

# パンデミックおよび金融市場の混乱が ヘッジファンドに与える影響

2020年4月9日

(原文：2020年4月6日)

## パンデミックおよび金融市場の混乱がヘッジファンドに与える影響

COVID-19と原油価格戦争が組み合わさった危機により、3月9日から金融市場全体で大規模なレバレッジの解消が生じました。その時点までの年初来のリターンが全般的に横ばいからプラス（グローバル株式は9%近くのマイナスであったことに対して）であったヘッジファンドも、もはやこの争いから逃れることはできず、直接的な影響を受けてしまいました。急速に流動性が求められ、株式ロング・ショート戦略においてロング・ポジションがショート・ポジションよりも下落し、合併アービトラージ戦略においてそのスプレッドが吹き飛ばされ、レティブ・バリュ戦略においてその関係が歪んだ状態となり、クレジット関連のすべてのものが大きく下落したように、うまく免れた戦略はほとんどありませんでした。損失の度合いは、リスク回避局面入る際に個々のファンドが保有していたディレクショナルなエクスポージャーおよびレバレッジ水準、ならびにそれによるリスク管理に大きく依存していました。適切なポジションを取っていたマクロ戦略、ショート・バイアス戦略、マネージド・フューチャーズ戦略は、ショートのリスク・エクスポージャーが大きな利益を生み出したことで、市場が急落した2週間において利益を上げました。しかし、これらの利益を確保するには、月末にかけて生じた市場での強いリバーサルに対して効果的な取引する必要があったと言えます。

一方で、市場と経済の混乱により、多くの機会が生み出されております。第1に、多くのヘッジファンド・ポートフォリオにおいて、潜在的な価値の要素があります。中断された合併や、ベシス・トレードもしくは内部の資本関係トレードは、それぞれ終結または収束する可能性が高く、時間の経過とともに利益を生み出します。この価値は、幅広い株式やクレジット市場の方向性とは無関係に実現されるはずですが、ただし、危機が激化した場合、すべての賭け（または合併）が外れる可能性があり、もし追加的なマージン・コールが求められる下落局面となった場合には、レバレッジが維持されている一部のレティブ・バリュのポジションしか実現化されない可能性があります。

理論的には、ヘッジファンドは、オープンアーキテクチャー、幅広い権限、固有の柔軟性を備えているため、堅牢で広範囲に及ぶ機会を追求するのに非常に適しています。ただし、利益を上げる能力は、何よりもまず、個々のファンドの持続可能性を条件とします。業界の過半数は損失の手当てをしている状態です。ほとんどの場合、損失は株式市場全体で発生する損失の一部ですが、より大きな規模の損失は、市場方向性を取ったロングのファンド、および/もしくは流動性の低いクレジット領域でかなりのエクスポージャーを持つファンドに集中しています。これらの時間において、各マネージャーの投資家は、価値のある資産にも、究極の負債のいずれかにもなりえます。プライベート・マーケットのポートフォリオの評価が確定すると、多くの機関投資家は、ヘッジファンドがオーバーウェイトであることを認識するのは理に適っています。今後数か月および数四半期にわたってかなり相当な解約サイクルが確認される可能性があり、“弱い手”として見抜かれたマネージャーはターゲットにされる可能性があります。

先を見据えたヘッジファンド・マネージャーにとって、その投資機会は非常に説得力があり、幅広いものであり、まだ持続する可能

性があります。屋内退避と完全な経済的閉鎖の影響により、とりわけデジタルやクラウドへの移行、実店舗からの移行など、すでに進行中の長期的な傾向が加速する可能性があります。結局のところ、社会的、消費者、ビジネスの行動に永続的ではないにしても長期的な変化を期待することは不合理ではありません。その結果、勝者と敗者を生み出し、そして幅広い市場の動きに関係なく、双方向のポジションを持てるヘッジファンドにとって収益獲得の可能性が生まれます。

企業およびストラクチャード・クレジットの投資機会は、潜在的に非常に豊富であり、実際、独自の論文に値するものです。この投資機会のいくつかは、組み込まれたリターン・ポテンシャルは既に織り込み済みであり、価値はありません。多くのマネージャーは、厳選された投資適格、地方債、ストラクチャード・クレジット、および、余儀なく生じた売り手からの広範囲に渡るディストレストを迅速に購入する行動をとりました。これらのマネージャーは、好みの流動性の低い案件のポジション量を選別して増やすと同時に、ポートフォリオへの安定機能とともに、差し迫ったと思われるディストレストやデフォルト案件を追い求めるための資金源ともなりうる流動性の高いクレジットから、魅力的なトータルリターンを確保することができました。

