

# GCI Global View

2009年4月20日

## 【目次】

● HF 業界の兆候～ゲートキーパーの視点から	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.5
2.資金市場	P.8

## 【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

### HF 業界の兆候～ゲートキーパーの視点から

良くないことばかりだった 2008 年度をむなしく振り返ってばかりもいられないので、先を見据えて行動したいと思いますが、まずは昨年来の業界の現状を把握したいと思います。今回は、

- 統合、廃業などで進む HF 業界の淘汰
- HF と自己トレーディングデスクとの競合減少とパワーバランスの変化
- リスク・マネージャーの位置づけと役割

の 3 点について、ゲートキーパーの視点からお伝えします。(なお、地域的、戦略的ニッチについては場を改めてお伝えします)

#### 1. 統合、廃業などで業界の淘汰が進む

一般誌でも報道される通り、HF 業界は全体のパイが小さくなる中で、売上となるべき運用手数料の低下傾向と、インセンティブ体系そのものが成り立ちにくい社会的雰囲気や顧客からのプレッシャーにさらされています。加えて HF 関連サービスの手数料は高水準のままで、会計士や信託銀行などから“零細ファンド切り”に遭うといった現象が見られます。つまり、サービス業者にとっては、10 億円のファンドでも 500 億円のファンドでも最低限かかる手間は大きく変わらないので、雨後のたけのこのように出てきた新しいファンドに毎年対応するより、前年度の経験で効率的に対応できる既存の大手ファンドを選好する傾向が出てきます。彼らにしてみても、中小ファンドについてはパフォーマンスと顧客資金次第で存続自体が安定しないため、顧客として安定的ではないので避けたほうが人的資源の配分が効率的になることは理解できます。会計報告書に意見を表明しサインをすることにより会計士が取る“リスク”は大手、零細の違いによっては変わりません。

この状況はいわゆる規模の経済が働かなくなる典型的な例で、本当の意味でのアントレ（企業家）かよほど経営感覚が優れていてかつ幸運な人でないと、経済的理由で背に腹は変えられず、と大手に吸収、統合されることも十分にあり得ます。90 年代後半のドットコム・ブームに乗って、金融機関からも大量の“自称アントレ”が独立開業し、数年後に出戻ってきたり商売替えしたりということがありました。独立心旺盛で挑戦的な性格の運用者は、30 代中盤くらいまでは自分ですべて出来ると能力を過信する傾向があり、本来分業したほうが効率的である業務をすべて 1 人でこなそうとすることもあります。ファンド業界にも他の業界と同じく、立志伝中の猛者はかつていたので一概に否定はしませんが、やっていることが機関投資家相手なので時代に合わせたやり方（この場合は官僚的で制約が厳しく、現状維持を好む硬直的な思考の機関投資家を相手にしているということ）をすべきでしょう。実際に身近に例で、大手証券会社でのアナリスト業務をやめて小規模ファンドにファンドマネージャーとして意気揚々と参加した元アナリストが、むしろそのファンドが大手ファンドに吸収された後の方が、かつてとほぼ同じハッピーな状況で調査、分析に励む例を数例見えています。彼らは確かにエリートで何でもこなせる能力をもっていますが、本当の意味でのアントレではないということなのでしょう。

嗅覚に優れて行動力のある人達が機会を求めて短期的に動くのは、ある意味でダイナミックな労働市場がたとえ局地的であっても機能しているということなので、それ自体は健全で、それなりのインセンティブがあればまだまだ人は動くことが予想されます。

具体的には、未曾有の金融危機を経て大手証券会社などの経営やリスク管理体系そのものが大きく変わり、これまでであればさらに活躍の場を広げたはずの中堅やシニア（年齢的には若くても）が、別の機会を求めるという傾向が変わらずあります。これまでであれば大手ファンドに先輩や元同僚がいたりして比較的簡単にポジションが見つかったり、また独立自体もそれほど難しくないような状況でしたが、ここもとではヘタに会社を飛び出してしまうと自宅待機という状態になってしまいます。そこでシード事業でインキュベーターとして活躍する運用会社がこれまでとは違った報酬体系で優秀なトレーダーを社員ファンドマネージャーとして雇うという形態が増える気配です。いわゆるコール・オプション型の報酬体系は運用者にとって非常に都合のよいものでしたが、AIGに対する米国政府からの批判を例としてこのような体系が鳴りを潜めることは確実です。（なくなることはあり得ません。）このコール・オプションの右上がりの角度をなだらかにしたり、または長期間の実績を前提に段階的体系にしたりして徐々にあがっていく体系なども実効性があります。

