



## コロナ禍で再考するヘッジファンド投資の効能



2021年4月14日



岡田 章昌

アライアンス・バーンスタイン株式会社

AB未来総研 主任研究員

運用戦略部長(株式・オルタナティブ担当) シニア・インベストメント・ストラテジスト



新型コロナウイルスの感染拡大による経済危機(コロナショック)から1年が経過した。飲食や観光などで市場が急激に消失するなど、需要と供給の両面から悪化する新しいタイプの危機が生じた。しかし、各国で未曾有の規模の財政政策と金融政策が実施されたことにより、危惧されていたような経済崩壊は回避され、むしろ想定を上回る急速な景気回復が進みつつある。また、オンライン消費や在宅勤務の普及などデジタル経済への移行が加速する中、新たな経済構造への転換も同時進行しており、コロナ禍をきっかけとしたビジネス・チャンスも生まれている。

このように、コロナショックによって、本来は何年もかかるような経済環境の変化がわずか1年程度で進んでおり、金融市場にもプラス・マイナスの両面から劇的な変化がもたらされている。当初はリーマンショック並みの金融危機が懸念されたものの、資産価格の下落は2020年の2月下旬から3月上旬の1カ月弱で収束し、そ

の後市場は急回復している。超金融緩和により債券利回りが大きく低下し、債券から株式への資金ローテーションが発生したほか、当初のデフレ懸念がインフレ懸念に転換するなど、資産運用環境も激変している。

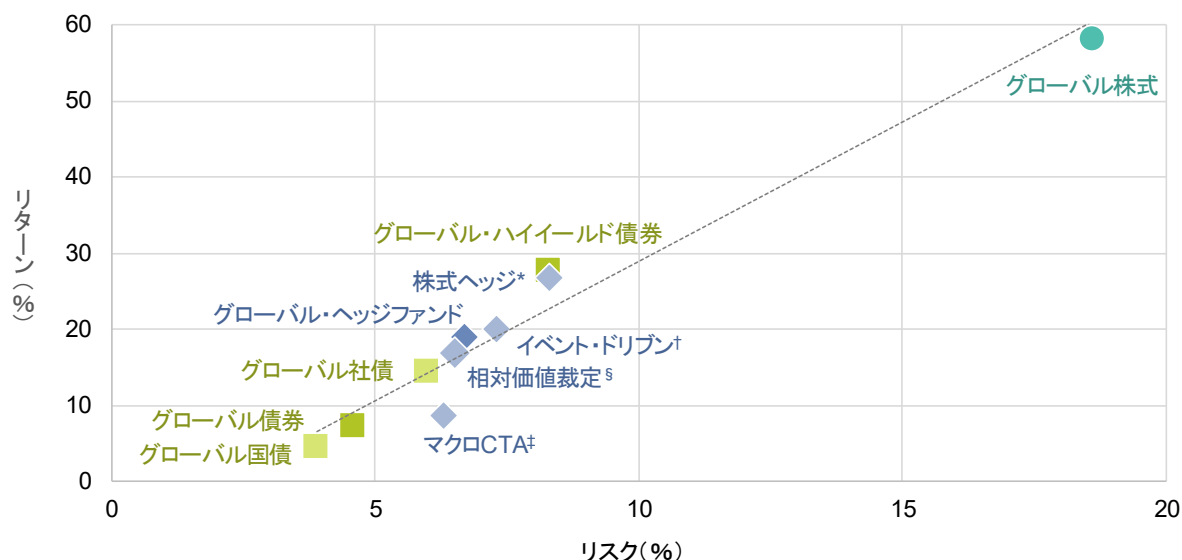
本稿では、過去1年の運用環境を振り返りつつ、上振れ・下振れ両面のリスクへの対応が必要となるポスト・コロナの投資ポートフォリオを検討する上で、ヘッジファンド投資の効能について再考する。

### 2020年度：強力な政策の後押しで資産価格が大幅上昇

コロナショックから1年が経過したが、資産価格底打ち後の強気相場も1年が経過している。ちょうど日本の事業年度(4月～翌年3月)を通じて、コロナショック後の市場環境を丸一年経験したことになるが、各資産市場は非常に良好なパフォーマンスとなっている(次ページの図表1)。

