

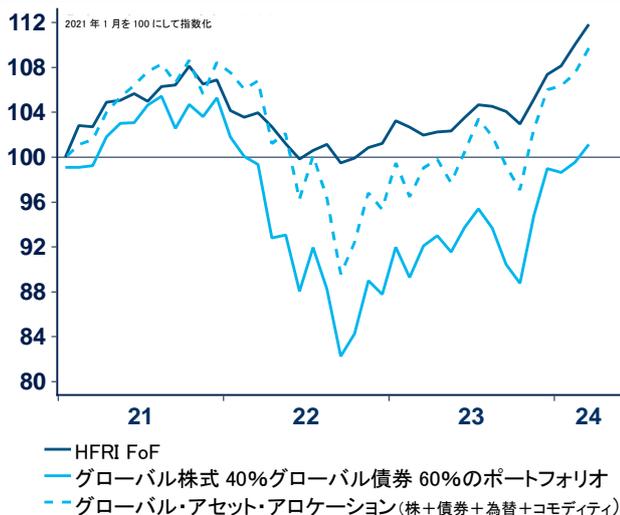
# 実物資産とオルタナティブ資産

## 2024年後半のヘッジファンド見通し

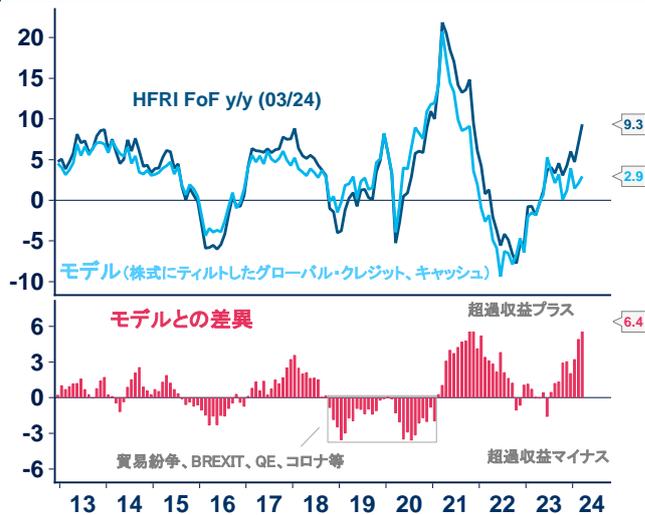
### 2023年半ば以降の強力なアルファ創出

ヘッジファンド(以下、HF)は、2024年3月現在、全体として年初来で4.2%上昇した。このパフォーマンスは、同期間で約+2.2%上昇し、ボラティリティが、より高い株式40%債券60%のポートフォリオを含む、グローバルに分散されたアロケーションと比較しても良好な結果となっている。CTA、新興国フォーカス、L/Sエクイティのディレクショナルとニュートラルの両方が、年初来のHFの良好なパフォーマンスの牽引役となった。全体として、HFは非常にしっかりとアルファを創出し続け、前年比6%強(推計)の上昇となった。

HFは引き続きグローバル・アロケーションとの比較で良好な実績



2023年半ば以降の強力なアルファ創出



出典: HFR Inc.、マクロボンド、アムンディ II。最終入手可能データ: 15/04/24 現在。本文書末尾の定義と出典を参照。

出典: HFR Inc.、マクロボンド、アムンディ II。HF 業界全体のアルファ値を推計する独自モデル。

### 2024年、市場は従前のゴルディロックスから別のゴルディロックスに切り替わる見込み

昨年末、市場は、インフレ率の低下、成長率の鈍化、中央銀行の全面的な金融緩和サイクルの開始によって、リスク資産の価格が上昇するだろうと予測していた。しかし、1月以降、世界経済の回復が確認されるなか、市場はインフレ鈍化と金融緩和の遅延・縮小を織り込んでいる。言い換えれば、投資家は昨年の過度に楽観的なインフレと金融緩和への期待、そして過度に悲観的な成長見直しを見直すこととなった。

