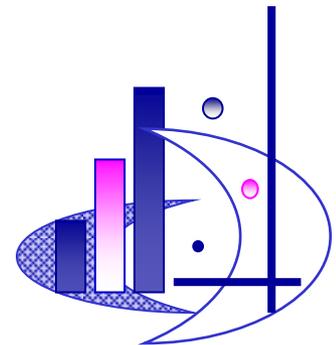


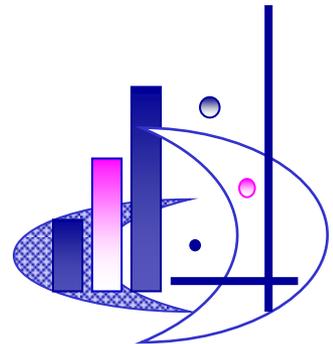


「運用商品選択における正しい“リスクオン - リスクオフ”」

マネージャーストラクチャにおいて
とるべきリスク・とってはいけないリスク



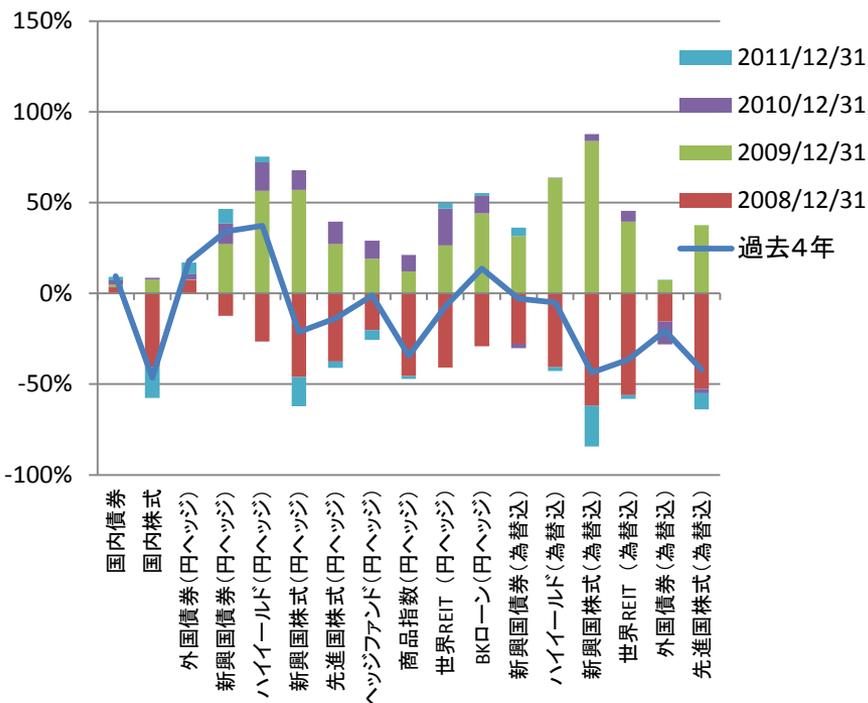
1. 2008年以降の運用環境の振り返り
2. 足元の環境の変化を整理する
3. 来るべきリスクオン — 注意すべき戦略
4. — 注意すべきファンド特性



