

# GCI Global View

2009年12月21日

## 【目次】

● ヘッジファンド投資 再考(年末に向けて) その2	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

### ヘッジファンド投資 再考（年末に向けて） その2

先週は、昨年は日本のヘッジファンド投資関係者にとってヘッジファンド投資が伝統的資産との相関を回避しつつ、相応の収益をあげることができる優れた投資であることをしめすことが出来る千載一遇のチャンスであったものの残念な結果に終わったこと、多くのヘッジファンド投資のご担当者は組織の中でいろいろと報告や説明に終われ大変ではなかったかというようなこととお話しました。

また、一部のヘッジファンドが大型化し、またファンド・オブ・ファンズを通じた大規模な資金流入がそうしたファンドのブランド化並びに一層の大型化を急速に促進したことが、代表的なヘッジファンド指数にみられるヘッジファンド総合指数やファンド・オブ・ファンズ指数における直近5年間における主要株式指数との相関の高まりとも関係していると思われるとの指摘をいたしました。

そうした検討も踏まえ、今回は来年度に向けたオルタナティブ投資としてのヘッジファンド投資のあるべき姿考察を行いたいと思います。

#### （1）伝統的資産との相関の問題

昨年の結果からしばしば耳にした「結局ヘッジファンドは伝統的資産と相関した」との指摘（批判？）は正確とは言えず、「結局日本のヘッジファンド投資家の多くは、伝統的資産と相関してしまったヘッジファンドに投資した」と言うべきなのだろうと思います。何が違うのかと訝しがられるかもしれませんが、「昨年伝統的資産投資とは相関せずに良好なパフォーマンスを計上したヘッジファンドは実は相当な数にのぼるにも関わらず、日本の投資家の資金の大半がそうしたファンドには向かわなかった」ということを言っています。ではなぜそういう結果になったのか、端的に言えば昨年良好な運用結果を残すことができたファンドの多くは規模があまり大きくない(AUMがUSD 1 billionに満たない)中・小型ファンドであったからです。

ブランドファンド化した大型ファンドは、1件投資100億円超というような洗練された投資家から常にライバルファンドとの比較をされつつ、さらにはヘッジファンド指数をいかに凌駕する運用結果をたたき出すか問われる宿命にあります。一方で運用結果がおもわしくなく著しく成績が悪化した運用者や、ファンドの清算を余儀なくされた運用者はヘッジファンド・データベース会社への報告を停止することから、ヘッジファンド指数は常に実際に該当する期間に運用していたファンド全体の数値よりも必ず上振れすることになります。

そうした上振れする指数を凌駕しようという運用、自らが数千億円単位のAUMをかかえつつ同様な戦略を採用するライバル数社に負けないリターンを出さなければならない運用、さらに流入する資金の運用、あるいはさらに資金を呼び込むための運用戦略、どれもしんどい話です。正直気が遠くなりそうな気がします。

大型化したファンドはブティックハウスから運用機関への変革（institutionalization）、運用戦略の多様化（新戦略の採用やマルチ戦略化）等様々な施策を近年とってきました。しかし、「優れた投資戦略を持つファンドといえども運用資産規模が大きくなると、今までと異なる投資を始め、まずもって流動性に欠ける商品に投資し始める」という先週も紹介したとある中小型ファンド投資に特化した FOF の創業者の言葉には含蓄があります。もちろん資産規模が大きくなっても戦略を変えることなく同様に高い運用実績をあげている大型ファンドもあるので、すべてがそうだと切り切っているわけではありません。

少なくとももし日本の投資家がヘッジファンド投資を行うにあたって伝統的資産との相関の低さを重要な要素として考えるのであれば、有名大型ファンド偏重型の投資一辺倒では目的の達成は難しいと言わざるを得ません。実際のところ日本の投資家にとってのヘッジファンド投資とはどのようなものなのでしょうか。

## （２）なぜ日本の投資家がヘッジファンド投資を行うのか

ヘッジファンド投資はリスクが高過ぎて、長期的にはリターンが期待できないのか

様々な投資家の方々とお話ししていると、昨年の出来事は「単に投資のリターンがマイナスになった（＝損失を計上した）」こと以上に、「ヘッジファンド投資に対する信頼が裏切られた」ように感じられておられる方も数多くいらっしゃいました。その背景にはヘッジファンド投資は絶対収益、伝統的資産とは相関しないという期待感があった様に思います。

しかし先週にもお話ししましたとおり、ここまでヘッジファンドの数が増え、戦略も多様化している中でヘッジファンドすべてを一括りにして「ヘッジファンド投資は〇〇だ」ということ事態が難しくなっているように思います。

そこでやはり、なぜ日本の投資家である自分達がヘッジファンド投資を行うのかがどのような戦略を採用すべきか、そのような運用者を信頼すべきかを考える点で重要となると思います。

