

# 高ヘッジコスト環境下を考える ポートフォリオ分散

## ～多様化するヘッジファンド戦略の整理とマルチストラテジーの魅力～

利上げによる景気の先行き不透明感や株式と債券の相関上昇、為替ヘッジコストの高止まりなどを背景に、絶対収益の獲得を目指すヘッジファンド(HF)を見直す動きが出ている。当セミナーでは、ブルーベイ・アセット・マネジメント(ブルーベイ)の大川畑聡氏とマーサー・ジャパンの木下智雄氏を招き、高ヘッジコスト環境下におけるポートフォリオ分散について、HFを切り口に議論していただいた。また、ブルーベイの債券部門CIO、マーク・ダウディング氏にもビデオレター形式で今後の市場の注目点を伺った。

—まずは足元の運用環境をどうご覧になっていますか。

**大川畑** ドル円のヘッジコストの推移を確認すると、足元は日米の金利差を受けて5%を超える水準にまで拡大しています。海外資産では米ドルベースでリターンがあったとしても、円ヘッジをかけると大きく目減りしてしまいます。ヘッジ後もリターンが残る商品は従来よりも限られており、運用商品の選択は非常に困難な状況にあると推察されます。

国際通貨基金(IMF)が2023年4

月に発表した予測では、世界のインフレ率は2024年には4.9%まで低下するとされていました。しかし、時間の経過とともにインフレ見通しは上方修正され、10月の予測では5.8%となっています。

これを象徴するかのように、今年のお秋にかけて、「ハイヤー・フォー・ロング(er)」(より高く、より長く)という言葉がよく聞かれるようになりました。高水準の政策金利が長く続くかもしれないという懸念から、今年の前半までは3.5～4%のレンジで推移して

いた米長期金利が、秋口には5%に迫る水準まで上昇しました。こうした環境下で2022年から足元まで幅広い資産クラスでマイナスのリターンとなっており、特に22年は株式、債券による分散効果が機能しませんでした。

このような不安定な相場の中でこそリターン獲得に期待が持てる資産として、HFが挙げられるでしょう。しかし、HF指数を見ると22年からの累積リターンは5%程度にとどまるため、円ヘッジすればそのコストは賄えません。それではHFでも打つ手はないのか、



図1 | ブルーベイ・マルチストラテジーの組み入れ戦略



出所:RBCグローバル・アセット・マネジメント

ビデオ  
レター

## 「不透明な環境にこそアクティブ運用を」

RBCグローバル・アセット・マネジメント (UK) リミテッド  
ブルーベイ債券部門最高投資責任者 (CIO)

マーク・ダウディング氏



金利上昇の中、2023年は債券投資家にとって厳しい年となっており、多くの債券インデックスがマイナスのリターンを示しています。多くの債券アクティブマネジャーは早くから金利見通しに強気になったことで苦戦していますが、当社では中長期的な債券投資に強気になるのは早いと考えています。経済の減速とインフレ率の目標水準への回帰を今しばらく待つ必要があるでしょう。

各国の状況を整理すると、米国経済の勢いは当面続くと予想し、コアインフレ率が2%に向かうには時間が必要と考えています。グローバル化の後退や逼迫した労働市場など、構造要因がインフレ鎮静化を阻害していますから、利下げは来年後半になると予想しています。

日本の債券市場に対しては、金融政策の正常化を予想していることから弱気な見通しを持っています。実際、日本経済は良好ですし、インフレ率は日銀の想定を上回る速度で変化すると見ており、日銀が後手に回る可能性すらあると考えています。いずれにしても、これらの変化は金融政策の正常化を後押しするでしょうし、金融市場で今起きているもっとも重要な変化だと考えています。

ユーロ圏の経済成長は米国より低迷していますが、ユーロ圏債券市場は米国債と強い相関を持つ可能性があります。英国経済は低い成長率と高インフレにより脆弱と考えており、スタグフレーションに陥るリスクが高いと見ています。

