

GCI Global View

2009年4月13日

【目次】

● 流動性について	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

流動性について

市場の「流動性」も、失って初めてその有難みが分かるものの一つだと思いますが、このところヘッジファンドの「流動性」に対する投資家の選好が高まっています。究極の流動性である現金への志向が極限まで強まった環境下においては当然の動きであります。加えて昨年9月以降にヘッジファンドやファンドオブヘッジファンズの解約停止やゲート発動、はたまたサイドポケット化により一時塩漬けとなるケースが頻発し、こんなはずではなかったという投資家の不満の表れでもあります。

利の乗った投資対象が単に換金のためだけに売られてしまうというのはヘッジファンドに限った話ではありませんが、この難しい局面でも安定してリターンを稼いできたヘッジファンドが、利便性を考慮して投資家フレンドリーな解約条件にしてしまったがために、主としてファンドオブファンズからの、自身の解約に備えた現金化ニーズから解約ラッシュに遭い、ピークから半分に残高を減らしてしまったという悲劇も頻発しました。ファンドオブファンズでもシングルファンドでもそうですが、比較的流動性の高い投資対象と、流動性の低い投資対象を分散して保有している場合、さらにはファンドの流動性管理のためにある程度のキャッシュ比率を維持している場合など、多少の解約がきても、流動性の高い資産を保有しているので運用上問題ないというコメントを聞くことがあります。限界的な規模の解約に対しては確かにそのように言えるのですが、ある程度のサイズの解約がまとまってしまうと、結局は投資家間の公平性維持の問題にぶち当たるために、「現金化しやすいものから現金化すればよい」という主張は成り立たないこととなります。そういう意味では本質的にはファンドのポートフォリオ全体の流動性が、ファンド自体の流動性条件に反映されるというのがあるべき姿なのでしょうが、これらもリスクマネジメントと同様、平常時ではあまり意識する必要がないポイントでもあり、つきつめると、トレードオフを考慮して平時の構えと、非常事態での対応とのバランスをどのようにとっていくのかということに集約されるところでもあります。100年に1度とは言いませんが、4,5年に1度起きるようなことのために、常にフル装備で身構えていては、非効率となりますが、一方で何も準備をしてなければ、いざという時に大きな混乱を招きます。

また、ファンドの投資対象の資産価格が大きく下げってしまったところで、「市場の流動性がない中では換金売りはすべきではない」という主張と、「価格にはこだわらないからとにかく一刻も早く資金化してくれ」というそれぞれ相対立するニーズが投資家からマネジャーによせられたケースもあったかと思われます。これらの投資家からの異なる要望に対して、それぞれ解約クラスと継続クラスに分離するといった苦肉の策で対応したマネジャーもあり、状況に応じた臨機応変な対応として評価してよいと思いますが、本来はそのような流動性が枯渇してしまった状況においてマネジャーはどのようなスタンスで対応するのかを投資前の段階で投資家に事前に説明し、そこで納得し理解してもらった投資家へのみ入ってもらうというのが本来やっておくべき準備であったのでしょうか。

一般的には投資資産の流動性が低いことが必ずしも「悪」ではなく、その流動性の低さというリスク要因に見合った適切な①期待リターン、②投資ホライズン、③リスク許容度、④資産規模を兼ね備えた投資が行われているのかどうか、また投資家側にそのリスクを引き受けている見返りとして高いリターンを期待しているという認識があるのかどうか重要であると思います。これらの流動性リスクの見返りとしての超過リターンはいわゆるスキルによる超過リターンとしてのアルファではないのではという指摘もあり、確かにただ単にリスクが顕在化しない時に見かけ上稼いでいた結果で評価されてしまっていたマネジャーもいると思いますが、流動性リスクを引き受け、市場や市場参加者の動向をふまえて、投資の規模を適切に維持・管理しながら、超過リターンに転化し続けることができるのであれば、これも一つのスキルと捉えることができるでしょう。ただ、その違いを見極めるのは、リスクが顕在化しないことには現実には難しいのも事実です。

