

GCI Global View

2009年6月15日

【目次】

| | |
|-----------------------------|-----|
| ● トラックレコードがないと投資できない??? ~2~ | 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

トラックレコードがないと投資できない???

人間の欲望と恐怖を定量分析する？

もともと市場は恐怖と欲望の入り混じったものであるので、単なる数字やコンピューターによる解析だけでは図りきれない部分があります。むしろ、数字だけで判断されることに対しては反発を覚える運用者が多いのではないかと思います。人間の思考や行動の複雑さは、時にはあいまいさや非合理的な意思決定や行動となって表れます。たとえばグリーンズパン元FRB議長はかつて市場状態を表現する時にコナンドラム（conundrum: 不可解で理解できないもの）やイラショナル・イグズーベランス(irrational exuberance: 根拠なき熱狂)という言葉を使って表現し、経済合理性に沿わない投資行動に対して警戒を発信しました。それでも結局市場はバブルという制御不能な力、つまり欲望と恐怖という人間感情の集合体という大きな力の働きによって崩壊まで進んでしまいました。

一般的に言えば、定量分析には過去データの分析から一定のパターンを見つけ出し将来を予測しようとする科学的手法という意味で大きな意義があります。ただし、実際の判断を行うのは人間なので、この統計に忝意を働かせて無理な正当化をしてしまうような不条理な事を時にやってしまいます。利益至上主義の金融組織がリスクを無視して暴走してしまった例では、リスクマネージャーの警告が本来の効力を発揮できませんでしたが、これは経営者が強欲という強権を発動したためです。また、前述のように単にラッキーなだけの運用者を本来排除すべきなのに取り入れてしまうという事もありうるでしょう。統計のあやに対する保全のようなものはありうるのでしょうか。弊社は定性、定量分析のバランスをとる事で、このようなケースに対応します。投資委員会でのたたき台の文章が長くなるのは、単なる箇条書きでポイントを Yes/No と判断してしまうだけでなく、その思考プロセスをも議論の対象にするからです。

反論としては、数字に表れた結果がすべてである、という事になると思いますが、これは最終的に金融理論として議論されるどころの、市場の効率性（Market Efficiency Theory）の議論にもつながると思います。常にマーケットは正しい、という考え方に基づく情報という側面から見た市場には超過リターン（excess return）の源泉は存在しない、という事になります。ただし、前述のように曖昧で非合理的な人間感情の集合が作用する市場がそれほど効率的であるわけもなく、判断し行動するところで参加者の個性が発揮されるのであって、自然界の事象のように大数の法則や中心極限定理で集合的に分析する事はある程度有効であるが、本質をある一側面からしか見ていないという事になります。

平凡な事象に対する非凡な見方

市場にはわれわれがこれまで常識として理解している方法だけでは理解できないような非効率が存在する事はおわかりいただけたと思います。政府や当局の市場介入や規制そのものは必要なものですが、もともとのルール自体が非効率を助長するように作られている場合もあります。この場合は当局の政策や市場運営そのものが非効率という事になります。この議論の行き着くところは金融市場に対する規制議論でまさにいま議論されているとこ

ろなので割愛しますが、発展途上の多くの国では、市場の洗練性という方向性から考慮するととても考えられないようなルールが適用されていたりします。

これらの一見平凡に見える事象に対して、その中にいるほとんどの人は平凡な見方をする傾向があります。エリートとして社会のシステムのおいしいところを享受してきた人は高い教育を通じて、客観的で批判的なものの見方を本来身につけているはずなのに、むしろその傾向が強い事もあります。人間の一般的な性質として、一旦安全を確保してしまうと変化を嫌うという事もあります。ただし、平凡なものの中に非凡な見方を持ち込み、問題意識を高くもつ事がより質の高い運用業務の推進力になるはずで、そのためには、「なんか変じゃない？」という疑問や違和感を持ったら、自由に発言し会話ができる状況が必要です。もちろん一人の見方だけでは偏見に陥る事もあり、多面的なものを見方ができないので、そこでより多くの意見を戦わせて、かつ、保守的になりすぎずに意思決定できる環境とその過程に価値がある事になります。その結果としては前述のように相対的に優位なリスク調整後のリターンが実現されているべきであるという事になります。運用会社の文化というのはこのような相互の意見交換が出来る環境と、はっきりとした主義に基づいた意思決定システムにより洗練されていきます。ばかな質問であっても排除しない、というブレインストーミング的でざっくりばらんな会話に意義がある、という事にもなります。実力を反映しない職位制度が会議の進行を支配するのであれば、そこには形式以上に会議としての意味はなく、典型的なグループ思考(group think)の弊害が起きるでしょう。実力のある若年層が妙に遠慮して、年長の人や職級が上だという理由だけで彼らがだらだらと自分の自我と権利を主張するだけの会議は苦痛であっても生産的でない事が多いはずで、