オルタナティブ投資としてのヘッジファンド投資を債券代替として位置づける、あるいは株式代替として位置づけるという話が良く出ます。ファンドのリスク・リターン特性上あるものは債券代替として位置づけられ、あるものは株式代替として位置づけられるかもしれません。ただここで重要なことはここで言っているオルタナティブ（代替）投資とは投資資産は伝統的資産であるが、投資手法がオルタナティブ（代替）投資手法ということである点です。この場合通常伝統的投資と類似ではあるがより優れたリスク・リターン特性を求めるのが一般的ではないでしょうか。

一方、オルタナティブ投資としてのヘッジファンド投資を独立したアセット・クラスと考える場合、通常すでに保有している伝統的投資とは異なるリスク・リターン特性を求めることが多いように思います。この場合でも流動性を重視するスタンスと、流動性よりもパフォーマンスの良さを重視する立場ではポートフォリオ構築における追求すべき要素も異なってくると思います。

当然規模の大きい投資家においては、複数の要素を考慮し他のオルタナティブ投資（PE、不動産）も含めた複合的なポートフォリオ設計になると思います。

### (3) ヘッジファンド・ポートフォリオの再構築

先週からのヘッジファンド投資再考においては、シングルヘッジファンド投資であれ、ファンド・オブ・ファンズを通じた投資であれ、有名大型ファンド一辺倒からの脱却が必要になること、また投資に際しての検討のユニバースをなるべく広く持つべきであるという点を指摘させていただきたいと思います。これをあたりまえのことと思われる方も多いかと思いますが、実はあたりまえのことをきちんと行うことが一番難しいのです。数多くのファンドを分析するのは時間も手間もかかりますし、優秀なリサーチ担当ほど大型ファンドに向けられるのは、株におけるアナリストのありようと同じです。

有名ブランドに頼れば、多くの人の賛同は得られます。しかし人知れず優れた運用をおこなっている運用者も多々あり、そうした誰もが知っているわけではない運用者をしっかりと調査し投資をしているファンド・オブ・ファンズもあります。日本からの投資はまったくありませんが、欧米の年金基金・保険会社のためにオーダーメイドで欧州のヘッジファンド運用者に特化した投資を行うファンド・オブ・ファンズなどがそうした例のひとつです。

GCI はまだ規模が大きい優秀なヘッジファンド運用者への投資を欧米の一流プレーヤーや業界関係者とのネットワークを築きながら、今後も進めていきたいと思います。日本に軸足を置く稀少なオルタナティブ投資運用会社として、これまで着実に蓄積してきたヘッジファンド運用のノウハウを最大限に活用し、これからも運用実績を積み上げることで「オルタナティブ投資のベストサービスプロバイダ」とみなさまから信頼される投資運用会社を目指します。

今後も、ヘッジファンド投資や絶対リターン運用に対する、お客さまの幅広いニーズに応じた運用ソリューションの提供に取り組んでまいりますので今後とも一層のご指導、ご鞭撻並びにご愛顧をお願い申し上げます。

グローバル・ビューは今号が今年最後となります。  
本年は大変お世話になりました。  
皆様どうぞ良いお年をお迎え下さい。

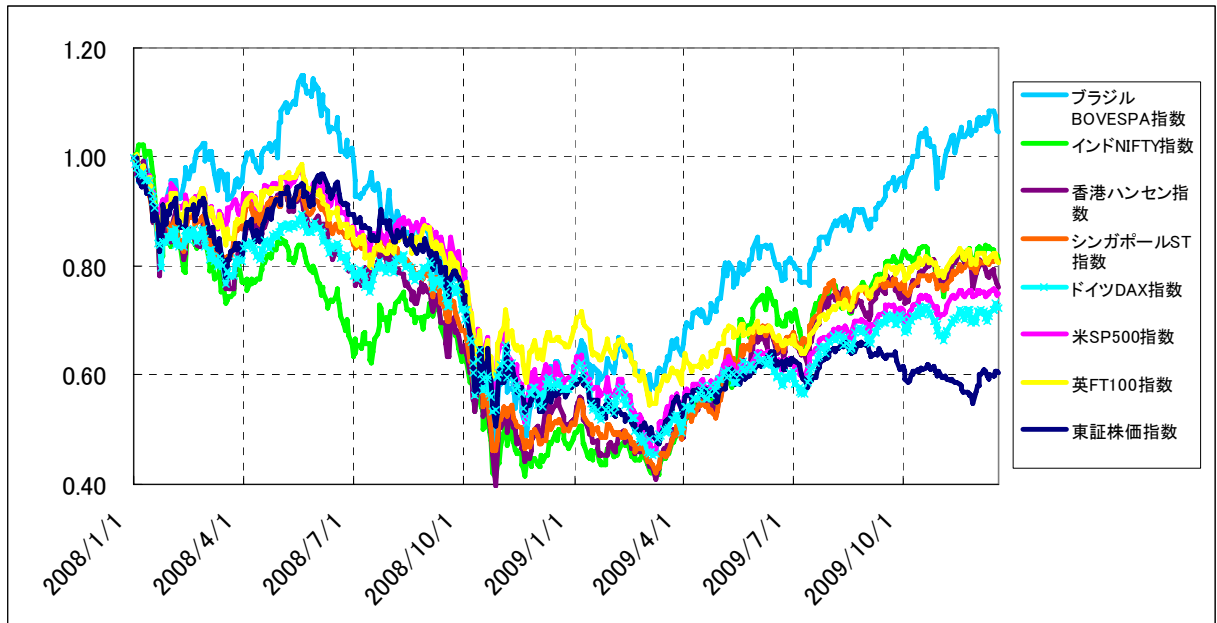
(インベストメント・グループ)

