



スパークス東方投資見聞録

発行日：2008年3月21日

ファンド・オブ・ヘッジファンドにおける地域分散

ハイライト:

- 続く金融不安
- ポートフォリオの地域分散
- 新たに投資を開始したベトナム

続く金融不安

2月の市場の小康状態を打ち消すかのように、3月になり金融市場は大きな荒波に襲われています。米国の金融不安を発端として、世界的な株安の流れが更に加速し、アジア各市場も株安の猛威に見舞われ、大幅な下落を記録しています。しかし、米国の金融不安は収まった訳ではありません。米大手証券会社の一角を担うベア・スターンズが救済を必要とするほどバランスシートが痛んでいたのであれば、他にも同じような金融機関があるに違いない、と疑心暗鬼になるのも仕方がないことなのでしょう。景気後退懸念や金融不安は依然として払拭されておらず、今後も米政府の景気刺激策や金融救済策(公的資金の注入)といった政策決定からは目が離せない状況と言えるでしょう。

前号では、商品系のヘッジファンドを例に取り上げ、この様な厳しい市場環境下においても、私どもファンド・オブ・ヘッジファンズは特性の異なる複数のヘッジファンドに分散投資することによって、中長期的に安定したリターンを獲得を目指していることについて触れました。具体的には、私どものようなファンド・オブ・ファンズは、1)資産クラス(株、債券、通貨、商品など)の分散、2)運用手法・戦略の分散(ファンダメンタル重視手法、計量手法、裁定戦略など)、3)運用者の分散、4)地域分散という4つの分散軸を持っています。今回は、この分散投資の観点から、4)の地域分散という軸について、私どもが先月末に新たに投資を開始した国についてのご紹介も兼ねて説明させていただきたいと思えます。

ポートフォリオの地域分散

一般的に、複数の国に投資するファンドにおいては、どの国または地域に資産の何パーセントを投資するかという投資判断は、パフォーマンスを大きく左右する重要な投資判断となります。株式ファンドなどでは、あらかじめ設定された「ベンチマーク」における国別配分が基準となり、ある国に対して強気のスタンス(オーバーウェイト)をとったり、弱気のスタンス(アンダーウェイト)をとったりすることによって、強弱をつけた運用を行ったりします。しかし、ファンド・オブ・ヘッジファンズの運用においては、このようなカントリーアロケーション(国別配分)は容易なことではありません。なぜなら、ヘッジファンドの多くは複数の国に制限なく投資できるような投資

方針をとっており、それぞれのヘッジファンドがどういった国や地域に投資を行うかをコントロールすることは出来ないからです。

しかし、中には特定の国や地域のみを投資対象とするヘッジファンドもあります。例えば、日本株ロングショート戦略をとるヘッジファンドなどがこれにあたります。この様なヘッジファンドは特定の国又は地域のみを投資対象とするため、ファンド・オブ・ヘッジファンズとしてはこの様なヘッジファンドに投資するか否か、投資する場合には何パーセント投資するか、といった投資判断を下すことにより、ある程度カントリー・アロケーションが可能となるのです。実際に、私どもは一昨年末より日本に対するエクスポージャーを、日本株ロングショート・ファンドの投資比率を下げることによって減らしてきました。

一方で、地域分散をより図りたい場合や特定の国や地域のエクスポージャーを積極的に増やしたい場合には、その様な国や地域に投資をするヘッジファンドに投資をする必要があります。昨年私どもは中国とインドに対するエクスポージャーを積極的に増やしましたが、これを実現するために中国特化型ヘッジファンド及びインド特化型ヘッジファンドへの投資を増やしました。この様なカントリー・アロケーションは、ファンド・オブ・ヘッジファンズにおいてもパフォーマンスに大きな影響を与える重要な要素なのです。

新たに投資を開始したベトナム

昨年末より私どもはポートフォリオの地域分散(=リスク分散)を更に図るために、幾つかの投資判断を下しました。まず、昨年大きくインドや中国に振り向けた資産を、他のより割安と思われる国や地域に振り向け始めました。例えば、比較的割安と判断し政局の転換というカタリストがある韓国やタイといった国に着目し始めました。また、これまで投資をしてこなかった国や地域に目を向け始めました。その一つに、ベトナムにがります。

私どもは、長らくベトナムに着目し、投資する機会を伺っていました。ベトナムは若く(人口の約6割が25歳以下)識字率が高い(9割以上)労働力が中国の6割程度の賃金で雇えるという優位