ちなみにインキュベーター事業をゲートキーパーや FOHF の一部として営む各運用会社では、“本当の意味でのアントレは、シードに頼ることなく立ち上げる人達であり、サラリーマン・トレーダーではない”という議論がなされることもあります。前述のように、規制業種では独立の機会が限られるのは確かですが、誰にとって幸か不幸かは別にして業界全体が冷え込むことが予想されるので、次の時代の抜け目ないプロは報酬体系、職業的安定などの美味しいところだけを取ることを狙うでしょう。この分野で機関投資家向けに全うな長期的付加価値を目指すとなると、ファンド運営政策上のガバナンスが出来ているかどうか、ということが問題になります。この意味では、運用業務や評価業務で実績を積んだプロがその経験を生かして“人を見る”ことがますます重要になり、この目利きと行動のスピードが付加価値の源泉となります。

## 2. 自己トレーディングデスクとの競合が減少、およびパワーバランスの変化

これまで HF が超過リターン（アルファ）を追求する上で一番の競合であった証券会社の自己売買デスクが急激に縮小されています。要因はさまざまですが、あえて一つ大きな要因を挙げるとすれば、これまでの投資銀行業務の前提となっていたレバレッジとリスク許容度が大きく低下してビジネスモデルそのものが変化することです。直近でこそ、米証券大手の中には政府による更なる増資を必要としないという旨のコメントをするところもあり、数ヶ月間での劇的かつ節操のない変化に感心します。これはまさにのどもと過ぎれば熱さを忘れるような人間の記憶の短さを表すとともに、すでに次のボーナスを狙う野心と傲慢さ、強欲がいかに人間を強く突き動かすかという例になるでしょう。この強欲は、正しくインセンティブ設定をすれば強烈な前進エネルギーとなるので否定的なものとして捉えたくはありません。ただし、これまでとの大きな違いはレバレッジで、20倍から30倍という対自己資本比のリスクテイクが出来なくなることは間違いありません。（20年後には、今回の危機を体験したプロが引退して業界の人材が完全に入れ替わり、年寄りの経験よりも若い人の強欲によりもう一度世界のどこかで同じことが繰り返されることも十分ありえます。金融業界

の記憶は他の業界よりも短いものです。)

加えて、大手の優良ヘッジファンドのほうが、大手証券会社よりも資本構成が健全で安定しているために、カウンターパーティリスクはファンド側が証券会社に対してとるもの、というように逆転の図式が一部では出来上がってしまいました。各市場、各資産でのプライシング業務についてはマーケットメーカーである証券会社の能力と存在感は残りますが、有力ファンドがその市場で特定資産や特定発行体にどのような姿勢を持つかによって、そのプライシングがこれまでよりもさらに大きく左右されることとなります。これは企業などの資金調達活動に直接的に影響を与える要因になるので、一部の資産市場では証券会社（ここではインベストメント・バンクの意味）としての調達市場での流通インフラとしてだけでなく、価格決定機能としての存在感を試される局面になります。彼らに依存しない具体的な例として、証券市場や業者を介さない巨額の資金調達はすでに存在します。

### 3. リスク・マネージャーの位置づけと役割について

証券金融業界での聖域というのは金を稼ぐトレーダーのことであって、リスク・マネージャーではありません。2008年8月9日号のエコノミスト誌上で“**Confession of a risk manager**”（リスク・マネージャーの告白）というタイトルの、独白に近いような記事が掲載されたことがあります。この中では、本来は聖域であるはずのリスクマネジメントの領域が、経営者を含むビジネスサイドのプレッシャーにより侵略を受け、何をどのように妥協してしまったかという経緯が語られています。リスクを過小に見積もったとして批判されクビになったリスク・マネージャーはある意味では経営者の道連れにされたということだと思いますが、実際には出てきた数字を見やすく並べて、ビジネスサイドの都合に合わせて説明をつけたということです。こうなるともはやリスク分析業務ではなく、単なる数量情報の提供業務なので、アウトソースしても十分間に合います。

またこのマネージャーは、社内の序列と発言権からすると元シニアトレーダーがリスク・マネージャーになるのが理想的であるといっていますが、小説や映画でもおなじみのように、悪者を取りしめるポジションにいるやつが一番悪いやつ（単なる比喻ですので悪しからず）、ということになりかねないので“更生”してからでないとは解決策にはなりません。身近な経験から語ると、一旦稼ぎ頭の座を譲ったトレーダーの過去の威厳は急速に衰えるので、結局はそのリスク・マネージャーが社内のすべてを失っても経営に対して反対に主張しそれが通るか、という個人、組織としてのインテグリティに関わる問題になります。これは経営陣のインテグリティに対する信頼ということにもなるので、前述とは一見矛盾するようですが実はこの人選を誤らなければこのポジションは機能します。これに限らずあらゆるポジションは人選しだいで機能させることができます。これは経営やガバナンスに関する話題になるので、簡単には語れるような内容ではありませんので別の場に議論を譲ります。この人選を出来るかどうかは経営職の能力の大きな部分であり、HF業界でも優良なトレーダーが必ずしも優良な経営者やマネージャーではないことは残念ながら明らかです。

