

# M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

## 第11回 その他資産のDD (商品コンセプト・パフォーマンス評価)

### 1 はじめに

本レポートにおける「その他資産」とは、株式、債券等の「伝統的資産」で「買持運用」を行うもの以外を指し、代替資産(伝統的資産以外の資産)に投資するものと、代替戦略(伝統的な買持戦略以外の投資戦略)によって運用を行うものとに大別できます。この2つを合わせて代替投資(オルタナティブ投資)と呼ばれますが、新たな収益機会の獲得や伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性による相関の低さから分散効果を期待して投資されることが多い資産です。

代替資産には不動産、金や原油等の商品(コモディティ)、プライベートエクイティ、道路・鉄道等のインフラ等が挙げられますが、十分な流動性が求められる公募投信の投資対象として実物資産は不向きであることから、国内外の不動産に投資する不動産投資信託(REIT)や、金や原油等の商品先物への投資に限定されているのが実状です。代替戦略の代表的なものはヘッジファンドですが、本レポートでは株式ロング・ショート戦略(注1)等の個々の運用戦略もヘッジファンドに区分します。また、株式等のブル・ベアファンドは先物代替の投信と整理してヘッジファンドには含めず、本レポートでは扱いません。

なお、今回は商品コンセプトとパフォーマンス評価をまとめて説明しますが、設定ファンドが多い国内外のREITに投資するものを中心に、コモディティ、ヘッジファンドについてもポイントを絞って説明していきます。

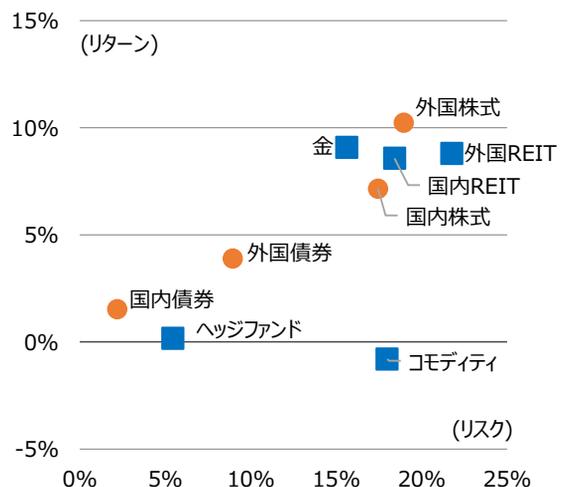
### 2 その他資産のリスク・リターン特性

#### (1) リスク・リターン水準

まず、内外REIT、コモディティ、金、ヘッジファンドのリスク・リターン特性を過去の実績で確認します。これら5資産の市場データが揃えられる2003年4月から2021年3月までの期間で計測したリスク・リターンと伝統的資産のリスク・リターンの分布を示したものが図表1(注2)です。

内外REITのリスク水準はそれぞれ内外株式よりも若干高い程度でリターン水準も似ています。コモディティや金のリスク水準は内外株とほぼ同程度ですが、コモディティのリターン水準は2000年代の新興国ブーム以降、原油等を中心に供給過多等の要因から価格が低迷しており、若

図表1 その他資産と伝統的資産のリスク・リターン



出所：BloombergよりM&amp;I総研作成

干のマイナスとなっています。ヘッジファンドは、もともと絶対リターンを目指す運用手法であることを踏まえ、ここでは為替ヘッジ付のリスク・リターンを見ています。高リスク商品という印象が強いヘッジファンドですが、平均的には内外債券の中間のリスク水準で比較的安定性を重視して設定された商品が多いことがうかがえます。リターン水準は若干のプラスに留まっており、平均で見ると低迷していると言って良いでしょう。市場環境に加えて低金利環境下でのヘッジファンドのリターン特性が原因なのですが、この点については後ほど説明します。

## (2) 伝統的資産との相関

代替資産や代替戦略は伝統的資産とは収益源泉が異なることから、伝統的資産とのリターンの相関は一般的に低い傾向があると考えられ、ポートフォリオに組み入れた場合の分散効果が期待される資産です。これを確認するため、2003年4月から2021年3月までの期間で計測した相関係数が図表2(注2)です。

