

# GCI Global View

2010年8月30日

## 【目次】

- |                            |     |
|----------------------------|-----|
| ● ヘッジ・ファンド投資における定量分析再考 (3) | 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 (3)

間があきましたがこれまで2回にわたりヘッジ・ファンド投資において定量分析がどのような意味を持つのか、またどのように活用できるのかをポートフォリオ・レベルの話として採り上げてまいりました。今回はアクティブ運用をおこなっていく上で個別ファンド選定のレベルにおいて定量分析をどのように活用できるのか、弊社での取り組みも含めてご説明させていただきます。

ヘッジ・ファンドポートフォリオ構築において、投資家の皆様がまず出会うことは、どのようなポートフォリオを自分が構築しようとしているのかを年次運用計画、有価証券投資計画といった形で明確化するという事ではないかと思えます。もちろん目指すべきは「きちんとパフォーマンスをあげる優れたポートフォリオ」であり、そうした課題を達成するにあたり、「株式等伝統資産投資から生じるベータ効果を排除しつつ、伝統資産投資と相関の低いポートフォリオを構築する」などといった目標を掲げられるのだろうと思えます。そこでまず確認すべき事項ですが、優秀である（と事後的に皆が評価する）ポートフォリオを構築していく上で鍵となるのは、自らが行う「運用の目的」とリスク・リミットや投資ガイドラインといった「運用の制限」を正しく理解することです。もちろん投資家の種類（金融機関なのか、年金基金なのかなど）によって、また個別の投資家の置かれた状況、事情によっておのずからそうした「運用の目的」や「運用の制限」も異なって来るのは当然のことですが、この入口での「何を指すのか」という議論と整理、「何が目標を達成する上で制約条件なのか」という認識の有無が、そもそもポートフォリオを構築する上での出発点となりますし、今週号のグローバル・ビュー記事のテーマとしてお話しする個別投資先選定に向けた行程の出発点でもあるからです。

運用の目的を考えたとき、そこには当然定性的なものや定量的なもの双方があると思えます。企業業績にしても、「売上げ一兆円必達」などと劣らずに重要なものとして「社会の一員として貢献し、尊敬される企業」などというものも当然あります。しかし、ここでは読者の皆様と共通のテーマで考えるものとして定量的な目的を考えて見ます。定量的な目標を設定するためのもっとも標準的な手法は、「リターン目標」と「リスク目標」双方を別々に、あるいはそれらを総合的に「リスク・リターン指標」として運用担当者に課するというやりかたです。このあたりで勘の鋭い読者の皆様のことですからお気づきになられているかと思えますが、このあたりは皆様のようなファンド投資という形で運用者の資質に投資を行う方達よりも、株式や債券といった金融資産に直接投資を行う運用者（マネジャー）にこそあてはまる指標なのではないかという声が出てくるかと思えます。

私がまずお話ししておきたかったことは、個別の運用者を選定する場合にその選定基準の中に、ポートフォリオを構築する皆様の頭の中にあるポートフォリオ・マネジャーとしての「運用の目的」や「運用の制限」、「リターン目標」と「リスク目標」とが整合的に組み込まれているかの視点が重要であるということです。ポートフォリオのボラティリティー目標が年率5%以内であるにも係らず、直近のパフォーマンスが良いという理由で年率10%を超えるマネジャーを投資先として選択される方がおられます。たしかにリスク・リターン・プロファイルが相互補完関係にあるようなマネジャーを組み合わせることによ

りポートフォリオとしてのボラティリティーを減殺することは理屈の上では可能ですし、筆者もかつてそうした投資家の皆さんがあつと驚くようなポートフォリオを構築することこそプロの醍醐味と考えた時期もありました。しかし、そのような取組みというのはゴルフにたとえて言うならば、「フックボールを右OBゾーンに向かって打ち出しておいてフェアウェイ・センターに止める」ような、ちょっと間違えれば大怪我をするかもしれない攻め方であり、持続的に安定したパフォーマンスを発揮するポートフォリオを目指す（ダブル・ボギーやトリプル・ボギーを打たない）上では回避すべき行為です。それよりは最初からフェアウェイをはずさない曲がりの少ないドライバー・ショットを心がけるべきでしょう。投資先個別マネジャーの選定や、期中における入替の検討などにも同様にポートフォリオが目指すフェアウェイに破綻無く収まるマネジャーを採用すべきです。

