

GCI Global View

2009年4月27日

【目次】

● FOHF 業界の兆候～ニッチ戦略へ	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

FOHF 業界の兆候～ニッチ戦略へ

今回はファンド・オブ・ヘッジファンズ (FOHF)業界の兆候と現状をいくつか拾い上げてお伝えします。

1. FOHF 業界の付加価値って本当にあるの？

「競争の戦略」(Competitive Strategy, ダイヤモンド社)を著した M.E.ポーターは、競争戦略を考案する上での競合分析に5つの力(Five Forces)というコンセプトを使いました。あるビジネスが競合状況の中でも存在していくためには、コスト競争力、または差別化のどちらかが達成されていることが条件になります。その上で、業界分析を通じて競合を意識した企業戦略を立てる、というのがざっくりとした考え方になります。FOHF 業界は顧客である投資家(需要先)や投資対象である HF 業界(供給先)からの批判を常に受けるだけでなく、信託銀行業界や証券業界からの競合商品(他業態との競合、潜在的参入者)にも晒されながら過当競争環境にあるという厳しい状況です。特に昨年来では、ヘッジファンド・レプリケーション(複製)商品が証券会社から活発に販売されるなど、ちょっと思いっただけでも競合環境は非常に厳しいという事が言えます。

私自身の経験からお話すると、HF 側では FOHF のファンド調査とその選択について、自分たちよりも経済的付加価値が低い、という考え方が一般的です。手数料の2階建て構造や流動性の低さという批判に加え、分散の名のもとに各 HF 戦略に満遍なく投資する事で、結局は HF インデックスとリターンがあまり変わらないという批判も尤もなものです。また、ファンド分析という業務自体がまだ完全に確立された分野ではない事から、その評価業務の効果に疑問を挟まれる事も多くあります。このように業界の外からは批判にさらされながらも、業界内ではまだまだ付加価値の源泉は存在するという力強い主張が当然あります。この手の議論は誰かが白旗を掲げるまで完全に無くなる事はなく、今後も自分を正当化する為にあちこちで議論が続くでしょう。

ここで話題として取り上げたいのは、中規模以下の FOHF の取りうる戦略についてです。大手では規模の経済が機能するため、これまでとあまり大きく変わらない戦略でもビジネスが成り立つ環境にあります。彼らは今後も引き続き保守的な顧客層にアピールする為、ひたすらリスクを軽減する運用や資産保全を重視した保守的な運用を目指す事になります。小規模の FOHF は、リターンを上げる為に理由付け可能なリスクを取る戦略を選好する必要に迫られます。これは地域特化型や戦略特化型の FOHF という形でこれからさらに増える事になりそうです。

2. 地域的、戦略的ニッチ

FOHF の特化戦略の中でも、例えばアジアのエマージング市場に特化したものは、アジア金融市場を投資対象市場とする HF を中心にポートフォリオを構成するものになります。もはや語りつくされた感のあるアジア各国の経済、金融市場のエマージング性については今更ながらここで繰り返すことはしません。むしろ今後を見据える意味で、まっとうな運用者がまっとうに運用できる環境が維持されているかに興味があります。金融危機を経て淘汰が進んだ HF 業界で、昨年を通じて相当数の HF が廃業、統合され、今もその影響は

続いています。生き残った運用者はただ単に運用が相対的にうまいというだけではなく、顧客基盤である投資家層も強固に持ち直し、運用会社の経営という側面でも確実に学習効果を発揮しています。アジア金融市場の中には、いまだにその機能を完全に回復できていない資産市場も多いのが現状ですが、よほど極端な政府の財務、金融政策でも取られない限り、その存在意義が無くなるわけではないので、むしろ銀行や証券会社が変わって HF はこれからも金融仲介の役に立つでしょう。その意味では市場の非効率性やアノマリーを超過リターンの源泉とする HF にとっての活躍の機会は存在します。

3. スペキュレーター、ヘッジャー、そしてアービトラージャー

HF の戦略は多様なので、一概に投資戦略や手法について一般化する事は出来ません。それでも、資産の適正価値を正しく判断するという能力を戦略の根拠にするのであれば、スペキュレーターから、ヘッジャー、さらにアービトラージャーが参入する“健康的な”市場では、彼らが活躍する土壌が整います。ちなみに株式ロングショート戦略で市場中立戦略を取る運用者であっても、常にロング・エクスポージャーを高く取るタイプのファンダメンタル重視のファンドは、スペキュレーターであると言う事もできます。反論がある事は承知の上ですが、個人的経験から言っても実質的にはそうなります。つまり、ある対象企業の企業価値を調査分析して、株価はファンダメンタルから見た適正価値に収束する、という信念を持った上でロングなりショートなりのポジションを取る、というのであれば定義上はスペキュレーターという事になります。もちろん個人投資家やロングオンリーの機関投資家は、資産の購入および保有という側面を考えるとスペキュレーターです。

