

# GCI Global View

2009年10月26日

## 【目次】

|   |                |     |
|---|----------------|-----|
| ● | アービトラージが成り立つには | P.1 |
| ● | Global Markets |     |
|   | 1.オーバービュー      | P.3 |
|   | 2.資本市場         | 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](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

### アービトラージが成り立つには

実需の投資家はスペキュレーター？

ヘッジファンドの戦略分析をする際に、裁定戦略を取る運用者をアービトラージャーと呼び、ヘッジャーやスペキュレーターと峻別することがあります。厳密に資金属性や、個別のトレーディング戦略を検証してみないと、はっきりとした区別はつきにくいのですが、ここでは FOF の立場からみて一般的な定義の区別を試みます。基本的なことを念頭において運用者から説明を受けることで、戦略説明のロジックの飛躍や欠点に気づくこともたまにはあるので、運用者の過去の実績や経験に感銘を受けたりして、思い込みを防ぐには必要な心構えになります。なお、それぞれの言葉の定義については業界内でも一様でないことから、ここでは一定の範囲内での定義にとどめていることをご理解ください。

ファイナンスの教科書には書き手によってそれぞれに定義がされていることと思えますが、日々ヘッジファンドの戦略や優位性を分析し評価する立場にいと、ある資産について実需を持っている投資家はスペキュレーターということになります。いわゆるディレクショナル（方向感）のビューを取るということになりますが、ロングする（買い持ちする）ということはその資産が上がると思っているということを示唆するからです。

たまに一般紙でヘッジやアービトラージという言葉が濫用されているのを見ることがありますが、これは業界誌やファンドのプレゼンの資料の中でも見られることがあります。ある対象資産の適正価値を導き出して方向感を持ってトレードする運用者をスペキュレーターと呼ぶのであれば、実需の投資家もスペキュレーターという範疇に入ります。

スペキュレーター → ヘッジャー

スペキュレーターが買い持ちなり、売り持ちなどの方向にベットすると定義すると、ヘッジャーはそのエクスポージャーを文字通りヘッジするということになります。簡単に思いつくものを上げると、株のロングに対して、同様の性格の資産をショートすることになります。この場合、あえて同様の資産という言葉を使いましたが、必ずしも同じ株式を借りてきて空売りすることにより価格がどちらに動いても中立に保つということではなくとも、インデックス先物をショートしたり、リターンの相関が高い別の資産をショートしたりすることもヘッジに含みます。ポイントになるのはそのヘッジが有効かどうかということになります。

参考までにあるヘッジファンド運用者がのたまっていたヘッジの例を挙げてみます。彼らはエマージング市場株式のロングショート戦略を取っていて、価格が上がる確信の高い株式を複数銘柄ロングすることが戦略の中心なので、ロングバイアスになります。ただしヘッジファンドというからには、ヘッジしていないとそうは呼べないので、その戦術を尋ねると、「新興市場では流動性が少なく、対象株式の貸し手が少ないので簡単にショートすることが出来ない。新興市場ゆえにインデックス先物も上場されていない。そのため、複数の銘柄のロングに対して、その資産の対象国の国債の CDS でエクスポージャーをヘッ

「している」という答えが返ってきました。それなりのロジックでこのポジションがヘッジである、ということは可能かもしれませんが、過去の資産間の相関の高さを理由にするとしても、多少の無理があることは明らかです。このような戦略をヘッジと捉えて、市場中立性を評価するわけにはいきません。

ヘッジャー → アービトラージャー

アービトラージという言葉の定義を調べてみると、「自分の資産を実質的にコミット（この場合は使うと言う意味）せずに、ある資産や複数の資産間の価格差を利用してトレードし、収益を上げる」という意味の表現をしていることがあります。

前述の非効率なヘッジはともかくとして、普通はそれなりに関連の高い資産間で市場中立性の効果を得るとというのが一般的なヘッジです。アービトラージャーは、特定資産や資産間において、適正価値と実際の価格との差や、非効率な市場価格形成を捉えてトレードすることで、資産や市場全体の方向性に関わらず収益を上げます。（少なくともここではそのように定義します）資産の適正価値を見つけるプロセスというのは、例えばある企業の業績などのファンダメンタルズを分析して、株式価格や債券の信用スプレッドの適正価値を見つける活動になりますが、アービトラージャーにとっては、対象の資産価格がどちらに動こうが、一旦取ったポジションを反対売買によって解消するときには利益が伴っているはずということになります。これは、他の市場参加者がスペキュレーションなり、ヘッジなりを通じて流動性を供給してくれるから成り立つ、ということが出来ます。

