

# GCI Global View

2010年5月10日

## 【目次】

● ヘッジファンド規制とショート・セリング悪者論

マクロ経済とヘッジファンド規制について

P.1

● Global Markets

1.オーバービュー

P.4

## 【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

### ヘッジファンド規制とショート・セリング悪者論

#### マクロ経済とヘッジファンド規制について

日本経済の本格的回復の兆しはまだ見えてこない状況下、ギリシャ危機に端を発した金融市場の混乱にわが国の市場関係者にも動揺がみられます。日本では政界の混迷には目を覆いたくなるものがあるものの、経済面ではとりあえず最悪の状況は脱したのではないかという思いを持たれていた方が多いのではないかと思います。日本経済が今ひとつ成長軌道に乗れないまま欧米（今では新興国や途上国）の経済危機のネガティブな影響をもろに受けることには、「またか」との疲弊感を禁じ得ません。欧米に目を転じると少しずつ自信を回復しつつあり、枠組みを変えることに慎重なアメリカの当局関係者と、域内国の苦境とともに経済危機からの回復の遅れから、大手金融機関の活動やヘッジファンドに対する規制強化に断固とした姿勢で臨みたい欧州主要国の当局関係者との温度差も明らかになってきました。

わが国においては、主要金融機関は主に欧米ヘッジファンドへの資金供給者である投資家という観点からの議論はあっても、ヘッジファンドの規制という議論はあまり活発ではありません。どちらかと言えば、世界経済の混乱を生じさせる悪者投機集団ヘッジファンドという論調に傾きがちです。大手金融機関の中にもヘッジファンドに嫌悪感を持っていたり、拒否反応を示す方が多いのも事実です。マクロ経済の動向を注視しつつ、欧米のヘッジファンド規制に関するつばぜり合いを目の当たりにする今、わが国としてのスタンスはどうあるべきなのか関係者で意見を出し合うこととしました。

今回と次回の2回にわたり、この連休中などに長年金融、経済分野で経験を培った関係者と政策面からの問題意識について意見交換を行った内容をお伝えしようと思います。ざっくりばらんな意見交換という形式であることから口語的な点をご容赦ください。

- A：ギリシャの危機は、EUの問題から一気にアメリカ、日本を含む世界経済全般に係わる懸案になってきたように思えるね。
- B：たしかに金融市場の中でも株式市場全般への影響は大きいし、ユーロに対する売り圧力が急速に高まってきていることから、ヘッジファンド悪者論のボルテージがまたぞろ欧州の金融当局者を中心に上がりそうだ。
- C：ヘッジファンドすべてが投機的に為替の売り浴びせを行っているような印象が、当局者だけではなく、政治家やマスコミにまた広まってしまうのかな。そうすると世の中にヘッジファンド＝投機集団、けしからんみたいな風潮が出てしまう。
- D：もうとっくに出ていますよ（苦笑）。為替が乱高下しつつ、マクロ経済政策面での各国横断的な政策協調が死活的に重要となっている点では、1985年のプラザ合意以降、86年の東京サミットに向けた先進国間の政策論争が思い出される。

- A : 日独機関車論 (注 : 日本と西独が世界経済を牽引する機関車となれという要請) が欧米 (除く西独) 関係者から展開されたり、国際会議で主要国通貨のターゲット・ゾーン問題が熱心に議論されていましたね。
- B : ただその当時は、まだソ連、中国などは世界経済 (= 西側経済) の一員ではなかったし、イタリアなどが文句を言っていたものの、IMFのSDR構成国であった米、英、西独、仏、日本の5カ国(G5)で対応を考えていればよかった。ヘッジファンドが金融当局や中央銀行にとって問題となってくるのは、もう少し後90年代に入ってからのことだね。
- C : その当時はまだ日本の金融機関はもちろん、欧米の金融機関もまだバランスシートを使った自己勘定ディーリングを相当な規模で行っていたから、そうした高いボーナスを成果連動でもらう「ディーラー (欧米での呼称は「トレーダー」)」に関する批判がうずまいていたな。またそうしたディーラー達の大きなポジションが金融市場へインパクトを与えていたのも事実だった。
- D : 「ディーラー=花形&やり手」みたいな風潮と、「ディーラー=耳学問で偉くはなれない批判の両方があったな。ストレスが大きく、まじめにがんばっていても組織の中で色眼鏡で見られるという点で、日本の金融機関のヘッジファンド投資担当チームと置かれた状況が似ているかも知れない。  
欧米の大手金融機関が資本を消費する自己勘定ディーリングから撤退していったきっかけは1991年のソロモンの不正入札事件だろうか。
- A : たしかにあの事件でそうした流れは加速したが、80年代後半にはすでに自己勘定ディーリングからの離脱の動きが出ていた。バーゼル合意などもあり、欧米の金融機関にはRORA (Risk on Risk Asset)などの考えがすでに広まっていたし、また欧米の大手金融機関の幹部は、「儲ければ莫大な報酬を手にするものの、大きな損も出す自己勘定ディーラー達の損益は中・長期的に見れば会社に恩恵をもたらさない」という意見に傾いていた。
- B : 特に80年代後半には自己勘定ディーラー達が取引にデリバティブズを多用するようになってきて、日本の銀行などでも損益の評価自体複雑でわかりにくくなっていった。新しい商品ができるごとにシステム開発をしなければならず、追いつくのが大変だったことを思い出すな。
- C : いわゆる時価会計(mark to market)の影響が大きかったのではないかな。特にアメリカでは割引現在価値会計(net present value accounting)が大手の金融機関では採用され始めていたから、評価モデルや、評価採用時価 (割引金利) でポジションのPLが大きく異なる事態が生じてきていたと聞いたことがある。
- D : 日本の会計基準ではあくまで実現益と該当会計年度の経過利息しか収益計上されないことと、日本の金融機関の自己勘定ディーラーは稼いでも高いボーナスがもらえるわけではなかったのが問題にはならなかった (苦笑) ものの、アメリカの投資銀行などでは評価益で実際には収益実現していないにもかかわらず、利益計上するとディーラーへのボーナス、会社としての法人税の支払い等が生じ、