## Global Markets (12月14日～12月18日)

### 1. オーバービュー

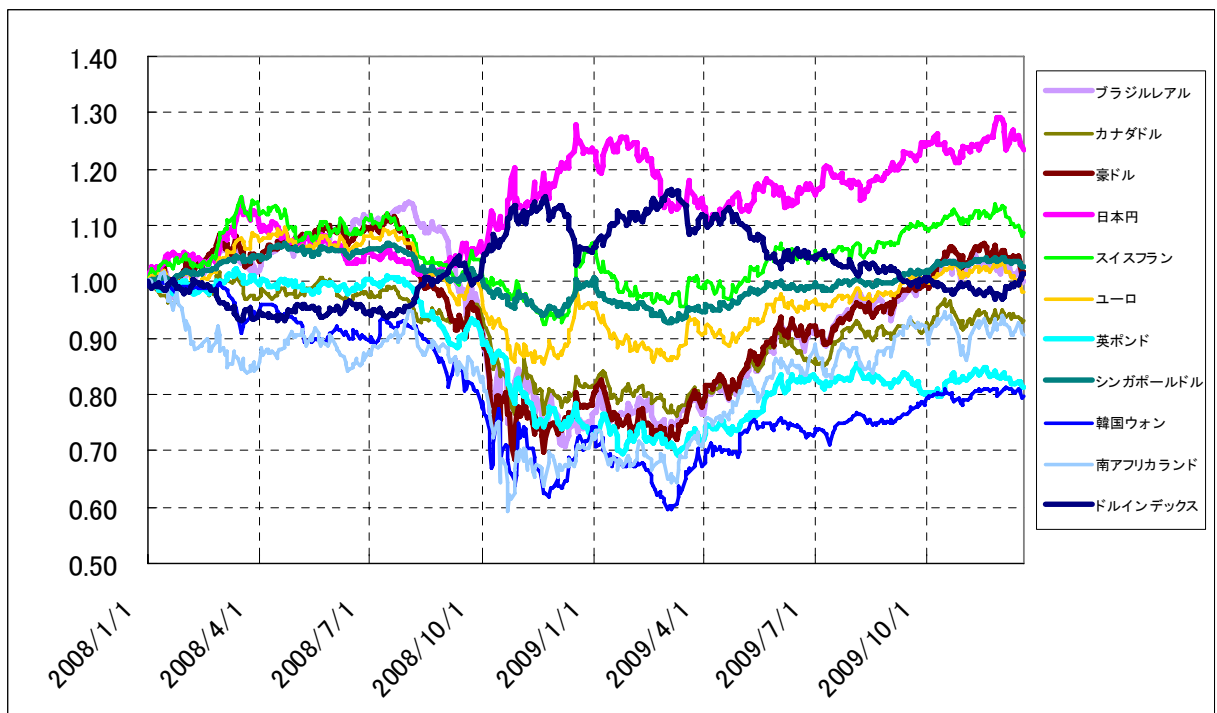
株式市場は年末を控えて方向感なく、新興市場もやや調整モードが支配的な展開となった。来年にかけての景気の二番底を懸念する見方も根強く、政策対応としても危機対応の流動性対策は縮小し、財政も期待しづらい状況となる中、FOMCでも確認されたようにかなりの長期にわたり先進国の中央銀行が政策金利を低水準に維持することが期待されよう。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

