

ラッセル・インベストメント ウェブ・セミナー

パンデミック・ストレス下の投資スタンス —あらためてヘッジファンド投資の意義を考える—



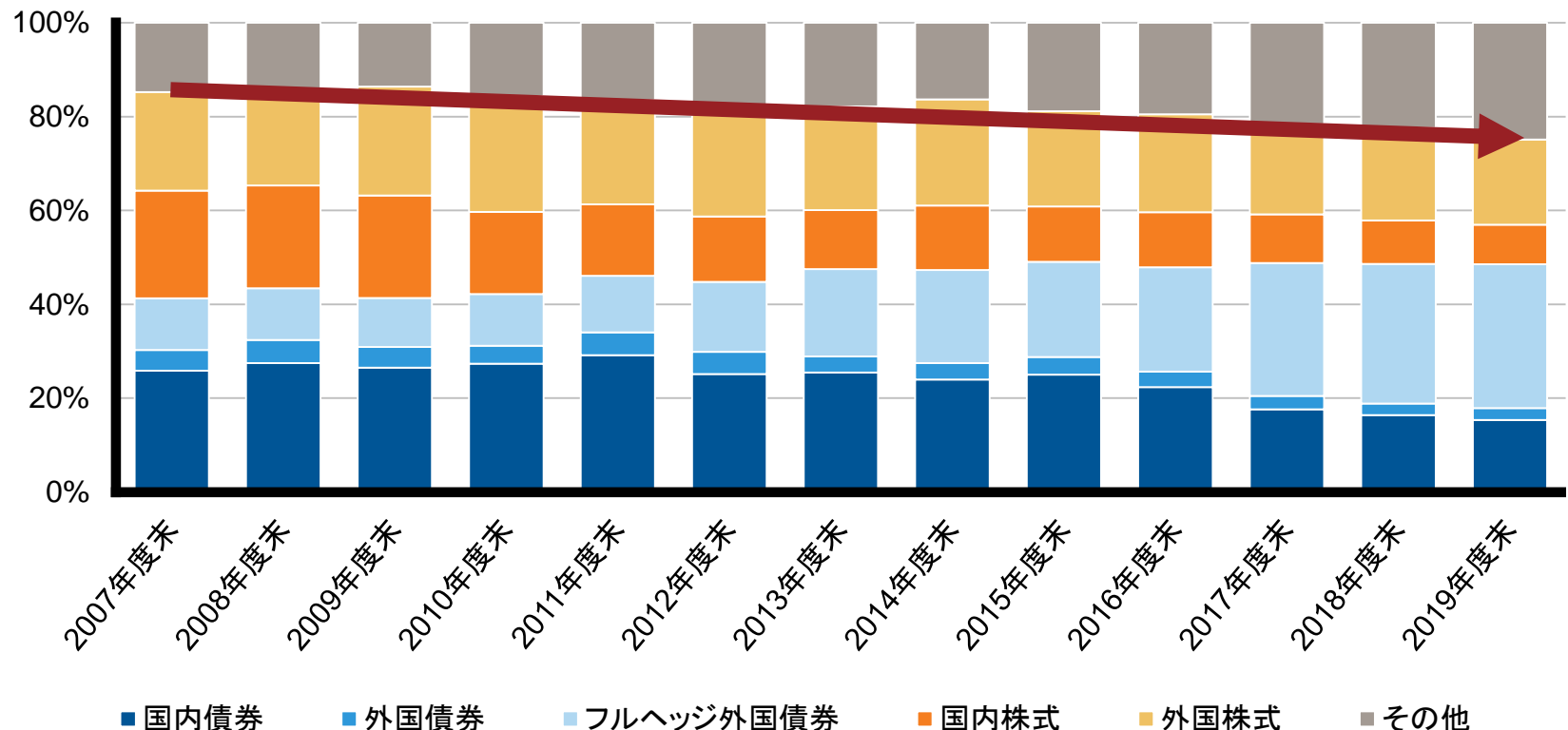
ラッセル・インベストメント株式会社

〒107-0052 東京都港区赤坂7丁目3番37号 プラス・カナダ
TEL:03-5411-3500(代表) <https://www.russellinvestments.com/jp>
商号:ラッセル・インベストメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第196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