もうかればもうかるほどファンディングが増えると当時は大きな問題になっていたね。

- A：そのとおり。こうした動きが、自己勘定デスクの廃止やディーラーへの報酬の大幅抑制への動きとなって、能力あるディーラーの金融機関離れ、ヘッジファンド設立へとつながっていったように思う。ポジション評価の問題は、ファンドが持つデリバティブズ取引の基準価格の算出にもかかわってくるという点で、今でも新鮮かつ重要な話題だ。
- B：日本のヘッジファンド・マネジャーと言えばロング・オンリーファンドの運用経験者や、セルサイドのアナリスト経験者が多いが、欧米のヘッジ・ファンドは自己勘定デスク出身者が多いので、このあたりは極めて身近な話題だね。
- C：あまり日本では知られていないが欧米のヘッジファンド業界には実はデリバティブズ業務経験者が非常に多い。ある面デリバティブズ取引のリスク管理の限界と効用を熟知している人たちであるからこそ、規制という観点では、恣意性の排除と開示の要請はきわめて重要になるということだろう。
- D：基準価格によってファンドの成功報酬が決まることから、自己勘定ディーラーのボーナスと置き換えてみれば、同じような問題意識が必要と言うことかな。
- A：そのとおりだね。ファンドというストラクチャーとなるとわかりにくくなる点もあるが基本は同じだ。
- B：取引の評価に納得的なルールを設定しているのか、効果的にその方法を運用できる能力が事務管理会社（アドミニストレーター）にあり、さらに監査法人が監査時に精査できているのか、その確認が投資家にとって重要ということだね。
- C：でも実際には投資家が、自ら投資先ファンドの取引の評価方法を精査したり、実際にアドミや監査法人がどのようにチェックしているかを確認したりすることは可能なのだろうか。
- D：欧米の有力なヘッジファンド投資家にはヘッジファンド業務経験者を雇用したり、外部の専門家も交えたチームを組成し、投資先すべてに運用・オペレーションそれぞれの実査（デューディリジェンス）を行うものもあるが、なかなか日本の年金基金や金融法人などの投資家が同様なことを行うのは難しいだろうな。
- A：したがって、日本の投資家がヘッジファンド投資を行う視点に立ったときどのようなヘッジファンド運業者に対する規制や、取引の評価、開示に対する規制があるべきなのか、また当局規制によらないまでもどのような点を担保し、またどのような情報を要請することによって責任ある投資ができるのかという点が、議論の中心になるはず。この点についてさらに意見を交換していきたい。