戦略説明のロジックが成り立つか

上記のような定義の仕方は、金融市場の特定の分野で有効であって、一般社会で広義に使われるヘッジやアービトラージの定義とは必ずしも一致しないことは承知の上です。長くこの業界で仕事をしていると、上記の順番を勘違いしている戦略や、それなりの言葉を使って説明してくれるのは良いが、たまたまある期間はうまくいっているだけで、実はロジックからすると本末転倒しているようなものにも出くわします。

以前この欄でトラックレコードに過度に依存して投資決定するべきでない、ということを書いたことがあります。戦略優位を伴っているかどうかに加えて、戦略の前提となっている市場特性の前提や、投資家の資金属性と投資行動の仮定がそもそも論理的であるか、または継続可能であるか、という判断と評価も欠かすことが出来ません。

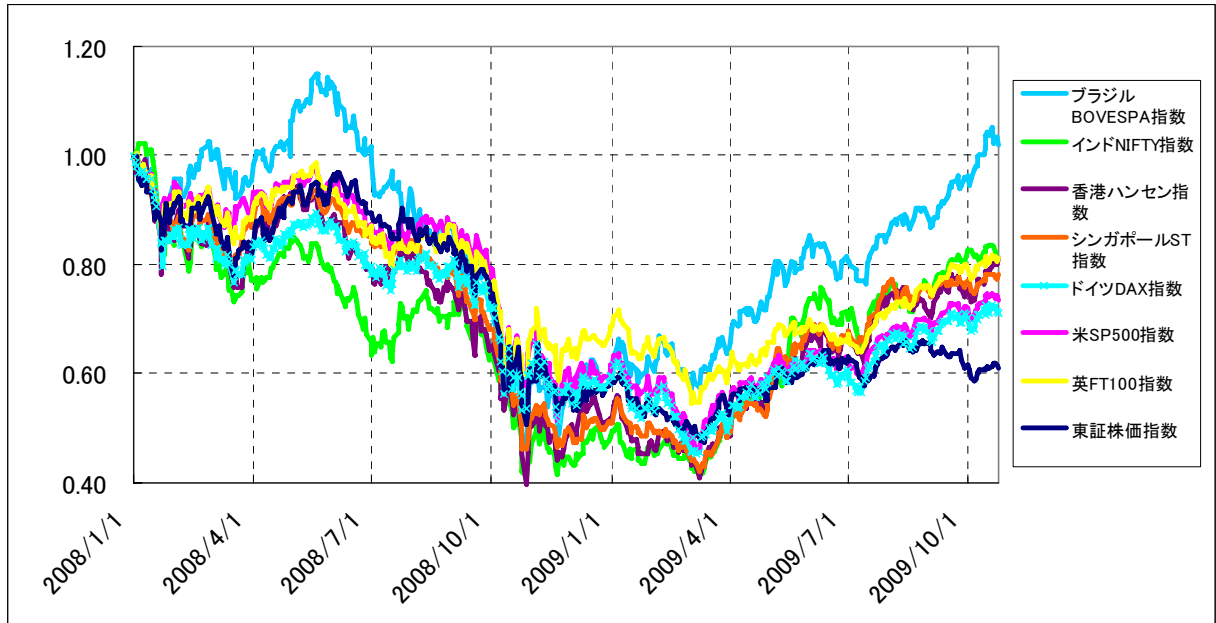
市場が洗練されてくると、市場参加者の種類もトレードの仕方も多様になるため、よりアービトラージャーが活躍しやすい土壌が出来上がります。一般的には上場商品が多く、流動性も高いということが洗練された市場の特性になりますが、参加者の多様性も含めた市場全体の幅や深さを図る際には上記のような基本的な定義を念頭に置くことで、戦略を客観的に判断するヒントになることがあります。（西田）

