

GCI Global View

2009年6月1日

【目次】

● ヘッジファンドアロケーションの枠組み	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。

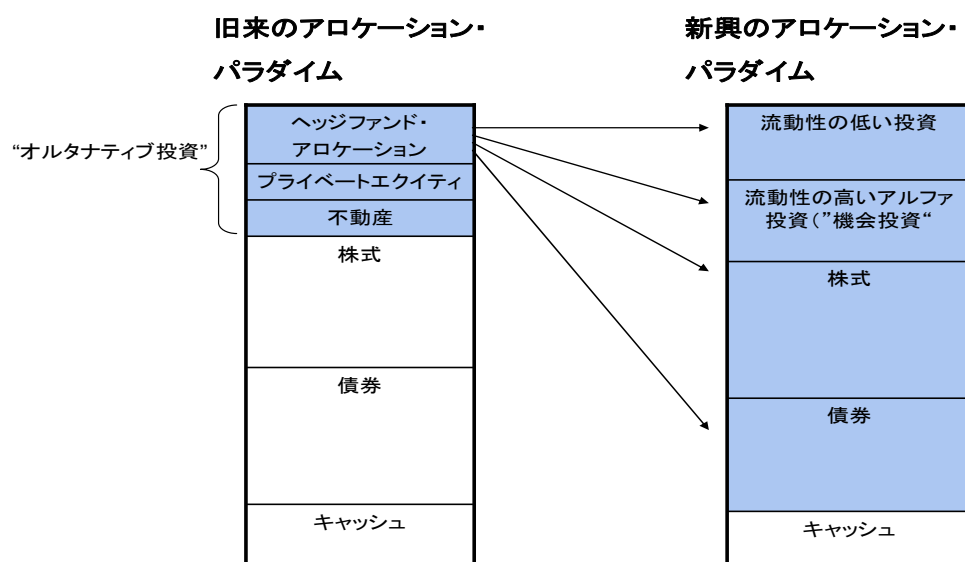
●巻頭レポート

ヘッジファンドアロケーションの枠組み

今月中旬、ある資産管理サービス大手の金融サービス会社によるヘッジファンド業界レポートが発表されました。その内容はヘッジファンド業界の今後について、投資家の視点から今後の業界の方向性を示唆したものであるという一定の評価を受けています。今回はその内容から特にヘッジファンド・アロケーションの枠組みのテーマを取り上げ、座談会形式で簡潔にポイントを議論しました。

(某ポートフォリオ・マネージャー：PM) この資料の中では、「今後投資家はヘッジファンドを一括りに捉える旧来型パラダイムから、伝統的資産クラスも含めた枠組みの中で見るようになる」と表現している。これまではその他すべてをオルタナと呼ぶ、といった大雑把な括りであったことは確かだ。確かにこれまではオルタナティブ投資の枠組みの中には大きく分けて HF、プライベート・エクイティ、不動産という3つのカテゴリーがあり、ヘッジファンドは一括りにされてきた。(下記図参照) 今後の定義では、何がオルタナなのか、何がヘッジファンドなのか、という定義自体が重要になってくる。

(某 CIO) 資産ごとに配分を分けるという考え方であればその資産の持つリスク・リターンを評価して最適配分することになるので、ヘッジファンドをミドル・リスク、ミドル・リターンの資産とみなして扱ってきた経緯がある。



*(一定比に基づいていない)

(The Bank of New York Mellon: ヘッジファンド投資の明日 東京イベント資料より抜粋)

(某ゲート・キーパー：GK) 各資産インデックスに対するベータをもとにしてそれぞれの資産を分類するという考え方になる。カルパース (カリフォルニア州退職者年金基金)

などの洗練された投資家は、上場株投資の代替としてヘッジファンドに投資してきた経緯があるが、国内投資家の多くはヘッジファンドを債券投資の代替として位置づけてきた経緯がある。

(PM) ヘッジファンドは投資手法によって分類するほうが分かりやすい。例えばヘッジファンド・ベータやスタイル・ベータは HF のリスク・リターンの運用手法をもとにした分類であって、資産ごとの分類では計測しきれない流動性リスクなどを考慮している。よりよい分類ではリスク・プロフィールを基準にしてファンドの性格に近いものを同様のカテゴリーに分類することになる。

(CIO) 投資家にとっては、ヘッジファンド・ポートフォリオといいながらベータの影響でポートフォリオ全体のリターンが決まることが多い。ベータはベータとして捉えて、あくまで本来あるべき市場との低相関リターンが実現されるのかをみてヘッジファンド投資の効果を計測すべきだ。

