

GCI Global View

2009年6月29日

【目次】

● 投資家にとっての投資指標とは何か(前編)	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

投資家にとっての投資指標とは何か(前編)

今週は、最近お話を伺う機会があった、あるファンド・マネジャーさんに対して我々が感じた疑問(様々な機会にいつも感じている事ではありますが、ことさら今回は強く感じました)「なぜ、優れた運用者に投資家の資金が投資されないのか」をきっかけに、投資家にとって投資判断の材料とすべき投資指標とは何かについて今回と次回の2週にわたって考えてみたいと思います。

何を見て資金を動かしているのか

先に紹介した競争優位の戦略分析はすでに競合が多く、もともと少ない市場の投資機会をいかに他社から奪うか、またはそれを維持するかという局面で有効です。ただし、乱暴な表現をしようとする、「株式投資は美人投票みたいなもので、市場参加者が多く投票する(買う)銘柄が上がるのだ」という意見もあり、これによると買い手が売り手より多ければ上がり、売り手が買い手より多ければ下がるので、資金の胎動を敏感に捉えてトレーダー的に資金を動かすことが優れたリターンの要因となる、とも言えます。

この意味では市場参加者は何を見て資金を動かしているか、という指標の問題になります。この欄で以前、「自分の尺度で判断し行動するのが投資家である」ということを述べたことがありますが、比較的短い期間のリターンで投資判断が評価されてしまう業界全体の傾向の中で、いかに結果、プロセスともに説明責任を果たすか、ということが大事になります。自らの尺度による判断と、市場の見方が異なる場合に、それが自らの判断が正しければ最終的には超過リターンの源泉となるわけですが、それが必ずしも恒常的かつ短期間のうちに実現するとは限りません。

「優れた投資指標」の「投資判断」としての有効性？

かつて1990年代半ばごろ、急速にEVA(経済付加価値)分析が企業分析と証券分析の世界に大々的に紹介されました。この指標は現在でも有効で、多くのアナリストがこの手法で企業価値の算定を行っています。この方法自体はつまるところ企業の成長率などの前提が同様であればフリーキャッシュフロー(FCF)分析による企業価値算定と同様の結果をもたらす(べき)であるとされていますが、ビジネスの経済的付加価値を調達コストとリターンの差額に求めたところで概念的に新たな視点を紹介したものとして、もてはやされました。

(実はこの手法を考案したStern Stewart社は企業のコンサルティングを専門としていて、おもに経営陣のインセンティブを株式投資家と同列におくことで、企業価値を向上させることで経営陣は投資家にも報いることができるという点に焦点をあてたのがその本質的な議論です)

ここでお伝えしたかった事は、市場参加者が来期の収益予想と株価水準を目安にしたPERを基準として売り買いの判断をしている時に、いかに優れた投資指標で株価を語ったとしても、前述のように需給によりリターンが決まってしまう事が往々にしてあるという事になります。ちなみにこのEVAで判断すると、当時の有力日本企業の多くは価値創造者ではなく価値破壊者である、という分析が多かったため営業担当者と顧客の間では苦笑されていたという事もありました。

行動経済学の視点 ～ 他人の行動の予測は有効か？

行動経済学の視点で見ると、人は他人の行動を相応に予測する事は出来るが、そこには誤差が生じる、という考え方があります。(false consensus; 自分の判断を過度に見積もる心理的バイアスの事。スタンフォード大学の社会心理学者リー・ロスの“サンドイッチマン”の実験より) 思い込みには問題があるが、ただし、ここでは、人は12-17%の誤差で他人の経済行動を正しく想像できた、という前向きな解釈に目を向けています。人は自分自身が持つバイアスにより、他人の投資判断や市場参加者の行動を予測しようとする間違う、という事になりますが、一方では、それなりの誤差を許容すれば市場全体がどの銘柄に投票するのかを予測しながら自分の投資行動を柔軟に変更し、あわよくば市場に先んじて有利なリスク・リターンのポジションをとることが出来る、という事も出来ます。この判断が直感的なものに多く依存するのであればその信憑性と継続性に疑問が起きますが、一定のデータをもとにしたロジックが背景にあり、運用者の経験則が働いているのであれば、優れた投資判断ということもできます。

複数の金融商品や金融市場についての専門知識があると、全体を俯瞰して金融市場における資金の胎動や兆候をいち早く捉えることもできるし、それ以上に何を基準に市場参加者が判断しているのか、マネーがどこに向かっているのかを捉え、自分の投資判断の材料とする事が出来るという事になります。