世界的に流動性が潤沢な中、米国の消費減速が予想通り進まず、インフレが足踏みする可能性があるため、FEDは米国の消費と世界の流動性の両方が崩れるまで名目金利の上昇を放置する可能性がある。インフレが、旺盛な需要、逼迫した国内供給、あるいは外部からの供給ショックのいずれによって引き起こされているのかは、シクリカル資産の今後の動きを左右する可能性がある



Jean-Baptiste Berthon  
Senior Cross Asset Strategist  
- Amundi Investment Institute  
(Amundi II)



Jean-Baptiste Berthon  
Senior Cross Asset Strategist  
- Amundi Investment Institute  
(Amundi II)

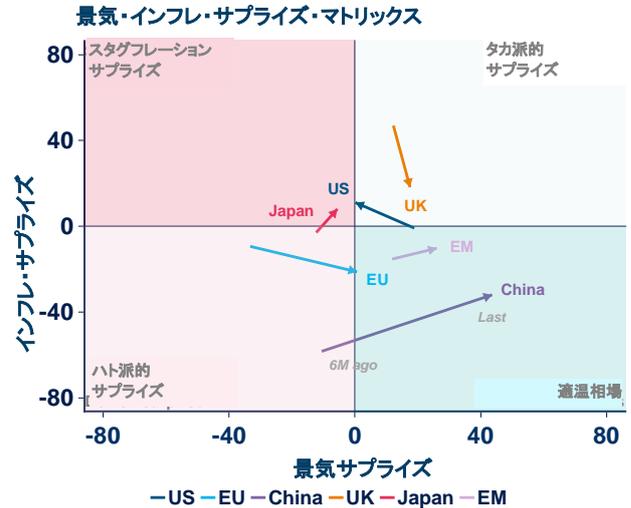


高い。米国が例外的な動きをしているのみならず、海外の成長とインフレの動きがより対照的になることで、経済、金融、市場の動きが、よりバラバラになる可能性がある。

バリュエーションが割高であるにもかかわらず、世界のファンダメンタルズは依然として良好で、深刻なクレジット・イベントやテール・イベントの発生確率は限定的であるため、リスク選好度は高くなっている。人工知能(AI)への中期的な期待もハイテク・セクターの金利依存度を下げ、市場の追加的な上昇に繋がった。しかし、金利上昇が長期化すれば、特に、誤った理由でインフレの粘着性が高まれば、市場の信認は損なわれるだろう。

世界経済のサイクルは依然として底堅い

...しかし、裏には対照的な状況が存在する



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ II。z スコア(平均値からの標準偏差の数)で表される独自のモデル。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

HF の見通しにおける 9 つの重要ポイント

1. 経済と金融政策の地域的な差異が広がれば、特に債券において相対価値アービトラージ戦略の投資機会が増えるだろう。また、市場はハイテクに集中し続けているが、他のセグメントとの差別化が進む見込みで、このような状況は HF の支援材料になる可能性がある。
2. 相対価値アービトラージ戦略は、それにもかかわらず、米国の例外的な動き、特に米ドルに連動する資産については、インフレと金利上昇の流れがより長く継続するため、上値が抑えられることになろう。
3. モメンタムはますます脆弱になり、特に債券とその代替では試行錯誤が増え、市場の方向性が定まらなくなっている。要するに、モメンタムは、主に米国株と日本株で、伸び切った状態になっているが、過去を見ると、マクロ的背景が支援的であった場合、モメンタムの反転はより広い市場において対処可能であることが証明されている。それでも、これは L/S 株式にとってリスクが高いことを意味する。プラス面としては、HF にとってベータとの競合が減ることが挙げられる。
4. 多くの資産で割高なバリュエーションが続いているため、ショート・ポジションには引き続き多くの投資機会が見込まれる。
5. マクロ・シナリオ、特に米国のマクロ・シナリオに関する不確実性は、条件付きシナリオに基づいてポジションを調整するか、あるいは、より高い反転リスクに直面することが避けられないトップダウン・スタイルにとって依然として高いハードルとなっている。このような状況では、システムティック・モデルが展開する現実主義的なスタイルが、自由な裁量を持つ運用者に比べて魅力的に映る。プラス面では、市場が様々なマクロの結果を考慮し始めると、より多くのコンベクシティ・トレード(すなわち、リスクとリターンが非対称な機会)が出現し、アービトラージ取引の機会を提供する可能性がある。
6. 消費が上向き始めると、金利の上昇(ディスカウント・キャッシュフロー分析における差異の拡大)、世界的な流動性の抑制(中央銀行の緩和遅延のため)、従来の成長ドライバーがますます重要になり、資産価格は、ますます基本的なファンダメンタルズを反映する傾向が強まる見込みだ。強力なファンダメンタルズ・プライシングは、特にファンダメンタル・アプローチを採用する HF が非常に優位となろう。
7. 米国の金利上昇に抑制されているとはいえ、穏やかなマクロ環境に支えられて企業活動は活発化し、より広範なマイクロ・カタリストが提供される。これはイベント・ドリブンと L/S エクイティにとって朗報である。
8. 株式と債券(およびクロスアセット)の相関が不安定で信頼性に乏しく、株式と債券のインプライド・ボラティリティがより多様化し、景気循環資産のリスクが高まるなかでも、HF における分散投資の魅力は損なわれていない。
9. HF は、構造的にキャッシュ・ロングで、キャリアに強いいため、当面の間、キャッシュからの寄与が増加し、恩恵を受けられる可能性が高い。



