日興アセットマネジメント

「ヘッジファンドのお家芸」をマイルドに実践 キャッシュ代替にも使えるレラティブバリュー戦略

先進国国債レラティブバリュー戦略

歴史的な低金利はなお続いているが、こんな環境だからこそ持ち味を発揮する投資手法もある。レラティブバリュー戦略がその１つだ。金利のようなマクロファクターではなく同種のアセット間の価格差（ミスプライシング）をターゲットとするため、基本的に市場環境を問わず収益を狙える。

日興アセットマネジメントの「先進国国債レラティブバリュー戦略」は、ヘッジファンドのお家芸ともいえるこの手法を、独自のアプローチで日本の投資家向けにカスタマイズした運用商品だ。同社プロダクト・スペシャリスト部でシニアバイスプレジデントの藤永雅士氏は次のように話す。

プロダクト・スペシャリスト部
シニアバイスプレジデント
藤永 雅士氏

「各国政府がコロナ対応で大規模な財政政策を打ち出し、一方で各中央銀行が盛んに国債の買い入れを行っている今は、市場が金利上昇と低下、両方の圧力にさらされている状態。むしろこのような環境にあってこそ豊富な投資機会に恵まれるのが、レラティブバリュー戦略の持ち味です」

投資対象は先進10カ国の国債と金利デリバティブに限定。目標リターンは１カ月円LIBOR＋３％、目標リスクも３％。リターン、リスクともに10％ほどを目標とする一般的なヘッジファンドのレラティブバリュー戦略とは対照的に、マイルドな商品性が鮮明だ。実際、一部のヘッジファンドはクレジットリスクや流動性リスクを取ることもいとわないが、この戦略はそれらを注意深く排除する。為替やデュレーションのリスクも極力取らず、格付けと流動性がともに高い投資対象にこだわる。

豪州きってのRVマネジャー リスク管理の徹底で下値を抑制

運用を担うのはオーストラリアの運用会社、アデア・インベストメント・マネジメント（以下、アデア）。シドニー拠点の同社は2008年の設立以来、運用を手がけるすべての戦略が債券レラティブバリュー戦略という、この手法のエキスパートだ。

「収益源泉はグローバルに分散していますが、オーストラリア市場を知り尽くしていることが彼らの強力なエッジとなっているのは間違いありません。そもそも豪州系のレラティブバリュー・マネジャーは珍しい上、米系・欧州系のマネジャーにとってこのエリアへのカバレッジは相対的に低いのです」（藤永氏）。

アデアのもう１つの優位性は、すでに触れた一般的なヘッジファンドとは大きく異なるレラティブバリュー戦略のハンドリングにある。ヘッジファンドはハイリターンを狙えばこそハイリスクで、いきおいリソースを消耗することもある。損失を被ったがため余裕をなくし、魅力的な投資機会をみすみす逃すことにつながる。

「コストに見合う収益にこだわるあまり、チャンスを見送るマネジャーとは対照的に、当戦略はニッチな投資機会についても機動的にポジションを取りに行けるのが強み。一発狙いではなく『コツコツ当てていく』スタイルです」（藤永氏）。

2020年３月、同９月など、ヘッジファンドが振るわなかった時期に下値幅を抑えられたのも、そうした堅実な運用姿勢の賜だ（図）。加えて藤永氏は、ダウンサイドリスク抑制へのこだわりを強調する。

「昨年３月もそうでしたが、市場環境が悪化するとミスプライシングが拡大するケースがあります。一般的なレラティブバリュー戦略はその結果、ベーシックなポジションから想定外の損失を被ることがままあるのです。その点、同戦略ではリスクオン局面とリスクオフ局面、それぞれにおいてワークするポジションを組み合わせ、どちらかに偏ることがないように心がけています」（藤永氏）。

ポートフォリオ構築に際しては、ポジション１つひとつのリスク量を測り、ほかのポジションとの相関を確認した上で、全体のリスクが３％になるよう精緻な調整を施す。さらにストレステストによる検証と修正を抜かりなく行うのは、ショック時に備えてのことにほかならない。