## Global Markets (10月19日～10月23日)

### 1. オーバービュー

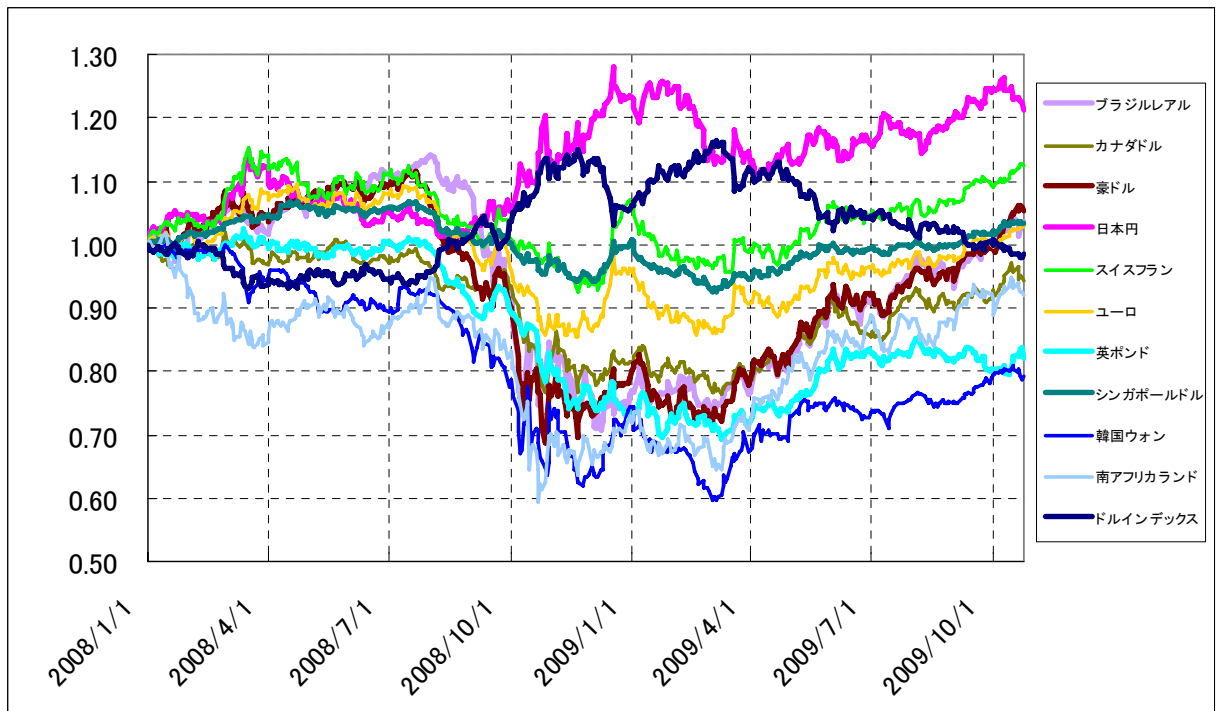
先進国の不振を新興国経済がカバーするストーリーに対する市場の信頼は根強いものの、すでに好材料を市場は相応に織り込んでいるとの見方もあり、決算や経済指標に神経質に反応する相場が続き、株式市場の上昇は一服となった。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

