

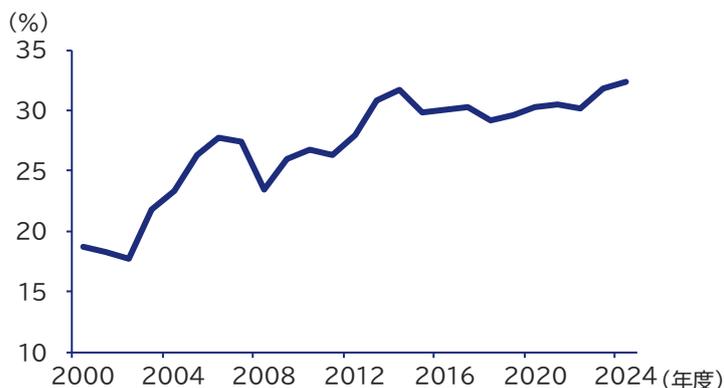
- 豊富な投資機会からグローバル投資家の注目度が高まる日本市場ですが、そのボラティリティの大きさはエクスポージャーを継続的に維持するにあたって懸念点となることが想定されます。
- マザーマーケットである日本市場の投資機会を捕捉できる日本特化型ヘッジファンドは、運用資産残高の制約など特有の問題点について留意が必要なものの、その投資意義は大きいと考えています。

インベストメント・ソリューション部 プロダクトマネジャー 大谷 遼

■ グローバルからの注目が高まる日本株

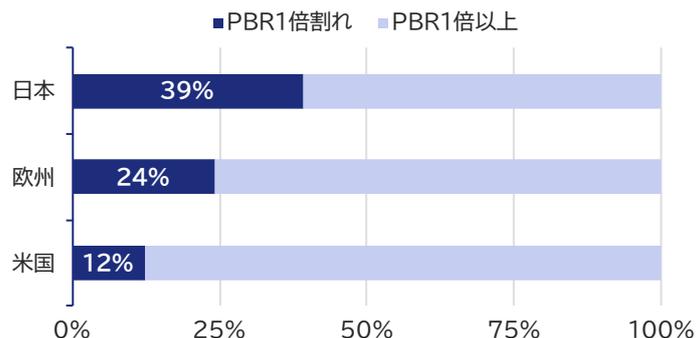
2025年8月18日、日経平均株価指数は43,714円31銭と史上最高値で取引を終えました。日本株に対するグローバルからの注目が高まっており、日本取引所グループの株式分布調査によると24年度末時点の外国法人等の保有比率は32.4%と過去最高を更新しました【図表1】。この水準はアベノミクス相場への期待感から海外投資家の買いが集まった14年度を上回っています。

【図表1】 日本株式の外国法人等保有比率



背景には東京証券取引所が旗振り役となっているコーポレートガバナンス(企業統治)改革やデフレ経済脱却による金利のある世界への回帰など、日本株の投資機会が豊富であることが挙げられます。加えて株価純資産倍率(PBR)が1倍を下回り理論的には会社の清算価値が株価を上回る日本企業が過半を占めた時期を経て、昨今の株価上昇で若干改善したものなお4割程度存在することから【図表2】、海外のアクティビストも積極的に市場に参入しています。

【図表2】 PBR1倍割れ企業の比率*1 (2025年8月13日時点)

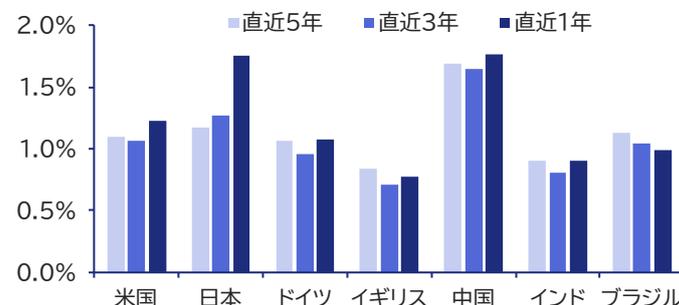


ここ数年では東芝や富士ソフトなどがアクティビストやヘッジファンドの関与によって非公開化を決定したほか、低PBR銘柄中心にアクティビストによる株主提案が増加傾向にあり、日本企業は資本効率をより意識した経営が強くと求められています。これにより中長期的な日本株の企業価値向上につながることを期待されます。

■ 振れ幅(ボラティリティ)の大きさが課題

注目度が高く今後の収益機会も豊富とみられる日本株ですが、その振れ幅の大きさは課題となっています。2024年以降という短い期間において日経平均株価指数は20%以上の下落局面を2回経験しています。事実、直近1年間のボラティリティは主要国と比較して高く、中国とおおむね同等の水準となっています【図表3】。

【図表3】 国別・期間別の日次標準偏差比較*2



振れ幅の大きさについては構造的な問題も遠因と考えられます。日本株式市場は世界で4番目の規模を誇り、空売りに必要な貸株市場も十分に整備されていることから流動性が高く効率的な市場です。一方で個別企業へのリサーチ不足が深刻化しており、Bloomberg社の調べによると日本では3社のうち1社がアナリストにカバーされていません(米国では5%未満)。さらに言語の壁もあることから拡大基調にある海外投資家の取引は大型の高ベータ株に偏りやすく、結果としてマクロ動向を受けたフローの影響が強くなる傾向があります。また直近では四半期決算や需給動向などに着目する短期志向の投資家が増加し、その影響が拡大しているようです。

