

香港のヘッジファンド 業界の動向

森 祐司

要約

香港のヘッジファンド業界は、2000年代以降の拡大が著しい。

直近では、SFC（香港証券先物取引委員会）に登録したヘッジファンド運用会社数は542（2009年3月末時点）で、04年から5年連続で増加している。純資産総額も08年の危機時の影響があったものの、553億米ドルにまで達した。

香港のヘッジファンドは株式ロング・ショートやマルチ・ストラテジーが多く、本数や運用額も大きな比重を占める。投資先としては、アジア太平洋に焦点を絞ったファンドが多く、純資産額の59%をアジア太平洋に投資している。ヘッジファンドの資金源は欧米の富裕層や金融機関からのものが大半を占める。

アジア太平洋地域の経済成長により、それら地域に投資する需要も拡大することが予想されるため、香港のヘッジファンド業界は今後も発展が期待されている。

目次

- 1章 はじめに
- 2章 運用会社数・本数・運用総額の構成
- 3章 投資戦略別・地域別構成
- 4章 投資家の地域・属性別および投資対象別構成比率
- 5章 香港の代表的なヘッジファンド
- 6章 スタッフの構成・リスク管理等
- 7章 香港のヘッジファンド業界の今後

1章 はじめに

1990年代まで、香港の資産運用業の発展は、金融市場の発展とともにする部分が大きく、金融市場の発展に委ねられた部分が大きかった。しかし、金融センターとしてシンガポールが台頭し、競争が激しくなるに従い、資産運用拠点としての競争も激化してくるようになった。香港の金融当局は2002年に運用会社の登録義務付けにより、個人にヘッジファンドを販売することを世界で初めて認めるなど、ヘッジファンドの誘致にも注力するようになった。さらに05年には①運用担当者の運用経験要件の緩和、②運用会社の運用の透明性を高めるための目論見書による開示の強化、③シングル・ヘッジファンドへの最低投資金額の引き下げ——を柱とする改正投資信託規則が施行され（金融庁[2005]）、ヘッジファンドの設立・参入しやすい措置を取ったのである。その後07年には海外で既に運用実績を挙げているヘッジファンドの運用会社の登録プロセスを簡素化・合理化する措置を取ることを発表し、特に米国と

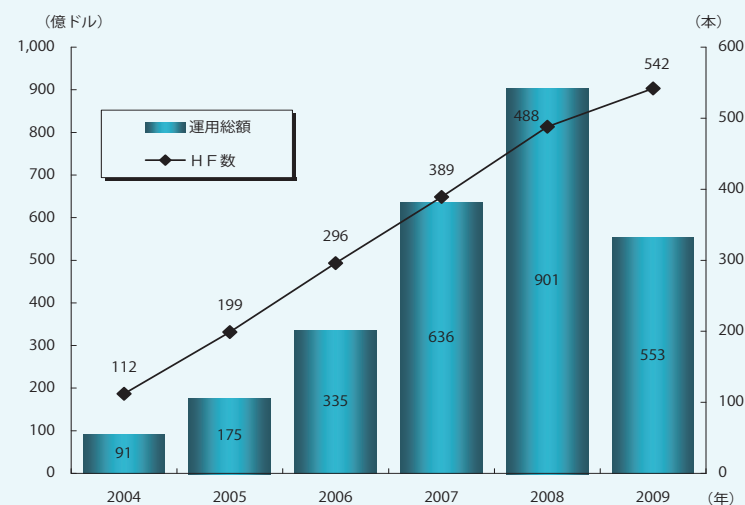
英国で既に登録しているヘッジファンド運用会社については、審査速度は格段と速くなったのである（Euromoney[2007]）。このような措置が効果を発揮したためか、香港に進出するヘッジファンドも増加し、ヘッジファンドに関しては、ライバルのシンガポールよりもアジア拠点としてはリードしていると言われている。

本稿では香港のヘッジファンド業界のあゆみと近年の動向について、SFC（香港証券先物取引委員会）が09年9月に公表した『Report of the Survey on Hedge Fund Activities of SFC-licensed Managers/Advisors』（以下、SFC[2009]）をもとに報告する。

2章 運用会社数・本数・運用総額の構成

SFCは香港でライセンスを与えているヘッジファンドを運用する231の運用会社にアンケートを送付し、225社から回答を得ている（09年3月末日を調査時点とする、以下他の年も3月