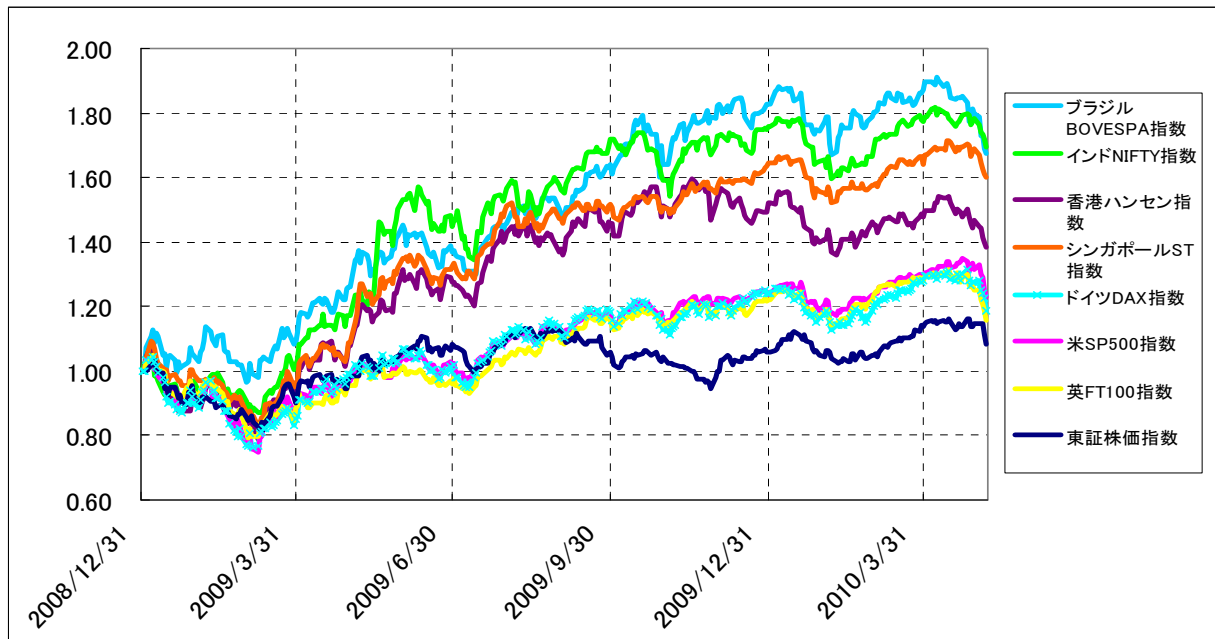
この議論は、来週号にてお伝えいたします。（インベストメント・グループ）

## Global Markets (4月26日～5月7日)

### 1. オーバービュー

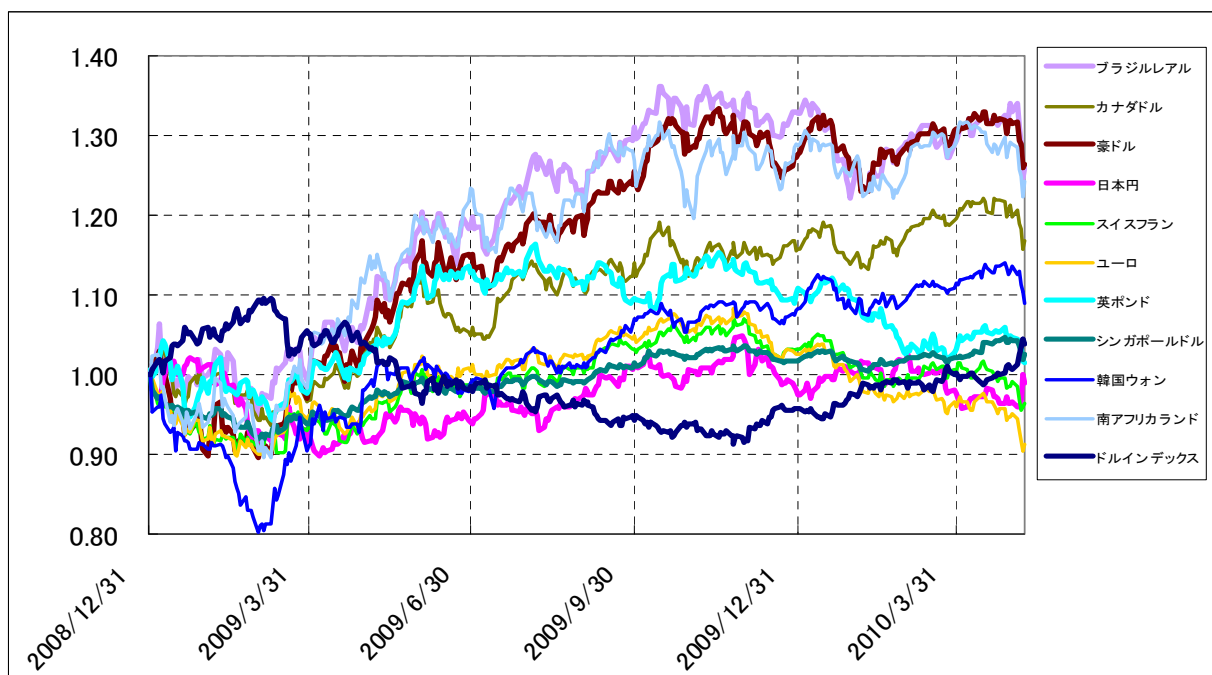
緊縮財政に対する民衆の抵抗が続くギリシャの財政破綻懸念はその他のユーロ諸国に伝播、さらにはこれらの国債を大量に保有する欧州系金融機関へも伝播し、局所的な火種は一気にグローバルに拡散し、米国市場での誤発注が原因と噂される急落も加わり、経済ファンダメンタルズの改善傾向とは裏腹にリスク回避モードが市場を支配した。当局の「金融システム安定化のための目先の支援」と「長期的な規律の維持」のバランス感覚が再び問われることとなる。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

