



コロナ後の世界： 年金基金はより大きな網を広げる必要

当面は行ったり来たり景気回復が予想されるなか、「どこにでも行く」タイプの柔軟な投資戦略が適切なアプローチとなり得るのではないのでしょうか。

2010年代の初めは、「マルチ・クレジット戦略（MAC）」にとつての黄金時代でした。高まる需要の受け皿として、複数のファンドが設定され、とりわけ英国の「確定給付型年金（DB）」制度では、MACが「リスク削減（de-risking）」の道のり」を補完する投資戦略として人気を集めました。

しかし、経済状況はそれから大きく変化しました。中央銀行及び政府は、新型コロナウイルス（Covid-19）への対応として、極めて巨額の市場支援を提供し、結果として多くの資産価格に影響を及ぼしました。長期的に見れば、資産価格は常に「適正な」価格に落ち着くと思われませんが、中期的には、投資機会がクレジット市場のあらゆる場所を目まぐるしいスピードで行き来する状況が予想されます。したがって、DB制度にとって、MAC戦略へのアプローチ手法を再評価することが大切であると考えます。

ブルーベイでは、数年間に亘る可能性のある行ったり来たり景気回復への対応として、より大きな網（投資対象）を広げることが1つの選択肢になり得ると考えています。

Covid-19が経済にもたらした影響やその後遺症を踏まえれば、政府支援はいくらあっても十分ではないと言えるでしょう。ワクチンが比較的早期に開発されたとしても、人々の行動や認識は、甚大な結果を伴い大きく変化しました。例えばテレワークは多くにとって実行可能な（そして場合によってはより好都合な）選択肢となりましたし、多くのビジネスが、バーチャルでも驚くほど十分に機能することがわかりました。オンライン・ショッピングは実店舗での消費を上回る勢いで、出張は大幅に減り、休暇のための海外旅行も少なくなっています。仮にこれらの短期的なトレンドがより勢いを増せば、輸送システムや都市の役割なども再考が迫られることになるかもしれません。

年金基金にとっては、以下の2つの結果がもたらされたと言えるでしょう。

1. これらの社会的変化に直接的にさらされた市場では、デフォルト（債務不履行）の増加が予想される
2. （投資における）柔軟性が将来的な成功の鍵を握る可能性がある

2020年8月



ブレア・リード
パートナー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
マルチアセット

柔軟なマנדート

2008年のグローバル金融危機はクレジット債のマンドートにおける柔軟性を広げる役割を果たし、今日同様に、影響を受けた資産価格を政府及び中央銀行が下支えしました。投資において、安全な道筋を示す役割は投資マネージャーに委ねられました。そしてその結果として、MAC戦略が人気を集めてきました。

今日のCovid-19危機も、投資家にとって同様の状況をもたらしています。中央銀行によって資産価格は（ほとんどが上方に）影響を受け、無リスク金利はゼロもしくはマイナスとなっています。今回新たに加わった複雑性と言えば、人々の行動の変化であり、その一部は不可逆的な変化であると言えるでしょう。その結果として、テレワークが実行可能な産業は恩恵を受け、物理的に距離が近くにある必要がある産業は苦戦を強いられることになるとみえています。

年金基金にとって、世の中が概ね安定的なときは、クレジット市場への静的なアプローチが機能すると言えるでしょう。ただし、転換期にはその効果は薄れてしまい、とりわけデフォルトが増加する局面では、指数に連動するクレジット戦略の魅力も薄れると考えられます。

今後数年間で何が起るかは誰も知らないというのが現実ですが、（投資における）柔軟なアプローチは、年金基金及び運用マネージャーに、変化に十分に対応する能力を与えられると言えるでしょう。

リターン獲得がより困難に

多くの国において、10年債利回りは期待インフレ率を下回っており、投資家は投資によって実質的な意味では資本を失うことになっています。このことは、DBの年金基金にはさほど大きな影響をもたらさないかもしれませんが、いずれにせよ損失を避けることが重要であることに変わりはないでしょう。

例えば、キャッシュ+3~6%のリターンを今日のクレジット市場で獲得するために、投資家は主にハイ・イールド債を購入する必要があり、結果としてクレジット（デフォルト）リスクが伴うことになります。多くの側面から、投資家にとってクレジット・リスクが存在すればするほど、運用者により柔軟性を与えることが理にかなっていると言えます。それにより運用者は、投資機会を自在に行き来することが可能となるためです。