強欲資本主義全盛なりし頃は成長し続けなければ価値がないとして、ヘッジファンドも巨大化を志向する傾向が一部にはありましたが、本来ヘッジファンドは「大きいことはいいことだ」というのが通用しない業態であります。規模を抑制することが、投資の質を維持する上で極めて重要であることは言うまでもありません。また流動性の低い投資対象は直接的なヘッジツールが限られているというのが実態です。非常時には流動性のあるツールで擬似的なマクロヘッジを行うようなケースもあり得ますが、市場流動性の枯渇時にこのような擬似的なヘッジを行うのは、こと流動性に限ってはリスクを両建てで広げることになり、これを適切に行うには極めて高度なスキルを要求されます。流動性を失う前からその有難みを感じとり、リスクシナリオにおける備えをしておくことが肝要です。流動性の枯渇に際して、どのようにリスクを回避するか、一番確かな方法は、出口が混雑し、完全に市場が干上がってしまう前に売り切ってしまうことです。株式インデックスのショート、クレジット物のショート、短期国債のロング、為替市場での逃避選好通貨ロング、ボラティリティのロングなど、これらを利用したマクロヘッジによるリスク回避も次善の策としてはあり得ますが、何と云っても売り切りに勝るクライシスマネジメントはありません。それを実行するか否かは状況次第でしょうが、リスクを回避する備えがあれば、前向きにリスクを取りに行く際も、積極果敢に取り組むことが可能です。そのためにも資産規模の維持がクリティカルな要素となります。

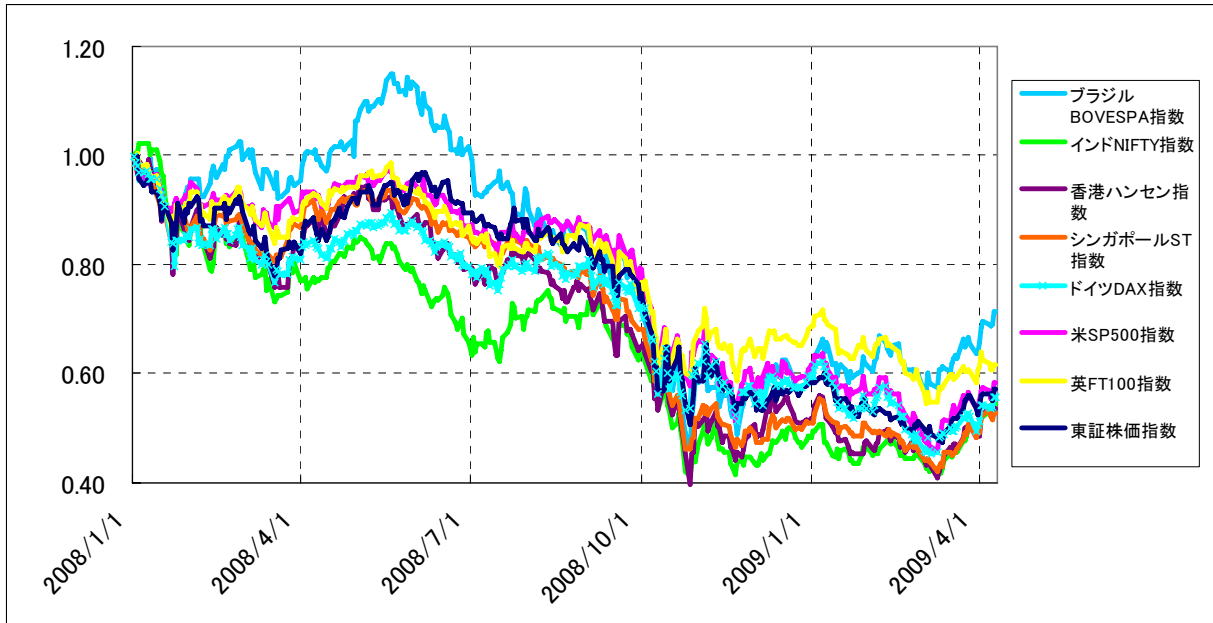
また市場の流動性の枯渇は、時価の問題を浮き彫りにしました。流動性の低い資産の時価についてはもっぱらこれらを抱え込んでしまった金融機関の体力維持の観点から、時価会計の基準の緩和を FASB が決定し、これに対して、企業会計のディスクロージャーの観点でその賛否が議論されていますが、ファンドの場合は、これらの資産価格の時価を基準に算出されるファンドそのものの時価により、実際に購入、解約というファンドの「ディーリング」が発生することから、より重要な課題と言えます。投資対象資産の流動性が乏しく、オファーとビッドが極端に乖離しているのに、ファンドが一本値で購入／解約の価格を呈示し続けるというのは整合的ではありません。このような状況では解約する際に投資家がファンドへ留保金を支払うことで対応するなり、ファンドの価格自体にオファービッドに相当するものを設けることも考えられます。ただし、このあたりもそのような設定が必要な局面と、そうでない局面があり、投資家の「時間軸上」での公平性を考慮すると、なかなか悩ましいところです。一方でこれらの合同運用による投資家間の公平性に縛られることを嫌い、さらに透明性が高まるメリットも考慮して専用口座化が進んでいくことも想定されます。それぞれ一長一短あり、これがベストというものはありませんが、選択肢が広がり、それぞれのトレードオフに対する投資家の理解が広がること自体は好ましい動きであると捉えています。(末永)

