

GCI Global View

2009年3月30日

【目次】

● オリジナリティを持つ運用者	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

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

オリジナリティを持つ運用者

機関投資家がヘッジファンド(HF)に限らず運用者に求める重要な要素としてオリジナリティ(個性、独自性)が挙げられることがあります。仮にロング・ショート・ファンドの運用者であれば、企業のファンダメンタルを重視して適正価値を独自に判断し、その価値に株価が収束するであろうと見て買いなり売りなりの判断をする場合があります。マルチ戦略を標榜するファンドの場合は、現物株式、債券だけでなく、同じ原資産のデリバティブについても投資対象とする場合があります、いわゆる何でもあり、ということになります。例えばロング・ショート HF の運用者も、マルチ戦略 HF も特定の経済現象やある特定の会社の資産価値に注目していたら、彼らはそれぞれの判断でポジションを取ることになっても、FOHF 投資家が両方の HF に投資していたら、同じ銘柄や同じ資産に対するエクスポージャーを実質的にとっていることになります。もちろん売り、買いの判断や、ある資産の適正価値がいくらになるかという価値判断について、別々の運用者がまったく同じ判断をすることは極めて稀なので、同じポジションからのリスク・リターンが倍に増幅されることも同様に稀でしょう。FOHF の運用者は分散や資産の保全を考慮して運用戦略の分散や運用者の選択を行うので、上記のような現象は稀にしか起こりませんが、ここでは各戦略内での運用者間の相対比較をした場合などに、本当の意味での運用者のオリジナリティは発想力という特性に求められるということと、ビジネスとしてのヘッジファンドのオリジナリティは企業家精神と挑戦から生まれることをお話したいと思います。

読者の皆さんは昨年10月アジア株式市場でフォルクス・ワーゲンの株価がポルシェからの資本増強の話題の前後に大きく変動したことをご記憶だと思います。当時業績だけでなく資本政策にも危機を見込んだ HF は、株価のさらなる下落を見込んでショート・ポジションを大きく積み上げていました。この状況で、ポルシェが VW への資本参加をさらに増加させるというニュースに対して株を買い戻す動きが起こり、2日間のあいだに300%株価が上昇してしまいました。これはロング・パイヤーに加えて、ショートの投資家がカバーに走るという典型的なショート・スキーズが起こった結果です。また先月には、米国で政府保有のシティの優先株の転換条件や、普通株との価格差に注目した HF が、大きくショート・ポジションを積みまして株価を1.5ドルまで下落させる原因となりましたが、その後の優先株の転換条件の発表前後に思惑の外れた HF の買い戻しによりここでも同じくショート・スキーズが起きました。HF トレーダーのコメントとして、“儲かるトレードが多くないので皆が同じアイデアに乗っかっている”ということらしいのですが、多少金融の知識があれば素人でも新聞報道で理解できるような政府の政策に対して、自らの思惑と分析力を過信し、特に情報に優位性があるわけでもないのにわざわざ“混んでいる”ところで無謀なポジションを取ったことが敗北の原因でしょう。

個々の証券を運用者がどのような判断基準で分析してロング、ショートのポジションを取ったかについては、それぞれの理由による、ということにしておきましょう。問題は、政府の経済、金融政策も含めて、市場で一番話題になっている銘柄について、誰もが知っている情報をもとに投資判断をするという場合、FOHF 投資家としては、その HF 運用者の分析力に頼ることになり、必ずしもアイデア創出や戦略の独自性の効果を得ることはないということに注意をすることが必要です。アイデア創出が得意な運用者というのはえてして、市場や企業に対するコツコツと地道な調査を厭わないまじめな人たちであり、借り物でない独自の情報や知識が知恵を生み出すベースとなります。かつて HF 運用の側にいた経験からお話すると、誰もが注目していて出来高も日々の価格変動も大きいという銘柄や資産に対してポジションを取る場合には、情報の優位性は極めて短期的に解消されてしまうので、同じ情報から正しい適正価格を導き出す分析力が勝負のしどころになります。ただし、テクニカル重視の運用者がよく言うように、理論的には市場価格がいつも正しいという言い方ができるので、よほどのコントラリアンでなければ市場コンセンサスに対して差別化を図るのは難しいはずですが、また、トレードにおける俊敏さや市場アクセスの速さを競っても同様に、その手の競争力も短期的に解消されてしまうことは市場の歴史が証明しています。ちなみに市場価格がいつも正しいのであれば、自分の分析が優れていると主張する(つまり自分は頭がいいと主張する)運用者は、いつも勝てるわけでもないので、その根拠を失うでしょう。

