

ヘッジファンド運用の現状と今後の見通し

目次

- I. はじめに
- II. リーマン・ショック以降の環境変化
- III. 収益環境の見通し
- IV. 透明性改善に向けた新たな取り組み
- V. 足許の投資家動向
- VI. おわりに

運用商品開発部 プロダクトマネージャー 四宮 大輔

I. はじめに

ヘッジファンドに関するニュースを連日目にする。投資家も個人富裕層から機関投資家まで幅広く浸透し、業界資産額も足許で約1兆3,300億ドル(約129兆円)に達している(図表1)。

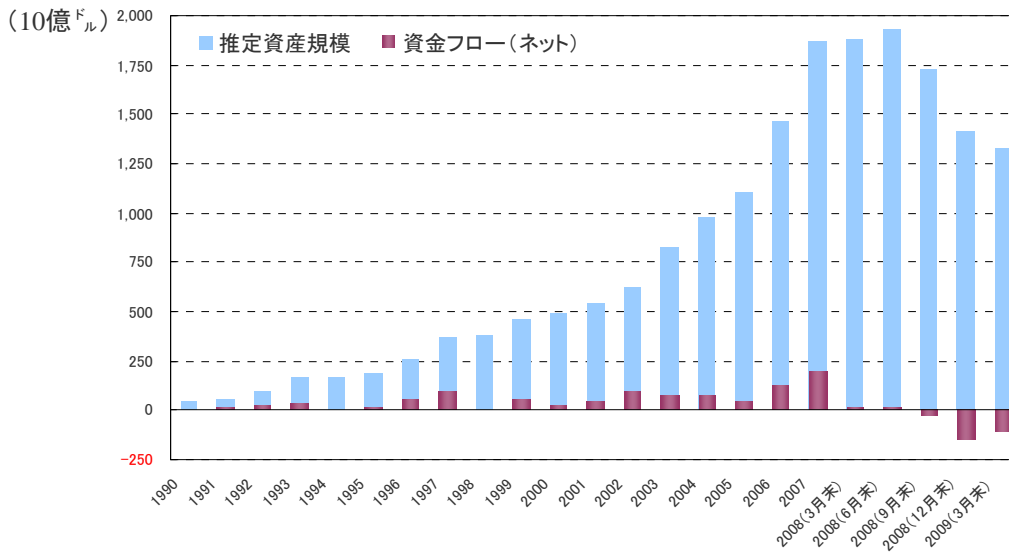
一方、本邦で機関投資家によるヘッジファンドに対する本格的な投資が始まって未だ10年足らずと歴史が浅いことなどもあり、株式・為替市場の動向に絡めてヘッジファンドが悪者扱いされる安易な使われ方が未だに散見される状況である。

また2008年は、9月にリーマン・ブラザーズ証券の破綻という史上最大のイベントに見舞われ(図表2)、ヘッジファンドの殆どの戦略が大苦戦を強いられたことで、投資家からの大量の解約要請に耐え切れずにファンド閉鎖やゲート条項¹発動を余儀なくされるファンドもでるなど、ヘッジファンドの優勝劣敗が進展した年でもあった。折からの世界経済の急減速を受け、ヘッジファンド業界はかつてない厳しい運用環境を強いられ、業界規模は2008年央のピークから減少に転じている。

本年は、ヘッジファンド投資が引き続き一定のプレゼンスを維持するための評価を下される年といえよう。足許で起こっているこうした環境変化を踏まえ、本稿では、ヘッジファンドの今後の収益環境や規制に対する動向について考察してみたい。

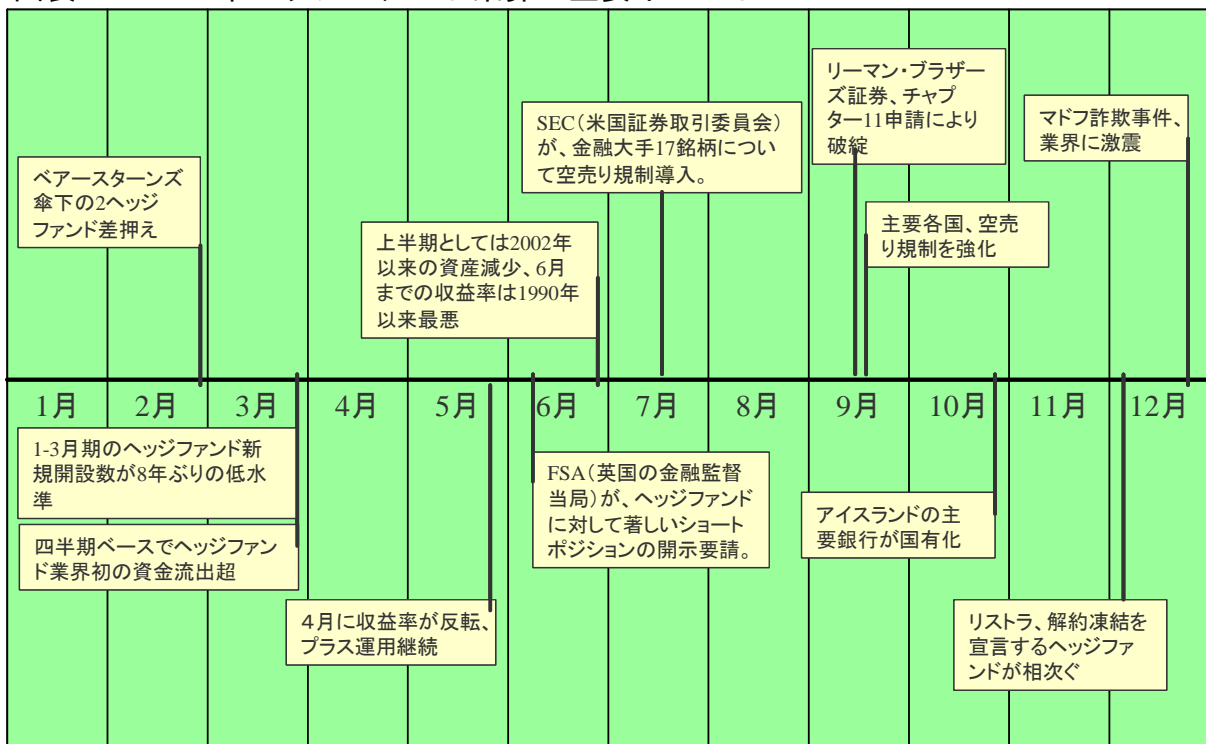
¹ 一定規模を超える申込や解約の請求に伴い、投資家間の公平性を毀損しないよう資金の出し入れを一定期間停止したり、順次繰り延べたりするなどの措置。足許では、解約請求に伴い発動されているケースが多いと考えられる。