図表1 香港のヘッジファンドの運用総額と本数の推移



(出所) SFC[2009]から大和総研資本市場調査部作成

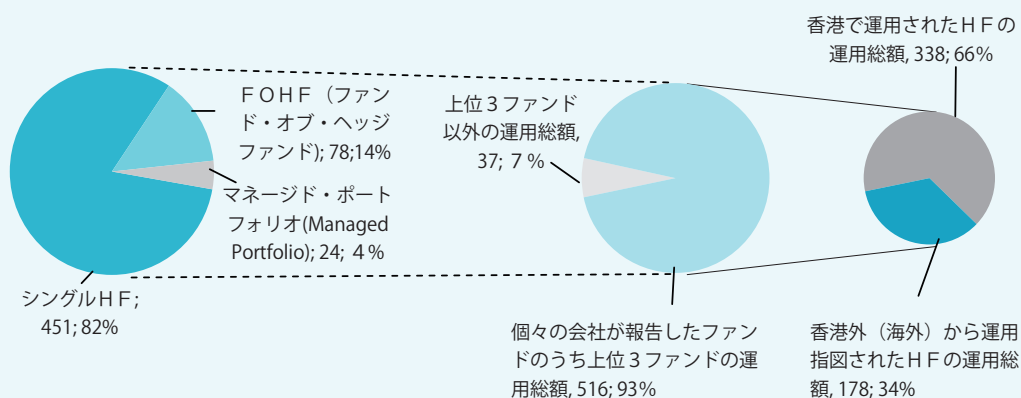
末時である)。そのうち 16 社は運用を開始していなかったため、香港でライセンスを得てヘッジファンドを運用する運用会社数は 209 社であった。その 209 社が運用するヘッジファンドの本数は、09 年で 542 本あり、運用総額は 553 億ドル（米ドルベース、以下同）に達する（図表 1）。運用総額は 08 年まで順調に拡大し、901 億ドルまで到達したが、08 年の経済金融危機後に約 38.6%も減少した。しかしファンドの本数は危機後でも増加している。

09 年の香港のヘッジファンドの内訳は図表 2 のようになる。運用総額 553 億ドルのうち、シングル・ストラテジーのヘッジファンド（以下、シングル HF）は、451 億ドル（82%）、ファンド・オブ・ヘッジファンド（以下、FOHF）は 78 億ドル（14%）、マネージド・ポートフォリオは 24 億ドル（4%）となっている。一方、運用総額 553 億ドルの内訳を別の角度から見ると、

個々の運用会社が報告したファンドのうち上位 3 ファンドの運用総額は 516 億ドル（93%）、4 位以下のファンドでの運用総額が 37 億ドル（7%）となっており、一つの運用会社で 3 ファンド程度を運用すれば、それがほとんど全てとなるという、いわゆる「プティック型運用会社」が業界の圧倒的多数を占めているということが示唆される。これは別に香港だけの特徴ではなく、世界のヘッジファンド業界も同様の特徴を持つが、1 章で指摘したように誘致政策で新設された会社やファンドが多い香港では、当然この特徴はより顕著になっていると言える。

また、それら上位 3 ファンドの運用総額のうち、香港で運用（調査から運用取引の判断と発注まで）されたヘッジファンドは 338 億ドル（66%）、海外から運用指図（発注は香港拠点で行う）を受けたヘッジファンドは 178 億ドル（34%）であり、3 分の 2 が香港で運用が完結していることを示し

図表 2 香港のヘッジファンドの構成（2009年）



(注) 単位は億ドル。数値は2009年3月末時
 (出所) SFC [2009]から大和総研資本市場調査部作成

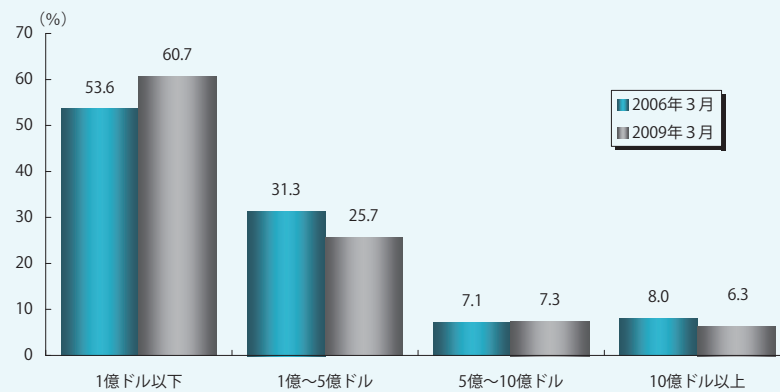
ている。以前はもっと海外からの運用指図が多く、近年、運用現地化が進んでいることが示唆される。なお、SFCによれば、海外からの運用指図は、米国、英国、スイス、日本などからが多かったという。

ヘッジファンドの規模別の構成を見ると図表3のようになる。1億ドル以下のファンドが60%以上を占めている。06年に比べて1億ドル以下の区分のウェイトが多くなっているのは、08年

の金融危機のために解約やマイナス・リターンとなるファンドが多かったために、運用総額が全体的に縮小したことのほか、新たに新設されたファンドが多かったことが主な要因だとみられる。

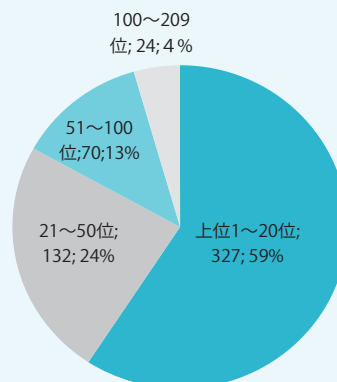
先に09年の香港のヘッジファンド運用会社は209社だったと述べたが、それら209社の運用総額ランキングで見た構成は、図表4のようになる。上位20位までの運用会社で327億ドルを運用し全体の59%を占め、上位に集中する傾向が

