

野村證券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
木須 貴司

### 苦戦するヘッジファンド・保険リンク戦略

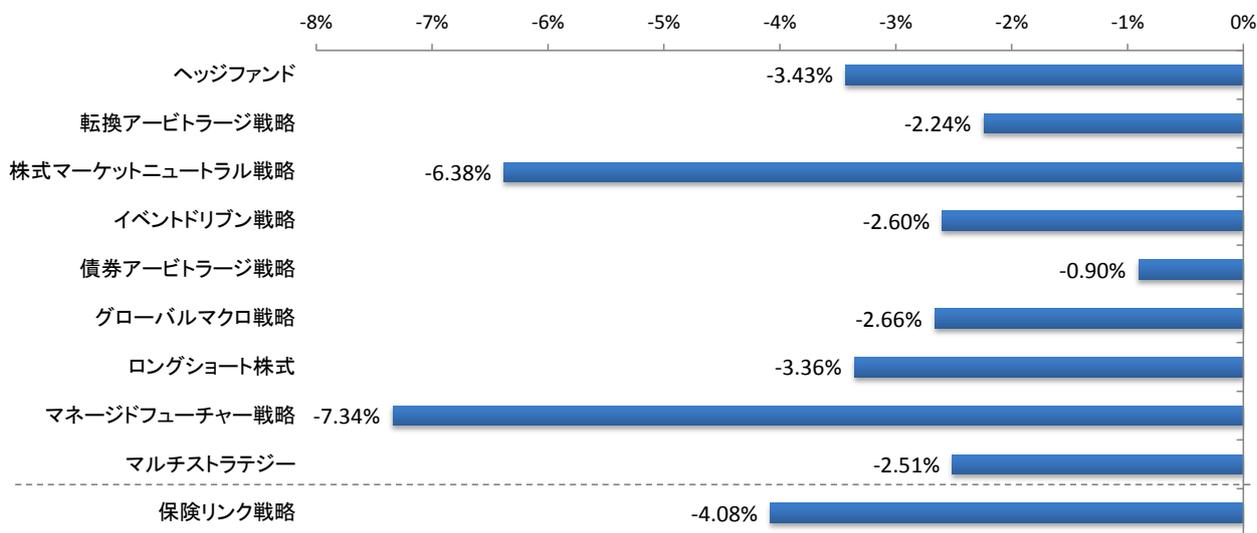
オルタナティブ資産(流動性あり)が苦戦しています。直近1年間(2018年3月～2019年2月)でヘッジファンドの指数が-3.4%、再保険戦略などの保険リンク戦略の指数が-4.1%といずれもマイナスです。保険リンク戦略については、主にキャットボンドに投資する戦略を除いて、マイナスとなっています。本稿では、その要因を解説します。

#### 低調だった2018年度のオルタナティブ資産(流動性あり)

国内年金が投資しているオルタナティブ資産のうち一定の流動性がある資産は限られています。それは、ヘッジファンド、保険リンク証券などに投

資する保険リンク戦略、もしくは投資家によってはバンクローンなどのクレジット資産です<sup>1</sup>。本稿では、クレジット資産を除くヘッジファンドと保険リンク戦略を流動性があるオルタナティブ資産としています。

図表 1 過去1年間のオルタナティブ資産(流動性あり)のパフォーマンス



(注) 2018年3月～2019年2月のデータを利用。ヘッジファンドについては円建て。保険リンク戦略についてはドル建て  
(出所) Credit Suisse, Eurekahedeg より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

<sup>1</sup> マルチアセットをオルタナティブに加えるケースもあります

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。

その流動性があるオルタナティブ資産のパフォーマンスが今年度は低迷しています(図表1参照)。ヘッジファンドは、どの戦略の平均もマイナス、保険リンク戦略も平均値はマイナス収益率となっています。

今年度は、株式、債券のパフォーマンスも芳しくなく、その中であって、流動性があるオルタナティブのパフォーマンス低迷は、年金運用にとって二重あるいは三重の打撃となっています。

