

先物・オプションマーケット

最近のヘッジファンドの動向について - 1 -

ヘッジファンドは、SEC（証券取引委員会）への登録義務がなく、ファンドの規模や運用パフォーマンスについても一切公表する必要がないため、その実態は今まであまり知られてこなかった。しかしロシア経済危機をきっかけとした巨額損失計上や、ロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）の事実上の経営破綻によって、世界中の金融市場が大きく動揺したことから、ヘッジファンドに対する関心は高まっている。

そこで本稿では2回に分けて、ヘッジファンド業界の現状、主要な投資戦略及び投資パフォーマンスの特徴について述べてゆくことにしたい。

1. ポジション動向

国際金融情報センター（JCIF）が最近行った調査によれば、大手ヘッジファンドは昨年夏まで日本株、債券先物で非常に大きなポジションを抱えており、米国と欧州市場では一種の金利裁定取引であるコンバージョン・トレードを盛んに行っていたという。しかし昨年秋には、こうしたポジションを大幅に圧縮するデレバレッジ（レバレッジを縮小して総運用資産を減らす動き）が進められてきたと思われる。

そこで国際金融情報センターが推計した98年6月末のヘッジファンドのポジション内訳（図表1参照）を見ながら、こうした点を確認してゆこう。尚この調査では、設立後5年以上が経過し、10億ドル以上の純資産を持つ17の大手ヘッジファンドが集計対象となっており、ジョージ・ソロス氏のクォンタム・ファンド、ジュリアン・ロバートソン氏のタイガー・ファンドや昨年破綻したLTCMなどが含まれている。

① 日本株及び債券先物のポジション

（図表1）を一瞥して直ぐに気付くのが、円資産に関するポジションが非常に大きいことである。買い持ちポジションのなかでは日本の国債先物の割合が24.5%と最も大きく、売り持ちポジションについても日本株先物指数の割合が15.8%もあり、日本の金融株への売りポジション（2.6%）と合わせると2割近くに達している。米国の代表的なヘッジファンドのポートフォリオに占める円資産の割合がこのように高いことは、ヘッジファンドの

動きが日本の債券、株式、為替市場に大きな影響を与えているという見方を裏付けていると言えそうである。

債券先物買いと株価指数先物売りのポジションが大きいことは、景気の更なる落ち込みや金融問題の混乱を見越して、債券先物買い・株価指数先物売りの裁定取引を行っていたことを示唆する。昨年春から秋口までの間に長期金利は1.5%台から0.6%台へ低下し、日経平均は17,000円台から13,000円台まで下落しているの、この裁定取引からは相当な利益を上げたことが推測される。

② 円キャリー・トレード

この数年間ヘッジファンドが、低金利の円で資金を調達し高金利の通貨（アジアや米国）で運用する「円キャリー・トレード」を活発に行っていたことは良く知られている。国際金融情報センターによれば、昨年10月6日の一日だけでタイガー・ファンドは3,500億円、ソロス氏のファンドは6,000億円の円買い・ドル売りを行ったということだが、昨年10月の第一週にドル円相場が133円台から111円台まで急落した背景には、円キャリー・トレードによって積み上がったドル買いポジションを解消する動きがあったことは間違いない。

（図表1） 大手ヘッジファンドのポジション内訳

（98年6月末現在、%）

買い持ち		売り持ち	
日本・国債先物	24.5	日本・株価指数先物	15.8
		日本・金融株	2.6
米国・ジャンク債	12.2	米国・国債	39.6
米国・MBS	6.0	米国・株式	13.2
米国・地方債	7.4		
英国・金利スワップ	12.0	ドイツ・連邦債	24.0
イタリア・国債	3.7		
スペイン・国債	1.2		
東欧・国債	0.5		
ロシア・国債	5.5		
ラ米・国債	7.3		
その他エマージング国債	3.5		
英国株式指数先物	2.2	英国株式指数先物	1.0
フランス株式指数先物	2.0	フランス株式指数先物	0.8
ドイツ株式指数先物	3.3	ドイツ株式指数先物	1.2
英国・株式	0.6	スウェーデン・株式	0.3
ドイツ・株式	1.4	スイス・株式	0.5
フランス・株式	0.2	デンマーク・株式	0.2
イタリア・株式	1.0		
ベルギー・株式	0.4		
東欧・株式	1.0	香港株価指数先物	0.3
ロシア・株式	0.3	香港・株式	0.5
ラ米・株式	1.7		
その他エマージング株式	1.7		

