

GCI Global View

2009年5月11日

【目次】

● リバランス 対 ダウンサイドプロテクション	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

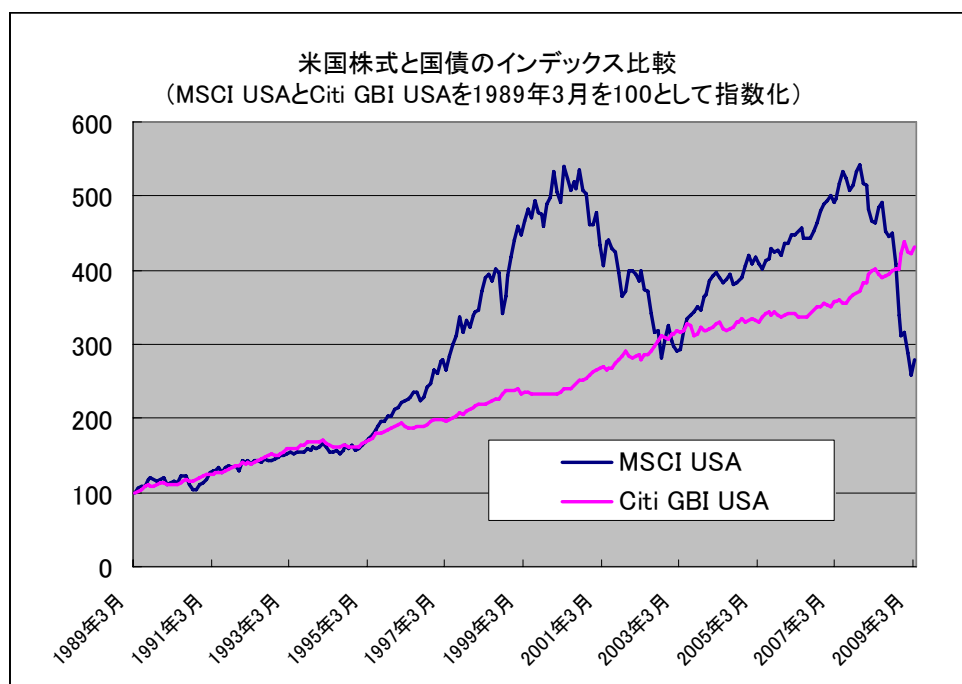
日本証券投資顧問業協会 加入

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

リバランス 対 ダウンサイドプロテクション

株式市場に改善の兆しは見えるものの今回の金融経済危機による株式市場の大幅調整により、過去 20 年を超える期間で振り返ってみても、株式投資よりも債券、それも国債のみに投資していたほうがリターンは高かったという状況に至っています。これは日本だけに限った話ではなく、米国でも同様の結果となっています。



(出所：Bloomberg)

株式投資がリスクに見合った結果をもたらしてない、あるいはリスクが想定より過大であるとして、株式リスクの取り方を見直す、あるいはダウンサイドプロテクションの導入を検討する投資家も増えています。今回の危機を経てもなお、株式投資が、世界経済の成長の果実を享受するとともに、その成長を促進するためにも必要な行為であることには変わりないと思いますが、20年あるいは30年の長期間にわたり投資したとしても、それが見込み通りに実現しないと、「本当にそうなのか」とも思いたくもなるし、あるいは現実の問題として、途中でゲームオーバーとなる残念な結果を受け入れなければならないケースもあったことでしょう。

日本の年金基金でも、投資環境の激変に直面し、従来のアロケーションに基づいたリバランスルールによる株式の買い出動を見送るなり、タイミングを遅らせるなど、異例の対応をとったところも相応の比率にのぼっているようです。これが未曾有の事態ゆえの特例対応なのか、それともルールの見直しなのか、はたまた、株式投資の期待リターン、リスクの見直しなのか、その位置づけを明確にしておく必要があるでしょう。リスクを前提とした基本ポートフォリオの配分を維持するという前提にたつと、リスクの計測をどのように行うのか次第で、そのあり方は大きく変わってきます。

