

# GCI Global View

2009年8月3日

## 【目次】

● 投資の権威があなたの判断を左右する	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](mailto: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

### 投資の権威があなたの判断を左右する

今回は、投資の“権威”がどのように最終投資家の判断に影響を与えているかを検証してみます。これは特定の金融市場だけに関わるのではなく、HF投資についても同様に当てはまる問題だと思います。

#### 影響力を持つ権威

市場参加者の投資判断に強い影響力を持つ権威の具体例として、ある特定業界の企業アナリストとして活躍する人の投資意見が、機関投資家の株式投資判断を左右することがあげられます。大手投資銀行のアナリストとして何年か連続で人気投票ナンバーワンである人などはこの範疇に入ります。機関投資家やトレーダーが自分のすでに取り持っているポジションを正当化するために、あえてその内容を相互情報交換の中で公開することでその影響力を行使し、価格形成が自分にとって有利に働くように作用させようとすることもあります。これはいわゆるポジション・トークといわれるものになります。(念のために解説すると、価格操縦とは違った次元の投資意見の交換のことです)

一般個人投資家であれば当該アナリストの業界知識やこれまでの実績を尊敬のまなざしで見つめ、その人の意見に盲目的に従うということもありうるのでしょうか、相応の経験のある人であれば、アナリストはほとんどの場合間違える、ということを知っています。一般にアナリストは企業の好調時には過剰に楽観的な予想をして、不調時には過剰に悲観的な予想をする、といわれることがあります。実際にあるトップアナリストに聞いてみたところ、機関化が進む業界の中で、推奨についての定義や、推奨の変更のタイミングなどについてもコンプライアンス上の制約をうけることが多く、企業の業績変化の兆しをつかんでいても、直ちに推奨の変更に反映することが出来ないという、非常にもどかしい状況にあるようです。結果的に推奨変更のタイミングが遅くなって、前述のような評価を受けてしまうという不条理を感じながら仕事をしている、というのが現実のようです。ただし、つまるところ「一旦推奨したら、すぐには降りることはできない」という感情も働く、ということを知っていました。

彼らの存在意義について、私なりの理解を念のため述べておくと、それは知識や経験を前提とした思考プロセスということになります。「定義し、数量化し、分析する」という、アナリストとしての能力があることは当然として、そこに加えて個性を求められるという点では運用者とも通じる部分があります。かつて米国の証券業界で10年連続小売業界アナリストとして一位に投票され続けたアナリストについて、あるベテラン機関投資家は、「彼の銘柄推奨はまったく当たらないが、彼のものの見方と考え方が一番参考になるので、それを評価してランキング投票では彼に投票するのだ」と、のたまっていたことを思い出します。

## プロセス責任と結果責任

「受益者に対する信託責任を全うするためには、なぜこれに投資したのかについての説明責任を負っているので、一人でも反対者がいるような案件は、仮に自らが評価するファンドへの投資であっても強く推奨することはできない」というコメントを最終投資家から聞いたことがあります。つまり、プロセス責任を問われるので、もし何かあったときに、「あの時どういう理由で投資を決定したのか」という説明に困りそうなものには投資しない、ということのようです。前述のように、アナリストはその論理的な思考プロセスや、一定の投資判断を導くための価値基準のものさしを提供してくれますが、最終的にどれを採用して取り組むのかは投資家の判断になります。その意味では、前述のアナリストは投資家の運用実績についての結果責任を問われずとも、高い評価を受けることが可能になります。

それに対して運用会社は、顧客とベクトルを一致させた運用業務で、その結果責任まで問われることになるので、より当事者意識が強いということが出来ます。最終投資家にしてみれば、アナリストや投資アドバイザーの“先生”には固定の手数料を支払うことで、“目利き”というサービスを購入することになります。HF運用会社に対しては、最終投資家は“業者”と位置づけ、固定の運用手数料を払い、その成果にインセンティブを付加することで、ベクトルを一致させ、より当事者意識の強いコミットメントを得ることになります。

両者のどちらに権威があるかという点、なんとなくアナリストや投資アドバイザーである、ということになるのかもしれませんが、これは運用会社が仮に良い運用物を運営していたとしても、“権威”のものさしによって最終投資家の判断が決まってしまうことになる傾向によるからだと思います。その結果、本来であれば信頼に値し評価されるべきHF運用者が投資家のレーダースクリーンにさえ現れてこない現象や、ビジネスとして継続することすらできないくらいの規模までにしか育たない、といった不条理が起きます。これらHF運用者は、実はかつては権威あるアナリストであったり、優秀な伝統的資産の運用者であったりした人たちです。これについては以前この欄で紹介したとおりです。