トラックレコードの話に始まって随分長々とした話になりましたが、結論としてはあるものを評価する時に自分で判断の尺度を持っているかどうかで、その人が投資家であるか単なる資金の管理者であるかの違いがでる、という事を認識いただきたいと思います。思考特性と行動特性のところでお話したように、自分の資金を任せても責任感を持ってやってくれる、というビジネスパートナーとしての信用が単なるトラックレコードよりも重要な事があります。特に長期的な視点を持つ投資家であればなおさらである事をご理解いただけたらと思います。なお、弊社では投資家の皆様からご意見をお受けして議論や説明をさせていただける事を期待しています。業界に対する貢献と挑戦を謳う弊社と、受給者や出資者に対する責任を負う立場にある投資家の皆様との議論から、より良い投資対象や投資手法が生まれてくる事を期待しています。なお、弊社のアジア戦略、実績についてもご遠慮なくお問い合わせください。

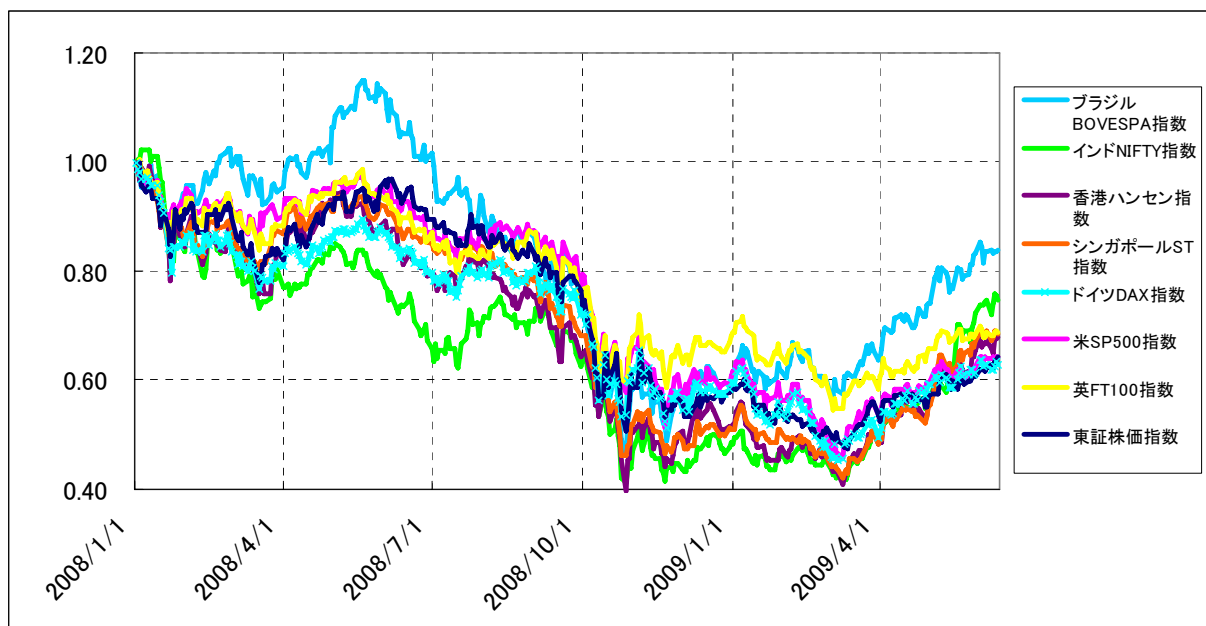
(インベストメント・チーム)

