

# GCI Global View

2009年10月19日

## 【目次】

|   |                |     |
|---|----------------|-----|
| ● | 上期ヘッジファンド・レビュー | P.1 |
| ● | Global Markets |     |
|   | 1. オーバービュー     | P.4 |
|   | 2. 資本市場        | 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

### 上期ヘッジファンド・レビュー

2009年春以降、ポストリーマンショック後の金融システムの正常化と極端なリスク回避志向からの脱却により、ヘッジファンド業界もパフォーマンスの改善とともに資金も純流出から純流入に転じ、足元では明るいニュースがメディアを賑わすようになってきました。

「ヘッジファンド会社が採用ラッシューハイドリック」 (10/16 Bloomberg)  
「9月のヘッジファンド:株式や債券運用で2.5%上昇ーユーレカ速報」(10/14 同上)  
「ヘッジファンド、資金戻る 資産残高、4ヶ月で9兆円増」(10/13 日本経済新聞)

Bloombergによると、ユーレカヘッジの集計では9月末にヘッジファンドの純資産額が1兆4200億ドルになったと報じています。4月末時点では1兆3200億ドルで、これ以降増加に転じていました。以下はHFR社が提供するHFRXインデックスの速報ですが、全体の動きを示すグローバルヘッジファンドインデックスは、9月は+2.22%、2009年初来で+11%の上昇となりました(2008年は通年でマイナス23.25%)。

#### HFRXヘッジファンドインデックス

| インデックス                   | 分類               | Sep-09 | 2009年(Jan-Sep) | 2008年   |
|--------------------------|------------------|--------|----------------|---------|
| HFR Index NAV Glb Hedge  | グローバルヘッジファンド     | 2.22%  | 11.00%         | -23.25% |
| HFR Index NAV Conv Arb   | 転換社債裁定           | 3.04%  | 37.27%         | -58.37% |
| HFR Index NAV Dist Secur | ディストレス証券         | 1.49%  | -8.83%         | -30.69% |
| HFR Index NAV Eqty Hedge | エクイティヘッジ         | 2.70%  | 11.58%         | -25.45% |
| HFR Index NAV Eq Mkt Neu | エクイティマーケットニュートラル | -1.24% | -6.30%         | -1.16%  |
| HFR Index NAV Evt-Driven | イベントドリブン         | 2.16%  | 14.43%         | -22.11% |
| HFR Index NAV Macro      | マクロ              | -0.71% | -7.31%         | 5.61%   |
| HFR Index NAV Merger Arb | 合併裁定             | 0.61%  | 5.89%          | 3.69%   |
| HFR Index NAV RV Arbit   | レバティブバリュ         | 4.47%  | 30.57%         | -37.60% |

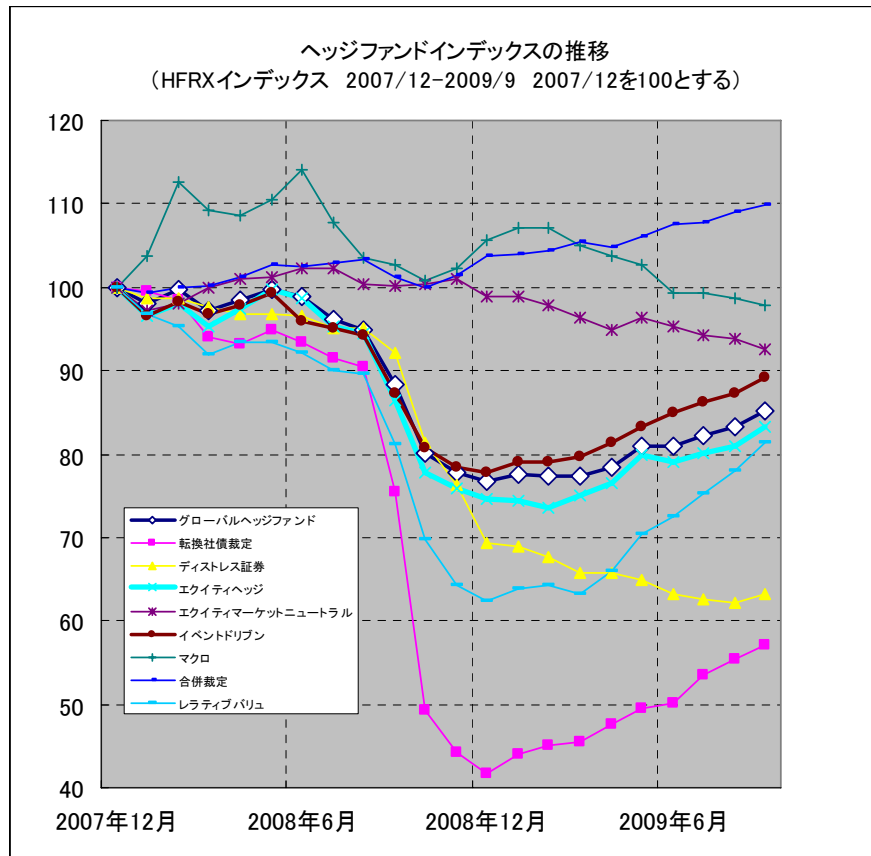
今年の春ごろは、リーマンショックの混乱を教訓として、ヘッジファンドに限らず金融及び投資関連の規制のあり方について、当局中心にグローバルに議論が展開され、メディアを賑わせました。グローバルに金融システムの監視機能を強め、過度なリスクテイクが市場に積み上げることを抑制するために、レバレッジや情報開示のあり方、OTCデリバティブ決済の集中化、商品市場への過度な投機資金の流入抑制などが検討され、一部には具体化が進展しました。