当資料は、2021年4月5日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】2020年度の主な投資対象資産のリターン・リスク



	株式	債券				ヘッジファンド				
	グローバル株式	グローバル債券	グローバル国債	グローバル社債	グローバル・ハイイールド債券	グローバル・ヘッジファンド	株式ヘッジ*	イベント・ドリブン†	マクロCTA‡	相対価値裁定§
リターン	58.2%	7.1%	4.5%	14.4%	27.7%	18.9%	26.8%	20.0%	8.6%	16.9%
リスク	18.6%	4.6%	3.9%	6.0%	8.3%	6.7%	8.3%	7.3%	6.3%	6.5%
リターン／リスク	3.14	1.56	1.14	2.41	3.32	2.83	3.23	2.74	1.35	2.59

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

\*株式ヘッジ：株式の買い(ロング)と株式の売り(ショート)を組み合わせ、株式市場との感応度を抑制しつつ株価変動を収益機会として捉える投資戦略。  
†イベント・ドリブン：企業合併や買収等の企業経営に重大な影響を与える重要な出来事(イベント)に起因する株価変動を収益機会とする投資戦略。  
‡マクロCTA：統計的手法により市場の方向性(トレンド)を特定し、トレンド予測に基づくシステム売買により収益を追求する投資戦略(CTA=Commodity Trading Advisor)。  
§相対価値裁定：証券間の相対価値に着目し、割安な証券を買う一方、割高な証券を売り、価格裁定による証券価格差の収斂を収益機会とする投資戦略。

グローバル株式はMSCI オール・カントリー・ワールド指数、債券はブルームバーグ・パークレイズ総合指数、ヘッジファンドはHFRXグローバル・ヘッジファンド指数(速報値)。リターンは円ベース。リスクは標準偏差。

期間：2020年度：2020年4月1日～2021年3月31日。出所：ブルームバーグ、MSCI、HFR、AB

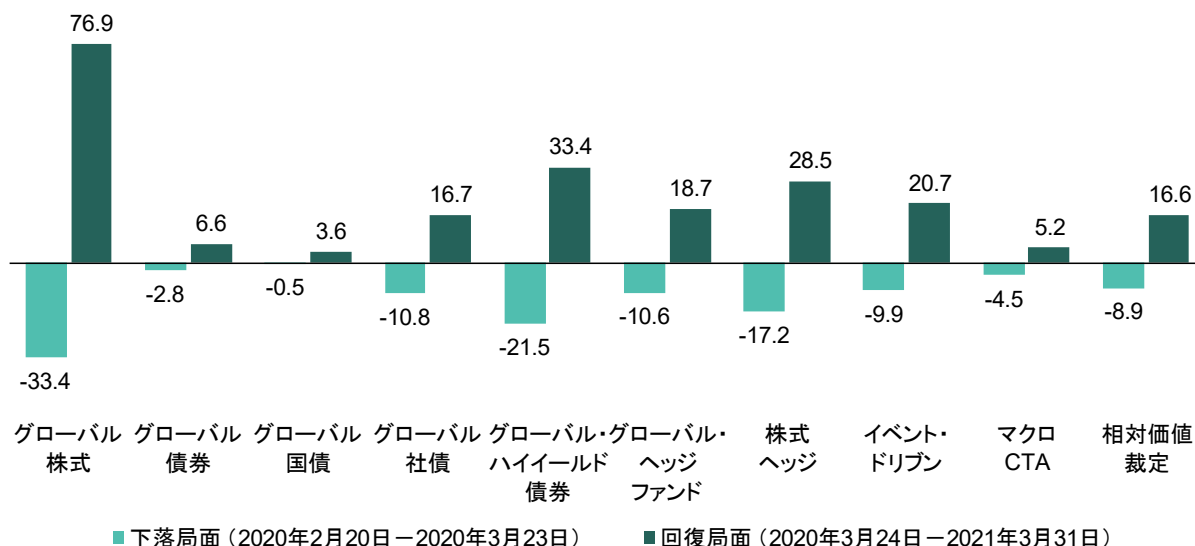
2020年度のリターンは、グローバル株式(MSCI オールカントリーワールド指数、円ベース)が+58.2%となったほか、グローバル債券(ブルームバーグ・パークレイズ総合指数、円ベース)が+7.1%となるなど、超金融緩和による長期金利低下を背景に、株式・債券がともに大幅なプラス・リターンとなった。また、ヘッジファンド(HFRXグローバル・ヘッジファンド指数、円ベース、速報値)も+18.9%となり、リスクを取れば取るほどリターンが報われる市場環境となった。