年金基金におけるオルタナティブ投資の動向

増加基調は継続

企業年金の実績資産配分の推移

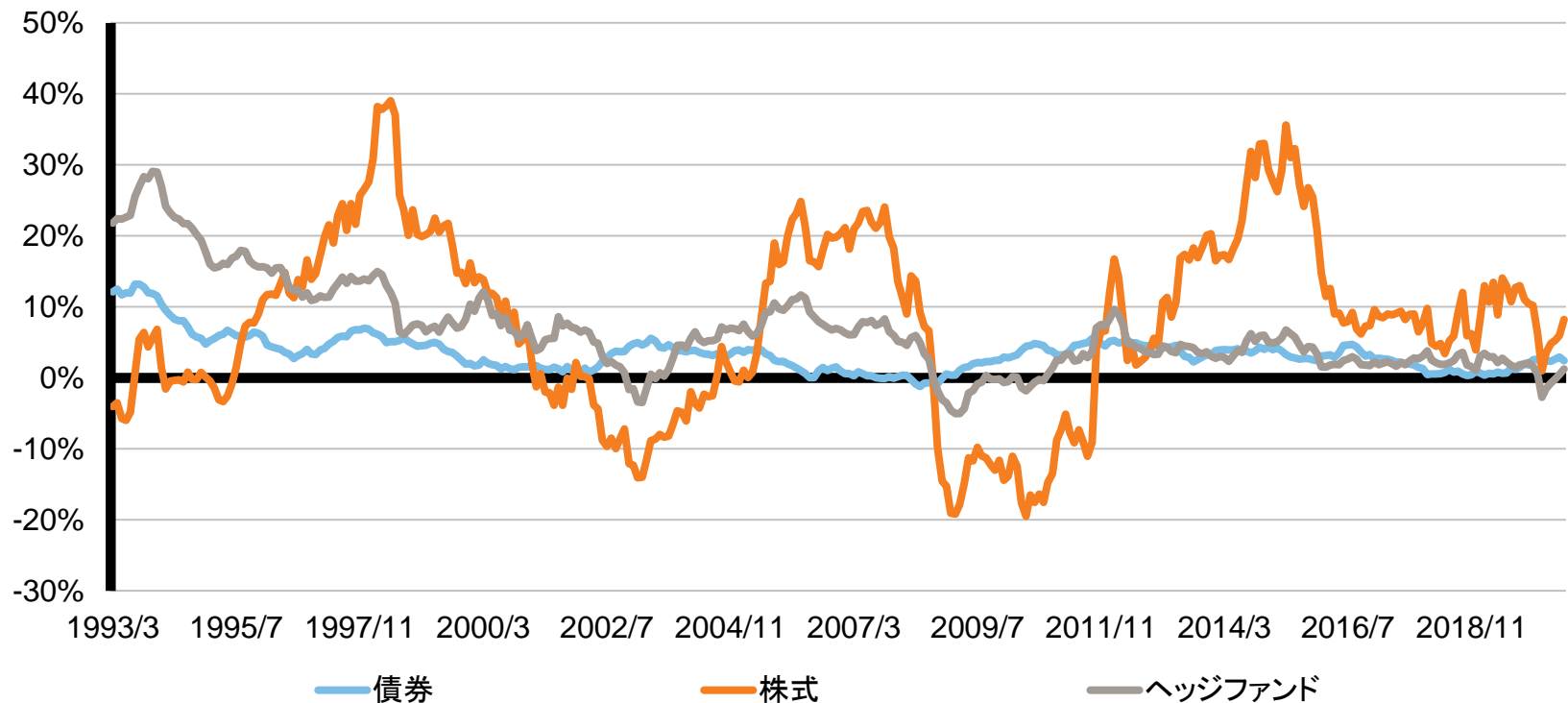


出所: ラッセル・インベストメント「クライアントユニバース・レポート」2020年3月末時点

ヘッジファンドインデックスのリターン推移

近年は債券並みのリターン水準

債券、株式、ヘッジファンド指数の年率リターン(3年ローリング)



2020年8月末時点

円ベース。債券:ブルームバーグ・バークレイズ・キャピタル グローバル総合(ヘッジ)、株式:MSCI ACWI、ヘッジファンド:HFRI Fund Weighted Composite(円ヘッジ)。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

出所:MSCI Inc.、ブルームバーグ、HFRのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

質問1

近年、ヘッジファンドのパフォーマンスは低迷が続いている印象。
その要因は？



ヘッジファンドのパフォーマンス

影響を与える要因

運用資産の
増加

大規模ファンドへの
資金集中

報酬水準

パフォーマンスのばらつき

市場環境により戦略の優劣は変わる

HFRI戦略別リターン(2008-2020年度)

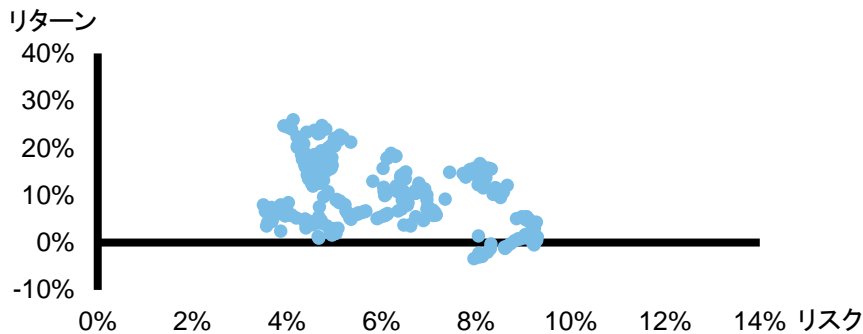
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	CTA 5.7%	グローバル株式 53.2%	グローバル株式 14.0%	グローバル債券 5.3%	グローバル株式 12.5%	グローバル株式 19.7%	CTA 17.9%	グローバル債券 4.6%	グローバル株式 15.4%	グローバル株式 14.2%	合併裁定 5.7%	CTA 4.4%	グローバル株式 33.7%
2	マクロ -0.1%	転社裁定 48.6%	転社裁定 13.2%	クレジット 1.8%	クレジット 9.0%	イベント 10.7%	マクロ 9.4%	株式MN 3.2%	イベント 14.1%	イクイティヘッジ 9.4%	グローバル株式 4.6%	グローバル債券 4.2%	イクイティヘッジ 21.3%
3	合併裁定 -1.3%	クレジット 35.0%	イベント 10.6%	合併裁定 1.6%	イベント 7.7%	イクイティヘッジ 10.1%	グローバル株式 6.6%	合併裁定 1.9%	クレジット 12.9%	グローバル債券 7.0%	クレジット 2.8%	マクロ 2.4%	HFR総合 14.9%
4	グローバル債券 -4.9%	イベント 30.5%	クレジット 10.4%	グローバル株式 1.1%	イクイティヘッジ 5.4%	転社裁定 7.3%	FOF 5.4%	転社裁定 -0.5%	イクイティヘッジ 11.5%	HFR総合 5.9%	イベント 1.8%	転社裁定 -1.3%	イベント 14.5%
5	株式MN -6.4%	イクイティヘッジ 28.4%	イクイティヘッジ 9.9%	転社裁定 -2.0%	HFR総合 5.2%	HFR総合 6.5%	HFR総合 4.1%	クレジット -2.4%	転社裁定 10.4%	FOF 5.5%	転社裁定 1.1%	株式MN -2.6%	クレジット 13.6%
6	HFR総合 -15.9%	HFR総合 22.4%	HFR総合 9.5%	イベント -2.0%	転社裁定 5.1%	FOF 6.0%	株式MN 3.4%	グローバル株式 -2.9%	HFR総合 8.7%	クレジット 5.3%	HFR総合 0.5%	FOF -5.5%	FOF 12.7%
7	FOF -17.6%	FOF 12.6%	CTA 8.6%	株式MN -2.1%	FOF 4.7%	株式MN 5.7%	合併裁定 3.2%	マクロ -2.9%	FOF 6.2%	イベント 5.1%	FOF 0.1%	合併裁定 -7.2%	転社裁定 11.5%
8	クレジット -18.0%	合併裁定 10.6%	マクロ 7.7%	HFR総合 -2.5%	株式MN 3.3%	クレジット 5.3%	イクイティヘッジ 2.7%	HFR総合 -3.8%	合併裁定 3.8%	転社裁定 5.0%	マクロ -0.3%	HFR総合 -7.4%	合併裁定 7.0%
9	イベント -18.8%	グローバル債券 10.2%	グローバル債券 7.1%	CTA -2.8%	合併裁定 1.9%	合併裁定 4.6%	転社裁定 1.3%	CTA -4.0%	株式MN 3.0%	株式MN 4.4%	グローバル債券 -0.4%	クレジット -7.4%	グローバル債券 6.5%
10	転社裁定 -21.5%	マクロ 5.0%	FOF 5.2%	マクロ -2.9%	グローバル債券 1.2%	グローバル債券 1.9%	イベント 0.9%	イクイティヘッジ -4.6%	マクロ -0.6%	合併裁定 3.6%	株式MN -0.4%	イクイティヘッジ -9.7%	マクロ 4.0%
11	イクイティヘッジ -22.2%	株式MN 3.0%	合併裁定 4.7%	FOF -3.4%	マクロ 0.5%	マクロ -2.0%	クレジット 0.7%	FOF -5.7%	グローバル債券 -1.9%	マクロ 0.7%	イクイティヘッジ -0.4%	グローバル株式 -9.9%	株式MN 2.5%
12	グローバル株式 -42.2%	CTA 0.8%	株式MN 3.7%	イクイティヘッジ -4.2%	CTA -0.7%	CTA -3.7%	グローバル債券 -3.7%	イベント -5.9%	CTA -5.4%	CTA 0.1%	CTA -1.6%	イベント -12.2%	CTA 0.1%