Global Markets (6月8日～6月12日)

1. オーバービュー

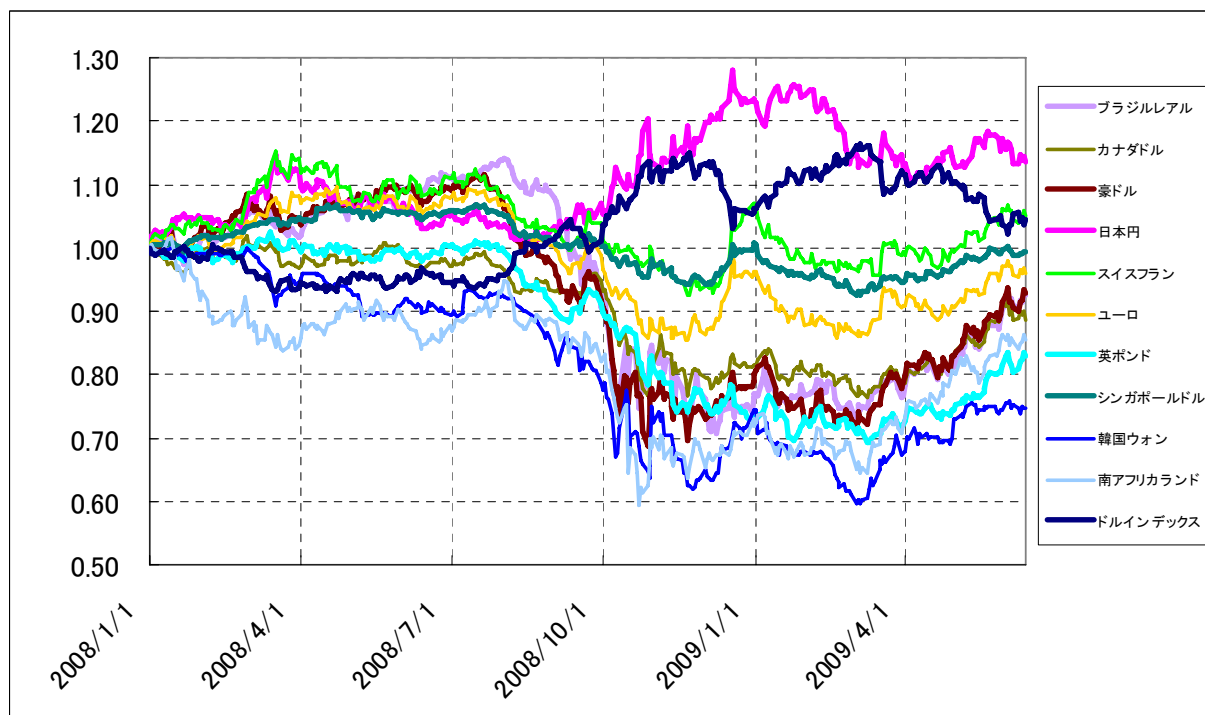
「グリーンシュート」ストーリーを後押しするように、G8 会合でも世界経済の安定化の兆しに言及、出口戦略の議論も必要不可欠との姿勢を打ち出したが、あくまで危機回避のための緊急避難的な取り組みに対するものであり、雇用情勢のさらなる悪化をふまえた実体経済への支援はしばらく必要との認識は共有された。3 月以降株式市場をはじめとするマネー経済は先行して回復してきたが、実体経済の回復はこれからが試される状況だ。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

