GCI Global View

2009 年 11 月 9 日

【目次】

● インタビュー_Protege 社社長_Tord_Stallvik 氏　20091028　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

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

インタビュー_Protege 社社長 Tord_Stallvik 氏　20091028

（先週よりの続編）

⑥　顧客資金の動きについて解説して欲しい。

PPF の主な投資家は、業界報道等でも明らかなように、米国の大学基金、年金基金、富裕層ファミリーが中心となっている。もともと富裕層はほとんど PPF を解約しない傾向がある。ある著名な米国の大学基金が PPF を一部解約しなければならなかった理由は、全体の 25%（投資資金全体の 50%がオルタナティブで、さらにそのうちの 50%がプライベート・エクイティという配分だった）を占めるプライベート・エクイティの流動性が極端に低いため、あたかも現金を確保するために ATM マシンに駆け込むように流動性の高い FOF を解約したという状況だった。プライベート・エクイティに多くの配分をする彼らのポートフォリオは、長期的には優良なリスク・リターンの性質を実現する期待があっても、短期的には毎年の資金拠出そのものにも窮するという状況になってしまった。このため、ポートフォリオ理論上のモデルについての疑問が提起される状況であるが、モデルそのものが機能しないとは思わない。むしろ、資金運用上のオペレーショナルなレバレッジ（この場合は長短と資金拠出のミスマッチという意味で）が極端になっていた、というのが原因であり、効率的なポートフォリオ構成のためのターゲットの優先順位設定などが課題となる。

⑦　PPF として、投資対象先からのゲートや解約停止につかまってしまった比率を教えて欲しい。

ゲートなどを含めて、流動性に問題があった投資資産の比率は最大で昨年末時点での AUM の 4%前後であり、2009 年 6 月末時点で AUM の 1.8%である。FOF 業界平均が最大時点で 20%近くであり、いまだに多くのファンドが高い比率に悩まされている状況の中では優れた内容であると言って良い。FOF の付加価値というのは、希少価値の投資対象に対する投資を選別するという選別眼だけでなく、流動性に対するアクセスを保った上でそれを生かした投資を実現することであり、流動性は何をおいても重要である。

⑧　戦術的アロケーションを FOF 運用戦略の中でどれくらい重視しているか解説して欲しい。

戦術的アロケーションはあくまで限界的（on the margin)なものであって、本来のアルファ追及の姿勢が変わることはない。短期、長期のマクロビューはもちろん重要であるが、それぞれの期間の定義そのものも投資家によってまったく違う。PPF が短期と言う場合、戦術的アロケーションの範疇では 6 ヶ月から 18 ヶ月の範囲内のどこかに位置する。中期、または長期となると数年間の時間軸となるので、例えば今年のパフォーマンスが良いと強調する運用者には、昨年はどうだったかと必ず尋ねたほうが良い。一般的に投資家はどうしても短期的な見方や直近に起きたことを重視しがちになる。谷が深ければその後の山も

高くなるのは当然と考えたほうがよいし、長期的にリスク調整後の優れたリターンを実現するのがヘッジファンド投資の魅力であることを再認識したほうが良い。絶対リターンを志向する投資家がいまだに多いことは認識しているし、PPF が昨年１年間では、業界比較で相対的に良いとはいえマイナスであることも認める。大切なのは、昨年のような厳しい状況でも顧客に流動性で制限を与えることなく立ち回ることが出来たうえに、前述のように業界での立ち位置がこれまでよりもさらに優位であるということだ。

⑨　デューデリジェンスについて、規模の小さいファンドのマネジャーに対してはやり方を変えるなどの特色があるのか？

サイズに関わらず、PPF でこれまでも推進してきたマネージド・アカウントでの取り組みが前提になる。透明性が PPF において全般的に向上しており、すでに全体の 85%の資産について、マネージド・アカウント化による完全透明化が実現している。小さいファンドでは、人的つながりも非常に重要で、業界経験の多い PPF 運用チームのメンバーが何らかの形で対象マネジャーの運用チームについて情報収集の方法を持っていることが強みになる。

繰り返しになるが、マネージド・アカウント化により透明性が増すことで、単にこれまでに比べて時間と労力が削減できるというメリットだけでなく、これまでであれば「どんなポジションを保有しているか」だとか「何をしているか」について議論をしていたモニタリングにおいて、「なぜ」それらのポジションを持っているかなどの詳細の議論が可能になるというメリットがある。全体の質の向上と考えてよい。