図表3 香港のヘッジファンドの運用総額別構成



(出所) SFC [2009]から大和総研資本市場調査部作成

図表4 香港の運用会社ランキング別の運用総額構成



(注) 単位は億ドル。数値は2009年3月末時
(出所) SFC [2009]から大和総研資本市場調査部作成

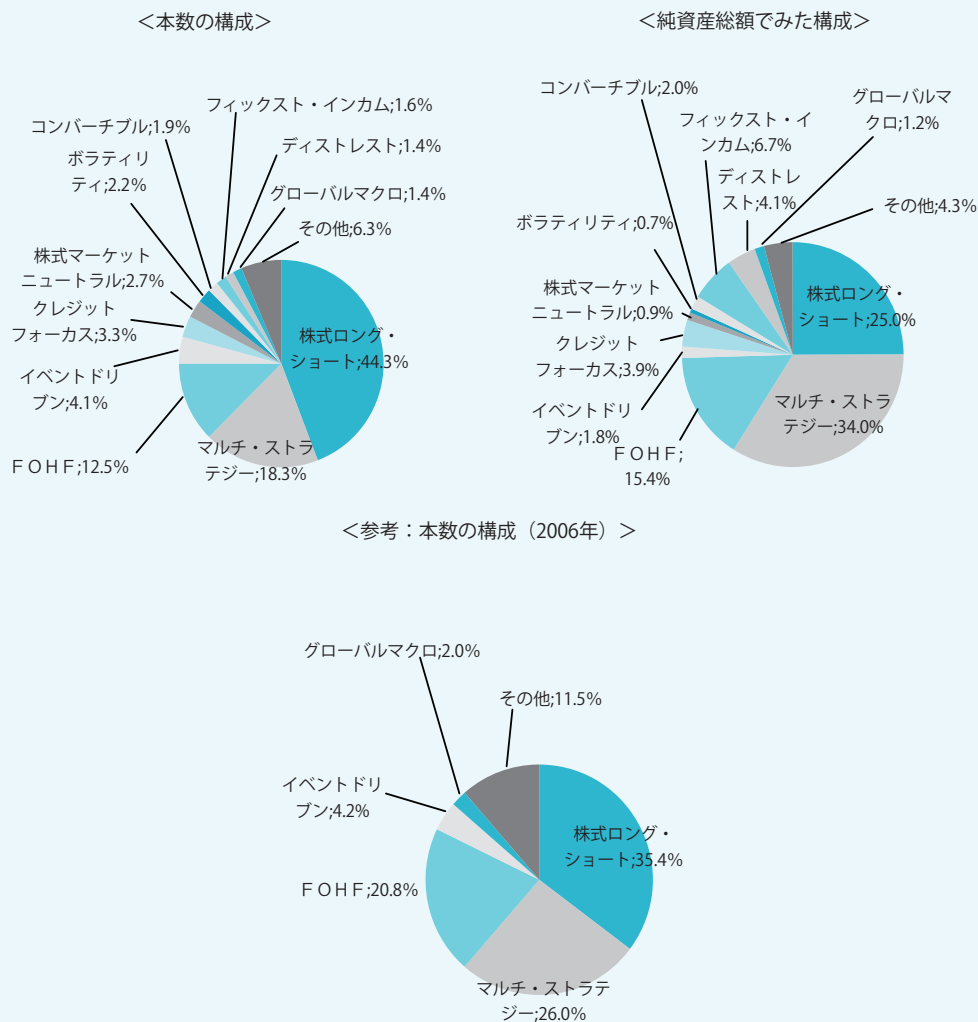
うかがえる。また 100 位までで 96%を占め、それ以下では運用会社の運用規模は非常に小さくなり、上位と下位で格差が非常に大きいことが示唆される。

以上のことから、香港のヘッジファンド業界は、規模の小さなヘッジファンドを 2～3 本程度設立した小さなヘッジファンドが数多く存在する一方、上位 20 社程度に資産運用総額の半分以上が集中する市場構造だと要約できよう。

3章 投資戦略別・地域別構成

香港のヘッジファンドの投資戦略で見た構成比率は図表 5 のようになる。本数別・純資産額（N A V）別の構成比率は、株式ロング・ショート、マルチ・ストラテジー、F O H F が大きな比率を占めている。特にマルチ・ストラテジーは、純資産総額で見ると最大の構成比率（34%）となっている。マルチ・ストラテジーが最もよく利用す

図表 5 ヘッジファンドの戦略別構成



（注）2009年3月末時点

（出所）S F C [2006]、[2009]から大和総研資本市場調査部作成

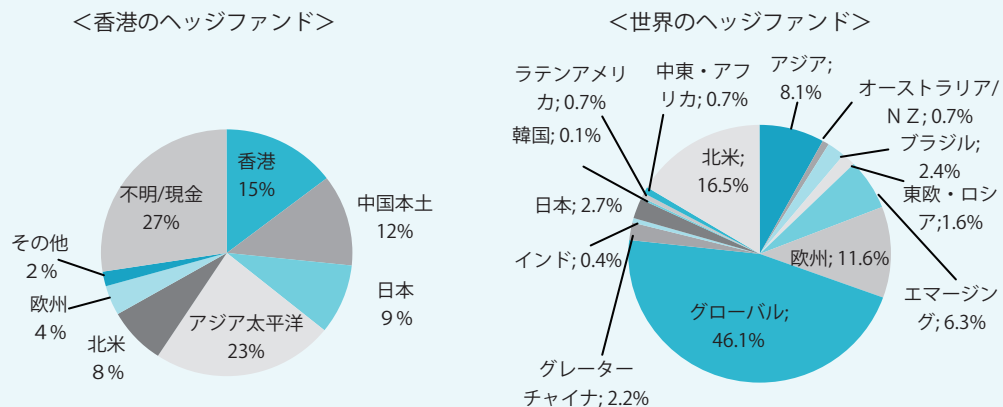
る投資戦略は、株式ロング・ショート、イベントドリブン、スペシャル・シチュエーション、合併アービトラージ、コンバーチブルなのだという（SFC [2009]）。