ヘッジファンド業界においては、特にEUにおける業者の登録制度や情報開示、借り入れの制限などを柱とするファンド規制案(オルタナティブ投資ファンド運用者指令)に対し、欧州の業界や投資家が反発し未だに議論が続いていますが、一方これまで比較的当局の関与が緩やかだったシンガポールにおいてもこのような時流を反映して、免許取得を義務づける新たな規制の枠組み案が当局から業界団体に提示され、具体的な協議、検討が進んでいます。最終的に投資家のコスト増ばかりをもたらす過度な規制は避けたいものの、

規制の導入が真に投資家を守り、より安心して投資する環境整備につながるのであれば、規制強化にも前向きに取り組むというのが業界の標準的なスタンスといえるでしょう。

これらの規制対応とは別に、マネジャーレベルでも個々に情報開示やオペレーション体制の充実を進める動きが広がっています。ファンドオブファンズのマネージドアカウント化の動きや、さらにサブファンドにも専用アカウントでの運用を委託し、透明性と機動性をもたせた運用を提供する努力と工夫も進んでいます。

先ほどの HFRX インデックスの推移をグラフ化すると以下の通りとなります。



これらのインデックスで見てもそのような傾向がありますが、個々のファンドでも市場機能が喪失する中 2008 年にパフォーマンスが悪化したファンドが、2009 年にはパフォーマンスを回復させた事例は多くあります。エクイティロングショートに代表されるエクイティヘッジ戦略は、多少なりとも株式市場のベータに連動して回復している側面もありますが、全体として見るとリーマンショック以降のクレジット市場を中心とする市場機能の喪失、プライムブローカーからのクレジット供与の引き締め、投資家からの解約請求という 3 つの逆風が反転し、さらにはヘッジファンド自体も残高が縮小し、加えてかつてはヘッジファンドと同様の戦略でレバレッジを高めながら市場に参入していた投資銀行のプロップデスクが市場から退出したことにより、市場の混雑度合いが大きく緩和され、もたらされた側面が強いと思われます。

また、テクニカルにはハイウォーターマークを割り込んだ多くのファンドは、これを回復してようやく成功報酬を得ることが可能となり、そこに至るまでは成功報酬なしでネッ

トリターンが算出されていることもパフォーマンス改善の一つの要素といえます。

インデックスベースで見ると、マクロ戦略やエクイティマーケットニュートラル戦略など、昨年の混乱時にも比較的安定したパフォーマンスを維持していた戦略が、今年は今ひとつ成果があがらないという動きを示しており、「平均への回帰」と思える動きを示しています。過去にパフォーマンスが良かった戦略が、良好であり続けるという選択が往々にしてうまくいかないというのは感覚的に理解できますが、仮にヘッジファンドの戦略カテゴリーにおいて「平均への回帰」が過去のデータから説明可能であったとしても、パフォーマンスが低迷した戦略が将来回復するという選択も、そのエントリーのタイミング次第でいかようにも結果が変わることとなり、現実には「平均への回帰」に依存した戦略選択がうまく機能するとも思えません。個々のファンドレベルでは昨年の混乱時にも安定した結果を残しながら解約要請にも対応し、今年も健闘しているマネジャーは少なからず存在しており、そのようなマネジャーに再び資金が戻ってくる動きは歓迎したいものです。

