



RBC BlueBay
Asset Management

市場の調整からの恩恵を受ける



アンドレス・スキーバ
米国債券ヘッド

2024年6月

「市場で調整が起きた際にはそれを活用する方針です。」

ポイント:

- 米連邦公開市場委員会（FOMC）は利下げに踏み切る前に、インフレの鈍化と経済の弱含みを確認していくでしょう。
- 金融市場全体で、「より高く、より長く」という考えが広がっているようです。
- かなり前から、利下げは今年後半になる可能性が高いとの見方をしています。
- 投資家は、ボラティリティを乗り越える準備をしておく必要があるでしょう。
- これはまさに、アクティブな債券運用担当者が差別化を図ることが出来る環境です。

今年の前半は、投資家、特に債券市場の投資家にとって、不可解なものとなっています。2024年は、これまでに実現していない複数の利下げに対する市場の期待から始まりましたが、足元では今年後半には1～2回の利下げがあり、当面安定した金利水準が維持されるとの見方が一般的な投資家のコンセンサスになっています。特に債券投資家にとって、金利の不確実性によって、運用においては取り得ることが出来る金利アプローチに軸足を置く必要があることを意味します。

市場データを見ると、現在、投資家は9月をこのサイクルの最初の利下げと仮定しています。一連のインフレ指標が期待外れなものとなっていることを踏まえると、予想よりも多くの利下げが実施されるよりも、予想よりも少なくなる可能性の方が高いことを意味していると捉えています。こうしたインフレ指標が続く限りは、投資家が今後の利下げへの期待を高めることは難しいでしょう。私たちはかなり前から、利下げは今年後半になる可能性が高いとの見方をしています。

懐疑論を覆す

期待外れのインフレ指標や金利の上昇によって、米国経済は瀬戸際に立たされるのではないかという懸念はあるものの、パニックになることはないと考えています。米国はリセッションに陥っていません。極端な景気減速とはなっておらず実際、懐疑的な人々を退け、安定的かつ堅固に推移しています。2023年の経済は、GDPと雇用の両方が連邦議会予算局によるパンデミック以前の予測を上回る水準となりました。

さらに、2024年2月のFOMC後の記者会見で、パウエル議長は、経済がソフト・ランディングに近いことを否定し、「正直に言って、経済状況は良好である」と述べました。今後インフレが落ち着いてくれば、数回の利下げが実施されることになるとみているものの、米国経済の相対的な強さが今後も持続するならば、今後数年間でさらなる利下げは多くないと考えています

今年の初めから利下げ織り込みが市場ではかなり変化しました。足元では、特に短期金利のバリュエーションは魅力的な水準に戻ってきていると考えています。しかし、予想を上回るインフレ指標がさらに見られないかどうか次第でしょう。

高金利、ハイ・イールド債、パッシブ運用

金利の高止まりは、一部の資産クラスにボラティリティをもたらすかもしれませんが、債券/ハイ・イールド債への投資に明らか問題が生じるとは考えていません。より高くより長くということは、ポートフォリオにとって必ずしも悪いことではありません。特に、市場がすでにその結果を織り込んでいる場合はなおさらです。フォワード・カーブを見れば、そのかなりがすでに織り込み済みです。実際、FRBが金利を引き上げると、ハイ・イールド債のような格付けの低い債券は、投資適格債よりもパフォーマンスが良くなる傾向があります。

米国のハイ・イールド債は、他の高格付債と同様、金利の上昇（あるいは今回の場合では持続的な高止まり）の影響を受けますが、クーポンが高く、満期まで短いことから、その影響はより小さくなります。そうは言っても、慢心して良いという理由にもなりません。ボラティリティを乗り越える準備をしておく必要があるでしょう。米国ではここ数四半期、多くの資金が中核となる債券に流入しており、その流入の一部は逆転し、デレートの短い戦略に振り向けられる可能性があります。投資家が将来の金融政策の形を模索していくなかで、今後、調整が見られる期間があることを想定しています。