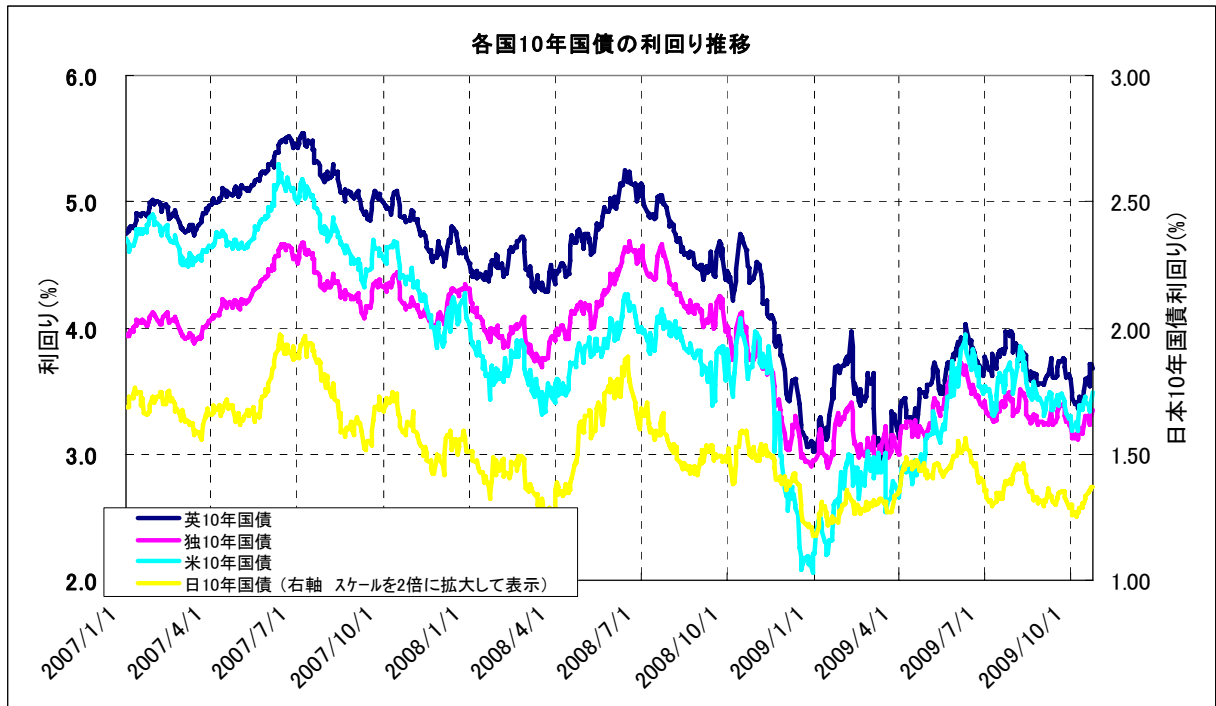


ドル円はドルの反発が続いているが、ドルインデックスのじり安傾向は変わらず。

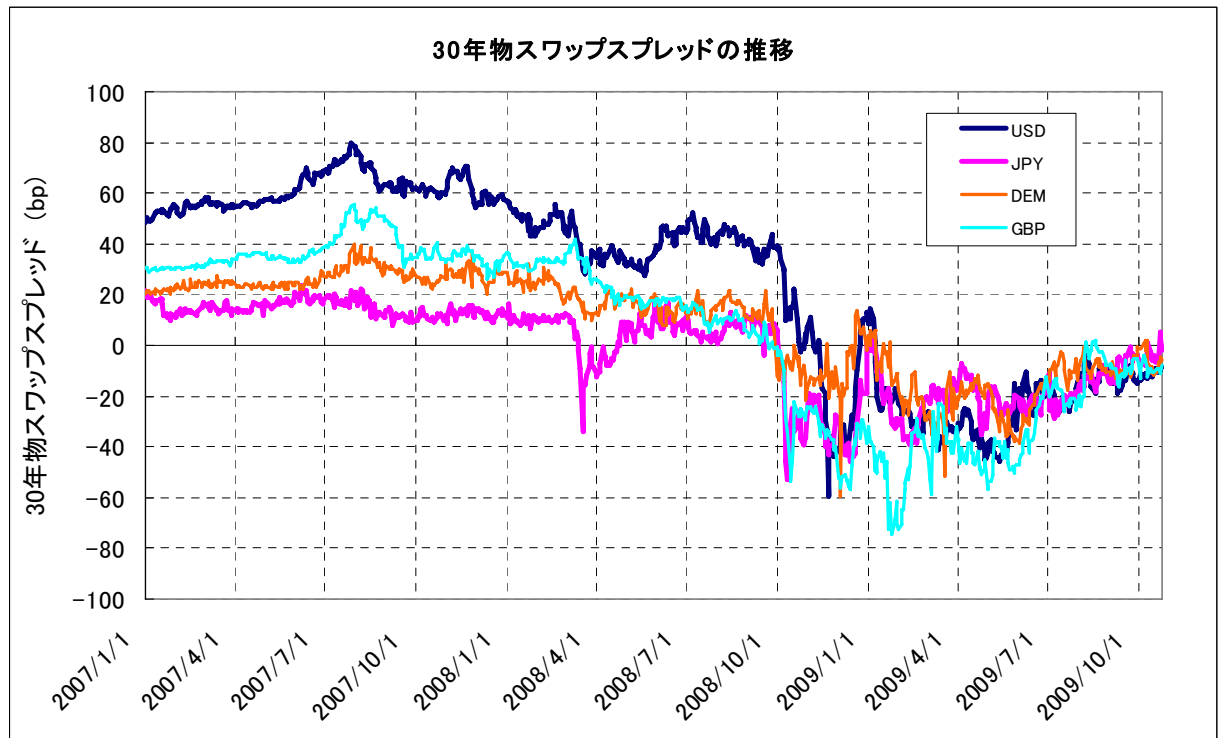
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