余談になりますが、道徳を学んだ人であれば誰でも一度や二度はインテグリティの問題に悩んだことはあるでしょう。この世の中は広いもので、何の罪悪感も正義感も持ち合わせない人間がそれなりの立場にいることがあるので、またそれも恐ろしくな

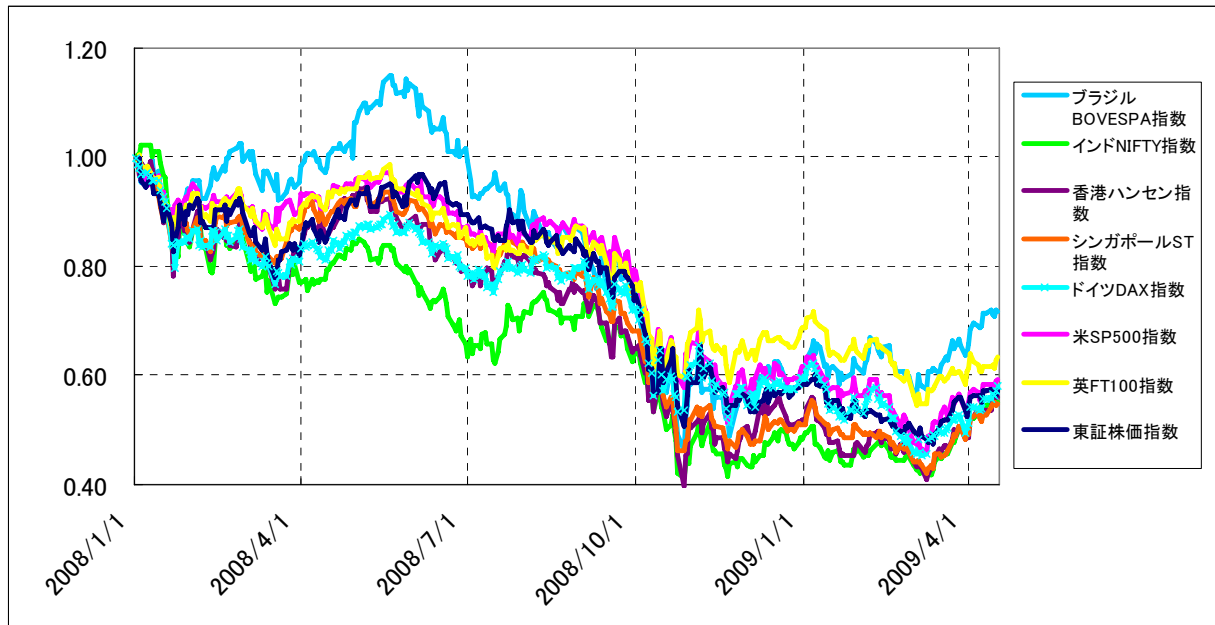
ります。たとえ表面的にはまともなことを言っているとしても、人間だから本質的な思考と行動の特徴は変わりません。それらから自分を守るには、君子が自らの判断基準で考えて、儲け市場主義になることなく個々の判断をすることを要求されます。こうやって改めて読んでみるとあまりにも当たり前のことになりますが、人間の欲というものは抑えがたいということと、人間の意志なんて非常に弱くすぐにブレてしまうので、曖昧な判断と行動しか出来ない人が意思決定に大きな影響を持ったり、大きな責任を任されたりしていたら、その組織は非常に危ういということにもなります。(西田)

