

- 2025年2月から4月にかけて米トランプ大統領の関税政策に株式市場は揺れ動きました。関税政策により米国の景気が減速するとの思惑からリスク回避の動きが広がり株式市場は大きく調整しました。
- 急速に変曲点をむかえた市場環境を受けてヘッジファンドも収益獲得に苦戦しました。2月から4月中旬まで多くのヘッジファンド戦略が軟調なパフォーマンスとなりましたが、4月末にかけて関税への懸念が小休止となった過程で改善基調に転じました。
- 同様の市場の変曲点は2018年10-12月期にも見られました。投資家にとっては2018年10-12月期の各ファンドの動向や以降の改善状況の確認に加えて、ポートフォリオにおける地域別のアルファ源泉分散がより重要になってくるでしょう。

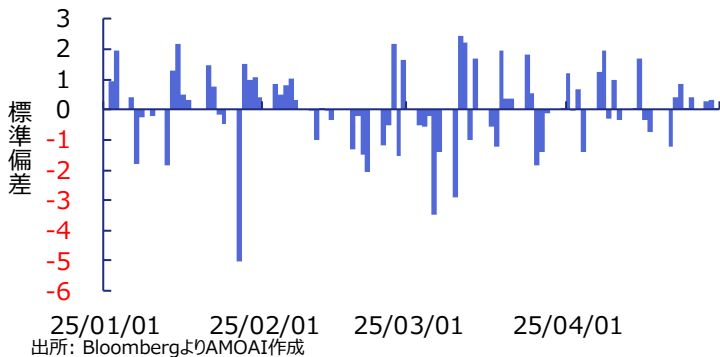
インベストメント・ソリューション部 プロダクトマネジャー 村田 陽祐

■ 米関税政策に揺れた株式市場

2025年2月から4月にかけて米国の関税政策に株式市場は揺れ動きました。関税の影響による米国の景気減速懸念が嫌気され、株式市場ではリスク回避の動きが広がりました。この間の米S&P500指数(配当込み)の日次ドロウダウンは▲18%超と、シリコンバレー銀行破綻時以来の大幅なドロウダウンとなりました。

株式市場の下落だけではなく各種ファクターにも急激な動きがみられました。モメンタムファクターを例にとると2025年1月に中国の低コスト生成AIが発表された際は5標準偏差もの動きがみられ、2月以降は2標準偏差から3標準偏差の急激な動きが頻発しました(図表1)。

【図表1】偏差で見たモメンタムファクターの日次騰落率



■ 米関税政策のヘッジファンドへの影響

米関税政策はヘッジファンドにどのように影響したのでしょうか。ゴールドマンサックス社のレポートによると、3月末にかけてヘッジファンドの株式売却フローは約12年ぶりの水準になったとのことです(図表2)。

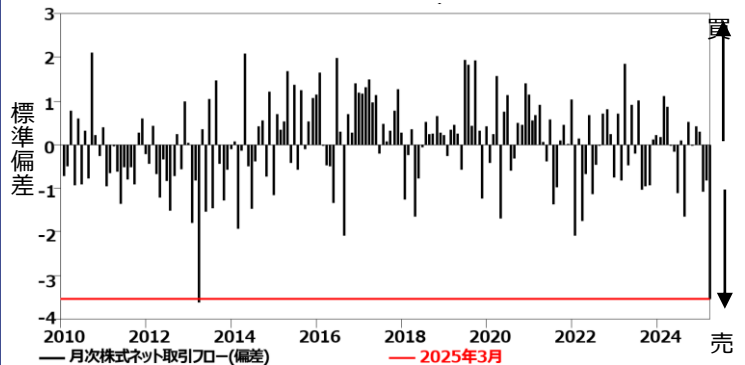
市場ベータの悪化、ファクターの急反転、大きなアウトフローからヘッジファンド業界の中ではレバレッジを引き下げる動きやポジションを解消する動きが広がりました。これらの動きを受けて例えば企業の固有要因に着目する株式ロングショート戦略では、これまで買われてきた銘柄がファンダメンタルズの裏付けもなく急落した一方でこれまで売られてきた銘柄が急騰するなど、ロング・ショートの両ポジションで苦戦しました。

