

# GCI Global View

2010年1月25日

## 【目次】

● FOF 運用への示唆	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.3

## 【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

### FOF 運用への示唆

昨年11月に著名ヘッジファンド運用者である John Paulson の成功について記述した本が発行されました。ウォールストリートジャーナル誌の記者でもある Gregg Zuckerman 氏による「The Greatest Trade Ever : The behind the scenes story of how John Paulson defied Wall Street and made financial history」の中に、CDS投資で成功した投資家と、その周辺で活躍した多くの金融プロフェッショナルが紹介されています。弊社では、もともと親交の深い著名FOF投資家が投資家および Paulson のよき理解者として本書で数か所にわたり紹介されていることもあり、その内容を改めて確認する意味で、ここでその一部を紹介したいと思います。なお、Paulson Fund の成功は周知の通りであるので、弊社では事象の背景やその示唆についての紹介を意図しており、以下の引用、紹介や翻訳は必ずしも忠実な逐語訳でないことを了解ください。

2007年から2008年にかけて、CDS投資を戦略的に組み入れていたいくつかのヘッジファンドのパフォーマンスは驚異的であり、Paulson Credit Fund でも単月で+66%という尋常でないリターンを挙げました。当ファンドの顧客でさえ「これは6.6%の間違いではないのか」と問い合わせたほどでした。本書では、Paulson だけでなく、他に数人のファンド投資家や不動産投資家が、当時の米国住宅市場のバブルとその崩壊を予想し、大きなリターンを挙げたことを紹介しています。中には、Paulson よりもCDSを購入し始めたのが数カ月早かったために、2007年初頭にパフォーマンスが向上し始めるまでの間は、CDSポジションをサイドポケット化してファンドと切り離す必要に迫られたカリフォルニアのある運用者の例をあげています。最終的に成功したとはいえ、もともとマーケティングして資金を集める時点で相当に苦労したうえに、せっかく獲得した投資家からも、サイドポケット化などの経緯を経て信頼を失い、解約を受けるという憂き目を見たことも記されています。

ある別の大手ファンドの運用者は、同様に目利きのできるアナリストの意見を受け入れてモーゲージ関連会社の株式ロングポジションをヘッジするためにCDSを購入したものの、同じくタイミングが早すぎたためにそれらを損切りしてしまい、その数カ月後から始まった驚異的な収益機会を逃しました。

このように、タイミングが良かった人だけがたまたま運よくリターンと名声を得た、という見方もできるかもしれませんが、不動産市場のバブル自体は有名な Shiller Index の開発者でもある Robert Shiller 教授や多くの専門家が、すでに公に指摘していた問題でした。Shiller は、2005年2月に出版した「Irrational Exuberance」の中で、米国の住宅価格は1890年から2004年までの間に66%しか上昇しなかった（年率換算で0.4%）のに、1997年から2004年の間に52%も上昇（年率換算で6.2%）したことを指摘し、住宅価格が高すぎると警告していました。同様に、2000年から2003年までの間に、全米の出版物の中で「住宅バブル」という言葉が言及されたのは1387回であったが、その次の3年間には5535回も言及されたことが紹介されています。

また、いかにもこの業界らしいエピソードとして、Paulson の旧知である別のカリフォルニアの不動産会社経営者が、Paulson のアイデアだけを盗む形で成功した例も挙げられています。彼は、Paulson がファンドの投資家を募る際に潜在投資家としてCDS投資のアイデアの説明を大まかに受け、自分が所有する多くの高級住宅資産へのヘッジ目的に加えてリターンを狙いに行く目的でCDSを購入し、最終的に大きなリターンを挙げました。この「裏切り」の過程で、古くから続いた友人関係が壊れたことも紹介されています。

前記からヘッジファンド投資やFOF投資において何らか学ぶところがあるはずですが。この欄で以前お話したこともあります。証券投資のアイデアには著作権やライセンスがないというのがこの業界や市場の特徴でもあり、これは一般的な投資コンセンサスの形成過程でもあるということです。このため、いわゆる「ポジション・トーク」の形で大手のプレーヤーが市場参加者の意見に相当な影響を与えることができます。それに立ち向かうには、調査や発見を通じた確信によるポジション取りが必要になります。

