

GCI Global View

2010年2月22日

【目次】

● 新年度に向けてのチャレンジ	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

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

新年度に向けてのチャレンジ

1. 新年度の投資家環境分析

(1) 外国人投資家の観点

欧米のファミリーオフィスや基金、年金などヘッジファンド投資家の資金がヘッジファンド投資に回帰していることは各種報道にも取り上げられておりご存知のことと思います。今年に入って注目すべき点として、こうした欧米の資金の中で、アジア中でも中国の株式や不動産に向かっていた資金、またアジアの投資家の資金の中にもアジア株や不動産のウェイトを落とし日本の株式に振り向けようという動きが出始めていることがあげられます。

例によってこうした資金は、欧米人の日本株マネジャーのところに話が向い、その後 Eureka Hedge 等で高い実績をあげてきている日本人マネジャーにも話が入ってきます。興味深いことは、民主党政権の持つ不透明感や財政赤字の増加という問題点があったとしても 2010 年は日本株投資や日本の不動産投資に相当なチャンスがあるという趣旨の発言が、欧米の著名なファンドの創業者や、アジアの大口投資家から昨年後半に既になされていたことです。さらに最も印象深かったのは、その理由として彼らがあげていた点が同じであったことです。その理由とは下記の点でした。

1. 2010 年アジア（インドを含む）が世界経済の牽引役となる点は疑いがないところであるが、株式や不動産投資を受け入れる側の中国、インド等アジア諸国はともにマーケット規模、流動性等投資インフラに限界がある。
2. その結果としてどこかの段階でこうしたアジア諸国向け投資が飽和状態（投資家にとってこれ以上は無理）となった時点で資金の向う先としてあきらかに日本が候補となる。
3. その理由は、先進国日本の金融マーケットはその規模の大きさ、流動性、投資家保護等の仕組において他のアジア諸国とはまったくレベルが異なる。
4. アジアの経済成長の恩恵を地政学的に最も受けるのが日本であり、アジアにエクスポージャーを持つ日本企業にとってフォローとなる。

加えてアジアの投資家からは、同じ時間帯で唯一の先進国市場である日本への投資配分はポートフォリオの中で自然体では最大とならざるを得ないとのコメントがありました。

日本国内では、日本経済悲観論が高まっており国民の生活感覚からも明るさは見えていない一方で、グローバルに投資資金を配分している投資家は他の先進国との比較においてポジティブに見ているわけです。

(2) 日本人（機関）投資家の観点：

言い古されている話ではありますが、日本の機関投資家は他人の資金を預かっている運用者であり、本源的には主体的積極リスク・テイカーではないので（実は結構大きなリスクを何度もとってきてはいるものの）、一度でも大きな損失を蒙ると当面の間はじっとし

ている傾向があります。これは同じ失敗を続けて行うと言い訳ができない（許されない）こと、リスクを取って成功してもたいして褒められない（報酬も増えない）一方で、損失を計上した場合の叱責は厳しいという、業務運営上のリスク/リターン特性が対称ではない特質を持っています。

ですから、リーマン・ショック以降の状況の中でそれなりに魅力的な投資機会があるように思われても、そこを捉えて損失を取り戻そうという動きは一部例外を除けば出てきませんでしたし、本年度（2009年4月から2010年3月まで）はすべての新規投資をJGB以外凍結してしまったような投資家もおられるのも無理がないことです。

しかし、来年度に向けたヘッジファンド投資等オルタナティブ投資に向けた動きを見るとこれまでになく各投資家さんにおいて考え方や方針の作り方に違いが現れてきている点が、これまでにないような特徴です。自分達が持つべき有価証券ポートフォリオ全体とその中におけるオルタナティブ投資全般についてさかんに議論されている方もおられれば、ヘッジファンドという言葉自体なるべく会話に出したくないという方もおられます。これはそれぞれの投資家さんが置かれたご本業との関係も影響を及ぼしているようです。

損失を計上してでも、負の遺産を整理し新たな飛躍に向けての投資を考えるか、極力損失を実現させることなく含み損は含み損のままそっとしておきたいと考えるか、そこにはその投資家が置かれた状況だけでは説明できないものがあります。その投資家の持つ体力（ゆとり）が積極的な行動にむかわせる場合もあれば、逆に消極的な行動に向かわせる場合もありますので、一律な行動ではありません。