金はどの伝統的資産とも概ね無相関であり、代替資産に期待される特性が最も表れている資産といえます。一方、ヘッジファンドは内外株式に対して強めの相関が見られ、今回の計測期間においては、一般的に期待されるような高い分散効果は発揮できていなかったことがわかります。

また、内外REITやコモディティも内外株式や外国債券と相応の相関が認められます。特にリーマンショック以降は、各国金融当局の政策協調と、量的緩和やゼロ金利政策による過剰流動性の常態化によって、その他資産の分散効果は従前よりも低下している、とM&I総研では考えています。

図表2 その他資産と伝統的資産の相関係数

	国内REIT	外国REIT	コモディティ	ヘッジファンド	金	
国内株式	0.6	0.6	0.5	0.6	0.1	0.7~1.0 強い相関がある 0.4~0.7 やや相関がある 0.2~0.4 弱い相関がある 0.0~0.2 ほとんど相関なし
外国株式	0.5	0.8	0.7	0.7	0.2	
国内債券	0.1	-0.0	-0.2	-0.1	0.0	
外国債券	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	

出所：BloombergよりM&I総研作成

ここまでは、その他資産のリスク・リターン水準や伝統的資産との相関の概略を説明してきましたが、次の章では各資産クラスの収益源泉を説明する中で、リスク・リターン特性をもう少し掘り下げながら、適合する顧客ニーズについても説明していきます。

## 3 資産の特徴と収益源泉

### ① 内外REIT

#### (1) 仕組みと特徴

REIT(Real Estate Investment Trust)はその名の通り、不動産を購入し、そこから得られる賃料収入や不動産の売買益を原資として投資家に分配する投資信託スキームで、不動産への間接投資と考えて良いでしょう。本来、不動産はそれほど流動性の高い資産ではありませんが、REITの場合は多数の銘柄が上場市場で活発に取引されており、高い流動性が確保されています。また、REITを運営する投資法人は利益の一定比率以上(国内では90%超)を分配することで分配金が損金算入できるため(実質的に法人税は免除)、税務面でも効率よく運用することができる不動産投資スキームといえます。

公募投信の投資対象のほとんどは上場REITであり、高い流動性と安定した分配金が特徴の資産です。一方、REITの値動きは、債券で運用する投信のように安定している訳ではありません。REITの投資対象である不動産の価格は頻繁に値付けされることはありませんが、上場REITの価格は保有不動産の賃料や物件評価額の動向、金利動向などを織り込みながら日々変動しており、市場環境によっては内外REITのリスク水準は内外株式よりも高めになることも多いようです。

ちなみにREITの価格変動要因の中には、借入金コストや将来受け取る賃料の現在価値を算出する際の割引率など、金利に連動する要素が多いことから、「REITの価格は金利上昇局面で下落しやすい」といわれますが、一方で不動産の価格や賃料水準は景気拡大局面で上昇しやすいため、所謂「良い金利上昇」の場合は、短期的には調整局面があるかもしれませんが、長期的には弱気材料とはなりません。

## （２）収益源泉

REITの収益源泉はその仕組みから、保有不動産の賃料収入と売買益及び前述の法人税節税効果となります。REITで運用するアクティブ型投信の超過収益源泉は、そのREITが投資対象とする不動産の地域、セクター、保有する個別物件の収益性やREIT運営会社のマネジメント評価等に関する評価スキルということになります。

世界のREIT市場の構成比率は先進国の上場REITを組み入れ対象とするインデックス等で見ると、米国が約 7 割、次いで日本が約 1 割、英国とオーストラリアが 5 %程度を占めており、日本除きのグローバル型インデックスファンドの場合、8 割近くが米国REITということになります。不動産は収益性が物件立地や物件内容に強く依存するローカル性の強い資産であるため、投資対象地域の選択は重要な収益源泉なのですが、米国以外の地域に特化するファンドについては、グローバル市場の中のごく一部の限られた範囲に投資する集中投資の度合いが強い商品と認識したほうが良いでしょう。

また、外国REITのカテゴリーでは、過去に設定された通貨選択型ファンドが数多く見られます。これらの複雑な商品は、新興国と先進国の金利差と新興国通貨リスクも収益源泉に取り込んでいますが、本レポートの第9回でも説明した通り、総じてハイリスクで期待リターンも想定も難しく、長期の資産形成には適合しにくい商品群です。