マーケット:

| 騰落率 | 2月 | 年初来 |
|---------------|--------|---------|
| TOPIX | -1.64% | -10.26% |
| 日経225 | -0.08% | -11.14% |
| 香港 | 3.73% | -12.52% |
| 上海 | -0.80% | -17.35% |
| 深セン | 4.77% | -5.05% |
| 台湾 | 11.86% | -1.10% |
| 韓国 | 5.35% | -9.78% |
| オーストラリア | -1.38% | -12.11% |
| インド | 1.67% | -14.91% |
| シンガポール | 1.50% | -12.67% |
| マレーシア | -2.57% | -6.06% |
| タイ | 7.85% | -1.44% |
| インドネシア | 3.60% | -0.87% |
| ニュージーランド | -2.40% | -11.35% |
| フィリピン | -4.16% | -13.57% |
| パキスタン | 6.54% | 6.09% |
| スリランカ | 3.46% | -0.40% |
| MSCIアジア | 2.81% | -6.49% |
| MSCIアジア(日本除く) | 4.72% | -8.55% |

*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細については次頁注書きをご参照下さい。

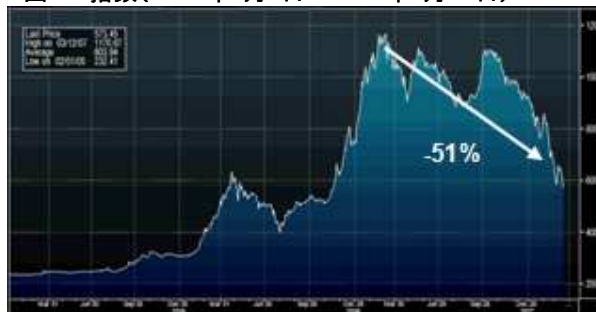
ファンド・オブ・ヘッジファンドにおける地域分散(つづき)

性をもち、その労働力は人口増加と都市化による増加により増えている国です。このような優位性を背景に、外国企業による製造工場などの建設が加速し、海外からの直接投資はこの近年2桁台の成長を維持し、アジアでは中国に次いで高い経済成長率(2005年8.4%、2006年8.2%)を記録してきました。このような好調な経済を背景に、ベトナムの株式市場は2005年の年初から史上最高値を記録した昨年3月までの間に5倍もの成長を果たしました。

しかし、ヘッジファンド投資という観点から見ると、ベトナムに投資するヘッジファンドの数は少なく、ベトナム特化型ヘッジファンドの数はもっと少ないという状況の中、私どもの投資基準を満たすヘッジファンドはありませんでした。ヘッジファンドとは言っても、未上場株式や不動産プロジェクトなどにも投資する未公開株ファンドに近いものが多く、そのため投資後何年かは解約できないという条件(ロックアップ期間)がついているものがほとんどだったからです。しかも、短期間に5倍になったベトナム株式市場は、割高な水準になっていました。ベトナムにおいては空売りやデリバティブなどが整備されておらず、ヘッジ手段が基本的にはありません。何年もの間解約することが出来ない上に、バリュエーションは割高と思われる水準にあり、さらには下方リスクをヘッジすることが出来ないということで、ベトナムへの投資は躊躇せざるを得なかったのです。

この状況が、昨年後半より変わってきました。まず、株式市場が昨年11月から大幅に下落し、ベトナム株式指数(VN指数)でみると直近(3月19日現在)までに46%下げました。史上高値の昨年3月12日からみると、直近まで51%の下落となりますので、約1年間で株価が半分になったという計算です。この下落によって株価のバリュエーションが大幅に調整され、私どもは割高な状態が緩和されたと判断しました。さらに、調査を進めた結果、1つのヘッジファンドが浮上してきました。シンガポールに本拠地を置く中堅ヘッジファンドが運用するベトナム特化型ヘッジファンドです。絶対リターン志向のロング・オンリー戦略(割安銘柄の買い持ち中心)をとるファンドで、20年以上の経験を有するファンド・マネージャーがベトナム・ホーチミン市に配置する調査チームによるボトムアップ分析に基づき投資を行っています。現

図：VN指数(2005年1月1日－2008年3月19日)



(出所：Bloomberg)

時点では、都市部における消費の拡大、金融サービスの拡大(例えば、人口8500万人に対して銀行口座は600-700万口座しかないそうです)、政府によるインフラ投資より恩恵を受ける建築関連業界などと言った内需中心の投資テーマに着目したポートフォリオ構築を行っています。堅実な投資スタイル、1年のロックアップ期間後は四半期に一度解約ができること、昨年の熾烈な相場環境においても比較的安定したターンを上げていることなどを評価し、先月末より少ない投資金額ながらも投資することを決めました。

2008年は米国の景気減速懸念や金融不安といった不安材料が資本市場には重くのしかかっています。その中で、私どもはファンドの資産をより地域分散し、内需拡大の恩恵を受けることのできる市場に広く分散すべきであると考えています。ベトナムへの投資は少ない金額ながらもこのような投資行動の一環であると言えます。今後もこのような投資スタンスに基づき、短期的な市場の調整に影響されずに、いかに安定したリターンを持続させるかという点を重視し、収益機会及びリスクの分散を進めて参りたいと考えております。

(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下さい。
<http://www.spargroup.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、バキスタン：KARACHI 100 INDEX、スリランカSRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、MSIアジア：MSCI AC ASIA PACIFIC、MSI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