

2020年のヘッジファンド投資： 不死鳥になった瞬間か？

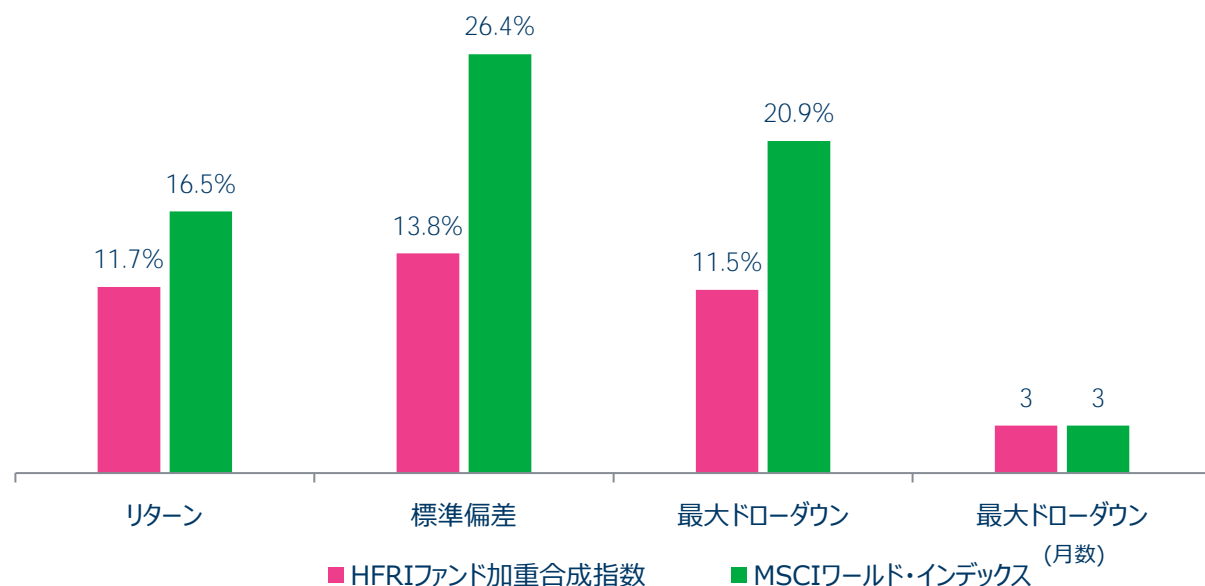
はじめに

”（中略）不死鳥とは、周期的に再生したり、生まれ変わったりする長寿の鳥である。（中略）不死鳥は前任者の遺灰の中から生まれて新しい命を得る。”ウィキペディア

不死鳥の神話にはさまざまな意味が込められているが、その中心となるのは、困難な時期を経て、再生と回復を遂げるというストーリーである。2020 年は、ヘッジファンドにとっては良い年であり、HFRI のファンド加重型コンポジット・リターンは報酬控除後で+11.6%となり、過去 10 年間でパフォーマンスおよびアルファにおいて最も優れた年の一つとなった¹。ヘッジファンドにとっての多くの困難な年を経て、2020 年は何かの変化が起きた。それまで停滞していた低ボラティリティーと低分散の市場環境が、COVID-19 の大流行で決定的に崩れ、世界中に大規模な不確実性が生じ、金融市場にリスクとチャンスの両方をもたらした。ヘッジファンドは、リスクとリターンの両面に幅広く対応できるように設計されており、2020 年にはこの柔軟性が発揮された。ヘッジファンドのパフォーマンスは、指数レベルおよび個別のサブ戦略レベルにおいても、報酬控除後で幅広くプラスのリターンとなっている。

絶対リターンは説明の一部に過ぎず、株式市場よりもはるかに低い標準偏差（平均で約半分）で示されるように、これらのリターンはかなり少ないリスクで達成された。これは、より大きな市場下落に対しても、ドロウダウンを抑制する能力があることを示している。