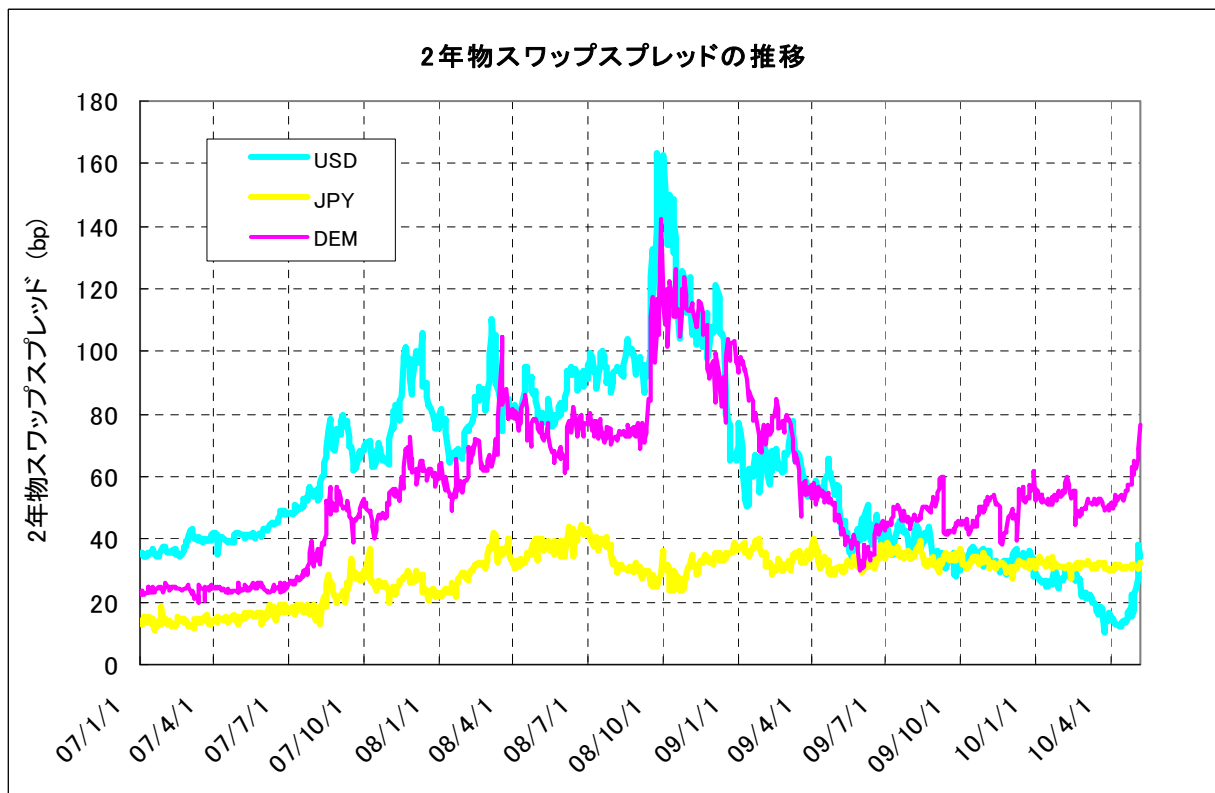
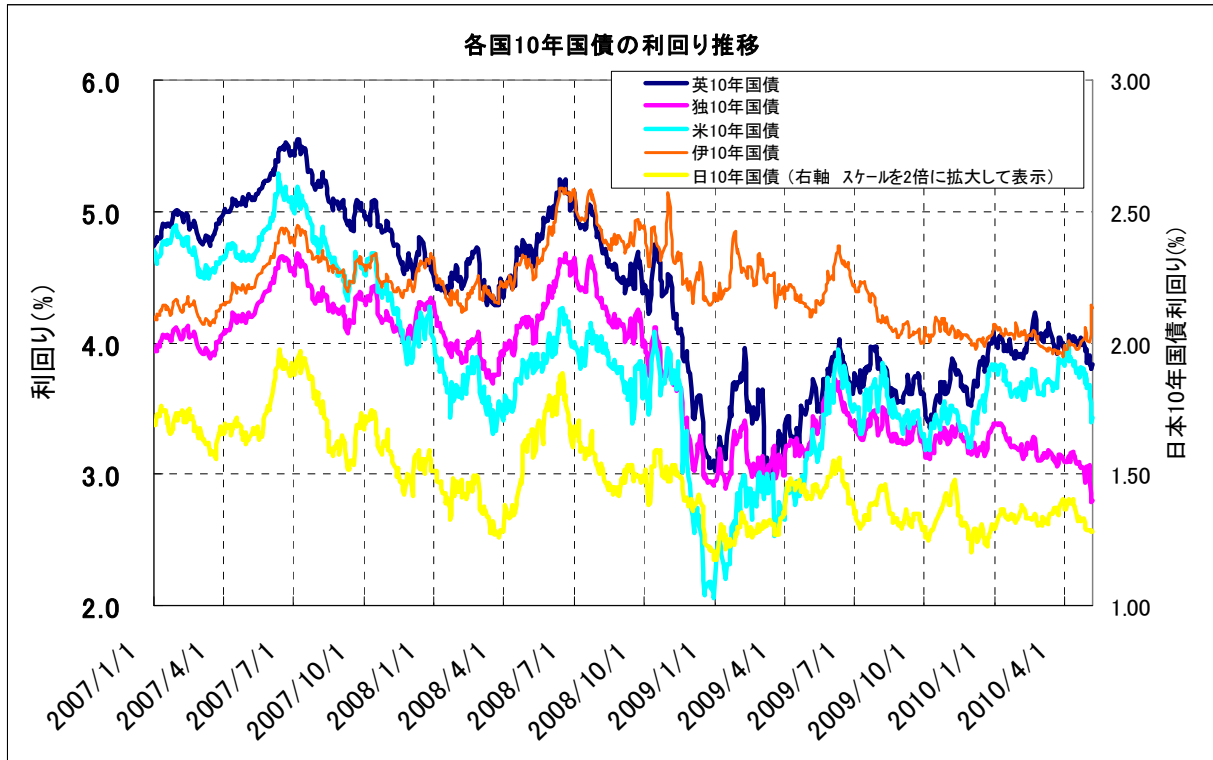


