

2011年5月26日 全12頁

# 香港のヘッジファンドの動向

資本市場調査部

金融調査課 森祐司

環境・CSR調査課 伊藤正晴

著名ファンドが進出する一方で、閉鎖ファンドも多く、新陳代謝が激しい傾向

## [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。直近では香港証券先物取引委員会(SFC)に登録したヘッジファンド運用会社数は538(2010年9月末時)で、04年から5年連続で増加している。運用資産額も2008年の危機後には632億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、運用資産額でも大きな比率を占める。投資先はアジア太平洋向けが多く、運用資産額の66.1%を占める。しかし、最も特徴的なのは、中華圏への投資比率が大きいことである。資金源としては、欧米の富裕層や金融機関からの資金が大半を占める。
- 香港のヘッジファンドは、アジア太平洋地域の経済成長による発展・拡大に牽引され、運用拠点としてはシンガポールと競争しつつ発展してきた。しかし、金融危機後においては、規模の小さなヘッジファンドの閉鎖がある一方、有名なファンドや大規模なファンドには資金が流入するなど、ファンド間の格差も指摘されている。今後の香港のヘッジファンド業界の拡大はファンドの新陳代謝を伴うダイナミックな展開が予想される。

## 1. はじめに

香港のヘッジファンド業界の動向について報告する

森・伊藤[2011b]では、シンガポールにおけるヘッジファンドの動向について、報告した。そこでは、シンガポールは、特にアジアや新興国へ投資するヘッジファンドの運用拠点として、規制緩和や運用会社の誘致策などで、香港と競合しつつ、その地位を確保してきていること、また運用資産額も拡大傾向にあることを指摘した。また、森[2011a]では、近年の香港のヘッジファンド業界の動向について、SFC(香港証券先物取引委員会)が2009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])をもとに報告した。本レポートでは、SFCが2011年3月に公表したSFCの2011年版の報告書(以下、SFC[2011])のほかに、Eurekahedgeのデータベースに登録され入手可能な個別ファンドから集計したデータも交えながら、香港のヘッジファンド業界の動向について報告する\*1\*2。

\*1 Eurekahedgeのデータは、各運用機関及び外部の情報を元に作成しております。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、大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター  
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。大和総研の親会社である大和総研ホールディングスと大和証券キャピタル・マーケティング(株)及び大和証券(株)は、大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

## 2. 香港のヘッジファンド運用会社

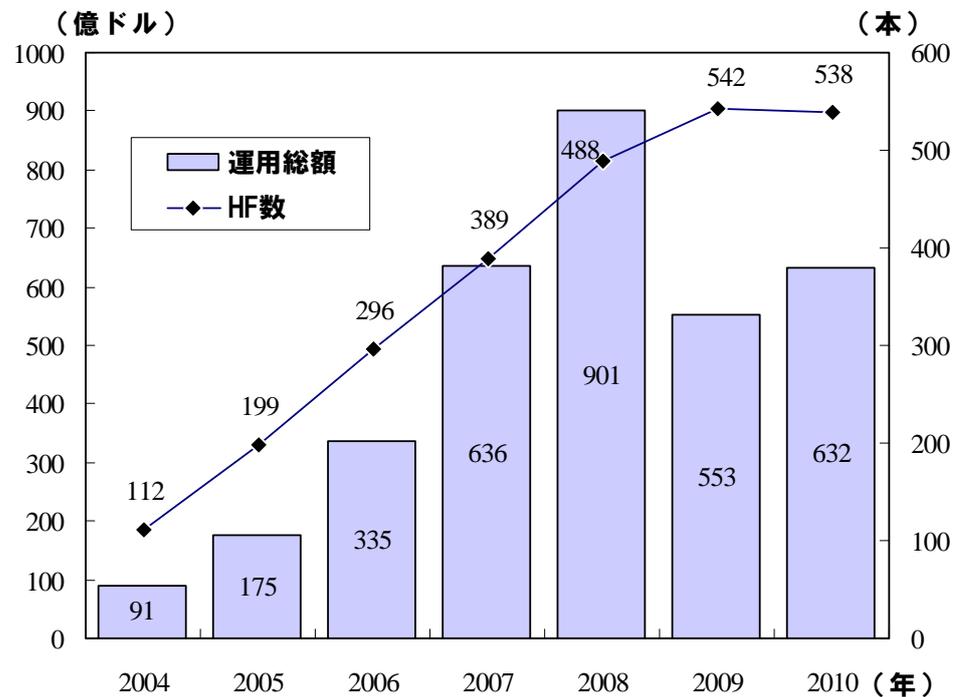
2010年の香港のヘッジファンド運用会社数は240社、運用資産額は632億ドル

SFCの2011年版調査報告は、香港でライセンスを付与したヘッジファンドを運用する240の運用会社を対象としている（2010年9月末日を調査時点とする、他の年は3月末時である）。ちなみに2009年の運用会社数は209社で、1年半で31社ほど増加したことになる。これら240社が運用するヘッジファンドの本数は2010年で538本あり、運用総額は632億ドル（米ドルベース、以下同）である（図表1）。運用資産額は2008年まで順調に拡大して901億ドルまで到達したが、経済金融危機で約39%も減少した。2010年にはやや回復し632億ドルとなっている。ファンド本数は危機後でも増加したが、2010年はほぼ横ばいで538本となっている。

Eurekahedgeのデータベースに登録されているファンドでも、2008年から横ばい

Eurekahedgeのデータベースに登録されているファンド（以下「DB登録ベース」と呼ぶ）について、香港を拠点とするファンドについて見ていこう。必ずしも全てのファンドが登録されているわけではないので、当然その本数、運用資産額は少なくなる。その点を踏まえた上で、香港とアジアにおけるその他の運用拠点を比較するために、図表2でファンド本数や運用資産額の相対的な規模について確認しよう（森・伊藤[2011b]も参照）。香港を本拠地とするファンド数は、2005年から順調に増加し、2008年からは140本程度で横ばいとなっている。

