

GCI Global View

2008年12月8日

【目次】

●スペシャルレポート

市場環境についての雑感とヘッジファンドの今後 P.1

●Global Markets

1. オーバービュー P.3

2. 資金市場 P.6

【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

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

市場環境についての雑感とヘッジファンドの今後

【合成の誤謬】

一人一人がリスク回避的に行動することが、個々の判断として正しいとしても、集団としてとらえると、思わぬ結果を招く場合に「合成の誤謬」と指摘されることがありますが、今回の金融ショックに際しての投資家やヘッジファンドの現金化の動きは、その一例とも言えるでしょう。仮に全ての株式保有者が一斉に現金化に動いたら、株式市場そのものが消失してしまうことになり、また全ての株式保有者が、ボラティリティの安いときにアウトオブザマネーのプットオプションを購入し株式の買い持ちをフルヘッジしていたとしても、同様の事態にいたりします。オプションの売り手は、株が売られたら徹底して売り続けなければなりません。この市場の大きな調整局面でも CTA のようなトレンド追随型の戦略はリターンを創出している数少ない戦略の一つですが、もしこれをきっかけにトレンド追随型の戦略に対するニーズが高まり、これがとてつもなく巨大化したとしたら、とんでもないことが起こりうるというのは想像に難くありません。

一方で、リスク回避のみならず、リターンを追及する動きも同様のことがいえることもここで指摘しておきたいと思います。個々の投資主体についていえば、安定した超過リターンを追及することは、極めて合理的な投資判断・行動といえますが、全ての投資家が同様の行動に一斉に走るとなると、思いもよらぬ展開となることが起こり得ます。超過リターンを追及する個々の投資主体のディマンドが集積すると、総体としてみると、その威力は巨大なものとなり得ます。格付け対比で高い利回りを実現する商品がもしあれば、投資資金は殺到し、そのニーズは巨大に膨らんでいきます。

【安定化機能とポジティブフィードバック】

実物経済において投資ニーズが強まると、資金需要が強まり、金利が上がり、その結果投資ニーズが減退することにより、経済構造そのものに安定化する仕組みが内在されています。金利は、レバレッジをかけて投資を行うための資金の借り入れコストです。逆に投資ニーズが弱い場合は、資金需要が弱まり、金利が下がり、その結果投資に対するニーズが徐々に醸成されてくることとなりますが、経済が成熟化し、金利が下がってもなかなか実物経済の投資ニーズが強まらない場合や、経済が発展段階にあっても、何らかの理由で金利が低く抑えられていながら、実体経済に資金が向かう仕組みが不十分な場合、余剰資金は、マネー経済に向かい易くなります。その結果、マネーは株式や不動産などの投資資産へと向かい、これらの資産価格が上昇するという結果ももたらします。市場では、本来価格が上昇するとその需要が減退し、その結果適度な水準に落ち着くという価格調節機能を内在していますが、資産価格がひとたび上昇し出すと、人々はその「上昇」というモメンタムに注目し、さらなる投資資金が市場に流入し、資産価格の上昇が加速して、安定化とは逆にポジティブフィードバックが働いてしまうことが往々にしてあります。さらに資産価格の推移は、将来の価格の推移を保証するものではないことは誰もが頭では分かっているながらも、「過去年率何 10% 上昇」という極めて分かりやすい投資指針を与えてくれます。しかもマネー経済における投資にレバレッジをかけることは実物経済において資金を借り入れるのに比べて極めて容易です。そして、もう一つのポジティブフィードバックとして、一時の成功体験が、あたかもどんな局面でも成功するような慢心の種を蒔き、その後の無謀なリスクテイクに至らせる傾向も指摘しておきたいと思います。そしてその結末は「盛者必衰」となりがちです。

市場が成熟していれば、様々な立場や見方をもったプレーヤーが集まり、売られ過ぎたと思えば買い手が現れ、買われ過ぎれば売り手が現れ、市場の価格調節がうまく機能することが期待されますが、市場が未成熟であったり、ある一方向のプレーヤーの影響が大きくなりすぎると、買われ過ぎるとさらに買われてしまい、売られ過ぎると売られるという、全く逆の動きが起こりやすくなってしまいます。