優秀な HF 運用者の一例としては、あまり多くの市場参加者が注目していない銘柄なり資産なりの市場価格と、自分が考える論理的な先行きの適正価格とに大きな差があることを早めに発見して、“人より半歩早く入って”ポジションを構築する人たちが一般的です。その後は損益に関わらず投資判断の前提が実現された、または変化してしまった段階で速やかにポジションから抜け出るといったのが理想的な規律 (discipline) になります。個人的にはこの着目点と発想が運用者のオリジナリティの大きな部分を占めると考えているので、FOHF として運用者を選択するときには単に論理的思考が優れているだとか、人の意見に流されない、という性質をアピールされてもそれを過度に信用しないことにしています。前段でも述べたように、市場は人間の欲望と恐怖 (greed and fear) が渦巻くところなので、人間の感情が集合的に作り出す極端な高揚や抑圧を理解できるほうが有利なことも多いからです。加えて論理的な思考を訓練された優秀な投資家でも、頭では解っていないが肝心なところで感情的に運用してしまい、大勢に流されることが多々あります。また、大勢に流されないコントラリアンの発想は重要ですが、それはむしろ性格的な特徴が思考特性として現れることによって発揮されるものであり、学校での訓練で身につけたものが必要なときに発揮されるとは限りません。いずれにしても投資家とも市場ともコミュニケーションをとれる、ということが HF をビジネスとして成り立たせるポイントになると思います。

自分の選択したファンドの運用者が常に正しい判断をするか、ということについていちいち気にしていても、FOHF 側では逐次のコントロールが出来ないのでその結果を受け入れてはじめて気づくことになります。多少の時間差があってもモニタリングをすること、コミュニケーションの密度が重要であることは今更繰り返すまでもありません。入替えの判断は、それぞれの運用者に対して期待している効果がポートフォリオ全体の中で発揮されているか、というメリットをベースにした判断になります。継続的に結果を出し続ける運用者の一例として、性格的に市場が好きであることはもちろんですが、それに加えて自分のやっていることの可能性も限界もよく理解しているという運用者がいます。かつて、ある優秀なデリバティブファンドのトレーダーが“自分は理解できないリスクはとらないし、将来を予想することもしない。ただし将来に対する準備は常にしておく”と言っていたのを思い出します。前述のシティの例は、優先株の保有者であった米国政府とシティとの交渉の行方をかなり正確に予測できたのでない限り、トレーダーの無謀なベットという範疇に入るでしょう。これはどんなトレーダーが優秀なのか、という評価の基準の設定の仕方につながる議論です。誤解を恐れずに表現すると、ウォール街の名だたる会社で名を馳せたトレーダーの中にも機械のような考え方や行動をする人達もいます。傾向として表情が無表情で、こちらのどのような問いかけに対しても一律な反応を示す傾向があり、会話が一方的で単発になる傾向があります。そうかと思えば非常に世の中が良く見えている、人間的な感情豊かな人があることに感心する事もあります。そういう人達は、科学的なアプローチは優れた方法論であるという事を理解しながらも、経済や市場は人間活動の集合から成り立つものであって、自然科学における統計的な手法の応用だけでは解決できないものがあるという事を当然のように理解できているようです。“ラッキーが2回続けば天才トレーダーと呼ばれた”というような異常な状況を乗り越えて、業界で長期に生き残る人達の最低条件がこのあたりにあるのではないかと思います。

HF 運用者とミーティングをする際に、彼らの学歴と職歴が非常に優れていることに感心することがよくあります。たとえばアイビーリーグの有名校を当然のように卒業して、同窓生が多くいて経済的にも有利な条件の大手銀行や証券会社に勤め、そこそこの実績を残して評判が確立してきたので独立する、といった具合です。HF 業界草創期に独立、開業して有名になった人達には確かにカリスマに近いオリジナリティがありました。それを真似しようとした人達には、どうしても先人ほどのオリジナリティが無いのは仕方のないことですが、本当の意味で創造的な思考が出来る人は多くない、ということになるのだと思います。業界人なら誰でも知っている有名投資家がインタビューで言っていたコメントを思い出しますが、“…60年代にウォール街で就職したのは自分も含めて学業があまり優秀でない卒業生達が多かった。有名校の卒業生達は当時華やかだった業界の有名な会社に入ったが、自分はその中で雇ってもらえなかった。物事にはサイクルがあるので、金融ではなくまったく他の分野がもてはやされる時期が今後も必ず来るだろう…”という話を聞いたことがあります。このコメントは循環性について述べたものなので、業界単位でも浮き沈みがあると言うことを表していますが、流れの中で好むと好まざるに関わらずその場所を選択してしまう人達もいるのではないかと思います。確かに、エリートの家庭に生まれるとそれほど苦労しなくても良い学校に入れる環

