

～ヘッジファンドに有利な市場環境とは～

HEDGE FUND EYEはAMOAIの登録商標です。

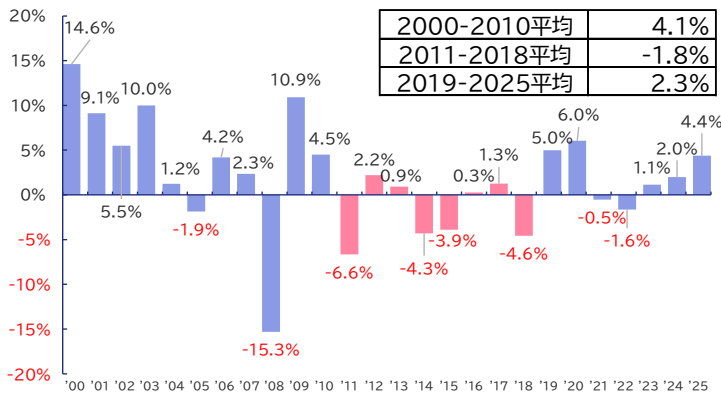
- ヘッジファンドは2000年～2010年、2019年～2025年は好調なパフォーマンスをあげた一方で、2011年～2018年は苦戦傾向にありました。ヘッジファンドのアルファを生み出しやすい市場環境の要素について検証しました。
- ヘッジファンドは2%を超える無リスク金利、高い株式ボラティリティと株式銘柄ごとのリターンをのばすの拡大、といった市場環境の中では好調なパフォーマンスを獲得する傾向にあります。
- 2019年以降はヘッジファンドが好調な超過収益を上げやすい要素が揃った市場環境となっており、ヘッジファンドにとって有利な時間が続くと考えています。

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 十時 弘文

■ 2000年～2025年のHFのパフォーマンス状況

2000年以降マーケットはドットコムバブルの崩壊、リーマンショック、欧州債務危機、コロナショックなどさまざまな試練を経験してきましたが、ヘッジファンドは大きく分けると2000年～2010年、2019年～2025年は株式ベータに対して良好なアルファを獲得する一方で、2011年～2018年のパフォーマンスは不振でした【図表1】。AMOAIではヘッジファンドの超過収益の源泉たりうる市場要素について検証を行いました。その結果2%を超える無リスク金利、高水準の株式ボラティリティと株式銘柄ごとのリターンのばらつきが拡大、といった要因がヘッジファンドのアルファ獲得をサポートしていることがわかりました。

【図表1: HFの株式ベータに対する超過収益*1】

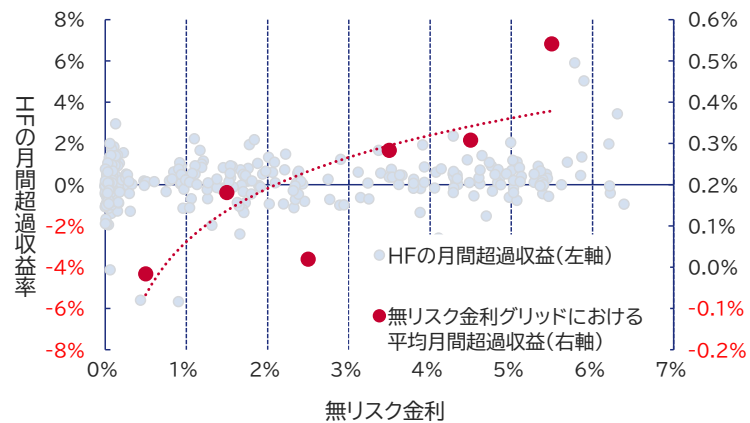


■ 2%を超える無リスク金利

2%を超える無リスク金利はECBや日本銀行が推計する中立金利近辺の水準です。無リスク金利が2%を超えている状況は中央銀行が景気に対して中立的から抑制的な金融政策を採用している局面と重なり、加熱した景気やインフレに対する警戒感が意識されやすい環境といえます。こうした局面では経済指標や財政政策の変化が市場価格に反映されやすくなるほか、高金利環境が企業の収益力や財務体質の差を顕在化させ、株式市場では銘柄ごとのリターンのばらつきが拡大しやすくなります。リーマンショック後は中央銀行が緩和的な金融政策を行う際に金融政策の不透明感を抑えるフォワードガイダンスや市場のボラティリティを抑える量的緩和政策を行うことが一般的となりました。中央銀行による市場安定化

