



オルタナUCITS：増加傾向は続く

2022年までには資産額が5,500億米ドルに達するとの予測もあるなど、オルタナティブ投資に特化したUCITSファンド（EU（欧州連合）の法律に従って設立・運用されている投資ファンド）の人気は足元で明らかに高まっています。

伝統的な債券のロング・オンリー戦略を補完する戦略として存在感を高めるなか、限られた寿命の奇抜な戦略と、継続的に超過収益を生み出すことが出来る強固な戦略を見分けるためには、細心の注意が必要となります。

2018年10月

ジャーニ・マンジーニ

シニア・プロダクト・ディベロップメント・マネジャー



近年、一般的にオルタナティブUCITS（オルタナUCITS）と呼ばれるUCITSルールに準拠したヘッジファンドが拡大しています。規制が強化されているグローバル金融危機（GFC）後の現在ではやや意外かもしれませんが、デリバティブを通じてロングとショートのパポジションを使用できるように、デリバティブのタイプと使用法について対象の拡大と明確化を行ったのが、2002年に施行された「UCITS IIIに関する指令」と2007年に施行された「投資可能資産に関する指令」でした。

オルタナUCITS（リキッド・オルタナティブやUCITSヘッジ・ファンドとも呼ばれる）は、投資方針の一環としてデリバティブを活用することが可能であり、ヘッジ・ファンドと同じような投資戦略を実施できるファンドの総称として理解されています。

しかし、このような概要を除けば、実際にどの商品がオルタナUCITSという分類に属するののかに関して、市場全体の合意を得た、詳細な定義は存在していません。その結果、資産規模を調べようとしても、その数値は様々です。投資目的や投資戦略も多様であることから、ぴったりと当てはまる一つの定義を与えることは非現実的です。人によっては「オルタナさが足りない」と判断されて、オルタナUCITSから除外されるファンドも多く存在するでしょう。

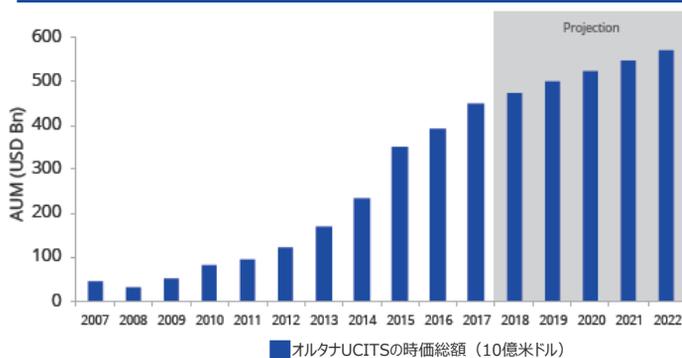
そのために更なる混乱を招かないよう、以下の調査ではMorningstar社の分類で「オルタナティブ」に属するUCITSファンドを調査対象にすることとしました。この分類であっても不完全であることは認識していますが、得られる結果は他社による分類を使用した場合と概ね同じになっています。

人気の高まり

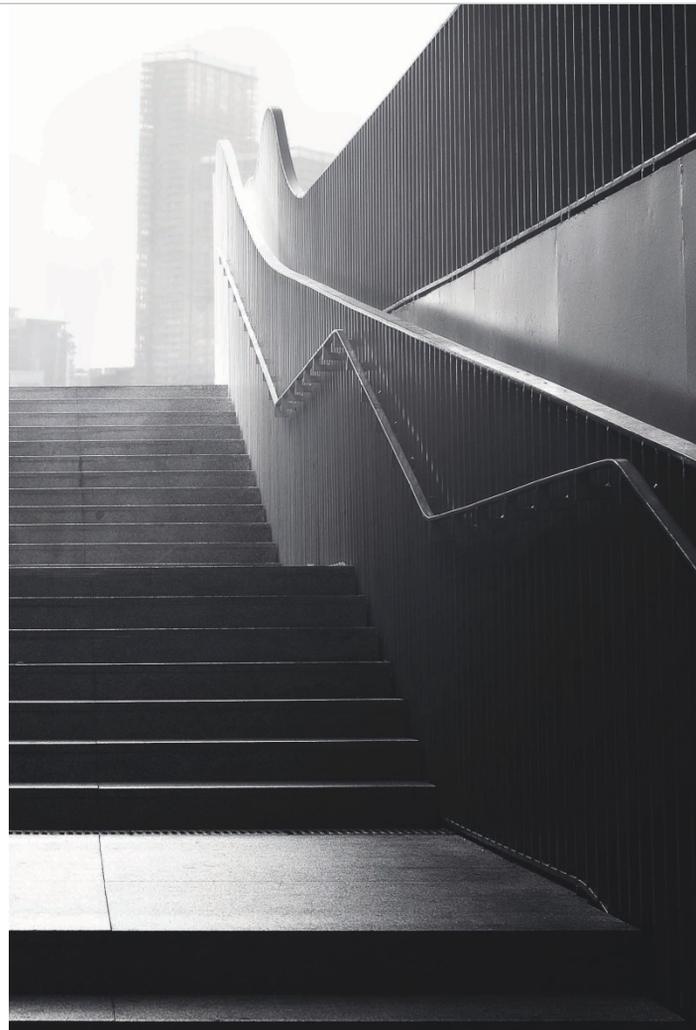
ブルーベイでは、オルタナUCITS市場が今後も拡大を続けるとみています。Morningstarによれば、同ユニバース内のファンドの時価総額は2017年末の時点で4,000億米ドルに達しましたが、500億米ドル程度であったGFC前と比較して飛躍的な伸びと言えます。