また4月の中旬にかけて関税政策の混乱で日米の金利が

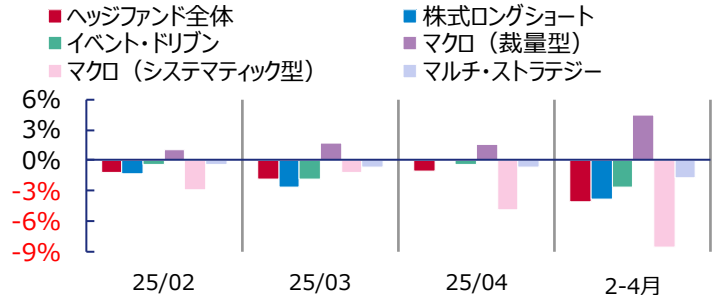
急激に動きました。債券や金利の相対価値に着目する戦略では米国債や金利スワップの歪みに大きくレバレッジをかけて収益の獲得を目指しますが、この動きを受けて大きな損失を計上したファンドも見られました。ブルームバーグによるとアルファダイン・アセット・マネジメントが運用するマクロヘッジファンドは金利の急変を受けて4月の月中に▲10%近くの損失を計上したとのことです。安定した収益源泉として日本の年金基金の採用が多い債券相対価値(レタティブバリュー)戦略ヘッジファンドも同様に金利の動きを受けて4月半ばにかけて苦戦しました。

このように多くのヘッジファンド戦略が2月から4月にかけて損失を計上しましたが(図表3)、裁量型のマクロ戦略においては機動的なトレードや米ドル、金利の方向性を捕捉したことで収益を獲得しました。例えばロコス・キャピタルのマクロファンドは4月半ばまでに+4.5%となったようです。

【図表2】標準偏差で見たヘッジファンドの株式売却フロー



【図表3】ヘッジファンド戦略のパフォーマンス(仮想円ヘッジ)

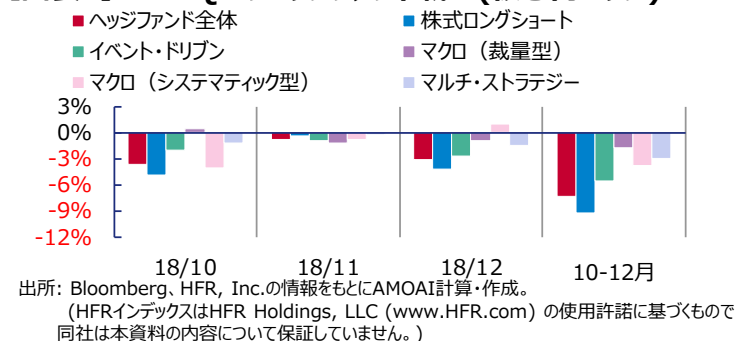


■不確実な市場環境を乗り切る施策①過去の改善

ヘッジファンドの投資家にとって足元の不確実な市場環境を乗り切るための有効な施策はあるのでしょうか。その1つとして運用プロセスやリスク管理などヘッジファンドの過去の改善策とそれ以降のパフォーマンスの安定性をみるという方法があります。

2025年2-4月は米国の政策により株式市場を含むリスク性資産が大幅に変動した環境でしたが、類似した相場環境は2018年10-12月期にも見られました。当時は米金利上昇に対する警戒感が広がったことに加え米中貿易摩擦の対立が深まったことで株式市場はグローバルに下落しました。加えて利上げが早期に打ち止めになるとの見方から米金利は低下に転じ、年末にかけて米政府機関の閉鎖も重なったことで株式市場は一段安となりました。物色動向の急転とリスク回避の動きが広がったことで大きなポジション解消フローが生じ、ほぼ全てのヘッジファンド戦略が相応に損失を計上する結果となりました(図表4)。