## （３）運用スタイル

REITの投資対象となる不動産のセクターは、国内の東証REIT指数では商業施設、オフィス、住宅、物流施設、ホテルの5セクターで9割以上を占めますが、グローバル市場では病院や介護施設等のヘルスケア関連施設や、昨今のデジタル経済の発展を反映してデータセンターや移動体通信ネットワーク用の電波中継棟なども大きな比率を占めています。

REIT投信のアクティブ運用スタイルは、トップダウンによるセクター別の魅力度判断とボトムアップの個別銘柄選択を組み合わせたものが多くなっています。国別配分も超過収益源泉とするグローバル型の他、投資対象地域を米国や日本、オーストラリア等に特化したアクティブファンドも設定されています。海外では、特定のセクターに特化する投信も数多く見られますが、国内公募投信では、セクター特化型のファンドはそう多くはありません。

#### (4) 適合する顧客ニーズ

世界的に金融緩和が長期化し、不動産価格が堅調に推移する中、REITにとっては高分配を維持しやすい環境が継続してきました。ドル/円相場が比較的狭いレンジで推移してきたこともあり、REITの安定分配の特性を生かした毎月分配型のREIT投信は、国内外を問わず、顧客のインカム重視資金の受け皿となり、非常に広く受け入れられる商品となりました。但し、前述の通り、定量的なリスクは株式以上に高く、「安定した分配金≠安定運用」であることをお客さまに理解してもらうことが重要です。M&I総研では、国内REITとグローバルあるいは米国のREITの2種類で長期投資を前提とした基本的なサテライト運用ニーズには十分対応可能で、米国以外の単一国や特定地域ファンド、あるいはセクター特化ファンドは、投資経験が十分でリスク許容度も高い限られた顧客層にのみ対応する商品群であると考えています。

#### ② コモディティ

##### (1) 特徴と収益源泉

コモディティに投資するファンドは、金、原油等、特定の商品に投資するものと、複数の商品に分散投資するものとに大別できますが、国内公募投信では、半数近くが先物やETF等を通じて金に投資するファンドです。複数の商品で運用する投信では、「Bloomberg商品指数」「S&P GSCI商品指数」「RJ/CRB指数」など代表的な商品指数に連動するインデックス型が多くなっています。

新興国の経済成長が著しかった2000年代には、新興国による需要の拡大が長期的に商品価格を押し上げるとする「商品市場のスーパーサイクル」を材料に、多くの商品の価格が上昇しましたが、リーマンショック以降の低成長経済の下では、原油のように供給過多となっているものも多く、循環相場が長く続いています。一方で、世界的な低金利の下で、株式下落時の債券のヘッジ機能低下を補うように2010年代後半から金に投資をするファンドの設定が増加している点は注目されます。

コモディティそのものは、株式、債券、REITとは異なり、保管コストがかかり、配当や利金のような将来キャッシュフローも生まないため、長期保有しても必ずしも収益が得られる資産ではありません。収益源泉はもっぱら需給要因から生ずる価格変動であり、ポートフォリオに組み入れることで長期投資におけるインフレ等による資産価値の目減りを防ぐ機能は持っていますが、単体で長期投資の対象として見た場合は、期待リターン水準を想定しにくい資産といえるでしょう。

##### (2) 運用スタイル、適合する顧客ニーズ

コモディティはエネルギー、農産物、非鉄金属、貴金属、畜産物などのセクターに分類できます(図表3)。

海外ではセクター特化ファンドも多く見られますが、国内公募投信では金あるいは複数商品で構成される指数に連動するインデックスファンドに2極化しており、アクティブ性の高いファンドはほとんどありません。ちなみに商品指数はセクター構成比率が指数毎に異なり、S&P GSCI

図表3 コモディティのセクター分類の事例

セクター	構成商品
エネルギー	原油、灯油、ガソリン、天然ガス
農産物	小麦、トウモロコシ、大豆、コーヒー豆、砂糖、ココア、綿花
非鉄金属	アルミニウム、銅、鉛、ニッケル、亜鉛
貴金属	金、銀
畜産物	生牛、飼育牛、赤身豚

