

予見可能性の低下を理由とするヘッジファンド閉鎖の増加について

2016年1月25日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS) などヘッジファンド (以下、HF) への投資を停止する機関投資家が増加しているが、背景には HF の閉鎖がある。各種調査によると 2014 年には 904、2015 年前半には 417、6-9 月期には 257 の HF が閉鎖した。2008 年の 1471 には及ばないが、問題は閉鎖の原因だ。2008 年に閉鎖が増加した原因は、リーマン・ショックを受けた運用パフォーマンスの極端な悪化だった。しかし近年は、規制の強化で管理コストが上昇したことに加え、(1) 金融市場の流動性の低下、(2) 市場のボラティリティーの増大、(3) 運用パフォーマンスのばらつきの拡大、等だとみられている。実は(1)は、(2)と(3)の原因にもなっている。金融市場の流動性が低下すると、株価や債券価格など価格のボラティリティーが高くなり、そうなる運用パフォーマンスのばらつきも拡大する。近年、ちょっとした理由で金融市場が大きく変動することは多くの投資家が身をもって知っているが、ではなぜ、市場の流動性は低下したのか。IMF は、規制強化による金融機関のマーケットメイク能力の低下、代替市場での電子取引の普及、類似の投資方針で運用する HF や投資信託の増加、量的緩和の拡大による国債市場の流動性の低下、などを指摘する。これまで何度も HF に対する規制強化が検討されたが、実施されたのは情報開示や監督体制の強化などで、投資行動そのものはほとんど規制されなかった。その原因は、HF が持つ市場に流動性を供給し価格形成のゆがみを是正する機能だった。投資行動に関する規制を免れた HF が、市場の流動性低下を理由に閉鎖するとは何とも皮肉な話だ。HF の運用は金融工学に支えられているが、(1)と(2)の結果、金融工学の実効性が低下し(3)が生じたのは、想定外だっただろう。

流動性の低下と価格形成の歪みに拍車をかけているのが中国だ。中国政府は日本以上に縦割りの組織で、政府や政府機関がチグハグな対応や政策を発表する。たとえば昨年 8 月の人民元の切り下げでは、財務部は対ドルで中心値を変えずに変動幅を拡大する方針を示していた。ところが中国人民銀行は、唐突に中心値を切り下げ始め、唐突にまた元に戻し、昨年末頃からまた唐突に切り下げ始めた。経済政策も同様で、発信源によって相当な温度差があり、投資家を混乱させている。経済規模の小さな新興国ならまだしも、中国の経済規模は米国の約 2/3 と世界第二位で日本の 2 倍以上だ。

市場の流動性の低下と中国のチグハグな政策運営の帰結は、予見可能性の低下だ。市場経済は、情報開示と信認 (コンフィデンス) を前提に、予見可能性を高めることで成り立つ。こうしたある種のインフラが整備されて初めて合理的な価格形成が実現される。ところが最近、英国のネブスキー・ファンドのように、この前提が揺らいで合理的な価格形成が実現されないことを理由とする HF の閉鎖も出始めた。これはもはや不安定な市場を超越した信用秩序の問題であり、価格形成においてディスカウント要因になっている。予見可能性の低下が政策的には是正されない限り、市場の歪みも是正されることはない。それまでは更に閉鎖する HF が増加する可能性を見ておくのが得策だろう。 以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。