

GCI Global View

2009年6月22日

【目次】

● 自己トレーディングデスクの市場プレゼンス後退	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

自己トレーディングデスクの市場プレゼンス後退

投資銀行、証券会社の自己トレーディングデスクの市場におけるプレゼンスが落ちてきているというエピソードをあちこちで聞くようになりました。昨年来の世界的金融危機の中で、レバレッジをかけた綱渡りの経営が出来なくなったことが大きな要因ですが、運用市場を俯瞰してみるとあちこちにその影響が見られるようになってきました。CBアービトラージ戦略が一番顕著な例で、昨年末から先月までの数ヶ月の間に極めて好調なパフォーマンスを挙げているファンドがあります。これ以外にもM&Aやイベントを含む機会をトレーディング収益に変えるエクイティ・アービトラージ戦略も同様にその影響を受けています。今回は簡単な例として、エクイティ・アービトラージ戦略の競合環境をあげてみます。

例えばM&Aが発表される時に、通常ではどこかのタイミングで買収価格が発表されます。トレーダーがこの価格に応じて、2銘柄間の株価スプレッドを計算し、普通は買収される側を買い持ちし、買収する側を空売りすることで、株価スプレッドを利用したニュートラル戦略を取ります。この際、そのトレーダーの資金調達コストと市場へのアクセス(貸し株を含む)が競争上の決め手となることが多く、比較的少ないリスクで一定のリターンを挙げられる戦略として投資銀行の自己デスクは好んで大きなポジションを張るということがこれまで多く見られました。(ディールが破綻するというリスクはありますが、各ディールによってリスク・プロファイルは異なります)

現金TOB(公開買い付け)によりディールが確定しているある2つの会社間の株価には、その交換比率に応じて株価の相対価格差のスプレッドが形成されます。通常はディールの確度の高さにより、発表と同時に一方の株価がある価格水準に張り付く、といった現象になり、その株価間には追加的リターンの余地はきわめて少なくなります。この競争力の源泉である低い資金調達コストという前提が崩れた時、それまで自己デスクが保有していたポジションを維持出来なくなり、ポジションの解消トレードが急激に起こることで、スプレッドはむしろ拡大することになります。この局面では、同戦略のファンドはリターンの確信が高いとして同じ方向のポジションを自己デスクに先んじてとっていたとすると、このポジション解消トレードの影響を受けて、当該株価間のスプレッドが拡大したことにより短月では損失を被ることになります。ただし、当該企業間のディールになんら変化がないので、この戦略の運用者はポジションを維持して、この影響が止むとむしろリターンをあげることになります。

国内企業同士の現金TOBディールだけでも今年の年初から40件で合計2,370億円にのぼり、100億円以上のディールだけでも8件発表されています。(次頁の表を参照)

告知日	ターゲット会社名	買収側の社名	発表時ティール総額 (百万ドル)	支払タイプ	取引状況
2009/2/13	シーアイ化成	伊藤忠商事	375.57	Cash	Complete
2009/1/28	リンクセオリーHD	ファーストリテイリング	364.32	Cash	Complete
2009/1/14	日立工機	日立	181.64	Cash	Complete
2009/4/16	アデランス	ユニゾンキャピタル	177.52	Cash	Terminated
2009/3/11	エプソントヨコム	セイコーエプソン	133.8	Cash	Complete
2009/1/30	ウェーブロックHD	MCPスリー	131.92	Cash	Complete
2009/5/15	アスクプランニング	双樹	121.87	Cash	Pending
2009/5/14	セシル	富士メディア	100.4	Cash	Pending

(bloomberg より G C I が 6 月 2 0 日付けで検索)

話題に上ったものの中ではファーストリテイリング(9983)によるリンクセオリー(3373)の買収があります。通常は現金での買収というのは非常に確度が高いと思われるため、リンクセオリーの株価は TOB 価格である 17 万円の水準に張り付きました。それでも微妙な価格変化が起きている事が分かります。もう一つの対象株となるファーストリテイリングについてはファンダメンタルの要因が変化するので当然株価は一定ではありませんが、2つの株価の спреッドが大きくスイングする要因の中には、自己デスクによるポジション解消、その影響を受けたファンドによるポジション調整、新たな機会としてspreッドが開いたところでの新たなポジション構築、などの動きが大きく影響したであろうことは推測できそうです。(詳しくは bloomberg 上で、「3373 Equity 9983 Equity SGP <Go>」のグラフなどをご参考ください)

