

GCI Global View

2010年1月12日

【目次】

● アルファの源泉	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.5

【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

アルファの源泉

はじめに

ファンドの評価にあたり、昨今オペレーショナルデューデリジェンスの重要性がクローズアップされ、実際にファンドが破綻するケースの多くが運用そのものの問題よりも、ブローアップやカウンターパーティリスクの顕現化など、しっかりとしたオペレーショナルデューデリにより、未然に防ぐことが可能なケースが多くを占めていることからそのような傾向は肯けるものです。このプロセスはある程度パターン化が可能なものといえますが、一方で運用そのものの評価については、いわゆる4P（philosophy, people, process, portfolio）などの類型化された観点もありますが、特にヘッジファンド運用についてはリターンを産み出すアルファの源泉を見極めることがその中心となります。これについてはヘッジファンドと一括りにいっても、イベントドリブン戦略やアクティビスト戦略からCTAまで、そのスタイルによって様々な中、類型化が難しいところでもあります。

三つのポイント

アルファ創出は、一般には銘柄選択とマーケットタイミングのスキルに依存するものといわれ、昨今ではヘッジファンドのリターンが市場ベータ、あるいはオルタナティブベータに依存し、純粋なアルファによるリターンは減少傾向にある（あるいはアルファ以外に依存したヘッジファンドが増加した）との指摘もありますが、個人的には以下の3つのスキルの把握に努めることがアルファ創出能力を見極めるプロセスの重要度の9割以上を占めていると感じています。

「価値の分析」

「需給の把握」

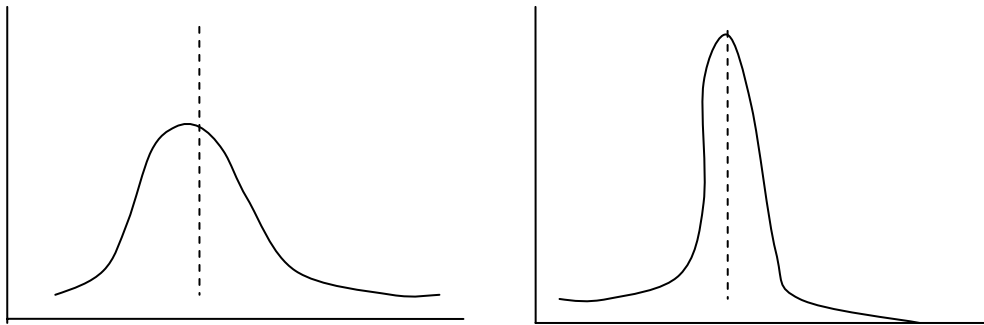
「エクスポージャーのコントロール」

このうち最初の二つの「価値の分析」と「需給の把握」が投資のアイデア創出につながります。三つめの「エクスポージャーのコントロール」がそのアイデアを具体化し、リスクをリターンに転換する実行力ということになりますが、この「エクスポージャーコントロール」は、そのタイミングを含めてリスクテイクとリスク回避を包含したものであり、複数銘柄となれば（通常そうなりますが）「ポートフォリオマネジメント」と呼ばれるものでもあります。これについてはまた別の機会にふれるとして、ここではアイデア創出の源である、「価値の分析」と「需給の把握」について簡単にふれておきたいと思います。

価値の分析

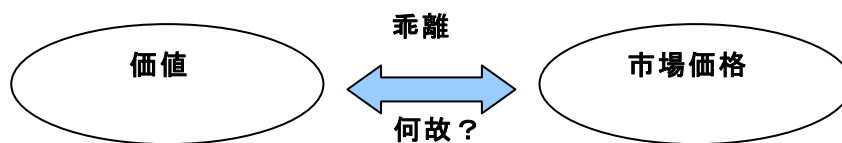
「価値の分析」といった場合には、例えば株式ロングショート運用において、定性判断や定量評価を交えながら「企業の本源的価値を推定する」として、ある特定の理論株価水準を算出するようなイメージがありますが、本来は、「リスク」すなわち将来の不確実性の度合いも含めて評価を行うものであり、具体的なイメージとしては、将来の変動の「分布」