## セカンドオピニオンをどのように使うか

ファンドを多面的に投資物として評価する際に、専門家としての投資アドバイザーに意見を求めることは、セカンドオピニオンをとるという意味で、方法論として非常に有効であると思います。ただし、それを業界の権威の意見として盲目的に追従することには感心しません。中にはそれほどの投資、運用に関する知識や経験がないにも関わらず判断を任されるというような立場の人も居るでしょうから、何らかの専門家の意見を重視することは理解できますが、一般的なアドバイザー契約はファンドの運用者の場合と違って、トラックレコードという結果で評価されるという評価報酬体系になっていないため、客観的な意見を述べるセカンドオピニオンの域を脱しないということもいえます。縛られない立場から述べる意見の客観性については一定の評価をすべきですが、投資家や受給者とのベクトルの一致という意味ではコミットメントの違いがあることも理解しておくべきでしょう。投資家というのは何らかの主観的なバイアスを持ちうるから投資家なのであって、これらが“ポジションを取っている”当事者意識ということにつながります。

## 試行錯誤を通じた学習効果の蓄積、プラス信託責任

やってみないとわからない、投資してみないと本当に良いかどうかわからない、というのは極論ですが、実際に私どもが日々感じることはそのとおりで、「投資して始めてこんなことに気づいた」、というようなこともあります。ただし人の資金を預かって運用している、または運用委託を受けているという立場で大きな失敗を繰り返し、損失を繰り返すことは許されることではありません。ここで信託責任をもって実務に望む姿勢を問われることになります。何らかの付加価値を顧客にもたらしことができなければ専門家として報酬を受け取ることはできないので、基本的にはリスクリターンが問われることになります。同時に専門家であれば過度に期待をあげて裏切るということも避けたいものです。その意味ではかつてHFに対しては「何がなんでも絶対リターン」という考え方から、「リスク調整後の優れた相対リターン」という、伝統的資産との相対リターンによる考え方が顧客を含めた業界全体にひろまっていくことを大変好ましく思います。HFに投資する立場としては、細かな失敗があり得ることは許容するとしても、それによる損失というリスクを最小限に抑えたうえで長期的に優れたリターンをあげ、投資物として優れたものを提供する、という長期的に一筋通ったミッションと顧客に対するコミットメントを持つべきであるということになります。

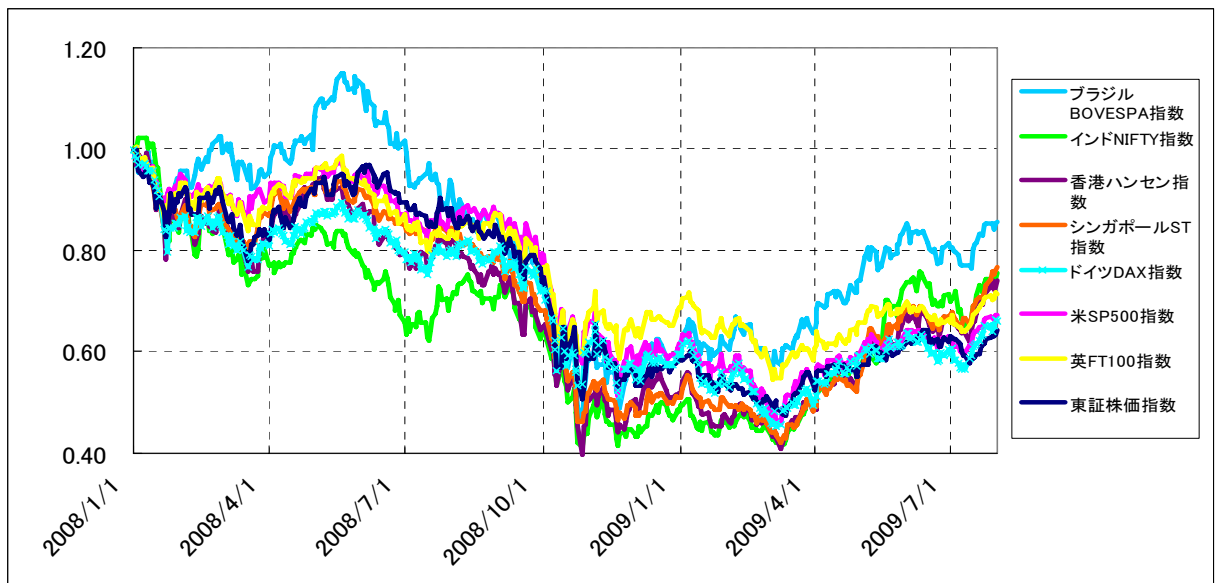
(インベストメント・チーム)