（出所：国際金融情報センター「ロシア、中南米経済危機を受けたヘッジファンドの資金フローの変化につまきて」平成10年10月29日）

(図表 2) 円キャリー・トレードのリターン推定

	粗利益 (注1)	円LIBOR 3ヶ月	ネット利益
1996年 第三四半期	15.66%	0.52%	15.14%
第四四半期	23.42%	0.49%	22.93%
1997年 第一四半期	36.24%	0.58%	35.66%
第二四半期	-1.33%	0.66%	-1.99%
第三四半期	-64.90%	0.56%	-65.46%

(注1) タイの短期金融市場から得られる利息収益と為替損益合計
(出所：“Hedge Funds and Financial Market Dynamics” IMF 1998を
もとに、さくら証券作成)

一昨年のアジア通貨危機までの円キャリー・トレードによる運用先は、アジアの短期金融市場であったと思われる。(図表2)は、タイの短期金融市場で運用したケースを想定し、円キャリー・トレードによって得られたであろうリターンを試算(利息と為替損益を含む)したもののだが、1997年第一四半期までは円キャリー・トレードによるリターンが15%~35%と非常に大きく、同じ期間の円LIBOR 3ヶ月金利が0.5%前後であったのとは対比的であった。

アジア通貨危機の後には、1998年夏まで日本と米国の長期金利差が約4%あり、為替もドル高基調で安定していたことを考えれば、相当規模の円資金が米国の金融市場に流れ込んでいたと推定される。しかし残念なことに(図表1)は、ネットのポジション内訳を示したものに過ぎず、資金をどこから調達したかを知ることはできないので、円キャリー・トレードがどの程度の規模で行われていたかを知ることはできない。

③ コンバージェンス・トレード

6月末時点の買い持ちポジションで日本の国債先物に続いて大きな割合を占めたのは、米国のジャンク債(12.2%)、英国の金利スワップ(12.0%)、米国の地方債(7.4

%) などである。一方売り持ちポジションでは、米国国債(39.6%)が最も大きく、次いでドイツ連邦債(24.0%)の割合が大きくなっている。このため大手ヘッジファンドは、98年前半に次のような2種類のコンバージェンス・トレードを行っていたと推定できる。

- 低格付けの米国債券買いvs米国国債売り
- 英国の金利スワップ(固定金利受取り)・イタリア国債・スペイン国債買いvsドイツ国債売り

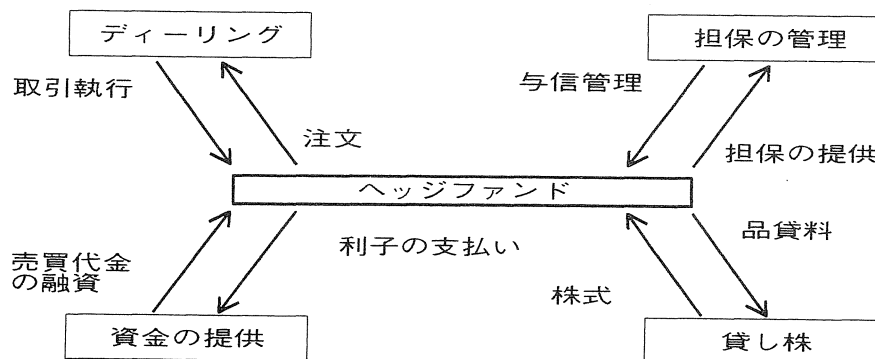
すなわち米国市場においては、信用リスクの高い債券と国債との金利格差が大きくなったので、金利差縮小を見込んだコンバージェンス・トレードのポジションを作り、対欧州市場に対してはEMUのスタートに向け、ドイツと英国・イタリア・スペインとの金利格差が縮小するとの見通しに立ったポジションを取っていたと思われる。しかし、ロシア経済危機・中南米経済危機などの影響で「投資資金の質への逃避」が進んだため、こうした想定とは反対に金利差が拡大してしまい、昨年夏には多くのヘッジファンドが巨額の損失を計上した。LTCMが事実上破綻に追い込まれた最大の要因も、以上のようなコンバージェンス・トレードによる失敗であると言われている。