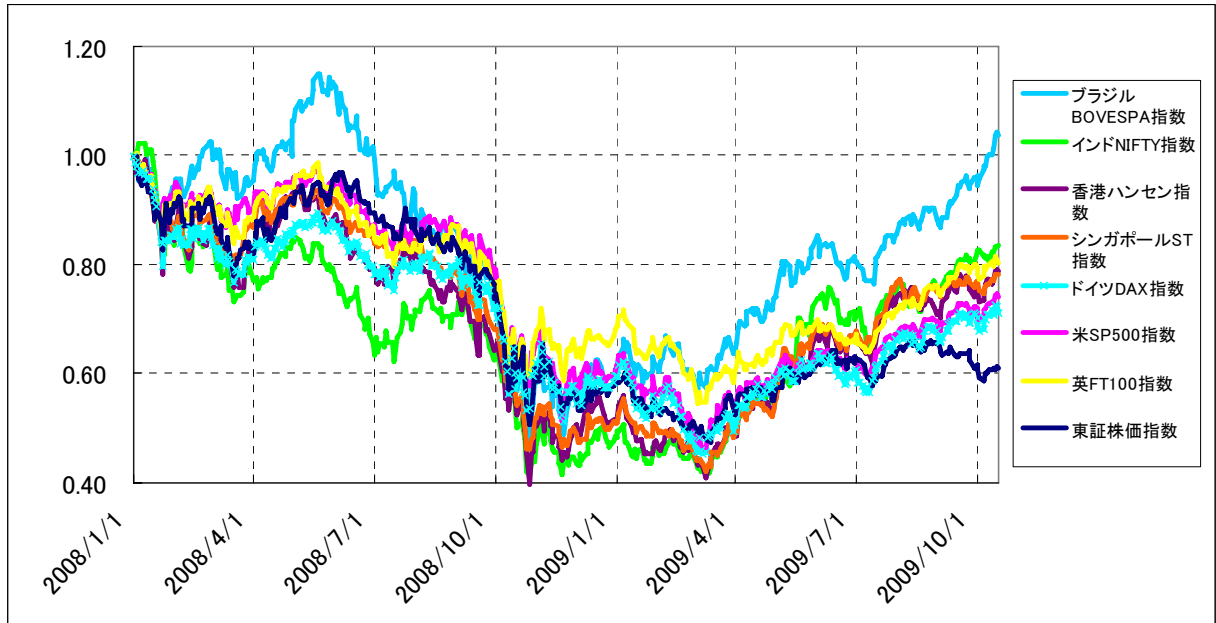
今後も株式市場との相関を抑えた安定したリスクリターンを求める投資家ニーズの受け皿としてヘッジファンドへの資金流入が継続することと思いますが、一方で過度な資金流入が市場の混雑を招くことのないような、適切なスピードで積みあがっていくこともあわせて期待したいと思います。(末永)

## Global Markets (10月12日～10月16日)

### 1. オーバービュー

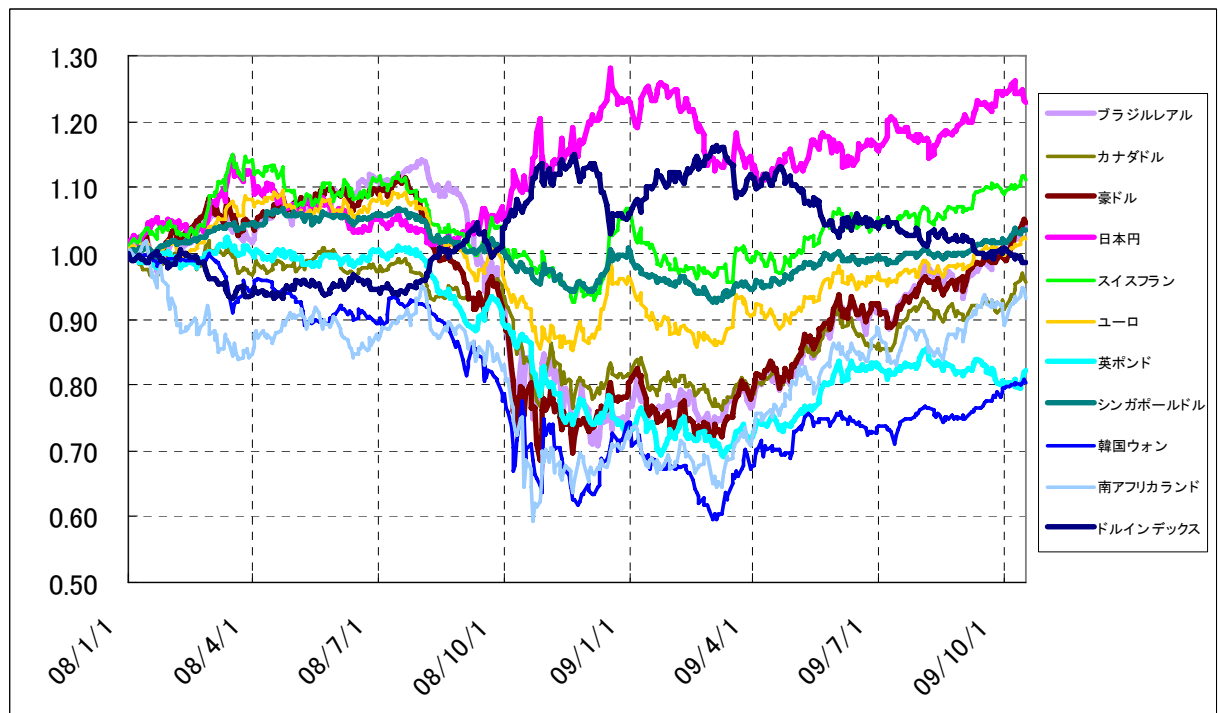
株式市場は新興国中心に再び資金流入が進み、高値高進が相次いだ。日本株も反発したもののアンダーパフォームが際立っている。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

