

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 - 2 -

今回は、大手ヘッジファンドの最近のポジション動向や、ヘッジファンドの基本的な投資戦略の概要について解説した。今回は、ヘッジファンドによるレバレッジやデリバティブの利用状況を紹介した上で、投資戦略別の運用パフォーマンスの特徴について見てゆき、ヘッジファンドが「オルタナティブ・インベストメント」として注目される理由について考えてゆきたい。

3. レバレッジとデリバティブの利用状況

ヘッジファンドと言えは、大きなレバレッジを利かせ、デリバティブを多用するというイメージが先行しているが、実際にはどうであろうか。

(図表9)は、昨年秋にヴァン・ヘッジファンド・アドバイザーズ社が、米国の上院金融委員会で証言した際に提出した資料の一部であり、ヘッジファンドによるレバレッジの利用状況が詳しく示されている。ただし投資戦略のカテゴリーは、前に見たMAR社のものと若干異なっているので注意されたい。

まずすべてのカテゴリーを集計した数値で見ると、レバレッジを利用しているファンドは全体の69.9%であり、確かに比較的高い割合となっている。しかしレバレッジを全く利用していないファンドが30.1%もあることを考え合わせれば、高レバレッジ=高リスクというヘッジファンドの一般的なイメージは必ずしも正しいものとは言えないようである。しかもレバレッジが2倍以上と高率なものは、レバレッジを利用しているファンドのうち15.6%しかなく、大半のファンドのレバレッジは2倍未満であることから、多くのヘッジファンドの投資スタンスは比較的保守的だと考えても良さそうである。少なくともピーク時100倍を超えるレバレッジを掛けていたと言われるLTCMのようなケースは、例外中の例外だと言うことができよう。

カテゴリー別に見て行くと、マクロのレバレッジ利用割合が83.1%と最も高く、次にマーケット・ニュートラル(特に裁定型)やファンド・オブ・ファンズのレバレッジ利用割合が高い。後で詳しく紹介するように、マクロのパフォーマンスの特徴は、リターンは高いがリスクも大きいということだが、これはレバレッジを多く利用しているためだと思われる。それに対して、マーケット・

ニュートラルやファンド・オブ・ファンズの場合、リターンは中程度ながらリスクは低く抑えられている。それはマーケット・ニュートラルやファンド・オブ・ファンズが採用している投資戦略が、市場リスクをコントロールすることに主眼を置いているため、より高いレバレッジを使ってもリスクが大きくなることを意味している。

次に(図表10)からデリバティブの利用状況を見て行くと、全体の71.9%のファンドがデリバティブを使っている。これも確かに高い数字ではあるが、そのうち約半数(48.8%)はヘッジ手段としてのみデリバティブを使っているものであり、リターン獲得とヘッジ手段双方で使っているものと合わせれば、7割を超えるファンドがヘッジを主目的としてデリバティブを利用していることが分かる。反対に、リターン獲得のためだけにデリバティブを使っているファンドは1.4%と非常に少なかった。

このように見て行くと、「レバレッジをきかせて高いリスクをとる投機的なファンド」というヘッジファンドに対する一般的なイメージは、必ずしも正しくないことが分かってくる。むしろマクロに属する一部の巨大ヘッジファンドを別とすれば、ヘッジファンドの平均的な投資スタンスは比較的保守的であると言うこともできそうだ。そこで次に、ヘッジファンドの中期的な投資パフォーマンスの特徴を紹介しながら、この点について確認して行くことにしよう。

(図表9) 投資戦略別のレバレッジ利用状況 (97年12月現在)

	利用なし	利 用 中		
		2倍未満	2倍以上	合 計
アグレッシブ・グロース	35.0%	58.4%	6.6%	65.0%
ディストレス・セキュリティーズ	61.0%	35.6%	3.4%	39.0%
エマージング・マーケット	36.1%	56.6%	7.3%	63.9%
ファンド・オブ・ファンズ	21.6%	58.4%	20.0%	78.4%
マクロ	16.9%	52.3%	30.8%	83.1%
マーケット・ニュートラル(裁定型)	18.2%	22.7%	59.1%	81.8%
マーケット・ニュートラル(ヘッジ型)	31.5%	42.5%	26.0%	68.5%
マーケット・タイミング	32.1%	35.8%	32.1%	67.9%
ショート・セリング	22.2%	75.0%	2.8%	77.8%
その他	29.4%	64.6%	6.1%	70.6%
合 計	30.1%	54.3%	15.6%	69.9%