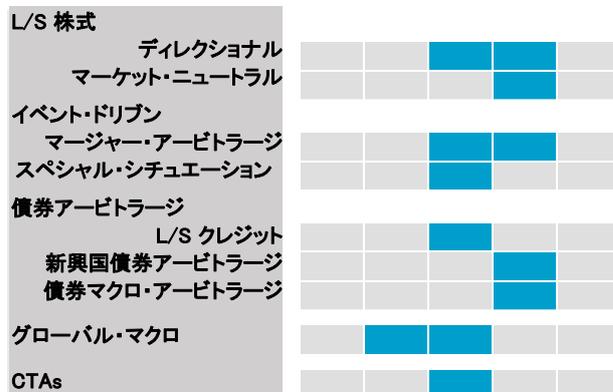
2024 年後半については、L/S エクイティ・ニュートラルと新興国債券戦略を選好する。マージャー・アービトラージも魅力的である。

インフレ懸念を背景に資産間の相関が上昇



HF 戦略のアウトルック

ヘッジファンド戦略  
今後 6 カ月の見通し要約



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ II。主成分分析(PCA)は、大きな変数の集合を、情報の大部分を含む小さな変数に変換する。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

出典: アムンディ II スタンスは 15/04/24 現在。左から右へ、否定的な見方から肯定的な見方へ。

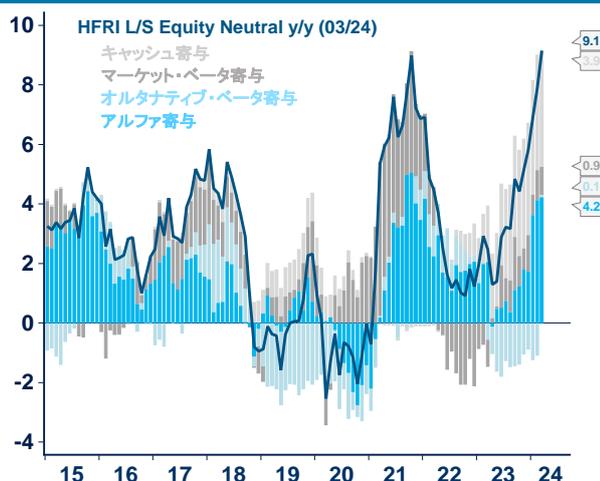
L/S 株式ニュートラルは、地域的な違いの拡大で、引き続き強力にアルファを創出する見込み

アルファの環境は、地域的に微妙な違いはあるにせよ、依然として支援的である。年初来、ほとんどの地域で株価とバリュエーションの関連性が低下した一方、株価の差異は急拡大した。その背景には、疲弊した株式ラリー、経済サイクルの進展に伴う経済の差異の拡大、そして投資家がほとんどすべての中銀が懸案となっているピボットを実施すると予想したことがある。これは、L/S エクイティ・マネジャーにとって非常に有利な環境であった。このような環境は EU ではほぼ継続しているが、米国と日本では平均的な水準に戻った。

