

- 株式や債券といった伝統的資産のみではポートフォリオの分散に限界があります。伝統的資産と相関性が低いヘッジファンドに投資することで分散効果を高め、安定的なリターン特性を有するポートフォリオを実現できる可能性があります。
- ヘッジファンドは高度な投資アプローチにより相場全体の値動きに左右されない着実な収益の積み上げやテールリスク・イベントの収益化等を通じてポートフォリオのリスクの抑制やダウンサイドプロテクション等が期待でき、その投資意義は大きいと考えています。

インベストメント・ソリューション部 アソシエイト 大谷 遼

■ 良いポートフォリオとは

資産運用において良いポートフォリオとはどのようなものでしょうか。環境に依らず安定的に高いリターンを獲得できるとすれば良いポートフォリオと言えます。伝統的な手段としては株式と債券に分散投資することで、債券の安定的な金利収入を得ながら株式(企業)の成長の享受を目指すポートフォリオが挙げられます。一般に株式下落時には債券金利が低下する傾向があるため、債券保有による分散効果が期待されています。国内年金基金全体で見ると両資産の資産構成割合は概ね内外株式/内外債券=40/60、となっており、ポートフォリオ保全のために債券比率が高くなっています*1。

しかし分散効果は常に働くものとは限りません。例えば2022年は物価高に伴う米国を始めとした中央銀行の急速な利上げにより、緩和的な金融環境に下支えされていた株式、債券は共に急落することとなり、期待されていた分散効果が働きませんでした【**図1**】。過去の株式と債券の相関の推移をみると、両者の相関が高まる局面は複数見られています。

ではポートフォリオ全体で安定したパフォーマンスを実現するにはどのような手段があるのでしょうか。

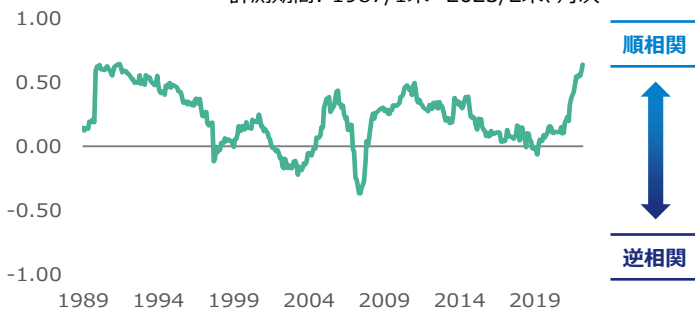
【**図1: 株式/債券の値動き***2】

年間騰落率

	2018	2019	2020	2021	2022
株式	-8.2%	28.4%	16.5%	22.3%	-17.7%
債券	-0.8%	5.9%	10.1%	-7.0%	-18.3%
40/60	-3.8%	14.9%	12.7%	4.8%	-18.1%

相関係数(3年間ローリング)

計測期間: 1987/1末~2023/2末、月次



出所: Bloomberg等のデータを基に当社計算・作成

*1: 企業年金連合会「企業年金実態調査結果 2021年度」 *2: 株式: MSCI World Index 債券: FTSE World Government Bond Index 「40/60」は株式と債券のリターンをその割合で合成しています。いずれも米ドル建て、トータルリターンを使用しています。

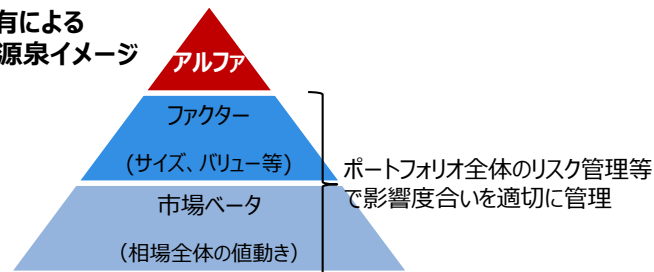
■ 低相関を実現するヘッジファンドの投資アプローチ

ヘッジファンドはそうしたニーズに対するソリューションの一つです。売り持ち(ショート)や高度な金融派生商品を活用し相場の上昇/下落に関わらず絶対収益獲得を目指すため、伝統的資産と相関性が低く分散効果が期待できます。彼らの採用する投資アプローチはファンドによって大きく異なります。

・個別銘柄要因の追求

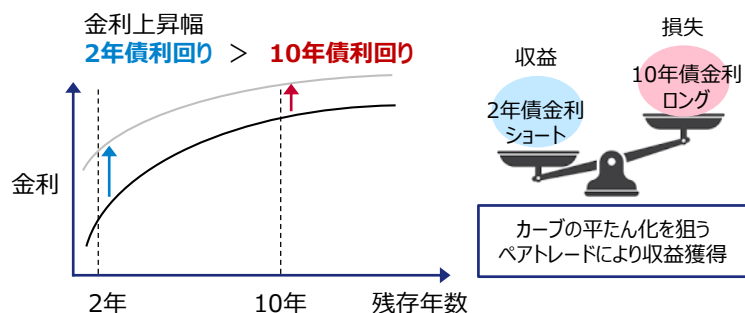
ヘッジファンドの代表的戦略である株式ロングショート戦略のマネジャーの一部は深いファンダメンタル分析に基づいた個別銘柄要因から超過収益(アルファ)獲得を追求する投資アプローチを採用しています。彼らは相場全体の値動きや時価総額(サイズ)、企業価値評価(バリュエーション)等の違いに伴う値動きの傾向による影響を適切に管理し、市場の動向に左右されにくい安定的なリターン獲得を目指します。

