

# GCI Global View

2009年4月6日

## 【目次】

● 非効率なJGBI市場について	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

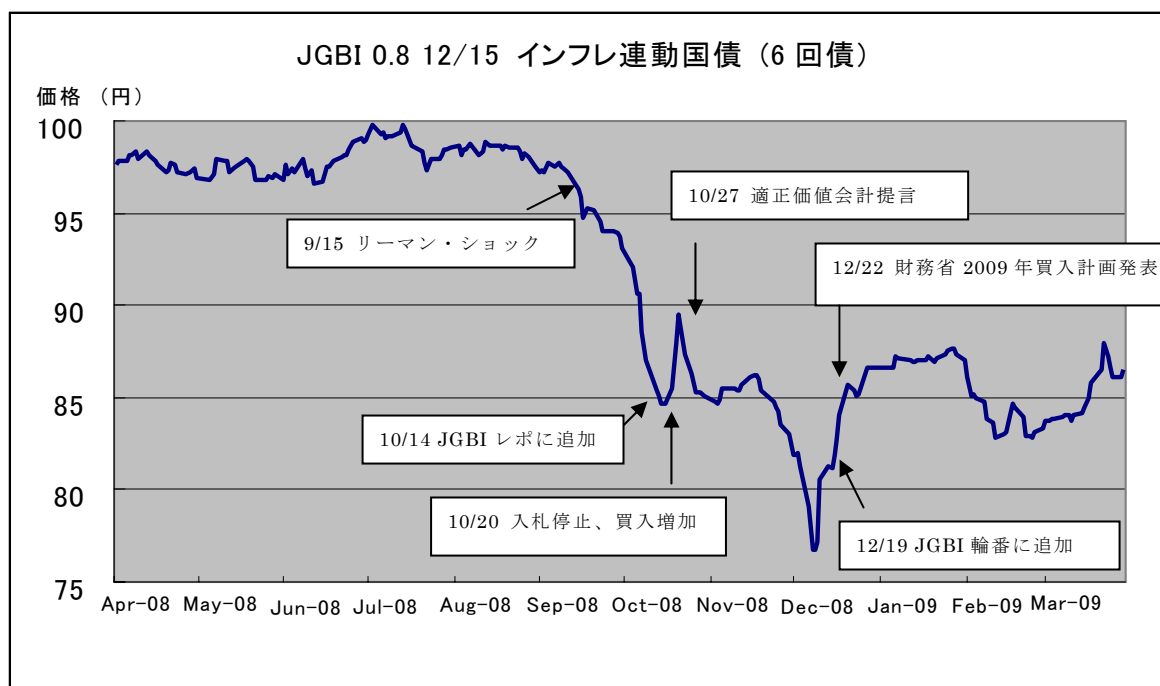
当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## ●巻頭レポート

### 非効率なJGBI市場について

ブルームバーグ情報端末で世界のブレイク・イーブン・インフレ率を（ILBE <Go>）比較したグラフを見ると、日本のインフレ連動国債がダントツで最小の数値（6年債から10年債までがすべてマイナス-1.83%から-2.14%の間、2009/04/03時点）になっていることがわかります。米国債1-3年債のブレイク・イーブン・インフレ率を見ると、それぞれ1年で-0.06%、2年で-0.57%、3年で-0.16%なので、大雑把に言うと現在の危機的状況が数年のうちにボトムを打ってその後改善する、と市場が見ていると言うこともできます。市場は米国についてはこの危機的状況から2-3年の後には抜け出して景気が回復に向かうと見ているのに対して、日本については今後10年近くにわたってデフレが続くという著しく悲観的な見方であるということになります。もちろん、これは単純かつ一般的な解釈だけを根拠にしているので、反論があることは承知の上ですが、こと日本においては新しい金融市場が設立された後の草創期における、価格、流動性を含めた非効率性をもたらす現象であるという見方もできます。ブレイク・イーブン・インフレ率とは、同年限の物価連動債券と名目金利債券に投資する際、両者の利回りが等しくなる（break even）ようなインフレ率を指します。大雑把にいうと、ブレイク・イーブン・インフレ率は、物価連動債券の市場価格に織り込まれている期待インフレ率にほぼ等しいと考えることが出来ます。

（注1）



（bloomberg のデータより GCI 作成）

アジアに本拠を置くある有力ヘッジファンドの運用者は、日本の JGBI（インフレ連動日本国債）市場の非効率性がこのような価格状況の大きな原因であり、政府当局者に市場正常化に向けた提言をすべく昨年後半から数回のミーティングを持ったと言っています。実際には、この市場の草創期における価格形成や流動性の非効率性に注目したこの運用者がポジションを持っていたところにリーマン・ショックが起き、それまでの利益を吹っ飛ばすほどの価格下落と流動性の枯渇が起きたことで、当該ファンドが顧客向けの流動性確保において問題を抱えてしまった、というのが実情です。これまでも外国人投資

