



スパークス東方投資見聞録

発行日：2007年9月26日

10シグマの事象からみたヘッジファンド投資

ハイライト:

- 8月の相場は10シグマの事象だった
- 必ずしも下げ相場に強い訳ではないヘッジファンド
- ストップ・ロスは損失を確定させてしまう
- 8月に勝った運用戦略
- リスク管理の王道は分散投資

マーケット:

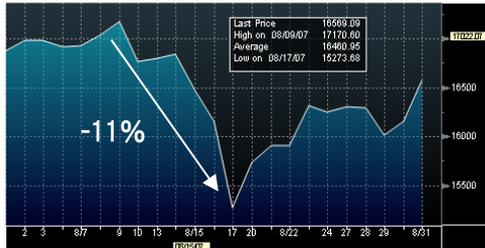
騰落率	8月	年初来
TOPIX	-5.74%	-4.33%
日経225	-3.94%	-3.81%
香港	3.45%	20.13%
上海	16.73%	95.06%
深セン	12.90%	164.78%
台湾	-3.29%	14.81%
韓国	-3.11%	30.59%
オーストラリア	1.68%	10.18%
インド	-1.43%	12.55%
シンガポール	-4.36%	13.63%
マレーシア	-7.26%	16.21%
タイ	-5.41%	19.62%
インドネシア	-6.57%	21.53%
ニュージーランド	-2.24%	1.57%
フィリピン	-3.88%	12.83%
パキスタン	-11.10%	21.65%
スリランカ	3.10%	-7.52%
MSCIアジア	-2.44%	8.28%
MSCIアジア (日本除く)	-1.93%	19.37%

*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次頁注書きを参照。

10シグマの事象

8月のマーケットは世界的に大荒れな相場となりました。米国のサブプライム問題の顕在化をきっかけに、急速な信用収縮が起こり、世界中の株式市場が一時暴落するという事態が生じました。日経平均株価指数は、8月9日の17,170から8月17日の15,273まで11%下落、香港ハンセン指数も同期間に22,439から20,387まで9%の大幅な下落を記録しました。この期間のこれらの株

日経平均株価指数の推移(2007年8月)



出所：Bloomberg

式市場の変動率は、統計学的には10シグマ・イベント(10標準偏差の事象)と言われています。全くの文系人間の私からすると、10シグマと言われてもピンときませんが、もっと平たく言うと、平均的な変動率を基準とすると、確率的には1掬(じよ：1の後に0が24個つく数)回に1回の確率なんだそうです。一生のうち一度も起きないような、ありえないような確率ですが、マーケットでは10シグマ・イベントはたまに起きる事象であり(例えば、97年のアジア通貨危機、98年のロシア危機など)、このことから市場の動きは正規分布に従っていないと言われています。

ヘッジファンドは下げ相場に強い?

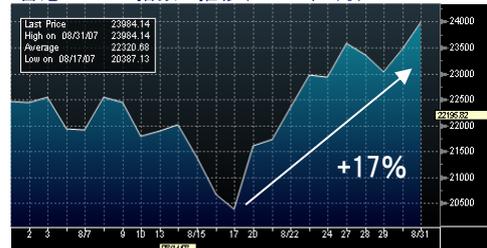
いずれにしても、この様に大荒れとなったマーケット環境下で、ヘッジファンドはその名にあるように、ヘッジ(リスク回避)をした運用が出来たのでしょうか?必ずしもそうではなかったようです。私たちの運用するファンド・オブ・ファンズで投資しているヘッジファンドで、8月に運用成績が悪かったのは、割安の銘柄を買い、割高の銘柄を空売りするといったロング・ショート運用を行っているタイプのヘッジファンドでした。8月の株式相場は、信用不安を発端とした売りだったため、

「とにかく売れるものから売ってしまえ」という相場でした。このような相場では、買い手のつきやすい割安銘柄が多く売られ、買い手のつきにくい割高銘柄はあまり売られないという、通常とは逆の動きが起こります。このような状況では、買い持ちしていた銘柄の値が下がり、一方で空売りしていた銘柄は値が下がらず、ロングとショートの両方で損を出す、いわゆる股割き状態に陥ります。一般的にロング・ショート運用は下げ相場にも強い運用とされていますが、8月のような売り一辺倒の相場では、伝統的な株式ファンドよりも損失を計上するということもあるのです。

ストップ・ロス・ルールの功罪

もう一つ8月の相場で興味深かったのが、ヘッジファンドのリスク管理についてでした。8月の相場で、運用成績が悪かったヘッジファンドの多くは、いわゆるストップ・ロスと呼ばれるリスク管理方針を採っていました。ストップ・ロスというのは、一定の損失が出てしまったら、その時点でポジションを手仕舞うか又は市場に対するエクスポージャーを減らして、それ以上損失が拡大するのを防ぐという手法です。8月の相場では、月半ばに急落した市場が、中央銀行による流動性の供給により信用不安が収まり、月の後半に大幅に市場が回復しました。月半ばで大幅な損失を計

香港ハンセン指数の推移(2007年8月)



出所：Bloomberg

上したヘッジファンドは、その時点でストップ・ロスが適用され、ポジションを閉じてしまったため、月後半の市場の回復の恩恵を被ることができなかったのです。特にアジア各国の市場では、8月は月末までにプラスに転じた市場もあったため、ストップ・ロス・ルールを採用していたヘッジファンドは、逆に収益機会を逃してしまい、損失を確定させてしまったということも出来ます。