負債を意識しなければならない投資主体にとっては、リスク許容度の設定と、その範囲内でのリスクテイクを行うことが、長期にわたり安定した運用を行う上で重要なポイントとなります。負債のデュレーションが長ければ長いほど、リスク許容度を高めることが可能になりますが、長期投資家の代表格でもある年金基金も、企業年金においては負債に加えて、退職給付会計により単年度ではないにしろ企業の会計に影響を与えるようになりました。また、今回の危機時もそうですが基金の運用環境が悪化する状況では、母体企業の経営環境も悪化しがちであり、その影響も十分にふまえたリスク許容度の設定が必要となります。

個人の余資運用では 20 年、30 年単位で将来の資産形成を目指してというスタンスも取り得ることから、リターンが実現するのに相応の時間を要する投資や流動性リスクをとるような投資にも資金を配分することが可能となります。ただし巷で「長期投資」というと、あたかも 20 年先、30 年先を見据える投資というような印象がありますが、1 ヶ月先すらも予見不可能な中では、20、30 年先を見据えるというのはほとんど不可能といわざるを得ません。実態としては潜在的に価値あるものが未だ市場では認識されず、あるいは低い評価にとどまっているものが市場で認識されるまでの相応の期間に保有を継続しリターンを実現するケース、PE 投資のように回収に時間を要するケース、低い流動性の対価としてのリスクプレミアムを享受するケースなど、時間を見方につけた投資により、安定し、かつ確信度の高いリターンを追及するということであると言えるでしょう。また負債のデュレーションが長くとも、リスク対比リターンの高い運用を実現するのが望ましい事にも変わりありません。

リスクを仮にボラティリティとしてとらえるとして、長期で見るとボラティリティが、ある水準に回帰するというのは、その通りだと思いますが、平常時のボラティリティに対して昨年 9 月以降に生じたようなストレス時は、ボラティリティが大きくジャンプしてしまいます。この平常時とストレス時のボラティリティを、長期で均せばある水準に均衡するからといって、それぞれに対して同じアプローチをとるというのは無理があるのかもしれませんが、一方で、相場上昇時にはボラティリティは比較的落ち着いており、相場急落時に跳ね上がる傾向があることから、きめ細かくボラティリティを市場の変化にあわせて調整すると、どうしても売られたら売り、買われたら買うという後追いの運用になりがちですし、BIS 規制の問題点のように、好景気にリスクを広げて緩い基準の貸し出しを増やしてしまい、不景気に貸し渋り、貸し剥がしによりその変動を増幅させるのと同様に、リスクコントロールが市場の変動を増幅する結果をもたらすことになりかねません。

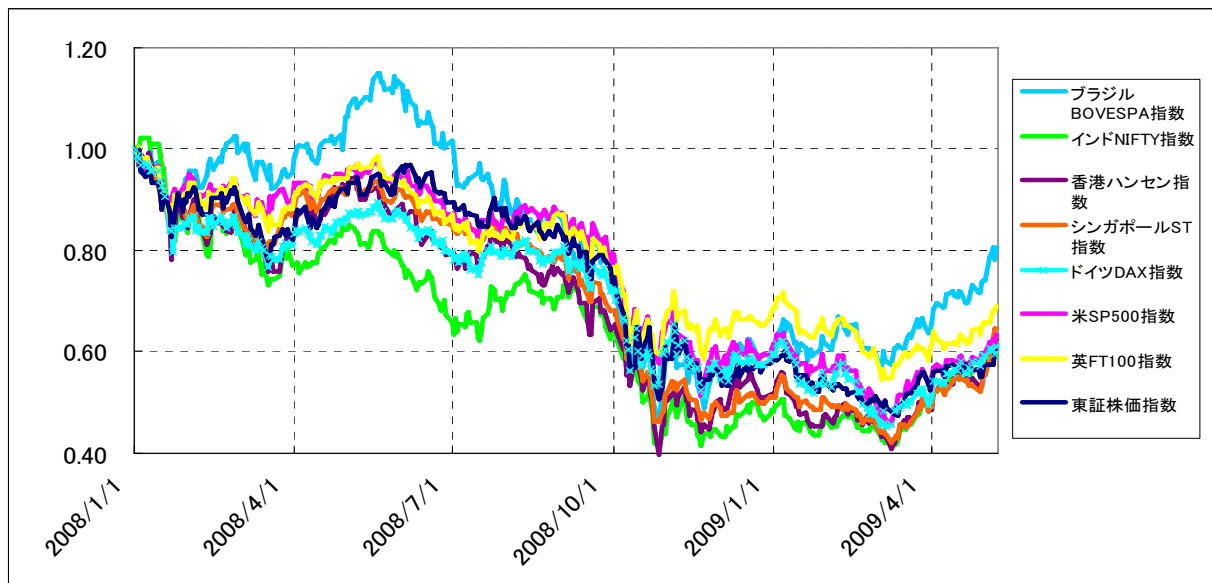
ダウンサイドプロテクションなどイベント発生時への備えは、ゲームオーバーにならないための必要な対応と割り切り、平常時であってもある程度コストをかけて行いながら、基本スタンスはリバランスにより売られたら買い、買われたら売るという中心回帰性を前提として投資を行うというのも一つの対応です。平常時モードとイベントモードで対応が全く正反対となるため、その判定をどうするのが難しいところですが、平時からその備えをしていればある程度ルールに落としこんで対応することも可能となります。あとはそのコストと効用とのバランス次第となりますが、発生する回数は少ないにしてもイベント発生によるストレス時の心理的な負担も含めた数字以上のマイナス面の強さを勘案すると、相応のコストを支払うのも正当化し得るのではないのでしょうか。またリスクの分散という観点においても危機時における相関の高まりをふまえて、平常時とイベント発生時における分散効果の違いを考慮した取り組みも重要性を増してくるものと思われまます。(末永)