ただし、UCITS準拠のファンド総額と比較するとオルタナUCITSが占める割合は7%程度に過ぎません。オルタナUCITS市場が、2017年から2022年に掛けて（それ以前と比較して安定的な伸びとなった）2015年から2017年と同様のペースで拡大すると仮定した場合、2022年にオルタナUCITS市場の時価総額は5,500億米ドルに達するとみられます（図1）。したがって、今後数年間はオルタナUCITS市場の堅調な成長が続くとみています。

図1：オルタナUCITS市場の成長見通し



出所：Morningstarのデータを基にブルーベイが計算。2017年末時点。



タイミングよく、当てはまる

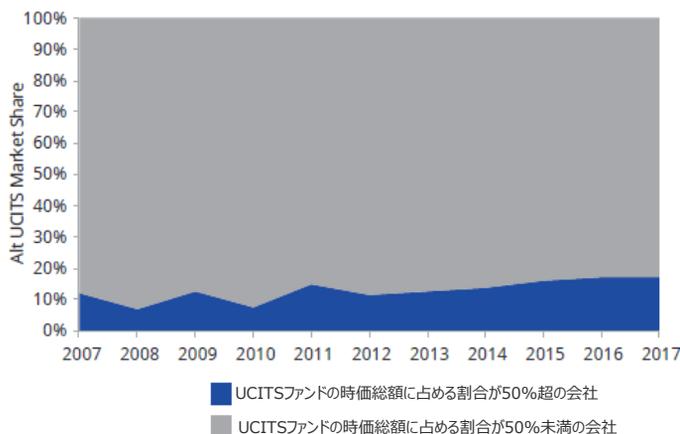
伝統的なファンドと比較すると、このような成長を成し遂げるためにパフォーマンスが果たす役割が大きいことは事実でありながら、投資家（需要）及び運用者（供給）それぞれの目線からもユニバース全体の追い風となる要因が複数存在すると考えています。

まず、オルタナUCITSに関心のある投資家や運用者のタイプが、市場全体の成長軌道の鍵を握ります。例えば、金利上昇によって分散されたポートフォリオの安定的な運用が脅かされている伝統的な債券のロング・オンリー投資家にとって、補完もしくは代替戦略としてのオルタナUCITSの魅力は増しているとみられます。同様に、株式市場が高値圏にあるなか、株式投資家にとっても分散効果や元本既存を防ぐ効果をもたらす可能性があると言えます。

供給面では、やや逆説的ではありますが、パッシブ運用の拡大がオルタナUCITSの拡大を促しています。モデル主導や自由度の高いアロケーション型戦略の人気の高まりによって、運用者が超過収益を創出する機会は増大しています。その理由は、①需給面でのミスプライスが広がる可能性があることや、②金利上昇により銘柄間のリターン格差が拡大することで、ボトム・アップ分析が付加価値を提供する可能性があるためです。

自社のUCITS準拠ファンドのうちオルタナUCITSの占める比率で運用会社を見てみると（図2）、オルタナUCITSの比率が50%未満である運用会社が大半を占めていることがわかります。これは、オルタナUCITS市場において、伝統的な運用会社が主要プレーヤーとなっていることを示唆しています。