(PM) 新たな分類ではアルファを狭義で捉えることにつながりかねない。その昔、HF 業界自体がのんびりとした牧歌的な時代は、HF リターンと市場インデックスとの差異をそのままアルファと呼んだりサーチを目にしたこともあったが今ではあり得ない。今後は市場変化に伴いリスク調整後リターンという当たり前の認識も、オペレーションなどその他のリスクを加味した総合的リスク調整後というコンセプトに変わってくるかもしれない。また絶対リターンを狭義に捉えると、市場状況に関わらずにいつもプラスの絶対リターンを挙げる、という考え方もなりかねない。もともと絶対にどんなときでもプラスのリターンを実現するということを言っているわけではなく、リスク調整後の優れた相対リターンなので、ここで投資家の投資知識や理解度が問われることになる。

(GK) 国内では、もともと債券投資の代替として HF が組み入れられてきた。これはミドルリスク・ミドルリターンという性質を強調した考え方で、たまたま当時の市場状況や業界の発展段階において、LIBOR プラスの利回りでリターンを挙げることも可能であった。ヘッジファンドは債券代替として機能したかという点、そうではない。もともと株式ロング・ショート戦略が絶対数でも絶対額でも多いことで株式市場とのベータが高いことから、株式下落時には一緒に下落するという傾向が顕著になった。リターンのばらつきもファンドごとに大きいという特徴があり、資産クラスとして債券代替と呼ぶには物足りないことは明らかである。またはヘッジファンドを資産クラスとして捉えること自体に無理がある、と考えたほうが良かろう。

(CIO) また流動性やカウンターパーティ・リスクという点でも、一般の上場債券に投資するファンドにはないリスクも内在するため、ファンド分析および選別には一般証券投資とは違った知識やスキルが要求される。ことに最近では、詐欺などの事件が発生したことによりオペレーショナル・リスクが顕在化し、過剰なレバレッジが正しく報告されていない例から透明性および説明責任の問題なども表面化した。ヘッジファンド投資はそれほど簡単な投資ではない。確かに金融市場そのものも発展するし、投資手法やファンド形態そのものも進化するので、好調時や平時には顕在化しなかったからといって、内在するリスクを無視することは出来ない。例えば、システミック・リスクやオペレーショナル・リスクは HF リスクの中でも特に重要な要素となる。

(GK) もともと時間軸をどこに置くかによって考え方も方法も変わってくるべきだ。前述のカルパースの例からも分かるように、許容可能なリスクの定義は運用資産の性格によって変わってくるし、各資産の持つリスクの定義にも違いが出てくるのだろう。

(PM) もともと市場や環境が変わっていくのに、投資手法やマインドセットが同じであるにはそれ相応の信念が必要となる。例えばバリュー投資は相応の時間軸で成果を捉えるのでこれだけ長い時間と業界の変化を通じても変わっていないという価値がある。

(GK) 業界の機関化が進む中で、特に業界のプレーヤー間のビジネス的意図で大々的にマーケティングが繰り返されてきた。もちろん正しい意図による正しいビジネス拡大活動なので何の問題もないが、他の選択肢が多くない中で、一様にこぞって同方向に流れてしまう業界の傾向のほうにも課題がある。これは国内資金の運用がその多様性や効率性という意味でいまだ発展途上であるということになるだろう。

(CIO) そういう意味では、受益者本位の商品選択や、戦略の分散が行われるべき局面で、専門家が慢心せずにセカンド・オピニオンの客観的意見を発信していく必要があるだろう。弊社はヘッジファンド運用全般についての知識や経験を活かし、自社運用やファンド評価だけでなく、アドバイザー的な業務にも顧客への付加価値を見出せるはずだ。

