

GCI Global View

2012年2月20日

【目次】

● リターンの源泉	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

リターンの源泉

1 月前半までの下値攻めが不発に終わり、欧州ソブリンをめぐる騒ぎも落ち着きをみせてきました。逆に、先週のような一本調子の強気相場をみると慎重になってしまいますが、ECB の流動性供給策が契機となり、‘少なくとも 2012 年は大丈夫’という地合いが醸成されてきたようです。昨年来の市場総悲観の局面で冷静にエントリーできた市場参加者はこれから魅力的な果実を享受できるのでしょうか、まだまだ十分にチャンスがあると思います。

一方、特に欧米では、ヘッジファンドの運用停止のニュースが増えているように感じます。リーマン危機後にもヘッジファンドの清算が相次ぎましたが、あのときは運用の失敗や投資家からの解約によるいわば強制的な退場であったのに対して、このところ多いのは運用者が自発的に運用停止を決定し、投資家に対して資金返還を行う動きです。しかも、長いトラックレコードを有する通称‘1 billion club’と呼ばれるようなファンドにも広がっているのが特徴です。

その背景には、2011 年末時点でヘッジファンド全体の 67%がはまだハイ・ウォーター・マークを回復しておらず（Credit Swiss 調べ）、しかも全体の 18%はハイ・ウォーター・マークから 20%以上沈んでいる（Morgan Stanley 調べ）という厳しい現実があります。現存するヘッジファンドの 13%が 2007 年以降 4 年間にわたって、成功報酬を稼げていないのです。2011 年は、3 年間の忍耐を経て復活を遂げる一年と期待されたにもかかわらず、5 月以降の不調からリターンを獲得できなかったことがそうした経営判断を促しているものと思われます。一定の成功を収めた後、運用が必ずしも順調ではなく、その結果 AUM も低下基調という期間が続いた場合、どこまでモチベーションを維持し続けられるのか。ヘッジファンドに潜在するビジネス・リスクの一面です。

年頭、筆者は 2012 年のキーワードとして「低成長・ボラティリティ・テーマ」を掲げましたが、本稿ではリターンの源泉という観点から私見を整理しました。

1. 低成長

いわゆるインフレ・デフレ論争ですが、大方の見方は‘ディスインフレのちインフレ’というところでしょうか。インフレにもいろいろな種類があります。欧州ソブリン危機を境に、新興国の経済成長に伴うコストプッシュ型・ディマンドプル型のインフレ期待から、先進諸国の思い切った金融緩和政策による貨幣価値の減耗（マネタリー・インフレーション）懸念に変化してきたように思います。

たしかに、量的緩和やインフレ・ターゲット、中央銀行による公債等引受けといった政策自体は積極的ですが、その一方で財政と民間経済のデレバレッジが継続することを考えると、コストを払ってまで「いつか来るインフレ」に備えるのは時期尚早ではないか思います。

この見方に立てば、世界の富の総和が増えない時代にどうリターンを確保するかが課題となり、資本債務構造への着目（あるいは意識）がより重要になると考えています。インフレ時代は借金でレバレッジを効かせた者が有利ですが、デフレ時代は債務を持たぬ者が有

利であり、投資する側からみれば逆の関係が成立するという点です。

市場全体のリターンが縮小する中においては、20世紀型のロング・オンリーのインデックス投資は忍耐を強いられます。その結果、個人投資家など市場参加者が減少すると、値動きからキャピタル・ゲインを得る投資スタイルも難しくなります。たとえば、商品市場や為替市場などそれ自体が収益を生まない資産クラスでは、フローの減少が運用キャパシティを押し下げる可能性があります。IT化を背景に急拡大してきたアルゴリズム系のモデル運用なども（みなが似たことを同じようにやり始めたために）キャパシティの罫にかかっていた可能性もあり、注意が必要だと感じています。

2. ボラティリティ

欧州問題の鎮静は ECB から 3 年の猶予をもらったという面が否定できませんし、主要国の政権選挙や中東情勢など火種は豊富です。何らかのヘッドラインリスクが顕在化し、市場のボラティリティが高まることは十分考えられます。

そして、このボラティリティ自体が魅力的な収益機会です。これには 2 つの意味があり、テイルリスクを収益化する（ボラティリティ・ロング）という面と、逆にいざそうした環境になった場合のディープ・バリューストック投資という面です。