を推定することに近く、その期待値に相当するものがある一つの価値水準となります。この「分布」について、過去の実際の価格変動については算出可能ですが、ここではあくまで将来の、そして本来あるべき価値の推定についてであり、数値として定量的に分布を算出するようなものではなく、多面的な切り口からのアプローチを通じて大枠としてそのようなとらえかたをし、将来の変動性やその偏りも含めて価値の推定を行っているのかどうかに注目します。また、複数の資産間、銘柄間での同時分布を想定することが、将来のこれらの相関関係をイメージすることにつながります。



需給の把握

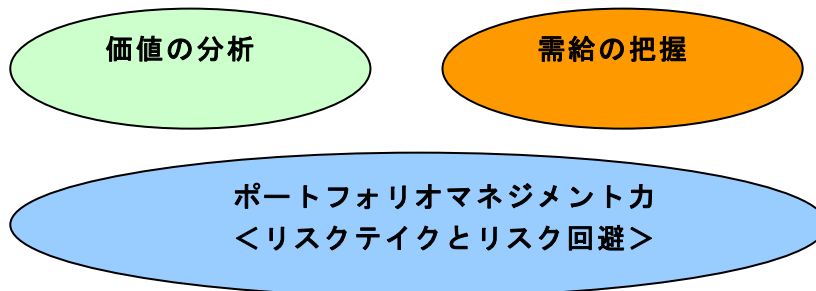
このように推定された「価値」と実際の市場の「価格」との乖離を、その変動性も含めて捉えることがまさにアルファ創出につながるものですが、「需給の把握」は、この「価値」と「価格」の乖離が何故起きているのか、そしてその乖離が今後どのような動きとなるかが推測されるのかを裏付ける材料となります。往々にして市場で強制的に売買せざるを得ない市場参加者が存在するときに（例えばロスカットにより強制売却を強いられるプロップトレーダーなど）、市場にこの乖離が生じて、他の市場参加者が効率的にアルファを産み出すことが可能となります。ただし、バブルが生成される過程で、それがバブルだと認識できたとしてもそれがどこまで到達するのか、そしてどこで崩壊するのかを予測するのがほとんど不可能に近いように、一般的にはその需給動向の全貌を 100%の確信を持って判断することは困難であることが多いと思いますが、その信頼度を少しでも強めるための材料を追求する姿勢が問われます。



金融・投資ビジネスの根幹 — 投資銀行業との比較を交えて —

これらの「価値の分析」と「需給の把握」は、投資運用業の核心であります。もっと幅広くビジネスのあり方を俯瞰してみると、この両者が先の「ポートフォリオマネジメント力」を基盤として金融や投資に関わるビジネスの根幹をなすものといえます。