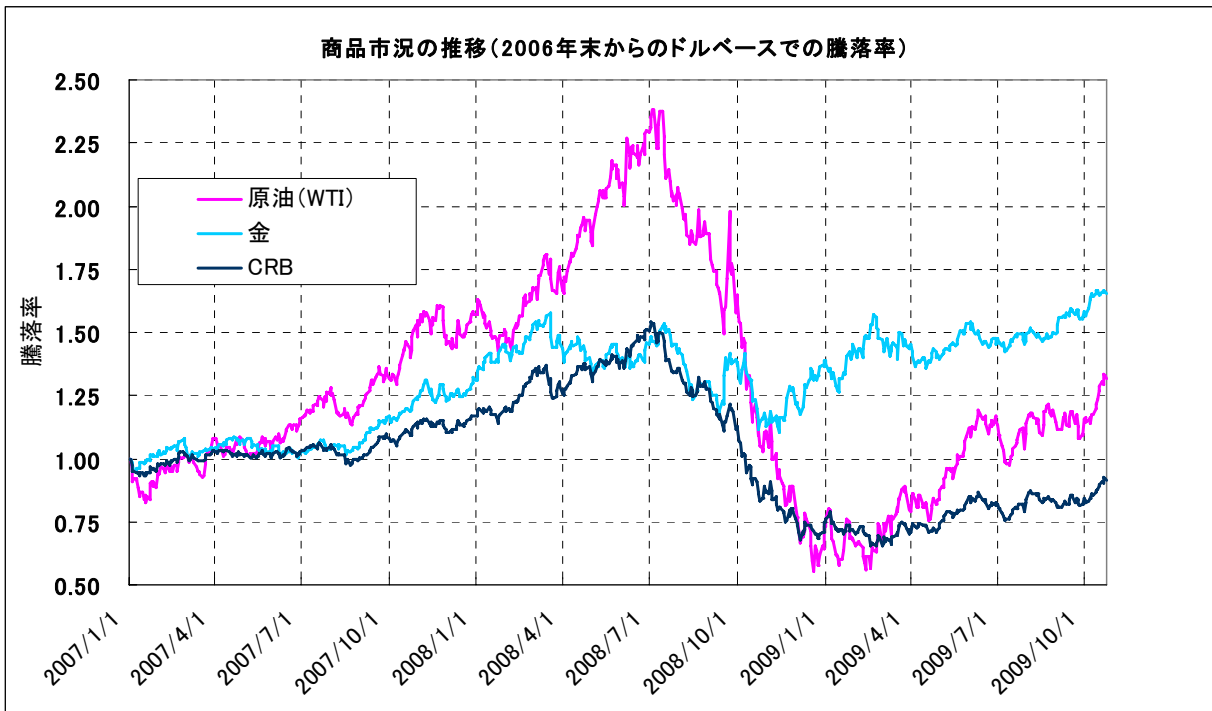
FOMC の低金利維持の文言修正の可能性がメディアで指摘されるなど、極端な低金利政策からの解除を含む中央銀行の出口戦略の思惑はくすぶるものの、債券市場への資金流入も続き金利市場はもみあいが続いている。



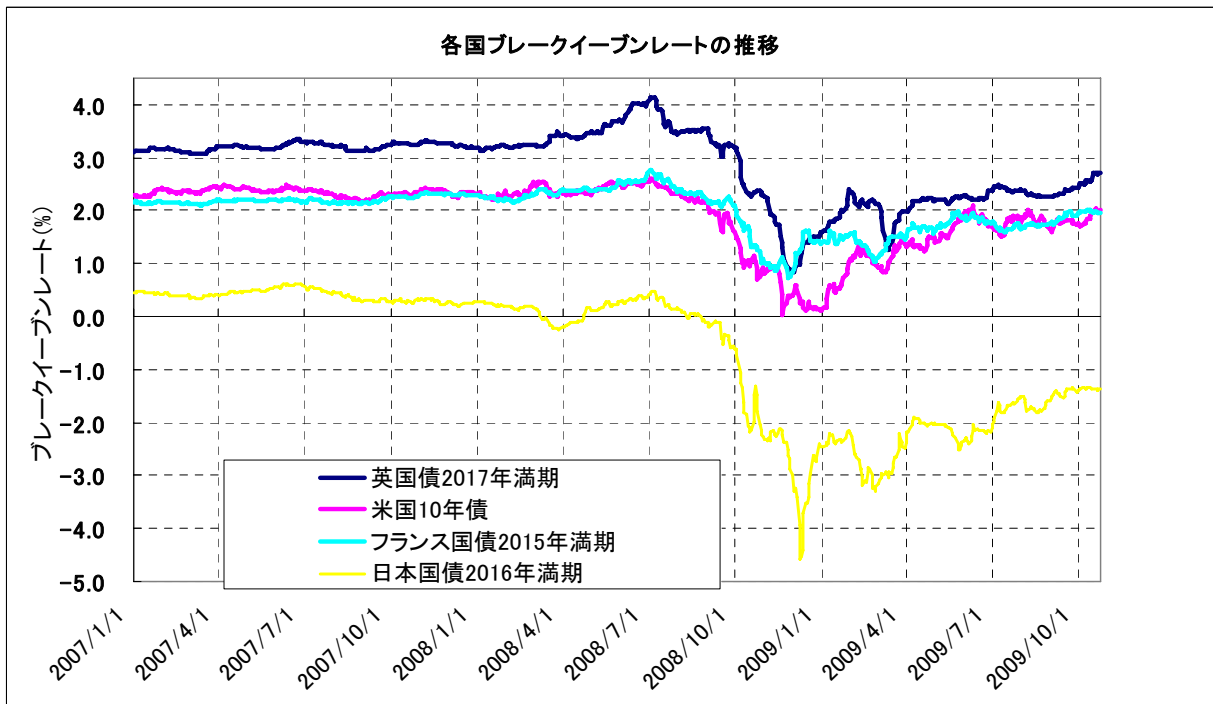
30年スワップスプレッドはマイナス幅が若干縮小し、円金利ではようやくポジティブに。