家や外資系証券は日本の債券、株式先物市場などでその発展期に存在感を発揮し、それら市場の発展にある意味で貢献してきた（同時に儲けてきた）経緯があります。今回は HF 自らも危機的な状況に陥ったため、その運用者が財務当局になんとかしてくれと直談判に来た、という見方ができます。

その後、財務当局は昨年10月中旬頃から矢継ぎ早にいくつかの策を実施してきました。（上図参照）これは、“出来ることは何でもやる”という当局の姿勢を表し、市場の声に反応してすぐに対応する、という意味で評価に値すると思います。そのいくつか挙げると、JGBI をレポ対象に加えることに始まり、オークションの中止、買い入れ償却の開始、日銀輪番オペの対象への追加などで、それらの発表と実施の素早さには当局の市場の正常化に対する強い意図が感じられます。惜しむらくは本来主要プレーヤーとしてあるべく国内機関投資家がここぞというタイミングで買いに来ないということで、すでに提言として議論されている会計制度上の扱いの変化について実行段階に進んでほしいものです。穿った見方をすれば、当局は相変わらず外人の言うことは良く聞くんだなあという漠然とした感想も持ちますが、一方で国内機関投資家であればそこまで能動的に当局に働きかけることはあるだろうか、とも思います。2008年6月に金融庁が14か条のプリンシプルを発表して、金融行政に関する姿勢を示しているの、仮に日本人のファンドや機関投資家がこの趣旨に沿って当局に働きかけていれば、今回のように迅速に対応したであろうと期待的に推測できます。（もしそうでなければ明らかに外圧のみに動かされるということになります。）プリンシプルを理解していようとしまいと能動的にすぐさまアクションを起こした点で、かの HF 運用者もその行動力を評価してよいでしょう。

このインフレ連動国債そのものの歴史はそれほど長くはなく、1980年代初頭から世界主要各国に採用され始めたという経緯があるので、日本の当局がこの市場をスタートさせる時にも、取引高や参加者を含めて相当の努力により市場を育てるという当局の意志と姿勢が問われていたのを思い出します。残念ながら現在の状況は、この市場および CDS 市場でかつて主要プレーヤーであったリーマン・ブラザーズの市場退出により多大な影響が出てしまい、いまだに市場の正常化には程遠い状況であるとも言えます。最近はとんでもない価格の暴落など茶飯事だったので、上記グラフ程度の価格変化については見慣れてしまったかもしれませんが、ただし、これが JGBI（物価連動日本国債）の価格グラフであるとする、本来急激に動くことが少ない期待インフレ率や金利水準についての急変動に驚くのと同時に、いわゆるブレイク・イーブン・レートが大きなマイナスのまましばらくの間推移していることに驚きます。

先日米国の投資家と話をした際、彼らは日本の金融機関について、米国よりも金融危機の大きな被害をこうむっていないため、投資余力や先行き業績見通しについても米国よりもましな状況であろう、と考えていることが分かりました。確かに日本の金融機関の資本は欧米の破綻金融機関よりもましですが、投資熱については相当に冷めています。むしろここでは、Mrs. Watanabe と称される日本の個人投資家が、為替市場から国内株式市場に目を移し、株式投資口座の開設が増加しているというニュースの方を心強く感じるくらいです。参考までに、実は IMF と OECD の直近の経済見通しによると、米国および EU 圏よりも、日本の経済見通しが厳しいことが分かります。

2009年 GDP 成長率予測（年率、それぞれ機関の直近発表分より GCI 作成）

	米国	EU 圏	日本
IMF 予測	-1.6%	-2.0%	-2.6%
OECD 予測	-4.0%	-4.1%	-6.6%

この意味では、あながち JGBI の市場とブレイク・イーブン・インフレ率が市場の非効率によって異常値をつけてしまっている、と簡単に結論付けてしまうのも早計なのかもしれません。（かと言って、このままの経済状況が6-7年に亘って続くことも信じたくありませんが。）ちなみにブルームバーグの CPIJ スクリーン上で各民間調査機関が予測する日本のインフレ率予測は IMF、および OECD の予測よ

りもはるかにましな数字が並んでいます。誰の予測が正しいのか、という不毛な議論に入る必要はありませんが、ここでは各機関の経済予測は環境とセンチメントによって大きくブレる傾向があるという事と、アナリストは大抵の場合過度に悲観し、過度に楽観する傾向がある、という事に言及するのにとどめます。前述の HF 運用者は少なくとも市場の非効率性と極端に弱いセンチメントの両方が現在の状況を作り出していると考えています。また、本来であれば彼のような優秀な HF 運用者が活躍すべき発展段階の市場における非効率な価格形成が行き過ぎてしまった、ということになります。