図表1 香港のヘッジファンドの運用総額と本数の推移

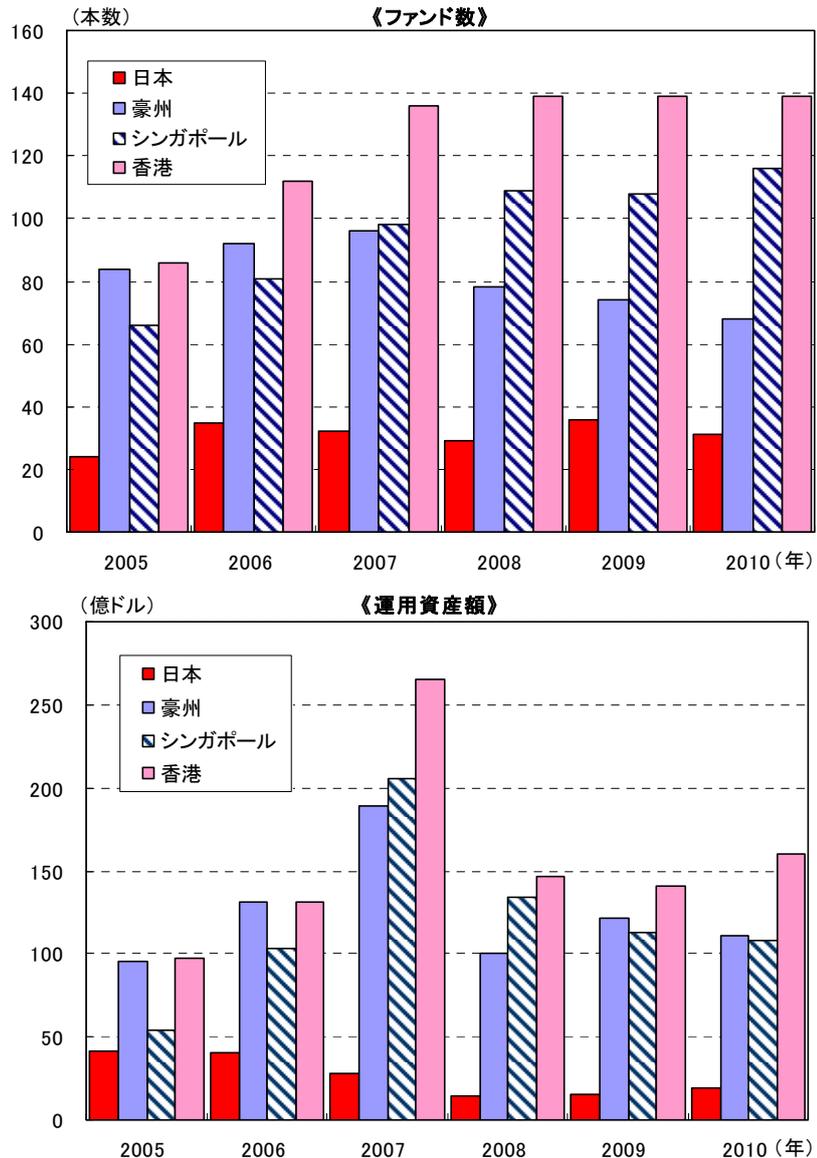


(注) 各年の日付は3月31日時点の数値。  
(出所) SFC[2009, 2011]より大和総研資本市場調査部作成。

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。

\*2 ヘッジファンドの運用資産額や本数は、データベースや研究者によって集計の方法やデータのカバレッジが異なり、まちまちであることが多い。ここでの集計は、シングル戦略を対象とし、ファンド・オブ・ファンズは対象としなかった。また、通貨が異なるだけで同一と見られるファンドは二重に集計しないようにしている。

図表2 アジアの主要4カ国の運用拠点別ヘッジファンド本数と運用資産額の推移



(出所) Eurekahedge「Global Hedge Fund Database」の個別ファンドデータより大和総研資本市場調査部作成。

香港はヘッジファンドの運用拠点としては、アジアではトップである

アジアにおけるヘッジファンド4大拠点の中では、香港はファンド数・運用資産額ともに最大である。ただし、シンガポールを拠点とするファンド数は順調に増加し、香港との差を徐々に詰めてきている。豪州は2005年頃ではファンド数では香港とほとんど同規模であった。しかし、2008年の経済金融危機以後では、豪州のヘッジファンドはシンガポールと入れ替わるように本数が減少してきている。図表2の運用資産額(DB登録ベース)で見ると、2007年までは日本を除く3カ国はいずれも増加していた。しかし、2008年の経済金融危機による影響でこれら3カ国は全て資産を減少させた。香港のヘッジファンドは2008年は対前年比44.8%も減少している。その後はやや増加して推移し、2010年末時点で香港でのDB登録ベースの運用資産額は160.0億ドルとなった。

### 3. 運用規模別の構成

香港のヘッジファンドの57.4%は1億ドル以下である

香港を拠点とするヘッジファンドの運用資産の規模別構成を図表 3 で見てみよう。1 億ドル以下のファンドが 57.4%を占めている。2009 年に比べて 1 億～5 億ドルの区分のウェイトが大きくなっているのは、金融危機後に運用総額が縮小して 1 億ドル以下となったファンドが再び盛り返して、1 億ドル以上の区分になったりしたことが主な要因だと見られる。

