

# GCI Global View

2010年7月26日

## 【目次】

- |                            |     |
|----------------------------|-----|
| ● ヘッジ・ファンド投資における定量分析再考 (1) | 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・ファンド投資における定量分析再考 (1) -

欧州の主要銀行（20ヶ国91銀行）に対するストレステストの結果が23日（金）欧州銀行監督者委員会（CEBS）から発表されました。発表された資産査定の中で資本不足とされた大手商業銀行はなく、スペインに地域金融機関5行（1行はすでに政府管理下）、ドイツの不動産金融会社（すでに政府管理下）、ギリシャの農林系金融機関の計7行にとどまりました。この7行の資本不足の合計額も市場の予想（300億ユーロ以上）を大きく下回る35億ユーロ（4000億円弱）にとどまりました。

業界アナリストの中には、今回の資産査定的前提となった想定シナリオである欧州景気が2010年～2011年にマイナス成長に転落する「景気悪化ケース」が甘いのではないかと指摘する声があります。今回のストレステストの前提は具体的には、欧州委員会想定標準経済成長シナリオ（2010年1.0%）から2年間で3%下振れした場合の査定対象銀行の資産劣化を試算したものです。EUの2009年の経済成長率が▲4.9%だったことを考えれば、悲観的というほどではないものの、再度のマイナス成長となる可能性を考慮しており妥当なものかと思えます。ただし、対象銀行が保有するギリシャ国債などの損失リスクの査定は時価評価が原則として適応されるトレーディング目的の保有分だけに限定され、満期までの保有を前提とする投資目的の保有分については査定対象とされていないことから、今後のギリシャの財政危機の進展によっては新たな火種となる可能性があります。

どのような定量的試算にも必ず前提となるシナリオがあります。今回のストレステストではギリシャのデフォルト・リスクまでは加味されておりませんが、ギリシャの、また国債の価格下落の可能性（ヘアカット＝担保掛目率）を市場予測より大きい23.1%とするなどダウンサイドへの考慮も含まれています。今回評価できることは、EUという言葉ばかり寄り合い所帯の中で、統一的な基準、尺度でリスクを計測する体制が整備されたことにあると思います。噂や報道といったものに振り回されるのではなく、必要に応じてこうした機動的なストレステストを行っていくことにより、金融機関の破綻といった究極的状況を回避する方途を講じることが可能となります。こうした近未来に焦点を置いた(forward looking)取組みが定量的リスク管理の最も重要な機能ではないでしょうか。これまでも何度かグローバルビューでは「投資家は何を見てヘッジ・ファンド投資を行うのか」「それでもヘッジ・ファンドに投資する理由」というテーマを採り上げてまいりました。今回は定量分析(quantitative analysis)がどのようにヘッジ・ファンド投資に活用できるのか、弊社での従来から並びに最近の取組みもご紹介しながら何回かにわたり検討してみたいと思います。

ヘッジ・ファンド投資を行う投資家がまず投資候補先マネジャーの運用につき注目するのは、これまでの運用実績、運用資産(AUM)の大きさ、シャープ・レシオ、伝統資産あるいはヘッジ・ファンド指数との相関等の運用指標かと思えます。筆者がお話をさせていただいている金融機関（銀行、信託銀行、保険会社等）のご担当者の方々に、1990年以降20年間弱における著名なヘッジファンド・データベースのデータを用いた分析についてTOPIXとの相関をテーマにお話をしたことがあります。要点だけお示しすれば、1990年から95年の5年間について見るとヘッジ・ファンド総合指数、各ヘッジ・ファンド戦略毎指数（株式総合、レラティブ・バリュエーション、イベント・ドリブン、マクロ）

などは概ね0.2～0.3程度の相関にとどまり、FOF（ファンド・オブ・ヘッジファンド）指数、株式ロング・ショート（マーケット・ニュートラル）戦略はわずかながら逆相関となっていました。しかし、5年毎にTOPIXと上記各ヘッジ・ファンド指数の相関係数は上がっていき、2005年から2009年になると株式（ショート・バイアス）が逆相関、マクロ戦略で約0.3、株式（マーケット・ニュートラル）で約0.5を除けばヘッジ・ファンド総合指数、FOF指数等ほぼすべて0.75～0.85といった高い相関を示すようになっていきます。このことが投資家の多くに「ヘッジ・ファンドは実際には伝統資産と相関してしまった」との大きな失望を生みました。ところがこの数値には数多くのマネジャー、ファンドをずっと見続けてきた筆者にとって肌触り感覚としての違和感があります。つまり相関していないファンドは数多くあるのになぜこうしたデータになるのかということがまずあげられます。