投資銀行のレバレッジをかけたビジネスモデルが今後立ち行かなくなることは明らかなので、自己デスクの資金調達コストが今後下がることはすぐには想定できないことから、この分野での競争要因が大きく変化します。これを競争優位の原則に照らしてみると、継続して投資事業を継続できるファンドは相対的に競争優位の立場にたつこととなります。リターンについても相対的に優れたものになり、しかも変化の要因が次に加わるまではその状態を維持できると想定できます。このような競争優位はいずれ新規参入を受けて、超過リターンの源泉が小さくなることで解消することが多いのが一般的です。この変化を見逃さずにモニタリングすることで F O F は各ファンドへの投資タイミングと出口戦略のタイミングを図ることが出来るので、モニタリングで単にリターンの数字を追いかけているだけでなく広範な市場を俯瞰し把握することが重要な仕事になります。

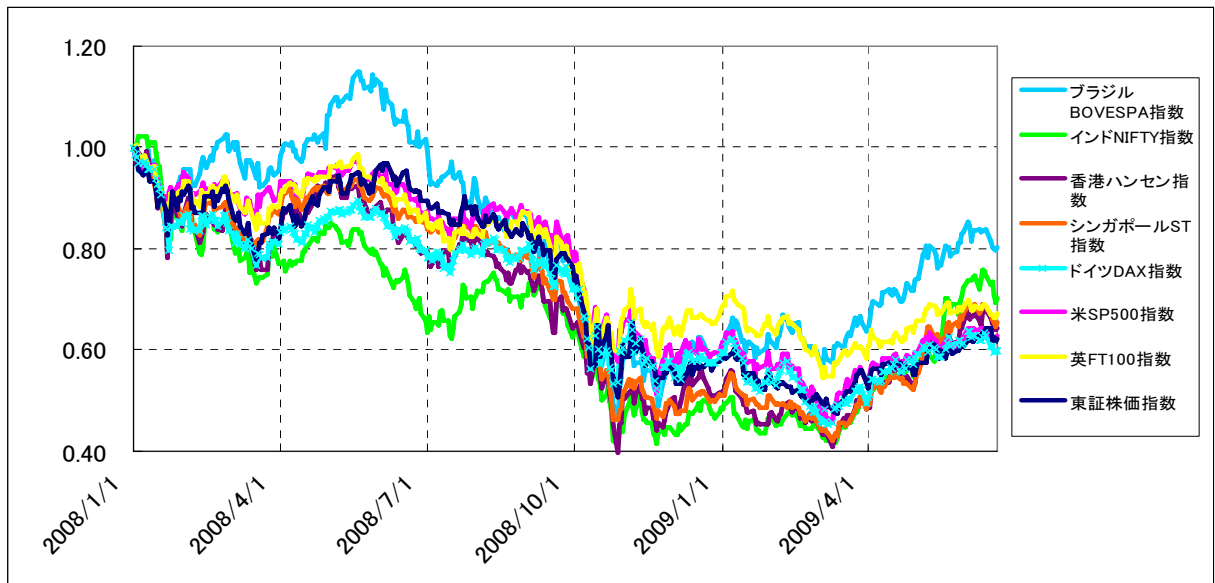
(インベストメント・チーム)

Global Markets (6月15日～6月19日)