両方得意な運用者なのに資産が増えない不条理

先日ミーティングをしたある株式ファンドの運用者は、経験も運用手法も申し分なく、過去2年間に起こった株式市場の暴落時にもはっきりとしたマクロ(市場を俯瞰した視点)の視点を持ち、証券化商品市場の変化と市場参加者の行動の不合理的を読み取り、非常に優れた安定的リターンをあげてきました。ところが、変動性は小さい代わりにリターンも競合と比べるとそれほど特筆するほどのものではない、という事で、ファンドとしてのAUMは伸び悩んでいます。

これまで債券代替という大儀名分を持ち出し、顧客に必ずしもリスク・リターンの性格が有利とは言いきれないファンドを推奨してきたアドバイザーが、このファンドを投資商品として評価しないのであれば残念なことです。FOHFにとっては、ポートフォリオ全体の期待リターンを上げるためにリスク・リターンの際立ったファンドを複数組み入れてその中で分散効果を図ることに意味がありますが、個々のファンドがリスク調整後の相対的優良リターンを実現出来ていないのであれば、ポートフォリオ全体として優れた運用になっていないという事もありえます。

昨年のようにすべてのヘッジファンド戦略が投資資金の胎動の影響を受けて一様に下がるような局面でも、この運用者は「ボラティリティが高いバブル市場で、ロングかショートの一方向に大きなポジションをとれば、判断を間違えやすい」という経験からもたらされた見識により、エクスプोजチャーを早目に抑えることで非常にうまくコントロールを効かせて優良なリターンを産出しています。

もちろんファンド規模が小さすぎる場合は、共同投資リスクやビジネスとしての安定性リスクなど、小さいファンドが抱える潜在的な問題点においても確認が必要になりますが、このような運用者は資産保全という考え方がしっかりしているので、年金のような長期資金の運用には非常に向いています。さらに国内年金資金の運用経験が非常に長いため、弊社からわざわざその信託責任や説明責任についてリマインドしなくとも十分に資産保全の理解があります。

加えて、そのコミュニケーションが非常に日本的であるため、国内投資家には理解されやすいはずですが、外人のFOHFマネジャーやそうした投資家群にフィットした分析を行うアナリスト等には受け入れ難い、あるいは低い評価しか得ることが出来ないようです。之は単なるコミュニケーション手段の問題であれば、弊社のようにしかるべき専門家が間に入ればそのメリットを理路整然と説明可能なのですが、嗜好、印象という分野に入ると(およそ流暢に英語を話し、欧米流プレゼンスキルも取得した格好いい運用者とは言えないので)覆すのが難しいようで、青目の資金を前提としたマーケティングでは苦戦を免れません。

特に日本のマネジャーの場合、海外からの資金が早い段階で取り込めるか否かでその後の運用資産残高の伸びが大きく異なってくる傾向があり、このあたりについて引き続き次号で議論していきたいと思います(次号 後編に続く)。

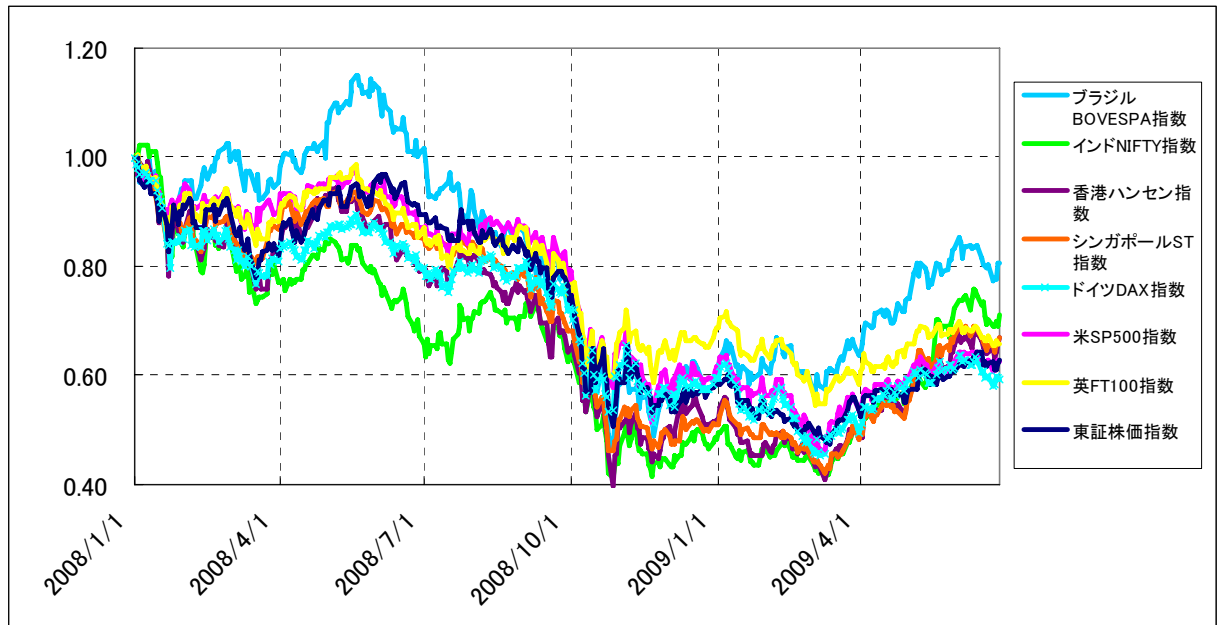
(インベストメント・グループ)