3. テーマ

このようにパイが増えない稼ぎにくい環境で絶対収益を獲得する理想的な運用は、①ダウンサイドを抑制し、②市場値動き以外の収益源（金利や配当などのインカム・ゲイン）を極力確保しながら、③市場総悲観のような状況で冷静にディープ・バリューストック投資を行う、ということでしょうか。あたかも非常に割安なオプションのように、非線形の損益特性を持つ投資機会・投資戦略です。その最後のプロセスで欠かせないのがファンダメンタル分析であり、‘経験豊かな白髪の老紳士’のような存在です。

しかし、一口にファンダメンタル分析といっても不連続な時間軸上での割安・割高の価値判断は容易ではないため、‘テーマ’がほしいところです。危機と名がつく環境では、結果的に割安な投資対象はごろごろ転がっていますが、同時に地雷を踏む危険も高くなります。そこで、より確信度の高いディープ・バリューストック投資（要するに逆張り）を行うには何らかのテーマという切り口を持って分析と価値判断を行うことが望ましいと考えています。

たとえば、GCI のマルチ戦略旗艦ファンドでは、『バーゼルⅢが整備される過程での銀行資本の質と量の改善』という長期的かつ大規模なファンダメンタル・テーマの収益化’をひとつの切り口と位置付けて運用を行っており、昨年来の欧州発の混乱は絶好のエントリーを提供してくれています。

また、4月に運用開始予定の新戦略では、‘巨大化が進む日本国債新規発行入札が市場に与える影響の持続的収益化’と‘日本の財政悪化がもたらすテール・イベント・リスクの収益化’をテーマに掲げます。

市場環境は移ろうもの。ブレない運用を日本国内でしっかり行ってまいります。

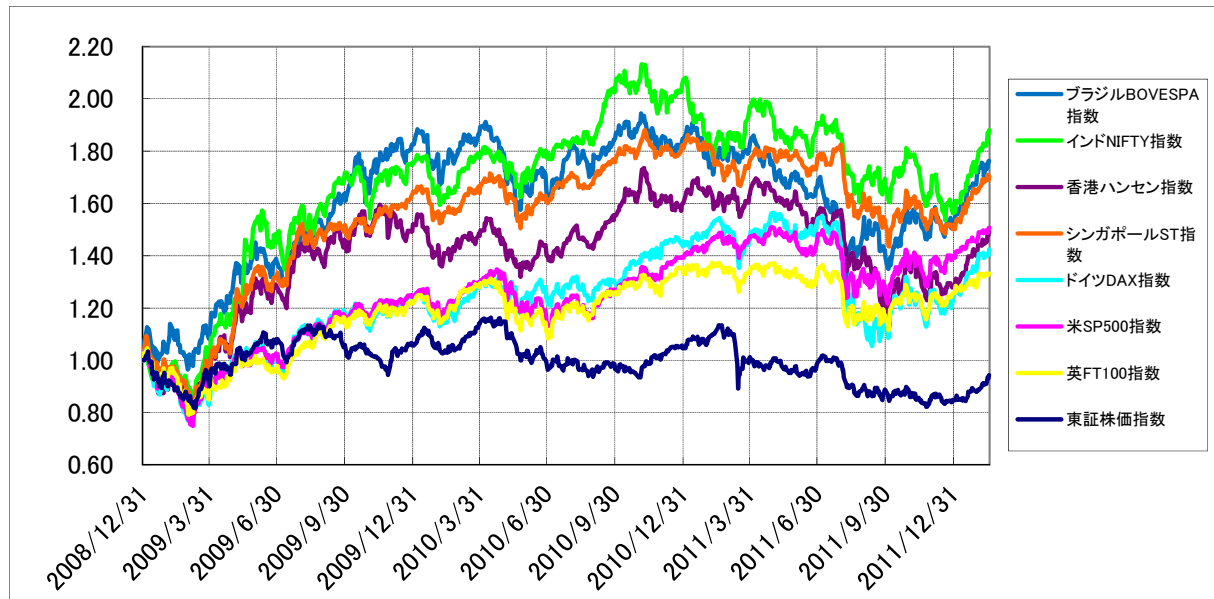
（文責：山内）

Global Markets (2月13日～2月17日)