1. オーバービュー

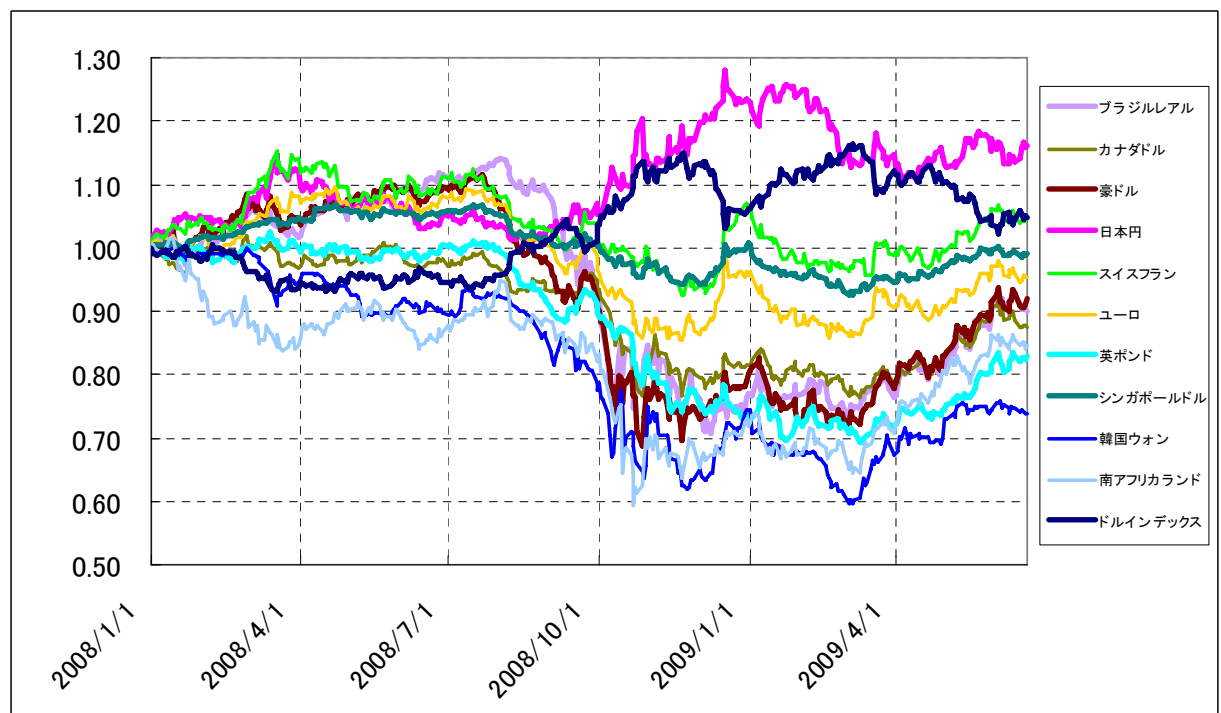
マネーが先行して世界の景気回復を先取りする中、4-6月は日本の経済成長も大幅な反動増が予想されるように、グローバルな政策の総動員により実体経済もこの1-3月に最悪期を脱し、信用収縮に歯止めがかかったというのは大方のコンセンサスとなりつつある。かねてより白川日銀総裁が指摘するようにこれらの動きが「偽りの夜明け」なのかどうか、金融緩和による過剰流動性による一時的な高揚感は起これども、損失処理が終わり、資産価格が下げ止まるまでは、本格的な回復には至らないというのが過去の日本での資産デフレとの格闘をふまえた貴重な経験値といえるだろう。新興国株式市場へのリスクマネーの流入は一服となった。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