【図表4】2018Q4のヘッジファンド戦略(仮想円ヘッジ)



この損失を受けてヘッジファンド業界では様々な改善策を導入する動きがみられました。ファクターなどの物色動向の急転による損失を防ぐために、ポートフォリオ分析ツールを開発しリスクの偏りを定期的に分析して中立化する枠組みを構築したファンドや、マルチマネジャー方式のファンドでは年間で20%超に及ぶ運用者の入れ替えがみられました。またファンダメンタルズが機能しない局面での損失を抑制するため定量モデルを利用しオーバーレイでリスクの高いポジションにヘッジを入れる枠組みを構築するファンドもみられました。このような改善を行ったファンドの中には2025年2-4月を相応に耐えたファンドも見られました。

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。また個別ファンド名称を記載していますがこれらの売買や運用手法を推奨するものではありません。

【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を推奨したり、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基づき作成されていますが、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/amoi/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com

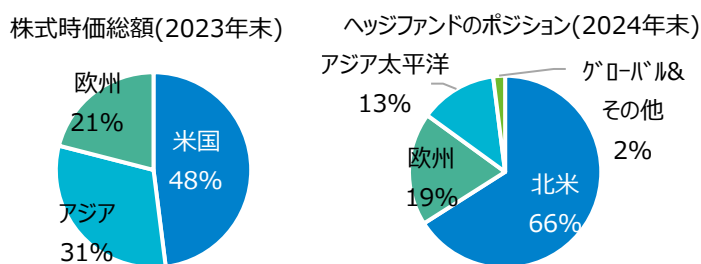
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

■不確実な市場環境を乗り切る施策②地域分散

投資家にとってアルファの源泉となる地域を分散することも市場環境を乗り越える術になると考えられます。

グローバル投資家はこれまで米国に多額の資金を投入してきましたが、米国市場のボラティリティ上昇や中国の低コスト生成AIの台頭により米国企業の成長の持続性が懸念されています。地域別の株式時価総額とヘッジファンドの保有する地域別のポジションには乖離があり、米国偏重のリスクテイクが続いてきました(図表5)。グローバルに投資家が地域分散の必要性を認識し始め、今後は地域分散の観点から米国以外へ投資資金を振り向ける動きが出てくるとみられます。

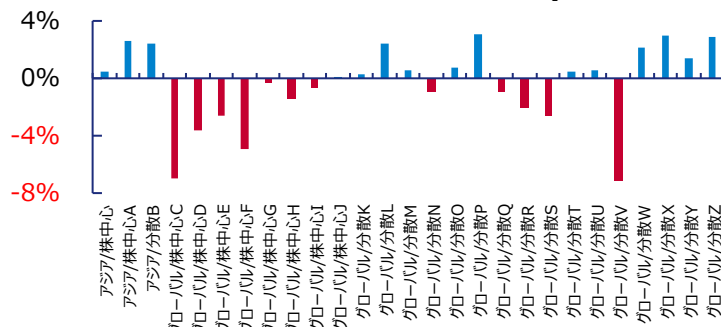
【図表5】株式時価総額とヘッジファンドのポジション比率



出所: World Federation of Exchanges, HFM

複数の運用者が独立して意思決定を行うマルチマネジャー・プラットフォームでは2025年1-3月期にグローバルに分散するファンドが苦戦した一方で、アジアに着目するファンドは相対的に堅調でした(図表6)。このような地域によるアルファ獲得状況の差異は今後もみられると思われます。

【図表6】マルチマネジャー・プラットフォーム比較(1-3月、USD)



このように今後もパフォーマンスのファンド間格差は拡大する見通しですが、市場変曲点での回復力、アルファ追求のための地域分散がファンド選別のカギとなるでしょう。