を重視した政策運営が後退し、価格形成においてファンダメンタルズの影響が相対的に大きい環境ではヘッジファンドがアルファを獲得しやすい状況にあるといえます。【図表2】は無リスク金利が高い局面ではHFの超過収益も上昇する傾向にあることを示しています(赤丸は無リスク金利を1%ごとに区切り、区間内におけるHFの超過収益の平均を表しています)。

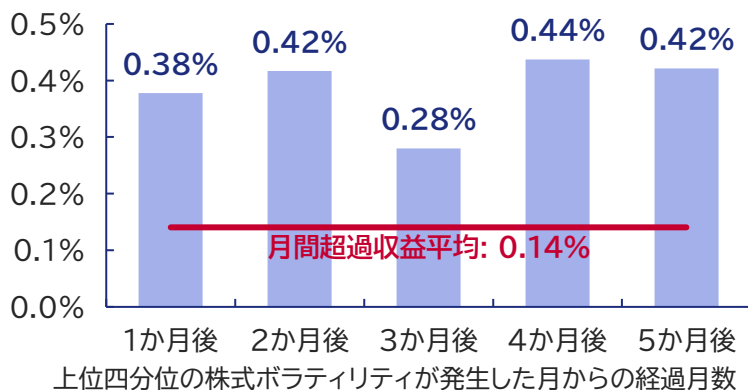
【図表2: 無リスク金利*2とHFの超過収益*1の関係】



■ 高水準の株式ボラティリティ

株式のボラティリティが高まると短期的にはヘッジファンドのパフォーマンスにとって逆風となりがちです。一方で株式ボラティリティの高まりは株式の銘柄間や資産間の価格のばらつきやファンダメンタルズに無関係な価格形成を引き起こすこともよくあります。ヘッジファンドはそういった機会にもたらされた市場の非効率性を利用してポジションを構築し、ボラティリティの落ち着きにより市場が効率性を取り戻していく過程で超過収益を獲得する傾向にあります。【図表3】は単月の株式ボラティリティが2000年～2025年の上位25%を記録した翌月以降のヘッジファンドのパフォーマンスの平均を表していますが、株式のボラティリティが高まった翌月以降は総じて良好なパフォーマンスをあげていることが確認できます。市場の短期的な混乱でマイナスのパフォーマンスとなることはあるものの、その後に力強いパフォーマンスを獲得する事例が多いことはヘッジファンドの強みの一つといえるかもしれません。

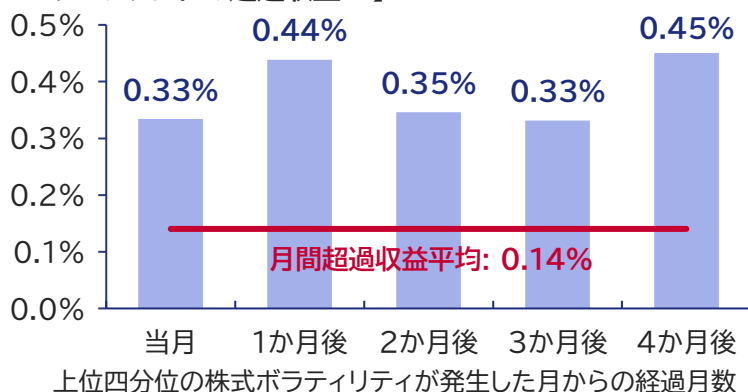
【図表3:高水準の株式ボラティリティ発生後のヘッジファンドの超過収益^{*1}】