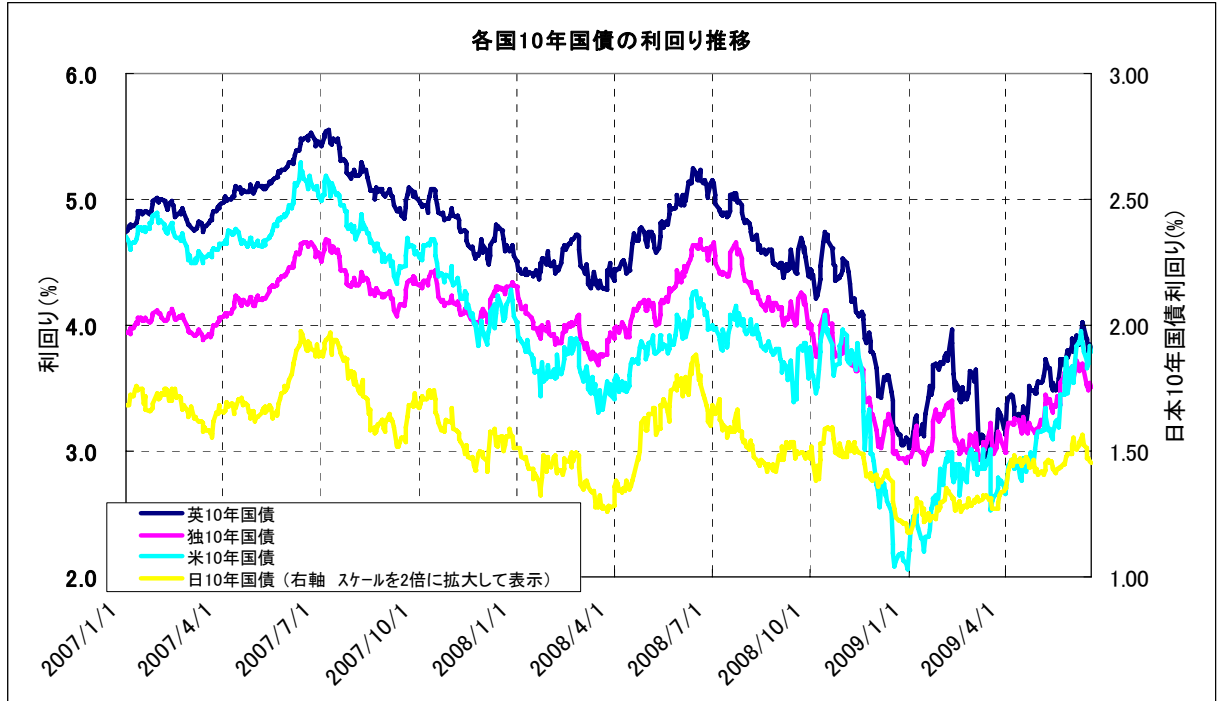


為替でも新興国通貨への資金流入は一服。

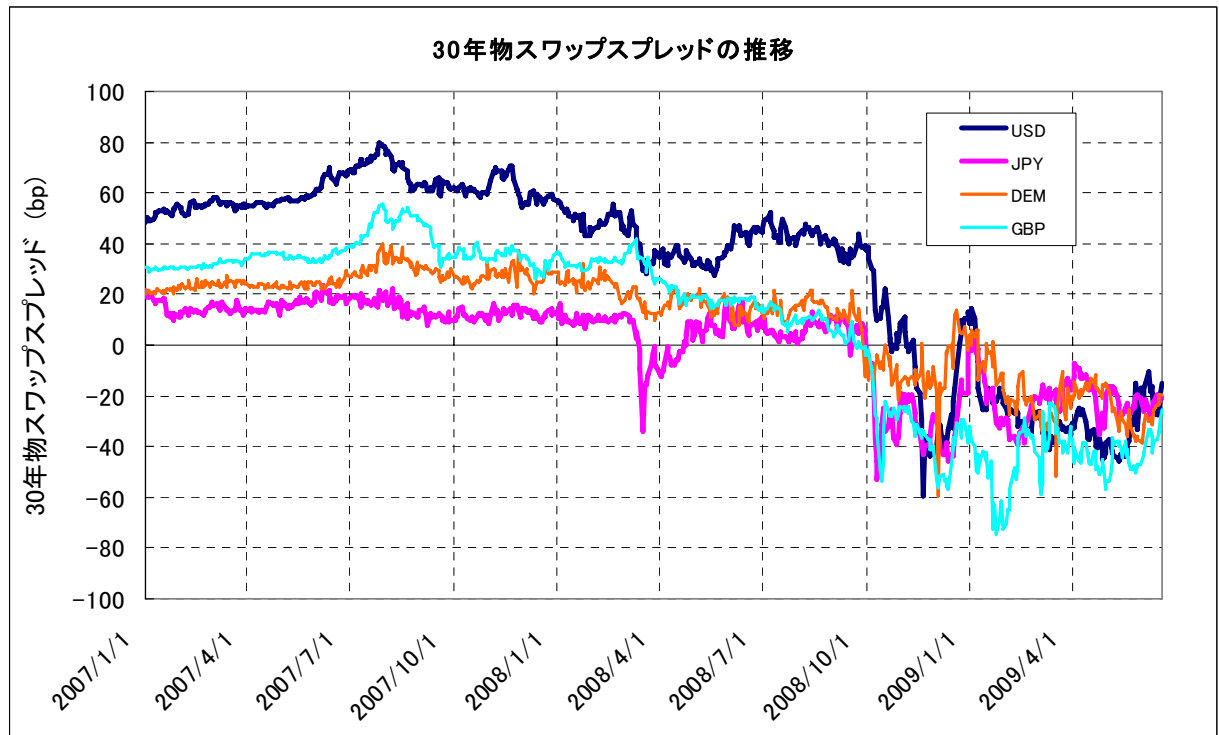
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



