



## AIMA Japan ニュースレター AIMA Japan Newsletter

2008年8月号

### AIMA Journal 2008年夏季号からの抜粋(抄訳)<sup>1</sup>

- 賢いコモディティー投資
- 機関投資家がヘッジファンドに求めるもの

(Japanese synopses for this month are:  
"INTELLIGENT COMMODITY INVESTING:  
OPPORTUNITIES AND CHALLENGES" [Hilary Till,  
Premia Risk Consultancy Inc. and EDHEC Risk and  
Asset Management Research Centre] and "WHAT  
DO INSTITUTIONAL INVESTORS WANT? (FIVE  
CHALLENGES FOR HEDGE FUNDS SEEKING  
ASSET GROWTH)" [John Alsheski, SEI  
Investment Management Services] from AIMA  
Journal, Summer 2008 issue.)

### 賢いコモディティー投資 ヒラリー・ティル

この記事では、現在の商品価格ブームを支える歴史的基盤を検証することによりコモディティー投資の思わぬ落とし穴に注意を喚起します。

#### 商品価格ブームを支える歴史的土台

- 長期的視野で過去の商品市場を検証すると、商品の価格は15～20年ごとに高騰する傾向にあると言われる。これは、商品に直接関わ

る一次産業が、15～20年周期で設備投資や人材確保の補充を必要とし、それが産業全体の価格決定力に影響するからであるとバニスター(Bannister, B., 2006, 2007)は指摘。同氏は、われわれは8年前に今回の商品高騰周期に入ったとも述べている。

- 今回の商品価格ブームの下でコモディティー投資を支えるマクロ要因は、①欧米におけるエネルギー関連インフラの老朽化による供給力の悪化、②アジア(とくに中国)からの需要増加、③ドル通貨ヘッジが挙げられる。しかし、需要増加だけが原油価格高騰の原因なのかは疑問。
- 1913年に連邦準備制度理事会(FRB)が設立されて以来、非弾力的需要である原油の価格はマネーサプライ成長(及びそれによる通貨下落)が動因であるように見るとバニスターは指摘。実際、2001年12月31日から2007年12月31日までの期間に、原油価格はドルベースで380%上昇しているが、会計単位を金オンスに置き換えて見ると、原油価格の上昇は61%に止まっている。

#### コモディティー投資の課題

- 現金以外で「価値保存」を可能とする投資対象の選択に当たって重要なのは、キャリーコスト(持ち越し費用)が法外でないことである。商品先物投資に関してもこれは当てはまる。例えば、Goldman Sachs Commodity Energy Excess Return 指標は2006年に原油先物市

<sup>1</sup> 内容の詳細につきましては AIMA Journal の原文をご参照ください。

場が大幅なコンタンゴ(正曲線)となったためにマイナス 30%となったが、これではポートフォリオのヘッジとしては適当でない。そこで投資家は、商品在庫の増減周期からスプレッドを見出すリラティブバリューのエネルギー関連ヘッジファンドに注目した。しかし、リラティブバリュー取引には、過去の周期性に構造的な逸脱がある事が課題となっている。2006年9月のアマランス暴落がそのいい例である。

- 加えて、商品市場と他の市場との相関性が最近高まっていることが懸念される。2007年2月27日の取引終了時間にアルゴリズム戦略が一斉に商品を含む資産を売りに出した。また、FRBの割引レート引き下げ前日であった2007年8月16日には他の市場と同様にDow Jones AIG Commodity Indexにあるすべての商品市場が下落した。ベアスターズ騒動の直後2008年3月17日の週にも商品市場は1956年以来最大の週間下げ幅を記録している。
- 投資家は、今後、何に注目してコモディティ投資を行うべきであろうか？ 原油価格動向を大きく変化させるには、供給増加を促す、環境規制を緩める、景気後退による世界的需要が減少するなどが考えられるが、現在のところはその兆候はあまり見られない。機関投資家がエネルギー先物リラティブバリュー戦略に参入することは投資規模の面から難しいかもしれない。
- UBSによれば、米国大手石油会社の株式価格には原油価格が1バレル当たり58ドルしか織り込まれていないとされるが、そうであれば、石油関連株式を専門とするエネルギーヘッジファンドに構造的優位性が与えられると思われる。また、ガソリン価格高騰は米国におけるトラック運送依存を弱めるかもしれない。ウォーレン・バフェット氏は鉄道会社への投資を昨年からは始めている。さらに、原油の高騰は原油産出国を潤しており、これら諸国のソブリンファンドが2007年春に正式に発足して通貨分散を始めると時を同じくしてユーロ高になった。