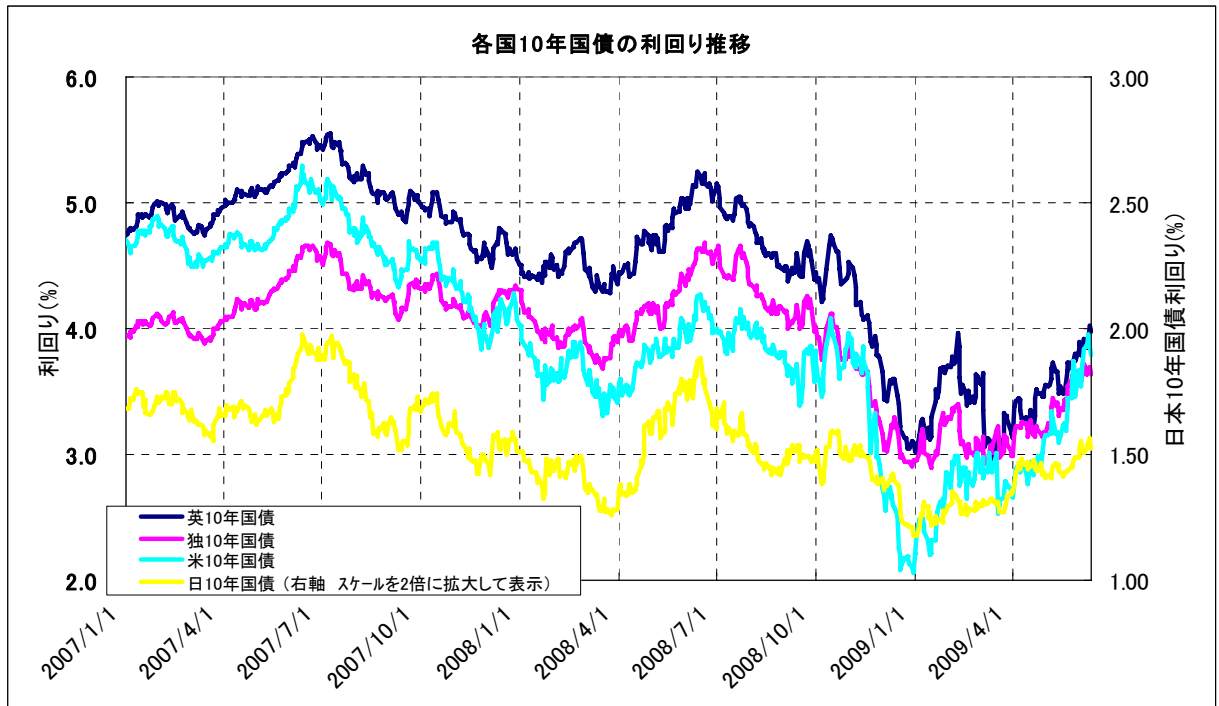


ドルに対する懸念は根強くドルの反発は一服。

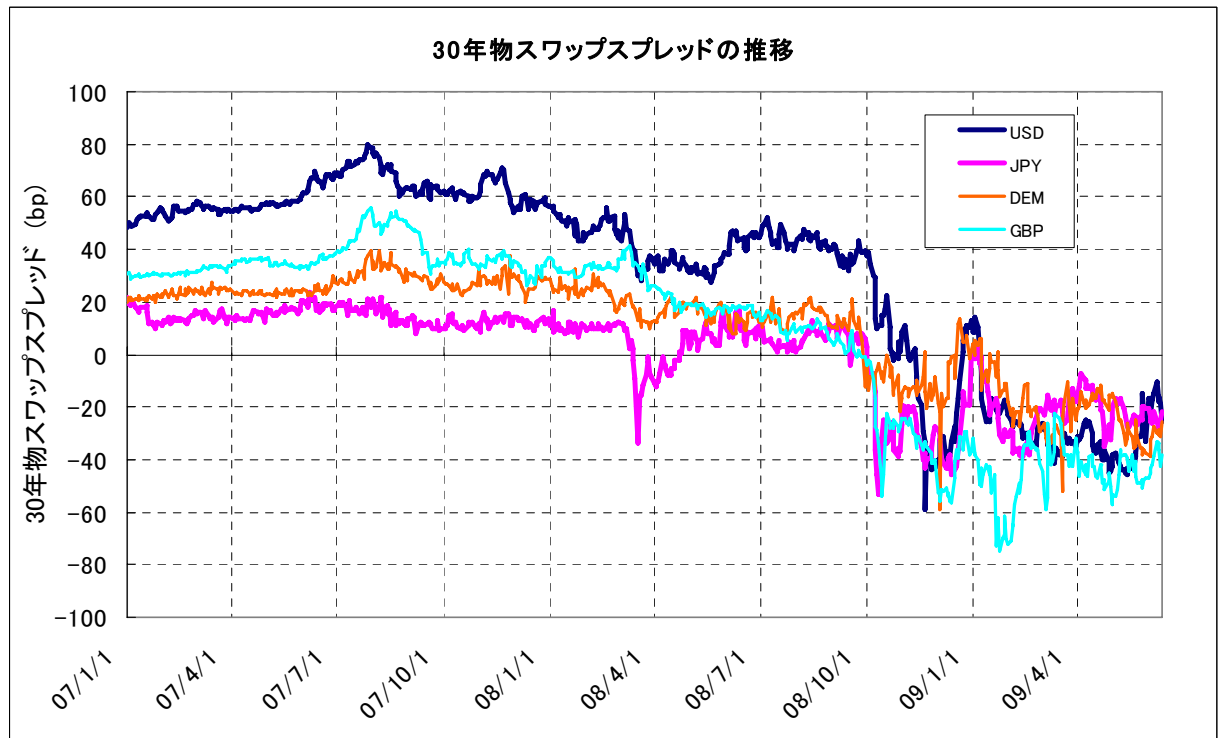
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