1. オーバービュー

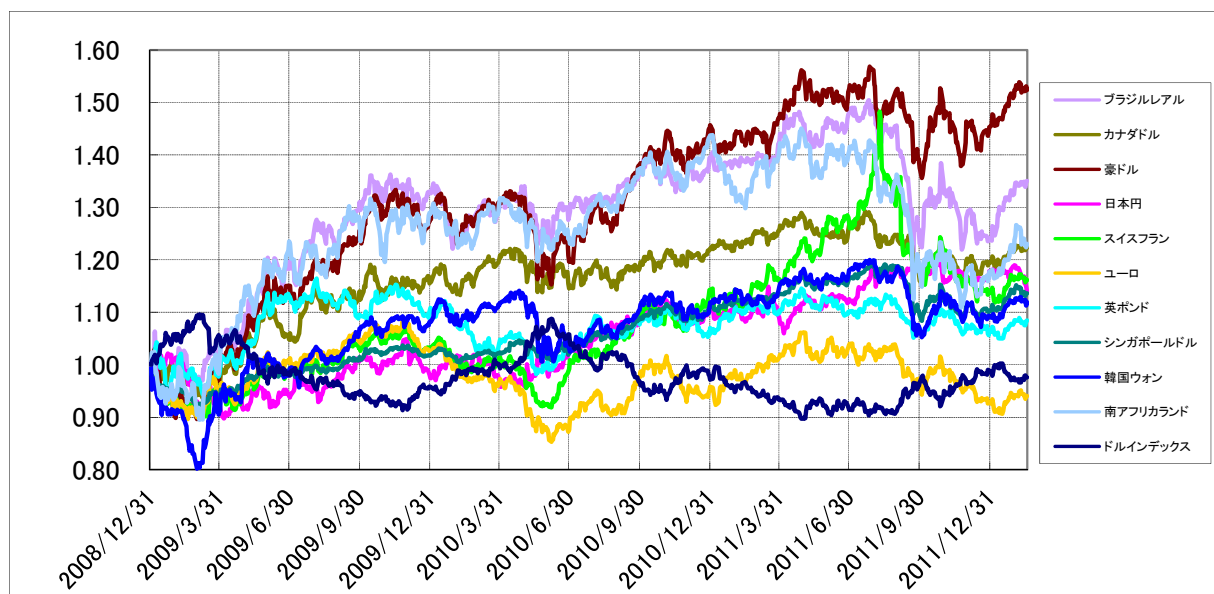
ギリシャ救済に向けた取り組みに依然不透明感が残るものの、EU及びIMFによる支援実行に向け前進しているとの期待から株式市場はグローバルに買いが優勢。これまで出遅れていた日本株も日銀によるデフレ脱却に向けた追加金融緩和策の決定が好感され大幅上昇。新興国もギリシャ救済期待と中央銀行の緩和スタンスが相場を押し上げ。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