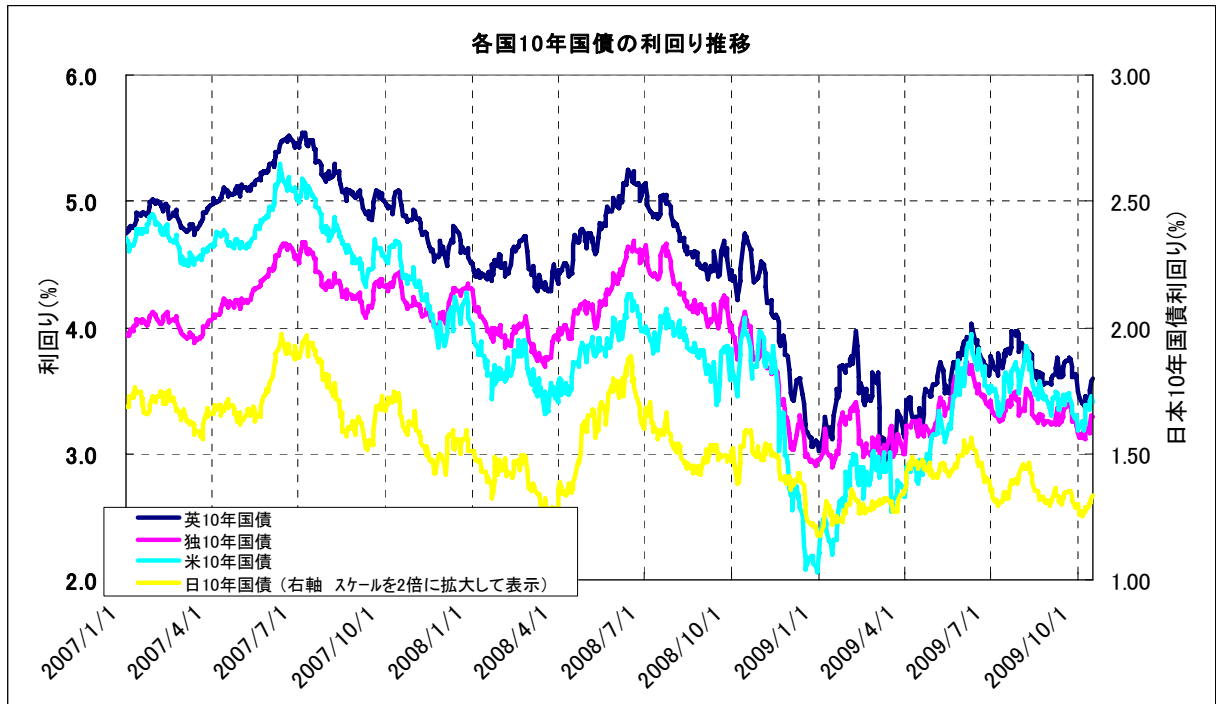


ドルインデックスはもみあいながらも再び下値を切り下げてきた。ドル円は一時的に反発。英ポンドも緩和解除ストーリーの台頭により反発。

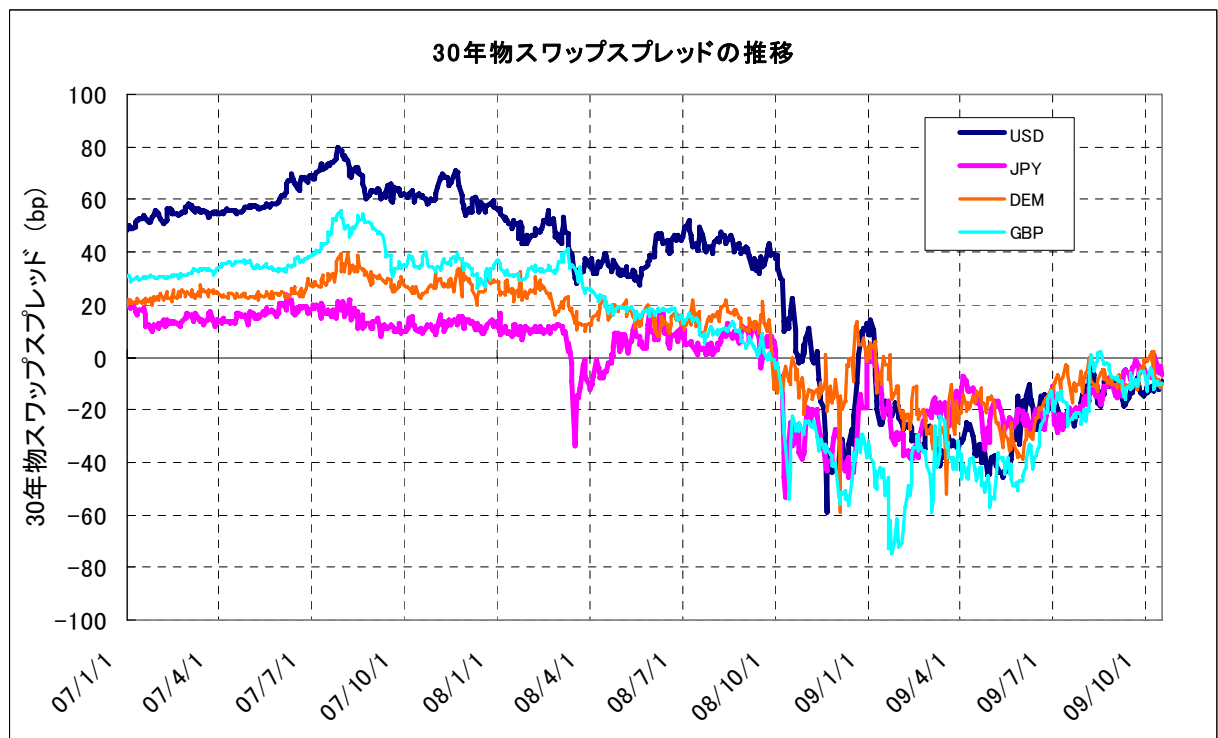
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