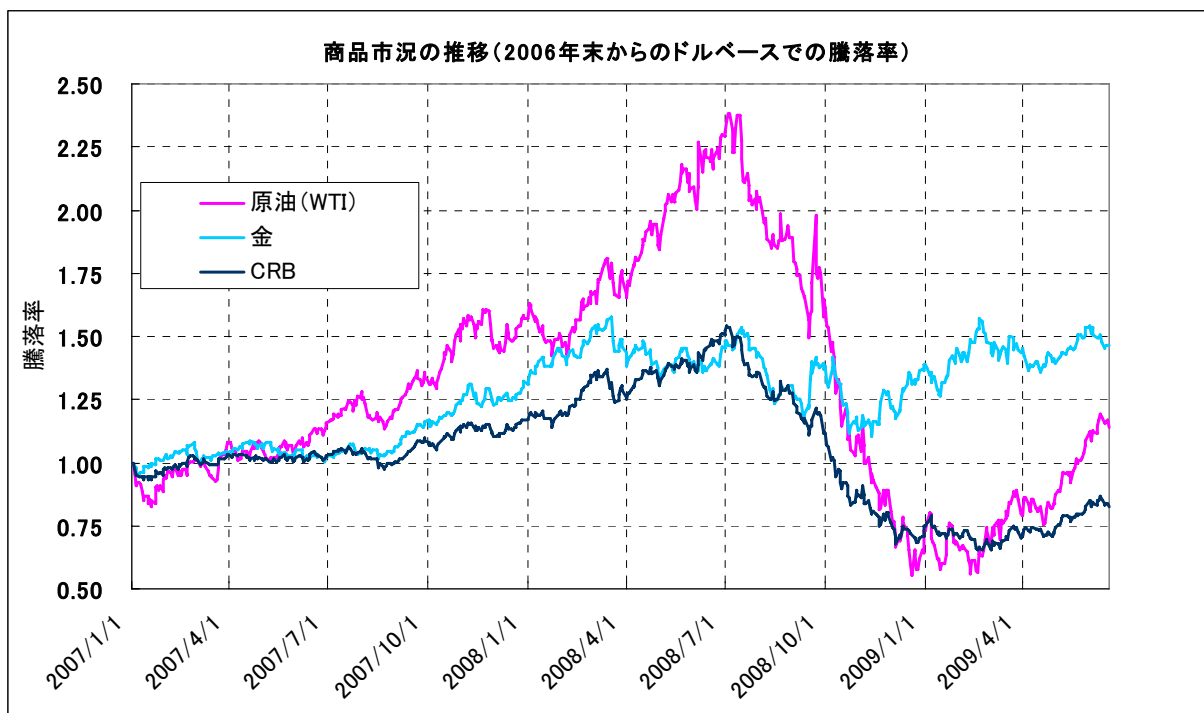
長期金利の上昇に対する懸念が熾ぶる中、先週はやや利回りが低下する動きながらボラタイルな状況は続いている。かつて日本でも98年のロシア危機後のデフレ懸念の強まりから10年国債利回りが1%を割れた後、大蔵省運用部の国債買い切り停止のアナウンスによる需給悪化懸念が金利の急騰を招いたことは記憶に新しい。その後ITバブル期の一時的な景気高揚の後、再びデフレ懸念から2002年以降国債への驚異的な資金流入とつながった。今回の「危機のその後」が同様のサイクルを辿るのか否か、注目していきたい。