運用会社上位20社で運用資産額の55.7%を占める

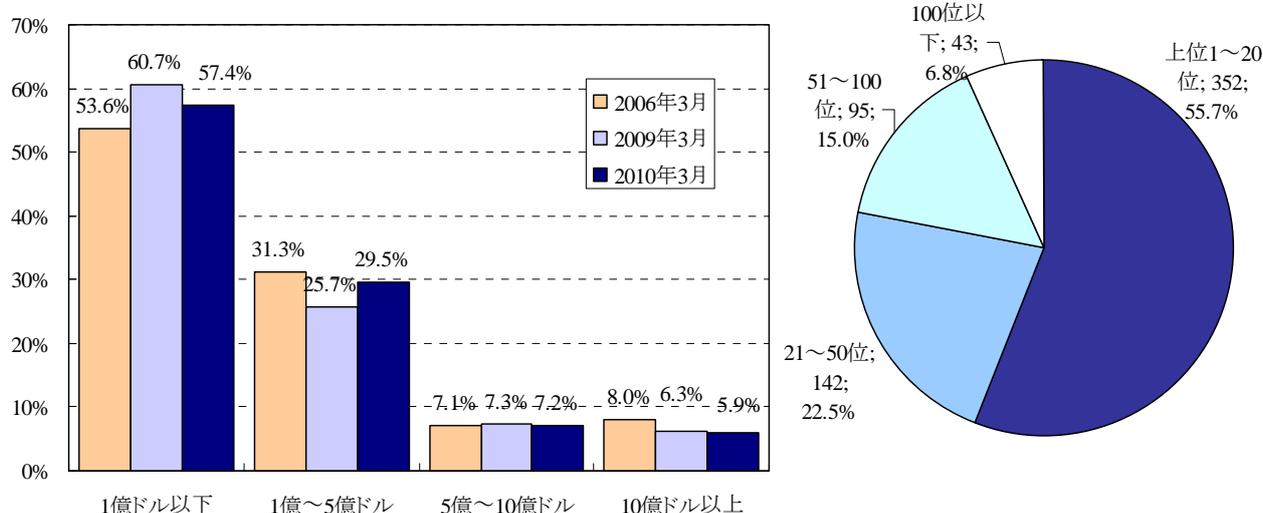
先に 2010 年の香港のヘッジファンド運用会社は 240 社だったと述べたが、それら 240 社の運用総額ランキングで見た構成は図表 3 右図のようになる。上位 20 位までの運用会社で 352 億ドルを運用し全体の 55.7%を占め、資産規模上位の会社に資金が集中する傾向が窺える。また 100 位までで 93.2%を占め、それ以下では運用会社の運用規模は非常に小さくなり、上位と下位で格差が非常に大きいことが示唆される。

ファンドベースでも上位のファンドに集中する傾向があり、上位20位までのファンドで全体の66.2%を占める

この点について、ファンドベースでの規模別構成についても、図表 4 で見てみよう（「DB 登録ベース」）。2010 年 12 月時点で、香港を拠点とするヘッジファンドは合計 145 本あった。そのうち運用資産額上位 20 位までのファンドで全体の 57.2%を占めている（図表 4 上図）。上位 50 位までのファンドで 84.0%を占めている。このことから、運用会社だけでなく、ファンドベースでも上位に集中する傾向があることが確認できる。また、伊藤・森[2011b]でもシンガポールのヘッジファンドも同様の傾向があることを指摘している。尚、その集中度も同様の数値（シンガポールでは上位 20 位までのファンドで 66.2%、上位 50 位までで 87.7%）となっているのは興味深い。

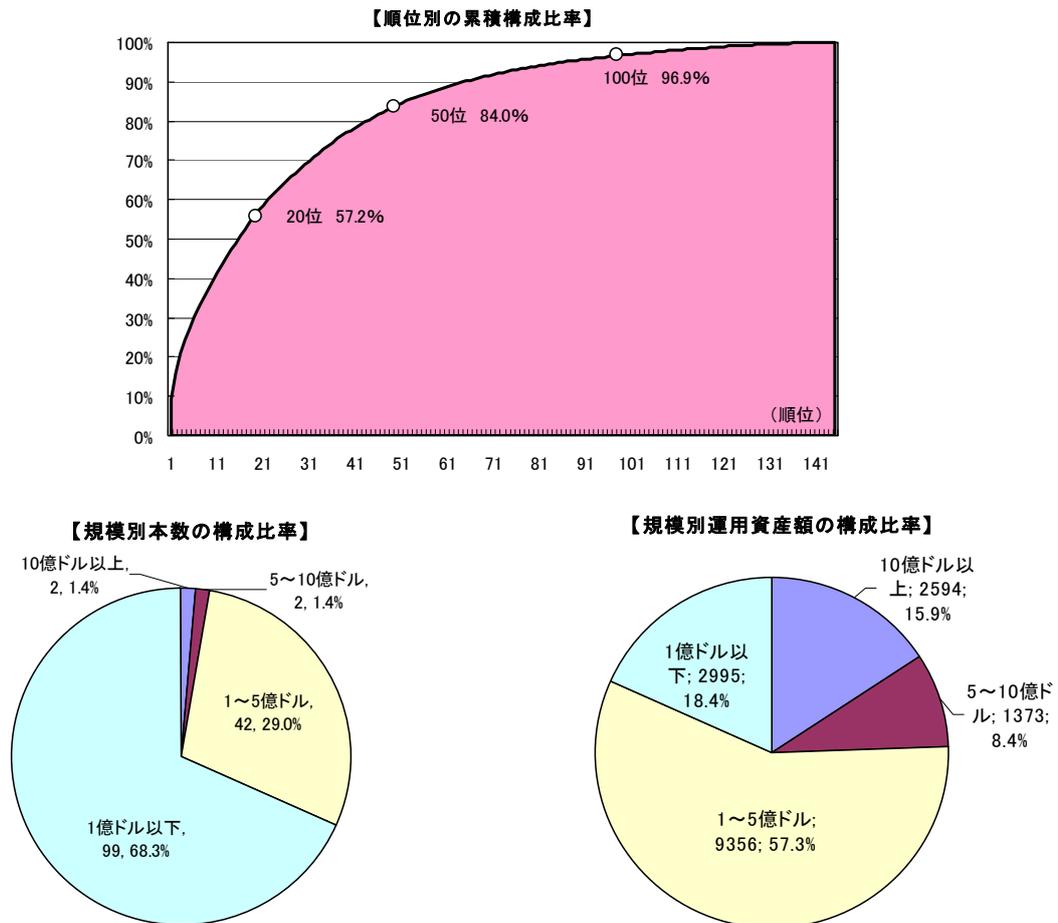
次に、規模別に本数の構成を見ると（図表 4 左下図）、10 億ドル以上のファンドは 145 本中わずか 2 本で全体の 1.4%を占めるに過ぎない（ちなみに、シンガポールでも 10 億ドル以上のファンドは 2 本であった）。しかし、これら 2 本のファンドの運用資産額は全体の 15.9%を占めている（右下図）。一方、1 億ドル以下の小規模ファンドは 120 本中 99 本ある（左下図）。しかし、運用資産額ベースで

