

# アジアのヘッジファンド業界の評価と見通し

GFIA Pte Ltd  
Peter Douglas, CAIA

1998年にGFIAがアジアのヘッジファンド業界の調査を開始して以来、アジアのヘッジファンドにとって2007年は間違いなく最も重要な年であった。

まず、2007年はリターンの面で明らかに良好な一年だった。Eurekahedge Asian Hedge Fund Indexは19%上昇し、アジアの状況の詳細を指標として表した「アジア（日本を除く）」と「アジア（日本を含む）」指数はそれぞれ31%と27.9%上昇した。GFIAが運用するアジアのファンド・オブ・ヘッジファンズ、Wittenham Asia Core Fundのリターンは30.2%を記録した。例外は当然ながら日本で、日本のEurekahedgeロング/ショート・エクイティ指数は0.9%下落した。しかしながら、昨年1年間を通じ当社は日本のポジションから非常に小幅だったとはいえ、利益を上げた。

次に世界的には、ヘッジファンド業界のリスク管理プロセスは全体として投資銀行のシステムよりもはるかに効率的だったことが極めて明白になった。世界の投資銀行業界の株主価値評価額は少なくとも1,000億米ドル減少し（誰も全体像を把握していないためこの額は推定である）、金融システム全体では恐らくこれ以上の損失が内在している。これに対して、世界のヘッジファンド業界（規模を2兆米ドルと想定し、HFRI Composite Fund Indexの2007年のリターン10.2%を適用）は2,000億米ドルを超える投資家価値を生み出した。リスク管理は少数の大手銀行に雇われた人材に任せるより、高報酬を払い幅広い専門家を通じ、リスク分散したほうが遙かに効果的なことは明らかだ。この教訓は2008年も生かされ、ヘッジファンド業界に対し改めて敬意が払われることになるだろう。

最後の点として、発行体に長期間流動性を直接供給してきた大手マネージャーの主要な競争相手である投資銀行は、昨年後半競争から離脱した。直接的な流動性の供給に特化しているアジアの大手ヘッジファンドの一部は、投資銀行の不在によって、昨年は年末にかけて案件数が大幅に増加し、環境が著しく有利になったと当社に語った。商業銀行や投資銀行のサブプライム危機が壊滅的な打撃を与えた結果、ヘッジファンド業界が世界に直接資金を供給する割合が相対的に大きく上昇した。具体的な数字を特定するのは非常に難しいが、当社の最善の推定値では、昨年、資本市場でアジアのヘッジファンド業界の売買シェア（取引所外の取引）は倍増した。この1つの副産物として、ヘッジファンド業界のリターンの質がさらに向上する可能性がある。中規模のアジア企業に信用を直接供与しているあるマネージャーは、6か月前と比較してスプレッドはさほど拡大していないが、案件数が増えたことで、現在の方が案件を遙かに吟味できるようになっていると述べた。つまり、このファンドでは、ポートフォリオの信用の質が高まっているということである。

こうしたことから、2007年は世界のヘッジファンド業界にとって転機の年とみなされるようになり、これがアジアにおける投資経験に大きく影響していると当社は考えている。

しかし、昨年末に市況は明らかに変化した。アジアの大型ロング/ショート・ファンドのマネージャー（17億米ドル）の話によると、昨年10月から年末の間に大型株の株式ポートフォリオの平均的な流動性はほぼ半減し（それまでの19ヶ月間ではほぼ倍増）、投資家はポジションをとらず、様子見の姿勢を続けた。その翌週、世界中の市場の大半が大量の売りを伴って急落し、ボラティリティは既に過去最高水準に達していた（昨年11月の急落時にはボラティリティの絶対価格が既にかかなり高くなっていたため、当社が投資して

いるロング・ボラティリティ・ファンドは当時、今年1月の相場下落時の2倍の利益をあげた)。中央銀行は金利を大幅に引き下げている。本稿が出版されるタイミングの関係から予想は難しいものの、今年2月に大部分の株式市場は弱気相場となり、世界の先進国の成長率はどうみても既に減速しており、金融セクターの一部大手は既に厳しい圧力に晒されていることが明らかになった。