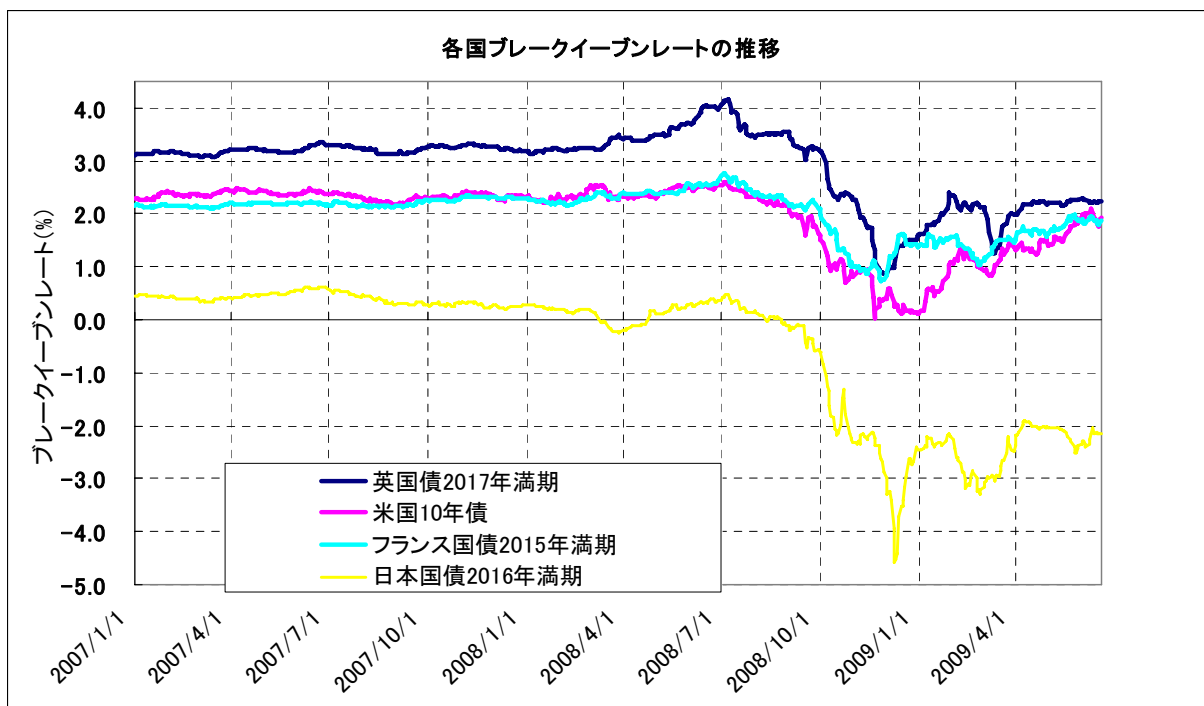
30年物スワップスプレッドのマイナス幅は再び縮小方向に。



原油は 70 ドル到達後もみあい。