図表 3 香港のヘッジファンドの運用総額別構成（左）と運用会社順位別の運用総額構成（右）



(出所) SFC[2009, 2011]より大和総研資本市場調査部作成。

図表4 香港のヘッジファンドの規模別構成比率



(注) 単位は【順位別】および【規模別運用資産額】は百万ドル；%。【規模別本数】は本；%。2010年12月末時。  
 (出所) Eurekahedge「Global Hedge Fund Database」の個別ファンドデータより大和総研資本市場調査部作成。

は1億ドル以下のファンドは合計で18.4%を占めるに過ぎない(右下図)。1ファンドあたりの平均運用資産額は1.1億ドル(シンガポールは0.91億ドルであった)である。このように、香港のヘッジファンド業界は、シンガポールと同様に上位の少数のファンドの資産規模が大きく、小規模のファンドが多数あるという構造になっている。このような運用会社やファンド間の規模格差が大きいのは、ヘッジファンド業界の世界的な特徴にもなっているが(森・伊藤[2011b]参照)、香港を拠点とするファンドでもその例にもれないことが理解されよう<sup>\*3</sup>。

尚、「金融危機以来、しっかりとした組織を持つヘッジファンドが機関投資家の資金を集めている」(The Wall Street Journal[2011])とも指摘されており、このような上位のファンドに資金が集中する傾向は、さらに拍車がかかっているものと見られる。

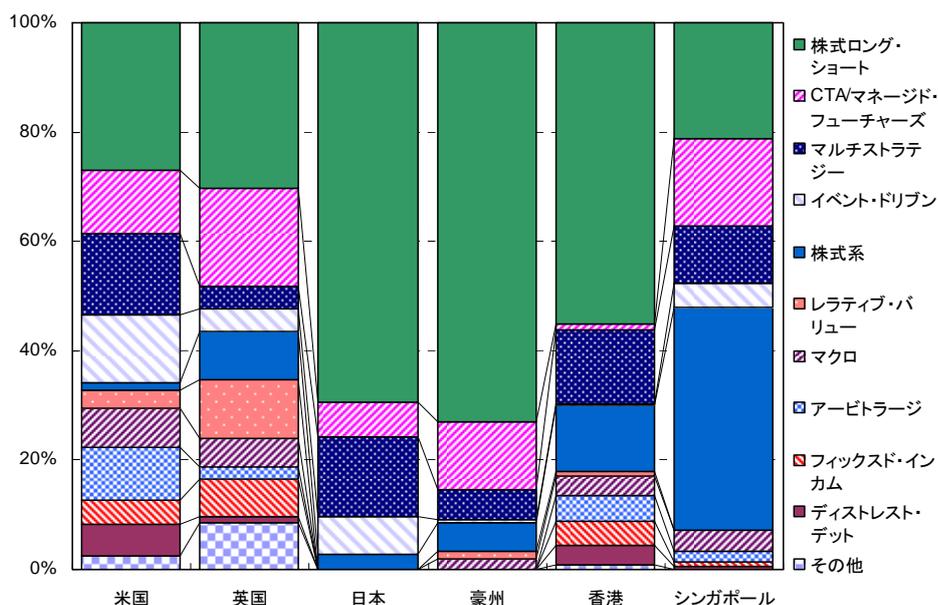
<sup>\*3</sup> ヘッジファンドのデータベースでは、一般的に規模が大きなファンドや著名なファンドは、データベースにあまり登録しないために、バイアスがあることも指摘されている。このため、実際の運用業界の規模別構成とは異なることも考えられる。しかし、大規模ファンドの未登録が多いというバイアスを考えると、ここで指摘した「大規模ファンドに集中する傾向」が、実際にはもっと強いのではないかと考えられる。

#### 4. 拠点別に見た運用戦略構成

アジアのヘッジファンドは「株式系」の戦略が多い

拠点別のヘッジファンド運用戦略の構成を、「DB登録ベース」で見よう（図表5）。アジア4カ国においては、日本と豪州は株式ロング・ショートが70%程度を占める一方、シンガポールは「株式系（Bottom-Up・Dual Approach・Top-Down・Valueの合計）」の比率が高い。香港では株式ロング・ショートは55.0%、マルチ・ストラテジーは13.4%、「株式系」は12.0%となっている。