## Global Markets (7月27日～7月31日)

### 1. オーバービュー

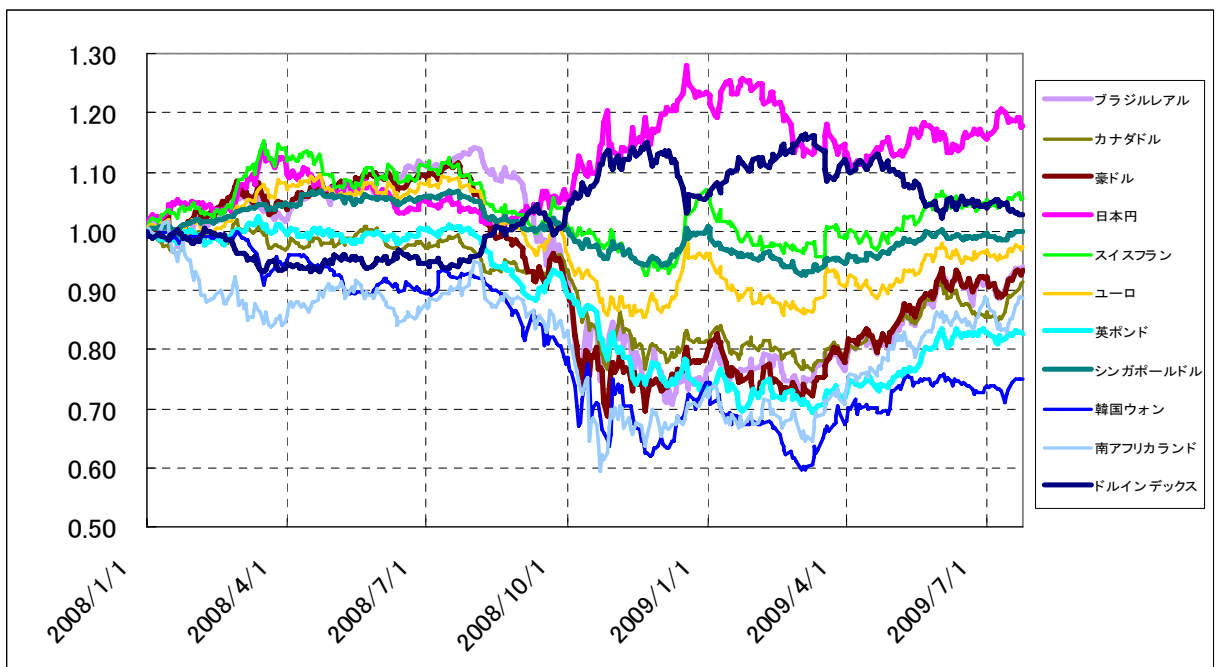
中国株が政府の引き締め観測から一時急落するもののすぐに反発、グローバルなマクロ指標の好転と企業業績の改善が続き、株式市場は続伸となった。多くのリスクマネーは目先の危機は遠ざかったことから、レバレッジは縮小して経済規模も過去の水準にはすぐには戻らないことは理解しながらも、安定した投資利回りを求めて、新興国、資源国などの通貨、株式、さらにはコモディティなど、比較的市場規模の小さくかつ成長期待の高いところに流れ込み始めている。上昇が上昇を呼ぶ展開となれば、いつか来た道を繰り返すこととなる。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