図表 1 : ヘッジファンドの時価残高推移



(出所)HFR 社

図表 2 : 2008 年ヘッジファンド業界の主要イベント



(出所)ドイツ銀行 「2009 Alternative Investment Survey」

II. リーマン・ショック以降の環境変化

2008年9月に起こった大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻は、単に1金融機関の破綻という事象を超え、市場関係者のみならず広く世間の耳目を集める事態となった。

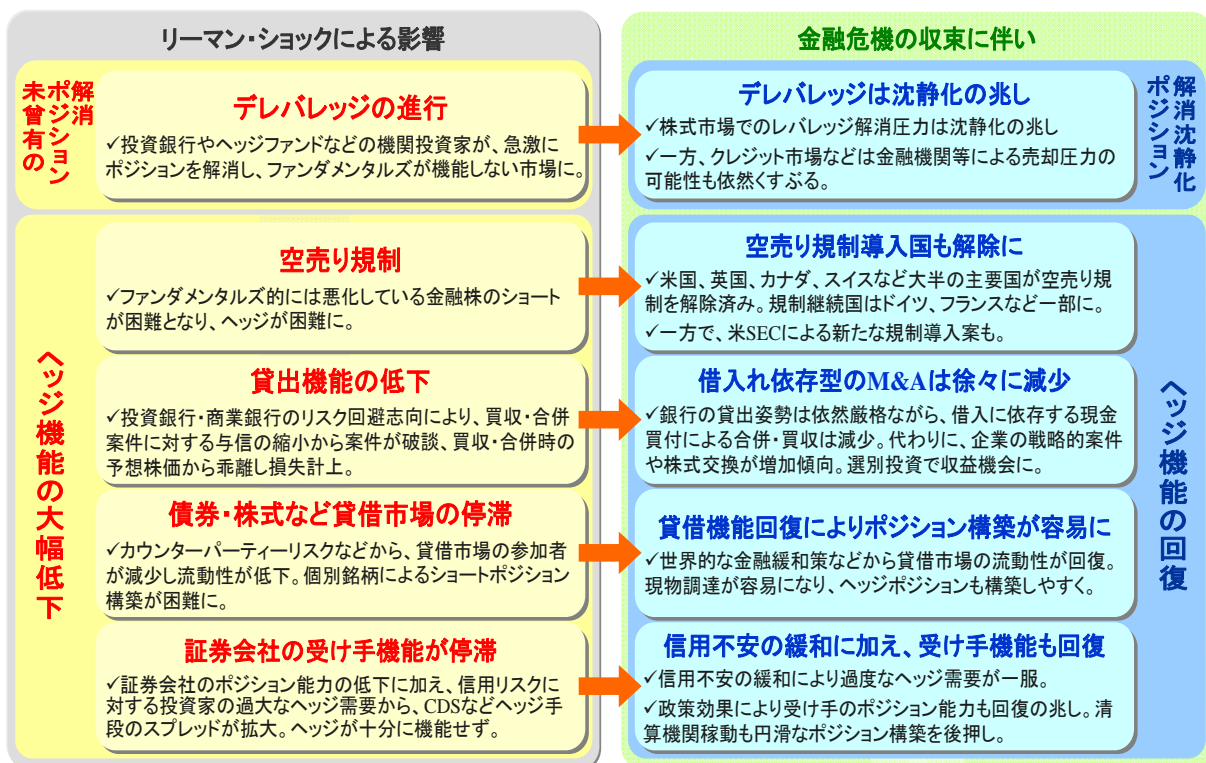
このリーマン・ショックを契機に、ヘッジファンドや投資銀行を含めレバレッジを効かせた運用機関は、それまで構築していたポジションを手仕舞わざるを得なくなり、金融業界に

投資資金の巻き戻し、いわゆるデレバレッジ(de-leverage、レバレッジ解消)の嵐が吹き荒れた。

同時にヘッジファンドの運用成績は軒並み大幅なマイナスに転じることとなったが、その最大の要因はポジションの急激な解消と、それに伴うヘッジ機能の低下である。投資家の急激なレバレッジ解消により、金融市場全般に亘り適正な値段が付けられなくなり、ヘッジ手段が機能しなくなったことで各ヘッジファンドはポジションの構築がままならなくなった。

