

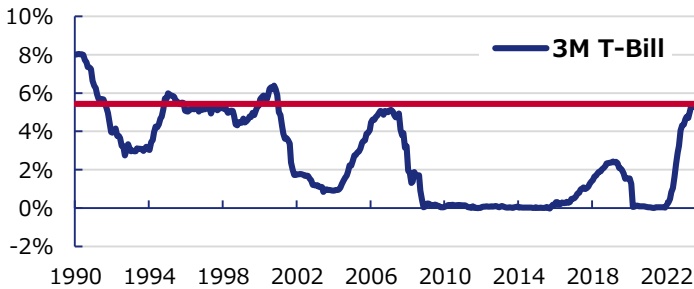
- 米国金利が歴史的な高金利環境になってきていますが、過去ヘッジファンドは高金利環境で良好なパフォーマンスを上げています。金融政策が正常化に向かい金利が上昇するなか、ヘッジファンドのアルファ環境は改善してきています。
- ヘッジファンド投資の魅力が高まってきている一方で、高水準の為替ヘッジコストを運用課題の一つとみる投資家も増えているようです。そこで高水準のヘッジコストを踏まえたヘッジファンド投資の対応策を二つご紹介させていただきます。今後のヘッジファンド投資の一助になりましたら幸いです。

ヘッジファンド投資部 インベストメントオフィサー 岡野大志

■ 歴史的にも魅力的な金利水準

8月末の米3カ月物T-Billの利回りは5.44%と2000年以来的の高水準となっており、過去20年で最もキャリー(インカム)を稼ぐことが出来る投資環境が訪れているといえます【図1】。バリュー投資家として著名なウォレン・バフェット氏でさえ米国債を購入しているようです。同氏は8月3日のCNBC取材で、「(同氏が経営する)バークシャーは先週月曜日に米国債を100億ドル購入した。今週の月曜日にも100億ドルの米国債を購入した。来週の月曜日について唯一の問題は100億ドルで3カ月物のT-Billを買うか6カ月物を買うかだ。」と述べています。

【図1: 米国短期金利の推移(90/1-23/8)】



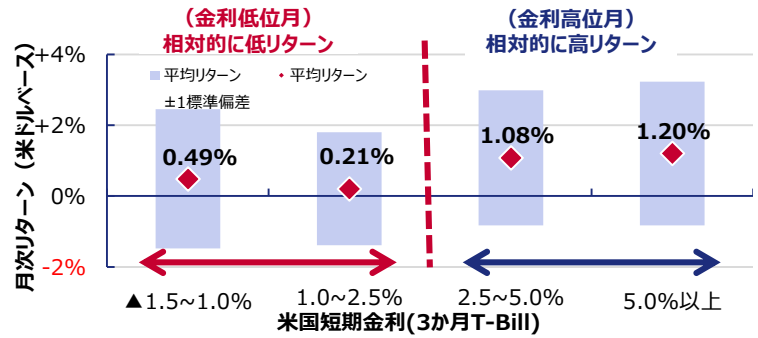
このような高金利環境下ではヘッジファンド(以下、HF)のパフォーマンスはどうなっていたか振り返ってみます。

■ 短期金利水準とHFのパフォーマンス

短期金利の水準別に1990年からのHFのリターンをみると、短期金利が2.5%以上の月はそれ以下の月対比高いリターン傾向が確認できます【図2】。高金利とHFのパフォーマンスは歴史的に正の相関があり、HFにとって高金利環境はパフォーマンスの出しやすい投資環境であると推察されます。

その背景にはいくつか要因が考えられます。一般にHFの多くはキャッシュを厚めに有していることから、短期金利上昇の恩恵が受けられベース収益が増加すること、低金利・低インフレ環境とは異なり金利が高位で推移する環境下では金利・株式のボラティリティが拡大することでHFの投資機会が増加することなどが挙げられます。

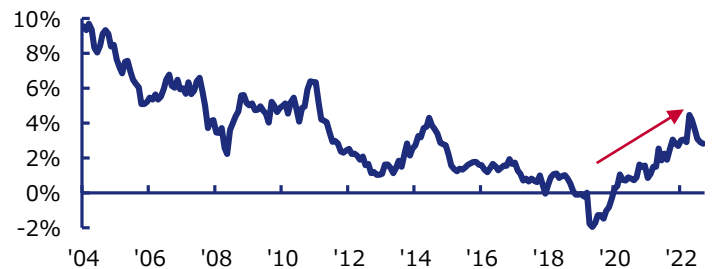
【図2: 米国短期金利水準別平均月次HFリターン*1】



例えば株式ロングショート戦略においては、株式の空売りにより得られるキャッシュに利息が付与されるため高金利の恩恵を一部受けられることに加え、銘柄間格差が拡大し銘柄選択によるアルファ創出機会が増加することが要因として考えられます。金利相対価値戦略では証拠金を活用した取引を行っていることから厚めにキャッシュを保有する傾向があることでベース収益が増加し、また金利ボラティリティが拡大することにより市場の歪みによる投資機会が増加することが見込まれます。クレジット戦略においては高金利環境下で資金繰りに困窮する企業が増加しデフォルトが増加する傾向があり、銘柄選択がより重要になる中でアルファ創出機会が増加することが考えられます。このように一般にHFにとって高金利環境は収益獲得がしやすい投資環境と考えられます。

