

(年金運用)：専門家に聞く (3)

ーサブプライム・ショック後のヘッジファンド投資の動向

米国で、ヘッジファンドの選択、モニタリング実務の担当者に、サブプライム・ショック後のヘッジファンド投資の最新動向について聴取した結果を報告する。

Q: 最近の株価下落を受けて、ヘッジファンド市場への資金流入に何か変化がありましたか？

A: 近年の良好なパフォーマンスを背景に、ヘッジファンド（以下、HF）への投資家の需要が高まり、市場規模は約2兆ドル（210兆円）まで拡大しましたが、2007年夏以降の株式・債券市場の下落を受け、最近では、未だ資金の純流入が続いているものの、近年にない低水準になったようです。また、今後、一時的だと思いますが、資金の純流出となる可能性もあります。

Q: サブプライム問題発生後のHFのパフォーマンスに何か変化はありましたか？

A: パフォーマンスは勝ち組と負け組の2つに大きく分かれました。勝ち組としては、各市場に大きなトレンドが出たので、グローバル・マクロ、マネージド・フューチャーズ、株式ショート・バイアスなど、トレンドに賭けるタイプのHFのパフォーマンスが良好でした。また、イベント・ドリブンの一部のファンドでは、サブプライム問題の発生を予期していたものもあり、巨額な収益を得たファンドもありました。

これに対して、負け組としては、裁定取引や相対価値に基づいて売買を行う、CBアービトラージ、株式ロング・ショート、マルチ・ストラテジー、株式マーケット・ニュートラル、イベント・ドリブンなどのパフォーマンスが悪化しました。これらは、流動性が低下し、ファンダメンタルズを反映しない価格形成の中で、意図せざる価格でポジション解消を迫られたり、評価損を計上させられたことが要因だと思われます。

Q: いわゆる負け組では、具体的にどのようにパフォーマンスが悪化したのでしょうか？

A: 昨年7月、サブプライム問題によりクレジット関連商品に投資したファンドは大きく下落しました。投資家やファンドの中には、プライムブローカー（主たる取引証券会社）からレバレッジ解消を求められたり、投資家からの解約対応などにより、更なる売却を迫られましたが、市場の流動性が低下したため売却できず、比較的信用力が高い社債など売りやすい資産から売却する展開になりました。そのため、企業の信用力の優劣に関わらず、ファンダメンタルズでは説明できないほどクレジット・スプレッドが拡大しました。そのため、クレジット関連の相対価格に着目して売買を行うファンドが影響を受け、パフォーマンスが悪化しました。

また、クオンツ系の株式マーケット・ニュートラルのようなファンドでは、企業の収益やバランスシートなどを分析するモデルを利用しますが、モデルを形成する構成要素に共通な部分があったこと等から、各ファンドで同じようなポジションをとっていました。

このようなファンドでは、市場のリスク（ボラティリティー）が高まると、ファンドのリスクを下げる仕組みを採用しています。サブプライム問題により、クレジット・スプレッド

が急拡大すると、株式市場のボラティリティーも上昇し、各ファンドが同じようなポジションを一斉に解消する動きとなりました。そのため、株式市場でもファンダメンタルズを反映しない価格形成となり、クオンツ系のファンドだけでなく、株式ロング・ショート戦略のようなファンドのパフォーマンスも低下しました。

その後、年末に向けて、株式市場は安定を取り戻したかのようでしたが、今年1月に金融不安が再燃し、株価は大幅下落。その後、FEDの緊急利下げで株価は急上昇と、ボラティリティー（リスク）が高い動きとなりました。そのため、ファンダメンタルズから乖離した価格形成の中、再びファンドのリスクを下げるポジション解消が起こり、傷を深めて行きました。

特に、マルチ・ストラテジー（リスク管理を行いながら様々な投資対象に投資する運用戦略）を採用するファンドでは、ある資産における損失を、別の資産の売却で穴埋めする行動があり、CB市場をはじめ、様々な市場に異常な価格形成を波及させました。