Global Markets (6月22日～6月26日)

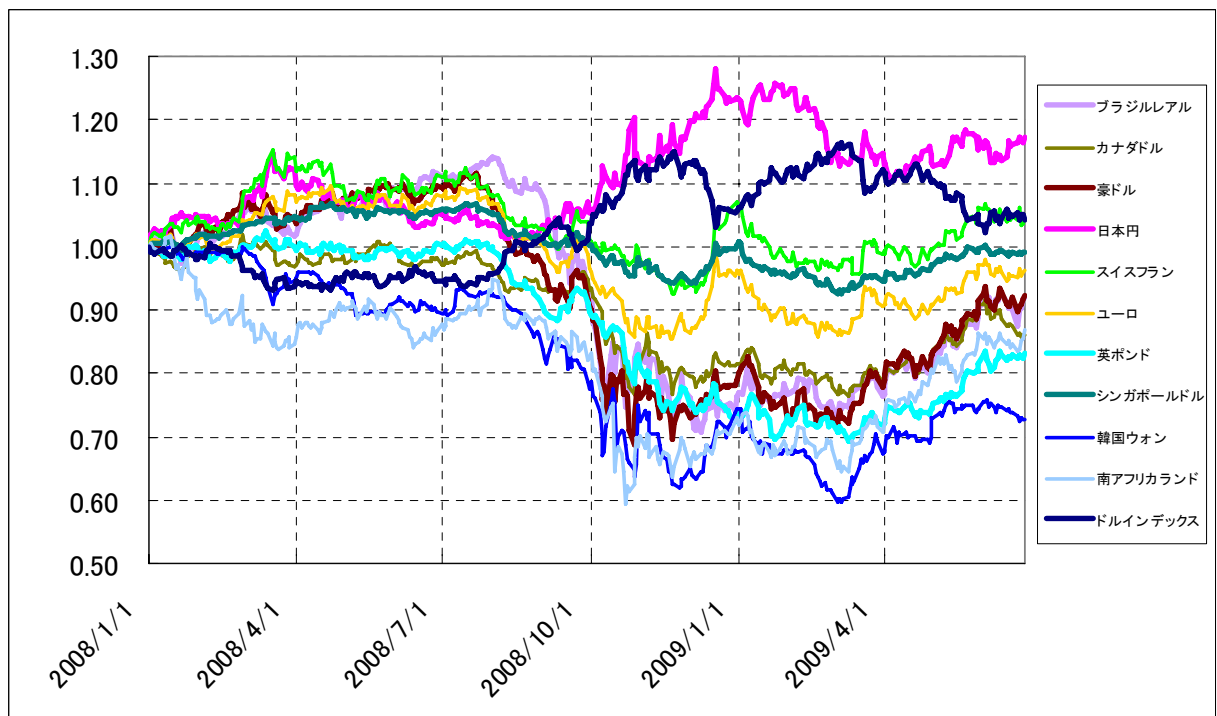
1. オーバービュー

危機は過去のものとなり、流動性が市場にあふれつつある中でも、実体経済の厳しさに対する認識を市場は共有しつつあるようだ。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