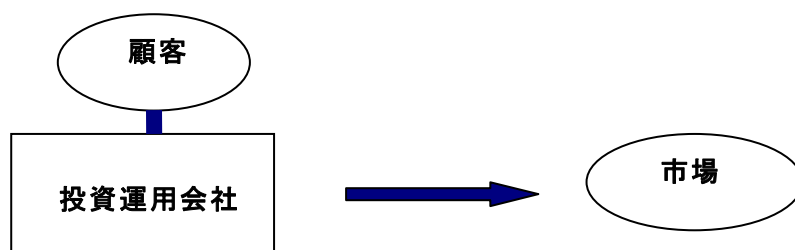
金融・投資ビジネスの根幹



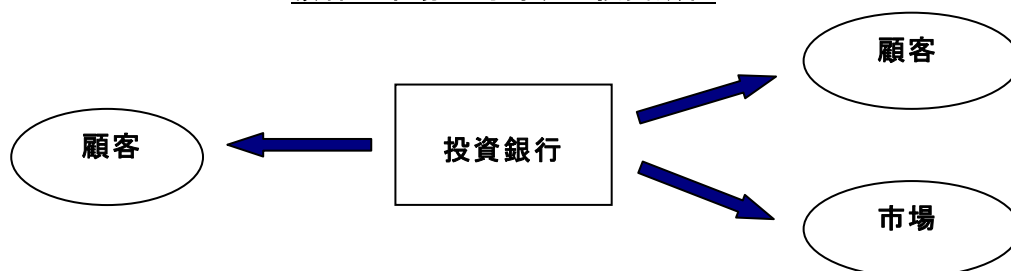
投資運用業は、価値の分析を武器として市場の需給を見極めながら顧客のために市場から超過リターンを獲得することを目指すという構造にあり、その対峙する相手は唯一「市場」となります。一方で、投資銀行業も同様に、「価値の分析」を武器としますが、顧客と市場との間で、またあるときは顧客と顧客との間で、リスクや資金の仲介を行うというのが投資銀行のビジネスモデルであり、市場のみならず顧客のニーズや需給の把握がより重要なものとなります。ただし、投資運用業、その中でも特にアルファ創出を目指すヘッジファンドマネジャーが対峙する相手が市場のみであり、その需給の動向を見極め、歪みを見出し、市場から超過収益を奪いとることに専念しているのに対して、投資銀行業は、本来は顧客に便益を提供すべき存在であります。市場のみならず顧客とも対峙しながら場合によっては顧客から超過収益を奪うこともあり得る構造といえます。特に情報の非対称性が顧客との間に存在する場合（往々にして存在し、存在するからこそ投資銀行の存在意義があるのですが）には、投資銀行にその動機付けが働きやすいという宿命にあります。

需給の把握という観点では、顧客の需給と直に接している投資銀行に比較優位があるともいえますが、過去の経験に裏打ちされた情報収集力と分析力により、ヘッジファンドマネジャーがそれらに対抗して純粋に市場というフィールドで打ち勝っていくことは十分に可能であると考えています。

市場とのみ対峙する投資運用会社



顧客と市場と対峙する投資銀行



最後に

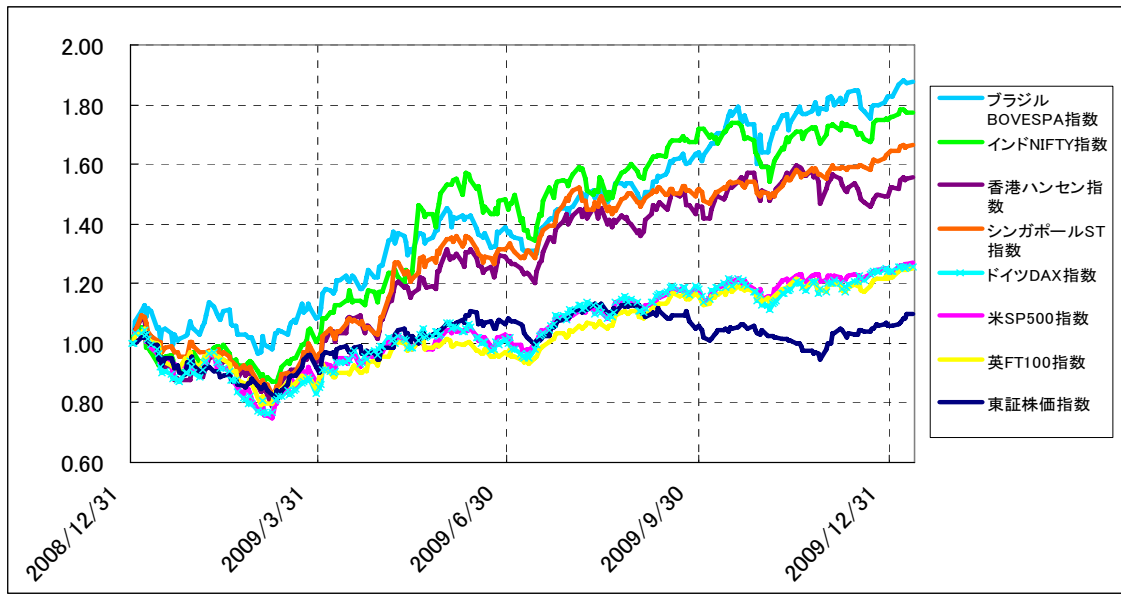
実際のファンド評価にあたっては、過去の事例のヒアリングなど多面的なインタビューを通じて行われることになるとと思いますが、これらの「価値の分析」と「需給の把握」といった観点を意識しながら、運用評価に取り組まれることを是非ともお勧めいたします。
(末永)