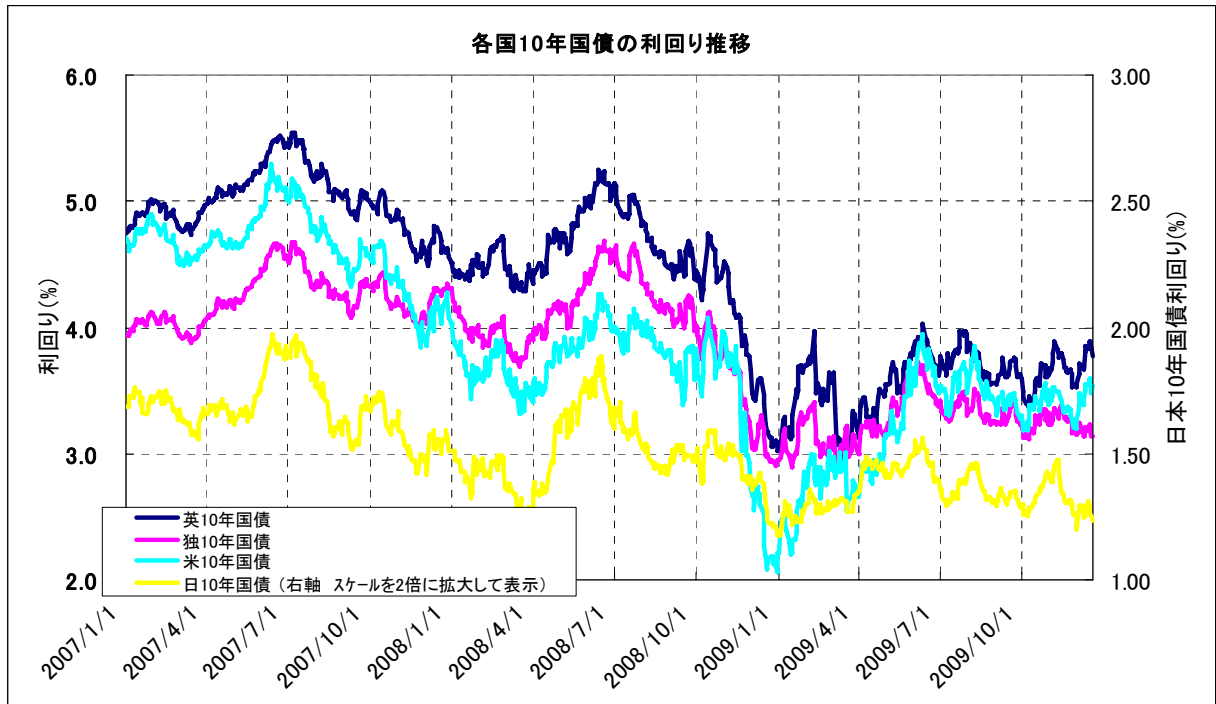


ポジション調整的な動きから、ドルの買い戻しが続く。ドル全面高に。

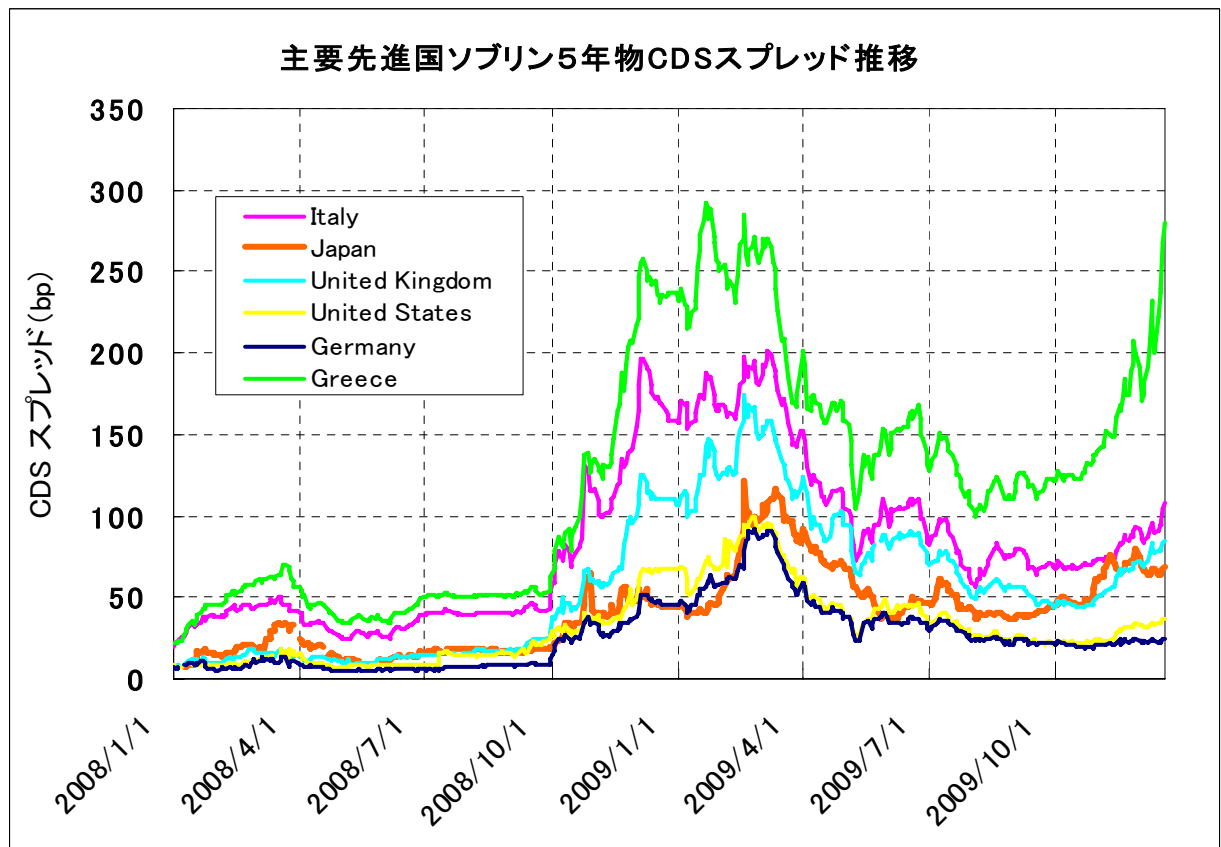
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