Q: HFのマネージャーに関して新しい動きは見られますか？

A: 欧州の大手HFが、他の運用会社やHFを買収し、上場させるという動きがあります。上場により運用会社の株式を保有するシニア従業員のインセンティブを高めることができ、知名度向上による運用資産の増加や、優秀な人材の確保が目的のようです。また、引き続き、投資銀行や商業銀行における自己勘定運用部門がHF化して独立していくケースが見られます。また、以前破綻したHFのキーメンバーが新たなファンドを設立して資金を集めるケースもあります。投資家サイドは、破綻を経験した運用者の成長に期待して、資金を拠出する柔軟姿勢を見せているようです。一度失敗した者に、再びチャンスを与えるアメリカの文化が見受けられます。

運用の仕組みでは、今回の流動性危機を契機に、プライムブローカーの多様化や、緊急時のクレジットライン確保や、プライムブローカーによるレバレッジ供与条件の変更に対する事前通知期間の長期化など、危機管理（コンティンジェンシープラン）を整備する動きが見られます。

Q: HFの投資対象に関して新しい動きは見られますか？

A: 米国では生命保険の売買が可能ですが、この生命保険売買市場（ライフセトルメント）の発展に伴い、生命保険やそれを担保としたローンを使い、主として高齢富裕者層を対象とする生命保険の保険料の歪みを狙った裁定取引戦略を行うHFが登場しています。また、イスラム金融市場の拡大を背景に、イスラム債（スーク）への投資を行うHFもでてきています。イスラム法では利子の授受が禁止されていますが、イスラム債では不動産の賃借料などの形式に変えることで、一般的な金融商品と同様な取引が可能となり、今後の成長が見込まれます。

Q: 現在、投資家はどのような戦略に着目していますか？

A: まず、グローバル・マクロやマネージド・フューチャーズが着目されています。足元の荒れた市場環境で他の戦略との相関が低く、引き続きパフォーマンスが期待できそうだからです。一度、低迷したグローバル・マクロですが、トレンドを追う戦略としては、他にはない特徴もっています。また、デストレストやエクイティー・ボラティリティーのような、景気悪化によるデフォルト率の上昇や、市場環境の荒れを予測した戦略も注目されているようです。さ

らに、クレジット市場における豊富な裁定機会から収益をあげることを期待してクレジット・ロングショートも選好されているようです。

一方、投資家が敬遠している戦略には、企業買収活動の全般的な低迷を反映して、マージャー・アービトラージがあります。クレジット関連のコスト上昇により、プライベート・エクイティの活動や、LBO（レバレッジド・バイ・アウト）も減少しています。また、アセットバック関連の投資も低迷しています。ストラクチャード商品でのさらなる信用悪化を懸念し、市場の流動性回復が困難との予測に基づき、投資家はなかなか戻ってこないだろうと思われます。

Q: 投資家は何に着目して HF を選択していますか？

A: 以前は、パフォーマンスなどを投資家は重視していましたが、最近の運用低迷により、リスク管理能力に着目する投資家が増えています。また、HF の破綻が散見されますが、ブティック系の小規模な HF よりも、組織の信用力を重視し、有名で大規模な HF や、大きな投資顧問会社が運用する HF が選好されているようです。また、高いパフォーマンスが見込める中東、北アフリカ、ロシア、南米、アジアなどの地域に投資する HF が着目されています。

インタビュー日時：2008年5月15日

Q（聞き手）：ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 北村 智紀

A（答え手）：NLI インターナショナルリンク（日本生命保険ニューヨーク現地法人）
オルタナティブ投資グループ 深山 大介氏

（注）本記事はヘッジファンド投資の最近の動向を紹介するものであり、投資の勧誘、投資判断の助言等を行うものではありません。

発行：ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。