

注目が集まるオルタナティブ・リスクプレミアム戦略～死角はないのか？

近年、ヘッジファンド版のスマートベータとも言えるオルタナティブ・リスクプレミアム戦略が注目を集めています。本稿では、オルタナティブ・リスクプレミアム戦略の概要と注目を集めている背景を解説します。また、オルタナティブ・リスクプレミアム戦略の弱点、留意点についても解説します。

オルタナティブ・リスクプレミアム戦略とは

オルタナティブ・リスクプレミアム（あるいはオルタナティブリスクプレミア、オルタナティブベータ、スタイルファクターなど様々な名称で呼ばれる、以下ARP）とは、アノマリーなどにより発生する市場の非効率性を源泉とするリスクプレミアムです。

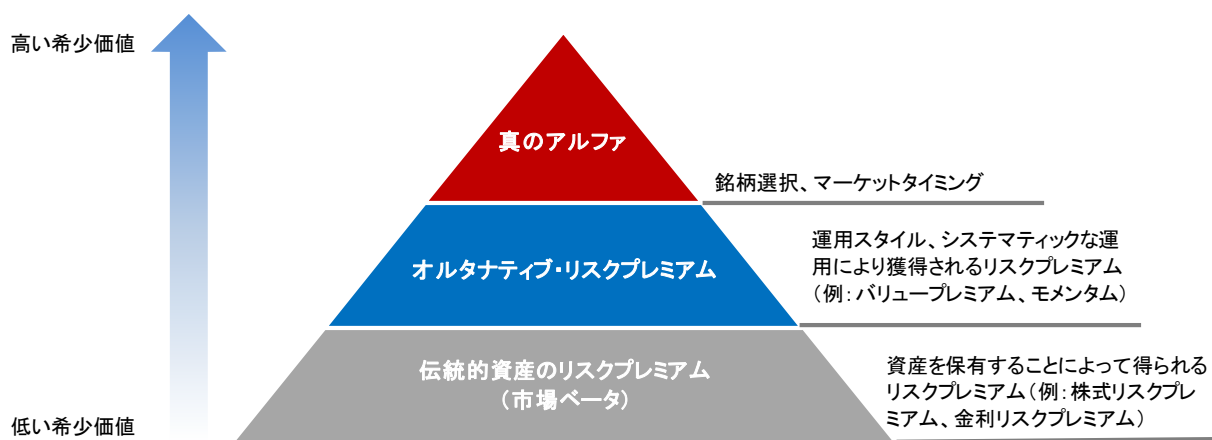
ARPは、ヘッジファンドの収益源泉である「市場の非効率性」の一部をルールベースの運用で獲得する手段と考えられ、Hamdan et al.(2016)

によるとヘッジファンドなどのリターンは以下のよう
に分解できます。

$(\text{ヘッジファンドなどのリターン}) = (\text{伝統的なリスクプレミアム、ベータ}) + (\text{ARP}) + (\text{真のアルファ})$

ヘッジファンド版のスマートベータ戦略として捉えられることも少なくありません。低コストかつルールベースの戦略で従来のヘッジファンド運用（アクティブ運用）を代替する可能性があるためです（図表1参照）。

図表 1 オルタナティブ・リスクプレミアムとは



（出所）Lars(2016)などを参考に野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

なぜ、注目が集まっているのか

ARP戦略が注目されている理由としては、次の3つが考えられます。

(1) Value For Moneyの流れ

近年、運用報酬に見合う付加価値を運用機関が提供しているかどうか、をより厳格に評価するトレンド(“Value for Money”と呼ばれます)があります。これまでアルファだと思っていたものが、ARPによって獲得できるものとしたら、投資家はARPを活用することで運用コストを削減することができるはずです。

(2) ファクターへの注目の高まり

ポートフォリオ構築、リスク管理においてリスクファクターがより利用されるようになってきました。ARPを活用することで、投資目的に沿ったポートフォリオのカスタマイズ、調整ができる可能性があります。