06年の構成比（本数別）と比較すると、マルチ・ストラテジーやFOHFなど、複数の投資戦略を組み合わせたファンドの構成比が09年に減少する一方、株式ロング・ショートやそれ以外のシングル・ストラテジーの構成比が拡大していることが分かる。これは、前掲図表1で見たように、ヘッジファンドの本数が06年の296本から09年の542本へと大きく増加したが、その内容も新たに参入する運用会社や新設のファンドなど多様化が進むとともに、戦略や商品の種類も豊富になったことが要因ではないかとみられる。また、06年

の時期では、投資家もヘッジファンドでこの地域のエクスポージャーを多く割り当てるとは考えにくく（後述するように香港のヘッジファンドは投資先としてアジア太平洋地域の投資比率が非常に大きい）、また香港に存在するヘッジファンド数もまだ多くなかったため、複数投資戦略のファンドを選べば戦略分散をすぐに図れることからFOHFやマルチ・ストラテジーのファンドが選好され、多数を占めていたのではないかと推察される。

一方、ヘッジファンドの投資先についての構成は図表6のようになる。香港のヘッジファンドの投資先としては、やはりアジア太平洋地域が多く、香港・中国本土・日本・アジア太平洋を合わせて全体の59%を占めていることが分かる。同時期

図表6 ヘッジファンドの投資先の地域別構成比率（運用総額ベース）



(注) 2009年3月末時点

(出所) SFC [2009]、「Eurekahedge Global Hedge Fund Database」(*1) から大和総研 資本市場調査部作成

(*1) Eurekahedge のデータは、各運用機関及び外部の情報に元を作成しております。Eurekahedge 及びその関係者は情報の正確性、完全性、市場性、仮定、計算などについて保証を行っておりません。情報の閲覧・利用者は、データの使用に際して、情報における全てのリスクを認識し、負う必要があります。Eurekahedge ではデータ及び情報に基づくいかなる理由の損害に関しても責任を負いかねます。データは、特定のファンド、有価証券、または金融商品、会社への投資に関する勧誘或いは販売勧誘を構成するものではなく、また、独立、金融機関、専門家としての助言として解釈されるべきではありません。

の世界のヘッジファンドの地域別投資構成比の中で、アジア太平洋地域（アジア、オーストラリア/NZ、グレーター・チャイナ、インド、日本、韓国）は合わせて14.2%であるため、香港のヘッジファンドのアジア太平洋への特化ぶりがよく分かる。

そもそも、香港のヘッジファンドに投資する投資家が期待するのは、当然ながらこのアジア太平洋地域での情報収集能力や分析能力が他地域を拠点とするヘッジファンドよりも秀でていと期待しているからであり、実際に資金を割り当てるマンドेटも、アジア太平洋地域に特化するファンドが多くなるのは当然であろう。このために、アジア太平洋地域での投資構成比が高くなったとみられる。

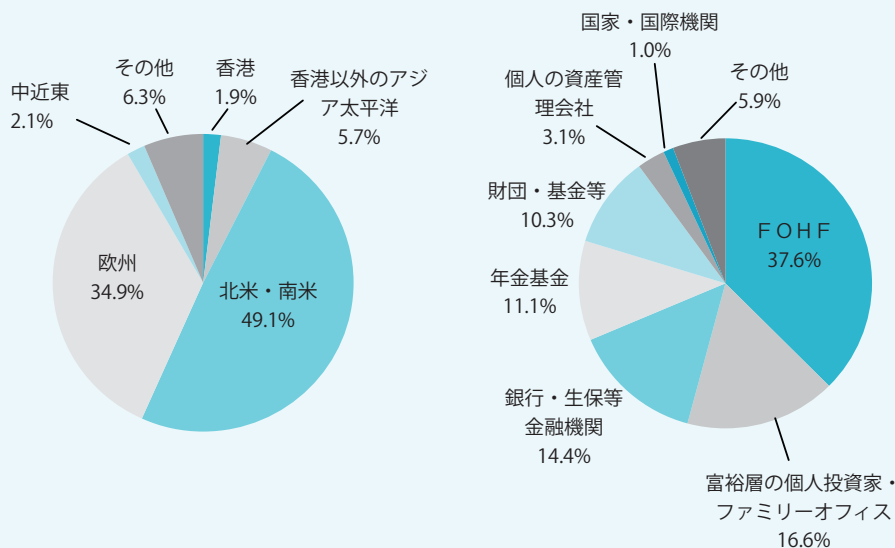
4章 投資家の地域・属性別および投資対象別構成比率

次に、香港のヘッジファンドに投資する投資家の地域別・属性別構成比率を見てみよう(図表7)。

まず、投資家の地域別構成として、北米・南米が49.1%、欧州が34.9%と両者合わせて84.0%を占めて、アジア太平洋地域以外が大きな資金源となっていることが分かる。香港を資金源とするのは2%にも満たない。資産運用業全般として見た場合には、35.8%程度は香港の投資家の資金であったことから(森[2010])、香港のヘッジファンドの海外資金の引き付け度合い、別言すれば海外資金への依存度の高さがうかがえる。

