

GCI Global View

2009年3月16日

【目次】

● バイアスレシオに再度注目が集まる	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.3
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

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

バイアスレシオに再度注目が集まる

マドフ(Madoff)による詐欺事件で再度注目を浴びているヘッジファンドのリスク指標がバイアスレシオ(Bias Ratio 注1)です。バイアスレシオは2002年から2003年にかけてプロテジェ・パートナーズ社(Protégé Partners)のパートナー兼リスク管理責任者である アディル・アブドゥラリ氏(Adil Abdulali)が開発しました。その後、リスクマネジメント・ソリューション業務を行うリスクデータ社(Risk Data)が、そのコンセプトの提供を受け、一部をアプリケーションに組み込むなどして業界にも広く知られる指標となりました。今回の Madoff 関連のファンドだけでなく、かつて業界を騒がせたベイヨー(Bayou)やビーコンヒル(Beacon Hill)についてもこのレシオを用いることで、詐欺に対する事前の定量分析による警告が可能であったとして今般業界でこの指標が再度注目されることになりました。

もともと、ヘッジファンドのボラティリティ・リスクに関する指標としては、標準偏差(standard deviation)、尖度(せんど、kurtosis)、歪度(わいど、skewness)などの一般的な指標により、ファンドリターンの変動性リスクを分析することが多くありますが、ヘッジファンド業界でよく言われる“スムージング”(smoothing)については系列相関(serial correlation)やバイアスレシオを用いて事前警告指標とする方法も取られてきました。スムージングとはその名の通り、曲線のギザギザや凸凹を補正することにより滑らかに見せることであり、ファンド業界では、リターンの変動性を低く見せるための小手先の意図的操作(ここでは虚偽報告と同義)のことです。これは一般には流動性の低い資産を組み込んでいるなどの理由で、運用者の値洗い時の恣意的判断より、資産価値が大きく変動することのあるファンドに起こりがちな現象です。値洗い時の恣意的判断はこの場合、虚偽報告と捉えられることから、運用者の職業倫理とファンドのオペレーションにおける客観性が問われる問題でもあります。

アブドゥラリ氏の論文(The Bias Ratio™ Measuring the Shape of Fraud, 2003)によると、ファンドリターンにおける系列相関は、価格がほとんど動かない資産を組みこんでいる場合や、資産の流動性が著しく低い場合に起きやすいと言われ、これだけでは意図的な虚偽報告の可能性については必ずしも指摘できないこともあると指摘しています。バイアスレシオ分析では、上記3つのファンドの数値が際立つため、明らかな警告を表示できるとも指摘しています。バイアスレシオは個別ファンドレベルで計算し、その集積である同戦略内での競合比較により、警告基準としては十分に有効であるという考え方になります。

またリスクデータ社の調査記事によると、上記3つのファンドの数量データは、既存のシャープレシオを使った同戦略内での競合比較では、非常に優秀な過去の実績として適度に目立つだけであるのに対して、前述と同様にバイアスレシオを用いた比較では統計的なアウト라이어(外れ値、または飛び値)として際立ってしまうことになります。このため、ファンド・オブ・ファンズ(FOF)の調査担当者にとっては、当該ファンドのリターン報告値は恐ろしいほど優良であるか、あり得ない(too good to be true)水準であるとして、さらに詳細な事実確認と調査を要するという警戒がなされるべきということになります。アブドゥラリ氏はこれ以外に、流動性の少ない資産の値洗いを一定期間にわたり極端に保守的に行うことにより、ここでいうアウトライアー的な性質を持つてしまうファンドがあることも認めています。いずれにしても定量分析による警告が発せられたとして、更なるファンドの戦略優位性の分析とオペレーションにおける恣意性の排除を確認することが必要であると述べています。リスクデータ社ではさらに一歩進んで、今回その有効性が証明されたバイアスレシオに再び注目して、米国 SEC(米国証券取引監視委員会)がファンド監視のために詐欺警告指標として活用するよう非公式に提言しています。

余談になりますが、ヘッジファンド業界では今後さらに機関化が進み、一般の機関投資家が目にする以前にすでにかかなりの確率で詐欺的運用者は投資対象からはじかれることになりそうです。マドフのような詐欺事件が起きたことについては驚きですが、日本でも時を同じくして“円天”という独自通貨の考え方をういた詐欺がいわゆるねずみ