境が自然に周りにあるし、社会的、経済的に有利な立場を得る傾向があります。そうしてトレーディングデスクで華やかな経歴を得ることが出来たとしても、日々の環境はやがてルーティン化してくるので、相応の教育を受けてきた人達にとっては、能力の上限に挑戦させられるということが少なくなってきます。いわゆる complacency（満足、満悦）の状況に入ってしまうことになり、安定を求めることにつながるのですが、サラリーマン運用者ではなく、恵まれた環境に未練もなく飛び出す勢いのあるアントレの気質を持つ企業家運用者に期待したいと思います。

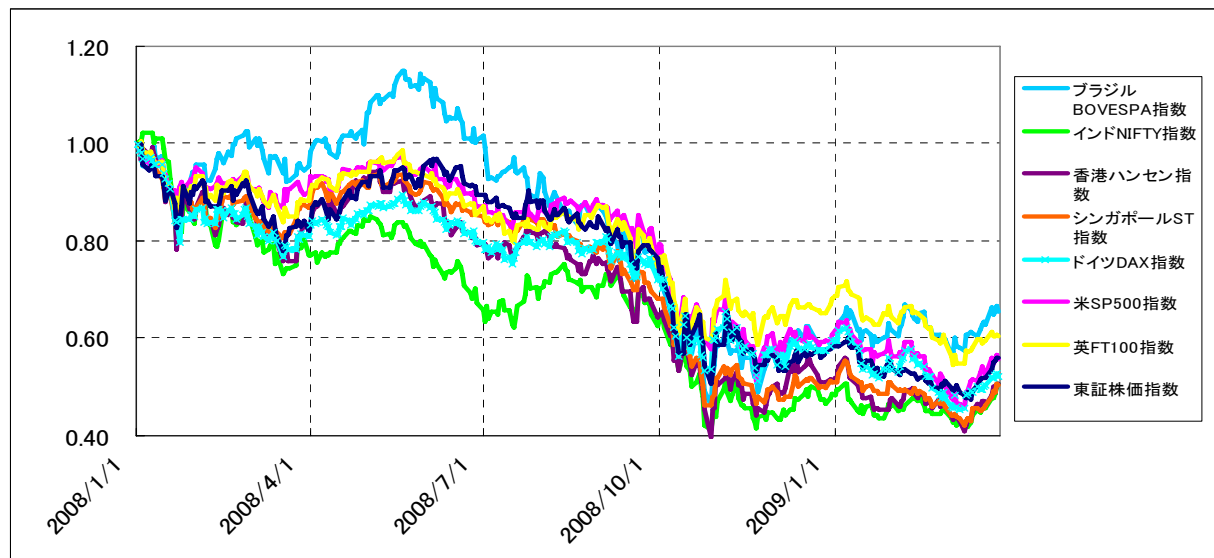
（西田）

Global Markets (3月23日～3月27日)

1. オーバービュー

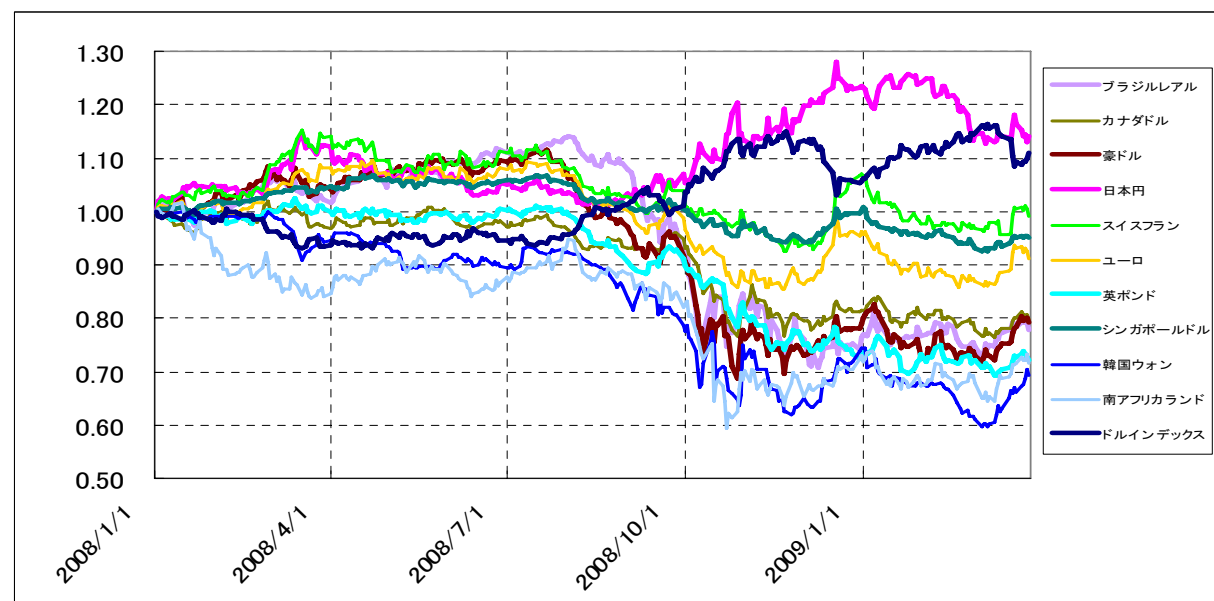
ようやく具体的な内容が明らかとなったガイトナーの不良資産買取スキームが好感され、なおかつ米国の住宅関連市況の反発もあり、株式市場は続伸となったが、週末には利益確定の売りに押されてやや調整モードとなった。財政拡張に対する米国と欧州の溝は根深いものがあるものの、G20では保護主義への反対姿勢を維持しつつファンド規制などでの歩み寄りを見せ、協調体制を堅持することを期待したい。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