投資環境として投資を行うべきか否かという判断よりも、損失を計上するくらいなら何もしない（現金で寝かせておく）方が良いという議論がまずなされるところに外国の投資家にはないユニークさ、難しさがあります。したがって日本の機関投資家にとって新年度は経済環境に踏み込む以前の段階で、新規投資に打って出るのは難しい環境ということになります。違う言葉で言えば、外人投資家が主導権を持ちやすく、日本人投資家が動きにくい環境と言えるかもしれません。

2. 新年度のヘッジファンド投資戦略

新年度は従来と異なり、どのような戦略を採用するかにより運用結果の優劣に差が付きやすい環境になると思われます。これまでは、それなりに規模が大きく有名なFOFの分散型戦略に投資をしておけば、相応のリターンを得ることができました。しかし、そうしたFOFが投資してきた有名な大型ファンドがレバレッジを効かせながら納得のリターンを得ることが難しい事態が生じたことから、FOFがファンドを選定する際の目利き力は、手数料の2階建ての議論も併せて、従来以上に問われることになるでしょうし、投資家の中にはFOFに対する確信度の低下により、程度の違いはあるにせよ個別ヘッジファンド投資回帰の動きも出てきています。

日本の投資家にとってプラスとなることは、欧米の著名ファンドも含め業界全体で情報開示への努力が大きく進展していることです。これまで日本の投資家といえば「細かくてうるさい」と嫌がられるのが定番でしたが、いまでは欧米の投資家が日本の投資家以上に「細かくてうるさく」なってきたので、知りたい情報が得られないといった苛立ち

も少しは緩和されることかと思えます。

しかし、新年度の投資戦略を策定するにあたっての最大のポイントは変化してゆく環境に対して自分自身の体力やリソースを見据えた上でどうチャレンジしていくのかということです。FOFへの投資を辞め、シングル・ヘッジファンド投資に特化するのも大きなチャレンジですし、解約が凍結されて身動きが取れないからという理由で従来の投資先FOFに引続きヘッジファンド投資を依存していくのもまたチャレンジと言えます。大切なことはきちんと情報を得て、それを判断できる体制を構築すること。これまでの投資経験の中で築き上げてきた既存投資先との信頼関係を維持していくこと。必要に応じて経験豊富なプロの助言や業界動向情報を得るべく業界内のネットワーク構築を怠らないこと。平凡なようですが当たり前のことをきちんと実施するが、私ども自身にとっても新年度に向けたチャレンジであると考えています。

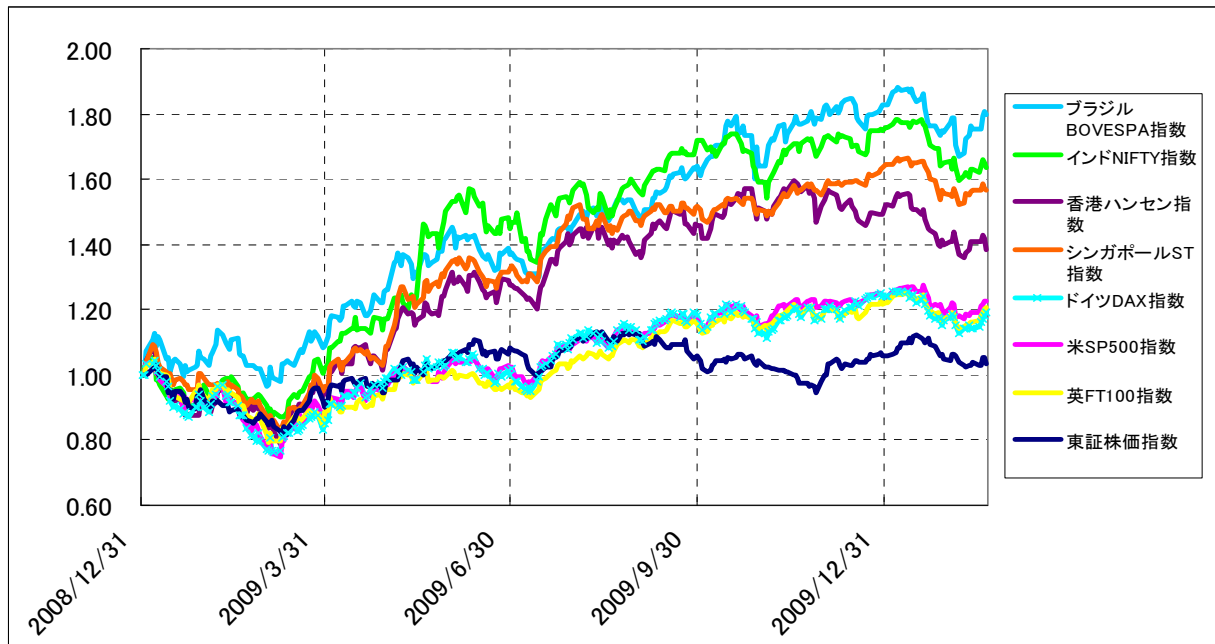
(インベストメント・グループ)