(出所: Van Hedge Fund Advisorsのデータをもとに、さくら証券作成)

(図表10) 投資戦略別のデリバティブ利用状況 (97年12月現在)

	利用なし	利 用 中			
		ヘッジ	リターン獲得	両方	合 計
アグレッシブ・グロース	47.4%	40.9%	0.6%	11.1%	52.6%
ディストレス・セキュリティーズ	42.9%	37.1%	0.0%	20.0%	57.1%
エマージング・マーケット	21.6%	64.9%	0.0%	13.5%	78.4%
ファンド・オブ・ファンズ	6.3%	53.4%	0.0%	40.2%	93.6%
マクロ	20.5%	38.6%	0.0%	40.9%	79.5%
マーケット・ニュートラル(裁定型)	23.5%	55.1%	1.0%	21.4%	77.5%
マーケット・ニュートラル(ヘッジ型)	33.3%	43.3%	0.0%	23.3%	66.6%
マーケット・タイミング	13.8%	55.2%	6.9%	24.1%	86.2%
ショート・セリング	23.3%	46.7%	0.0%	30.0%	76.7%
その他	14.5%	49.6%	2.2%	15.9%	67.7%
合 計	21.8%	48.8%	1.4%	21.7%	71.9%

(出所: Van Hedge Fund Advisorsのデータをもとに、さくら証券作成)

4. 投資パフォーマンスの特徴

① 投資戦略別のパフォーマンス比較

(図表11)には、投資戦略別にまとめたヘッジファンドのパフォーマンス(年率リターン、リスク、リスク調整後リターン)を示している。まず90年-97年の平均リターンから見て行くと、セクターが29.6%と最も高く、続いてマクロの28.1%となっており、この2つのカテゴリーのリターンは、同じ期間のS&P500のリターン(15.7%)よりも非常に高い。その他のカテゴリーでもイベント・ドリブンとグローバルは、僅かであるがS&P500のリターンを上回っている。また、J.P.モルガンのグローバル・ボンド・インデックスのリターンに対しては、ここに挙げた7つのカテゴリーのうちショート・セールスを

除く6つのカテゴリーが上回っていた。

リスクについて見ると、S&P500のリスクが3.5%に対して、セクターのリスクは4.6%、マクロのリスクは4.7%と比較的大きい。従ってセクターとマクロの高いリターンは、S&P500よりも大きなリスクを負った結果得られたものであると言えることができよう。しかしグローバルとイベントドリブンは、リターンが高いにもかかわらずリスクはS&P500よりも随分低いし(グローバルは2.7%、イベント・ドリブンは1.7%)、他のカテゴリーのリスクも比較的抑えられている。なかでもマーケット・ニュートラルのリスクはS&P500の約1/6に相当する0.6%と際立って低い。ヘッジファンドには「高リスク」というイメージが付きまといがちだが、以上の点から考えると、高いリスクを負っているのは比較的少数のファンドに限られ、多くのファンドはリスクをコントロールしながら高いリターンを求める投資手法をとっていると判断して良さそうである。

またリターンをリスクを割って求めた「リスク調整後リターン」では、ショート・セールを除く全てのカテゴリーで、リスク調整後リターンがS&P500を上回り、なかでもマーケット・ニュートラル(4.1%)とイベント・ドリブン(3.2%)は、S&P500(1.3%)よりも2~3倍も高い水準となった。

こうした関係は、リスクとリターンを散布図の形で表した(図表12)を見ればより明瞭に分かる。例えばマーケット・ニュートラルのリターンは、グローバル・ボンド・インデックスとほぼ同じであるが、リスクはその半分程度であるし、イベント・ドリブン、ファンド・オブ・ファンズのリターンはS&P500にほぼ並ぶ水準でありながら、それらのリスクはS&P500のリスクの半分程度となっている。仮にボンド・インデックスとS&P500の点を線で結んでみると、ヘッジファンドのカテゴリーのうち、