Global Markets (4月27日～5月11日)

1. オーバービュー

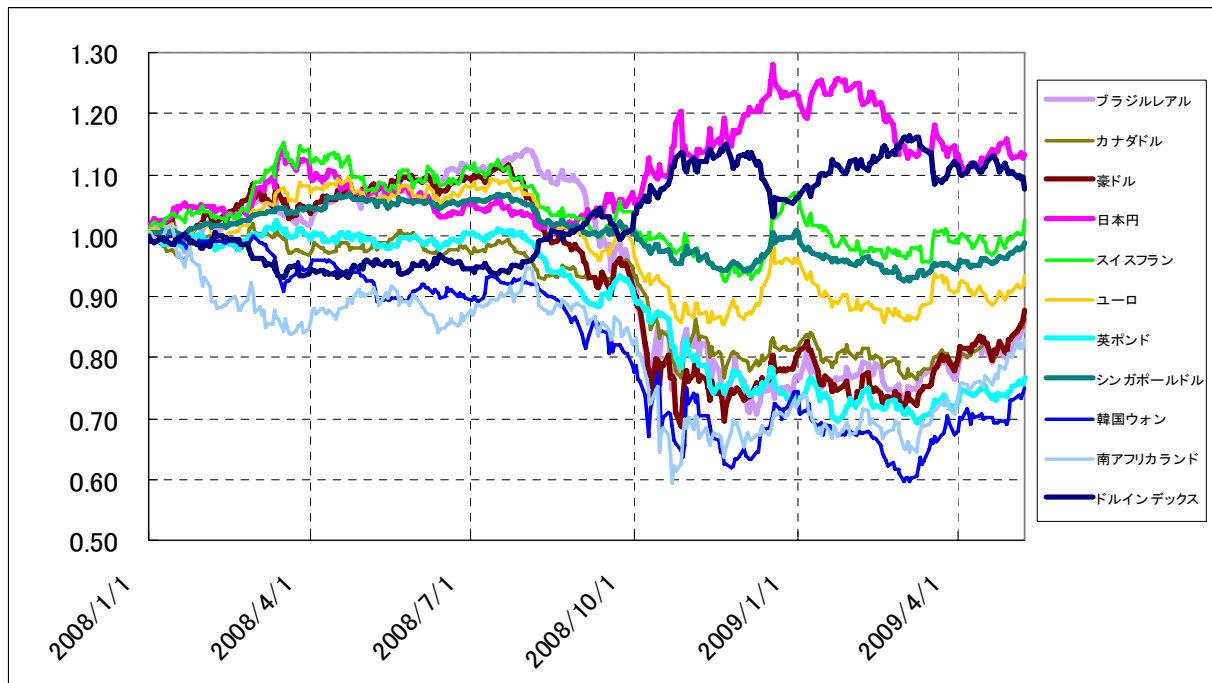
経済環境の悪化は進むものの、その悪化のペースに鈍化の兆しが見え隠れし、金融セクターに対する不透明感も緩和される中、リスクマネーがリスク資産に向かう動きも目立ってきた。特に新興国株の上昇が著しい。各国中央銀行や政府当局はV字型あるいはU字型の回復というよりかは、暫くはL字型が続き、本格的な回復には相当の時間を要するとの見方を強めており、その点でも当面は政策対応を緩めない姿勢を続けるとの期待が市場にポジティブに受け止められている。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