ヘッジ・ファンド投資の場合にあてはめれば、個別マネジャーの掲げている自らの「運用の目的」や「運用の制限」、「リターン目標」と「リスク目標」がどのような考え方で貫かれているのかということと、過去のパフォーマンスを含め、そのマネジャーの投資行動が自ら掲げている諸原則と整合的であるのかをまず確認することです。まずはポートフォリオとの一気通貫、この作業をひとまず定性的な事情を一切斟酌せずに、定量的に行って見ることが、上で述べたポートフォリオが目指すフェアウェイに破綻無く収まるマネジャーを採用するために投資家が（あるいは投資家が選択したファンド・オブ・ファンズ マネジャー）が最初に行わなければならないことです。次に、そのマネジャーが掲げている諸原則がそのマネジャーの投資行動とどのように整合性が保たれているかの確認に入ります。これらの作業は、投資候補あるいはすでに投資しているマネジャーから個別投資データの全面的な開示を受けて行う場合もありますし、部分的な開示（投資先上位銘柄や、投資セクター等）を受けて推計を交えて行う場合、パフォーマンスのみの開示しか受けられずに行う場合もあります。部分的な開示がある場合、開示されている部分の特性をポートフォリオ全体から分離すれば、他の部分へのマネジャーの関与の仕方は、セクター・インデックスの参照、類似的なパフォーマンス特性を示す他のマネジャーとの対比といった複数の切り口のファクター分析を行うことにより、相当部分解明する（あるいは相応な精度を持った推計を行う）ことが可能となります。ほとんど取引内容の開示が受けられないようなケースでは、同様に比較的パフォーマンス特性が似ている他のマネジャーとの比較感から抽出するファクターを増やしながらか回帰分析を繰り返し、対象マネジャーのポートフォリオの中身を炙り出していく地道で体力のかかる力仕事を行うこととなります。（このプロセスはF O Fのポートフォリオの戦略分析にも応用できます）

こうしたクオンツ諸氏の取組みは、個別マネジャーが抽出するアルファの源泉を解析する作業でもあります。超過収益であるアルファがそのマネジャーの運用から本当に見出されるのか、取引コスト、無リスク運用収益、ベンチ・マーク、諸ファクターの消去により出された結果というものは、時として私どもの予想とは大きく異なったものとなることも、予想したとおりのこととなることもあります。既存投資先のみならず数多くの投資候補先について毎回定量的分析を行うことはあまりに現実的ではないとお考えかもしれません。しかし、実際に定期的にポートフォリオ診断的に定量分析を行って運用目標やリスク目標との乖離の兆しを早期に発見しようという試みに新たに着手された投資家の方もいらっしゃるし、また簡易的な分析ツールの開発につき相談を受けた例もございます。とかく定量分析というと数式やギリシャ文字が飛び交うものと拒否反応を示される方も多いかと思えます。つい最近大手金融機関でヘッジ・ファンド運用をされている運用者さんとそうした運用部門を統括されている部門のシニアの方がご一緒に弊社を訪問されました。

運用内容への評価をめぐり双方ともにややお互い不信感を持たれていて、中立的な立場から弊社のコメントを得たいとのことでした。いろいろと差しさわりのあると困るので定性的な意見は一切排除して、定量的な分析のみに特化してかなり詳細にレポートさせていただきました。(もちろんお金をいただいたわけではありません) その結果は私どもにとっても予想とは異なり興味深いものでしたが、15年近くロング・ショート運用に従事されていた運用担当ご本人から「このような分析はいままで経験がなく、まさに目からウロコであった」とのコメントをいただき、また分析結果も今後の新たな運用戦略検討にも役立ったとのことでした。

読者の皆様も、もしこれまであまり事後的なリスク管理以外に、ポートフォリオの定量的分析に取り組まれたことがないようでしたら試みに行ってみることをお勧めします。日ごろお付き合いのあるコンサルタントさんや信託銀行さんもお相談にのってください。弊社でも簡単な分析を行うことは可能です。極力数式とかを排除して文章で説明させていただいたので、いまひとつわかりやすさに欠けていたかもしれません。機会を見つけて実際の分析例をグラフなどビジュアルな形でご説明させていただければと思います。

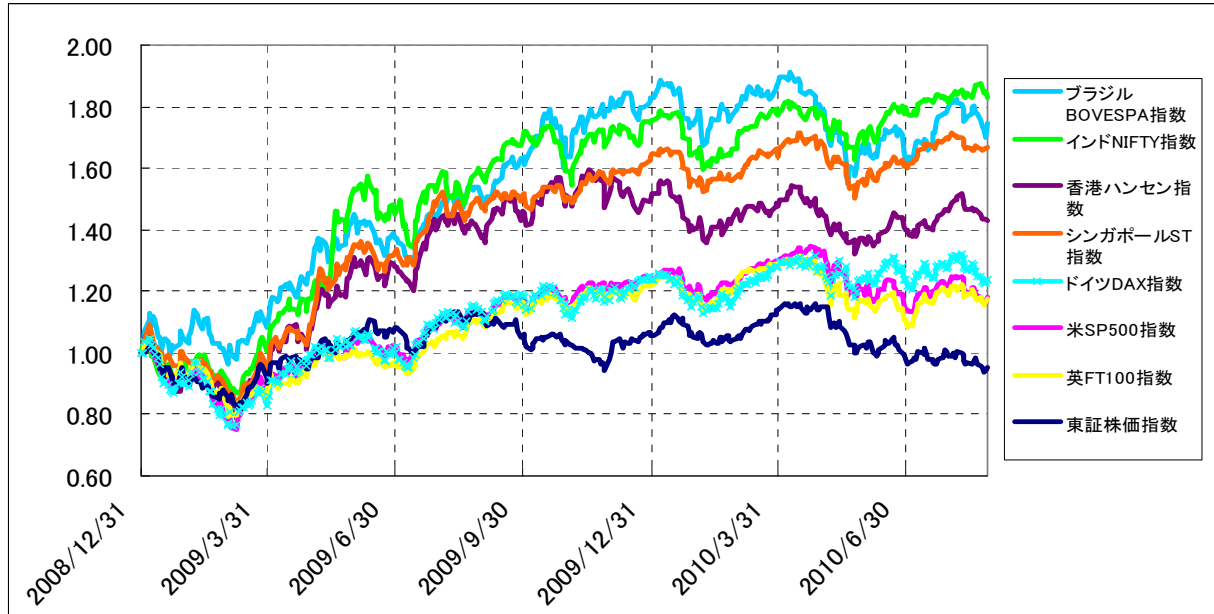
(インベストメント・グループ)