(図表11) 投資戦略別パフォーマンス

①リターン (複利ベースの年率)

投資戦略	90-91年	92-93年	94-95年	96-97年	90-97年
グローバル	13.2%	27.7%	9.1%	21.7%	17.7%
マクロ	45.5%	31.7%	11.1%	26.5%	28.1%
マーケット・ニュートラル	5.1%	8.7%	7.3%	13.6%	8.6%
イベント・ドリブン	17.3%	28.5%	10.1%	20.5%	18.9%
セクター	30.2%	27.6%	18.0%	43.9%	29.6%
ショート・セールス	3.2%	8.1%	8.9%	7.8%	7.0%
ロング・オンリー			24.6%	30.0%	
ファンド・オブ・ファンズ	13.8%	21.8%	3.5%	18.7%	14.2%
グローバル・ボンド・インデックス	11.5%	8.5%	6.6%	6.3%	8.2%
S & P 500	10.8%	8.6%	17.4%	26.7%	15.7%

②リスク (月次リターンの標準偏差)

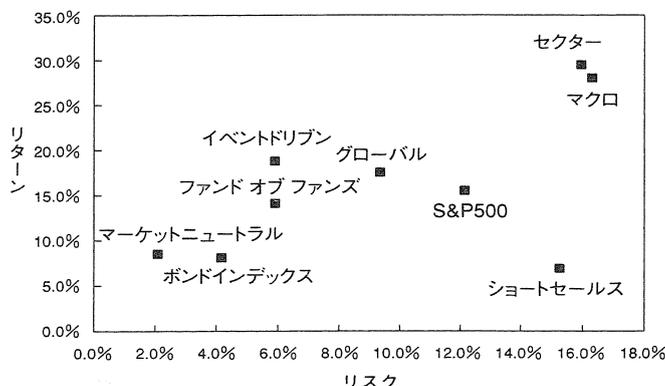
投資戦略	90-91年	92-93年	94-95年	96-97年	90-97年
グローバル	3.5%	1.8%	2.5%	2.7%	2.7%
マクロ	5.5%	5.6%	3.2%	4.0%	4.7%
マーケット・ニュートラル	0.6%	0.4%	0.7%	0.3%	0.6%
イベント・ドリブン	2.1%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%
セクター	5.1%	3.4%	2.8%	6.3%	4.6%
ショート・セールス	5.1%	3.0%	4.0%	5.3%	4.4%
ロング・オンリー			4.4%	4.5%	
ファンド・オブ・ファンズ	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	1.7%
グローバル・ボンド・インデックス	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%
S & P 500	5.0%	1.9%	2.7%	3.8%	3.5%

③リスク調整後リターン (リターン÷年率換算リスク)

投資戦略	90-91年	92-93年	94-95年	96-97年	90-97年
グローバル	1.1%	4.4%	1.1%	2.3%	1.9%
マクロ	2.4%	1.6%	1.0%	1.9%	1.7%
マーケット・ニュートラル	2.5%	6.3%	3.0%	13.1%	4.1%
イベント・ドリブン	2.4%	5.5%	2.1%	3.9%	3.2%
セクター	1.7%	2.3%	1.9%	2.0%	1.9%
ショート・セールス	0.2%	0.8%	0.6%	0.4%	0.5%
ロング・オンリー			1.6%	1.9%	
ファンド・オブ・ファンズ	3.1%	4.2%	0.6%	2.7%	2.4%
グローバル・ボンド・インデックス	3.0%	2.2%	1.5%	1.5%	2.0%
S & P 500	0.6%	1.3%	1.9%	2.0%	1.3%

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

(図表12) 90-97年の平均リターンとリスク



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

ショート・セールスを除く6つのカテゴリーのパフォーマンスが、この線よりも上方に位置していることが分かる。ミューチュアル・ファンドの運用は、株式や債券などのロング・ポジションだけからなるポートフォリオなので、そのパフォーマンスは各アセットのリスクとリターンに強く制約されてしまう。しかし多くのヘッジファンドは、前に紹介したようにロング・ポジションとショート・ポジションを巧み組み合わせ、「絶対リターン」を追求するという独自の投資スタイルを採用しているため、パフォーマンスにこうした違いが表れてくるのである。