そこで駆使するテクノロジーとツールは市場の歪みの探索にも活躍するが、歪みの背景を洞察するジャッジメンタルなプロセスも重視していることを特筆しよう。

「たとえば昨年10月末、ユーロのスワップカーブが超長期で下ブレしていました。普通は期間が長いほど金利が高くなることからして、典型的な市場の歪みです。だからと安直にポジションを取りにいくのではなく、まずはイレギュラーな事態の理由を突き詰めて分析します。『生保や年金などのLDIが多かったから？』『米大統領選などを控えたインプライドボラティリティ上昇で生じた特殊需要のため？』……といった具合です。いずれ解消される歪みであるかを確認するこのプロセスが、パフォーマンスを下支えするのです」（藤永氏）。

同戦略は、すでに複数の年金が投資しているほか、コンサルティング各社からの評価も高い。

「伝統資産はもちろん、ほかのレラティブバリュー戦略との相関が低いのも特徴です。日次解約も可能ですから、債券ポートフォリオのほかキャッシュ運用の受け皿としてもご活用いただけます」（藤永氏）。

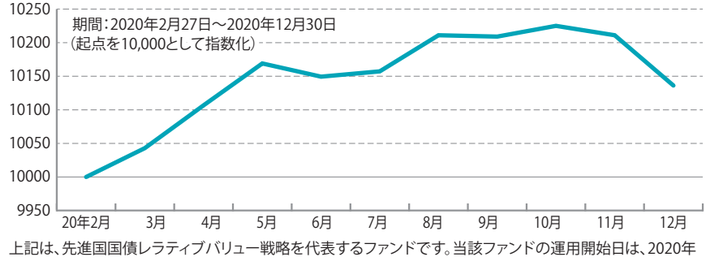
不透明な市場環境が続く今、最有力の選択肢に加えたい投資戦略だろう。AD

図 先進国国債レラティブバリュー戦略のパフォーマンス

国内投リターン（信託報酬控除後）　（単位：%）

年度	1Q				2Q				3Q				4Q				YTD
	4月	5月	6月		7月	8月	9月		10月	11月	12月		1月	2月	3月		
2019															0.43		0.43
2020	0.64	0.62	-0.20	1.07	0.08	0.54	-0.02	0.60	0.16	-0.14	-0.75	-0.73					0.93

ファンド設定来　1.36



上記は、先進国国債レラティブバリュー戦略を代表するファンドです。当該ファンドの運用開始日は、2020年2月27日です。
リターンは円ベースであり、運用報酬控除後、取引費用控除後、利子・配当収入等再投資後のものを表示しています。
グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■投資対象　日興アセットマネジメント株式会社の先進国国債レラティブバリュー戦略に合致した有価証券および金融派生商品　報酬等の概要：お客様には以下の費用をご負担いただきます。〈投資顧問報酬等〉固定報酬（投資信託に投資する場合を含む）：年率0.971％（税抜き0.935％）以内　その他費用：組入れ有価証券の売買委託手数料など。また投資信託に投資する場合、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入れ有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立にかかる費用、借入金の利息、借株の費用などがかかる場合があります。※その他費用については、運用状況などにより変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。契約に関してお客様が預託すべき委託証拠金はございません。当戦略の投資に際しては、投資一任契約に基づき投資信託に投資する場合があります。■当広告に掲載される情報は、日興アセットマネジメント株式会社が、お客様と締結する投資一任契約における運用のご参考として表示したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。■投資リスクについて　当戦略は、主に債券および金利・債券関係の金融派生商品を実質的な投資対象とし、価格関連性が高いと判断される債券・金融派生商品間の相対的な価格の歪み（ミスプライシング）を利用してリターンの獲得をめざしますので、債券および金利・債券関係の金融派生商品の価格変動、相対的な価格の歪みの拡大／縮小などの影響により、運用資産の評価額は変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、投資元金は保証されているものではなく、運用資産の評価額の下落により、損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。当戦略の運用による損益はすべて投資者の皆様に帰属します。当戦略の主なリスクは以下の通りです。①価格変動リスク、②流動性リスク、③信用リスク、④為替変動リスク、⑤カウンターパーティーリスク、⑥カントリー・リスク、⑦デリバティブリスク、⑧レバレッジリスク等

日興アセットマネジメント株式会社　www.nikkoam.com/
お問い合わせ先　機関投資家事業本部　電話：03-6447-6515　メール：nam.fi@nikkoam.com
〒107-6242　東京都港区赤坂9-7-1　ミッドタウン・タワー
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第368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

nikko am 日興アセットマネジメント