## Global Markets (8月23日～8月27日)

### 1. オーバービュー

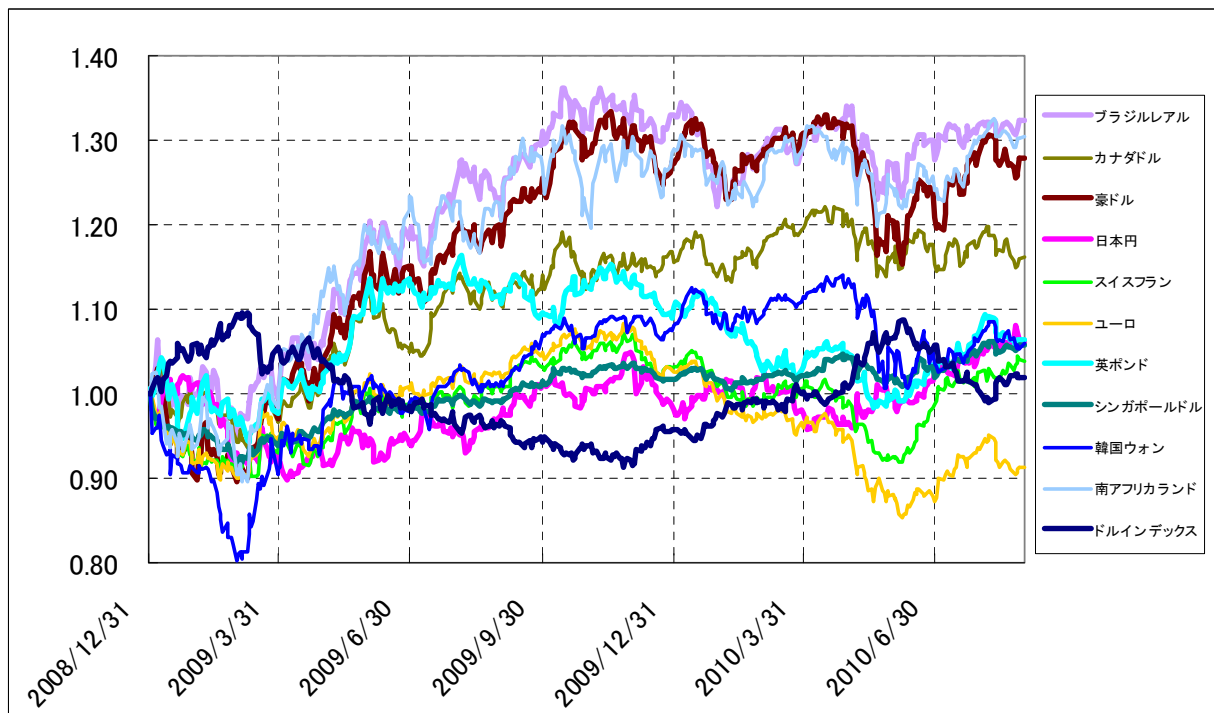
先進国の成長軌道の下方屈折を織り込むように、先進国の株式市場は調整モードが支配したが、週末にかけては政策期待からやや反発。日銀の緩和期待が市場で強まる中、日銀は週明けに緊急会合を開催し新型オペを20兆円から30兆円に増額することを決定、増加分については期間を6ヶ月に延長した。バーナンキFRB議長はジャクソンホールで、今後の経済見通しと金融政策について講演を行ったが、「一段の行動が必要となれば追加刺激策の用意がある」として、大枠としてこれまでのスタンスを踏襲する内容となった。