10シグマの事象からみたヘッジファンド投資(つづき)

8月に儲けたヘッジファンド

もちろん、8月のような相場で大儲けしたヘッジファンドもあります。特に割安・割高にかかわらず、市場の動きに応じて機動的に売り買いすることによって収益を稼ぐトレーディング系のヘッジファンドは、市場の下がったところですかさず買いを入れ、収益を稼ぎました。また、ボラティリティ・アービトラージといった戦略をとるヘッジファンドが大きく儲かりました。あまり聞かない種類のヘッジファンドかもしれませんが、このタイプのヘッジファンドは、オプションを使ってインプライド・ボラティリティと実現ボラティリティの差からリターンを追求する戦略です。簡単に言うと、オプションの対象となる原資産の変動率を予測し、変動率が上がると予測する場合はオプションを買い、下がると予測する場合はオプションを売るといった戦略で、原資産の価格そのものではなく、その変動率に着目した戦略です。8月の相場では、株や債券といった原資産の変動率が大幅に上昇しましたので、ボラティリティをロングしていた(オプションを買っていた)ファンドは大きく儲けたのです。

香港ハンセン指数のボラティリティの推移(2007年8月)



出所: Bloomberg

やはり分散投資がリスク管理の王道

このように8月の相場環境から見ると、やはり分散投資がリスク管理の王道であることが確認できます。ヘッジファンドとは言っても、どの様な相場環境でも儲けることのできるわけではありません。特に8月のような相場では、運用手法や運用スタイルに

よって、運用成績にかなりの差がでます。伝統的資産の投資において分散投資はかなり定着した考え方だと思いますが、ヘッジファンド投資についても同じなのです。相関性の低い運用手法や運用スタイルのヘッジファンドを組み合わせることによってリスクを低減することができます。しかし、最低投資金額が大きなヘッジファンドを複数保有するというのは、一般の投資家では大抵の場合難しいでしょう。この点、ファンド・オブ・ファンズなら比較的少ない投資金額で複数のヘッジファンドへの分散投資が可能となります。ロング・ショート運用やマーケット・ニュートラルといった運用手法のヘッジファンドが一般投資家にも身近な存在となって来ていますが、ヘッジファンドへの投資も分散投資ということを考慮すべき時期が来ているのかもしれない。

以上、ご参考となりましたでしょうか。このニュースレターは、ヘッジファンド投資の現場から見聞きた事柄を定期的にお伝えすることを目的として、少なくとも月に1回は発行して行きたいと考えています。ご意見、ご質問等がございましたら執筆者までお願いいたします。

谷口正樹(masaki.taniguchi@sparxgroup.com)

スパークス・インターナショナル(香港)リミテッド

当資料は、スパークス・アセット・マネジメント株式会社がアジアの経済やヘッジファンド業界の情報を提供するために、スパークス・インターナショナル(香港)リミテッドの協力により作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。この資料は特定のファンドもしくは個別銘柄への投資勧誘を目的としたものではありません。当社およびスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものでなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

ホームページもご覧ください。
<http://www.sparxgroup.com>

© 2008 SPARX International (Hong Kong) Limited

*前頁のマーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次の通り。TOPIX: 東証株価指数、日経225: 日経平均株価、香港: HANG SENG INDEX、上海: SHANGHAI STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、深セン: SHENZHEN STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、台湾: TAIEX INDEX、韓国: KOSPI INDEX、オーストラリア: S&P/ASX 200 INDEX、インド: NSE S&P CNX NIFTY INDEX、シンガポール: STRAITS TIMES INDEX、マレーシア: KUALA LUMPUR COMPOSITE INDEX、タイ: STOCK EXCHANGE OF THAI INDEX、インドネシア: JAKARTA COMPOSITE INDEX、ニュージーランド: NZX 50 FF GROSS INDEX、フィリピン: PSEI - PHILIPPINE STOCK EXCHANGE INDEX、パキスタン: KARACHI 100 INDEX、スリランカ: SRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、MSCIアジア: MSCI AC ASIA PACIFIC、MSCIアジア(除く日本): MSCI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て(ショート・ポジション)取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

また、ファンドオブファンズ戦略のファンドは、パフォーマンス連動債の発行体に対する信用リスクや、新興国市場への投資リスク、レバレッジの利用によるリスク等、ファンドオブファンズ戦略に特有のリスクも伴います。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、お申込みの際は投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面の内容をよくお読みください。投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関は、投資者保護基金には加入しておりません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

追加型公募投資信託に係る費用について

スパークス・アセット・マネジメント株式会社における追加型公募投資信託に係る費用の上限は以下のとおりです。

●直接ご負担いただく費用

申込手数料	: 上限3.15%(税込)
解約手数料	: なし
信託財産留保額	: 上限0.5%

●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬	: 上限1.995%(税込)
実績報酬(※)	: ファンドにより、実績報酬がかかる場合があります。

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

ご留意事項

上記に記載しているリスクや費用の項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。

投資信託の取得のお申込みをする場合には、販売会社から投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面をあらかじめお渡ししますので、必ずお受取りになり、投資信託説明書(目論見書)等の内容をよくお読みいただいた上、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第346号
 (社)投資信託協会会員 (社)日本証券投資顧問業協会会員