講 (ponzi scheme)として話題になりました。金融のプロを自負する諸氏は、笑止千万と一蹴されたでしょうが、マドフの件についてはこんな形で詐欺が業界内に身近にあったことには愕然とします。特に金融業界に関わらず、“当然こうあるべき”だとか、“一般論としてあり得ない”という表現を職業上多く使う場面がありますが、今回の件はリスクについて自戒する機会と捉えるべきでしょう。“円天”のようなものは機関投資家の投資対象としては俎上に上ってくることは通常ではあり得ませんが、選択可能な代替物という意味では一種の“オルタナティブ”ということになるのかもしれません。

ここでは客観的な数量データの分析があやふやな主観的判断に対する警告の役に立つ、と言う意味のことを言っていますが、ファンド分析における先を見越した判断に主観とオリジナリティが無ければ運用業の付加価値が成り立たないことも事実です。失敗から学ぶという意味でも、個人を含めた投資家全般の知識と経験値が上がり、業界の全うな運用者に資金が向かう自浄機能を市場と業界に期待したいと思います。(西田)

注1:リスクマネジメント・ソリューションを提供するRisk Data社は、バイアス・レシオの開発者であるProtégé PartnersのAbdulali氏から、その概念の提供を受けてアプリケーションを開発し、一部を商標登録しています。弊社ではAbdulali氏との直接会話での承諾により引用などに関する許可を得ています。

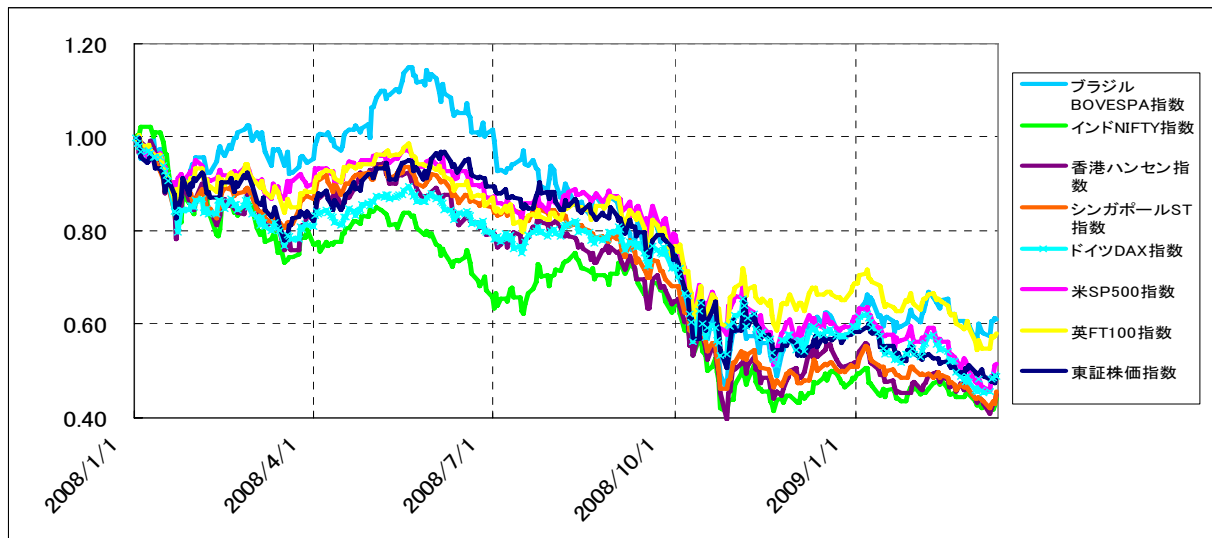
注2:リスクデータ社のホームページより“The Madoff Case”記事
http://www.riskdata.com/resources/our_view.html

Global Markets (3月9日～3月13日)

