

市場では米国の景気後退を懸念する声が上がっています。景気後退の先行指標として知られる銀行の貸出条件はタイト化が足元で進んでおり、デフォルト率の上昇が現実味を帯びてきました。ヘッジファンドは絶対収益の獲得を目指す資産クラスであるためどのような環境でも収益を獲得することが期待されますが、戦略によって最も得意とする環境は異なります。今後想定されるデフォルト率が高まる環境ではどのようなヘッジファンド戦略が収益を獲得してきたのかについて分析しました。

インベストメント・ソリューション部 アソシイト 小栗 大地

1. 現在の市場・経済環境について

2022年はリスク性資産全般にとって向かい風の一年となりました。実体経済でもインフレ率が記録的な高まりを見せ、コロナショック後の金融政策の副作用を含め大きな変化が起きつつあります。

2022年11月初旬にFRB銀行上級貸出担当者調査^{*1}の結果が発表され、米国において商工融資の貸出条件の引締めが強まっていることが示されました(図1の○囲み箇所)。

図1: FRB銀行上級貸出担当者調査結果の推移

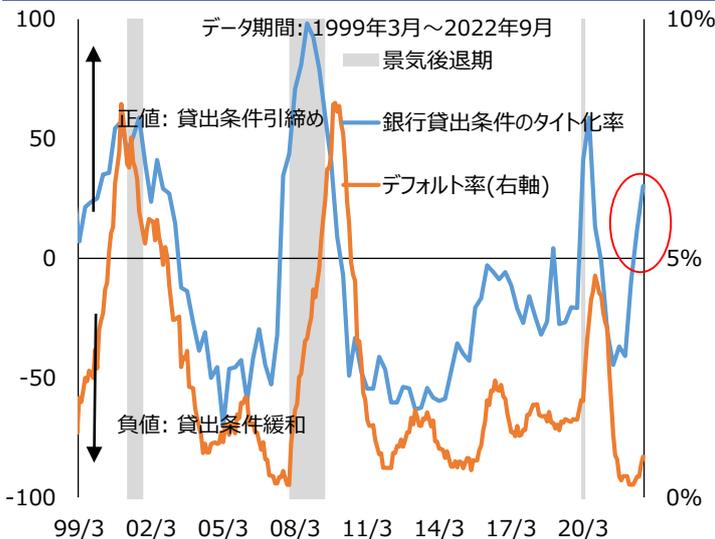


図1を見ると、過去の景気後退期^{*2}(グレーの帯)に先行して商工融資の貸出条件の引締めが強まっていることが確認できます。また貸出条件の引締めは市場参加者が将来的なデフォルト率^{*3}の上昇を予想していることを示しており、実際にデフォルト率は貸出条件の引締め後上昇する傾向があります。

デフォルト率が高まる環境では著しく価格が下落しているデレストレスト債券(権)^{*4}が増え、ヘッジファンド戦略の中ではこれらの割安な資産に着目するデレストレスト/リストラクチャリング戦略の投資機会が増加し、投資活動が活発化することが知られています。

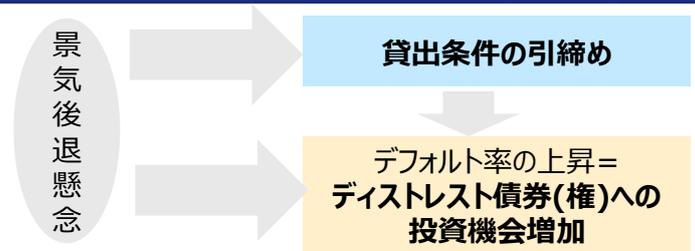
*1: FRBにより四半期ごとに実施される米国内銀行の融資実務に関する意見調査です。

*2: 全米経済研究所による景気基準日付に基づきます。

*3: デフォルトとは債券(権)の発行体による元本や利子の支払いが約束通りに行われなかったことをいいます。デフォルトが発生した債券(権)の割合を百分率(%)で表したものをデフォルト率といいます。本資料ではMorningstar LSTA米国レバレッジドローン指数に含まれる銘柄の件数ベース(月間)のデフォルト率を使用しています。

*4: 発行体の財務状況や信用力の悪化により著しく価格が低下した債券(権)を指します。

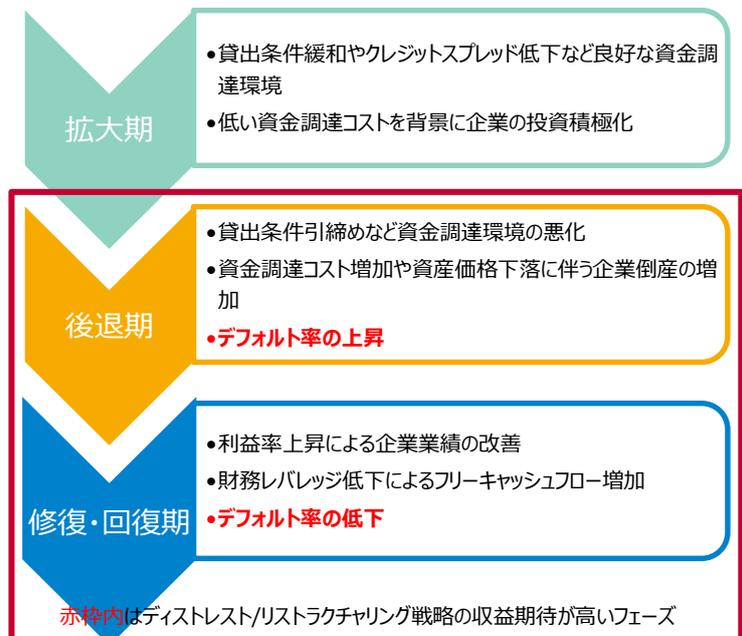
図2: デレストレスト投資機会の増加(イメージ)



