

GCI Global View

2009年9月28日

【目次】

● ブローカー・インテリジェンスをあなどってはいけない	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

ブローカー・インテリジェンスをあなどってはいけない

名だたる国内外の運用会社でリサーチアナリストとファンドマネージャーを経験してきたチームが、独立して数人でヘッジファンド会社を設立する、というのはこの業界ではよくあることです。いわゆるハイ・プロフィールの人たちばかりで、学歴、職歴、経験年数のどれをとっても申し分のない信用力を備えているケースがあります。独自のファンド分析をする立場から言わせていただくと、すべてにおいて完璧ということはありません、ここがよければあつちが悪い、というようになんらかコメントするところはあるのですが、運用の世界では個性が最も重要なので、「どこが際立っているのか」ということに焦点を絞ると会話の中身が濃いものになる傾向があります。

いわゆるセルサイド（証券会社）の業務を経験していると、それが自己デスクでのトレーディングであろうが、機関投資家向け株式営業であろうが、さまざまな投資主体の売買によるフローが大きく価格形成に影響することを、身を持って理解することになります。もう 20 年近く前のことになりますが、オプション理論により金融界を発展させた学者が研究目的でウォール街の投資銀行に在籍したとき、顧客のフローが価格形成に大きな影響を与えているとして、顧客とのコミュニケーションの最前線にいる営業担当者からトレーダーへのフィードバックを相応に評価するコメントをまとめたことがあります。そんな中でトレーダーが「ファンダメンタルズ分析でのアナリスト評価はノイズである」と言って、気に留めずポジションをとり、セールス担当は「数日間の短期的な株価の変化はノイズである」と言って、顧客である機関投資家のファンドマネージャーに長期投資のアイデアを営業していたこともありました。

以前、運用業務における「感覚的なもの」についてこの欄でお伝えした事がありますが、たとえばあまり金融の世界をご存知のない方は「ブローカー・インテリジェンス」というとピンと来ないかもしれません。これを強みとする運用者のプレゼンは、当然抑えるべきポイントを抑えた上でさらに、当事者として立ち会ったのでなければ知らないようなことを話す傾向があり面白みがあります。セルサイドからヘッジファンドに転身する人のかつての担当業務は、投資銀行業務や株式、債券のトレーディング業務、調査業務などが中心ですが、たまに営業出身や資本市場業務の人もあります。今回は、一番分かりやすそうな株式ファンダメンタルズ分析投資の手法を例にとり、伝統的な運用者の強みとされてきた部分を先に述べ、それらが必ずしも評価されない環境を紹介したあとにブローカー・インテリジェンスについてお伝えします。

情報のアクセスに優位性があるか

金融業界は一面ではインターネットを通じた情報アクセスの向上の恩恵を最も受けた業界と言っても良いでしょう。以前であれば、プロの機関投資家や証券会社の社員でなければアクセスすることが出来なかった情報ソースやレポートに、今や個人でもアクセスすることが可能になりました。これにより、定義の上ではプロの情報優位はなくなったこととなります。また、これまでであれば「会社訪問数は年間のべ 500 回以上」といった調査活動を売りにしていたファンドもありますが、運用者が直接的に企業を取材することで得ら

れる情報の内容は、いまどきの情報管理が行き届いた企業であれば担当者が相当に注意深く選んで話をするので、インターネットで公表されている情報以上の、本当に役に立つ情報は得にくくなってきました。また、社長や経営陣に直接会って話をする際にも、「社長が頭の中で考えているけど機関決定されていない」情報は、定義の上ではインサイダー情報にはならないことが多いとはいえ、重要情報として定義されることがあり、証券会社であればそれをもとにトレードしてはいけないというケースがあります。このような状況では、情報を出す側が極端なまでに保守的になり、投資家は何も教えてもらえない状況で必死に情報のピースをつなぎ合わせる作業が必要になります。これはアナリスト本来の地道な作業になります。

分析における優位性があるか

前記のように、情報をつなぎ合わせてひとつのシナリオをつくり、それに応じた適正価格を導き出して、そこに信念を持ってポジションをとる、というのがファンダメンタル分析をもとにした投資手法の基本です。その分析力において優れている、というのが多くの運用者の売り文句になっています。つまり、「私は他の人たちよりも頭が良い」ので、運用がうまいと言っていることになりませんが、市場価格は投資家のコンセンサスが醸成される過程によって決まるので、信念だけでは必ずしも勝てないことがあります。ただし、いかに分析力が優れていて頭が良い人でも、ある特定分野の話題については、専門家ほどに優れているとは限らないので、極めて狭い分野に特化しない限り常に正しい判断をできるということはありません。トラックレコードが参考にならない場合は、経験やもといいた職場の知名度などで大雑把にその人の能力そのものを判断してしまいがちですが、ある学校を卒業しているからだとか、ある会社に所属しているからといって、そのうちの一人が実際にそうであるとは必ずしも言えません。また、「あの人には能力がある」というのは主観的な考えによるものなので、同一テストで一律に比較できない限り、本当に分析力が優れているかどうかは判断できません。

