

契約者の皆様へ

2008年11月度 Monthly Report

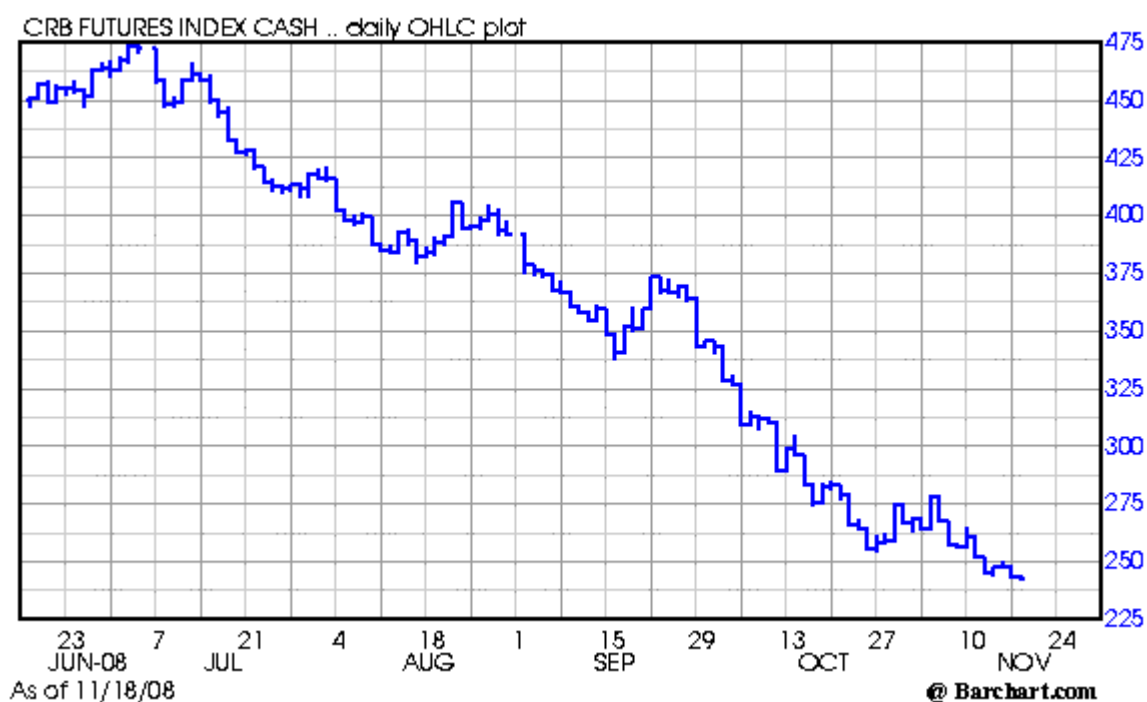
1. 当月の概要について

株式

当月の株式市場は、先月の急落局面に比べるとやや落ち着きを取り戻しつつありますが、安定と呼ぶには程遠く、あいかわらず各国政府から発表される経済対策、G20 会議や金融サミットなど国際協調の枠組みの行方の一喜一憂する相場展開が続いています。金融サミット参加国は、IMF 改革や金融機関に対する規制の強化、参加各国による財政刺激の実施などの点で意見の一致をみましたが、具体的な数値の取りまとめには至りませんでした。株式市場は金融サミットには大きな期待を抱いておらず、サミット後の株式相場の大崩はありませんでしたが、月初からみれば各国相場ともやや軟調な展開が続いています。

コモディティ

コモディティ市場も株式市場と同じくさえない展開が続いています、特に原油は今月上旬以降 60 ドル割れが常態化し 1 年 10 ヶ月ぶりに安値、7 月以降の明確な下落トレンドが現在も続いています。コモディティ相場全体をみても、例えば下記 CRB 指数のチャートでも確認いただけるように、



(CRB サイトより転載)

7 月以降の明確な下落トレンドを確認することができます。

ヘッジファンド

世界的な金融不安は、一時と比べやや収束に向かって動き始めた感がありますが、それでもヘッジファンドにとっては厳しい時期が続いているといえるでしょう。もちろんヘッジファンドと一口にいても、さまざまな運用戦略があり、その戦略ごと影響度合いは異なります。今回は皆様がお手持ちの、代表的なヘッジファンド戦略を挙げて、直近のレヴューを行わせていただきます。