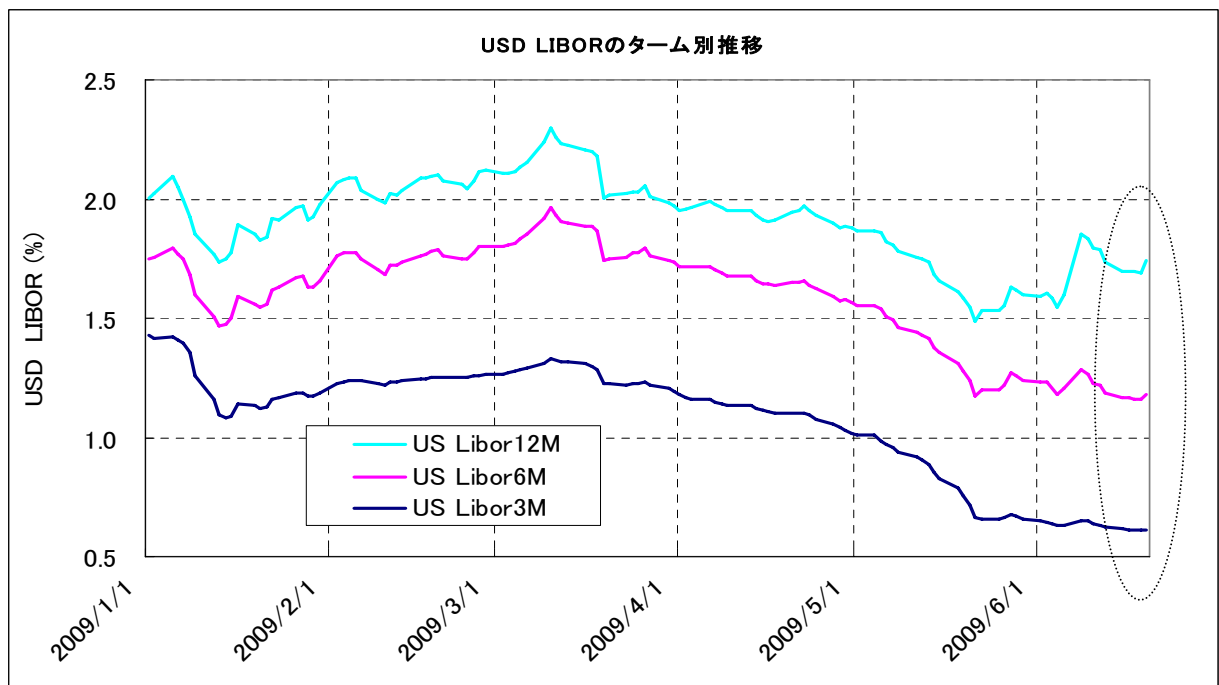
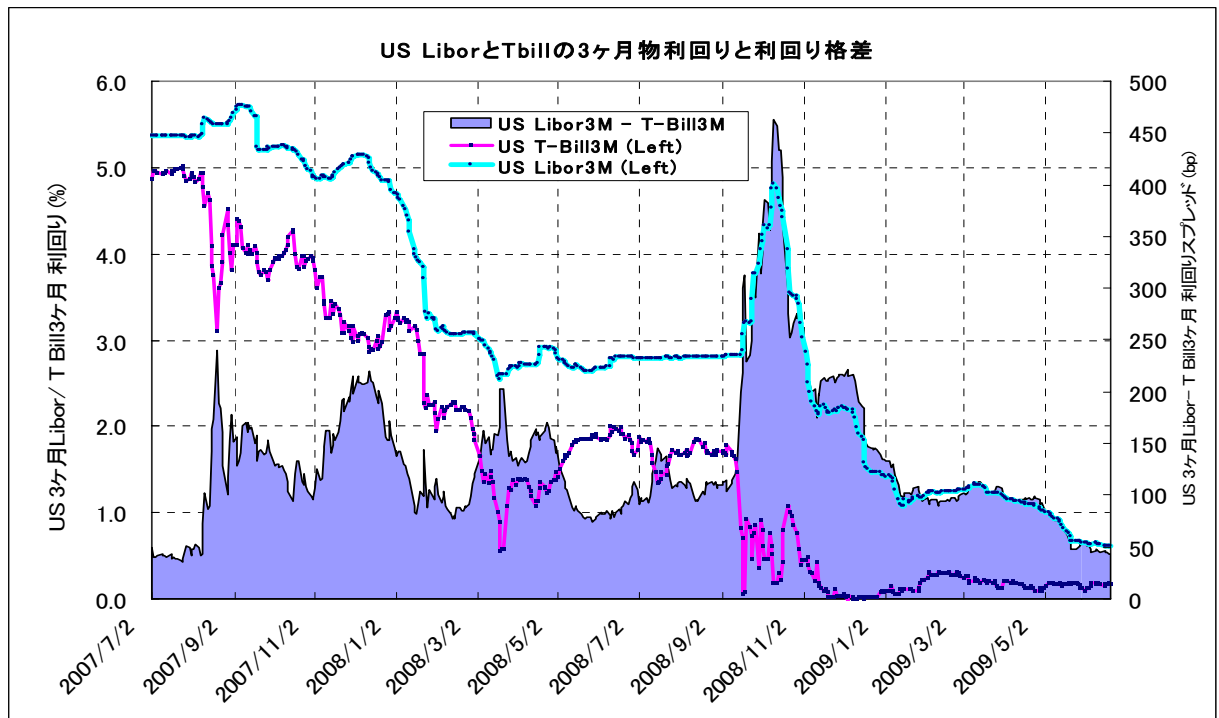