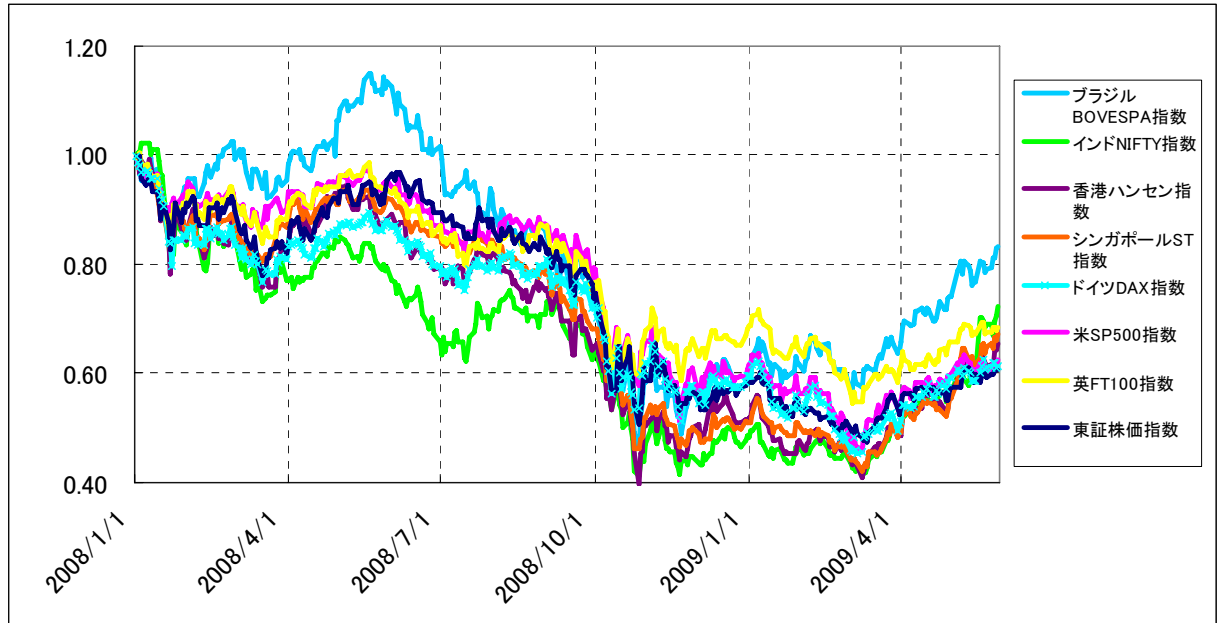
(インベストメント・チーム)

Global Markets (5月25日～5月29日)

1. オーバービュー

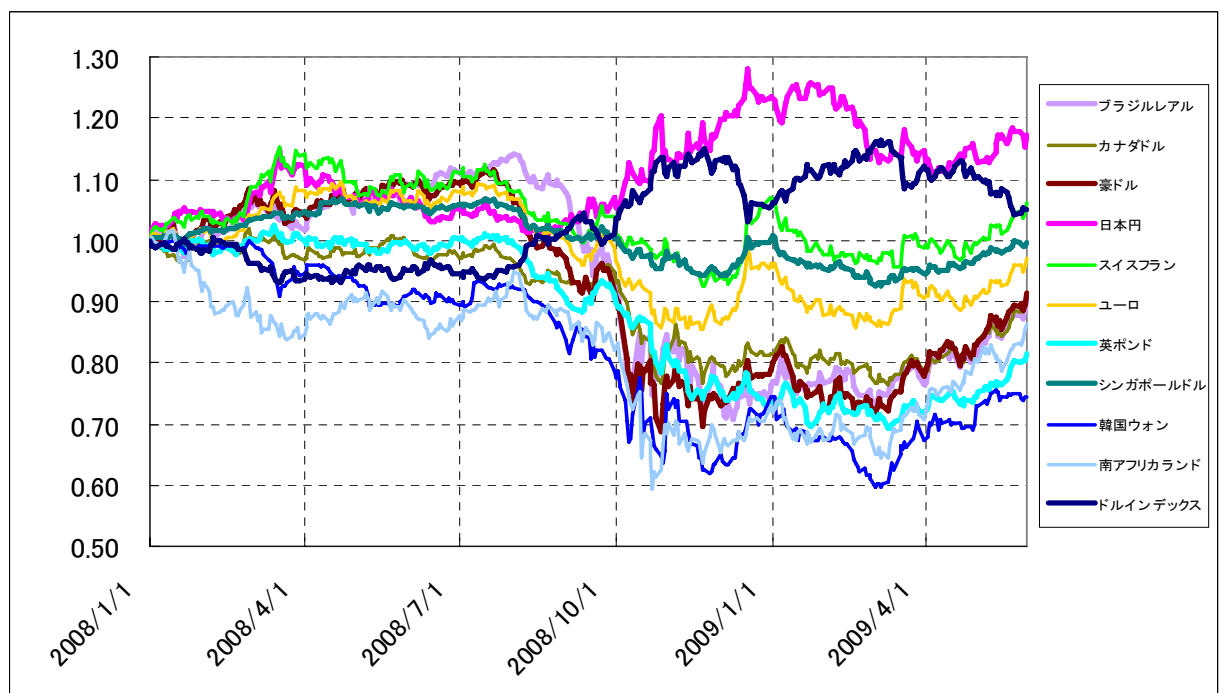
GMの破産法適用が濃厚となる中、ドルおよび米国への不安は熾ぶるものの、新興国へのリスクマネーの流入は継続し株式市場での新興国のアウトパフォーマンスが継続。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

