

MCPアセット越智哲生CEOに聞く

ヘッジファンド、ベータ依存を警戒 利上げ局面で米地方債に安定収益期待

米欧の中央銀行が金融引き締めに軸足を移し、金融政策は大きな転換点を迎えている。ロシアのウクライナ侵攻も加わり、強気シナリオを描きづらい市場環境のなか、ヘッジファンドなど絶対収益型の運用戦略はどのように動いているか。ゲートキーパーとして年金基金の資金を受託するほか、国内金融機関にファンド・オブ・ヘッジファンド（FOHF）を提供する、MCPアセットマネジメントの越智哲生マネージングパートナー兼CEOに、現在のヘッジファンドの投資機会を尋ねた。



——米国では年内7回の利上げが予想されている。欧州でも金融緩和縮小（テーパリング）から利上げへ議論が進むなど、金融政策は転換点を迎えた。

「リーマンショック以降の金融政策は最終局面に入っており、2022年は大きな転換点になる。10年以上にわたって世界的に巨額な資金が供給されてきた。これを数年で正常化するとの見方があり、そうなれば資産運用に大きな影響が出る。株式投資でいえば、成長率の高いグロース銘柄を中心に強力なロングバイアスが掛かってきた。今後、投資資金が減るなかで銘柄選別の流れが強まるだろう」

「企業業績の格差も出やすくなっている。コロナ禍に起因する供給制約から、企業は原材料高に見舞われている。安定的な調達手段を持っているかいないか、価格転嫁ができるかできないかで業績は大きく変わる。こういった状況はロングショート戦略をはじめとしたヘッジファンドマネジャーにとっては取り組みやすい相場環境だ。これまではショート部分のコストが足かせとなり、ロングのみの運用戦略に比べ収益が見劣りしてきた。今後はアップサイドが見込みやすくなる」

「留意点もある。ヘッジファンドは本来、ベータ（株価連動性）を重視しない運用だが、長きにわたって資金供給が過剰に行われてきたことで、ベータ依存度を

高めた戦略が増えている。ヘッジファンド・リサーチが算出するインデックス【HFRX】を見ると、S&P500との相関係数は0.4（1が正相関）で、収益部分の4割がベータに依存している。ファンドの1本1本を見ていくと、リターンほとんどがベータによった戦略も少なくない。相場が崩れたときにうまく対応できるのか不透明な戦略もある」

——債券に変わる戦略としてオルタナティブ投資が拡大しているが、ヘッジファンドへの年金基金の関心は高いとは言えない。

「債券利回りが低下してきたなかで、債券に代わる投資先を求めるのは必然だ。利回りを高めるにはデュレーション（年限）を伸ばすか、信用リスクを高めるか、流動性を犠牲にするかといった選択肢がある。年金基金では信用リスクを高めたり、低流動性資産へ資金を振り向けたりする動きが広がっている。一方、銀行など金融機関では流動性を維持し、信用リスクもあり取らない方法を求める姿勢が強い。リターンのプロファイルが債券インデックスと同等もしくは高く、ボラティリティーはむしろ小さいファンド・オブ・ヘッジファンド（FOHF）を選ぶケースが多い」

——債券に代わる戦略としてのFOHFには、どのようなヘッジファンドが組み入れられるのか。

「ポートフォリオに安定的に収益を稼ぐ戦略を組み入れる必要がある。例えば我々のFOHFでは構造的な歪みに着目した再現性の高い戦略など、オールウェザー（全天候型）で安定的にアルファ獲得が期待できる戦略を『基礎収益』部分として組み入れている」

「過去5年以上にわたり注目してきた戦略の1つに米国地方債がある。従来は投資銀行が同マーケットの仲介役を担ってきたが、ボルカールール（米政府による銀行の投資規制）の制約を受け、今ではヘッジファンドがその一翼を担っている。地方債は国債に対するスプレッド水準が高いことから、多くの投資家が資金を振り向けている。ただ我々が注目するのはスプレッド

の厚みというよりその非効率性だ。米地方債マーケットは銘柄数が100万ほどと社債の20倍以上にのぼり、アナリストや投資家がカバーし切れないほどの市場規模を持つ。市場の約7割を個人投資家が占めている上、電子取引が導入されていないケースも少なくないなど、構造的なゆがみが発生しやすい」