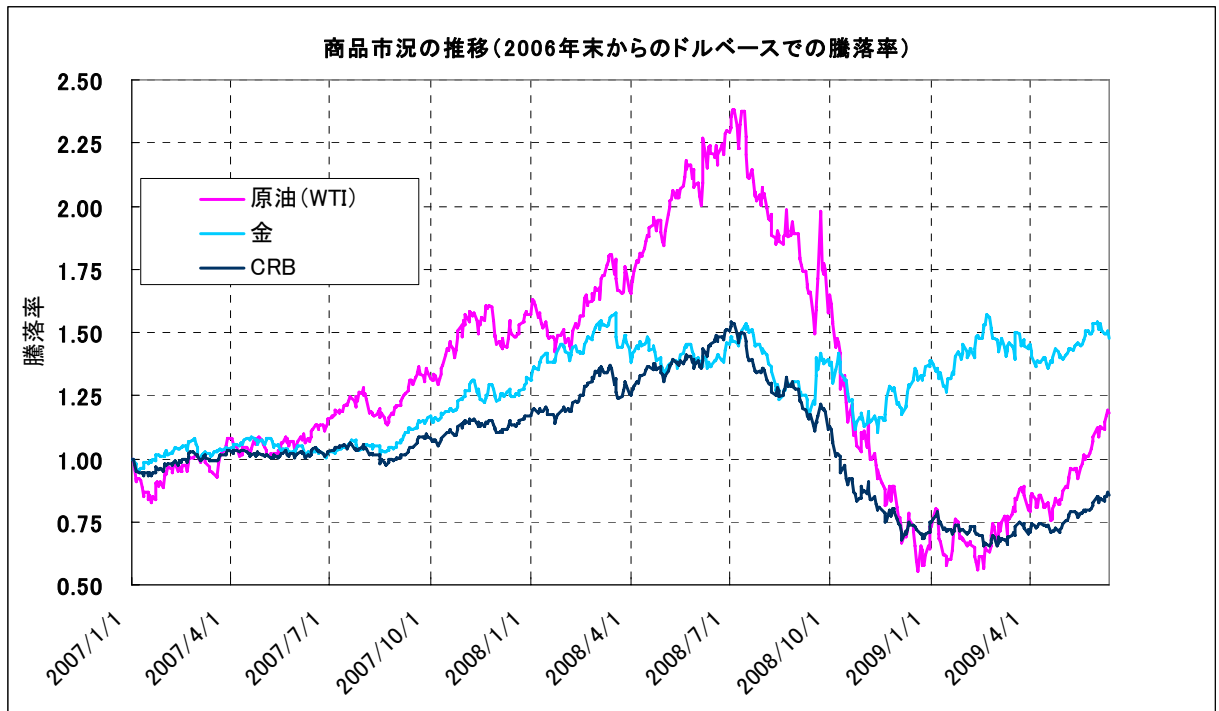
欧米短期債の利上げ期待の織り込みは時期尚早との市場参加者のコメントが目につくものの、出口戦略の議論とあわせて来年以降の織り込みは残存。長期セクターでも米国10年債利回りが一時4%ワンタッチした後、入札をこなして一息ついたものの、利回り上昇懸念は根強い。