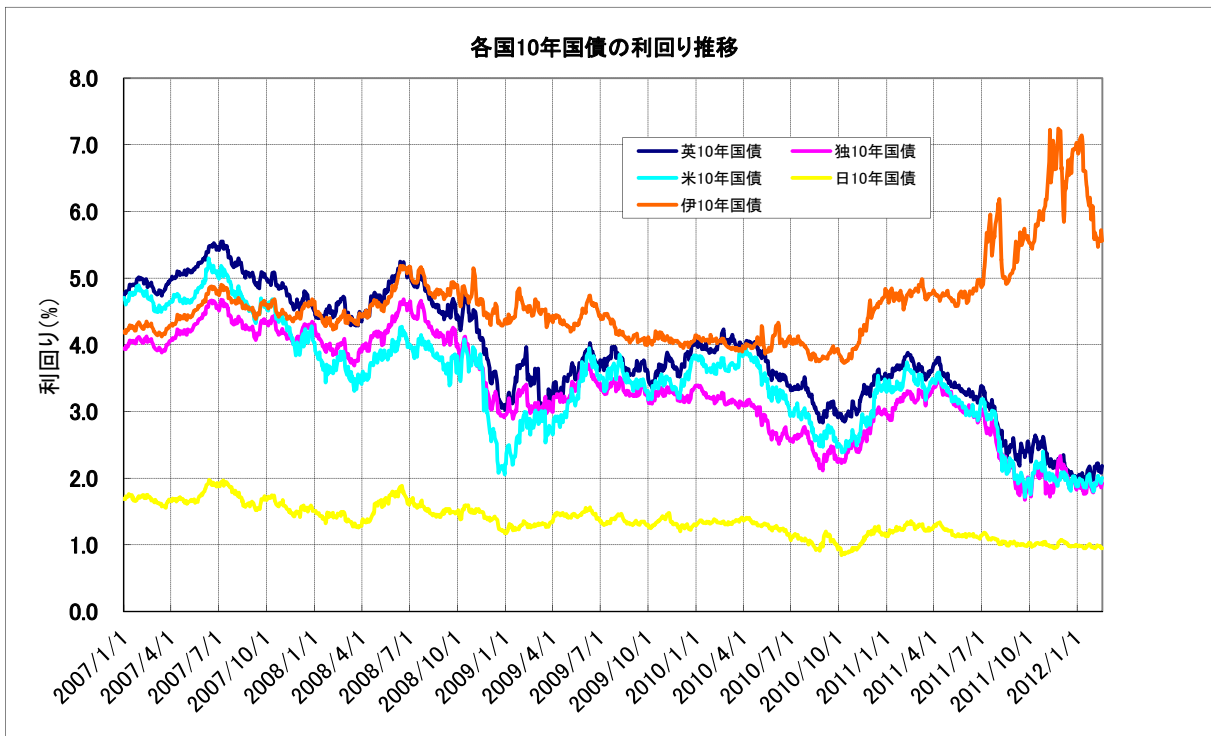


ギリシャ救済支援に向けた議論を眺めつつ、ユーロ・ドルはもみ合い。日銀による追加金融緩和策の決定をうけ円は主要通貨に対して独歩安の展開。対ドルでは79円台まで円安が進行。

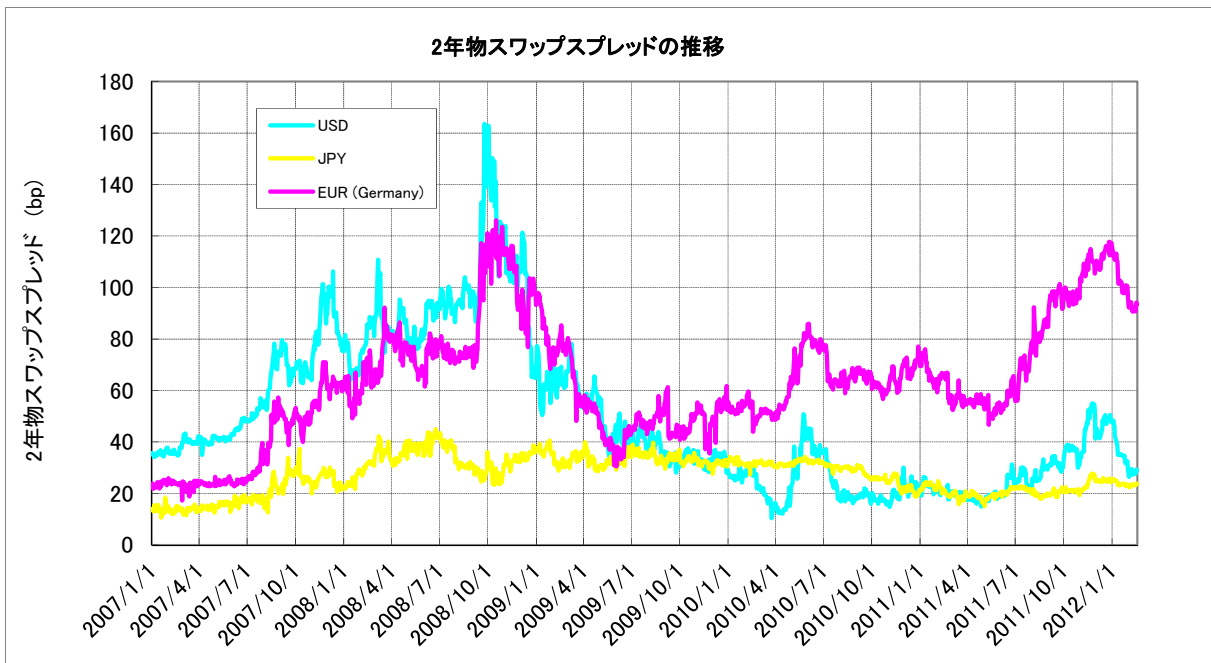
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



