

# GCI Global View

2008年11月17日

## 【目次】

### ●スペシャルレポート

Descretion についての随想 P.1

### ●Global Markets

1. オーバービュー P.4

2. 資金市場 P.7

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： [administration@gci.jp](mailto:administration@gci.jp)

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## ●スペシャルレポート

### Descretion についての随想

筆者を含めヘッジファンド業務に関わる多くの人は、人間の判断である“discretion”が有効に機能し、価値を生み出す状態が確保されていれば、ヘッジファンド業界としての付加価値は確認もできるだろう、とこれまで仮定していたと思います。過去2-3ヶ月のヘッジファンドのリターンを見ると、極端なマイナスリターンとなるファンドが多くあり、それらが運用戦略やトレーディングが劣っていたことによるものなのか、または、資産保全という意味での運用者またはリスクマネージャーの英断が欠けていたことによるものなのか、判断がつかない場合があります。あまりにも多くのファンドのリターンが極端にマイナスになるのをみると、いわゆる“ディスクレ”がどのように効力を発揮するかについては、運用者の職業上の行動特性によるものである、ということをごここであえて言及します。後述するファンドは、トレーディングの機械的な複製によるファンドの例であり、直近の結果は極端に悪いものでした。人間の判断がそこに介在していたら違ったものになったのかどうかを考察することにも意味があるでしょうが、その可能性を認めずに、極端に劣るリターンの説明として、過去のデータからは予測することが不可能なほどの出来事が起きてしまった、というだけであれば、事実の羅列はできていても、説明としては不足であると思います。最近では、このような状況に加えて、解約停止という措置を講じるファンドも多いので、ここでも“ディスクレ”が大きく作用することから、投資家としてヘッジファンドに投資する姿勢そのものについて自問する機会になります。

“discretion”という言葉には、本来“分別、思慮深さ、判断力”といった意味がありますが、ことヘッジファンドの世界では、“裁量、任意”または、“行動の自由”という意味で主に用いられることが多いのが実情です。卑近な例でみると、ヘッジファンドの運用者が、最近の市場状況を反映して、“解約を禁止する”旨の裁量を発動したために、資金の回収をしなくても出来ない投資家が多く出ていることは周知の事実です。これらの裁量については、一般的には投資目論見書で大まかに規定されているケースが多く、運用者は実質的にかなり広範囲にその裁量を行使することが出来ます。誤解を防ぐため述べておきますが、運用者は何でもかんでも自分に都合よく、この裁量を発動しているわけではなく、中には真摯に投資家とコミュニケーションをとり、適切な処置である、という主張を論理的に述べる者もいます。運用者の中には、あまりにも唐突かつ一方的にこれを発動しているのではないかと、思わせるようなものがあることも事実です。それらを聞くと、あたかも“あなたの解約を受けると自分も売らなければならない。市場インパクトが大きいので、これ以上下がると自分が困る”というのが本当の理由ではなからうかと、疑いたくもなります。会計士に了解を取っている、といっても、当の会計士はファンド側から手数料をもらっているので、“客”の言うことに疑問を感じたとしても、強く反対しているかどうかは不明です。この点では、類似例として、格付け会社が発行体に対して迎合する体質がある、という業界批判を思い出します。技術的にいうと、目論見書で定義されている項目の変更については、ファンドのディレクター、または投資家の承認を必要する場合もあり、すべてが運用者の一存であるというわけではありません。ただし、投資家の承認を必要としないと定義されている場合は、例えばケイマンに籍をおくディレクターが、個々のファンドの運用政策変更について、決定的な意見を挟むことは多くはなく、ほぼ運用者の意思が通る形になっている形式があります。ファンドの実質的運用者は、形式的にファンドのディレクターに手数料を払っているため、これら関係者が“客”の言うことに疑問を感じたとしても、強く反対しているかどうかは不明です。この点では、類似例として、格付け会社が発行体に対して迎合する体質がある、という業界批判を思い出します。公正であるために、この種類の裁量の根拠をいま一度述べます。おもな理由は、“すでに下落している証券価格が、投資家の一斉解約により、ファンドによる強制売却の影響を受け、需給悪化でさらに下落する。解約を一時的に禁止することで、自らが需給を崩すことを避け、証券価格の戻りを期待したほうが、適正価値の観点からすると運用者にも投資家にも意味がある”ということになります。ここでいう適正価値というのは、その運用者が信じる