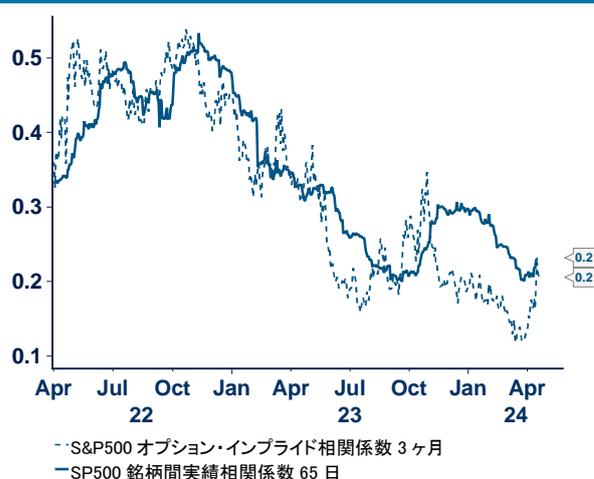
クオンツ・ファクターにも地域的な二極化が見られる。現在、EU では、米国や日本よりも、クオンツ・ファクター間およびクオンツ・ファクター内での乖離が進んでいる。クオンツ・ファクターのボラティリティも、EU のニュートラル・スタイルの方が管理しやすい。

ファンダメンタル・プライシング(ファンダメンタルズと株価の連動性)は、米国と EU では依然強いが、金利上昇懸念が支配的な日本は事情が異なっている。

L/S エクイティニュートラルによる強力なアルファ創出



米国で問われている相関係数の低下



出典: HFR Inc.、マクロボンド、アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

数ヶ月の強いモメンタムの後、バリュエーションが割高なままであるため、ニュートラル・スタイルの戦略においては、ショートの実投資機会が豊富に存在している。さらに、アムンディのロング・ショート・システムティック・ストック・オポチュニティ・インディケーターは、米国と EU の両方で、そして特にマーケット・ニュートラル・オポチュニティでポジティブな状況を示唆している。

最後に、この戦略には依然として強力なキャッシュからの貢献が期待できる(年率 2%程度)。



この戦略にとっての主なリスクは、先進国市場の金融政策ピボットの連鎖的な遅れ、株式のモメンタムの急激な変化、地政学的な要因による突然のローテーションなどである。

### 新興国債券アービトラージ、手頃なリスクで新興国市場へのアクセス

新興国債券市場の状況は、新興国に特化した HF にとって依然として魅力的だが、先進国金利の高止まりとインフレの高い粘性からの影響が主なリスクとなる。

この分野に投資するハードルは低くなっている。新興国の構造的リスクは後退し、新興国の成長は先進国をアウトパフォームし続け、さらに新興国の金利が低下し始めたところだからである。中国のデレバレッジは明らかな抑制要因だが、引き続き管理可能であろう。新興国債券のバリュエーションはフェア（公正）からやや割高だが、ネット・キャリー（リスク調整後）は他の資産と比較して最も魅力的なもの1つである。

デysinフレへの不信感と先進国金融政策のピボットの遅延が、新興国市場への資金流入を抑制しており、アルファの可能性が、まだ、完全に実現されたとはいえない。フローの大部分はグローバルの新興国指数に向かっているため、新興国間での乖離は抑制されている。投資家がより選別的になったため、デysinフレへの不信感が、ハードカレンシー債と現地新興国債の両方における相関を再び高めることとなった。

とはいえ、中国のデレバレッジに対する各国のセンシティブティ、インフレペースの不均衡、金融緩和の余地によって、新興国間の乖離は拡大するものと予想される。コモディティやハイテク・サプライチェーンに対する各国のセンシティブティも重要である。地政学は、一部の国々が中国からの分散で恩恵を受けるように、差別化の追加的な源泉となる可能性がある。これらすべての力学が相対的なアービトラージ取引の投資機会を提供すると予想される。