#### 【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

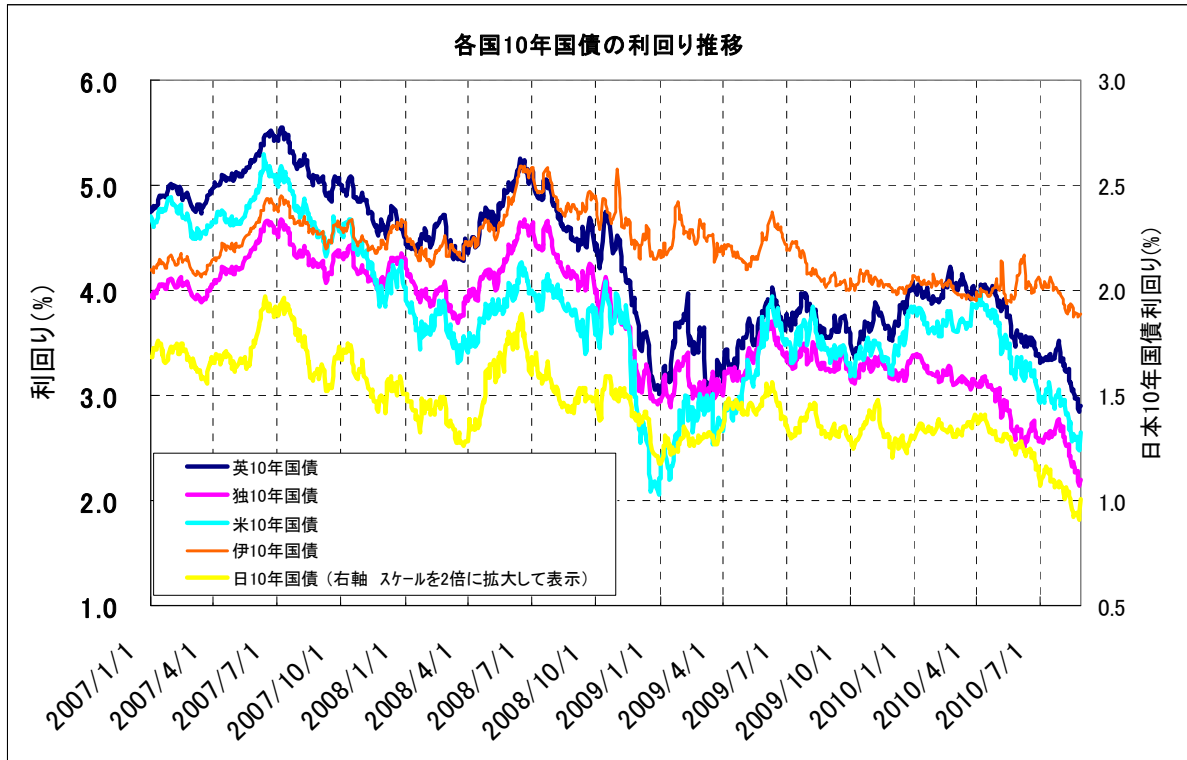


欧州通貨の調整は一服、ドル円は83円台につっこむ局面もあったが、再び85円に。

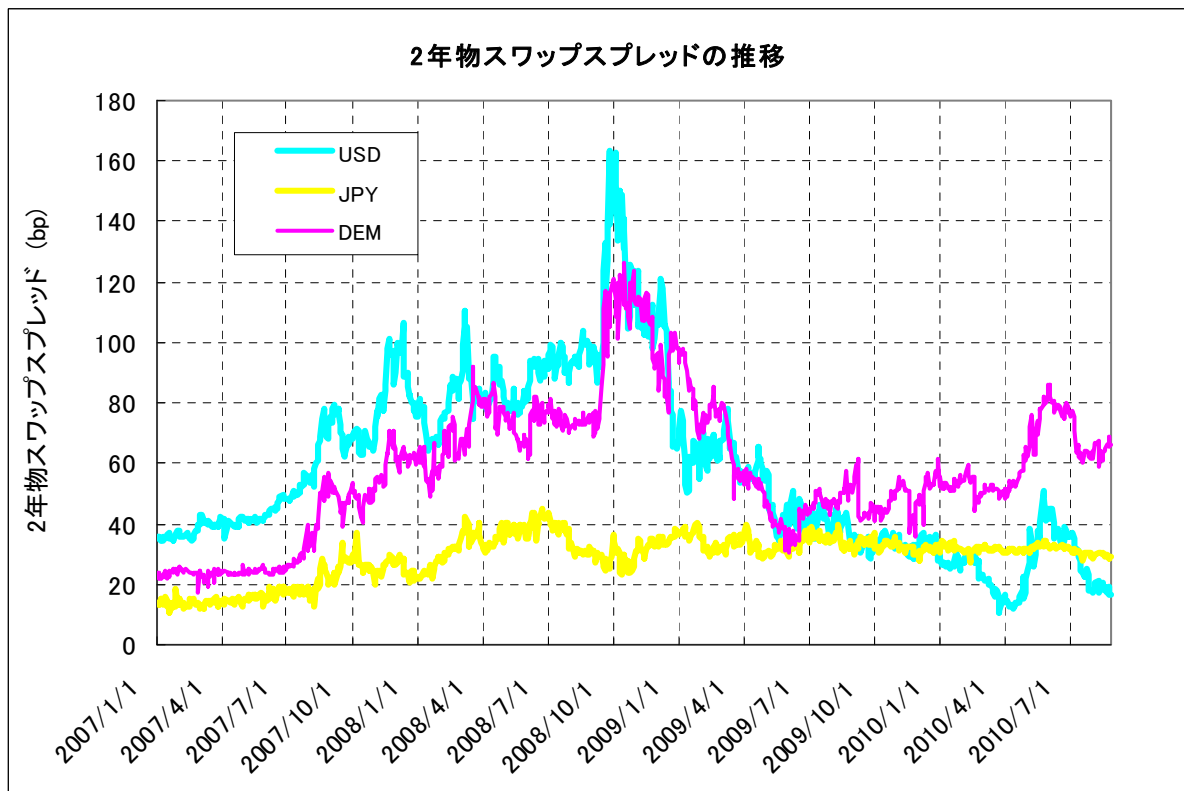
#### 【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