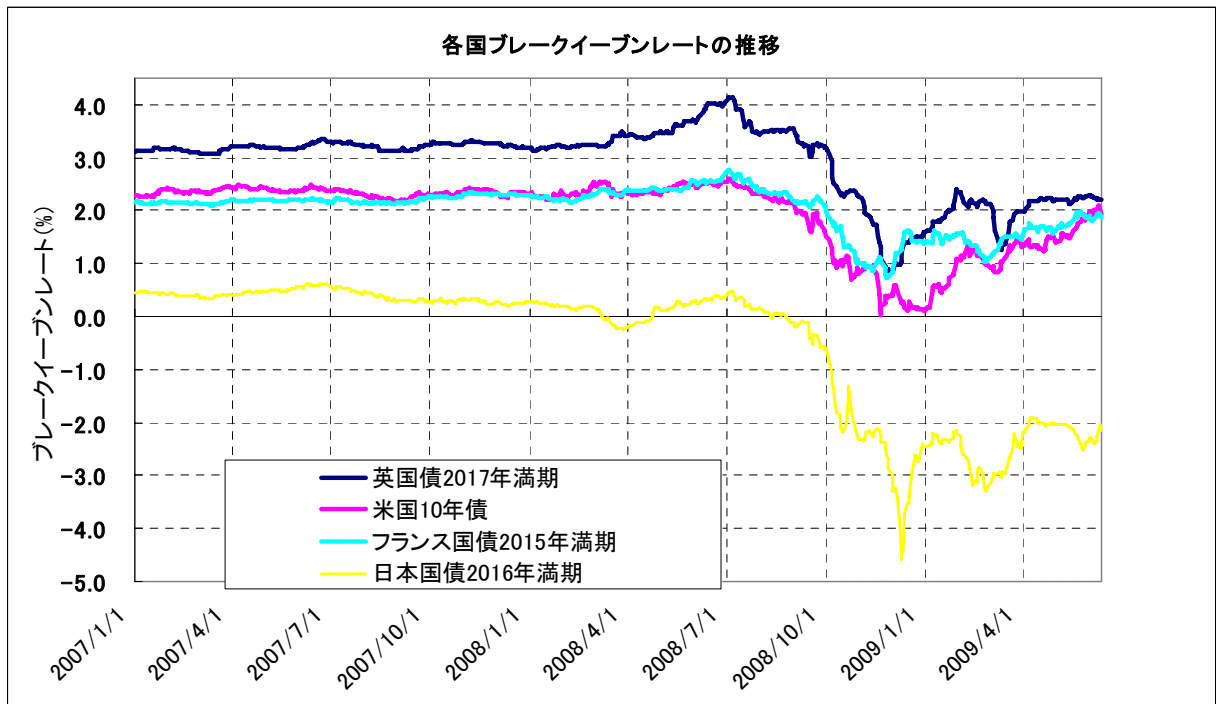
ドルの30年物スワップスプレッドのマイナス幅縮小は一服。



原油は上昇基調を継続。(末永)