考えられる理由のひとつは、2004年～2008年くらいの中に主に世界的に著名な大手FOFに大量な資金が流入したことから、こうしたFOFに主導される形で一部ヘッジ・ファンドの大型化が一挙に進み、こうした大型ファンドの指数に与える影響が多くなったと思われることです。2005年くらいからBillion dollar club（10億ドルクラブ）、10Billion dollar FOF club（100億ドルFOFクラブ）という言葉が盛んに使われるようになりました。また大型FOFの投資対象とする個別ファンドに、FOFが違って重複（同じ著名シングルファンドにいくつものFOFが投資する事例）がしばしば見られるようになっていきました。一方この時期、日本の大手金融機関でヘッジ・ファンドに相応規模の投資をされていたところでは、複数の大手FOFにまとまった金額の投資をされるスタイルが定着していきました。投資家サイドでもまたFOFサイドでも投資（運用）金額の増大に比例して人員等リソースを拡大させることが困難であるとすれば、投資家はFOFの持つ目利き力と分散効果に、一方FOFは効率性を考え大型ファンドへの集中投資（1件1億～2億ドル）あるいはマルチ戦略ファンドの多用による分散確保へと傾注していったように思われます。

大口投資家も大型FOFもファンドAUMの10%以内くらいを1投資先投資金額上限と設定しているケースが多いことからこの間、AUM1億ドルから2億ドル程度のマネジャーは、運用内容が優秀であっても投資できる金額の小ささから投資対象からはずれる傾向にあり、また自らの戦略のキャパシティを5億ドル程度に設定しているマネジャーはそもそも業界における一流の運用者（10億ドルクラブ）のメンバーとは見てもらえないような風潮もありました。結果として運用内容が優秀な中型・小型ファンド・マネジャーと日本の投資家との出会いもごくわずかであったように思います。

こうしたことから、皆様もご存知のようにGCIでは比較的規模が小さく、また若いステージにある新興マネジャーへの投資を積極的に行ってきています。また最近では、ヘッジ・ファンド投資ユニバースの中でも株式ロング・ショート戦略とは大きくリスク・リターン特性が異なるマクロ戦略、CTA、コモディティ戦略に対する調査・分析能力の強化に努めており、ヘッジ・ファンドポートフォリオのリスク分析、ヘッジ、オーバーレー等ポートフォリオ・プロテクションに活用しようとしています。本邦機関投資家の間でヘッジ・ファンド投資を含むオルタナティブ投資自体の意義が問われている現在、ヘッジ・ファンド投資と伝統資産の相関の問題、シングルファンド回帰の妥当性、GCIが説く新興中型・小型ファンド・マネジャー投資の優位性、個別マネジャー投資選定時の調査分析方法（リスク管理に優れ、成長期待が高いマネジャーの特質）、運用資産（AUM）規模と運用リターンとの関係分析、株式市場急落時のヘッジ・ファンド・ポートフォリオ

のプロテクション方法、ヘッジ・ファンドポートフォリオ、C T Aポートフォリオの診断方法と分析ツールの開発と運用等G C Iと業界関係者との連携を強化しつつ、G C I独自の定量的な分析、具体的な投資手法のご提案や、内外の研究者、運用者等による研究、調査結果のご紹介をさせていただこうと思います。

一部報道等でご存知の方もおられるかと思いますが、先月オリックス・グループの中でC T A運用に強みを持つオルタナティブ投資専門の運用会社オリックス・インベストメント社とG C Iが共同でオリックス・コモディティーズ・ファンドをローンチいたしました。これはオリックス・インベストメント社が1995年以来継続しているトレンドフォロワー型のC T Aモデル自己勘定運用を長期良好な運用パフォーマンスを有する運用エンジンに牽引される外部ファンドとして、機関投資家の皆様にも投資機会を提供するとともにG C IとしてもC T A運用への経験と理解を深めていく目的での取組みです。今年の夏はかつて経験したことが無いほどの猛暑ですが、今週から8月にかけて将来予測の視点を持った定量的分析のヘッジ・ファンド投資への活用につきご説明させていただきます。秋以降のヘッジ・ファンド運用へのお取組みのご参考となれば幸甚です。