市場全体のリスク回避姿勢を反映して、ドルと円に対して急激な資金流入が生じ、欧州通貨のみならず新興国、資源国通貨も急落。円は対ドルでも急上昇。

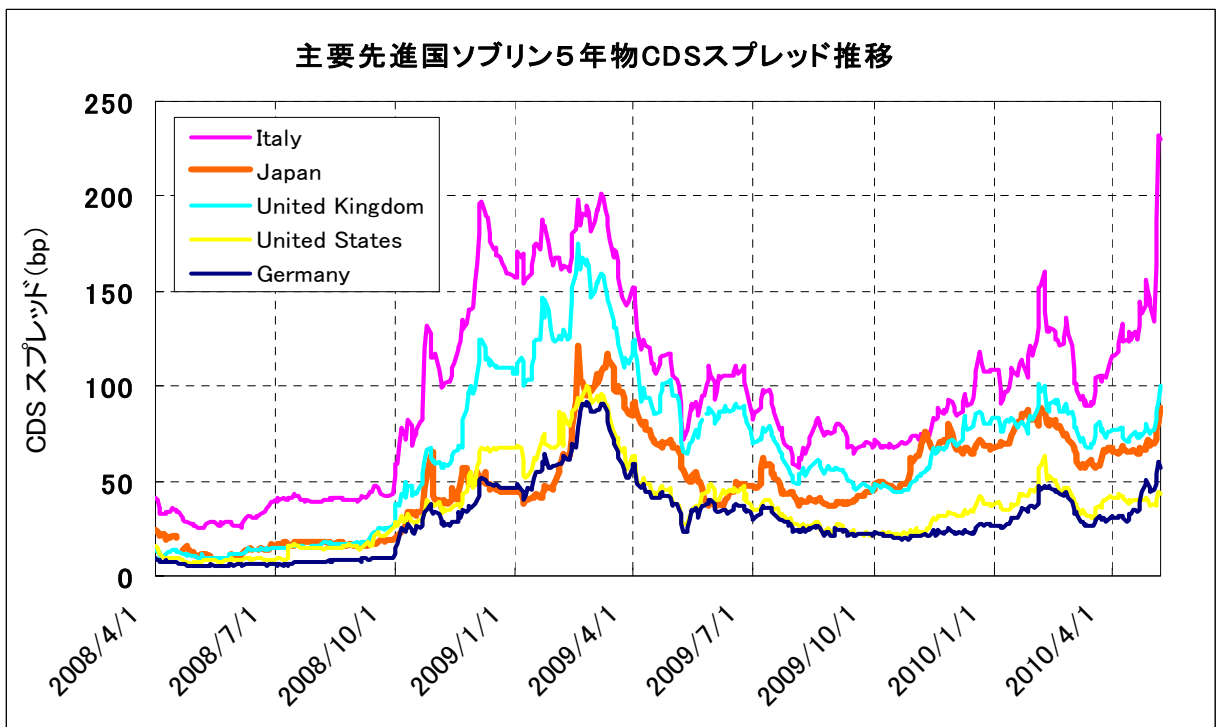
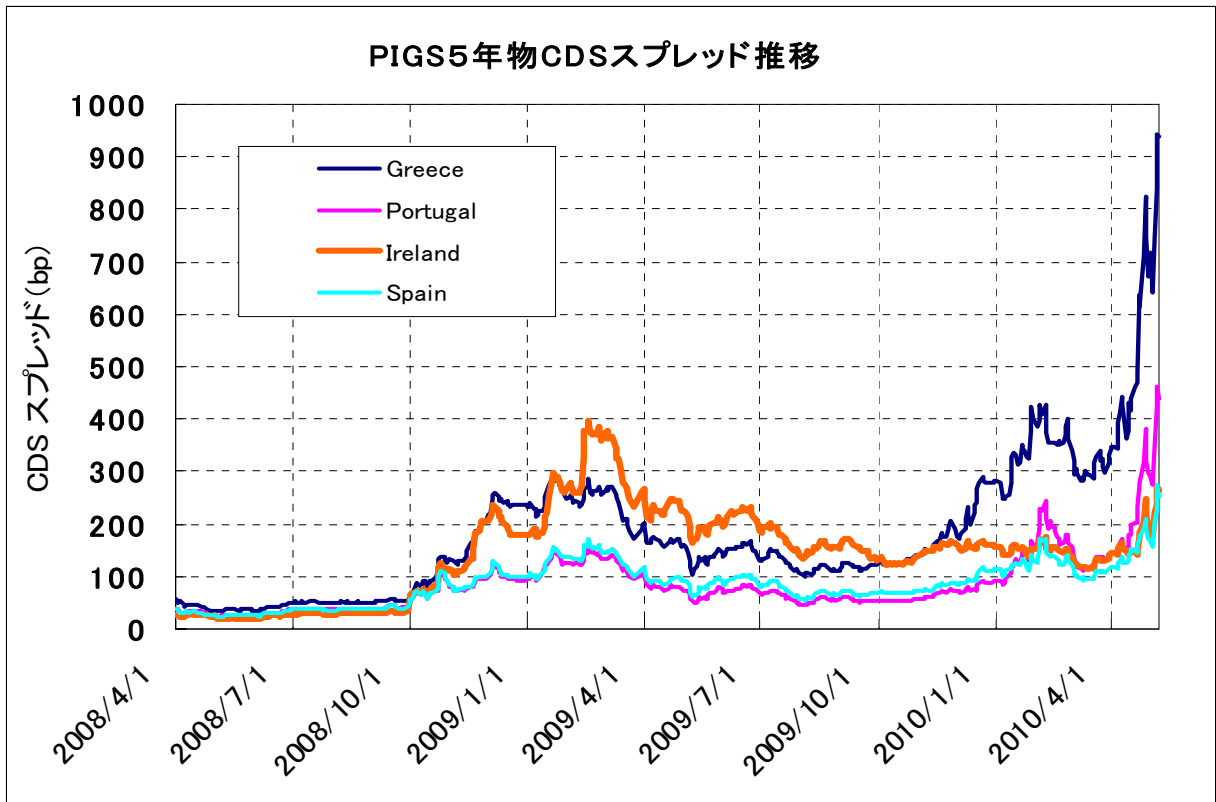
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