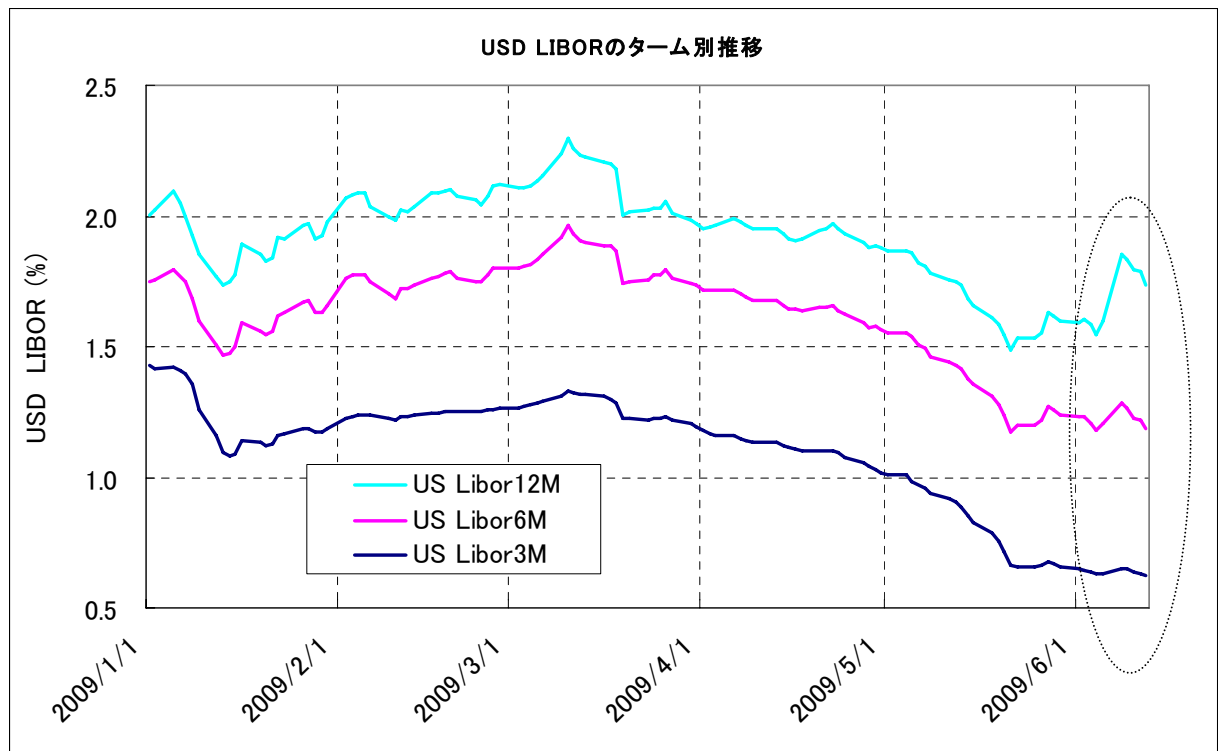
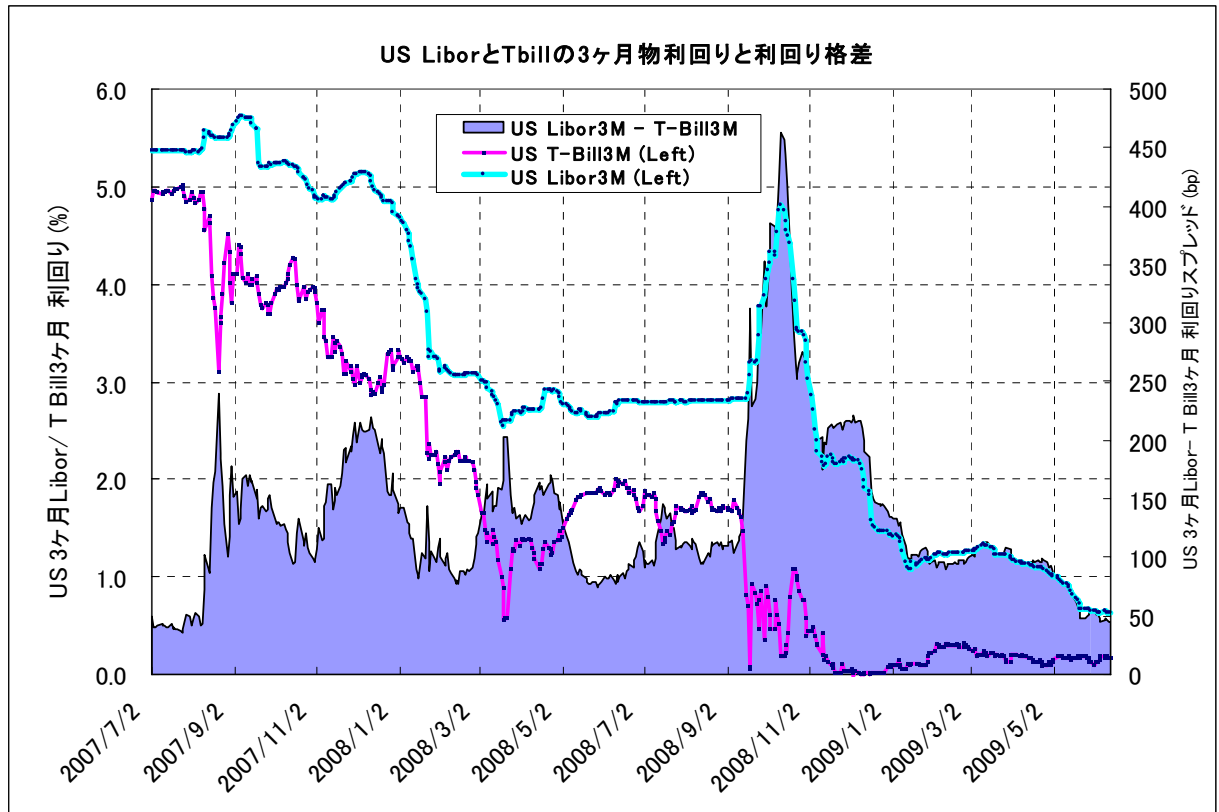