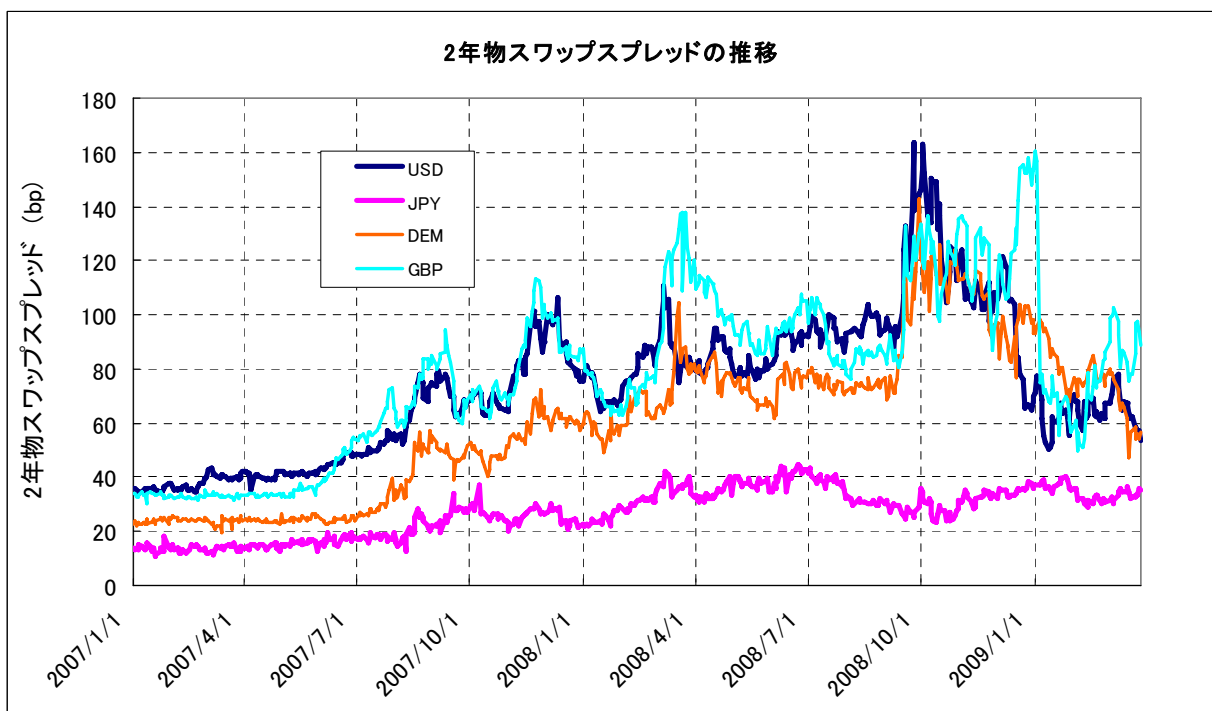
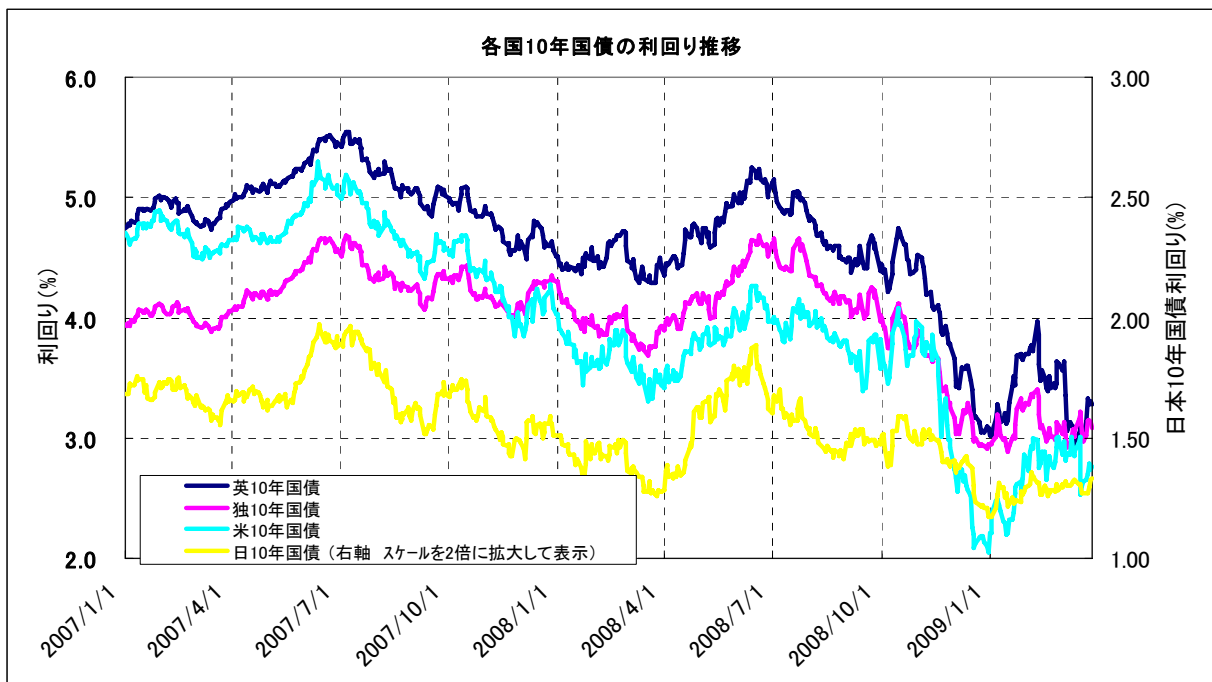


