

2016年6月

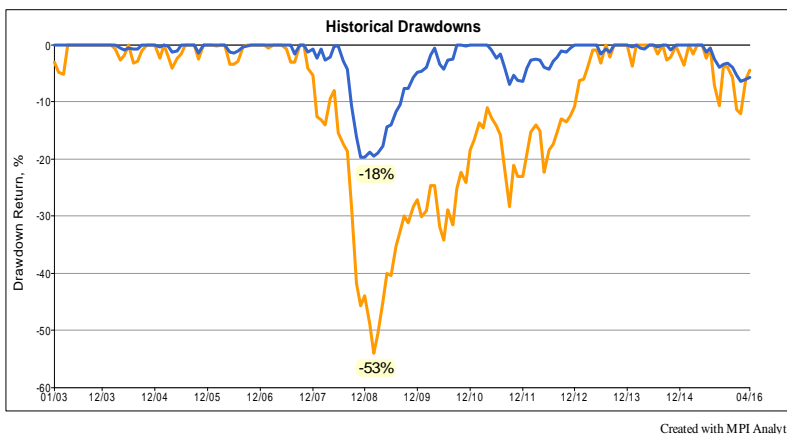
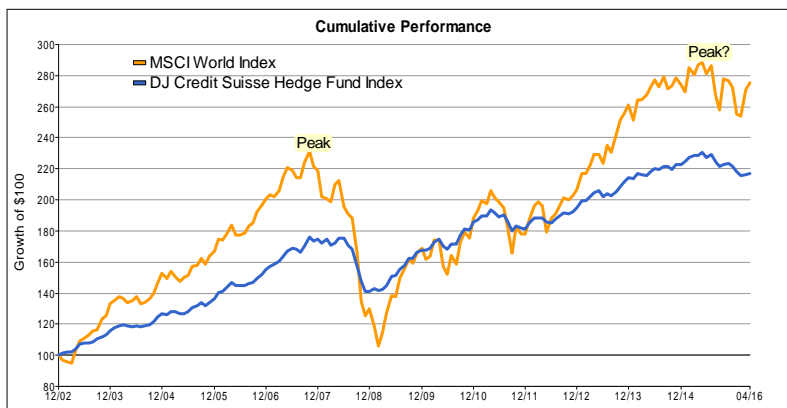
ダニエル・リー博士
マイケル・マルコフ

「我々は市場のピークにいますか？」

Hexit: 今はヘッジファンドから撤退する時期ですか？

機関投資家は、長期の上昇相場では、株式ベンチマークに対してヘッジファンドを不当に評価しがちです。それよりヘッジファンドの運用が意図したマニフェストに沿っているかどうか問われるべきです。

2014年後半、[大手投資家である CalPERS がヘッジファンドから撤退したのち](#)、今年に入ってから AIG と MetLife 社も、ヘッジファンド投資からの撤退を発表しましたⁱ。ヘッジファンドは一見したところ、大手機関投資家から人気が無くなっているように思われます。そこで MPI は「今がヘッジファンドから撤退する本当にいい時期かどうか？」を問いかけてみました。



ヘッジファンドに批判的な人々は、株式ベンチマークに対して平凡なパフォーマンスと高い手数料を非難します。危機後、ウォールストリートでは、そのような白熱とした議論を生み出しました。

私たちはパフォーマンスを詳細に調査するために、DJ クレディ・スイス・ヘッジファンド・インデックスⁱⁱ (net of fees、時価総額加重)と、広義の株式ベンチマークである MSCI ワールドインデックス (ドル建て) の累積パフォーマンスをチャート上にプロットしました。私たちが考察するサンプル期間は、マーケットが好転し始めた 2003 年 1 月から 2016 年 4 月までです。

チャートを見ると、2003 年から始まる 61 カ月間の上昇相場の間、グローバル株式がヘッジファンドを上回ったことがはっきり分かりますⁱⁱⁱ。しかしながらその後株式は、左下図のドローダウンチャートを見ると'07 年と'08 年の金融危機によって引き起こされた

下げ相場において、-53%の損失に苦しみ、同じ期間ヘッジファンドは、-18%と投資資本をうまく維持することができました^{iv}。

「ヘッジファンドは資本保全とボラティリティの低減、ポートフォリオ内の分散効果、一般的に優れた長期的なリスク調整後リターンの提供を目指す」

早送りして現在を見てみましょう。2009年3月に始まった現在の上げ相場は既に70か月以上です^v。この期間、株式市場はヘッジファンドの停滞を尻目に、170%以上の増加で回復しました。しかし、歴史が参考になるとすれば、また上げと下げの市場のサイクルが不変だとすれば、株式市場が再びピークを迎えたこのタイミングで、ヘッジファンドから撤退することは機関投資家として道理にかなったことでしょうか？

