

ヘッジファンドの投資機会

金利上昇、及びマクロ環境の不確実性が
ヘッジファンド投資にもたらすもの

BlackRock[®]

ブラックロック・ジャパン株式会社

潮目が変わりつつある投資環境

2023年8月

著者



Mark Woolley
チーフ・インベストメント・オフィサー
Hedge Fund Solutions

主なポイント

- 量的緩和に支えられた低ボラティリティ環境の終焉を受けて、流動性を提供するヘッジファンド、及びオポチュニスティックな投資機会を捉えることができるヘッジファンドに再び注目が集まっています。
- 分散投資の重要性が高まる中、投資家のヘッジファンドへの配分は、今後、絶対値ベース、及びリスク調整後ベースで共に増加すると見えています。
- ヘッジファンド・マネジャーのパフォーマンス格差が拡大する中、適切なマネジャーを選択することが極めて重要となっており、より良いヘッジファンドへアクセスするためには、十分な経験を持ち、人的リソースを有するパートナーの重要性が高まっていると考えます。

金融市場が新たなレジームへと移行する中、ヘッジファンドを取り巻く環境も変化しています。

金利は過去15年間の超低金利水準から、過去数十年で最も速いペースで上昇しています。私達は、金利上昇はヘッジファンドにおいて追い風となる可能性が高いと考えています。なぜならば、金利上昇は多くのヘッジファンドのベース・リターン上昇につながるだけでなく、ヘッジファンド戦略が元来提供する「流動性の提供」、及び「オポチュニスティックな収益機会に投資する」という役割において、より多くの収益機会を提供すると予想するからです。

長年にわたり各国中央銀行の量的緩和はボラティリティを抑制し、ヘッジファンドの主な収益源泉である流動性の提供、及びオポチュニスティックな投資機会を制限しヘッジファンドの足かせとなっていました。しかし、足元で進む量的緩和の引き締めが、再びこれらの領域に投資機会を提供すると同時に資産クラス全体の期待リスク・リターンに大きな影響を与えると予想されます。

数十年にわたるヘッジファンド投資の経験を通し、私達はヘッジファンドの期待リターンを改善させる2つの重要な要因、(1) リスク・フリー・レートの上昇、(2) アルファ・スプレッドの拡大を見込んでいます。

ヘッジファンドのリターンは通常、キャッシュ資産からの収益（例：リスク・フリー・レート）とアルファ・スプレッドで構成されます。過去10年間、キャッシュが生むリターンが0%水準となっていました。ヘッジファンドは毎年1桁台半ばの安定したリターン*を上げていました。しかし、現在の環境では、ベース・リターンとなるキャッシュ資産は、リスク・フリー・レートとともに上昇することが予想されます。

また、アルファ・スプレッドは、ボラティリティによって生じる資産価格の非効率性や歪みと結びつけられることが多いですが、量的緩和の引き締めや金融システムから流動性が引き上げられることにより増加すると考えます。

*出所：HFR Industry Reports, ©HFR, Inc., 2023年7月31日時点

金利上昇の恩恵を受けやすいと考える主な戦略

スプレッド・ベース戦略

景気後退はM&A活動を減少させるかもしれませんが、案件完了の不確実性の高まりを背景としたディール・スプレッドの拡大は、リスク管理に長けたマネジャーにとっては、より高いリターンを追求できる環境となる可能性があります。合併裁定取引のようなスプレッド・ベース戦略では、リスク・フリー・レートにリスク・プレミアムが上乗せされたものが必要な収益率として期待されます。その為、高いリスク・フリー・レートは投資期間中の割引率に織り込まれるはずですが、金利上昇は過去のリターン*でもそうでしたが、今後もより高いリターンに寄与すると考えます。

高い現金比率を維持する戦略

マクロ戦略や債券レバティブ・バリュー戦略などデリバティブを積極的に活用する戦略の多くは、運用にあたり高い現金比率を維持します。これは、活用するデリバティブが流動性の高いスワップ市場や先物市場で取引されるため、差し入れる担保が比較的低いことに起因します。そのため金利上昇はベース・リターンの上昇に寄与すると考えられます。さらに、金融政策の乖離が拡大すれば地域間、そして資産毎のボラティリティも上昇し、マクロ戦略及び債券レバティブ・バリュー戦略の投資機会も改善することが期待されます。