## Global Markets (4月13日～4月17日)

### 1. オーバービュー

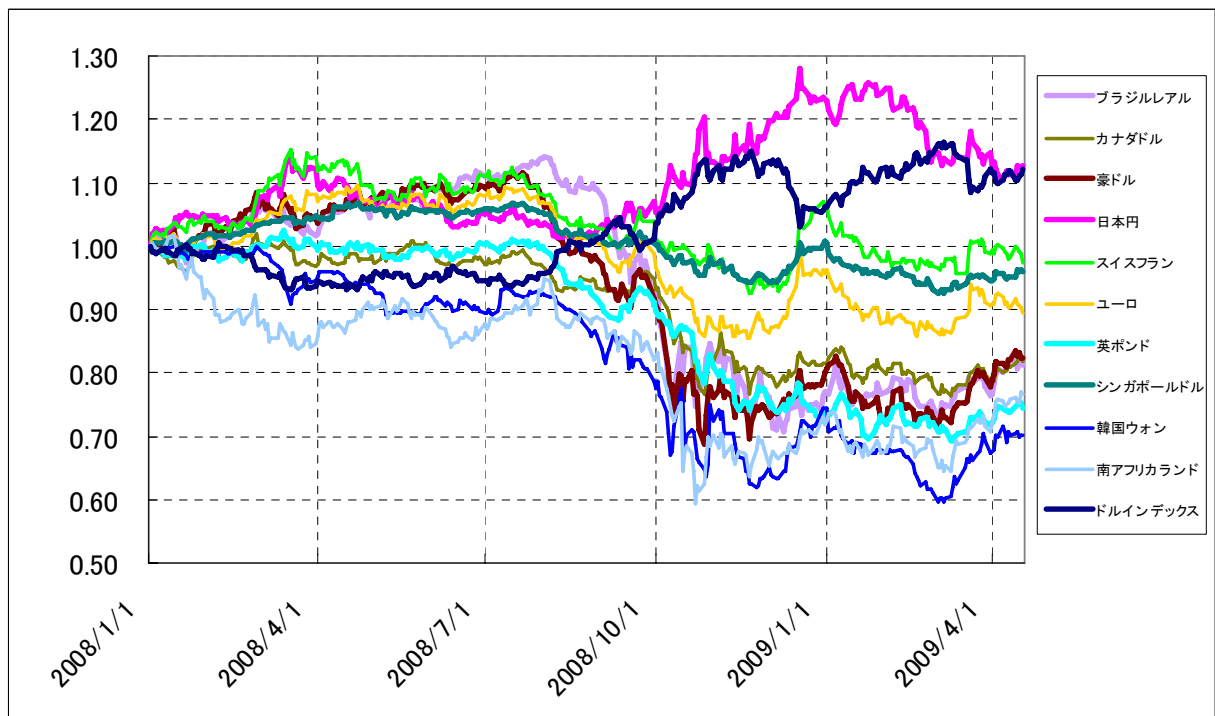
株式市場は続伸。レンジの上限との見方もあるが、マクロ指標も一部は改善、米国金融機関の決算黒字化もプラス材料に。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

