



ヘッジファンド投資の環境に改善の動き



2017年11月14日

**スチュアート・デービス**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
カスタム・オルタナティブ・ソリューション 共同責任者**ヴィカス・カプーア**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
カスタム・オルタナティブ・ソリューション 共同責任者

ここ数年ヘッジファンドに対する世論は厳しかった。2015年および2016年前半にヘッジファンド全般の運用リターンが低迷したことが主な原因だろう。また、アクティブ運用の意義に関する論争、特にヘッジファンドの手数料に関する論議が広がる中、カリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)など複数の米国機関投資家がヘッジファンド投資を手仕舞いしたり縮小したことも影響しているだろう。そうした批判の中には妥当なものもあるが、ヘッジファンド全体を十把一絡げに色眼鏡で見るのは適切ではないだろう。

と言うのも、まだ歴史の浅いヘッジファンド業界において、いくつか前向きな変化が見られるからだ。例えば、手数料体系の見直し、透明性や顧客サービスの改善、組織としてのインフラ整備といった動きである。

その上、市場環境も改善しており、超過収益を追求する新たな手法も生まれつつある。この2点については後述するとして、まずはヘッジファンドが機関投資家などの適格投資家のポートフォリオにどのような恩恵をもたらし、どのような役割を果たすことができるのか考えてみよう。

ヘッジファンドの効用

ヘッジファンドは、顧客から得る手数料を運用成果に連動させることにより、より高いパフォーマンスを生み出すインセンティブを運用責任者に与えている。さらに、ヘッジファンドの運用責任者は自らの個人資産のかなりの部分を顧客資産と一緒に投資していることが多く、このことはより高い運用収益の実現を目指す更なる動機づけになっている。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

https://blog.alliancebernstein.com/post/bernstein/2017/09/davies_hedge-funds-evolve

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。

当資料は、2017年9月7日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

ヘッジファンドの運用ガイドラインは、投資制約があまり無い柔軟なものであることが多い。上場証券および非上場証券からデリバティブまで、幅広い資産クラスや地域に投資できるようになっていることが一般的だ。彼らは、企業の事業サイクルや市場サイクルの変遷に応じて、新たな投資機会に資金をシフトすることもできる。厳しい局面ではリスクの取り方を絞り込むこともできる。伝統的な株式運用や債券運用では、そこまでの柔軟性は与えられていない場合が多い。もちろん、投資制約の少ないヘッジファンドは投資スタイルがぶれやすいという問題もあるが、多くの場合、そのマイナス面を差し引いても十分に大きな恩恵があると見えよう。

また、ヘッジファンドは、伝統的な資産クラスの運用とは相関度の低い、魅力的なリターンを実現してきた実績がある。それは、上述したようなヘッジファンドの成功報酬体系と運用面での柔軟性が、優れた人材を惹きつけてきたことも一因となっている。

もちろん、ヘッジファンドは万人向けの投資ではない。ヘッジファンドに投資することができるのは適格投資家のみである。また、一般的にヘッジファンドへの投資は、資産の一部に留めておくべきだ。ヘッジファンドの手数料は概してロング・オンリー戦略と比較して高く、リスクも異質である。個々のファンド固有のリスクはそれぞれ異なるため、細心の注意を払ったデュー・デリジェンスの実施が不可欠だ。

市場環境の改善

ヘッジファンドを巡るさまざまな論議や複数の大手投資家による解約といった最近の出来事にもかかわらず、ヘッジファンド業界全体の受託資産総額は世界全体で3.1兆米ドルと過去最高の水準に達している。運用成績が改善しているファンドも多い。バリュエーションが伸び切ってしまった債券などの伝統的資産クラスからは高いリターンを期待しにくくなる中、多くの投資家がヘッジファンドへの資産配分を拡大している。優れた運用者の手による、十分に分散投資されたヘッジファンド・ポートフォリオは、伝統的な投資戦略とは相関度の低い魅力的なリターンをもたらす可能性がある。

ヘッジファンドも通常のアクティブ運用も、ここ数年は確かに優れた実績を上げたとは言いがたい。各国中央銀行による大規模な金融緩和と緩慢な経済成長によってリスクプレミアムが縮小し、資産クラス内、資産クラス間、或いは国・地域間におけるリターンのばらつきが著しく縮小してしまったことが背景にある。今後も金利は

急上昇するわけではないだろうが、米国に続き各国で進むであろう金融政策の正常化の動きにより、徐々にリスクがより適正なレベルで価格に織り込まれていくと考えられる。

その意味することは何か？ 一つは、個別銘柄選択の重要性が高まるということであろう。今後2~3年間、どのような株式や社債を保有するべきか？ 何を売るべきか？ 投資家は各国の政策や経済見直しを見直し、通貨、債券、株式の価値も適宜再評価するだろう。こうした動きは全て、ヘッジファンドやアクティブ運用にとって大きな機会となるはずだ。