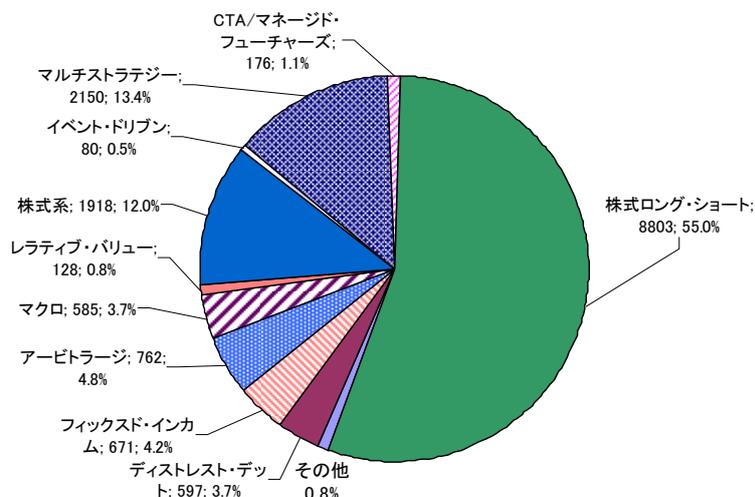
図表5 運用拠点別に見たヘッジファンドの運用戦略別構成（運用資産額ベース）



（注）2010年12月末時。「株式系」はBottom-Up・Dual Approach・Top-Down・Valueの合計。

（出所）Eurekahedge「Global Hedge Fund Database」の個別ファンドデータより大和総研資本市場調査部作成。

図表6 香港のヘッジファンド運用戦略別の構成



（注）単位は（百万ドル；%）。2010年12月末時。「株式系」はBottom-Up・Dual Approach・Top-Down・Valueの合計。

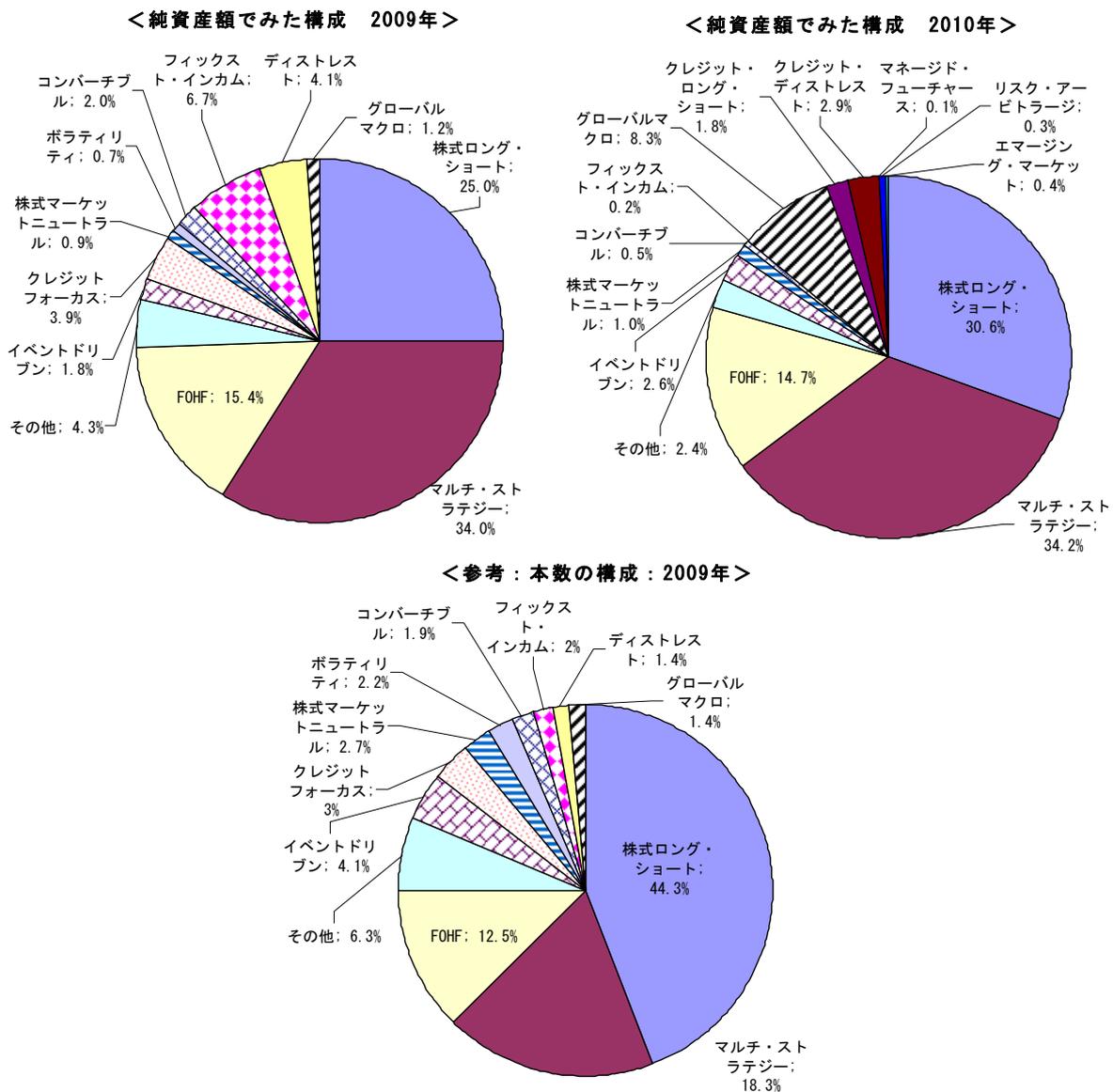
（出所）Eurekahedge「Global Hedge Fund Database」の個別ファンドデータより大和総研資本市場調査部作成。

香港を拠点とするヘッジファンドは株式ロング・ショート、マルチ・ストラテジーが多い

香港でも株式関連の戦略が高い構成比となっているのは、戦略としての取組やすさや、これら諸国における金融資本市場の中で、株式市場が最も投資機会が多く、ヘッジファンドがリターンを獲得しやすいことが理由であろう（伊藤・森[2011b]を参照）。

次に、SFCの調査結果による香港のヘッジファンドの投資戦略でみた構成比率について図表7で見ていこう。本数別・純資産額（NAV）別の構成比率は、やはり株式ロング・ショート、マルチ・ストラテジー、FOHFが大きな比率を占めている。特にマルチ・ストラテジーは、純資産額でみると最大の構成比率（34.2%）となっている。マルチ・ストラテジーが最もよく利用する投資戦略は、株式ロング・ショート、イベントドリブン、CBアービトラージだという（SFC[2011]）。

