

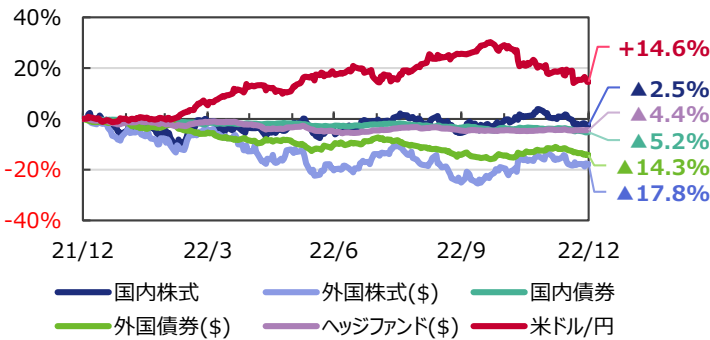
- 2022年は株価下落、金利上昇により伝統的資産にとって厳しい運用環境となりました。ヘッジファンドも同様に苦戦する傾向がみられましたが、戦略間・ファンド間で大きな格差がみられました。
- 2023年も市場変動の大きい展開が想定されますが、当社がモニタリングするヘッジファンドでは銘柄間格差等を背景に収益機会は豊富と考える運用者が多く見受けられました。

インベストメント・ソリューション部 クライアントポートフォリオマネジャー 稲田孔明

■ 2022年の運用環境の振り返り

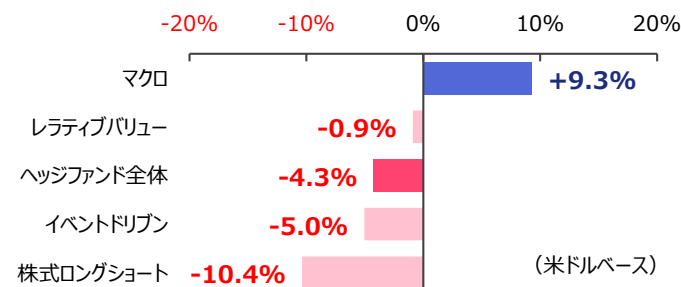
2022年は伝統的資産にとって非常に厳しい運用環境となりました。インフレ加速を受けて各国中央銀行は金融引き締めへ転じ、株式市場は大きく下落しました。通常株式と逆相関となる債券も金利上昇の影響により下落しました。これら市場要因を受けて同様に苦戦したものの、ヘッジファンドの下落幅は国内株式に次いで抑制されました（図1）。

【図1：主要資産クラス別パフォーマンス*1】



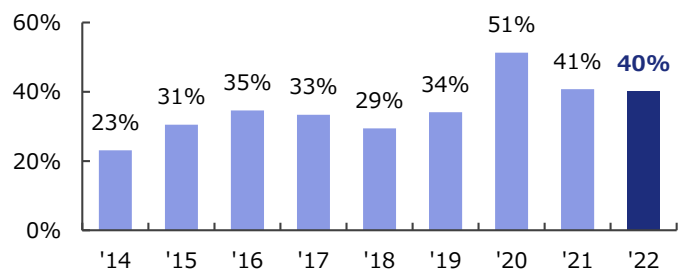
ヘッジファンドを戦略別に振り返ると、株式の買い持ちと売り持ちを組み合わせる“株式ロングショート戦略”や企業固有のイベントに着目する“イベントドリブン戦略”等の市場要因を一定程度有する戦略群は軒並み苦戦しました。また市場や個別証券間で生じる価格の歪みに着目する“レティフバリュー戦略”は、金利取引は堅調だった一方で社債・転換社債などのクレジット取引では苦戦がみられました。唯一好調だったのは“マクロ戦略”であり、特に市場トレンドを定量モデルを用いて捕捉することを目指すシステムティック型マクロ戦略が、世界的な金利上昇、米ドル高、コモディティ高などのトレンドを上手く捕捉し収益を牽引しました（図2）。

【図2：ヘッジファンド戦略別年間パフォーマンス*2】



ヘッジファンド指数では戦略間で大きく明暗が分かれた一年間でしたが、同一戦略内でもファンド間格差が大きくみられました。例えば最もファンド数の多い株式ロングショート戦略の内、年間パフォーマンスの上位10%と下位10%にそれぞれ位置するファンドのパフォーマンス格差は2014年以降で3番目に大きい水準となりました（図3）。

【図3：株式LS戦略ファンド群のパフォーマンス格差*3】



2022年は長年の株価上昇、低金利環境からトレンドが急転したため、環境変化にうまく対応できたかが重要なポイントでした。各戦略群で大きく明暗が分かれた要因には以下のような例が挙げられます（図4）。

【図4：戦略内におけるパフォーマンス格差の要因】

戦略分類	パフォーマンス格差の要因例
株式LS	<ul style="list-style-type: none"> 株式市場リスクに対するエクスポージャー テクノロジー企業などの個別企業への集中度 環境変化に伴う機動的なトレーディングの有無
イベントドリブン	<ul style="list-style-type: none"> 合併裁定戦略やディストレスト戦略などのサブ戦略に対する資本配分差 市場リスクに対するヘッジ技術の巧拙
マクロ	<ul style="list-style-type: none"> マクロ見通しに基づく世界的な金利市場予測の差 株式、金利、通貨、コモディティ等のトレンドの捕捉
レティフバリュー	<ul style="list-style-type: none"> 投資対象、投資地域などのカバレッジの広さ マクロ環境を踏まえた適切にリスク管理、トレーディングの実施有無