2020年8月末時点。米ドルベース。HFR総合はHFRI Asset Weighted Composite Index、エクイティヘッジはHFRI Equity Hedge (Total) Index、イベントはHFRI Event-Driven (Total) Index、マクロはHFRI Macro (Total) Index、合併裁定はHFRI ED: Merger Arbitrage Index、クレジットはHFRI RV: Fixed Income-Corporate Index、転社裁定はHFRI RV: Fixed Income-Convertible Arbitrage Index、株式MN/NIはHFRI EH: Equity Market Neutral Index、FOFはHFRI Fund of Funds Composite Index、CTAはHFRI Macro: Systematic Diversified Index、グローバル株式: MSCI World Index、グローバル債券: Bloomberg Barclays Global Aggregate Index。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかります。出所: ブルームバーグのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

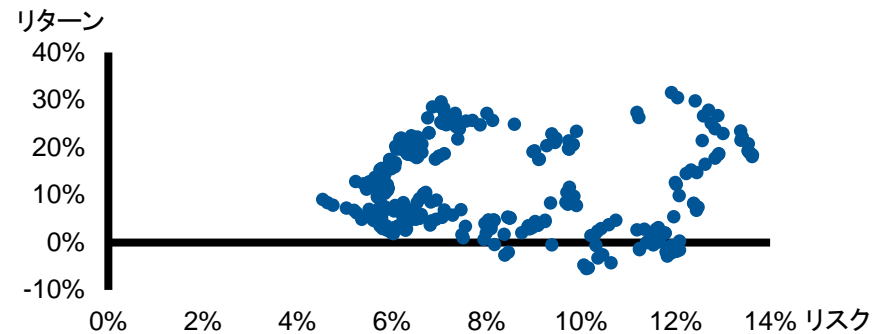