少し文脈がずれますが、かの有名なソロスにしても、元クオンタム・ファンドのスコット・ベセントの発言を借りると「彼は人のアイデアにすぐに飛び乗ってうまくトレードすることが得意だった。逆にジム・ロジャースは投資アイデアの創出に抜きんでているが、自ら認めるようにトレードは得意ではなかった。有名な英ポンドのトレードは、アイデアの出所はドラッケンミラーであるのに、ソロスの方がそれで有名になってしまった」と言っています。確信は高くとも完全な透明なクリスタル・ボールに将来が映るというわけではないので、感覚的にいけると思えばまずやってみるという行動力が重要であることがここからもわかります。Paulson がファンドのアイデアを醸成する際に、信頼のおける友人でもありビジネスパートナーでもあった Tarrant とコミュニケーションをとっていたことは、この行動力を支えるという意義があり、FOFや機関投資家としては見習いたい部分です。

大抵の場合、「サラリーマン・ファンドマネジャー」は市場コンセンサスと自分のポジションの乖離を嫌い、後追いでコンセンサスに追従する傾向となるため、市場が風の状態では当たり障りのないリターンとなり、市場が大きく反転する時には大きな損失を被ってしまうことになりがちです。恒常的なロングポジションを常にヘッジしておくことで、「独自の投資意見や確信がないこと」をヘッジできるのであれば、相応のコストを払うことには意味があるので、これを厭うべきではないということになります。

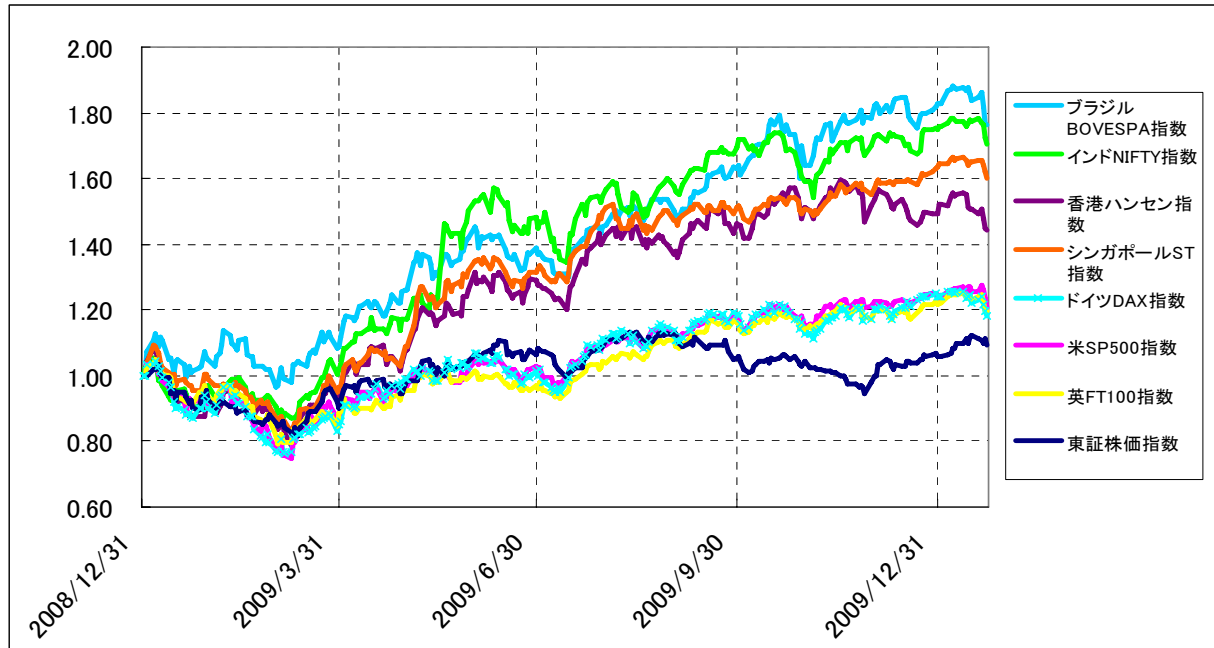
むしろ、生き残っている運用者や職業的トレーダーの方が、このあたりのリスク感覚に長けている傾向があり、彼らの中には「you-never-know リスク」（何が起こるか分からないという意味）が常に存在するという認識をポジションに反映させる人が多くいます。これが本来あるべき「ヘッジをするヘッジファンド」であり、長期的に見ると有効なリスク・リターンを実現している例が多くあります。厳しい環境で生き残っているプロは、それなりの理由があって生き残っていると考えるのが良いでしょう。この意味では、トラックレコードを見るときには、数字の背景となったポジションと、その根拠となった市場ビューについても尋ねると「立て板に水」で答えが返ってくるのが当たり前ということになります。FOFレベルでは分散でこのリスクに対することになりませんが、そこに規律が伴っていることが条件になります。前述の Protege Partners Fund ではこの規律を保ち優秀なリターンを上げています。（次週につづく）