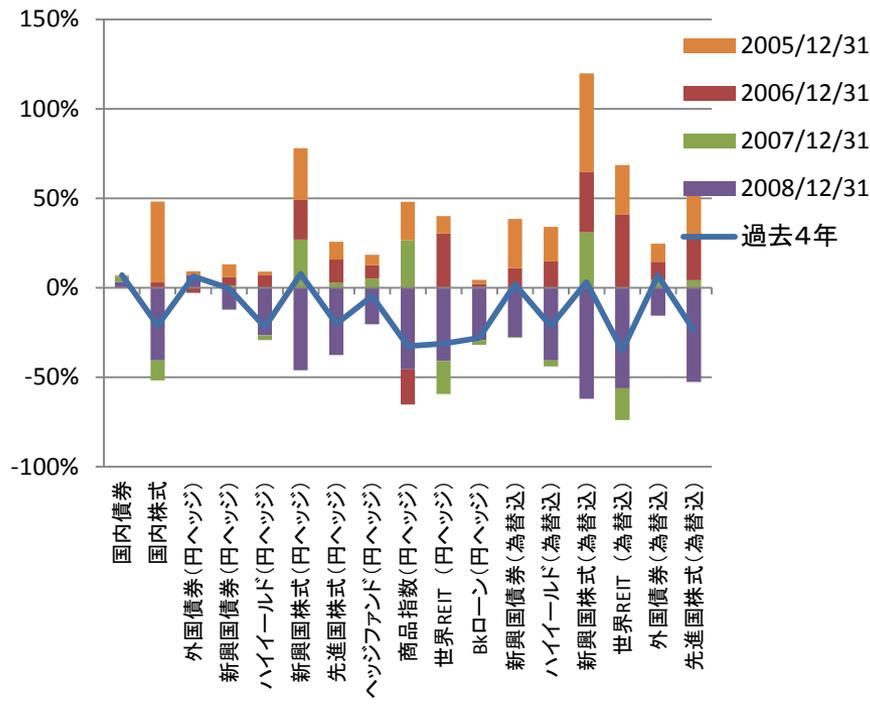
1. 2008年以降の運用環境を振り返る

2008年の全面安から3年。変化率でみると2008年のマイナスを2009年にとりかえし、2010年の勝ちを2011年に失った。とはいうものの、累積収益率で2008年年初に回復したのは各種金利系のみ。他のリスク資産は未だ水面下。2008年以前の市場を振り返ると、それまでの3年間のプラスを2008年で全て失った。まさにブランコのような運用環境が続いている。

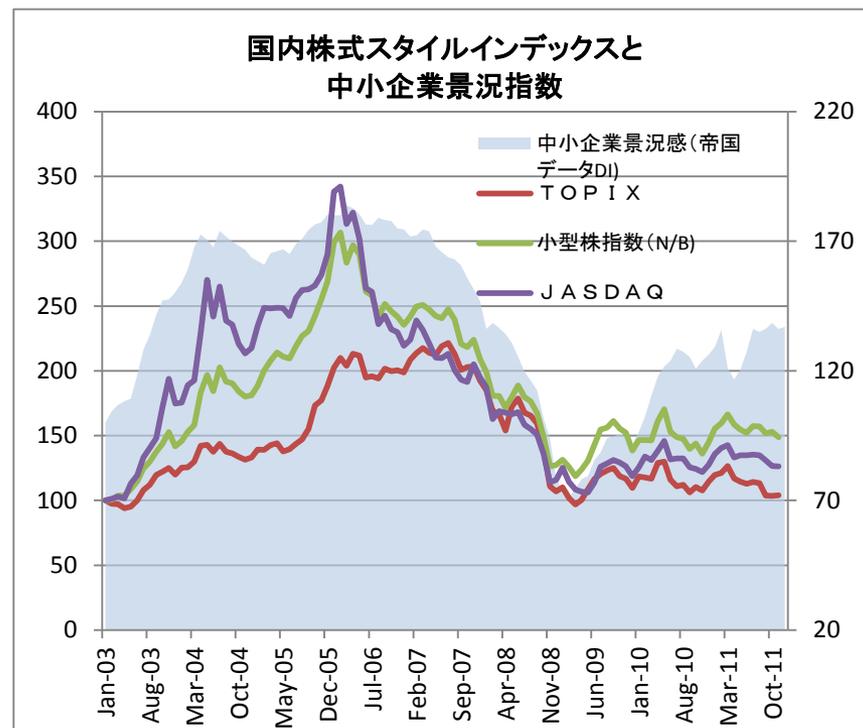
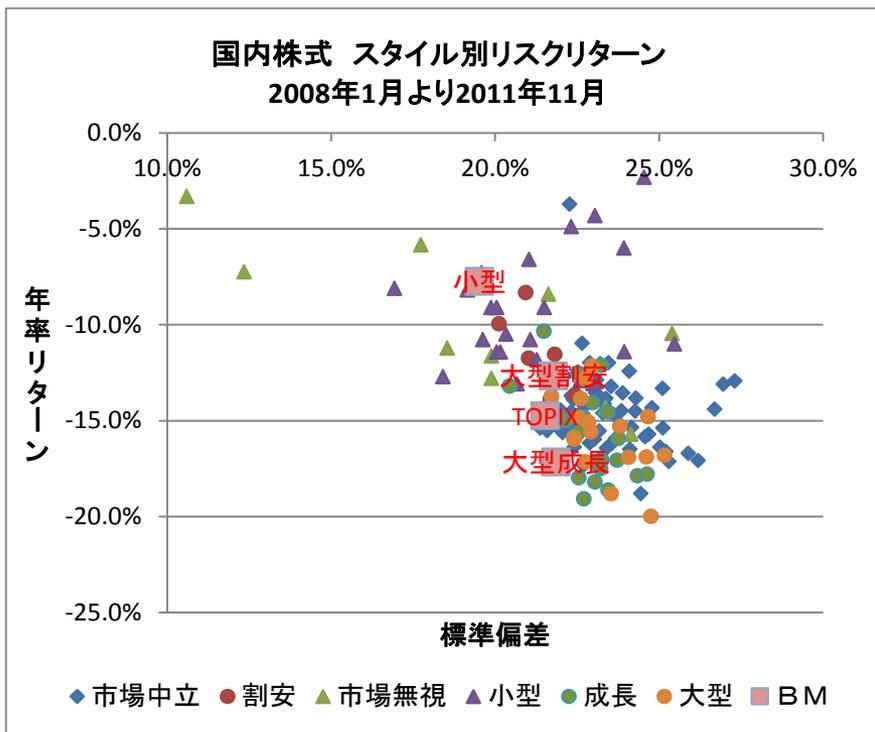
金融危機以降の市場環境 (2008年1月より2011年12月)