景気回復期待にドル安傾向も加わり原油の上昇基調は持続。



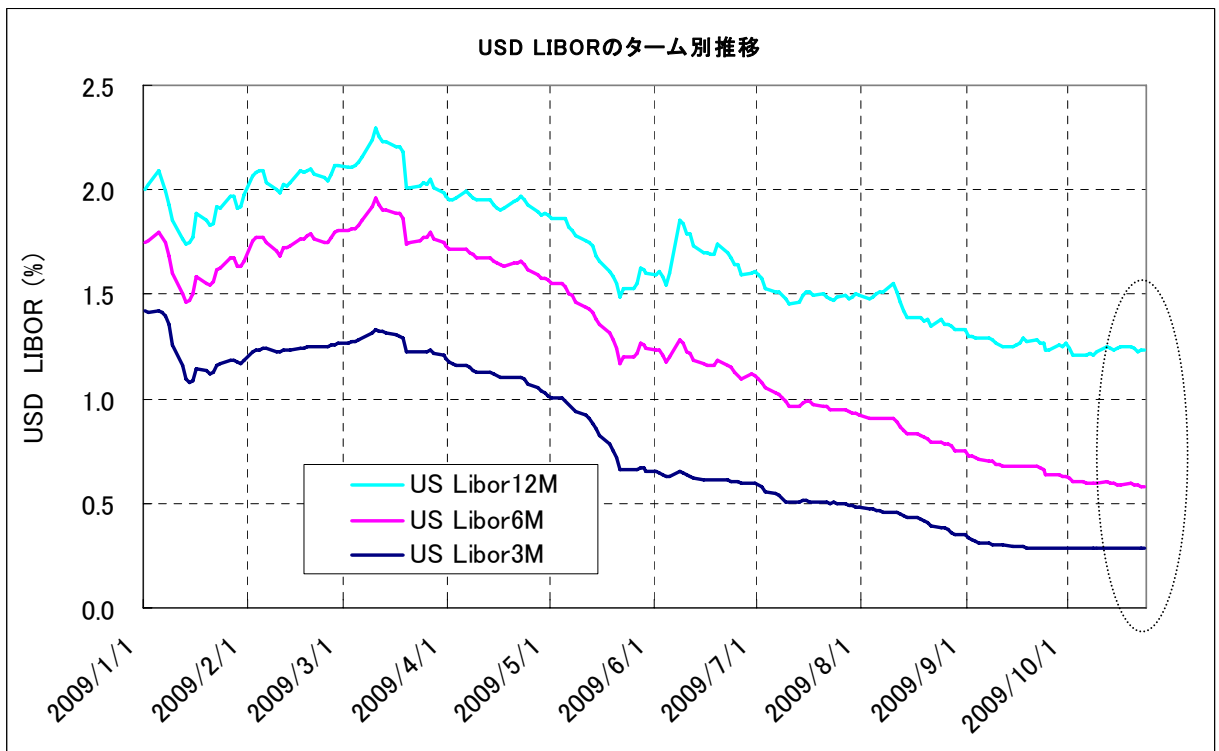
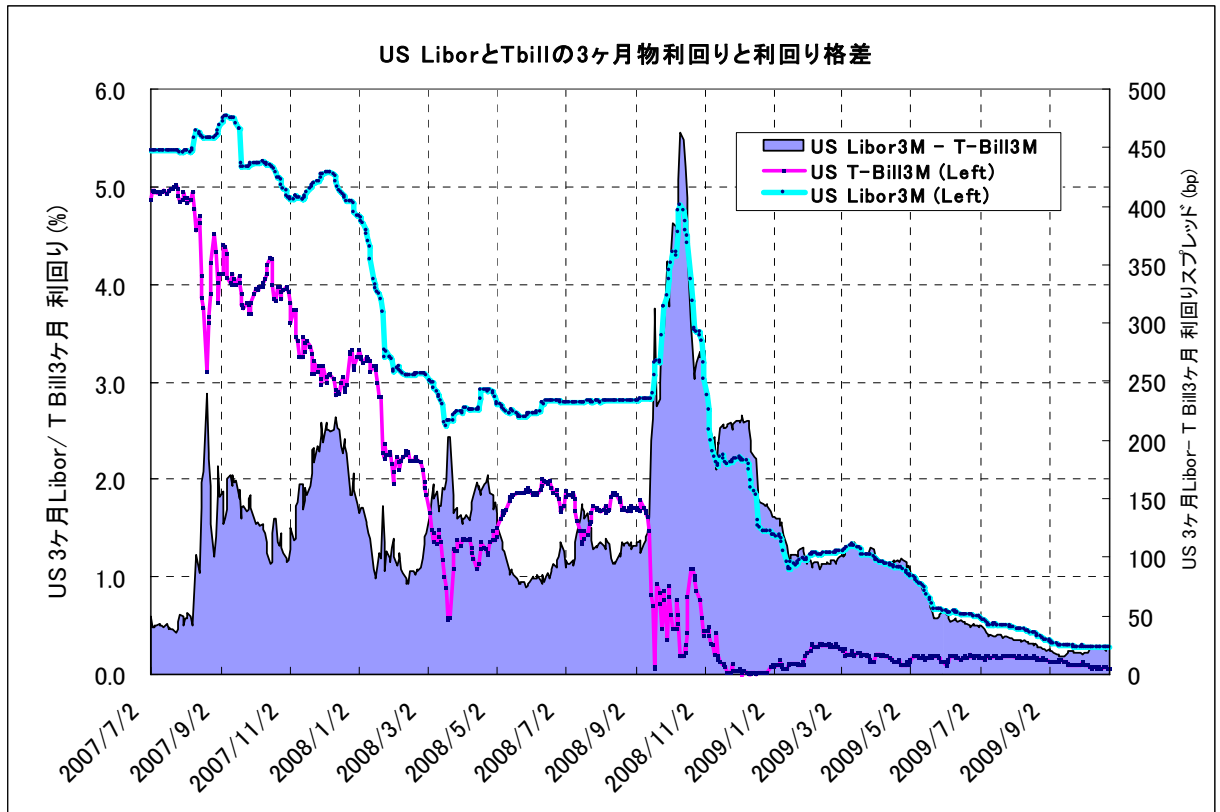
ブレイクイーブンレートは大きな変化なし。