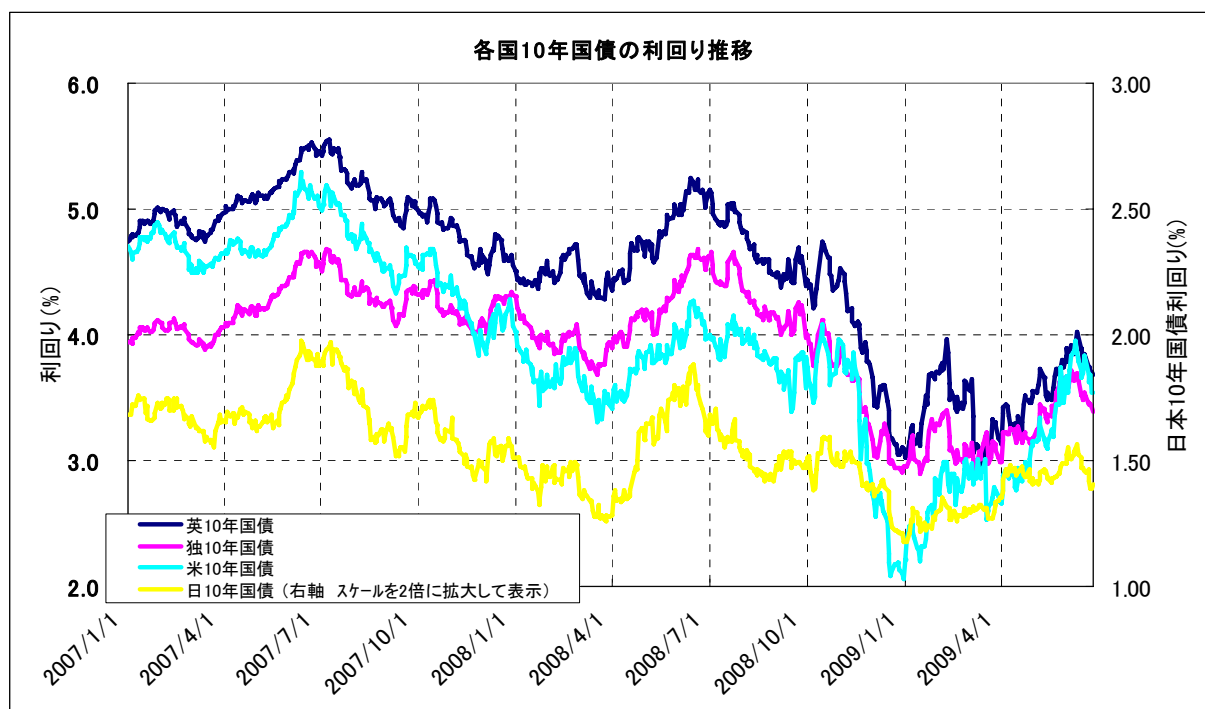


ドルに対する不安が熾ぶり新たな準備通貨の必要性がとりざたされる中でも為替市場は全般的に小動きに。

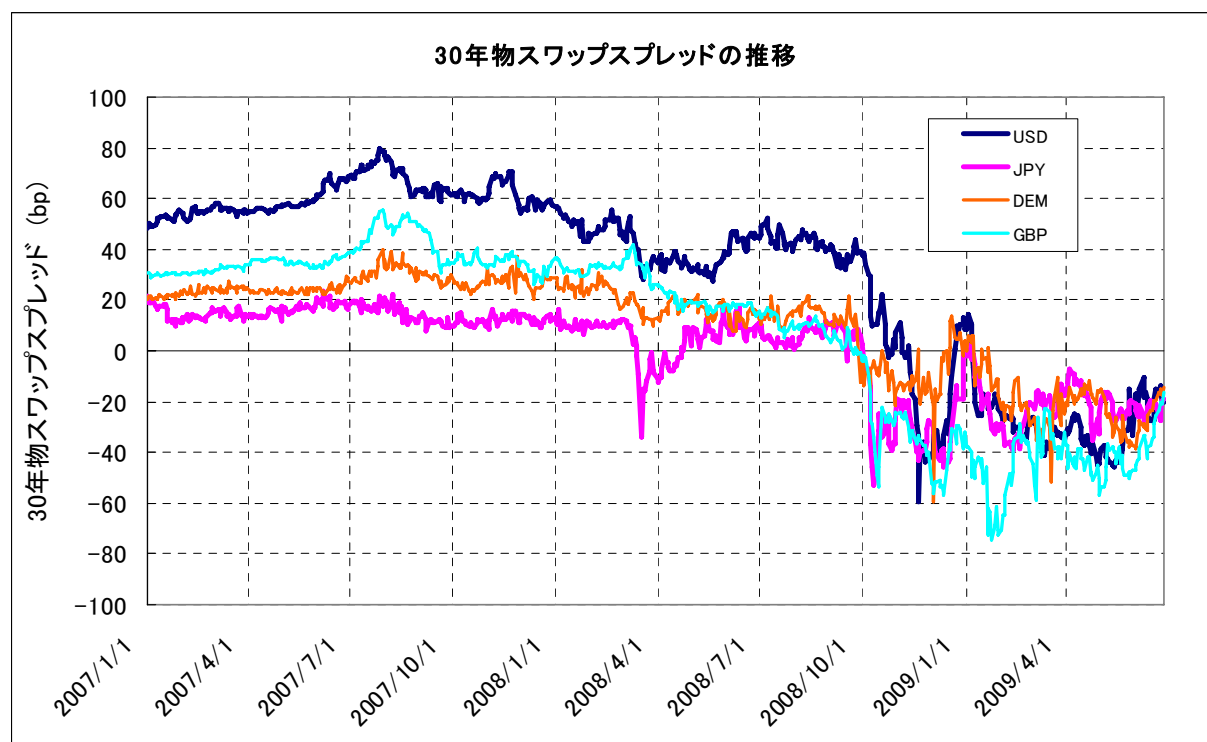


【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】