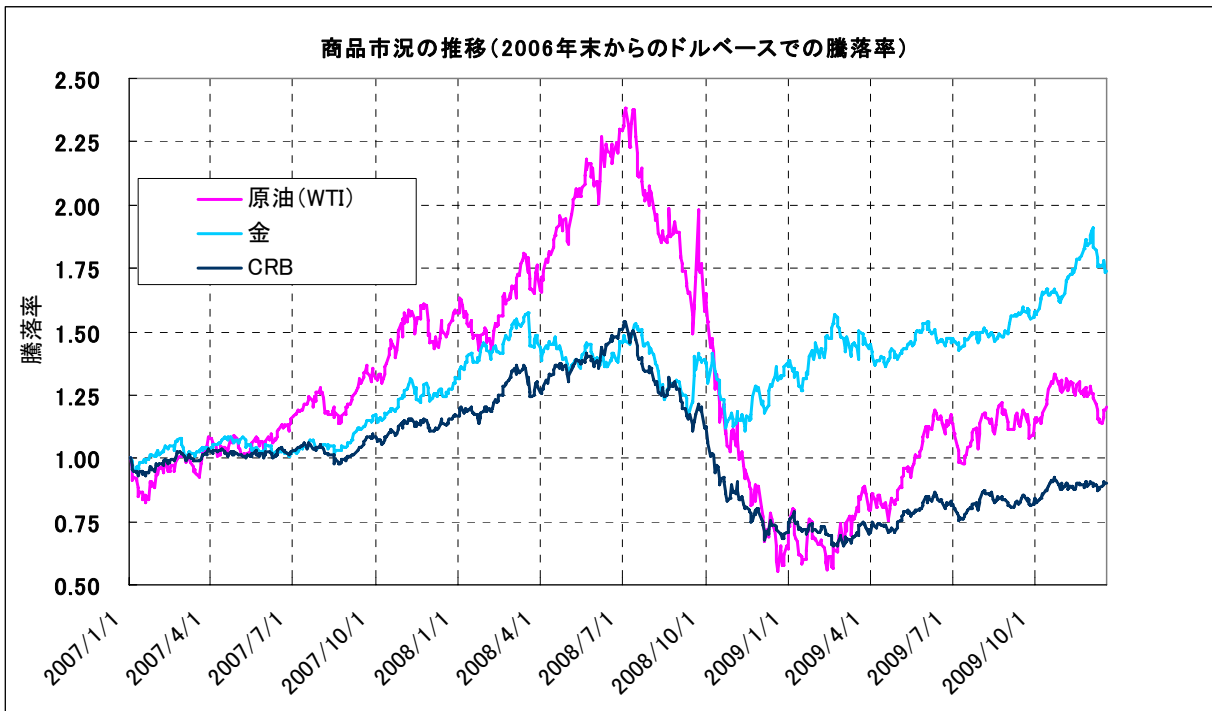
米国 FOMC では景気認識を上方修正しつつも、政策金利を長期にわたり異例な低水準に維持する方針があらためて示されたことから、市場は比較的狭い範囲での動きに留まった。