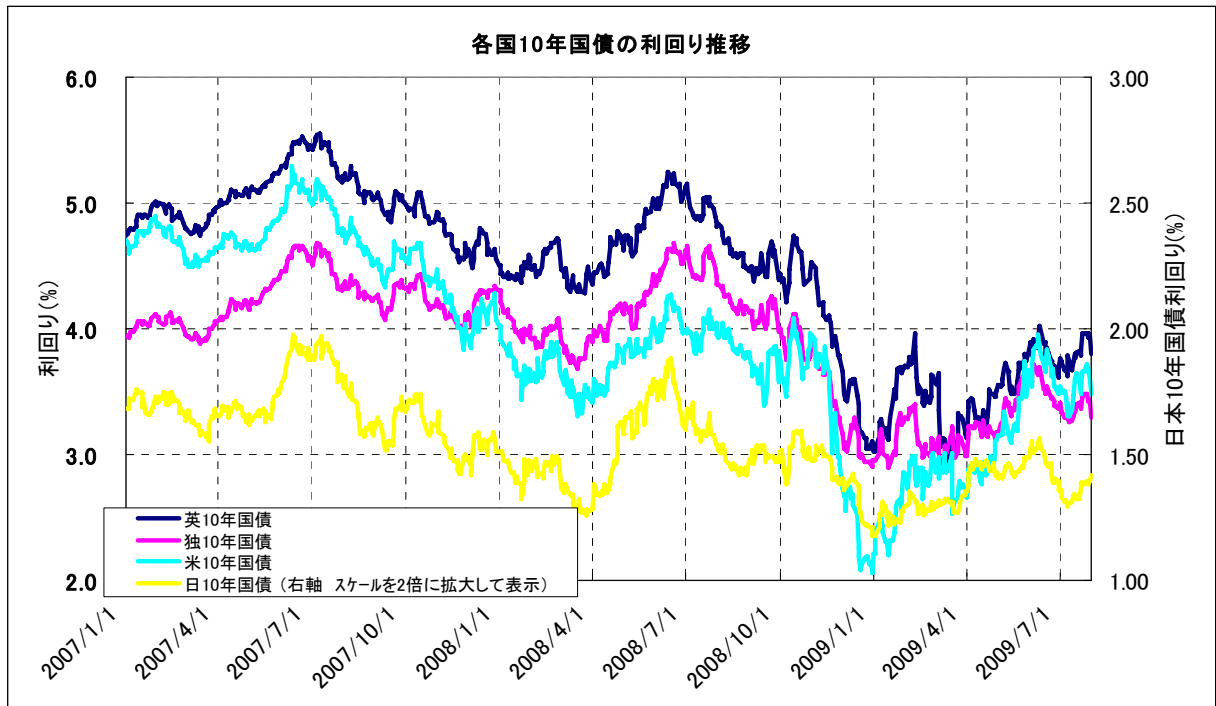


資源国通貨への資金流入が継続。

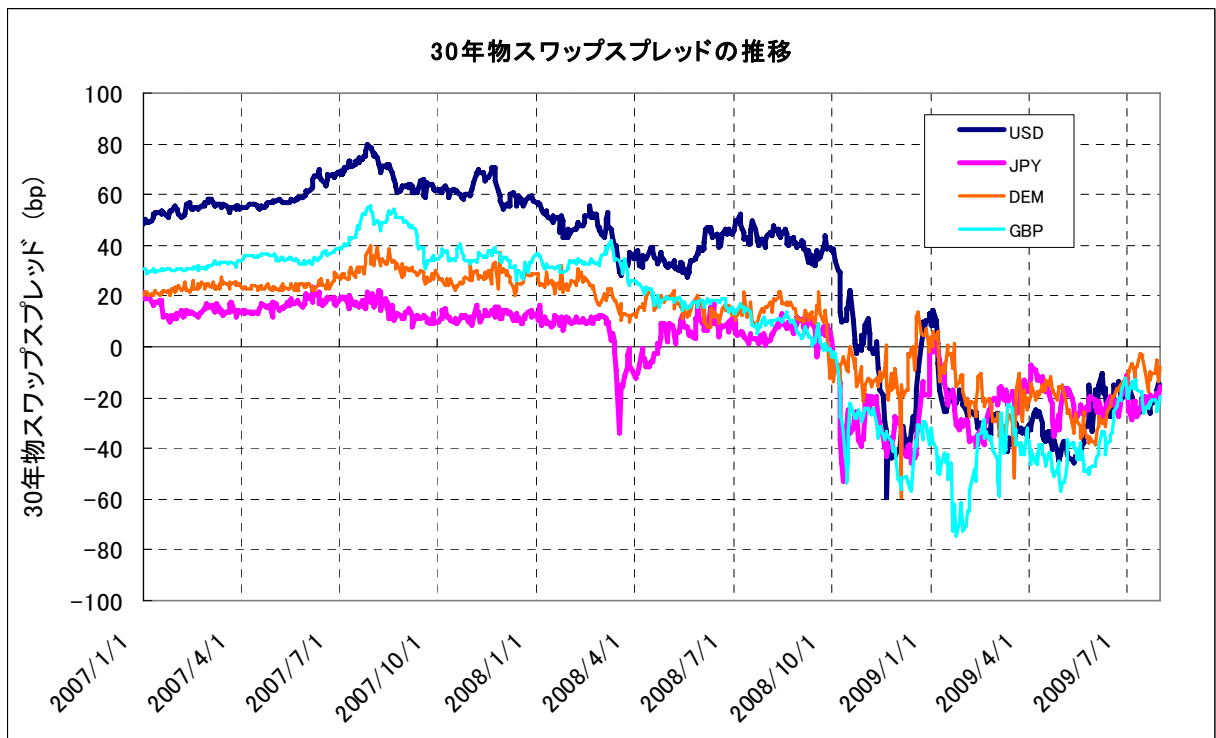
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



