



RBC BlueBay  
Asset Management

## アクティブ運用:ハイ・イールド債における優位性



ニック・マイニ  
クライアント担当ポートフォリオ・  
マネジャー  
レバレッジド・ファイナンス・チーム



クラウディオ・ダ・ガマ・ローズ  
クライアント担当ポートフォリオ・  
マネジャー  
レバレッジド・ファイナンス・チーム

2024年7月

アクティブ運用のアプローチからハイ・イールド債がなぜ恩恵を得るのか、またボトムアップの銘柄選択とトップダウンのクレジット配分に焦点を当てた戦略が、なぜアウトパフォームするのに良い位置にあるのかを議論します。

債券市場、特にハイ・イールド市場では、専門のアセット・マネジャーはパッシブ戦略と比べて運用報酬等控除後のネット値でみて超過リターンを生み出すことが出来る重要な優位性を持っていると考えています。ハイ・イールド債市場は、株式市場よりも複雑で価格のアノミーが大きい市場です。その結果、他の公募市場と比較してハイ・イールド債においては、パッシブ戦略は非効率的となります。

通常、株式インデックスは数百の銘柄から構成されており、時間の経過とともに大きくは変動しません。これとは対照的に、債券インデックスは、何千もの発行体によって発行された相対取引（OTC）の債券で構成されます。同様に、ハイ・イールド債には、コーラビリティ、劣後性、コベナンツプロテクションといった複雑な特性を持つこと頻繁にあります。これらの特徴は、それらを正確にバリュエーションに組み込むために注意深い分析を必要とすることがあります。

このようなハイ・イールド債市場の構造や商品の複雑さ、取引条件、発行回転率の高さは、他の資産クラスよりも取引執行を難しくします。さらに、ハイ・イールド債インデックスの構成とリバランスの方法は、パッシブ戦略のトラッキング・エラーはより高くなり、通常はアンダーパフォームすることを意味します。

ハイ・イールド債では、アクティブ・マネジャーは、より広範な投資機会、積極的なポジショニングと銘柄選択によるアルファの創出、そして新規発行市場へのアクセスという取引における確立された関係性から恩恵を受けることも出来ます。

経験豊富なアクティブ・マネジャーとして、以下のような差別化要素が超過リターンを生み出すことを可能にしていると考えています：

- **ファンダメンタルズ分析(銘柄選択):**アクティブ運用を行うハイ・イールド債の専門家として、独自のファンダメンタルズ・リサーチをハイ・イールド債のユニバース全体に対して行い、市場の非効率性を特定し、それを利用して、ミス・プライシングまたはミス・レイティングと考える銘柄を見つけます。効果的な分析により、信用指標が悪化している発行体を回避し、パフォーマンスに重大な影響を及ぼす信用事由が発生する可能性が最も高い発行体(信用格付の格上げや格下げなど)を特定することができると考えています。また、分析をさらに充実させるために、リサーチ・プロセスにさまざまな環境、社会、コーポレートガバナンス(ESG)の要素を取り入れています。
- **より広範な投資機会:**アクティブ・マネジャーとして、定義されたベンチマークの範囲に含まれるか否かにかかわらず、ハイ・イールド債のユニバース全体に投資することができます。これにより、限られたリサーチ・カバレッジや広範な市場参加者が不在であることによって生じる非効率性が多い市場の分野において、公募・私募によらず、あらゆる規模の発行体が提供する投資機会を横断的に活用することが可能になります。また、変動利付債(FRN)や偶発的転換社債のような魅力的な特性を持つオフ・ベンチマーク銘柄についても機動的に活用できます。流動性の高いクレジット・デリバティブ商品を用いて、エクスポージャーを迅速に追加またはヘッジすることができます。また、新発債はベンチマークに追加される時ではなく、発行時に投資をすることができます。発行市場を通じて債券を購入することはコスト面から見ても効率的であり、新発債のプレミアムは潜在的なアルファの源泉となります。
- **十分に確立された取引関係:**市場経験と債券ディーラーとの長期に亘って構築された関係を通じて、求めている特定の取引や資産を得ることが出来るとともに、貴重な市場に対する見識も得ています。アクティブ運用を通じて、魅力的なエントリー・ポイントやトータル・リターンが得られるときにだけ投資をすることで、ある銘柄を購入または売却するときの価格についてより良いプライスが得られるようになります。パッシブ投資家は「プライステイカー」である傾向があり、ある債券がインデックスに参入したり退出したりする際に、自動的に債券の売買を行うこととなります。

- **経験豊富なチーム&企業とのエンゲージメント:**アクティブ・マネジャーは、発行体とのエンゲージメントに、より多くのインセンティブを持ちます。運用チームの平均業界経験年数は17年となっており、アクティブな投資家としての企業行動の変化に対してより強い影響力を持っていると考えています。ESG関連事項へのエンゲージメントについては、アクティブ・マネジャーは、発行体がより良い結果をステークホルダーにもたらすために発行体を促すことが出来ます。当社のESG統合のアプローチは、ベンチマーク・プロバイダーよりもはるかにフォワード・ルッキングな方法で見通しを反映することができ、優れたESG成果が得られる可能性を高めることが出来ると考えています。

最近の運用環境の枠組みの変化によって、投資家は運用報酬控除後のネット・リターンを損なうことなく、どの資産配分をパッシブ戦略に振り向けるべきかを判断することが難しくなっていくでしょう。

不確実が高い世界においては、投資プロセス、経験、能力、スキルを通じて、ボラティリティや不確実性を上手く乗り切ることが出来た実績を持つアクティブ・マネジャーが、持続可能なアルファをもたらす力を持っていると考えています。

## 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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management