■ 株式銘柄ごとのリターンのはらつき^{*3}の高さ

株式銘柄ごとのリターンのはらつきが高い状態は株式の各銘柄が個々の材料により反応をする状況といえますが、ヘッジファンドは銘柄特有の材料に着目したポジション構築の機会に加え、ロング/ショート両サイドから超過収益を獲得できるチャンスが増えるのでヘッジファンドの超過収益獲得に有利に働いていると考えられます。【図表4】は株式の銘柄ごとのリターンのはらつきが2000年～2025年の上位25%を記録した月と翌以降のパフォーマンスを表しています。銘柄間でリターンのはらつきが上昇した月はロング/ショート両サイドから収益を獲得できるため平均よりも良好な収益を獲得できていることがわかります。また翌月以降は拡大した銘柄間のはらつきを利用したポジション構築により良好な収益を獲得していることがわかります。

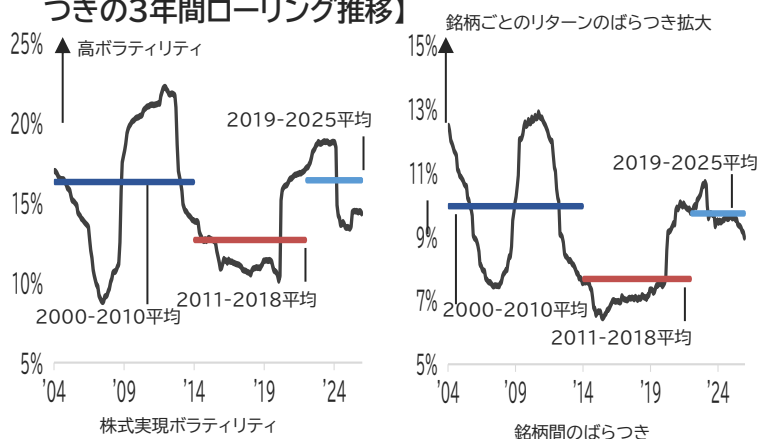
【図表4: 株式銘柄ごとのリターンのはらつき^{*3}拡大後のヘッジファンドの超過収益^{*1}】



■ 現在の環境

現在は米国をはじめ無リスク金利が2%を上回っている国が多い状況です。【図表5】が示す通り株式のボラティリティや銘柄ごとのリターンのはらつきも高止まりしています。この背景にはコロナショック後の持続的なインフレ環境(サプライチェーンの再編や人口動態の変化)、経済のK字化、AIによる急速なビジネス環境の変化に対する懸念といった構造的な要因があるといわれていますが、ヘッジファンドが超過収益を獲得しやすい要因が3つとも揃っており、今後もヘッジファンドが高パフォーマンスをあげやすい市場環境にあるといえそうです。

【図表5: 株式ボラティリティ・銘柄ごとのリターンのはらつき^{*3}の3年間ローリング推移】



■ 終わりに

ヘッジファンドは様々な資産クラスや取引戦略で超過収益の獲得を目指しますが、2%超の無リスク金利、株式の高ボラティリティ、株式銘柄間のはらつきの高さという3要素が揃っている環境ほど超過収益をあげやすい傾向があります。現在はコロナショック後の高インフレ傾向やAIの導入に伴うビジネス環境の急激な変化により3要素が構造的にもたらされているので、今後もヘッジファンドが相対的に有利な市場環境が続くといえそうです。

*1: HFRX Global Hedge Fund IndexとMSCI World Grossの日次データをもとに3か月ローリングベータを算出しています。計算されたベータをもとにヘッジファンドの超過収益(アルファ)を算出しています。なお2003年4月以前は日次データが存在しないため、2003年6月末時点のベータを使用しています。
 *2: 米国の3か月国債金利を使用しています。
 *3: SP500の構成銘柄のクロスセクション標準偏差です。SP500の構成銘柄それぞれのリターンがSP500のリターンからどの程度乖離しているかを示しています。
 *4: 計算に用いたデータはいずれも2000年1月～2025年12月です。
 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。)
 参考レポート: JPMorgan・アセット・マネジメント株式会社「新常态への対応: ヘッジファンドとアルファの冬の終わり」

【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」の合計額をご負担いただきます。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 一般社団法人資産運用業協会
 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)