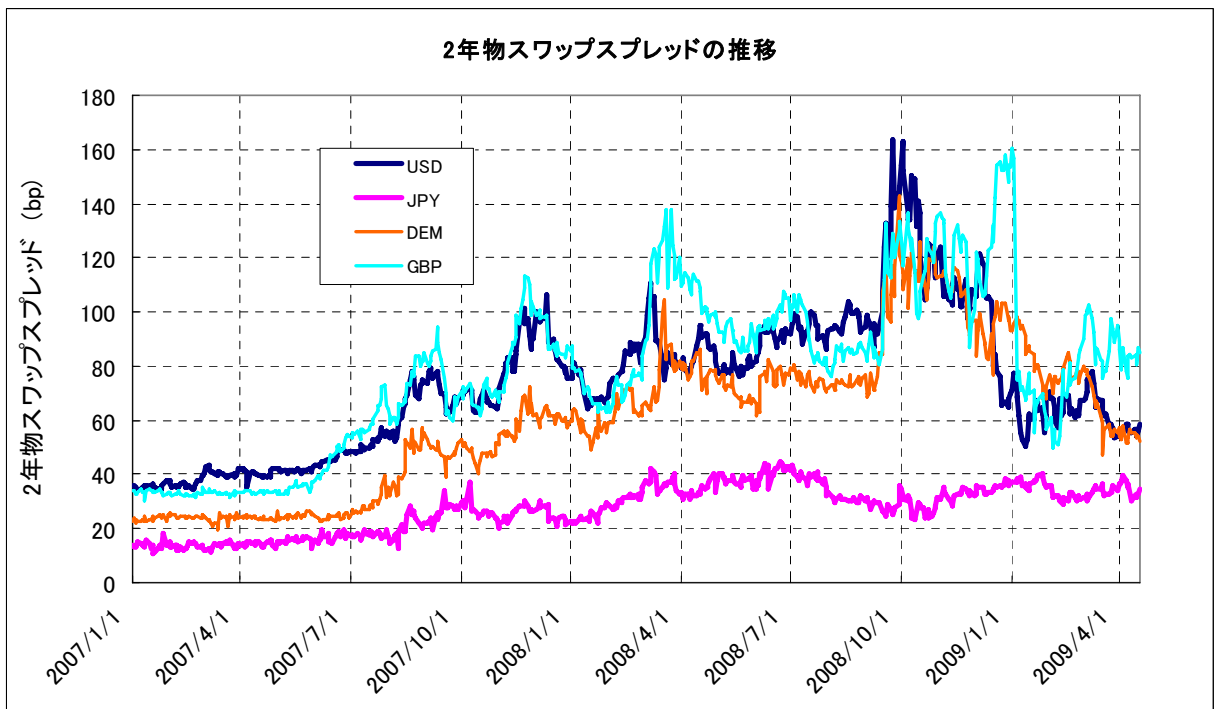
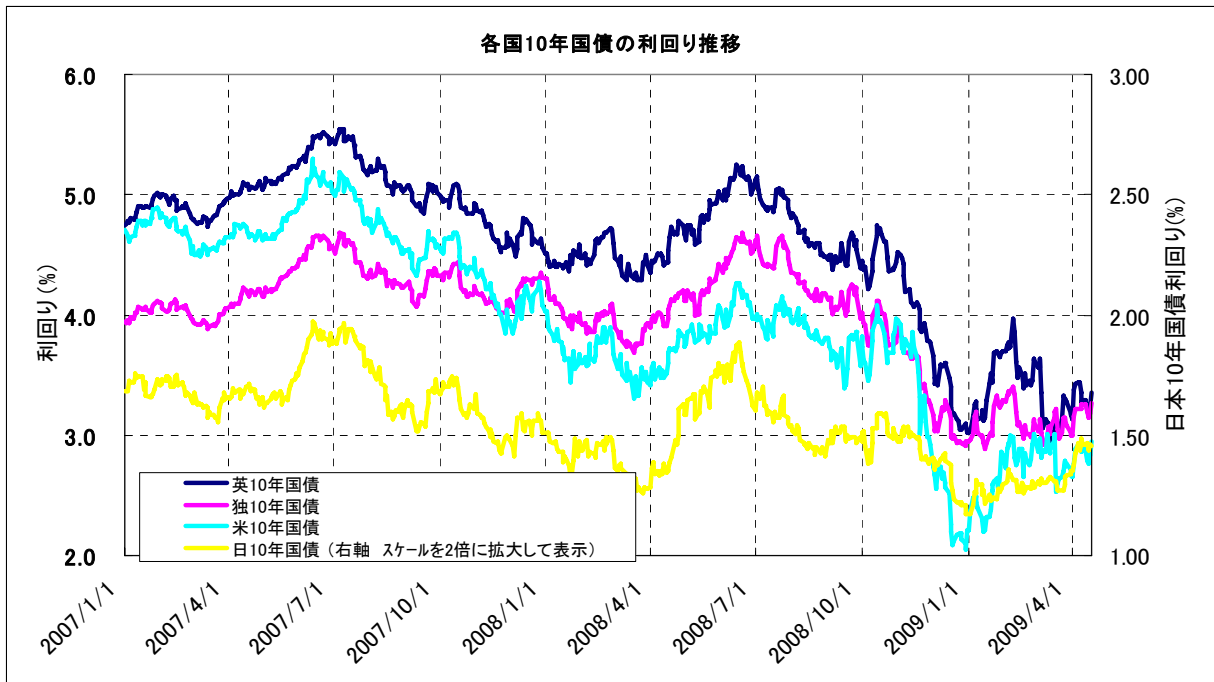