2. デレストレスト/リストラクチャリング戦略とは

デレストレスト/リストラクチャリング戦略はヘッジファンドの戦略分類の一つで、デレストレスト債券(権)を中心に本源的価値を大きく下回る債券(権)等へ投資を行い、時には債務整理などの手法を用います。クレジットサイクル^{*5}(図3)における景気後退期に同戦略にとっての投資機会が増加し、その後の修復・回復期に投資した債券(権)等が本源的価値へ回復する過程で収益獲得が期待できます。

図3: クレジットサイクル^{*5}



次頁では後退期から修復・回復期にかけてのクレジット関連資産およびヘッジファンド全体、デレストレスト/リストラクチャリング戦略のパフォーマンスを比較します。

*5: 企業の借入・信用状況の浮き沈みによりデフォルト率が一定の周期で上昇する現象を指します。

3. 修復・回復期にかけてのクレジット関連資産のパフォーマンスを比較

図4: デフォルト率とデフォルト率のピーク*6



図4のデフォルト率のピークの前6か月を後退期、後6か月を修復・回復期とした場合、クレジット関連資産およびヘッジファンド全体、ディストレスト/リストラクチャリング戦略の各期間の累積収益率は以下表1の通りです。

表1: クレジット関連資産の累積収益率*7

後退期(デフォルト率ピーク月までの6か月)

期間	ハイールド債	米国債	ヘッジファンド全体	ディストレスト/リストラクチャリング*
①00/7~00/12	-4.70%	+7.72%	-1.41%	-2.55%
②05/9~06/2	+1.94%	-0.76%	+8.14%	+5.75%
③09/6~09/11	+20.80%	+3.21%	+8.39%	+15.50%
④12/10~13/3	+6.27%	-0.25%	+5.12%	+8.50%
⑤16/2~16/7	+13.84%	+3.55%	+5.85%	+9.31%
⑥17/11~18/4	-0.17%	-1.78%	+1.87%	+2.36%
⑦20/4~20/9	+15.24%	+0.74%	+14.00%	+14.35%

修復・回復期(デフォルト率ピーク月以降の6か月)

期間	ハイールド債	米国債	ヘッジファンド全体	ディストレスト/リストラクチャリング*
①01/1~01/6	+3.93%	+1.95%	+2.94%	+9.81%
②06/3~06/8	+3.49%	+1.57%	+2.84%	+5.91%
③09/12~10/5	+6.61%	+1.20%	+1.89%	+7.65%
④13/4~13/9	+0.81%	-1.77%	+1.80%	+4.73%
⑤16/8~17/1	+6.09%	-4.22%	+3.49%	+10.82%
⑥18/5~18/10	+1.14%	-0.16%	-2.23%	+1.51%
⑦20/10~21/3	+7.36%	-5.11%	+17.27%	+20.56%

*6: 前後12か月ずつの24か月にわたる期間についてデフォルト率が最大となっている月のデフォルト率をデフォルト率のピークと定義しています。

*7: 累積収益率は、以下の指数の月次収益率から計算しています。

ハイールド債: Bloomberg U.S. Corporate High Yield
 米国債: FTSE US Government Bond Index
 ヘッジファンド全体: HFRI Fund Weighted Composite Index
 ディストレスト/リストラクチャリング: HFRI ED Distressed/Restructuring Index
 また、各期間で累積収益率の高いものほどセルの青さを濃くしています。

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か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ト株式会社

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)

表1の結果は以下の通りまとめられます。収益/損失要因については図5を参照してください。

後退期: 比較対象の資産中で上位に位置しています。一部ポジションでは大幅な収益獲得を期待できるが、債券(権)全般には向かい風の吹く状況と考えられます。

修復・回復期: 他資産を大幅に上回る結果になっています。債券(権)全般に価格が見直され、個別ポジションレベルで大幅な収益を獲得する可能性があると考えられます。

図5: 各フェーズの収益(+)/損失(-)要因

後退期

•デフォルト率の上昇

- (+)
後退期の早期に実際に投資を開始している一部デフォルト債券(権)の債務整理進展(元本回収率が市場予想を上回る等)
- (-)
投資家心理悪化による債券(権)価格下落

修復・回復期

•デフォルト率の低下

- (+)
デフォルト債券(権)全般の債務整理進展(元本回収率が市場予想を上回る等)
- (+)
後退期に想定されていたデフォルトリスクが見直され、債券(権)価格上昇(ディストレスト債券(権)が、実際にはデフォルトを回避する等)

4. まとめ

今後デフォルト率が上昇する可能性があること、またそのような環境下でディストレスト/リストラクチャリング戦略では収益獲得が期待できることを過去のデータに基づく分析により定量面および要因面から確認しました。当社では今後のデフォルト率の推移やディストレスト/リストラクチャリング戦略がこれまでのデフォルト率の上昇・下落期と同様収益を獲得しているかどうかを注視していきます。