

2014年4月 日本語版リリース

Michael Markov  
Chairman

Markov Processes International  
(MPI)

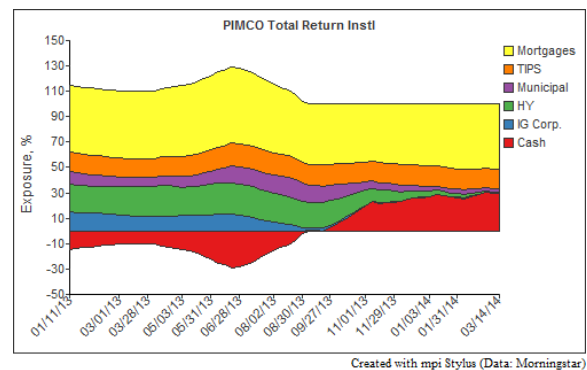
## 世界最大のミューチュアルファンド、 「ピムコ・トータル・リターン・ファンド」の リターン・ベースの定量分析アプローチ

2014年2月24日のウォール・ストリート・ジャーナル紙によると2013年夏ごろ共同CIOであるビル・グロスとモハメド・エリアンの対立が明らかになり、ビル・グロスはトレーディングを制限していたという。

我々は、米国ミューチュアルファンド「ピムコ・トータル・リターン・ファンド」(PTTRX)の定量分析が、“その夏”と直近の「トータル・リターン」のパフォーマンスについて、及び、現在投資家の間で高まっている「より精密な調査」において、どのような洞察を提供できるか検証してみた。

ピムコ・トータル・リターン・ファンドを分析するに当たり、MPIは、ファンドのリターンを予測性の高いファクター・エクスポージャーの組合せで説明するために、ファンドの日次の基準価額にMPI独自の定量モデルを使用して分析を行った。<sup>1</sup>

この分析に用いられたファクターは、最もあてはまりの良い結果を算出するように選択された。1万以上のポジションを有するファンドのためには、この「リターン・ベース」のアプローチは、そのような巨大なファンドを「保有銘柄ベース」で評価する方法と、明らかに異なっている。我々の定量手法は、「トップ・ダウン方式」であり、洗練されたツールと分析手法をもちあわせた投資家にも、仮に投資家があらゆるリソースをもっていて、遅れて報告されてきた情報を基に、きめ細かに正確な模倣ポートフォリオを構築して精査することよりも、当該ファンドが日次ベースでどのような動きをしたのかわかるであろう。



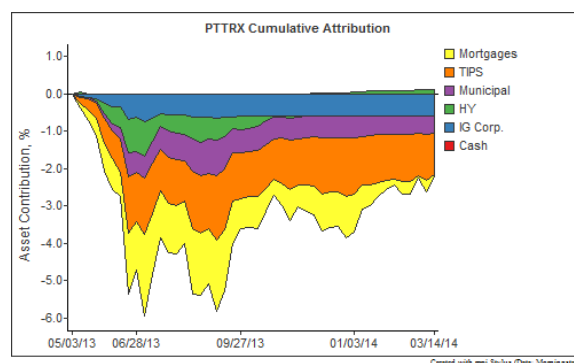
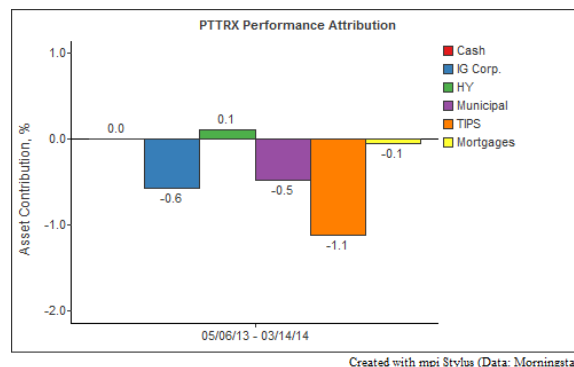
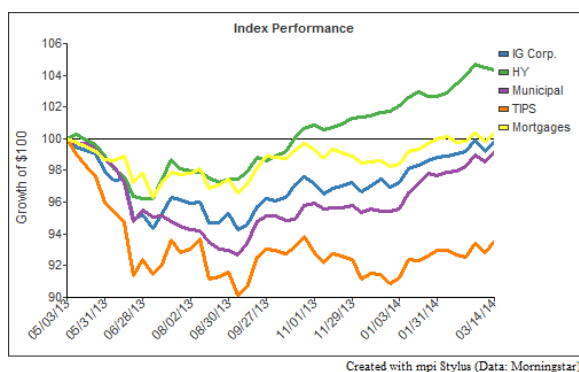
我々の分析では、2013年のファンドのリターンは、キャッシュのショートと債券のロング・ポジションで、5月中にはキャッシュ・ショート・ポジションが増加し始め、6月にそのピークを迎えたかのような動きをしていることをとらえる事ができた。我々のモデルにおいては、マイナスのキャッシュ・エクスポージャーは、しばしば潜在的なレバレッジを意味し、それは、デリバティブの使用、あるいは、この分析で使用しているリスク資産よりも、よりリスクな資産へ投資した結果となりえる。また同様に、ファンドが約130%程度の債券ロング・ポジションを取ろうとしていた事が見てとれる。しかしながら、このことは驚くべきことではないし、公表されている発言や、保有ベースあるいはリターン・ベースのモデルによる報告からも、そのように言えるのである。事実、直近においてこのファンドは、まるでとても大きなレバレッジ運用をしているかのように振舞っていた。