ちなみに物価連動債券（インフレ連動債券）とは、物価上昇（インフレ率）に応じて、元本が調整される債券です。前述のとおり、実は国内債券市場の主要プレーヤーである国内機関投資家の間では、会計上の理由で JGBI を保有することに二の足を踏む状況が長く続きました。経済状況により元本が動いてしまう債券は満期保有債券として認められないため、マーク・トゥ・マーケット(mark to market)の対象になり当期の損益に算入する必要があったためです。本来は長期的に満期保有を意図として保有することが期待されるタイプの証券なので、この会計上の制約は厳しいものでした。加えて、相対的に日本の経済成長率などについての見方が芳しくなかったという投資判断上の理由もありました。もともと 15 年変動利付き国債市場が相対的に発行額、市場規模ともに大きかったので、わざわざ代替物として前記のような会計上の煩雑さが残る可能性がある債券に投資するインセンティブが少なかったと言ってよいでしょう。

弊社では HF 投資にあたり、長期的な価値創出もさることながら、このような金融市場の構造や制度上の非効率性を超過リターンに転化できる優れた運用者を選択し投資することを目指しています。かつて今も HF 業界内ではアルファの源泉についての議論が盛んで、HF リターンの複製 (replication) に至る局面では既存の資産クラスへの投資の組み合わせにより、HF リターンを複製するという商品化も開発されました。ただし、それらのパフォーマンスも含めて最近では商品としての説得力を失いつつあることが露呈しています。前述の JGBI 市場の非効率性は、経済予測と市場の構成そのもののそれぞれから論じることが出来ますが、リスク・リターンの非対称性の分析という意味では、一定期間に収益を上げやすい環境があったことに加え、極端に市場参加者が偏る状況ではそのリスクをはっきり指摘すべきであった、ということにもなります。一時的であっても数年は続くような市場構造や市場参加者の行動の非効率と、そこから生まれる収益機会を利用するには優れた着眼点とオリジナリティが必要です。それらのリスク・リターン特性の分析を詳細に行い、実際に行動を起こせる HF 運用者については前向きに評価したいと思います。(西田)

(注1) 名目債券利回り = 実質利回り + 期待インフレ率 + リスク・プレミアム

名目債券利回り = 実質利回り + ブレイク・イーブン・インフレ率

リスク・プレミアムについては測定が困難であるため、通常は上記のようにブレイク・イーブン・インフレ率をほぼ市場の期待インフレ率に等しいとみなして利用されるのが一般的です。