戦略のリスク・リターン水準は時期によっても変化

HFRインデックスの36か月ローリング・リスク・リターン

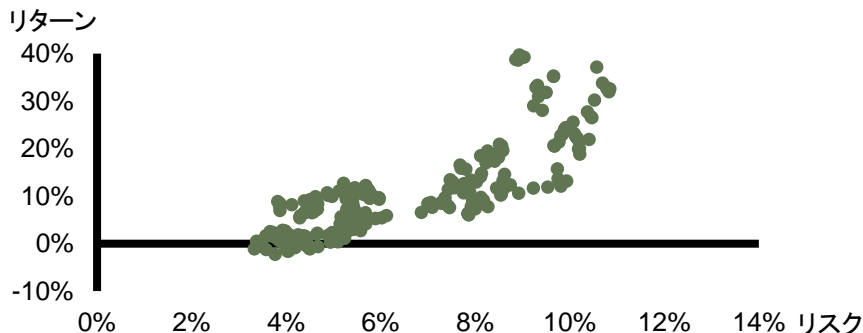
イベント・ドリブン



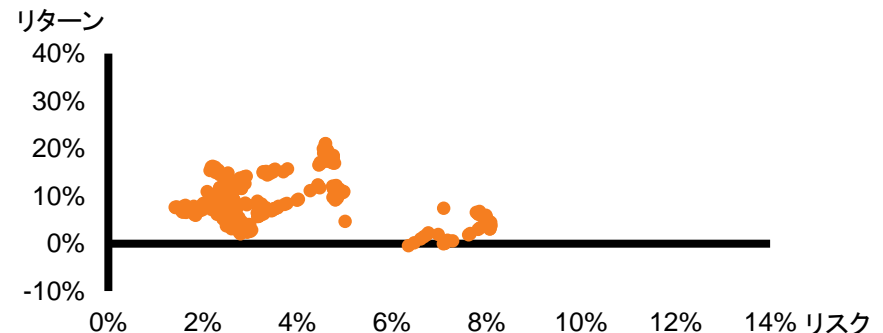
エクイティ・ヘッジ



タクティカル・トレーディング



レラティブ・バリュー



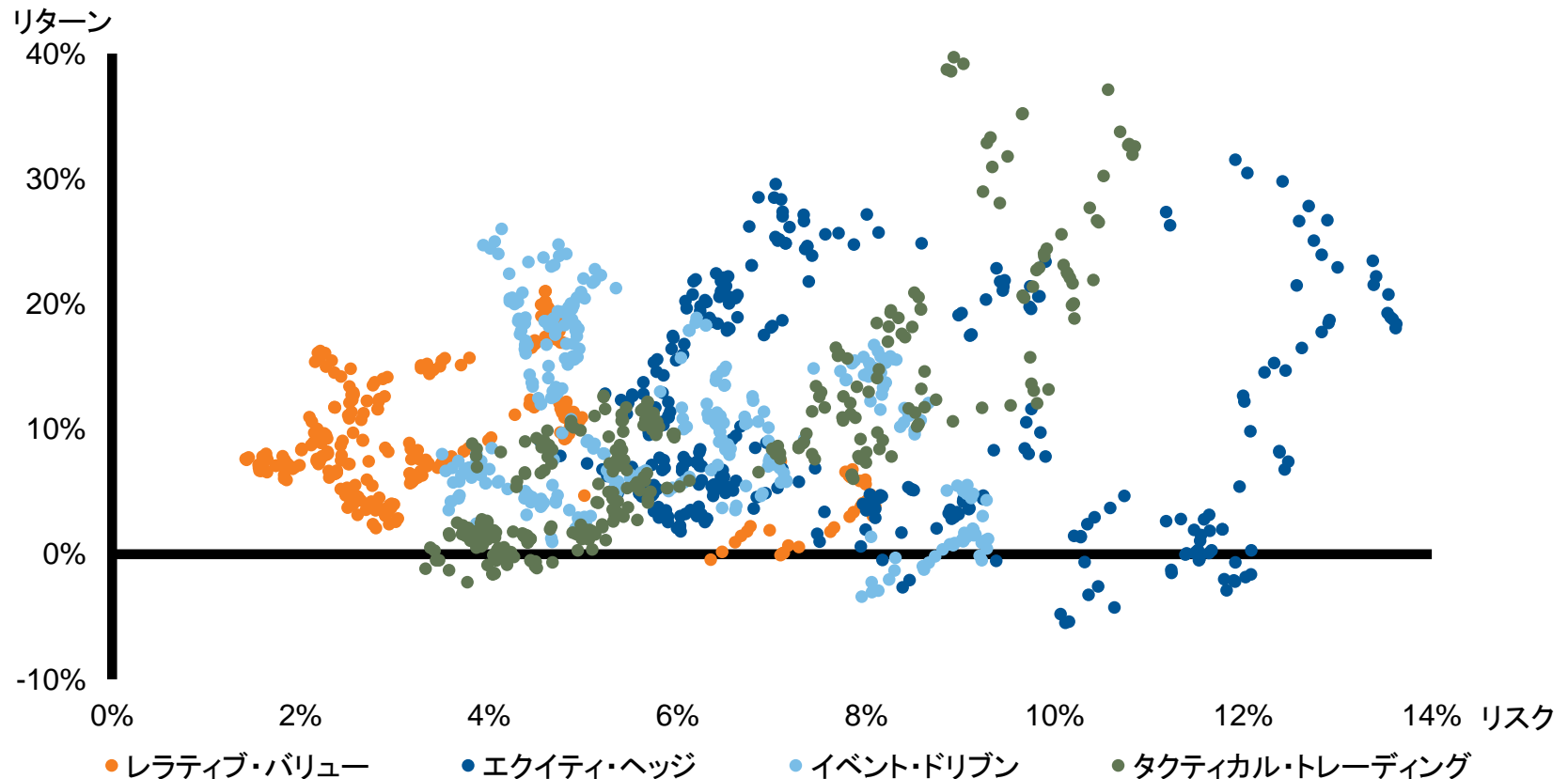
2020年8月末時点

米ドルベース。HFR Hedge Fund Indexの各戦略該当サブ・インデックスから36か月ローリング・リスク・リターンを算出。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

出所:ブルームバーグのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

戦略のリスク・リターン水準は時期によっても変化

前頁のグラフを重ねたもの



2020年8月末時点

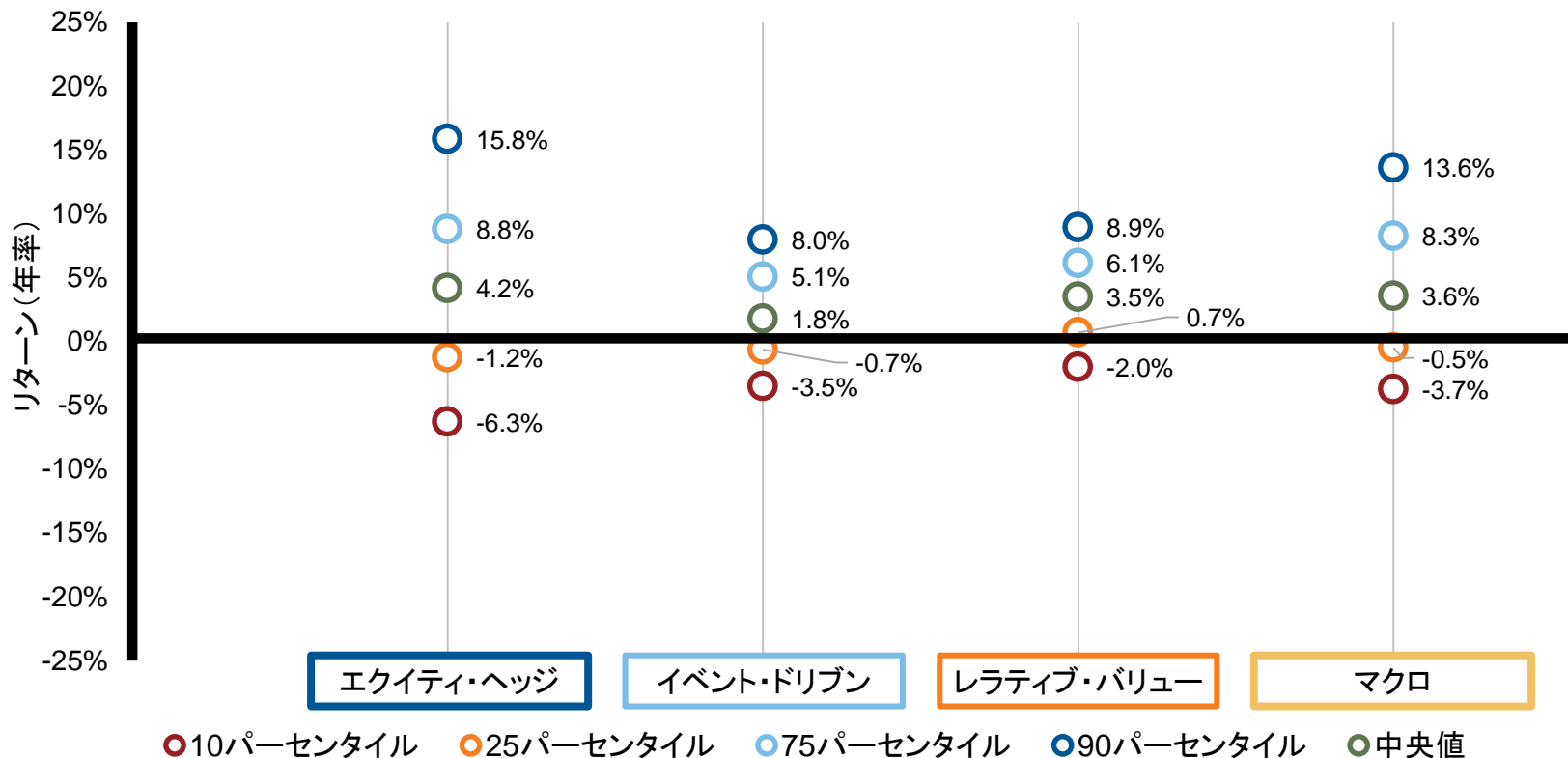
米ドルベース。HFRI Hedge Fund Indexの各戦略該当サブ・インデックスから36カ月ローリング・リスク・リターンを算出。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