ミクロ・レベルのバリュエーション・オポチュニティが為替市場とクレジット市場である程度戻りつつある。また、新興国マクロ資産のロング・ショート・システムティック・オポチュニティ指標はプラス圏に戻っている。

最後に、新興国債券アービトラージ戦略は、マネジャーがベータ 1 以下の市場エクスポージャーを維持し、相対ポジションを嗜好しながら安全資産にフォーカスすることで、手頃なリスク・レベルで新興国クレジットへの魅力的なオルタナティブ・アクセスを提供すると考える。

新興国の構造的リスクの後退でハードルは低下



新興国ハードカレンシー債券は魅力的な相対ネット利回り



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

出典: マクロボンド、ブルームバーグ、S&P、アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。



## コーポレート・アクティビティの回復を活用するマージャー・アービトラージ

コーポレート・アクティビティの再開によって、幅広いビジネス・チャンスが提供されることが期待される。金融引き締め最終局面に入り、ディールの資金調達ストレスは後退している。世界経済が底堅い成長を維持し、銀行が貸出基準を緩和することで再び融資に前向きになっている兆候もあり、企業の信頼感は回復しつつある。'2022年に金利が急上昇して以来、買収が遅れていたパイプラインも再開の準備が整いつつある。米国の選挙情勢が不透明なため、影響を受けやすいセクターのオペレーションが遅れる可能性はあるが、AI やデジタル化、エネルギー・トランジション、リオンショアリング、エネルギー関連セクターには、戦略的に買収を行う、M&A の合理的な背景がある。企業の利幅が縮小し、利益と収益の伸びが緩やかになっていることも、外部成長の支援材料となっている。

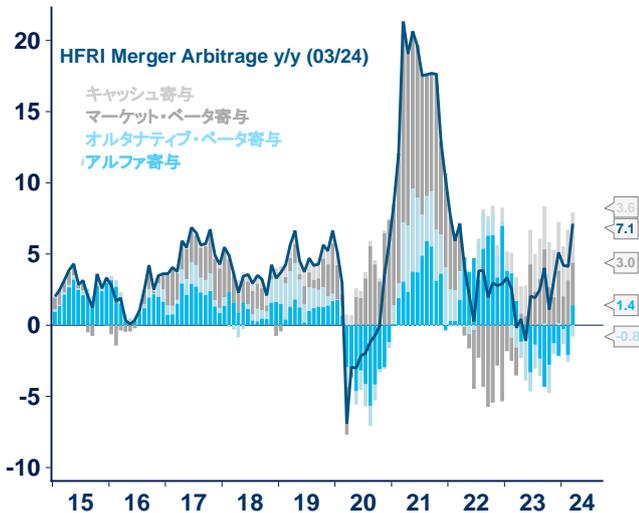
さらに重要なことは、マネジャーがシンプルなおペレーションよりも複雑なおペレーションに集中する傾向があるため、ディール・メニューのクオリティが依然として高いことである。ディール・プレミアムは平均30%を超え、クロスボーダー案件は依然として活発である。敵対的買収は依然として重要であり、アービトラージャーにとって通常より有利な株式交換を伴う案件も増えている。規制の複雑さが取引条件を不安定にすることが多くなっている一方で、決裂する取引はまだ少ない。

合併案件の平均スプレッドは8.5%で、大半のクレジット利回りを上回り、ボラティリティも低い。アムンディは、個別案件の進展が現在ではよりよく説明され、ディールの決裂リスクは保守的に価格に反映され、入札競争の見通しは敵対的ディールの量と一致していることを確認している。

規制は依然として主要なリスクであり、米国の選挙を控えた2024年にはさらに強まるだろう。しかし、独占禁止法は最近の判決を受けてより明確に定義されつつあり、経営者は規制のハードルを乗り越え、価格を設定する経験を積んできている。