為替は引き続き落ち着いた推移に。

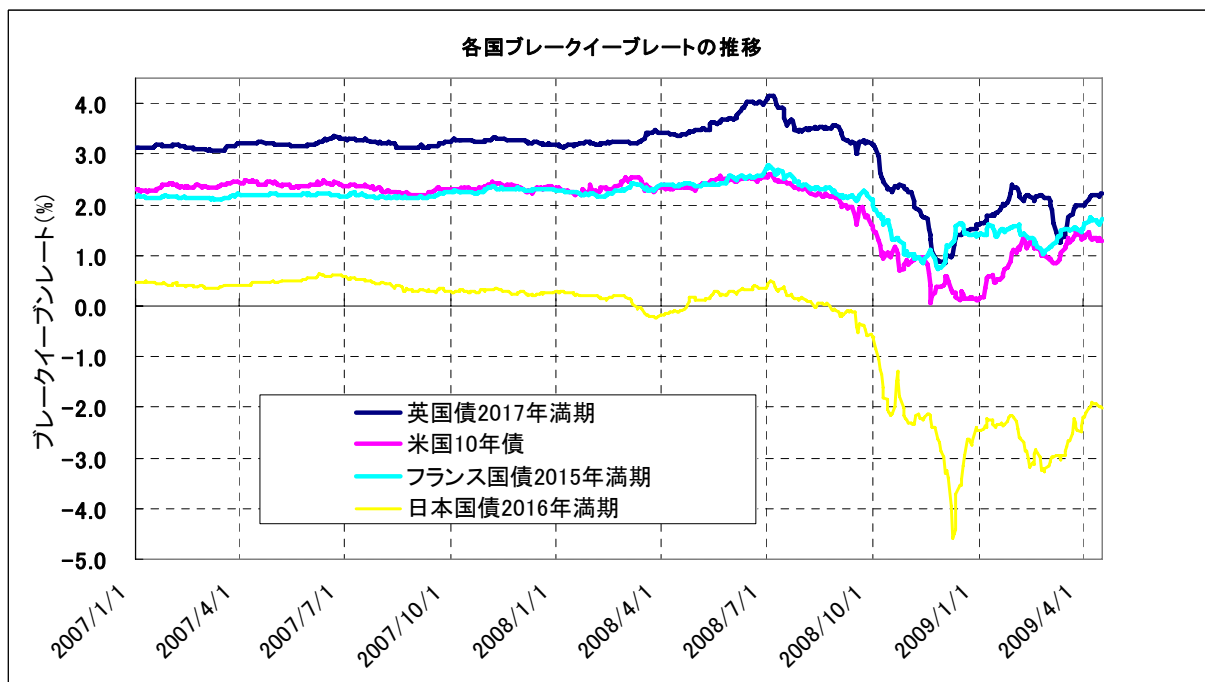
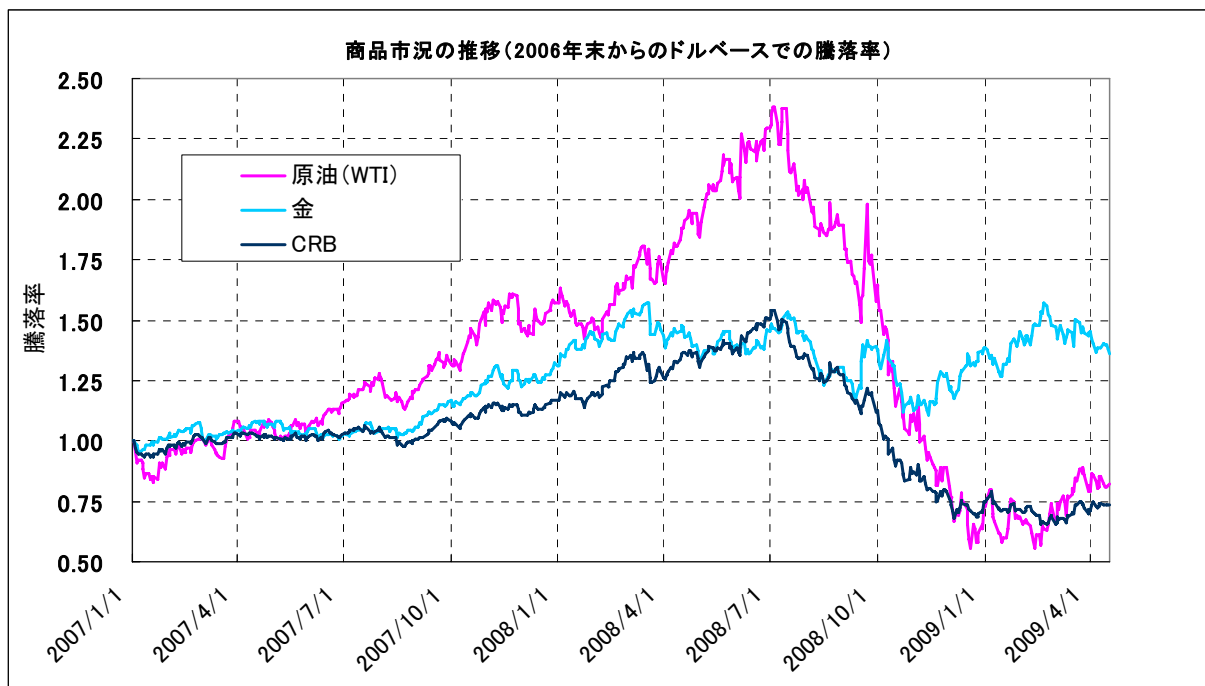
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