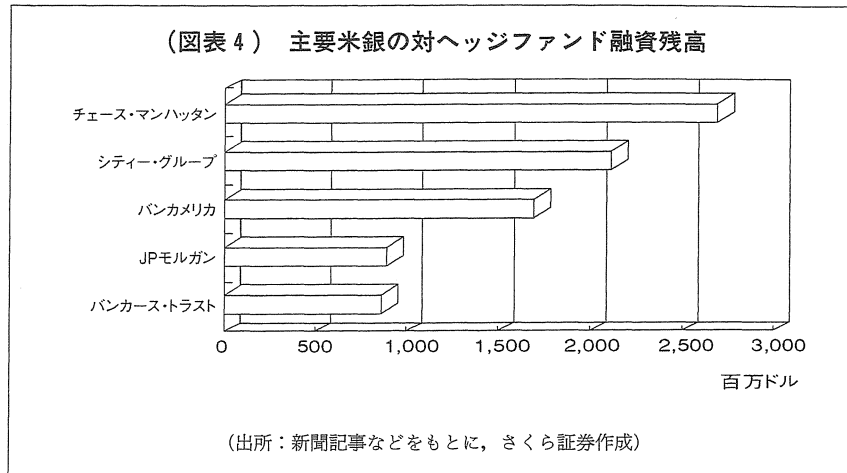
④ デレバレッジ

後述するように多くのヘッジファンドは、資金を借入れて運用ポジションを膨らませてきた。しかし昨年秋には、これまでとは反対にレバレッジを急速に圧縮する動き(デレバレッジ)が進んでいたこと推定される。ヘッジファンドに資金を融資していたプライム・ブローカーが、LTCMなどで巨額損失が発覚したために資金の回収を急いだことが、その背景である。

プライム・ブローカーとは、「取引執行」「資金の提供」「貸し株」「担保の管理」など、ヘッジファンドがディーリングをしてゆく上で必要な業務を包括的に行う業者のことで(図表3参照)、これまで欧米の主要な投資銀行が

(図表 3) プライム・ブローカーの役割





競って拡大してきた業務である。(図表4)は、昨年秋時点のヘッジファンドに対する融資残高を示したもののだが、チェース・マンハッタンが27億ドル、シティー・グループ(ソロモン・スミスバーニー経由)が21億2千万ドル、バンカメリカが17億ドルなどとなっており、大手投資銀行が相当の金額をヘッジファンドに貸し付けていたことが分かる。LTCMの事実上の破綻後は、こうした巨額の融資が焦げ付くことを恐れ、各銀行がヘッジファンドに対して資金の回収を求めたために、デレバレッジが急速に進んだのである。

このデレバレッジの動きによって、金融市場における信用収縮・流動性低下を招く懸念が強まり、米国株が大きく下落し、FRBが緊急利下げに追い込まれたことは記憶に新しい。ただし現在ではデレバレッジによる運用資産の縮小は一段落し、金融市場は落ち着きを取り戻している。

2. ヘッジファンド業界の現状

以上のヘッジファンドの動向からは、「市場に大きな影響力を持ち」「投機的でリスクの高い」ファンドというイメージが浮かびあがる。確かに国際金融情報センターが集計対象としたような、純資産10億ドル以上の巨大ヘッジファンドについては、まさしくそうしたイメージが当てはまると言えよう。

しかしヘッジファンド業界全体を見回すと、実は純資産が数千万ドル以下の小規模なファンドが大半を占め、比較的保守的で堅実な運用が行われているようである。例えば昨年は、ロシア国債の暴落や円の急騰などによって複数のヘッジファンドが巨額損失を計上したことが大きく報道されたため、ヘッジファンドのパフォーマンスは相当落ち込んだと思われがちである。しかしヴァン・ヘッジファンド・アドバイザーズ社がまとめたデータに

よれば、米国のヘッジファンドが1998年1月～11月に上げたネットのリターンは平均7.4%であり、米国の株式ミューチュアル・ファンドの平均リターン(4.3%)、債券のミューチュアル・ファンドの平均リターン(5.7%)を大きく上回る良好な成績を残しているのである。そこで次に少し視野を広げて、ヘッジファンド業界全体の構成やパフォーマンスの特徴について見てゆくことにしよう。

① ヘッジファンドの規模

ヘッジファンドに関する公式のデータは存在しないので、業界全体の正確な規模を知ることは非常に困難であり、ヘッジファンドの数一つとってみても、推定する調査機関によって大きなバラツキがある。

