

# GCI Global View

2010年2月1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

前述の「アイデアを盗む」という表現は穏やかではありませんが、ファンドのマーケティングの際に、運用者がFOFや機関投資家のリサーチ担当に話す運用戦略や戦術について、それが複製可能なものであれば、運用者は「コピーキャット」リスクに晒されます。銘柄選択をはじめとして、「自分にしかできない」ことを売り文句にする運用者が多いのは当然理解できますが、「情報量とアクセスがすぐれている」という強みはすぐに淘汰されることを歴史が証明しているし、「分析力がすぐれている」という強みも実はコンテンツ次第で、分析の土台になる知識と経験にムラがある場合は説得力がありません。論理的な思考力はアナリストやトレーダーに必要な基本的な能力となりますが、そこに「専門バカ」や「オタク」と笑って自らを表現できるくらいの余裕と自覚が伴っていると、一貫した姿勢を見て取れるので、本当にその分野が好きであることが窺え信頼できます。

実は、Paulson自身はもともとM&Aファンドの専門家なので、不動産やCDSの専門家ではありませんでした。また、同社のファンドに運用担当として深くかかわったPellegriniも元々は投資銀行分野の専門家であって、必ずしもCDSについては深く知っていたわけではありませんでした。その意味では、当初彼らがクレジット・ファンドを始めるためにマーケティングをしても苦戦したことは当然ともいえますが、注目すべきは不動産の専門家は市場に存在する多少の警告を理解しながらも、所属する各機関のアジェンダに従い、買い続ける（買わせ続ける）ための推奨を継続的に行ったことです。住宅市場が暴落し始めてからも「必ずもとの価格に戻る」というコンファレンスがベア・スターンズ主催で開かれたことは象徴的です。

この程度の観察であれば誰でもできるし、誰でも知っている、ということになると思いますが、もっと面白くしかも示唆に富むのは運用者の性格や信条がバックグラウンドに表れている部分です。言葉による宣言は、借り物のことわざや本の引用も可能ですが、運用者がその信条を自分の経験とともに力強く語る際には、借り物にはあり得ない本物の迫力があります。これはコミュニケーションスタイルだけによるものではなく、実際にその場で感じる感覚の部分であり、言葉以外のコミュニケーションによるものが影響します。

また、職歴やプライベートのバックグラウンドは実際に起きたことなので、そこからあらわれる職業人の本質はウソのつきようのないものです。(履歴でウソをついている場合は論外であることは言うまでもありません)たとえばPaulsonは、ニューヨークの大学に在学中に、親戚がエクアドルで行う子供服や床材の輸入販売を現地で手伝うことを通じて金儲けの楽しさに魅力を感じ、大学に戻ってからはごく自然に、より大きなカネが動くファイナンスの分野に入って行きました。この金儲けに対するパッションは、単なる欲得だけでないことは文面からもわかりますが、実際に面接して話をする際にはより顕著にうかがえるでしょう。また、Pellegriniは、統計学的なデータ処理に異常な能力を発揮し、当時の教授はその能力の高さとオタク的にすべてを明らかにしようとする態度を20年以上たっても覚えているほどでした。ただし、ぶっきらぼうでストレートすぎるコミュニケーションによって投資銀行でのキャリアは芳しくなく、プライベートでも、有名な元議員の娘や裕福な別の女性との結婚、離婚を経て、カネや関係がぐるぐる移り変わる傾向があることが

わかります。最終的にPellegrini はファンドを創設し独立しました。

誤解のないように述べておきますが、ファンド戦略の中身やオペレーショナルなデューデリジェンスは当然おさえた上で、さらに突き詰めてファンドとしての評価をする場合には、ここで述べているような運用者に対する理解や信頼が重要な位置を占めるということです。一見多面的にファンドを分析したような気になっていて、実は事実の把握だけにとどまり、その評価をスコア化して画一的にやっていたということもあります。大量の情報を分析するにはその方が効率が良くなることは理解できますが、どのビジネスでも画一的なプロセスでは大手の人海戦術やコスト戦略が市場を侵食するので、個性的なプレーヤーを自負していても同じことをやっていると価格競争の波に飲み込まれます。また、流動性の高さをいたずらに強調することで、肝心のコミットメントが下がってしまう現象が起き、意思決定の質が当初予期しなかった画一的基準に傾倒してしまうこともあります。

