



スパークス東方投資見聞録

第9号

発行日:2008年7月29日

ファンド・オブ・ファンズにおけるリスク管理

ハイライト:

- 米国住宅公社問題を発端とした市場急落
- 米国住宅ローン担保証券
- 顕在化したリスク
- ファンド・オブ・ファンズにおけるリスク管理
- 実際の状況

米国住宅公社問題を発端としたマーケットの急落

2008年7月10日の米国株式市場とエージェンシー(政府機関)債市場では、米政府系住宅金融機関(住宅公社)の米連邦住宅抵当金庫(ファニーメイ)と米連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)が大幅に下落しました。このことがきっかけとなり、フレディマックとファニーメイの発行するMBS(モーゲージ証券)をアジアの金融機関が大量に保有しているとの憶測が飛び交い、アジアの金融機関の株価は急落しました。7月10日から18日の間に、アジアの金融セクターのパフォーマンスは下落し(中国-6.9%、韓国-5.3%、台湾-5.5%、豪州-0.4%)金融機関にベットしていたヘッジファンドの幾つかも破綻するのではないかとという憶測までも流れました。

その後、米国政府による住宅公社2社を支援するための法律が成立に向けて動き出したこともあり、マーケットは7月18日から25日の間にアジアの金融セクターのパフォーマンスはリバウンドし(中国+7.7%、韓国+9.3%、台湾+8.3%、豪州+5.1%)落ち着きを取り戻しました。このように、マーケットはストレス下では過剰に反応してしまいがちです。私どもファンド・オブ・ファンズも、この様にマーケットが急激に動くような環境下では、予期せぬリスク要因によって損失を被らないよう、神経を張り巡らします。とは言っても、私どもの投資対象は買付けや解約に数ヶ月もかかるヘッジファンドです。短期的な市場動向に応じて買付けや解約をするというようなことはできません。では、このような急激なマーケットの変動時に私どもはリスク管理を行うのでしょうか。米国住宅公社問題を例にとり、ファンド・オブ・ファンズのリスク管理手法について見てみたいと思います。

れる政府援助企業の1つで、日本語では「住宅公社」と訳されることも多く誤解されがちですが、ニューヨーク証券取引所に上場する民間企業です。また、両社にはその名前から連想されることに反して、現在のところ政府の保証がありません。この2つの住宅公社は設立された時期は異なりますが、基本的機能は同じで民間金融機関からローン債権を買い取り、証券化し、市場で住宅ローン担保証券を発行する業務を行っています。

1970年代から80年代にかけて金融の自由化が進んで、長期金利の上昇に耐えられずに多くの貯蓄貸付組合が破綻しました。そこで、これらの住宅公社によって金融機関が住宅ローンを証券化することを推進したのです。金融機関は、一部のリスクを証券化して販売することにより、自らのポートフォリオから住宅ローンの持つリスクを切り離すことが可能になります。これら住宅公社2社には政府の保証がつけられていませんが、それにもかかわらず、これまで両社の発行する住宅ローン担保証券は米国国債に次ぐ信用力があり、世界中の投資家が購入してきました。

顕在化したリスク

これまで住宅ローン担保証券の主たるリスクは期限前償還リスクとされてきました。期限前償還リスクとは、金利の低下等に伴い貸付金に係る期限前償還額が増加し、予想していた利息収入を逸失することにより期間損益が悪化するリスクをいいます。然しながら、今回、フレディマックの会計問題に端を発して、両住宅公社の財務内容が明らかになるにつれ、自己資本の低さや保有資産の流動性の低さなど想定以上に問題が出てきました。そして存続に必要な返済能力をめぐる株価が急落する事態となったのです。つまり、これまでリスクとして認識されてこなかった住宅ローン担保証券の信用リスクが顕在化したのです。

マーケット:

騰落率	6月	年初来
TOPIX	-6.25%	-10.54%
日経225	-5.98%	-11.93%
香港	-9.91%	-20.53%
上海	-20.31%	-48.00%
ベトナム	-3.55%	-56.92%
台湾	-12.71%	-11.55%
韓国	-9.56%	-11.71%
オーストラリア	-7.77%	-17.74%
インド	-17.99%	-33.64%
シンガポール	-7.68%	-14.95%
マレーシア	-7.02%	-17.89%
タイ	-7.80%	-10.43%
インドネシア	-3.90%	-14.45%
フィリピン	-13.00%	-32.07%
MSCIアジア	-8.82%	-13.32%
MSCIアジア(日本除く)	-10.52%	-18.82%

*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。

米国の住宅ローン担保証券

ファニーメイとフレディマックは、どちらもGSE (Government Sponsored Enterprises)と呼ば

ファンド・オブ・ファンズにおけるリスク管理(つづき)

両社の株価下落は、政府による救済の可能性と信用収縮の悪化への不安を強めました。というのも、フレディマックは1兆5000億ドル(約159兆円)、ファニーメイは7000億ドル(約74兆円)の貸出債権をそれぞれ保有し、両社合わせた貸出債権と債務保証は5兆2000億ドル(約553兆円)に上り、この数字は米国の全住宅融資の約40%に相当したからです。そんな巨大な2つの住宅公社が破たんの可能性ありと見えた瞬間に、「米国金融市場とこれに連動する国際金融市場は大混乱に陥るであろう」と予測したアナリストも少なくありません。

アジアにおいても、7月10日以降の数日間、銀行株が大きく売られ、金融市場は大きく揺れました。その理由は、アジアの銀行がファニーメイとフレディマックの発行する大量の米住宅ローン担保証券を抱えているのではないかという憶測によるものでした。

ファンド・オブ・ファンズにおけるリスク管理

まず、私どもは投資先ファンドを選定する際に、そのファンドのマネージャーがどのようなセクターに強いのか、どのような銘柄を好むのか、といった詳細まで把握することを行います。そして、投資するファンドの多くが、例えば金融セクターに強いマネージャーに偏ることなどがないように、ポートフォリオを構築します。そして、投資後には継続して投資先ファンドがどのセクターにどれほどのエクスポージャーを持っているかの情報をヒアリングし、過度のリスク集中が生じないように常にモニタリングします。リスクがある特定の国やセクターに集中している場合は、ポートフォリオのリバランスを行うことによってリスク分散を図ります。今回、私どものファンドでは、6月末時点で金融セクターに合計でネット2.27%、グロス5.72%のエクスポージャーを持っていることを把握していました。この様に、金融セクターへのエクスポージャーが比較的小さいこと

が把握できていたため、住宅公社の問題が顕在化した後も、大きな懸念をもつ必要がないことが分かっていたのですが、念には念を入れて、金融セクターに投資をしているファンドのマネージャーにヒアリングをするなどして、問題がないことを確認しました。

以上のように、ファンド・オブ・ファンズでは、単に投資先ファンドの運用戦略やアセット・クラスや投資対象地域・国を分散させるだけでなく、その投資先ファンドがどの地域やセクターにどれほど投資しているかまで適時確認し、リスク管理を行います。

実際の状況

なお、投資先ファンドへのヒアリングや周辺調査により、実際にはアジアの銀行は米住宅ローン担保証券を懸念するほど保有しておらず、市場が過剰反応しているだけであることが確認できました。日本のメガバンクでもバランスシートの1%以下、ほとんどの銀行で軽微な影響しかありませんでした。保険会社も同様です。アジアの大手証券会社CLSAのレポートによると、中国で最大の米住宅ローン担保証券の保有者は約200億米ドルを所有する中国銀行ですが、それは総資産に対してわずか2.6%でしかありません。他の主要銀行についてもそのエクスポージャーはごく限られたものでした。

私どもがリスクだと思った住宅公社問題は、実際には多くのヘッジファンドにとっては収益機会だったのです。ヒアリングしたマネージャーの中にも、このような市場の過剰反応を利用して、大きく下がった銀行株を買い、その後のリバウンドで儲けたヘッジファンドがありました。この様に、リスクとリターンは裏腹の関係にあるため、投資の世界では物事を多面的に調査して冷静に行動する者が利を得るのですね。 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下さい。
<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、バキスタン: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