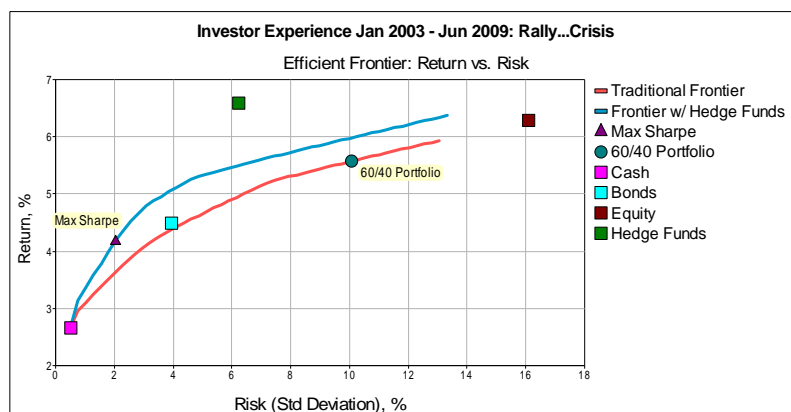
ポートフォリオ効率の改善

ヘッジファンドは、長期の株式市場の上昇局面において株式よりアウトパフォームすることを目指して設計されていません。またそのように期待すべきでもありません。概して業界内ではファンドそれぞれのパフォーマンスに重きを置いてしまいがちですが、ヘッジファンドにおいては、資本の保全、ボラティリティの低減、ポートフォリオ内の分散効果を促進、優れた長期的リスク調整後リターンの提供を目指します^{vi}。しかしながら、本当にこれらの役割を果たしているのでしょうか？我々はそれを検証するためにアセット・アロケーションツールを用いて、株、債券、キャッシュのポートフォリオに、ヘッジファンドを組み入れた場合の評価を試みました。株式とヘッジファンドのベンチマークは上記と同様で、債券のベンチマークはBarclays U.S. Aggregate Bond Indexを、キャッシュはMerrill Lynch 3-month T-Bill indexを使用します。投資制約については、“ロングのみ”で債券、株、ヘッジファンドの最大ウェイトをそれぞれ60%、80%、25%と仮定します。分析には最大シャープレシオのポイント測定だけでなく、別途、基準点として60/40の割合の株式/債券のポートフォリオも取り込みました。

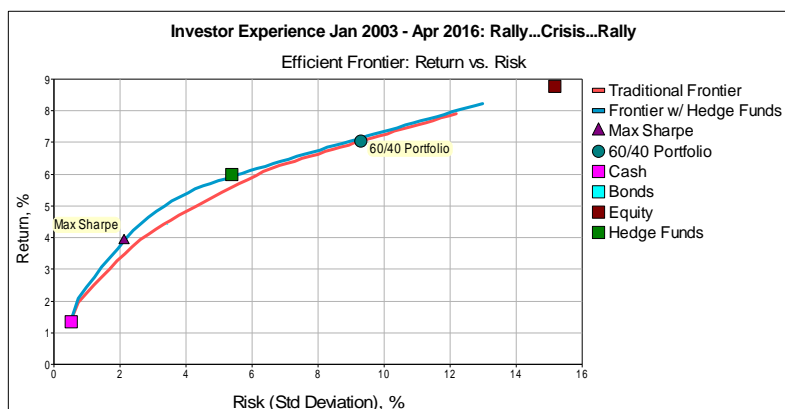
比較するのは3つの期間です。最初の期間は2003年1月から2009年6月です。これは株式市場の上昇が2008年の危機で終了しその後マーケットの反発した時期と一致します。2番目の期間は、危機後の回復期間を含んだ2003年1月から2016年4

月の全期間です。3番目は2009年7月から2016年4月の直近の上昇相場だけを含んだ期間です。

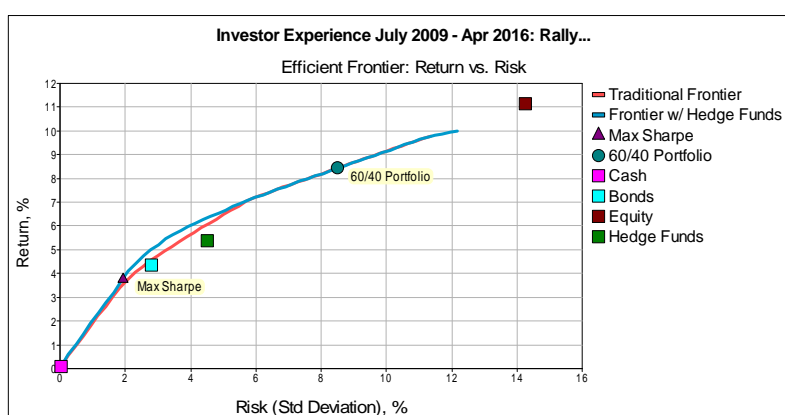
分析結果を上記の期間に対応する3つのリスク/リターン・フロンティア図で示します：