出所：M&I総研作成

商品指数は他指数よりもエネルギーの比率が高く相対的にボラティリティが高い、RJ/CRB指数は農産物の比率が高く相対的にボラティリティが低い等、リスク特性の違いには留意が必要です。

顧客ニーズとの適合性の観点からは、伝統的資産と相関が低い金はインフレ時やドル安、政情不安等の環境下で上昇する傾向があり、イベントリスクのヘッジニーズに適合しやすい商品です。コロナショック時にも短期的な下落の後には伝統的資産に先駆けて反発し大きく上昇する値動きとなりました。一方、原油等のエネルギーは、中東の地政学リスクや米国のシェールオイル供給等の需給要因が大きく、リスク水準が極端に高いセクターです。脱炭素への各国の取り組みが加速する中、化石燃料への投資比率が高いファンドは、インフレヘッジ目的であっても、その効果に不透明要素が増えており、取り扱いが難しい商品といえそうです。

### ③ ヘッジファンド

#### (1) 特徴と収益源泉

ヘッジファンドの最大の特徴は株式、債券、REIT、コモディティのような資産のカテゴリーではなくて、運用手法のカテゴリーでありながら、一つの資産クラスとして認知されている点です。伝統的資産に投資するファンドの収益源泉は市場全体の $\beta$ と運用者スキルの $\alpha$ に分けられますが、ヘッジファンドの収益源泉は基本的に運用者スキルである $\alpha$ がほぼ全てを占めます。長期保有による市場の $\beta$ リターンは期待できないため、運用者が商品コンセプトや運用戦略から実際にリターンを獲得できているのか、しっかりと分析し、継続投資が妥当か否かを常に判断することがシビアに求められるカテゴリーといえます。

また、最近では運用コストが抑えられたファンドも増えてきましたが、「付加価値の高い高度な運用手法は高コスト」との考え方から、伝統的資産よりも運用報酬の水準が高いファンドが多く、かつては固定報酬2%、成功報酬20%の組み合わせが一般的でした。

伝統的資産との分散効果については図表2で見た通りで、リターン水準も図表1の通り、ヘッジファンド全体では過去20年程度の長期間で見ると芳しい実績を残せていない状況です。運用者の増加による競争激化やアルゴリズムトレード(注3)との競合等から、ヘッジファンドが着目してきた市場のアノマリー(注4)や価格形成のゆがみなどの収益機会が減少したといわれています。また、株式や債券のインデックスファンドの増加から割安・割高銘柄間の裁定が働きにくくなってきたこと、世界的な低金利の長期化により金利・債券系戦略の収益機会が減少したこと、ファンドで保有するキャッシュから得られる金利収入も低下したことなどが収益低迷の要因として考えられます。また、金利・債券系戦略の収益機会が減った結果、株式系戦略への投資を増やすヘッジファンドが増え、ヘッジファンド全体で見ると株式との相関が高まる傾向が強まっています。

#### (2) 運用スタイル、適合する顧客ニーズ

ヘッジファンドの運用スタイルには様々なタイプが存在しますが、図表4の通り、4つに大別できます。リスク・リターン特性は個々のファンドによって異なりますが、傾向としては①や④は市場が比較的落ち着いている局面で小さな収益機会を積み上げるスタイルでローリスク・ローリターン型、②は市場が一定のトレンドをもって大きく動く局面でリターンを上げるハイリスク・ハイリターン型、③は投資する業界や企業に対する運用者の理解度と情報収集力に大きく依存するハイリスク・ハイリターン型の特性となる傾向があります。国内公募投信では、①のマーケットニュートラル戦略や②の株式ロング・ショート戦略の単体ファンドが散見されますが、顧客

説明が容易ではないこともあり設定ファンドは多くはありません。また、バランス型で、伝統的資産による分散投資に④のマルチ戦略のヘッジファンドを追加し、収益の安定化を図るコンセプトのファンドも複数見られます。いずれにせよ、個別性が強いカテゴリーであり、個々のファンドの商品コンセプトやリスク・リターン特性を踏まえて顧客ニーズとの適合性を判断する必要があります。