世の中が概ね安定的なときは、クレジット市場への静的なアプローチが機能すると言えるでしょう。ただし、転換期にはその効果は薄れてしまいます。



MAC – どの資産クラスを含むか

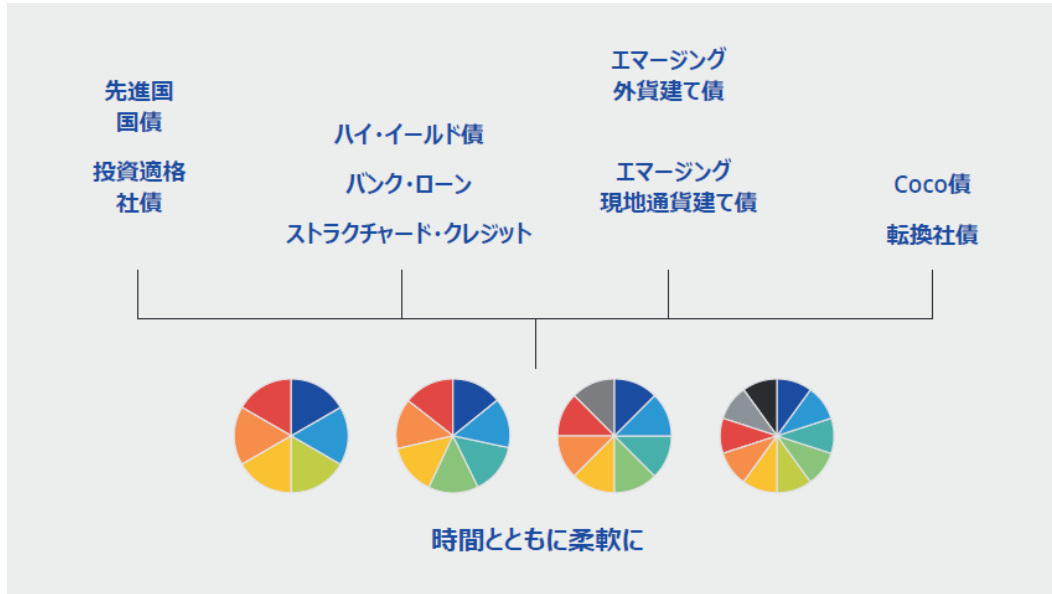
市場には多岐に亘るMAC商品があります。数少ない資産クラスのみを含む「限られた(narrow)」タイプのMACや、その名の通り、あらゆる資産を対象とする「どこにでも行く(go anywhere)」タイプのMACなどが含まれます。

現状を踏まえると、投資対象となる範囲（網）を広く構えておくことに幾らかアドバンテージがあると考えています。

- **ゼロ・ウェイト** – より多くの資産クラスへのアクセスを有することにより、エクスポージャーをゼロとする能力も向上します。選択肢となる資産クラスが多ければ多いほど、運用者にとっては、一部の市場に対するエクスポージャーをゼロにしやすくなります。投資ユニバースに含まれる資産クラスが少なければ、それはより困難になります。
- **分散** – より分散の効いたMACのエクスポージャーは、特定の資産クラスに非対称な影響をもたらしやすい、予期せぬ中央銀行や政府の介入による影響を受けにくいと言えます。
- **転換社債市場は「Covidフレンドリー」** – 医薬品会社やテクノロジー企業は、一般的に転換社債の発行を好む傾向にあります。これらの転換社債をMAC戦略に含むことにより、運用者は危機による恩恵を受ける可能性のある企業へのエクスポージャーを保有することが可能となります。足元では極めて巨額の新規発行が見られており、危機以前には転換社債を発行したことがなかった多くの発行体が、転換社債市場に強い関心を示していることがわかっています。
- **CoCo債（金融資本債）** – CoCo債は、ハイブリッド債であるとともに、銀行の自己資本比率が予め定められた水準を下回って低下した場合に、投資家へのクーポン支払いが行われなかったり、場合によっては元本が毀損したりする、ユニークな資産クラスです。投資家は、実質的に銀行及び当局に対してオプションを売っていることとなり、ブルーベイの見方では、その見返りとして魅力的な報酬（利回り）を得ています。金融機関に対する政府支援の度合いを踏まえれば、銀行はいかなる景気回復においてもパイプ役となります。したがって、CoCo債は非常に興味深い投資機会を提供していると考えており、中央銀行の支援策による直接的な恩恵を受けやすい市場に着目するという投資テーマを反映させる上で有効な投資ツールであると考えています。
- **先進国の投資適格債** – ブルーベイのMACの旗艦戦略においては、過去7年間に亘って先進国の投資適格債への投資を手控えてきました。利回り水準の低さがその主な理由でしたが、今年の3月終わりから4月に掛けて、投資家が平均の3倍から4倍のスプレッドを享受出来る状態となってその姿勢も転換しました。これは、明らかに極めて機動的な投資機会ですが、このように予測不可能な事態を活用するためには、広範な資産クラスを対象としている必要があると考えます。



流動性のあるクレジット資産



無リスク金利が当面低位に留まるとみられる中、リターンを追求する年金基金は、低格付けのクレジット債への投資を余儀なくされるとみられています。

出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2020年8月

まとめ

無リスク金利が当面低位に留まるとみられる中、リターンを追求する年金基金は、低格付けのクレジット債への投資を余儀なくされるとみられています。時を同じくして、前例のない規模での市場支援が注がれ、Covid-19による規制によって一部の産業が（おそらく長期的に）窮地に立たされています。

投資対象の網を広げておくことは有効なツールであり、おそらく必要不可欠なツールですが、それだけではありません。他方で重要な要素は、デフォルトを回避することです。この点に関して、前回の金融危機以降、クレジット債の運用者はこの力を十分に試されていなかったと思われ、さらに今回の危機では、投資家が政府支援という要素も考慮しなければなりません。この先何が待っているとも、チャールズ・ダーウィンの言葉を借りれば、「最も強い者や最も賢い者が生き残るのではない。唯一生き残ることが出来るのは、変化に対応出来る者である」ということを肝に銘じておく必要があります。

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	マーキング債	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。