

■ ヘッジファンド投資に求める期待役割を事前に明確にしておくことは重要です。ヘッジファンド投資に期待されるものは現在のポートフォリオに足りない部分をヘッジファンドの戦略特性や運用者のスキルで埋めることではないでしょうか。そう考えると投資家毎に求めるヘッジファンド戦略は変わってしかるべきであり、答えは一概とならないはずです。

■ 本稿ではヘッジファンド投資に求められる様々な期待役割のうち、「市場下落局面への対応」について考察します。

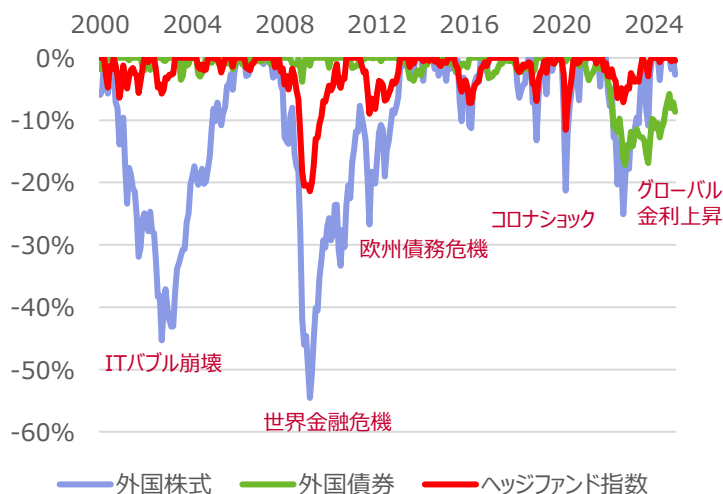
インベストメント・リレーション部 シニアアドバイザー 吉田 佳央

### ■ 伝統的資産とのダウンサイド耐性比較

株式はポートフォリオのリターンドライバーとして収益を牽引してきた資産クラスですが、深刻な景気後退や金融危機発生時は大幅なドロウダウンを計上しました。2000年以降だけでも「ITバブル崩壊」、「世界金融危機」、「欧州債務危機」、「コロナショック」などの大幅下落局面が挙げられ、世界金融危機時には50%超の最大ドロウダウンを記録しました。債券は株式のドロウダウンを補完する資産として長期に渡り機能してきましたが、2022年の「グローバル金利上昇局面」では株式とともに価格が下落し両者の相関が高まりました。

これに対してヘッジファンド投資は伝統的資産が大きく下落する局面で相応のダウンサイド抑制効果を発揮しています。その背景にはヘッジファンド投資における投資手法の違いがあります。

【図表1: 株式・債券・ヘッジファンドのドロウダウン推移<sup>\*1</sup>】

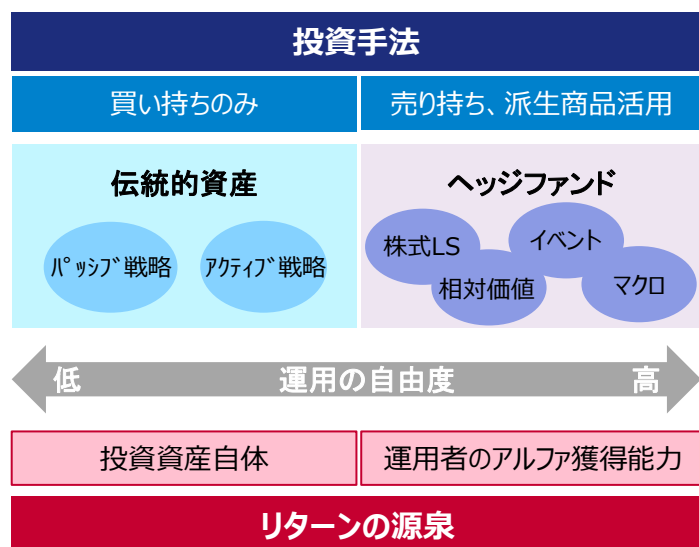


### ■ 投資手法から見たヘッジファンドの位置づけ

伝統的資産への投資は基本的に買い持ち（ロング）のみであり、この場合リターンの源泉は投資資産自体であることから投資資産の市場サイクルの影響を受けることになります。一方ヘッジファンド投資は買い持ち（ロング）と売り持ち（ショート）の両方で機動的な売買（利益確定やロスカット）を行うほか、オプション等の派生商品も活用して

リターン獲得を狙う投資戦略であり、オルタナティブ・ストラテジーと呼ぶことが可能です。加えて投資手法の拡大により運用の自由度が高まり、様々なバリエーションの投資戦略が提供可能となります。これによって伝統資産の買い持ち（ロング）のみでは対応が難しい市場下落局面においてもヘッジファンドを使って対策を講じることが可能となるわけです。

【図表2: 投資手法から見たヘッジファンド】



### ■ 市場下落局面に強い戦略

市場下落時の運用実績は戦略によっても大きく異なります。そのため市場下落局面への対応強化を期待する場合、その特性に合った戦略を選ぶことが重要となります。グローバルマクロ<sup>\*2</sup>やCTAは市場のトレンドを利用して収益獲得を狙う運用です。したがって市場の上昇、下落問わずトレンドが現出すればその方向へポジションを傾斜させて収益を獲得することができることから比較的市場下落局面にも強い戦略と言えます。

出所: Bloomberg, HFR, Inc. (HFRインデックスはHFR Holdings, LLC (www.HFR.com) の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

\*1: 外国株式: MSCI-KOKUSAI、外国債券: ブルームバークグローバル総合国際トータルリターン指数、ヘッジファンド: HFR Fund Weighted Composite Index。