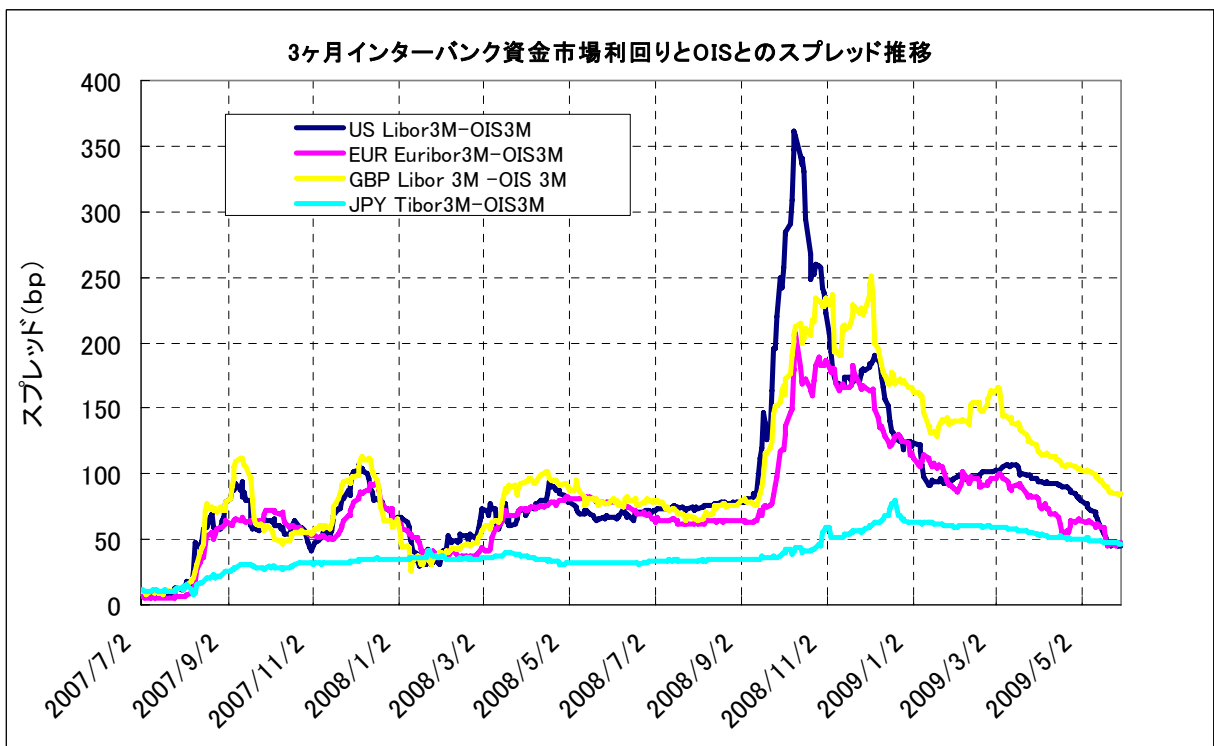
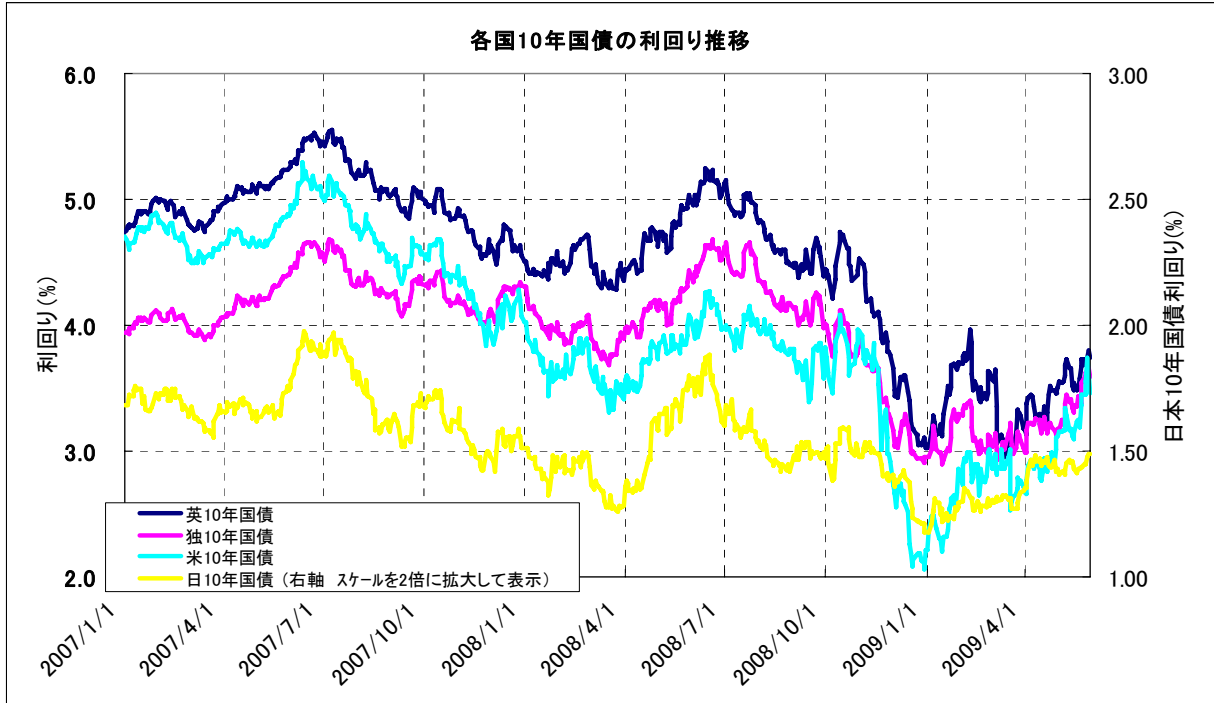