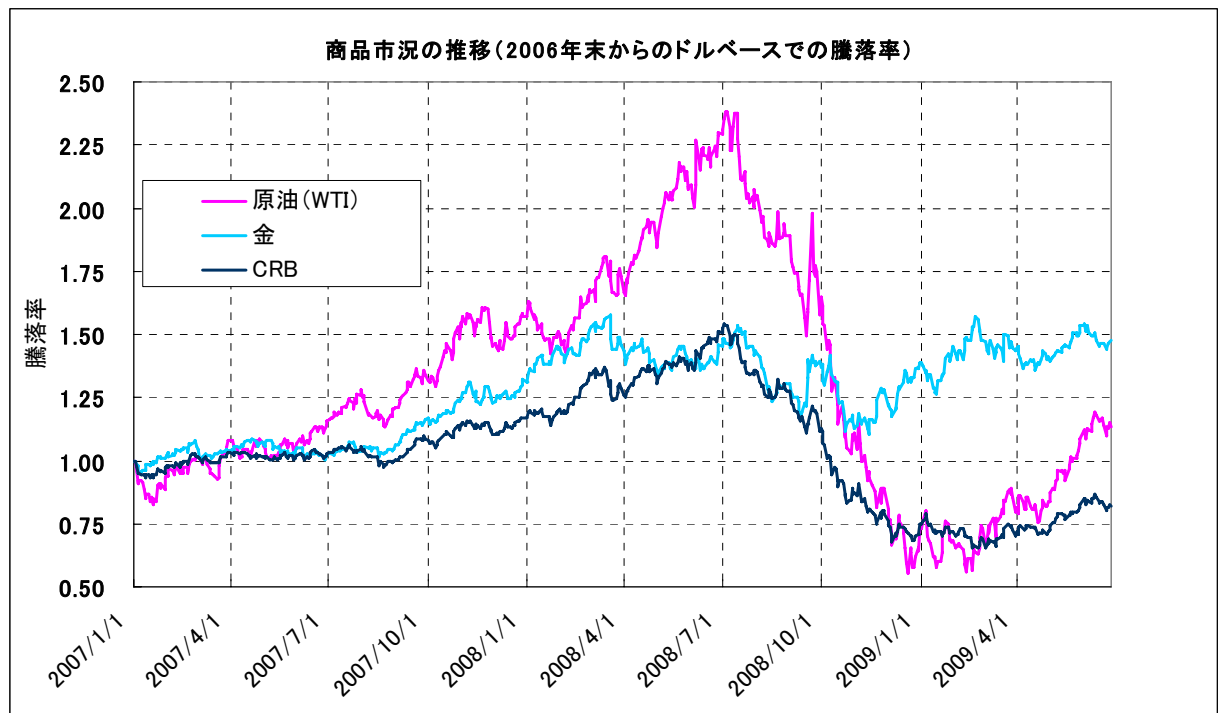
FOMC では当面の金利の据え置き姿勢が確認され、長期債には一時的に上昇圧力が強まる局面もみられたが、総じて国債市場に対する安心感をもたらしたこれまでの利回り上昇の反動も加わり利回りは低下基調となった。