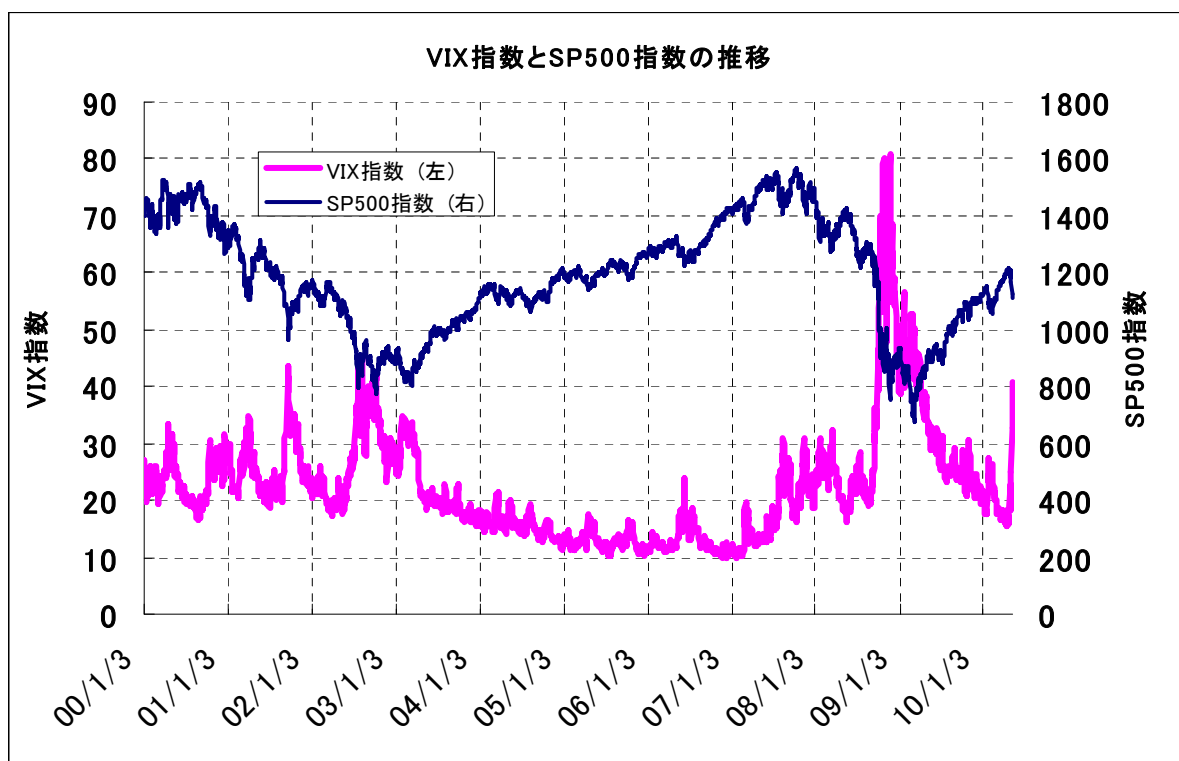
日米欧の主要先進国では、リスクマネーの回避先として国債に資金が流入し利回りが急低下、逆に南欧諸国の国債利回りは急上昇、また欧米のスワップスプレッドも欧州の金融機関に対する不安を反映して短期セクター中心に急拡大。