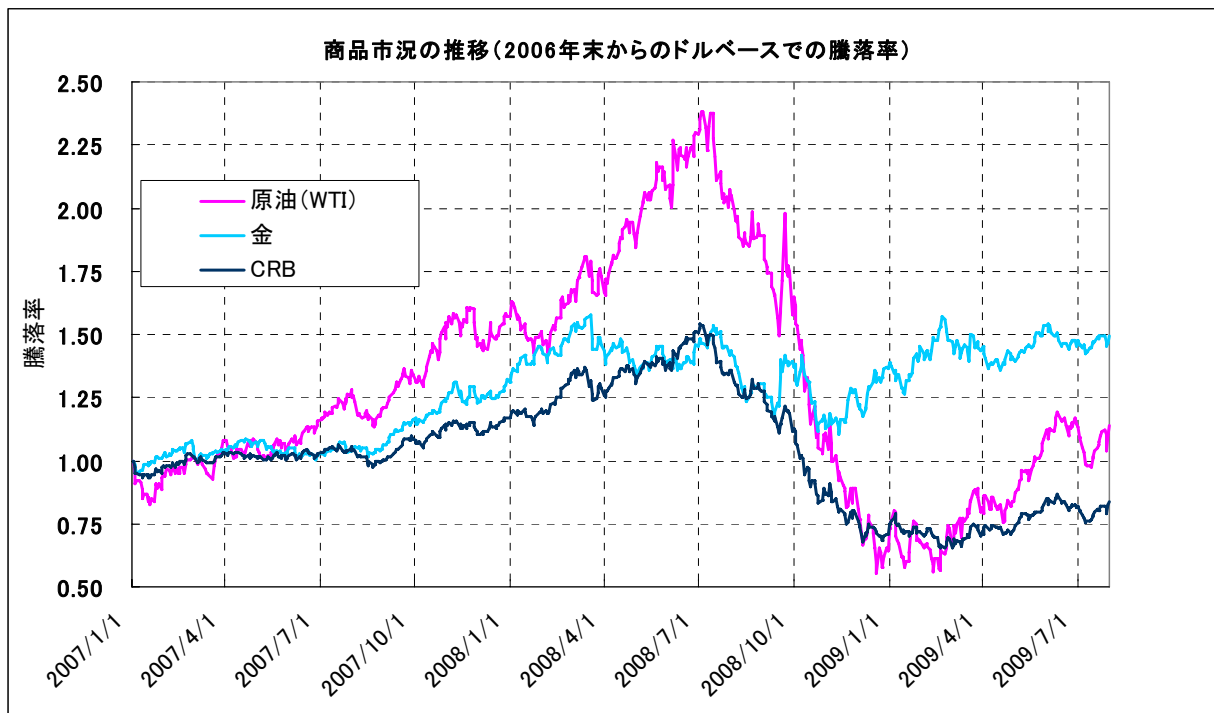
株式市場の上昇を睨みながら債券市場は調整モードが続いた。



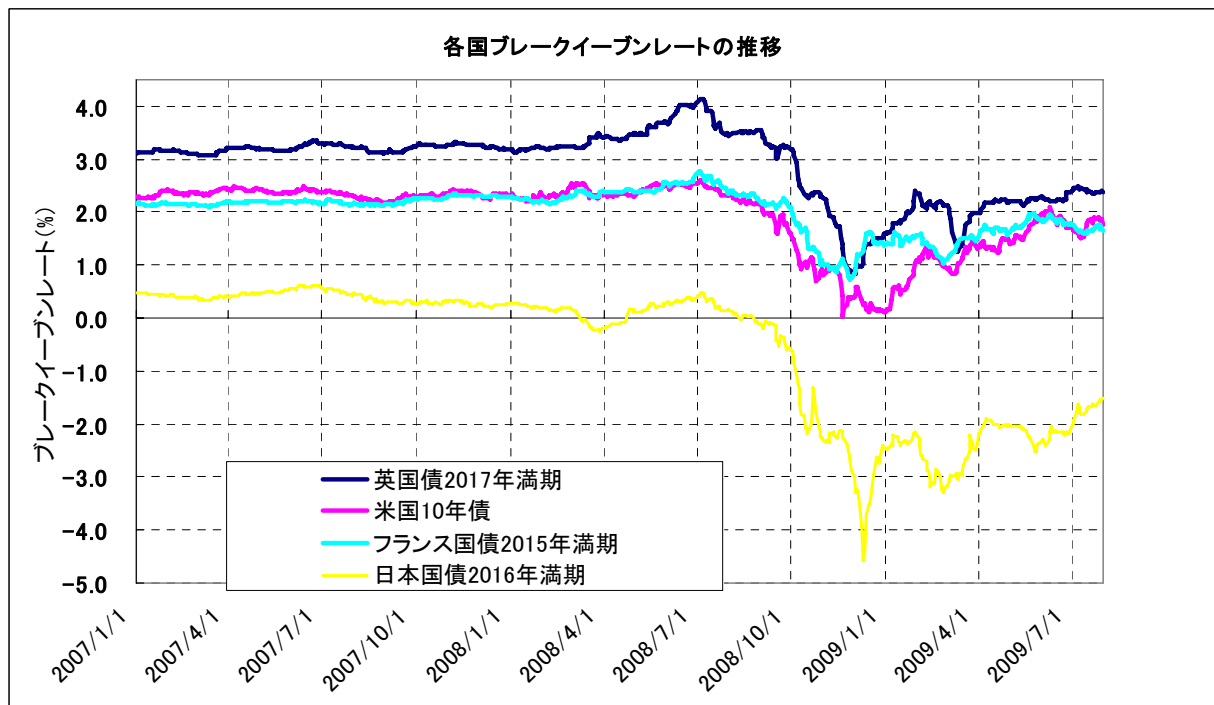
