



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治
ワシントン駐在員事務所 所長
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp
ワシントン情報 (2006 / No.071)
2006年11月14日

投資リターンの同調性が高まるヘッジファンドとそのリスク

Wentzler OCC 副監督官は今年 2 日、National Economist Club に講演し、ヘッジファンドのシステムミック・リスクに注意を喚起。近年では個別ファンドの収益の同調性が上昇しており、市場に与える潜在的なリスクが高まっていると述べた。今年 6 月に発表された欧州中銀報告書は、金利環境や投資家のリスク許容度に大きな変化が起こり、ヘッジファンドからの投資引上げが相次いだ場合には、システムミック・リスクに発展する危険があると警告している。

【ヘッジファンドとシステムミック・リスク】

財務省通貨監督局 (OCC) の Nancy Wentzler 副監督官 (グローバル銀行業務/金融分析担当) は今年 2 日、National Economist Club に講演し、現在の米国金融市場のリスク諸要因について述べた。Wentzler 副監督官は、住宅不況に伴って今後経済成長は減速するとの見通しに基づき、米銀の好業績を支えてきたマクロ経済要因は今後次第に後退する公算が高いと指摘。更に資金調達コストの増大や与信資産の質の悪化などに加えて、ヘッジファンドの投資活動に潜在するシステムミック・リスクに懸念を表明した。

Wentzler 副監督官は、ヘッジファンドに関する欧州中央銀行 (ECB) 報告書を引用し、最近の傾向としてヘッジファンド各社は他社の投資戦略を真似し合う傾向が強まっていると指摘。投資家のリスク許容度が低下し、ヘッジファンド業界からの資金流出が続いた場合には、投資対象となった特定市場取引の流動性低下に伴って資産の売却や取引が突然困難になる可能性があるとして述べた。同氏は在席の金融機関関係者に対し、こうした流動性リスクに対して緊急対処計画を用意しておく必要があると警告している。

【高まるヘッジファンド間の収益の同調性】

今年 6 月に欧州中銀が発表した「金融安定性概観」報告書は、ヘッジファンドの収益性に関する一章を設け、各種ヘッジファンド投資戦略の収益性と資金フローの推移について詳細な分析を行っている¹。同報告によると、2005 年のヘッジファンド収益は前年から更に低下し、1994 年以降の長期平均を下回る水準となった (後掲図表 1-a)。収益の特に悪かったのは GM が格下げされた 2005 年 4 月と 10 月であるが、10 月収益性の低下要因は特定が難しい。とりわけ懸念されるのは各種ヘッジファンド投資戦略の間に観測された損失の相関性の高さで、昨年 10 月にはヘッジファンド戦略の大半が損失を計上している。

¹ European Central Bank, "June 2006 Financial Stability Review" (p133-142) 原文は以下のウェブサイトにて入手可：
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200606en.pdf>



後掲図表 2.a は異なるヘッジファンド投資戦略間の収益の相関性をグラフにしたものであるが、その上昇はとりわけ 2003 年後半以降に著しい。同様の収益相関性の上昇は 97-98 年にも見られるが、今回の上昇はそれを上回っている。図表 2.b に示された通り、同様の傾向は同種の投資戦略を採用するファンド間にも顕著に見られるが、これらの統計はヘッジファンド各社の投資運用手法に固有な独自性が全体として薄れてきたことを示唆している。このような状況下では、市場になんらかのショックを与える単一の事変が雪崩的な投資回避・ポジション解消行動を招きかねない。また、投資分散を通じて個別ファンドの収益リスクを拡散し、安定した収益性を提供するというファンド・オブ・ファンズの投資運用も、各投資戦略の収益相関性が高くなれば困難になる。欧州中銀報告によると、各種投資戦略の中で月次収益の相関性が最も高いのはファンド・オブ・ファンズで、平均にして 0.76、中央値 0.77 という極めて高い正の収益相関（同調性）が示されている。

【市場の流動性に対する懸念】

ヘッジファンドの流動性リスクには、①銀行からのファンドの短期資金調達に関連してファンドに資産／負債ギャップが生じるリスク、②投資家による投資資金引き出しの 2 種類が考えられる。欧州中銀報告が特に関心を払っているのは後者である。ヘッジファンド業界への資金流入は 2003 年以降目覚ましい勢いで拡大したが、2005 年第 4 四半期の運用資金フローはネット流出に転じた（後掲図表 3 グラフ a 参照）。仮に今後の金利環境や投資家のリスク許容度の変化に伴ってヘッジファンドへの投資熱が冷め、投資資金の流出が相次いだ場合、同種の投資・資産運用を行うヘッジファンドのポジション解消が特定市場に集中的なストレスをもたらす可能性がある。