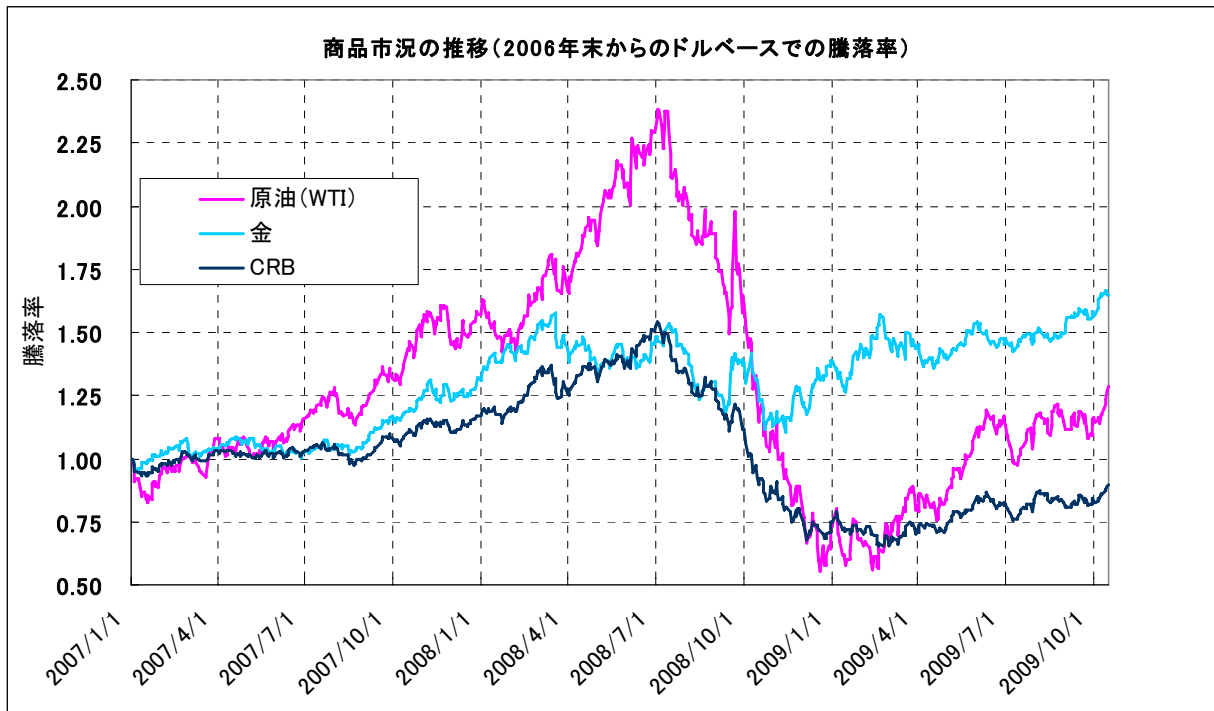
再び出口戦略に対する議論が再燃しつつあるが、金利市場の反応は今のところ限定的なものにとどまっている。財政赤字拡大に対しても今のところ市場の主たる関心事とはなっていない。