30年物スワップスプレッドは引き続き小動き。



原油価格も中国株と同様一旦調整後、急反発。



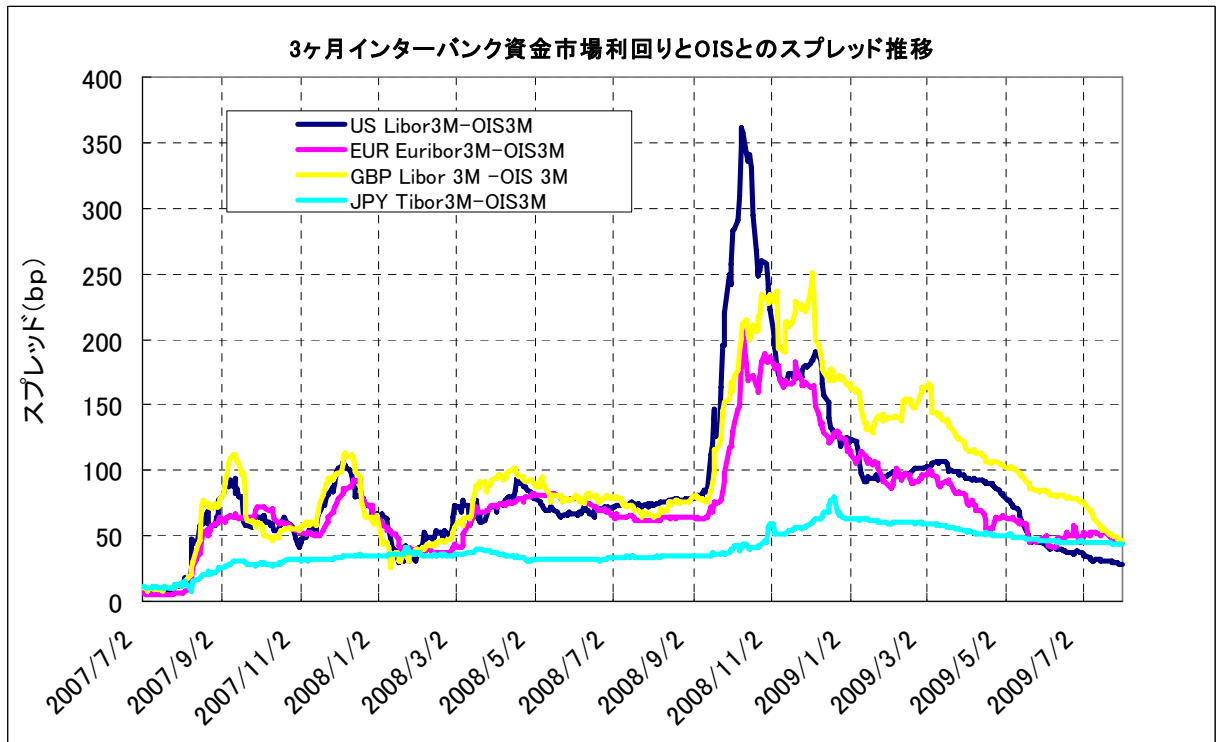