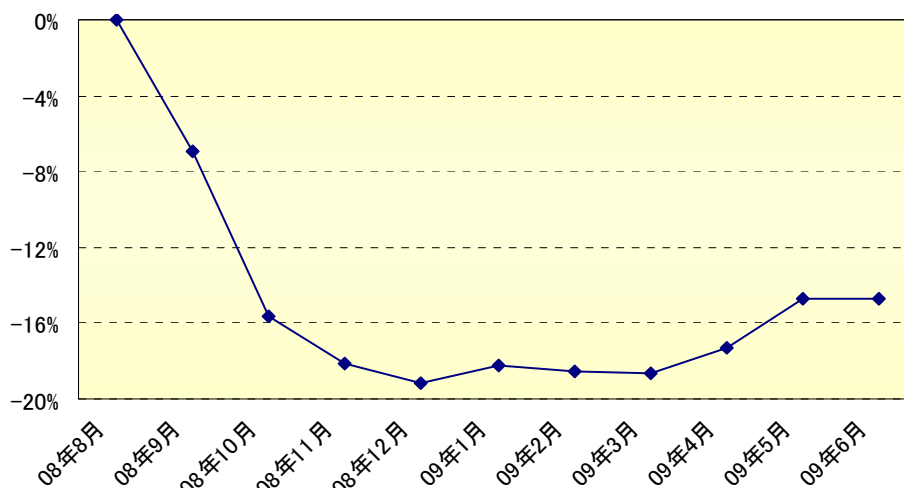
しかし、08年末にかけて、各国当局が政策を総動員したことに加え、投資銀行などによるデレバレッジが決算期末を跨いで一服したことなどから、金融市場の流動性回復とともにヘッジ機能が復活し始め、ヘッジファンドの収益環境は徐々に改善しつつある(図表3)。HFR社インデックス(図表4)のとおり、2009年1月以降のパフォーマンスにその傾向があらわれている。

図表3：リーマン・ショック以降の運用環境の変化



(注)上図は、複数の提携運用会社等からのヒアリングなどにより推測したものであり、運用環境やその因果関係の正確性・網羅性等を保証するものではありません。

図表 4 : ヘッジファンドの収益率推移



(出所) Bloomberg、HFRX グローバル・ヘッジファンド指数

Ⅲ. 収益環境の見通し

では、上述のようなマクロ的な環境変化を受けて、足許でヘッジファンドにとっての投資環境はどのように変化しているのでしょうか。

まず急激なレバレッジ解消による資産価値の歪み・ねじれの拡大に加えて、一部の投資銀行やヘッジファンドの市場撤退などプレイヤーの減少により、大幅なりバウンドを取れる収益環境に転じつつあることが指摘できる(図表5)。また、人材の面でも投資銀行からヘッジファンド業界への再分配により陣容拡充とともに、運用ノウハウの共有化が見込まれる(図表6)。

図表 5 : 金融危機後のヘッジファンド業界

プレイヤー 減少	投資機会 増加
<ul style="list-style-type: none"> ■ 金融不安により金融機関のリスク許容度が大幅に低下。 ■ 一部の金融機関は市場から退場。 ■ ヘッジファンドもパフォーマンス悪化や解約により資産減少。 ■ 過度にリスクをとっていた一部のヘッジファンドも市場から退場等 	<ul style="list-style-type: none"> ■ デレバレッジにより、多くの資産の売り圧力がかかり、資産価格がファンダメンタルズから乖離、歪みが発生。 ■ 市場全体が売られる・買われる局面から銘柄間でバラツキが発生。 ■ 市場のボラティリティが上昇し、トレーディング機会が豊富等。

図表6：ヘッジファンド業界への人材再分配



【人材再分配の事例】

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ●BlackTree(3月)
リーマンOB4人らによる為替クオンツファンド新設。 ●Gartmore(3月)
JPモルガンOBを消費関連株リサーチとして採用。 ●Artradis(3月)
クレディスイスOBのCOO採用に続き、元RBSアジアヘッドをMD採用。 ●AM Investment(1月)
シティ、GS、BSなどでのMD経験者をシニアPMとして採用。 ●Oak Hill(1月)
元リーマンのディストレス債スペシャリストを追加。 | <ul style="list-style-type: none"> ●Titan(12月)
メリル、クレディスイスなどでのシニア職をパートナー採用。 ●Clinton(11月)
元ドイチェAMのCEOをCOO(新設)として採用。 ●OakRun(11月)
シティなどの投資銀行でのシニア職経験者を責任者任命。 ●Temujin(11月)
ゴールドマンOBをPMとして新規採用。 ●Citadel(10月)
元メリルのオルタナ投資ヘッドを採用。 |
|--|---|

(出所)各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

以下では、ヘッジファンドの代表的な戦略に関して、具体的な投資機会・収益機会の事例をみていきたい。図表7では、債券の裁定取引で収益を狙う債券アービトラージ戦略について記載している。債券市場のボラティリティが依然高水準であり、価格の歪みやスプレッドから短時間で収益化を狙える投資機会が期待できることに加え、市場の流動性回復や過度なレバレッジに依存したマネージャーの退場で、生き残ったマネージャーにとってはチャンスとなっている。

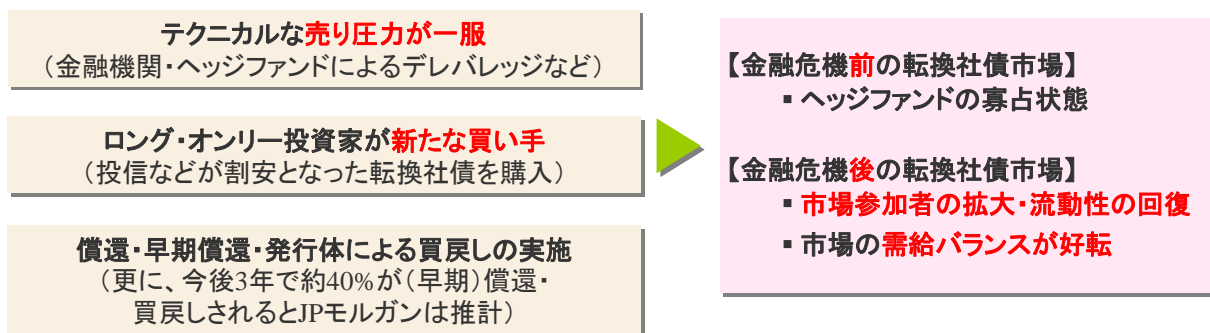
図表7：ヘッジファンドの投資機会(債券アービトラージ戦略)