ドル安は一服ながら、資源国通貨への資金流入は継続。

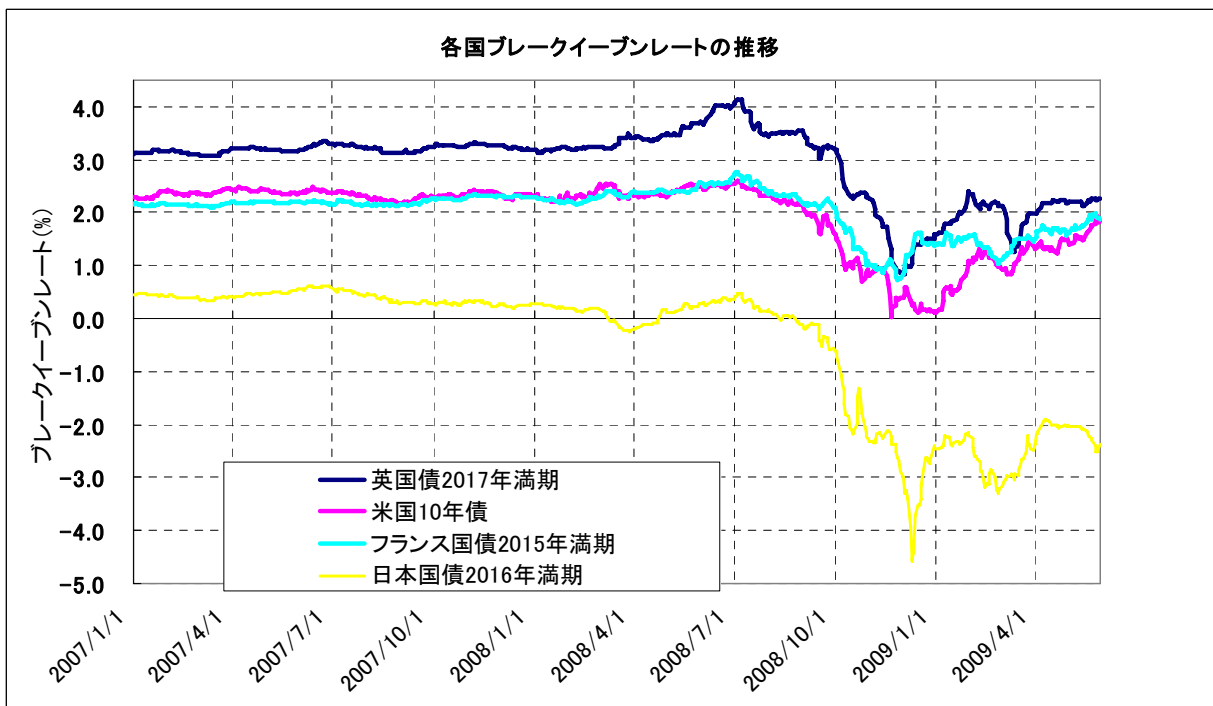
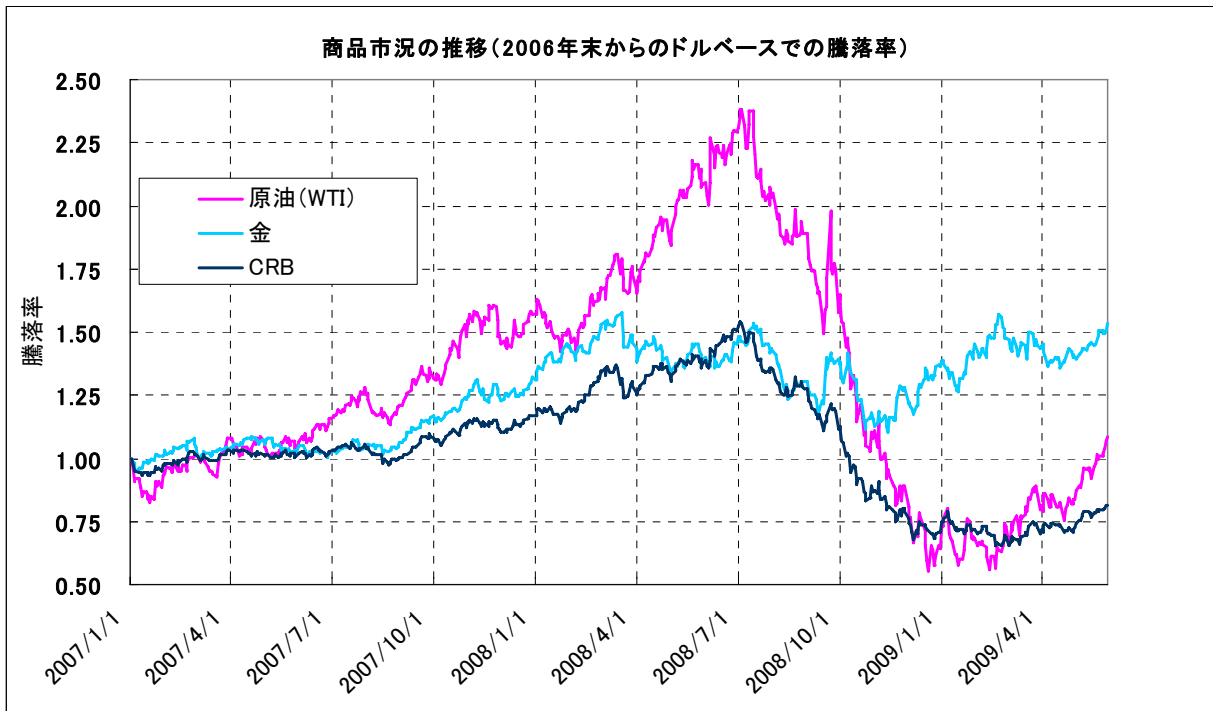
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



米国債の需給懸念は根強く先週はモーゲージ投資家のヘッジ売りが金利の騰勢に拍車をかけ一時 10 年米国債利回りが 3.75%と前週末比 30bp 上昇したが、週末にかけて今度は 30bp 低下するなど荒っぽい展開となった。長期債利回りの反騰は、安全資産としての需要の後退、財政悪化に対する懸念、インフレ再燃に対する懸念、格下げ懸念など、いくつかの解釈が可能であるが、過剰な資金流入がもたらした相場の行き過ぎのゆり戻しとの側面も無視できない。