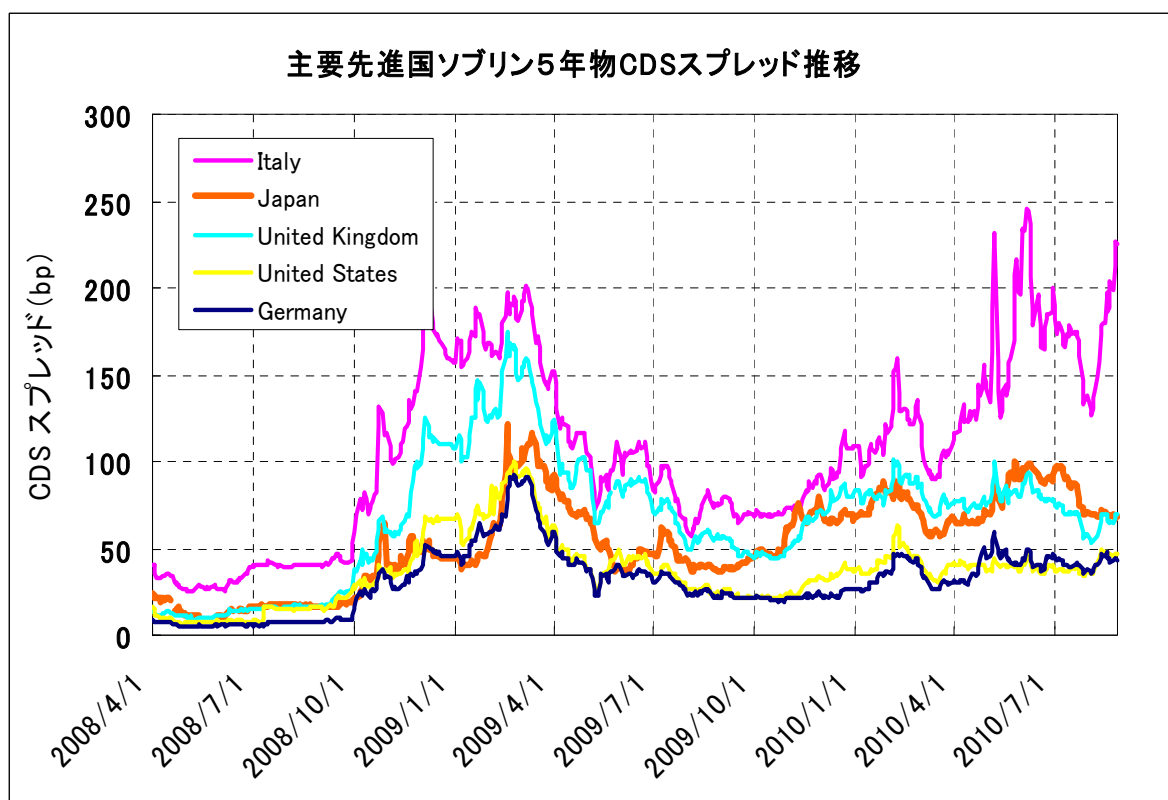
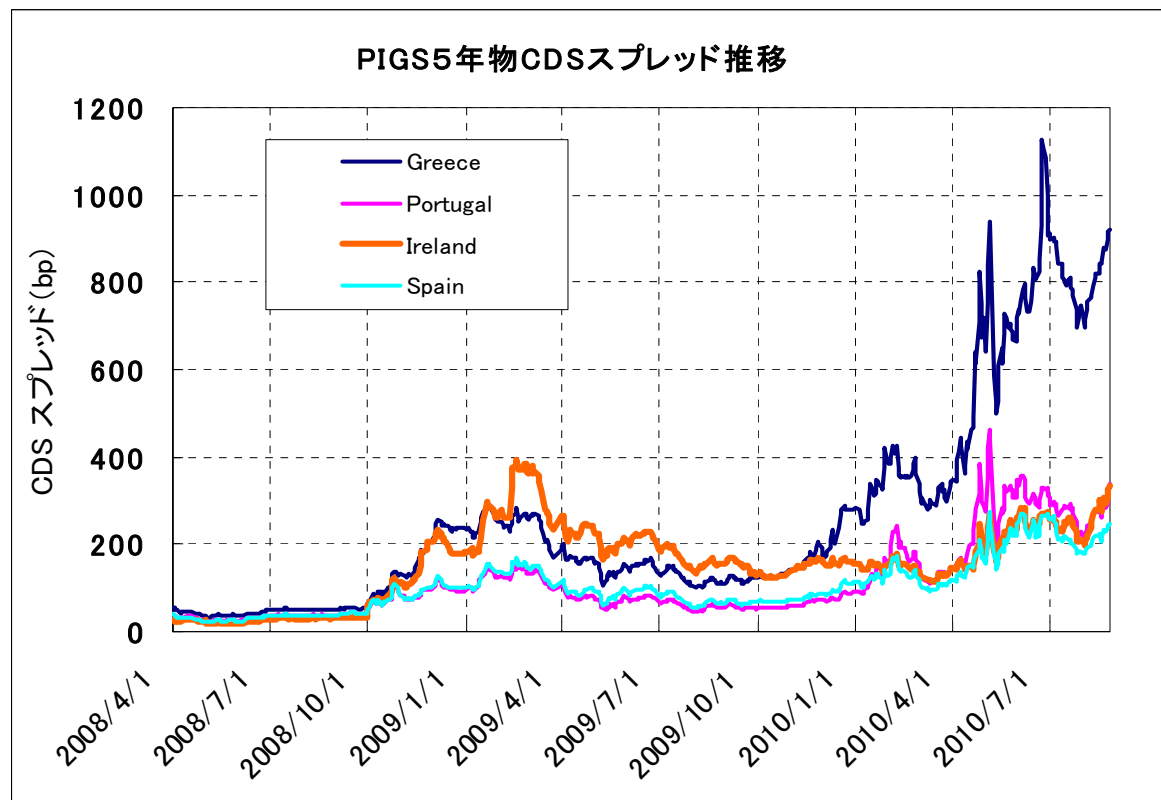
金曜日には政府・日銀の円高対策への期待を背景とする株価上昇などをきっかけにこれまで膨らんできた JGB の買い持ちポジションを手仕舞う動きが広がり価格は急落、10 年利回りは 1% 超えとなった。欧米でもこれらの動きに連動し国債利回りは上昇した。