一方、投資家の属性としては、FOHFが最も

図表7 ヘッジファンドの投資家の地域別構成比率と属性別構成比率（運用総額ベース）



(注) 2009年3月末時点

(出所) SFC[2009]から大和総研資本市場調査部作成

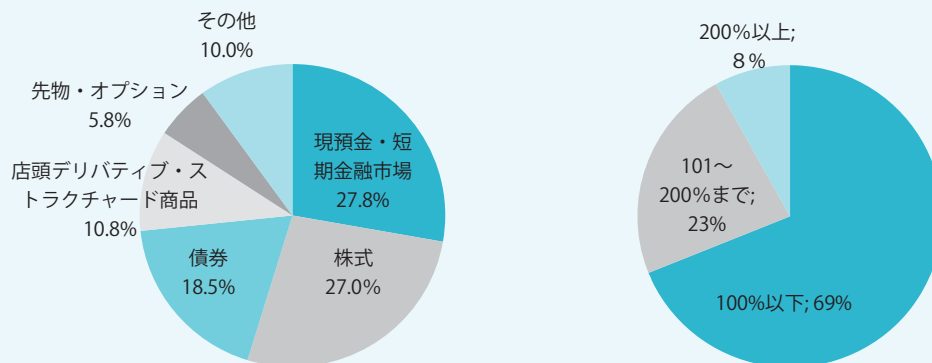
大きく (37.6%)、富裕層 (16.6%)、金融機関 (14.4%)、年金基金 (11.1%) と続いている。世界のヘッジファンドの顧客構成も大体同様なものとなっており、顧客構成自体には特徴はあまりなさそうである。

次に、香港のヘッジファンドの投資対象別構成比率とレバレッジ比率別の構成について見てみよう (図表 8)。投資対象別では現預金・短期金融市場が株式よりも大きくなっている。これは経済金融危機の影響がまだ色濃く残っていたために、流動性確保とファンド・マネジャーの様子見が反

映されたためではないかという (S F C [2009])。

レバレッジについても、ファンド・マネジャーのやや保守的な姿勢が見受けられる。純資産総額ベースで 69% のファンドがレバレッジは 100% 以下であると回答し、200% 未満という回答は全体で 92% を占めた。06 年の調査では 200% 未満という回答は 85% であったことから (S F C [2006])、09 年のヘッジファンドは、金融危機の影響からレバレッジを下げてリスクを抑制気味にしているとみることができる。

図表 8 ヘッジファンドの投資先商品別構成比率とレバレッジ比率でみた構成比率



(注) 2009年3月末時点
(出所) S F C [2009]から大和総研資本市場調査部作成

5章 香港の代表的なヘッジファンド

香港に拠点を置く代表的なヘッジファンド運用会社について、米国投資専門誌の『Alpha』が発表したアジアのヘッジファンド運用会社トップ25 (Alpha 2010 Asia Hedge Fund 25) を図表9で見てみよう (Alpha[2010]、主にオルタナティブ投資を専門とする運用会社を中心にヘッジファンド運用を行う運用会社を調査対象としたようで

あり、伝統的な運用会社が行うヘッジファンド運用については対象とはなっていないようである)。

1位、2位は08年に続いて日本のSparx Groupと香港のValue Partnersであったが、10年はそれまでトップを続けていたSparx Groupが2位になってしまった。日本を拠点とするヘッジファンドは、ランキングの順位でもファンドの数でも、シンガポール・香港に遅れを取ることが明確になった。3位にはシンガポールのArisaig Partnersとなっている。本拠地別を見ると、日

図表9 アジアのヘッジファンド運用会社 TOP25

順位			運用会社	所在地	資産総額 (百万USドル)	
2010	2009	2008			2010	2009
1	2	2	Value Partners	香港	5,700	3,190
2	1	1	Sparx Group Co. (1)	日本 (東京)	5,178	4,820
3	5	4	Arisaig Partners	シンガポール	2,877 *	1,996
4	—	—	Hillhouse Capital Mgmt.	中国 (北京)	2,500 *	
5	—	—	Bayview Asset Mgmt Co.	日本 (東京)	2,108	
6	8	—	Target Asset Mgmt	シンガポール	2,000	1,400
7	—	—	APS Asset Mgmt	シンガポール	1,700 *	
7	4	10	Asia Debt Mgmt Hong Kong (ADM Capital)	香港	1,700	2,200
9	3	3	Artradis Fund Mgmt	シンガポール	1,386	2,722
10	7	12	Pacific Alliance Investment Mgmt	香港	1,350	1,450
11	9	7	Aisling Analytics	シンガポール	1,204	1,186
12	11	14	Lim Advisors	香港	970	800
13	18	9	Ward Ferry Mgmt	香港	850	575
14	—	—	HT Capital Mgmt	香港	674	
15	22	22	Argyle Street Mgmt	香港	660 *	458 *
16	19	18	Income Partners Asset Mgmt (H.K.)	香港	650	520
17	—	—	Greenwoods Asset Mgmt Co.	中国 (北京)	600	
18	17	5	Tower Investment Mgmt Co.	日本 (東京)	576	581
19	21	24	UG Investment Advisers	シンガポール	539	496
20	25	20	Asuka Asset Mgmt	日本 (東京)	530	428 *
21	—	—	Pinpoint Investment Advisers	香港	528	*
22	23	—	Abax Global Capital	香港	500	455 *
23	—	—	Blue Pool Capital	香港	493	
24	—	—	India Capital Mgmt.	モーリシャス	450	
25	—	—	3 Degrees Asset Mgmt	シンガポール	401	450
日本を本拠地とするヘッジファンド運用会社				4社	8,392	5,270
香港を本拠地とするヘッジファンド運用会社				11社	14,075	9,558
シンガポールを本拠地とするヘッジファンド運用会社				7社	10,107	8,899
合計					32,574	20,537