Global Markets (1月4日～1月8日)

1. オーバービュー

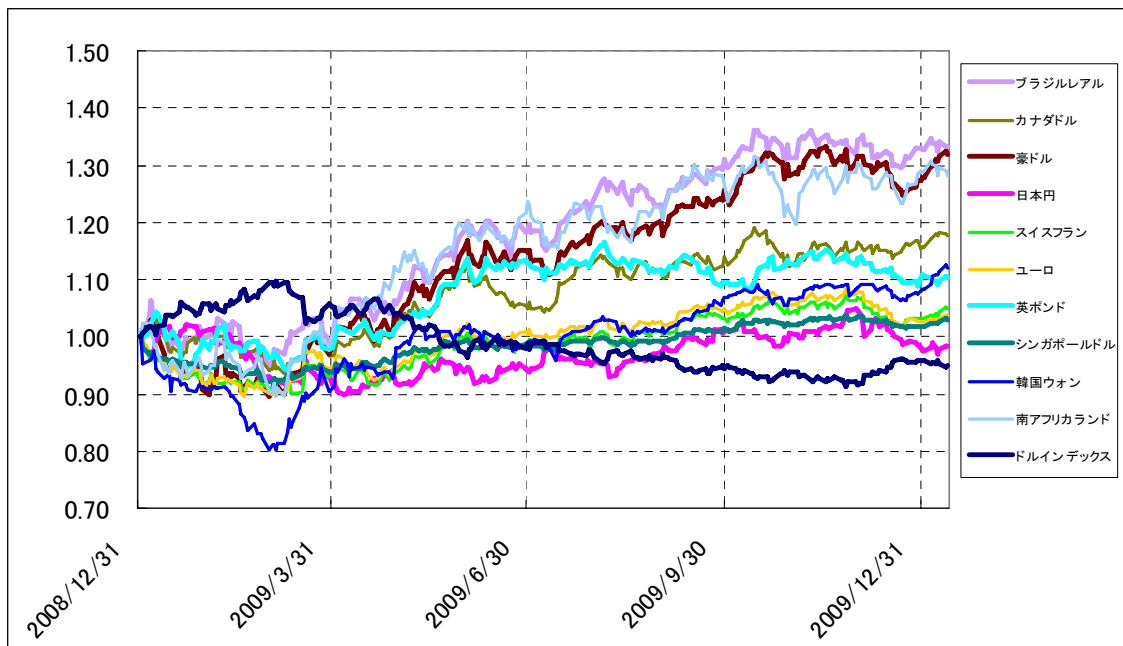
緩和早期解除懸念は一旦落ち着いた中、株式市場は比較的小動きながら堅調な推移が続いた。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

