



SAIL 先読み！

ヘッジファンド・ニュースレター

2018年9月号

	2018年8月	年初来8月末日
TOPIX (円)	-1.00%	-3.38%
S&P500 (US \$)	+2.29%	+8.22%
HFA (US \$)	+0.04%	+1.10%

※ HFA=Hedge Fund Aggregate

2018年8月の戦略別ヘッジファンド (HF) パフォーマンス

- 2018年8月のヘッジファンド (HF) 全体のパフォーマンスは平均 +0.04%、年初来のリターンは +1.10%となった。S&P500 のパフォーマンス (8月 +2.29%、年初来 +8.22%) と比較すると、HF 全体のリターンは精彩を欠く。
- 8月はマネージドフューチャーズが +1.77%と大きく上昇したが、年初来では -1.83%とマイナス圏にある。特に同戦略の最大手 HF10 社は、8月に+2.81%と大きく上昇したが、年初来 -2.86%とマイナスのままである。
- マクロ戦略は、8月 -0.30%と唯一マイナスのパフォーマンスとなった。マーケットニュートラルは、+0.09%だった。
- 地域別に見ると、BRICs に投資する HF は、8月もマイナスとなった。特にインドに投資する HF は年初来 -10.06%とドルベースで大きく下げた。

HF 資金フローのトレンド

世界の政府系ファンド、年金、財団や大学基金、ファミリーオフィスなどが HF の主要な投資家である。そのヘッジファンド投資総額は約 3.3 兆ドルである。ダイナミックな HF

業界のどのような資産や戦略に投資家のマネーが流入・流出しているのか、9月半ばに公表された2018年8月末までの「資金フロー」から、投資家の戦略別・地域別アロケーションのトレンドを読み取っていききたい。

➤ 戦略別に見ると、

- ◇ 2018年8月末時点のHF業界の運用資産残高は3.308兆ドル。6月までは解約による資金流出が見られたが、8月には新たに47.4億ドルがHFに流入し、年初来の純流入額は153.8億ドルとなった。
- ◇ マクロ戦略は今年4月まで3ヶ月連続で実績が下がり、投資家は資金を引き上げ、7,8月で資金残高をかなり減らした。それにもかかわらず、マクロへの資金流入は年初来152億ドルと、戦略別で最大となっている（表1）。
- ◇ マネージドフューチャーズは6ヶ月連続して解約の圧力を受けている。8月のパフォーマンスが良かったものの、投資家は解約するか留まるかの選択を迫られている。
- ◇ イベントドリブンは、6,7月に資金流出が見られたが、8月には資金流入が見られた。これは過去2年で最も大きな流入で、同戦略の7割のファンドが新規資金を受け取った。
- ◇ クレジット戦略（債券）は2016年4月以降、パフォーマンスがプラスに転じ、2018年年初来資金流入が続いている。新興市場でのリスクの高まりにも関わらず、パフォーマンスは今の所良好である。

【表1】HF業界 戦略別資金フロー

<i>Data in USD Billion</i>	Aug	Last 3mo	YTD 2018	2017	Est. AUM
All Hedge Funds	\$4.74	\$1.04	\$15.38	\$27.72	\$3,308.40
Equity	\$2.27	\$6.33	\$11.59	\$28.62	\$1,162.70
Fixed Income/Credit	\$1.14	\$1.14	\$8.91	\$1.78	\$997.65
Commodities	(\$0.65)	\$2.01	\$4.92	(\$0.68)	\$84.68
Multi-Asset	\$1.97	(\$8.35)	(\$10.14)	(\$3.81)	\$1,121.50
<i>Primary Strategy</i>	<i>Aug</i>	<i>Last 3mo</i>	<i>YTD 2018</i>	<i>2017</i>	<i>Est. AUM</i>
Macro	\$3.53	\$3.27	\$15.20	\$9.37	\$242.98
Event Driven	\$2.84	\$1.91	(\$3.12)	(\$6.76)	\$540.87
Multi-Strategy	\$1.80	(\$3.56)	(\$7.82)	(\$4.11)	\$529.25
MBS Strategies	\$0.46	\$2.05	\$5.31	(\$6.17)	\$92.41
Market Neutral Equity	\$0.34	\$6.08	\$11.69	\$11.57	\$78.20
Long/Short Equity	\$0.22	(\$1.07)	(\$0.52)	\$19.20	\$803.18
Relative Value Credit	\$0.16	(\$1.25)	(\$3.88)	(\$7.77)	\$225.84
Convertible Arbitrage	\$0.14	(\$0.16)	(\$0.18)	(\$0.17)	\$53.12
Distressed	\$0.07	\$0.18	\$1.89	(\$4.90)	\$239.58
Directional Credit	(\$0.46)	(\$0.01)	\$9.61	\$6.14	\$160.06
Managed Futures	(\$2.97)	(\$5.48)	(\$8.89)	\$3.86	\$124.43