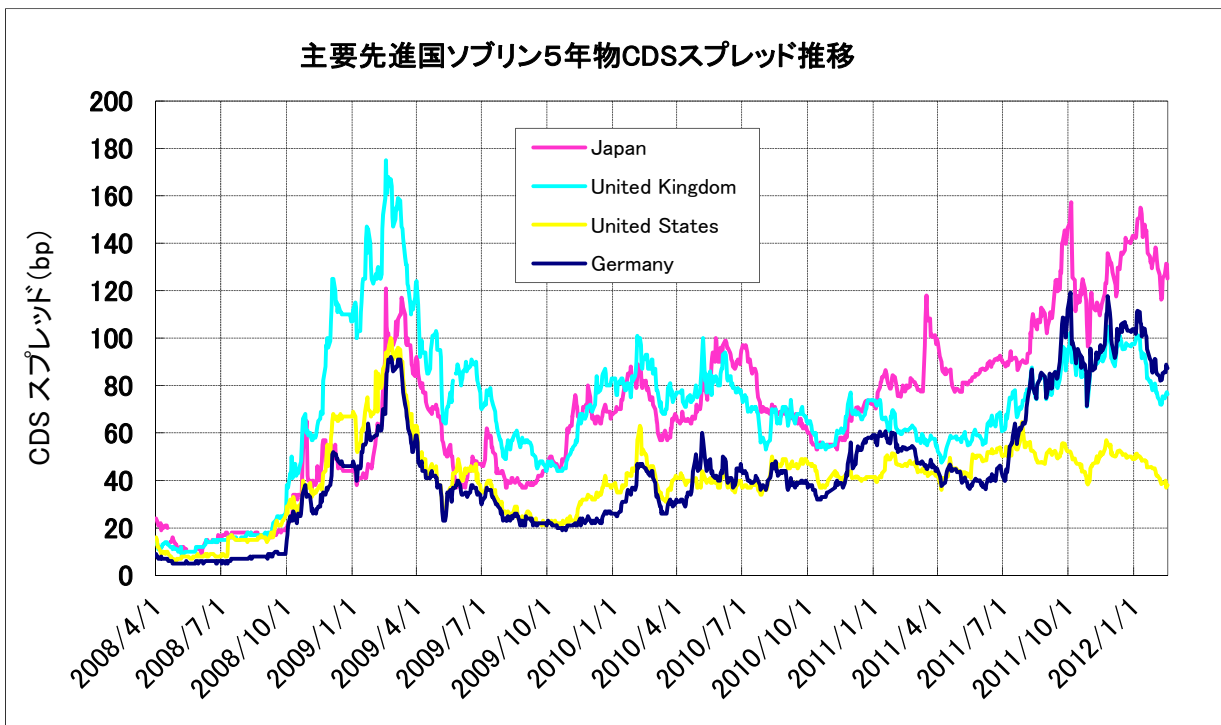
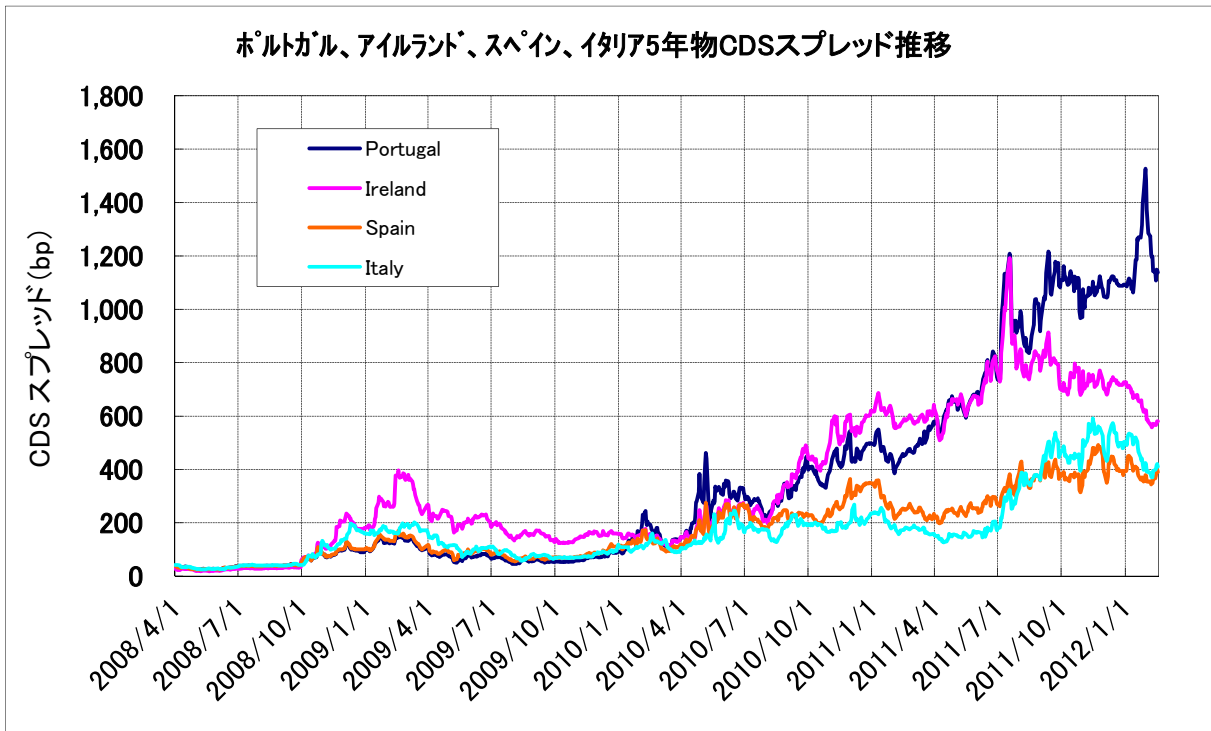
欧米主要国国債市場は、紆余曲折するギリシャ救済支援の動向に振られ方向感に欠ける展開。米格付け会社がイタリア・スペインをはじめとする欧州6カ国の格付けを引き下げたものの、影響は限定的に。日本では日銀による金融緩和策実施をうけ買いが優勢となり国債利回りは低下するものの、大枠としてはレンジ内での推移に。