また、かつての日本の企業間の株式持合いの例からも分かるように、経済合理性以外の理由で資産保有や売買をするという投資家はエマージング市場の名物であり、非効率性の提供者でもあります。日本の例は分かりやすいので馴染みのある古い例をいくつか上げてみると、かつて護送船団式業界保護が行われていた時代の日本国債入札で、当局から無言の圧力を受けた国内証券会社が半ば強制される形で（自主的という名目で）高値で落札していた非効率な経済行動の例や、期末の株価を高く保って企業や金融機関の決算を有利にしようとして当局が市場に介入した株価の PKO（Price Keeping Operation。かつて国連の平和維持軍 Peace Keeping Operation になぞらえて呼ばれていた）などの介入による価格調整の例が過去に見られました。

中国の財政、金融当局の政策は中国金融市場に極めて早く反映し実行されるので、すでに非常に効率的である、と言う事も出来ますが、為替の固定相場制や外資規制などを含めて、規制だらけの市場は効率的であるとは言いがたいのが現状です。ローカルな事情を知った上でグローバルなマインドセット（考え方）を持つ運用者にとっては、効果的なヘッジを行えばリスク・リターン特性が非対称となる有利なポジションを取る事も可能です。今回の金融危機の影響で相当な被害を被ったとはいえ、これらの優れた運用者の能力そのものが疑われたわけではありません。これらの市場は HF にとってヘッジの効果を生かして運用できる魅力的な市場として、これまでと同様に適度な流動性を持った非効率市場としての魅力を回復するでしょう。

この欄でしばらく前に紹介したアジアの債券 HF 運用者は JGBI 市場（インフレ連動日本国債）を主戦場としています。この証券分野は日本でも 6-7 年の歴史しかない為まだまだ非効率性は存在します。彼らは非効率と言う意味で目の付け所は良かったのですが、スペキュレーターとヘッジャーの合間で鞘をとるアービトラージャーとなるつもりが、気

が付けば自らが巨大なポジションを持つスペキュレーターになってしまいました。この為システミック・リスクが露呈した事で大きな損失を被る事になりました。

4. FOHF が選択眼を生かす

毎年、ヘッジファンド業界の各団体が主催で、前年度の優秀 HF 賞を選ぶイベントが開催されます。賞に選ばれるファンドはその年度の運用実績が良かった事はもちろんですが、ファンドとしての完成度についても評価され、主に FOHF マネージャーからの投票で決定される事になります。運用資産が伸びてビジネスとして成功しているから良いファンドであるという事は決してありません。また、いくら成績が良くてもファンドとしての体をなしていないファンドは当然ながら排除されます。誰が見ても良いファンドというのがありますが、お勉強の良くできる金融業界の自称エリートたちが、自分たちと同じような経験、実績を持った人たちの中から保守的に選んでいるので、基本的には各部門でそれほど大きな違いは出てきません。