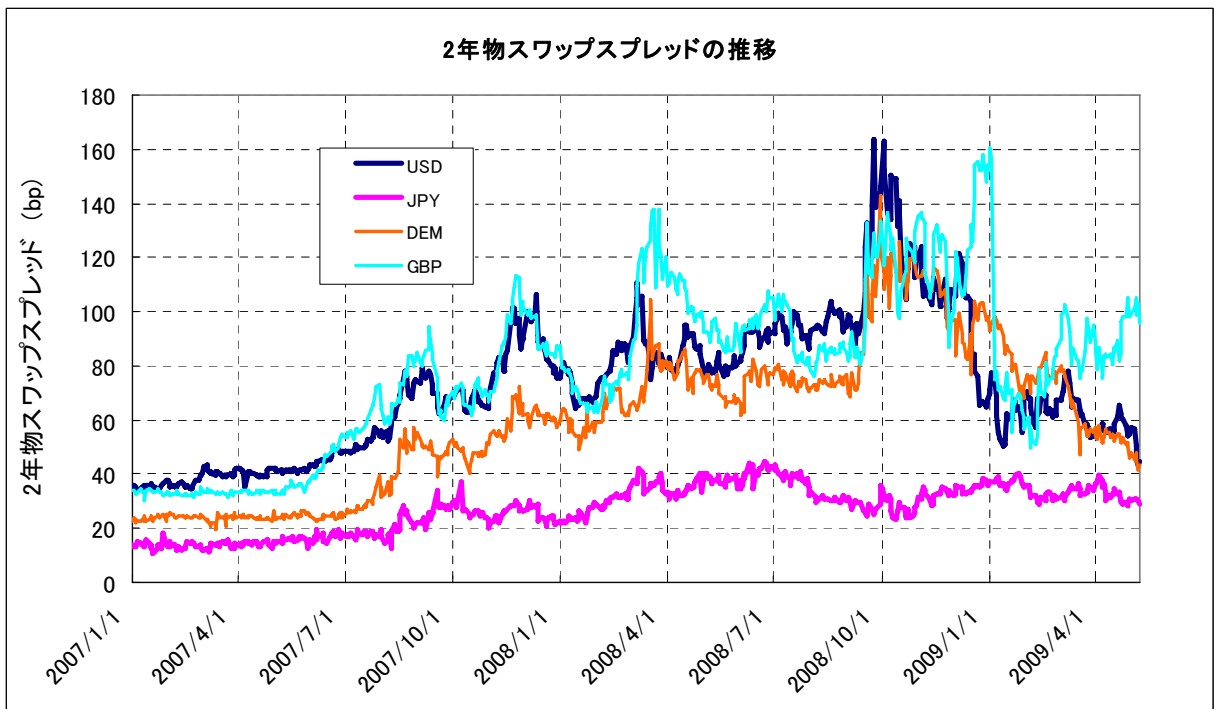
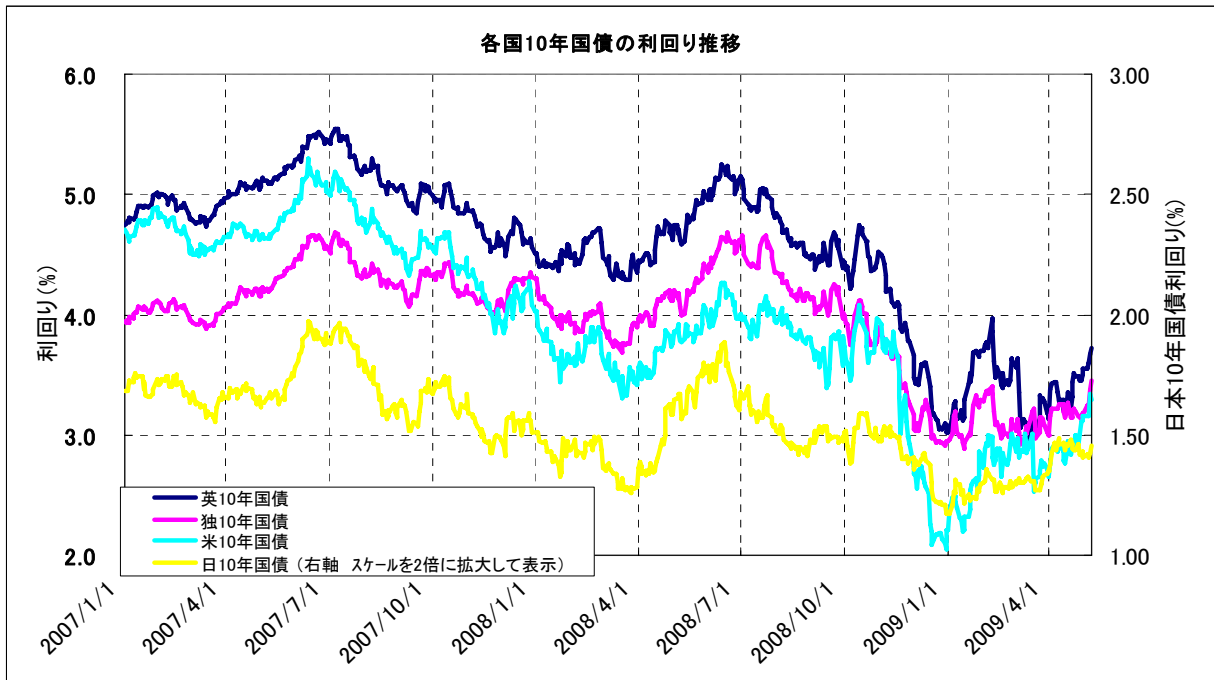


