



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

バリュースバック



マーク・ダウディング
最高投資責任者 (CIO)

2022年6月

中期的な見通しを持てる投資家にとっては、PE市場と肩を並べるだけの投資機会が債券市場にあると見ています。

ブルーベイのCIOであるマーク・ダウディングが、機関投資家と最近対談した内容をご紹介します。2022年のマクロ経済の行方とそれが債券市場に与える影響についての考察です。

「フィクスト・インカム」には新しい名前が必要なのではないかと思うほど、利回りは低下していました。

昨年、誰もが話したがっていたのは、プライベート・マーケットについてでした。債券にインカムは残されておらず、ハイ・イールド債はもはやハイ・イールド（高利回り）ではありませんでした。

プライベート市場の人気は衰えませんが、多くの投資家は「集団行動」をする傾向にあり、投資機会を逃していると考えています。（マーク・ダウディングはいつも歯に衣を着せず、率直です）

プライベート市場への強い集中を見ると、多くの投資家は過去のパフォーマンスを単に求めているだけなのかどうか、疑問を持ってしまいます。

公募債券市場のバリュエーションは高まっており、米国ハイ・イールド債の利回りは年初は4.5%程度でしたが、今ではその二倍くらいの利回りとなり、再びハイ・イールドになっています。

バリューの見通し

中期的な見通しを持てる投資家（ほとんどの機関投資家が該当すると思いますが）にとっては、PE市場と肩を並べるだけの投資機会が債券市場にあると見ています。

米ハイ・イールド債市場は、7.5%という利回りを超えれば、投資妙味が出てきていると考えています。デフォルト率はやや上昇するかもしれませんが、現時点では非常に低い水準にあります。デフォルト率が3%に達した場合でも、より中期的なアセット・アロケーションの見通しに基づけば、ハイ・イールド債やエマージング債などに投資をする価値はあるでしょう。

近いうちに、どのタイミングでポートフォリオ全体のリスクを高めるかを投資家が検討する可能性は高いとみています。S&P500やナスダックは年初来で大幅に下落していますが、2019年末と比較するとまだ高い水準にあります。株式市場のここ最近の調整がもう少し長く続けば、投資家は新型コロナ前の水準近くまで、残りのギャップを埋めに行くと考えられるかもしれません。

株式は、この環境では先を行くリスク資産であると考えており、短期的な見通しは厳しいものとなるかもしれません。なぜなら、今はまだリスク資産を積み上げたくないとみんなが考えているからです。そうしたことから、市場は少し売られ過ぎになりつつあります。良いタイミングが来れば、みなさんは恐らくリスクを増やすつもりでしょう。この見方からはインフレが、米連邦準備制度理事会（FRB）がターゲットとする水準にいつ向かい始めるか、ということが重要だと考えています。

プライベート市場に対する慎重な見方

公募債券市場に対する前向きな見方とは対照的に、プライベート市場については、全体として懸念を持ち始めています。

PE市場では、多くのディールが非常に高いIRRを求めており、さらにテクノロジー企業へのエクスポージャーも高まっています。NASDAQ構成銘柄の約10%は今年に入って90%以上下落しています。利益を上げていないにもかかわらず、キャッシュフローと売上高に対して何倍もの倍率で取引されている小さな企業が最も打撃を受けています。

その結果、キャッシュを使い果たし、資金調達をしなければいけない企業が投資家の前に現れる可能性が高いと思います。そうしたことになる、一部のPEビークルは大きな評価損を計上しなければならないでしょう。

一部のオルタナ・ファンドは、PEビジネスと共にプライベート・デットも走らせていますが、プライベート・デット市場も課題に直面するかもしれません。投資家は、大きな流れや輝かしい目標を追い求めるだけでなく、慎重に考慮することも必要だと考えています。

公募債券市場の投資機会に与える影響

FRBに対するアメリカ国内での批判には驚いており、私たちはむしろその行動に感心をしています。

FRBは素晴らしい知性と思慮深いスタッフで構成されています。私は多くの中央銀行とミーティングをしますが、中には失望することもあります。

今のECBは、金融政策についてほとんど知識を持たない政治家が多く、イングランド銀行は、インフレを抑制することに迷走しています。FRBでなければ、米国ももっとひどい状況になっていたかもしれません。

定期的にワシントンDCでFRB高官とミーティングをしていますが、道のりがやや荒いものとなっても、米経済が脱線しないようにFRBは尽力していると考えています。このFRBの努力によって、米国は完全なリセッションを避けることが出来ると考えています。

米国の今後一年半のリセッション確率については30%程度であると考えていますが、ユーロ圏での確率は50%以上と見えています。そして英国はすでにリセッション入りしていると思います。中国経済はリセッション色をますます強めていますが、不動産市場は今でも相当な割高で、中国の不動産市場は2008年の米国と少し似ているように思います。

対照的に、FRBは現在の環境に断固とした対応を取っていると思います。

半年前に誰も今の水準のインフレを予想していなかったことに多少ショックを受けているかもしれませんが、それに対してFRBは、金融環境の引き締めを急ぎ、先手を打っていると考えています。

FRBとの面談で明らかになったのは、コアPCEが3%を下回るまではFRBは利上げを続けるだろうということです。来年の今頃にはその水準に戻っていると考えています。FRBが利上げを続け、先手を打つことが出来れば、政策金利は3.25%程度がターミナルレートになると思いますが、この水準は市場ですでに織り込まれています。

このシナリオが実現すれば、米国経済も市場もソフト（に近い）ランディングをすることが出来ると思います。経済成長の鈍化などは避け得ないでしょうが、対処可能な水準だろうと考えています。

インフレが高止まりし、雇用市場の過熱した状態が続いた場合、コアPCEは4%程度で推移する可能性があります。こうしたシナリオにおいても、FRBを信頼しています。

インフレ率がターゲットから乖離する時間が長引けが長引くほど、期待インフレにも影響することをFRBは理解しています。事態が正しい方向に進むように、あらゆる手段をFRBは尽くすと考えています。誰もがそうでしょうが、FRBもリセッションを望んでいません。しかし例えリセッションになったとしても、後から大きなリセッションが来るよりも、早めに小さなもので終わる方が良いと思います。

ディスクレマー

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	エマージング債	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 (料率範囲)	成功報酬 (料率範囲)	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%				0.50% - 1.10%	0.00% - 20.0%			0.90% - 1.35%	
												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。

以上



Global Asset Management
BlueBay Asset Management