*1: 日本はTOPIX(東証株価指数)、欧州はS&P欧州BMI指数、米国はS&P1500指数を使用しています。指数構成銘柄のうちPBRが算出可能な日本1,677社、欧州1,509社、米国1,441社を対象としています。

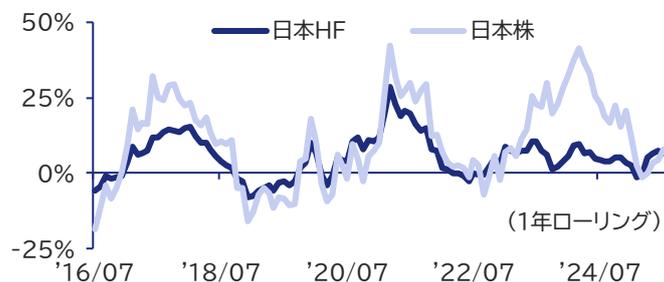
*2: 2025年7月末時点を基準としてMSCIの各国株価指数の日次収益率から算出しています。

出所: 日本取引所グループ、Bloombergの情報を基にAMOAI作成

■ 日本特化型ヘッジファンドという選択肢

為替リスクがないマザーマーケット、日本市場の豊富な投資機会を市場リスクを抑制しながら捕捉する手段として日本特化型ヘッジファンド(日本HF)が挙げられます。日本HFの約8割は株式ロングショート戦略であり*3、ショートによって市場感応度を抑制しながらリサーチが不足している個別銘柄について自身でファンダメンタル分析をすることで収益の獲得を追求します。全体としてみると日本HFは日本株と比べてボラティリティを抑制した運用効率の良いリターン特性を示しています【図表4】。市場中立的な運営のマネジャーが多く上昇局面で出遅れる傾向がありますが、個別ではこれまでの上昇相場を経てネットエクスポージャーを調整し市場要因の部分的な享受を画策する新興マネジャーの活躍も見受けられます。

【図表4】 パフォーマンス推移*4



	日本HF	日本株
年率収益率	4.94%	8.39%
年率標準偏差	6.54%	14.45%
シャープレシオ	0.75	0.58

2023年に公表された「資産運用立国実現に向けた政策プラン」では官民挙げてヘッジファンドを含む新興運用業者の促進を図っていくことが掲げられており、豊富な投資機会と政策的な後押しを背景に今後日本に特化したマネジャーが量・質ともに拡大することが期待されます。すでに一部金融機関などでは日本企業を主な投資対象とする新興のヘッジファンドやバンチャーキャピタルなどに投資するプロジェクトを立ち上げています【図表5】。

*3: 当社がデュー・ディリジェンスを通じて取得した日本のリスクアロケーションが約70%以上を占めるファンド群(93ファンド)をもとに算出しています。

*4: 2015年8月~2025年7月の月次リターンをもとに算出しています。日本HFはHFR1 Japan Indexの米ドルベースリターンに推定為替ヘッジコスト(米ドル円の1か月フォワードレートおよび米ドル円のスポットレートをもとに算出)を加算したシミュレーション値です。日本株はTOPIX(東証株価指数、配当込み)を使用しています。

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の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足りかた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およ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。
- 本資料の一部また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」の合計額をご負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご覧ください。

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 eigyo@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)

【図表5】 金融機関の取り組み一覧*5

	取り組み内容
かんぽ生命	新興運用業者に対して5年間で3,000億円の運用委託枠を設定
三菱UFJFG	中期経営計画で新興運用業者への投資枠を23年度の400億から1600億円へ拡大
三井住友FG	新興運用業者が運用する日本株式を主な投資対象とするヘッジファンドへの投資実施
みずほFG	新規戦略・商品の開発等を行う資金拠出枠を24年度の800億円から1,300億円に拡大
野村HD	新規運用業者等に対するシード投資を目的としたプログラムを実施予定
大和証券G	500億円規模の新興運用業者促進プログラムをかんぽ生命と共同で開始

■ 特有の問題点

日本HFは左記の通り株式ロングショート戦略に取り組むマネジャーが多いなか、中小型株特化運用に伴う流動性制約などから運用資産残高が500億円を下回る小規模マネジャーが大宗を占めています*3。また過去には運用資産残高の拡大によって中小型株中心から大型株にシフトするなど運用スタイルが変化したことでパフォーマンスが劣化したマネジャーも散見されてきました。

したがって日本HFへの投資に当たってはマネジャーの運用スキルだけではなく、得意とする投資対象(ユニバース)や運用資産残高の規模、キャパシティなどを十分に確認することが重要になります。また小規模マネジャーが多いことからファンドオブファンズ(FOF)などでマネジャー当たりの投資金額の分散を図ることも有用です。

■ おわりに

日本企業を取り巻く環境の変化は大きく、海外投資家からの注目が高まっています。日本HFへの投資などを通じたこれら投資機会の捕捉は意義があるものと考えています。当社はゲートキーパーとして日本HFを含む優れたマネジャーの発掘に取り組んでいく所存です。

*5: 金融庁「金融機関のEMP取組事例について」より抜粋

出所: 金融庁、Bloomberg、HFR、Inc.の情報をもとにAMOAI計算・作成 (HFRインデックスはHFR Holdings, LLC (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)