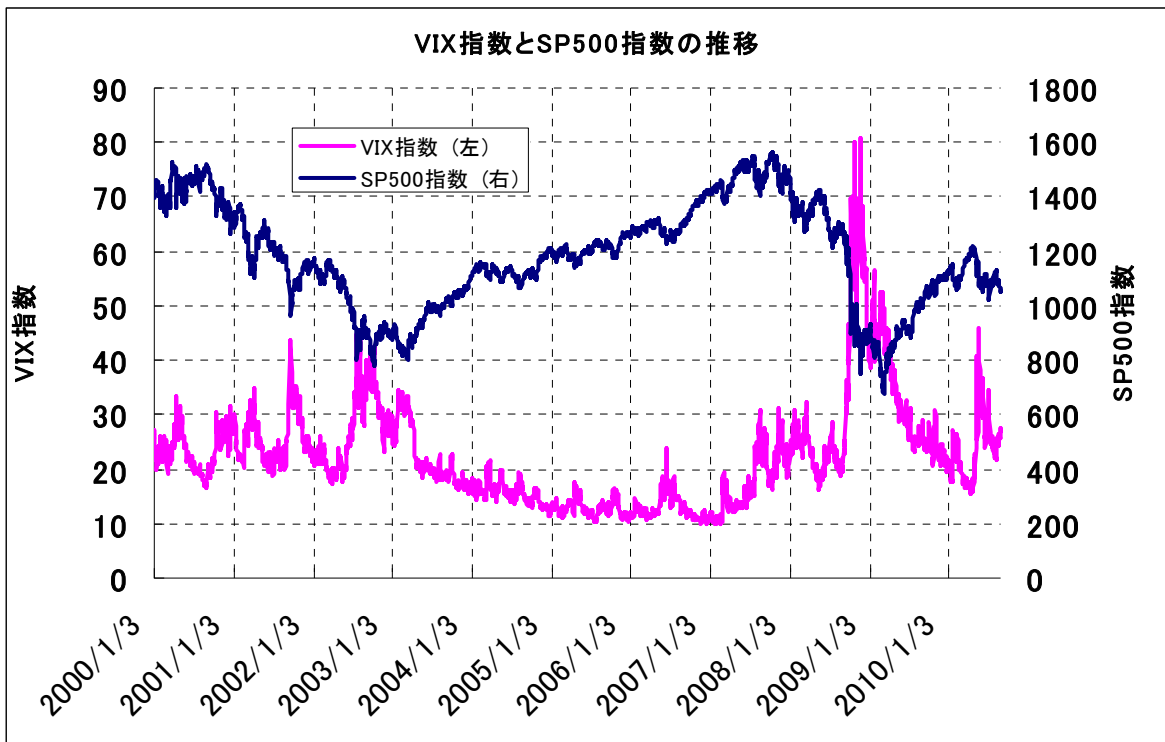
スワップスプレッドはもみあい継続。



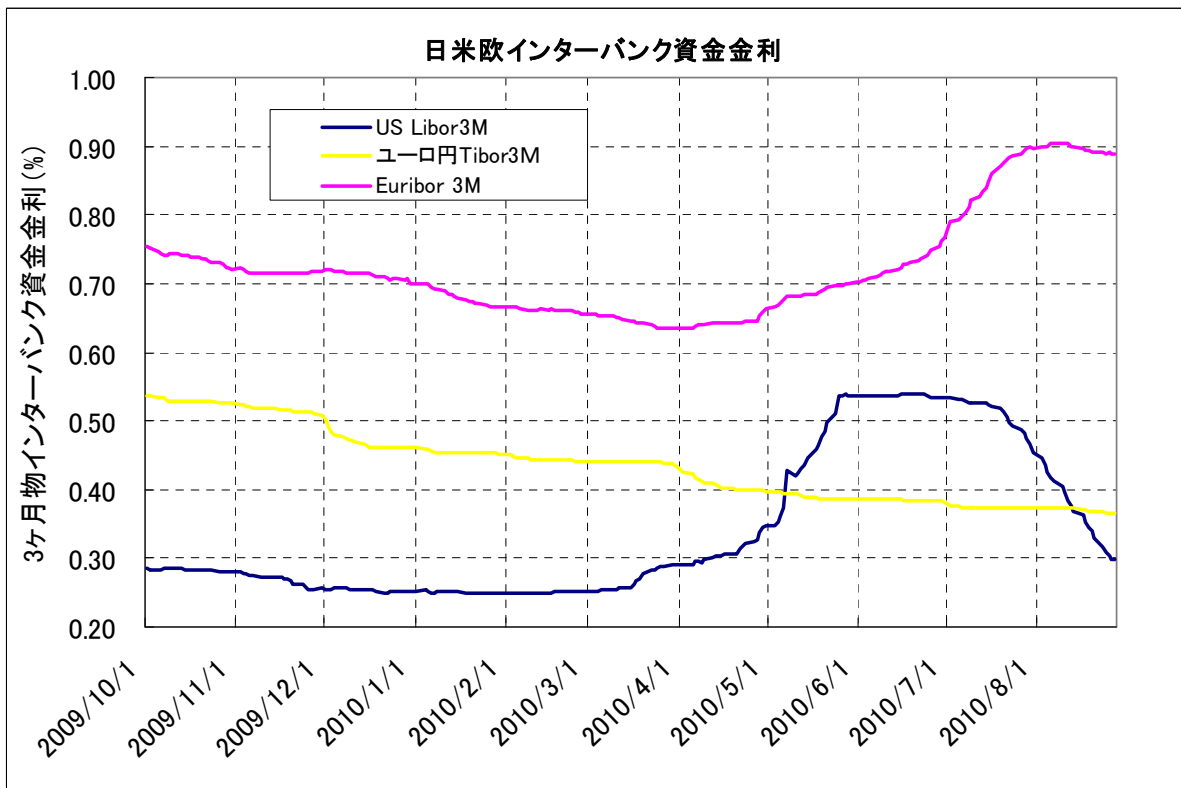