Global Markets (2月14日～2月19日)

1. オーバービュー

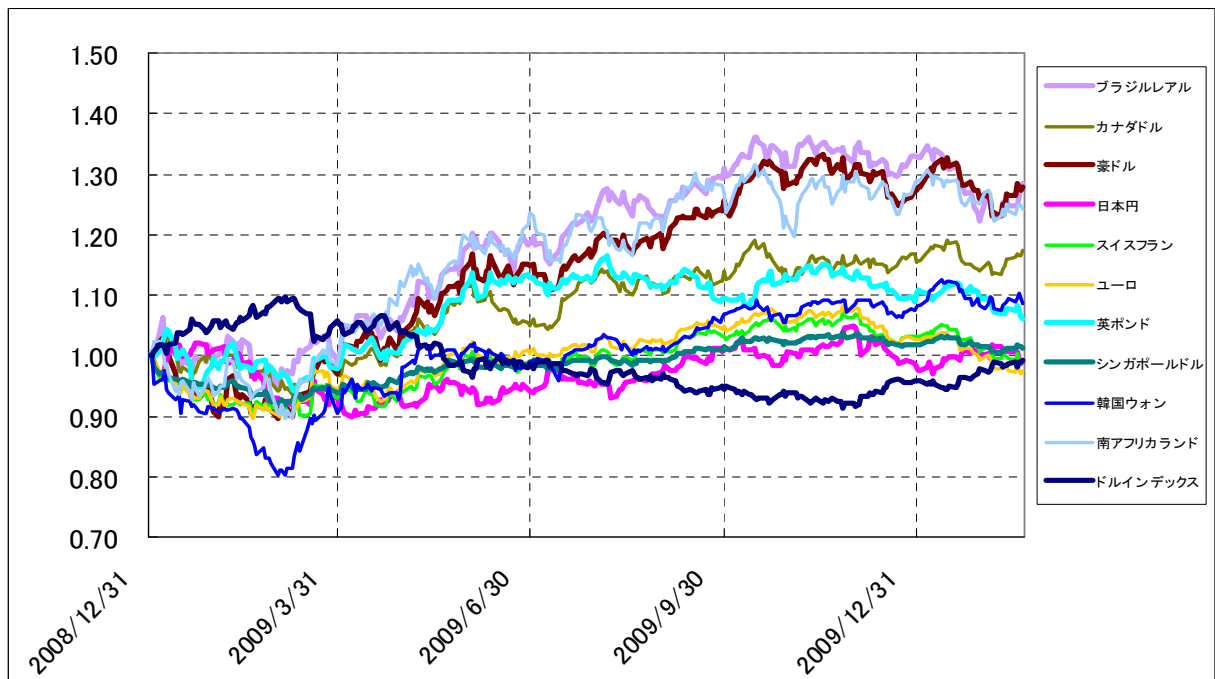
EU のギリシャ支援が明確になり、リスク回避ムードが緩和されたことや、各国の景況感の改善が進捗していることが確認されことから、株式市場はグローバルに概ねリバウンド傾向が広がった。アジアでは春節休暇明けの中国本土市場の動向を注視。