FRBの長期国債大量購入アナウンス後には急落したドルも、その後は下げ渋る展開に。基軸通貨としてのドルの安定性に対する懸念は熾ぶるものの、現実的な代替手段が見当たらないという状況は変わらず。

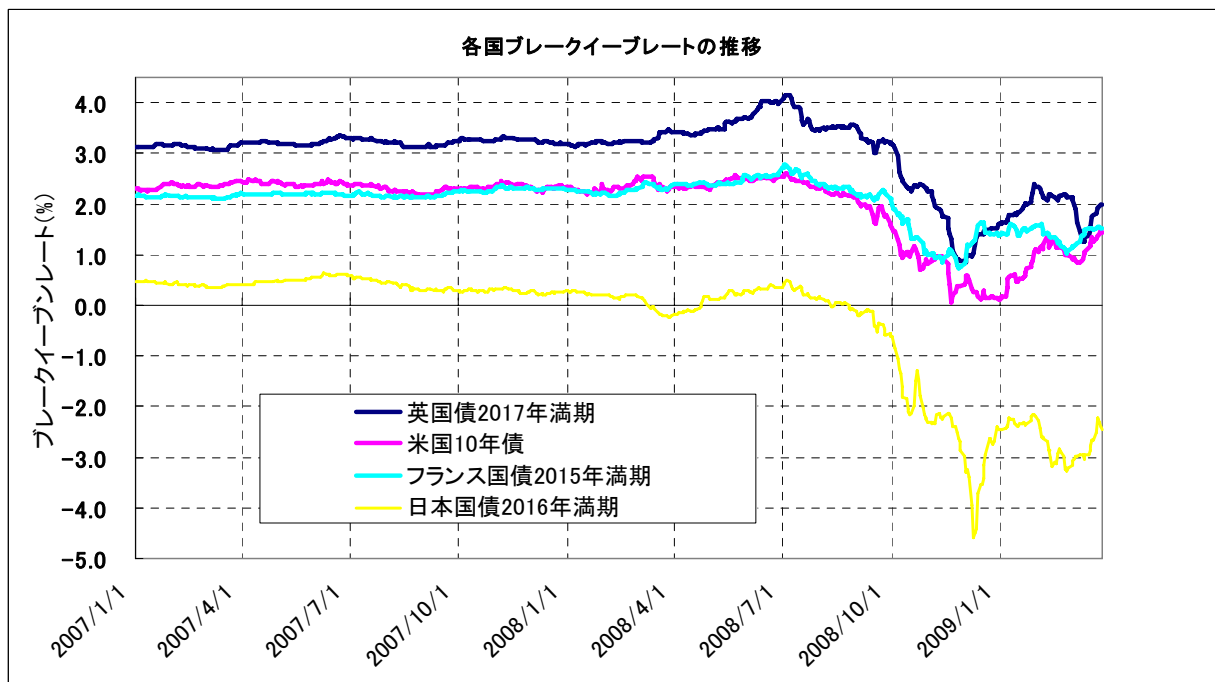
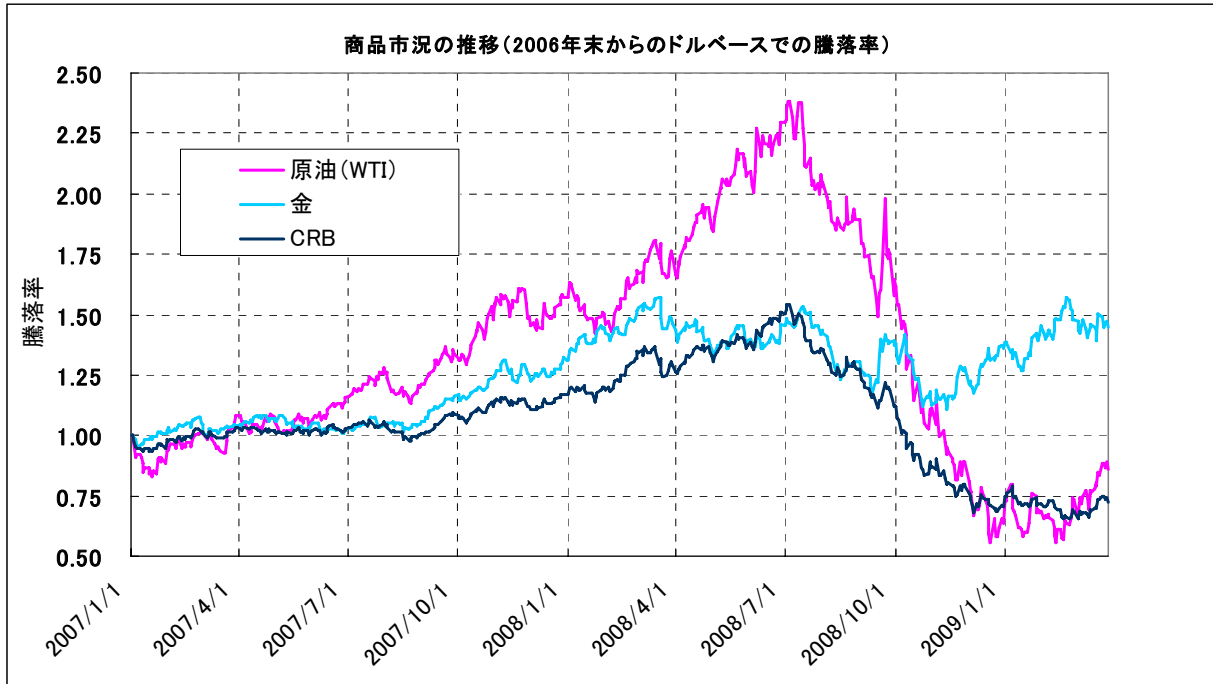
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



英国では既に BOE が国債買い切りによる量的緩和を実施しているが、そのさなかに国債増発懸念から 40 年国債入札の応募額が募集額を下回り、利回りは大幅に上昇、米国でも前週の大規模利回り低下の反動と入札の不調により利回りは上昇する展開となった。中央銀行の国債買い取り戦略により、財政拡張に伴ういわゆる「悪い金利上昇」に歯止めをかけ、さらに国債利回りを低下させることでリスク資産の投資を促しつつ、マネーの供給により期待インフレを高め、緩やかな為替の減価をもたらしながらデフレ圧力を緩和させることができれば目論見通りということになる。かつての日本では国債増発する中でも金利は低下したが、マネーの大量供給にもかかわらず期待インフレは高まらなかった。一方でゆるやかな円安が輸出を支えて一定の効果を発揮したといえる。ただし日本とは異なり海外からの調達に依存する英米では政策当局は「悪い金利上昇」に細心の注意を払う必要がある。