図 1.2020 年における HFRI と MSCI World Index のパフォーマンスの比較

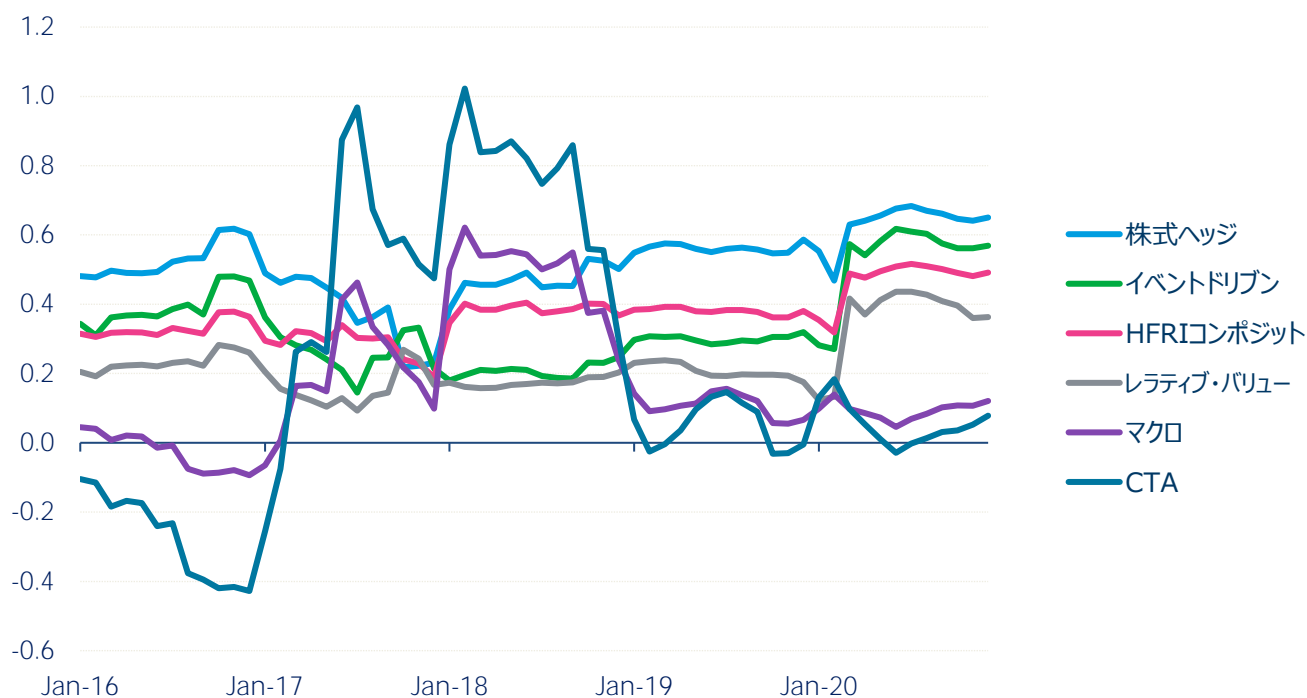


（出所） MercerInsight®。HFRI Institutional Fund-Weighted Composite Index は、HFR データベースに報告し、新規投資を受け付けている運用資産額 5 億米ドル以上のヘッジファンドを対象としたグローバルな等加重インデックスである。インデックスの構成銘柄は、株式ヘッジ、イベントドリブン、マクロ、レバティフ・バリュー戦略に分類される。インデックスは年 1 回リバランスされる。リターンは報酬控除後の米ドル建てで、MSCI のパフォーマンスはグロスである。

¹HFRI のファンド加重型コンポジットの過去のピークは 2009 年で+20%であった。

また、ヘッジファンドがどのようにしてこのパフォーマンスを生み出したのかについても、注目すべきである。図 2 に示すように、HFR の主要なヘッジファンドの戦略分類では、伝統的なリスク（株式市場など）へのエクスポージャーは低水準か適度なものであった。

