

- 2022年度上半期は金利上昇とその長期化による景気減速懸念が台頭し伝統的資産は株、債券ともに大きく下落しました。
- ヘッジファンドも同じく苦戦しましたが伝統的資産と比べ下落幅は抑えられました。マクロ戦略は原油等のコモディティや為替の上昇サイクルを捉えて収益を獲得しました。
- 厳しい環境下市場要因を中立化し銘柄固有の収益に着目しながら短期的なトレードを行うヘッジファンドが堅調でした。

インベストメント・ソリューション部 村田陽祐

■ 2022年度上半期は伝統的資産にとって厳しい環境でした。インフレが加速し物価の安定を担う各国中央銀行は金融引き締めへ転じました。低金利に支えられた金融相場から市場は転換し、株式市場は成長株中心に大きく下落しました(図1、2)。通常株式と逆相関となる債券も金利上昇の影響により下落しました。

■ ヘッジファンドも市場要因中心に苦戦しましたが伝統的資産と比べ下落幅は抑えられました。株式市場の市場要因を受容する株式ロングショート戦略やイベントドリブン戦略が苦戦する一方で、マクロ戦略はコモディティや為替の上昇サイクルを上手く捉えたことで上昇しました(図1)。

■ ヘッジファンド指数で見ると戦略全般が苦戦した様に見えますが、市場要因や投資期間の対応により格差が生じたのが上半期でした。市場要因の中立化/受容、中長期的にポジションを構築するか、短期的な売買により収益を積み上げるかでマトリクスを構成し、ニュース等で公表されている実例に基づき上半期に善戦/苦戦したファンドを分類してみます(図3)。

■ 2020年のヘッジファンド収益ランキングでトップクラスだったタイガー・グローバル(成長株重視株式戦略)は苦戦しました。同ファンドは確信を持ちロングポジションで保有するベンチャー企業株が下落し2022年1月～9月で▲52%下落しました。同様に2021年9月から約▲90%超下落した米中古車販売業カーバナに集中的に投資したCASインベストメント・パートナーズ(成長株重視米国株戦略)は、2022年1～5月までに▲43%の損失を計上しました。これらは個別銘柄選択の結果生じる市場要因は許容し、確信度の高い銘柄を中長期的に保有する群に該当するファンドです(図3)。成長株の上昇トレンド時は非常に高い収益を獲得していましたが、今年度の逆風はかなり厳しかったことが分かります。

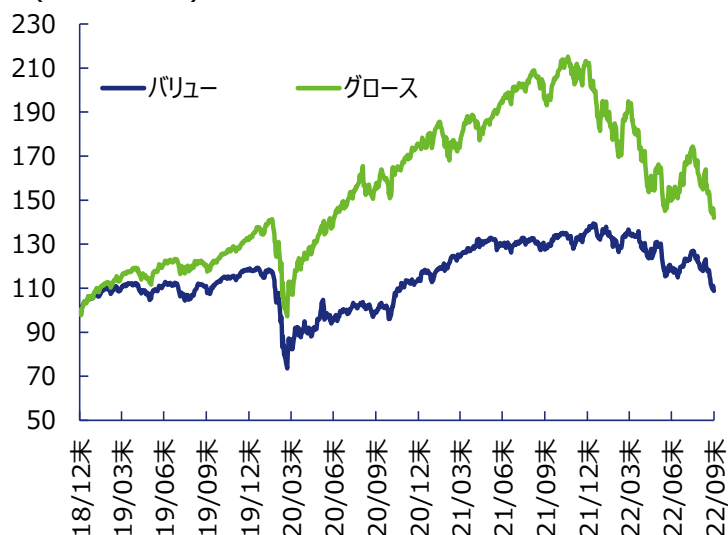
図1: 2022年度上半期のパフォーマンス(円ヘッジベース)