➤ 地域別に見ると

- ◇ 前月同様、米国への資金流入とドル高、そして米国の保護主義的貿易政策が続いているため、新興市場へ投資する HF からは資金流出が見られる。HF 投資資金も米国への集中が目立つ。
- ◇ 新興市場からの投資資金引き上げは3ヶ月続き、年初来の資金流入を打ち消し、流出に転じている。こうした状況でもプラスのパフォーマンスを上げるマネジャーが次の資金流入の機会を掴むことになるだろう。

【表 2】2018 年年初来 8 月末までの投資先地域別資産フロー

<i>Investment Region</i>	Aug	Last 3mo	YTD 2018	2017	Est. AUM
Americas	\$2.30	\$6.12	\$3.51	(\$23.16)	\$936.84
Europe	(\$0.40)	(\$1.09)	(\$0.75)	\$5.81	\$253.25
Asia	(\$0.74)	(\$2.91)	(\$0.87)	(\$1.94)	\$101.39
Emerging Markets	(\$0.54)	(\$2.95)	(\$0.78)	\$8.50	\$297.44
Global Markets	\$3.59	(\$1.06)	\$13.54	\$47.01	\$2,025.41

HF 株式ロングショート戦略について

機関投資家によるヘッジファンド (HF) 投資に関して、株式ロングショート戦略に特化したリサーチ、モルガンスタンレー・プライムブローカー・レポート(9月11日付)によると、注目点は以下の通りである。

8月は米国ロングショート HF のパフォーマンスはプラスとなったが、欧州とアジアではマイナスとなった。9月初旬、相場の下落が見られたが、HF 全体の実績は上昇した。

以下、地域別にセクターごとに概観する。

<米国>

- ◇ 8月は年初来最も買いが強かったが、9月に入ってからショートセルが優勢となった。8月のロングショート HF の平均リターンは +0.8%だった。
- ◇ セクター別に8月に最も買われたのが、ETF、一般消費財、ヘルスケア、IT、エネルギーである。また、金融、不動産、素材の順で売られた。

<欧州>

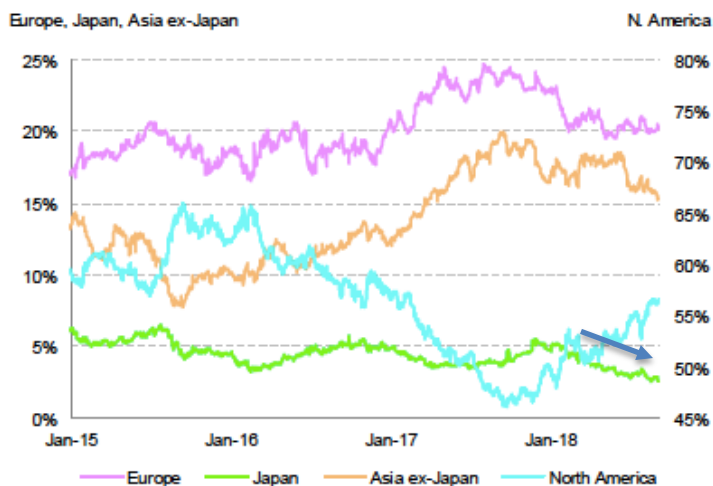
- ◇ 欧州株式ロングショート HF 全体では8月はネットセル、平均リターンは-0.1% となった。
- ◇ セクター別では、6ヶ月続いたインダストリアルズの売りが8月には弱まった。8月に

は、ヘルスケア、エネルギー、インダストリアル、不動産、一般消費財の順で買われ、また、IT、素材、金融、ETFの順で売られた。

<アジア>

- ☆ アジア（日本を除く）そして日本株式に投資するロングショート HF はマクロ戦略が先導し、8月もネットセラーとなった。8月のアジア株式ロングショート HF 全体の平均リターンは -1.0%となった。
- ☆ アジア（日本を除く）をセクター別に見ると、8月には、テレコム、IT、ヘルスケアの順で買われ、素材、金融が大きく売られ、一般消費財、インダストリアルの順で売られた。
- ☆ 日本に関しては、アジア株へ投資する米 HF のネットエクスポージャーを見ると、日本の占める割合は、2013-14年のアベノミクス効果で10%のピークをつけたが、それ以後は下がり続けている。目下、日本株のアロケーションは2%強で、日本を除くアジア株が10-12%であるのに比べて、日本のプレゼンスは引き続き、沈下している。【グラフ1】。