技術的側面における優位性があるか

情報のアクセスの点でもすでに言及したように、インターネットの普及により、かつては金融機関でプロのトレーダーだけが行っていたようなトレードが、個人のデイトレーダーでもできるようになりました。短期的なトレーディング技術については、「板よせ」や「バイカイ」を読みきる、といった職人芸の部分も有りますが、最近では監視委員会が証券価格の動向を詳細に追っていることもあり、以前であれば見逃されていたかもしれない方法が、規制強化の流れの中でできなくなっていくこともあり得ます。また、テクニカルトレーディング全般についていえることは、そのプロセスの相当の部分を自動化することが可能であり、個別戦略を目的として開発されるアプリケーションやソフトは、しばらくの間を経ると、あっという間に汎用品になる傾向があります。この部分で競争すると、自分の技術を外に出さないための工夫をする必要がありますが、限られたリソースの範囲内で競争力を維持するにはコンスタントなカイゼンが必要になり、相当なコミットメントが必要になります。この部分に競争力を見出そうとしても、現実には競合に伍していくのがやっとなることが多く、一時的な優位を過大に評価すべきではありません。

ブローカー・インテリジェンスについて

仮に、あるヘッジファンド運用者が、過去の経験からある商品分野での一定期間内の需給と主要プレーヤーの動向を極めて高い確率で予測できたとします。そこでは彼の分析能力やトレーディング能力自体の優劣というよりも、それぞれの主要な市場参加者の価値判断の特性を考慮したポジション取りとトレーディングが行われることとなります。なにも大げさに行動経済学的な分析を持ち出すまでもなく、制度的に非効率な縛りを受けていたり、資金のサイズが大きすぎるために一定の「ノイズ」を出しながらトレーディングせざるを得ない投資家など、やむを得ない「コスト」を払っている大手機関投資家はたくさん居ます。

いかに証券分析力が優れていても、これらの主要プレーヤーの動きが読めていなければ、需給によって価格要因を大きく受けることになり、せっかくの分析の優位も薄められてしまうこととなります。このような実務を通してしか得られない実務上の知識をここでは「ブローカー・インテリジェンス」と呼んでいます。これは、広く「経験値」として捉えられることが多いのですが、それなりのセルサイドでの業務を通じて、市場構成と価格構成の現実を当事者として経験することで初めて得られる知識や理解ということになるのでこのように呼んでいるだけで、一般的にはマーケット・インテリジェンスと呼ぶ人もいます。例えば、株式新規上場に関わるプロセスは何もセルサイドだけの知識ではないので、バイサイドにいらながらも十分理解することは出来ますが、ぎりぎりの価格設定をする際の発行体と主幹事間の交渉の妙や、その過程が後に株価に反映される際の動向などは、その環境や情報も含めて経験しないと理解できないものです。

また、ここでは中心の話題にはなりません、自己デスクのトレーディング業務においても、駆け出しの時には委託注文を執行する執行トレーダーを経験している人が多く、実際の買い方、売り方についても顧客属性ごとに相当な違いがあることをいやでも理解できるようになります。取引時間内の制約や、変わり続ける規制への対応などに加え、投資主体ごとに好みの執行方法が大きく違うことなど、ここにも経験しないと分からない部分があります。

セールス業務も同様で、実際の投資判断者である顧客と何かにつけて話すことで、単なる行動癖だけでなく、顧客金融機関の組織的な投資行動とその背景についてまで理解することになります。これが理解できていると、先に述べた情報のピースをつなぎ合わせる時に非常に役に立つ傾向があります。