② 市場が下落局面にある時のパフォーマンス

ヘッジファンドのパフォーマンスの特徴を更に細かく見て行くと、市場が下落局面にある時のパフォーマンスが比較的良い、すなわち市場のダウンサイド・リスクに強いことが分かる。90年第一四半期から直近の四半期までにS&P500が下落した局面は7回あるが、この時期のヘッジファンドとミューチュアル・ファンドのパフォーマンスを比較した(図表13)から、その点について見てみよう。

まず7つの期間を通じた平均リターンでは、S&P500が4.7%のマイナス、株式のミューチュアル・ファンドは5.9%のマイナスであるのに対して、ヘッジファンドの平均リターンは0.4%のマイナスでしかない。これは同じ時期の債券のミューチュアル・ファンドの平均リターン

(-0.1%)とそれ程大きく違わないが、先に見たように多くのヘッジファンドのカテゴリーのリターンが、債券・インデックスだけでなくS&P500のリターンよりも高かったことを考えれば、驚くべきことであるといえる。

またロシア経済危機を発端として、LTCMなど幾つかのヘッジファンドが巨額損失を出し問題となった昨年7月-9月期にしても、ヘッジファンドのリターンは確かに大きく落ち込みはしたが(-6.1%)、S&P500のマイナス9.9%、株式のミューチュアル・ファンドのマイナス15.5%と比べれば、そのマイナス幅は比較的小さかったことが分かる。

以上のようにダウンサイド・リスクに強いというのが、ヘッジファンドの大きな特徴である。これは多くの機関投資家にとって、魅力的なものであることは言うまでもない。特に予定利率を上回る運用収益を常に上げることが求められている年金基金の場合、市場全体が下落しても投資リターンをマイナスにすることは、是非とも避けなければならない。こうした機関投資家の運用ニーズから見ると、ヘッジファンドはミューチュアル・ファンドよりも、より好ましい商品特性を持っているとすることができだろう。

③ 伝統的なアセットとの相関性

ヘッジファンドのパフォーマンスのもう一つの特徴は、株式や債券など伝統的なアセットのリターンとの相関性

(図表13) S&P500下落局面におけるヘッジファンドとミューチュアルファンドのパフォーマンス比較

	1Q90	3Q90	2Q91	1Q92	1Q94	4Q94	3Q98	平均
S & P 500	-3.0%	-13.7%	-0.2%	-2.5%	-3.8%	-0.1%	-9.9%	-4.7%
ヘッジファンド・インデックス*	1.9%	-3.2%	2.2%	4.6%	-1.1%	-1.1%	-6.1%	-0.4%
株式のミューチュアル・ファンド平均**	-2.8%	-15.4%	-0.9%	-0.7%	-3.2%	-2.6%	-15.5%	-5.9%
債券のミューチュアル・ファンド平均***	-0.9%	0.6%	1.5%	-1.1%	-2.4%	-0.2%	2.0%	-0.1%

* Van U.S. Hedge Fund Index,

** Morningstar Average Equity Mutual Fund,

*** Morningstar Average Taxable Bond Fund

(出所: Van Hedge Fund Advisors Internationalのデータをもとに、さくら証券作成)

(図表14) 各投資戦略間の相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨
① アグレッシブ・グロース	1.00								
② ディストレス・セキュリティーズ	0.39	1.00							
③ エマージング・マーケット	0.51	0.36	1.00						
④ ファンド・オブ・ファンズ	0.40	0.40	0.54	1.00					
⑤ マクロ	0.49	0.43	0.48	0.67	1.00				
⑥ マーケット・ニュートラル(裁定型)	0.30	0.62	0.39	0.40	0.42	1.00			
⑦ マーケット・ニュートラル(ヘッジ型)	0.59	0.42	0.45	0.63	0.59	0.40	1.00		
⑧ マーケット・タイミング	0.72	0.42	0.29	0.43	0.56	0.41	0.72	1.00	
⑨ ショート・セリング	-0.87	-0.34	-0.49	-0.14	-0.26	-0.17	-0.43	-0.48	1.00
S & P 500	0.84	0.24	0.48	0.23	0.38	0.29	0.32	0.59	-0.51
グローバル・ボンド・インデックス	0.34	0.02	-0.07	0.37	0.37	0.15	0.08	0.29	-0.11