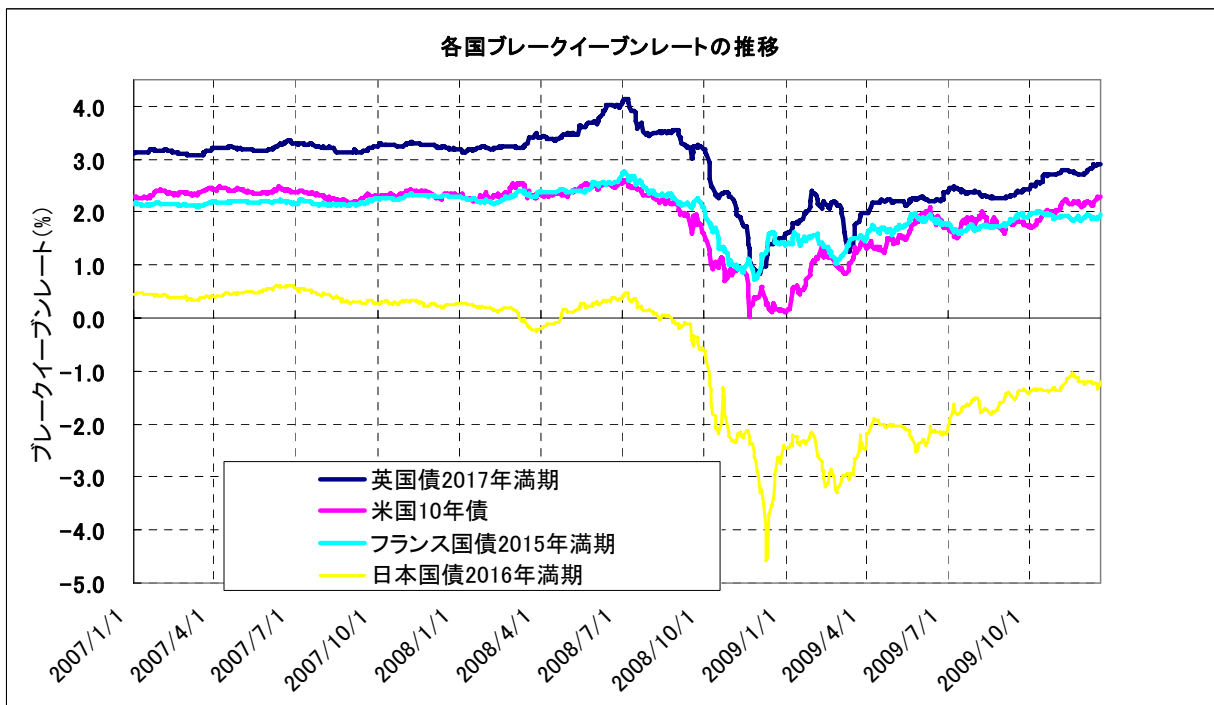
ギリシャのスプレッド拡大は継続し、リーマンショック後の水準に到達。イタリア、英国も拡大傾向。