Global Markets (4月6日～4月10日)

1. オーバービュー

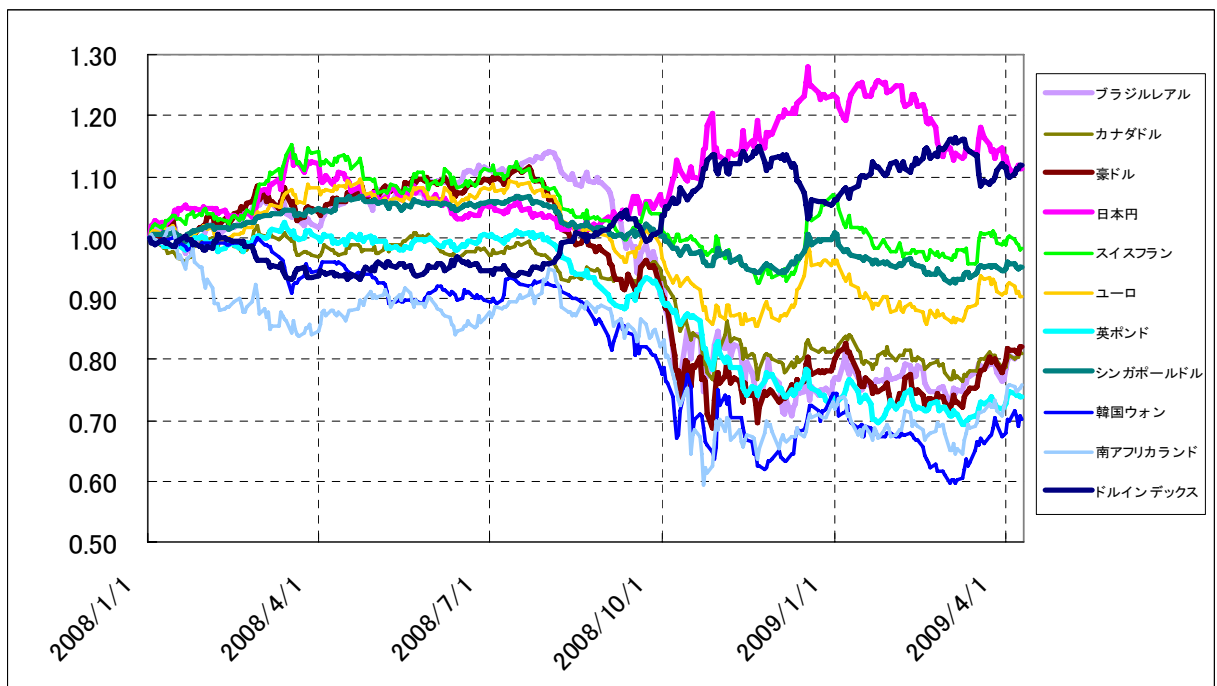
金融機関に対する極端な悲観的見通しが和らぎ、各国の財政支出の効果も一部に現れはじめ、株式市場は全般に上昇を持続。タイでのデモ騒動による混乱はあるもののアジアを含む新興国市場へリスクマネーが少しずつではあるが回帰している。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