(期間: 88年第一四半期~95年第二四半期)

(出所: Van Hedge Fund Advisorsのデータをもとに、さくら証券作成)

が低いということである。少し古くなるが(図表14)は、88年第一四半期から95年第二四半期までの投資戦略別のリターンとS&P500及びJ.P.モルガンのグローバル・ボンド・インデックスとの相関係数を調べたものである。これを見るとディストレス・セキュリティーズ(破綻証券)、ファンド・オブ・ファンズ、マーケット・ニュートラルなどでは、運用の多くを株式市場で行っているにも関わらず、S&P500との相関係数は0.2~0.3程度となっている。空売り主体のショート・セラーは当然のことながら相関係数がマイナスとなっているが、その他の投資戦略とS&P500との相関係数も、アグレッシブ・グロースを除けば0.5前後である。株式のミューチュアル・ファンドとS&P500との相関係数は通常0.8~0.9あると思われるので、それと比べると非常に低い数字であると言えるだろう。

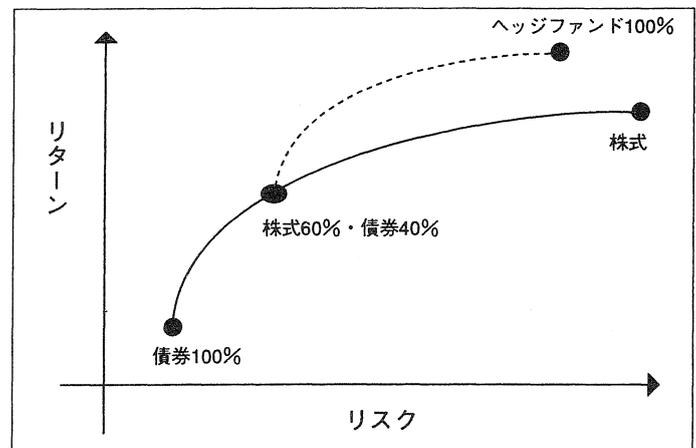
株式や債券との相関関係が低いということは、機関投資家のポートフォリオにヘッジファンドを組み入れれば、リスク分散効果を通じて、従来よりも低いリスクで高い収益を上げる運用が可能となることを意味する。(図表15)は、そのイメージを表わしたものであるが、株式と債券を結ぶ実線は、伝統的なアセットである株式と債券からなるポートフォリオの期待リターンとリスクの関係を表し、点線は、これにヘッジファンドを組み入れたポートフォリオの期待リターンとリスクの関係を表わしている。このポートフォリオの期待リターンとリスクの関係を表わした曲線のことを「効率的フロンティア」と呼ぶが、(図表15)で、ヘッジファンドを組み入れた場合の効率的フロンティアが、株式と債券だけからなるポートフォリオの効率的フロンティアよりも常に上位に位置している(つまりリスクが低くリターンが高い)のは、ヘッジファンドを組入れれば、リスク分散効果によって運用パフォーマンスを大きく向上させることが可能となるからである。こうした点も、米国で富裕な個人投資家や年金基金などの機関投資家に注目されているヘッジファンドの特徴である。

5. まとめ

ヘッジファンドには、巨額のポジションを使って市場に強い影響力を持つという側面があることは事実である。しかしそうしたヘッジファンドは、「マクロ」と呼ばれるカテゴリーに含まれる一部のファンドに限られ、多くのヘッジファンドは規模も小さく、レバレッジやデリバティブの利用の仕方も保守的だと考えられる。

またヘッジファンドの投資パフォーマンスには、リスク調整後のリターンが高い、ダウンサイド・リスクに強く、伝統的な投資アセットとの相関性が低い、などの特徴がある。このため米国では、ミューチュアル・ファンドとは性格の異なる投資対象(オルタナティブ・インベストメント)として、富裕な個人投資家や年金基金・財団などの機関投資家の間で、ヘッジファンドが注目されているのである。

(図表15) 効率的フロンティアの比較



(各種資料をもとに、さくら証券作成)

〔 さくら証券株式会社
松村尚彦 〕