出所：ブルームバーグのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

ファンド間のリターン差異

過去3年(年率)

ユニバースのリターン四分位(過去3年、2020年6月末基準)



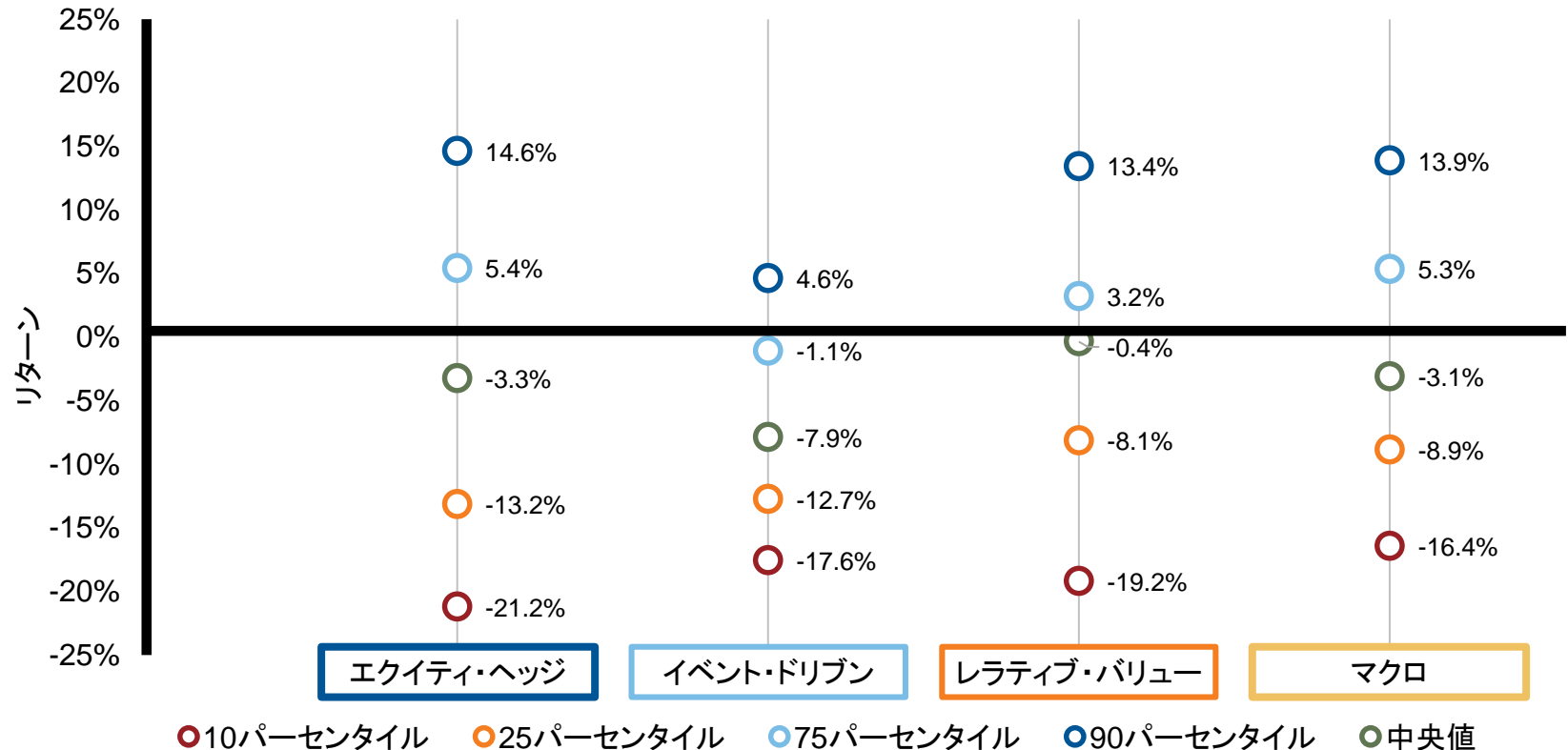
上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは投資対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。
 出所: HFRインデックスの構成ファンドデータをもとに、ラッセルインベストメント算出

管理の

ファンド間のリターン差異が顕著に拡大

2020年前半では

ユニバースのリターン四分位(2020年1-6月)