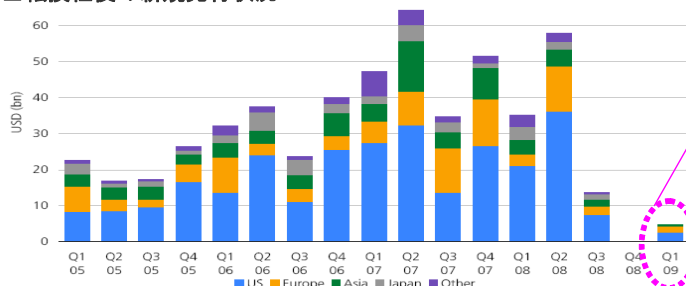
(出所) Bloomberg、Lehman Swaption Volatility Index、TED スプレッド (LIBOR3 ヲ月と短期国債3 ヲ月の差)

図表8は、転換社債アービトラージ戦略の状況を示している。転換社債市場においても流動性の回復、需給環境の改善がみられ、生き残ったマネージャーにとってはサポート材料となっている。

図表8：ヘッジファンドの投資機会(転換社債アービトラージ戦略)



■ 転換社債の新規発行状況



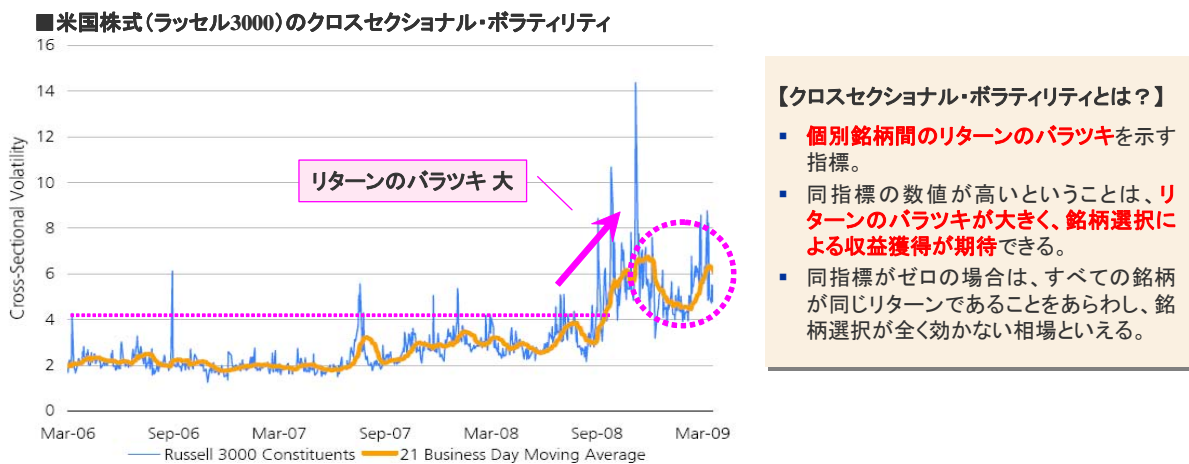
■ 2009年1-3月(ほとんどが3月)から転換社債の発行も復活。

■ これらの新規発行に、ロング・オンリー投資家も積極的に参加しており、概ね需給は良好。

(出所) UBS Global Asset Management

さらに、図表9で見られるように、景気後退、金融危機による企業業績に対する不透明感などから、株式市場の個別銘柄リターンのバラつきが過去に比べて高水準となっており、銘柄選択能力の高い株式ロング・ショートマネージャーにとっては、ロング(買い持ち)とショート(空売り)の両サイドで収益獲得が期待される。

図表9：ヘッジファンドの投資機会(株式ロング・ショート戦略)



(出所)UBS Global Asset Management

いずれの事例も、正常時には発生し得ない異常なマーケット状態のシグナルであり、ヘッジファンドは市場のこれら歪みが収斂する過程で収益を計上することが期待できる。

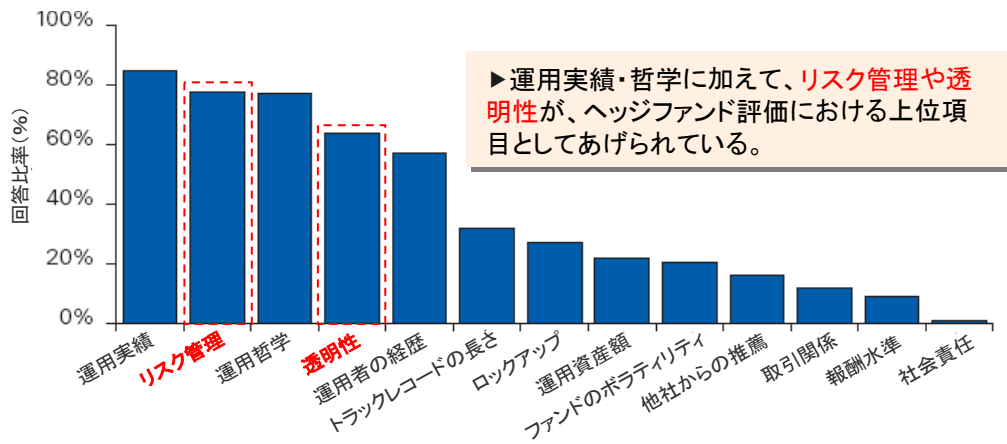
IV. 透明性改善に向けた新たな取り組み

2008年末以降、ヘッジファンド業界にとっては上述のとおり収益を享受し易い環境が整いつつある一方で、マドフファンドによる詐欺事件が発生するなど、投資家サイドでは投資の透明性に対する関心が否応無しに高まっている。

ドイツ銀行のAlternative Investment Survey²(図表10)によると、ヘッジファンドの評価項目について、3つのP(Performance, Philosophy and Pedigree、運用実績・運用哲学・運用者の経歴)に交じり、「リスク管理」や「透明性」が上位にランクインしている点が特徴的である。

² ドイツ銀行の実施する年次調査で、今年で7回目を迎える。最新の2009年版では世界中の1,000件の投資家(ヘッジファンド投資額約1.1兆ドル)を調査対象とし、その形態は、ファンド・オブ・ファンズ、銀行、年金から、保険、一般企業、基金に至るまで多岐に亘る。