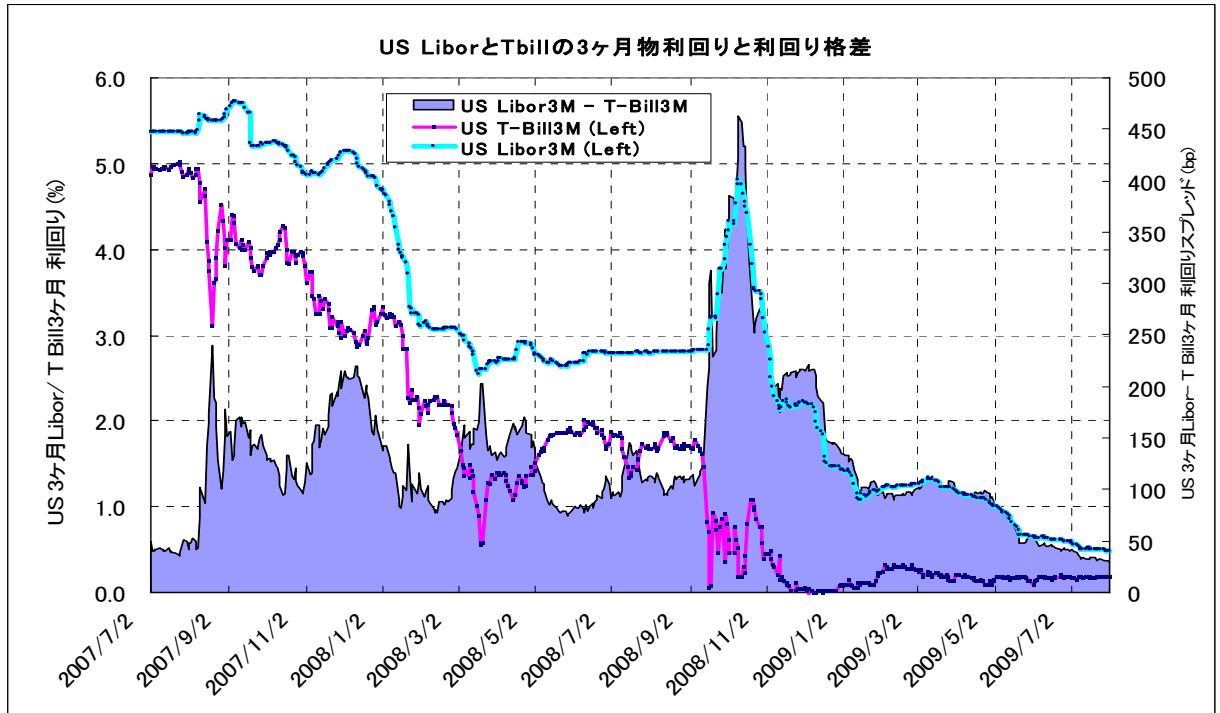
日本のブレイクイーブンレートの改善傾向が継続。その他通貨はほぼ変わらず。



(末永)