しかし、このような資産価格上昇は、コロナショックによる資産価格下落の反動も含まれており、その下落分と合わせて評価する必要がある。S&P500指数がピークから下落に転じた2020年2月20日を起点に、同指数が底打ちした2020年3月23日までをコロナショックによる下落局面、2020年3月24日から2021年3月31日までをコロ

ナショックからの回復局面として、各投資対象資産の騰落率をみると、次のとおり(次ページの図表2)となる。

グローバル株式は、下落局面においては-33.4%と大きな下落幅となったが、その後、2020年度末までの回復局面において+76.9%上昇しており、下落率の倍以上の上昇率を記録している。グローバル債券は、下落局面においては-2.8%と小幅下落にとどまり、株式の下落の影響を抑制するリスクヘッジ資産として機能したことに加え、回復局面においても金利低下を背景とする価格上昇により+6.6%と堅調なリターンを記録している。また、ヘッジファンドも下落局面において-10.6%とリスクヘッジ資産として機能したほか、回復局面においても+18.7%と下落率をカバーして余りある上昇を遂げ、収益追求資産として機能している。

【図表2】コロナショック後の下落局面／回復局面における主な投資対象資産のリターン(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 グローバル株式はMSCI オール・カンントリー・ワールド指数、債券はブルームバーグ・バークレイズ総合指数、ヘッジファンドはHFRXグローバル・ヘッジファンド指数(速報値)。収益率は円ベース、非年率換算  
 期間: 2020年2月20日 - 2021年3月31日。出所: ブルームバーグ、MSCI、HFR、AB

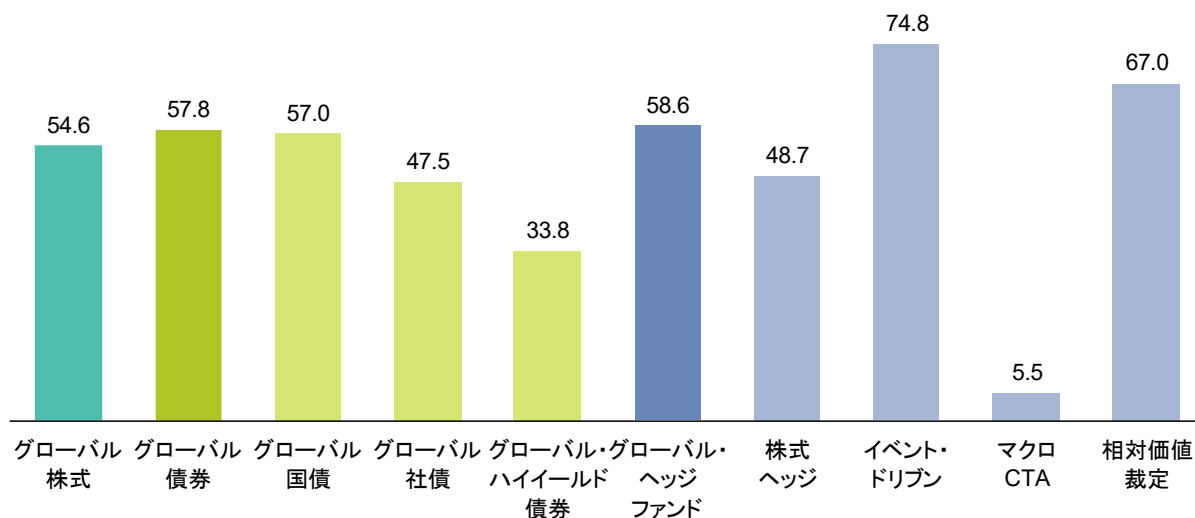
### コロナショック後の市場環境におけるヘッジファンド投資の効能

このような下落局面と上昇局面をあわせたコロナショック後のリスク調整後リターン(リターン/リスク)は、図表3のとおりとなり、ヘッジファンド投資の健闘が見て取れる。

下落局面を含めた収益を評価すると、グローバル株式、グローバル債券、ヘッジファンドの各資産はいず

れも、2020年度のみとの数値と比べ、下落局面のリターンが上昇局面のリターンを相殺することによりリターンが低下する一方、リスクは増大している。この結果、リスク調整後リターン(リターン/リスク)はいずれも2020年度の数値に比べ低下しているが、ここで注目したいのは、グローバル・ヘッジファンド指数の数値がグローバル株式、グローバル債券をわずかながらも上回っていることである。