上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

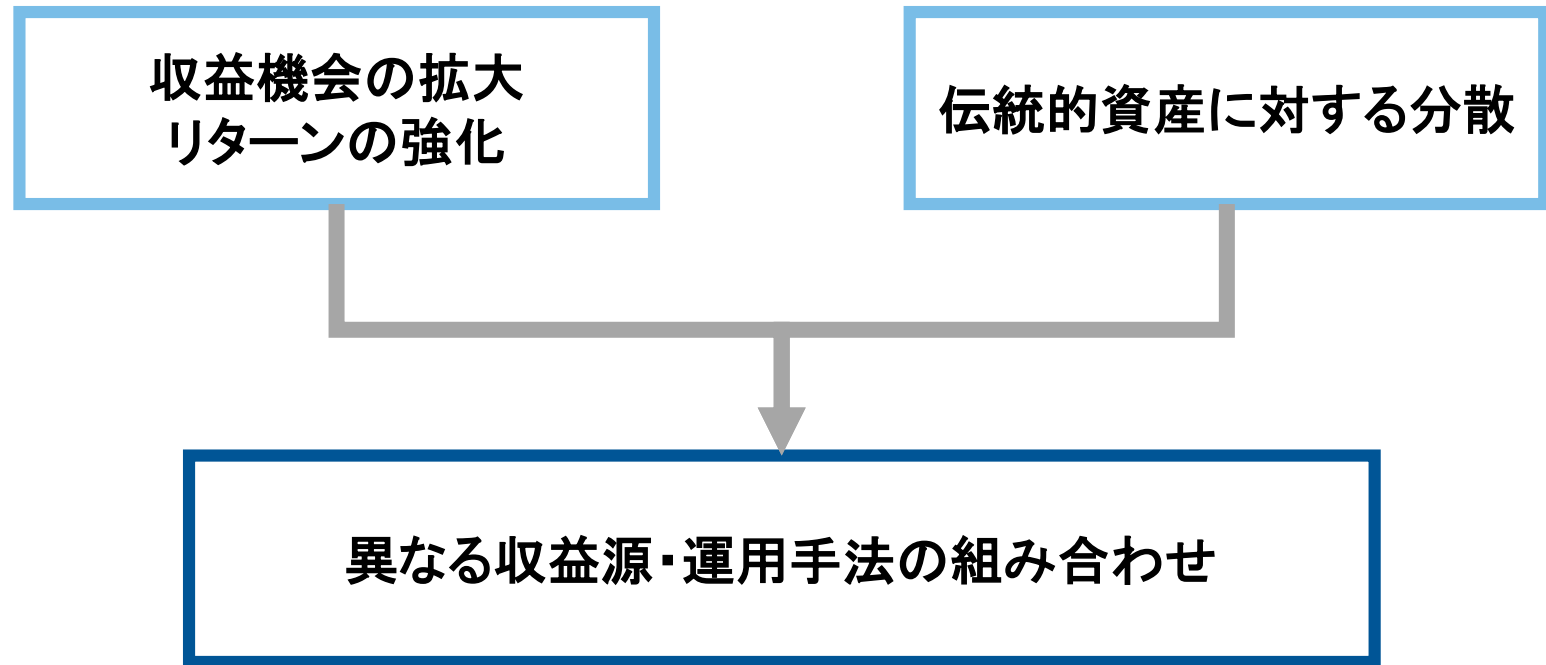
出所: HFRインデックスの構成ファンドデータをもとに、ラッセルインベストメント算出

質問2

今後もヘッジファンドに期待できるか？
ヘッジファンドのポートフォリオ構築に
おけるポイントは？



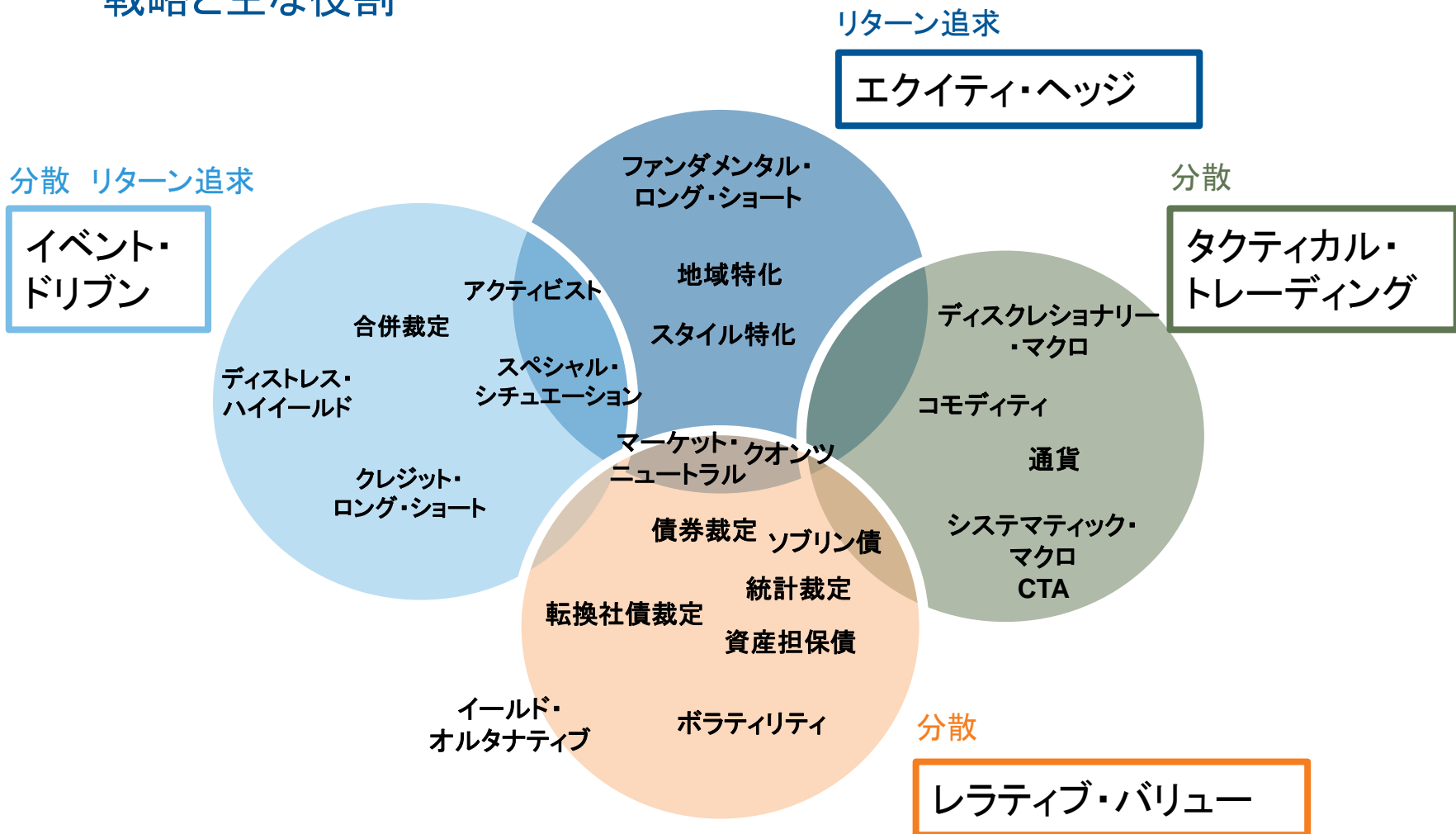
ヘッジファンドを取り入れる目的



- > リスクの引き下げ
- > 中長期で安定的な成果の獲得を目指し、リターンとリスクを調整

ヘッジファンド サブ戦略

戦略と主な役割



(イメージ図)