金融危機以前の市場環境 (2005年1月より2008年12月)



この間の国内株式市場は、ほとんど水準を変えることなく安値圏での推移。
 大型で流動性の高い銘柄中心に売り込まれる中、小型株は相対的に優位。
 アクティブファンドはTOPIXに対しリスクをとるに従いリターンの劣後幅が大きくなる右肩下がり傾向。
 低βや高配当系の非TOPIX型のパフォーマンスが良好。
 通常小型株式の先行指標を果たす中小企業DIが2009年来順調に回復しているものの、株式の反応が鈍い。
 この間ジャスダック銘柄の信用問題など個別企業より市場全体の信頼性が問題されたことも影響している？
 そろそろ先鋒が動いてもよいころだが...



2011年(1-12月)のヘッジファンド指数は円ベースで▲5.34%(HFRI)
単にマイナス収益率であったというだけではなく、米国の債券・株式市場がプラスで終わったにも関わらず、
ヘッジファンドがマイナスリターンとなったという意味では、極めて深刻な一年。
特に株式ヘッジ戦略が市場の下落局面において(終値ではS&P500は若干のプラスだが)
S&P500に劣後したことは1998年以降初めて。

ヘッジファンドの主な負け要因として彼らが主張していることは...

1. ディスパージョンの低下
2. 政策主導の市場展開
3. 短期金利の消滅

⇒従って、個別銘柄選択に依存せず、政策追随型で、キャリアを重視していない、債券裁定系の戦略だけがプラス。

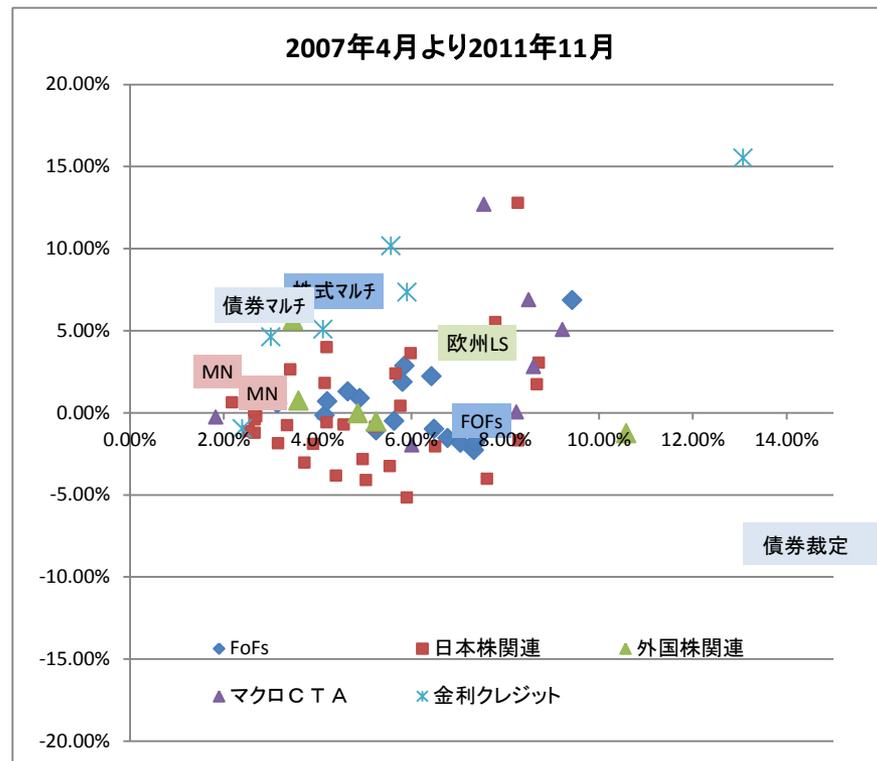
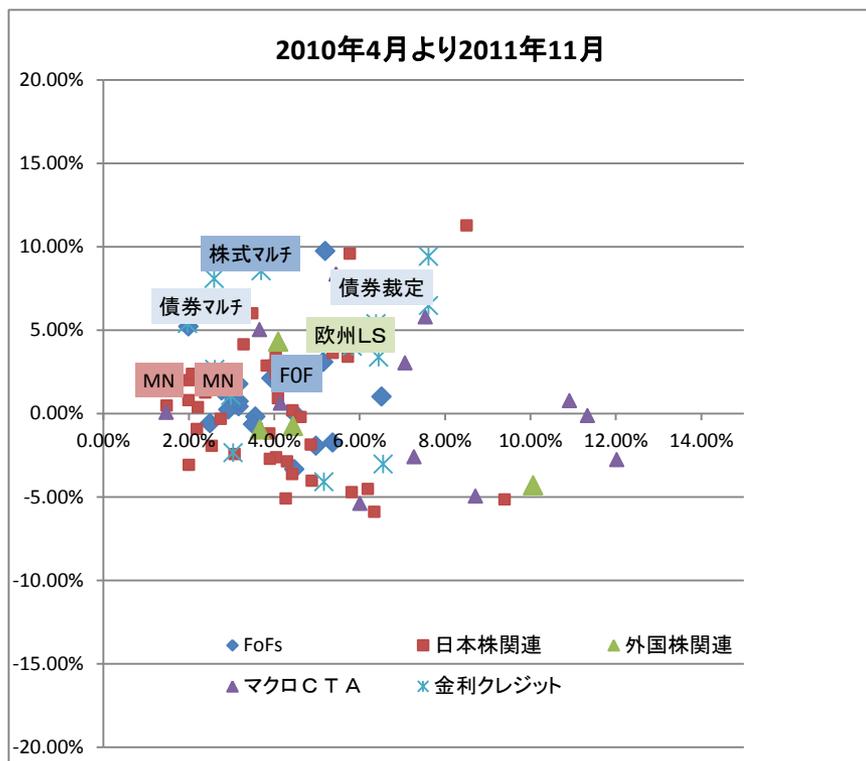
ちなみに各国通貨別リターンから各国の短期金利を差し引くと、日本含め年率5%程度の収益に収れんする。
短期金利がない状態が続くかぎり、ヘッジファンドの目標リターンは10%ではなくで5%の世界に。