1. オーバービュー

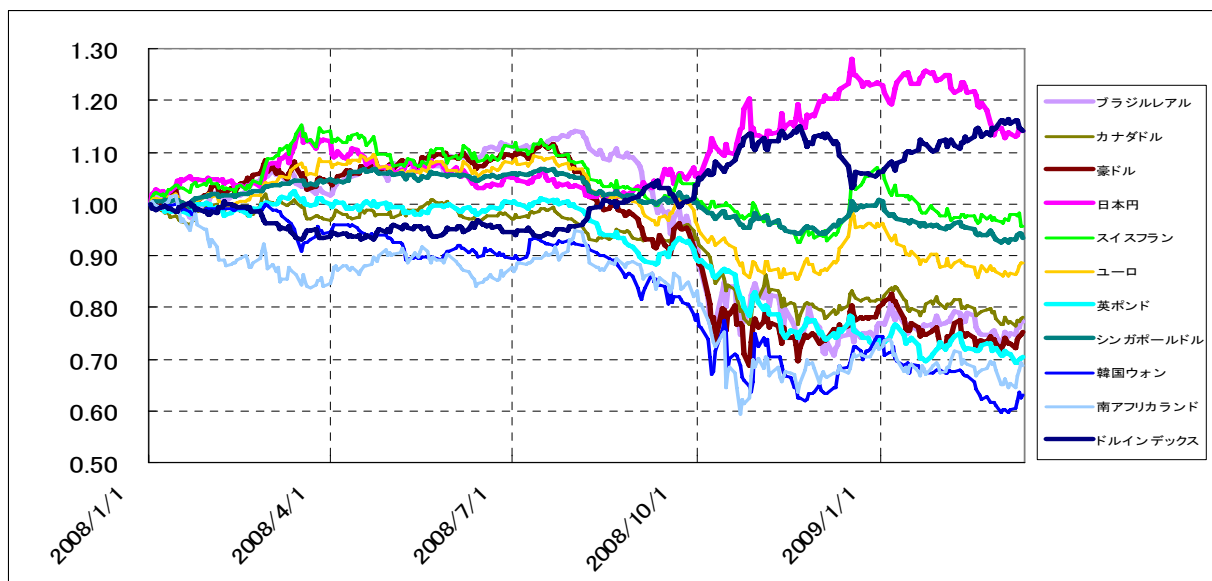
足元の株価はリバウンドし、G20 でのとりあえずの協調体制が確認されたが、不良債権処理に対する取り組みの全体像が未だ不透明な状況に変化はない。講演で、元 FRB 理事に 1990 年代の日本の不況を長引かせたとして「God damn STUPID! 」と罵られた当時の日本の財政・金融政策であるが、米国の現政権はケーススタディとなる教材が豊富にあるにもかかわらず、いざその難題に自らが直面してみると、教科書通りに事が進まないことも実感していることだろう。確かに当時、日本の銀行が「不良債権額はこれだけ」と宣言したものの、いつまでたっても減らないどころか、逆に増え続けることに、茫然とさせられたことを思い出すが、日本の「失われた十年」を再評価する動きも一部にはでてきている。資産価格が下げ止まらないことには、損失処理の終わりは見えてこない。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