本に書いていない知識をつなげるメンタルな柔軟性

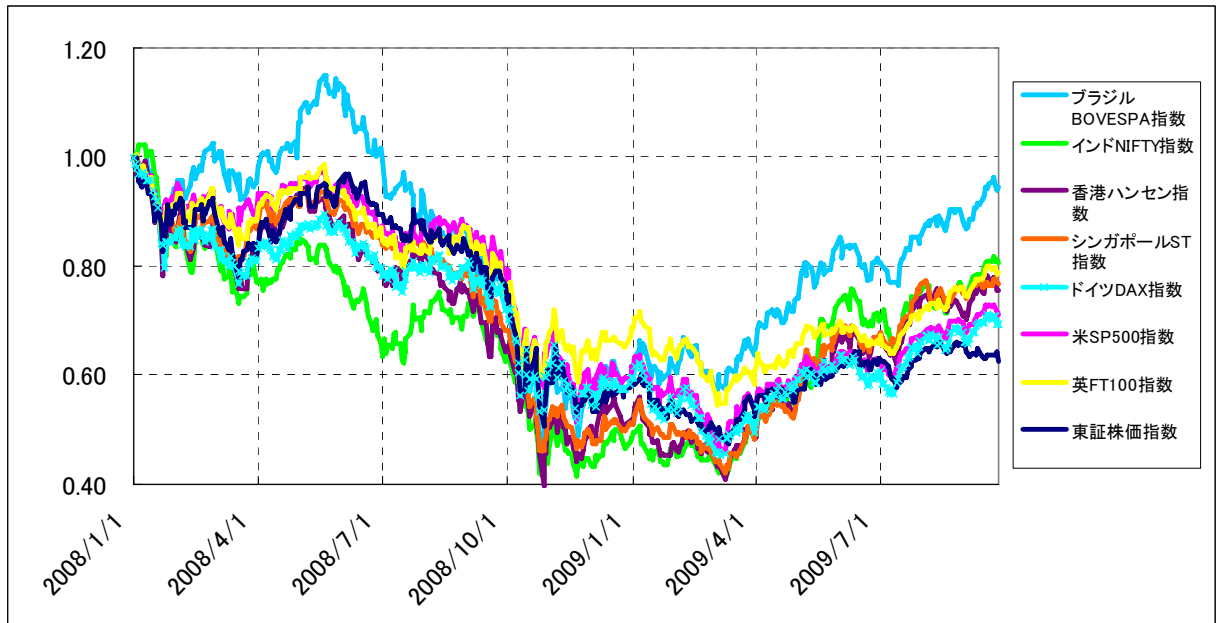
上記のいくつかの例は、理論として金融専門書に載っていない内容が多いので、一般にはあまり知られていないことが多いのですが、一定の間その環境にどっぷりはまることで得られる感覚的な理解の部分があるので、業界経験のないデイトレーダーがモニターを複数使って市場に浸る感覚とは多少違うものになるでしょう。投資銀行の持つ巨大なトレーディングフロアに初めて足を入れたときに、多くの人が感じる独特の威圧感や高揚感のようなものの中にありながらも、客観的な目で現象を眺めて判断でき、自分を見失うことがないという性質は運用者として貴重なものになるはずで。 (西田)

Global Markets (9月14日～9月25日)

1. オーバービュー

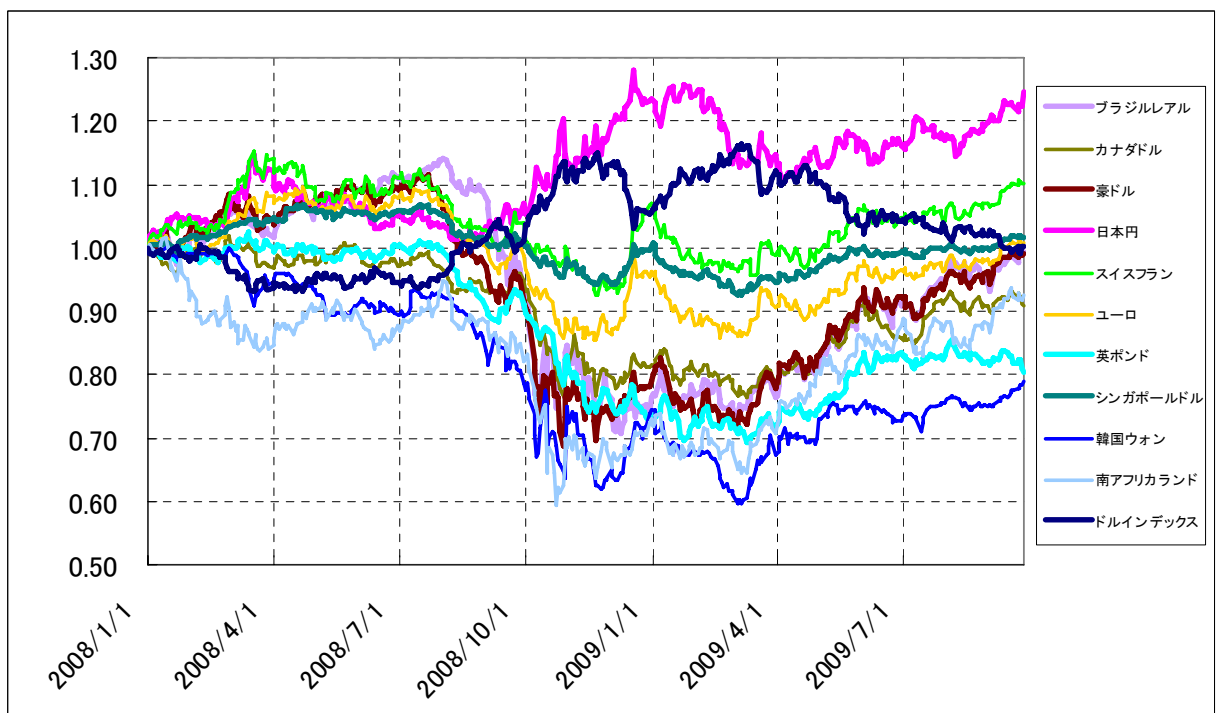
円高懸念により、日本株が大きくアンダーパフォームする中、グローバル株式市場は欧米及び新興国ともに続伸し直近高値を更新した後、高値警戒感や予想を下回る経済指標が続き反落する展開となった。中国国内市場もボラタイルな展開が続いている。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