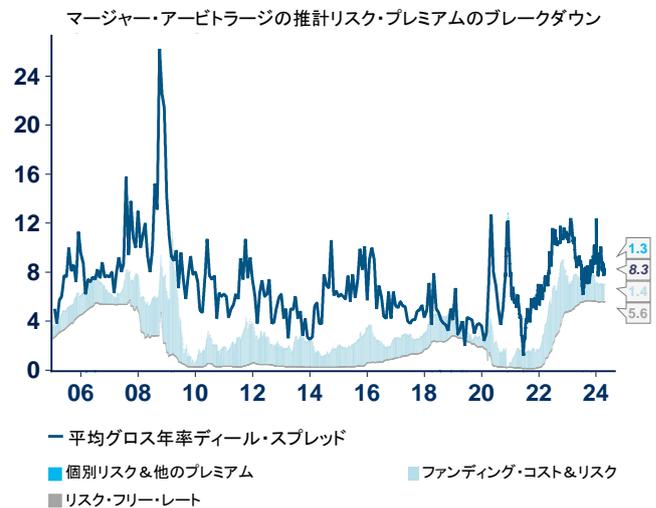
2023年の合併アルファの創出は、主に規制リスクとディールの相関性の高まりにより低調であった。アルファは、コーポレート・アクティビティの活発化、ディールの分散化、規制リスクの管理強化に支えられ、回復し始めている。さらに、この戦略は、上昇したキャッシュ利回りからのリターンの大きな寄与を享受している。

レギュレーション・リスクへの巧みな対応の効果  
(マージャー・アービトラージ戦略のパフォーマンス)



出典: HFR Inc., マクロボンド, アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

ディール・スプレッドは個別要素によってよりよく説明される



出典: マクロボンド, ブルームバーグ, アムンディ II。最終入手可能データは 15/04/24 現在。

<sup>1</sup>Preqin 2024 による推計



## ヘッジファンド・インデックスのパフォーマンス

Hedge Fund Indices HFRI (04/15)	Q2	Q3	Q4	2023	Q1	YTD
<b>HFRI FoF Composite Index</b>	<b>2.7</b>	<b>0.5</b>	<b>3.1</b>	<b>6.1</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>
<b>L/S Equity</b>	<b>5.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>6.4</b>	<b>11.4</b>	<b>5.2</b>	<b>5.2</b>
Equity Multi-Strategy	2.1	-2.2	4.7	8.6	5.9	5.9
Quantitative Directional	5.7	-0.9	7.1	12.8	9.1	9.1
Market Neutral	0.7	2.7	1.8	6.0	4.1	4.1
Other (Sector, Factor bias)	6.1	-1.7	5.8	10.4	5.8	5.8
<b>Event-Driven</b>	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	<b>5.5</b>	<b>10.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
Merger Arbitrage	1.2	4.3	3.6	5.1	0.2	0.2
Special Situations	4.1	3.0	7.0	13.6	2.3	2.3
Activist	8.0	-2.8	10.2	18.1	6.1	6.1
Credit Arbitrage	2.5	2.3	3.9	10.7	4.6	4.6
Distressed/Restructuring	2.2	1.1	4.3	7.9	2.8	2.8
Multi-Strategy	3.3	2.8	4.8	10.0	1.9	1.9
<b>Relative Value</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>7.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
Fixed Income-Corporate	2.4	2.0	3.1	8.4	3.4	3.4
Yield Alternatives	3.4	2.4	4.0	8.2	1.3	1.3
Fixed Income-Sovereign	3.6	0.4	5.6	9.1	3.1	3.1
Multi-Strategy	0.4	1.7	2.7	6.3	2.0	2.0
Other (CB, Vol, Structured)	2.0	1.3	1.3	4.9	2.4	2.4
<b>Global Macro &amp; CTAs</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>
Discretionary Thematic	1.5	1.1	3.9	5.0	1.8	1.8
Multi-Strategy	1.8	1.1	2.7	3.1	4.5	4.5
Macro Other	1.0	2.5	-0.7	1.7	2.9	2.9
CTAs	3.8	1.0	-4.2	-3.8	9.4	9.4
<b>EM Multistrategy</b>	<b>5.8</b>	<b>0.9</b>	<b>6.2</b>	<b>11.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.4</b>
China	-1.5	-2.9	0.1	-3.3	1.2	1.2
<b>Global Benchmarks (net fees)</b>						
<b>40% Equity / 60% Bond Basket</b>	<b>3.6</b>	<b>-3.5</b>	<b>9.4</b>	<b>12.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>
<b>Global Allocation Basket</b>	<b>4.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>6.8</b>	<b>11.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>

出典 HFR Inc.、アムンディII。データは表中の日付現在

The index returns are provided for purposes of comparison and include dividends and/or interest income. The indices are unmanaged and fully invested. Although information and analysis contained herein have been obtained from sources Amundi AM believes to be reliable, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. Investors cannot invest directly in indices. The indices referenced herein have been selected because they are well known, easily recognized by investors, and reflect those indices that Amundi AM believes, in part based on industry practice, provide a suitable benchmark against which to evaluate the investment or broader market described herein.