図表4 ヘッジファンドの主な運用戦略

No.	戦略	概要
①	裁定取引系戦略	割安銘柄の買い建てと割高銘柄の売り建てを同額組み合わせることで、市場全体の価格変動の影響を排除しつつ、割安・割高が解消される過程で収益を得る逆張りの運用手法。マーケットニュートラル、アービトラージ等がある
②	トレンド系戦略	市場の上昇・下落の両方の局面で、市場のトレンドに追随するポジションを構築する順張りの運用手法。ロング・ショート、マネージド・フューチャーズ、グローバルマクロ等がある
③	イベント・ドリブン系戦略	企業の経営・財務に重大な影響を与えるM&A等の出来事(イベント)が発生した際に生じる株価のゆがみを収益機会と捉えて投資する運用手法
④	マルチ戦略	上記の運用戦略の組み合わせや他のヘッジファンドへの投資等、多様な投資機会に広く分散投資をすることで、収益の安定化を図る戦略

出所：M&I総研作成

## 4 リスク・リターン特性の定量分析と投資行動の確認

パフォーマンス評価については本レポートの第5回で各資産共通の総論としてリターン、リスク、シャープレシオの確認、目標収益やベンチマーク指数、類似ファンドとの相対比較、要因分析や投資行動の確認などの概略を説明するため、今回は、その他資産の分析における特徴的な部分を中心に説明していきます。

### (1) 国内REITのパフォーマンス評価のポイント

国内REITは上場銘柄数が60銘柄程度と限定されており、一定の分散投資を前提にすると高いアクティブリスクを取った運用が難しい資産クラスです。結果的に株式と比べるとアクティブ型の公募投信の設定ファンド数は少なく、約半数は東証REIT指数をベンチマークとするインデックス型です。

アクティブ型の場合、東証REIT指数に対する実績トラッキングエラーでアクティブ度を確認しますが、前述の理由から比較的マイルドなアクティブリスク水準のファンドが多いのが特徴です。各セクターに分散投資する複合型が多いため、要因分析ではセクター配分効果と銘柄選択効果を確認し、標榜している運用スタイルとの整合性を確認することが主なチェックポイントです。インデックス型の場合は、類似ファンドとのピア比較で実績トラッキングエラーや信託報酬の水準が相対劣後していないかを確認することになります。

また、内外REIT共通のチェックポイントでもありますが、REITの安定分配の特性を踏まえて毎月分配型のファンドが数多く設定されています。運用効率の観点から、分配金が運用実績と整合的な水準となっているのかも重要なチェックポイントです。

なお、国内REITの市場規模は2021年3月末時点で17兆円弱であり、株式や債券に比べるとまだまだ小規模です。時価総額が大きなファンドでは、規模の大きさが運用制約となることを避けるため一時的に購入申し込みを制限する、所謂ソフトクローズを行うケースも見受けられます。過去のソフトクローズの実績の有無や運用制約が生じるファンド規模についても、事前に確認しておきたいポイントです。

## (2) 外国REITのパフォーマンス評価のポイント

外国REITの代表的な市場ベンチマークである「S&P Developed REIT Index」の構成銘柄は約400銘柄で、国内REITとは異なり、銘柄選択により相応のアクティブリスクを取ることが可能な資産クラスです。世界全体の上場REIT市場を投資対象とするグローバル型だけではなく、特定の国や地域に特化したファンドも数多く設定されています。また、日本除きのグローバル型では、国際分散投資のパーツとして使われることもあり、インデックス型も相応数のファンドが設定されています。

なお、外国REITのパフォーマンス評価の考え方については、ベンチマーク指数との比較の方法や投資対象地域を限定したファンドのベンチマーク比較、類似ファンドとの比較等、本レポート第8回の外国株式のパフォーマンス評価と共通する部分が多いため、ここでは割愛しますので詳しくはそちらをご覧ください。

## (3) コモディティのパフォーマンス評価のポイント

公募投信でコモディティに投資するファンドの数はそれほど多くはなく、ラップ口座専用やDC専用のファンドを除くと30ファンドに届きません。このうち約6割は金の値動き、例えば金の先物指数やロンドン貴金属市場協会が発表する金地金価格への連動を目標とするファンドで、WTI原油先物指数等の原油価格への連動を目標とするものが数ファンド、残りは複数の商品に分散投資するファンドですが、こちらも商品指数への連動を目標とするインデックス型が多くなっています。