【図表3】コロナショック後のリスク調整後リターン(リターン/リスク、%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 グローバル株式はMSCI オール・カンントリー・ワールド指数、債券はブルームバーグ・バークレイズ総合指数、ヘッジファンドはHFRXグローバル・ヘッジファンド指数(速報値)。収益率は円ベース、非年率換算  
 期間: 2020年2月20日 - 2021年3月31日。出所: ブルームバーグ、MSCI、HFR、AB

さらにグローバル・ヘッジファンド指数の内訳をみると、イベント・ドリブン戦略や相対価値戦略でリスク調整後リターンが相対的に良好となっており、資本市場の方向性(市場感応度)を抑制した戦略が、アップサイド/ダウンサイドの変動性が大きい市場環境においては、ポートフォリオのリスク調整後リターン向上に寄与した可能性が示唆されている。

コロナショック後の資産価格急上昇の背景には、投資家の「TINA」と呼ばれるリスクテイク行動の影響が見られることが指摘されている。TINAとは「There Is No Alternative(ほかに選択肢がない)」の略語で、これは銀行預金金利がゼロで、米国国債利回りも大きく低下する中、投資家がより多くのリターンを求めてハイリスク資産、特に株式への投資を積極化したことを指す。消去法的に上昇している資産がより上昇し、投資家心理主導のモメンタム相場が形成されてきた。

しかし、2021年に入り、米国バイデン政権の大型経済対策や新型コロナウイルスのワクチン接種開始による経済正常化への期待からインフレ懸念が浮上したため、米国長期金利が急上昇し始めた。すると、株式を始めとするリスク資産の割高感が意識され、市場が調整する局面も生じるようになってきた。依然として米国長期金利は低く、米連邦準備制度理事会(FRB)の超低金利政策を下支えにリスク資産の上昇は継続していく可能性が高いが、今後は緩和政策の出口を巡る憶測から市場のボラティリティが高まる状況を視野に入れておく必要がある。

このような市場リスクの高まりに対応していく上では、TINAとは一線を画した「There Needs to Be an Alternative」が行動規律として求められるため、「ほかの選択肢」(オルタナティブ)として、市場リスクをヘッジしつつ運用スキルで収益を追求するヘッジファンド投資は有用な選択肢になると考えられる。

