

- 金利レティブ・バリュー戦略は金利方向の予測を主な収益源泉とするのではなく、関連性の高い債券や先物の間に生じる一時的な価格のゆがみを収益機会としてとらえ、ゆがみが正常化する過程から収益獲得を目指す戦略です。
- 一時的かつ小幅な価格差を収益化するためレポ取引等を通じてレバレッジを活用することがあります。そのため価格のゆがみを捕捉する能力に加え、資金調達・流動性を含むリスク管理が運用成果を左右するといえます。

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 ルフランソワ 真 ジュリアン

■ 金利レティブ・バリュー戦略とは

ヘッジファンドの金利取引には、金利低下を見込んで国債を買うなど金利の方向性を予測することで収益獲得を目指す手法があります。一方、金利レティブ・バリュー（以下、金利RV）戦略では必ずしも金利の方向性そのものを予測する必要はありません。

金利市場には年限の異なる国債や現物国債と先物、異なる国の債券など経済的な関係性が強く、本来は一定の価格関係を保つと考えられる商品が数多く存在します。こうした商品の間で一時的に価格関係が崩れた場合、相対的に割安な商品を買ひ、割高な商品を売ること、**価格関係が正常化する過程から収益獲得を目指す**のが金利RV戦略の基本的な考え方です。

例えば、同程度の金利リスクを持つ2つの債券のうち、一方だけが一時的な需給要因によって割安になった場合、**割安な債券を買ひ、割高な債券を売ること**で、市場全体の金利変動への感応度を抑制しつつ両者の価格差の縮小により収益を獲得することができます（図表1参照）。

【図表1】金利RV戦略の取引イメージ



※数値は説明用に単純化しています。

■ 代表例となる米国債のベースス取引

金利RVの代表的な取引の一つが、現物国債と国債先物の価格差を利用する「ベースス取引」です。国債先物は現物国債と高い価格連動性を持ちますが、両者の価格は必ずしも一致しません。先物価格には**現物国債の保有に伴う資金調達コストやクーポン収入、受渡し条件などが反映される**ため、一定の理論的な価格差が存在します。

ベースス取引ではこうした要因を考慮して相対的な割高・割安を判断し、例えば先物が割高な場合には現物国債を買ひ、先物を売ること、両者の価格差の正常化による収益獲得を目指します。

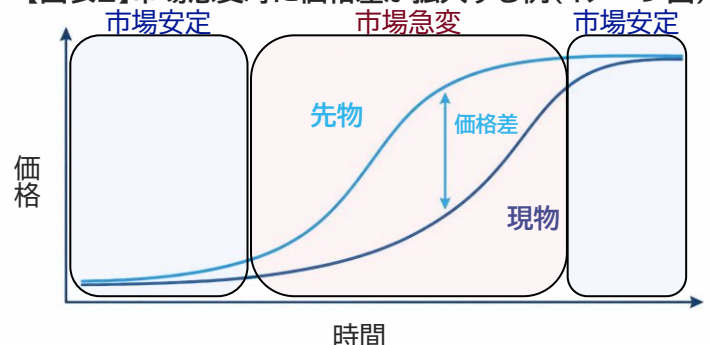
■ なぜ価格のゆがみが生じるのか

現物国債と先物は本来経済的に密接な関係を持つため、その価格は一定の関係を保つと考えられます。しかし実際の市場では、**投資家による需要と市場への供給、資金調達コスト、流動性などの差異**によって、一時的に両者の価格関係が崩れることがあります（図表2参照）。

例えば市場が大きく変動する局面では、**少ない資金で機動的にポジションを構築できる**先物に取引が集中することがあります。一方、現物国債では購入資金の手当ても必要となるため、先物と比べて資金面の制約を受けやすくなります。その結果先物価格が現物価格に先行して動き、両者の価格差が一時的に拡大することがあります。

こうして生じた価格差が需給の正常化等で縮小すると見込まれる場合、金利RVマネジャーは割安な商品を買ひ、割高な商品を売ること、両者の価格差の正常化による収益獲得を目指します。