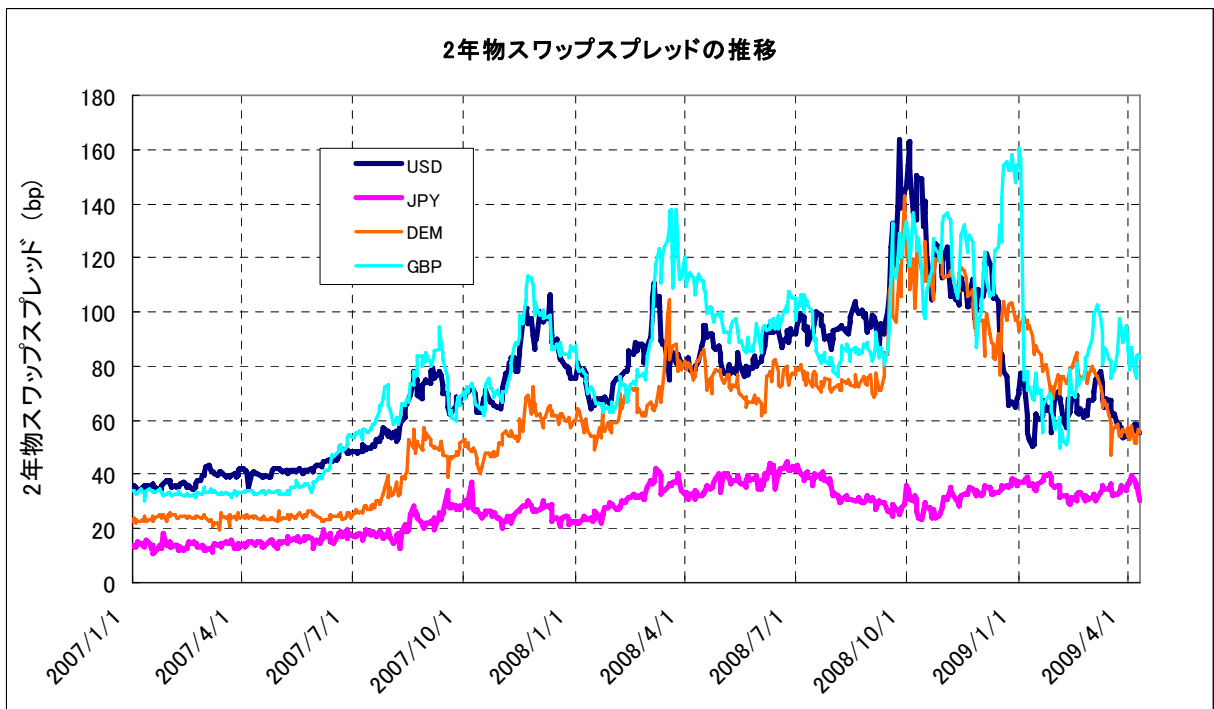
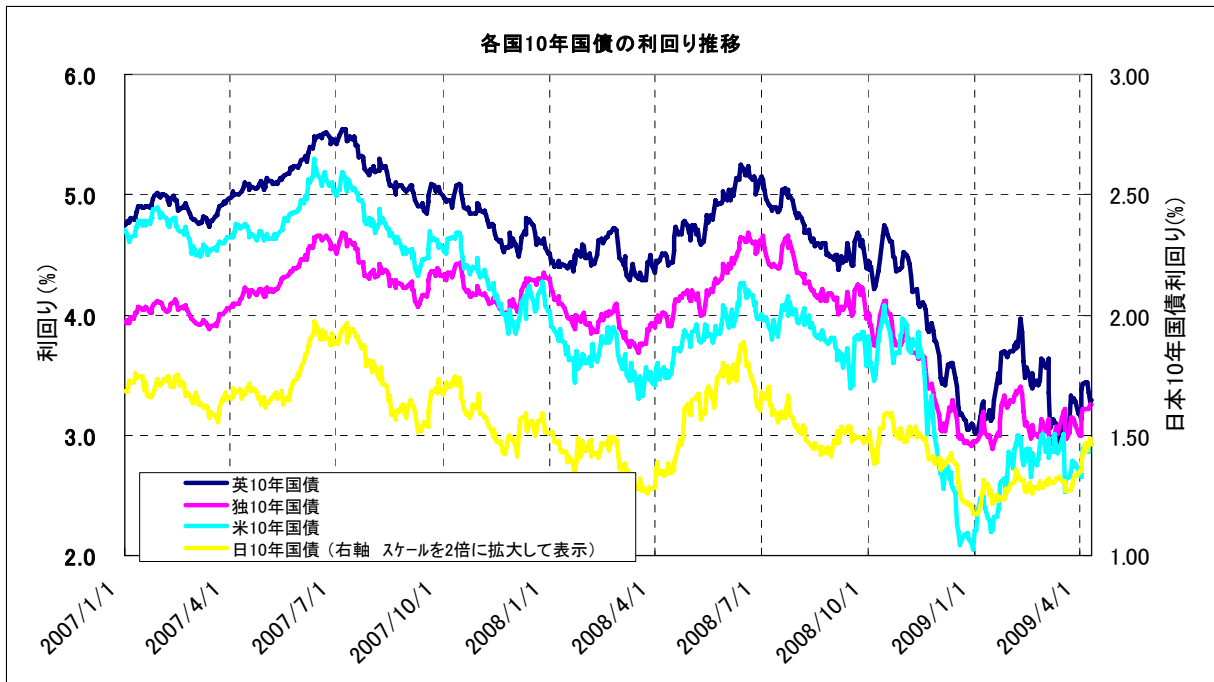