Created with MPI Analytics



Created with MPI Analytics



Created with MPI Analytics

「著しい市場 混乱の期間を 考慮した場合、 ヘッジファン ドへの配分は 価値を持つ」

ませんでした。これは、最近の市場パフォーマンスをみてヘッジファンドの配分を低く提唱している人々の見方を支持するようにみられます。しかし、我々の分析が示すように、著しい市場混乱の期間を考慮した場合、ヘッジファンドの配分は価値を持つと言えます。次のチャートは最も保守的なものから最も積極的なポートフォリオまで、各有効フロンティアに沿った効率的な配分を示しています。

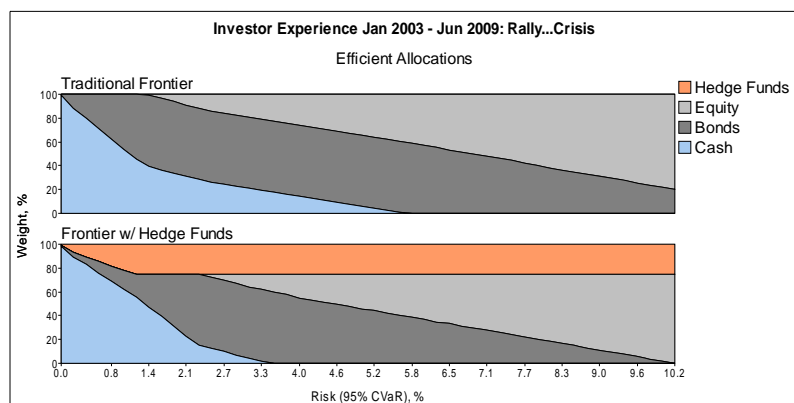
売りはご用心！

危機の期間を含んだ 2 つのケースにおいて、ヘッジファンドを最大制約 25% とした有効フロンティア配分が、非常に早く 25% に達することは注目し値します。これは、ヘッジファンドの配分が小さすぎる(例えば 1%) のものは、正当化がより難しく、[「ヘッジファンドから撤退する CalPERS 決定は、我々の以前の分析結果」](#)と同じことを示します。

赤線がキャッシュ、債券、株式が配分された伝統的なポートフォリオで、青線はヘッジファンドを組み入れた(最高 25% まで)ポートフォリオの有効フロンティア^{vii}を表しています(チャート軸は年率の値を表しています)。

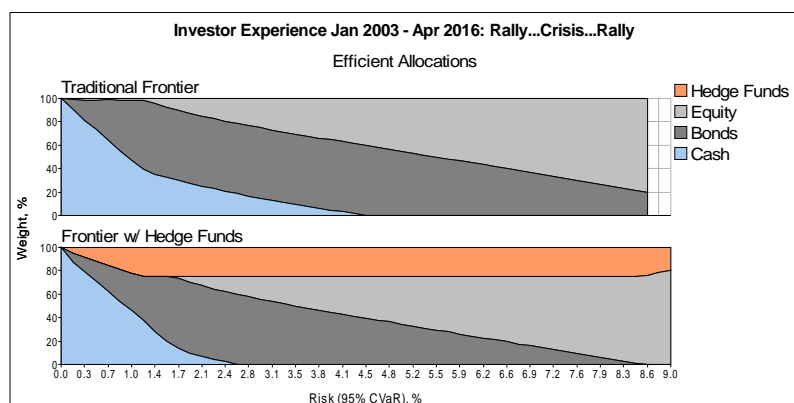
最初の 2 つのケースでは、ヘッジファンドを組み入れたものは、どのリスクレベルにおいても効率的であったことがわかります。市場が回復した期間(2003-2016)でさえ、最初のケースほど顕著ではありませんがヘッジファンドは分散効果をもたらしています^{viii}。