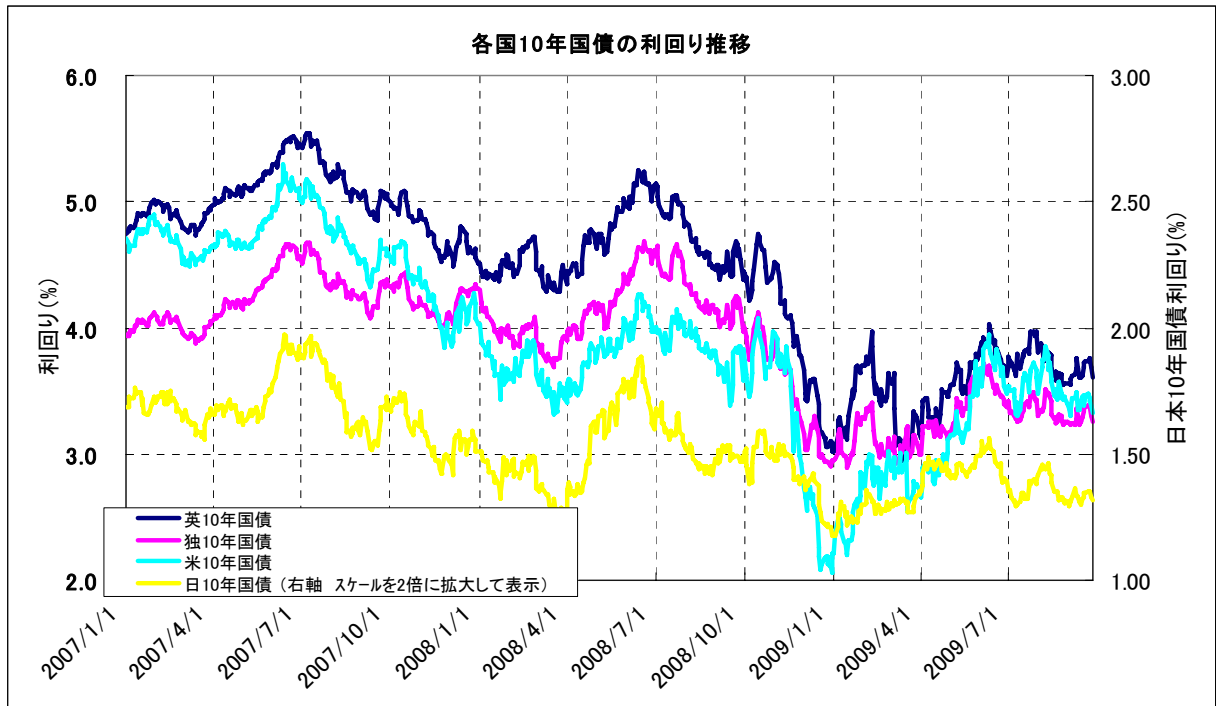


ドルインデックスは下値をさぐりながらのもみ合いが続いているが、円高の流れは強まり再び90円割れとなった。引き続きドル安見通しは根強い。

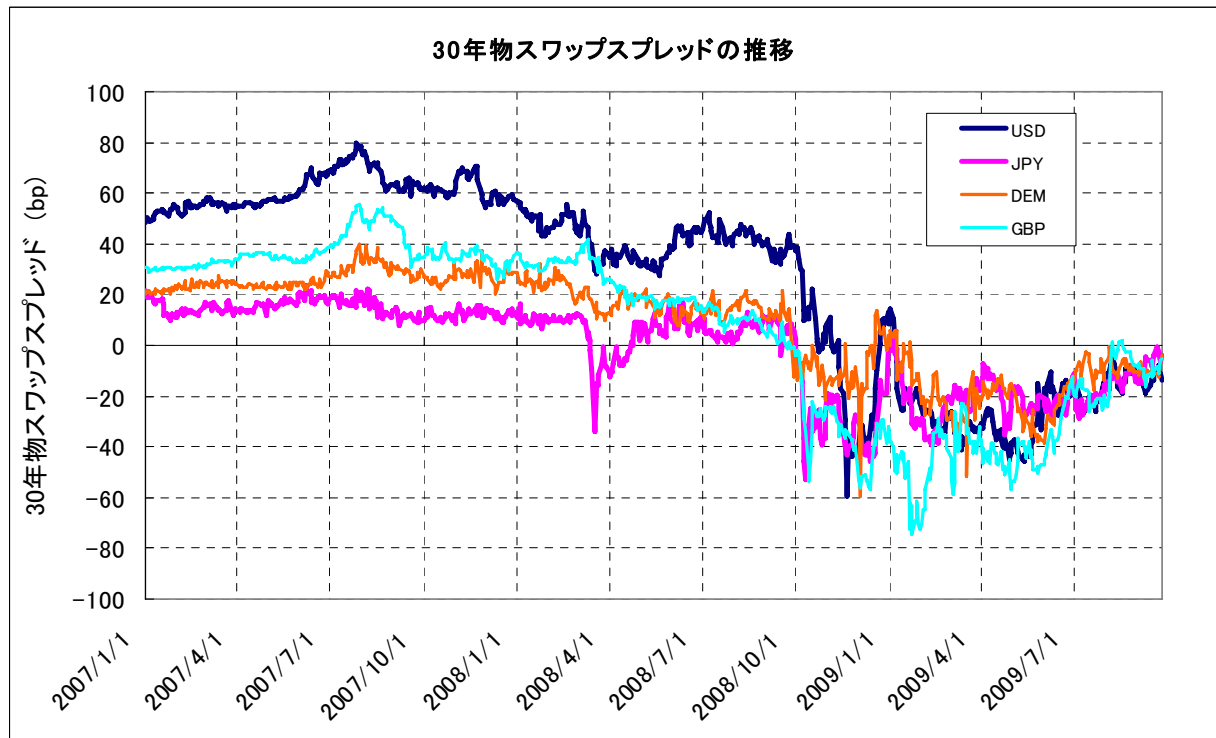
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