ブレイク・イーブン・インフレ率  $\approx$  期待インフレ率

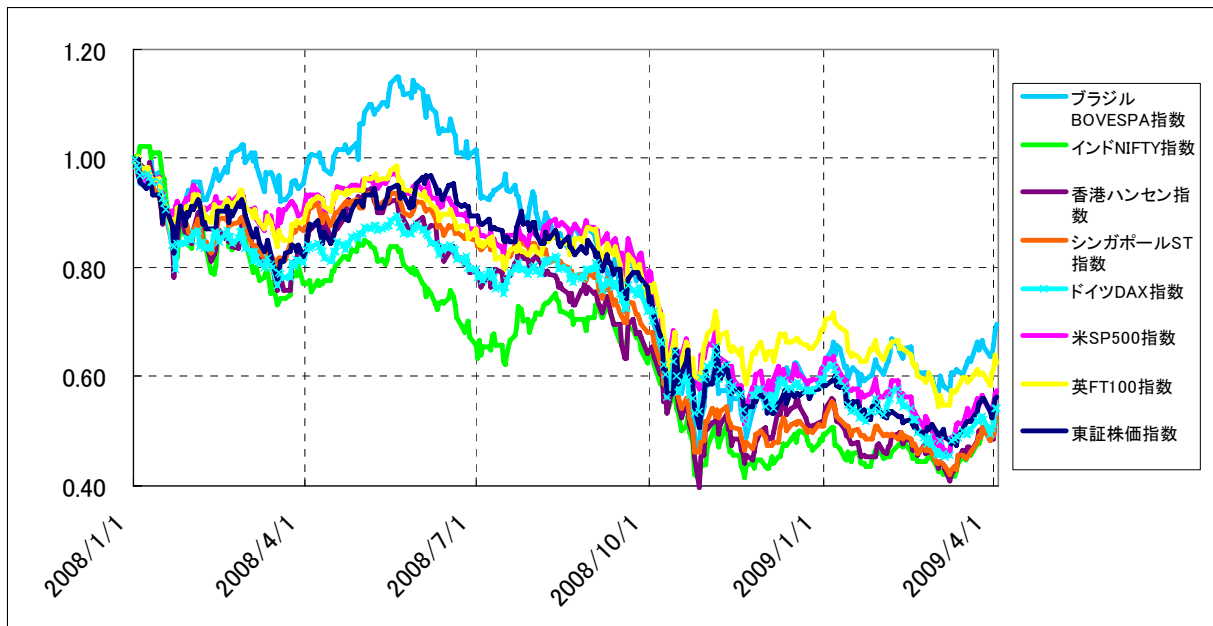
名目債券利回り  $\approx$  実質利回り + 期待インフレ率

## Global Markets (3月29日～4月3日)

### 1. オーバービュー

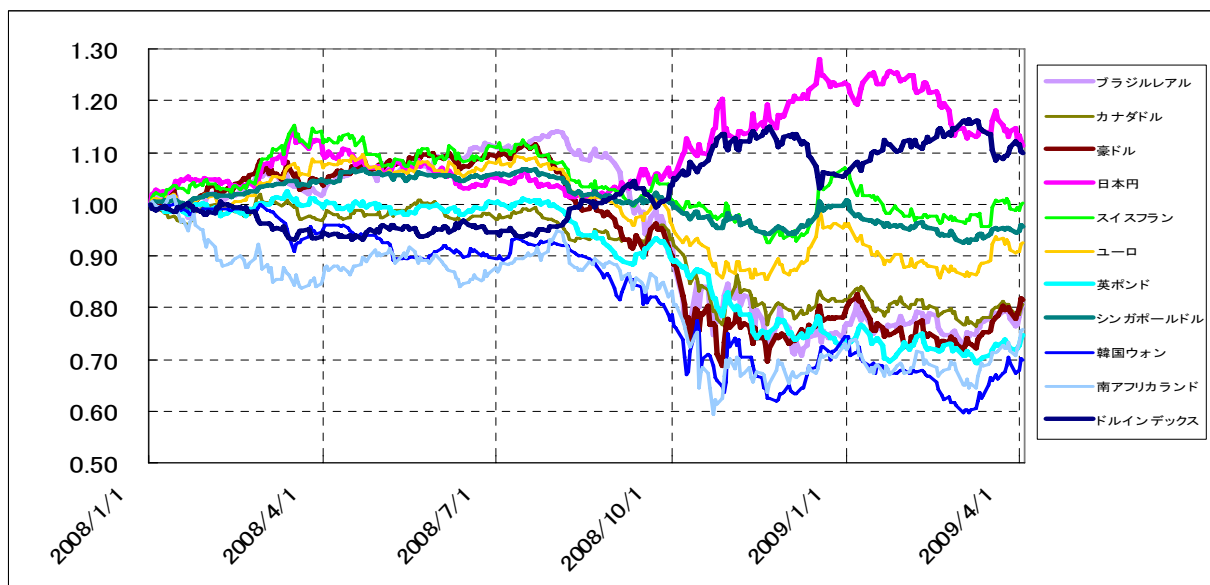
欧米間に横たわる溝は埋まらないものの G20 では協調姿勢が打ち出され、IMF の強化で合意をみたことから株式市場は回復基調を継続。米国雇用の悪化も想定内として市場は消化。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