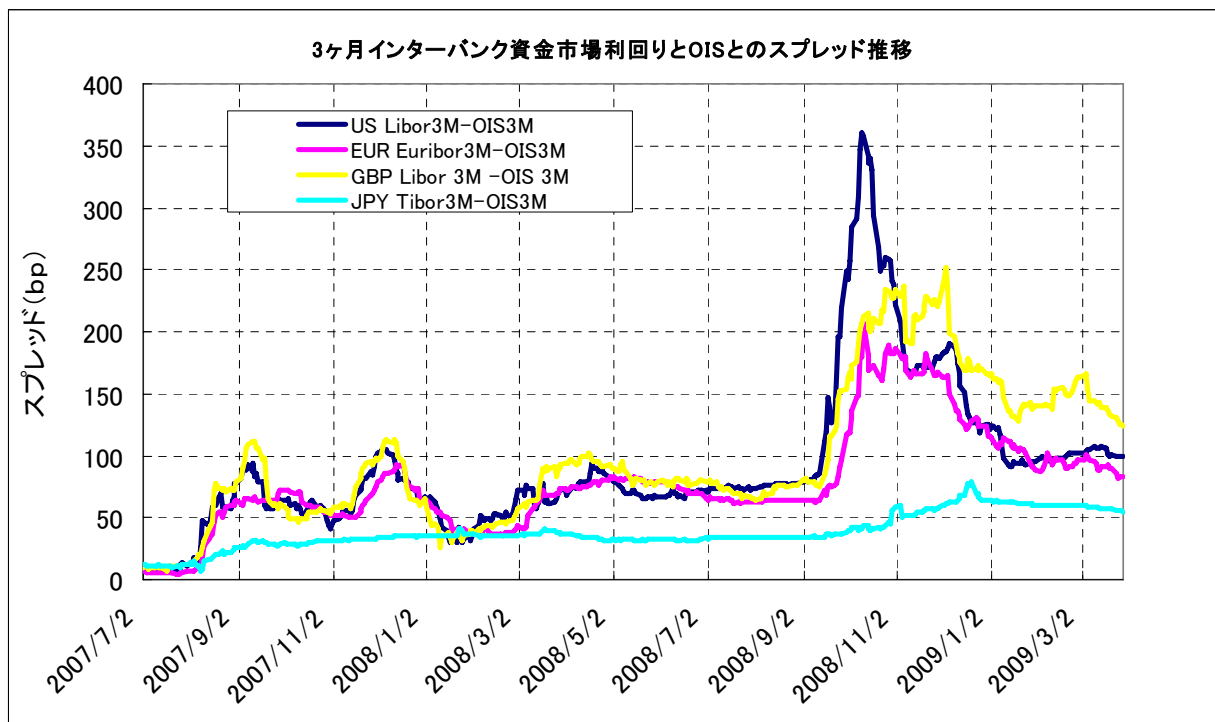
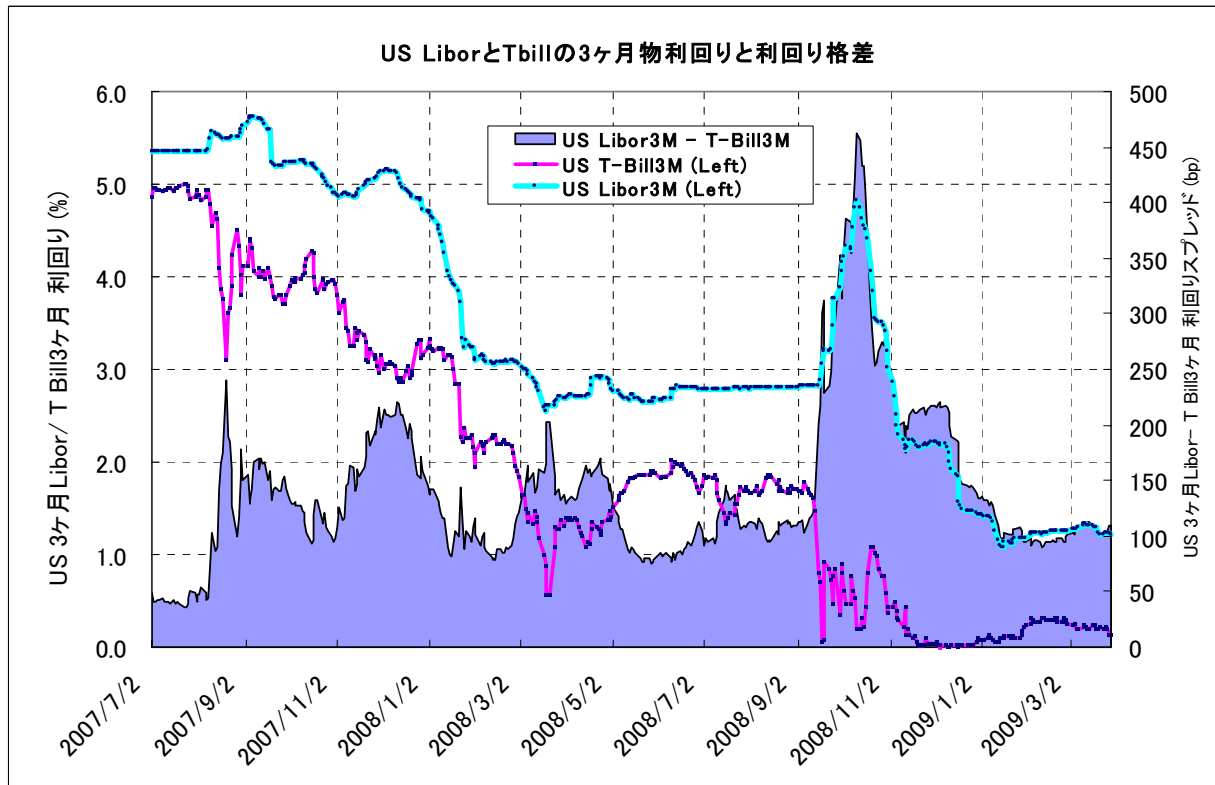