【グラフ1】



日本株と外国人投資家の動き

- 8月の日本株投資の主体別売買
 - ① 外国人投資家： 4,825 億円の売越し
 - ② 国内個人投資家： 413 億円の買越し
 - ③ 投信： 892 億円の買越し

- ④ 信託銀行： 581 億円の買越し
- ⑤ 事業法人： 2,376 億円の買越し
- ⑥ 自己勘定： 996 億円の買越し

(※⑥はディーラーによる証券会社の自己資金の売買)

外国人投資家は、前月の買越しから売越しに転じた。年初来 8 ヶ月中 6 ヶ月売越し、2 ヶ月買越しとなった。年初来 3 兆 8,865 億円の売越しとなった。

個人投資家は 5 ヶ月振りに買越しした。売り越しの勢いがやや止まったと言う感じで、年初来 8 月末までで 725 億円売越ししている。

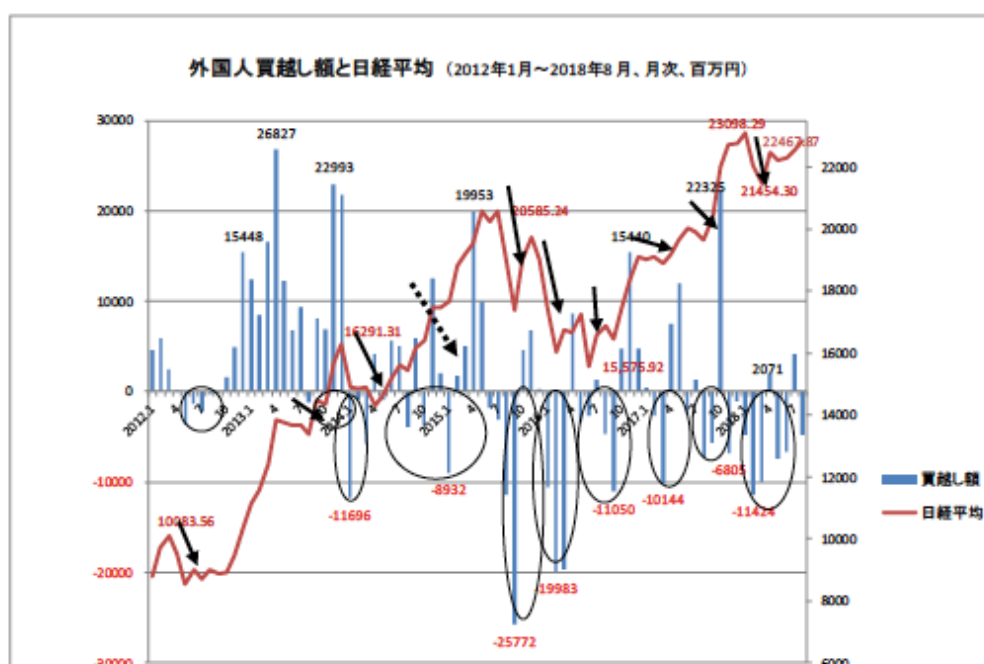
事業法人は 10 ヶ月連続の買越しとなった。自社株買いがその要因とみられる。

また、金融機関では持ち合い解消を続けた銀行と生損保が 27 ヶ月連続で売越しした。自己は前月の買越しから売越しに転じた。

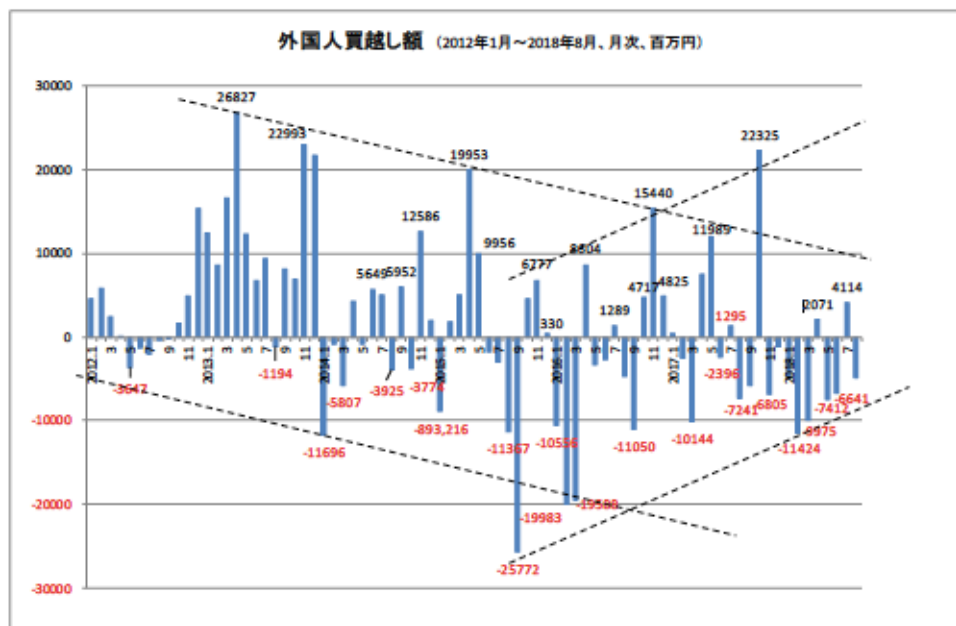
日銀の ETF 購入は、8 月に 2 回 (合計 1,406 億円) 実施され、年初来、合計 51 回 (3 兆 6,793 億円) となった。