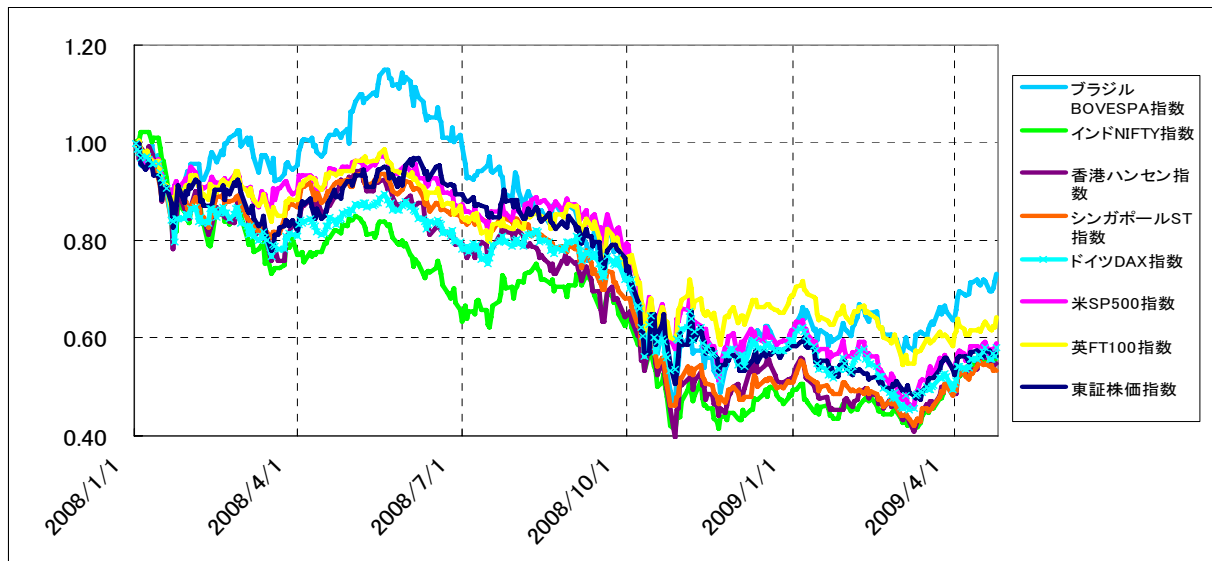
現象を含めて長々と紹介してきましたが、FOHF としても HF と同様にオリジナリティを試される局面がこれからさらにはっきり出てくると思います。市場の変遷をどのような立ち位置から眺めてきたかによって、その人の投資判断やファンド評価の特徴はそれなりに出ます。たとえばアジア危機の時に日本に居て対岸の火事を眺めながら国内株式市場に携わっていた人と、同じ時期にアジア現地で為替トレードの現場にいた人とは、肌で感じた恐怖や興奮の次元が違うという事もあるでしょう。それぞれの資産市場のトレードの現場は雰囲気は当然違いますが、運用者やトレーダーを評価し選択するという FOHF 業務では、一定の基準の範囲を超えた部分で経験値を生かしたコメントの中に FOHF の個性が出るべきです。地域や戦略への特化でオリジナリティを確保した上で、さらにこのような運用者としての個性が発揮される FOHF は、高いゲートキーピングと顧客説明能力が機能する事でその存在意義を保つ事になります。(西田)