HFのアルファ環境をみると過去10年の多くの期間は低金利でボラティリティが抑制されアルファが獲得しづらい状態が続いていましたが、足元は金融政策が正常化に向かい金利が上昇する中で上昇基調で推移しており、実際にアルファが獲得しやすい環境に移行しつつあることが見て取れます【図3】。

【図3: HFのアルファ推移*2】

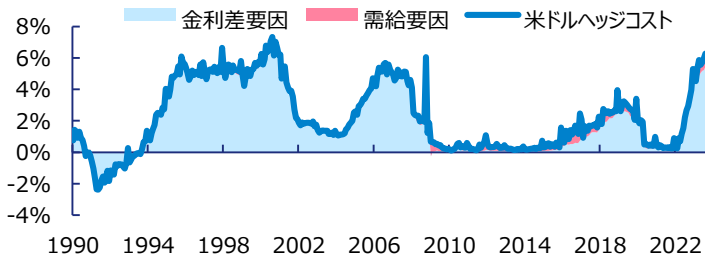


*1: HFRX Global Hedge Fund Index. データ期間: 1990年1月~2023年8月
 *2: 米国短期金利 (3か月T-Bill) をリスクフリーレート、S&P500TRのリターンをBMとし HedgeRS EW Universal Indexのリターンより当社算出。3年ローリング、年率アルファ。期間: 2002年1月~2023年8月
 出所: Bloomberg, Albourne

■ 為替ヘッジコストの観点からのHF投資

高金利環境においてベース収益や投資機会の増加が見込まれるHFは投資対象として一つのソリューションになると考えられますが、一方でドル円の為替ヘッジコストは8月末で年率6.28%と日米金利差の拡大を主要因に2000年以來の高水準となっています【図4】。ドル円の為替ヘッジ付き戦略のリターン不足の足枷となる中、当面高水準の為替ヘッジコスト環境が続くとも考えられ、運用課題の一つとみる投資家も増えているとみています。

【図4: ドル円為替ヘッジコストの推移(90/1-23/8)*3】



*3: 米ドルヘッジコストは米ドル円の1か月フォワードレート及び米ドル円のスポットレートより当社算出。金利差要因計算にあたり米ドルの短期金利は1M米Libor、円の短期金利は2022年12月末までは1M円Libor、以降は0%として計算。

出所: Bloomberg

足元のような高水準の為替ヘッジコスト環境下ではどのような対応策が考えられるでしょうか。今回は大きく2つの観点でご紹介します。1つ目はヘッジコスト以上のリターン獲得が期待できる、リターン目線の高いHFへの投資がより必要になるとみています。2つ目は為替ヘッジコストを抑制するという観点から国内資産に投資する原通貨が円のHF（以下、円建てHF）の相対的な魅力度は高まっているとみています。

I. 高いリターンが期待できるHFの選別・入替・分散投資

マネジャーのスキルを見極め、期待リターンの高い戦略を選別し、入替や分散投資によりヘッジコスト控除後のリターンを確保

- HFのリターンはマネジャーのスキルに依存するため、同種戦略でもばらつきが大きくみられます。そのためスキルの高いマネジャーを採用することが極めて重要です。またスキルの高いマネジャーを採用したとしても市場環境の変化によりリターンが期待に届かなくなるリスクは常にあり、リターンが期待を上回れないHFは入替も必要になります。

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り目且正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご確認ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
連絡先等 ホームページアドレス <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigy@amone-ai.com
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

- HFは戦略毎に得意不得意な市場環境があるため、保有意義や特性を整理したうえで分散投資によりリスクやドロダウン抑制を目指すことが重要です。

【具体的なソリューション例】

プラットフォーム戦略やファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資は、相関が低く補完性の高い戦略への分散投資や環境に応じたマネジャー入替が期待できる有効なソリューションの一つになると考えています。

II. 円建てHFへの投資

円建てHFに投資をすることにより、高水準の為替ヘッジコストによるパフォーマンス下押しの影響を回避

- 円建てHFはグローバル通貨建てHF対比マネジャー数が少なく、投資枠が限られるケースが多いことに留意が必要です。また独立して立ち上げたばかりの規模の小さいマネジャーやトラックの短いマネジャーが多く、選定時はキャパシティ確保や十分なデュー・ディリジェンスが求められます。

【具体的なソリューション例】

円建てHFの中で大宗を占める日本株ロングショート戦略などへの投資がソリューションの一つになると考えています。また円金利の上昇に連れて新たに円金利相対価値戦略を開始するマネジャーも出始めており、動向が注目されます。

■ おわりに

金融政策が正常化しボラティリティが高まる環境が想定される中において、ヘッジファンド投資は有効なソリューションとなる一方、マネジャー間でのパフォーマンス格差はばらつきが大きくなることが想定されます。高水準のヘッジコストを踏まえたHF投資について紹介しましたが、HFの選定にあたってはマネジャーのスキルの見極めや様々な市場環境を想定した分散投資が重要です。またベース金利が上昇するなかハードルレート見直し交渉も重要になるとみています。投資家にとってはマネジャー選別や分散投資、モニタリングの重要性は一層増すことから投資家側の負担も大きくなることが考えられるため、ゲートキーパー活用の意義はますます高まると考えます。