【過ぎたるは及ばざるが如し】

リスク回避もリターン追及も、どちらも行き過ぎてしまうと思わぬ結果をもたらす、特にマネー経済においてはそれが容易に起こり易い性質を内在している中、適度な、ほどほどの水準を維持し続ける仕組みというのは実現し得るのかどうか、このクレジットバブルの生成と崩壊に翻弄される中、過去の歴史を振り返ると、「行き過ぎる」性質を人間社会が本質的に内在しているようにも思えてきますが、「過ぎたるは及ばざるが如し」という教訓は、なにも投資の世界に限った話ではありません。資本主義や市場経済は、競争の中から、淘汰、新陳代謝が進み、適者生存により成長が促進される側面がありますが、資本の論理が行き過ぎると、極端な格差を産みだし、社会の不安定化を招くことになりかねません。また統制経済が行き過ぎると、とんでもない結果をもたらすことは歴史が教えるところです。また経済環境があまりに安定し過ぎると、リスク意識が極端に緩み、先々の不安定化の種が蒔かれ、結果としてとんでもないバブルとその崩壊に至る可能性があるという指摘も興味深いものです。安定を目指すことが不安定を招くというアイロニーに対して、政策者は途方に暮れてしまいそうです。「安定」すらも「行き過ぎ」はよろしくないということのようです。

多くの行き過ぎた失敗が繰り返された歴史の積み重ねをふまえると、「過ぎたるは及ばざるが如し」という中庸の道を、合成された総体として実現することは、ほとんど不可能なことのようにも思えてしまいますが、一方で、周囲を見渡せば個々には報酬の多寡にはそれほど拘らず、高い職業倫理を併せ持ち、仲間を助け、自分の仕事に誇りを持って打ち込む同僚たちの働く姿勢や、キャパシティを維持し運用の質を維持することを優先するヘッジファンドマネジャーの姿勢など、それぞれの中庸の道の実践者の存在には心から勇気づけられます。「儲けて何ぼ」というのも一面の真理ではありますが、少なくとも自らの懐については「足ることを知る」っていれば、米国のビッグ3のトップたちも、もう少し支援を受けやすかったかもしれません。

【ヘッジファンド業界の今後】

ヘッジファンドは資産運用という資本の論理を最も先鋭化したような存在ではありますが、臨機応変に機動的にチャンスをつかみとりにいくアニマルスピリットと、運用の質を頑なに維持し続ける職人的な気質の両方を併せ持った存在として、これからもその存在意義を発揮し続けることと思います。投資家ニーズの集積として、伝統的な運用スタイル以外の運用に対する需要は、この金融ショックにおけるヘッジファンドの低迷と解約の嵐を経てもなお、減退することはないと思われます。ヘッジファンドも今回の金融ショックの中で多くのことを学び、そしてそれを教訓として今後それを活かして進化を続けることでしょう。状況に応じて機動的に対応し、進化し続けるという意識が、ヘッジファンドをヘッジファンドたらしめているものの一つであろうとも思います。

ただし、投資家ニーズの総体には十分に見合うほどにはヘッジファンド業界は運用のキャパシティを供給できないかもしれませんし、また無理に供給を増やすべきではないとも思います。超過リターンの源泉は、マネジャーの「スキル」という限られた資源により供給されるものでしょう。個々の賢明な行動の積み重ねが、総体としてみるととてもない怪物になってしまわぬように、どのようにコントロールすべきなのか、その解は今のところ持ち合わせていませんが、少なくとも「中庸の道を実践しながら結果を出し、それでも「盛者必衰」であることを肝に銘じて、浮かれることなく運用に専念する」、そのような取り組み姿勢を評価していきたいと思ったり、また自らもそうありたいと考えています。