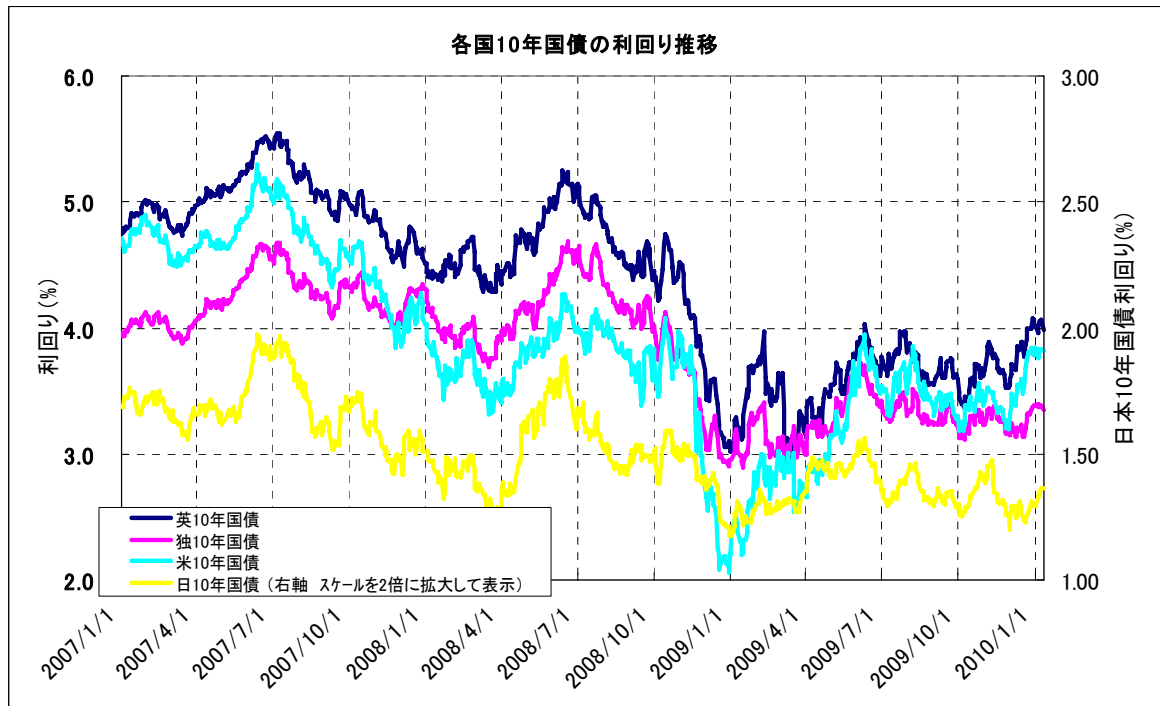


米国雇用統計をきっかけに緩和長期化期待が再び強まりドルは調整モードに、ドル円も92.3円台で足踏み。

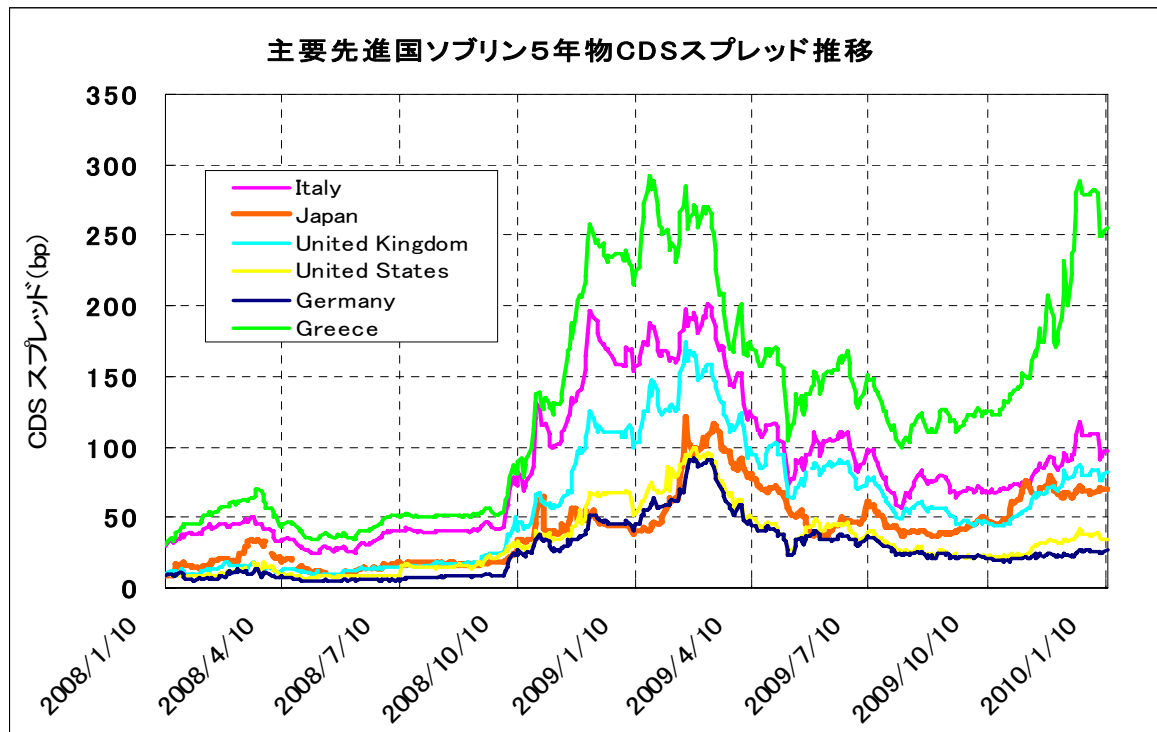
【各国通貨の2007年末からの対ドルでの変化率の推移】