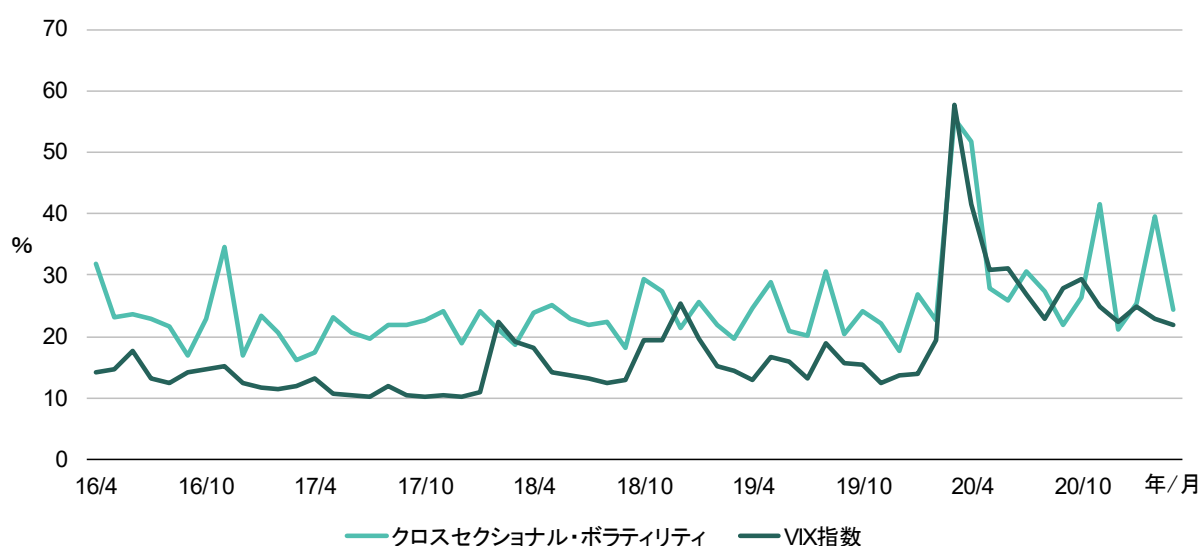
## 市場ボラティリティの上昇とヘッジファンドの投資機会

先に見たように、コロナショック後はいずれの資産もリスクが増大している。そうした中、市場ボラティリティの上昇がヘッジファンドの投資機会に及ぼす影響について見ていくことにする。

市場の方向性に依存しないヘッジファンド投資(代表例: イベント・ドリブン戦略や相対価値戦略等)の場合、個別銘柄の選択が主な収益機会となる。銘柄選択において運用スキルがあることを前提にすれば、銘柄間の収益率格差が大きければ大きいほど銘柄選択効果も大きくなることが期待される。

このような銘柄間の収益率格差への市場ボラティリティの影響を確認するため、米国株式市場を事例として見てみる。S&P500指数のオプション価格に示唆される市場ボラティリティ(VIX指数、月次平均)と、S&P 500指数の構成銘柄の1カ月収益率の標準偏差(クロスセクショナル・ボラティリティ)を2016年4月ー2021年3月までの5年間比較したものが図表4である。

【図表4】 S&P 500指数の市場ボラティリティと構成銘柄間の収益率格差の推移



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
期間: 2016年4月1日ー2021年3月31日。出所: S&P, AB

VIX指数は、S&P 500指数全体での株式市場の変動性を測定するトップダウン型のリスク指標で、クロスセクショナル・ボラティリティはS&P500指数構成銘柄の騰落率の分散から株式市場の変動性を測定するボトムアップ型のリスク指標である。一般に、市場イベント等により市場リスクの指標であるVIXが上昇すると、市場リスクの個別銘柄への波及からクロスセクショナル・ボラティリティも連動して上昇することが経験則として知られている。

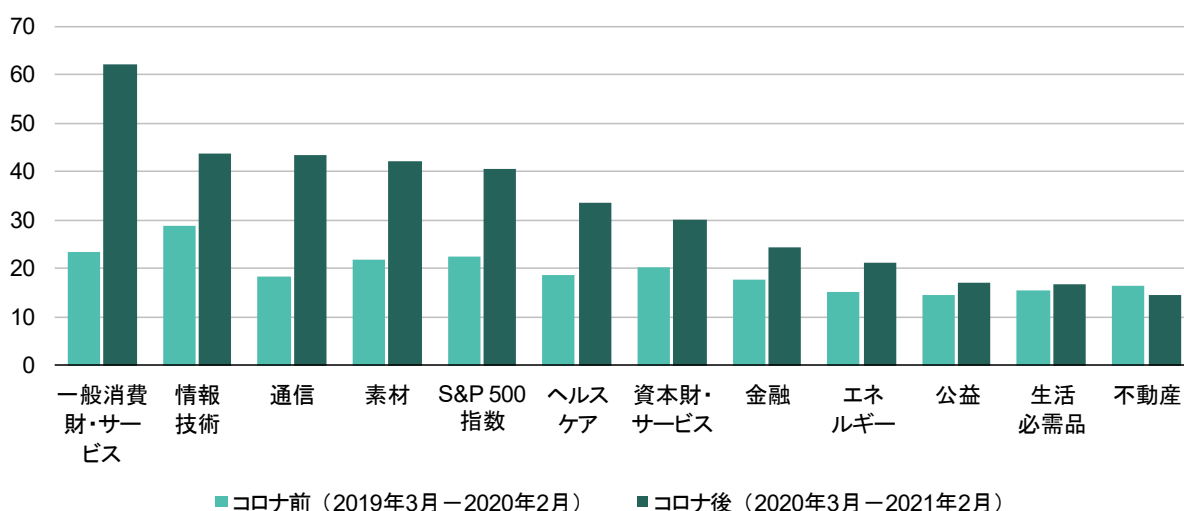
コロナショック前の2020年1月までは、VIX指数はおおむね20%を下回る水準で推移しており、S&P500指数構成銘柄間の収益率格差を表すクロスセクショナル・ボラティリティもおおむね30%を下回る水準で推移していた。しかし、コロナショック後の2020年3月以降は、VIX指数が30%を超える水準まで上昇すると、クロスセクショナル・ボラティリティも30%を超える状況が出現