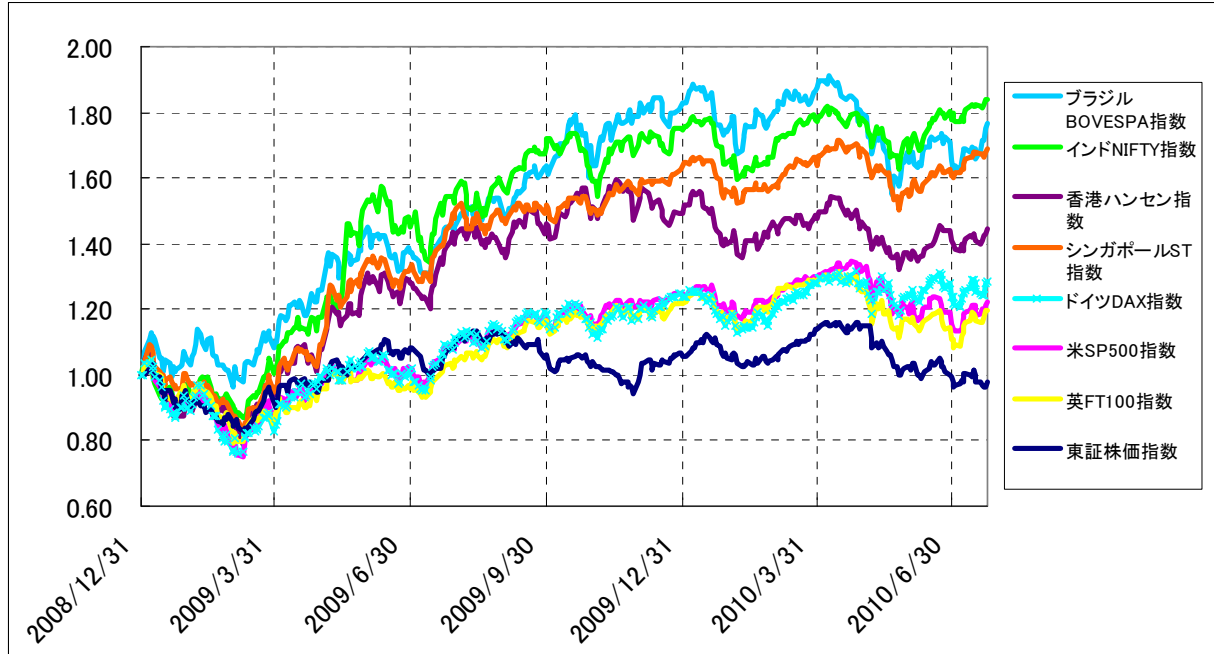
(来週に続く) (インベストメント・グループ)

## Global Markets (7月19日～7月23日)

### 1. オーバービュー

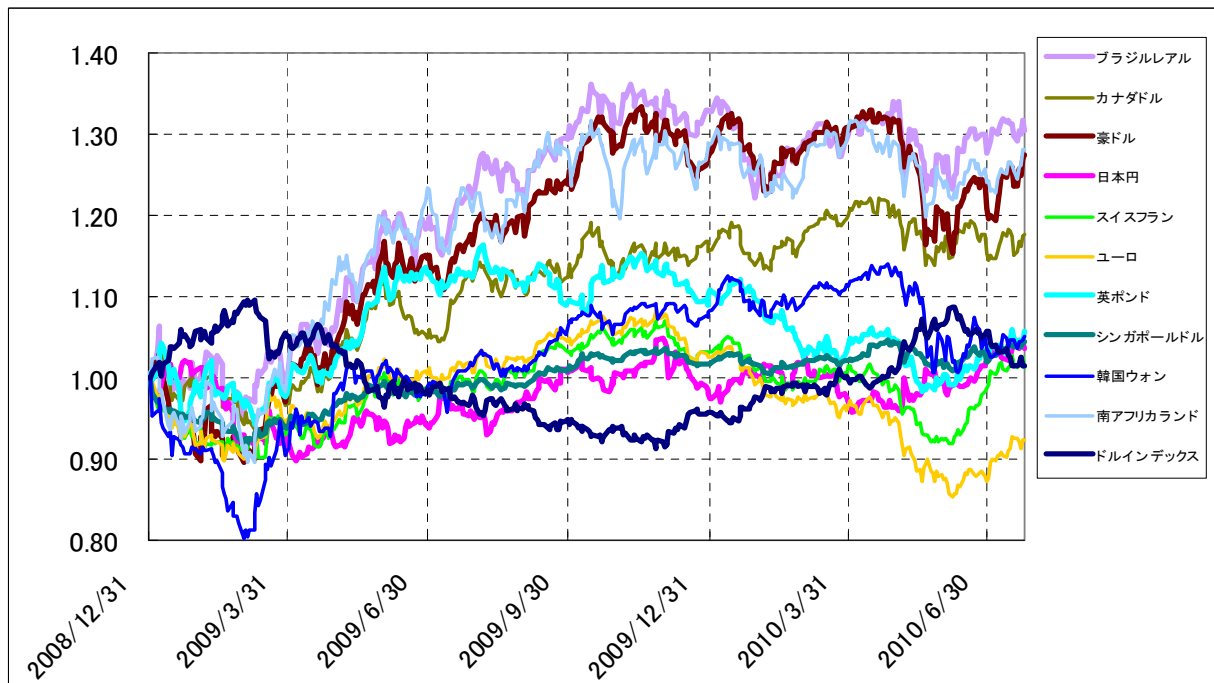
足元の好調な企業決算を材料に、過度な悲観論はやり戻され欧米及び新興国ともに株式市場が反発モードに転じる一方で、デフレ懸念が蔓延する日本はボトムでもみあいを抜け出せない状況に。欧州でのストレステストは91行中7行のみが資本不足(不足額35億ユーロ)と認定されたが、満期保有のソブリン債の棄損の可能性は考慮されず、市場の懸念を解消するには不透明感の残る結果となった。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