ファンダメンタル・ロング・ショート戦略

ファンダメンタルズ・ロング・ショート戦略（株式、及びクレジット）も、リターンのディスパージョン拡大（銘柄間格差拡大）とショート・リベート（ロング・ポジションの貸株から得られる収益）の上昇が追い風となると見られますが、その一部は証拠金コストの上昇によって相殺されると考えられます。金利がゼロ付近で推移していた期間においては、リスク・テイクによる報酬は緩やかなものに留まり、特にショート・サイドは期待通りに機能しない状態が続きました。一方、現在は資金調達に対する競争が激しくなっており、これまで安易な資金調達環境に依存していたファンダメンタルが脆弱な企業は清算を迫られることになるかもしれません。企業の勝ち組と負け組の差が拡大することで、株価が過大・過小評価されている企業のファンダメンタル分析を行うヘッジファンドに恩恵が享受しやすくなっていると考えます。

クレジット戦略

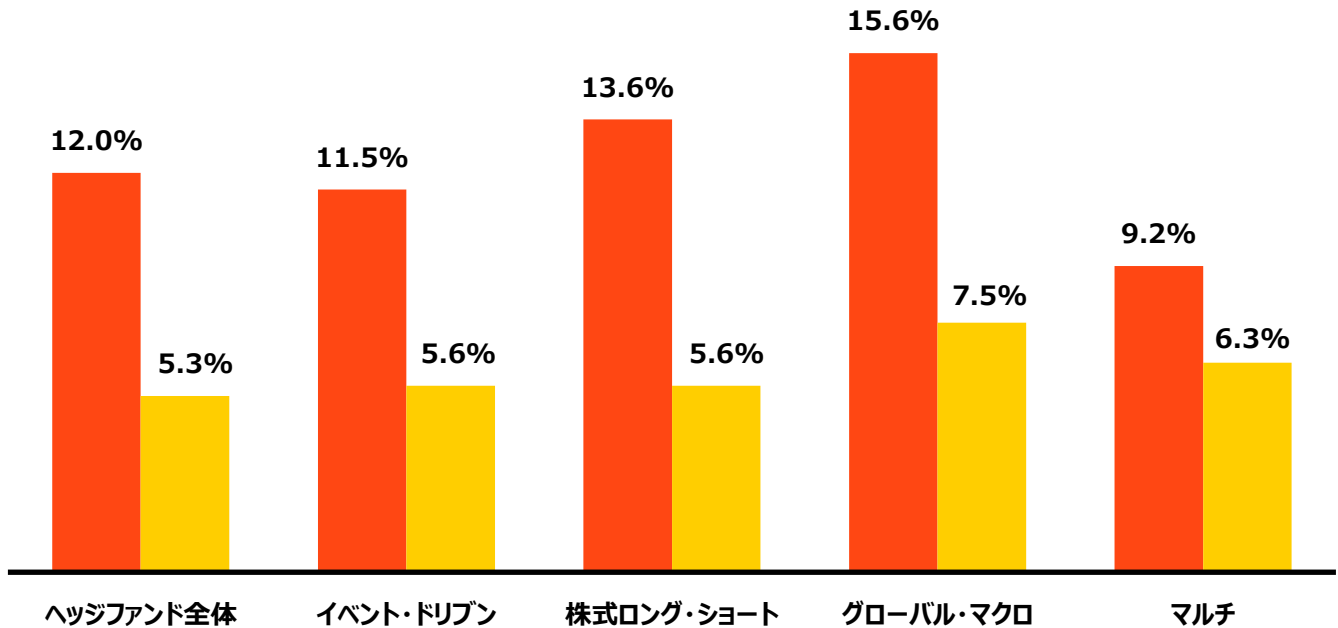
金利上昇、及び金融環境のタイト化はクレジット戦略にとって追い風となると考えます。固定金利商品（例：社債）はリプライシングされ、変動金利商品（例：レバレッジド・ローン）はリスク・フリー・レートの上昇が加味されており、ロングを中心とするクレジット・マネジャーのリターン水準は改善すると予想します。金利上昇が住宅ローン及び消費に与える影響も、ストラクチャード・クレジットの価格変動に拍車をかけ続けることが予想されます。十分なキャッシュを生み出していない企業のリファイナンスがより困難になると見られる中、資金繰りに困窮する債務者が増加すると考えます。リストラクチャリング企業の増加に伴い、キャピタル・ソリューションに対する需要が高まり、ディストレスト・デットやオポチュニスティック・レンディングにおける投資機会が改善する可能性があります。