\*2: グローバルマクロ戦略についてはバックナンバー AMOA HEDGE FUND EYE Vol.14も併せてご参照ください。

【図表3: 下落局面に強い戦略の危機時リターン<sup>\*1,\*3,\*4</sup>】

|           | 外国株式   | マクロ   | CTA   | 株式MN  |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| ITバブル崩壊   | -18.8% | 3.9%  | 1.7%  | 8.4%  |
| 世界金融危機    | -20.2% | 5.6%  | 11.0% | -2.8% |
| 欧州債務危機    | -7.4%  | 1.7%  | 3.4%  | 0.5%  |
| コロナショック   | -39.5% | -3.1% | -5.3% | -9.5% |
| グローバル金利上昇 | -17.8% | 9.0%  | 12.1% | 1.2%  |

株式マーケットニュートラルも市場下落に強いとされる戦略の1つです。個別株のロングポジションとショートポジションをそれぞれ同程度ずつ（ポートフォリオ全体として市場感応度がニュートラルになるように）構築する運用で過去の市場下落局面では収益を獲得する局面もみられました。

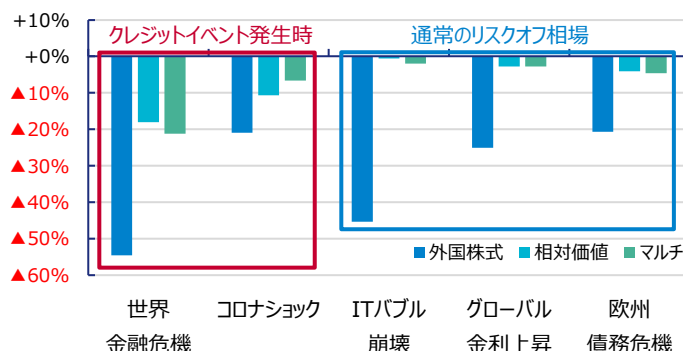
一方これら3戦略はコロナショック時にいずれもマイナスリターンとなりました。ショックイベントが短期間（急なリスクオフとその反転まで1か月程度）であったことから収益を獲得するだけの十分なトレンドが現出しなかったことや短期的な物色動向の変化と市場全体のリスク削減の動きからロングポジション、ショートポジションそれぞれから損失が発生したことが要因と考えられます。市場下落局面に強い戦略といえども万能ではない点には注意が必要です。

## ■ テールリスクに注意が必要な戦略

相対価値やマルチは通常のリスクオフイベントでは伝統資産と低相関性を示すことから安定感が高い戦略として人気です。しかし市場イベントの種類によっては大幅なドロウダウンにつながるため注意が必要です。

相対価値は金利裁定戦略に代表されるように小さな利ざや（価格の歪みの収れん）を狙って大きなレバレッジ（信用取引）を活用することから、グローバル規模の信用危機では大幅なドロウダウンを計上しました。そのためクレジットイベント発生時は通常のリスクオフ相場とは異なるリターン特性となることを認識しておく必要があります。マルチもレバレッジを活用する戦略であることから同様の特性があります。

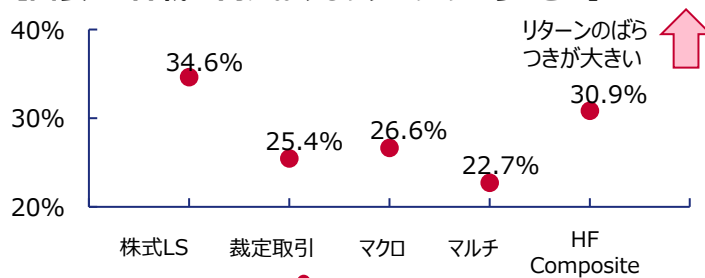
【図表4: イベントタイプ別最大ドロウダウン比較<sup>\*1,\*3,\*4</sup>】



## ■ 各戦略内におけるリターンのばらつきと目利き

もう一つの注意点は戦略内でのパフォーマンスのばらつきです。図表5は各戦略の上位10%と下位10%のマネジャーのパフォーマンス差を示していますが、いずれの戦略でも大きな差があることが分かります。運用者のアルファ獲得能力（≒スキル）の差により同じカテゴリの戦略内でもリターンに大きな差が生じる可能性があるため、ヘッジファンド選定においては「目利き」がより重要となってきます。例えば相対価値では弱点であるクレジットイベントへの対策が十分か等が目利きのポイントとして挙げられます。

【図表5: 各戦略内におけるリターンのばらつき<sup>\*5</sup>】



当社はお客様が考えるポートフォリオの課題を最大限考慮したうえで、期待役割に沿った戦略の中からクオリティの高いマネジャーをご提案していく所存です。

出所: Bloomberg, HFR, Inc. (HFRインデックスはHFR Holdings, LLC (www.HFR.com) の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)、AURUM。

\*3: 期間 (ITバブル崩壊: 2000年3月~2002年9月、世界金融危機: 2007年8月~2009年6月、コロナショック: 2020年2月~2020年4月、グローバル金利上昇: 2023年1月~2023年12月) の月次リターン (ドルベース、年率換算) と最大ドロウダウンを使用しています。

\*4: マクロ: HFR Macro (Total) Index、CTA: HFR Macro: Systematic Diversified Index、相対価値: HFR Relative Value (Total) Index、マルチ: HFR RV: Multi-Strategy Indexを使用しています。

\*5: HF CompositeはAurum Hedge Fund Data Engine Equally Weighted Composite Indexを使用しています。

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かつ正確であると判断した情報にもと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およ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。
- 本資料の一部また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 <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス [eigy@amone-ai.com](mailto: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)