「昨年末から今年の頭にかけて、米国の金利は上昇した。金利上昇局面にあって、投資家の多くは地方債への投資を一時抑制する傾向が見られた。自治体は発行する債券が満期を迎えると、金利環境に関わらずに新規に発行せざるを得ない面がある。こういう時にヘッジファンドは、金利上昇にヘッジを掛けた上で、地方債を割安に取得し金利上昇が収まるのを待つ。金利上昇がいったん落ち着くと、地方債を求める投資家が出てくる。そのタイミングで地方債を売却し利ざやを稼ぐことができる。ホームラン級の大きなリターンではないが、安定的なリターンの獲得が見込める」

——過度にインフレが進み、景気後退に陥る懸念も強まっている。ヘッジファンドは相場の下落局面にどう対応するのか。

「米連邦準備理事会（FRB）はインフレ抑制を狙って利上げを開始したが、これで収まるようなインフレではないとの見方は強い。さらにウクライナでの紛争が長期化する可能性があり、商品やエネルギーの供給不足からくるスタグフレーション（インフレと景気停滞の同時進行）が現実味を帯びている。そうなれば株式はもちろん、イールドカーブはベアフラットニング（平坦化）するため債券運用も厳しくなる。予想される運用難に対してFOHFのポートでは、株や債券との相関が低いイベントドリブンや、インフレ時に強みを発揮するコモディティーに目を向けている」

「コモディティーを得意とするヘッジファンドには3年以上前から注目してきた。ただ、コモディティーのヘッジファンドといったときに、投資家の多くが思い浮かべる、値動きのトレンドを解析するCTA（マネジングフューチャーズ）では株との相関性が低いとはいえない。日本の機関投資家のリスクリターンの目線とも合わない面がある。コモディティーの需給やフローを分かっているマネジャー、例えば農産物などのソフトコモディティーをトレードするマネジャーに投資妙味がある」

「少しニッチな領域に、子牛が成牛になるまでの期間とそこに掛かる経費に精通した、農場出身者のマネジャーがいる。彼らは子牛をロング、エサとなるトウモロコシをロングし、逆に成牛をショートする。価格反映のタイムラグなどのゆがみを突いてリターンを上げている。こういった戦略は株式相場が急落した際にポートの収益を下支えする役目を担える。ニッチな領域のためシングルファンドで取り組むのは難しい。全体のポートのバランスを考えながら組み込めるFOHFならではの投資先だ。我々のFOHFではこういった戦略を『非相関収益』部分と位置付け、ポートに適宜組み入れている。先の基礎収益部分、そして『アップサイド収益』部分として欧米およびアジアのロングショート戦略など高いアルファが期待できる戦略とを組み合わせて、ポートのバランスを取り、リスク調整後のリターンをより高める」

——FOHFに対して、かつての悪い印象を払拭できていない年金基金もある。

「年金基金では、ゲートキーパーからFOHFも相応に流動性があると説明を受けていたにもかかわらず、リーマンショック時に解約できなかったケースが散見された。不信感を招いた原因はゲートキーパーがファンドに組み入れているシングルファンドを正しく把握していなかったことにあるだろう。組み入れるファンドについて、過去の実績の良さと判断してしまうゲートキーパーは少なくない。中身の銘柄をしっかりと分析し、どこにアルファのスイートスポットがあるのか説明できるゲートキーパーを見つけることが重要だ」

「銀行や生命保険会社などはリーマンショック以降もFOHFの投資を維持している。投資金額を増やしているところも少なくない。銀行では保有するリスクアセットを算出するため、FOHFのなかの個別ファンドが投資している対象を把握する必要がある。必然的にゲートキーパーには個別ファンドの中身の説明力が問われる。この点から、年金基金のような不信感が生じることなく、投資を継続している面はあるだろう。また年1回は必ず配当を出してほしいとの強い要望を持つところもあり、毎年負けない運用を目指したFOHFも存在する。そういった戦略は年金基金のニーズにも合致するのではないか」

注1：上記記事の著作権は、年金情報発行元であるR&Iにあり、R&Iより許諾を得て掲載しています。

注2：R&Iは、本件記事の利用によって生じたいかなる損害についても、負担を行いません。

注3：R&Iは、特定の有価証券の価値などを示したり、かかる有価証券の価値などやその分析に基づく投資判断に関して助言を行ったり、特定の投資行為を勧誘するものではありません。