	各通貨別インデックスリターン			各通貨別短期金利リターン			各通貨別短期金利控除リターン			収益率ランキング(赤字はマイナスリターン)			
	HFRI(\$)	HFRI(€)	HFRI(¥)	\$短期	€短期	¥短期	\$ベース	€ベース	¥ベース	2011年	2010年	2009年	2008年
2003年	19.55%	20.64%	17.90%	1.21%	2.30%	0.05%	18.34%	18.34%	17.86%	債券総合	S&P500	CB裁定	債券総合
2004年	9.03%	9.56%	7.14%	1.55%	2.10%	0.04%	7.49%	7.46%	7.10%	S&P500	CB裁定	エマージング	マクロ
2005年	9.30%	8.11%	5.72%	3.46%	2.20%	0.04%	5.83%	5.91%	5.67%	合併裁定	エマージング	破綻証券	合併裁定
2006年	12.89%	10.21%	7.36%	5.13%	3.14%	0.25%	7.76%	7.07%	7.12%	裁定	裁定	S&P500	株式中立
2007年	9.96%	8.37%	5.00%	5.22%	4.31%	0.69%	4.74%	4.06%	4.31%	株式中立	破綻証券	裁定	裁定
2008年	-19.03%	-19.17%	-20.34%	2.54%	4.57%	0.76%	-21.56%	-23.74%	-21.10%	破綻証券	株式ヘッジ	株式ヘッジ	総合
2009年	19.98%	19.70%	19.01%	0.33%	1.13%	0.26%	19.66%	18.57%	18.75%	マクロ	総合	総合	破綻証券
2010年	10.25%	9.67%	9.95%	0.27%	0.76%	0.15%	9.97%	8.91%	9.80%	CB裁定	マクロ	合併裁定	株式ヘッジ
2011年	-5.02%	-5.05%	-5.34%	0.21%	1.24%	0.13%	-5.23%	-6.29%	-5.47%	総合	債券総合	債券総合	CB裁定
年平均	8.88%	7.99%	5.39%	2.40%	2.66%	0.26%	5.40%	4.27%	4.99%	株式ヘッジ	合併裁定	マクロ	S&P500
										エマージング	株式中立	株式中立	エマージング

HFRI Fund Weighted Composite Index

2008年の金融危機後
 伝統的資産の反発により、ヘッジファンド収益が劣後する局面があること
 水面下で危機は進行しているため、投資家の投資行動が短期化するであろうこと
 市場に対する政策の関与が強まること
 短期金利がなくなる影響は大きいこと
 は十分予想されたこと。

従ってこの3年、新規ヘッジファンド採用は極めて限定的に抑制
 2012年はそろそろ触手を伸ばしてもよい時期が到来か??