為替は小動きの中、まちまちな動きとなったが、資源国通貨には底堅く資金流入が続いている。

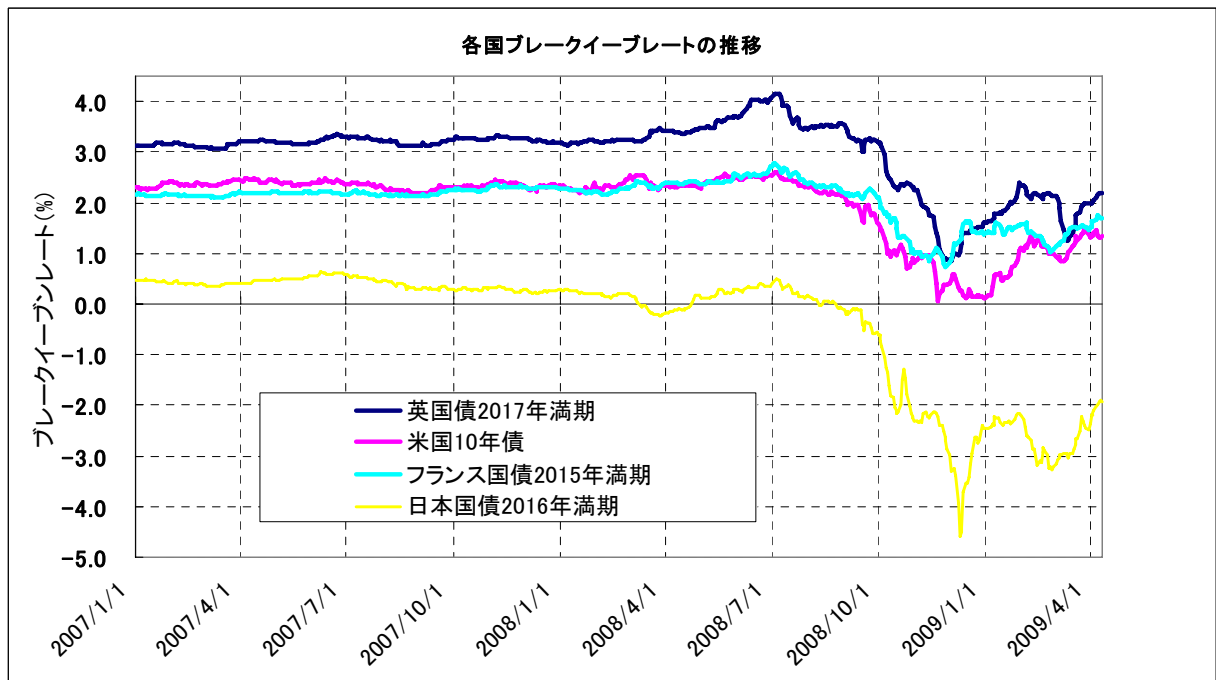
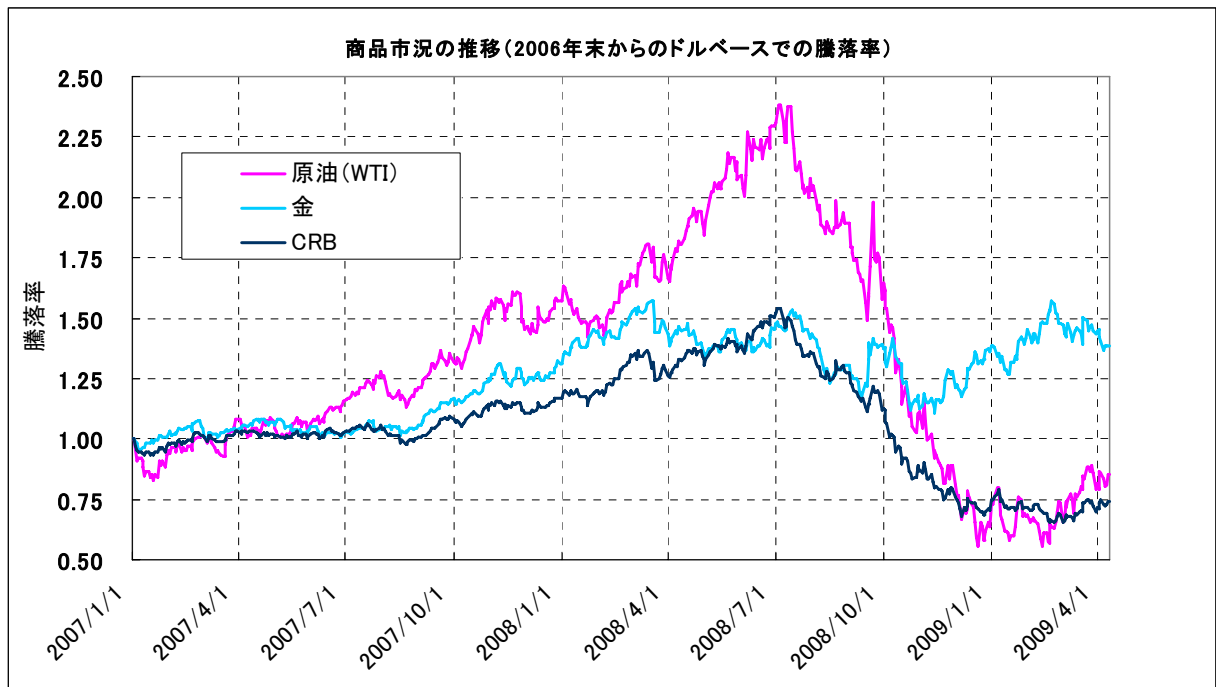
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



