

- 2023年上半期のヘッジファンド市場は昨年好調だった運用戦略が一転して苦戦するなど正反対の傾向がみられています。収益をもたらす市場環境がどのように変化するかを事前に予測するのは難しく、アルファ源泉を分散しておくことが安定したリターン獲得のためには有効です。
- 事前にアルファ源泉を分散することに加えて、継続的なモニタリングを通じて運用者のスキルやスタイルに変化がないかを確認し、必要に応じて入替を行っていくことも重要です。

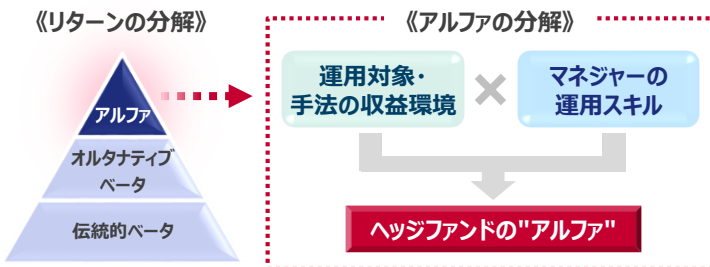
インベストメント・ソリューション部 ポートフォリオマネジャー 稲田孔明

■ ヘッジファンドの“アルファ”とは

一般に運用で得られるリターンはベータ(β)とアルファ(α)の二つの要因に分解することができます。ベータは株価や金利などの市場要因に起因するリスクから、アルファは個別銘柄要因等に起因するリスクからそれぞれ獲得可能なリターンであり、後者は運用者の投資判断等のスキルに依存します。

ヘッジファンドはアルファの獲得を目指す投資戦略ですが、運用者のスキルとは別に収益をもたらす環境自体に影響を受ける場合があります。例えば企業のファンダメンタルズ分析を得意とする運用者であっても、株価がファンダメンタルズに基づかない値動きをする局面では収益獲得に苦戦するケースもあります。そのため十分なアルファを獲得するためには、その源泉となる「運用者のスキル」とそれが機能する「収益環境」の二つの要素を考慮することが重要と考えられます【図1】。

【図1: アルファ分解のイメージ】

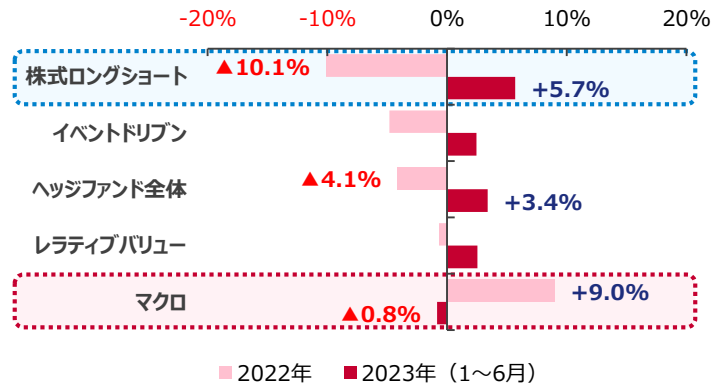


■ ヘッジファンド投資における『分散』の重要性

2022年のヘッジファンド投資環境を振り返ると、一貫した金融引き締めにより各資産市場で明確な価格トレンドがみられたことでマクロ戦略が最も好調でした。一方で株式市場が大きく変動を伴いながらの下落基調となったため、市場リスクを内包し株式市場の影響を受けやすい株式ロングショート戦略が大幅な損失を計上するなど、明暗が大きく分かれる結果となりました【図2】。

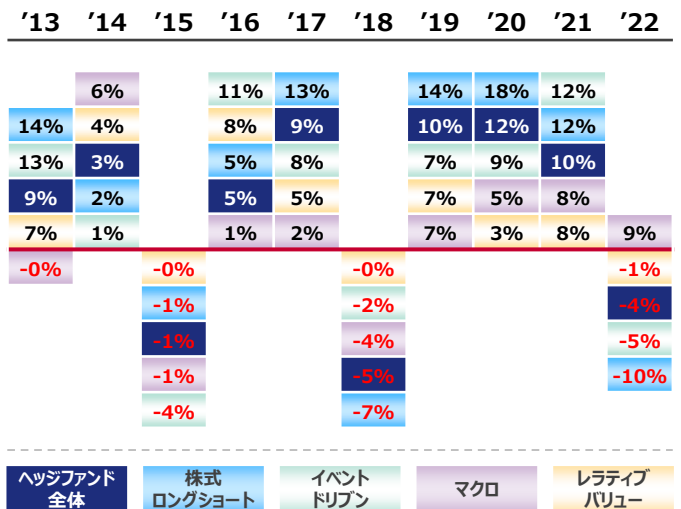
しかし2023年上半期は株式市場の上昇の恩恵もあり株式ロングショート戦略が最も好調となる一方で、金融政策に対する不透明感の高まりなどからマクロ戦略が苦戦しており、昨年とは全く反対のリターン傾向を示しています【図2】。

【図2: ヘッジファンド戦略別リターン*1】



ヘッジファンドの過去の戦略毎のパフォーマンスからは年ごとに好不調の差が顕著に表れており、時の経過とともに変化する市場の収益環境により戦略毎のパフォーマンスが影響を受けているのではないかと推察されます【図3】。このようにどの運用対象・手法の収益環境が機能するかを局面に応じて予測するのは困難であるため、長期的に安定したリターン獲得のためには戦略の特徴に基づくアルファの源泉の『分散』が重要と考えられます。

