

(年金運用)：専門家に聞く(1)－ヘッジファンド投資の最近の動向(上)

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最近の動向について聴取した結果を報告する。

Q：ヘッジファンド業界では、最近、どのような変化が見られますか？

A：ヘッジファンドの市場規模(ヘッジファンドリサーチ社(www.hedgefundresearch.com)による調査)は、2000年から年平均約20%程度の伸びであり、現在の資産残高は1兆4千億ドル(約171兆円)、ファンド数も約7000を超えています。投資家層がこれまでの個人富裕層中心から、機関投資家中心となり新規資金が流入したこと、投資銀行や投資顧問出身の有能なファンドマネージャーが独立してヘッジファンドを立ち上げる動きが活発化したことなどが背景として考えられます。

また、ヘッジファンドの戦略を見ますと、1998年のロシア危機に端を発したLTCMの破綻を契機にグローバルマクロの割合が低下する一方で、2000年以降はイベントドリブンや株式ロングショートが増加しています。これらの戦略の増加は、M&Aなど企業活動の活発化や、2003年以降の欧米株式市場の活況と豊富な裁定機会を捉えて、パフォーマンスが良好であったことによるものでしょう。

Q：しかし、ヘッジファンドの急増で、収益機会が少なくなっているのでは？

A：確かに、2005年のCBアービトラージ、2006年の債券アービトラージの例など、アービトラージ(裁定取引)系のパフォーマンス低迷が指摘されています。しかし、これは、市場の効率化により裁定機会が少なくなったというよりも、これらの戦略は循環性が強いことが理由として考えられます。最近のボラティリティの低下やイールドカーブの極端なフラット化現象は、これらの戦略にとって不利な環境となっています。しかし、株式市場が本格調整局面に入ることでボラティリティが上昇したり、イールドカーブの形状が正常化するような大きな環境変化が起こる場合には、これらの戦略のパフォーマンスも回復すると考えています。

Q：一方で、新しい運用戦略による投資商品は現れているのでしょうか？

A：最近、新しい収益機会を追求するヘッジファンドも出現しています。例えば、株式ロングショートの中には、コンピューター技術を利用して、株価の1万分の1秒の歪みを取りに行くものがあります。また、年間8万件に及ぶセルサイドアナリストのトレーディングアイデア(売買推奨)をコンピューターが自動的に評価して、採否を判断する戦略を導入しているファンドもあります。さらに、金融技術の進歩に伴い、クレジットデリバティブを活用したクレジット・ロングショート、CATボンド(大災害債券)投資など、新しい投資商品により収益機会を追求するファンドも数多く見受けられます。このような新しい運用戦略では、従来のヘッジファンドと異なるリスク・リターン特性が期待できると考えています。

Q： 米国では、ヘッジファンドはどのような投資対象と考えられているのでしょうか？

A： 最初に述べたように、最近では機関投資家がヘッジファンド投資の主流になっています。そのため、ヘッジファンドに対する期待も変わり、ハイリスク・ハイリターンの投資対象ではなく、厳密なリスク管理の下で運用される絶対リターン追求型のアセットクラスとして捉える投資家が増えているのではないかと考えています。

LTCM の破綻などを教訓に、リスク管理の重要性が認識された結果、特に大規模なヘッジファンドほどリスク管理は厳格です。ポートフォリオに対するヘッジを十分に行い、流動性リスクやダウンサイドリスクも抑制する運用者が増えていると思われます。かつての 30～40% の非常に高いリターンの達成が困難になる一方、より安定した絶対リターンが期待される投資対象に変わってきたのではないのでしょうか。実際に 90 年代のヘッジファンド・インデックスのリターンは約 10～20% が、リスクは約 3～10% でしたが、2000 年以降は、リターンが約 6～12% で、リスクは約 2～9% となっています（ドルベース、当該計算結果はどのインデックスを使用するかで変わってきます）。

図表1：ヘッジファンドのリスクとリターンの推移

実績リターン		総合	株式	マクロ	イベント	ニュートラル
1990年代	前半	17.0%	19.2%	23.2%	14.7%	10.2%
	後半	17.2%	24.5%	15.2%	17.8%	11.3%
2000年代	前半	7.1%	6.5%	8.2%	10.3%	5.6%
	後半	11.6%	11.9%	7.9%	12.3%	7.1%
リスク		総合	株式	マクロ	イベント	ニュートラル
1990年代	前半	5.8%	7.7%	10.1%	6.5%	3.0%
	後半	8.0%	9.5%	8.2%	6.9%	3.2%
2000年代	前半	6.5%	8.8%	6.1%	6.4%	3.1%
	後半	4.3%	5.5%	4.0%	4.2%	1.6%

ヘッジファンドリサーチ社(www.hedgefundresearch.com)データ、総合は HFRI Fund Weighted Composite Index、株式は HFRI Equity Hedge Index、マクロは HFRI Macro Index、イベントは HFRI Event-Driven Index、ニュートラルは HFRI Equity Market Neutral Index（全てドルベース、月次データ）、2000 年代後半は 2005 年 1 月～2007 年 5 月。

Q： ヘッジファンドの透明性は向上しているのですか？

A： 投資家の大半が富裕層から機関投資家や年金基金に変わってきています。そのため、ヘッジファンド側もコンプライアンス部門を強化し、投資家への IR 機能や、ディスクロージャーを充実させ、自ら透明性を高める努力をしています。私どもが日ごろ接触しているヘッジファンドについても、毎月、ポートフォリオの状況、リターンの源泉、組み入れ上位銘柄などのディスクロージャーを実施しているのが一般的です。（次号に続く）

インタビュー日時： 2007 年 5 月 3 日（ニューヨークにて）

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、松井 紳氏

（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。