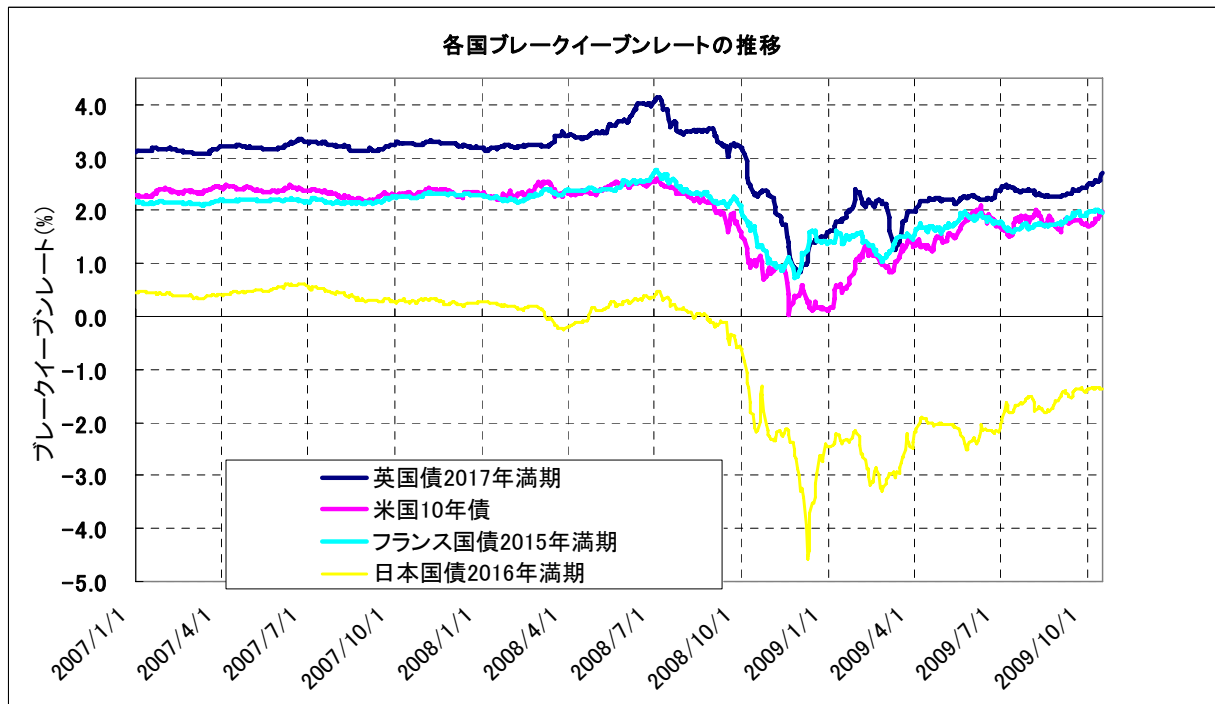
30年物スワップスプレッドは引き続きもみあい。



ゴールド、原油ともに資金流入が加速。