収益機会の減少と競争激化に伴い、近年のヘッジファンドは未公開株式やエキゾチックな OTC デリバティブなど、より流動性に乏しい金融資産の取引の比重を増やして来たと伝えられる。欧州中銀報告書によると、こうした流動性の低い金融資産への投資残高の積み上がりは以下のようなリスクをはらんでいると考えられる。

- ① ヘッジファンド・マネージャーの主観的判断が運用資産評価により大きく影響する。
- ② ファンド・マネージャーがこれらの資産をポートフォリオに加えることでその収益変動性を人為的に操作する余地を高める。
- ③ プライベート・エクイティ・ファンドに比べてヘッジファンドから投資資金を引き出すことは比較的容易であり、資金引出しが殺到した時に投資対象市場で取引の麻痺が生じる。

ヘッジファンド業界は非流動的資産への投資資金の引き出しに対して様々な予防措置を講じていると伝えられる。一例として、未公開株式投資を行うヘッジファンドの間では、指定資産が売却されるまで該当投資資金の引き出しを禁止する資産勘定（side pocket）の開設が増えている。SEC のヘッジファンド規制などに伴い、従来は投資開始から 1 年間、その後は毎半期ないし四半期に設定されてきた引出禁止期間（lock-up period）も、2 年ないし 3 年間に拡大される傾向にある。しかし、一方では特定顧客に優先引出条件を提供する「side letter」の使用頻度も増加しており、ヘッジファンドの流動性リスク評価を難しくしている。



【ヘッジファンドに対する投資家の投資行動の特徴】

ヘッジファンド業界への投資フローは、ファンドサイドの諸要因に加えてマクロ経済的要因にも大きく左右される。1994年から2005年を対象に欧州中銀報告書が行った回帰分析によると、短期金利水準および投資家のリスク嫌気度とヘッジファンド投資の間には負の相関関係がある。すなわち、他の経済要因に変化がないと仮定した場合、投資家のリスク嫌気度が低下する（＝リスク許容度が上昇する）につれてヘッジファンド投資は増加。また、短期金利の上昇と共に投資流入は減少する。後掲図表3グラフbはヘッジファンド投資フローの変化を説明する個別変数の寄与度を示したものである。投資家のリスク嫌気度の低下（＝リスク許容度の上昇）は2003年のヘッジファンド投資増加を説明する一因になっているが、その影響は2004年および2005年を通じて消失。2004年以降は短期金利の上昇がヘッジファンド投資増加に抑制圧力を加えた。しかし、これらの期間を通じて最も説明寄与度が高いのは、前期のヘッジファンド全体収益および資金フローである。要するに、ファンド業界のリターン全体が高まるとより多くの資金が流入する傾向が顕著であり、投資家はファンドの投資リターンに対して「逆張り」ではなく「トレンドフォロー型」の反応をしていることになる。

【ヘッジファンド Amaranth 破綻の衝撃が小さかったのは幸運に過ぎない？】

天然ガス相場の失敗で破綻した Amaranth の損失額は 60 億ドル（7000 億円）と巨額に上り、1998 年の Long-Term Capital Management (LTCM) 破綻時の損失 46 億ドルを上回った。ところが、金融・投資市場への衝撃は LTCM のケースより遥かに小さかった。この原因は十分に分析されていない。「ロシア国債投資」、「円売りキャリートレード」、「高リスク債券の買い・政府債の売りスプレッド取引」など、ファンド間に見られる投資行動の同調性は 1998 年にも高まっていた。原因の一つとしては、1998 年当時は既にアジア通貨危機を契機に伝染性のリスク回避行動・不安心理が投資家の間に広がっていたことを指摘できる。しかし、それ以上に重要なのは、二つのヘッジファンドの破綻で生じるポジション解消取引がもたらす経済・金融市場へのインパクトが反対だったことではなからうか。