図表7 香港のヘッジファンドの戦略別構成比率



(注) 2009年3月末時点

(出所) SFC[2009]、[2011]より大和総研資本市場調査部作成。

香港では欧米よりもマルチ・ストラテジーやFOHFの比率が高い

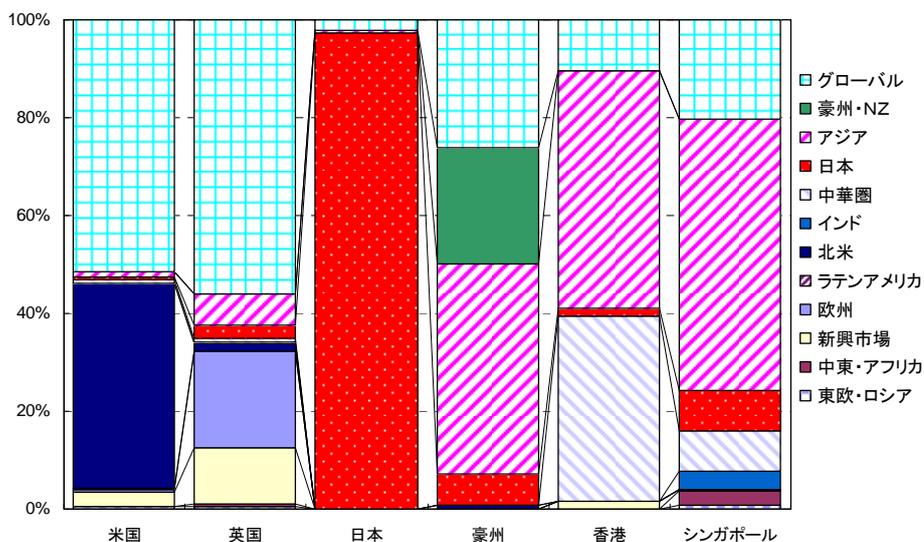
2009年の構成比（純資産額）と比較すると、株式ロング・ショート比率が増加していることが目立つ。マルチ・ストラテジーやFOHFなど、複数の投資戦略を組み合わせたファンドの構成比は50%程度で2009年とほぼ同じであったが、香港のヘッジファンド戦略の中では大きな比率を占めていることが分かる。その要因としては、ヘッジファンドの本数が2006年の296本から2010年の538本へと大きく増加し、新たに参入する運用会社や新設のファンドなど多様化が進んだことから、戦略や商品の種類も豊富になり、マルチ・ストラテジーやFOHFのような多種類の戦略・商品に投資するヘッジファンドが投資しやすくなったことが挙げられよう。また、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）、また香港を拠点とするヘッジファンドを多数組み入れて管理することにはコストも多くかかるために、戦略分散をすぐに図れるFOHFやマルチ・ストラテジーのファンドが選好されたのではないかと推察される。

## 5. 拠点別に見た投資先構成

米英両国のヘッジファンドはグローバルが最大の投資先

図表8で各運用拠点でのヘッジファンドの投資先別の構成を確認する。投資先は各ファンドがEurekahedgeデータベースに申告した国・地域をそのまま集計している（「DB登録ベース」）。これを見ると、米国のファンドは北米で、英国のファンドは欧州への投資が多いが、両方とも最大なのは「グローバル」である。これらとは対称的に、アジアを拠点とするファンドはアジアへの投資比率が高いことが分かる。特に、香港はシンガポールと同様にアジアへの投資比率が最大となっている。正に、アジアにおけるヘッジファンドの運用の中心地と言えよう。シンガポールにおいては、インドや日本などへもある程度の投資比率があるのに対し、香港では中華圏への投資比率（37.9%）が非常に大きい一方、日本やイン

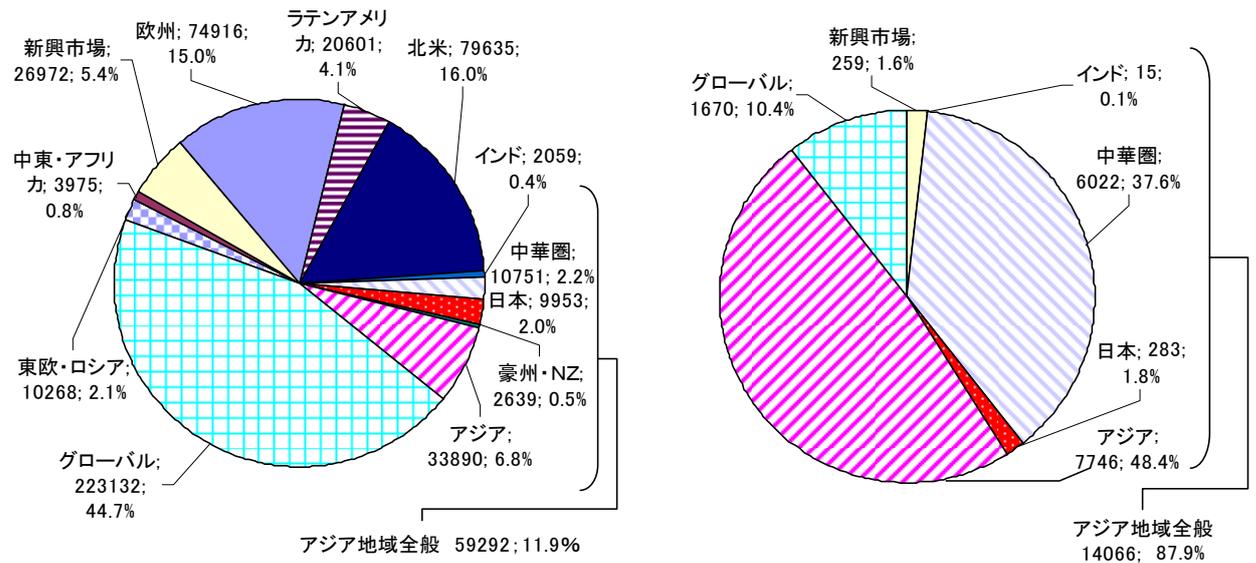
図表8 運用拠点別に見た投資先別の構成（運用資産額ベース）



（注）2010年12月末時。

（出所）Eurekahedge「Global Hedge Fund Database」の個別ファンドデータより大和総研資本市場調査部作成。

図表 9 世界のヘッジファンドの投資先別の構成（左）と香港のヘッジファンドの投資先別構成（右）



(注) 単位は (百万ドル ; %) . 2010 年 12 月末時. 「アジア地域全般」はインド・中華圏・日本・豪州 NZ・アジアの合計.  
 (出所) Eurekahedge 「Global Hedge Fund Database」の個別ファンドデータより大和総研資本市場調査部作成.