⑩ ファンドのライフサイクルを重視した、新興マネジャーおよびシード投資のメリットについて、一般的なアームズレングス・ファンドとの比較で教えて欲しい。

本来新興マネジャーやシード投資のほうがリスクも高いのでリターンも高いはずであろうという指摘は、リスク・リターンの考え方からするとその通りであるとして受け入れる。そして、特殊な事情を除くと PPF でも実際にそうなっている。特殊と言っても、昨年の Paulson Partners との共同案件（CDS 戦略のファンドの新規設定を PPF 側から促して、ファンドの戦略アイデアに加えシード資金の拠出を行い、実質的に案件を主導したこと）で、尋常ではない優良リターンを上げた部分について、彼らがすでに確立されたマネジャーであることからアームズレングスにカウントしているということであって、この部分を除くとシード部分の設定来リターン（年率換算）は＋6.34%で、アームズレングスの同+4.91%よりも高くなり、本来あるべき相対的位置になる。さらに、シード投資によるエコノミック・シェアリング（フィー・シェアから来る PPF の収益部分）の部分は別カウントしており、シードマネジャーのリターンとは定義上峻別している。このため、実質的なシード事業リターンはもっと高くなる。

Paulson Partners 案件では、突出したリターンを戦略的にもたらしたということで、弊社の実力はいかんなく発揮されたが、長期的にみると FOF オペレーターとしての経験に基づく戦略的な新興マネジャー投資およびシード投資が今後も強みと特色になる。

また、年初来や四半期ごとでそれぞれを比較すると、特にシード部分の母数がまだ小さいため、データは安定的ではないことがあり得ることにも注意していただきたい。時間の経過と共に新興およびシードマネジャーが本来のアルファを実現し、さらにサイズが一定規模にいたる過程でコストベースの負担が減るようになると、彼らが確立されたアームズレングス・マネジャーに劣らずの優良なリターンをあげるものと想定できる。

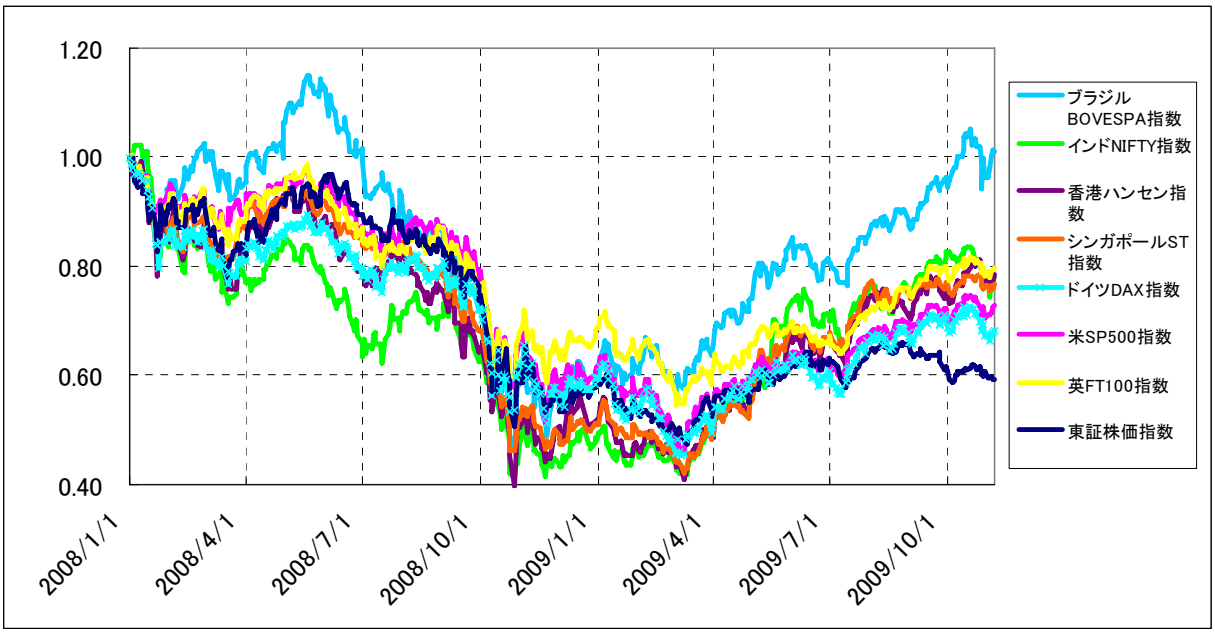
(以上、先週よりの続編。2009 年 10 月 28 日、東京にて。文責　西田)

Global Markets (11 月 2 日～11 月 6 日)