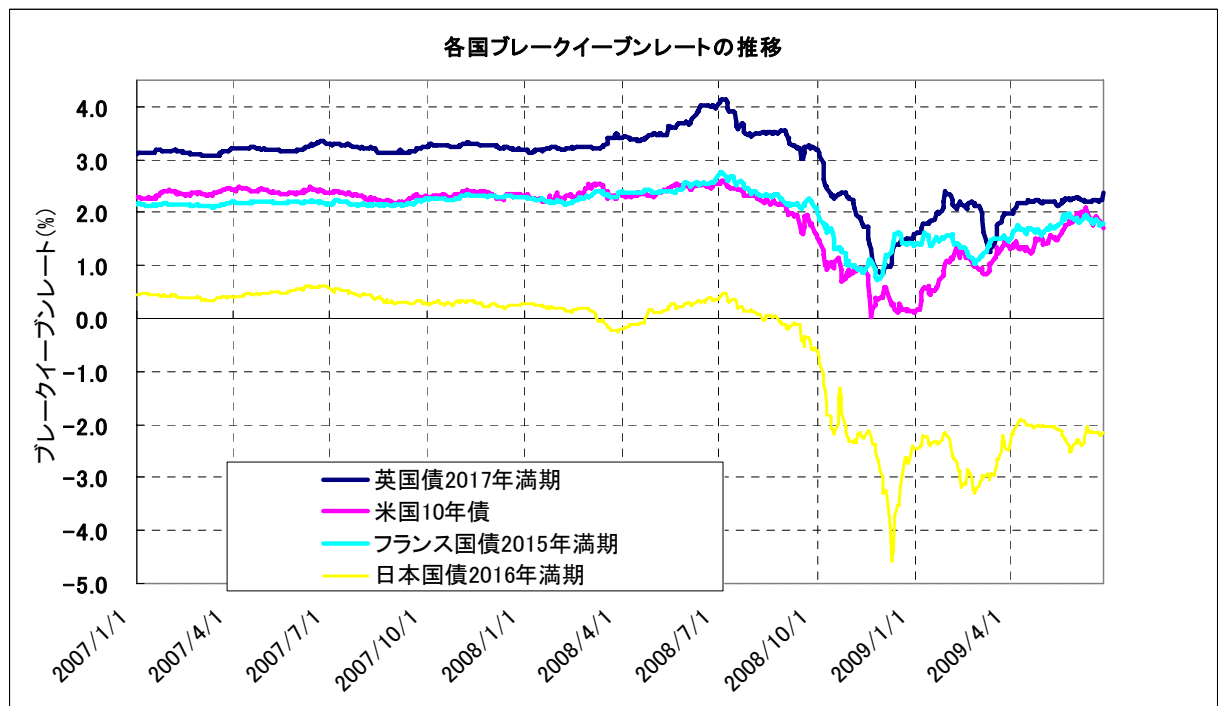
出遅れていた英国 30 年物スワップスプレッドのマイナス幅も縮小。



原油は引き続き 70 ドル前後でもみあい。