ド、豪州などそれ以外のアジア地域への投資比率は非常に小さく、中華圏により特化したファンドが多いことが特徴となっている。

#### 香港を拠点とするファンドは、アジアや中華圏への投資が多い

「DB 登録ベース」で香港を拠点とするファンドの投資先別構成について図表 9 で詳細に見てみよう。香港を拠点とするファンド（右図）の投資先は、アジアへの投資が 48.4%で、アジア地域全般（豪州・NZ、日本、インド、中華圏、アジアの合計）では 87.9%と、同時期のシンガポールの 75.9%を上回り、香港に拠点を置くヘッジファンドがアジア地域への投資にいかにか特化しているかがよく分かる。尚、同時期の世界のヘッジファンドのアジア地域全般への投資は合計 11.9%である（左図）。

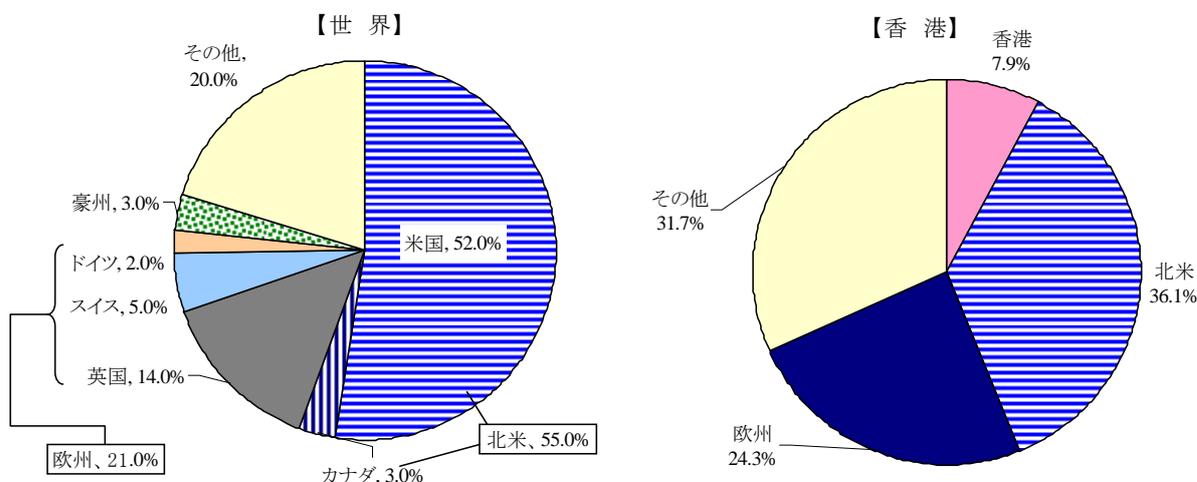
このように、香港のヘッジファンドがアジア太平洋地域に特化する傾向には、当然ながら投資家サイドのニーズも影響していることも考えられる。シンガポールと同様に、香港を拠点とするヘッジファンドに投資家が期待するのは、それらファンドのアジア地域での運用能力の高さであろう。このため、アジア地域に投資するファンドに投資家からの引き合いが多くなることは当然考えられよう。以上のことを背景に、アジア地域での投資比率が高くなっていると見られる。

## 6. 投資家の地域別及び属性別構成比率

ヘッジファンドの資金源は欧米が8割弱で、香港では中東やアジアからの資金が比較的多い。

世界と香港のヘッジファンドに投資する投資家の地域別構成比率（資金源別構成）を見てみよう。まず、世界のヘッジファンドの投資家の地域別構成（図表 10 左図）は、北米が 55.0%、欧州が 21.0%と、欧米が資金源の 8 割弱を占めていることが分かる。一方、香港でも、北米が 36.1%、欧州が 24.3%と両者合わせて 60.4%を占め、欧米が最大の資金源となっている（図表 10 右図）。しかし、世界の投資家と比べて北米の投資家の比率が低く、その他の地域の比率が高いことから、