1. オーバービュー

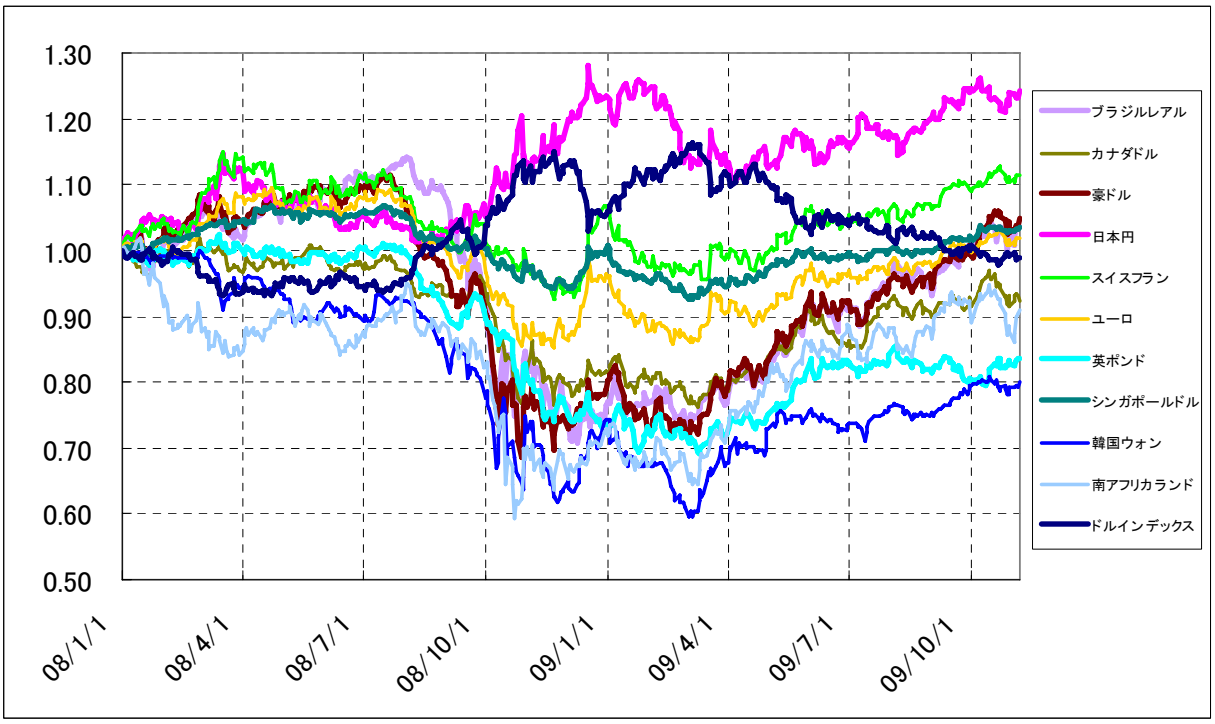
主要株価指数が反発する中、日本株の出遅れが再び強まる展開に。米国の二桁の失業率も相場はある程度織り込み済みとして大きな材料とはならず。先進国中央銀行の緩和姿勢維持方針もプラス材料に。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