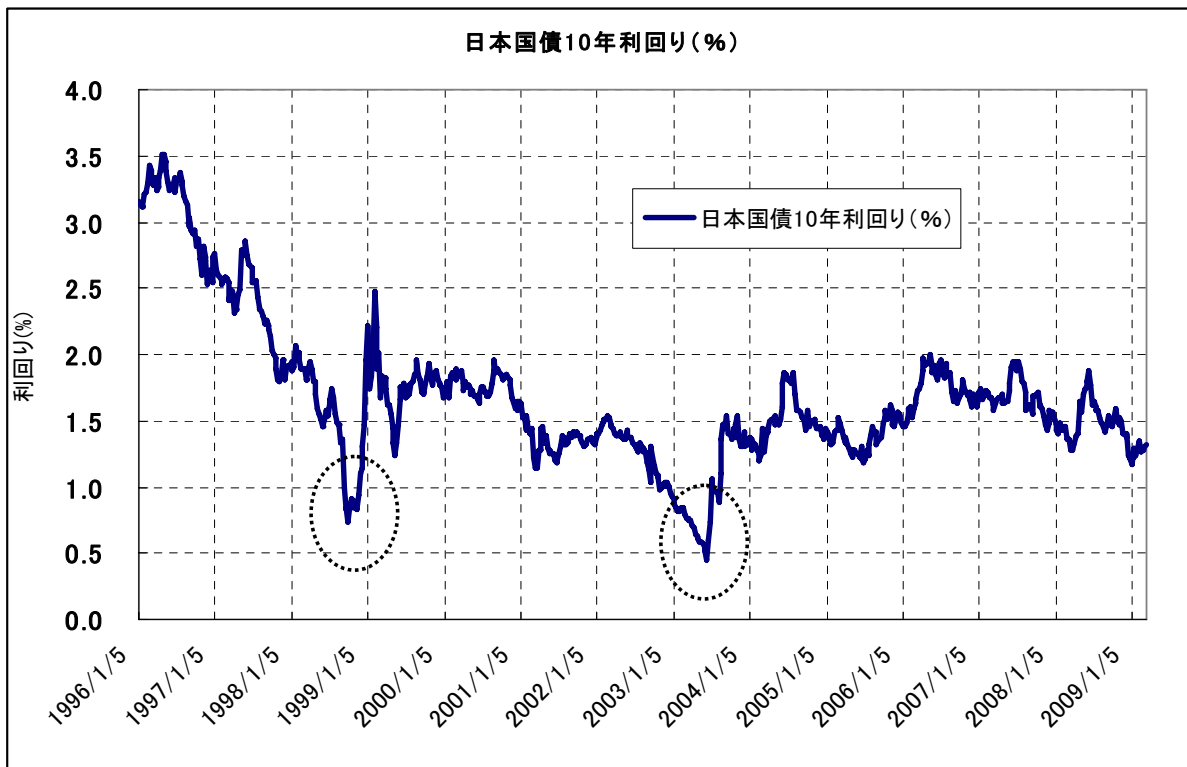
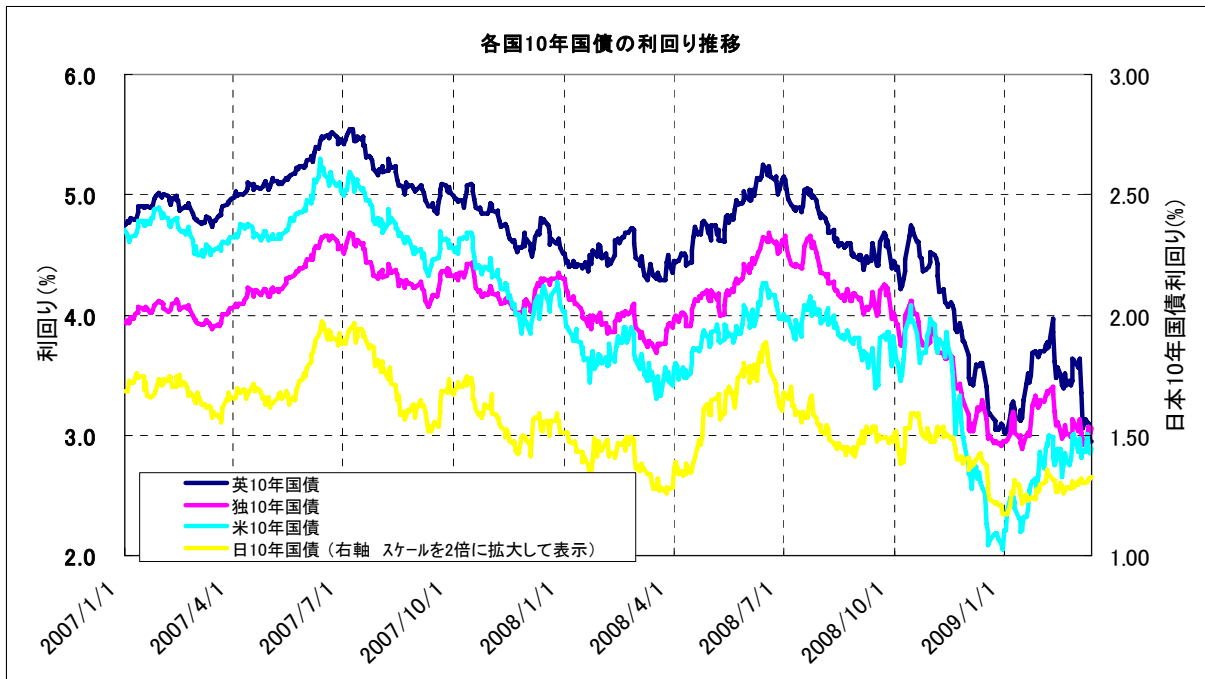


英国に続き、スイス中銀も政策金利の引き下げと実質的な量的緩和政策を表明、さらにスイスフラン高阻止にむけた対ユーロでの外貨買い介入に踏み切った。これをきっかけにスイスフランは対ユーロでは大幅安となったが、その他通貨ではリスクアセットへの資金流入がみられ全般的に対ドルでの買い戻しが優勢となった。