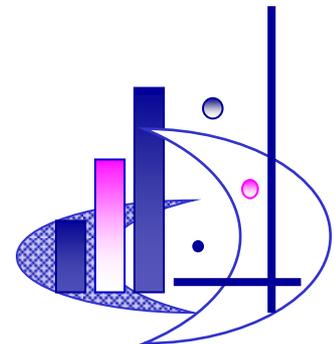
2. 足元の環境の変化を整理する

1. 国にはお金がない → 欧州危機で傷んだ経済への即効性のあるカンフル剤がない中、2009年のような経済の急回復はない
2. 金融機関へのリスク規制は継続する → 一時的ではなく、当面の間、金融機関が金融市場のメインプレイヤーとなることはない
3. 政治と市場の力関係は完全に逆転した → 政治の常識は市場の非常識。
4. 短期金利がない世界での運用経験の不足 → 短期金利がないということはリスクバッファがないということ。一回の失敗が元本の毀損に直結する

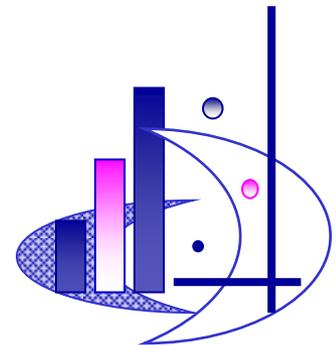
資産運用の前提も、参加者も、ルールも、リスク許容度も、
なにもかもが、以前とは全く異なる環境



過去の実績、過去の常識にとらわれないことが
とても重要



海外年金等の後追い戦略
金融資産以外の異業種戦略
債券形式になっている戦略
制度リスクのある戦略
投資家層の偏りがある戦略
出口戦略の必要な戦略



《海外年金基金の後追い戦略》

短期金利がない、という経験がない
経済が成長しない、という経験がない

90年台後半の日本の年金と同じ
⇒かつての高リターンへの郷愁
⇒現実がみえていない

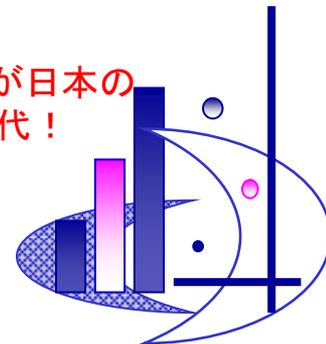


リスク過剰になる
または
リスク回避的になりすぎる危険

- ホームカントリーバイアスが一番ないのは日本の年金
- 通貨を一資産として認識してきたのも日本の年金
- ヘッジファンドへの取り組みが最も早かったのも日本の年金
- 不動産投資にはリスクがある、ということが一番認識していたのも日本の年金
- 年金の期待収益率が最も低いのも日本の年金
- 資産の流動性リスクに最も敏感であったのも日本の年金