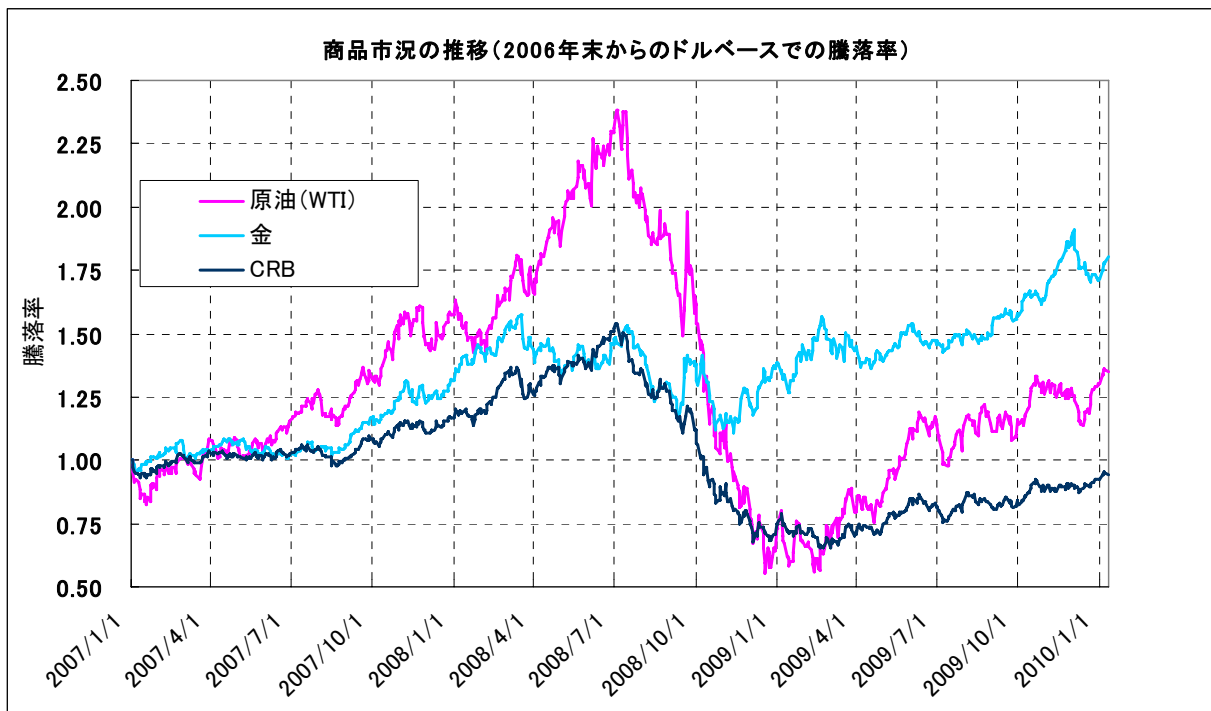
米国では雇用の改善が市場の予想に反して進んでいないことから、短期セクターで意識されてきた緩和解除への警戒感はひとまず落ち着き利回りは低下したが、長期債は入札の警戒感とスティーブ化トレードの活発化からもみあいが続いた。