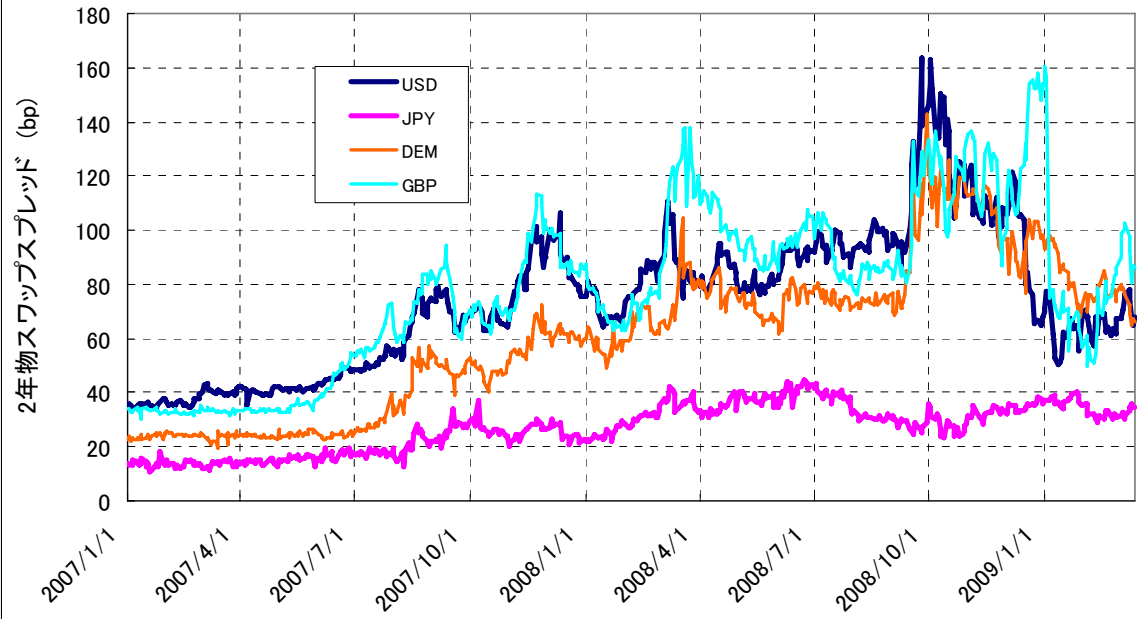
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