(3) 高い流動性・透明性

流動性が高く、また透明性も高いため、銀行や保険会社などの高いレベルでの透明性

を要求する投資家にとっては使い勝手のよい戦略と考えられています。

ARP戦略の主な投資手法

ARPを謳った戦略は、近年、数が増えています。

しかし、必ずしも同じようなリスク、リターン、戦略とはなっていません。具体的にはファンドによって次のような点で違いがあります。

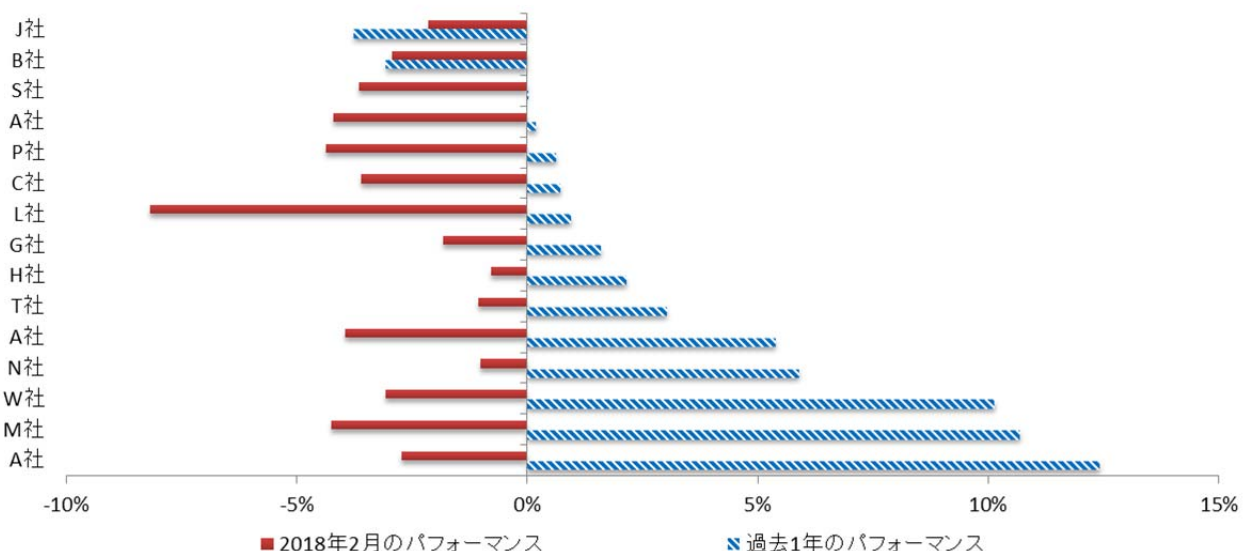
➤ 採用しているリスクプレミアムの違い

何をAPRと捉えるかは、運用会社によって微妙に異なっています。

➤ 目標リスク・リターン、ポートフォリオ構築手段

目標リターンに応じてレバレッジの水準が異なっています。また、ほとんどのファンドはリスクプレミアムをリスク等配分するようなポートフォリオ構築手法を利用していますが、リスクの定義、主要戦略毎にリスクを等配分するのか、サブ戦略も含めて、リスクを等配分するのかによって配分には差異が生じます。

図表 2 主要な ARP 戦略の過去 1 年、2018 年 2 月のパフォーマンス



(注) 過去 1 年とは、2017 年 4 月～2018 年 3 月。報酬控除後、ドルベースまたはユーロベースのパフォーマンス
(出所) eVestment より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

➤ ARP獲得の手段

ARPの獲得手段としては、①投資銀行等が作成したインデックスをスワップ契約などにより獲得する、②自前で運用戦略を構築する、の主に二つがあります。どの手段を使うかによって取引・運用コストに差が発生します。

2018年2月はほぼすべてのファンドが下落

注目されている一方で、このARP戦略の運用実績ですが、必ずしも順調とは言えません。

特に2018年2月はほとんどの戦略が大きな下落となりました。株式以上の下落となった戦略も少なくありません(図表2参照)。

2018年2月にパフォーマンスが低迷した理由は以下のようなものが考えられます。

(1) トレンドの急な反転

過去1年近くリスク性資産の価格は上昇トレンドにありました。それが2018年2月5日に一気に反転し、下落に転じました。ARP戦略は、ほとんどの場合、トレンド戦略(モメンタム戦略)を組み入れています。トレンド戦略は、トレンドが継続する局面では有効に機能しますが、トレンドが急転換する局面では、苦戦しやすいという特徴があります。

(2) ボラティリティの急上昇

VIX指数の数値が一日で115%上昇するなど、市場のボラティリティが急上昇しました。ボラティティショートやオプションショートなどの戦略が大きな損失を被りました。

(3) これまでの経験則とは、異なる資産価格の動き

2018年2月は、金利が上昇し、同時に株式も下落するという過去の相関関係が示唆するものとは逆の動きがありました。このような「本来こうなるはず」という動きと違う市場の動きが発生したことで、リスク等配分によるリスク分散が機能しませんでした。

ARP戦略の留意点

弊社は、ARP戦略の意義を評価しつつも、以下のようないくつか留意すべき点があると考えています。

(1) 見かけの相関係数に騙されない

ARPの中には、オプションのショートを利用した戦略があります。オプションショート戦略は、オプション料が安定的に得られる一方、価格変動が大きくなると損失が発生します。こういった損益(ペイオフ)の戦略は、ほとんどの状態で連動性がないため、伝統的資産との相関係数は小さくなります。その一方で、伝統的資産の価格との因果性は、依然として存在します。相関係数のみで分散効果を考慮するのではなく、シナリオベースでのストレステストにより、分散効果を検証する必要があると思われます。

(2) 動的なリスクプレミアムであること

ARPは、株式や債券のようにただ保有していれば、獲得できるプレミアムではありません。たとえば、バリュエーションであれば、何が割安かは時間の経過とともに変化するため、動的に投資銘柄や配分を変更することが必要です。運用マネージャーがそういった動的な対応をどの程度行っているのか、行う能力があるのか、留意する必要があります。

(3) 運用実績の短さ

ARP戦略のマネージャーは総じて、実運用期間が短いものが多く、本当に運用戦略が有効的に機能するかどうかを、慎重に検討する必要があります。

ARP戦略は、運用コストの効率化やリスクファクターのコントロールといった投資家の多様な運用目標の達成を実現するに当たって、有用な手段と考えられます。上記のような点を留意しつつ、活用方法を検討すべきだと思われます。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月18日(月)

発行予定です。

野村證券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集：野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所

発行：野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。