世界経済が減速していく中においても、

投資適格社債やHY債券の市場にはバランスシートが固い企業が多く、需給がタイトなため、利回りやスプレッドにとってはプラス要因となるでしょう。しかし、クレジット・サイクルや経済状況に懸念がないわけではなく、一部の負債レバレッジが高い企業には注意が必要だと考えています。

今後も引き続きボラティリティが高い状況が継続することには留意が必要ですが、ボラティリティの高い環境はアクティブマネジャーにとっては腕の見せ所です。当社が有する各種のHFに加え、それを組み合わせたマルチストラテジー戦略は今後も魅力的なリターンを提供できると考えています。

というところではありません。HFの中でも複数の戦略に分散投資するマルチストラテジーのリターンは、昨年来プラスです。

過去30年程度の実績を見ても、マイナスとなったのは2008年と2018年の2回のみで、それ以外は常にプラスを維持しています。マクロ環境に不透明感が漂う状況では、マルチストラテジーの活用が選択肢の1つに考えられるでしょう。

——マーサーでは、HFの投資意義についてどう捉えていますか。

**木下** HFは株式や金利のリスクを収益源泉にしない資産クラスですから、この2つのリスクから同時に分散できることが期待されます。伝統的な資産クラスと異なり運用制約が緩やかであるため、ショートポジションの構築やレバレッジの活用などにより、一般的

な運用戦略ではアクセスが難しいオルタナティブ・リスクプレミアの獲得を目指せます。

HFは過去のイメージからハイリスク/ハイリターンの印象を持たれがちですが、これまでの実績を見るとむしろ下値抑制的で、非対称なリターンが特徴です。伝統資産からの分散を目的として多くの投資家はプライベートアセットへ投資してきましたが、HFは流動性や分散などの観点からその中間に位置付けられる資産クラスと言えます。

加えて、うまく設計されたHFポートフォリオは、伝統資産やプライベートアセットで構成されたポートフォリオに対するリスク低減効果やベータへの依存度を下げることが期待できます。その結果として、ポートフォリオのリスク調整後リターン向上に寄与するでしょう。

### 分散されたHFポートフォリオで 下落局面でも良好な実績をキープ

——それでは、ブルーベイではどんな戦略を提案しているのでしょうか。

**大川畑** 「ブルーベイで最も分散されたHF戦略が欲しい」という投資家からの声を受けて、2018年5月にマル



マーサージャパン  
資産運用コンサルティング部門  
シニアコンサルタント

木下 智雄氏

チストラテジー戦略の運用を開始しました。流動性のある資産を主に投資対象とする HF を複数組み入れることで、流動性は維持しながら安定したリターンを獲得することを目指しています。

当戦略には先進国／新興国クレジットのロングショート、CLO などの証券化クレジット、ディストレスト投資、グローバルマクロのロングショートといった5つの戦略が組み込まれており、幅広い資産で投資機会を活用しています（図1）。

ネットリターンが年率8～10%、リスクは4～6%という運用目標に対して、過去3年の実績ではリターンは10.25%（年率、米ドル建て、フィー控除後）でリスクは5.09%です。月次で見た際の勝率は74%にも上ります。

マルチストラテジー戦略は複数の HF を組み入れることから、フィーの高騰を懸念する投資家もいらっしゃるかもしれませんが、当戦略においては組み入れ戦略とのフィーの二重構造がなく、成功報酬もマルチストラテジー戦略全体として目標リターンを上回った場合にのみ発生します。また、当戦略は四半期ごとの解約流動性を提

供していますから、投資家に対してフレンドリーな設計と言えるのではないのでしょうか。

先進国クレジットロングショート戦略は、運用開始以来、毎年プラスリターンを記録しています。それ以外の戦略についても、マイナスとなった年は、2年のみで、運用期間の大部分はプラスの収益を確保してきました。加えて、これら5つの戦略間の相関は、ほとんどが-0.1 から 0.2 にとどまっています。