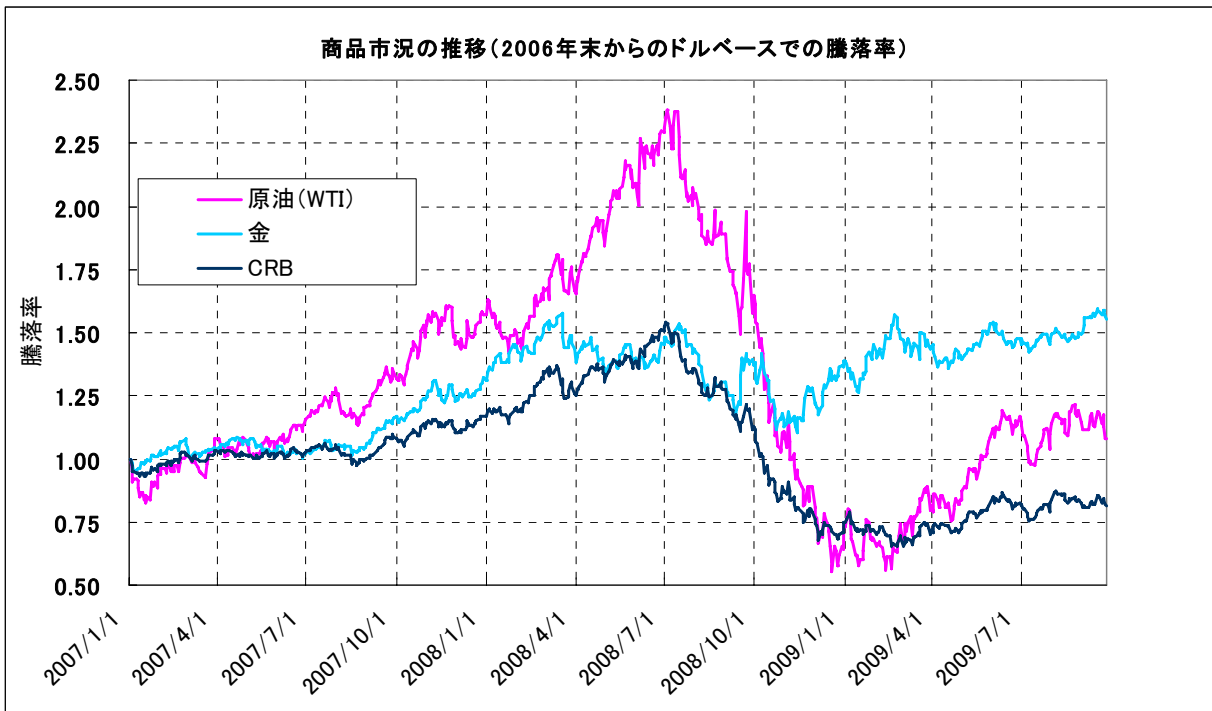
金利市場ではもみあいが続いているが、先週金曜日には緩和解除に対する積極姿勢を示したFRB理事発言に久しぶりに市場が反応しドルのイールドカーブは大きくフラット化した。利回り水準自体は短期の上昇に対して長期は低下した。