国債市場は概ね横ばいとなったが、株式市場の底入れ感から週末にかけては売り圧力が優勢に。

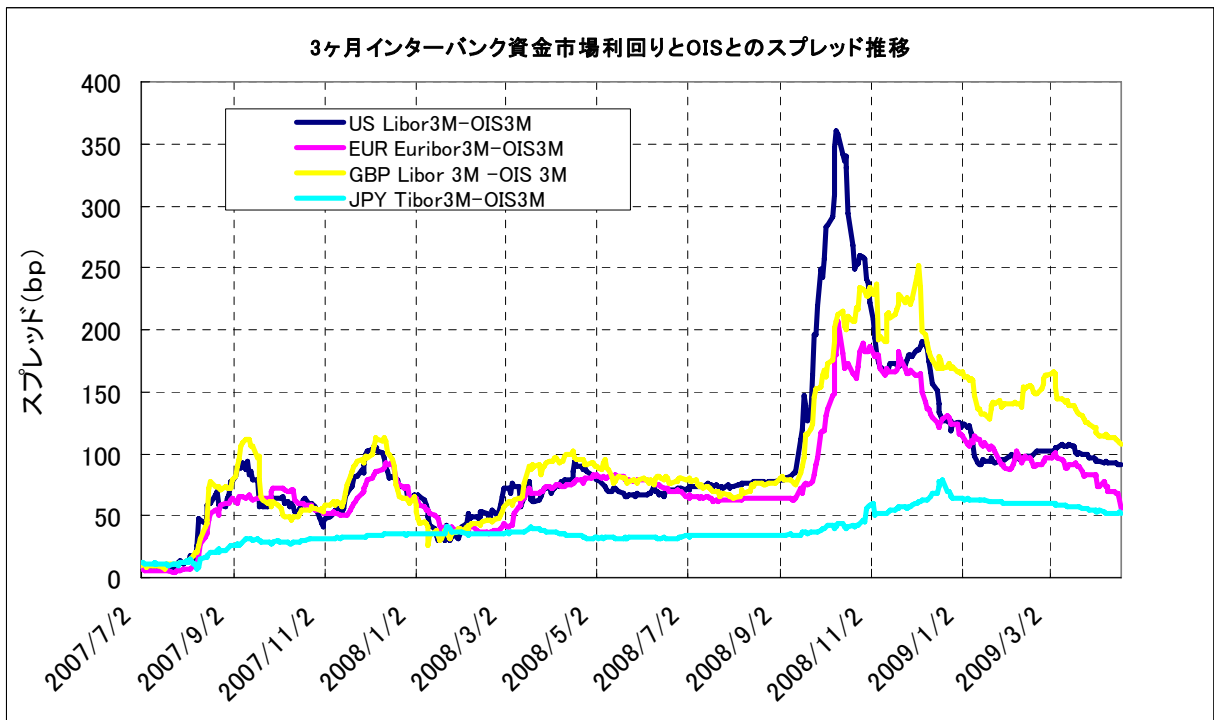
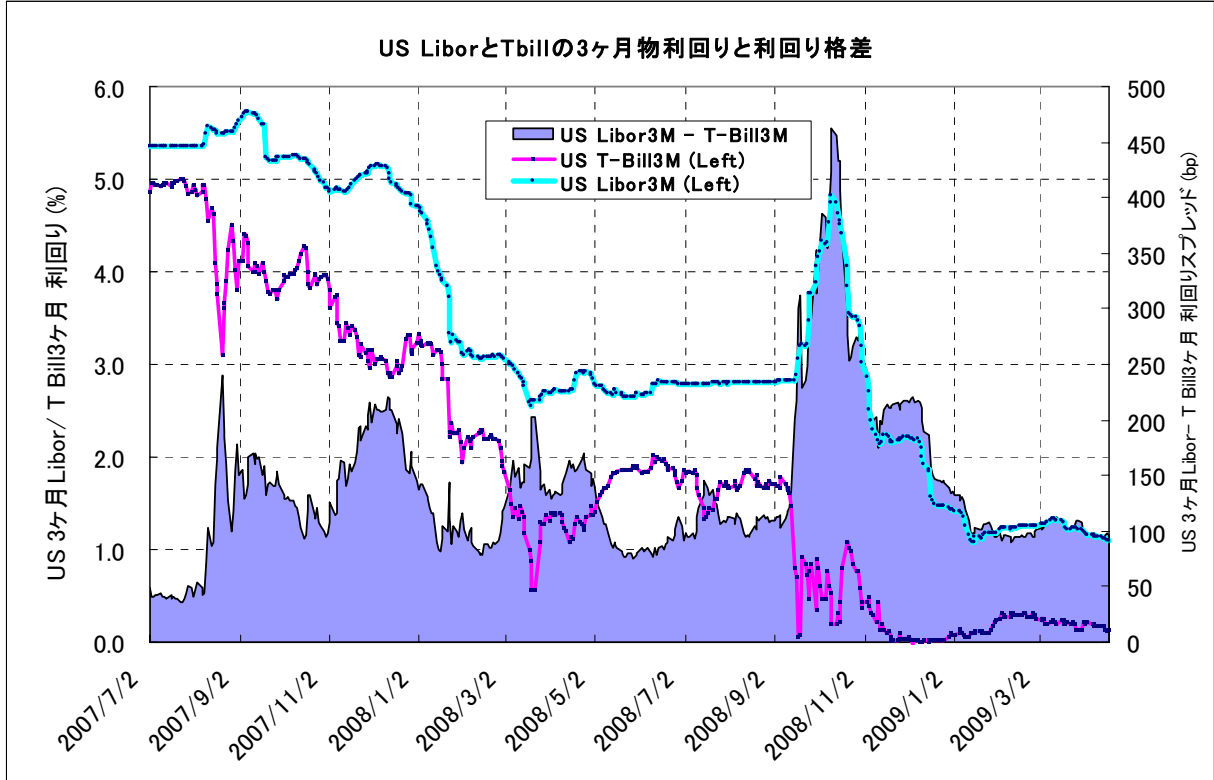