適正価値であって、純粋にテクニカル的手法を使う運用者は、絶対に正しい適正価値というものではなく、市場価格のみが正しいと主張するでしょう。そういう意味では、市場参加者の総意が適正価格を醸成し、その相互作用の結果が市場価格となるのであって、以前この欄でもお話したように、人間の集合的な感情が極端に振れることがあると、その反映としての市場価格が極端に振れるということになります。

話は過去に遡りますが、今からちょうど一年ほど前に、国内某所でヘッジファンド・セミナーが開催され、複数の金融機関がヘッジファンドのリターン複製について議論するという機会がありました。ヘッジファンドのリターン複製については、学界を含めて多くの議論があるので、ここでは特にその議論の内容についてまで言及することは避けたい。私が興味を持ったのは、某ブローカーが提案した機械的な複製戦略で、あるデリバティブ運用戦略のインデックス化により、投資家に対し運用商品として、より安価で流動性の高い優秀な投資対象物を提供できる、というものでした。ルールに従って運用することで、運用する人間の判断が入らない、というタイプの戦略については、なにもこれが初めてではなく、世の中にも複数あります。ただし、その“アービトラージ”戦略の根拠になっていたものは、ある原資産に対する特定のオプションの価格が恒常的に高いというもので、その高い価格の根拠は業者の手数料によるところが大きい、というものでした。そのときの私の漠然とした感想は、通常の市場状態であれば、上昇により得ることの期待を買うコールオプションよりも、下落により失う恐怖に対する保険であるプットの方に、高い値段を払うのは一般的な傾向というものだろう、という程度のものでした。この戦略そのものは、数量的に分析しても意味のあるものである、と主張されていたので、ここで戦略の優劣について述べるつもりはありません。ちなみに、この戦略の売り文句は、“運用者の恣意が介入しないこと”であったので、運用戦略の優劣そのものが結果として問われることになりませんが、先月のように1ヶ月間に50%以上のマイナスリターンを実現してしまうと、モデルの優劣を認めるよりも、過去のデータからは予測することが不可能なほどの出来事が起きてしまった、という説明がなされる傾向があると思います。

多くのヘッジファンド戦略には、リスクリミットが設けられており、1ヶ月期間中に一定以上のマイナスとなれば、ポジションを大きく整理する、といったガイドラインがあります。しかも運用者が、その時々々の市場状況を判断して、それ以上の損失を防ぐべくポジションを削減する、または、そうなる前にリスクマネージャーの介入による資産保全措置が取られることが一般的です。前述のように、市場価格が人間の判断や感情を反映した結果としての証券価格の集合であるなら、投資判断が機能する状況下かどうかを考慮し、むしろ資産保全上の判断としてポジション持ち高を抑制するなど、状況を冷静に判断できる運用者またはリスクマネージャーの、“discretion”は、本来であれば最後の砦となるべきものなのでしょう。レバレッジの有無に関わらず、預かった資産が単月で半分以下になる、という状況であれば、それは壊滅的な状況であっただろう、と推測できます。仮に常識的な職業的判断が介在していたとすれば、資産保全のために、そこに至る以前のどこかの時点で、何らかのリスク回避の判断が働き、結果はましなものになっていたのではないかと推測します。“状況を冷静に判断できる”という部分には、顧客資産の運用を任されている、という常識的な理解が伴っているということ、改めて付け加えておきます。