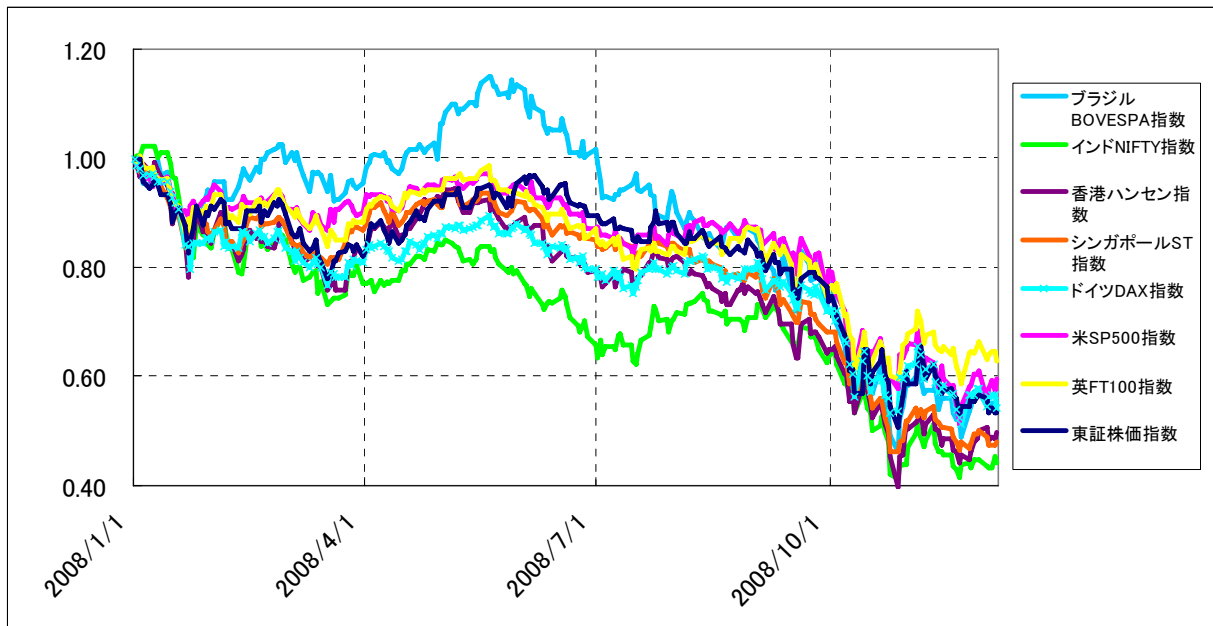
(末永)

Global Markets (12月1日～12月5日)

1. オーバービュー

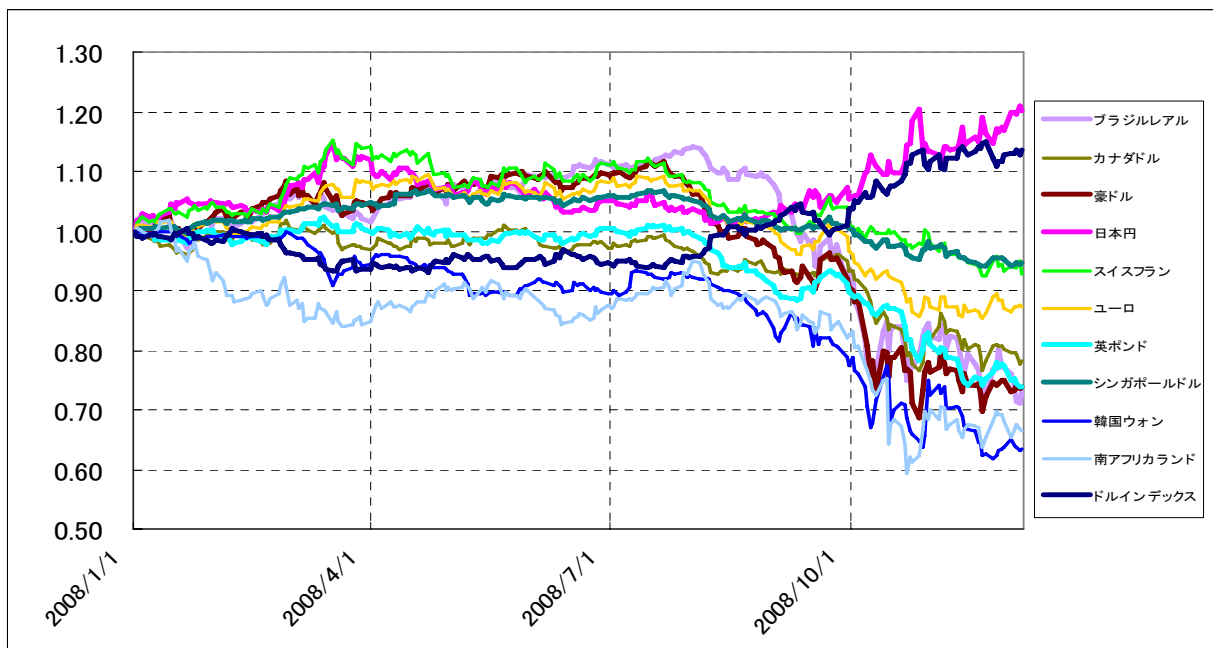
スウェーデンの 175bp の大幅利下げ後、BOE、ECBも市場の予想通りの利下げを実施し、世界的なラッシュとなったことから、株式市場は比較的落ち着いた推移が続いた。ただし、横断的に市場を見渡すと、市場の極端な需給の歪みが生じている市場も散見され、引き続き需給の状況のモニタリングが欠かせない。