上記は理解を助けるためのイメージ図であり、その結果の確実性を表明するものではありません。

質問3

投資家がヘッジファンドポートフォリオを構築・管理する方法として、どのような選択肢があるか？
メリット・デメリットは？



運営形態によるメリット、デメリット

	利点	難点
個別ファンド投資	<ul style="list-style-type: none"> > 個別要望を基にした選定 > 最低投資金額が少額 	<ul style="list-style-type: none"> > 優れたマネージャーを選定、モニタリング、入替するための体制整備 > ポートフォリオとしての管理プロセス策定
既存のFOF採用	<ul style="list-style-type: none"> > 最低投資金額が少額 > 少額での分散が可能 > プロのチームによる調査・モニタリング 	<ul style="list-style-type: none"> > 二重のフィー（FOFと個別マネージャー） > 個別要望の反映ができない > 過度な分散となる傾向 > 最終投資家が得られる情報が限定的
プラットフォーム投資・カスタムFOF	<ul style="list-style-type: none"> > 個別要望を基にしたポートフォリオ > プロのチームによる調査・モニタリング 	<ul style="list-style-type: none"> > 二重のフィー（プラットフォーム／カスタムFOFと個別マネージャー） > 一定規模の投資額が必要 > 既製FOFより手間がかかる

運営形態と運営規模・投資金額

運営組織規模／ポートフォリオ規模／投資経験など



(イメージ図)

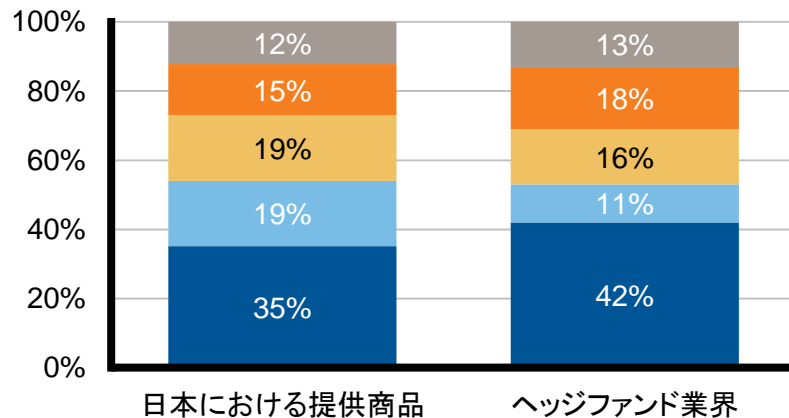
上記は理解を助けるためのイメージ図であり、その結果の確実性を表明するものではありません。

幅広いファンドの選択肢も重要

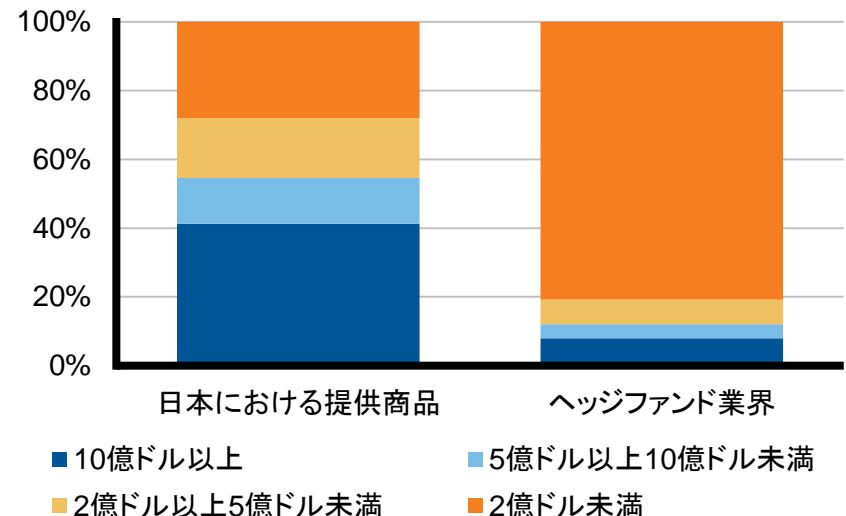
日本で年金向けに提供されるヘッジファンドの特徴

- > 多様な戦略が提供されるが、日本で提供されるファンドには特徴あり
 - > 成熟した大型ファンドへの傾斜
 - > 目標リスクは平均5-6%程度と低リスク型ファンドが多かった

戦略の内訳(ファンド数)



規模別の内訳(ファンド数)



ラッセルインベストメント「オルタナティブ商品調査2020年3月末基準」において情報提供があったヘッジファンド(158ファンド)を「日本における提供商品」として集計。「ヘッジファンド業界」はHFR Global Hedge Fund Industry Report2020Q1の集計結果。

質問4

ラッセル・インベストメントのファンドを例にとると、どのような点に留意してヘッジファンドのポートフォリオを構築しているのか？



ヘッジファンドのポートフォリオ構築におけるポイント



ポートフォリオにおける役割

ポートフォリオのリスクを補完

(例)

大幅な下落局面における下値抑制



低・中程度の株式ベータ

金利感応度の引き下げ



多様なクレジットへの投資



市場環境 & 収益見通し

投資機会の活用

(例)

ファンダメンタルズから乖離



株式ロング・ショート・ファンド

リスクオフ・ディスロケーション



債券裁定

事業再編や合併買収



イベント・ドリブン

戦略の役割を考慮したポートフォリオ構築

ベータ値を基準としたポートフォリオ構築例

> 中程度の β^* : $0.2 < \beta < 0.3$

> 低位の β : $\beta < 0.2$

配分例

戦略	役割	ポートフォリオのベータ値	
		中程度	低位
エクイティ・ヘッジ	リターン牽引	30%	22%
イベント・ドリブン		30%	20%
レラティブ・バリュー	分散	22%	40%
タクティカル・トレーディング		18%	18%

