

GCI Global View

2009年3月2日

【目次】

● 複雑さの背後にあるもの	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。

●巻頭レポート

複雑さの背後にあるもの

「理解できないものには投資しない」というのは投資の鉄則ですが、ヘッジファンド業界では、複雑さを回避して、レバレッジも圧縮し、よりシンプルで分かり易いバリュー投資的なスタイルへと回帰する動きが広がっています。これは、そのような分かりやすい運用に対する投資家ニーズの強まりとともに、シンプルなスタイルでも十分に超過リターンを産み出しうる市場環境に変化したということでもあります。あまりに分かりやすく透明性を高め過ぎると、第三者に簡単に模倣されてしまい、その結果同じスタイルに集中することとなると、せっかくの収益機会を失う可能性が高まります。投資家に対してはしっかりと説明をし、理解を深めることに務めつつも、情報の拡散を防ぎながら最後の砦は守り、静かにひっそりと市場に立ち向かうことも必要です。

機関化が進みつつあるこの業界ではありますが、世の中に周知されてしまうことが、その質を落とすことに直結するという構造にあるため、相互に信頼関係にある投資家の方にのみ情報とその成果を提供するというのが本来の姿であると思います。かつては上質なお客さんの口コミのみで広がった馴染客で賑わうこだわりの名店が、グルメ情報の氾濫により、興味本位のその店にふさわしくないお客さんがどっと押し寄せ、質も落とし、真似をする店も出現、馴染客が遠ざかってしまったという残念な事例がままあります。この業界においても「どの戦略のパフォーマンスが良かった、悪かった、これからはこの戦略だ」と、多くの業者がパブリックにこれを語り、インターネットを通じてメディアから簡単に情報を入手可能となりました。これはこれで便利になり、社会全般に投資についての理解が深まることは良いことだと思いますが、本来拡散すべきでない情報までもが拡散してしまうことは望ましいものではなく、市場参加者の多数が同じ方向に向かうことで投資機会が消失していつてしまうということも、頭に入れておく必要があるかと思えます。そう言いながら、このような形で自らも情報を発信している矛盾を指摘されてしまいますので、少なくとも「次はこの戦略が面白い」的な内容にはならぬよう、自らを戒めておきたいと思えます。

証券化やデリバティブズを通じて世の中に「複雑さ」と「中身が分からないもの」を拡散させ、今次金融危機の元凶となったとして、フィナンシャルテクノロジー自体が批判の槍玉にあがったりもしていますが、フィナンシャルテクノロジーそのものは、経済と市場の不確実性とともに、人間の心理と行動の集積としての不完全性をも内包した投資や金融といったフィールドを科学し、その技術の発展により、「リスクをヘッジしたい」、「リスクの把握を精緻化したい」、「投資評価の数量化を高度化したい」といった市場参加者、投資家、運用者、リスク管理者の様々なニーズに応えることを目指すものと言えます。オプション理論とその応用はその代表と言えるでしょう。また、フィナンシャルテクノロジーが寄って立つ数学的基盤である確率論の世界が、主として自然でかつ数学的にも扱いやすい正規分布を前提としており、これが実際の市場の分布とかけ離れていることが大なる欠陥であるとの指摘も目立ちます。運用者側の損失の言い訳として、過去の変動から推定すると、何百年に一度の想定外のイベントがここ数年で何度も起きてしまったなどといった弁解をすることで余計にそのような批判が広がってしまっていますが、確かにフィナンシャルテクノロジーでは主たる枠組みとして正規分布を用いることが多いのですが、実務に応用するにあたって本来は実際の市場の動きに沿ってアジャストがなされるべきであり、またそのように利用されていることが多々あります。市場のオプション価格から示されるブラックショールズモデルのインプライドボラティリティはテールリスクを意識してアウトオブザマネーでは高めになりますし、正規分布を前提とした VaR (バリューアットリスク) の限界をふまえて、ストレステストを重視するというのもその一例です。今回の危機の教訓として見直さなければならないのは、テクノロジーそのものではなく、これを利用してビジネス機会、収益機会を過度に創出しようとする側の態度であったと言えます。