割安感からの買いからようやく反発。



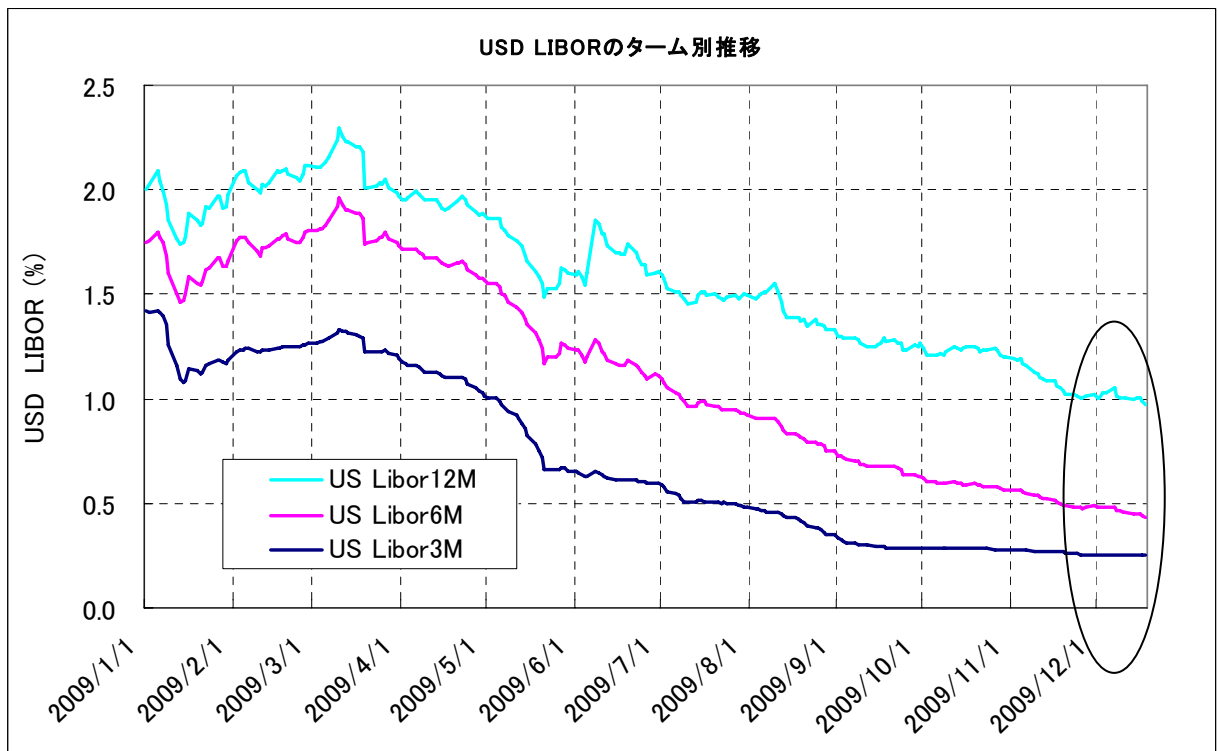
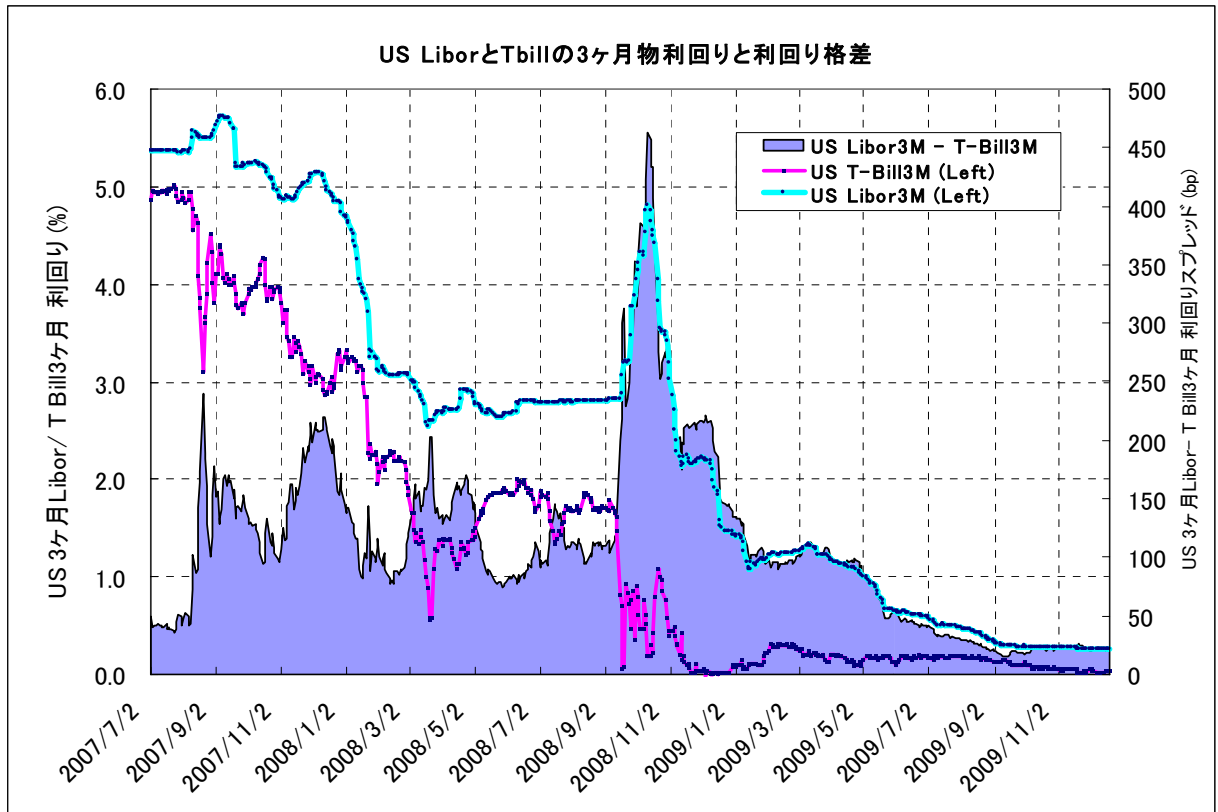
英米で拡大傾向に。