商品やブレイクイーブンレートは引き続き底入れを意識した動きに。(末永)



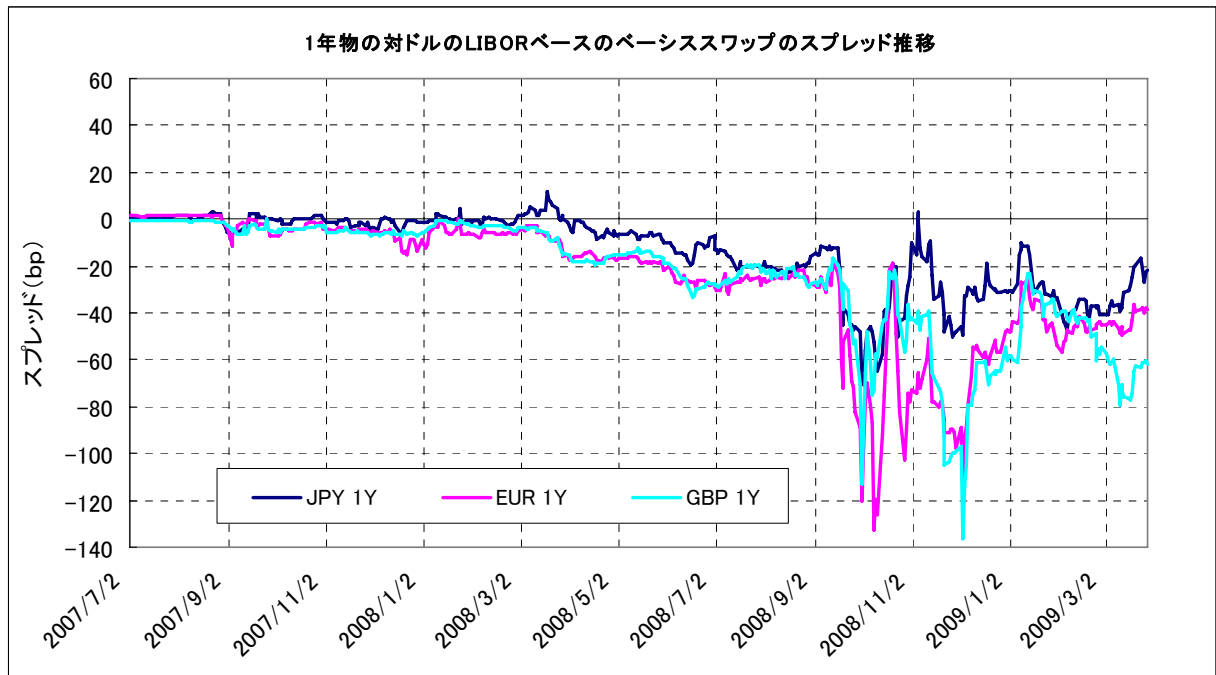
2. 資金市場～ドルLIBORほぼ変わらず

FOMC後の低下以降、ドルLIBORはほぼ変わらずで推移。



ベーススワップスプレッドは横ばい。(末永)

【1年物】



【10年物】