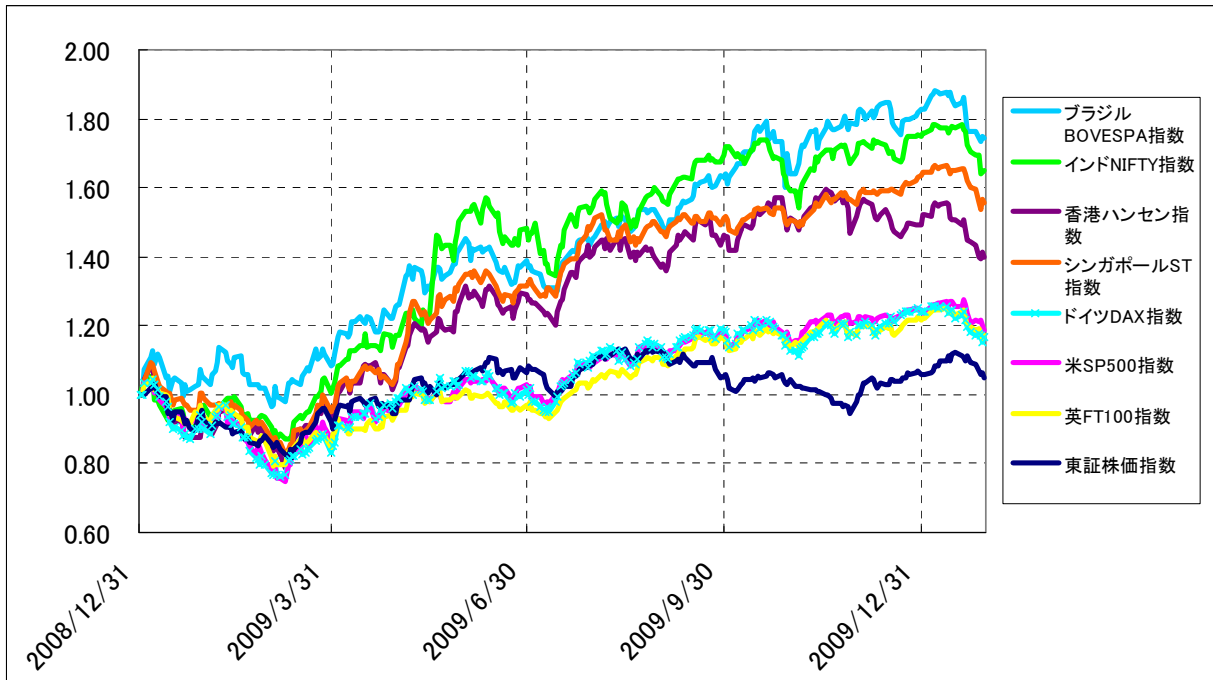
本書では、F O F 投資家としてProtege Partners のJeffrey Tarrant がPaulson の良き理解者として、またPaulson Credit Fund の一号ファンドの当初投資家としても紹介されています。彼らはPellegrini も含めてハーバード・ビジネススクールの同級生であり、Paulson とTarrant は、ニューヨーク郊外の高級住宅街にすむ近所のテニス仲間でもあると紹介されています。このような関係とそれぞれのファンドの成功の経緯を聞くと、二人がファンド・マネジャーとファンド投資家というビジネス関係以上の友好関係を持っていることがうかがえます。言い方を変えると、有力な運用者との幅広い友好関係が、強力な業界ネットワークとして機能したことで、Protege Partners Fund のF O Fとしての成功と、Paulson Credit Fund のHFとしての成功があったということになります。ファンドビジネスにおけるオリジナリティは死活問題になるので、誰にも真似のしようのない個人的なネットワークや信頼関係は、単なる紳士的な友好関係を越えた効果をもたらすことがあります。いまどきのコミュニケーション網を利用すれば、どこにいてもグローバル運用を志向できる、というのも一理ありますが、アジアやアフリカなどの地域フォーカスを謳っている場合には、現地での地道なネットワーキングが前述のようなオリジナリティになり得ます。