これからは海外年金が日本の
後を追ってくる時代！

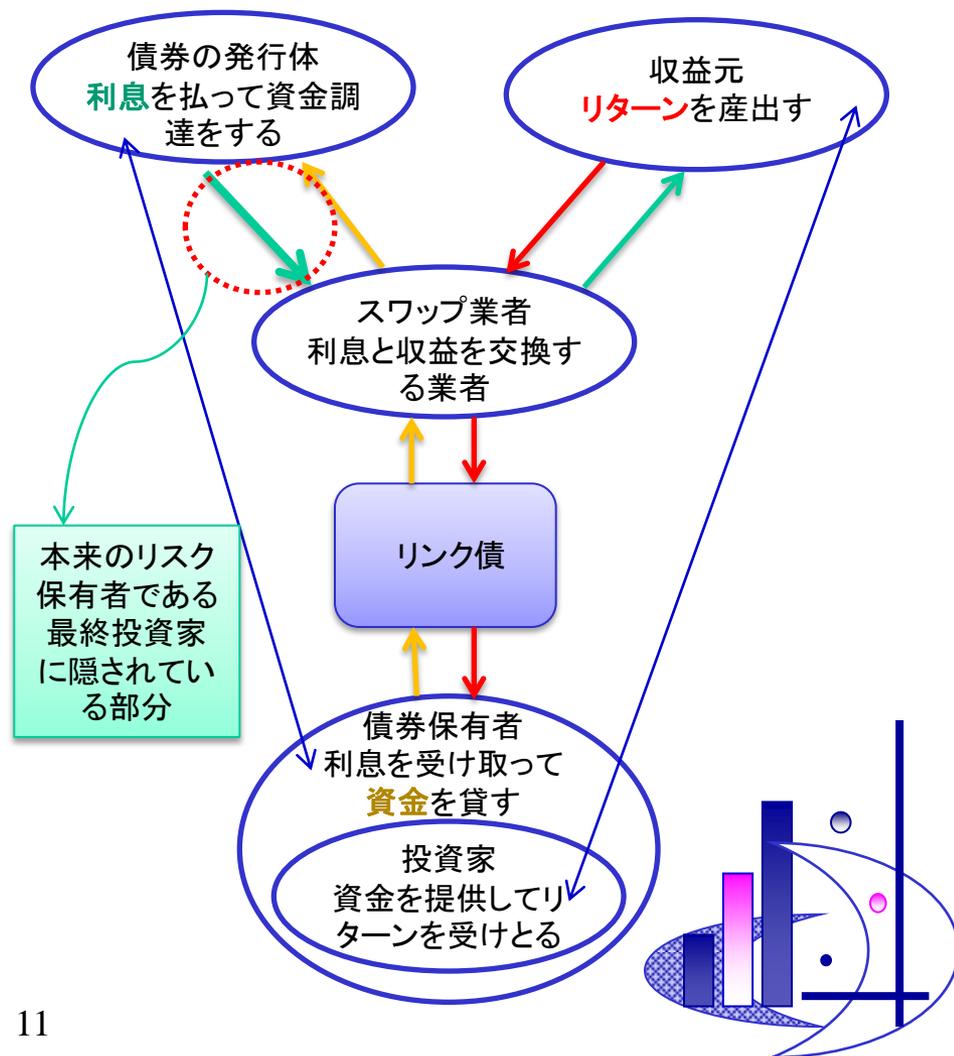


《債券形式になっている戦略》

運用商品であるのにもかかわらず、一任運用や投信ではなく、何故「債券」でなければならないのか？

債券である以上、必ずクレジットリスクもデレージョンリスクも存在する。事業債投資で1ポートフォリオ=1銘柄ということがありうるか？

購入した証券価格の妥当性を誰か検証したことはあるか？
発行価格100円の債券を100円で買ったからといってその価格が時価であるとは限らない。

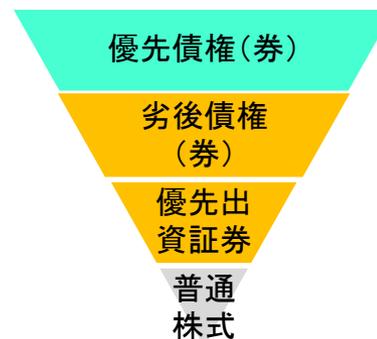


《制度リスクのある戦略》

政府関与の影響を受けやすい戦略
 ⇒金融機関の資本に関わる証券
 ⇒インフラに関わる証券
 ⇒非明示的な政府「系」証券

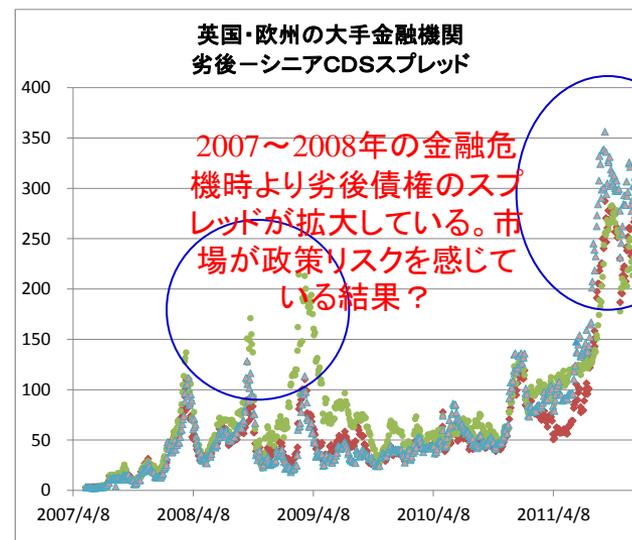
規制強化される可能性のある戦略
 ⇒CDSを多用する戦略
 ⇒インサイダー取引認定強化の流れ
 ⇒高速売買を利用する戦略
 ⇒一次産品に関わる戦略

政策主導の戦略
 ⇒政策は入口を作っても出口の責任はもちません...
 乗ってもよいが、無事着地できるか？



法的な更生手続きによる残余財産の分配ピラミッド。

金融危機などで公的資本が投入される際オレンジ色の劣後債～優先証券部分の扱いが不明確。規制強化により今後発行される優先証券は、公的資金導入時には株式に転換することが義務化される。



《投資家層の偏りがある戦略》

大量保有者は潜在的な大量売却者
2008年のバンクローンは欧州年金による大量売却

2008年のFoFsは欧州富裕層による大量売却

2011年のハイイールドの急落は米国個人の大量売却

特定の投資家層の投資行動は均一になりがち

今は、大手ヘッジファンドに年金資金の集中が始まっている。
まだ大丈夫。でも注意は必要。

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正(案)