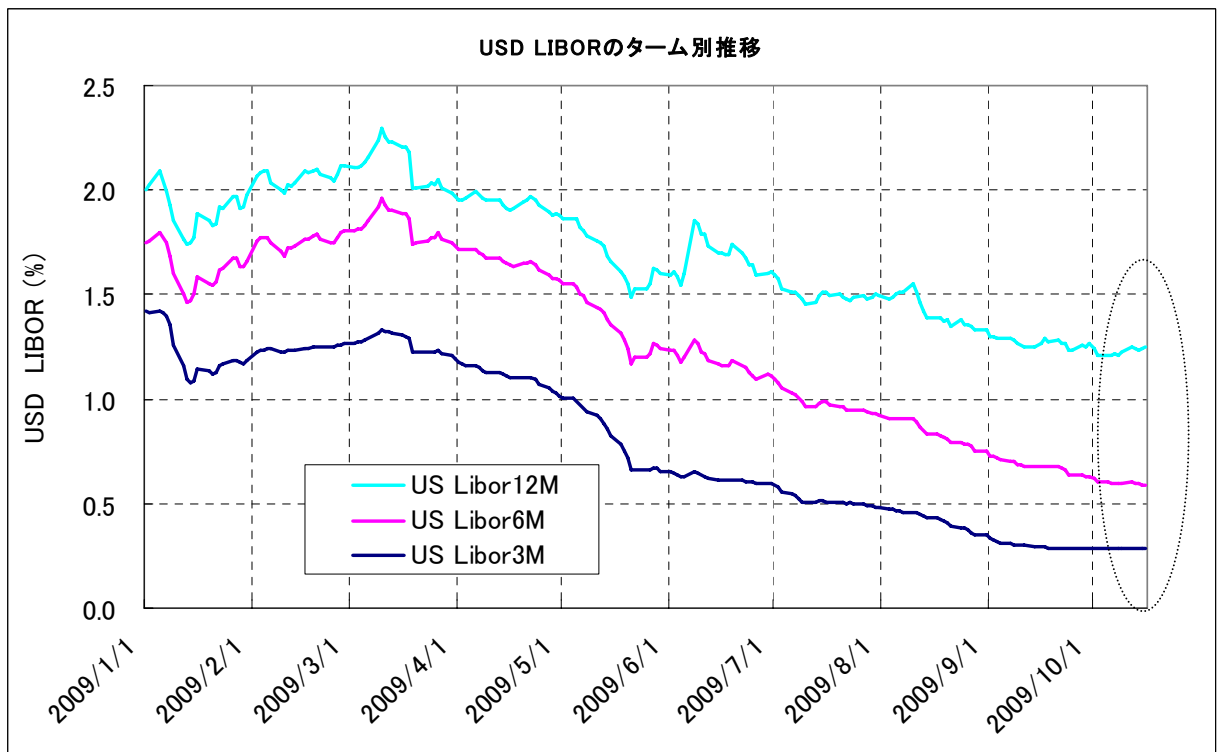
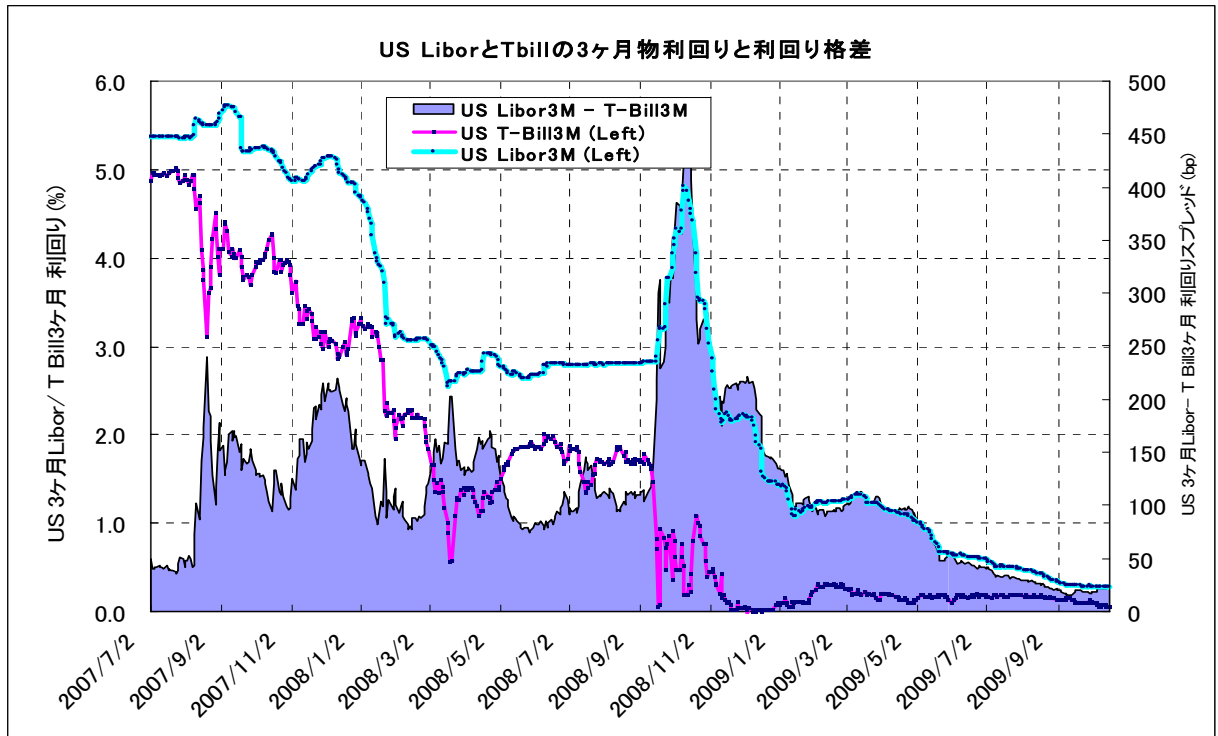
英ボンドのブレークイーブンレートはやや拡大。