テクノロジーの「利用」の仕方としても、「正当な利用」の仕方と、「不正な利用」との2つの側面があると考えます。投資家ニーズに見合った魅力的な AAA 格の投資商品を創出するために、テクノロジーを利用し、証券化により分散効果を図り、優先劣後の信用補完構造を構築することは、「正当な利用」の範疇に入ると思いますが、それでもそれを過度に単純化して、意図せざるものであったとしても見かけのリスクを封じ込めて肥大化させれば世の中に害

悪を撒き散らすことに変わりありません。一方で、テクノロジーを利用して「高度なことをやっている」ように見せかけたりだとか、複雑な商品に仕立て上げて意図的に分かりにくくさせ、内在するリスクと業者の掠め取る儲けを包み隠すために利用するケースも残念ながら現実に蔓延しています。まさにテクノロジーが「利用」されてしまったというケースです。不正な利用の場合はある意味確信犯ですが、一方正当な利用のケースは、悪事を働くという意図がないだけに、逆に始末が悪いとも言えます。業者が投資家に拡販するに際して、リスクが具現化するまでは誰もがハッピーでいられることから、本来の意味や内在するリスクをセールス部隊すらも良く本質を理解しないまま、投資家に売り捌いていたという実態も少なからずあったのではないかと考えます。

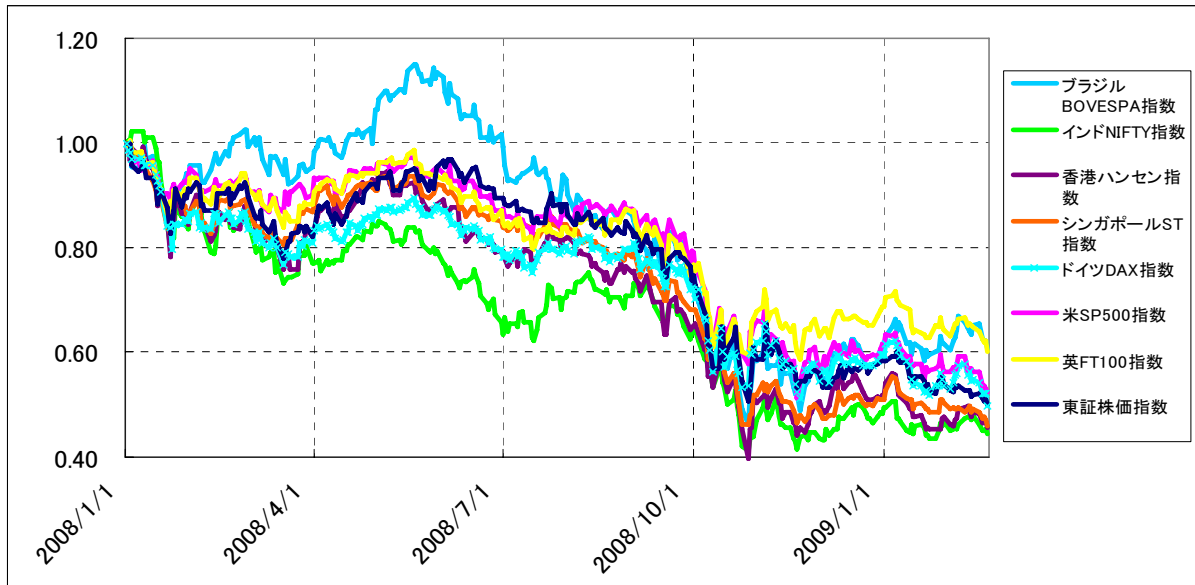
プロの投資家が相手ゆえに、個人向け投信の販売業者が「説明し、同意してもらった」という証を残すための、販売業者のリスク回避のためにやっているとしか思えない個人投資家への延々と続くリスク開示のように形式に拘る必要はなく、データや格付けの意味と、内在するリスクをセールス部隊がしっかりと認識し、投資家側に立って説明していれば、ここまで投資家にリスクを抱えた商品が拡散し、損失が広がることもなかったようにも思います。それらは、個人向けのように規制やルールで雁字搦めにすればうまく事が進むものでもありません。規制を強化すればすむものでないことは、銀行に対するBIS規制の強化が、証券化商品や、保証付商品への投資家のデマンドを広げ、その乱造と保証ビジネスの無謀な拡大を促進し、格付け至上主義を先導、さらに規制の逃げ道としてのSIVによる簿外の仕組みを拡大させたことから明らかです。あるリスクを封印したとしても別の形で手に負えないリスクが広がったという典型例です。一方で理想論としては、金融や投資に業として携わる者は、顧客の利益、会社の利益、自己の利益を目指すのみならず、自らの行為が社会的に意義あることなのかどうか、そのことを常に頭の片隅に置きながら自問自答し続けるべきだとは思いますが、そのモラルだけに頼るだけでも機能しないでしょう。モラルと規制と監視とともに、何かリスクを回避する姿勢に対するインセンティブ付けというものも、あわせて考えていく必要があるのかもしれません。(末永)