## Global Markets (1月25日～1月29日)

### 1. オーバービュー

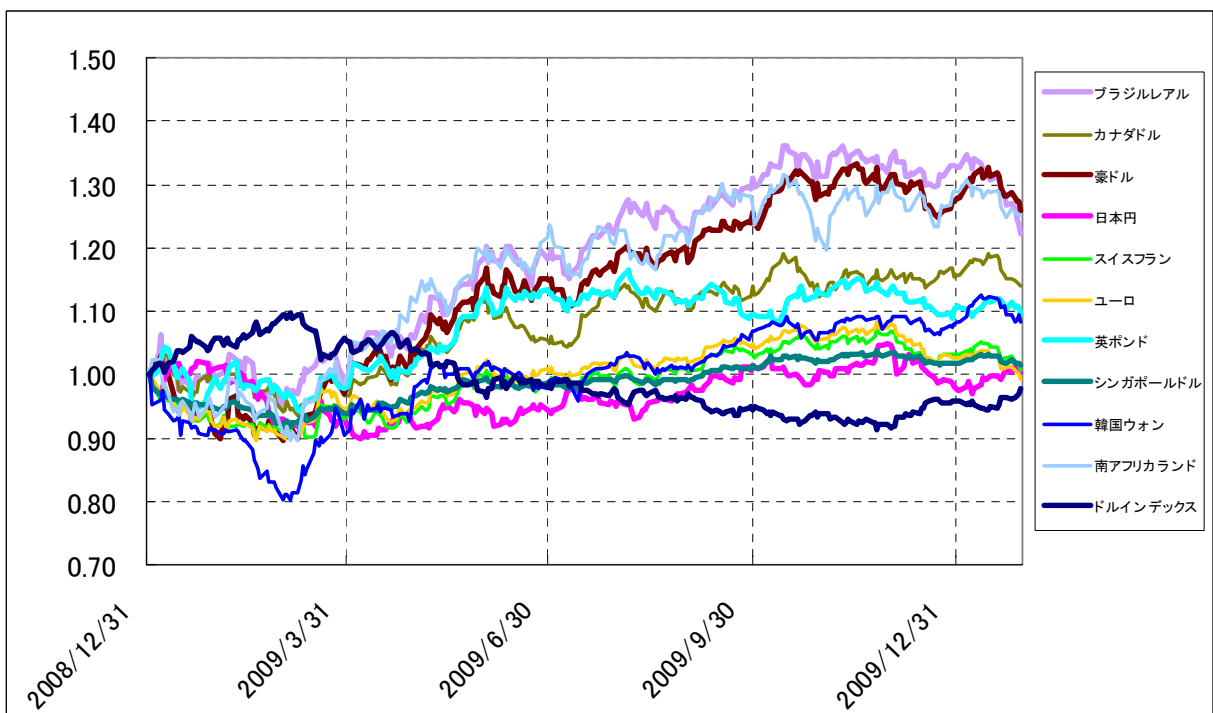
新興国が過度の資金流入に対する警戒を強め、株式市場が調整色を強める中、先進国ではソブリンリスクに対する懸念が強まり、欧米政府は財政規律を意識した取り組みに舵を切り始めている。官から民へのバトンタッチがスムーズに進むかどうかは2010年問われることとなるが、バランスシート調整圧力と財政がいずれ引き締めへ転じざるを得ない中では、まだまだ予断を許さない状況にあると言えるだろう。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