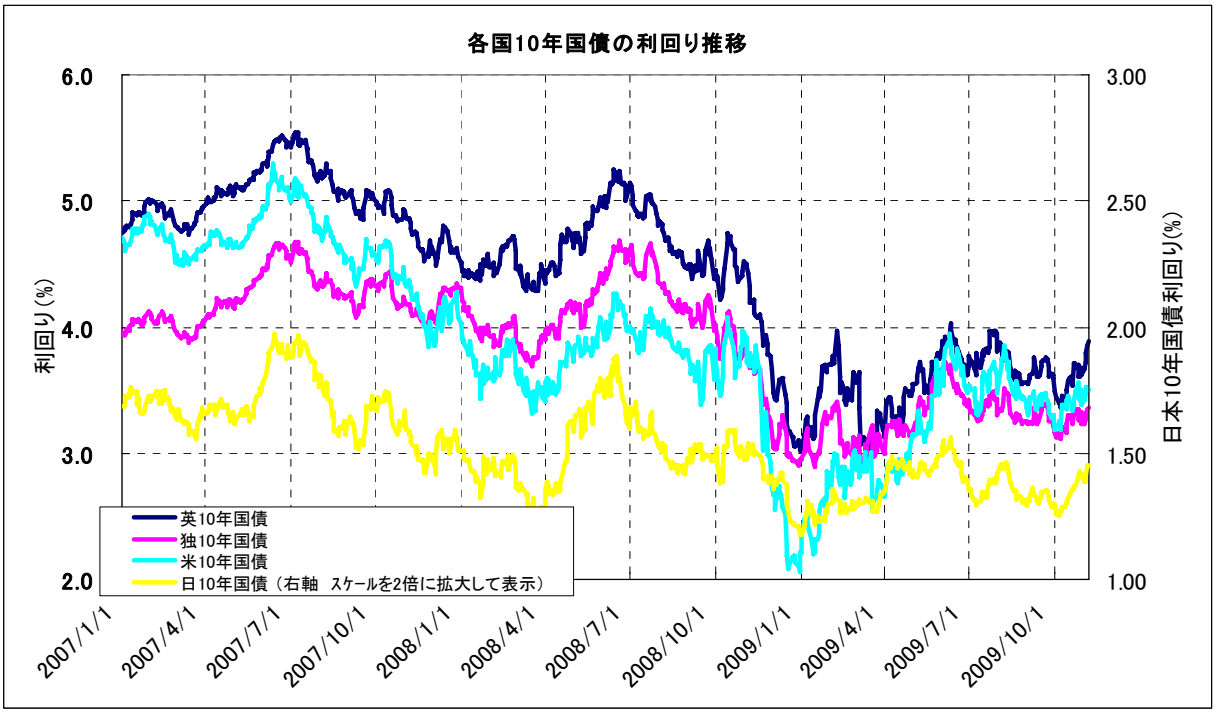


リスク回避的な動きが収まると共に、ドルも再び軟化する展開に。

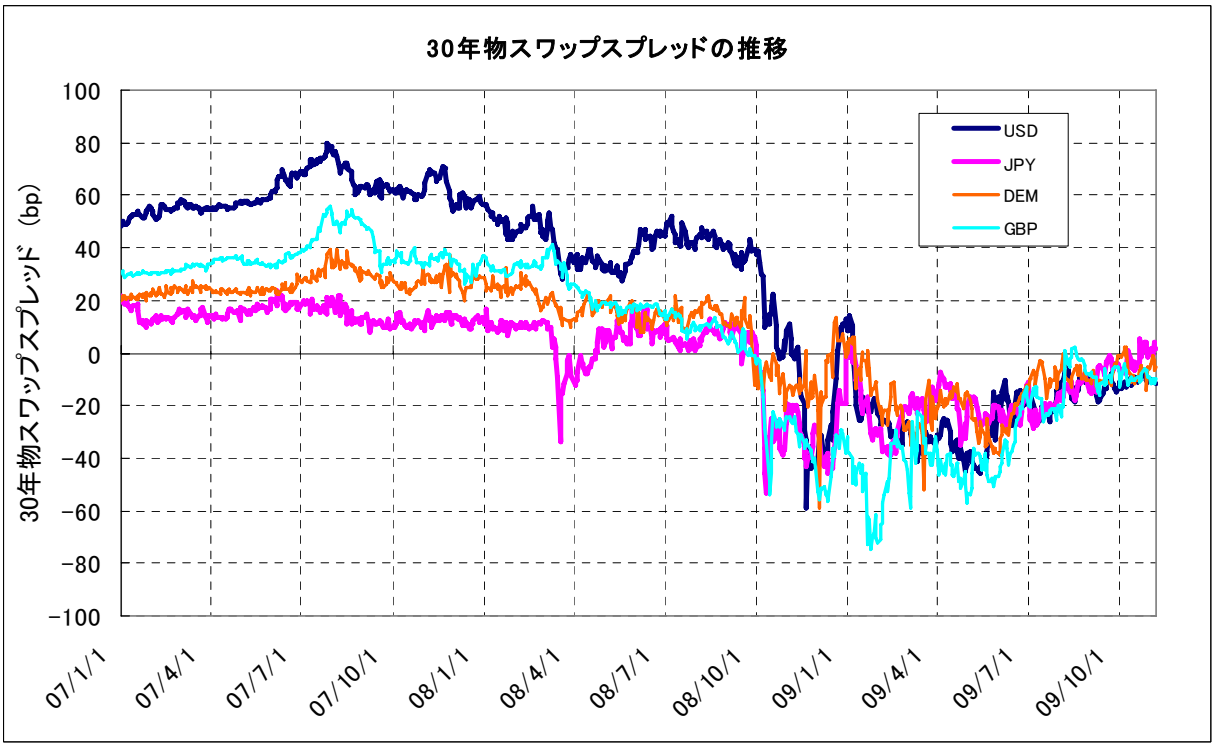
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