リスクマネーの流入により資源国、新興国通貨の上昇が加速。

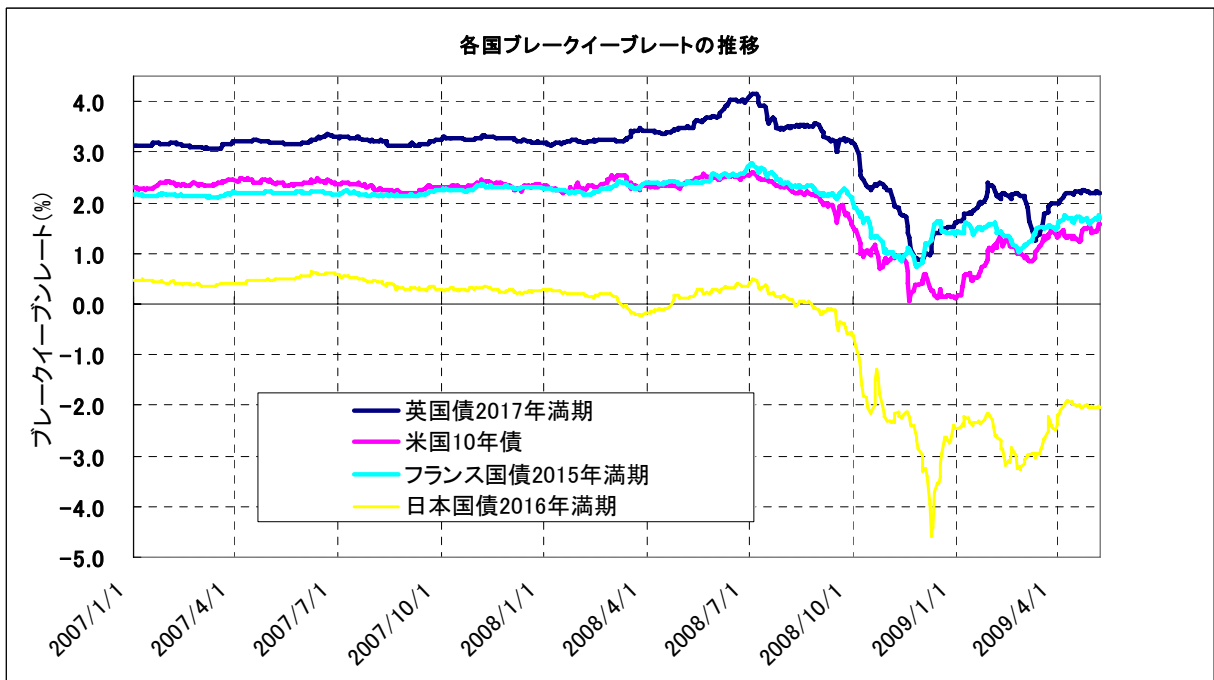
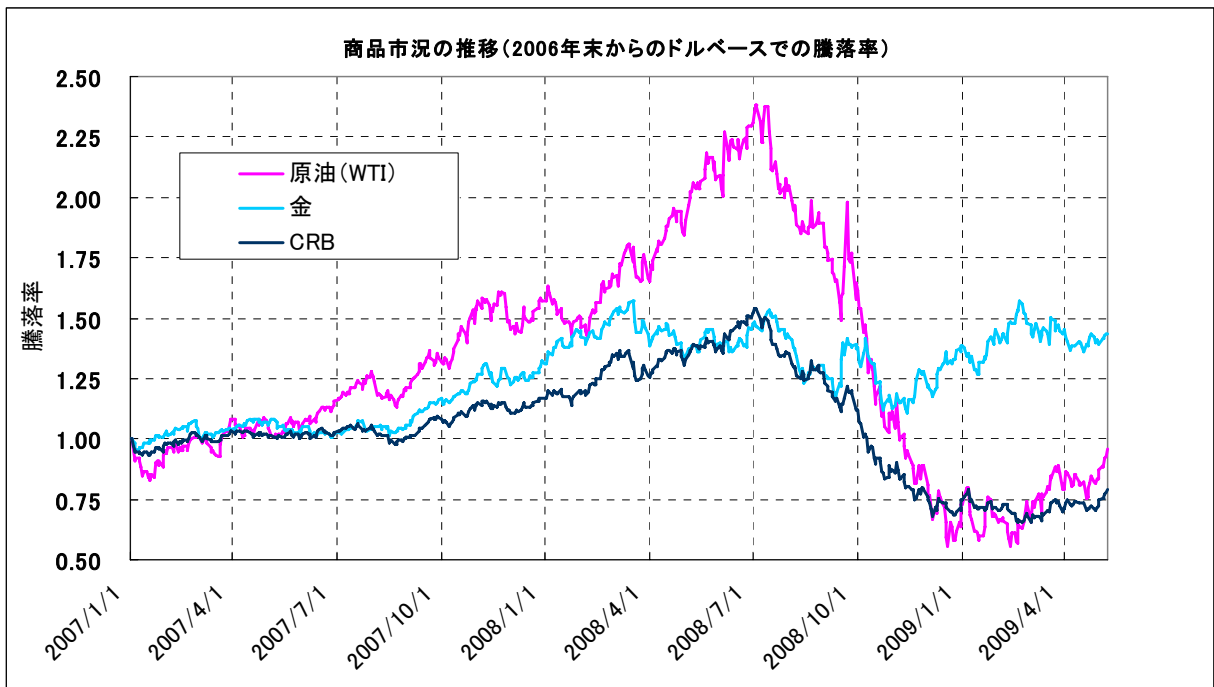
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



一部経済指標の底打ち感、金融セクターの不透明感の緩和、財政悪化懸念から欧米の長期債利回りは急騰、スティーブ化が進んだ。ECBは25bpの利下げを実施し政策金利を1%に引き下げるとともに、これまで非伝統的取り組みには一定の距離を置いていたものの、今回は信用緩和の一環としてユーロ圏で発行されたカバードボンドの購入を表明した。