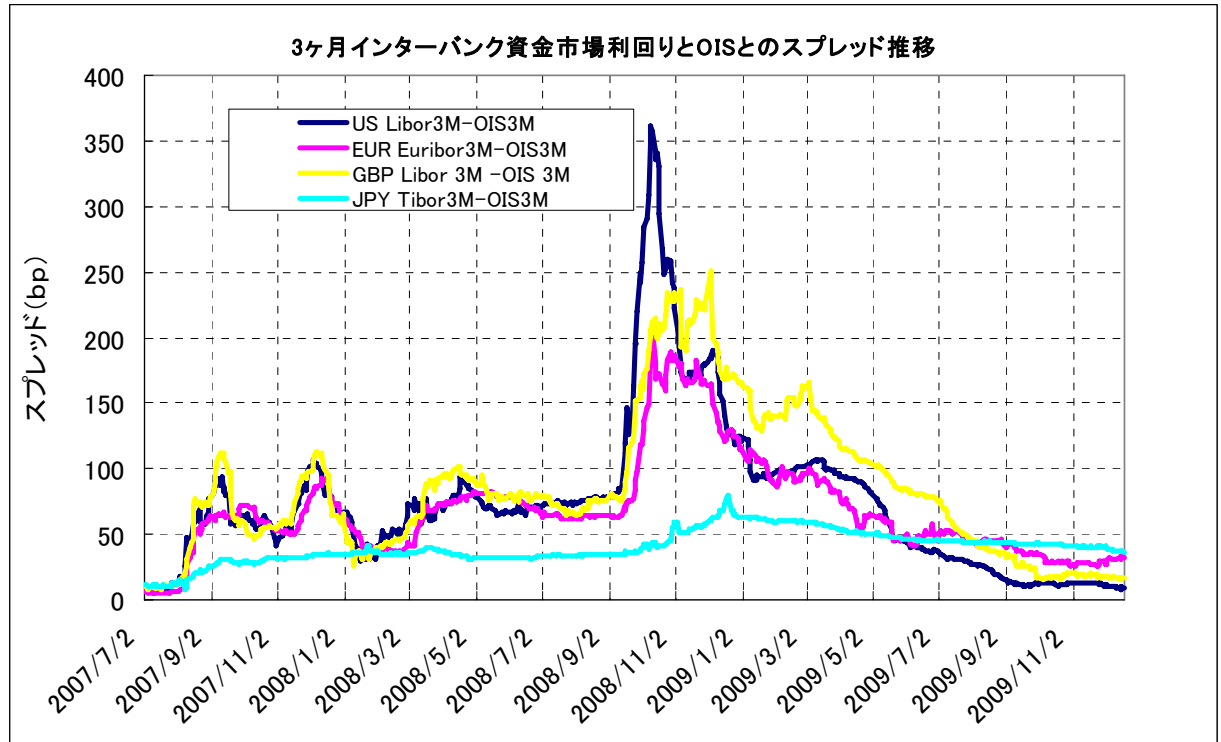
(末永)

## 2. 資金市場～長めのターム物に低下圧力(米ドル)

FOMCで緩和姿勢の継続が示されたことから1年物などの長めのターム物の金利が低下。

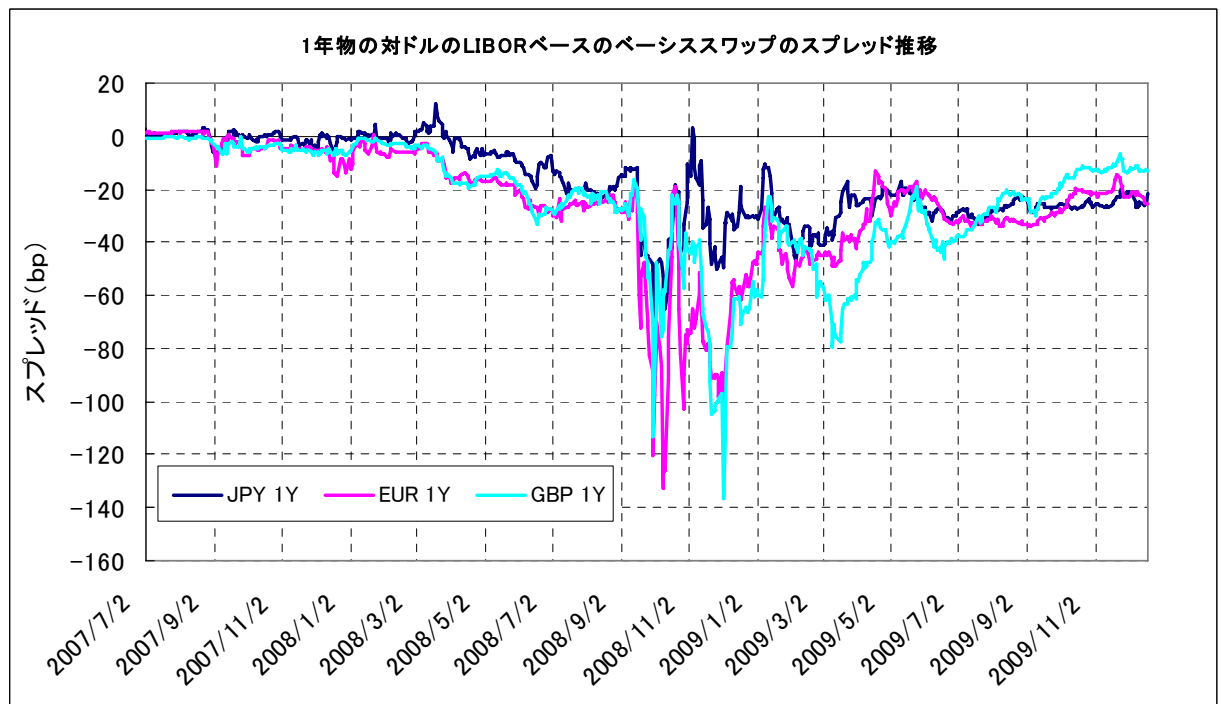


対 OIS スプレッドはほぼ変わらず。



ベーススワップスプレッドもほぼ変わらず。

【1年物】



(末永)