余談ですが、先日、某ブローカーの主催するヘッジファンド・コンファレンスに参加した際に、興味あるパネル・ディスカッションを目撃しました。そのときの司会者は、話題となっている事柄や、会場からの質問を加味して、パネルの数人に発言を促すことをしていたのですが、どうもそのときのパネルとして参加していた各運用者たちは、質問にまともに回答することが苦手だったようで、自分が運用するファンドの戦略の特徴や、現在の市場状態と自分の戦略がいかにうまくかみ合っているか、などあくまで自らのアピールという議論が大半で、肝心の質問に答える内容はほとんどありませんでした。コンファレンス自体は非常に評価も高く有効なもので、私が目撃したのは数回にわたるパネルの中での、ほんの一部であったのかもしれませんが、いずれにしても、生き残るヘッジファンド運用者の特徴は、客や関係者がどうのこうのと言っても、わが道をひたすら走り続ける、という傾向があることを再認識しました。(念のため、コミュニケーション能力にも優れた、非常に賢明な投資家がいることはご存知の通りです。)

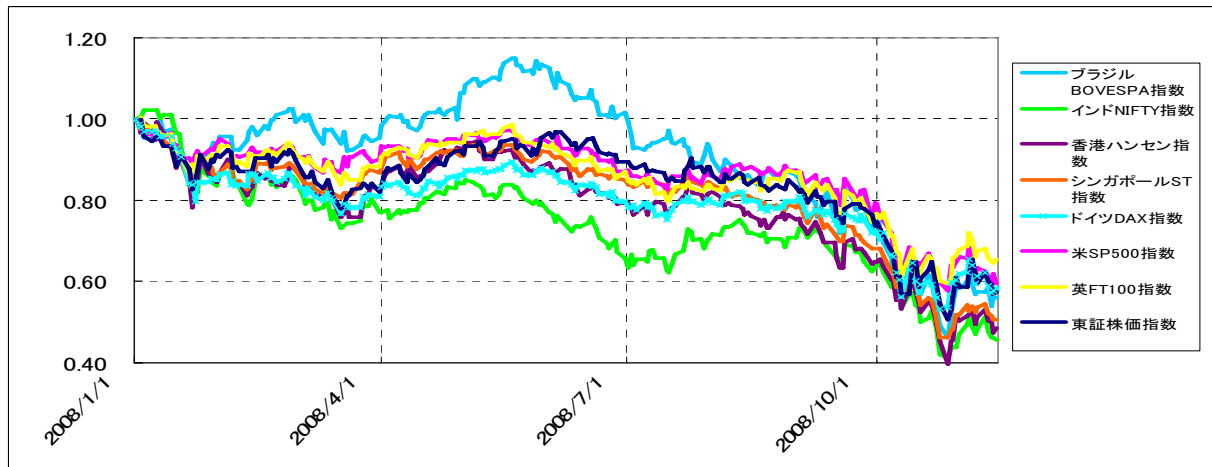
前述の“discretion”の動詞は“discern”（識別する、見分ける）であり、また、形容詞としての“discreet”（思慮深さ、分別のある）にもそれに通じる意味があります。いわゆる“ゲートキーパー”としての業務は、各ヘッジファンド戦略の定性、定量の分析により、ファンド分析をすることですが、業界としても分析業務は、いまだに発展途上にあり、その理由には、運用者の“discretion”に基づいた判断までも正しく予測、分析することなどできない、という定性的要因もあります。この点では、運用者の職業上の人間的特性や、運用チームの行動的特性を分析することもゲートキーパーの重要な仕事のひとつであり、まさに目利きによる識別が不可欠な部分でもあります。お金を儲けるのがうまい、という理由だけではなく、ぎりぎりの状況に追い込まれても意味のある会話が出来る、ということはファンド選択の重要な条件になるでしょう。ヘッジファンドの運用者には、自己の報酬を最大化するために他人の資産を利用する、という業界としての特徴があるため、ゲートキーパーが顧客と運用者のインセンティブの並びを揃える、という重要な役割を担うこととなります。何かと機関化が進み、今後は規制強化の方向にあるヘッジファンド業界なので、他人の資産の運用を任されているという当たり前の認識に加えて、これまでの反省という大きな揺り戻しはありそうです。ファンド分析やファンド選択に関して、リスク管理体制や過去の実績、またはインフラの充実などが重要視される傾向がありますが、やはり肝心なのは“誰が運用するか”ということであって、運用者の“discretion”に信用を置けるか、ということになります。（西田）