図2：オルタナUCITSの時価総額の内訳



出所：Morningstarのデータを基にブルーベイが計算。2017年末時点。

ただし、上記のデータは伝統的運用会社とオルタナ運用会社の間あいまいな境界線を反映していません。ロング・オンリーに特化した運用会社が、ヘッジ・ファンドの運用経験がある専門部隊を設けていたり、マルチ・ブティック的な体制で、グループ全体の支援を受けながらも、子会社で独立したヘッジ・ファンド運用を行っている場合があるからです。

さらに、独立系のヘッジ・ファンドが、旗艦戦略のオルタナUCITSバージョンを、伝統的マネージャーが設定するファンドの中で運用するケースもあります。

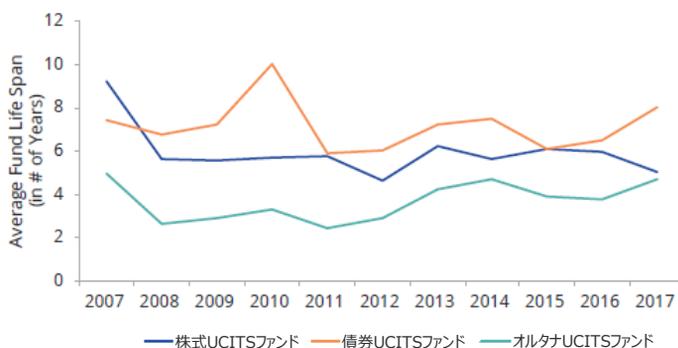
ただし実際にオルタナ運用に特化した運用会社も存在しており、ユニバース拡大に貢献しています。自社のUCITSファンド総額に占めるオルタナ運用の比率が50%を超える会社のシェアは、過去10年間で12%から17%へ拡大しており、専門的なプレーヤーや独立系の第三者プラットフォームが成功を収めていることを示唆しています。

量より質？

運用者間での競争の激化は否定できませんが、質の向上に関しては議論の余地があります。オルタナUCITS市場で活発な運用者が増えていることは競争を激くさせ、理論上は投資家が広範な戦略にアクセス可能となり、コスト低減のための交渉力を手にするという意味で、投資家にとって恩恵となりました。ただし多様な投資アプローチが存在することから、戦略間の比較が困難となり、目的に最も即した戦略を発掘するのみならず、リスク要因や異なる環境下でのパフォーマンス特性などを理解するために、時間とリソースを割く必要性が生じます。

オルタナUCITSはパフォーマンス創出のためにベータよりもアルファに依存する部分が大きいとされるため、運用者のスキルや投資機会を精査することが極めて重要となります。ファンドの平均寿命（設定から清算までの期間）を考慮した場合、いかにそれらの要素がオルタナUCITSにとって重要かが浮き彫りとなります。以下図3で示す通り、これまで清算されたオルタナUCITSの平均寿命は約4年です。2011年の2.5年弱からは伸びていますが、平均的に設定後6年から7年で清算される伝統的な株式や債券ファンドと比較すると依然として短い状況です。