LTCM のポジション解消ではハイリスク債券の膨大な売りが生じ、リスクプレミアムの高騰を通じて、金融・投資市場を不安定化させることが懸念された。一方、Amaranth 破綻で生じるポジション解消の動きは「高騰していた天然ガス相場に対する売り」であり、エネルギー・インフレの沈静化として実体経済にも債券市場にも安定化方向のインパクト（債券利回り低下）となった。そうだとすると、Amaranth 破綻が金融市場に与えた負の衝撃が小さかったことは偶然的幸運に過ぎなかったと言える。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

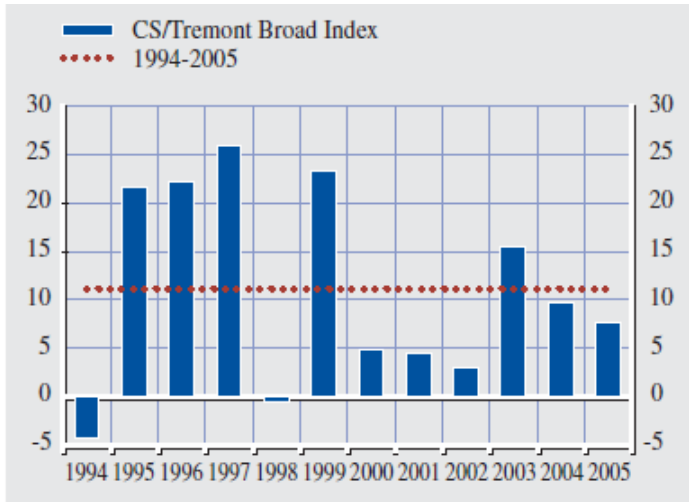
<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaee493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

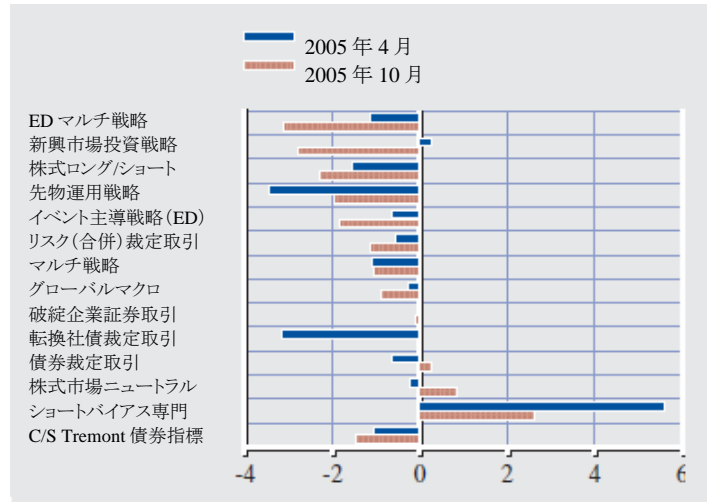
本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。