### ヘッジファンドの低調なパフォーマンスの要因

ヘッジファンドのパフォーマンス低迷の理由については以下が考えられます。

#### 1. 株式市場、クレジット市場の影響

大半のヘッジファンドは、多少、市場ベータを取っているため、株式市場やクレジット市場が下落するとその影響を受けます。

#### 2. バリューストックの苦戦、中小型株の低迷

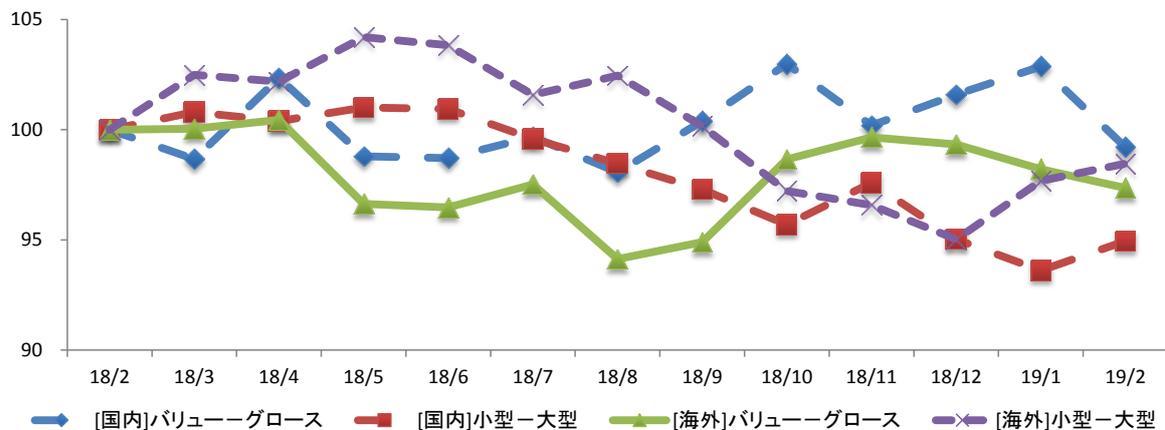
ヘッジファンドが行っていることは、基本的には、何らかの理由で割安と考えられているものをロング(買い持ち)し、割高と考えられるものをショート(空売り)することです。

2018年に関しては、一般的に割高と考えられている銘柄が引き続き上昇しました。また、ヘッジファンドが比較的ロングしていることが多い、やや流動性が低い中小型株式が2018年は大型株以上に下落しました。その結果、打撃を受けたヘッジファンドが数多くいました(図表2参照)。

#### 3. トレンドフォロー、システムティック運用の不振

サッカーやバスケットボールのドリブルでは、フェイントと呼ばれる相手をだまして、抜き去る技術があります。2018年は、トレンドフォローなどの多くのシステムティック戦略が市場のフェイントに騙されてしまったと言ってよいでしょう。特に2018年10-12月は、株式市場は、上昇後に大きな下落、その後一旦上昇したものの大きな下落が起こるという環境でした。これは、典型的なトレンドフォローやパターン認識を活用している戦略には、非常に困難な環境でした。実際、株式トレンド戦略の指数(Barclays US Momentum Equity)は、2018年10-12月は22%下落しました。

図表2 バリューストック v.s. グロース、中小型 v.s. 大型



(注) 2018年2月末を100として図示

(出所) MSCIのデータ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。

もちろん、すべてのヘッジファンドが苦戦したわけではなく、好調なヘッジファンドもありました。ただ、Preqinによるとヘッジファンドの6割程度が2018年はマイナス収益となったようです。