### Index Description

**Other L/S Equity:** equally weighted performance of HFRI Equity Hedge: Sector - Energy/Basic Materials, Technology/Healthcare

**Other Relative Value:** equally weighted performance of HFRI Relative Value: Fixed Income-Asset Backed, Convertible Arbitrage, Volatility

**Other Macro:** equally weighted performance of HFRI, Macro: Active Trading, Commodity, Currency

**HFRI indices:** for a comprehensive description of the HFRI indices used in the above table, please refer to the index description on HFR website: <https://www.hfr.com/hfrx-indices-index-descriptions>

### Global Benchmark Description

**40% Equity/60% Bond Basket:** Combines the MSCI World and the Barclays Global Bond Aggregate

**Global Allocation Basket:** Combines the MSCI World, the Barclays Global Bond Aggregate, Global FX Carry in USD, and the S&P GSCI Commodity index. All indexes are in USD unhedged. Gross of fees and taxation.



## AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

1. In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Investment Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Investment Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

2. <https://research-center.amundi.com/>

### Chief editors

#### Monica Defend

Head of Amundi Investment  
Institute

#### Claudia Bertino

Head of Investment Insights  
& Publishing,  
Amundi Investment Institute

### IMPORTANT INFORMATION

This document is not intended for retail investors and is for the exclusive use of institutional investors acting on their own account and categorized as either "eligible counterparties" or "professional clients" within the meaning of the markets in financial instruments directive 2014/65/EU. This document has been prepared solely for the information of the person to whom it is presented and should not be reproduced or used for any other purpose. No recipient of this document may distribute it to any other person. This document is not intended for U.S. investors.

### HEDGE FUND - MAIN RISK FACTORS

Investments in or linked to hedge funds are speculative and may be adversely affected by the unregulated nature of hedge funds and the use of trading strategies and techniques. Hedge funds are typically less transparent in terms of information and pricing and have higher fees than traditional funds. There is no assurance that any of the strategy will achieve its investment objective. The risks associated with Hedge Funds are listed but are not limited to the below:

- **Risk of Non-achievement of Investment Objective:** There is no assurance that a strategy will achieve its investment objective.
- **Risk of losses:** Investors can suffer a loss of their initial capital, up to total loss of their investment, because it is made on the financial markets and uses technologies and instruments that are subject to variations
- **Risk of illiquidity:** Certain exceptional market conditions may have an unfavorable impact on the product's liquidity, or even make the product totally illiquid. This leads to a risk to the possibility of valuing the product, a risk of loss, and may make it impossible to resell the product. Some products are by nature less liquid than others and carry a high liquidity risk
- **Market Risk:** The risk of a change in a product's valuation due to market factors, including, among other things, overall business performance and the market's perception of economic/political factors influencing the product's valuation

This document has not been prepared in regards to specific investment objectives, financial situations, or the particular needs of any specific entity or person. Investors should make their own appraisal of the risks and should seek their own financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or financial instrument or participating in any investment strategy. Before you decide to invest in any account or you should carefully read the relevant client agreements and offering documentation.

Any descriptions involving investment process, risk management, portfolio characteristics or statistical analysis are provided for illustrative purposes only, will not apply in all situations, and may be changed without notice.

### PAST PERFORMANCE DOES NOT PREDICT FUTURE RETURNS. THIS ALSO APPLIES TO HISTORICAL MARKET DATA.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of **15 April 2024**. This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to buy, or a solicitation of an offer to sell, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: **30 April 2024**.



## 本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

### アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 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

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

3605420