米国のブレイクイーブンレートは急落前の水準に回帰したが、インフレ懸念を織り込む水準にはほど遠い。
(末永)



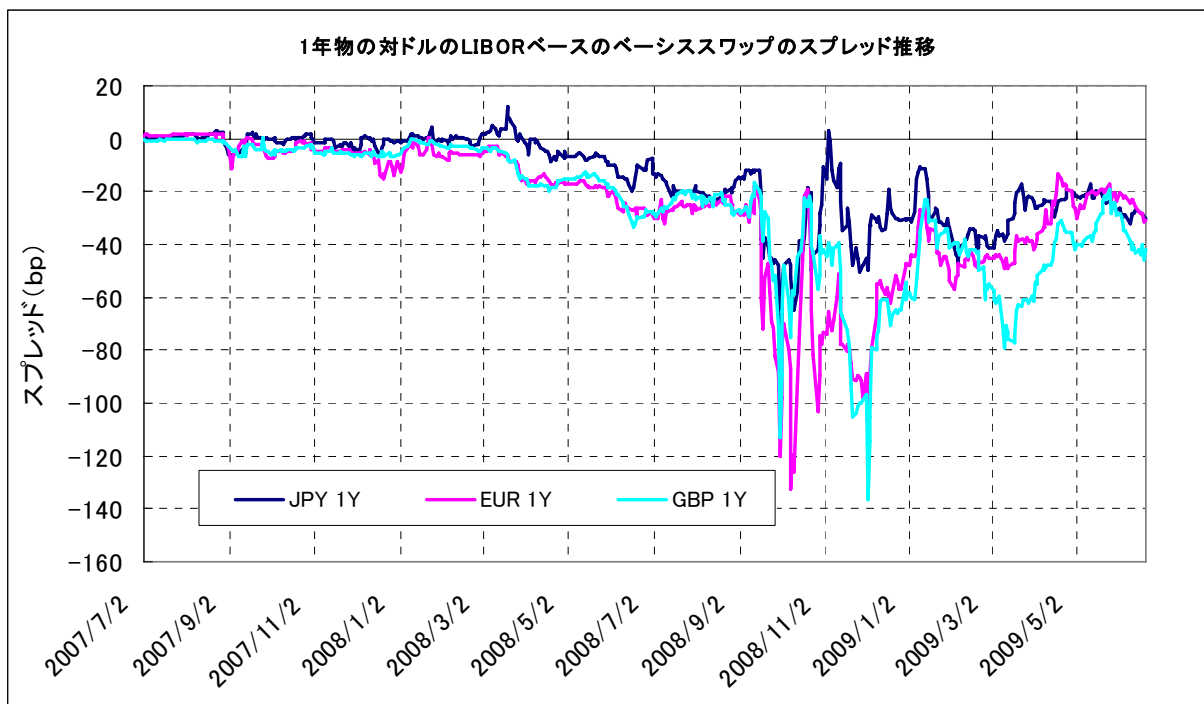
2. 資金市場～長期の LIBOR には上昇圧力残存

3ヶ月LIBORは低水準での推移が続いているが、期間の長いドルLIBORには上昇圧力が残存。



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】