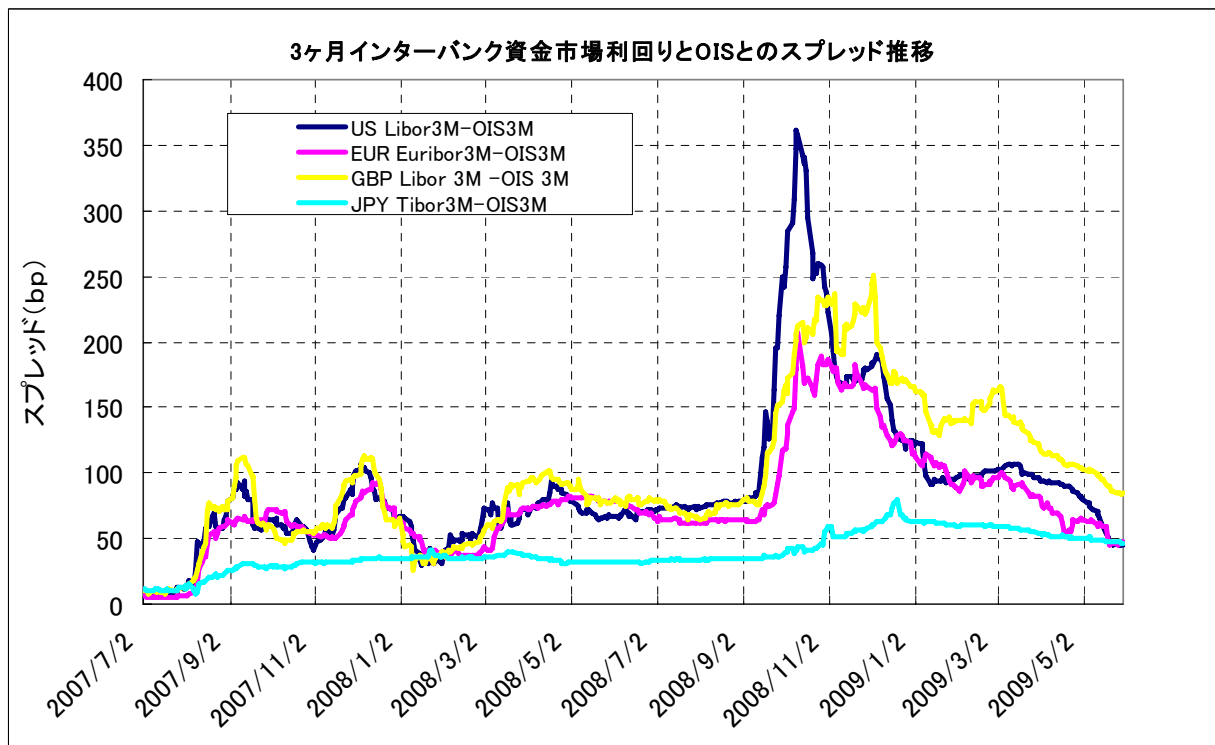
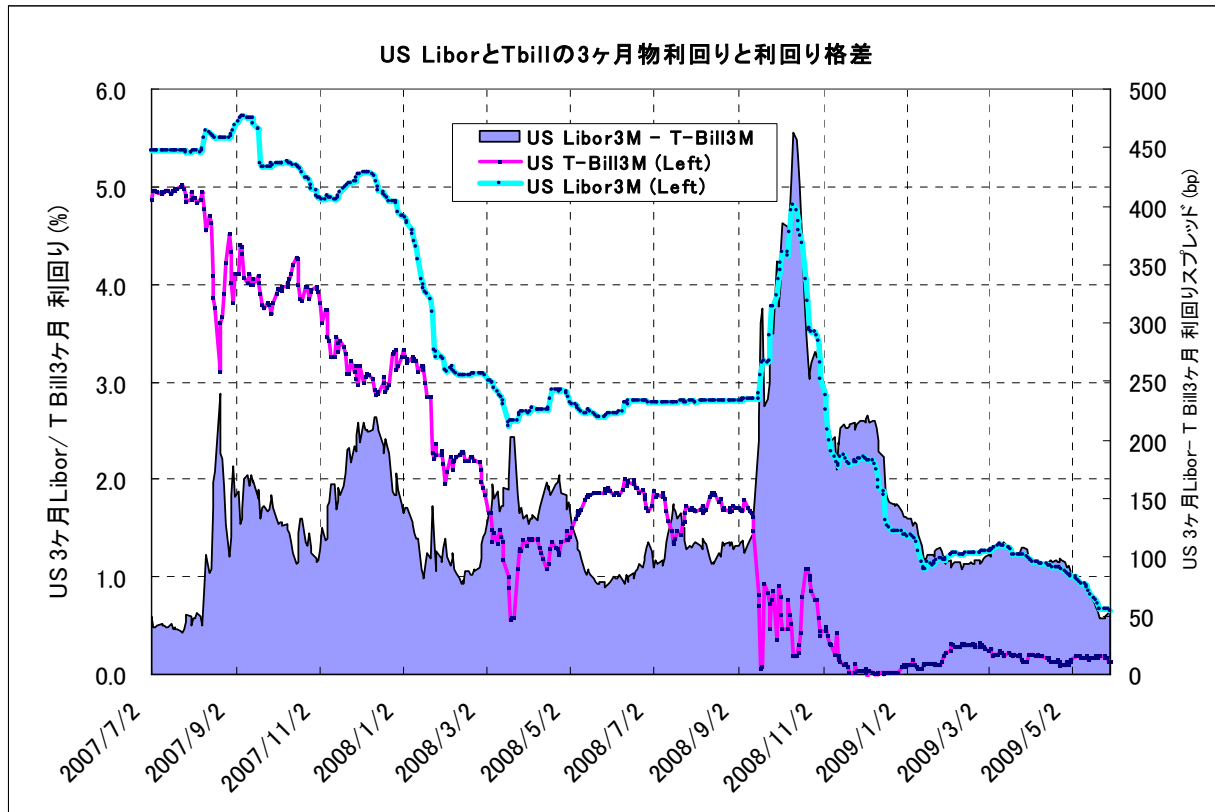