金利上昇が各戦略にどのような影響を与えるか、単純な関係性が存在するわけではありません。しかし、金利上昇がボラティリティの上昇、及びミスプライシングの増加を促し、ヘッジファンドのアルファ獲得の投資機会は過去10年で最も魅力的な水準にあると予想します。

*出所：Bloomberg, Goldman Sachs FICC and Equities, Hedge Fund Manager 2023年7月31日時点

金利上昇局面においてヘッジファンドのリターンは上昇する傾向

■ リスク・フリー・レート：2%以上 ■ リスク・フリー・レート：0.5%以下



過去の実績は将来の結果を保証又は示唆するものではありません。

出所：Morningstar、2023年6月30日時点。1994年1月1日以降の各指数のリターン（中央値）を参照。

「ヘッジファンド」はCredit Suisse Hedge Fund Index、「イベント・ドリブン」はCredit Suisse Event Driven Index、「株式ロング・ショート」はCredit Suisse Long/Short Equity Index、「グローバル・マクロ」はCredit Suisse Global Macro Index、「マルチ」はCredit Suisse Multi Strategy Indexを参照。上記記載の指数は参考用であり、将来のパフォーマンス並びにブラックロックが運用を行う戦略の今後のパフォーマンスを示唆するものではありません。尚、各指数への投資はできません。

不確実性の高まりを受け入れる

経済見通しは常に変化しており、不確実性が増していますが、このような環境下でヘッジファンドは恩恵を受けやすい戦略であると考えます。

近年のパフォーマンスを踏まえ、ヘッジファンドは市場に対し低相関でポートフォリオ全体の中で重要な役割を果たすことが再認識されています。金利上昇に加え、インフレの持続、クレジット環境の引き締め、景気後退懸念といった不確実性が、今後、短中期で市場を変動させる要因になると予想します。

加えて、現在の地政学情勢も今後数年間、広範囲に影響与えることが予想されます。緊張と分断の激化は単独の事象としてとどまらず、波及効果をもたらす可能性があります。これらの要因は、マクロ環境の不確実性、及び市場ボラティリティの上昇を促し、新たなレジームを促進すると見られます。

一方、ヘッジファンドはマクロ動向に着目した投機的取引で収益を追求する必要はないと考えます。ヘッジファンドは投機ではなく、市場テーマから生じる歪みを収益に繋げることができると思っています。

例えば、金融環境がタイト化する局面では経済的なダメージが予期せぬ市場セグメントで急速に顕在化する可能性があるかとみています。過去数十年で最速の利上げサイクルによる金融の綻びは、すでに銀行セクターで顕在化しクレジット環境に影響を与えています。

このような状況は、バイ・アンド・ホールド戦略（買い持ち戦略）にとっては困難な状況となり得ますが、より柔軟で戦術的、かつ多様な投資アプローチを行うヘッジファンドにとっては多くの場合、好機となります。

過去数十年で最高水準のディスパージョン

現在の市場環境では、制約が少なく、機敏に戦略を変更できる投資家が恩恵を受けると考えます。この新たなレジームでは、広範な可能性を考慮する必要があり、そのことに基づいたポートフォリオの構築と運用が重要になります。

しかし、様々なヘッジファンドへ投資を行うに際し、適切なヘッジファンド・マネジャーを選択することが引き続き鍵となります。2022年、HFRIファンド加重平均総合指数の上位10分位のヘッジファンドは平均39%上昇しましたが、下位10分位は平均33%下落しました。これは2008年以来のパフォーマンス格差です*。このようにパフォーマンス格差が拡大しているため、優れたスキルを持ち、臨機応変に対応できる優秀なマネジャーにアクセスできる、経験豊富でリソースを持つパートナーの重要性が高まっています。