直近の市場回復の(2009-2016)3 番目の例においては、ヘッジファンドに配分したものは、一般的なポートフォリオに比べて大きな改善効果はみられ

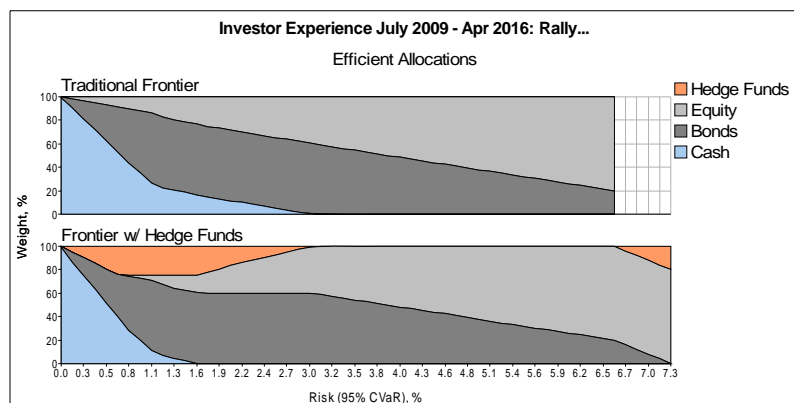


さらに私たちは、ヘッジファンド投資の代替として使用する DJ Credit Suisse Hedge Fund Index にも注意しなければなりません。何千ものヘッジファンドの時価総額加重平均なので、幅広く分散化されており、単一のファンドあるいは、ほんの1握りのファンドの実績は反映してません。

分散効果の評価



通常、アセット・アロケーション分析は、一般投資家からコンサルタントにいたるまで幅広く用いられます。前提条件として主な資産クラスの推定値やそれに伴う制約条件が決定されます。（私たちがこの分析で使用したヒストリカル期間を必ずしも使用する必要はありません）今回私たちは、リスクプレミアム、イールドカーブあるいは相関の推定作業を行わず市場で観察された過去の結果としてヒストリカルデータを選択しました。



要約すると、投資家はヘッジファンド投資から手を引くという早急な決定を下す前に、ポートフォリオ全体や種々のマーケット環境やヘッジファンドの役割などを総括的に考慮しなければならないと思っています。どの投資家もヘッジファンドの配分決定を早急に判断する前に大切な監査と同様に捉え、様々な分析を行い精査することが大切です。しかしながら、明らかに、投資家がヘッジファンドを回避する正当な理由（高いフィー、低い透明性、非流動性など）がありますが、株式ベンチマークを追隨しているか？だけを理由の1つとすべきではないと考えられます！

脚注

i [2016年5月12日付のニューヨークタイムズ](#)によると、アメリカン・インターナショナル・グループ (AIG) は、昨年終わりの時点で 110 億ドルあったヘッジファンドのエクスポージャーを 2017 年の終わりまでに半分に減らし 55 億ドルにすると発表した。MetLife は \$1.8 億から \$6 億へ、ヘッジファンドのポートフォリオを 3 分の 2 に大幅に削減することを発表した。

ii 時価総額加重のヘッジファンドインデックスは、均等加重のインデックスに比べ、より現実的な投資者経験を表しているという私たちの見解を反映する。

iii 2003 年以前は、DJ クレディ・スイス HF インデックスに表されるヘッジファンドは、MSCI ワールド・インデックスで表される世界株より大幅にパフォーマンスを上回った。

iv -53%および-18%のドローダウンは、株式(MSCI ワールド・インデックス)およびヘッジファンド(DJ クレディ・スイス HF インデックス)への投資のピーク値から投資者が被る最大のロスを表します。

v [Putman Investments](#) によると、平均的な上昇相場は、1949 年以降およそ 44 カ月続きました。

vi 現在の上昇相場であっても、シャープレシオを比較すると DJ クレディ・スイス・ヘッジファンド・インデックスは 1.29 で MSCI ワールド・インデックスの 0.99 をアウトパフォームしました。

vii 有効フロンティアは、リターンが同じであれば、最もリスクが小さい選択肢が、リスクが同じであれば最もリターンが大きい選択肢が採用される最適ポートフォリオの組み合わせです。この分析については、私たちは平均分散最適化 (MVO) を適用しましたが、CVaR(ETL) のようなテールリスクに注目した目的関数の使用でも同様の結果を生みました。

viii これは驚くべきことではなく、MVO および同様の最適化から予期されます。私たちは、改善の重要性のより深い理解を得るために統計のリサンプリングのような感受性テストを使用することを推奨します。

MPI に関して

MPI(Markov Processes International, Inc)は投資リサーチ、分析およびテクノロジーのグローバルプロバイダーです。MPI の提供するソリューションは、年金基金、機関投資家、コンサルタント、プライベートバンク、リサーチグループ、ヘッジファンド、ヘッジファンドオブ ファンズ、投資顧問およびファイナンシャル・アドバイザーを含む、金融サービス業界の皆様にご利用いただいております。

弊社米国サイト : <http://www.markovprocesses.com>

弊社日本サイト : <http://www.mpi-japan.com>