出所: Bloomberg、Eurekahedgeのデータを基に当社計算・作成
 *1: 国内株式: TOPIX(配当込み)、外国株式: MSCI-KOKUSAI、国内債券: NOMURA-BPI(総合)、外国債券: FTSE世界国債(除く日本)、ヘッジファンド: HFRX Global Hedge Fund Index、米ドル/円: WM/ロイター為替レート。
 *2: ヘッジファンド全体: HFR1 Fund Weighted Composite Index、株式ロングショート: HFR1 Equity Hedge Total Index、イベントドリブン: HFR1 Event-Driven Total Index、マクロ: HFR1 Macro Total Index、レティフバリュー: HFR1 Relative Value Total Index。
 *3: 資料作成時点のEurekahedge Long Short Equities Hedge Fund Indexの構成ファンド群の内、2014年以降に継続して存在するファンド群のデータを使用。
 注: 各種データは速報値を含みます。

■ 2023年のヘッジファンド運用者の見通し

2023年はどのような環境が予想されるでしょうか。当社がモニタリングしているヘッジファンドの中から、2023年の運用者見通しについて戦略毎にいくつか抜粋してご紹介します。



株式ロングショート戦略 (マネジャーA)

— 株式市場は下落局面継続

金利上昇に伴い株式価値は相対的に割高。足元は企業業績の悪化局面の始まりに過ぎず、景気減速に伴う業績悪化を通じた下落局面の継続を予想しています。

— 個別企業のファンダメンタルズ格差が再び機能

市場変動要因は残るものの、ボラティリティが上昇し銘柄間格差が明瞭となることで銘柄固有要因に着目したファンダメンタルズに基づく収益獲得機会の広がりが期待されます。



イベントドリブン戦略 (マネジャーB,C)

— 景気後退環境下でディストレスト投資機会が増加

世界的な景気後退を見込んでおり、デフォルト率上昇を通じたストレス/ディストレスト案件の増加を予想しています。流動性を高めて投資機会に備えることが重要になります。

— M&Aに関する不確実性が魅力的な収益機会を提供

米ドル高が米企業による他国企業買収を支援する環境になると考えています。反トラスト法等の規制を(過度に)不安視することで魅力的なスプレッドの提供も期待されます。



マクロ戦略 (マネジャーD,E)

— インフレは長期化し、米国経済はハードランディングへ

インフレ率と失業率の間にはトレードオフがありますが、インフレ抑制には大幅な雇用の減少が必要とみられ、インフレの継続と景気の急失速(ハードランディング)を予想しています。

— ゼロコロナ政策を撤廃した中国経済は緩やかな回復へ

政策転換により中国国内の消費需要回復が見込まれる一方政府の景気刺激策の欠如や家計のバランスシートの脆弱さにより欧米対比緩やかな景気回復を予想しています。



レタティブバリュー戦略 (マネジャーF,G)

— 上昇した金利水準と変動の高まりが収益機会に

金利上昇と高いボラティリティにより、債券市場における理論価格と市場価格間の歪みは継続して存在しており、引き続き債券レタティブバリューの投資機会は豊富と考えています。

— クレジット資産の価格調整や新規発行増が追い風に

金利上昇に伴うクレジット資産の価格調整や低金利での資金調達を目的とした転換社債の発行増期待によりクレジット・レタティブバリューの投資機会の増加が期待されます。

【図5: 見通しを踏まえた各運用者のポジション運営】

戦略分類	ポジション運営例
株式LS	<ul style="list-style-type: none">不透明感の高さからネット・グロスエクスポージャーは抑制し、個別銘柄要因にフォーカス投資家によるフローの急速な変化を警戒し、特定のスタイルに偏らないポートフォリオを構築
イベントドリブン	<ul style="list-style-type: none">景気の影響を受けにくい収益構造を有し、キャッシュフローが安定した企業をロングポジションの中核に合併裁定戦略では限定的なレバレッジ活用と確信度の高い案件に機動的にポジションを追加
マクロ	<ul style="list-style-type: none">先進国株ショートを基本としつつ、債券、通貨などでは戦略的にポジションを変更して運営先進国/中国間の環境格差を踏まえ、中国株、人民元などのポジションを戦略的に調整
レタティブバリュー	<ul style="list-style-type: none">機動的なトレーディングによる収益の積み上げとスプレッド拡大時に収益補完する戦略の組み合わせ市場要因を極力ヘッジし、レタティブバリューに特化したポジション構築

出所: 運用会社等の情報に基づき当社作成

■ おわりに

当社がモニタリングしているヘッジファンドの中には**ボラティリティの高まりや銘柄間格差などが収益機会に繋がる**と考える運用者が多く見受けられました。当社では**ヘッジファンドは厳しい運用環境においても伝統的資産を代替しうる有力なソリューションの一つ**と考えており、引き続き優良なファンドの発掘を目指してリサーチ活動を続けていきます。

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 <http://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigy@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)