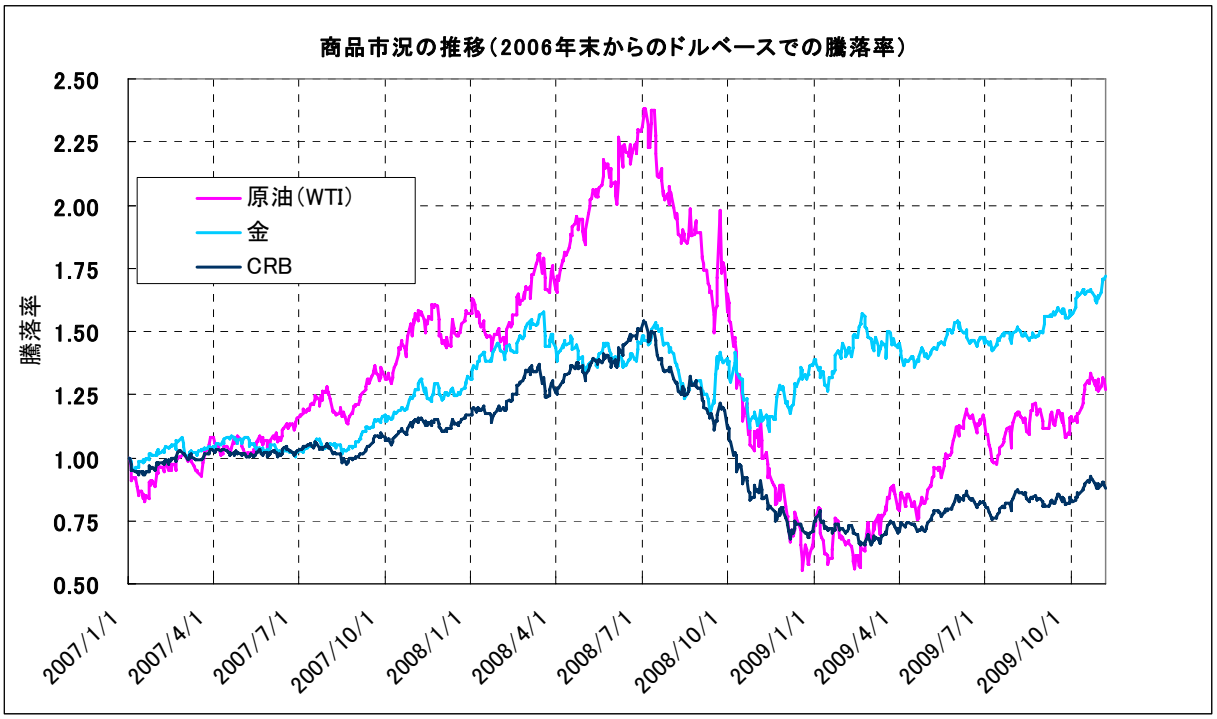
米 FOMC では、超緩和政策の長期にわたる維持方針が示され、短期セクターには利回り低下圧力が強まったものの、長期債はもみあう展開となった。米雇用統計は利回り低下の材料に。緩和長期化見通しが浸透するにつれて、再びスティープ化バイアスが強まっている。日本国債には財政赤字拡大懸念を材料とする長期債への売り圧力も一部に台頭。