## 2年連続大幅下落となった保険リンク戦略

保険リンク戦略についても2年連続で大幅な下落となりました。

図表3は、国内年金が比較的投資しているケースが多い保険リンク戦略のパフォーマンスを比較しています。

特に再保険を投資対象とする戦略が大きく苦戦していることが分かります。

その理由は、次の3点と考えられます。

- ① カリフォルニアの山火事などの大規模な保険被害の発生
- ② 2017年の保険被害額の拡大(これはサイドポケットの有無により影響が異なります)
- ③ 日本の風害・水害

保険リンク戦略については、2018年度の初めには、収益率改善への期待がありました。2017年度に米国を襲ったハービー・イルマ・マリア

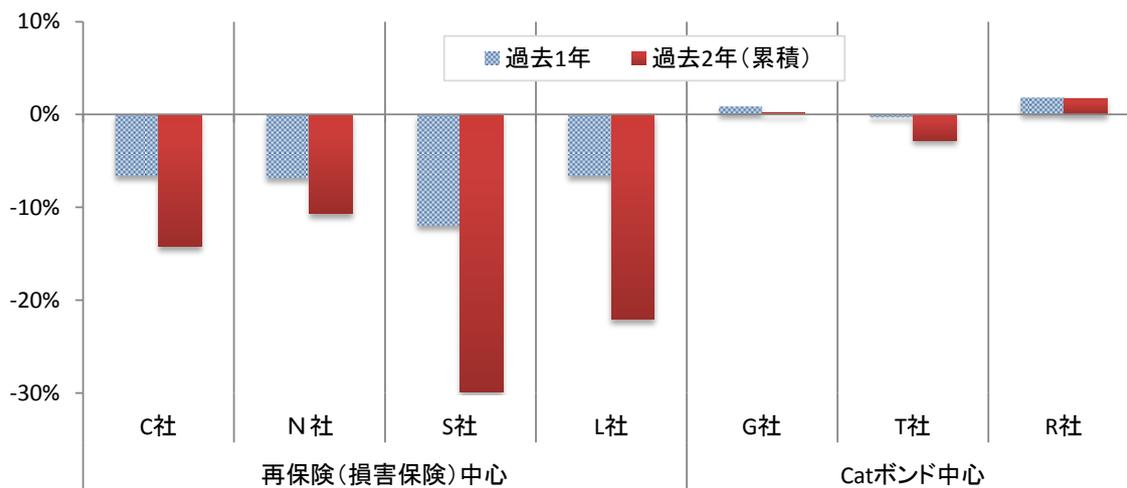
(HIM)および山火事などの大規模な災害が発生していたため、保険料率上昇が見込まれていたためです。

しかし、保険料率の上昇幅は年金ニュース解説No.770「試練に直面した保険リンク証券」でも書いたとおり、投資家の資金流入が続いたことで、期待外れに終わりました。

2019年は、保険リンク戦略への資金流入は、あまりなさそうです。むしろ、一部のファンドでは、資金流出となっているようです。2018年11月には、いくつかのファンドが留保担保により、流動性が限定されていた上に多額の解約請求があったため、流動性があるキャットボンドを市場で売却したという噂もあります。

このように資金流入があまりないと予想されているため、需給の関係から今年の再保険の保険料率は上昇が予想されています。特に日本の保険契約などが更新される4月、北米の山火事やハリケーンなどの契約が更新される6-7月の保険料率上昇を見込む声をよく聞きます。