		4月	5月	6月	7月	8月	9月	累積
株式	米国株式	-8.78%	+0.08%	-8.38%	+9.04%	-4.30%	-9.45%	-20.97%
	国内株式	-2.40%	+0.78%	-2.05%	+3.72%	+1.21%	-5.49%	-4.41%
債券	世界債券	-3.43%	-0.86%	-1.38%	+2.35%	-3.88%	-3.88%	-10.72%
	国内債券	-0.24%	-0.15%	-0.91%	+0.66%	-0.23%	-1.08%	-1.95%
商品	コモディティ	+4.02%	+1.34%	-11.01%	+3.90%	-0.38%	-8.59%	-11.25%
	WTI原油	+4.34%	+9.43%	-7.90%	-6.94%	-9.42%	-11.48%	-21.52%
通貨	米ドル/円	+6.57%	-0.79%	+5.48%	-1.81%	+4.27%	+4.16%	+18.93%
	ユーロ/米ドル	-4.72%	+1.79%	-2.33%	-2.52%	-1.62%	-2.51%	-11.43%

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	累積
ヘッジファンド全体	-1.51%	-0.64%	-3.11%	+1.09%	+0.20%	-2.59%	-6.44%
株式ロングショート	-3.46%	-0.66%	-4.08%	+2.02%	-0.44%	-4.48%	-10.76%
国債レティブリバリュー	-1.89%	+0.83%	-4.52%	+0.92%	+1.08%	-2.48%	-6.05%
マルチストラテジー	-0.41%	-0.78%	-1.85%	+0.52%	+0.85%	-1.69%	-3.35%
イベントドリブン	-1.97%	-0.92%	-3.60%	+1.81%	+0.71%	-4.22%	-8.05%
マクロ	+2.72%	-0.29%	-0.97%	-0.99%	+1.08%	+1.46%	+2.99%

出所: Bloombergのデータを基に当社計算・作成(2022/4～2022/9)。各資産にて使用した数値は、米国株式(S&P500トータルリターン指数)、国内株式(TOPIX配当込み株価指数)、世界債券(FTSE世界国債ヘッジあり指数(円ベース))、国内債券(NOMURA-BPI)、コモディティ(Bloomberg商品指数)、ヘッジファンド全体米ドルベース(Hedge Fund Research HFRI Fund Weighted Composite Index)、ヘッジファンド全体(Hedge Fund Research HFRI Fund Weighted Composite JPY Index)、株式ロングショート(Hedge Fund Research HFRI Equity Hedge Total Index)、国債レティブリバリュー(Hedge Fund Research HFRI Relative Value Fixed Income Sovereign Index)、マルチストラテジー(Hedge Fund Research HFRI Relative Value Multi-Strategy Index)、イベントドリブン(Hedge Fund Research HFRI Event-Driven Total Index)、マクロ(Hedge Fund Research HFRI Macro Total Index)。インデックスデータは速報値を含みます。外貨建ての指数については各通貨と円の1か月フォワードレート及び各通貨と円のスポットレートを使用して算出したものをヘッジコストと仮定し、上記指数より算出したリターンを原データとして加算したシミュレーション結果です。これは実際のヘッジコストを反映したものではありません。

図2: MSCIワールドインデックスのファクター別パフォーマンス(米ドルベース)



出所: Bloombergのデータを基に当社計算・作成(2018/12～2022/9)

注: リターンデータはBloombergがニュースを出した時点で有する情報に基づいたものでありその正確性を保証するものではありません。

■ 一方で善戦したファンドの事例としてはシタデル(マルチストラテジー)が挙げられます。1つのファンドのもとで複数の運用者がポートフォリオを運用するプラットフォームと呼ばれる運用形態を取ります。旗艦ファンドは2022年1~4月で+12.7%となり、主要戦略全てで収益を獲得したとのこと。運用者レベル、ファンドレベルで厳格にリスクを管理し、市場要因を中立化し銘柄固有の収益に着目しながら短期目線のトレードアイデアに着目するファンドで、第1象限に該当します(図3)。

■ 本邦投資家の採用も多い債券レバティバリュ戦略は、イールドカーブから導出される債券の理論価格と市場価格の歪みを捉え債券の買い持ち/売り持ちのポジションを構築し、価格が理論価格に収斂する過程で収益を獲得する戦略です。これら理論価格への回帰を収益源とするファンドは、金融政策の不透明感が大きく価格収束に時間を要し苦戦しました。第4象限に該当します。一方で短期トレードに着目しマクロのヘッジ等を加えるファンドは堅調でした。第1象限に該当します(図3)。