ブラックロックでは、ヘッジファンド・ソリューション・チームが1995年以来、お客様とのパートナーシップを築いており、アロケーターとしてヘッジファンドへの配分は世界最大級の規模を誇っています。100名を超える投資プロフェッショナルで構成される当社のグローバル・チームは、様々な市場環境に対応できるヘッジファンド・ポートフォリオ構築を目指しています。私達は、市場の非効率性を収益に繋げることができる、競争力と優位性があるヘッジファンドへの投資に注力しています。不確実性が高まる環境下でアルファを生み出すことが期待できるのはこの様なヘッジファンドだと考えています。

*出所：HFRI Indices December 2022 Performance Notes, ©HFR, Inc., 2023年1月9日時点

重要な情報

重要な情報

ファンド内の投資は、投機的で、高度のリスクを伴い、投資資本を失うリスクがあります。ファンド及び/又はファンド内の組み入れ投資は、流動性が低く、移転について厳しい制約を受ける場合があり、投資家は投資に係わるリスクに不特定の期間、耐えることを求められる可能性があることを認識する必要があります。全ての投資家は、投資の意思決定前に、ファンドの私募目論見書及び契約書類を熟読する必要があります。ファンドへの投資の意思決定は、ファンドの私募目論見書、契約書類、募集契約書の最終確定版のみに基づいて行われる必要があります。ファンドはその目標を達成することを保証するものではありません。

当非公開書類は、情報提供のみを目的とするものであり、記載されている証券の売却の提案又は購入の勧誘を意図とするものではありません。ファンドの持分は、当該ファンドの私募目論見書（お客様からの指示を受けて作成予定）を通じた場合を除き購入することはできません。同日論見書には、ファンド内の投資のリスクに関する多数の情報開示（ディスクロージャー）が行われており、投資前に全て読まれる必要があります。潜在投資家は、記載されている投資もしくは取引を行うことにより発生し得る経済面、税金面、法律面、その他の面の結果について、資格を有するアドバイザーに相談することが推奨されます。全ての投資は投資元本損失のリスクがあり、ファンド内の投資が運用目標を達成するという保証もしくは確約はありません。ファンド内の投資は投機的で、全投資プログラムの一部のみを構成するものであり、投資家は投資全体の損失に耐え得る必要があります。当議論は、お客様（“情報受領者”）の利用のためだけに準備されたものであり、情報受領者のアドバイザーに対する場合を除き、BlackRock, Inc.のビジネス・ユニットBlackRock Alternative Advisors（“BAA”）の書面による事前の同意がない限り、他者への配布は認められません。

当資料に含まれる情報は、専有・機密情報であり、BAA及び/又はその関連会社（並びにBAA, “BlackRock”）の商業上、財務上の情報、企業秘密及び/又は知的財産を含む場合があります。もし当情報が、BlackRockによって提供された主体以外の個人もしくは主体に対して、当情報の一部の情報開示を認める又は認める可能性のある、文書公開法もしくは会議公開法あるいはそれに類似、関連する法律、規定、規則、政策（総称として“情報公開法”）を備える、もしくは従う必要のある主体又は代理人に提供される場合、BlackRockは、適用される情報公開法の下で情報が開示される前に、事前協議又はその他の保護策に対する、ありとあらゆる免除、例外、手続き、権利を主張します。

特定のリスク要因

過去のパフォーマンスは、必ずしも将来の運用成果を示唆するものではありません。これまで、ファンド・オブ・ファンズ及びヘッジファンドは、株式、金利、クレジット、通貨、コモディティそして関連するデリバティブ市場内部の変化により、プラス・リターン、マイナス・リターン双方を創出してきました。加えて、損益は、市場の洞察、市場ボラティリティ、コーポレート・アクティビティ、銘柄選択、規制による監視、取引量、資金フローから、程度の差はありながらも影響を受けています。こうした要因、及び/又はそれらの変化率は、将来現れない可能性があり、従って将来のパフォーマンスは影響を受ける可能性があります。ファンド内のいかなる投資も高度のリスクを伴います。ファンド・オブ・ファンズ、ヘッジファンド内の投資は流動性が極めて低い場合があります。