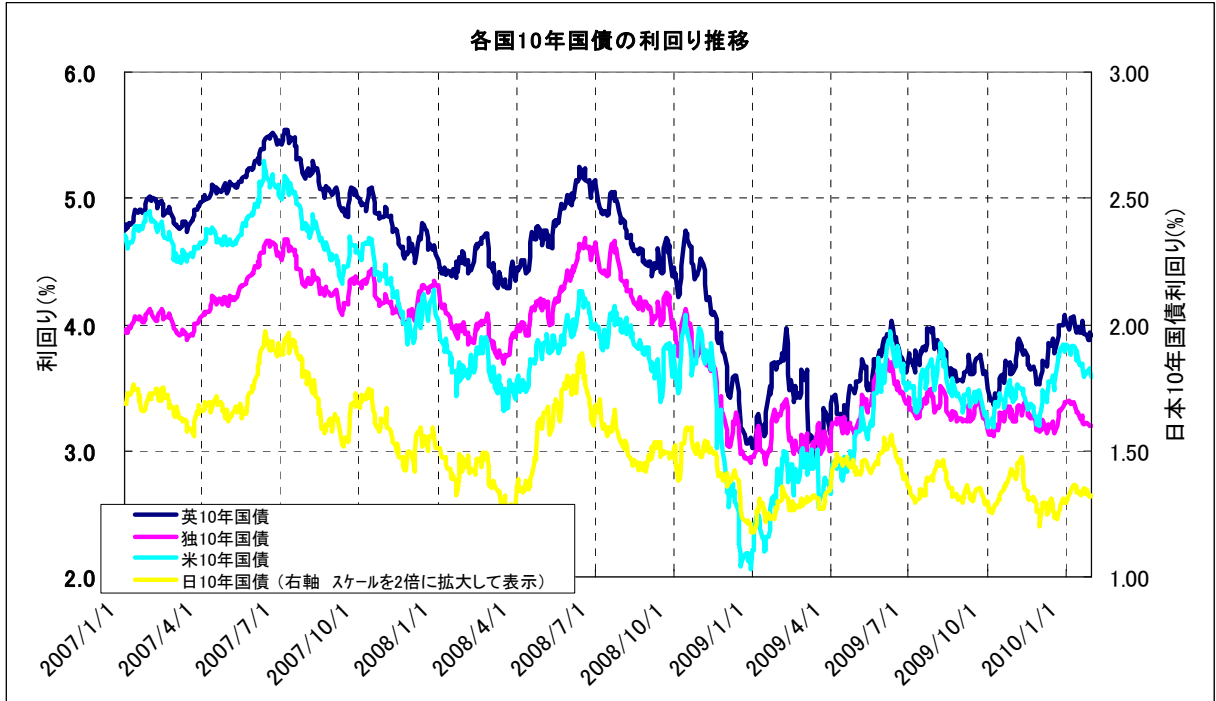


リスク回避の動きが続く中、ドルの反発が続く。対円ではもみあい。

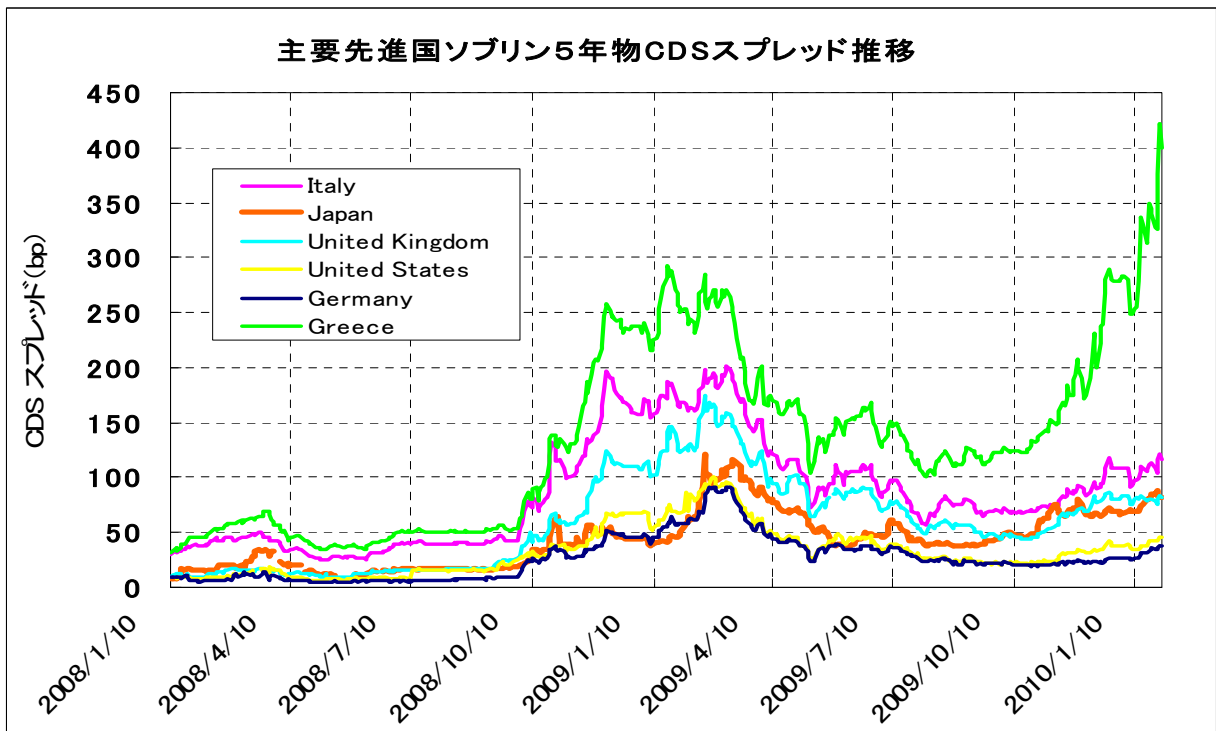
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