例えば代表的なヘッジファンド・コンサルタント会社の中でも、MAR社はヘッジファンドの総数を1,000前後(1997年末現在)と推定しているのに対して、ヴァン・ヘッジファンド・アドバイザーズ社による推定では5,000以上(1997年末現在)となっており大きな開きがある。しかしヘッジファンドをいかに定義し、どの範囲までヘッジファンドとして認識するかという基本的な考え方自体が異なっているので、両者のデータの優劣を比較してもあまり意味がない。以下に紹介するデータに関しては、こうした点を踏まえながら見ていただきたいと思う。

(図表5)は、各種調査の中で最も控えめな数字を出しているMAR社がまとめた、ヘッジファンドのファンド数と純資産規模の推移を示したものである。これを見るとヘッジファンドの数は、1990年から1997年まで一貫して増加しており、1990年には127しかなかったファンド数が、1997年には1,115ファンドまで拡大していることが分かる。またヘッジファンドの純資産規模も、94年から95年にかけてやや鈍化した時期はあったものの、ファンド数の増加とともに大きな伸びを示している。後述するように、ヘッジファンドはミューチュアル・ファンドと

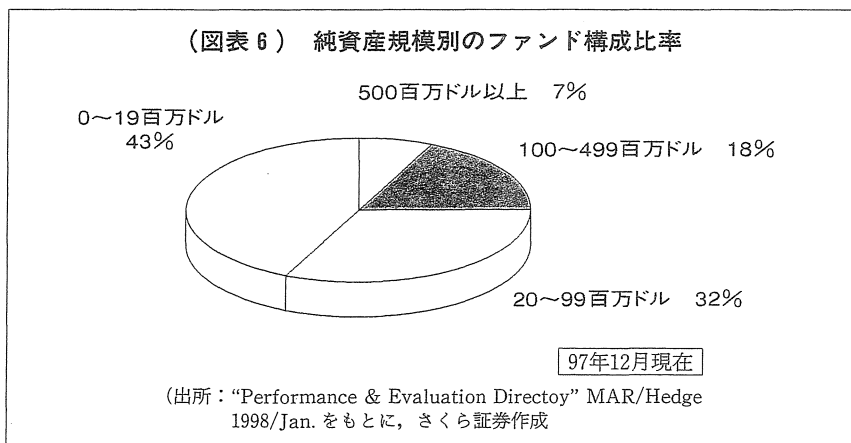
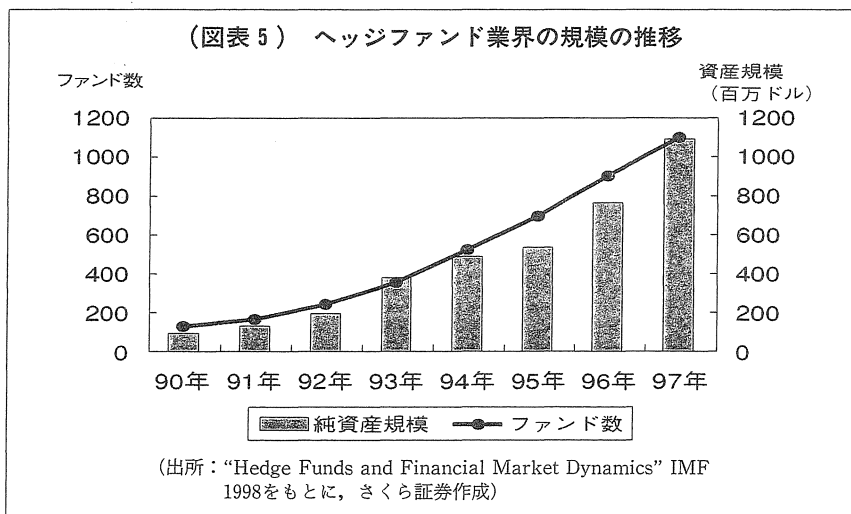
大きく異なる投資戦略をとっており、市場が下落している局面でのパフォーマンスが比較的良好なことから、富裕な個人投資家や年金基金・財団などの資産運用において新しい投資対象（オルタナティブ・インベストメント）として認知されるようになってきた。ヘッジファンド業界の急速な成長は、米国の投資家の中でヘッジファンド投資が持つこうしたメリットへの理解が進んだことが大きい。

94年から95年にファンドの規模拡大ペースが落ちた原因は、米国でインフレ懸念が強まり、FRBが立て続けに利上げを行ったために、米国債を始めドイツ連邦債や日本国債が急落し、多くのヘッジファンドが巨額の損失を被ったからである。

