

## (専門家に聞く)：急落から約2年後の最近のヘッジファンド(HF)の投資の動向

2010 年前半のヘッジファンド（以下、HF）市場の動向について、米国で HF の選択・モニタリングを行っている実務担当者に最新動向を聴取したので報告する。

Q：最近のヘッジファンド(HF)市場への投資家の動向はどのようになっていますか？投資家は再び HF に注目してきているのでしょうか？

A：2008 年から 09 年前半にかけてリーマンブラザーズの破綻による金融市場の混乱(リーマン・ショック)や HF 自体のパフォーマンス低迷により投資家の解約が相次ぎ、HF 市場から多額の資金が流出しました。しかし、昨年後半より投資家の資金は戻ってきています。市場関係者からは、HF の運用資産は今年中にリーマン破綻前に記録したピークを上回る可能性もあるとの声も聞こえてきます。昨年には閑散としていた HF 関連のコンファレンスは、今年に入りどこも多く投資家であふれる盛況ぶりで投資家の HF に対する関心の高さを感じています。

Q：最近の HF の運用成績はどのようになっていますか？株式市場が回復基調にあるなか、HF の運用成績も回復しましたか？

A：2009 年年初から現在（2010 年 4 月）までの HF のパフォーマンスを概観しますと、HF 全体では 20%程度上昇し、2008 年の下落分を取り戻しています。そのなかでもクレジット関連に投資する HF のリターンが良好なようです。これは、リーマン・ショックを機に急拡大したクレジット・スプレッドが正常化するトレンドを捉えたものといえます。一方、2009 年 3 月以降、株式市場も回復基調に転じましたが、銘柄の区別なく一様に値を上げる状況の中で、ショートポジションを組み入れて収益獲得を狙うマーケット・ニュートラル戦略にとっては難しい環境となりました。

Q：リーマン・ショック以降、米国投資家の HF に対する考え方に変化はありますか？特に米国の年金基金では HF をどのような投資対象として考えているのでしょうか？

A：年金基金など米国の投資家は、金融危機を経た後も引き続き HF 投資は重要な投資対象であると考えており、足元の資金流入もそれを裏付けています。ただし、金融危機を経て HF 投資への期待には変化も見られます。これまで HF 投資には、高い運用スキルを用いて安定的に絶対リターンを稼ぐことを期待して、独立した資産クラスとして資産配分を決めてきました。しかし、最近ではその運用力には期待しつつも、投資対象や投資戦略によってリスクが異なる HF を一つの資産クラスで分類することを問題視する投資家もでてきています。そうした投資家は、ヘッジファンド（やオルタナティブ）という資産クラスを廃止し、株式への資産配分の中で株式ロングショートファンドへの投資を、債券への資産配分の中で債券裁定型のファンドに投資を行うなど、資産クラス毎に関連する HF の組み入れを行うという旧来のアプローチへの回帰が見られます。また、このような考え方に基づいて、これまで全く HF 投資を行ってこなかった年金基金が HF 投資を開始する動きも出てきています。

Q：リーマン・ショックでは市場の流動性が著しく低下しましたが、HF 投資で投資家の流動性に対する考え方に変化はありましたか？

A：リーマン・ショック以前には、一部の HF マネージャーは、投資家のニーズを満たすために解約が容易にできるようにファンドの解約条件を設定する一方で、より高いリターンを求めてポートフォリオの一部を流動性の低い資産へ投資していました。こうしたファンドの大半は、リーマン破綻後の大量の解約要請に対応できず、苦境に立たされました。こうしたファンドの解約条件と投資資産のミスマッチが起こった反省から、投資家側も単に制度的に容易に解約できるだけではなく、投資資産や戦略と整合的な解約条件を求めるようになってきており、ファンド側も急ピッチで条件変更に動いています。

Q：その他にファンド選定に関して、投資家が重視している項目に変化はありますか？

A：ファンドの運用資産残高を以前よりも重視する傾向にあるようです。HF 投資家を対象にしたアンケートの結果によると、投資家の半数以上が投資対象とするファンドの最低運用資産残高を1億ドルと回答しています。また4割を超える投資家が、運用総額10億ドル以上の大手運用者のファンドに投資しているとも回答しています。これらは、金融危機前後において運用資産の減少により組織を維持できなくなったファンドの清算が相次いだことから、より経営的に安定している大手運用者を投資家が選好するようになったためだと考えています。

Q：最近、興味を持っている HF の運用手法、戦略にはどのようなものがありますか？

A：コーポレートイベントを収益機会とする運用者に注目しています。市場の動揺が続く中、企業のバランスシート調整や事業・収益基盤の再構築から、今後、合併、分社化、リストラクチャリングや資本調達手段の変更など様々な企業イベントの発生が予想されます。こうした企業イベントに伴うミスプライシングを収益化できる運用者に関心を持っています。この領域は、マクロ市場に左右されないという利点があります。もうひとつは、財政・金融政策の変更に伴う影響を収益機会とする運用者です。先進各国では金融危機時に発動した未曾有の景気刺激策により財政赤字が拡大しました。今後、これをどのように縮小させるのかという出口戦略に向けた動きが多様な形で現れてくるものと思われます。こうした中、市場の期待と当局の行動のズレを収益の源泉とする運用者には収益機会が豊富な状況がしばらく続くものと見ています。

インタビュー日時：2010年5月21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 小林博志氏、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。