アクティブなリスク管理と、クレジットと金利の投資における差別化を図ることが厳しい市場を乗り越えるための答えとなるかもしれません。

パッシブ運用は、非常に多くの問題や様々なシナリオがあるなかで、用心すべき選択肢となる可能性があります。これはまさに、アクティブな債券運用担当者が差別化を図ることが出来る環境です。この時期を乗り越える最善の方法は、クレジット見通しと金利見通しを分離し、それぞれのリスクをポートフォリオ内で別々に管理することであると考えています。

調整は良いことになりえます

この長い間、金利が高止まりしたことは想定外であり、その結果、投資家には脆弱性と投資機会の両方をもたらしていると考えています。多くの投資家は、ポートフォリオの中でデュレションを長期化していた傾向があり、ここ数四半期で見られた米国債券への多額の資金流入によって、デュレションはさらに長期化したと考えられます。その多くは、利下げが所与のものとして予想されていたためでしょう。金利が「より高く、より長く」となるということは、広範な債券にとっては特段の痛みとはならないかもしれませんが、スピードを減速させる障害となる可能性があります。長期化したデュレションから、より短期のデュレション、あるいはマネー・マーケット・タイプの戦略へと資金が移管されるだけで、ある程度の調整を引き起こす可能性があります。そのほかに投資家がオーバーウェイト・ポジションにしていると見ているもう一つの資産クラスは、エージェンシー・モーゲージです。

エージェンシー・モーゲージはかなり長いデュレションの資産です。長いデュレションと、債券ユニバースのなかでロング・ポジションがコンセンサスとなっていることを考えると、「より高くより長く」の環境が続くならば、価格調整の脆弱性が高まっているかもしれません。

「この長い間、金利が高止まりしたことは想定外であり、その結果、投資家には脆弱性と投資機会の両方をもたらしていると考えています。」

もし、インフレが緩やかになり、利下げが行われるような状況で終わるならば、これらのコンセンサスとなっているポジションに関して多くのドラマは見られないでしょう。しかし、もし「より高くより長く」という世界が続く、予想を上回るインフレが続いた場合、長期化したデュレションとエージェンシー・モーゲージのロングに関するコンセンサスは見直され、いくつかの問題がそれとともに起きると見えています。

この調整は、一部のデュレションをより長期化している投資家に影響を与える一方で、他の投資家に利益をもたらすかもしれません。調整というのはアクティブ運用にとっては常に良いことであると考えています。運用している投資ユニバースの中でアルファを生み出すためには、ボラティリティが見られる必要があります。

ポートフォリオ・マネジャーは、ボラティリティが急激に高まった局面では、リスク削減を余儀なくされることなくポジションを積み増すことができるようにポートフォリオを管理することが、嵐をうまく乗り切るための差別化要因になると考えています。リスクを減らすことに注力しないといけない場合、投資機会を活用することが出来なくなります。

「重要なポイントは、ボラティリティが高まった際に、リスクを減らすことを強いられるのではなく、活用出来るようにリスク管理をしておくことです。」

不確実性が増すにつれて、ポートフォリオ内の柔軟性が、市場の調整を利用する上で最も重要になると考えています。デリバティブを使ったり、リスクを削減したり、債券の一部を売却したり、様々な方法があると思いますが、ボラティリティの急上昇時にリスクを引き下げることが心配するのではなく、それを活用出来るようにしておくことが重要です。

この環境においては今後も投資機会が訪れると考えています。

今年後半にかけて、金利が高止まり、横ばい、あるいは利下げが実現し始めたとしても、債券ユニバース内には、ボラティリティの後に利用できる投資機会がいくつかあると考えています。

米国短期金利が5%程度の水準にあることは、かなり興味深いように見えます。また、例えば2年物-30年物のイールドカーブは、今後スティープ化した場合に利益をもたらす投資機会を提供しているとみています。しかし、例えば、イールドカーブのスティーピング取引はすでに一部の投資家の間でかなり人気があるため、これらのいくつかについては辛抱強くある準備をしておく必要があるでしょう。クレジットの中で、調整が起きた場合には、米国金融機関のシニア債や通信・メディア・テクノロジー（TMT）銘柄は、シクリカル性が非常に強いセクターや成長敏感型のセクターと比べて、投資妙味が生まれると考えています。

重要なポイントは、ボラティリティが高まった際に、リスクを減らすことを強いられるのではなく、活用出来るようにリスク管理をしておくことです。

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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management