CDS スプレッドは欧州を中心に拡大が継続。



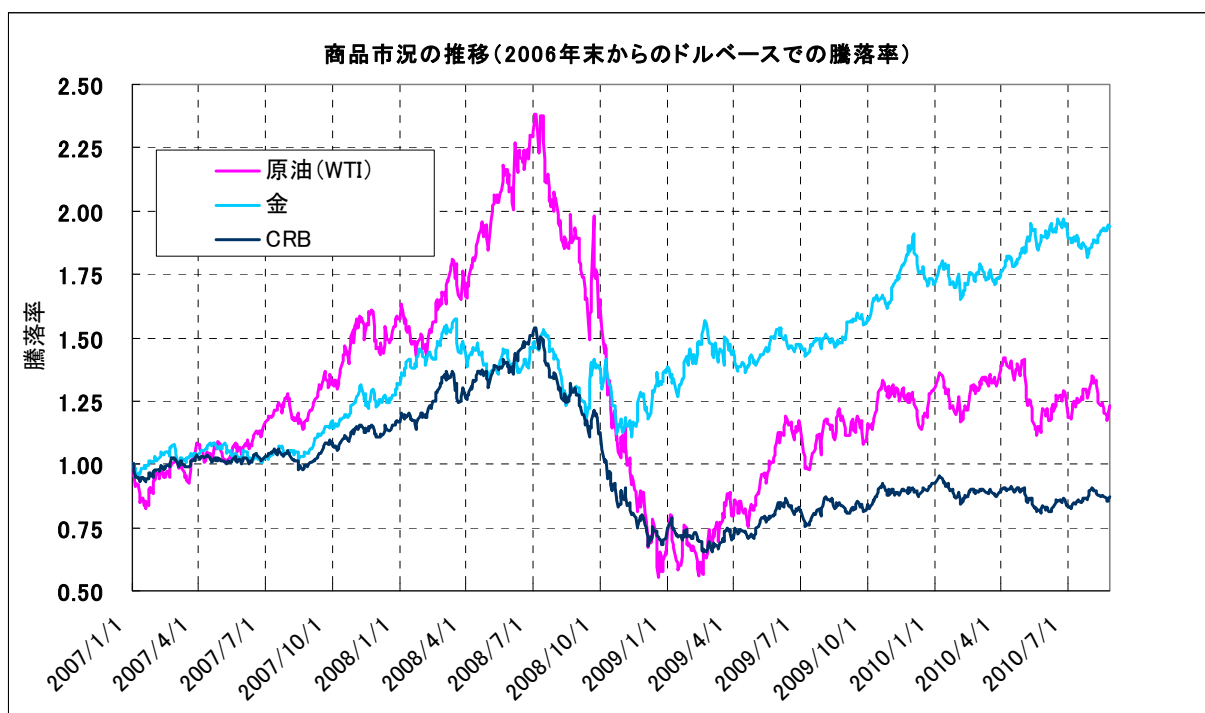
VIX は横ばい。