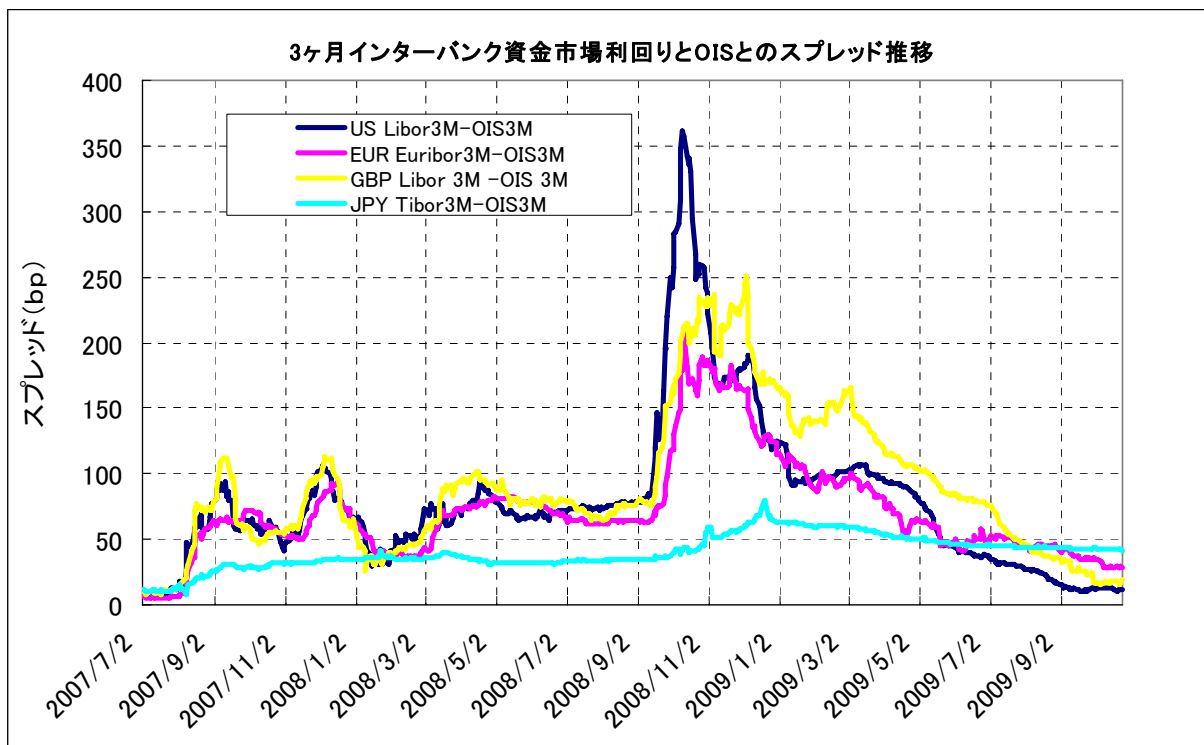
(末永)