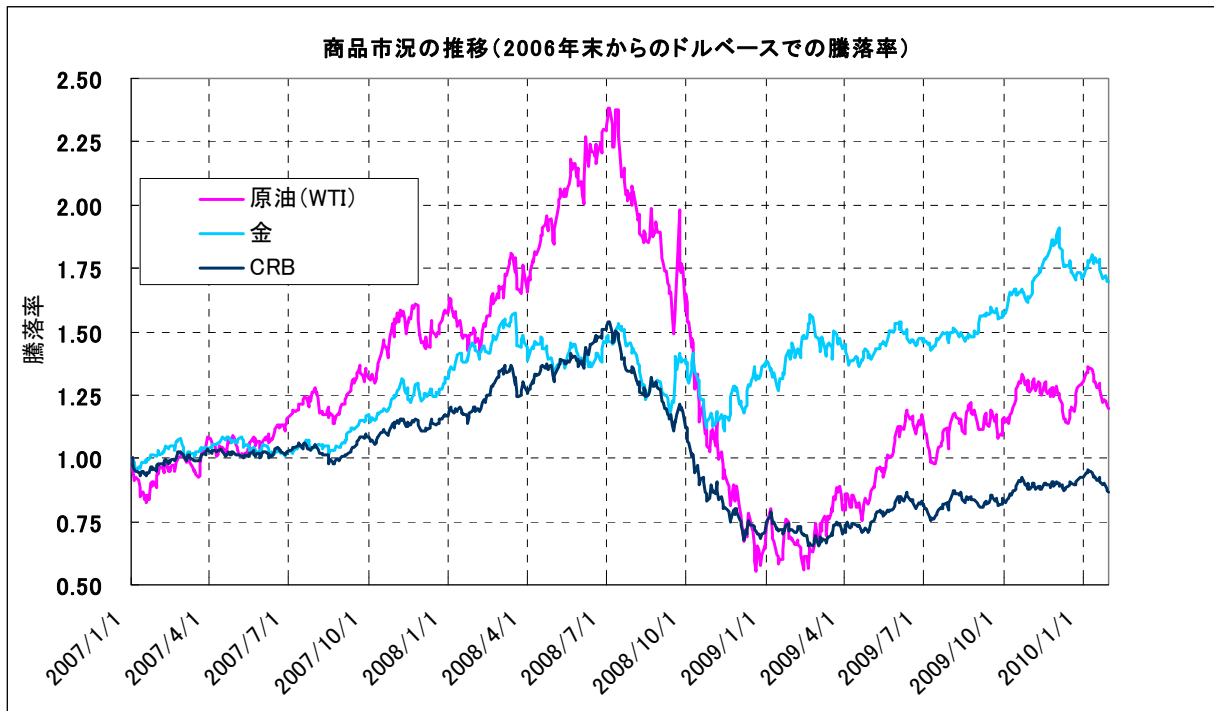
米 FOMC では、経済見通しを上方にシフトさせ、「異例の低金利を長期にわたり継続する」との表明に対して反対票が 1 票投じられたことから、欧米国債市場はやや調整する局面もあったが、リスク資産市場が調整する中、概ね底堅い推移となった。