ファンド・オブ・ヘッジファンズ又はヘッジファンドのポートフォリオのパフォーマンスは、組み入れているファンドのパフォーマンスに依存します。マルチ・マネジャー・アプローチが、成功する又は分散されているという保証はありません。また組み入れファンドの全体のパフォーマンスが、プラス・リターンになることを確約するものではありません。組み入れファンドのマネジャーは、限定的な規制に従う場合があり（又は、規制当局に登録されていない場合がある）、配分されたファンド資産の運用に関し、随時、他の投資先マネジャーと潜在的な利益相反を経験する可能性があり、また特定の証券、投資に関し反対のポジションをとることもあり得ます。ファンドは、投資先マネジャーによって提供された情報に依存しますが、そうした情報の確認、検証には限界がある場合があります。

投資先マネジャーは、多様な投資戦略や、ショート・セリング、レバレッジ、ヘッジ（例：デリバティブ、スワップ、フォワード、先物、オプション）などテクニックを実行する可能性があります。投資先マネジャーは、カウンターパーティー・リスク、クレジット・リスク、流動性リスクなど多様な関連するリスクを持つ可能性のある米国外の投資、米国外の通貨、ディストレスト資産、低流動性投資（移転に関し法律、規制上の制約に従う必要のある投資等）、コモディティ、先物など多様な投資対象に投資する可能性があります。

ファンド又は組み入れファンドの中の投資のセカンダリー・マーケットは、最近発展し始めたことから、流動性が低く、ビッド・オファー・スプレッドが拡大し、又は存在せず、ブローカレッジ費用が必要である場合があります。さらに、ファンド投資の移転について制約が課せられる場合があります。ファンドは、投資元本の損失リスクを拡大させる可能性のあるレバレッジがかかっている場合があり、パフォーマンスは変動性が高まる可能性があります。ファンド・オブ・ファンズ及びヘッジファンドは、複雑な税体系が関係する場合があります。従って、重要な税情報の配信が遅れる可能性があります。ファンド・オブ・ファンズ及びヘッジファンドは、SEC登録ファンド又はミューチュアル・ファンドと同じ規制上の要請に従うものではなく、投資家に対して定期的なプライシング又はバリュエーションの情報を提供することは求められていません。ファンド及び組み入れファンドは、リターンを引下げる高水準の報酬、費用を負担する可能性があります。

重要な情報

ポートフォリオ特性に関する追加情報

当資料中に提示されている意見および推定/推測はブラックロックの判断を構成するものであり、変化する可能性があります。すべての意見と推定/推測は仮定に基づいており、それらすべては予測が困難であり、その多くはブラックロックには制御不能です。さらに、推定値を生成するために使用された計算は、一般への開示又は公開ガイドラインの遵守を想定して行われたものではありません。当資料を作成する際に、ブラックロックは、第三者から提供された情報の正確性と完全性に、独立の検証なしに依拠し、それを前提としました。ブラックロックは当資料中で提供されている情報が信頼できると考えていますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。

当資料に含まれる特定の記述は、将来見通しに関する記述が含まれています。その性質上、将来見通しに関する記述にはいくつかのリスク、不確実性および前提が含まれ、それによって実際の結果又は出来事が将来見通しに関する記述によって表現又は含意されたものと大きく異なるものとなることがあります。そのようなリスク、不確実性および前提は、本文書中に記述されているシナリオおよび出来事の結果並びに財務数値に悪影響を与える可能性があります。

過去のトレンド又は活動に言及する本文書中の将来見通しに関する記述は、そのようなトレンド又は活動が必ず将来にわたって継続することの表明と解釈すべきではありません。ブラックロックは、新たな情報、将来の出来事、その他の結果として将来見通しに関する記述を更新する義務も修正する義務も負いません。将来見通しに関する記述は当資料の日付時点限りで言及するものであり、それに過度に依存すべきではありません。

これは、米国およびその他の国の著作権法によって保護される未出版の独自性のある著作物です。すべての権利は留保されています。万一出版が行われる際には、「© 2023 BlackRock, Inc. All Rights reserved.」という表示が必要です。「BLACKROCK」、「BLACKROCK SOLUTIONS」、「iSHARES」、「SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY」、「INVESTING FOR A NEW WORLD」、及び「BUILT FOR THESE TIMES」はブラックロック・インク、及び米国その他の子会社の登録又は未登録の商標です。その他すべての商標は、それぞれの所有者の商標です。当資料のいかなる部分も、ブラックロックの事前の書面による同意なく、いかなる形態、或いは、電子的、機械的、写真複写的、録音的手段又はその他のいかなる手段によっても、複製、情報検索システムへの蓄積、伝送を禁止します。