Global Markets (4月20日～4月24日)

1. オーバービュー

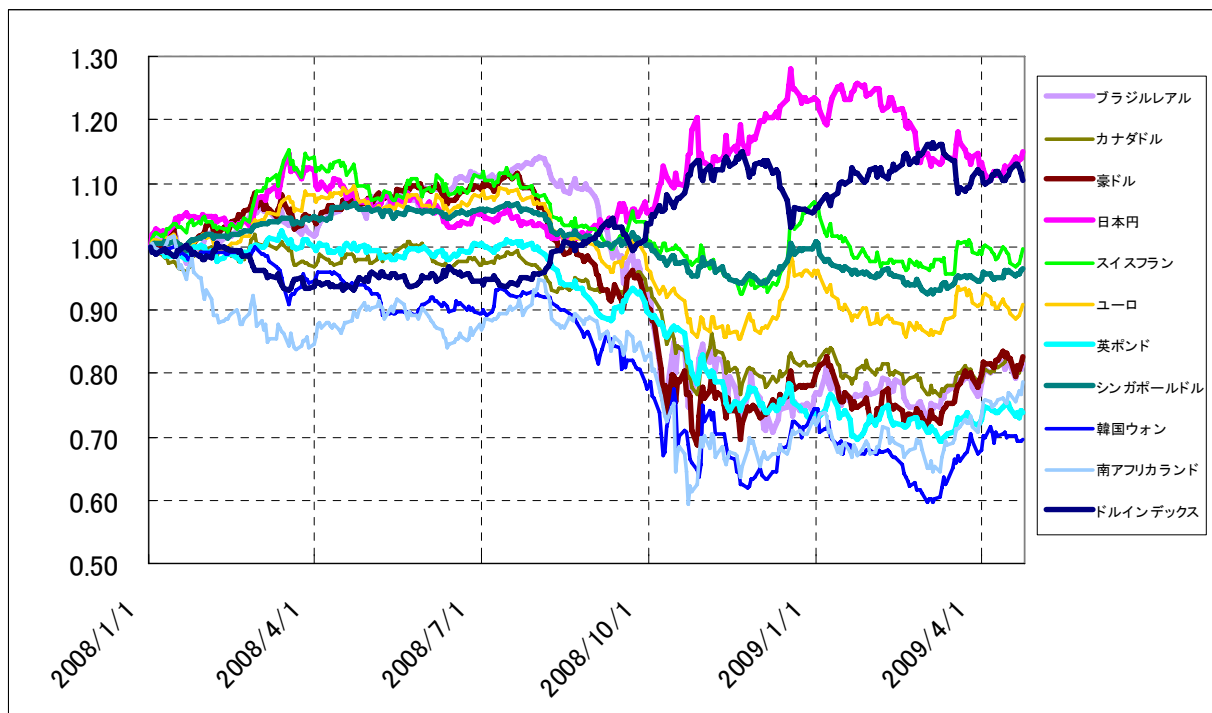
米国金融機関のストレステストに対する思惑から株価はもみあう中、各国の景況感指数が一部には改善傾向を示し、悲観ムードが和らぐ一方で、財政状況の悪化もクローズアップされ、さらなる景気刺激策に対する期待は縮小する方向に。G7においても年後半の景気回復見通しが打ち出されたが、その回復の兆しに安心することなく景気刺激の手を緩めるべきではないとの認識も共有された。IMFの試算によると世界の金融機関の損失は4兆ドルを超えており、その処理にはさらなる時間と資金を投じて対処せざるを得ない。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