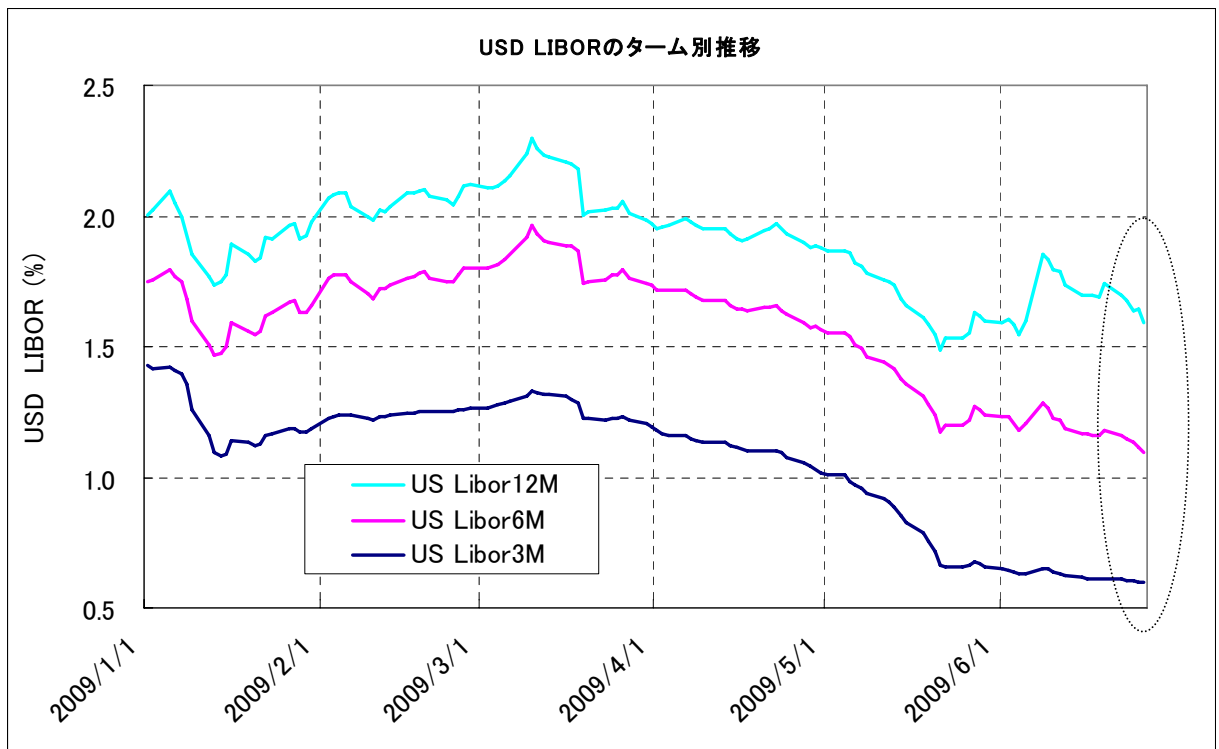
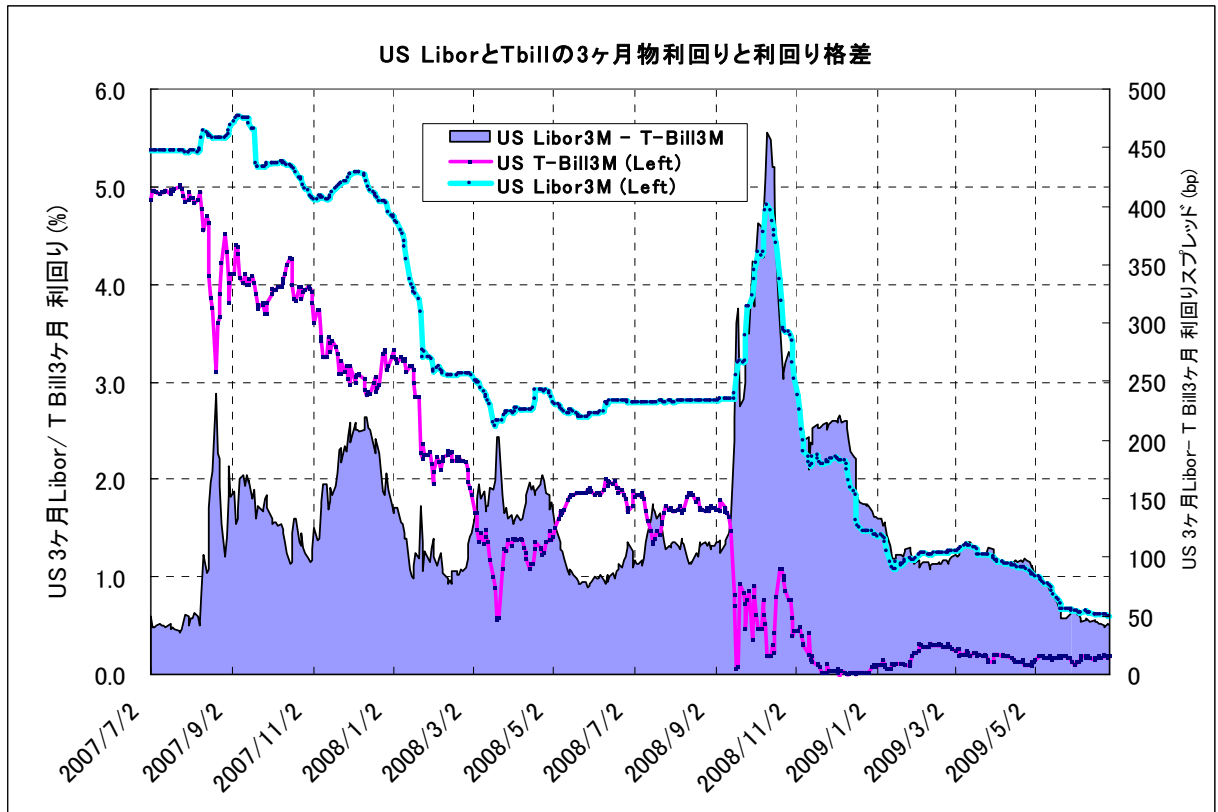
ブレイクイーブンレートをほぼ変わらず。



(末永)