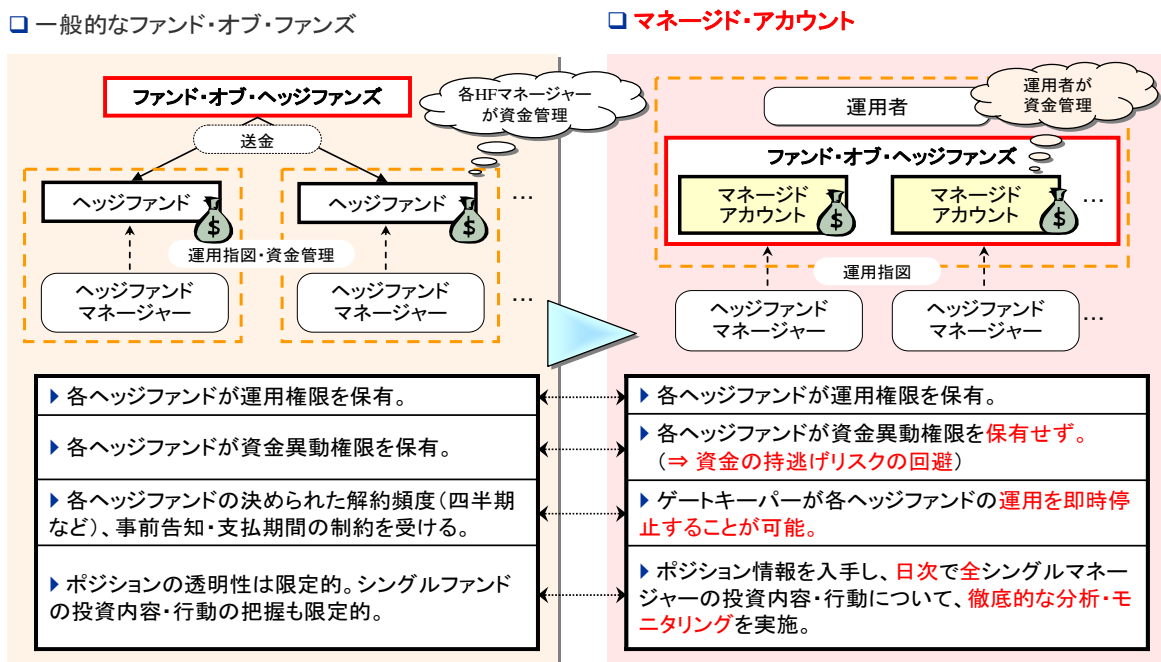
図表 10 : ヘッジファンドを評価する際、最も重要な項目は?(複数回答)



(出所) ドイツ銀行 「2009 Alternative Investment Survey」

この結果と連動するように、同調査の「マネージド・アカウント」(図表 11)の活用に関する調査でも、透明性を改善するための有効な手段として、活用拡大傾向を示す結果が報告されている(図表 12)。2009 年調査においては、過半の投資家がマネージド・アカウントを活用したヘッジファンド投資を活用、あるいは活用を検討中と回答しており、マネージド・アカウントに対するニーズが徐々に高まっていることが窺い知れる。なお、マネージド・アカウントを通じたヘッジファンド投資に期待することは何かとの質問項目に対しては、「透明性改善」・「流動性改善」・「資産保全」が上位 3 つにランクイン(図表 13)しており、足許でのヘッジファンド運用における課題と整合的であるといえる。