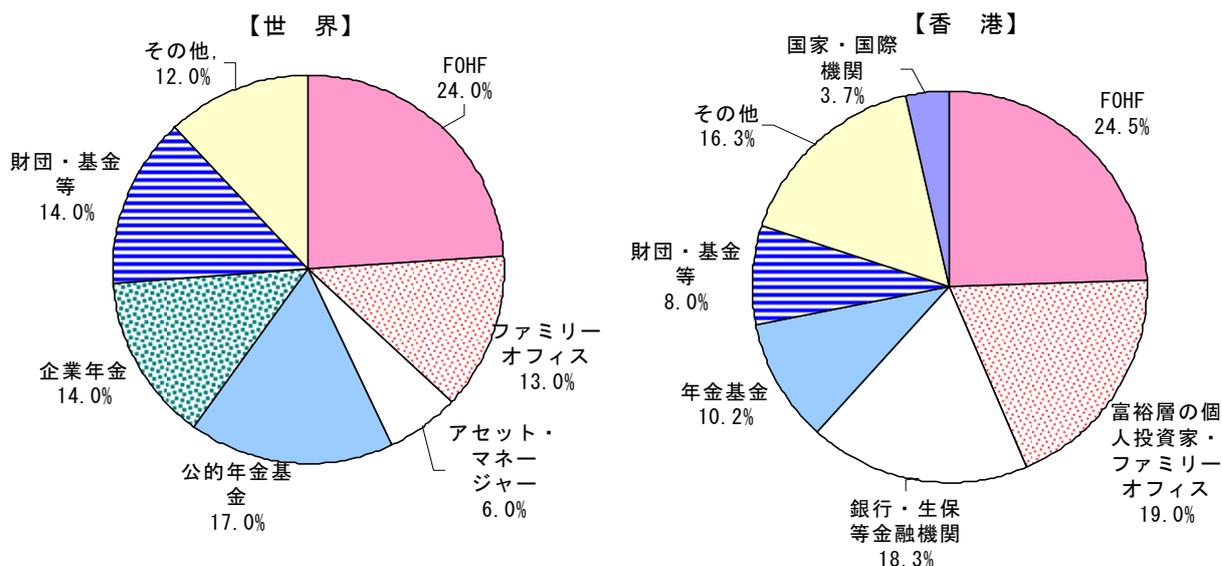
図表 10 投資家の地域別構成比率（左：世界、右：香港）



(注) 【世界】は2009年末時、【香港】は2010年末時。

(出所) 【世界】はIFSL[2010]、【香港】はSFC[2011]より大和総研資本市場調査部作成。

図表 11 投資家の属性別構成比率（左：世界、右：香港）



(注) 【世界】は2009年末時、【香港】は2010年末時。

(出所) 【世界】はIFSL[2010]、【香港】はSFC[2011]より大和総研資本市場調査部作成。

中東やアジア太平洋地域などの投資家からの資金が、香港の場合は多いものと見られる。ちなみに、香港を資金源とするのは7.9%であった。

香港のヘッジファンドも欧米への資金依存度は高いが、それ以外の地域からの投資が比較的多い

森[2010]は、ヘッジファンドを含む香港の資産運用業全般としてみた場合には、35.8%が香港の投資家の資金であったことを報告している。このため、香港のヘッジファンドは資産運用業よりも、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が高いことが窺える。

次に、世界と香港のヘッジファンドに投資する投資家の属性別構成比率を見よう。香港のヘッジファンドの投資家の属性としては(図表11右図)、FOHFが

富裕層や銀行からの投資が多いが今後は年金基金からの投資拡大も期待される。

最も大きく(24.5%)、富裕層(19.0%)、金融機関(18.3%)、年金基金(10.2%)と続いている。世界のヘッジファンドの顧客構成では(図表11左図)、年金基金の構成比が大きくなっている。世界のヘッジファンドの投資家としては、かつては個人富裕層やファミリー・オフィスが主要な資金源で、2000年代以降に年金基金が台頭するという流れがあった。香港ではまだ富裕層の比率が高く、年金基金の比率がまだ低いいため、今後は年金基金の比率が高まり、世界の平均的な構成比のように、近づいていくのかもしれない。

## 7. 香港のヘッジファンド業界の現状と今後

金融危機後には香港のヘッジファンドは規模が小さなファンドは打撃を受けた

今回取り上げた香港証券先物取引委員会の報告(SFC[2011])によれば、2010年9月末時点の香港で営業許可を受けたヘッジファンド会社(SFC-licensed hedge fund managers)240社が運用するヘッジファンド数は538本であり、SFCが調査を開始した2004年からおよそ5倍にまで増加したという。しかし、2008年の金融危機後においては、アジアでは一連のファンドが閉鎖されるなど、「大規模なファンドや有名なファンドは裕福なアジアの投資家から資金調達できているが、規模の小さなファンドは打撃を受けた」(The Wall Street Journal[2011])ことが伝えられている。このため、2009年は香港のヘッジファンドの運用資産額は減少した。2010年からは再び盛り返したが、規模の大きなファンドを中心に資金流入があるようである。

2011年のアジアのヘッジファンドのパフォーマンスはあまり芳しくない

2011年はアジア株式市場が相対的に低迷していることから、ヘッジファンドの運用パフォーマンスも芳しくはない。HFRI Emerging Markets: Asia ex-Japan Indexは、年初来0.53%のリターンにとどまっておろ、HFRI Fund Weighted Composite Indexの3.37%を大きく下回っている。しかし、日本経済新聞電子版[2011]は、香港で注目度の高い新ファンドの設立が続いていることを指摘し、ニューヨークやロンドンよりも、香港やシンガポールといった「新興市場および周辺都市、特にアジアの各都市がヘッジファンド拡大の最前線であることは明らか」だと示唆している。

香港のヘッジファンドは閉鎖・開設が多く、ファンドの顔ぶれの変化も激しい

特に、2010年1月にソロスファンドが香港に事務所を開設し、サブプライム住宅ローン証券の下落に賭けて一躍有名となった米国ヘッジファンドのポールソンが2011年2月に香港に進出したことは、香港のヘッジファンド業界の今後のさらなる発展を期待させるものとなっている。その一方で、昨年香港を含むアジアで閉鎖されたファンドは規模の小さなファンドを中心に100に上るとも言われており、その動向は交錯したものとなっている(The Wall Street Journal[2011])。

以上のことから、香港のヘッジファンド業界は、今後もアジア太平洋地域や中華圏の発展とともに拡大していくことが予想されるが、その拡大は必ずしも直線的なものではなく、新規参入と撤退・閉鎖の激しい新陳代謝を伴いながらの拡大だということが予想される。

以上

## 参考資料

IFSL Research [2010], "Hedge Funds 2010," <http://www.thecityuk.com/>, April, 2010.

Securities and Futures Commission [2011], [2009], [2006], "Report of the Survey on

Hedge Fund Activities of SFC-licensed Managers/Advisors,” Securities and Futures Commission.

The Wall Street Journal[2011],”ヘッジファンドのポールソンが香港進出“、ウォール・ストリート・ジャーナル日本版、2011年3月4日.

伊藤正晴・森祐司[2011a]、「金融危機後のヘッジファンドの動向」、大和総研、2011年2月16日.

伊藤正晴・森祐司[2011b]、「アジアに投資するヘッジファンド：動向と保有株の特徴」、大和総研、2011年3月7日.

日本経済新聞電子版[2011]、「香港やシンガポール、ヘッジファンドの新たな拠点に」日本経済新聞、2011年3月28日.

森祐司[2010]、「アジアの資産運用業界と年金基金」『DIR Market Bulletin』2010年夏季号、7月1日、Vol.25、大和総研.

森祐司[2011a]、「香港のヘッジファンド業界の動向」『大和総研調査季報』、春季号、Vol.2、大和総研.

森祐司[2011b]、「エマージング市場投資のヘッジファンド」、大和総研、2011年4月20日.

森祐司・伊藤正晴[2011a]、「エマージング市場とヘッジファンドの相関分析」大和総研、2011年2月2日.

森祐司・伊藤正晴[2011b]、「シンガポールのヘッジファンドの動向」大和総研、2011年5月10日.