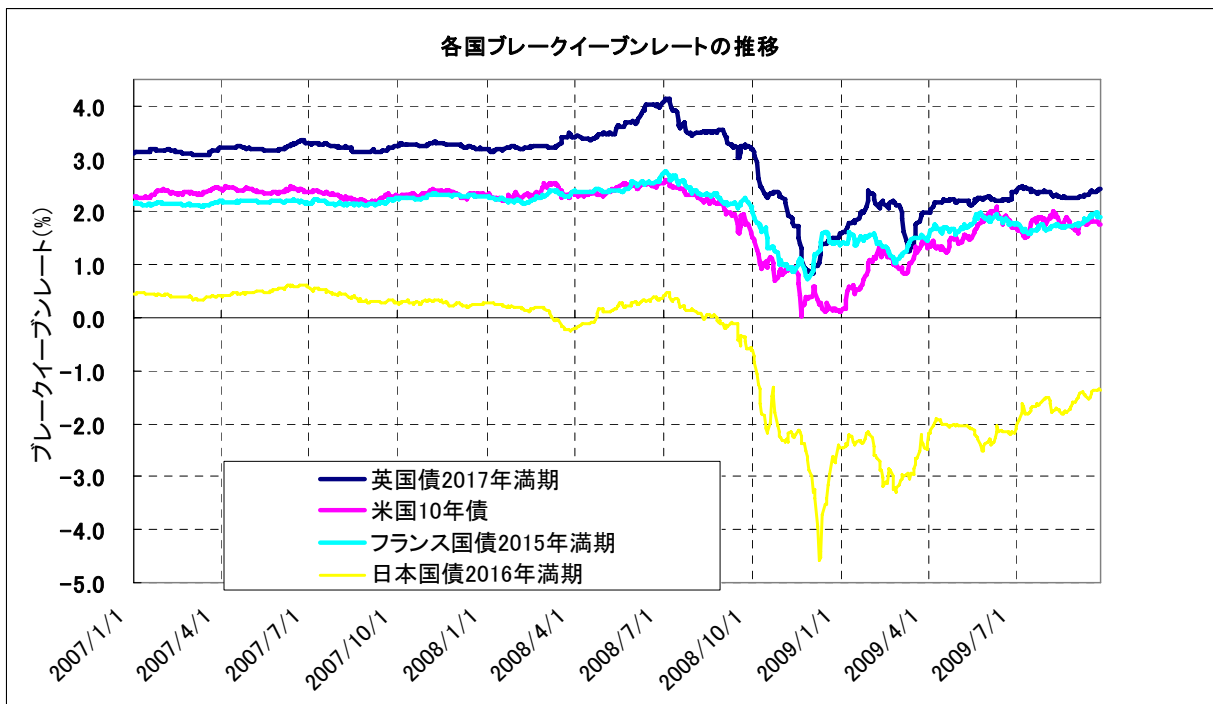
30年物スワップスプレッドは引き続きもみあい。



ドル安の流れの中で、ゴールドへの資金流入が続いているが、一方で原油は予想を上回る在庫増を材料に一端反落となった。