- 天然資源市場への投資においては、ポジティブキャリー、透明性、及び規模の確保が重要であるが、当記事執筆中の現在、直近限月の原油先物契約にその条件が揃っている。

この記事は AIMA Journal 2008 年夏季号に掲載された "INTELLIGENT COMMODITY INVESTING: OPPORTUNITIES AND CHALLENGES" [Hilary Till, Premia Risk Consultancy Inc. and EDHEC Risk and Asset Management Research Centre]の抄訳です。

### 機関投資家がヘッジファンドに求めるもの ジョン・アルシェフスキー

過去 20 年の間にヘッジファンド業界の運用資産は年率 26%(複利)という驚異的な成長を遂げ、2008 年末までにその運用資産総額は 2 兆ドルを超えと言われています。1990 年には 640 であったヘッジファンド数も、今では約 9700 に上ると見られます。しかし、今後、ヘッジファンド業界が成功し続けるためには、その投資家層を従来の富裕層や大口基金から、より豊富な資金量を持つ機関投資家に広げる必要があります。また、ヘッジファンド間における競争も激しさを増すことが予想され、世界的に厳しい市場環境の下でいかに自らを差別化して投資家にアピールするかがファンドの将来を左右すると思われる。ここでは、100 余りの機関投資家に対して行った 2007 年の調査をもとに、機関投資家がヘッジファンドに求める 5 要素に関して論じます。

機関投資家を投資家として持つメリットは豊富な資金量と比較的「忍耐強い」資産(=長期の投資目標を持つ資産)である。反面、彼らは従来の投資家とは異なる要素をヘッジファンドに求める。調査回答者のうち、年金基金の 73%、機関投資家全体の 55%が過去数年の間にヘッジファンドへの投資配分を増やしたと回答しているが、これら機関投資家がヘッジファンドを選択する上で重要な要素は何であろうか？

#### 1. ファンドの企業としての組織構造基盤が機関投資家と同等のレベルであること

機関投資家は自らの企業組織形態に似た組織力を持つファンドを好む。回答者はヘッジファンド選定の上で一番重要なのは企業基盤であるとした。その理由としては、正しく経営された企業はよりよいリターンを生むことが挙げられた。また、多くの回答者がアドミニストレーションは大手の社外機関に委託する必要があるとし、81%は独立機関が投資のバリュエーションを行っているか確認すると答えた。

#### 2. 透明性とレポートिंग

回答者の85%が、十分に理解できない戦略には投資しないと回答、半数以上はポートフォリオの透明性(産業またはセクターレベルまで)を求め、3分の1は投資プロセスの透明性に懸念があったとした。しかし、ポジション詳細のレベルまで情報を求める回答者は11%に過ぎなかった。

#### 3. 全ての企業機能を網羅する安定した経営管理チーム

機関投資家にとっては、ファンドが、1、2名の投資スーパースターを擁するよりは、企業機能を十分充たすに足りる社員を確保していることの方が重要。CEO、CIO、CFOの役職が存在することを、それぞれ82%、61%、39%の回答者がファンド選定基準であると答えた。また、マネジメントチームや主なサポート職の安定性や労働分担状況も判断の基準となっている。

#### 4. パフォーマンスよりは投資規律

著しく高いリターンよりは安定したリターンや他の資産と相関度の低い戦略が重要。機関投資家は投資プロセスやリスクプロファイルを絶対リターンと同等に重視する。72%の回答者は、ヘッジファンド選定に当たって最初に考慮するのが投資戦略であり、パフォーマンスではないとしている。しかし、半数は過去実績の最低基準を定めているとも回

答。実績情報に関しては3~5年の質の良いデータが特に重要という結果が出た。

#### 5. 規制環境や政策に対する敏感な対応

機関投資家はヘッドライン(新聞等見出し)リスクを特に嫌うため、ファンド全体のコンプライアンスには細心の注意が必要である。最近特に注目されている業界団体の最良執行方針ガイドラインや英国・米国の規制ルール強化には迅速に対応しなくてはならない。

この記事はAIMA Journal 2008年夏季号に掲載された"WHAT DO INSTITUTIONAL INVESTORS WANT? (FIVE CHALLENGES FOR HEDGE FUNDS SEEKING ASSET GROWTH)" [John Alshefski, SEI Investment Management Services]の抄訳です。