Global Markets (2月23日～2月27日)

1. オーバービュー

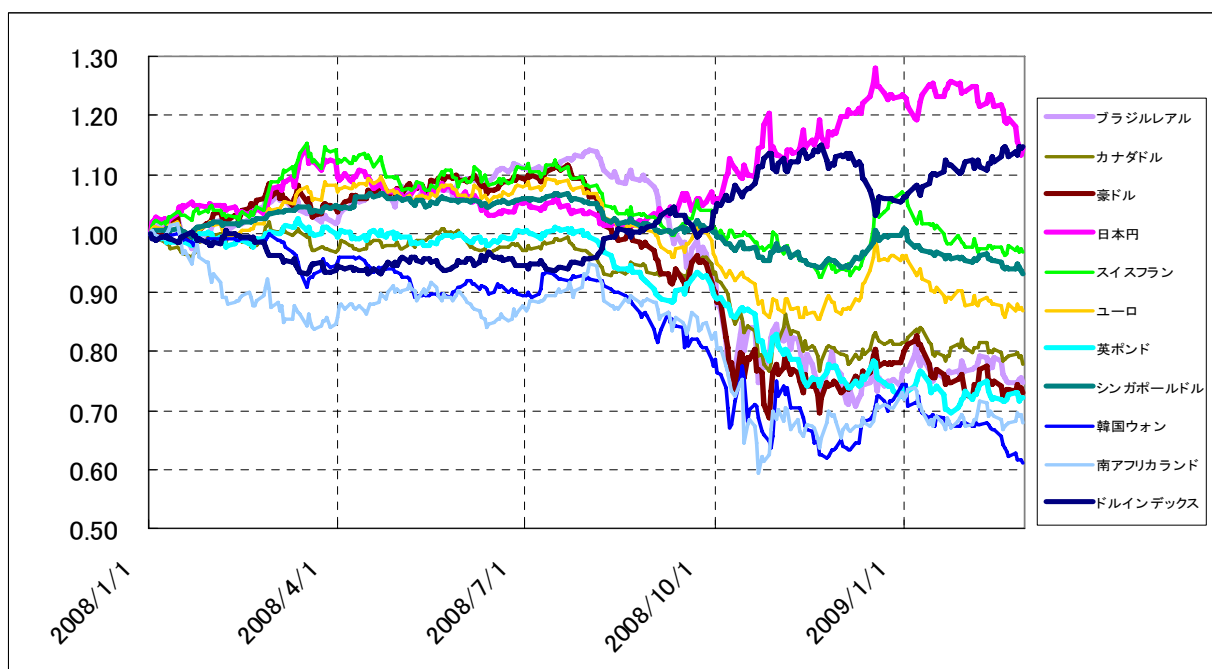
シティグループは政府保有の優先株の普通株への転換を進め、実質的に政府の管理下に置かれることでとりあえずの決着を見たが、金融機関支援に向けた取り組みを巡る不透明感は根強く、昨年の安値近辺での推移が続く。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