この直前の年にあたる93年には、ヘッジファンドの純資産規模が191億ドルから374億ドルへ倍増する勢いで伸びており、ヘッジファンドに対する人気は過熱気味であった。そのなかには、体力が充分備わらないまま流行に乗って設立されたヘッジファンドも多く含まれていたと思われる。こうしたファンドが94年の債券相場の急落により淘汰されたため、ヘッジファンドの成長は一時的に

鈍化したのである。ただし94年～95年の停滞によって、十分な運用能力と体力のあるファンドだけが選別されて生き残ることとなったので、ヘッジファンド業界の健全性はむしろ高まった。その結果、96年以降は再び高い成長率を回復している。以上の点は、ロシアの経済危機を発端とする世界的な金融市場の動揺から、多くのヘッジファンドが損失を被り市場から退場しつつある現在の状況を考える際にも、参考となるであろう。

ところでヘッジファンドと言えば、「巨額の資金を操る投機筋」という印象を抱かれがちだが、実際にそうした資金量をもつヘッジファンドの数は極限られたものではない。(図表6)は、純資産の大きさ毎にヘッジファンドの構成比率を示したものであるが、ここからは500百万ドル以上の純資産を持つヘッジファンドの数は業界全体の約7%に過ぎず、純資産が100万ドルに満たないヘッジファンドの数が全体の約3/4を占めていることがわかる。後で詳しく見てゆくように、多くのヘッジファンドは限られた商品を対象としてアービトラジ取引を行うなど、比較的ニッチな市場を活動の場としていることの方が圧倒的に多い。ヘッジファンドは投資戦略の種類によ



って10~20のカテゴリーに分けられるが、このうち巨額の資金量を持つファンドは「マクロ (あるいはグローバル・マクロ)」と呼ばれる特殊な投資戦略を採用しているものだけだと言って差し支えないだろう。

ちなみにMAR社が持つデータのうちに、純資産規模が大きい上位5社は次の通りであった(1997年12月末現在)。

- ソロス・ファンド・マネジメント → 13,928百万ドル
- タイガー・マネジメント → 5,600百万ドル
- オメガ・アドバイザーズ → 4,000百万ドル
- ムーア・グローバル・インベストメント → 4,000百万ドル
- ツバイク・ディメンナ・アソシエイツ → 2,556百万ドル

これらのファンドは全て「マクロ」に属するものであるが、その中でもジョージ・ソロス氏のファンドは飛び抜けて巨大であることがわかる(尚MAR社のデータには、先に破綻したLTCMは含まれていない)。

② 主要な投資戦略

ヘッジファンドの投資戦略の原型は、1940年代にアルフレッド・ジョーンズ氏によって考案されたと言われていた。そこでまず始めに、この投資戦略について簡単に見て行くことにしよう。

彼は株式投資に伴うリスクとして、「銘柄選択のリスク」と「市場リスク(株式市場全体の価格変動リスク)」の2つを分けて考えた。そして次のようなリスク尺度を用いれば、市場全体(例えばS&P500)の相場動向に影響されることなく、銘柄選択効果によるリターンを享受することができることに気が付いたのである。

市場リスクのエクスポージャー

$$= \frac{\{(\text{ロング・ポジション}) - (\text{ショート・ポジション})\}}{\div \text{投下資金額} \times 100}$$

この式は、株式のロング(買い)ポジションと空売りによるショート(売り)ポジションを組み合わせれば、市場リスクが減らせることを意味している。例えば1,000ドルの資金で株式を購入した場合、市場リスクのエクスポージャーは、

$$\cdot \{1,000 \text{ドル} - 0 \text{ドル}\} \div 1,000 \text{ドル} \times 100 = 100\%$$

となるが、他の株式を600ドル空売りすれば市場リスクのエクスポージャーは、

$$\cdot \{1,000 \text{ドル} - 600 \text{ドル}\} \div 1,000 \text{ドル} \times 100 = 40\%$$

に減少する。従って高い銘柄選択能力さえあれば、市場が上昇している時でも下落している時でも利益を得るといって「絶対リターンの追求」が可能となるのである。

こうした「絶対リターンの追求」という考え方は、現

在でも多くのヘッジファンド・マネージャー達の投資哲学のベースとなっている。ただし当然のことながら、実際の投資手法は、アルフレッド・ジョーンズ氏のものとは比べ大きく変化してきた。例えばヘッジや裁定取引の手段としてデリバティブが多用されるようになったし、株式だけでなく、債券、為替、ワラント、CB、商品など様々なアセットが投資の対象となっている。また多くのヘッジファンドは、主要先進国のみならずエマージング・マーケットをも含めたグローバルな地域に対して投資を行っている。