株式保有によるリターン源泉イメージ



・相対的な価値変動に着目

相対価値戦略のマネジャーは同一資産内での相対的な価値変動に着目することでその資産自体の値動きの影響を抑制し、着実なリターンを追求します。例えば米国の国債という投資資産に対し、国債現物と先物の価格付けの乖離解消の収益化、異なる年限間での価値の相対的な変動差の収益化等が挙げられます。

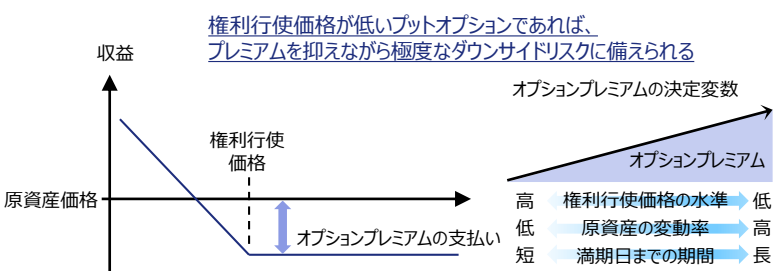


・金融市場の混乱(テールリスク)を収益機会に

複雑な金融派生商品に知見のあるマネジャーはテールリスク・イベントの発生を収益化するポジションを構築することで、市場の大幅下落・変動時でのリターン獲得を追求します。一般的にそうしたポジションは平常時に収益を生まずコストがかかります。従って各種条件によって価値(プレミアム)が変動する金融派生商品の銘柄選択や、マクロイベントに合わせた機動的なポジション構築等によりコスト軽減やリスク管理を図り、テールリスク・イベントに備えます。

下落時の収益化例

(プットオプション(売る権利)のロング)



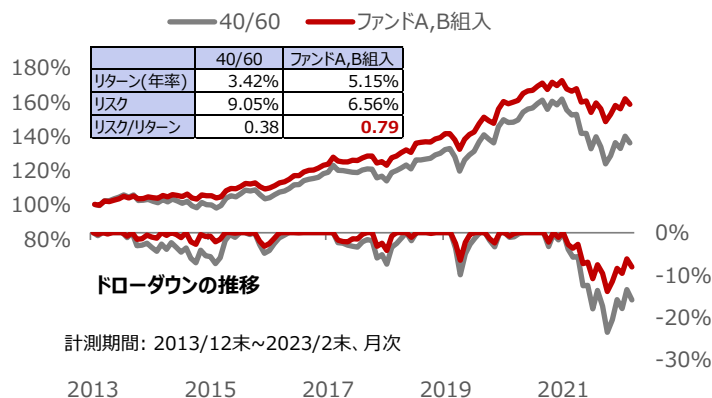
■ヘッジファンドの組入による分散効果

非伝統的な投資手法を用いて相場全体の値動きに左右されにくい運用を目指すヘッジファンドは、株式・債券の値動きが同一方向となり両資産組入による分散効果が図れない局面においても、安定的なリターンを積み上げることでポートフォリオの価値実現に有効に作用することが期待されます。

またテールリスクを収益機会とするヘッジファンドは金融相場のショック時に大きな収益を獲得するリターン特性により、想定外の暴落に伴うポートフォリオの毀損を軽減することが期待されます。

実際に当社モニタリング対象ファンドである個別銘柄要因を追求するA社のファンドおよび相対的な価値変動やテールリスクの収益化に着目するB社のファンドを、それぞれ10%ずつ組み入れた場合でシミュレーションしてみると、**ドロウダウン(下落率)やリターンのばらつき(リスク)が低減されていることが見て取れます【図2】**。

【図2: ヘッジファンド組入による分散効果*3】



出所: Bloomberg、運用会社のデータを基に当社計算・作成
*3: 40/60: 株式/債券=40/60 (株式: MSCI World Index、債券: FTSE World Government Bond Index) ファンドA, B組入: 株式/債券/ファンドA/ファンドB=32/48/10/10(リバランスなし) いずれも米ドル建て、トータルリターンを使用しています。

ただしヘッジファンドは現在8,000本以上存在し、その投資アプローチによってリターンの特性が大きく異なるだけでなく、同一アプローチであっても運用スキルのクオリティは千差万別である点に留意が必要です。

従って自身が運用するポートフォリオが抱える課題解決に有効な優良ヘッジファンドを、膨大なユニバースから見つけ出さなければなりません。加えてその後も変化が続く相場環境に適応し続けることができるか、投資アプローチに変化はないか、モニタリングを継続することが重要となります。

■おわりに

ヘッジファンドは**資産運用におけるダウンサイド抑制や安定的なリターン獲得などの課題に対する一つのソリューションであり、投資意義は大きいと考えています**。一方で自身のポートフォリオを管理運営しながら、課題解決に有用なヘッジファンドの発掘や継続的なモニタリングを行うことは容易ではありません。

当社はオルタナティブ資産に特化し、ボトムアップでの綿密な調査・分析により優良ファンドを発掘、そしてモニタリングを継続してリターン特性やクオリティが変化する兆しがあるかどうかを見極めることでこうした課題解決のお手伝いができるものと考えています。

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を推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法を推奨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いますが、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 <http://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)