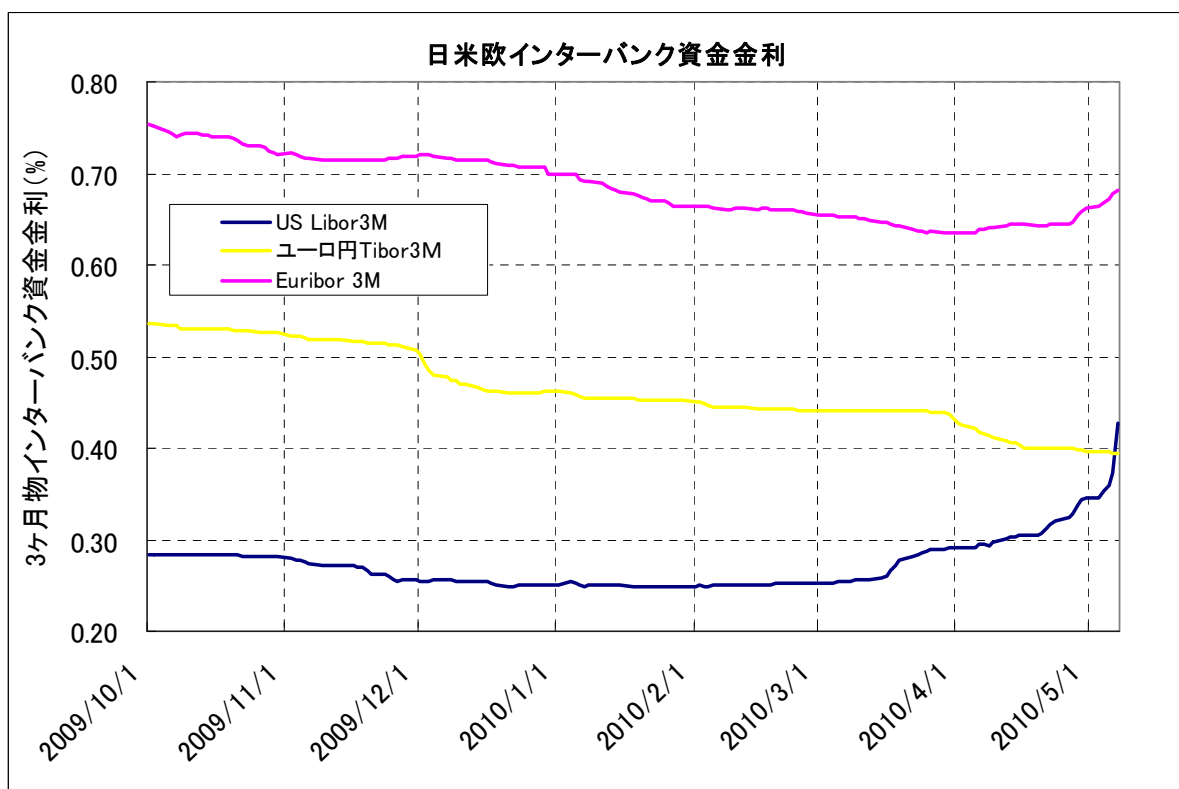
ギリシャのスプレッド拡大が止まらず市場の圧力は一層強まる状況に。南欧諸国やアイルランドのスプレッド拡大も顕著に。主要先進国ではこれまで低位安定が続いたドイツもユーロ全体の動きと連動し拡大、このところ小動きに終始する米国を上回る水準に。