5つの戦略は債券部門 CIO のマーク・ダウディングを含む4名が、今後数カ月単位のリターンの確信度から各戦略のウェイトを決定します。マルチストラテジーでありながらインハウスの一貫した市場見通しを生かし、戦略全体としてリスクとリターン水準の管理ができることも当戦略の特徴となっています。

現在は、高金利の恩恵を受ける証券化クレジット、欧州経済の悪化によって投資機会が拡大しているスペシャルシチュエーション／ディストレストのほか、不安定な相場の中で、市場に歪みが生じている新興国のウェイトを拡大しており、これらが良好なパフォーマンスに寄与しています。

——当戦略をポートフォリオに組み入れることで、どんな効果が期待できるでしょうか。

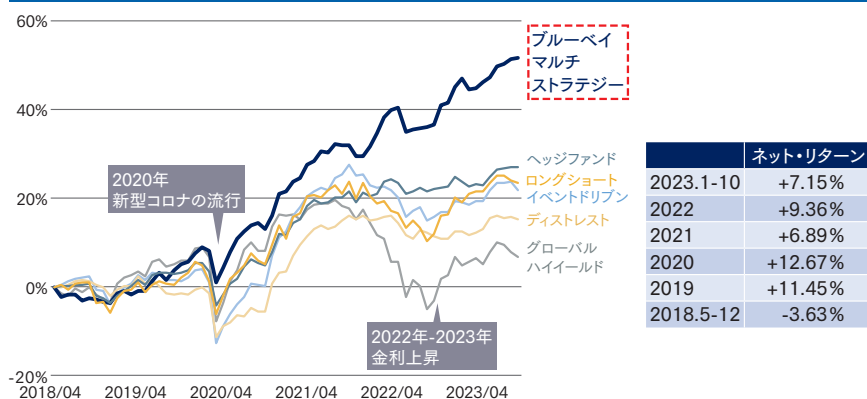
**大川 畑** 運用開始来の実績を見ると、2020年のコロナ禍の局面においても、他の資産クラス対比で下落幅を抑制しています。また、昨年から今年にかけては幅広い資産クラスが苦戦しましたが、この戦略は昨年が+9.36%、今年も10月までで+7.15%のリターンを上げています。リターン源泉の多様化によって、難しい局面でも収益を獲得できていることがご覧いただけると思います（図2）。

世界株式やHY債券といったリスク性資産が下落する局面で、当戦略がどのようにワークしたかを確認しましょう。下落局面での世界株式指数に対する当戦略の勝率は100%、その中でプラスを確保した四半期の割合は57%になります。同様にグローバルHY指数に対する勝率は100%、プラスリターンを確保した月は55%という結果です。リスク性資産と低相関という特徴を持つため、ポートフォリオのリスクリターン効率の改善に期待ができます。

円ヘッジをかけた場合でも、過去1年のフィー控除後のネットリターンは5.27%、シャープレシオは1を超えています。ヘッジコスト上昇の背景には海外の金利上昇がありますが、金利上昇がプラスに働く資産も組み入れていることが、ヘッジコスト上昇を相殺する効果をもたらしています。こうしたことから、現在のような資産クラス選択が難しく、ヘッジコストが高止まりする局面においても当戦略をおすすめできると考えています。

——HF投資にあたってはどんな点に注意すべきでしょうか。

**図2 | 運用開始来のブルーベイ・マルチストラテジー戦略のパフォーマンス**



出所：RBCグローバル・アセット・マネジメント、ブルームバーグ、2023年10月末。リターンは米ドル建て。ブルーベイマルチストラテジー戦略は運用報酬等控除後。ヘッジファンドはクレディスイス・ヘッジファンドインデックス、ロングショートはクレディスイス・ロングショート株式インデックス、イベントドリブンはクレディスイス・イベントドリブンをヘッジファンドインデックス、ディストレストは、クレディスイス・イベントドリブンをディストレスト・ヘッジファンドインデックス、グローバルハイイールドはブルームバーグ・グローバルハイイールドインデックス。対象期間は、2018年5月から2023年10月。上記はパフォーマンスを保証するものではありません。