(注) 2010年4月1日時点の資産総額。ただし(1)は3月31日時点の円建ての資産総額をドル換算したものの。

*はInstitutional Investorによる推計

(出所) Institutional Investor "Alpha"誌調べから大和総研資本市場調査部作成

本は4社のみしかなく資産総額は83億9,200万ドルで、香港を本拠地とする運用会社の11社・140億7,500万ドルに遠く及ばない。シンガポールを本拠地とする運用会社は7社・101億700万ドルとなっており、アジアにおけるヘッジファンドの拠点としては、香港・シンガポール・日本の順序になったと言えよう。

この図表からはアジアにおけるヘッジファンドの拠点として香港の地位が高いことが分かる。シンガポールもヘッジファンドの誘致に力を入れることを表明しているが、現在は先に指摘した香港のヘッジファンドの登録の簡素化などが香港でのヘッジファンドの拡大に功を奏した形である。

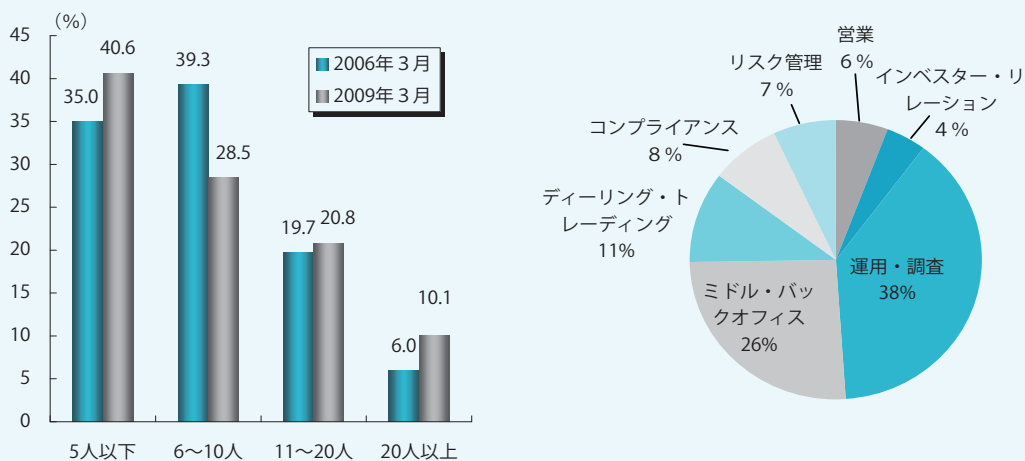
上位3位以外はランキングの入れ替わりが毎年非常に激しいこともうかがわれるが、これは各社の資産総額があまり大きくはなく、パフォーマンスの変動や大口顧客からの資金の流出入が各社の運用資産総額に与えるインパクトが大きいことが

影響しているのではないかとみられる。このため、今後もまだ、ランキングに大きな変動が起こり得ることも予想される。特に、中国（北京）を本拠地とするヘッジファンドが登場したのは10年からであり、今後も増加していくことは当然予想されるため、その動向は注目されよう。

6章 スタッフの構成・リスク管理等

香港のヘッジファンド業界全体のスタッフ数は、09年は209のヘッジファンド登録会社全体で1,967人のスタッフ数が報告されている。その数は06年の1,053人から86.8%も増加し、香港のヘッジファンド業界の急速な成長を象徴している。スタッフの規模別構成と職種別構成に図表10を見ると、規模別構成では、09年に5人以下の会社の構成比率が40.6%となり最も大きい。

図表10 香港のヘッジファンド運用会社のスタッフの規模別構成と職種別構成



(注) 職種構成は2009年3月末時点

(出所) SFC[2009] から大和総研資本市場調査部作成

06年では6～10人規模の会社が最大構成比だったが、より小規模化した状況がうかがえる。これは1章で指摘した香港の金融当局のヘッジファンドの誘致・育成策が功を奏し、欧米等で実績を持つファンドが香港に拠点を設置したり、利益があまり出ない日本から拠点を移したり、あるいは新人が参入したりなど、新たに設置された会社数が増加したことが寄与したものとみられる。そのような中で、10年1月にソロスファンドがアジアにおける新事務所を香港に設立したのは、象徴的な事例だと言えよう。