【各国株価インデックスの年初からの変化率の推移】

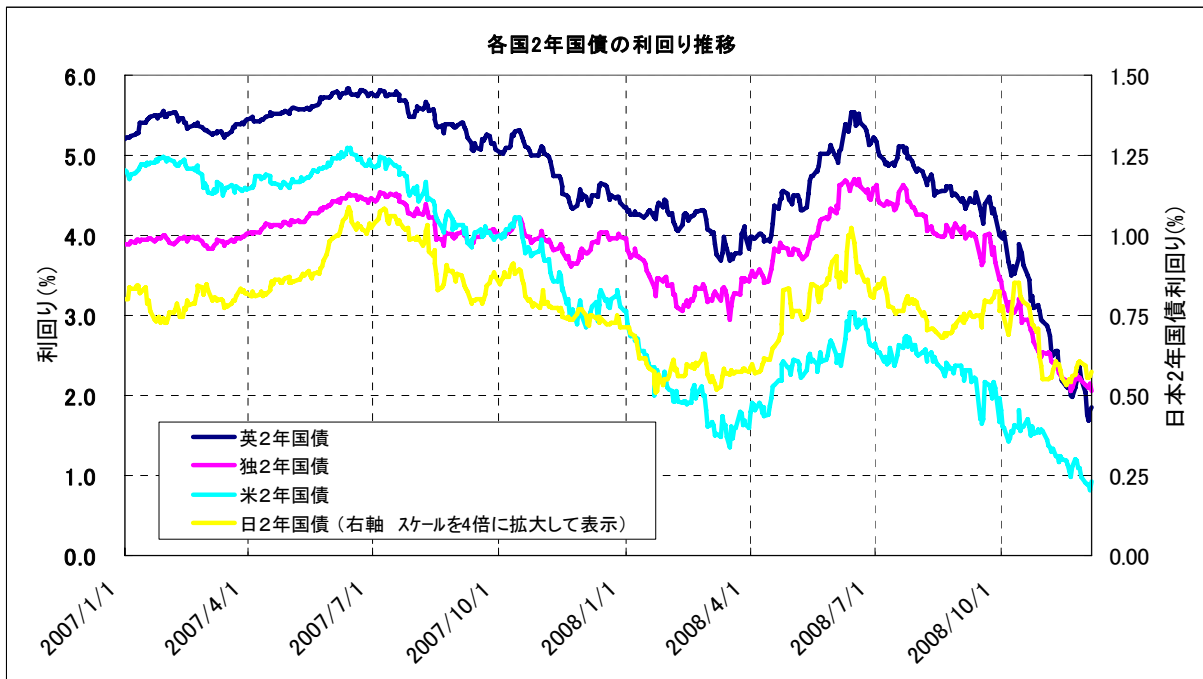


欧州通貨の大幅利下げも既に織り込み済みとして、大きな動意はみられないが、円への資金流入は継続。

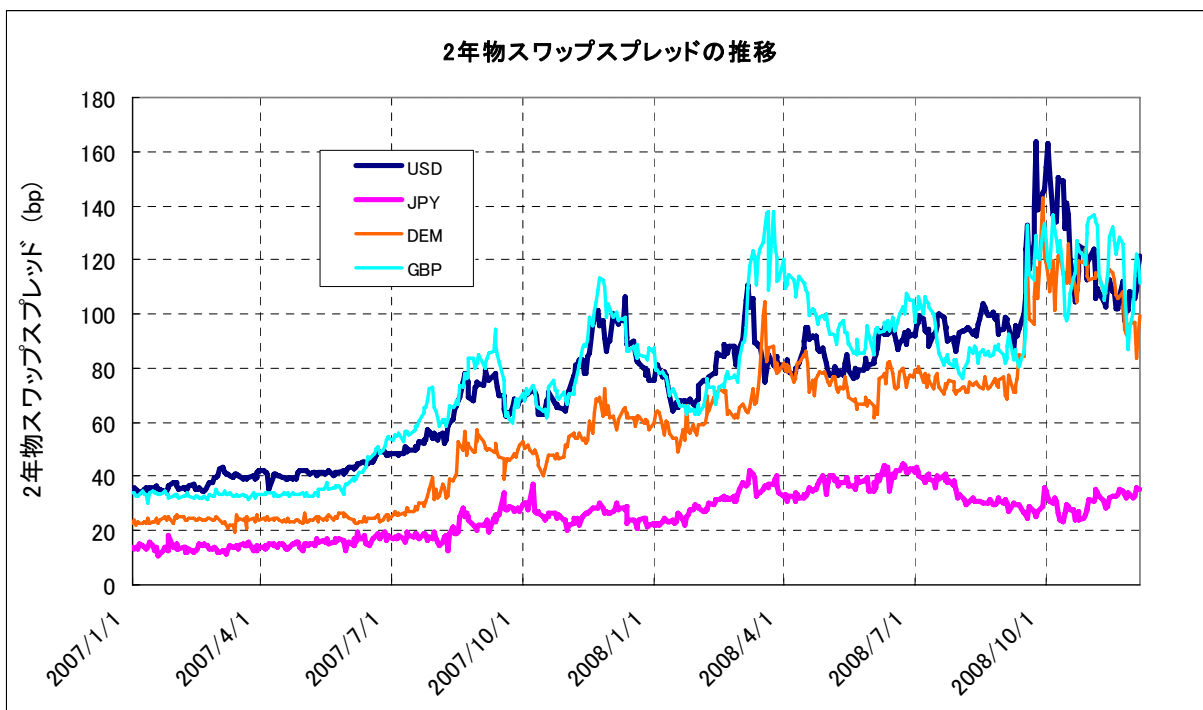
【各国通貨の年初からの対ドルでの変化率の推移】