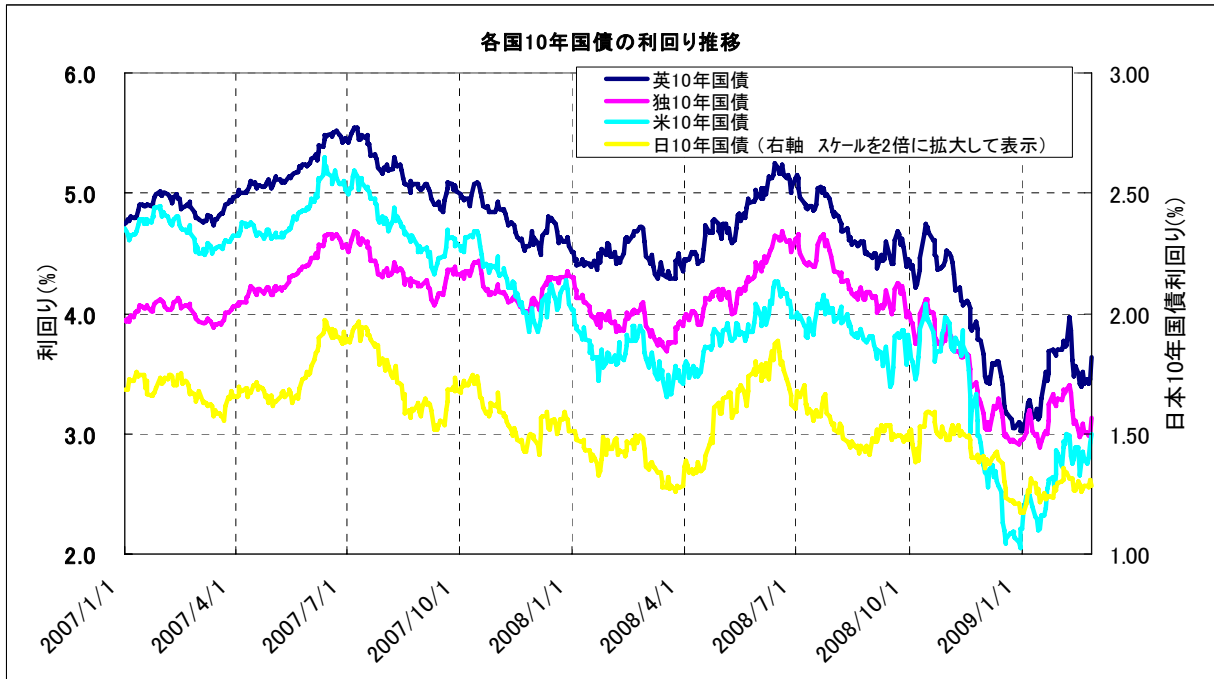


主要通貨に対してドルは独歩高となり、対円でも大幅上昇。韓国ウォンは安値更新となった。欧州でも東欧諸国の救済策がまとまらず、ユーロの重石となっている。

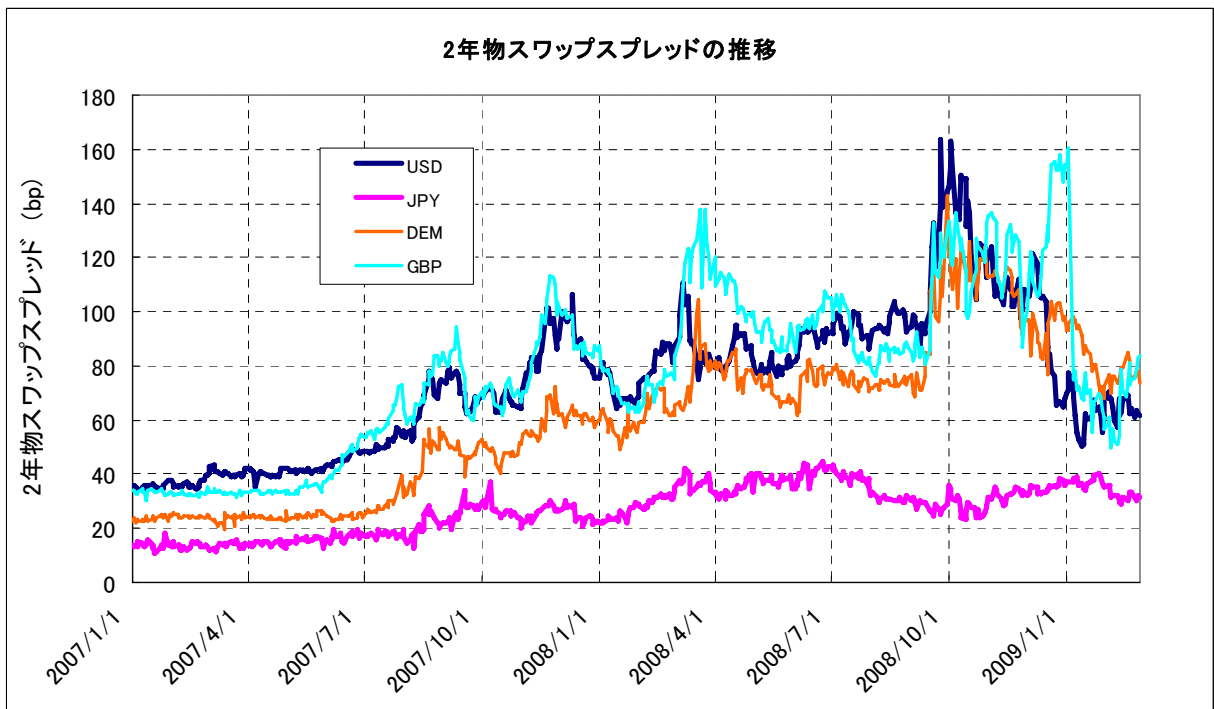
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



