戦略とは異なり、全ての投資資金を一度に投資に充てることが出来ないということです。

2021年の終わりから2022年の初めに掛けては、政府支援の市場からの引き揚げが始まる中で、ストレス・シチュエーションの増加が予想されます。

ミハイ・フロリアン

また、流動性資産と同じように低流動性資産にアクセスが出来る訳ではありません。このようなことから、投資機会が訪れたタイミングで投資を行うことが出来る、引き出し型の投資ビークルが存在しています。

プライベート市場において最近注目している投資機会は何ですか？

ミハイ・フロリアン

ここ最近では、エマージング市場(EM)のプライベート市場における、高クオリティのクレジットへの投資に魅力的な利回りの獲得機会があるとみています。その背景には、堅固なEM企業であっても資金調達手段が限られている場合が多いという実情があります。このような投資機会を活用する余地は、以下3つの異なる分野であるとみています。

- 1. パフォーマンス・セカンダリー・ローン:** 依然として厳格な資本及び規制下にある銀行は、定期的にEM企業に対するエクスポージャーの一部を売却する傾向にあります。これらのローンの借り手企業は、比較的信用力の高いEM企業でありながら、早期にポジションを売却したい銀行側の意向や、一時的な市場の混乱によって、額面に対して大幅に割安な価格で取引される場合があります。
- 2. 新たな資金融資:** タイミングや構造上の複雑性などの理由で、銀行セクターが提供することの出来ない融資を提供する機会が予想されます。
- 3. ストレス・シチュエーション:** 大幅に割引かれた価格で取引されているが、借り手は依然パフォーマンス(債務履行中)であり、今後価格上昇が期待されるローンが含まれます。

アダム・フィリップス

先進国では、特に欧州の中堅企業を対象とした市場で、2019年にスペシャル・シチュエーション市場がかなりの活況となりました。新型コロナウイルスのパンデミックに伴う欧州パブリック市場の急落、またその後の反発によって、2020年はより流動性の高い投資機会に投資家の注目が集まり、これは極めて理にかなった展開であったとみています。足元では、政府及び中央銀行が前例のない規模での支援を提供し、多くのセクターにおいて金融市場と実体経済の分断を招いている状況にあり、我々は依然として「台風の目」の中にいると考えています。

プライベート資産の需要/供給に対して、パンデミックはどのような影響をもたらすと考えていますか？

ミハイ・フロリアン

今回のパンデミックは、EMプライベート資産市場で既に見られていた幾つかのトレンドを加速させたと考えています。コロナ危機の初期には、銀行がEM企業に対するエクスポージャーの削減を加速させる動きが見られ、一部市場もしくはセクターから完全に撤退する銀行すら見られました。その後は、プライベート市場での資金調達を模索する多くの企業が、市場にアクセス出来ない状況が見られました。

2021年の終わりから2022年の初めに掛けては、政府支援の市場からの引き揚げが始まる中で、ストレス・シチュエーションの増加が予想されます。

アダム・フィリップス

一部のセクターは、パンデミックから完全に回復するまでにより時間が掛かり、もはや完全に回復することは難しいセクターもあるとみています。多くの企業はパンデミック前と比較してレバレッジを高めており、手元流動性も減少し、安定的な利益を得る能力も低下しています。今後6~24ヶ月で支援策が解除されていく中で、債務不履行(デフォルト)に陥り、再編を余儀なくされる企業は増加するとみています。

支払不能や清算の数は今後24ヶ月で増えると予想されるため、スペシャル・シチュエーションの投資機会はこの先2~3年で大幅に増加するとみています。とりわけ、銀行が問題を抱えた資産の売却を余儀なくされることで、プライベート市場における投資機会が増加するとみています。

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主な手数料や費用等は以下のようになります。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	EM・ジャンク債	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お断りいたします。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。

以上