ECB サプライズによる利回り上昇は一服。中央銀行の長期債購入と財政拡張懸念が拮抗する状況が続いた。

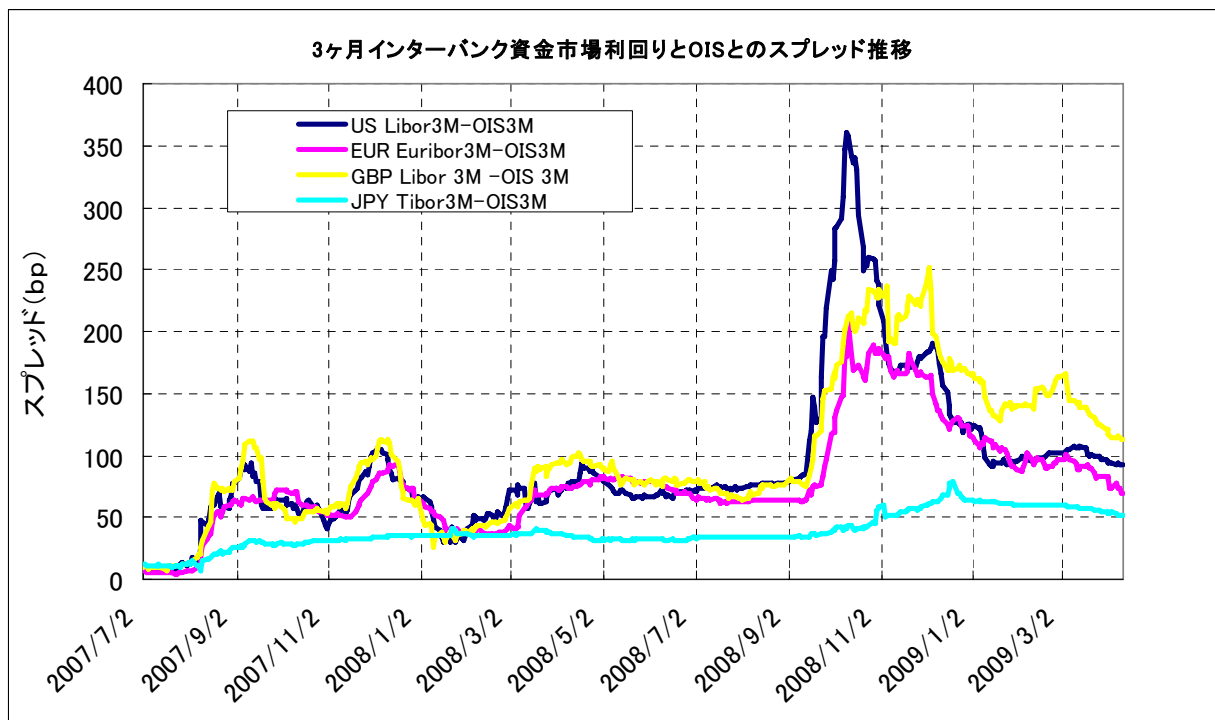
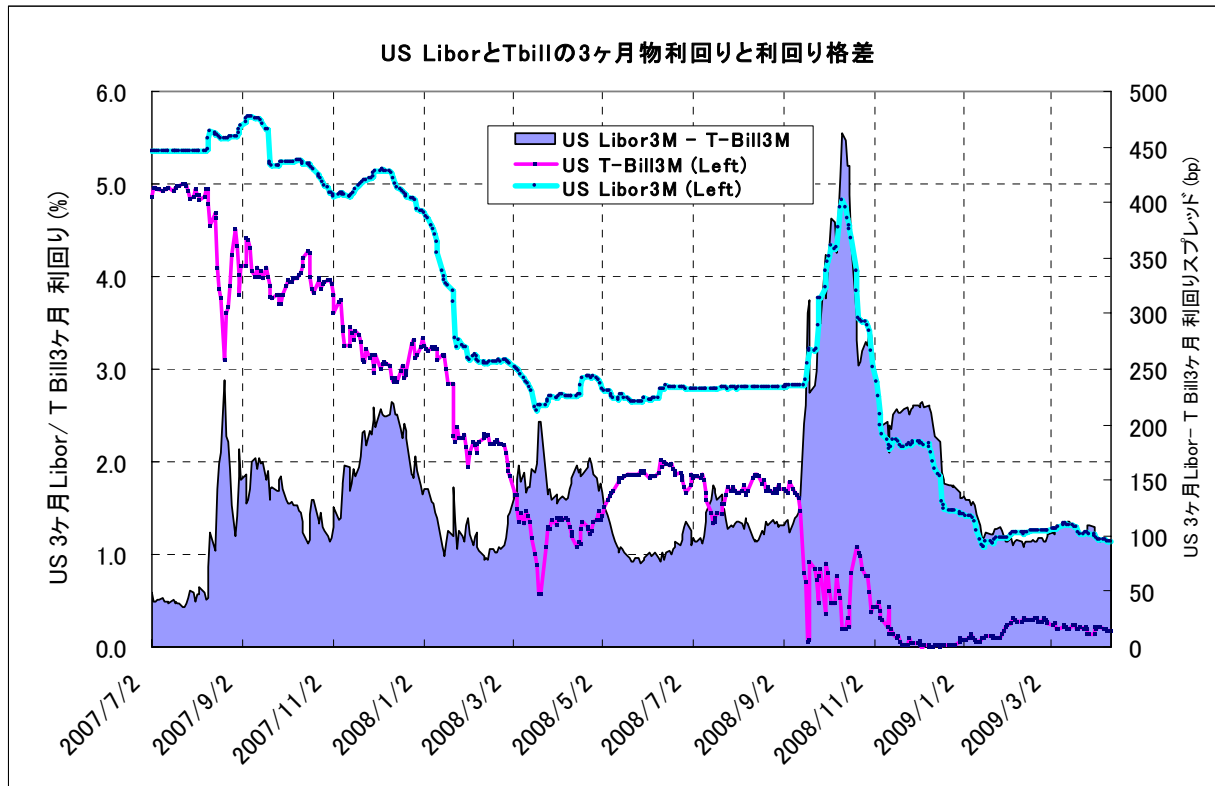