しかし以下の理由から、新興市場に投資するヘッジファンド業界にとって2008年は良い年になるだろう。

- 新興市場の企業や消費者の大半は借入金が多く、基本的には健全である。特にアジアは1997～98年のアジア通貨危機の記憶と教訓がまだ新しく、非常に現実味があるため、企業も個人もバランスシートは概ね保守的である。したがって、米景気後退の影響は多くの発展途上国にとって大きな痛手にはならない可能性がある。新興国の状況は基本的に、絶対とは言えないまでも相対的にかなり堅実である。
- 発展途上諸国は地政学的に変化しているとの認識の高まりを踏まえると、政策対応がどこかで新たなバブルを醸成することは避けられないだろう。新興国の多くは概して財務状況は健全で政策は慎重なため、通貨は上昇しないまでも安定する環境が整い、ドルが低コストで資金調達できる通貨になる可能性もある。
- 負債削減と流動性、また割安な資産に対する投資意欲と損失拡大への不安が拮抗する中、ボラティリティは今後も存在するはずで、これはヘッジファンドにとって概ね有利である。
- 世界的にはある種の痛みがあるだろうが（例えばアジアでは、多くの場合、世界的な人員削減の一環として、既に金融機関の人員整理が行われている）、一般的に、混乱は借入金が多い欧米諸国の方が発展途上国より大きいだろう。
- 新興資本市場は構造的な経済の変化、流動性のパターン変化、および投資家の不安に直面して非効率な状態が続く可能性があるため、それがヘッジファンド・マネージャーに良好な収益機会をもたらす。
- 新興国が相対的に強みを持つことの大きな恩恵を受ける可能性があるのはヘッジファンドである。これまでの極端に高いボラティリティから、投資家は「新たな」世界の成長に投資するきっかけとしてLIBORの2倍、3倍というリターンの魅力を確認しただろう。

今年、アジアのヘッジファンド業界には逆風も多少吹いている。

- 最近のようなボラティリティの状況下ではマネージャー間のリターンに大きなばらつきがあり、2008年もこの傾向は続き、優劣の差が出る可能性がある。この結果の1つとして、マネージャーの離職率が高まると当社は考えている。過去2-3年に業界に参入した起業家は増勢を高めるのが難しいことに失望して業界を去り始めている。これを受けて、業界には本物のマネージャーだけが残ることになる。
- 当社は今年の業界の成長を確信しているが、投資家がリスクを大きく嫌気する姿勢は続く可能性があり、業務や組織の健全性をさらに厳しくみるようになるだろう。これは現在、事業規模が大きいマネージャーには有利となるが、小規模な企業にとっては試練の年となるだろう。

- 短期的には、全体的にレバレッジが解消されている投資環境下では、少なくとも第 1 四半期は投資家からの資金量は減少する可能性がある。
- 弱気相場では伝統的なネット・ロングのロング/ショート・ファンド戦略で利益を上げるのは困難だが、今年、潜在的なリターンは魅力的となろう。こうしたリターンの源泉は恐らく 2006 年や 2007 年とは異なるだろう。ジョーンズ・モデルによる株式戦略の組入比率が極めて高いファンドが多く、これがパフォーマンスの制約要因となる可能性がある。
- 最後に、日本経済が回復するまで、そして回復しない限り（恐らく国内の政情次第）、全体として日本のヘッジファンドから資金流出は続くだろう。

以上をまとめると、今年、アジアのヘッジファンド業界ではマネージャー数の増加が頭打ちとなるか減少するとしても、資産は順調に伸びると当社は予想している。実現の可能性が高い前提、即ちボラティリティは引き続き存在し、リターンは 2007 年ほどではないにしろ良好となろう。当社が考える重要な変動要因はアジア地域への流動性流入で、これを受けて景気後退を緩和する世界的な流動性の流入、およびグローバルなファンドのレバレッジ削減とリスク回避間の綱引きが始まるだろう。最終的には、流動性が勝つと当社は考えている。

*GFIA* はアジアで最も歴史があるヘッジファンド・コンサルティング会社で、*Wittenham Asia Core* ファンド・オブ・ファンズの顧問会社である。