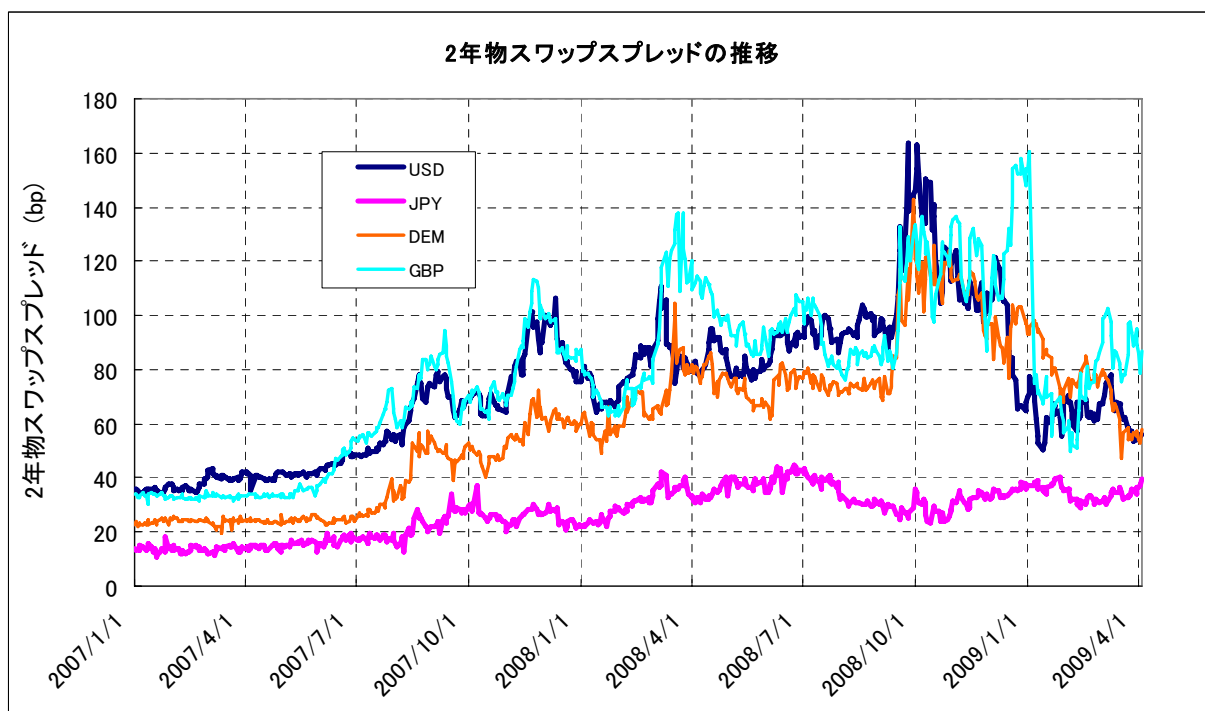
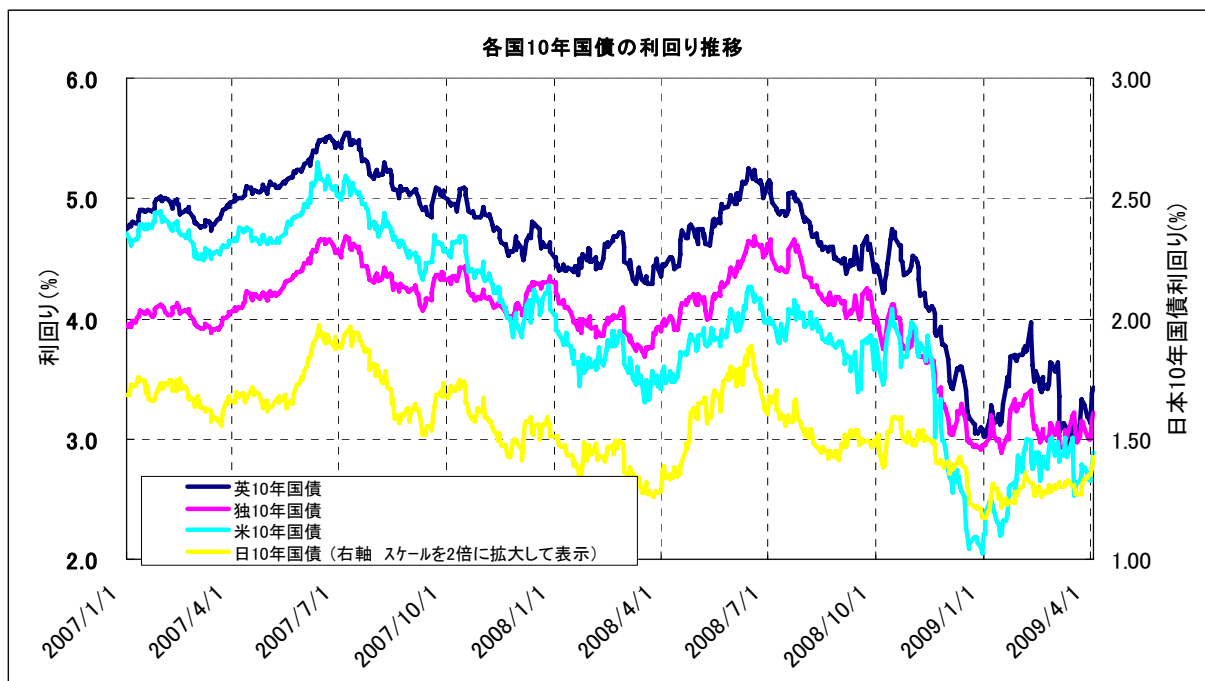