ポートフォリオのエクスポージャーは、そのパフォーマンスにおいては2013年の夏はマイナスの結果に終わり、その後もそれが続いた(次頁左図参照)。5月22日の議会証言の中で、FRBのバーナンキ議長は、中央銀行に対し、QEプログラム(量的緩和プログラム)下のモーゲージ証券と米国財務証券の買い入れを、この先数ヶ月において、縮小し始める事が可能であると提案した。この発表後の夏の数ヶ月間、ボラティリティと市

場の大量の債券クラスの売却が、利回りの上昇と、反対に、債券価格の下落をもたらした。

分析によって検知された、物価連動債やモーゲージ債を含むロング部分のエクスポージャーは、この間被害を受けた。9月の終わりまでに、ファンドは短期資金/レバレッジ債券のポジションを縮小しているように捉えられた。

2013年5月から2014年3月14日までのパフォーマンス要因に目を向けてみると、アセットクラスとしてのモーゲージ債は、おおよそ回復しているが、物価連動債は回復していない。回帰モデルは、期間全体を通してエクスポージャーに大きな変化が無かったことを示しているが、物価連動債はパフォーマンスの中で最も大きな障害となったようだ。加えて、ハイ・イールド債のパフォーマンスが比較的良かった一方で、ポートフォリオはこのアセットクラスへのエクスポージャーを縮小したように見え、それゆえにトータル・リターン・ファンドのパフォーマンスの上昇を限定してしまった。短期資金/金利リスク資産へのエクスポージャーは、6月のピーク（ウォール・ストリート・ジャーナルがトータル・リターン・ファンドから96億ドルの資金流出があったと報じた月）の後、抑制されているように見える一方、最後までポートフォリオの配分構成は、パフォーマンスの改善の為に最適なポジショニングをされることはなかった（右図参照）。



今回の分析は、結果的に短い期間を拡大鏡で見たようなものである。このように非常に大きなファンドにおいてさえも、（そしてそれがどのような原因によるものであれ）レバレッジが不安の理由になりえる一方で、そのこと自体はそれほど大きな損失ではなく、マネージャーの長期間にわたるトラックレコードを損ねるわけでもなく、やはり業界の中でも最も良いファンドの一つであることに変わりはない。

しかしながら、自分たちの債券ポートフォリオをよりしっかりと監視する必要がある投資家の為に、FRBの行動とその市場インパクトへの結果に照らしてみると、今回の事例は、マネージャーの意図、短期的な戦略投資、ポートフォリオの被っている潜在的なリスクに対する、より深い理解を得るために、定量的なモニタリングを開始するための行動を呼び起こす警笛として役に立つであろう。

我々は、債券ポートフォリオ、特にオルタナティブ債券ファンドの見直しの実施と分析に目を向けているクライアントの興味が高まってきていることを認識しており、引き続き分析を展開していくつもりである。

<sup>1</sup> ディスクレーム: MPIはパフォーマンスベースの分析を行っており、公開されているファンド情報以外の投資戦略のクオリティあるいはメリットに関してコメントは行いません。また当該ファンドの実際の投資戦略、ポジションあるいは保有情報を知ることが要求したり示唆するものではありません。

この分析は、ファンドのリターンのみを使っており、実際の保有情報は反映しておりません。あらゆる定量分析に固有の分析と実際の保有、また/あるいはファンドによる投資決定との乖離が予想されます。本レポートは、MPI が信頼できると判断した情報源から入手した情報をもとに作成しておりますが、当該情報の正確性を保証するものではありません。情報提供を目的としたものであり、本ファンドの勧誘のために作成されたものではありません。

## MPI に関して

Markov Processes International, LLC (MPI)は高品質投資リサーチとレポートソリューションのリーディングプロバイダーである。MPIのソフトウェア・アプリケーションおよびカスタム・コンサルティング・サービスは、世界有数の機関投資家および金融サービス機関の投資リサーチ、レポート、データインテグレーション、コンテンツ配信の向上に採用されている。MPIは、アセット・アロケーションやポートフォリオ最適化ツールと同様にヘッジファンド、投資信託、ポートフォリオおよび他の投資プロダクトが分析可能な最先端なプラットフォームを提供している。

MPIの「スタイラス・プロ」ソフトウェアは、オルタナティブ・リサーチグループ、ヘッジ・ファンド・オブ・ファンズ、ファミリーオフィス、年金基金、コンサルタント、プライベートバンク、アセットマネージャ、グローバルフィナンシャルサービス機関など世界中のマーケティング、商品開発、IT部門で利用されている。その画期的なダイナミックスタイル分析(DSA)モデルを通じて、MPIは正確なデュエリジェンスおよび無比の洞察を提供する。詳しくは [www.markovprocesses.com](http://www.markovprocesses.com) 過去のMPIリサーチ記事を参照のこと。

## お問い合わせ

MPI Japan, Inc  
[www.mpi-japan.com](http://www.mpi-japan.com)

土屋 雄一  
03-6264-8386  
[sales@mpi-japan.com](mailto:sales@mpi-japan.com)

### 【ディスクレーム】

- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利はエム・ピー・アイ・ジャパン株式会社（以下、MPI）に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、MPIが信頼できると判断した情報源から入手した情報をもとに作成しておりますが、当該情報の正確性を保証するものではありません。
- MPIは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、本ファンドの勧誘のために作成されたものではありません。