長年にわたる超低金利と安定した経済成長により、企業は継続的に債務を発行し、株式を買い戻したことで、レバレッジは高水準にまで増加しました。心地よい経済が完全に（文字通り）停止した今、債務返済は多くの企業の役員会で突然の予想外の課題を提示しています。明らかに、エネルギー市場と小売市場の淘汰がしばらく前から進んでおり、それが突然に大きく加速しています。レバレッジが巨大化した企業部門と前例のない経済的失速の組み合わせにより、業界や国を超えた比類のないディストレスト・サイクルと、古典的な良好なビジネス/悪いバランスシートの企業への投資機会（わずかに数週間前に広く期待されていた、エネルギーと小売におけるディストレスト・サイクルよりもはるかに魅力的なもの）が生み出されるべき状況にあります。企業のバランスシートの規模と複雑さが非常に大きいことを考えると、規模の大きいファンドは、リストラを推進し、救済資金を提供する上で有利になる可能性があります。安定した投資家層に加えて、解約条件における適切な資産/負債マッチングは、拡張された、かつ、流動性の低い投資機会に慎重に資金を供給するうえで有利な立場となります。

世界経済が最終的に回復し始め、企業がその将来を合理化するにつれて、当面は無いかもしれませんが、業界全体にわたる資産売却、部門売却、および統合が可能となります。このようなバランスシート・イベントとソフト・カタリストは、イベント主導のスペシャリストに豊富なアルファの獲得チャンスを提供します。さらに、勝者/敗者の現象は、企業だけでなく国や地域にまで及ぶ可能性が高く、ディスクリショナルおよびシステムティックなマクロ・マネージャーに対して、金利、通貨、および、ソブリン・クレジットにわたるレラティブ・バリューやディレクショナルな投資機会を提供します。

引き続き、実装とリスク・マネジメントは重要です。現在の出来事は現代の金融市場で前例のないことであり、弊社は高い確信度で将来の結果を展望している人に対して疑い深く思っています。さらに、典型的な「すぐに収束するボラティリティー上昇（ボラティリティー・スパイク）」ではなく、ボラティリティーの高い期間が続き、リスク・マネジメント・モデルや戦術へのチャレンジを経験するかもしれません。これは、リスク選好度の先見性に対する固有の影響を言うものではありません。ヘッジファンドのその他のリスクには、V字型の回復とベータの跳ね返り（絶対的なリターンはおそらく良好ですが、相対的なリターンは平均的なものになるかもしれません）、不均一な政策反応または過ち（実際、すべてのビジネスが救済された場合、ロング/ショートの方

資機会はありません) 、および前述の解約サイクルが含まれます。

ヘッジファンドへのアロケーションを行うコミュニティにおいて、行動するにあたり強靱な精神力、資本、ガバナンス構造を持つ人々にとっては、説得力のあるマネージャーの投資機会が利用可能となります。実際に、アクセスが困難なファンドもしくはクローズ中のファンドの多くは、資金を獲得しています（または既に獲得しました）。これにより、ヘッジファンドへのアロケーションを行う者は、自身のヘッジファンド・ポートフォリオを高品位にするユニークな投資機会を有することで、長期的な地位をより高めます。実際、弊社の見方を通してみれば、このことは、この時点でのヘッジファンドへの最初の投資機会を意味しています。

このイベントがどの程度続くのかを知るのは困難であり、今後歴史に残るような出来事が発生したとしても、それは驚くことでは無いでしょう。いくつかの投資機会が生じており、今後さらに多く現れる可能性があります。このような時代は収益獲得に対する激しい競争を生み出し、投資家は自身の制約およびリスク許容度に基づいてそれに応じて進むべきです。現状の特殊な性質を考えると、リスクを完全に評価することは非常に困難な状況であるため、その結果リスクが高くなります。細心の注意を払いながらも、楽観的な見通しをバランス良く組み合わせることが、ここからの成功の主要な決定要因である可能性が高く、ヘッジファンドは、そのようなフレームワーク内で活動しうる独自のポジションにあると言えます。

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

## ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。