図 2.MSCI World Index に対する 1 年ローリング（移動平均）ベータ（2020 年 12 月 31 日までの 5 年間）。



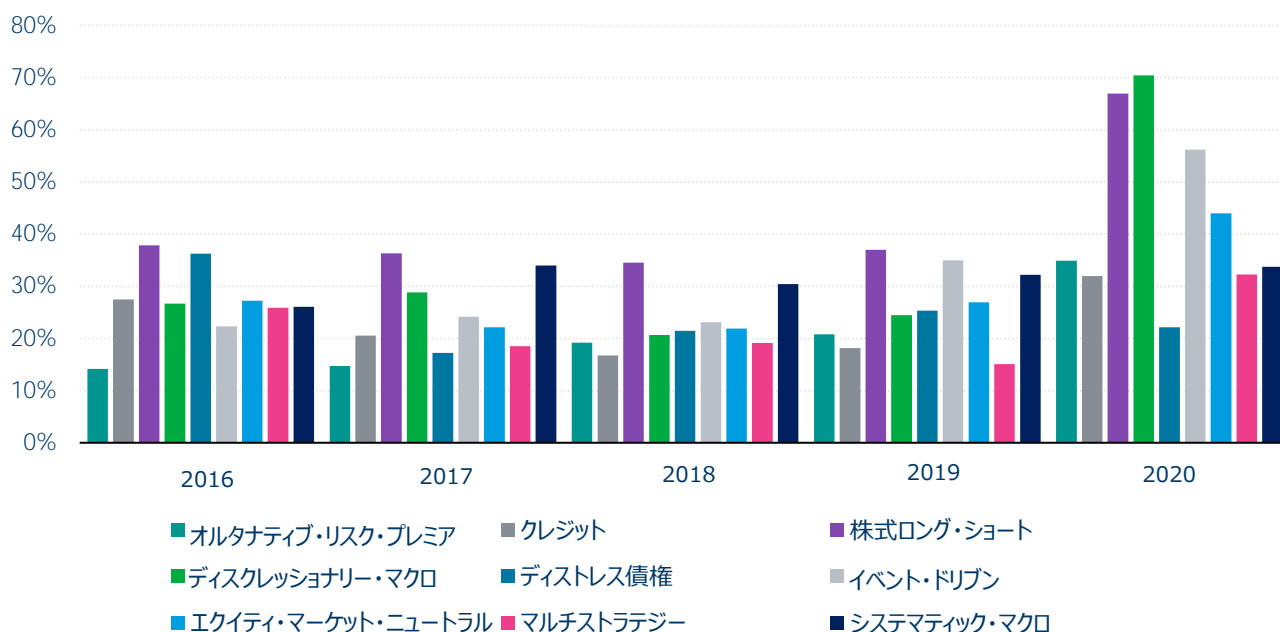
（出所） MercerInsight®。2020 年 3 月は、（市場の動きの速さと大きさのために）依然として異常なデータ時点であるため、これらの指標に短期的な歪みが生じる可能性があることに注意する必要がある。しかしながら、市場参加者が危機の奥深さに恐怖を感じて反応し、資産クラス全体のベータ特性が急上昇するのは自然なことである。

ヘッジファンド・マネージャーは、パフォーマンスを伝統的な株式ベータだけに頼るのではなく、代わりに多様でよりユニークな収益源泉をもたらしたことが分析から言える。市場変化の流れは、伝統的なベータという踏みならされた手法から離れる用意ができてきているヘッジファンド・マネージャーに、より多くの余地を与えている。それは、独創的なリターンもしくはアルファ・リターンのための、より潤沢な環境を示している。

ボンネットの中

要約された記事の見出しは、マネージャー間におけるパフォーマンスの大きな違いを覆い隠してしまっており、コンポジット・リターンのレベルであっても、ヘッジファンド・インデックスは、図 3 が示すようなリターン分布における大きな差を曖昧にしてしまう。