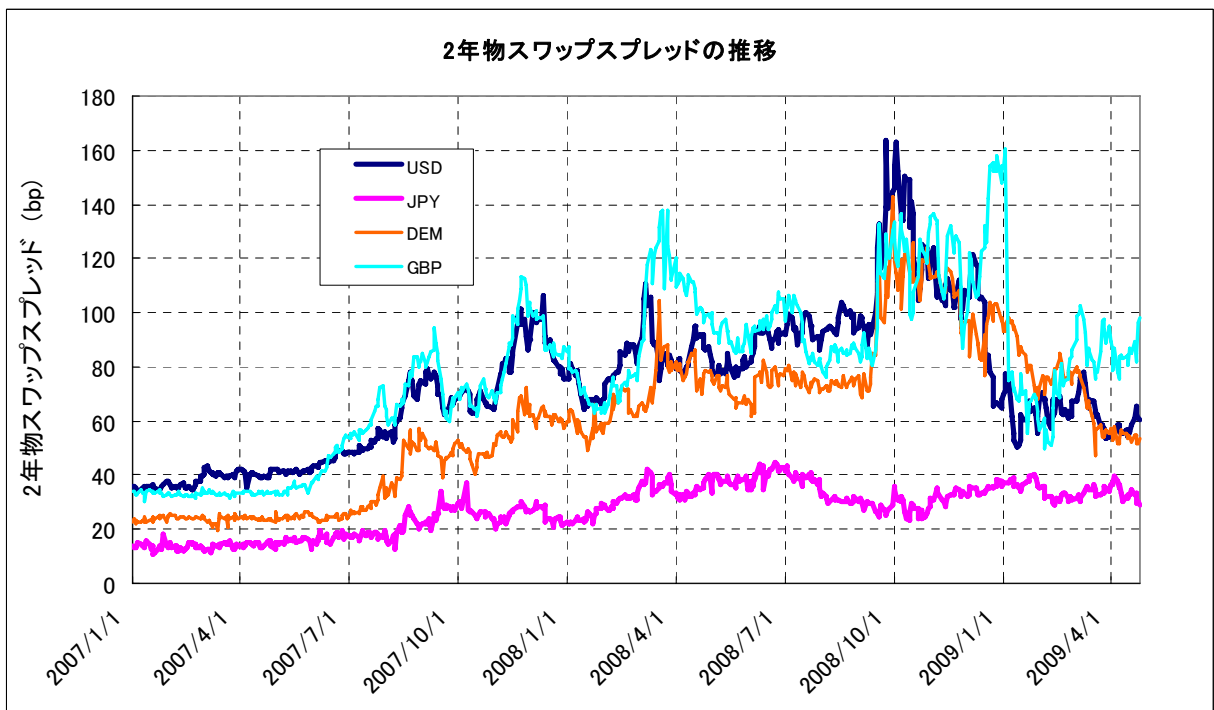
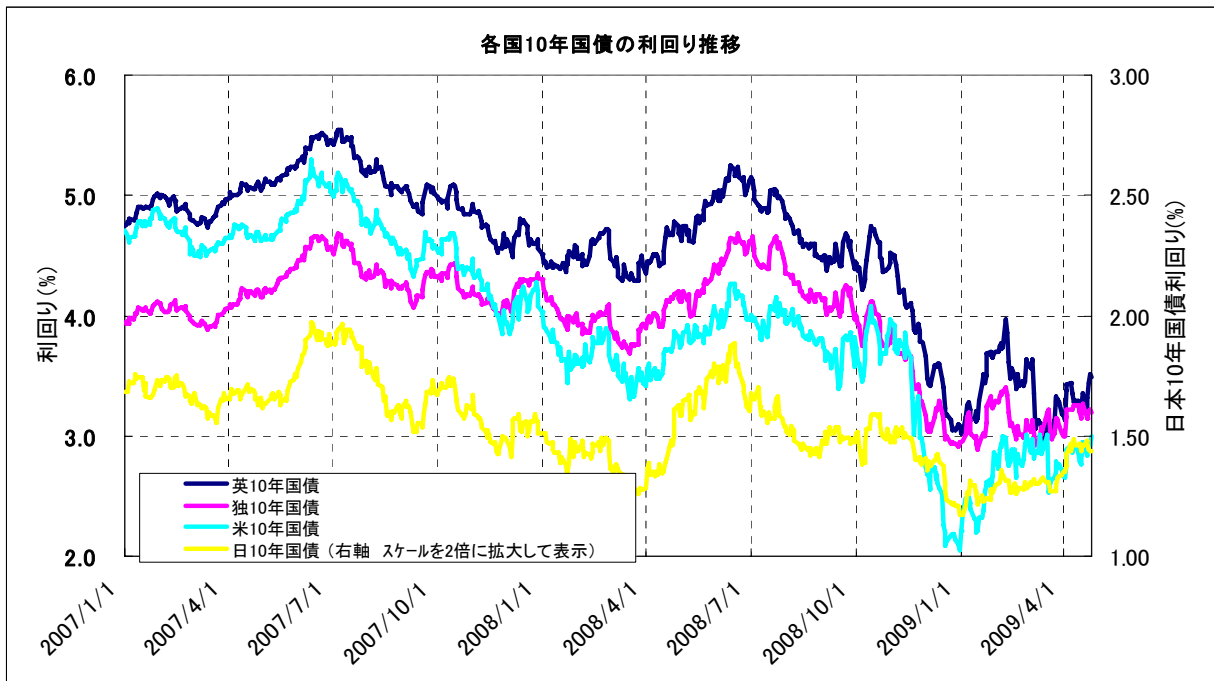