【各国株価インデックスの 2008 年末からの変化率の推移】

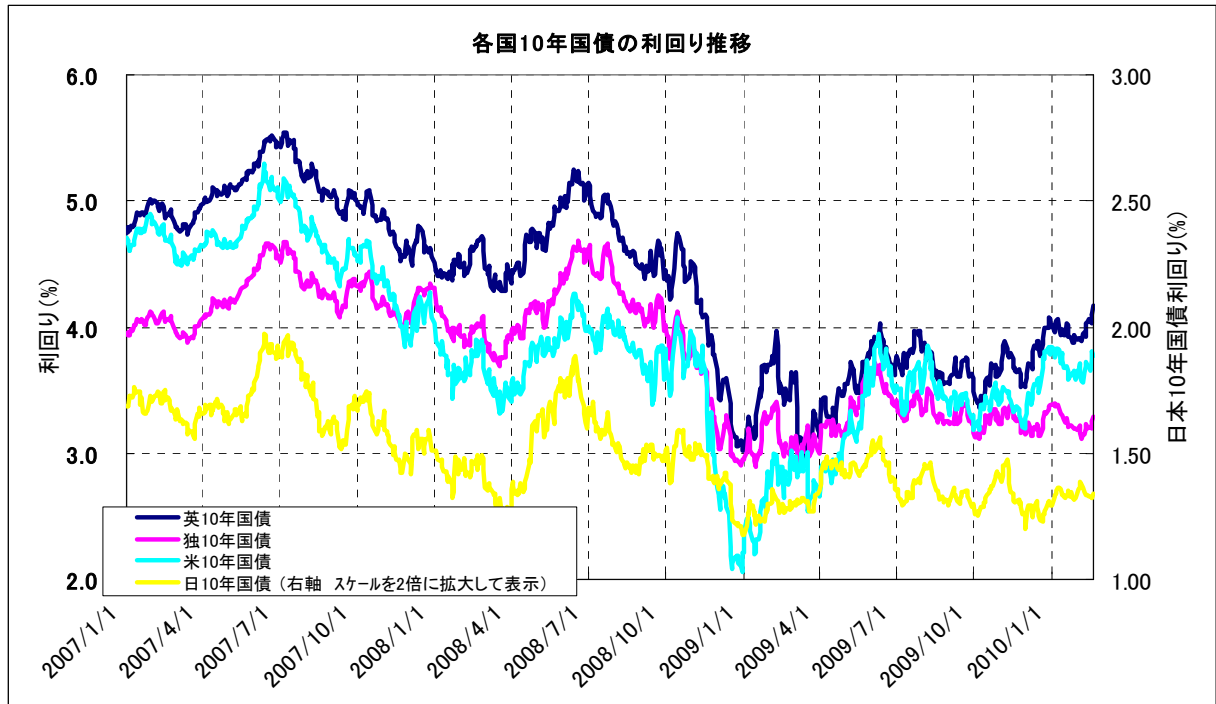


リスク回避モードが一服する中、新興国、資源国通貨はリバウンドしたものの、欧州通貨は未だ軟調な推移が続いている。米国での公定歩合引き上げのニュースもドルの支援材料に。