図表3 国内年金が投資していることが多い保険リンク戦略のパフォーマンス

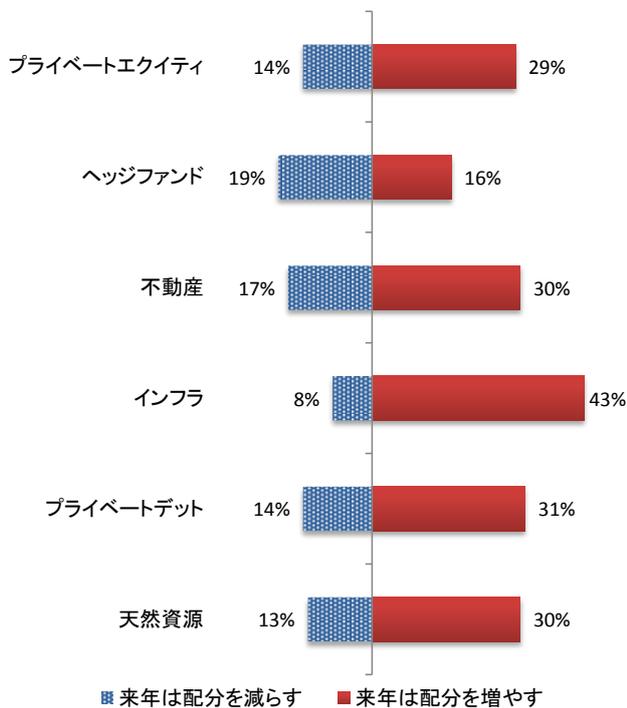


(注) 2018年12月末基準。期ズレ等は調整。また、一部、ドル建てのデータから3Mフォワードレートを為替ヘッジコストとして控除したデータを利用

(出所) 各種データ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。

図表4 オルタナティブの中での需要  
(2018年上半期の調査)



(出所) Preqin のデータ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

ただし、1月にも多くの契約更新が毎年ありますが、今年1月の保険料率上昇はほとんどありませんでした。過度の期待はすべきではないと思われる。

### 投資家の動きは？

流動性があるオルタナティブの直近のパフォーマンスを受けて、流動性がないプライベートエクイティ、プライベートデット、不動産などのプライベート資産に資金が向かう可能性があります。実際、ここ数年、Preqinが調査している投資動向を見てもオルタナティブの中で、ヘッジファンドの不人気は顕著です(図表4参照)<sup>2</sup>。

しかしながら、一般的にプライベート資産も割高となっており、先行きを慎重に見ていく必要があります。

<sup>2</sup>なお、2018年11月の調査では、ヘッジファンドについて「増やす」が「減らす」を徐々に上回ったようです

### 短絡的な行動には注意が必要

パフォーマンス悪化を受けて、ヘッジファンド、保険リンク戦略を見直す動きが少なからずあるようです。ただし、1-2年だけの短期的なパフォーマンス悪化だけを理由に判断するのは、必ずしも正しいとは思えません。

なぜなら、過去のパフォーマンス、特に短い期間のパフォーマンスは、必ずしも将来を示唆していません。また、ヘッジファンドについては、パフォーマンスが悪化し、ハードルレート(ハイウォーターマーク)を下回った場合、成功報酬が徴収されなくなります。そのため、そのまま投資を継続している方が他の戦略に乗り換えるよりも有利な場合があります<sup>3</sup>。

なお、構造的なパフォーマンス低迷の要因がある場合もあります。たとえば、期待される収益率が運用コスト(含む為替ヘッジコスト)を下回っているようなケースです。国内投資家向けにマーケティングされているオルタナティブ資産は、国内年金の目標収益率やリスク許容度を勘案し、低リスク・低リターンであるものが多く、為替ヘッジコスト上昇により、諸々のコスト控除後で期待される収益率が非常に低い水準になってしまうケースがあるのではないかと筆者は考えています。こういった戦略については、見直しが必要なのではないかと思われる。

単純にパフォーマンスが悪いことだけを理由にせず、原因を理解し、将来どうなるかを検討した上で判断することが必要だと思われる。

<sup>3</sup>成功報酬がないとファンド運用者のモチベーションが低下し、さらなるパフォーマンスの悪化、あるいはファンド清算となるケースもあるので、注意が必要ですが

このレポートは、年金基金運用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。年金基金運用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。

— 次号のお知らせ —

次号は

**4月8日(月)**

発行予定です。

## 《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

## 《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

## 野村証券からのお知らせ

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)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))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。

## 野村証券株式会社

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：野村証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：野村証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](mailto: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。