



RBC BlueBay
Asset Management

確信度を持って行動する：投資適格債



ニール・メータ
ポートフォリオ・マネジャー

2024年10月

投資適格債チームのポートフォリオ・マネジャーであるニール・メータが、RBCブルーベイ欧州総合債券戦略における過去の良い運用実績の原動力に触れ、失敗から学ぶことがいかにチームの成功を特徴づける要因となるか、そして、常に進化し続ける投資環境の中で、今注目している投資機会をご紹介します。

人が間違っているときに正しくあること

当社は2001年に欧州初のオルタナティブ・クレジットに特化した運用会社の一つとして設立され、2003年に欧州社債に特化した運用を開始して以来、投資適格債に投資しています。

その間、ベンチマークにしがみついている多くの競合他社とは異なり、真にアクティブな考え方をしてきました。例えば、ユーロ圏の金利見通しを反映させるために Euribor先物を積極的に活用したり、イタリアのソブリン・リスクのスプレッド取引を実行するためにイタリア国債(BTP)先物を活用したりするなど、投資アイデアの確信度を反映させるための投資ツールや投資規模に柔軟性を持たせています。ただし、アルファ創出に重点を置くとともに、堅実なリスク管理の枠組みを維持することも重要視しています。

政治と政策

また、政治イベントや政策動向を分析するチーム全体の経験値の高さも、差別化出来る要因であると自信を持っています。欧州総合債券戦略の運用が開始された2010年以来、とりわけユーロ圏では、ポピュリストの台頭や非伝統的な金融政策が、市場の不安定性としばしば一体となっていたことから、そのような強みが重要であると言えるでしょう。

鍵となるのは、クオリティの高い情報にアクセスし、それを活用することであり、これは、独自のリサーチに加えて代替メディアの利用、および政策立案者との直接対話を組み合わせることで最も効果的に実施出来ると考えます。特に情報が至る所にあり、間違った声に耳を傾けることに費用のかかる世界において、私たちのこのようなアプローチは着実に機能してきました。

複数のサイクルを通じて業界をリードしている運用実績は、私たちのアプローチとプロセスの成功の証であると考えています。

継続的な学習の文化

ときに失敗を犯したり、正しくないことがあるのも、リスクを取る者の本質的な部分です。実際、トレードに関連するダウンサイドリスクに焦点を当てた考え方を持つことで、私たちはより多くの注意を喚起し、必要な場合は行動する準備を整えています。

「最大の失敗」という意味では、おそらく2020年初めのロックダウンの連鎖的な影響を予見しえなかったことでしょう。たとえ堅固なリスク管理の枠組みが整備されていたとしても、極端な市場シナリオはポートフォリオ構築にこれまでにない圧力をかける場合があります。2020年3月には流動性が枯渇し、大きなドロウダウンが発生したため、ギリシャ国債やノルウェー・クローネ（対ユーロ）などのリスクの高いポジションが手元に残ることになりました。

3月中旬までに、私たちはECBによって何らかの政策対応が実施されると確信し、実際その後ECBはパンデミック緊急購入プログラム（“PEPP”）を開始しました。しかし、時価評価損とリスク管理の枠組みによって、私たちは望むようにポジションを増やすことが出来ませんでした。結果としては、ベンチマークを上回るパフォーマンスでその年を終えましたが、もし投資機会を逃していなければ、よりよいパフォーマンスを獲得出来た可能性もありました。

成功する投資の材料

当社の独自の分析を行った際に、政府の負債関連指標が芳しくなかったことから、今年の初めにはフランス国債をアンダーウェイトにしました。正確なタイミングについては確信が持てませんでしたが、2024年後半のある時点で、市場、EU、格付機関がフランスに財政再建の圧力をかけ始めるであろうと確信していました。たまたま、EU選挙がその後の解散総選挙の引き金となり、市場の反応を促すカタリストとなりました。

これについては、投資自体は正しいものでしたが、後から考えると、そのタイミングは早すぎ、ポジションの大きさはパフォーマンスに重大な影響を与えるほど大きなものではありませんでした。正しいコールを行ったにもかかわらず、タイミングやポジションの大きさといった要素は、投資が成功を収める上で同様に重要な要素であるという教訓が得られました。

進化し続ける景観

業界の変化を時系列で見ると、以下のことが挙げられます：

- 市場の変動性が高まる局面は、以前よりもはるかに短い間隔で訪れるようになり、大きな市場の動きを利用する機会はより限定されるようになりました。これは、しばしば洗練されていないデータ・ドリブン戦略やリテール投資家の増加が続いていることに加え、パンデミック後の状況において経済データの解釈が困難であることが原因である可能性が高いとみています。投資家にとっては、慢心の余地がより少ないことと、ポートフォリオ構築を予めリスク・イベントに備えておく必要があるという点で、重要です。

- 情報の観点から、シグナルとノイズを分離することはより困難になってきています。私たちは、携帯電話が常に最新のニュース記事やツイート、メッセージを私たちに発している世界に住んでおり、もし誤った情報に従えば、この情報過多が最終的には投資テーマにとって不利益となる可能性があります。
- 最も広い意味でのマクロ、すなわちトップダウンの構造的な経済シフト、より高いインフレ環境と、国・地域・地政学のボトムアップのミクロ分析を組み合わせることは、例えば10年前よりもはるかに不安定で、より多くの原動力があります。これにより、投資のロング・ショート（ベンチマーク戦略に関連してはオーバー・ウェイト/アンダー・ウェイト）の機会が増えます。

投資機会はどこか

投資アドバイスを提供することはできませんが、より長期的に見れば、ファンダメンタルズが改善の軌道に乗っているユーロ建てソブリン・クレジットへの投資によるリターン獲得余地は依然として十分にあると考えています。

私たちは特にルーマニアとメキシコを選好しています。いずれの国も相対的に低い対GDP債務比率で投資適格に格付けされています。どちらも利回りは5%を超え、欧州周辺国国債を上回っています¹。私たちは昨年後半にルーマニアを訪問し、財政再建の面でリスクはあるものの、政治面のフィードバックは全般的にポジティブでした。EUによる強力な支持と魅力的なバリュエーションは、コアな保有資産としての価値に十分値すると考えています。

金利面では、私たちの見解は、大部分が、パンデミック後の世界におけるマクロをどのように見ているか、すなわち、インフレの粘着性の高まり、大幅な財政赤字、ポピュリズムの台頭、非グローバル化、地政学的不確実性によって形成されています。これは、長期金利の上昇が当面の間継続し、中央銀行が緩和する金融政策の程度を制限する可能性が高くなることを意味するでしょう。その点では、サイクル後半に入るとつれて中央銀行が徐々に金利を調整していく中で、イールドカーブのスティープ化(短期債の買い/長期債の売り)に依然として興味深い投資機会があるとみています。

¹ ブルームバーグ

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



RBC BlueBay
Asset Management