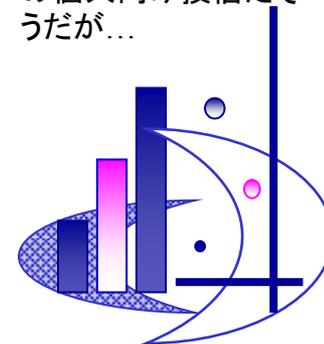
元本の安全性を重視するとしている顧客に対して、**通貨選択型ファンド**などのリスクの高い商品を販売する場合には、管理職による承認制とするなどの慎重な販売管理を行っているか。

投資信託の分配金に関して、分配金の一部又は全てが元本の一部払戻しに相当する可能性があることを、顧客に分かり易く説明しているか。

通貨選択型ファンドについては、投資対象資産の価格変動リスクに加えて複雑な為替変動リスクを伴うことから、通貨選択型ファンドへの投資経験が無い顧客への勧誘・販売時において、顧客から、商品特性・リスク特性を理解した旨の確認書を受け入れ、これを保存するなどの措置をとっているか。

金融庁が特定の仕組みを特定して指針を出すことは珍しい。2011年末に突然発表された指針は、「ブラジルリアル建高配当債券」を意図したといわれている。

或る米国運用機関で運用する、EM債券ファンドの7割が日本の個人向け投信だそうだが...



《出口戦略の必要な戦略》

リスクテイカーの構造が変化している

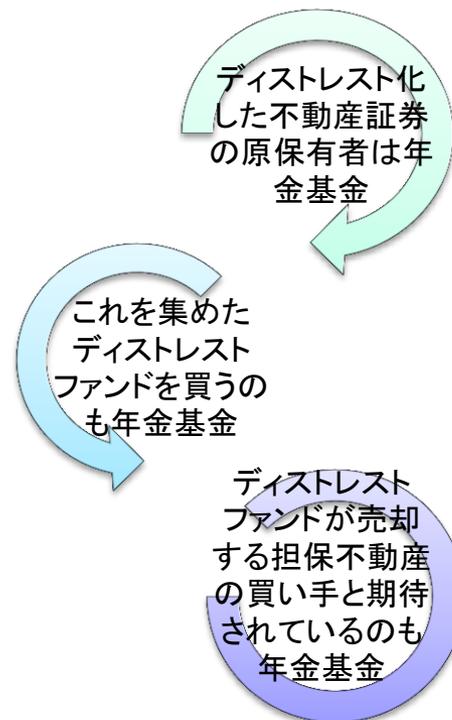
金融機関はリスクを外す側

リスクを取る側は年金？

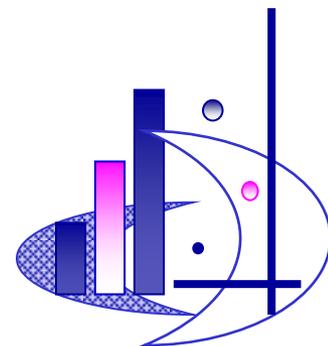
では、年金の購入した戦略の出口になるのは誰？

これも年金...??????