図3：ファンドの平均寿命



出所：Morningstarのデータを基にブルーベイが計算。2017年末時点。

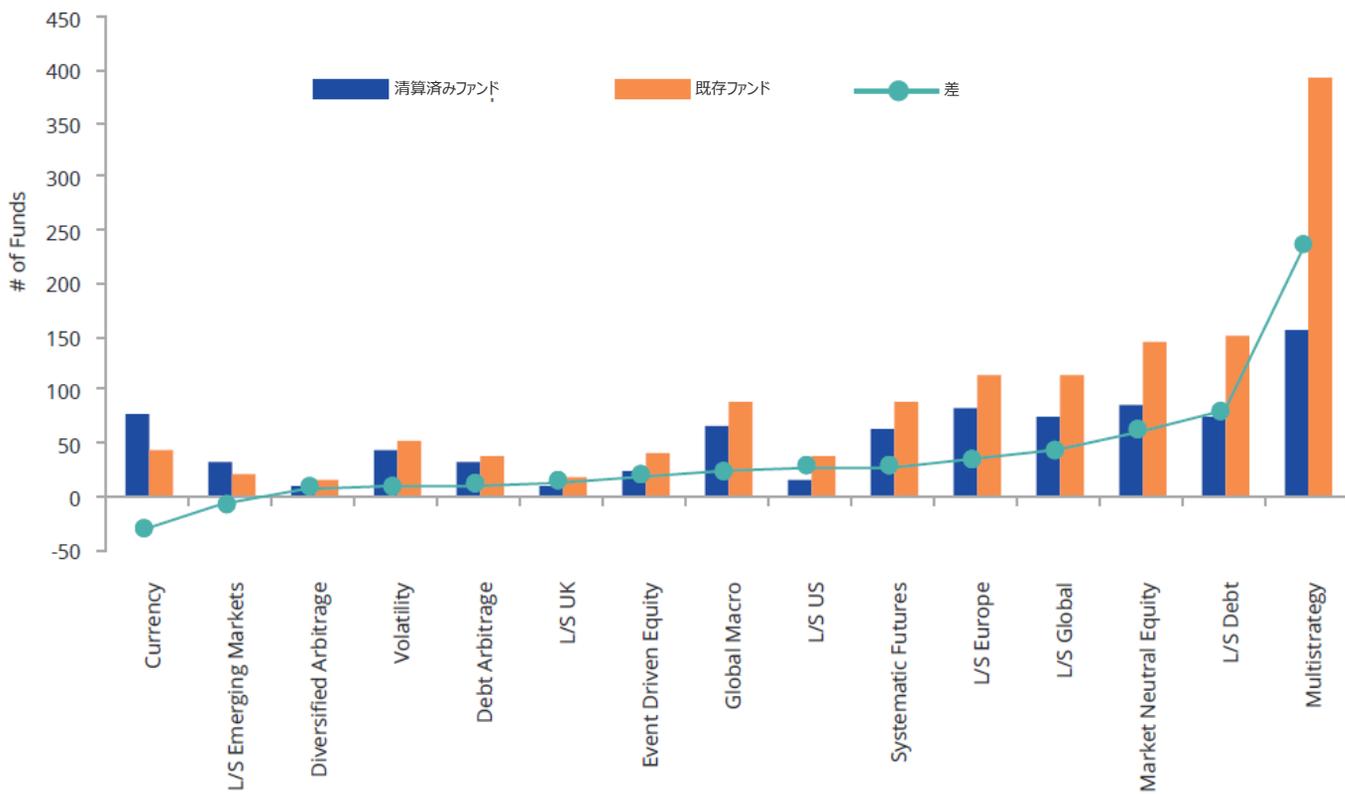
オルタナUCITSはそれぞれ異なる

ユニバース内での様々な戦略に目を向けると、他の戦略と比較して良好なパフォーマンスを残している戦略が存在します。この背景として、UCITSの枠組みが運用者に過剰な制約となっていたり、戦略によっては安定的にアルファを創出することが困難であったり、あるいはその両方が重なっている場合もあるとみられます。さらに、残高が少ないことで清算されるファンドがなぜ多いのかという点は、投資資金の集中ということである程度説明できるかもしれませんが、伝統的なUCITSファンドでの「勝者が全てを手に入れる」状況と同様に、代表的な一部ファンドが資産総額に大きな割合を占めており、需要には偏りがある場合が多いためです。

ファンドの規模から離れ、カテゴリーごとのオルタナUCITSファンドの数に目を向けてみると、通貨やエマージング株式のロング・ショート戦略はマイナス圏（既に清算したファンド数が既存ファンド数を上回る状況）にあります。このような傾向は、それまで比較的ファンド数が多かったグローバル・マクロや先物の体系的な運用の多くがGFC後に清算されたように、一部のカテゴリーが将来的になくなる可能性があることを示唆しています。

反対に、ファンド清算があるということは、他が苦戦している局面で魅力的なリスク調整後リターンを残すことに成功した新規参入者にとって、チャンスとなり得るとも言えます。オルタナUCITSの商品開発は既存のカテゴリーの先頭を走っており、分類不可能であるとされるような多様な戦略を含む「マルチ戦略」というカテゴリーの膨張に寄与しています。運用者が運用手法において新たなツールを取り入れ、市場環境の変化や投資家のニーズに対する革新的なソリューションを開発するなかで、オルタナUCITSは、長所と短所を持ちながらも、今後も新たな戦略が出現を続けるカテゴリーだと思います。結果としてオルタナUCITSは、今後も規制当局や投資家の注目を集め続けると予想しています。

図4：オルタナUCITS戦略のタイプごとのファンド数



出所：Morningstarのデータを基にブルーベ이가計算。2017年末時点。

ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な利率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜）
成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜）
成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その利率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。