リスクについて

弊社が投資一任契約又は投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておられません。

弊社が投資一任契約又は投資信託によりご提供する戦略においては、主に国内外の株式、公社債、証券化商品及び投資信託等の値動きのある金融商品等を投資対象としております。また国内外の市場デリバティブ取引及び店頭デリバティブ取引を使用する戦略や金融商品等の買い持ちばかりではなく売り持ち手法を使用する戦略等もあります。したがって、以下のような、リスクがあります。

- 1) 金融商品等の価格は、各国の経済情勢、金利動向、株価動向、不動産市況動向、商品相場の動向等によって変動し、それによって損失を生じ、投資元本を毀損する可能性があります。
- 2) 当該金融商品等の発行者又は保証会社の経営や財務の状況、その変化及びそれに対する外部評価の変化等を直接・間接の原因として株価が変動し、それによって損失が生じ、投資元本を毀損する可能性があります。
- 3) 当該金融商品等に付された権利等を行使する期間に制限がある場合には、この制限を直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を毀損する可能性があります。
- 4) 当該商品に何らかの売買制限が付されている場合及び流動性が十分ではない場合等には、売買の機会が制限を受け、これを直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を毀損する可能性があります。

なお、弊社がご提供する戦略毎のリスクについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態にそってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

重要な情報

取引に関するコストについて

弊社が投資一任契約又は投資信託によりご提供する戦略においては、3.355%（税込）を上限とした運用報酬をご負担いただきます。当該運用報酬の名目は、投資一任契約においては投資顧問報酬であり、投資信託の場合には信託報酬（弊社の収受分のみ）となります。また、この報酬料率には、投資一任契約又は投資信託の運用資産内に国内外の投資信託等ファンドを組み入れる場合、原則として、それらのファンドに係る運用報酬分をも含んだものとなっております。なお、この上限報酬料率は、本資料作成日現在、弊社がご提供する戦略のうち、最も高い報酬料率を設定している戦略のものとなります。

弊社からご提供する戦略によっては、上述の運用報酬に加えて、運用実績に対して成功報酬を徴収させていただく場合があります。成功報酬料率の計算方法は、それぞれの戦略及び商品ごとに個別に規定されておりますが、一定の運用実績に対し30%（税抜）を上限としております。この上限成功報酬料率は、弊社がご提供する、成功報酬適用戦略のうち、最も高い成功報酬料率を設定している戦略のものとなります。

また弊社がご提供する投資信託等では、運用の一環として有価証券の貸付（セキュリティ・レンディング）を行う場合があります。この場合、有価証券の貸付から生じる収益に対し、50%（税込み）を上限とした率を乗じた額をその報酬として徴収させていただきます。

上記の報酬以外にお客様にご負担いただく直接・間接の費用として、投資一任契約又は投資信託の運用資産内にて組み入れ資産の売買を行う場合に発生する売買手数料及びそれらに係る消費税等の租税があります。また、投資信託を売買する場合には、申込手数料、解約等手数料、信託財産留保金及びその他事務・管理費用等が課される場合がありますが、お客様が弊社が設定・運用を行う投資信託を直接購入される場合、及び、投資一任契約又は投資信託の運用資産内にて投資信託等ファンドを組み入れる場合に、これらを直接・間接にご負担いただくこととなります。これらの費用については、投資対象とする金融商品やそれらの売買の状況等によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして、実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態にそってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

免責事項

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375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、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

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館

Tel. 03-6703-4100（代表）

本資料は、ブラックロック・インク及びグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）が作成した資料を、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、適格機関投資家の皆様に資産運用戦略に関する情報提供を目的としてご提供するものです。また本資料を以って特定の商品の提供をお約束するものではありません。本資料は金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、弊社が信用に足ると判断した情報・データに基づき作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に掲載された弊社及びブラックロックの意見、見解は、本資料作成日時点におけるものであり、今後、予告なく変更されることがあります。本資料に掲載された過去の実績及び今後の予測は、なんら将来の成果を保証または示唆するものではありません。本資料の著作権は、弊社またはブラックロックに帰属し、全部または一部分であってもこれを複製・転用することは社内用、社外用を問わず許諾されていません。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。