## 2. 資金市場～ほぼ変わらず

ドル、欧州、円ともに資金市場に大きな動きなし。

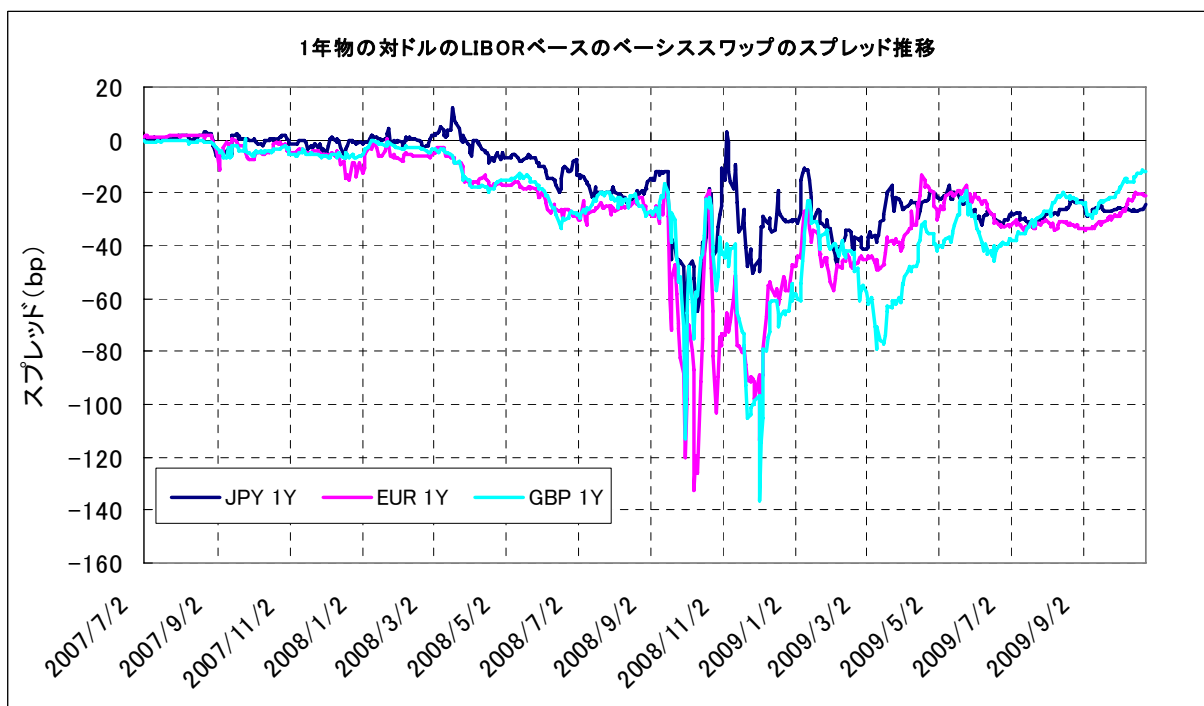


スプレッドの縮小は一服となり、若干反発する動きも。相対的には円の高止まりが続いている。



ベーススワップスプレッドはほぼ変わらず。

【1年物】



(末永)