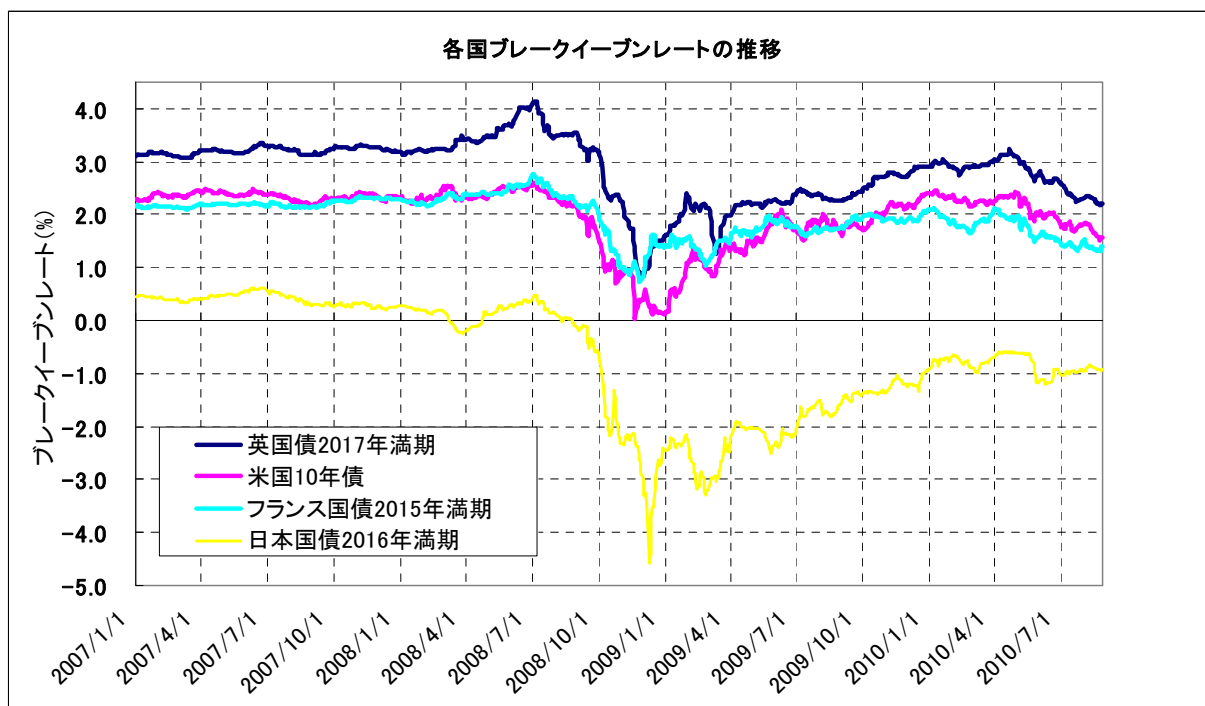
ドル LIBOR 低下継続。



ゴールドは底堅い値動きが継続。原油もようやく反発。



ブレイクイーブンレートは低下後に一旦反発。



(末永)