日本円以外のブレイクイーブンレートを2%前後に収斂。



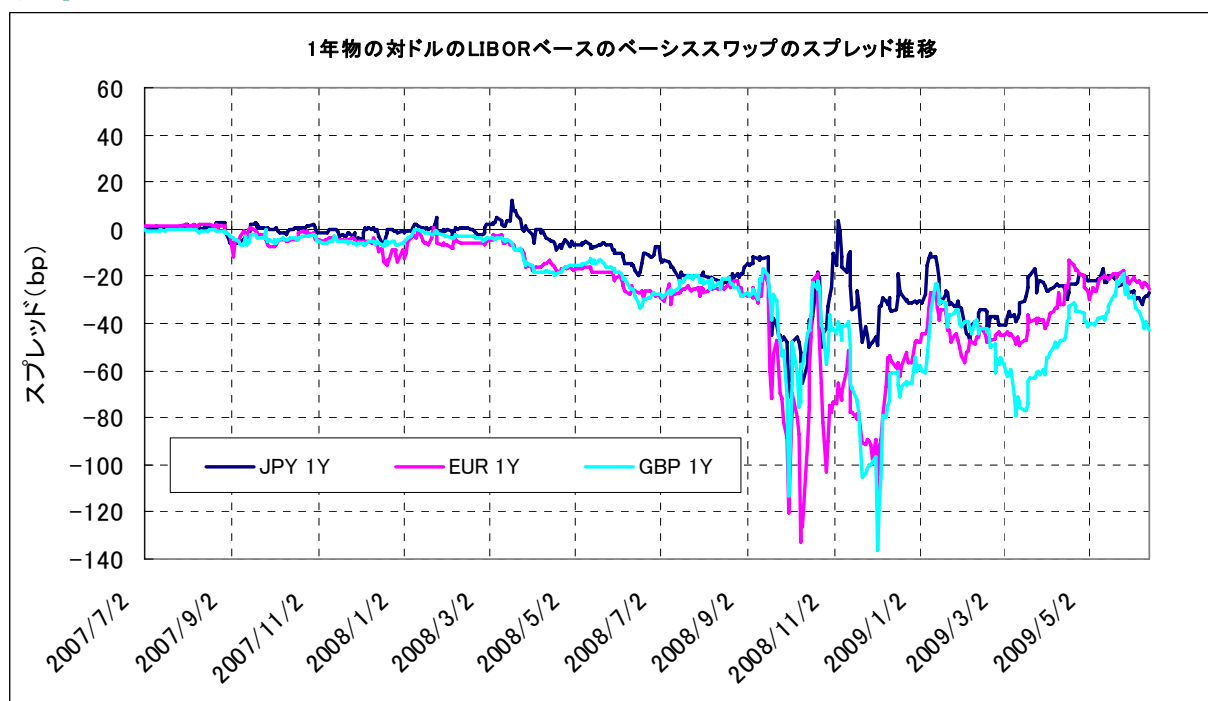
2. 資金市場～利上げを織り込むドルLIBOR

3ヶ月ドルLIBORはほぼ変わらず。さらに期間の長いLIBORは利上げを織り込み上昇。



ベーススワップスプレッドはやや拡大。(末永)

【1年物】



【10年物】