## Global Markets (1月18日～1月22日)

### 1. オーバービュー

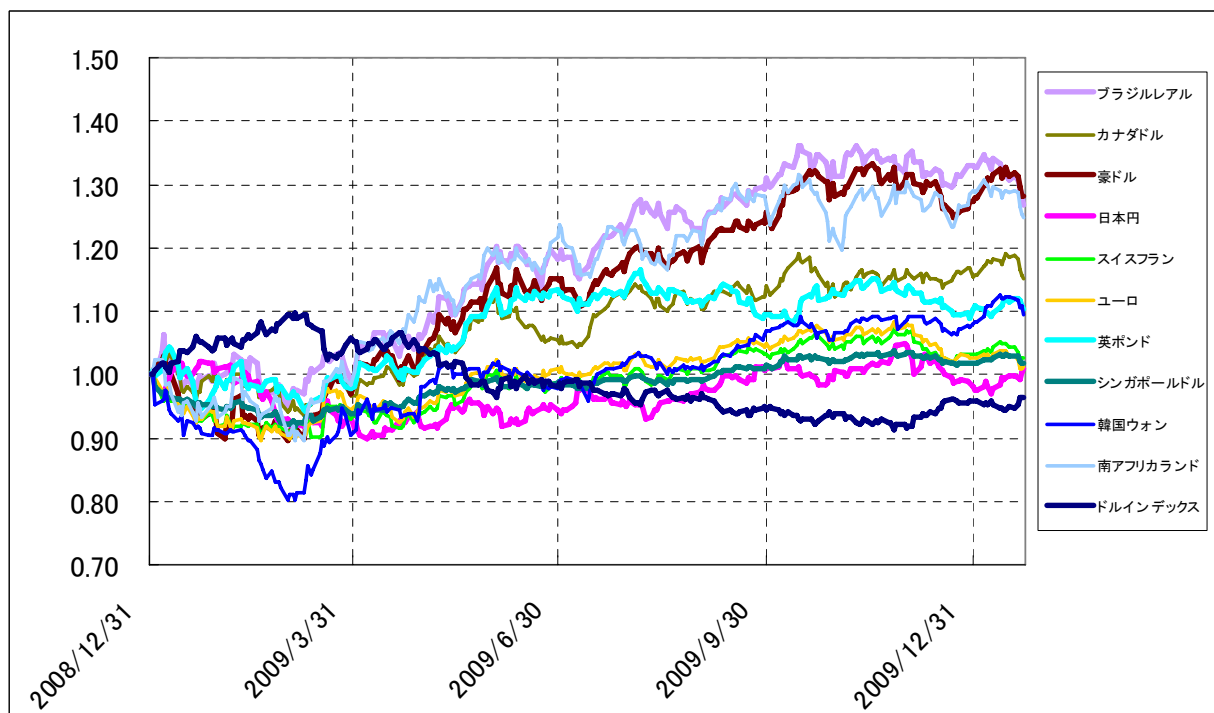
米国での新金融規制案などを材料にリスク資産の調整が進んでいるが、経済ファンダメンタルズに鈍化の兆候が見え隠れしてきた動きも見逃せない。グローバルにみると先進国のバランスシート調整と新興国の資金流入による過熱の並存という歪んだバランスの上に成り立つ成長軌道の模索は、引き続き各国政策当局の繊細さを要する政策の舵取りに大きく依存している。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