(イメージ図)

上記は理解を助けるためのイメージ図であり、その結果の確実性を表明するものではありません。
*MSCI ACWIに対するベータ値

分散されたポートフォリオ

ポートフォリオのリスク分析とリスク管理が重要

- > ポートフォリオ構築において、リターン源泉の分散は重要だが、過度な分散には注意が必要。以下サンプル用例。

ケース	リサーチ・分析	投資行動
ファンド間の高い相関	ファクターの重複・偏り	ファンド選択
同戦略のファンド間の低い相関	リターン源泉	両ファンドに投資
想定より高いリターン	レバレッジの水準	投資回避
高いリターンとボラティリティ	マンドートへのフィット	低配分での投資

上記は過去実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。
出所：ラッセル・インベストメント

質問5

ポートフォリオ構築後のファンドの
入替えについて、タイミングをどのように
判断すべきか？



マネージャー評価の見直しによるファンドの入替え

採用マネージャーの何を評価するか

> 推奨ランク評価の要素

- > 市場サイクルを通し、持続可能な超過収益獲得が見込める運用戦略・体制
- > 過去のパフォーマンスは評価項目の一部ではない

> 評価の引下げに繋がるポイント(例)

- > リスク・コントロール、事前に設定した上限・下限への抵触
- > 事業の継続可能性の低下(運用資産の減少)
- > 運用戦略への確信性が低下(ビッグデータの活用など運用プラットフォーム・システム向上の遅れ、運用チームのダイナミズムの低下)

投資機会に応じたファンドの入替え

市場見通し、将来の収益機会

- > マンデート(ポートフォリオ)の運用目標に沿った調整
 - > 株式ベータ、金利感応度などの事前設定パラメーターを遵守
 - > 他資産への連動性の低いマクロ、レラティブ・バリュー内での調整が有効
 - > クオンツ分析ツール(シナリオ、ファクター)による検証

過去5年(2020年3月末基準)のサブ戦略別ベータ値

	イベント・ドリップ	レラティブ・バリュー	エクイティ・ヘッジ	マクロ	FOF
株式	0.45	0.26	0.55	0.08	0.31
ハイイールド債	0.80	0.46	0.78	0.03	0.45

2020年3月末時点

株式:MSCI ACWI、ハイイールド債:ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル・ハイイールド・インデックス、イベント・ドリップ:HFRI Event Driven (Total)、レラティブ・バリュー:HFRI Relative Value (Total)、エクイティ・ヘッジ:HFRI Equity Hedge (Total)、マクロ:HFRI Macro (Total)、FOF:HFRI FOF Composite。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

出所:MSCI Inc.、ブルームバーグ、HFRのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

2020年前半におけるファンド入替え実例

理由	解約	新規採用
評価の見直し・ ダウングレード	米国株ロング・ショート	グローバル株ロング・ショート
戦略の収益機会 (見通し)への対応	クレジット・ マルチ・ストラテジー	米国モーゲージ債・レラティブ・ バリュー
戦略の収益機会 (見通し)への対応	新興国クレジット・ ディストレス	株式・クレジット イベント・ドリブン: 欧州
戦略の収益機会 (見通し)への対応	ディスクレショナリー・ マクロ:分散型	ディスクレショナリー・マクロ: コモディティ特化

上記は過去実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。
出所:ラッセル・インベストメント

Thank you.

Any questions?



ラッセル・インベストメント ブログ Knowledge Channel



ソリューション

リソース

リサーチ

会社情報

ナレッジ・チャンネル

ウィークリー・マーケット・レビュー
グローバル・マーケット・アウトLOOK
コミュニケ (日本版)
オルタナティブ投資状況調査

ナレッジ・チャンネル

ナレッジ・チャンネル～あなたの資産運用、サポートします～では、資産運用に関わる身近なテーマを採り上げ、ラッセル・インベストメントの視点による考察をお届けいたします。

新着案内

2020年6月2日 (火)

パンデミック・ストレス状況下における投資スタンス：ダイレクトレンディング編

2020年5月26日 (火)

パンデミック・ストレス状況下における投資スタンス：保険戦略編

[最新版はこちら](#)



費用について

- > 投資一任契約に基づく運用に係る直接または間接にご負担いただく手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により、また投資信託に投資するか個別資産に直接投資するかにより異なりますので、当資料において一律に記載することはできません。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法に関しましてはそれぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面、契約書およびこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

リスクについて

- > 投資一任契約において、当社の投資判断者がその運用指図により投資を行うまたは行う可能性がある実質的な投資対象は、主に国内外の株式、債券、証券化商品、証券投資信託、不動産投資信託、商品先物取引等の値動きのある金融商品・金融派生商品であり、それらの価格は、各国の政治・経済・社会情勢、組入有価証券の発行体の経営や財務状況の変化による信用力等の影響、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場動向、不動産市況動向、現物商品の市況状況・商品指数の相場動向、その他の指標の変動等により損失が生じ、投資元本を下回るおそれがあります。相対取引の場合、カウンター・パーティーの信用力低下により損失が生じる場合があります。また、当該金融商品等にクローズド期間が付されている場合および流動性が充分でない場合等には、売買の機会が制限を受け、直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を割り込むことがあります。さらに、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。
- > 上記は主な投資リスクであり、投資一任契約に基づく運用に関する全てのリスクを網羅したものではありません。それぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面およびこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

ご注意

- > Copyright© 2020. Russell Investments. All rights reserved.
- > 当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメント グループの会社の総称です。
- > ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツおよび少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズとラッセル・インベストメントの経営陣から構成されています。
- > フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメント グループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメント グループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。
- > 当資料は、当社が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、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。
- > 当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部又は一部の複製、転用、配布はいかなる形式においても ご遠慮下さい。
- > 当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の商品の推奨等の投資勧誘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資料ではありません。
- > 当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。
- > 当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。
- > 当資料に記載の目標数値はあくまで目標であり、将来の結果を保証するものではありません。
- > 特段記載の無い限り、当資料に記載されているデータの出所は、ラッセル・インベストメントです。
- > 当資料内におけるシミュレーションは過去のデータによる試算であり、当資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

インデックスについて

- > HRFIはHedge Fund Research, Inc.が公表しているインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- > MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。
- > ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。
- > インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。