

(年金運用)：専門家に聞く(4)－2009年度前半のヘッジファンドの状況

2008年の危機を経験した米国でヘッジファンドの選択・モニタリングを行っている実務担当者にヘッジファンド投資について最新動向を聴取したので報告する。

Q：現在、ヘッジファンド（以下、HFとする）に投資できる環境でしょうか？

A：昨年来の市場急落により、多くのHFが投資家からの解約請求に応えきれず窮地に陥り、解約停止、あるいはそのまま清算に向かうファンドも出ました。これは、資産横断的に流動性が枯渇したことにより、現金を作ることができなかったためです。現在は、金融市場の安定化と相まって、HFを巡る環境は大きく好転していると言えます。解約停止が問題化する事態はめっきり減り、逆に大手機関投資家の中には、HF投資に積極化する例が増えています。その結果、HFファンドの運用総額は夏に底を打ち増加傾向に転じています。

この好転の背景には、パフォーマンスの急回復があります。金融危機を受けて資産価格の歪み（ミスプライス）が大量に発生しましたが、その機会を逃さなかったファンドが好成績を残しています。足下、市場には安定化の兆しがあり、ボラティリティーも昨年比で大きく低下しています。しかし、景気の本格回復を阻む様々な要因を抱えていることに鑑みれば、むしろミスプライスが生じやすい状況が続くと考えるべきでしょう。実際、株式をはじめ運用資産全般で、銘柄間格差が鮮明になるなど、HFにとっては総じて好ましい運用環境になっています。

Q：2008年は、HF運用にとって何が問題だったのでしょうか？

A：一番の問題点は市場に極度にストレスがかかった際の流動性の低下を見誤ったことにあると思います。流動性には「市場の流動性」と「投資家の流動性」の二つの側面があります。市場の流動性については、銀行を含めほとんどの市場参加者が一斉にリスク削減を実施する中で、HFマネージャーが手持ちのポジションを手仕舞おうとしても、買い手がない状態でした。同時に、HF投資家のリスク削減に起因する解約が予想をはるかに超える額に達するという、HF投資家の流動性についても見誤りました。この二つの相乗効果によって、誰も想像しなかったほどの“流動性リスク”を経験したと言えるでしょう。

この危機から見えてきたHF投資の反省点として、投資期間のミスマッチがあります。例えば投資期間が比較的短い資金を運用する投資家は、すぐに現金化可能な流動性が高い戦略で運用すべきです。しかし実際には、良好なパフォーマンスに惹かれ、流動性が低い戦略を採用するHF運用にも投資していました。一方、HFマネージャーの中にも、短期的な解約が可能な契約になっているにもかかわらず、パフォーマンス追求のために、私募証券や不動産関連などの、長い投資期間が必要な流動性が低い資産でも運用していました。

市場が通常の状態であれば、投資家からの解約も少額に留まり、このような戦略は持続可能でした。しかし、流動性がない中で大量の解約請求を受けた HF マネージャーは、現金化のため株式や債券等の流動性が高い証券から優先的に売却せざるを得ない状況になり、悪循環を生みました。この危機に直面した一部の HF マネージャーは、自らが理想とするポートフォリオから大きく歪んだファンドが残された上、残ったポジションも流動性に欠くため、柔軟な運用も出来なくなってしまいました。

Q：この下落局面を経験して、HF 運用に何か変化がありましたか？

A：「本来は投資期間が比較的短期であるにもかかわらず、流動性が低い戦略にも投資する」という投資期間のミスマッチのケースは、年金運用で言う ALM ミスマッチと類似しています。このような反省から、最近では、HF 投資家は自らの流動性ニーズを再確認し、その要件に合致した戦略に資金を配分しています。また HF マネージャーも自らの得意とする運用手法に特化し、それに合った解約条件に変更すると同時に、設定された条件に沿わない資産を投資対象から外す動きが見られています。実際に流動性の低い資産を活用した投資が得意な HF マネージャーは、ファンドの解約不可期間の新設などを通じて条件を見直すケースも見受けられます。

Q：HF の情報開示や運用報酬に変化はありましたか？

A：以前から、HF マネージャーの情報開示は進んできていましたが、ポジション、損益、リスク管理状況などを積極的に開示することが、投資家の安心感の回復につながると考えるマネージャーが着実に増えています。また、運用報酬の低下も見られ、ファンドや運用会社自体のリスクチャリングも進んでいます。パフォーマンスの低下により、成功報酬が得られなくなった HF マネージャーの中には、一旦はファンドを解散し、同様な運用手法の新規ファンドを立ち上げる動きがあります。新規ファンドであれば、市場の回復局面で成功報酬を得ることができ、優秀な人材の流出を防止する上では有効手段かもしれませんが、投資家はその妥当性や合理性をしっかりと見極める必要があります。

Q：HF のリスク管理に何か変化はありましたか？

A：これまでは VaR（バリュー・アット・リスク）を主なリスク計測ツールとしていましたが、今回の下落を受けて、ダウンサイドリスクをより厳密に管理するべく、ストレステスト計測をより重視する傾向が見られます。これは、例えば、98 年の LTCM 危機が再び起こったら？イールドカーブの一部が 1% 上昇したら？などのシナリオを想定し、ファンドのパフォーマンスがどの程度悪化するかを検証するものです。このストレステストは HF マネージャーだけでなく、HF 投資家も外部のリスク計測ツールを利用して自身のポートフォリオ全体にかかるリスクの計測を開始する動きも見られます。

さらに、HFはレバレッジ等を利用するために、証券会社や投資銀行に担保を差し入れていますが、今回の投資銀行の破綻により担保が戻ってこなくなるリスクに直面したため、このような運用リスク以外のオペレーショナルリスクについても、証券保管先の分散管理や契約見直しを通じてレベルアップが図られております。

インタビュー日時：2009年4月30日（11月6日に追加聴取）

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 鈴木康之氏

上村太一氏

安田慎太郎氏

（注）本記事はヘッジファンド投資の最新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。