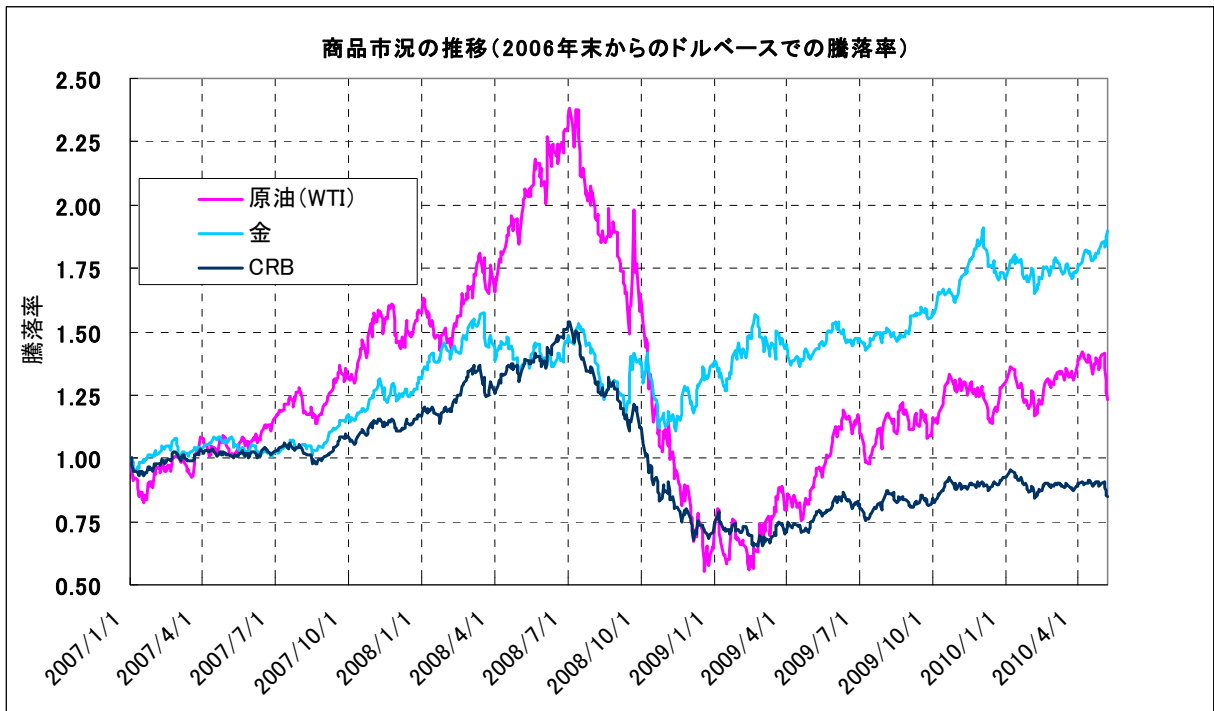
VIX 指数も急上昇し 40 台に。9.11 や米国での企業会計不信に端を発する 2002 年の急落時に匹敵する水準。



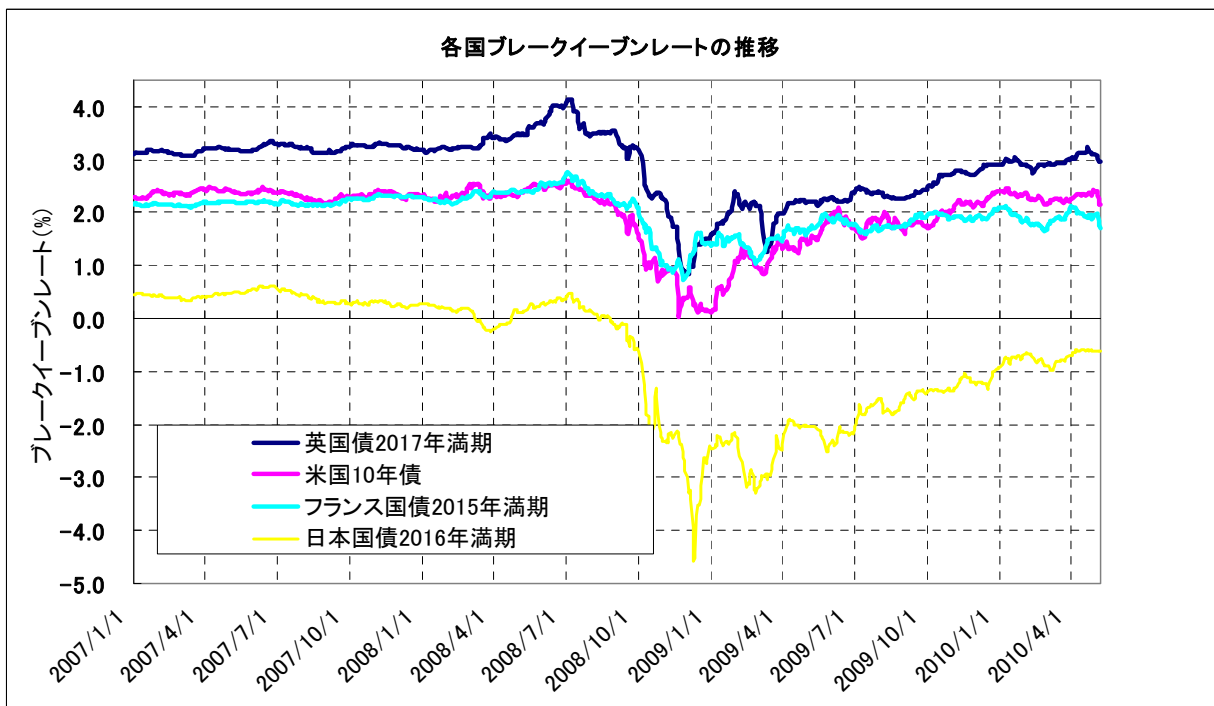
欧州のソブリンリスクが再び金融機関への不安を高めることとなり、欧米の銀行間資金貸借の指標レートは上昇。但しリーマンショック時と比べれば極めて小幅な動きに留まっている。日本円では動きなし。



リスク回避の動きから、原油は下落、ゴールドは上昇。



ブレイクイーブンレートは小幅ながら縮小。



(末永)