ドルはやや調整となったが、これまで売り込まれてきた新興国や資源国通貨が続伸し、円が売られるなど、リスクキャピタルが市場に戻る兆候がうかがえる。

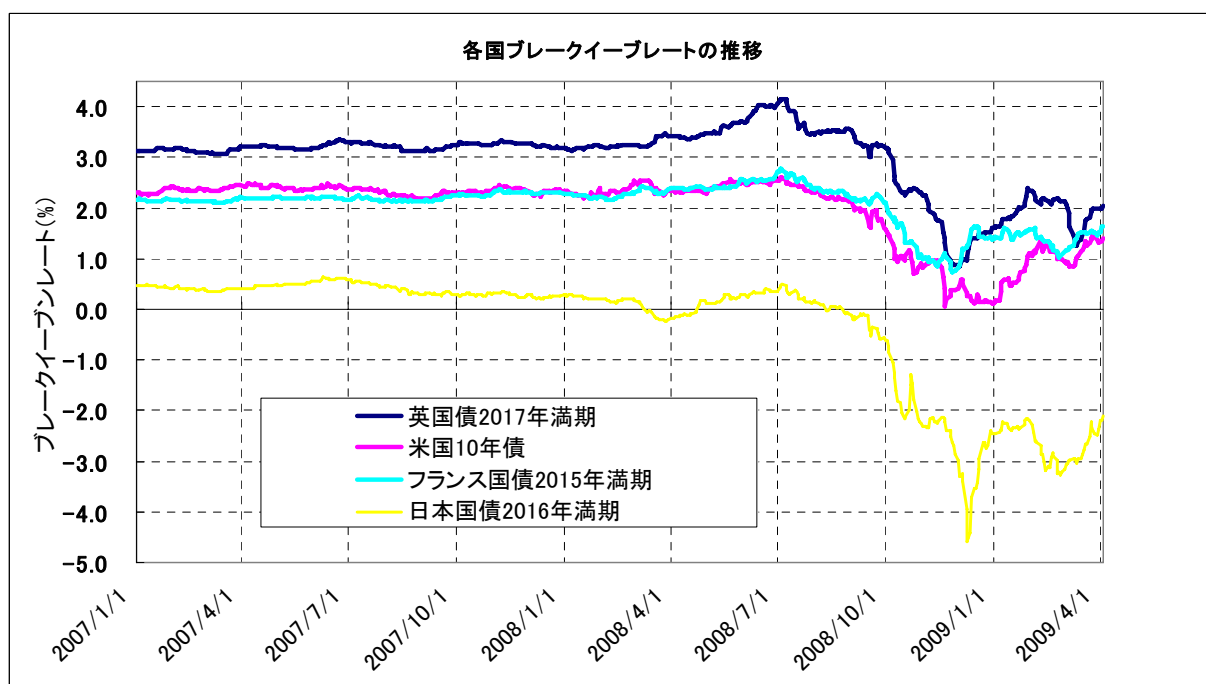
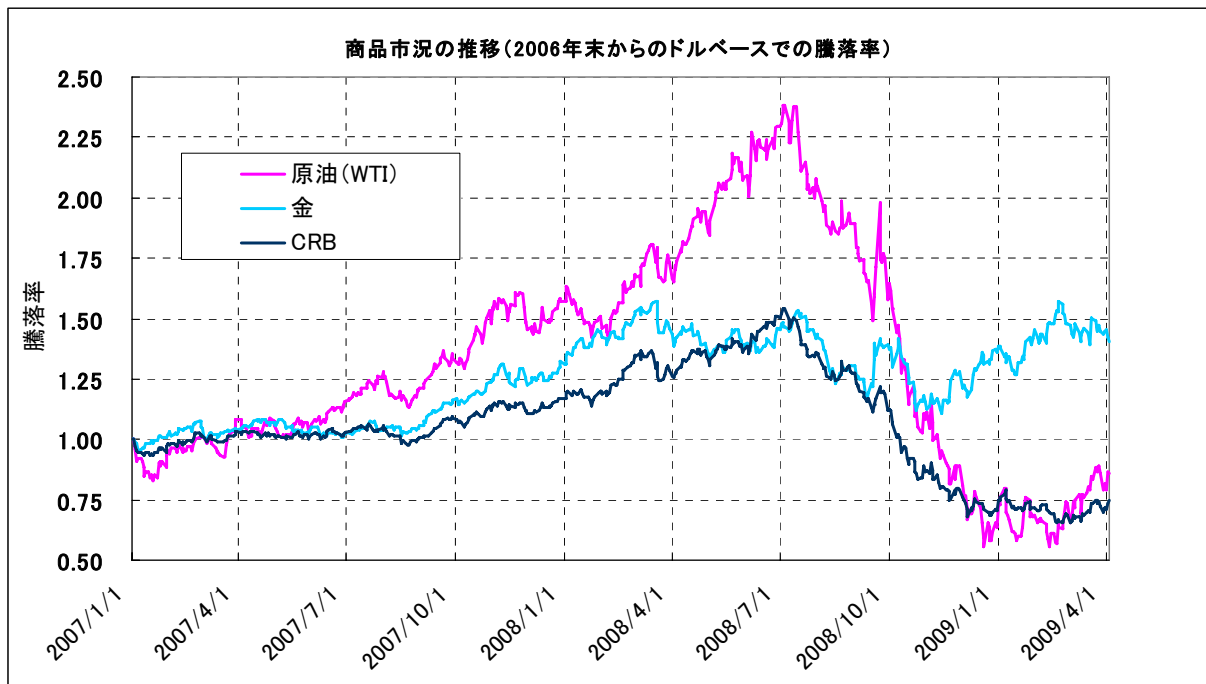
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