注意事項として、日経平均株価は 3 月頃から TOPIX を上回り上昇してきた。特に 8 月は外国人投資家の売越しにもかかわらず上昇し、225 銘柄のうち構成比の高い一部の銘柄に機動的な買いが入り日経平均株価を押し上げた。

【グラフ 2】 外国人投資家による日本株買越し額と日経平均株価の推移



【グラフ 3】 外国人投資家買越し額



出所： マイルストーン・アセットマネジメント

大井の先読み・深読み

➤ 通貨の覇権は再び米ドルへ

FRBは9月25-26日のFOMCで予定通り0.25%の利上げを実施した。12月のFOMCでの利上げも予想され、来年には年3回の利上げが見込まれている。政策金利は来年中に3%を超える。

政策金利が3%を超え、10年債利回りも3%を超えて来ると、世界の投資マネーはますます新興国から引き上げられ、ドル高は新興国通貨に打撃を与え続ける。現にアルゼンチンペソは下落を続け、最安値を更新している。

原油取引の決済通貨としてユーロは2割以下の使用率と言われ、中国人民元は2%程度である。中国によるアジア・アフリカ諸国への投融資も米ドル建てで実施されている。国際金融市場は圧倒的な「ドルの海」である。

トランプ大統領は「アメリカ・ファースト」を掲げ、国際金融市場での一人勝ちを確定し、国際金融資本家の巣窟＝ウォール街と手打ちした（取引成立）と見て良いと思われる。

年末にかけて、米国が中国への締め付けが強まれば、中国は政府系ファンドを通じて保有する米国株・米国債を売って来る可能性がある。同じようなことは、過去、サウジアラ

ビアやカタールで政治的な理由から財政が行き詰まり、政府系ファンドが米国株・債券等を売却したケースがあった。中国の報復で、米国ハイテク株や債券価格の下落が懸念される。

日本に関しては、ドル高円安が進行し、安倍総理の三選前から始まったご祝儀相場である。中間選挙で結果を出したいトランプ大統領は日米貿易通商交渉の面でもかなりの譲歩を迫って来るだろう。今のところ、自動車輸出への関税を回避したように見えるが、一定期間の先送りだけで、次回の交渉では米国は一つ一つの分野で切り崩しを図るだろう。

中間選挙のあと、トランプ政権1期目のラストスパートに入る。なりふり構わずに貿易赤字の削減に猛進する。この頃に、今「リスクオン」となっている投資マネーが、年末にかけてリスクオフへと動く可能性がある。

以上

<文責 SAIL 大井幸子>

<免責事項>

当りポートは、機関投資家向けヘッジファンドに関する各種リサーチ、分析情報を独自に統合し、大井幸子個人の考え方でヘッジファンド業界の見通し等についてまとめたもので、有価証券（上場有価証券、上場投資信託、外国法に基づく集団投資スキームまたはファンド・オブ・ヘッジファンズに対する出資持分等）の価値等又は金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関する個別の助言を行い、又は投資を推奨するものではありません。あくまでも参考資料として購読者様限定でご利用ください。

また、当レポートに含まれる各種リサーチ結果、内容、及びそのパフォーマンス（過去の損益及び実績を含む）、マーケット・為替レート、経済、政治等の状況および予測等の情報について、その内容の正確性、信頼性、完全性または適時性を保証するものではなく、当レポートに依拠して投資したことによって損害又は損失が発生したとしても、当社は一切の責任を負いかねますのでご了承ください。なお、本文・内容につきましては引用等を固くお断り致します。