## Global Markets (11月10日～11月14日)

### 1. オーバービュー

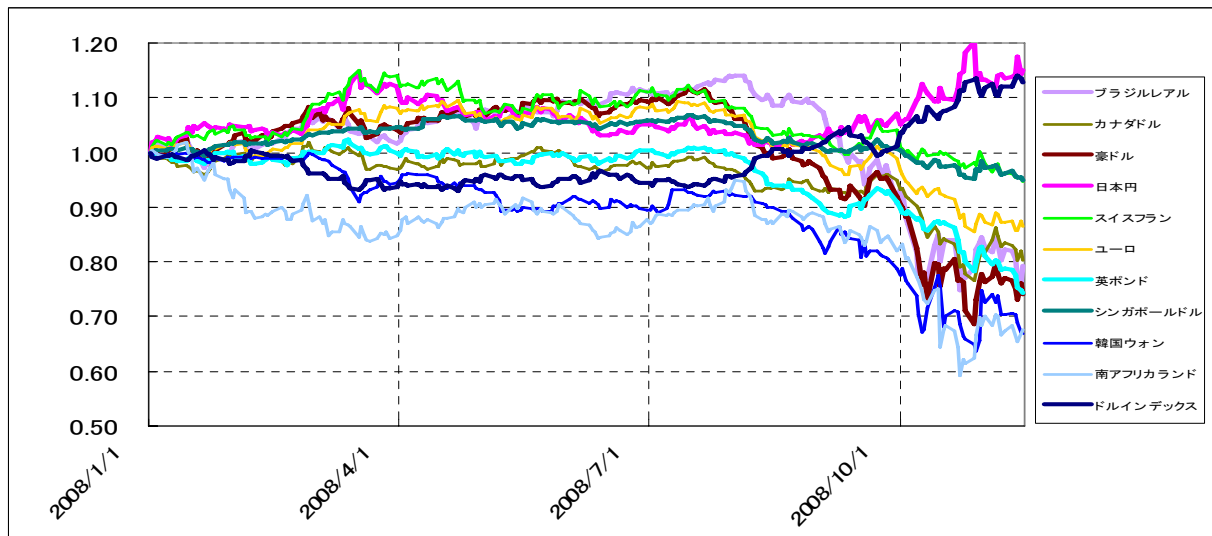
実体経済の悪化が止まらない。米国の家計が消費を抑制する動きが顕著となる中、金融機関の慎重な貸し出し姿勢と相まって、クレジットカード会社の資金繰りが厳しさを増し、小売りセクターですら影響が出てきている。欧州でもリセッション入りが明確となる中で開催された G20 では、先進国のみならず新興国を含めた協調した取り組みが再確認され、今槍玉に上がっている米国主導の金融市場主義の、さらなる反動としての保護主義の強まりには反対する姿勢を打ち出し、一定の成果は見せたものの、規制のあり方、通貨政策に対する考え方の各国間の相違や対立は、そのまま持ち越しとなった。中国が打ち出した 60 兆円にものぼる景気刺激策に世界は期待をかけているが、グローバルな需要減が「世界の工場」を疲弊させる影響にも注視が必要だろう。