MAR社は、こうした多様なヘッジファンドの投資戦略を次の8つのカテゴリーに大別しているのだから、簡単に紹介しておこう。

・マクロ

経済・政治のグローバルな動向を見極めた上で、株式、債券、為替、その他の商品に対して投資を行うファンドである。ジョージ・ソロス氏やジュリアン・ロバートソン氏のファンドなど、市場に大きな影響力を及ぼす巨大ヘッジファンドのほとんどは、このカテゴリーに入る。

・グローバル

特定の国や地域(エマージング・マーケットなど)に投資対象を限定して投資するファンドである。「マクロ」が主にトップ・ダウンで投資判断をするのに対して、「グローバル」はボトム・アップ方式によって投資対象銘柄を絞ってゆくことが多い。またデリバティブの利用も「マクロ」に比べると比較的少ない。

・ロング・オンリー

ミューチュアル・ファンドと同じように、ロングのポジションしか持たないファンドである。ただし通常のミューチュアル・ファンドと異なり、公募をしない匿名性の高いファンであることや、成功報酬制を採用していることから、ヘッジファンドに分類されている。

・マーケット・ニュートラル

ロング・ポジションとショート・ポジションを組み合わせることで市場リスクをコントロールする手法を採っている点で、アルフレッド・ジョーンズ氏の投資手法に最も近いカテゴリーである。ただし投資スキームは株式だけに限らず、CBと現物株との裁定取引や株式のバスケットと株先との裁定取引、或いは債券市場でのイールド・カーブ取引などが含まれる。

・セクター

一つ或いは複数の産業セクターに特化したファンドであり、対象セクターとしては、ヘルス・ケア、金融業、ハイテク、食品、通信、資源株、などが挙げられる。

・ショート・セールス

市場で割高に評価されていると思われる株式を、貸し株市場から調達してきて空売りする。ロング・ポジションだけからなるポートフォリオをヘッジしたい投資家や、先行き市場が下落すると見込んでいる投資家などに利用される。

・イベント・ドリブン

特別な投資チャンスが生まれるような事象に対して運用を行う。例えば、破綻寸前の会社や再建中の会社の株式を非常に割安で購入するとか、合併が予想される企業をピック・アップして、被買収企業の株式を購入し、買収企業の株式を空売りして裁定利益を得ようとするファンドなどが含まれる。

・ファンド・オブ・ファンズ

独自の運用は行わず、他の複数のヘッジファンドに対して投資を行う。優良なヘッジファンドを選び出した上

で、複数のファンドを組み合わせ、分散投資効果によって高いリターンを安定的に生み出すことを目的とする。

(図表7)と(図表8)には、8つの投資戦略毎のファンド数と純資産規模の割合を示しているが、これを見るとファンド・オブ・ファンズを除けば、ファンド数ではグローバルが最も多く、次にマーケット・ニュートラルとイベント・ドリブンが続いていることが分かる。他方ショート・セールとロング・オンリーのファンド数は、それぞれ全体の1%弱しかなく非常に少ない。

また(図表7)と(図表8)を比べて特徴的なことは、ファンドの数では全体の5%しかないマクロが、資産規模では27%とグローバルに次いで大きいことである。これは先に述べたように、「マクロの投資戦略を採用しているファンドには資産規模の大きいファンドが多く含まれている」ことを裏付けていると言えよう。

(図表7) 投資戦略別のファンドの構成割合

—ファンド数— (97年12月現在)

投資戦略	構成割合
グローバル	36%
マクロ	5%
マーケット・ニュートラル	18%
イベント・ドリブン	11%
セクター	4%
ショート・セールス	1%
ロング・オンリー	1%
ファンド・オブ・ファンズ	23%
合計	100%

(出所：“Hedge Funds and Financial Market Dynamics” IMF 1998をもとに、さくら証券作成)

(図表8) 投資戦略別のファンドの構成割合

—純資産規模— (97年12月現在)

投資戦略	構成割合
グローバル	28%
マクロ	27%
マーケット・ニュートラル	16%
イベント・ドリブン	8%
セクター	2%
ショート・セールス	1%
ロング・オンリー	0%
ファンド・オブ・ファンズ	17%
合計	100%

(出所：“Hedge Funds and Financial Market Dynamics” IMF 1998をもとに、さくら証券作成)

さくら証券株式会社
松村尚彦