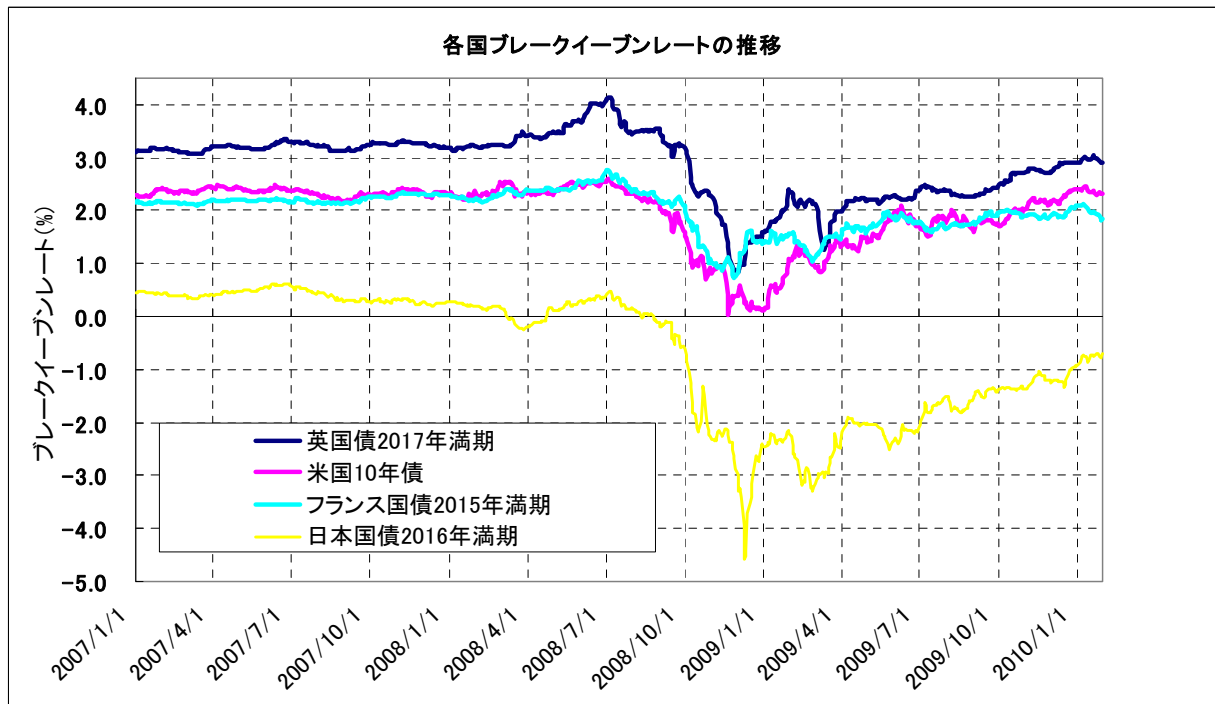
ギリシャの拡大は一段と進展。その他先進国もソブリンリスクがクローズアップされつつも概ね横ばいで推移。



ドルの買い戻しと連動して商品市況は調整。



欧米でもブレイクイーブンレートはやや緩んだ。



(末永)