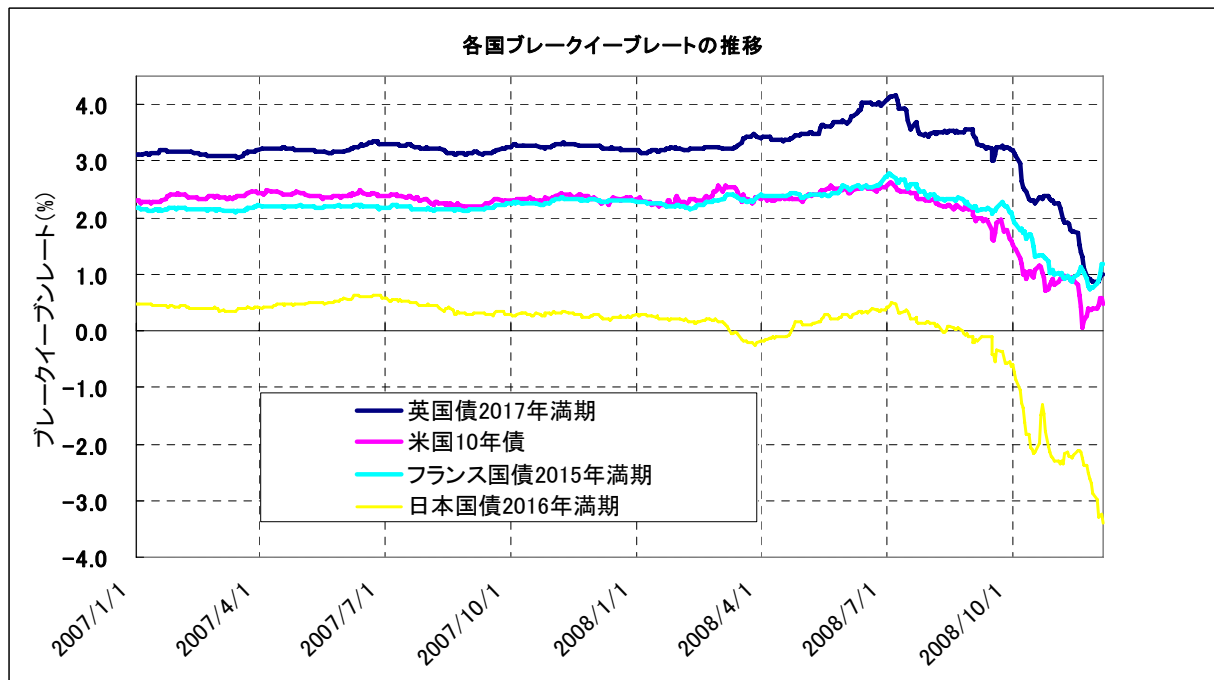
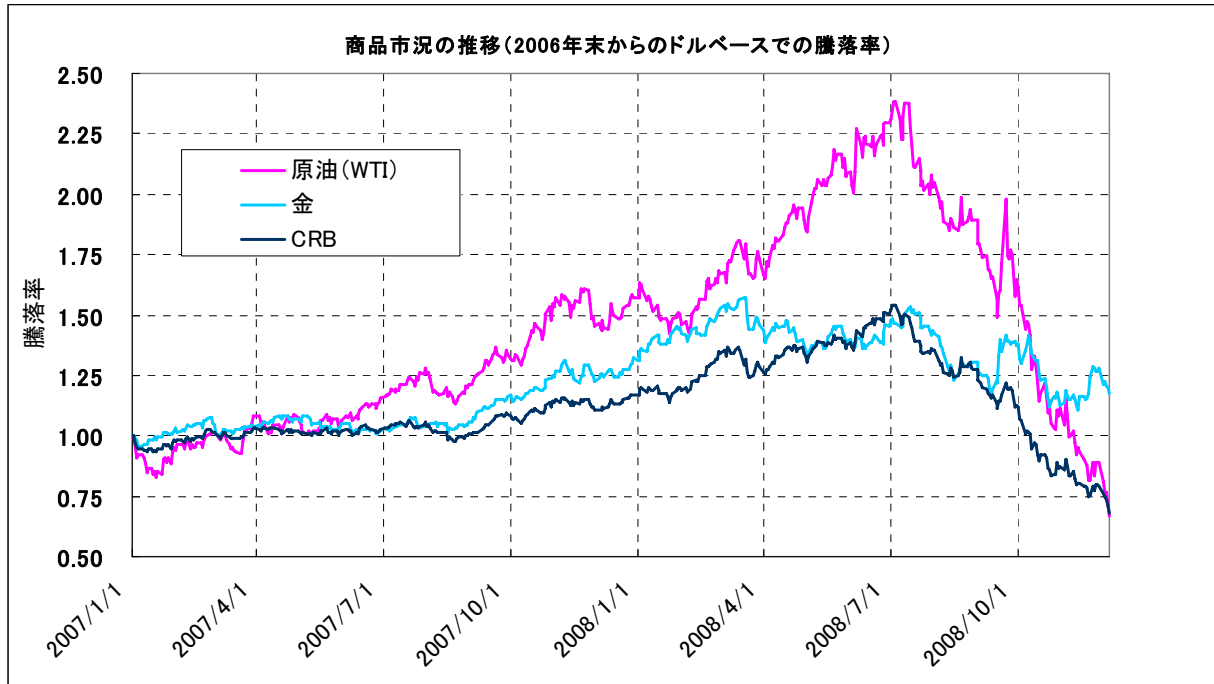
米国雇用統計後は統計の大幅悪化にもかかわらず利益確定の売りが集中したが、長期債に資金が流入する流れは変わらず。



2年物のスワップスプレッドはもみ合い継続。一方で長期のスワップスプレッドは市場の需給が極端に歪み、一部で大幅な縮小が生じている。



原油価格さらなる下落を演じ、40ドル台に低下。ブレイクイーブンレートは日本以外では反発傾向を示しているのに対して、日本でのマイナス幅の拡大が際立っている。市場流動性は未だ改善していない。(末永)



2. 資金市場～ドルLIBORは横ばい

ドルLIBORは年末越えの資金需給をにらみながらもみ合いが継続した。ベアリスワップ市場のドル調達ニーズは引き続き根強い。(末永)