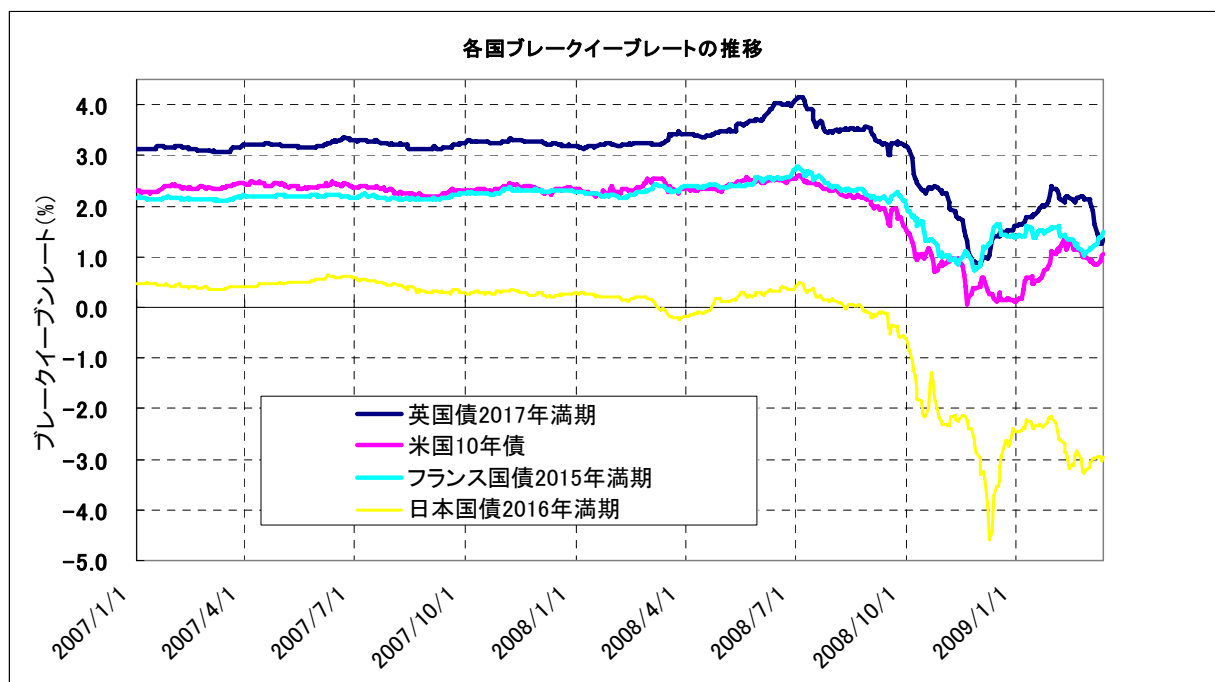
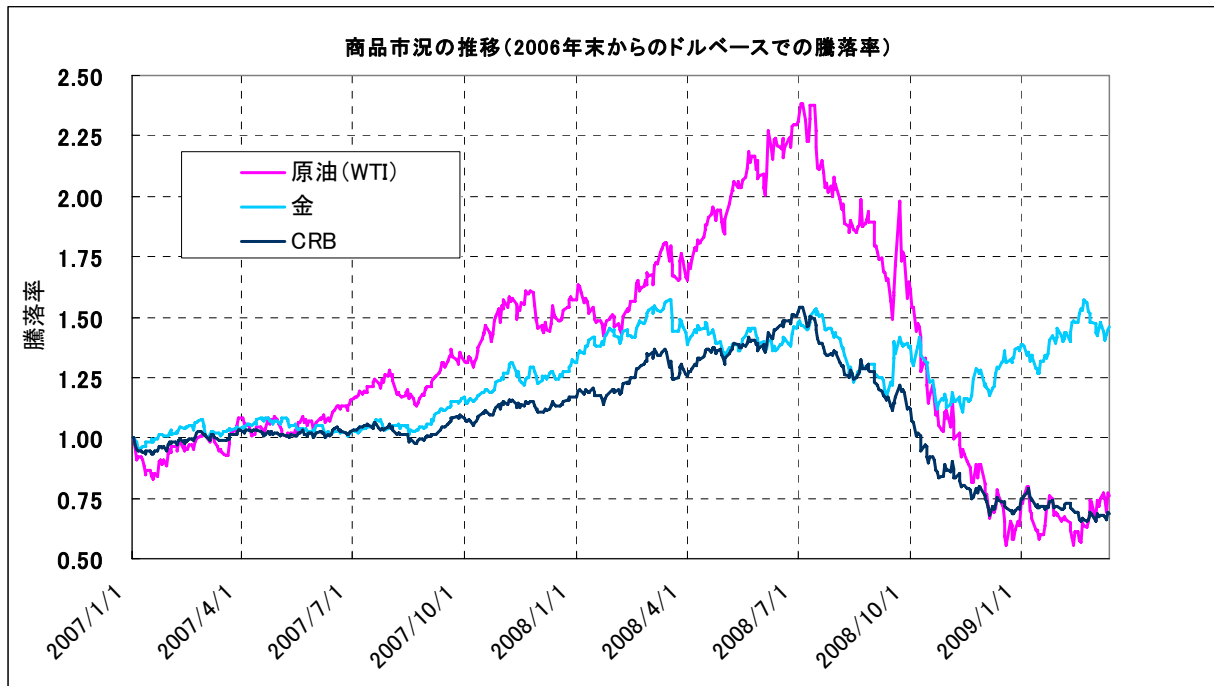
英国の量的緩和表明後の長期金利急低下後は利回りはもみあいとなり、欧米の10年国債利回りはおよそ3%近辺に収斂してきた。足元のデフレ懸念は根強いものの、過去日本で1998年と2003年と2回も経験したようなデフレ長期化懸念の蔓延による極端な利回り低下にはいたっていない。日本ではその2回ともに利回り急騰で幕を閉じている。