やや意外感のあった 25bp の ECB の利下げや、株式市場の回復基調の持続から国債市場は調整モードとなった。日本国債 10 年物利回りも 1.4% を上回り、かつてのデフレ懸念台頭による国債への強烈な資金シフトとは一線を画する動きとなっている。

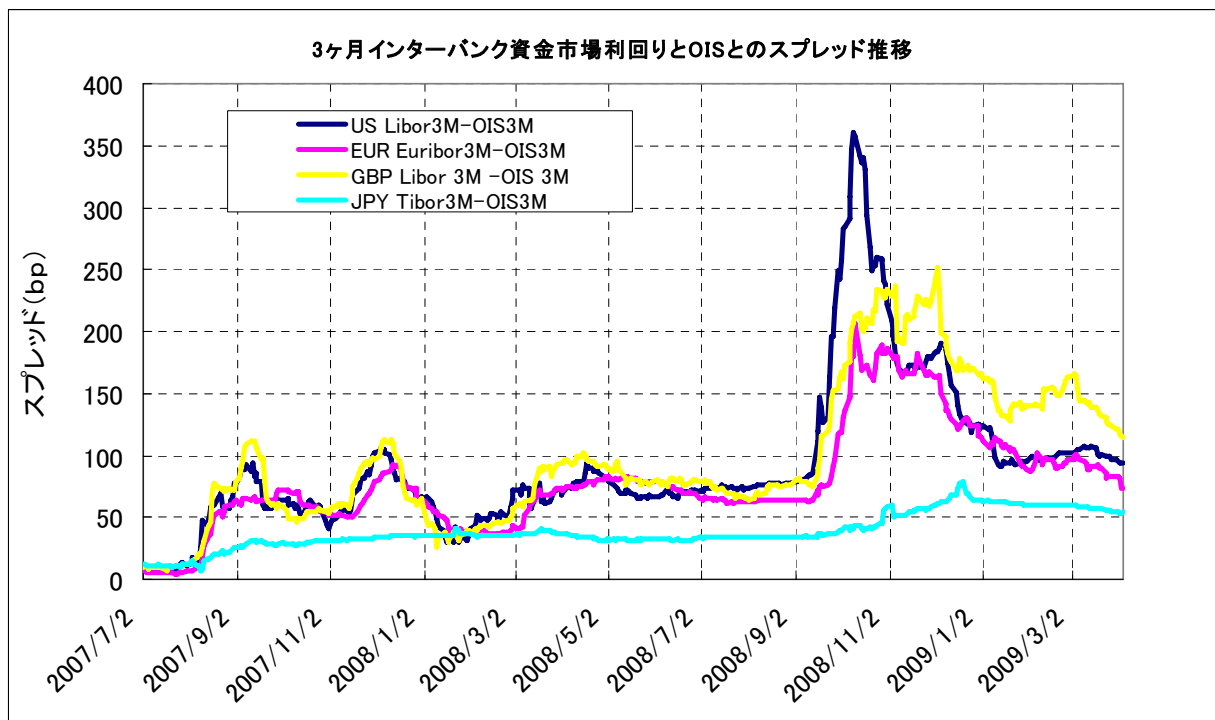
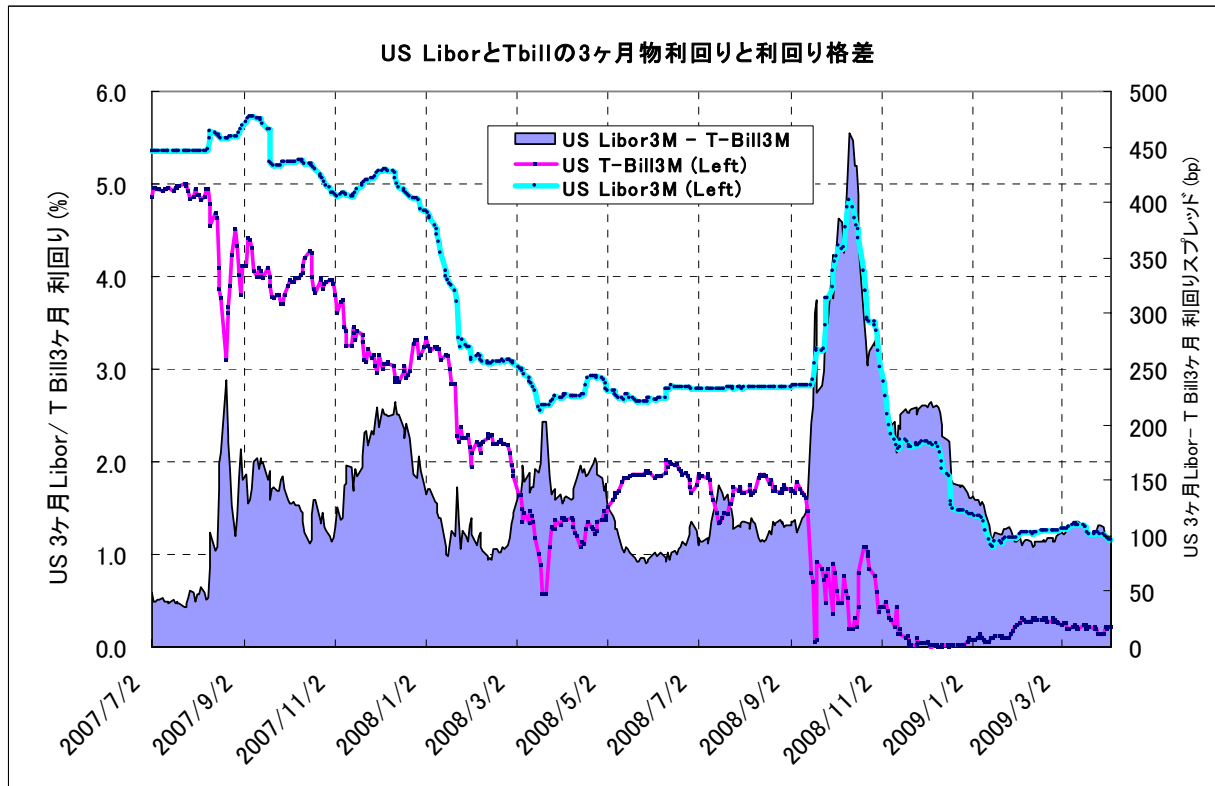