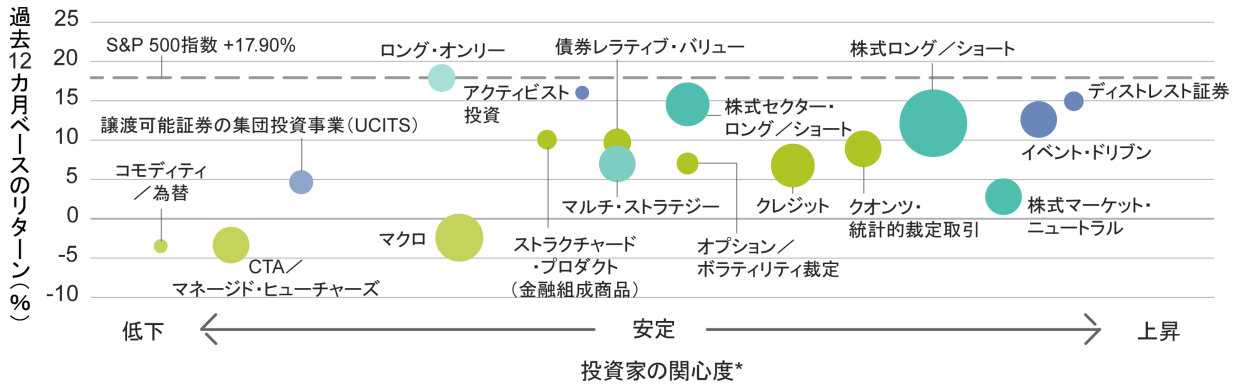
バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチによる最近の調査によれば、ヘッジファンドの様々な戦略に興味を示す投資家が増えている。マクロ戦略、マネージド・フューチャーズ、コモディティ/為替戦略等への需要が減る一方で、その他の運用手法への需要は高まっている。特に目立つのは、株式ロング・ショート、株式マーケット・ニュートラル、イベント・ドリブン、そしてディストレスト証券だ(次ページの図表)。

新手法の出現

現在もう一つ重要な変化が起きている。一定のルールに基づきシステムチックに特定の収益源を追求する、新型の合併アービトラージのような戦略が活性化しているのだ。合併アービトラージでは、企業買収案件が生じた際に、値上がりが見込まれる企業(一般的には被買収企業)の株式をロングにする一方で、値下がりが見込まれる企業(一般的には買収側の企業)の株式をショートすることで利益を得ようとする。つい最近まで、一般投資家は投資すべき案件を正しく選別することができるヘッジファンドを通じてしかこのような収益機会にアクセスすることは出来ず、仮に投資できたとしても獲得されたアルファが手数料を上回ることを祈るしかなかった。しかし、今では、パッシブ運用的な手法によって進行中のさまざまな買収案件についてロングおよびショート・ポジションを取る戦略に投資することが可能になっている。こうした戦略は非常に低コストで魅力的なリターンを上げている。

結論として、最近のヘッジファンド市場では注目すべき変化が起きている。市場環境は良い方向に向かっており、ヘッジファンドの戦略やスタイルもより多様化している。さらに、手数料控除後リターンを重視した低コスト戦略も生まれている。これらは、総じて前向きな動きであると言えよう。

【図表】ヘッジファンド市場における需要の推移



過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2017年6月30日現在

ヘッジファンド・リサーチ・グループによるグローバル・ヘッジファンド指数に基づきます。

アクティビスト: HFRX ED アクティビスト指数、コモディティ/為替: HFRXマクロ・コモディティ指数及びHFRXマクロ・カレンシー指数の平均値、クレジット: HFRX債券・クレジット指数、CTA/マネージド・フューチャーズ: HFRXマクロ/CTA指数、ディストレスト証券: HFRX EDディストレスト・リストラクチャリング指数、株式市場・ニュートラル: HFRX EH株式市場・ニュートラル指数、イベント・ドリブ(ディストレスト証券を除く): HFRX イベント・ドリブ(総合)指数、債券レバティフ・バリュー: HFRX RV債券社債指数、株式ロング・ショート: HFRX株式ヘッジ(総合)指数、ロング・オンリー及びS&P500: S&P TR指数、マクロ: HFRXマクロ(総合)指数、マルチ・ストラテジー: HFRX RVマルチ・ストラテジー指数、オプション/ボラティリティ裁定: HFRX ED マージャー・アービトラージ指数、クオンツ・統計的裁定: HFRX EHクオンティタティブ・ディレクショナル指数、株式セクター・ロング/ショート: HFRX EHセクター・テクノロジー・ヘルスケア指数、ストラクチャード(金融組成)商品: HFRX RV債券不動産担保証券指数、UCITS: HFRUヘッジファンド・コンポジット指数

投資家は指数に直接投資することはできません。また、各指数のパフォーマンスは、ABが実際に運用するポートフォリオのパフォーマンスを反映したものではありません。

* 投資家の関心度は、バンクオブアメリカ・メリルリンチ・キャピタル・ストラテジー・グループが2017年6月30日時点で投資家から受けた引き合いに基づきます。図上に示した円の大きさは各々の戦略に対する引き合いの相対数によります。

出所: バンクオブアメリカ・メリルリンチ、ヘッジファンド・リサーチ、S&P、AB

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp/>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。