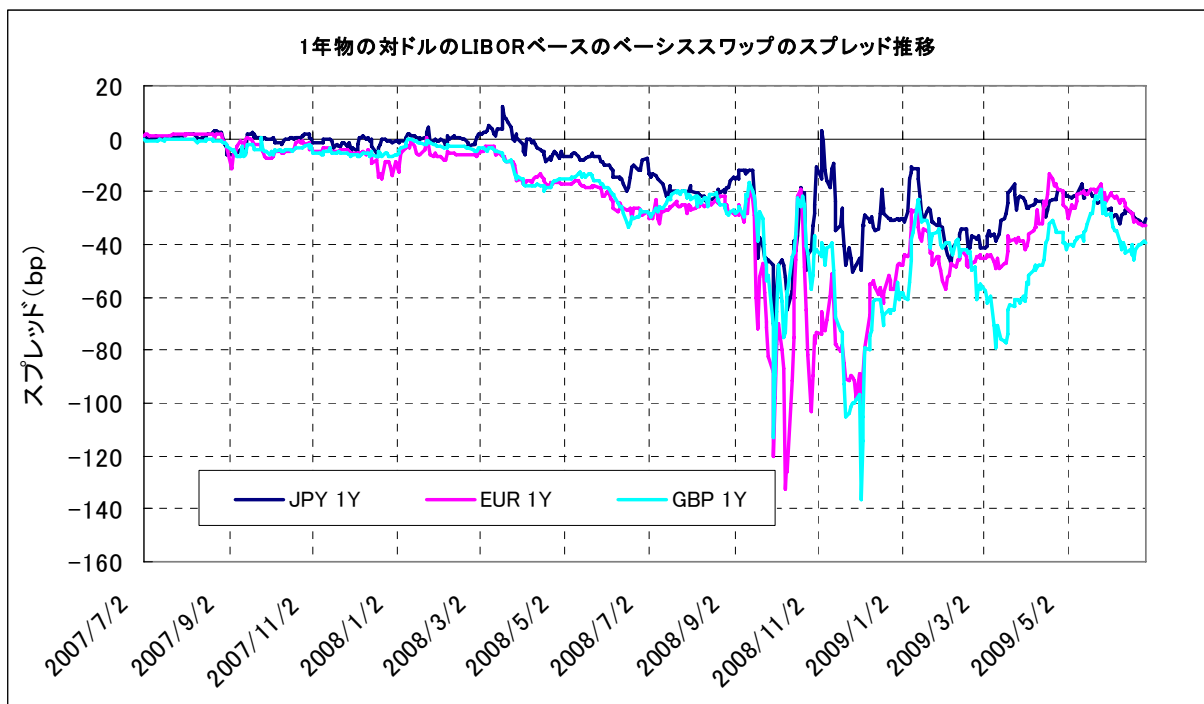
2. 資金市場～長期の LIBOR も低下

利上げ期待を織り込み上昇圧力が残存していた1年物LIBORもようやく低下。

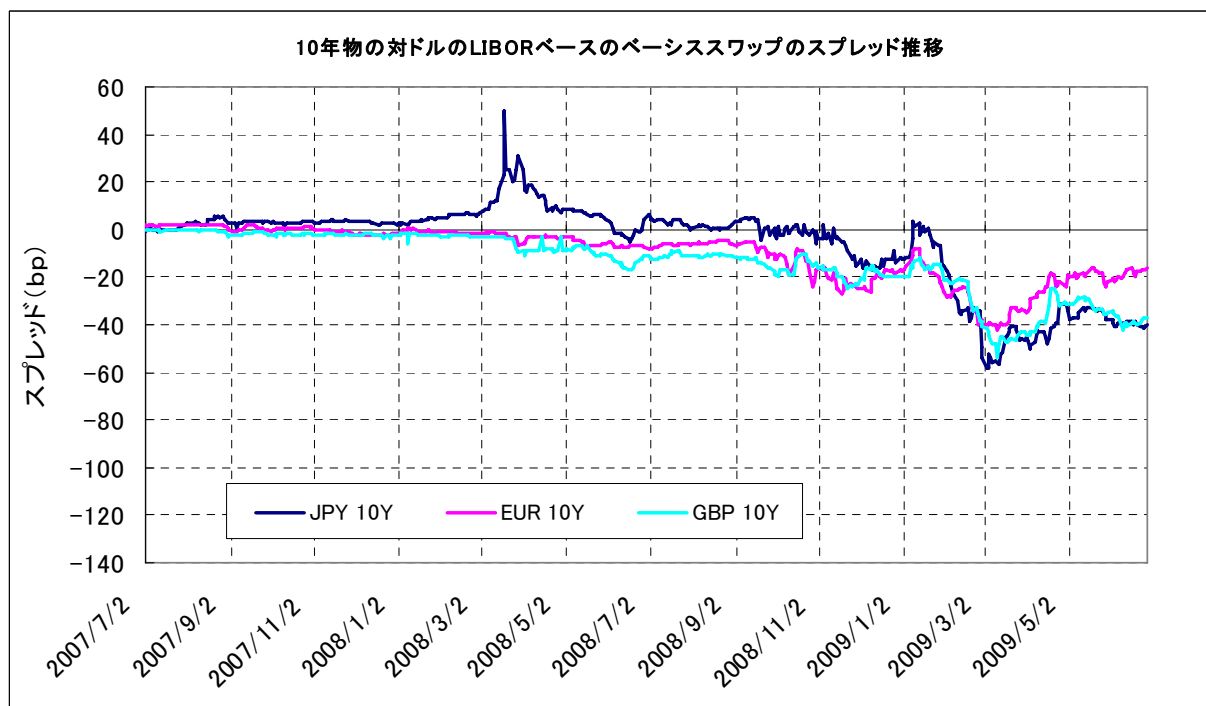


ベーススワップスプレッドはやや拡大。

【1年物】



【10年物】



(末永)