【図表2】市場急変時に価格差が拡大する例（イメージ図）



※先物に買いが先行するケースを単純化して表示しています。

■ ベーシス取引を支えるレポ市場

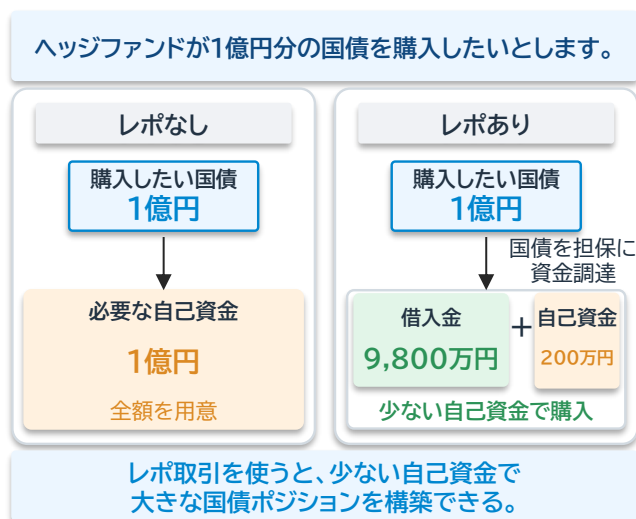
ベーシス取引では、現物国債と先物の価格差を利用して収益獲得を目指しますが、実際に現物国債を購入するには多額の資金が必要となります。そこで、ヘッジファンドが活用するのが「レポ取引」です。

レポ取引とは国債などを担保として短期の資金を調達する取引です。例えば、ヘッジファンドが1億円の国債を購入した場合、その国債を担保として金融機関から資金を借り入れることができます。仮に9,800万円を調達できれば、残りの200万円に自己資金を充当することで、1億円分の現物国債を保有することができます。

さらにレポを利用すると個々の国債ポジションに必要な自己資金を抑えられるため、同じ手元資金の範囲内で、別の国債についても同様に「購入→レポで資金調達」という取引を積み重ねることができます。このように借入れなどを利用して自己資金を上回る規模の現物国債ポジションを構築するような取引を行うことを「レバレッジ」といいます(図表3参照)。

ベーシス取引で狙う価格差は一般に小さいため、こうしてレバレッジを活用して取引規模を拡大することが、収益を上積みするうえで重要となります。一方取引規模が大きくなるとともに、資金調達環境の悪化や価格差の拡大による影響も大きくなります。

【図表3】レポ取引を利用した資金調達(イメージ図)



【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つ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 一般社団法人資産運用業協会
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)

■ レバレッジと資金調達リスク

レポ取引によってレバレッジを活用すれば、小さな価格差でも収益機会とすることができます。一方で価格差が想定とは逆に拡大した場合には損失も大きくなる点には注意が必要です。さらに市場が大きく変動すると、先物では追加証拠金の差入れが求められるほか、レポ金利の上昇や借入れ条件の厳格化などによって必要となる自己資金が増加する場合があります。

例えば現物国債と先物の価格差が一時的に拡大すると、価格差はいずれ縮小すると見込んでいても、その途中で含み損が拡大すると追加証拠金の差入れ等による自己資金の流出が発生します。**価格差が最終的に収束することと、収束するまでポジションを維持できることは別問題**です。十分な自己資金を確保できなければ、価格差が正常化する前にポジションを縮小・解消せざるを得ず、損失が確定する可能性があります。

このため金利RV戦略では、価格のゆがみを捕捉する能力だけでなくレバレッジを適切に管理し、ストレス時にも取引を維持できるだけの流動性を確保することが重要となります。

■ おわりに

金利RV戦略は金利方向の予測を主な収益源泉とするのではなく、関連性の高い金融商品の間に生じる価格差が正常化により収束する過程を収益機会とする戦略です。ベーシス取引はその代表例であり、同様の考え方は異なる年限の金利差や、国・市場間の価格差などにも応用されています。

一方、こうした価格差は一般的には小幅なため、金利RVではレポなどを利用したレバレッジが活用されることがあります。そのため運用成果は**資金調達、レバレッジ、流動性をどのように管理するか**にも大きく左右されます。

したがって、金利RVマネジャーを評価する際には相対的な価格のゆがみを見つける能力だけでなく、どの程度のレバレッジを許容し、どのような資金調達を行い、ストレス時にもポジションを維持できる体制を構築しているかを確認することが重要と考えます。

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ことがあります。