為替は小動きながらドルは下落。

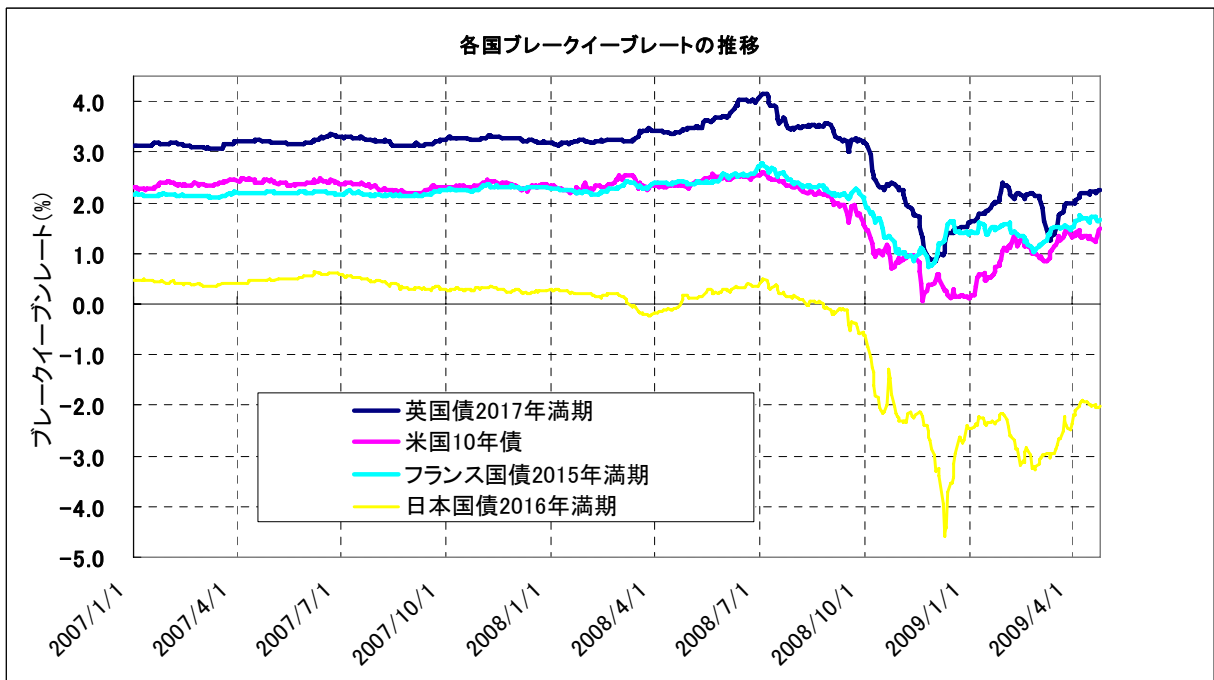
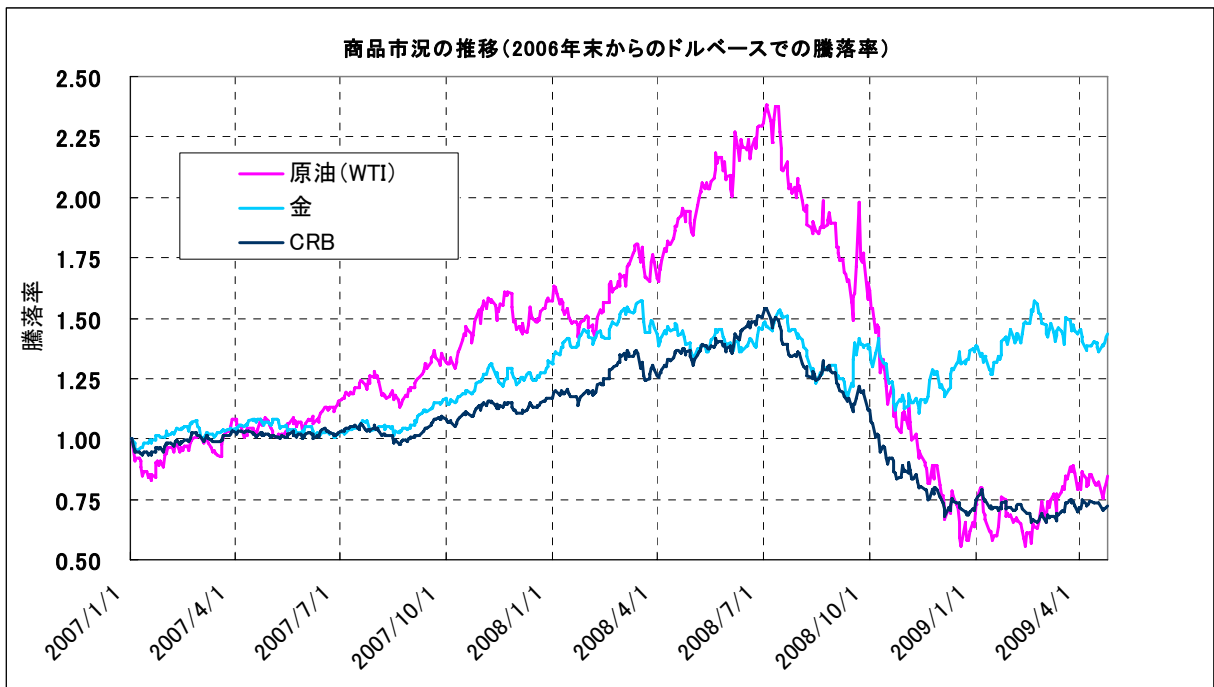
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