2年物スワップスプレッドの推移

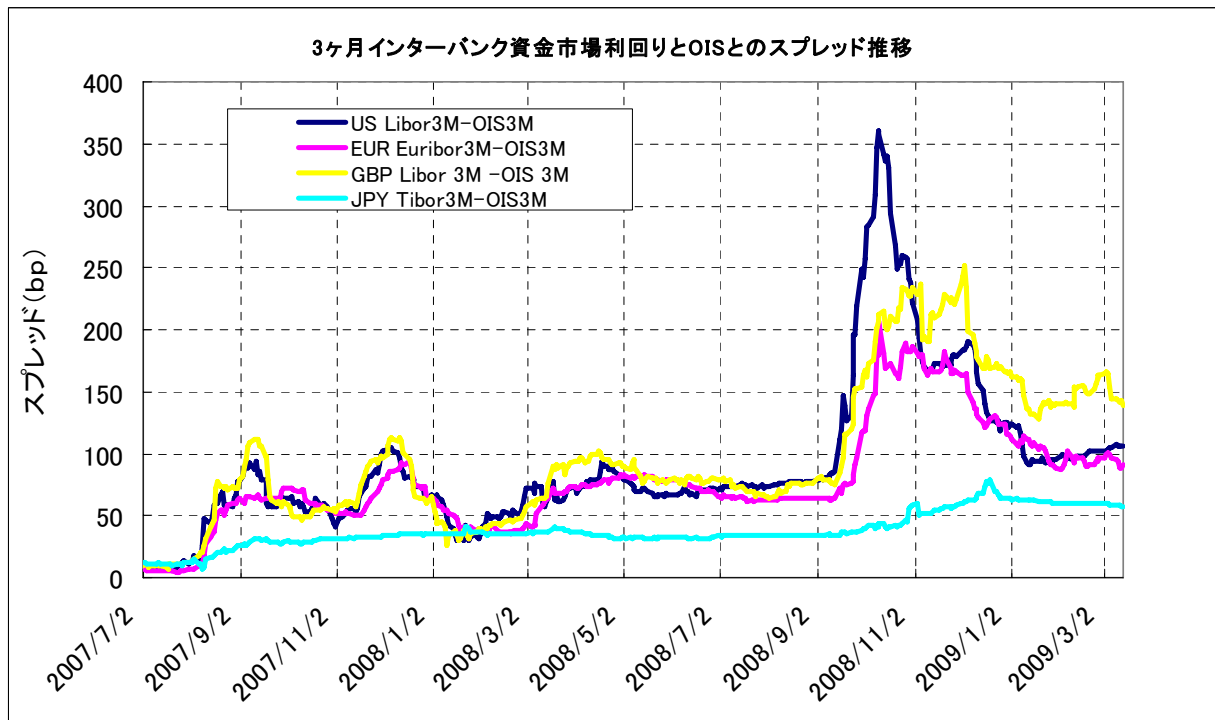
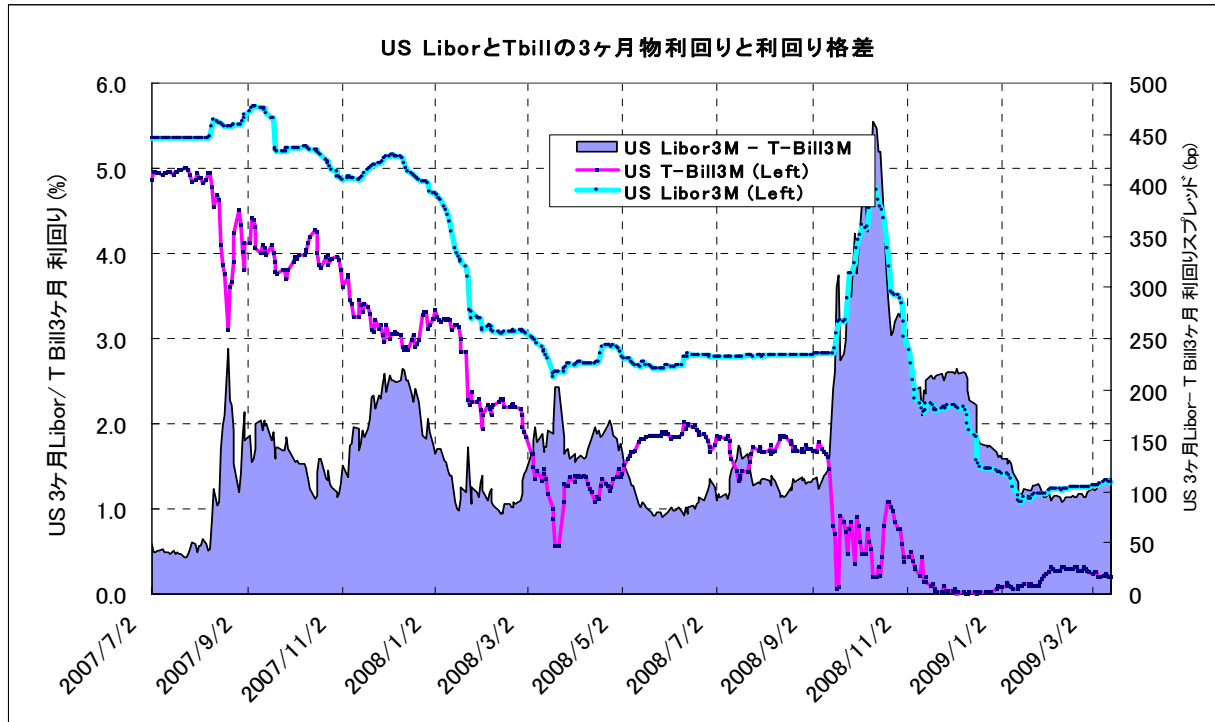