20人以上の会社の構成比も増加しているが、これはヘッジファンドの運用総額が増加したことによって登用するスタッフ数を増加させる必要が生じたことによるという（SFC [2009]）。

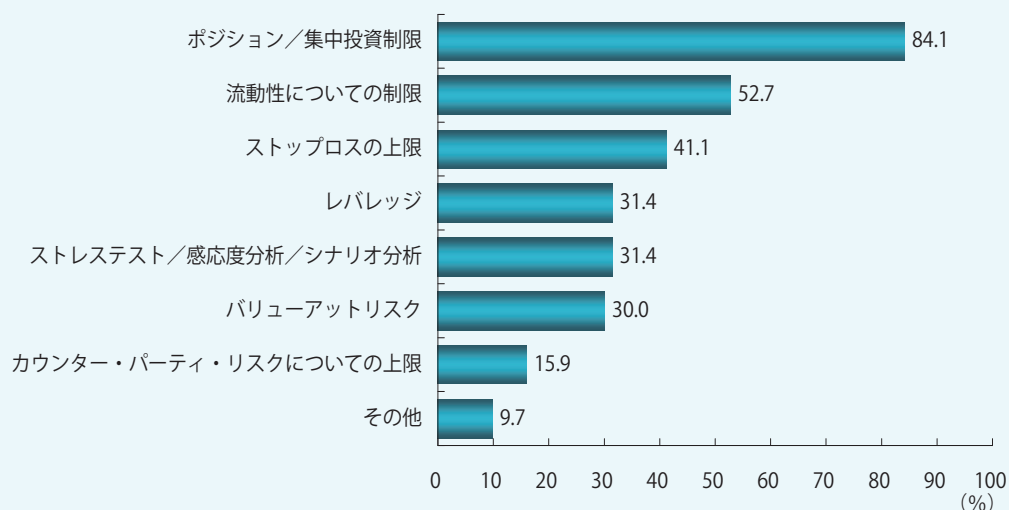
一方、職種別構成を見ると、運用・調査で38%、ミドル・バックオフィスで26%、ディーリング等で11%となっている。この構成比率は、

06年時点とあまり変化はないという。香港の資産運用業界全般においても、運用・調査等の専門家の構成に変化がないことは示唆されている。一方、運用専門家の数は07年ころから急速に増大したことも指摘されている（SFC [2010]）。

今回参考にしたSFC [2009]は、各ヘッジファンド運用会社にアンケート調査を行った集計結果をもとにしている。このアンケートは09年3月末時点ベースであることから、前年の経済金融危機の影響がまだ残る時期に実際の調査が行われたとみられる。このため、ヘッジファンド各社にリスク管理や運営管理上の質問も行われている。

リスク管理指標の利用については図表11で示している。96%のヘッジファンド・マネージャーが少なくとも3つ以上の指標を使うと回答している。そして、リスク管理指標として採用されている頻度が高いのは、ポジション／集中投資制限（84.1%）、流動性についての制限（52.7%）、ス

図表11 ヘッジファンドが採用するリスク管理指標



(注1) 2009年3月末調査時点

(注2) 3つまでの複数回答を求めている

(出所) SFC [2009]から大和総研資本市場調査部作成

トップロスの上限（41.1%）であった。

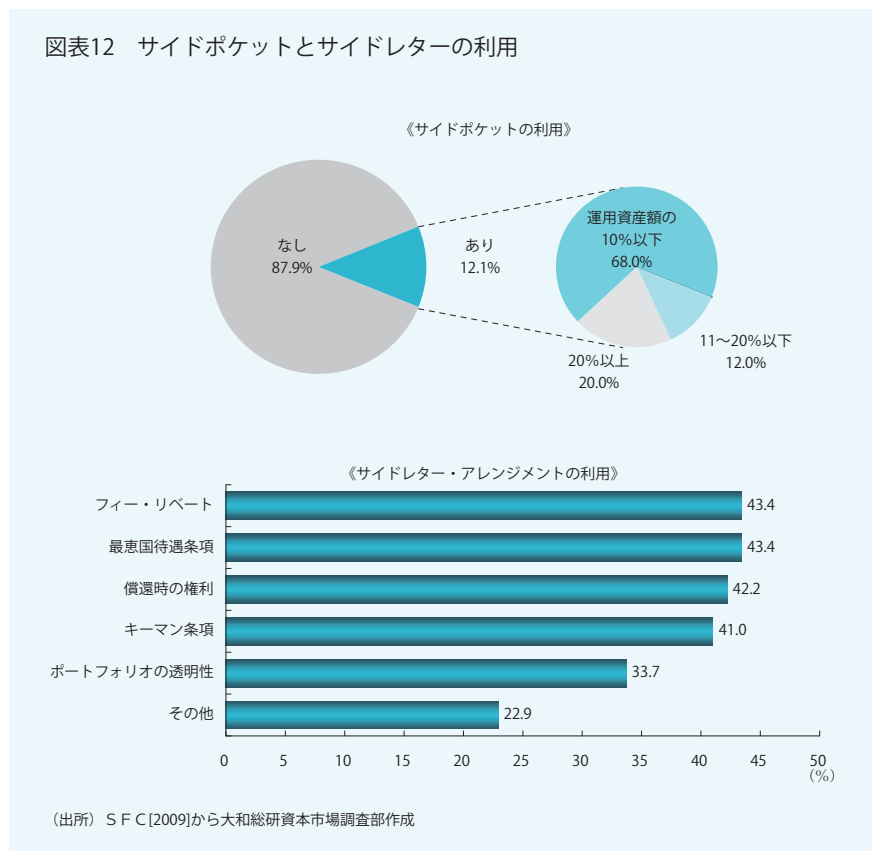
一方、プライムブローカーの利用については、複数のプライムブローカーを用いているヘッジファンドは06年に39.6%であったが、リーマン・ブラザーズの破綻などで、プライムブローカーのカウンター・パーティ・リスクにもっと注意を払う必要が出てきたため、09年の調査では52.5%に増加したという。