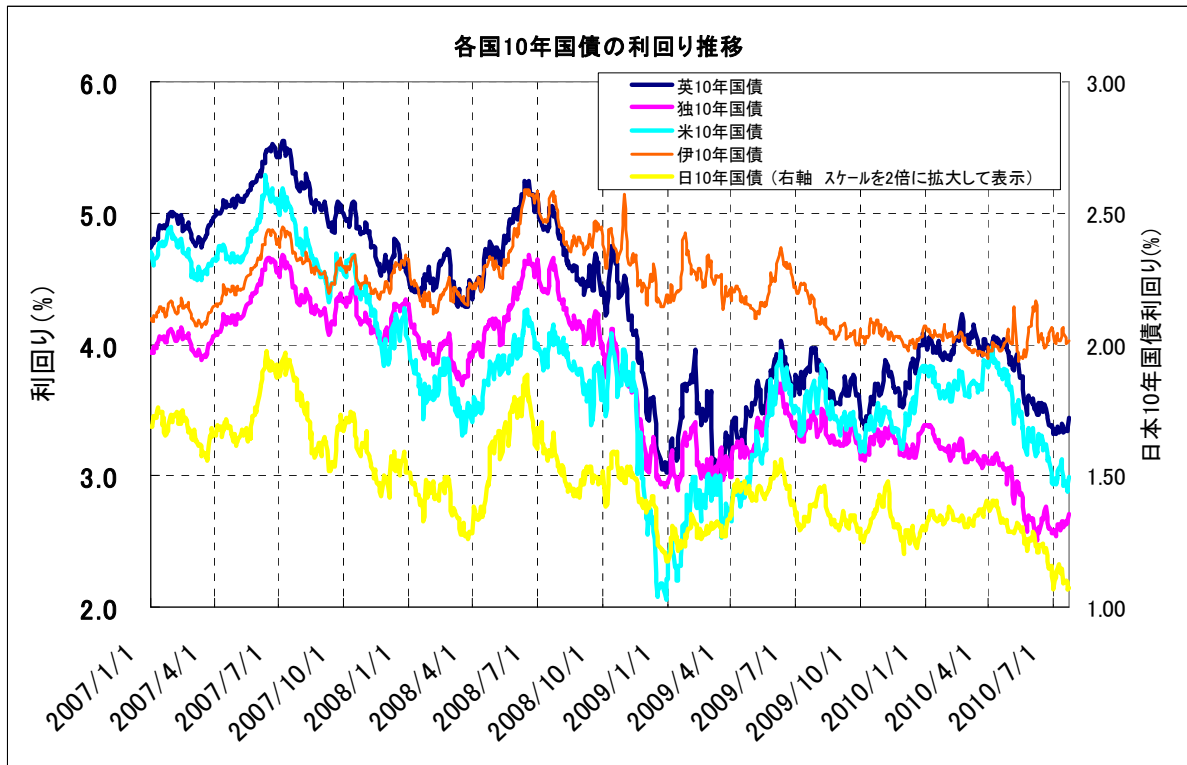


資源国、新興国通貨を中心にリスクマネーが流入する中、円高もようやく一服。

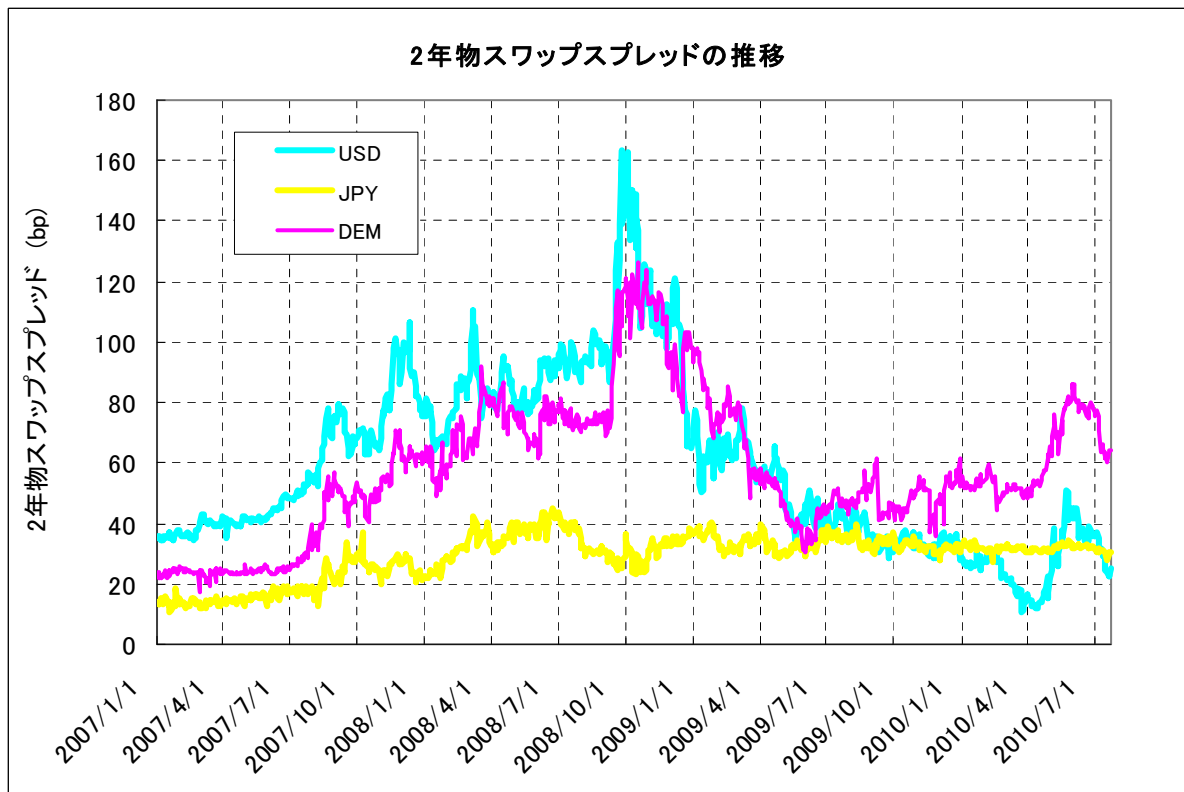
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