【図3: 過去10年間のヘッジファンド戦略別リターン*1】

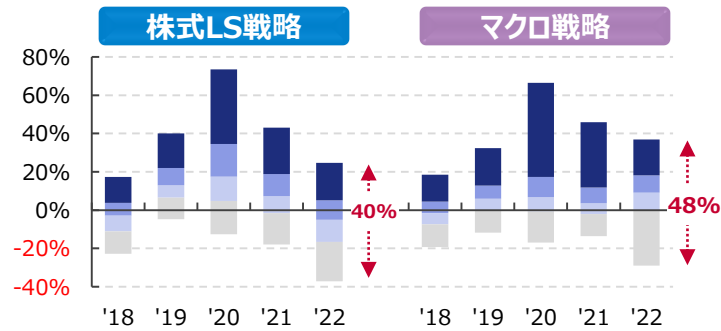


*1: 各指数については以下を使用しています。
 ヘッジファンド全体: HFRI Fund Weighted Composite Index、株式ロングショート: HFRI Equity Hedge Total Index、イベントドリブン: HFRI Event-Driven Total Index、マクロ: HFRI Macro Total Index、レラティブバリュー: HFRI Relative Value Total Index (全て米ドルベース、一部速報値を含みます。)
 出所: Bloombergの情報を基に当社作成

■ ヘッジファンド投資における『入替』の重要性

ヘッジファンドのアルファは運用者のスキルに依存する側面もあるため、**同一戦略内であっても個々のファンドのバラつきが非常に大きい**ことが知られています。例えば2022年の戦略別のパフォーマンスで上位/下位5%に位置するファンドのパフォーマンスには株式ロングショート戦略で40%、マクロ戦略で48%と大きな格差が生じています【図4】。従って**高いスキルを有する運用者が運用するファンドの選別がリターン獲得には重要**になります。

【図4：個別ファンドのパフォーマンス分布】



出所：投資デュー・デリジェンスを通じ取得した情報を基に当社作成

それでは高いスキルを有する運用者が運用するファンドが選別できれば、継続的に安定したパフォーマンスが期待できるのでしょうか。一例として2017年にリターンが上位5-25%に位置していた“第1四分位ファンド群”のその後のパフォーマンスをみてみます【図5】。

このファンド群は2018年から2020年頃までは新型コロナウイルス感染拡大下でも他の四分位ファンド群を上回るなど堅調な運用状況でした。しかし2021年以降は一転して最も低いリターン傾向となりました。コロナ禍からの経済再開や金融政策正常化などの急速な環境変化に適切に対応できなかった可能性も考えられ、**高いスキルを有する運用者が常に安定したパフォーマンスを上げられるとは限らない**ようです。

運用者のスキルは変化しうるものであり、継続的なモニタリングを通じて必要に応じて『入替』を実施していくことが重要になります。

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且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確認ください。

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

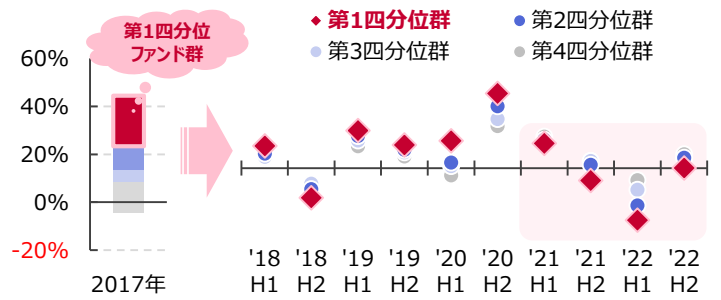
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

連絡先等 ホームページアドレス <https://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)

【図5：株式LS戦略の四分位群パフォーマンス比較】



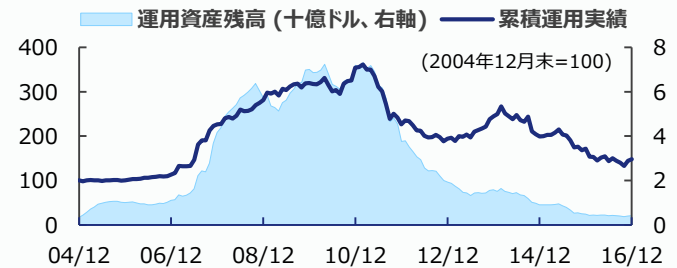
出所：投資デュー・デリジェンスを通じ取得した情報を基に当社作成

入替を行うタイミングについては、**運用スタイルに変化が見られたときやスキルが陳腐化してしまったケース**などが考えられます。ここでは前者の事例を1つご紹介します。



マルチストラテジーファンドAの事例

当ファンドは複数のイベントドリブン戦略を組み合わせ安定したパフォーマンスを実現していましたが、2007年以降の好成績を受け運用資産残高が急拡大しました。残高の急増に伴い非流動的な投資が増加するなど従来の運用スタイルから徐々に変化し、結果としてボラティリティが高まり、過去のパフォーマンス傾向から大きく乖離する結果になりました。このように運用者が得意とする運用スタイルに変化が見られた際には注意が必要です。



出所：投資デュー・デリジェンスを通じ取得した情報を基に当社作成

■ おわりに

ヘッジファンド投資による継続的なリターン獲得のためには**様々な投資環境の変化を想定したアルファ源泉の「分散」と適切な「入替」が重要**と考えています。次号ではこれに対応するソリューション例として『プラットフォーム戦略』と『ファンド・オブ・ヘッジファンズ』についてご紹介いたします。