■ 以上から2022年度上半期に善戦したヘッジファンドは第1象限に該当する市場要因を中立化し、比較的短期トレードで銘柄固有の収益を積み上げるファンドが堅調だったと言えます(図4※第2、第3象限に該当するマクロ・CTA戦略を除く)。

■ 今年度は苦戦していますが中長期で見れば第3象限に該当するファンドは確信度の高い投資アイデアに強弱をつけてポジションを構築し大きな収益を獲得するファンドもありました。また第4象限は個別銘柄選択の巧拙、第2象限はトレードの巧拙で差が生じました。個別性の強いヘッジファンドは個別ファンドの選定が重要ですが、第1象限に該当するファンドは長期でも比較的良好的な成果を上げる例もあるとして考えても良さそうです。

図3: ヘッジファンドのマッピング

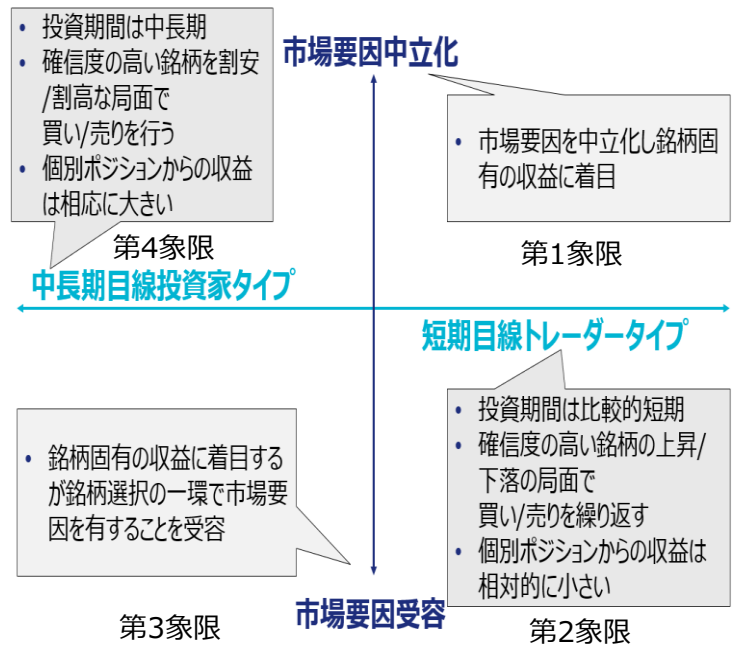
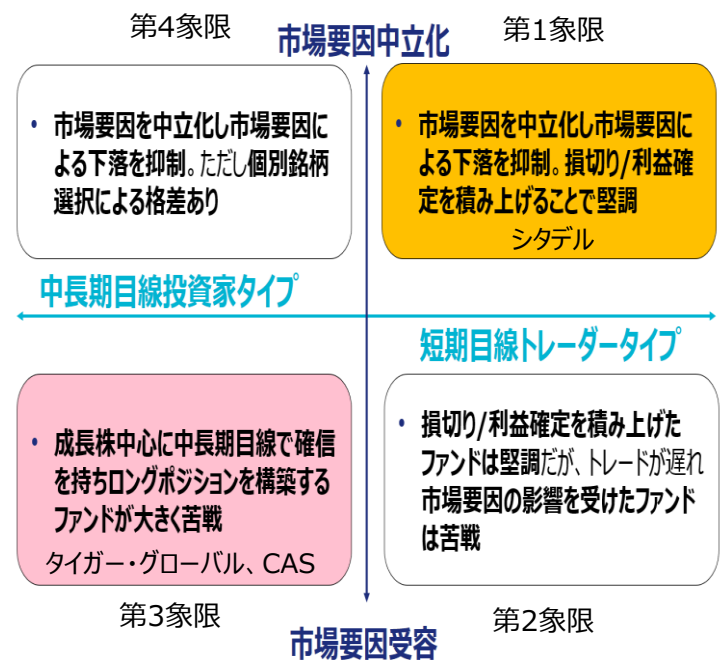


図4: 2022年度上半期の傾向



注:本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り目つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なりリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご覧ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 連絡先等 ホームページアドレス <http://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com  
 所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)