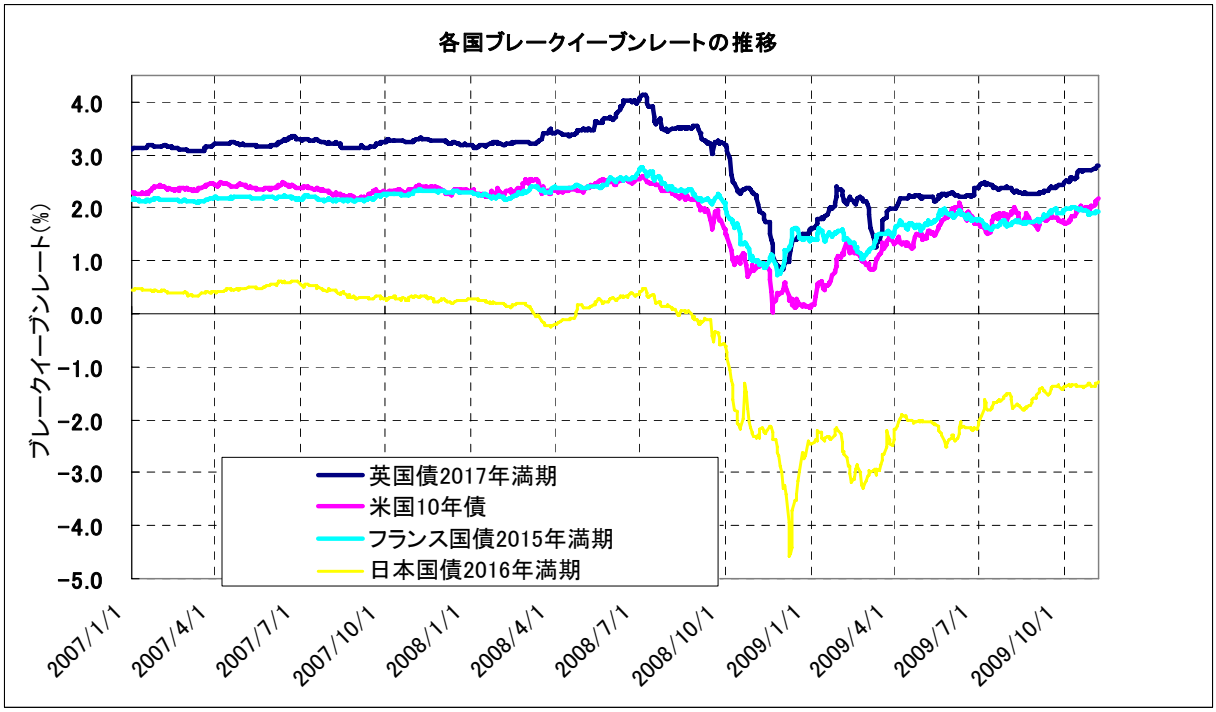
30 年スワップスプレッドは小動き。



インド中銀の金購入報道もあり、金相場は続伸。



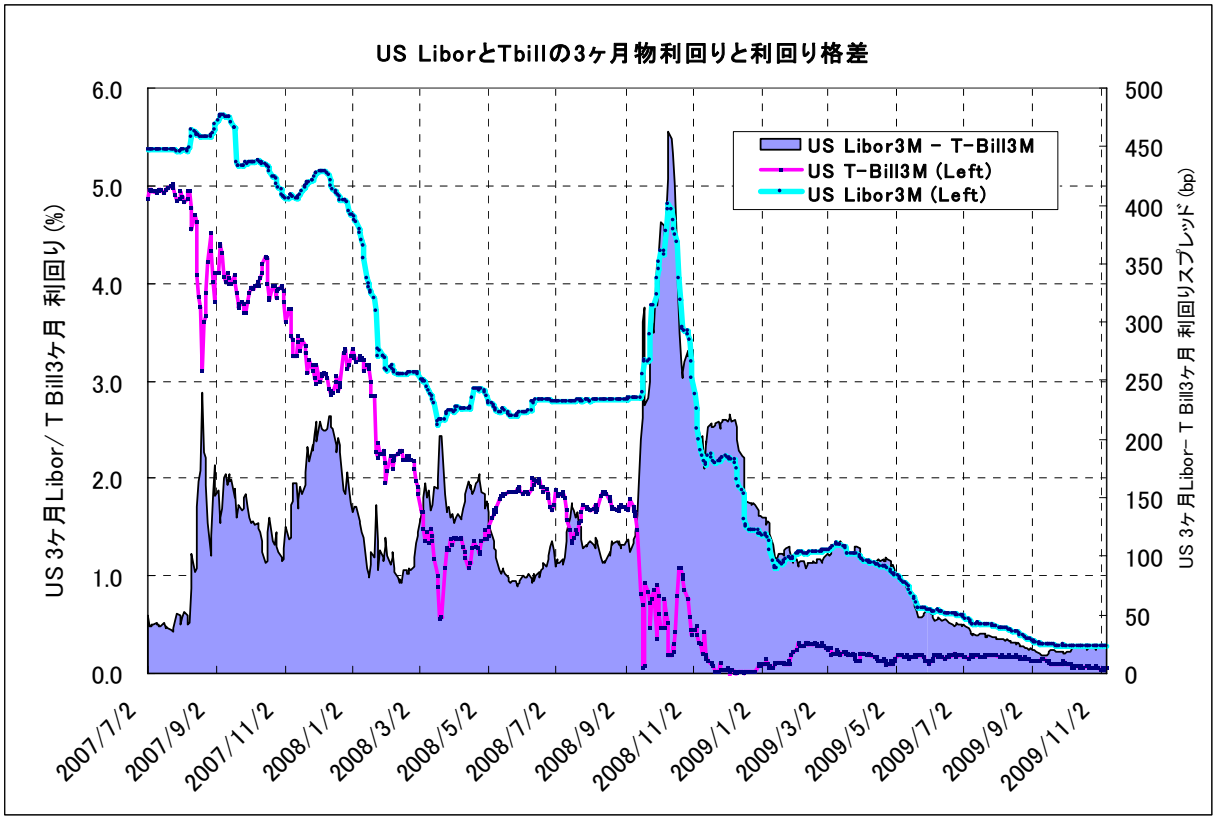
緩和長期化見通しとスティープ化バイアスが強まる動きと呼応するように、英米でブレークイーブンレートはやや上昇圧力強まる動きに。