図 3. 5%と 95%パーセンタイル（上位 5%と下位 5%）のヘッジファンド間における年間リターンの違い



(出所) MercerInsight®, HFRI

このようなパフォーマンスの差は、マネージャー選択の重要性を浮き彫りにしている。同じような戦略グループであっても、投資アプローチは、スタイル、投資ホライズン、フォーカスするエリアによって大きく異なる場合がある。2020 年は、このようなダイナミックな市場環境の中で、こうした違いがより重要な意味を持つこととなった。この年の投資家の経験とその結果は、マネージャーの選択、スタイルの組み合わせ（例えば、ディスクレショナリー型とクオンツ型へのエクスポージャー）、ポートフォリオ構築における制約などによって大きく異なったものになったと思われる。

HFR とソシエテ・ジェネラル（SG）の報告によれば、図 4 に示すように、主要なヘッジファンドのカテゴリーは、すべてプラスのリターンで 2020 年を終えた。

図 4. 2020 年のヘッジファンドのパフォーマンス

| インデックス名 | 2020 年 |
|----------------------------|--------|
| HFRI 株式ヘッジ (Total) | 17.7% |
| HFRI イベントドリブン (Total) | 8.9% |
| HFRI マクロ(Total) | 5.5% |
| HFRI レラティブ・バリュー (Total) | 3.4% |
| SG CTA インデックス | 3.2% |
| HFRI Fund Weighted ヘッジファンド | 11.7% |
| MSCI World | 16.5% |

(出所) HFR, SG

最も高いパフォーマンスを示したのは株式ヘッジ戦略であり、個別銘柄選択に適した環境が整っていた。パンデミックは、企業が直面している構造的な課題を加速させるだけでなく、新たなリスクをもたらし、勝者と敗者を生み出しているように見えるため、ロングとショートの間からアルファが得られやすく、一部のマネージャーはその両方からのプラス寄与を獲得することができた。重要なことは、マーサーがカバーしているマネージャーの獲得リターンは、大型テクノロジー株や在宅勤務のテーマに限られたものではなく、むしろ幅広い企業規模、産業、地域に及んでいることである。これは企業のクレジットでも見られ、投資適格社債とハイ・イールド市場においても、（ロングとショートの間）両刀使いのアプローチが年間を通して有効であった。

イベントドリブン型の戦略もまた好調な年となった。パンデミックの影響を受けた上半期は、企業の戦略的な意思決定の必要性が高まったことから、ファンドに幅広い投資機会を与える企業活動が再び見られた。一方で、レバティフ・バリュー・アプローチの戦略は、プラスのリターンではあったものの、より複雑な状況となった。この投資スタイルは一般的にレバレッジ依存度が高く、特に2020年3月の嵐によってレバレッジのための融資が圧迫された。これにより、資金調達に対するストレスが生じ、価格が大きく変動した。しかしながら、これらの戦略の多くは順調に回復し、年末にはプラスのリターンとなった。

マクロ・マネージャーは、パンデミックに対する世界的な監督官庁や政治の対応を受けて、同様の強力な投資機会を見出した。債券、コモディティならびに為替市場は、年間を通じてリスクテイクに対する収益性の高いエリアとなり、マネージャーは、アウトライト（絶対的）な見方と、レバティフ・バリュー（相対的）な見方（例えば、ある国の回復見通しを他の国のそれとの比較で選好する）の両方を取った。世界の金利市場は特に収益性が高く、インフレ・リスクはさらなる投資機会となった。このようなアウトライト（絶対的）な値動きの一部は、トレンド・フォロー戦略によっても捉えられ、2020年を通じてプラスの成績を収めた。しかしながら、これらのシステムティックなアプローチには、時間軸（短期または長期）や資産クラスの偏り（および目標とするボラティリティー水準）による明確な違いがあり、結果には大きなばらつきも見られた。