ゴールドは頭打ちに。CRB は長らく横ばいが続くものの、下値は固まりつつあるように見える。(末永)



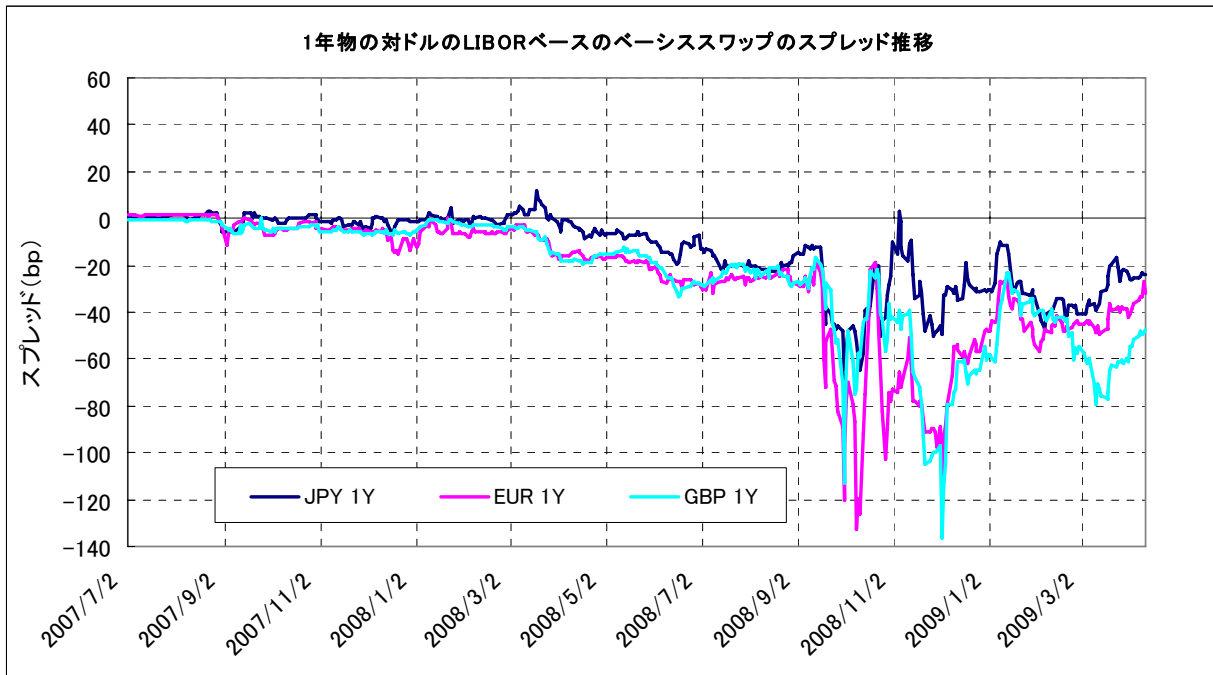
2. 資金市場～落ち着いた推移

資金市場は比較的落ち着いた推移が続いている。ユーロのOISスプレッドの縮小が進む。



ユーロ、英ポンドのベーススワップスプレッドは縮小方向の動き。(末永)

【1年物】



【10年物】