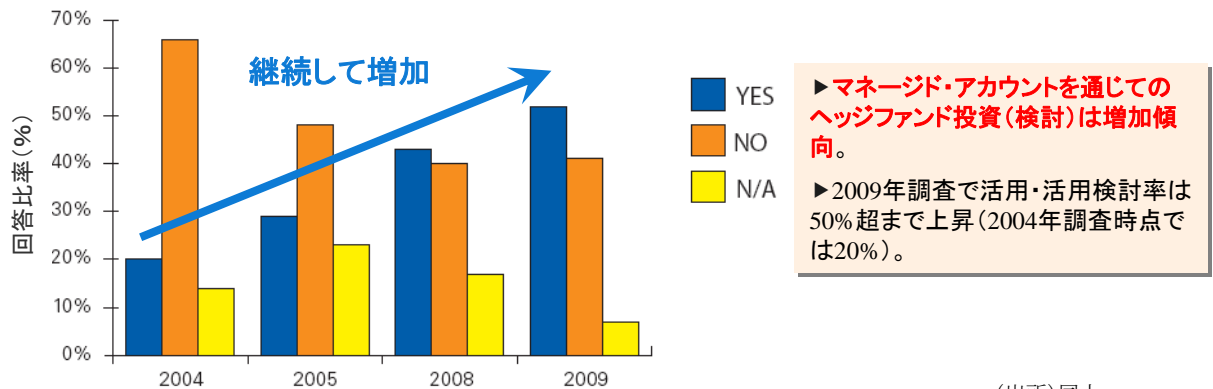
図表 11 : マネージド・アカウント=透明性を確保する投資ストラクチャー



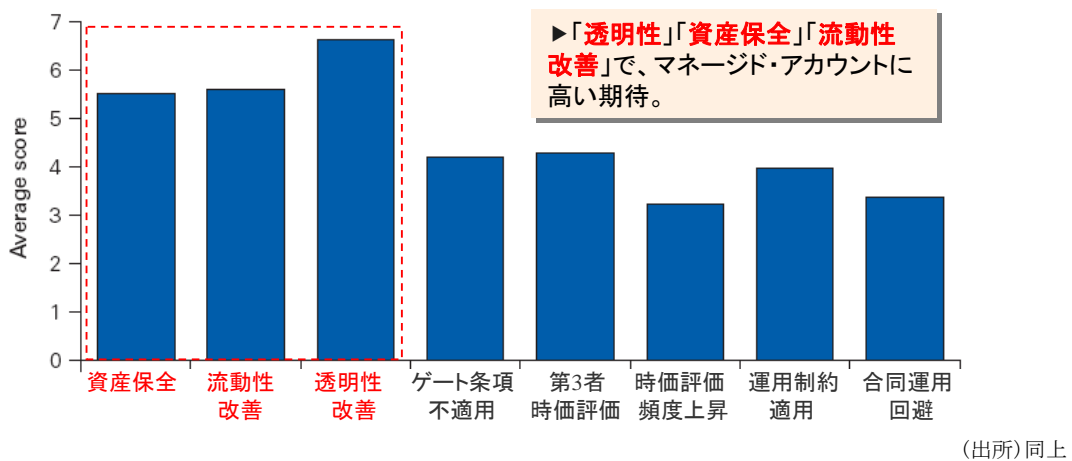
※ 上記ストラクチャー図は簡素化しております。

(出所) 同上

図表 12：マネージド・アカウントを活用、または活用を考えていますか？



図表 13：マネージド・アカウントに期待することは何ですか？

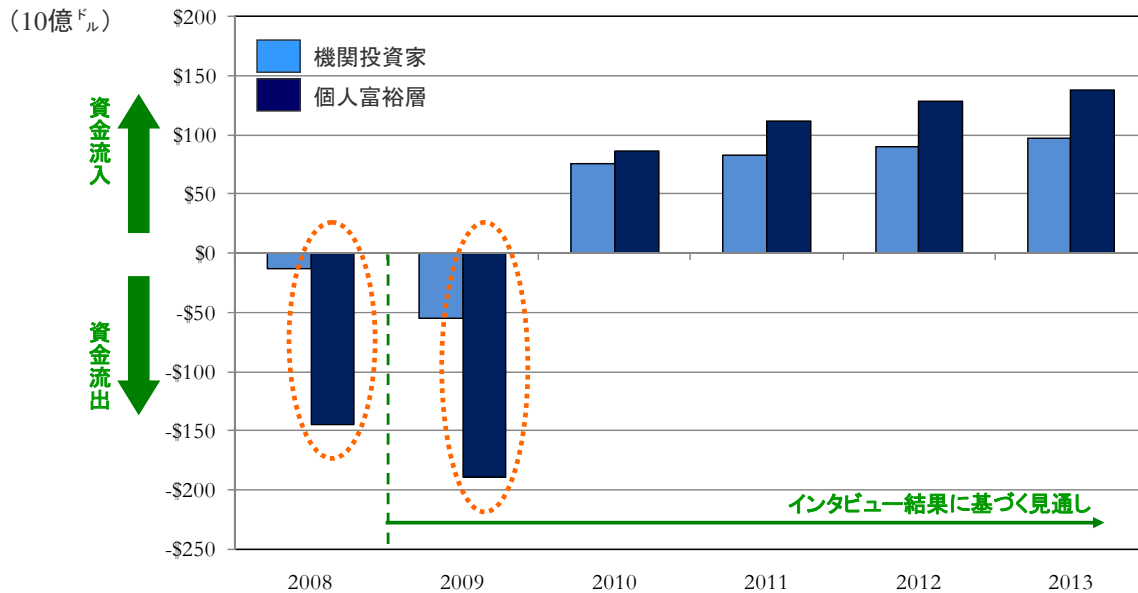


また、米国の大手公的年金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)では、運用資産に対するコントロールを高め、透明性の高いタイムリーな情報を獲得することを目的として、マネージド・アカウントを通じたヘッジファンド投資に特化していくと公表する(Pension & Investment 誌)など、今後こうした動きが加速していくことが予想される。

V. 足許の投資家動向

リーマン・ショック以降、ヘッジファンドの業界規模は若干の調整を余儀なくされたが、資金の最大の引出し主体は、機関投資家ではなく個人富裕層であったとみられる(図表 14)。また、地域別でも英国・欧州の個人富裕層が大半を占める(図表 15)など、業界規模縮小の背景には投資主体・地域ともに多少の偏りがみられた。

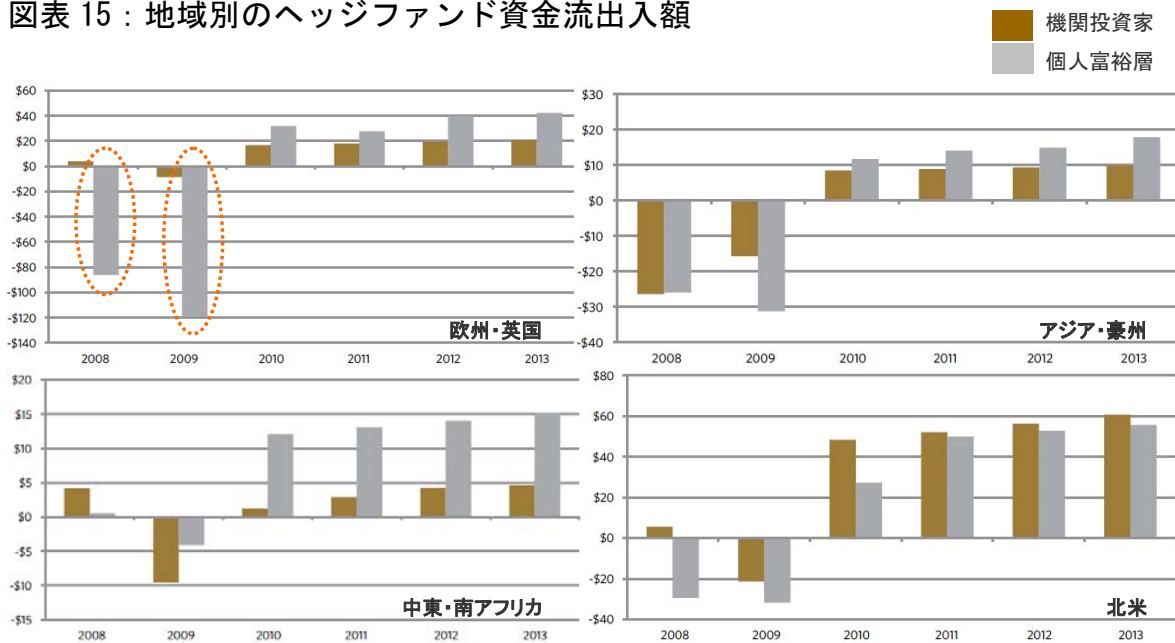
図表 14：投資家層別のヘッジファンド資金流出入額



(出所)HFR 社、Bank of New York Mellon and Casey Quirk analysis

Casey, Quirk & Associates 社と The Bank of New York Mellon 社が、2008 年 12 月から 2009 年 3 月にかけて、世界中の 158 名のヘッジファンド関係者にインタビューを実施。2009 年以降は同インタビュー結果に基づく。