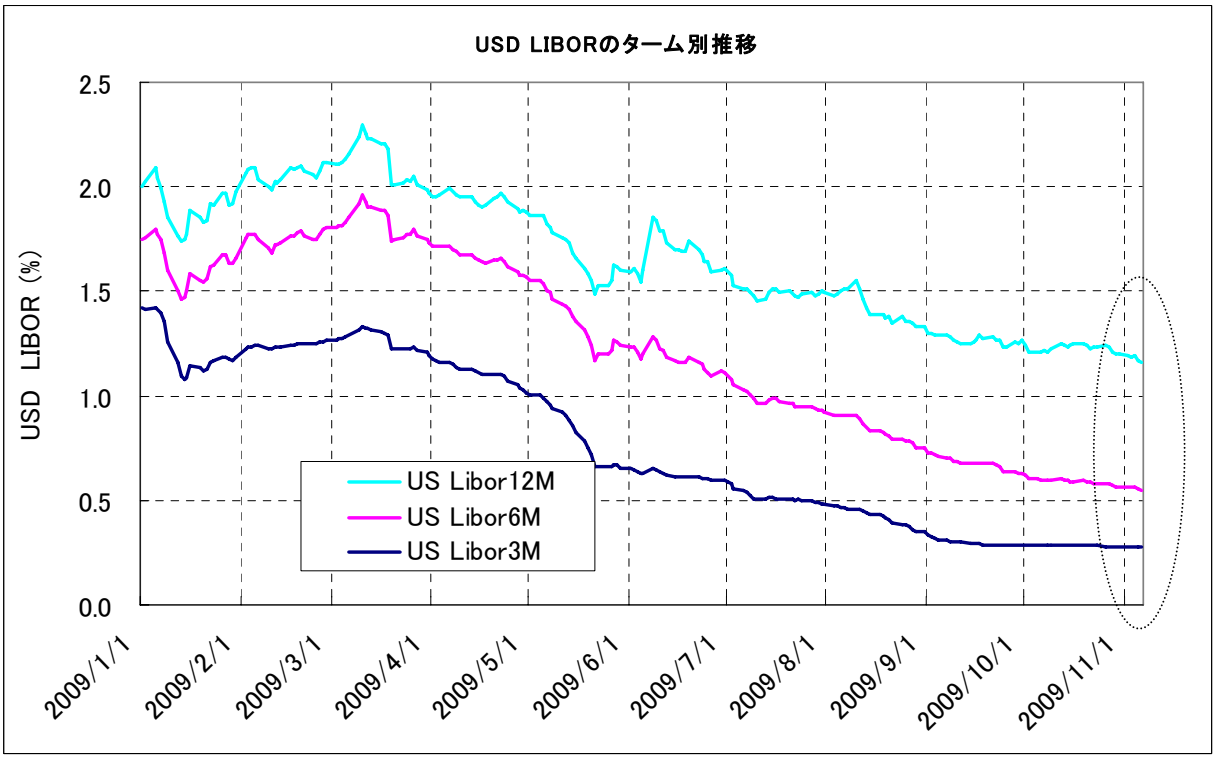


（末永）

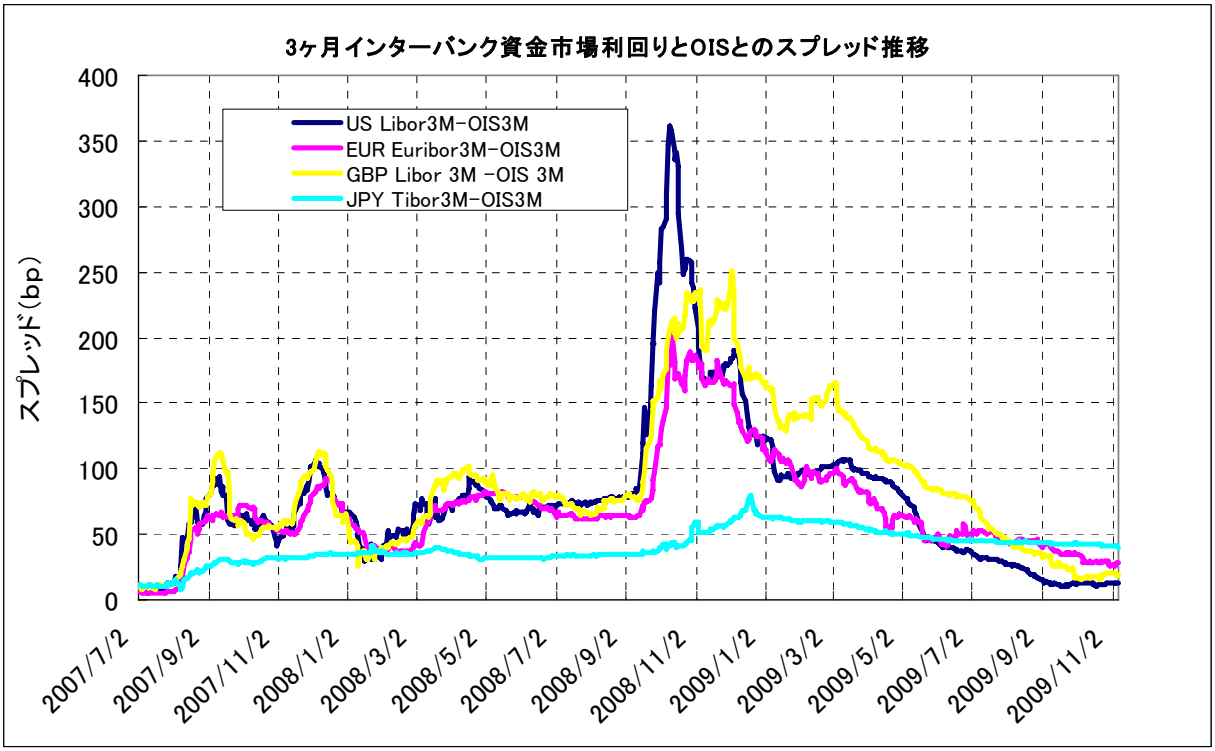
2. 資金市場～変わらず