最後に、SFC [2009] は、その他の調査結果としてサイドポケット（side pockets）とサイドレター・アレンジメント（side letter arrangements）についても取り上げている（図表12）。サイドポケットとは流動性に劣る、あるいは評価が難しい資産（Hard-to-Value Assets）をファンド本体の資産勘定から切り離して、別勘定で管理するものである。ファンド本体は流動性

に優れる資産だけになるために、投資家からの解約請求にも応じやすくなり、流動性がない資産を無理に売却する必要もなくなり、キャッシュアウトに影響されにくい安定した運用が可能になるという。調査結果は、サイドポケットを12.1%の運用会社が利用していると回答し、そのうちサイドポケットの資産額は運用資産額全体の10%以下との回答が68%となっている。

サイドレター・アレンジメントとは、ヘッジファンド運用会社が特定の顧客との間で基本契約とは別に取り交わす個別契約のようなもので、当該顧客のために特別の権利を賦与するといった内容を一般的には持つ。調査結果では約40%の会社がこのアレンジメントを取り交わしていると回答した。最も多い項目は、フィー・リベート（Fee rebates）と最恵国待遇条項（Most favoured

図表12 サイドポケットとサイドレターの利用



nation clauses) で共に 43.4%、償還時の権利 (redemption rights) が 42.2%、キーマン条項(Key man provisions) が 41.0%となっている。

7章 香港のヘッジファンド業界の今後

香港のヘッジファンドは、08年の経済金融危機の影響によって初めて純資産額が減少したものの、04年からの増加傾向は続いてきている。また香港の金融当局も登録プロセスの簡素化など、ヘッジファンドの誘致を後押しし、ヘッジファンドに従事するスタッフ数の増加にも貢献した。ヘッジファンドの拡大には欧米からのアジア事務所の設立や日本からの移設、あるいは新規参入者による設立などが寄与したとみられる。また、ヘッジファンドの設立要件の緩和などもあったために、5人以下のプライベート型の運用会社が多いのも特徴である。

そのような香港のヘッジファンドの拡大は、欧米の機関投資家や富裕層からの投資資金が支えている。主な投資先であるアジア太平洋市場での運用スキルに期待してのことだとみられるが、今後もアジア太平洋諸国の経済成長が予想される限り、香港への資金流入はまだ続くことが予想されよう。香港はヘッジファンドの運用拠点の地位としてはシンガポールや東京を一步リードするようになったと言えよう。

そのような香港のヘッジファンド業界の課題としては以下のことが指摘されよう。一つは、結局はアジア太平洋地域の経済成長次第ということである。投資先や今後の資金源もアジア太平洋地域に依存するということになると、様々なりスクの根源が偏っているとも見ることができる。2点目

は、急速に拡大してきたヘッジファンド業界であるため、ファンドの質は玉石混交であり、平均的な質の劣化も懸念されるのではないかとことだ。運用専門家の数も増加してきたことを紹介したが、運用専門家は速成できるものではないだろうし、実績のある運用会社が日本から移転していくのもそろそろ打ち止め感があるためである。

最近ではアジアのヘッジファンドは欧米よりも規模が小さく、またその中でも規模の大きなヘッジファンドに資金が集中していく傾向があるとも指摘されている。規模の小さなヘッジファンドは下落期間が長くなるほど死滅していく確率も高くなるため、今後何らかの危機が再びあった場合には、廃業や撤退するファンドが極端に増加する懸念もある。しかし、危機後に再び高い経済成長を開始すれば、また新たなファンドも参入してこよう。そのようなダイナミズムをもって、香港のヘッジファンド業界は成長していくものと予想される。

【参考文献】

- 金融庁 [2005] 「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」、2005年12月
- 森祐司 [2010] 「アジアの資産運用業と年金基金」『DIR Market Bulletin』2010年夏季号、7月1日、Vol.25、大和総研
- Alpha[2009],“Alpha 2008 Asia Hedge Fund 25,” <http://www.iimagazine.com>
- Euromoney[2007],“Hong Kong streamlines hedge fund licensing”, Euromoney,July 2007 Vol.38, issue 459.
- Securities and Futures Commission [2009],[2006], “Report of the Survey on Hedge Fund Activities of SFC-licensed Managers/Advisors,” Securities and Futures Commission.
- Securities and Futures Commission [2010],“Fund Management Activities Survey,” Securities and Futures Commission.

[著者]

森 祐司 (もり ゆうじ)



資本市場調査部 金融調査課
主任研究員
担当は、資産運用