しており、銘柄間の収益率格差を収益源泉とするロング・ショート戦略や相対価値戦略にとっては追い風になっていたことがわかる。

実際、市場ボラティリティが上昇した2020年4-6月期や2020年7-9月期には、ヘッジファンド戦略の運用リターンも上昇している。市場リスク(市場感応度)を抑制しつつ、銘柄間の収益率格差を収益機会として捉えることにより、市場ボラティリティ上昇の収益化に成功していると見られ、リスク調整後リターンの向上につながっている。

また、業種別にS&P500指数の採用銘柄間の収益率格差(クロスセクショナル・ボラティリティ)をコロナ前(2019年3月-2020年2月)の1年間とコロナ後(2020年3月-2021年2月)の1年間を比べたものが図表5である。

【図表5】S&P 500指数各セクターの銘柄間収益率格差の推移(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。期間:2016年4月-2021年3月31日。出所:S&P, AB

これを見ると、収益率格差の増大は全てのセクターで一律に生じているわけではなく、コロナショックによる消費者行動の変容の影響を大きく受けた一般消費財・サービスや、ポスト・コロナのデジタル経済への移行による優勝劣敗が注目された情報技術及びコミュニケーション・サービス、そして世界的な景気変動の影響を受けた素材などのセクターにおいて、銘柄間格差に着目した投資機会が増大していたことがわかる。

このように、ヘッジファンド投資においても、幅広いセクターを見渡し、コロナショックへの適応力等に注目したさまざまな投資機会を選別していくことが、リスク調整後リターンを向上させる上での鍵となる。そうした投資機

会をフレキシブルに捉える運用スキルの有無が運用成果の明暗を分けていくものと考えられる。

### ポスト・コロナのヘッジファンド投資でも重要な「密回避」

ヘッジファンド投資の活用を再考する上では、コロナショックがもたらした個人投資家の台頭といった市場構造の新たな変化にも留意する必要がある。米国では、在宅勤務や政府からの給付金などの要因から個人投資家の取引が急増しており、前述の「TINA」のような消去法的なリスクテイク行動を主導するなど、マーケットでの存在感を増大させている。



中でも、取引手数料無料を武器に急速にユーザーを増やしたネット証券会社「ロビンフッド」を利用する個人投資家「ロビンフッター」の影響力が目立っている。2021年1月下旬には、オンライン掲示板「レディット」を通じた株式情報を基にロビンフッター達が大量してビデオゲーム小売りチェーンの「ゲームストップ」株を購入し株価を暴騰させたことで、同銘柄を空売りしていた大手ヘッジファンドが大きな損失を被るといった事件が発生した(以前の記事『[ゲームストップ株の狂騒で高まった米国株におけるクオリティの重要性](#)』ご参照)。

業績不振が懸念されていた「ゲームストップ」はヘッジファンドなどの機関投資家により空売りされていたが、当時の空売り残高は浮動株比率で100%超となっていたと報じられている。市場で取引可能な株数以上の空売りが行われ、かなり「密な」ショート・ポジションが形成されていたことになる。品薄の株式に取引が集中する場合には、株価は乱高下しやすくなるが、個人投資家の買いにより株価が高騰したことを契機に、ヘッジファンドなどの機関投資家はショート・ポジションから損失を被り、損切りによるショート・ポジション解消のための買い戻しが更なる株価急騰を生じさせることになった。