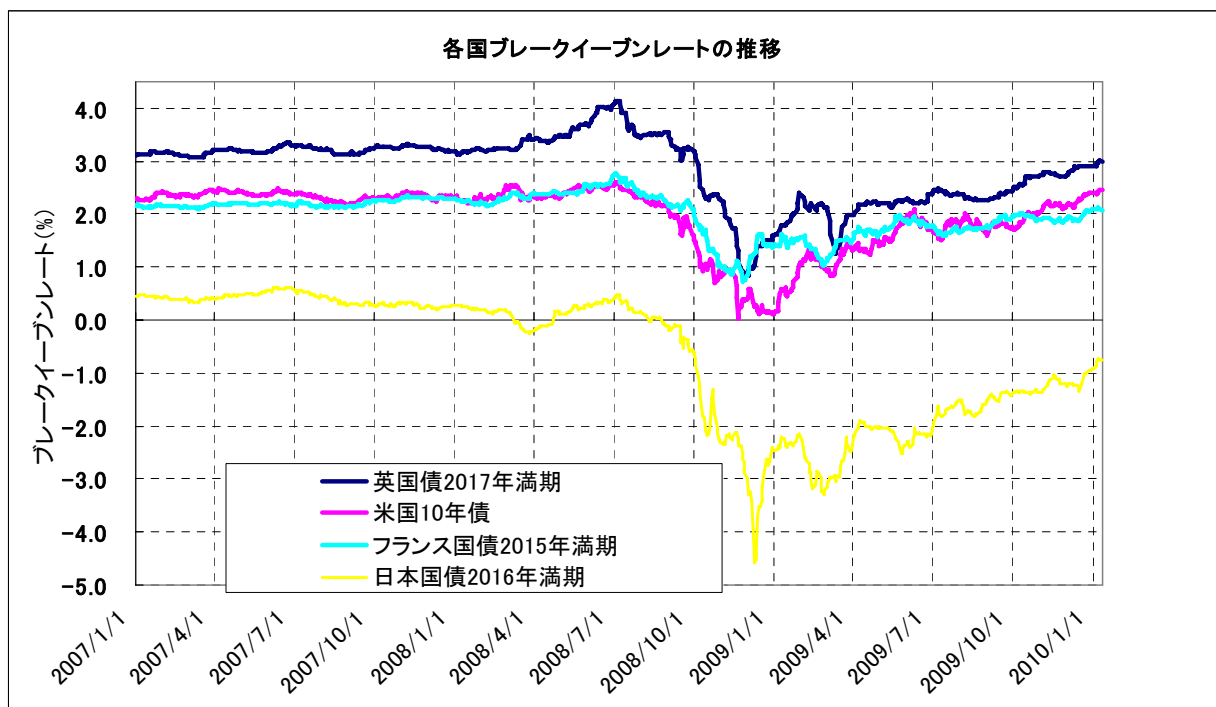
ソブリン物 CDS は高スプレッド国では若干縮小する動きとなった。



原油は欧米での厳しい寒波も材料に反発。



緩やかながら英米で拡大傾向が続く。



(末永)