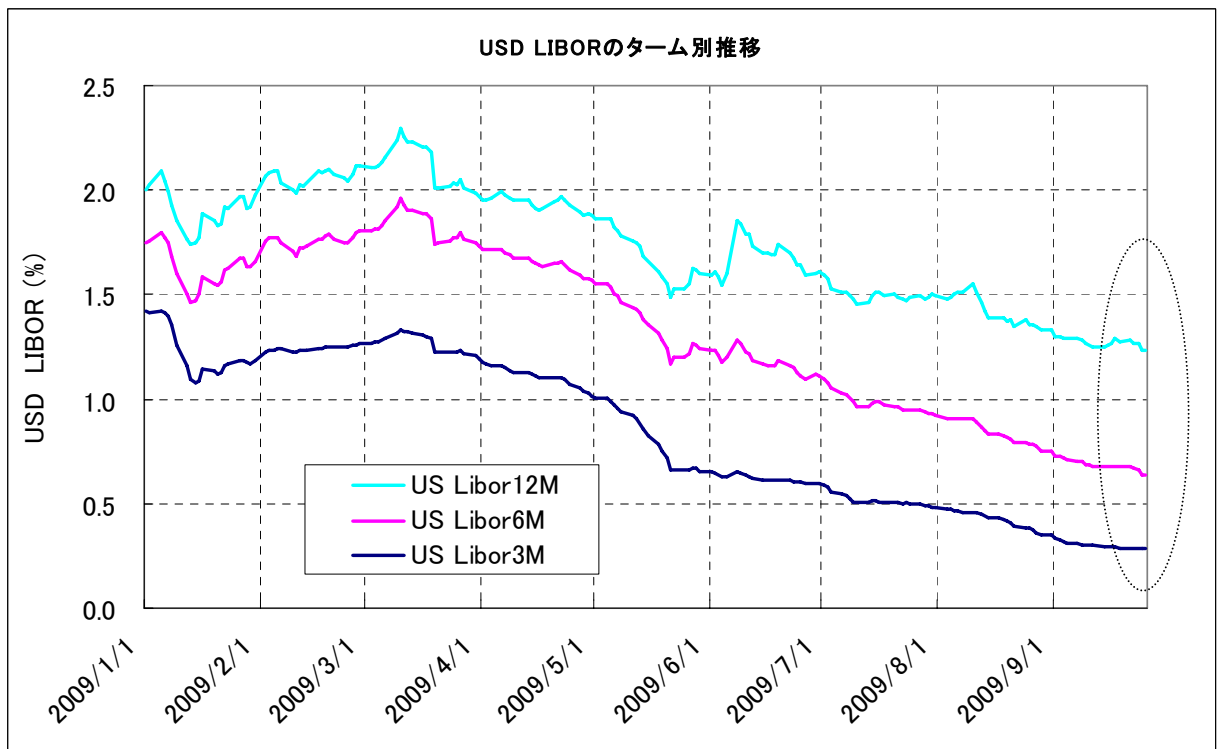
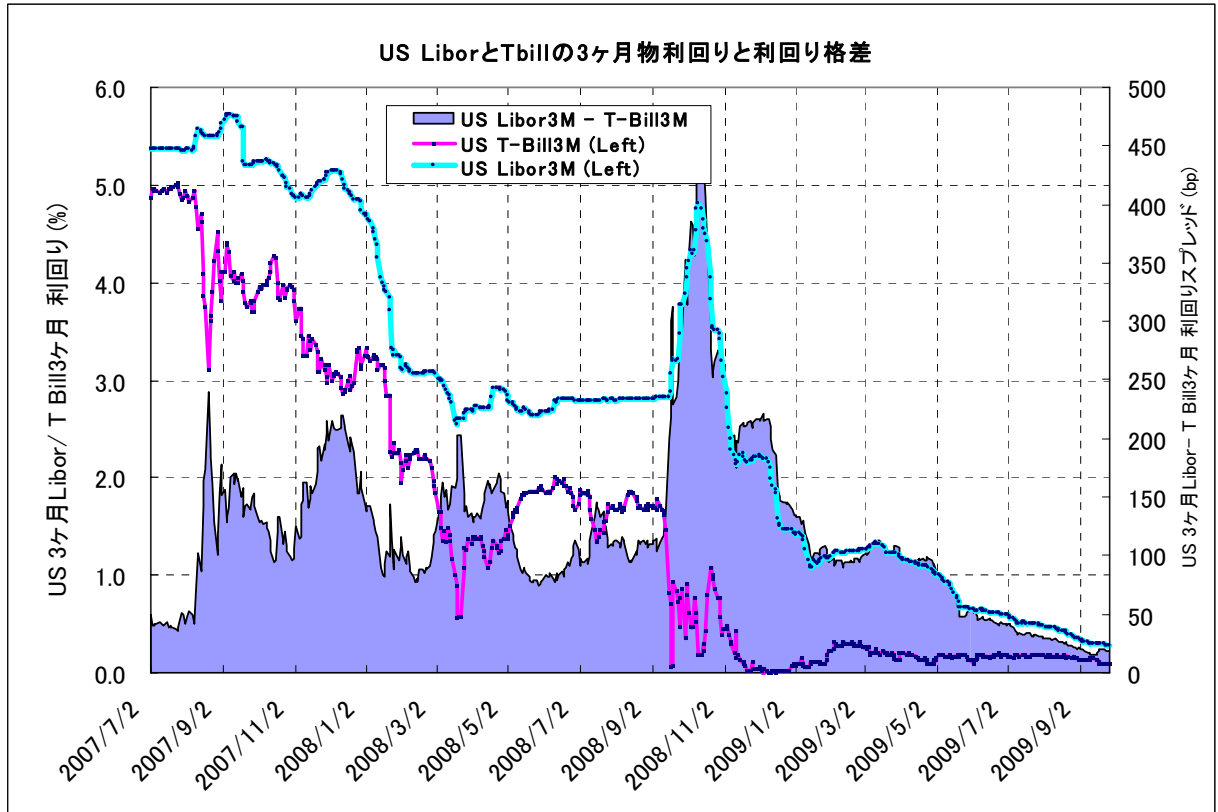
ブレイクイーブンレートに大きな変化なし。