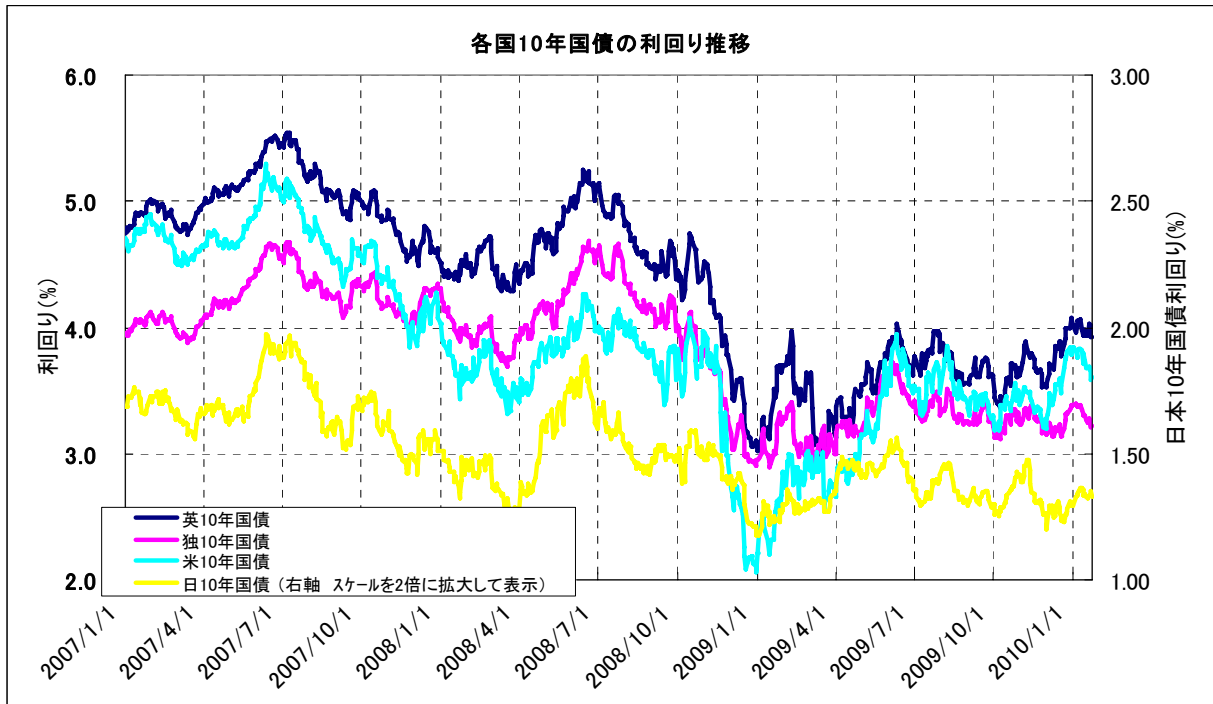


リスク回避の動きが広がりドルが主要通貨に対して反発しつつ、対円では円が再び買い戻され90円割れに。

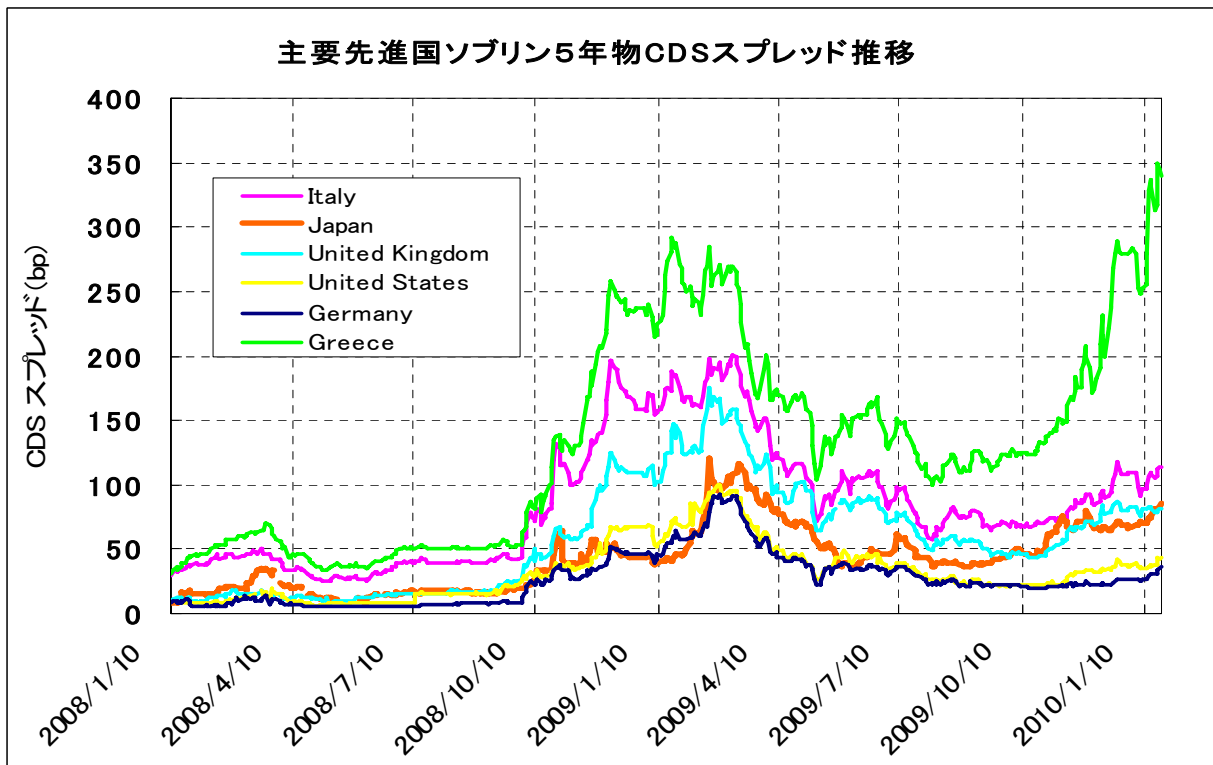