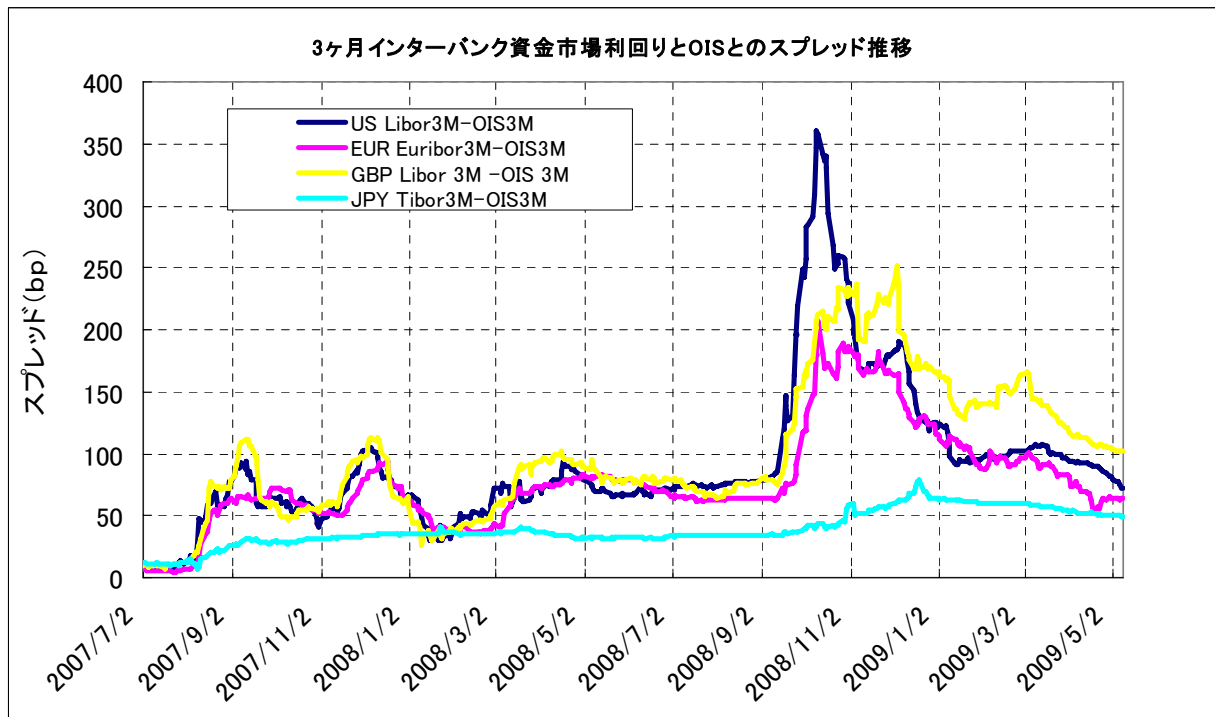
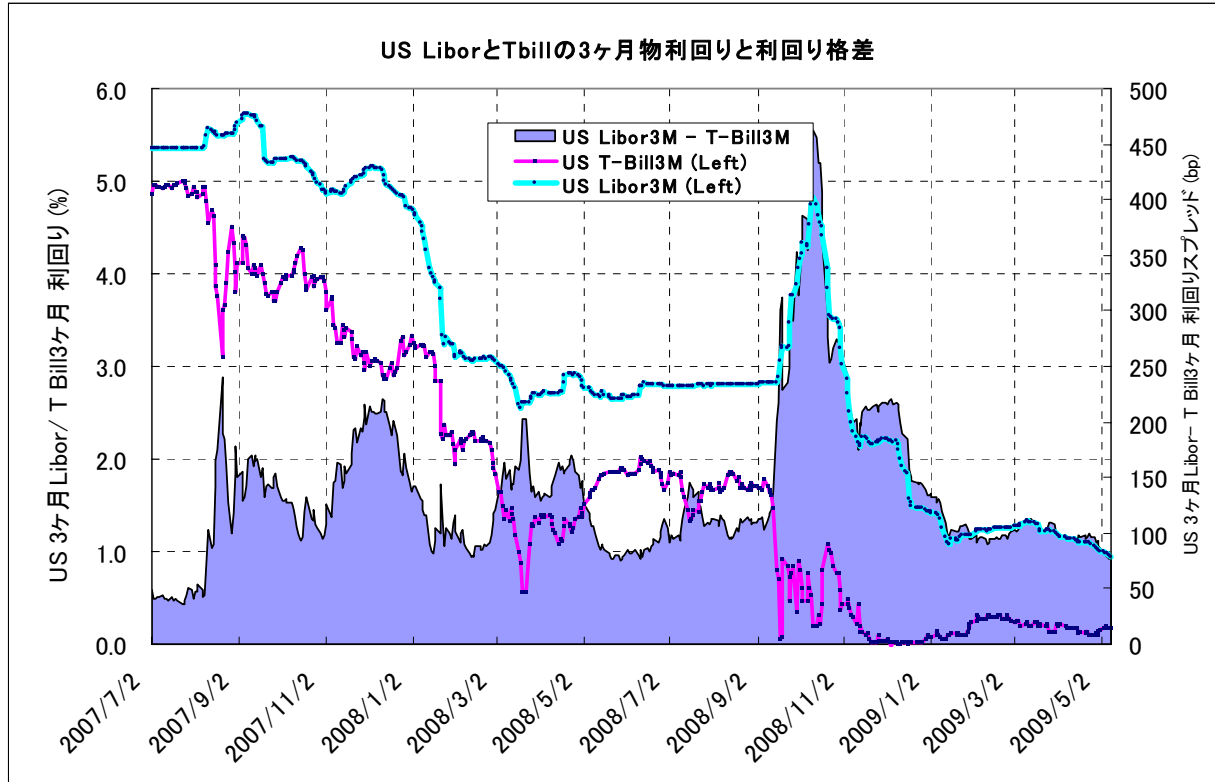