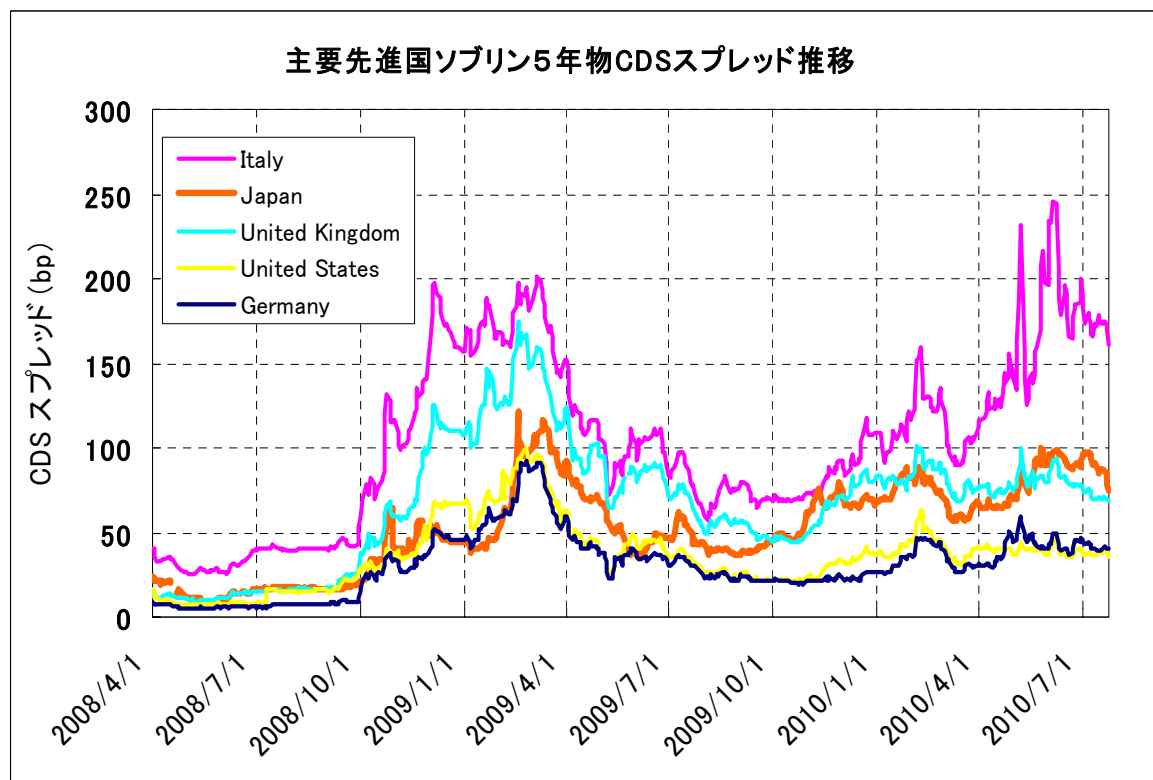
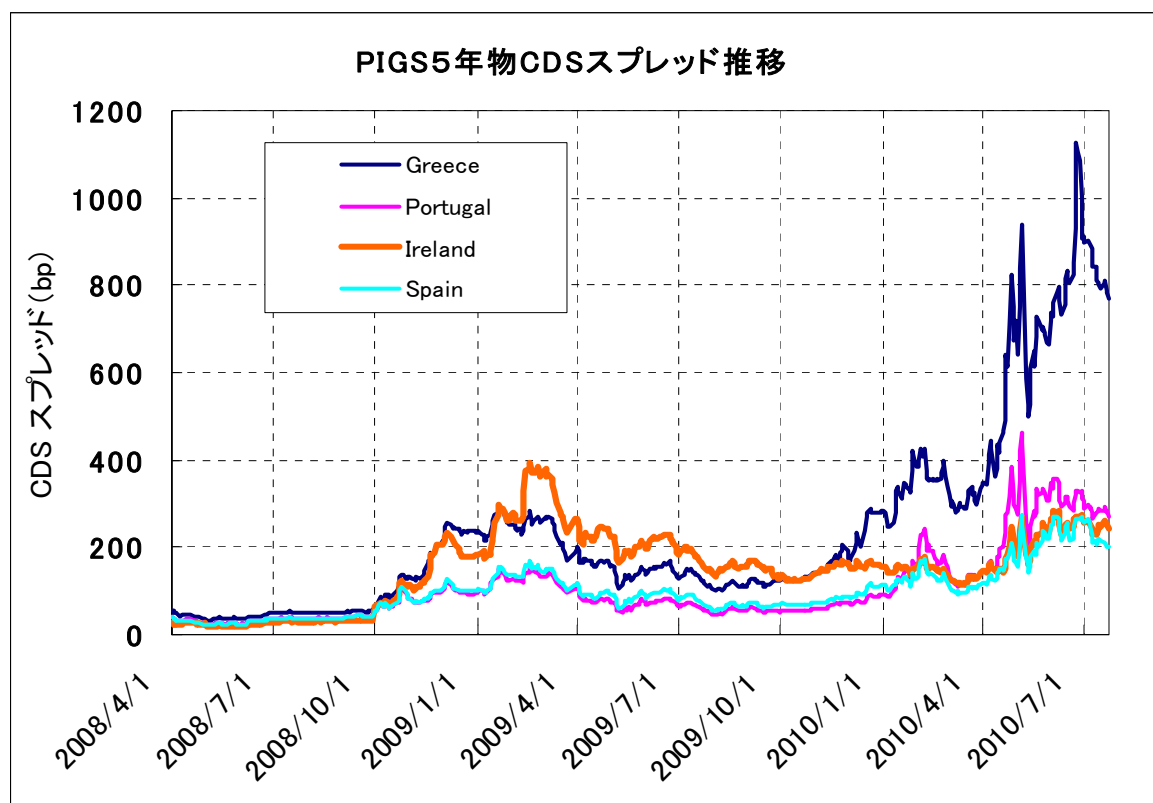
主要先進国の国債市場は概ねもみあい。欧州のストレステストを控える中、米国ではFRBのハト派姿勢を材料に市場にはさらなる利回り低下期待が根強い一方で、欧州では予想を上回る景況感指標により利回りは上昇。