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



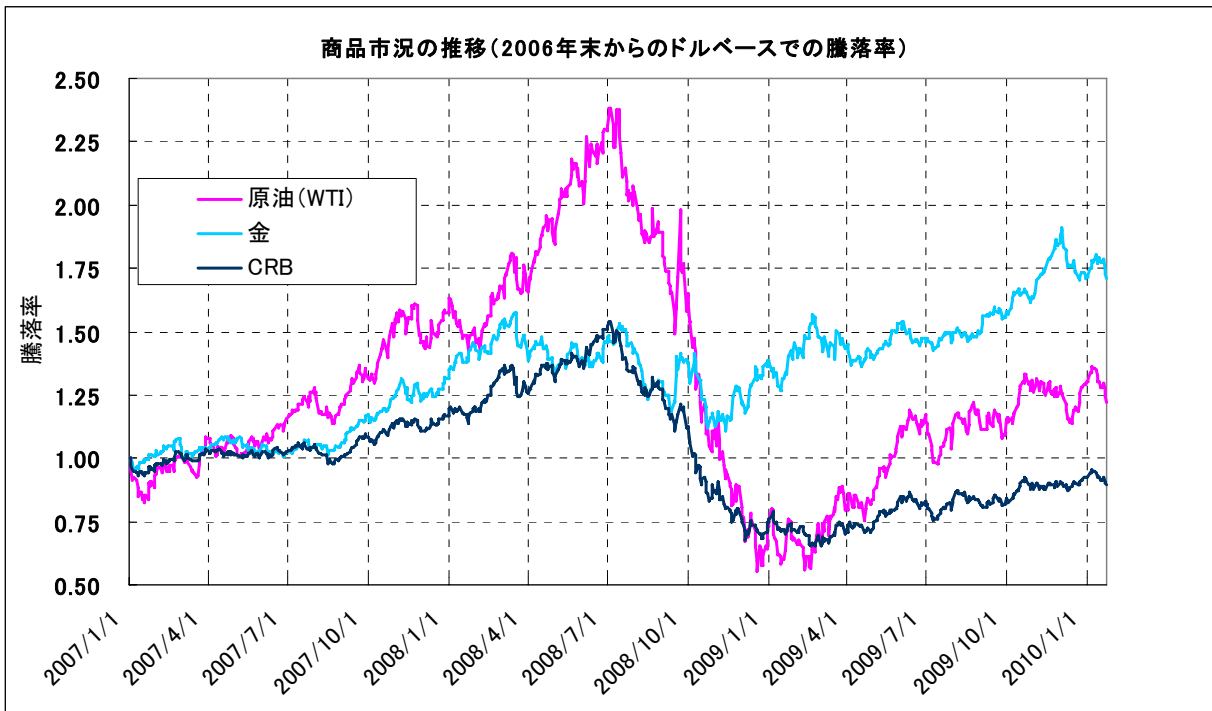
リスク回避の動きから短期債中心に国債は買い進まれた。大枠としてのレンジ内の動きは変わらず。