### 図3 | 戦略ごとに異なるHFのリスク源泉

戦略タイプ例	複雑性 リスクプレミア	取引 リスクプレミア	流動性 リスクプレミア	スプレッド リスクプレミア	銘柄選択			ベータ変更
					買い	売り	資産間	
株式ロングショート								
株式マーケットニュートラル								
クレジットロングショート								
ディストレスデット								大
M&A裁定								中
グローバルマクロ								小
相対価値								

出所：マーサー

木下 HF投資の課題は、HFポートフォリオの構築方法にあると考えています。個別HFレベルではリスク性資産と低相関を示すファンドもあるのですが、HF指数レベルで見ると、その相関が個別ファンドよりも高まってしまいうようです。

このことから、HFは分散をしすぎるとそれぞれの個性が失われてしまうことが指摘できます。分散は当然重要ですが、その方法に注意を払わないと、本来のHF投資の目的である、伝統資産との低相関を維持できなくなる可能性があるわけです。

加えて、HFの戦略ごとに主たるリスク源泉は異なり、市場局面ごとに得意不得意が生じるため、全天候型のHFポートフォリオ構築を目指すには、

過分散による弊害を避けつつ、さまざまなリスク源泉を取り込むのが望ましいでしょう(図3)。

もっとも、国内の企業年金がアクセスできる個別HFから、良質なものを抽出し、ゼロベースでHFポートフォリオを構築するのは現実的ではありません。そこで、異なる運用戦略を組み合わせることで市場サイクルに左右されない安定的なリターン創出を目指すマルチストラテジー戦略を中核としつつ、サテライト的に個別HFを組み合わせることが有力な選択肢になるでしょう。

マルチストラテジー戦略の中身は多岐にわたりますが、大別すると集中型とプラットフォーム型に分けられます。2つのタイプには、「組織/人員体制」、「ファンド条件」、「ポートフォリオ運

用」において、違いが見られます。

投資家側として考えるべきことは、どちらのタイプがより優れた戦略であるかということではなく、確認された高いリスクを投資家として許容できるか、該当リスクの軽減策を講じられているかを確認することでしょう。

マルチストラテジー戦略は分散されたポートフォリオや精微なリスク管理からHFポートフォリオにおける中核の役割が期待できます。その一方で、1つの会社の下で運用されているという点ではビジネスリスクは分散されていないので、1つのマルチストラテジー型商品のみでHF投資は十分であるということではなく、プロダクト分散は引き続き必要となることは留意すべきでしょう。

本記事は2023年12月4日に実施した「オンラインセミナー」の内容をもとに再構成しました。なお、文中言及されているRBCブルーベイの運用戦略及び運用実績は、情報の提供のみを目的として紹介されたものであり、特定の運用商品やサービスの提供の勧誘又は推奨を目的とするものではありません。また、それらの運用戦略の将来の運用実績を示唆・保証するものではありません。また、過去と同様の規模の投資先を対象として同様の投資分散や資産配分が行われ、同様の投資戦略及び投資アプローチを用いて投資目的を達成することを示唆・保証するものではありません。投資元本や運用成果は保証されておらず、投資先の将来の業績、市場環境等により変化することが予想されます。このため、運用成果は記載された投資目標と大きく異なる可能性があります。投資対象とする有価証券等の価値の変動により運用資産の総額は変動するため、投資元本を割り込む可能性があります。当社が提供する投資一任業に関してご負担頂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ので、その金額若しくは上限額又は計算方法を表示することができません。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。その他、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、その金額若しくは上限額又は計算方法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。金利変動リスク：将来の金利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ござい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内容を十分にお読み下さい。

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

機関投資家営業部 TEL 03-6550-9320 (代表)

Mail: Sales\_Tokyo@bluebay.com Web: http://www.bluebay.jp

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1029号

【加入協会】一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会



RBC BlueBay  
Asset Management