#### 【各国株価インデックスの年初からの変化率の推移】

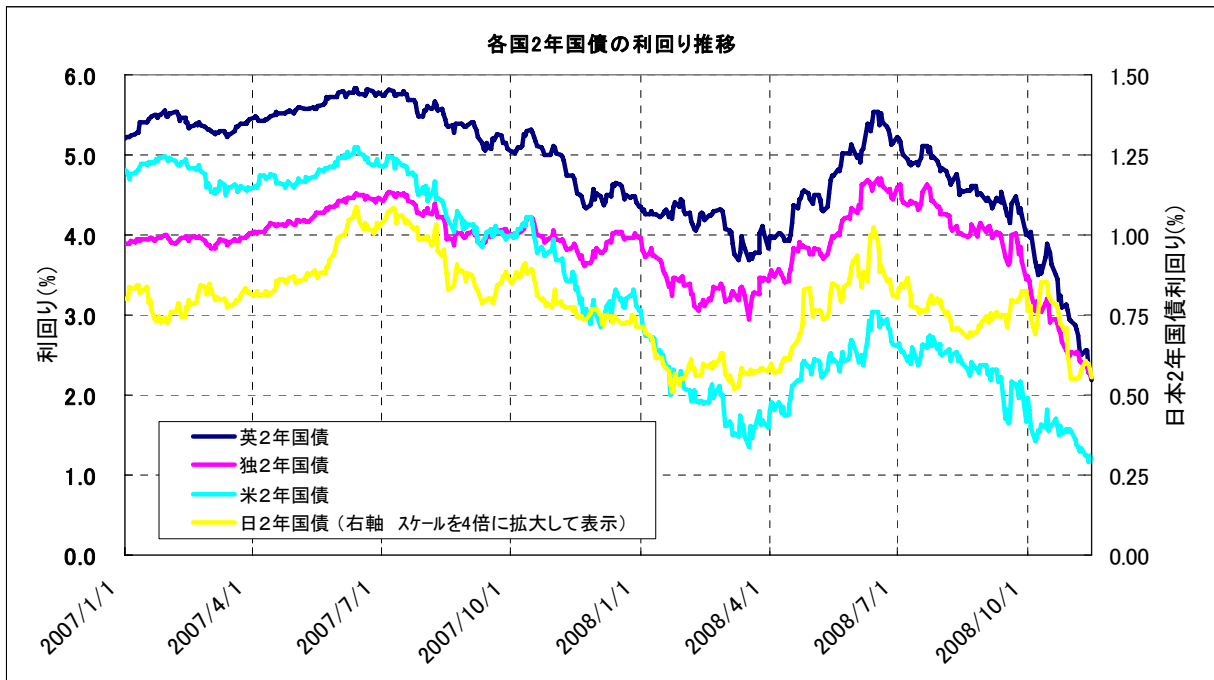


「モラルハザード阻止」と「信用と市場の収縮」を天秤にかけ、リーマンの対応では前者を重視したがゆえに、その後大きな代償を負うこととなった米国当局は、金融機関のみならずカードローンなどのノンバンクや自動車業界を含めて国家が全面的に信用供与する姿勢を突き進めている。為替市場では潜在的にはドルに対するネガティブな見方がくすぶるものの、足元では欧州通貨や新興国通貨への売り圧力が再び強まった。