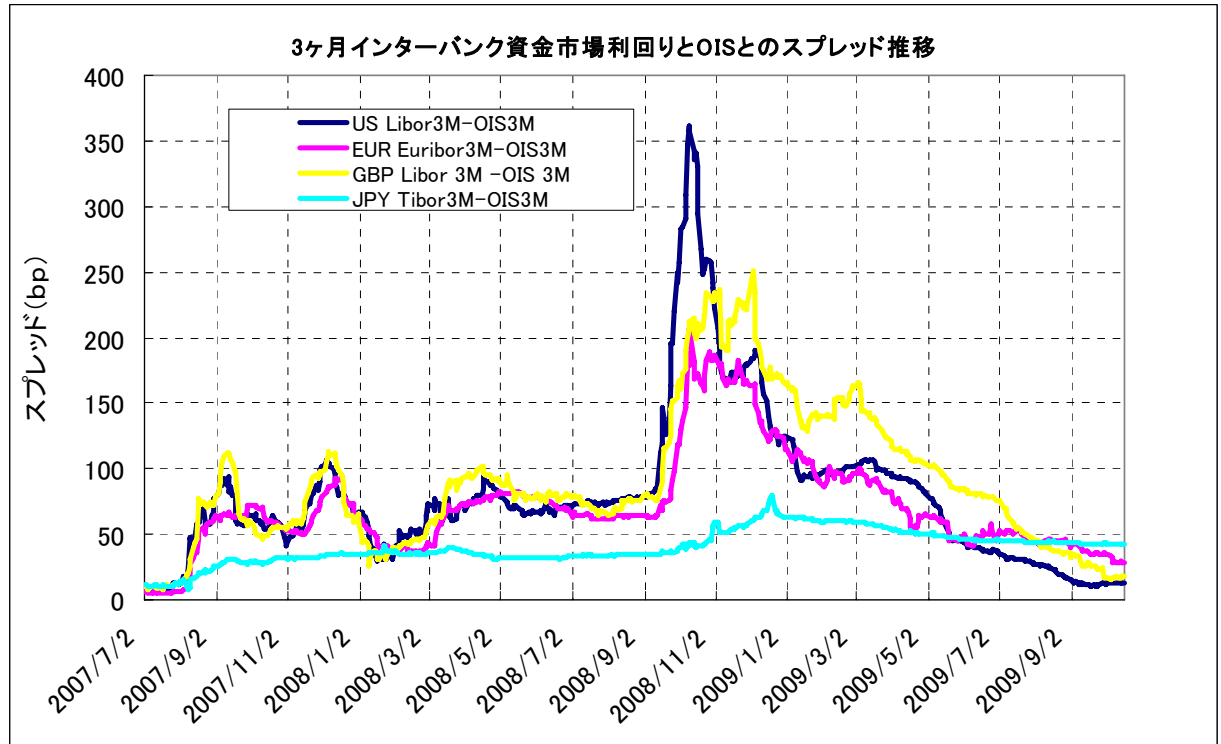
(末永)

## 2. 資金市場～ほぼ変わらず

ドルLIBORはほぼ変わらず。英ポンドは緩和解除ストーリーからやや強含んだ。

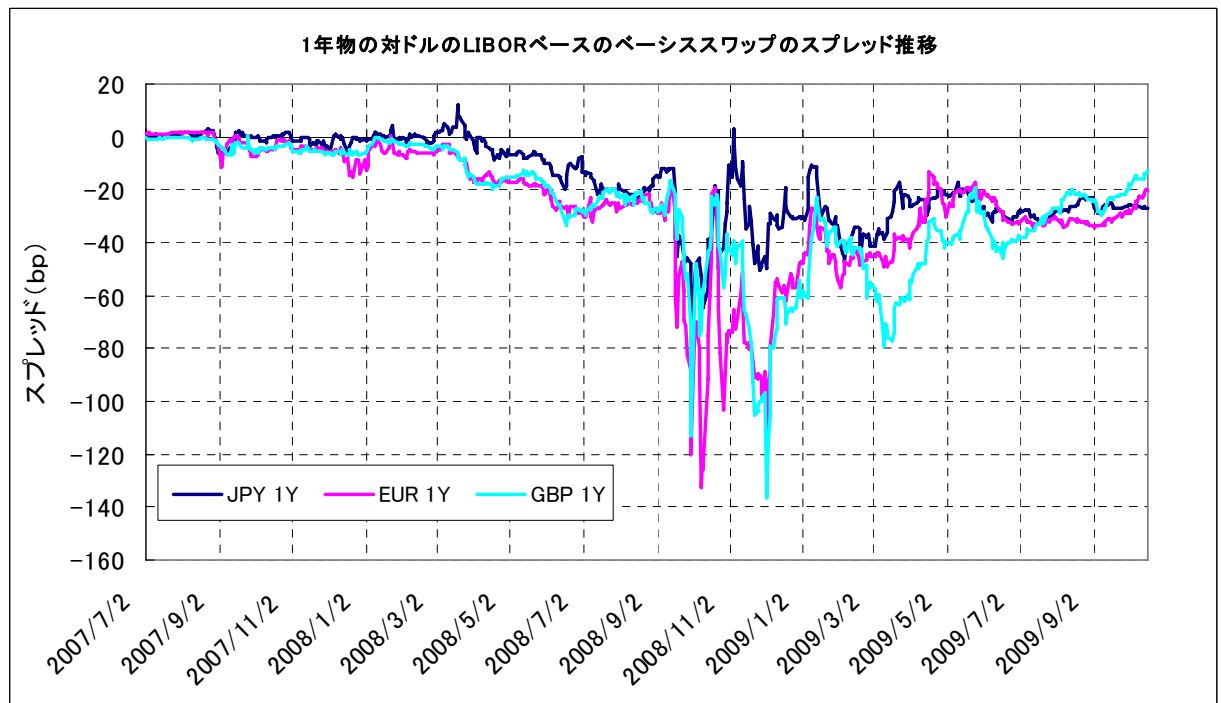


欧米のスプレッドが縮小も限界的な動きに。



ベーススワップスプレッドは対欧州通貨が縮小。

【1年物】



(末永)