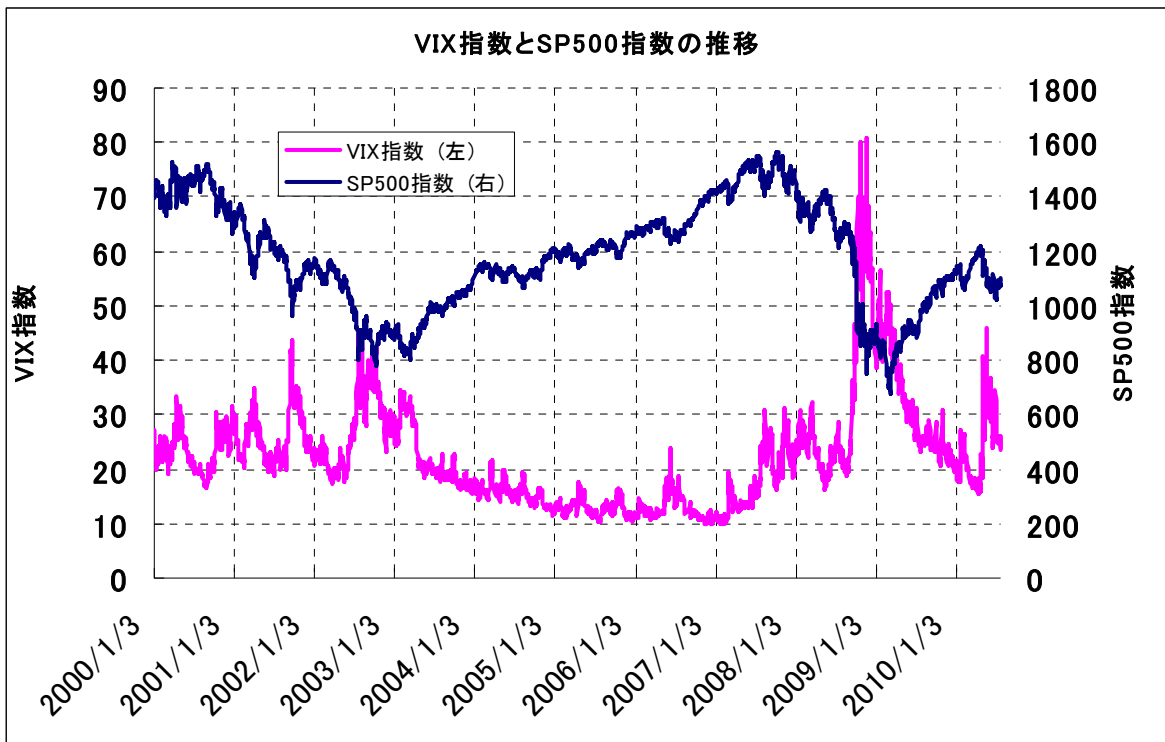
スワップスプレッドの縮小は一段落となりもみあい。



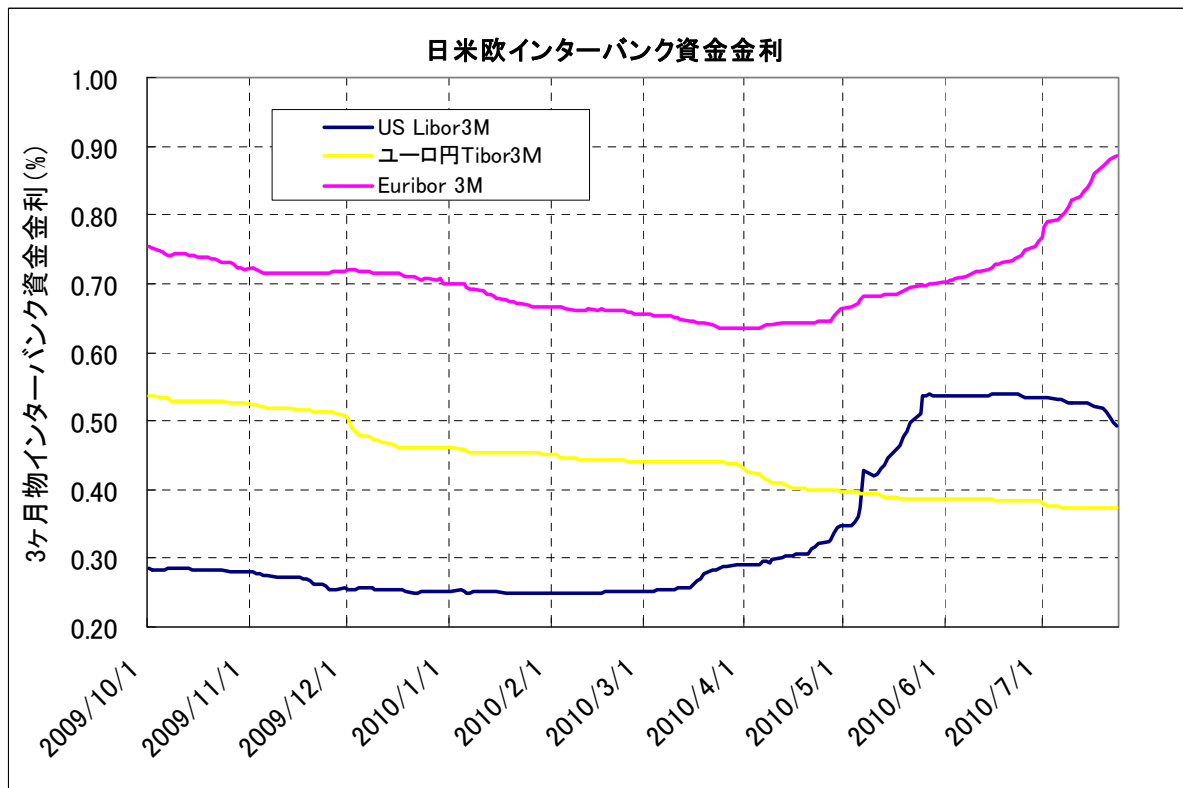
ギリシャの CDS スプレッドは 5 年で 800bp を割り込む水準まで低下。その他諸国も緩やかに低下。