ファンド・オブ・ヘッジファンズ

この戦略はファンド運用会社自ら運用を行わず、例えば 30～70 程度のヘッジファンド銘柄に分散投資するファンドを指します、代表的な銘柄として Thames River Warrior Fund や Castlestone Concerto Alternative Alpha など挙げることができますが、このグループの最大の特徴は価格変動リスクの小ささにあります、ご参考までに上記 2 名銘柄の年初来のリターンを御紹介しますと、それぞれ-12.21% (10 月末まで)、-6.13% (9 月末まで) となっており、同時期の TOPIX(10 月まで実績)-43.4% に対して、大きくアウトパフォーマンスしていることがわかります、もっとも残念ながら絶対的なリターンは大きくマイナスになっておりますが・・・このファンドのもう一つの長所は、その安全性にあるといわれてきました、上記のように数多くのヘッジファンドに分散されており、たとえそれらの中で、いくつかのファンドが不幸にして破綻するようなことが起きても、ファンド全体として影響はさほど大きくないと考えられてきたからです、ところが現在想定外の現象として、これらファンド・オブ・ヘッジファンズの解約制限という現象が散見されます。

通常これらのファンドは顧客からの解約に備え、資産の一定額をキャッシュの状態で保有しているのですが、投資家のリスク回避姿勢が鮮明になり、解約請求が集中しますと、保有しているキャッシュでは足りず、やむを得ず組み入れファンドを一部解約して顧客より解約請求に答えざるを得ない状況が起きます、他方組み入れファンドのなかには、もともと四半期に一度、場合によっては半期に一度しか解約に応じないものもあり、このような状況下、ファンド・オブ・ヘッジファンズは解約制限や、解約申し込みをうけてから、投資家に解約資金を返還するまでの期間 (解約 Notice) を設ける場合があります。

これらの措置はあくまで一時的な対応であり、またファンドとして継続保有する投資家の利益を守るという意味合いもありますので、あながち投資家にとって悪いことではないように思いますが。現在既に上記の Thames River Warrior Fund の旧クラス (2007 年 12 月以降に運用を開始した新クラスは、開始当初から 3 ヶ月の解約 Notice 期間を設けておりましたが) から 100 日間の解約 Notice 期間の設定を行った旨連絡がありました。

またさらに今後も他のファンド・オブ・ヘッジファンズでも同様の懸念があるということをご理解頂ければと思います。

マネッジド・フューチャーズ

この戦略はコモディティ先物市場と金融先物市場（株式インデックス、債券、金利、為替）でトレンド・フォロー型運用を行うファンドを指します、主な銘柄としては Man AHL Diversified plc や Winton Futures Fund などがあります、これら戦略は投資対象の上昇・下落いずれの局面でも利益を出せる点に特徴がありますし、また、基本的には市場のボラティリティ（変動）が大きいほど高いリターンを上げるやすい構造になっています、一方で今までのトレンドが終わり、次の新たなトレンドに移るとき（トレンドの転換点）では大きな損失を出すことが宿命づけられているともいえます、例えば上記 Man AHL Diversified plc の値動きをみますと、原油をはじめさまざまなコモディティ価格が反転下落した 7 月、8 月の月間実績は、それぞれ-6.1%、-3.9%と下落する一方、すでに下落トレンドにあった原油をはじめとしたコモディティ相場、あるいは株価などが大きく下げた 10 月には+15.5%と目覚ましい収益を上げております。ただ株式市場をはじめとした、多くの景気変動の影響を受ける相場が急落するなか、この戦略を採用するファンドは概して健闘しており、強いストレスが加わる現在の特異な市場環境においても、その優位性を証明しつつあるといえるのではないのでしょうか。

2. 今後の見通しについて

株式

今後の世界の株式相場は、しばらくこう着状態を続けながらも、方向感としてはやや下向きのトレンドが続くと予想しております、株式相場を下に引っ張る力は、いよいよ明確になってきた先進国の同時景気後退です、米国の実体経済回復の目安のひとつは、住宅価格の下げ止まりだと私は思いますが、米国の住宅価格指数（S&P ケース・シラー住宅価格指数）の先物指数をみますと、2010 年 10 月に 150 がボトムでそこから徐々に回復していません、現在の同指数は約 176 ですから、現在から 15%強下がりそこから反転という形状を描いていることとなります（ちなみにピークは 2006 年 6 月の 226 で、現在はピーク比-22%です）、これはあくまで住宅価格を市場はどのようにみているかという、言わば一つの参照値にすぎませんが、もし市場の見方が正しく、なおかつ住宅価格の反転の時期と米国景気の反転の時期が一致するのであれば、米国景気は 2010 年後半まで後退を続け、そこを起点に景気回復ということになります、もし仮に上記のようなシナリオを想定するとすれば、米国の株式相場は、そこから例えば 10 ヶ月まえ、すなわち 2009 年後半あたりから回復軌道にのると考えるのが一般的かもしれません。