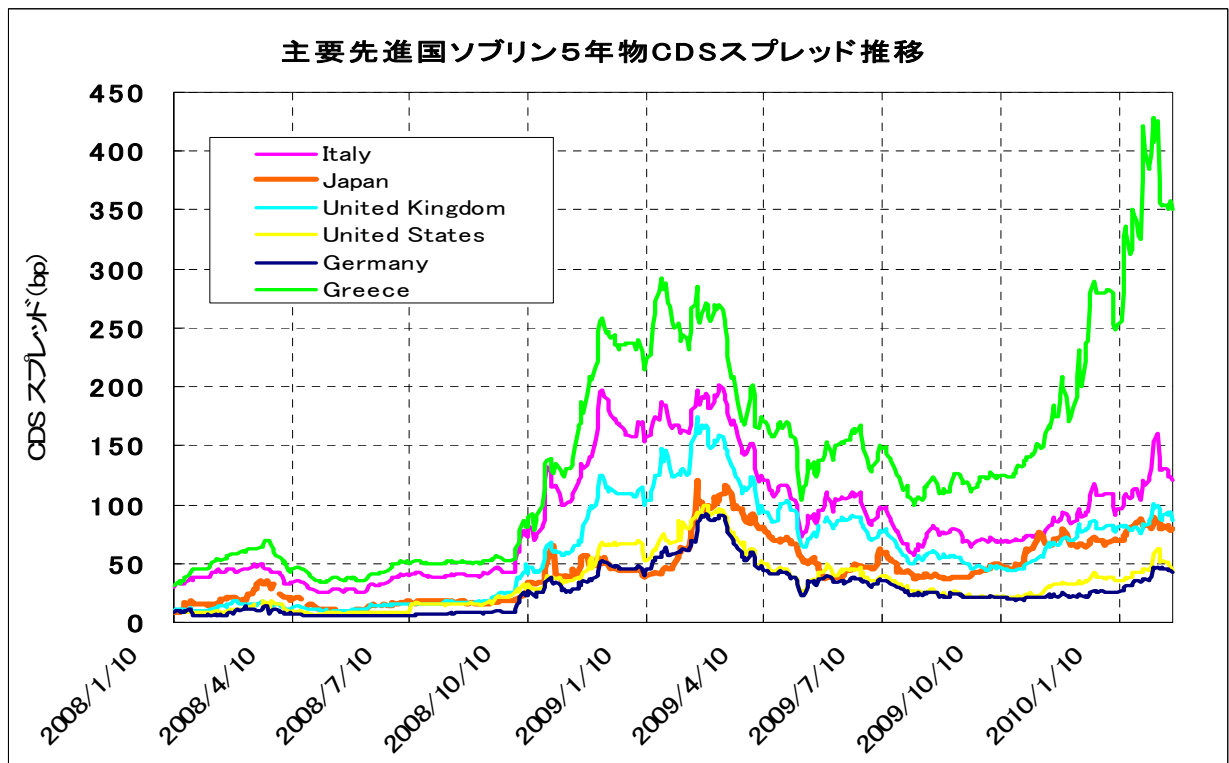
【各国通貨の 2008 年末からの対ドルでの変化率の推移】



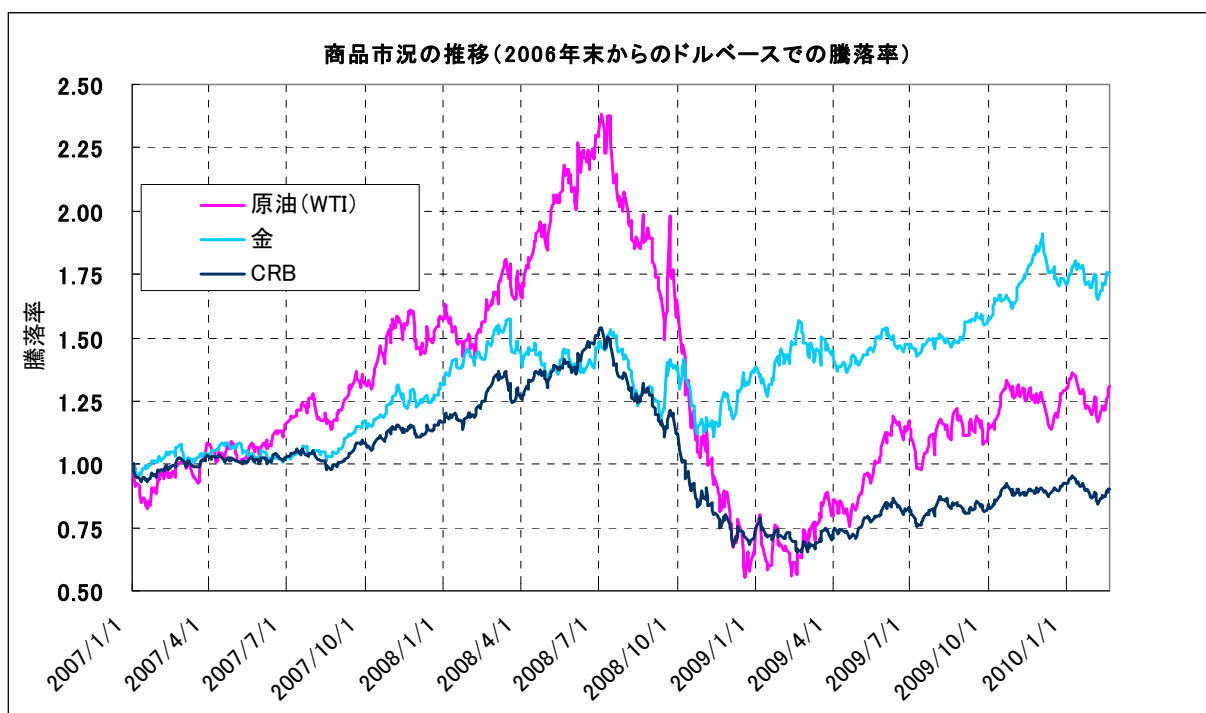
ソブリンリスクに対する意識は根強く特に英米の長期債へのリスクプレミアムを押し上げている。米国の公定歩合引き上げは、あくまで危機対応の解除との位置づけながら、市場は緩和解除にむけた出口の一步として受け止めた。