個人投資家「リテール」(“Retail”)、ネット証券「ロビンフッド」(“Robinhood”)、オンライン掲示板「レディット」(“Reddit”)の「3つのR」に代表される個人投資家の台頭は、ポスト・コロナの新たな市場構造の変化として対応していく必要がある。このような個人投資家の投機的なリスク行動によるポートフォリオへの悪影響を回避する上では、取引参加者が群がるような混雑した取引(クラウドド・トレード)には参加しないことが賢明であり、コロナ禍における社会生活と同様に、金融市場においても「密回避」が重要である。

この事件は、空売りをしていたヘッジファンドを個人投資家が打ち負かしたことから「金融版アラブの春」とも言われている。リーマン危機以降、機関投資家などプロ投資家に対する規制が強化されたが、個人投資家の投機的な投資行動の影響が増大しており、新たなリスクとして注意する必要がある。一方で、このような個人投資家の投資行動がもたらす株価形成の歪みは、ヘッジファンド運用の収益機会を創出するものであり、投資リターンの上昇に寄与することも期待される。

ヘッジファンド投資において、このような新たなリスクに対処しつつ安定的な収益獲得を追求していくためには、機動的な投資行動を可能とする運用可能上限額(運用キャパシティ)の管理が必要不可欠であり、規律あるポートフォリオ・マネジメントとリスク管理が改めて求められてくるであろう。

また、このような個人投資家の群衆的な投資行動により、アップルやテスラに代表されるテクノロジー関連銘柄

柄において、期待先行の株価上昇が更なる投資家の関心を引き寄せる形で株価が上昇し、市場指数における集中度を高めるという現象も生じている。多くの機関投資家が、市場指数を基準とするパッシブ運用を採用している中、受動的にポートフォリオが「市場指数の集中度上昇の密」にさらされるリスクに直面しており、このような「密回避」のためにヘッジファンド投資を活用することが考えられる。

## 長期分散投資の「ワクチン」としてのヘッジファンド投資

本稿では、市場ボラティリティが高水準で推移すると見込まれるポスト・コロナの金融市場において、市場リスクを適切にコントロールしつつ、運用リターン獲得のためのリスクテイクを効率化するためのオプションとして、ヘッジファンド投資の効能と留意点について見てきた。

新型コロナウイルスの感染拡大に対してはロックダウンが有効かもしれないが、長期投資において投資ポートフォリオをロックダウン(キャッシュ化)してしまうと、市場に戻るタイミングに関し非常に難しい判断を迫られることになる。特に、市場回復が確認できる状況を待ってから投資を再開した場合、資産価格回復初期の収益機会を大きく逸失してしまい、資産価格下落による損失を取り戻すのにより多くの時間を要する事態を招きかねない(以前の記事『[今こそキャッシュを再投資に活用しよう](#)』ご参照)。

例えば、今回のコロナショックで、グローバル株式投資において2020年3月末にキャッシュ化し、投資再開を1四半期見送った場合、2020年度の運用リターン(MSCIオールカントリーワールド指数、円ベース)は、フル・インベストメントの場合の+58.2%から+32.8%へ大幅に低下してしまう。この結果、コロナショックによる株価下落が生じた2020年2月20日から2021年3月31日までの運用リターンは-1%程度にとどまり、2020年度末時点ではコロナ前の水準への回復はできなかったことになる。

最近の新型コロナウイルスの感染再拡大が変異株によりもたらされているように、ポスト・コロナの金融市場においても新たなリスクが発生していく可能性を想定しておく必要がある。実際の社会生活において、感染拡大・収束の状況に関わらず、ポスト・コロナの新しい生活様式が求められているように、長期分散投資を実践していく上でも、短期的な市場変動に後追いつくことなく、ポスト・コロナのポートフォリオを再構築していくことが求めよう。このために、ポートフォリオのポスト・コロナのリスクへの「免疫力」を高める上で、ヘッジファンド投資に「ワクチン」としての効能が期待できるのではないだろうか。

2020年度の主な投資対象資産の運用リターンが大幅なプラスで着地し、金融市場のリスク拡大も収束する中、ポスト・コロナを視野に長期ポートフォリオを再点検する好機を迎えているといえる。ヘッジファンド投資の効能と副作用に留意しつつ、ヘッジファンド投資を

ポートフォリオに適切に「接種」することは、市場リスクの高まったポスト・コロナの金融市場において、腰を据えて長期投資を継続していくための1つの効果的な処方箋になるであろう。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。