図表 15：地域別のヘッジファンド資金流出入額



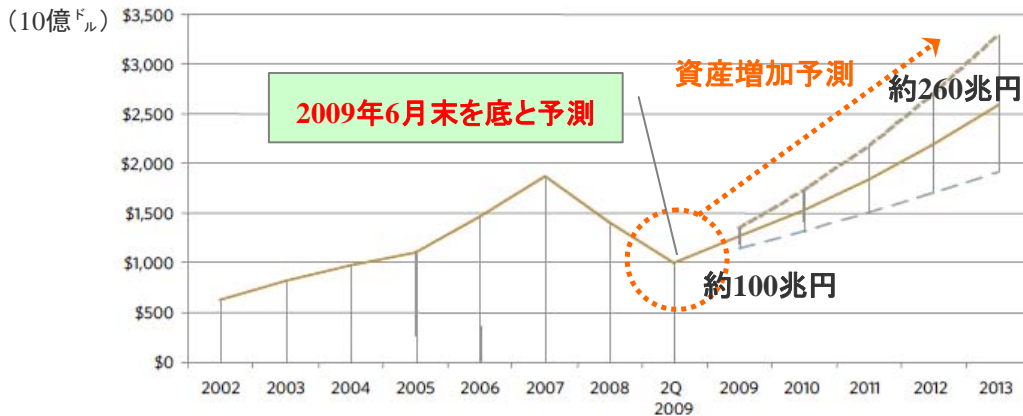
(出所)同上

しかし、金融危機の落ち着きにあわせ、業界の資金流出入状況にも回復傾向が見られるようになってきている。以下の各社レポート(図表 16、17)のとおり、パフォーマンスの好転に加えて、資金動向も流入超過に転じるとの見通しから、業界規模は 2009 年央を底に増加に転じるとの見方が一般的である。実際に、足許の月次資金流出入動向(図表 18)でも、2009 年 5

月はリーマン・ショック来で初の流入超過に転じるなど、業界に資金が戻りつつある様子が窺い知れる。

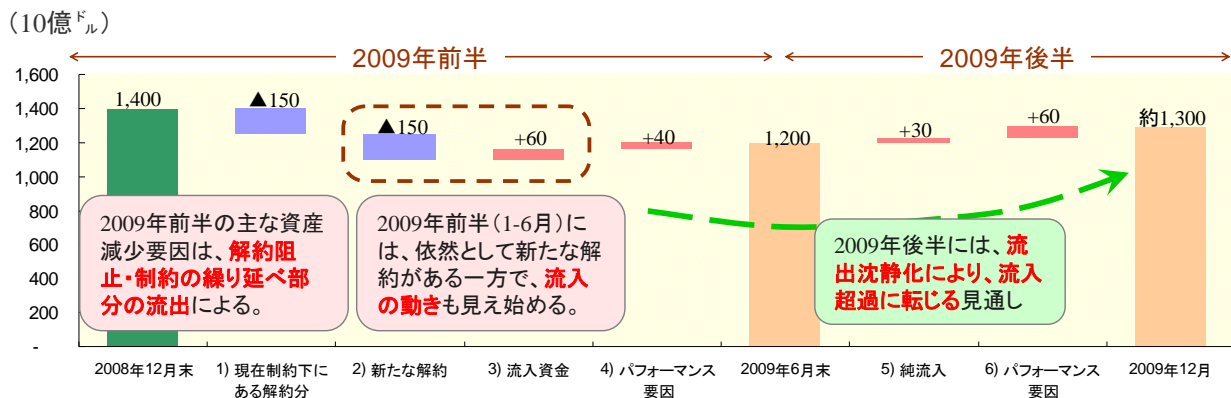
図表 16：業界規模の見通し

(その 1、Casey, Quirk & Associates 社, The Bank of New York Mellon 社)



(出所) 同上

図表 17：業界規模の見通し(その 2、Barclays Capital 社)

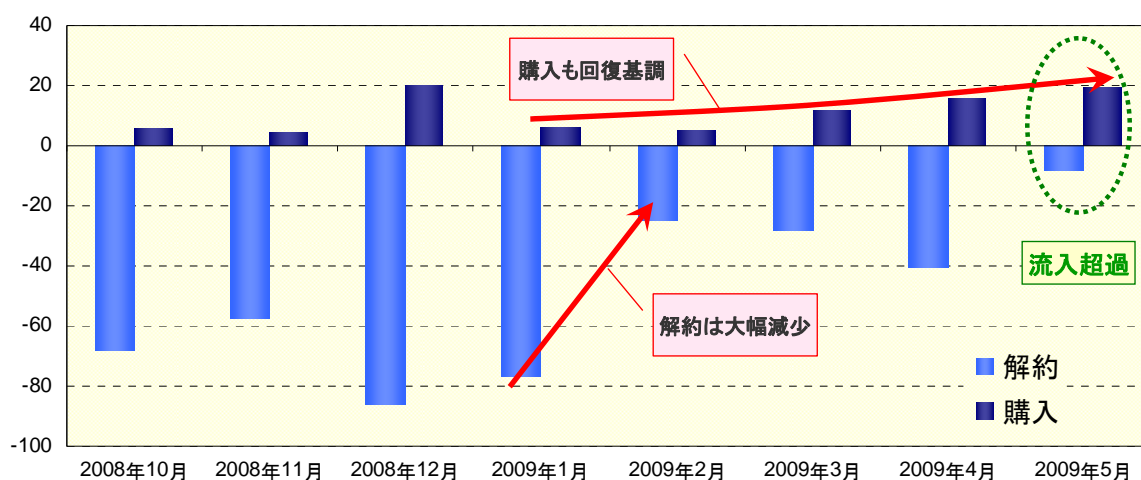


- 1) 制約下にある解約分: 2008年10-12月期に解約申請のあった額の半分は流出しており、残りは制約ありと予測。
- 2) 新たな解約: バークレイズ・キャピタル社のアンケート調査を元に予測
- 3) 資金流入: FOFsはキャッシュ比率が現在高く、そのキャッシュの半分が流入すると予測。