商品市況の上昇基調は持続。商品市況のリバウンドと長期債利回りの急騰をインフレ期待の高まりと結び付ける論調も一部にある。ブレイクイーブンレートは米国では上昇歩調にあるが、昨年 10 月の急落前の水準に戻った水準であり、今のところインフレ懸念の台頭というほどのレベルにはない。(末永)



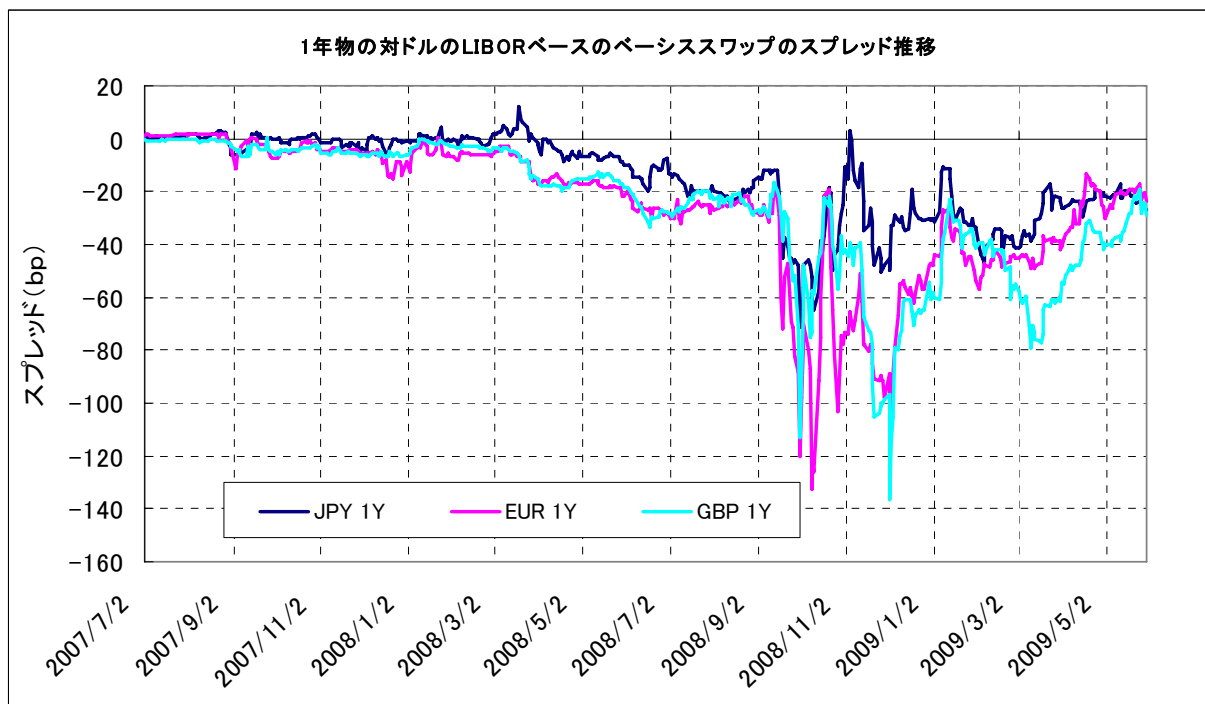
2. 資金市場～LIBOR低下は一服

5月は月初より急低下をとげたLIBORも、ようやく低下も一服となった。



ベーススワップスプレッドも横ばいに。(末永)

【1年物】



【10年物】