一部経済指標の好転と、財政悪化懸念から長期債利回りは強含む展開に。

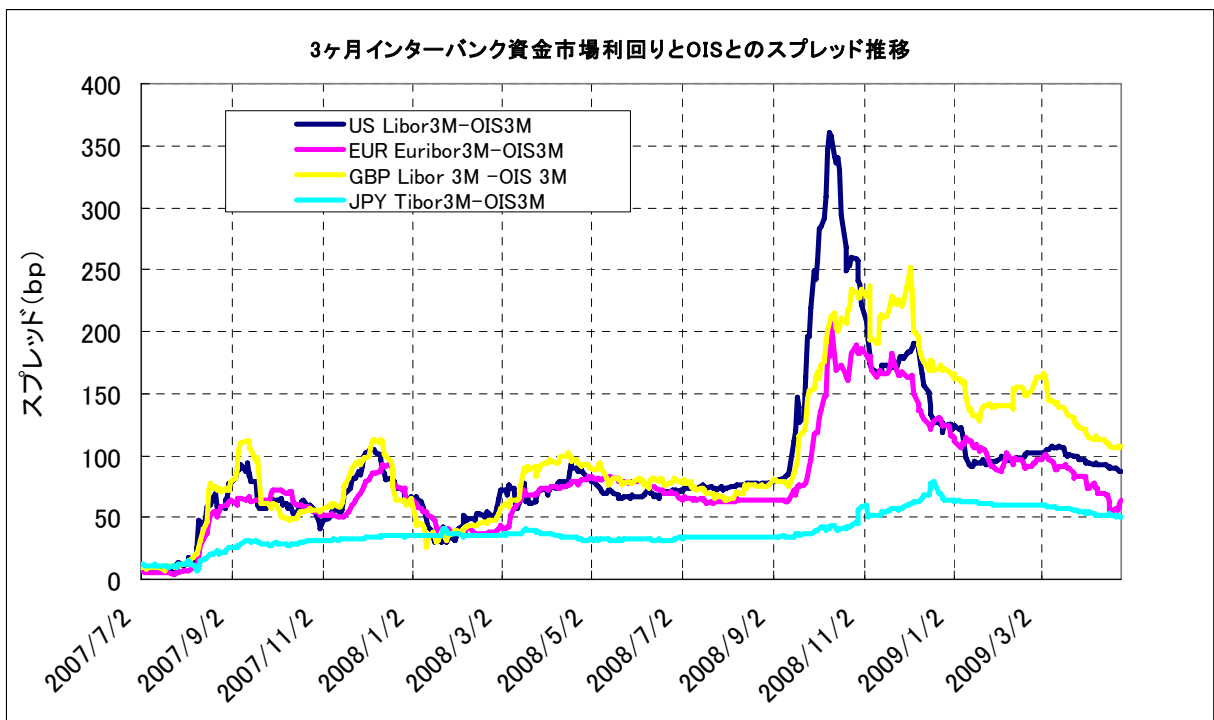
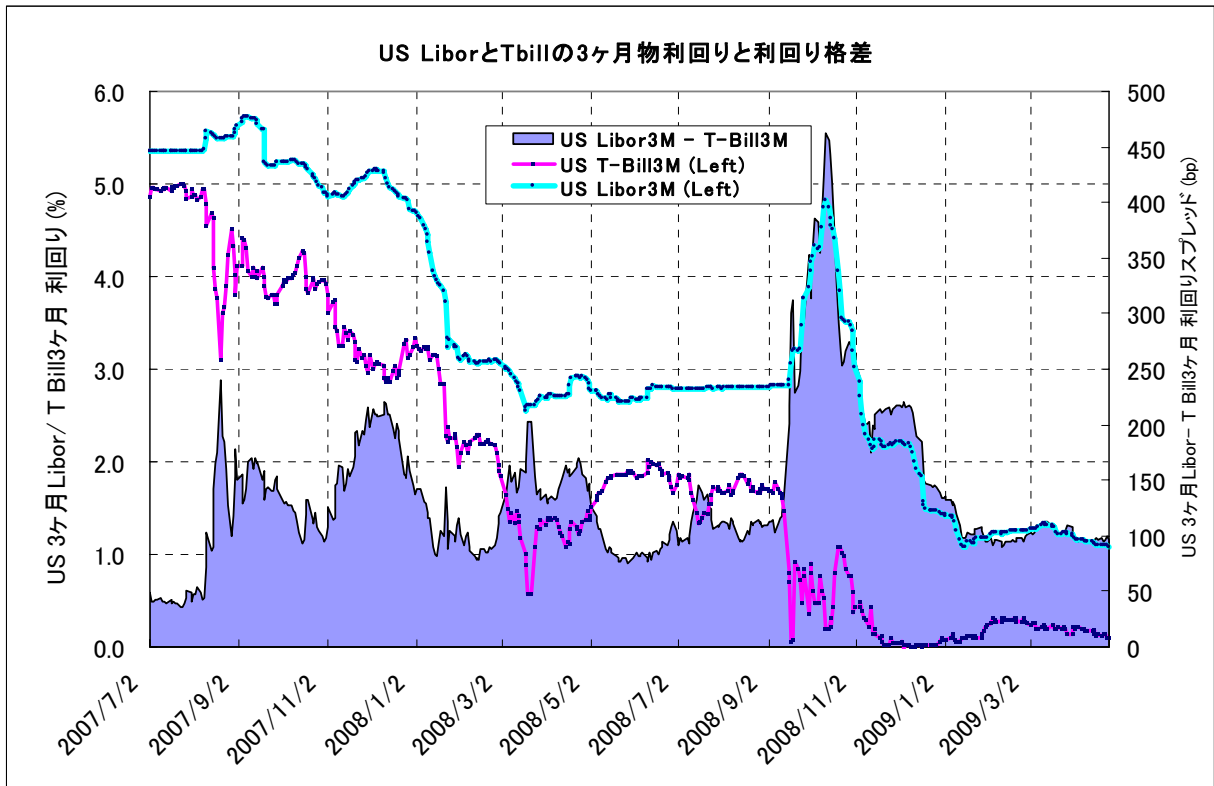