スタイル面では、クオンツ・アプローチよりもディスクレッションナル・アプローチ、特にテクニカル・パターン（トレンドなど）よりもファンダメンタルズ情報に依存するアプローチの方が、顕著にアウトパフォームした。このようなアウトパフォームは、特に株式ヘッジ、グローバル・マクロ、リスク・プレミアム各戦略において顕著であった。迅速に適応して方向転換ができたディスクレッションナルなマネージャーとは異なり、クオンツ・マネージャーは、世界的なパンデミックを経験していないファンダメンタルズのデータ内容に基づくルールに縛られてしまった。ファクターやリスク・プレミアムは、特にバリューやモメンタムといった一般的な分野で、より高いレベルのボラティリティーを示し、損失につながった。政権交代や局面変化は、ファンダメンタルズの変化に追いつくのに時間を要するこれらのスタイルにとって、常に弱点であり、2020年はこのことを痛感させられた。この問題については、特にオルタナティブ・リスク・プレミアム戦略に関するレポートを近日中に発行する予定である。

ヘッジファンド戦略にとって概ね良好な年であったにもかかわらず、これらの異なる経路（戦略や投資アプローチの違い）は、ヘッジファンドの世界がいかに異質であるかを思い起こさせるものであり、ヘッジファンド戦略の選択と組み合わせに内在する課題と複雑さを示している。このような分野にはより一層の注力が必要であり、今後1年間の研究において、より詳細に検討する予定である。

不死鳥になった瞬間か、一過性の出来事か。

では、これは本当に「不死鳥」のような時期だったのであろうか、それとも単に1つの良い年だったのであろうか？最近のゲームストップ株のショートスクイズ²や空売りの影響が世間の注目を浴びたことで、この好機は萎んでしまったのであろうか？我々はそう考えておらず、マーサーのヘッジファンドに対する見通しは依然として非常にポジティブであり、間違いなくこの10年間で最も良好であると考えている。市場の進化と投資家の行動は、常にチャレンジと同時に投資機会を生み出してきた。

パンデミックの政治的、経済的、社会的な影響により、不確実で変動性の高いトレーディング環境が続いている。このような状況下では、機敏でオポチュニスティックな戦略が有効となるだろう。国によって求められる道がますます異なるため、様々な国や資産クラスにおいて重要なマクロ投資機会が生まれている。不確実な将来に直面している企業は、クレジット市場および株式市場に銘柄間格差をもたらし続けている。ロング・ショートの投資アプローチは、このような勝者と敗者を見極め続けるのに適している。一方で、ゲームストップ株のショートスクイズのようなイベントは、リスク管理の重要性を再認識させてくれている。ヘッジファンドは、多様な政治体制の中で、新たな課題や脅威に対して再生し、適応する能力を長年にわたって実証してきた。パンデミックの影響以外にも、責任投資などの分野における投資家の嗜好の変化を目の当たりにしている。ヘッジファンドは、革新的で興味深いアイデアでこのような変化に対応しているが、まだ始まったばかりでもある。このテーマについては、年内にさらに詳しくご紹介したい。

このような予測不可能な市場では、規律と器用さの間の絶妙なバランスが求められ、持続的な成功には多才さが不可欠である。これは、伝統的な資産クラスが困難に直面している時期と重なり、株式のバリュエーションが高騰したり、債券の価格上昇余地が限られていたり、また、どちらにもインフレの影が付きまとっている。さらに、分散投資も困難になってきている。キャッシュではリターンが小さく、資産バブルの話題が頻繁に起こる世界では、投資家の選択肢はますます限られてきている。このような状況では、ヘッジファンドが、現在と将来にわたって、異なるリターン源泉をもたらすという貴重な役割を果たすことができると、マーサーは考えている。



Penny Aitken (ACA)

European Leader of Diversifying Alternatives Research

²マーサーの最近のレポートをご覧ください。

https://src.mercer.com/news/601789ce2d45a100246a8691/Mercer_Social_Media_to_Social_Markets_Viral_Trading_and_Sho

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 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。