商品で運用する公募投信では、流動性や保管の観点から現物投資は難しく、先物取引やトータルリターンスワップ(注5)を使って商品指数のリターンを複製するETFやリンク債(注6)への投資を通じて運用が行われるスキームとなっています。こうしたスキームに由来する取引コストやファンドオペレーション面でのタイムラグ等により、インデックス型といっても商品指数との連動性は伝統的資産のインデックス型と比べて低く、トラッキングエラーが高くなる傾向が見られます。

なお、少数ながらアクティブ型も設定されていますが、コモディティでは各商品は1銘柄で構成されているため、ボトムアップ分析に基づく個別銘柄選択というような概念はなく、トップダウン判断による資産配分コントロールが超過収益源泉となります。

## (4) ヘッジファンドのパフォーマンス評価のポイント

ヘッジファンドの運用目標は、例えば「3年平均で6%以上」や「短期金利+4%」のように絶対収益ベースで示され、伝統的資産の市場動向に関わらず、運用者のスキルにより収益獲得を目指すものがほとんどです。従って、定量分析では公表されている運用目標や、目標設定がなければ運用会社が社内管理の目的で使用しているベンチマークとの比較を行うことが一般的です。また、常にプラスの収益を上げることを目指す運用スタイルであるため、月次リターンがプラスになる確率であるヒットレシオや、月次リターンの最大下落率であるマキシマム・ドローダウンなども運用スキルの評価に活用します。

前述の通り、ヘッジファンドの運用戦略は、裁定取引系、トレンド系、イベント・ドリブン系、マルチ戦略系に大別できますが、ヘッジファンド全体及び運用戦略別のリターンの平均値をとったインデックスもスキル評価の物差しとなります。代表的なものに「HFRI® Indices」がありますが、総合インデックスの他、運用戦略別インデックスが提供されています。評価対象のファンドが採用する運用戦略に近いインデックスと比較することで、類似ファンドとの相対比較のような評価が可能となります。

また、多くのヘッジファンドが、様々な投資アイデアに基づいた複数のポジションを構築して運用しています。そのため、戦略毎のパフォーマンスへの寄与度や、各戦略への資金配分、あるいはリスク配分の時系列推移とマーケット動向や商品コンセプトとの整合性の確認が伝統的資産以上に重要な確認ポイントとなります。

-----

その他資産で運用するファンドの商品コンセプト及びパフォーマンス評価に関する説明は以上です。次回は、複合資産のデューデリジェンスについて説明します。

(注1) 株式ロング・ショート戦略：株価の上昇が見込まれる銘柄を買い建てる一方で、下落が見込まれる銘柄を売り建てる運用手法。ロングは買い建て、ショートは売り建てを意味する。割安株と割高株のロングとショートを同額組み合わせたポジションを構築することで、市場全体の価格変動の影響を排除したマーケットニュートラル型もある

(注2) 図表1、2の各資産クラスのインデックス：

国内株式：TOPIX(配当込)、外国株式：MSCI KOKUSAI(配当込)、国内債券：FTSE日本国債、外国債券：FTSE世界国債(除く日本)、国内REIT：東証REIT指数(配当込)、外国REIT：S&P Developed REIT(除く日本)(配当込)、金：CMX金先物、商品：Bloomberg商品指数、ヘッジファンド：HFRX Global Hedge Fund(円ヘッジベース)。日本以外はいずれも弊社にて円換算を実施して使用。期間：2003年4月～2021年3月

(注3) アルゴリズムトレード：コンピューターがマーケット動向を判断し、自動的に売買を繰り返す取引のこと

(注4) アノマリー：明確な理論や根拠があるわけではないが、よく当たるとされている相場の経験則や事象のこと

(注5) トータルリターンスワップ：株式の評価損益や配当など、原資産から得られる全てのキャッシュ・フローと事前に取り決めた金利を交換する取引のこと。リターンを支払う方は保有する原資産のリスクをヘッジするために、リターンを受け取る方は原資産を保有することなくリターンを得るために用いる

(注6) リンク債：裏付けとなる資産や指数に連動して償還金額や利率などが変動する債券。日経平均株価の変動に連動する「日経平均リンク債」などがある

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。