ドル、欧州、円ともに資金市場に大きな動きなし。



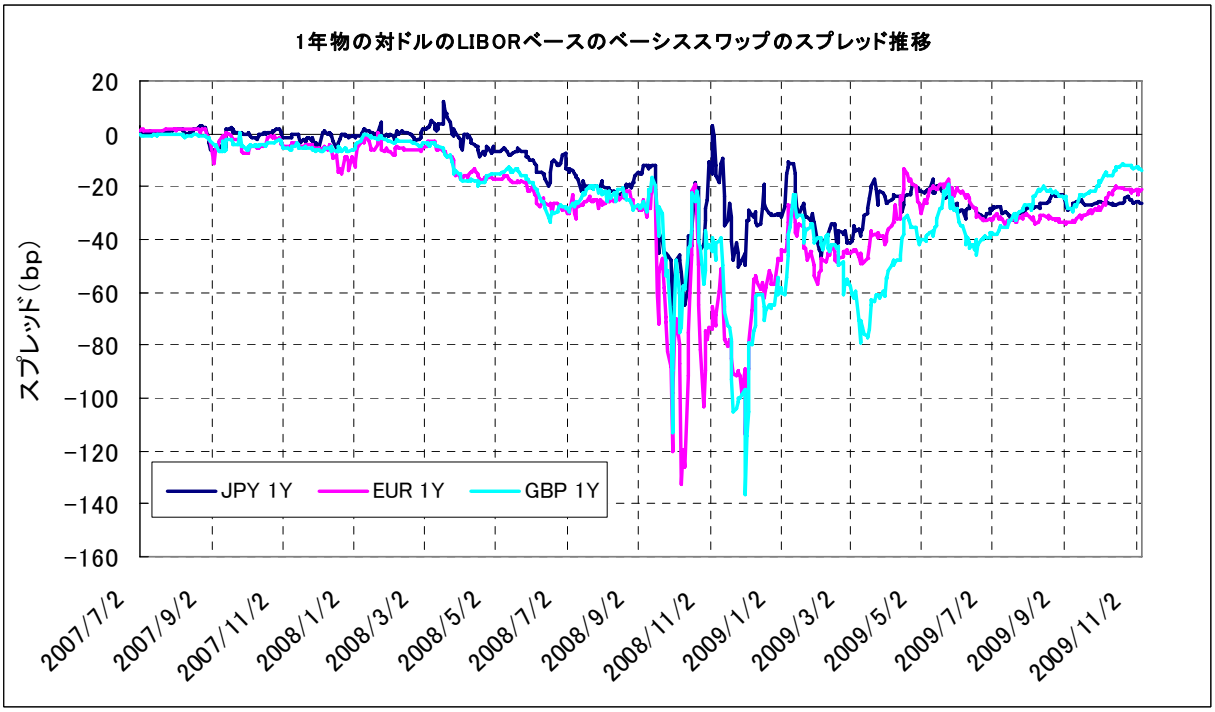


対 OIS スプレッドはほぼ変わらず。



ベーシススワップスプレッドはほぼ変わらず。

【1 年物】



（末永）