- 4) パフォーマンス要因(09年1-6月): HFが苦戦した98年の翌年(99年)のリターン(約3%)を想定。
- 5) 純流入(09年7-12月): 08年1-6月期と同程度の比率を想定
- 6) パフォーマンス要因(09年7-12月): HFが苦戦した98年の翌年(99年)のリターン(約5%)を想定。

(出所) Barclays Capital

図表 18：月次での資金流出入動向



(出所) EurekaHedge

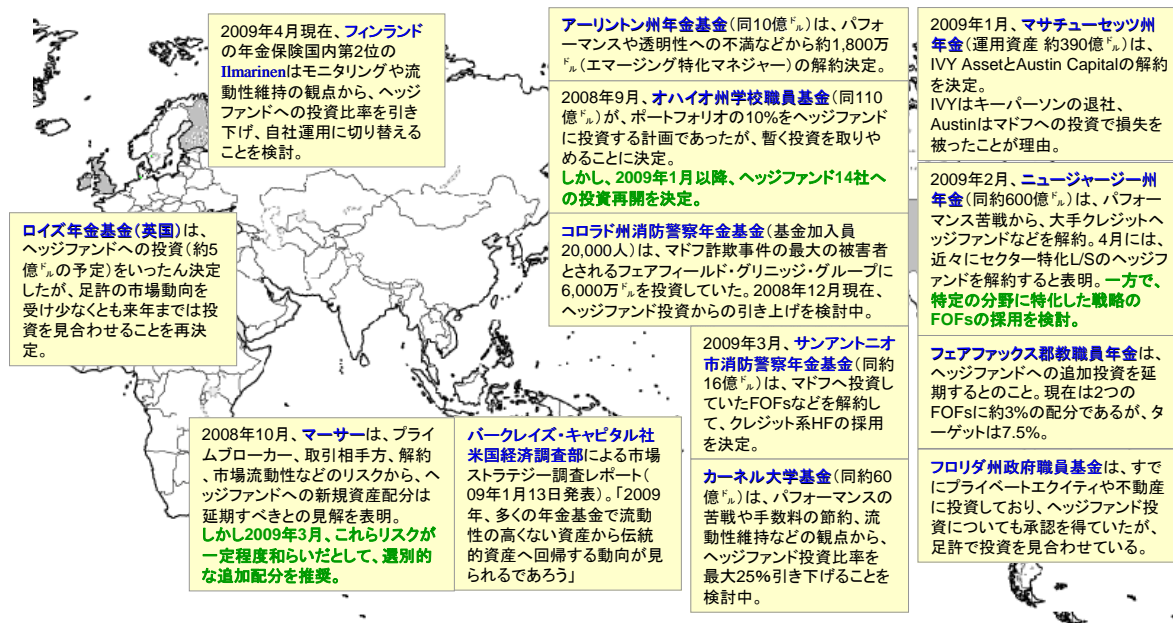
また、図表 19 は、グローバルな投資家のヘッジファンドに対する投資家動向を、各種報道などから集計した内容である。一部投資家においては、2008 年末にかけてヘッジファンドを解約したり、一時的に投資を見合わせたりするケースもみられたものの、足許の投資環境を好機とみて投資を拡大するケースの方が、数多くみられることが指摘できる。さらに、投資一時見合わせや解約の事例においても、戦略を限定して投資を継続したり投資再開に転じる動きがみられるなど、上述の資金流出入動向を裏付ける内容といえる。

グローバルな投資家、なかでも機関投資家を中心にヘッジファンド投資のステータスは変わっておらず、依然として長期的な投資スタンスをとる投資家にとって、ヘッジファンドは有力な運用手段の一つと捉えられているといえる。

図表 19：月次での資金流入動向(投資拡大)



図表 19：月次での資金流入動向(投資一時見合わせ・解約)



(出所) Reuter, Bloomberg, CNBC, Pensions & Investments, Dow Jones, Financial Times, InvestHedge 等より作成

VI. おわりに

2008年は、リーマン・ショックをきっかけにヘッジファンドのパフォーマンスが軒並み悪化したことに加え、マドフファンドによる詐欺事件発生などから、透明性を確保した運用の必要性が改めて強く意識された年であった。2009年に入り、今後の収益獲得に対する期待から、長期的スタンスの投資家を中心にヘッジファンド投資を拡大・再開する動きに加え、パフォーマンスにも改善傾向が出始めるなど、ヘッジファンドの業界規模は再度増大に転じる兆しがみえはじめている。

弊社では、ヘッジファンド運用における透明性確保の重要性をかねてより認識し、マネージド・アカウントによる完全な透明性を備えたファンド・オブ・ファンズ商品の組成に注力してきた。今後、マネージド・アカウントのスキームを活用し、ヘッジファンドに対する直接的なコミュニケーションを通じてリスク管理を行なっていくことが、これまで以上に必要になると考えている。同様に、本邦投資家においても、こうした時代の潮流に鑑み、リスクモニタリングにも目を向けたヘッジファンド投資に対し更なる検討が必要な時期に差し掛かっているといえよう。

(2009年7月17日記)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）