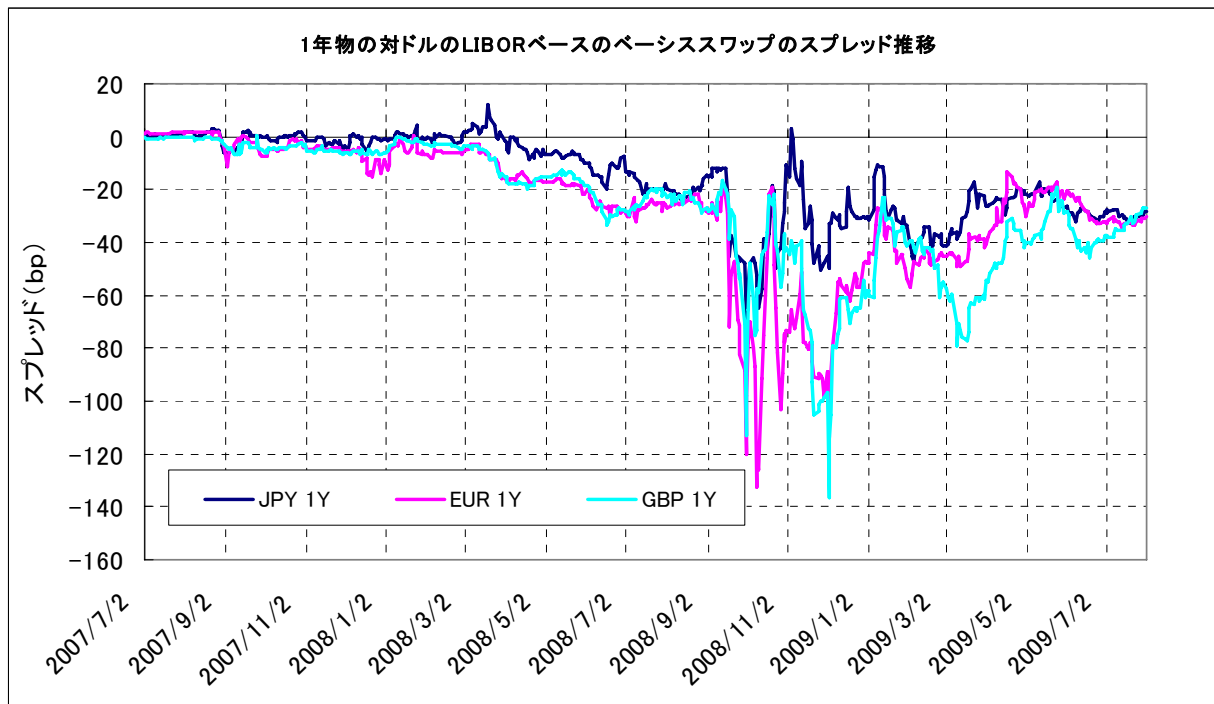
## 2. 資金市場～欧州の調達コスト低下継続

欧州での低下傾向が継続。

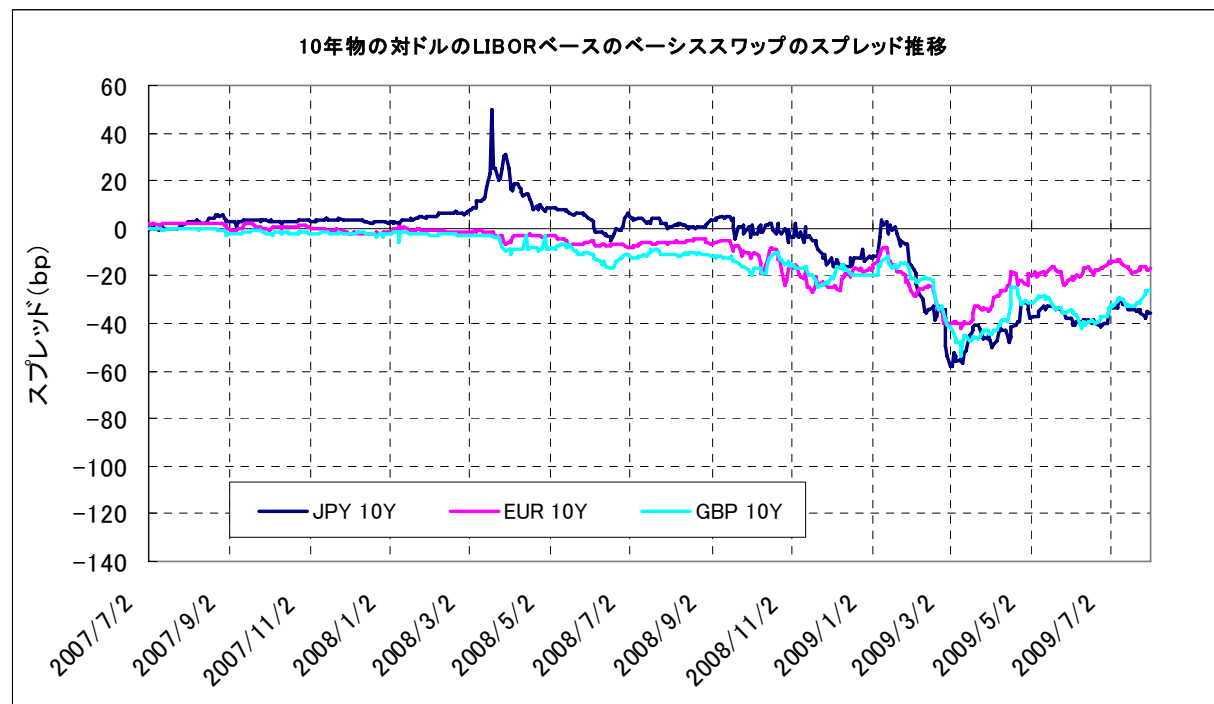


ベーススワップスプレッドは英ポンドが縮小。

【1年物】



【10年物】



(末永)