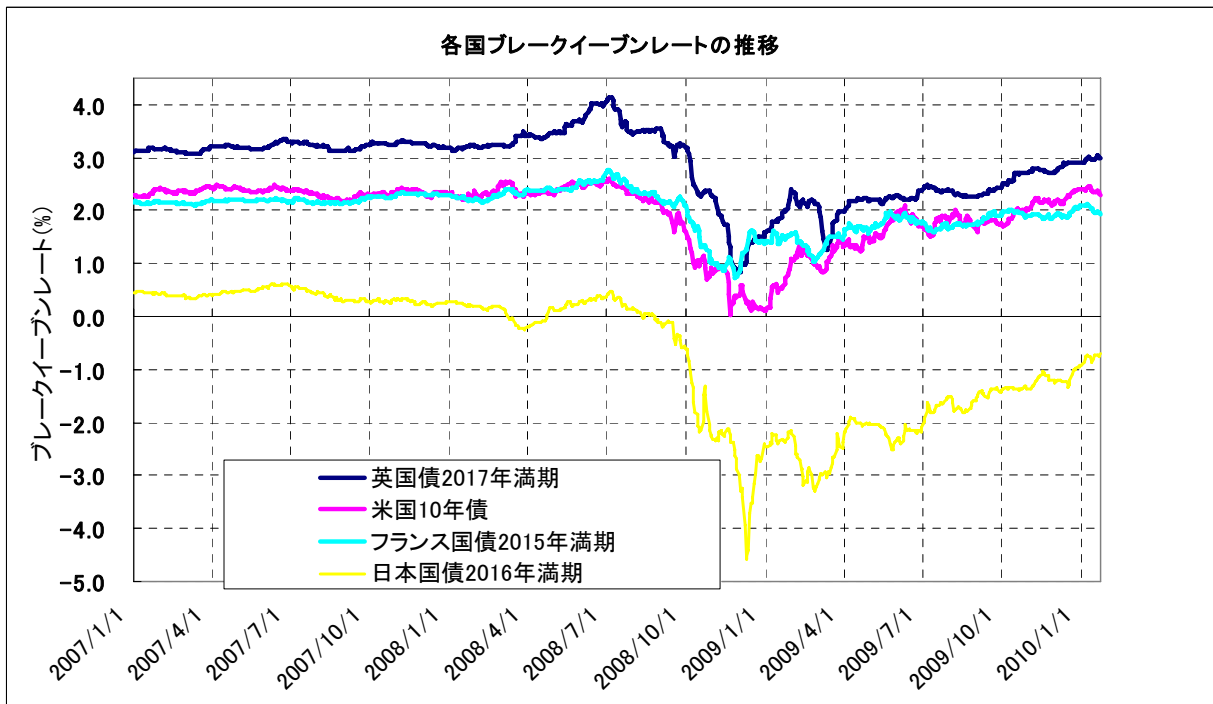
ギリシャの拡大とともに、主要先進国も拡大方向の動きが広がった。



商品市況もリスク回避の動きから調整。



欧米はほぼ変わらず。日本のマイナス幅は縮小傾向。



(末永)