図表 1：ヘッジファンド収益の推移

a) ヘッジファンド収益全般の推移



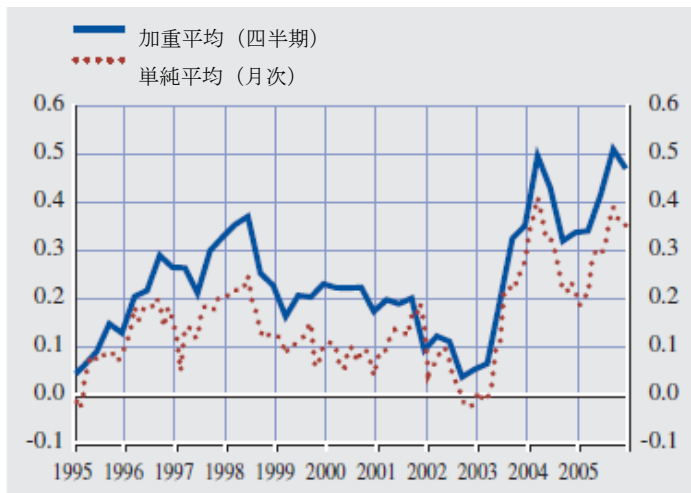
b) 2005年4月および10月の投資戦略別収益



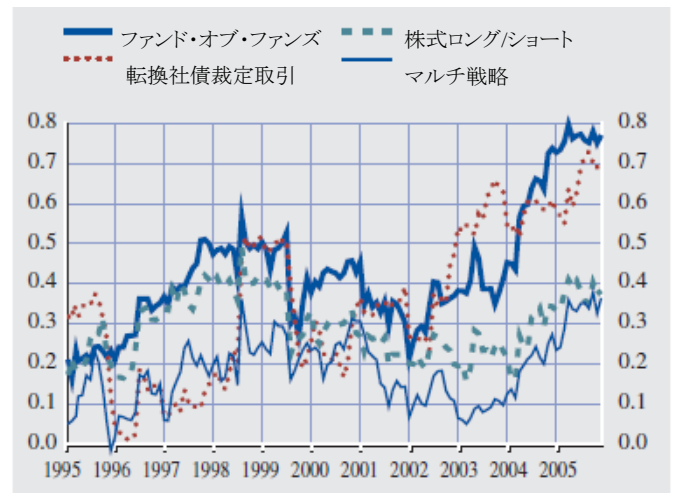
出典：欧州中央銀行、2006年6月「金融安定性概観」図表 5.10 および 5.12

図表 2：ヘッジファンド戦略の収益相関性

a) 異なる投資戦略間の収益相関性



b) 同じ戦略間の収益相関性



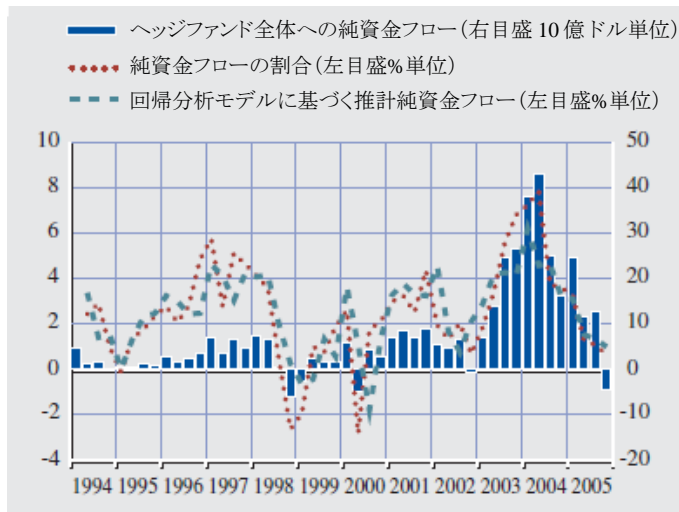
出典：欧州中央銀行、2006年6月「金融安定性概観」図表 5.10 および 5.12

図表 3 : 回帰分析の結果

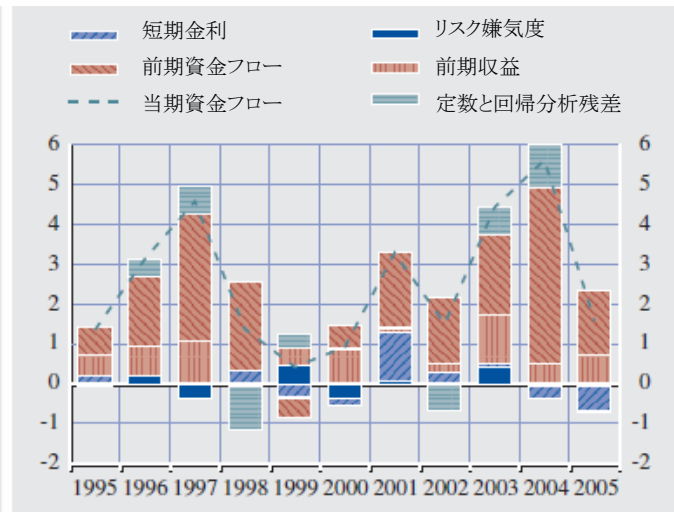
説明変数	内容詳細	係数符号	統計学的有意度
前期の資金フロー	前四半期の純資金フロー全体	+	99%
前期の収益	前四半期の収益全体（運用資産残高の変化－純資本流出入）が運用資産残高（前四半期末時点）に占める割合	+	99%
当期のリスク嫌気度変化	Merrill Lynch global risk aversion indicator の四半期平均の変化	-	97%
当期の短期金利変化	米国短期金利の四半期平均（FF 金利誘導目標と2年物財務証券利回りの平均）の変化	-	98%

当期の資本流出入を従属変数とする回帰分析の結果。決定係数（自由度調整済み）は52%。

a) 回帰分析の結果



b) 平均四半期資本フローと回帰分析要因寄与度



出典：欧州中央銀行、2006年6月「金融安定性概観」Table B17.1、Chart B17.1 および B17.2