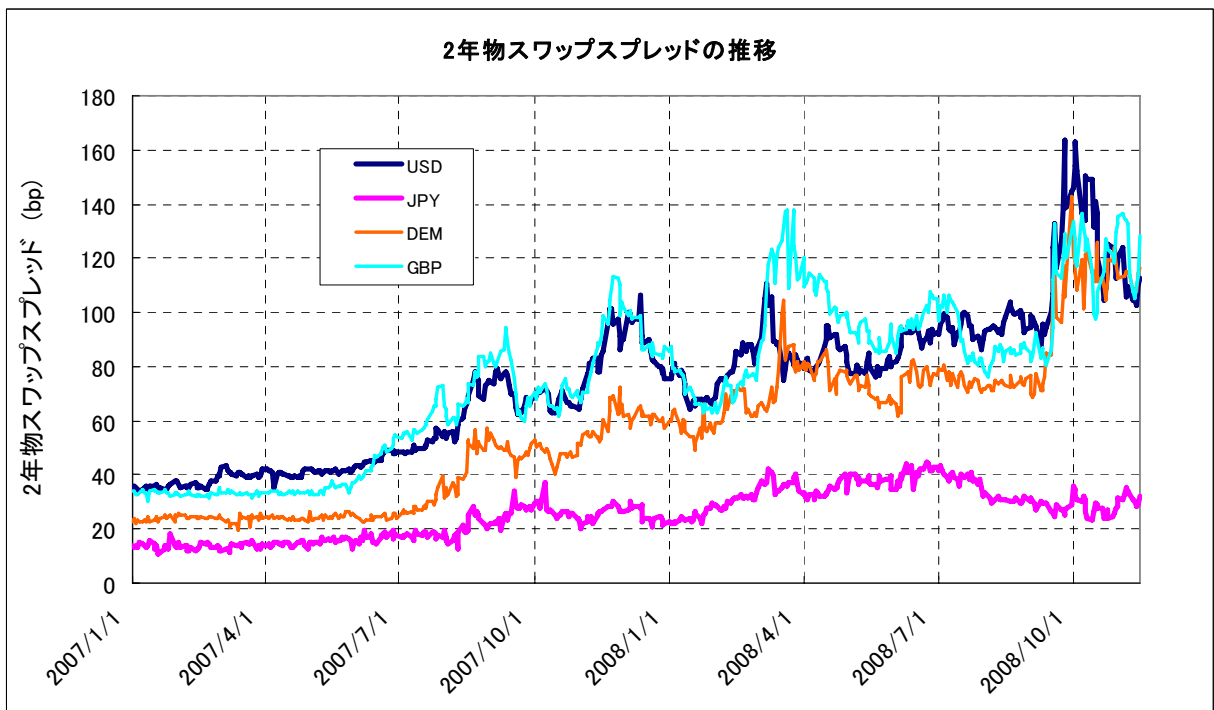
#### 【各国通貨の年初からの対ドルでの変化率の推移】



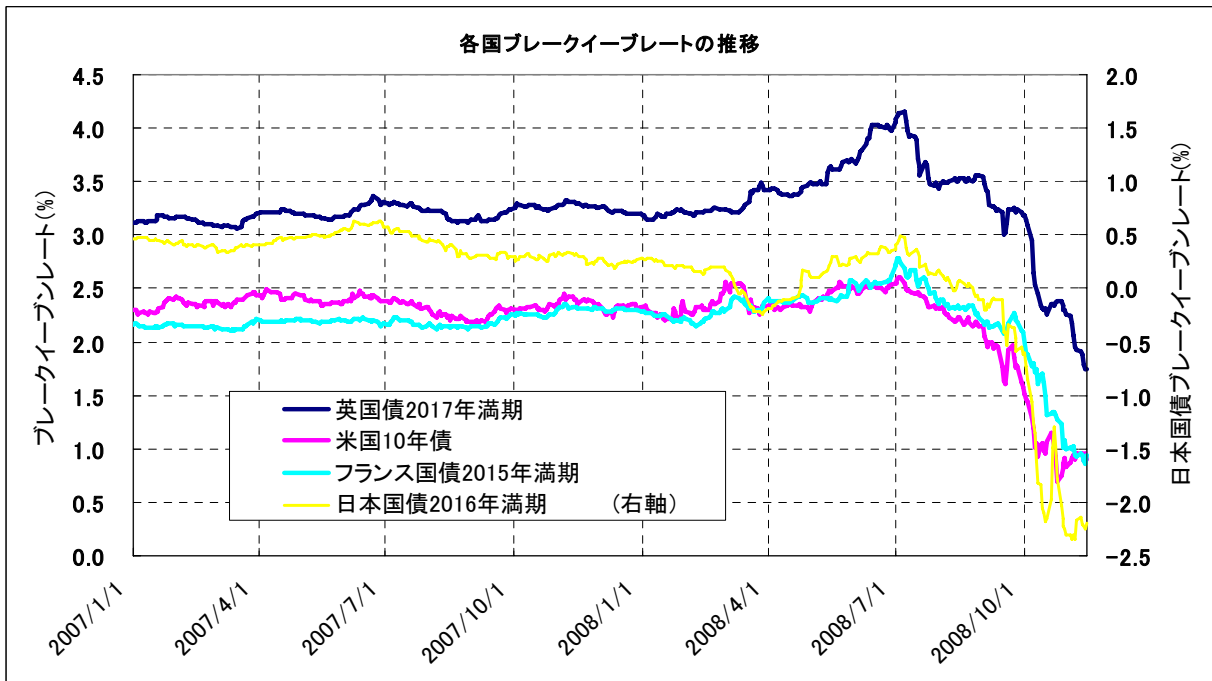
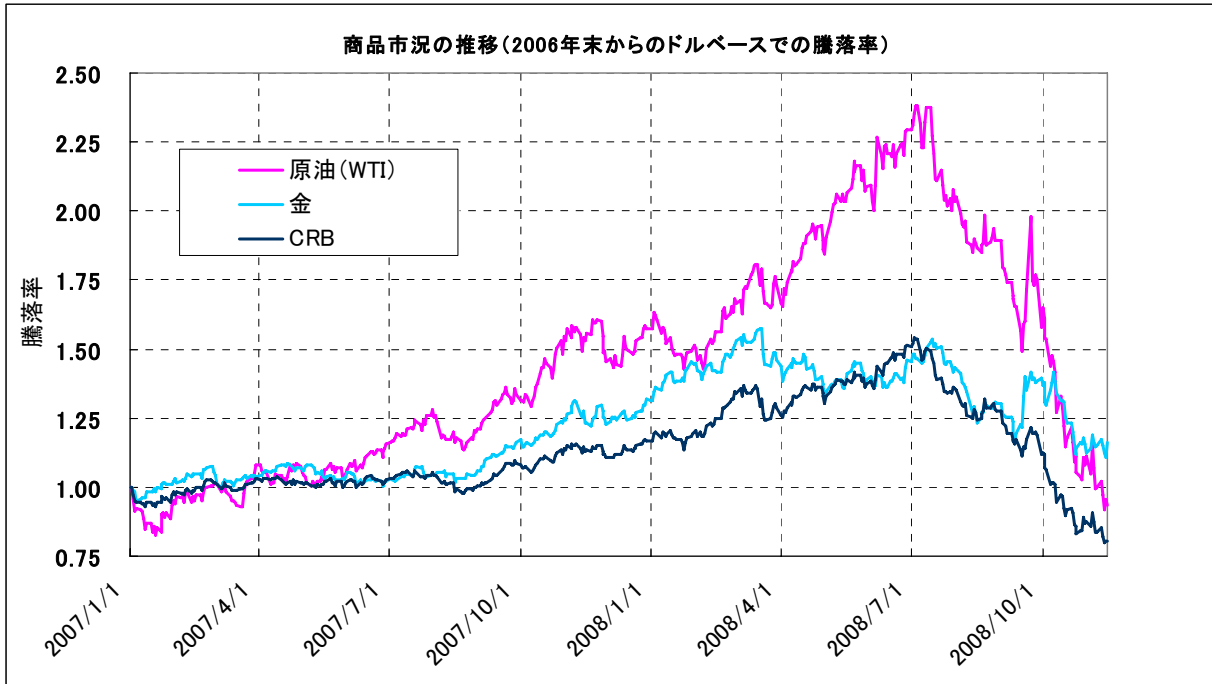
マクロ経済環境の悪化と、さらなる利下げ期待を織り込みながらグローバルに国債利回りは低下した。



2年物のスワップスプレッドは、LIBOR の下げ渋りを反映してのもみあいとなった。



OPEC の減産が見込まれるものの、商品市況は実体経済の悪化をふまえてもう一段の下げが進んだ。(末永)



## 2. 資金市場～ドルLIBOR低下一服

これまで順調に下げ続けた3ヶ月物ドルLIBORも、金融安定化法案の不良資産の買取方針が見直されたこともあり、先週は下げ渋る展開となった。(末永)