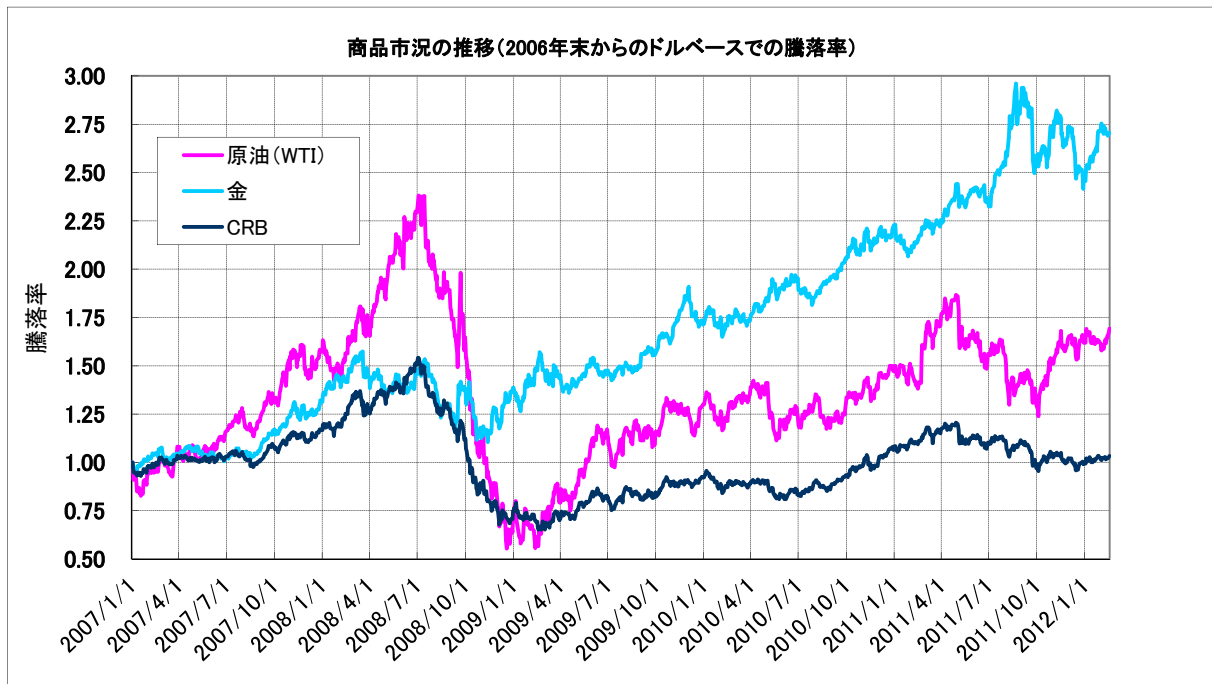
スワップスプレッドはもみあい。



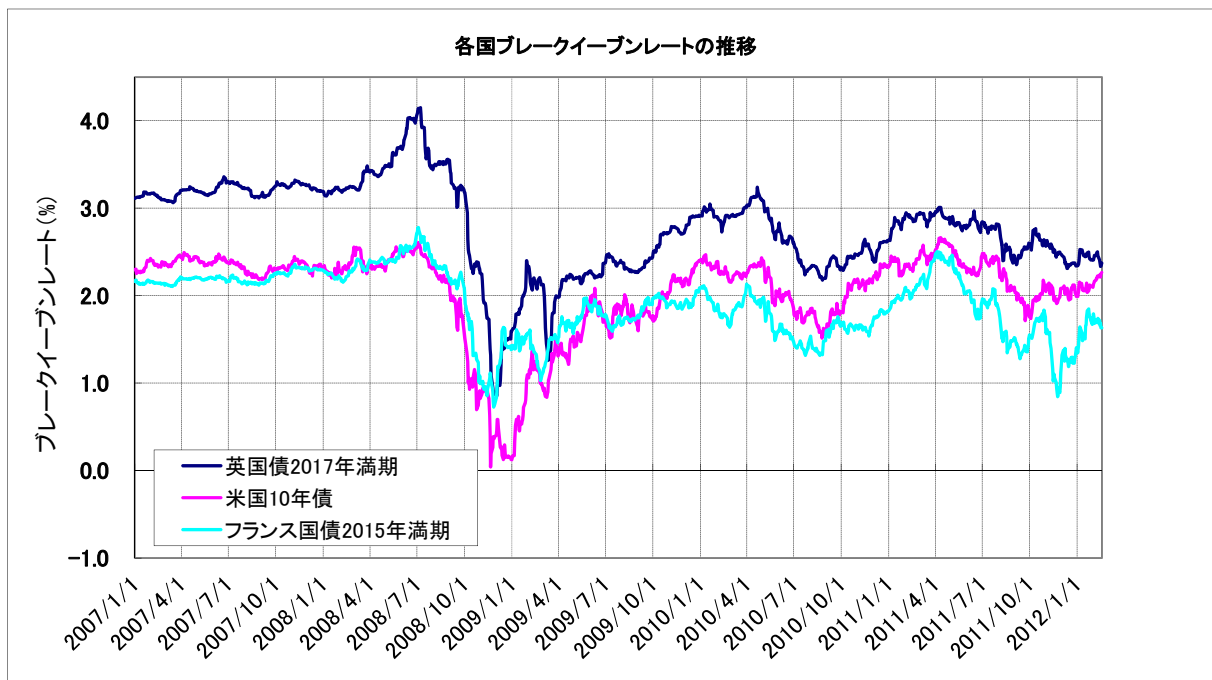
CDS スプレッドはギリシャ救済を巡る動向を睨みながらもみあい継続。イタリア、スペインは小幅拡大。



原油はギリシャ救済に対する期待やイランが欧州に対して原油輸出を停止したとの報道を手掛かりに上昇継続。ゴールドはギリシャ動向や米ドルの推移を睨みつつもみ合い。



ブレイクイーブンレートはもみあい。



(末永)