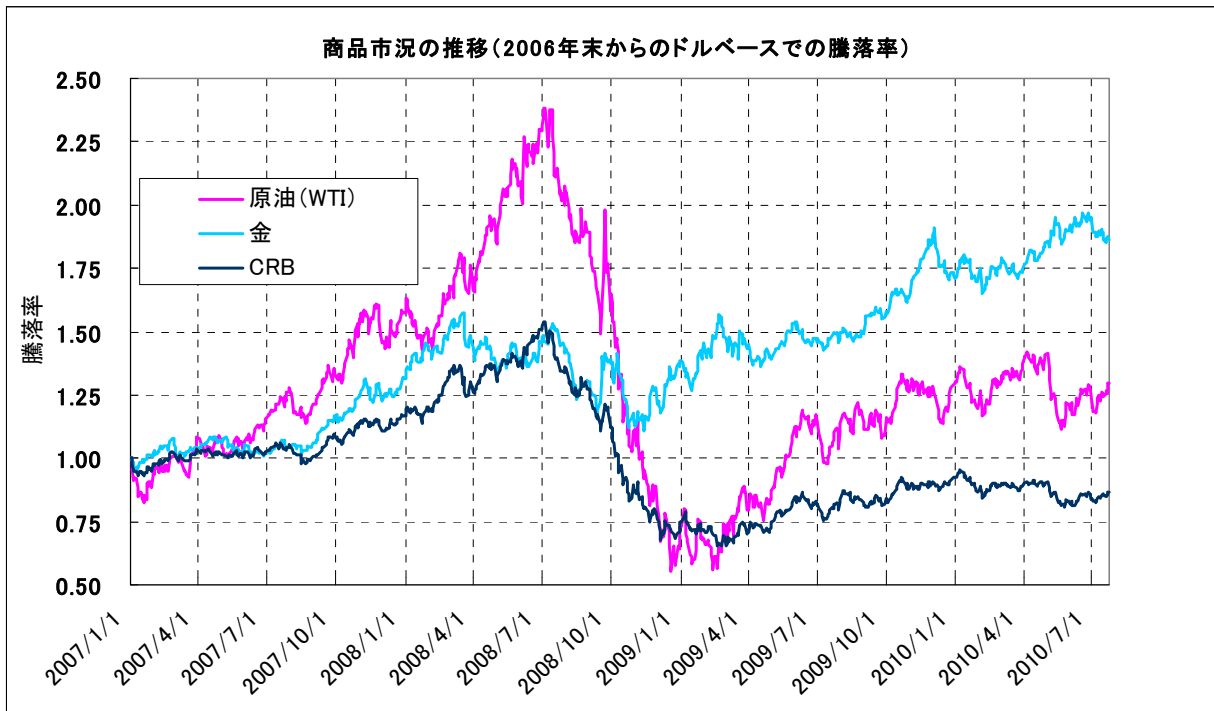
VIX は 25 前後の推移が継続。



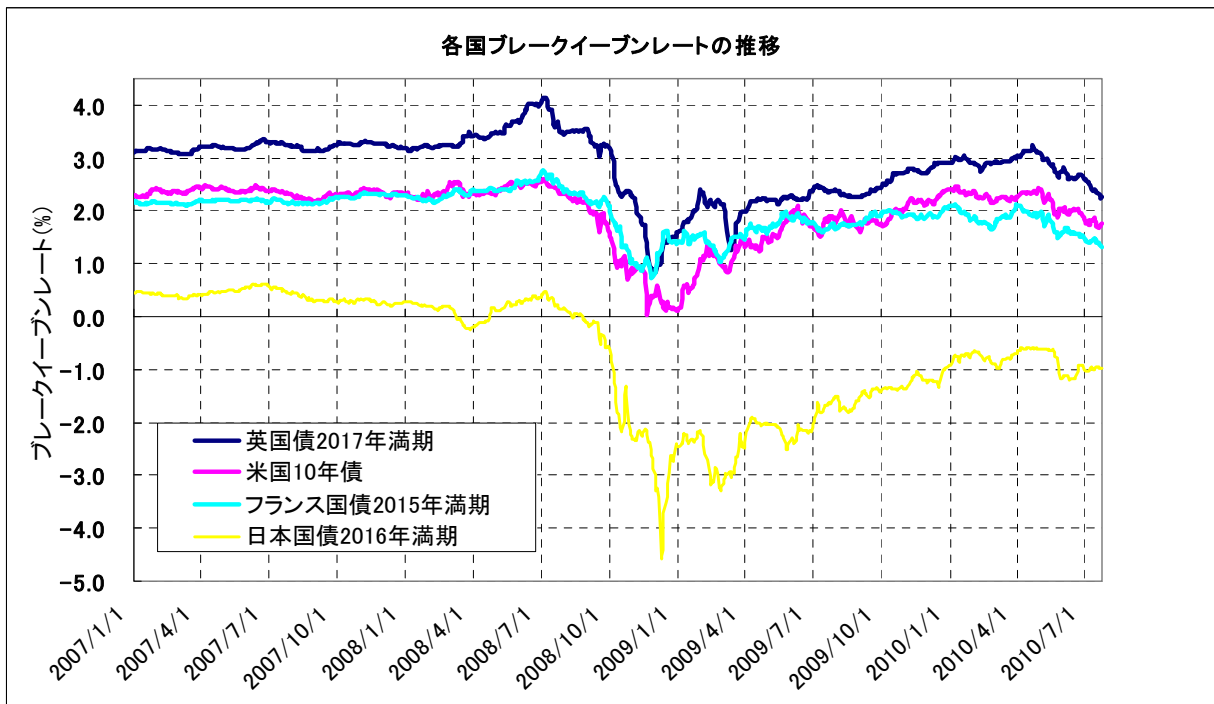
ドル LIBOR の低下が加速する一方で、ユーロ圏金利の上昇速度もややスローダウン。



商品市況ももみあい。



欧米のブレイクイーブンレートは緩やかな縮小の動きが継続。



(未永)