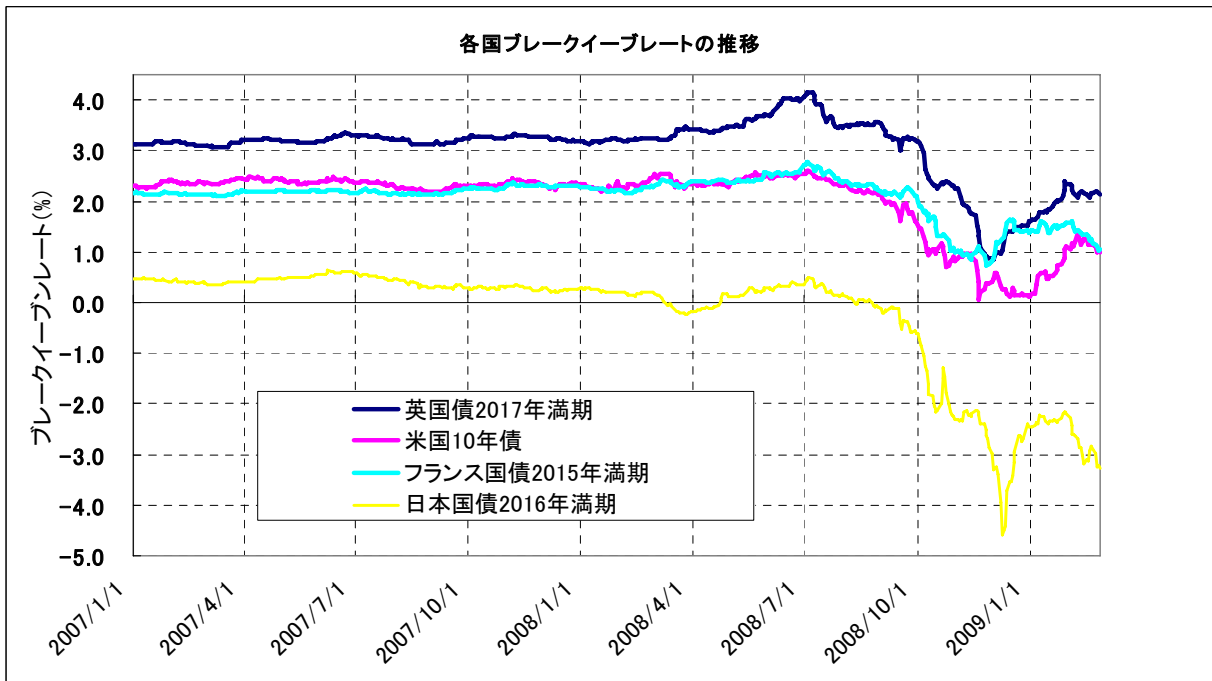
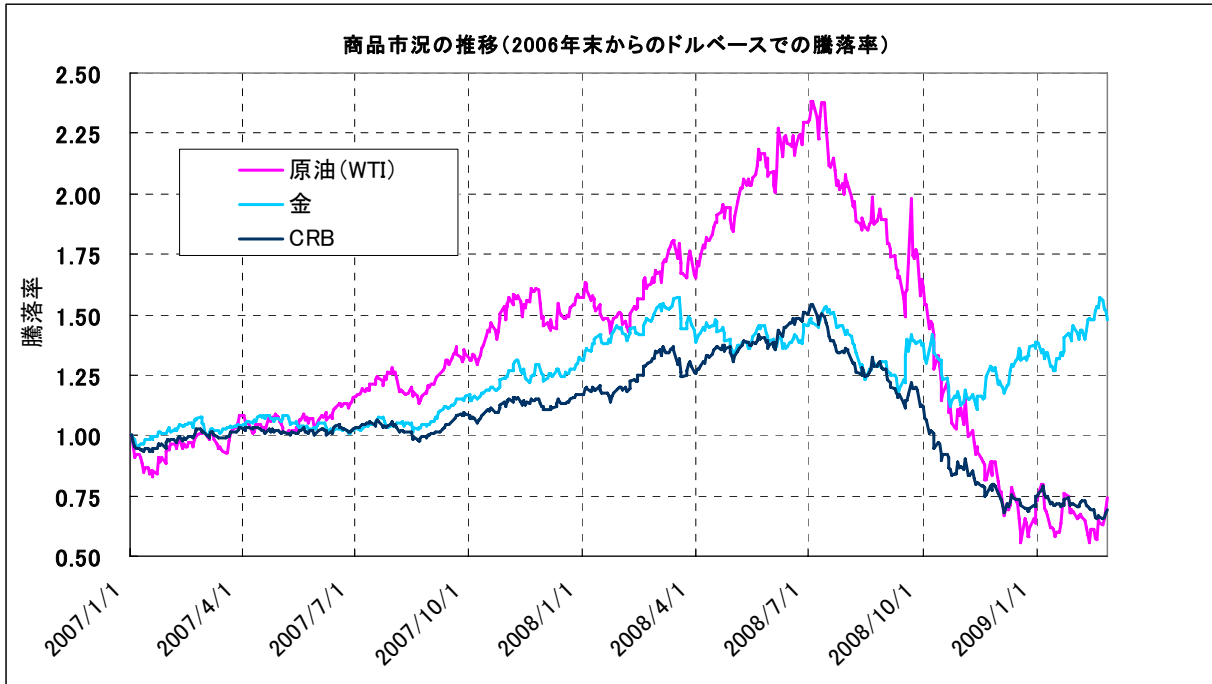
各国の積極的な緩和政策により2年債券利回りの水準が欧米で収斂しつつあり、ボラティリティも低下してきたことから、10年債券利回り推移を以下に示す。昨年末以降の財政拡張懸念に基づく米国債利回りの反発が目立っているが、それでも欧州との対比ではまだドイツ国債を若干下回る水準にある。一方イタリア、ギリシャなどユーロ圏周辺国の財政懸念はより鮮明化し、ドイツ国債に対するスプレッド拡大が止まらない。



スワップスプレッドは引き続き小動きながら、やや上昇傾向を示した。



金は千ドルを突破後、ドルの独歩高もありやや調整している。(末永)



2. 資金市場～英ポンドLIBORの対OISスプレッド拡大

英ポンドLIBORのOISスプレッドがやや拡大、ただしLIBOR自体は低下。その他はもみあい。 (末永)