商品市況はおおむね横ばい。原油は 50ドル台を回復。(末永)



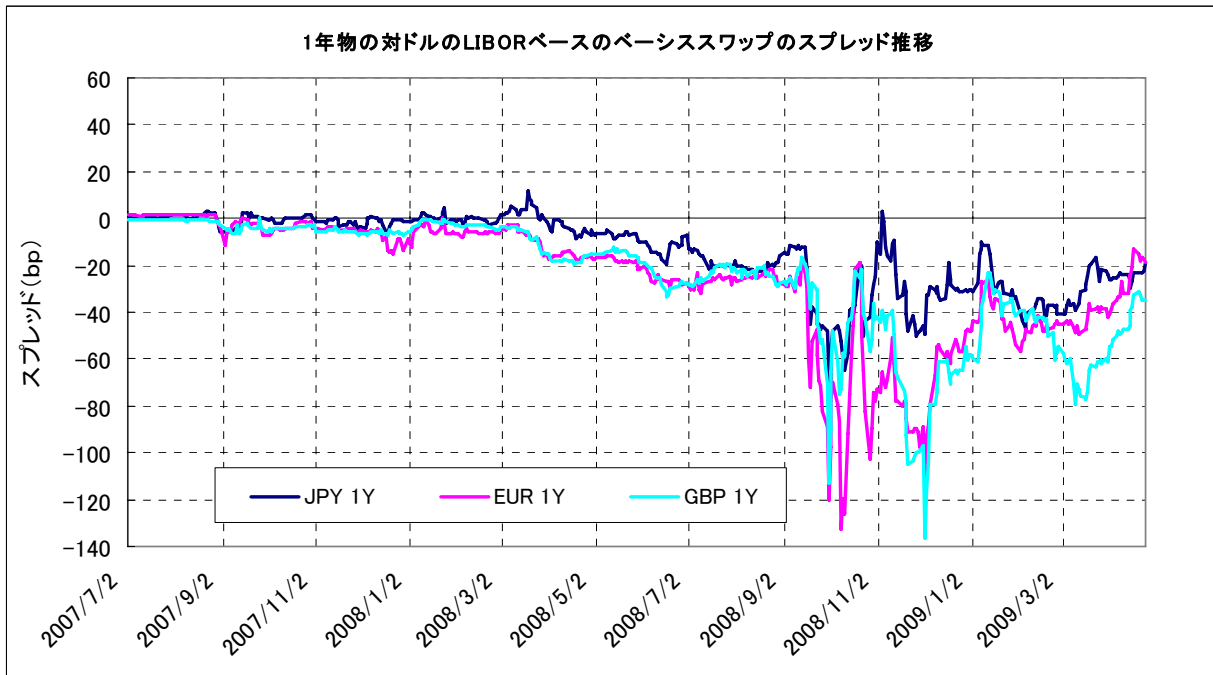
2. 資金市場～スプレッド縮小継続

引き続き資金市場は落ち着いた推移が続き、小幅ながらスプレッド全般に縮小した。



ベーススワップスプレッドはもみあいながらも縮小傾向は変わらず。(末永)

【1年物】



【10年物】