商品市況も上昇。原油は58ドル台に。(末永)



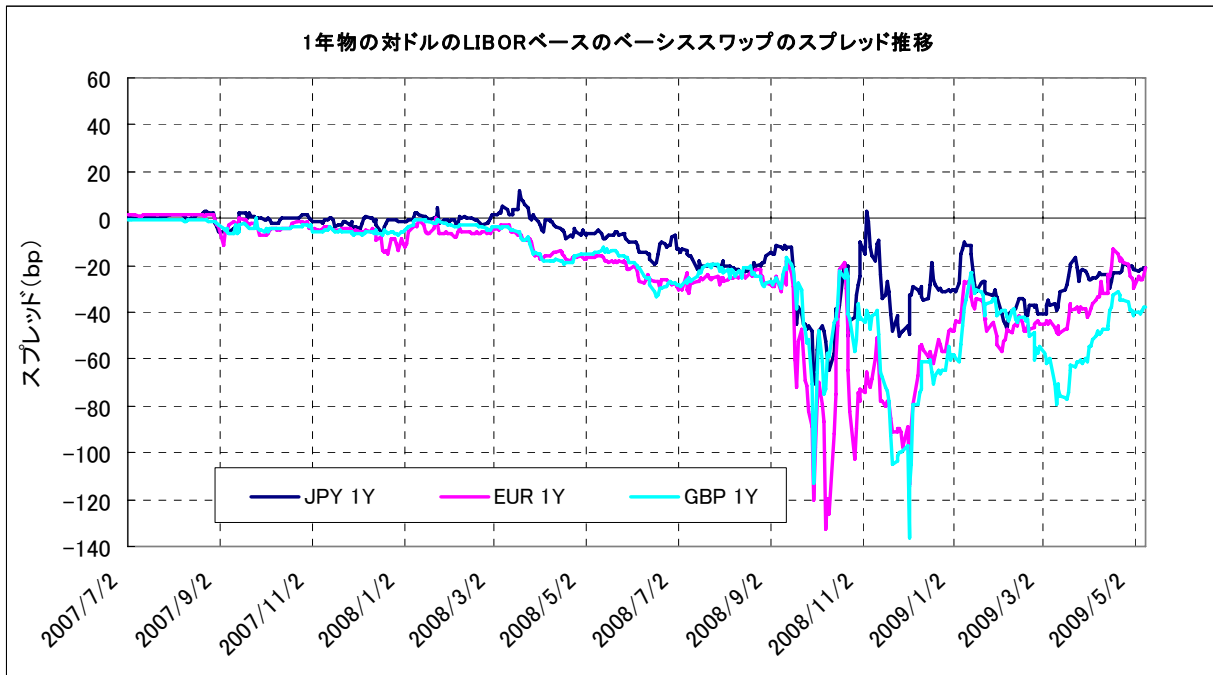
2. 資金市場～スプレッド縮小継続

3ヶ月のドルLiborは低下傾向が継続し1%を割り込んだ。



ベーススワップスプレッドは落ち着いた推移が続く。(末永)

【1年物】



【10年物】