ゴールドはもみあいが続く、その他商品は底入れの兆しも。(末永)



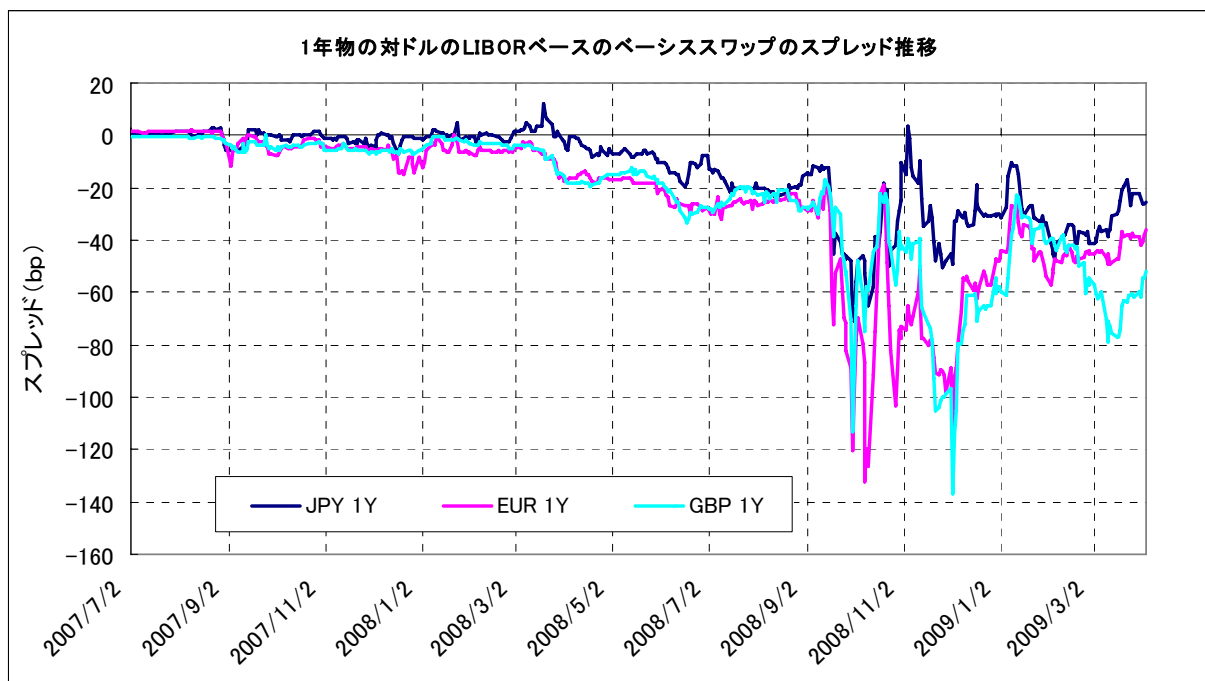
## 2. 資金市場～ドルLIBOR低下

リスク回避モードの緩和とともにドルLIBORも徐々に低下。



ベーススワップスプレッドはまちまちの動き。(末永)

【1年物】



【10年物】