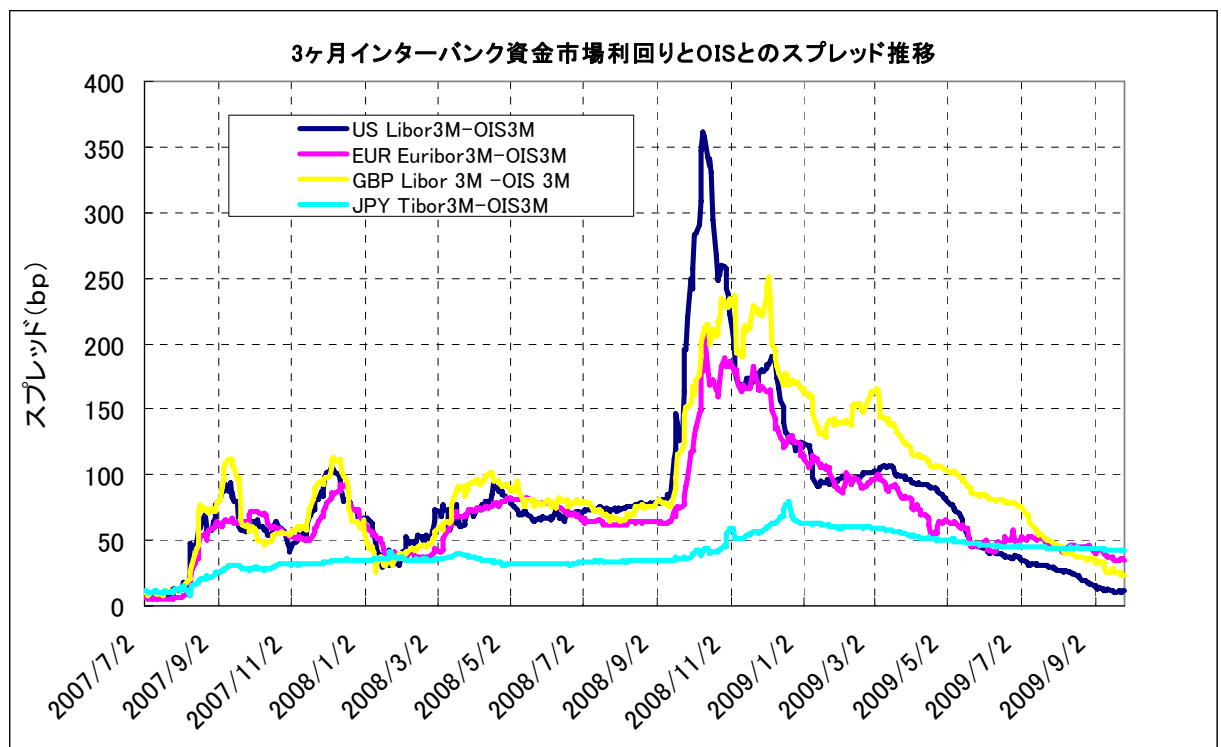
(末永)

2. 資金市場～3ヶ月金利は下げ止まり

ドルLIBORの3ヶ月物は0.3%を割り込み低下も一服となった。より長期の期間では若干もみあいながらも低下が継続。

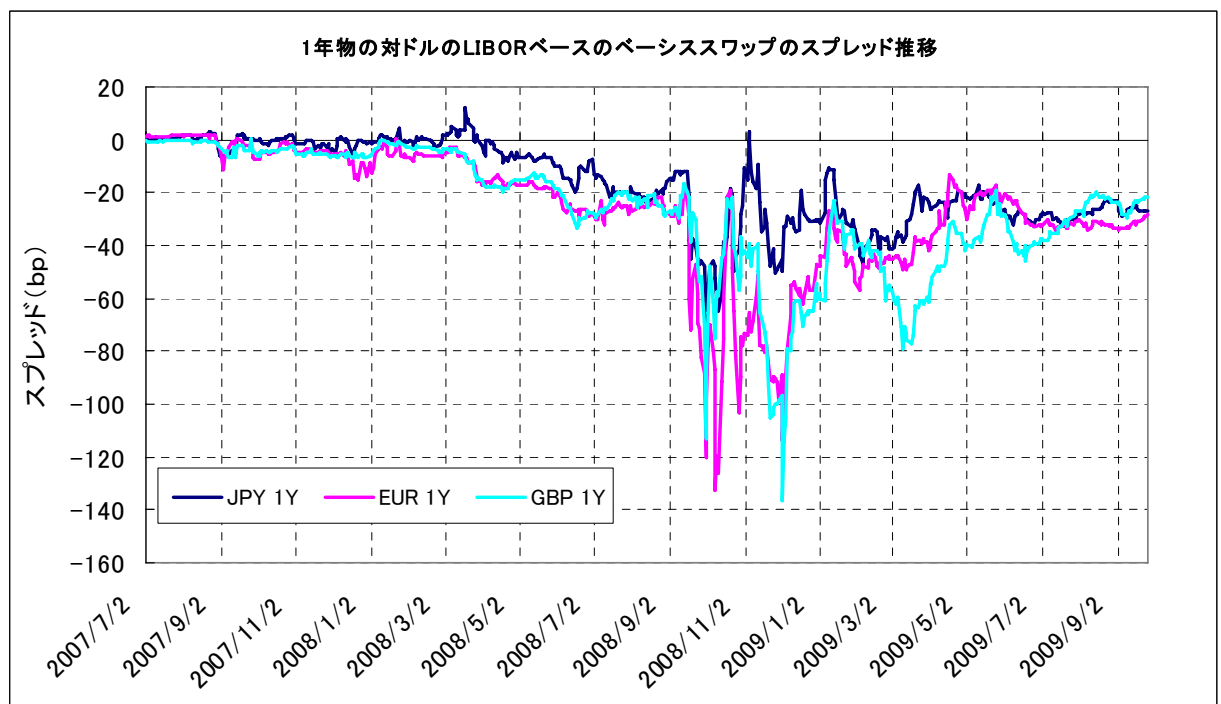


欧米で対 OIS スプレッドが高止まりしていた際には円金利の安定した推移が際立っていたが、欧米のスプレッドがタイト化する中でも円のスプレッドの縮小は限定的となっている。



ベーススワップスプレッドも小動き。

【1年物】



(末永)