ゴールド、原油、CRBともに横ばい。CRBのうち、銅は3月以降のリバウンドを継続。(末永)



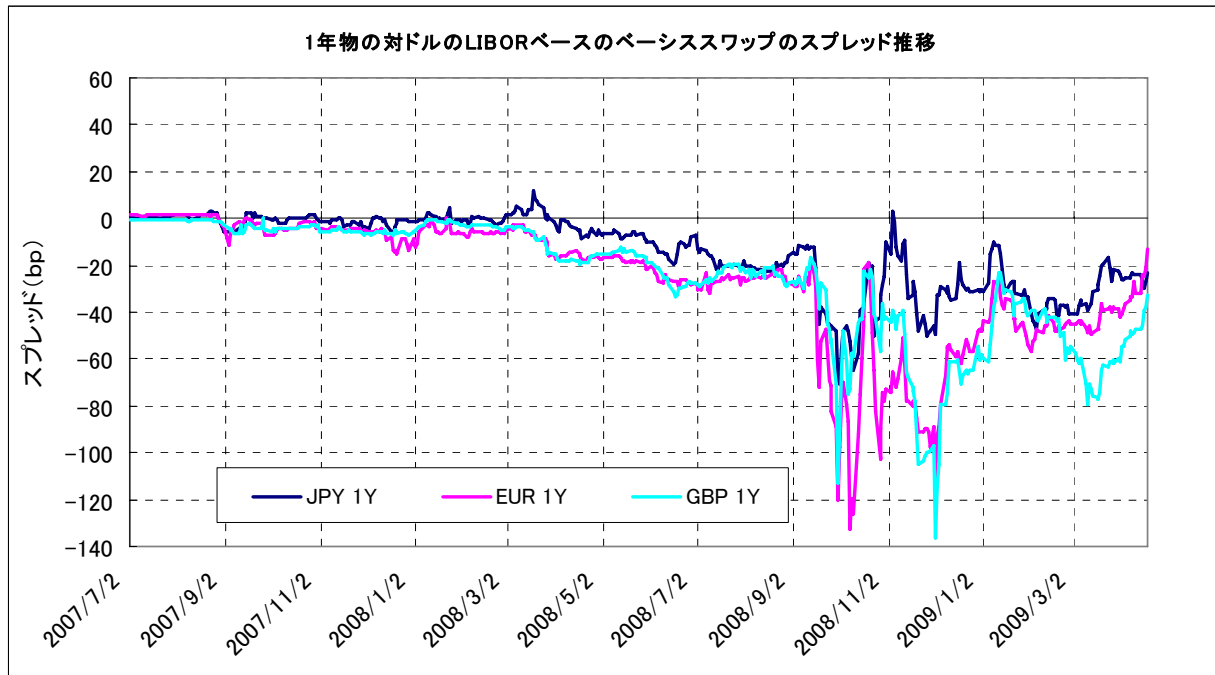
## 2. 資金市場～スプレッド縮小

資金市場は落ち着いた推移が続く中、欧米ともにスプレッドの縮小が進んだ。ユーロではECBの緩和期待の剥落に伴うOISの上昇も加わり対OISのスプレッド縮小が加速。



ユーロ、英ポンドのベーススワップスプレッドの縮小が加速。(末永)

【1年物】



【10年物】