日本の物価連動債市場でのこ入れのために、財務省が当該商品の物価下落に対する元本保証のフロアーを設けることの検討に入ったとの報道がなされたが、今のところ市場が改善する兆しは見えてこない。欧米諸国のブレークイーブンレートが1%近辺に収斂しているのに対して、日本だけ大幅に乖離しており、市場の未成熟さと期待インフレの低さの両面で日本の特異性が浮き彫りとなっている。(末永)



2. 資金市場～ドルLIBORの上昇傾向

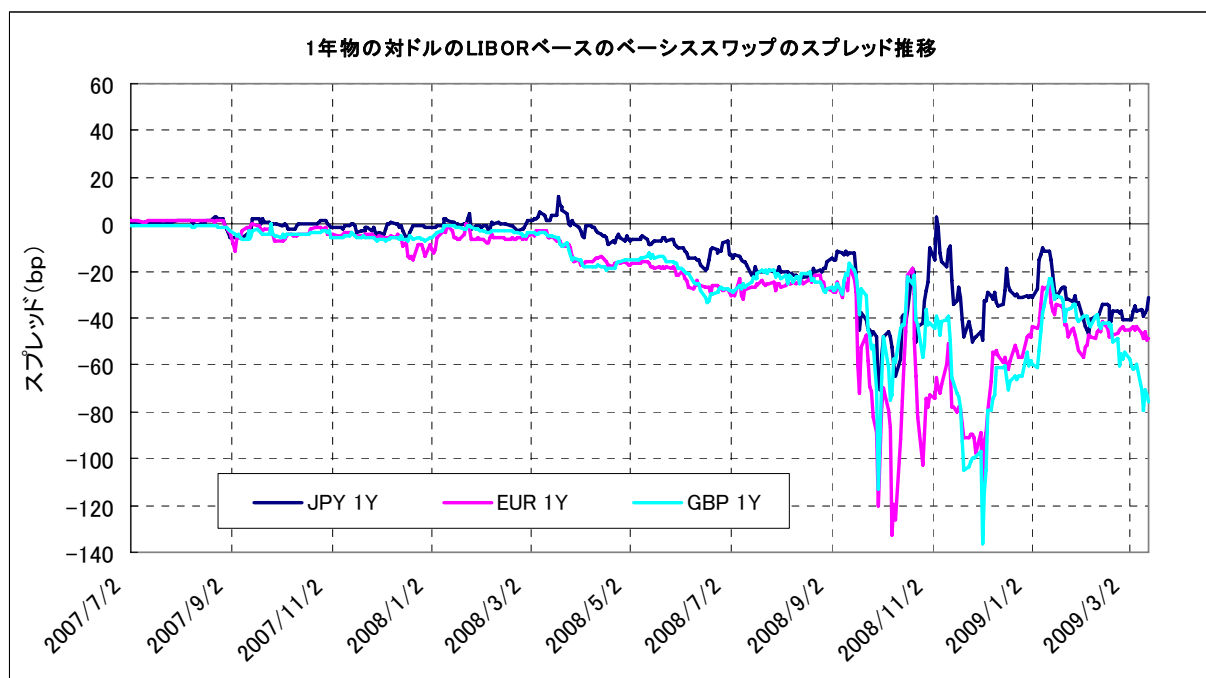
ドルLIBORは小幅ながらもじりじりと上昇を続け、1月中旬の3ヶ月物で1.0825%という最低水準と比較すると、この2ヶ月ほどで23bp上昇した。(末永)



このところドル資金の調達需要を反映して再び1年物ベーススワップのспレッドが拡大方向で推移している。昨年末の大幅拡大時にはそれほど顕著な動きが見られなかった10年物などの長期契約のспレッドも足元では拡大が顕著に進んでいる。

日本円についてはサムライ債のドル調達へのスワップ圧力拡大との指摘もあるが、спレッドの拡大は全通貨にわたった動きでもあり、そもそもインターバンクのスワップ市場で長期のベーススワップを提供するにはかなりのクレジットラインを消費し、かつての主要プレーヤーの格付けが低下した中では、マーケットをサポートするプレーヤーが減少した結果、市場自体の流動性が低下し、かつてと比較すると小額のロットでも大きな市場の変動を及ぼしている可能性がある。

【1年物】



【10年物】