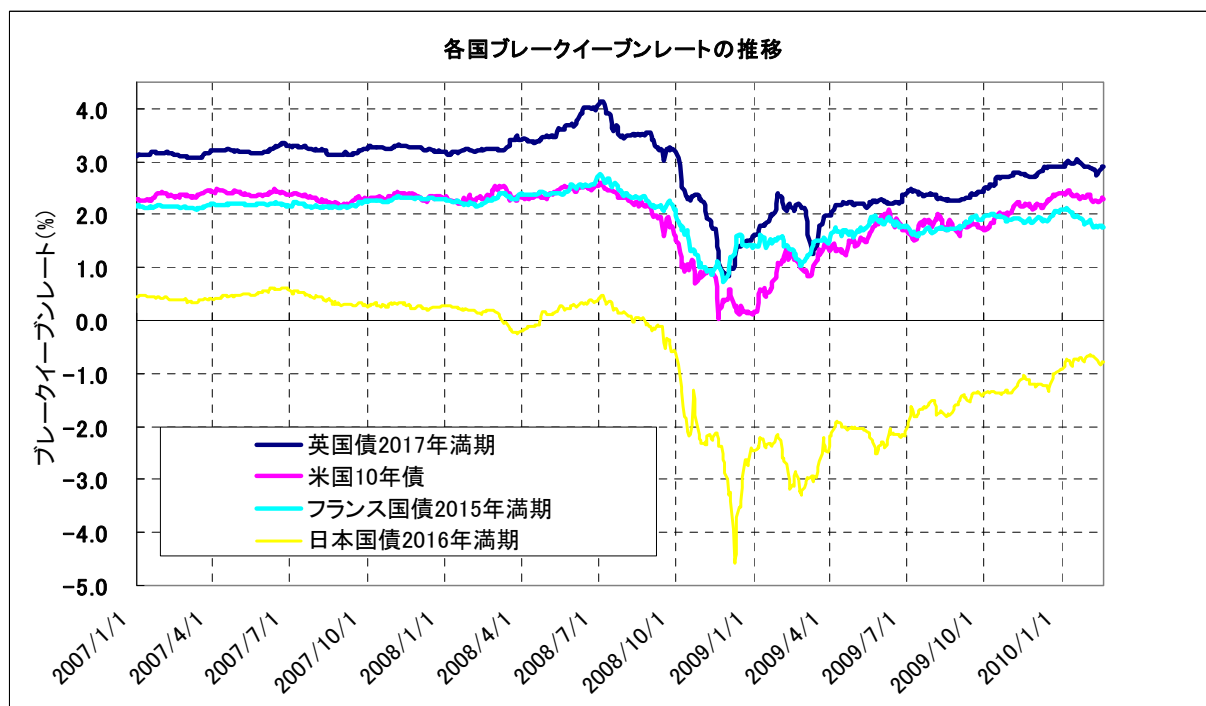
EU のギリシャ支援策により、ソブリンスプレッド拡大はひとまず一服。



ドルの買い戻しは続くものの、リスク回避の動きが緩和したことから商品市況はやや反発。



ブレイクイーブンレートは小動き。



(末永)