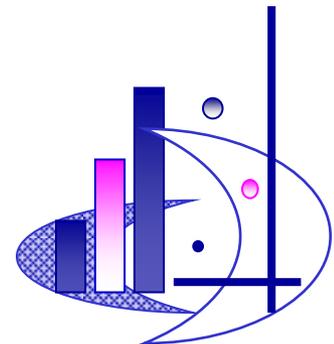
最後は年金の中でのババ抜きになる。
 ババを引くのは誰？



こうした気持ちの悪い循環がこれから世界中で起きてくる



流動性のミスマッチがある
勝率が良すぎる
過去大きく負けた経験がない

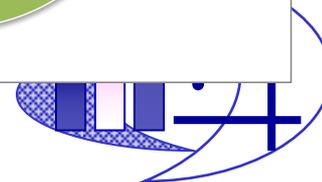
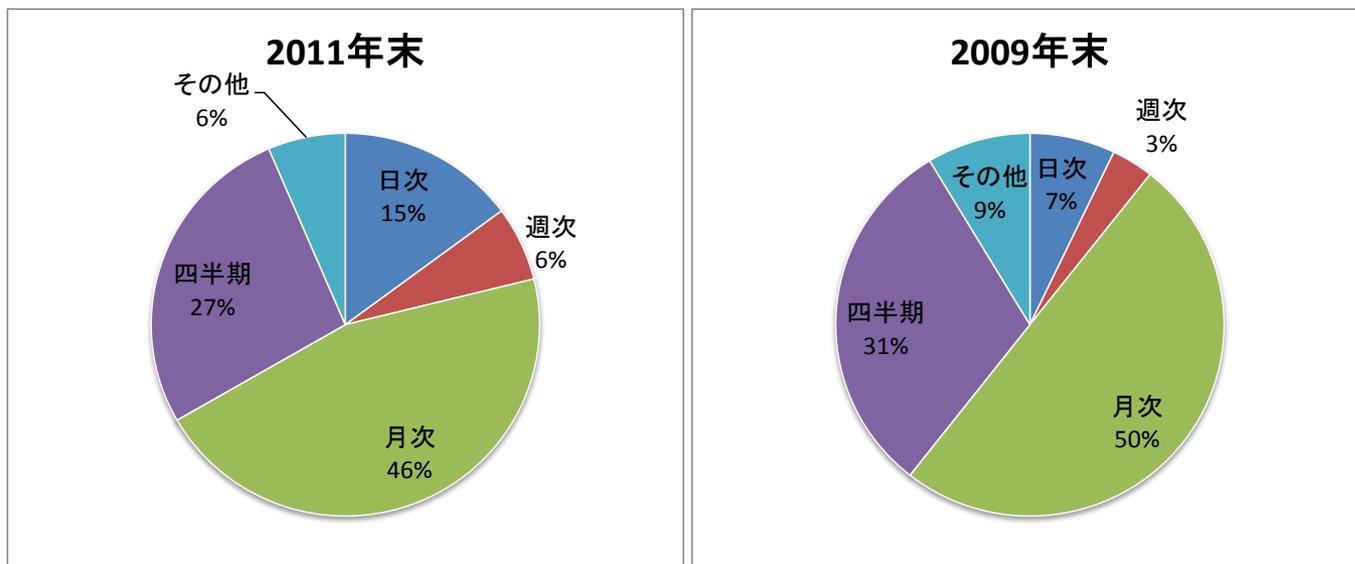


《流動性のミスマッチがある》

2008年以降、ヘッジファンド投資家の多くが、ファンドに対し極端な流動性を求める傾向が強まった。

「**原資産の流動性 > ファンド解約の流動性**」
 という原則をもう一度思い出す必要があるのではないか。

推定解約ルール
 (HRRI)



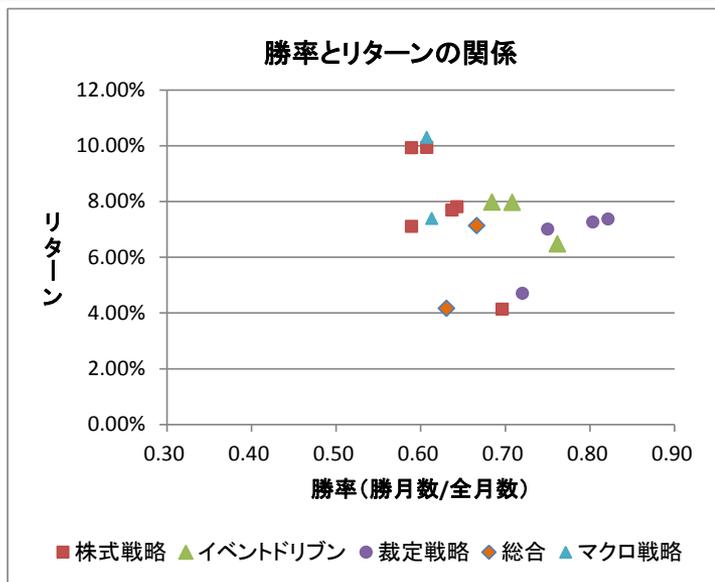
《勝率がよすぎる》

ヘッジファンドでもアクティブファンドでも、

上手な運用者＝勝率のよい運用者ではなく

上手な運用者＝**勝幅>負幅(ペイアウト)**のよい運用者である

傾向として裁定系戦略のような低ボラティリティ戦略は平時の勝率がよい一方で負けるときの負け幅の管理が難しく、マクロや株式ヘッジのようにボラティリティの大きな戦略は勝率は悪くても損失管理さえしておけば利益は残る(とほいうものの勝率が5割を切るものは論外)



《過去大きく負けた経験がない》

委託先選択で最も陥りやすい罠

リスク管理が機能するかどうかの検証ができない

ファンドマネージャーのリスク耐性が検証できない

銀行や生命保険会社の自己勘定で優秀だったFMIほど、リスク耐性がない
小型株のように中長期の周期をもつ資産は、前回の周期を知らないFMIばかりになる
国内クレジットのように、デフォルト経験のほとんどない市場では、市場全体にリスク耐性が乏しい

著名な株式ファンド、著名な債券ファンド、著名なマクロヘッジファンド。
このところ、皆さん歴史的な失敗を経験し、きちんと反省をしています。

失敗をしないファンドを選ぶのではなく、失敗から何かを学んだファンドを選ぶ方が、合理的