一方でサプライズがあるとすれば、それはオバマ次期大統領が打ち出す経済対策ということになるでしょう、オバマ氏は今 1930 年代の金融恐慌のさなか就任したルーズベルト大統領と、自分自身を重ね合わせているのかもしれませんが、もちろんその場合ブッシュ元大統領は悪名高いフーバー大統領といったところでしょう・・・来年 1 月就任以降、もしサプライズ的規模の景気刺激策が打ち出されるようなことがあれば、それは世界の实体经济の早期回復に貢献するかもしれませんが、その場合の株価のボトムは上記メイン・シナリオに比べ、早めに訪れる可能性もあるでしょう、景気刺激策が实体经济の回復に影響を与えるまで最低でも半年、通常 12 ヶ月程度の期間を要するという、時間差効果には注意しておく必要がありますが、一方でセンチメントの改善が实体经济にプラスの効果を与える可能性もありますので・・・

いずれの場合でも 2009 年初から同年末までのいずれかの時期に、株の買い場がくると見ております、その場合、より反発力が強いのは新興国だと考えております。下げの大きい市場ほど上昇力が大きいとすれば、中国（年初来-63%）、インド（同-56%）、アセアン（同 50-60%程度）が狙い目でしょうか・・・なおロシア（同-74%）は原油や天然ガスへの依存度が高すぎ、また政治的な不安定さの懸念もあり、私はあまり推奨いたしません。

コモディティ

CRB 指数は 11 月以降 250 をはさみ ±10 程度のレンジで膠着気味です。

世界景気後退による需要低下観測は、おおむね現在の相場に織り込まれているようにみえます、一方で投資家のリスク回避行動は続いており、それが現在の膠着相場を形成しているのでしょうか、この閉塞的な状態を破るものがあるとするれば、それは世界景気の回復見通しが、より現実的な感覚で市場に浸透し始めることではないでしょうか、もしこの見方が正しければ、コモディティも上記株式相場と同じく 2009 年のいずれかの時点を起点として反転することになるのではないのでしょうか。

ヘッジファンド

先月ご案内しましたように、弊社のパートナーであるマーク・ブルームが約一ヶ月間の日程で、欧州のヘッジファンド会社と意見交換を行って参りました、今回は特に Tulip Trend und と Man Investments に関する情報をお届けします。

Tulip Trend fund

本ファンドはスイスに拠点を置く Progressive Capital Partner 社が運用する、マネッジド・フューチャーズです、運用戦略はマン社の ADP と同じく完全コンピューターによるシステムティック運用です。まず本ファンドの運用スキームについてご説明いたします、本ファンドはオランダに拠点を置く Transtrend 社が運用するファンド（これがいわゆるマザーファンド）がベースになっております、従って Transtrend 社は Tulip の重要な役割を担

っています、Transtrend は 1991 年に設立し、その後オランダの大手農業系銀行である Rabo Bank の資本を受け入れ、現在では同行の 100% 子会社となっております、Transtrend 社は現在従業員 30 名強、運用資産総額は約 8000 億円程度とヘッジファンドとしては中堅から大手の規模を持っております、同社が Tulip のオリジナル・ファンドの運用を開始したのは 1994 年ですから、現在に至るまで十分なキャリアを持っているといえるでしょう、またマークによれば、同社の欧州での評価は極めて高いということです。トレンド・フォロ－運用の場合、集めた資産のうち一定額をキャッシュで温存し、残りを先物市場での証拠金としてレバレッジ運用をおこないます(この仕組みは FX をおやりになる方はお解りだと思います) 従ってトレンド・フォロ－は市場ではレバレッジをかけますが、銀行等からお金を借りて運用を行っているわけではありません、このような状態ですので、仮に投資家の解約請求が集中しても、それに応じる余力は(例えばファンド・オブ・ヘッジファンズなどと比べ)大きく、その点では安全性が高いといえます。資産のうち、どの程度を証拠金として先物市場に差し入れるか、資産全体にしめる証拠金部分の比率を Margin to Equity と呼び、この比率が小さければ小さいほど、ファンドの安全性は高いといえます、Transtrend のオリジナル・ファンドの Margin to Equity は通常で 25% となっており、例えば Man の ADP の場合の 20% に比べやや高めに設定されていますが、現在のように市場がボラタイルな状態になると、コンピュータが自動的にこの比率を調整することになり、現在では 5% 程度まで Margin to Equity を抑制しているとのこと、これは証拠金をレバレッジ運用していることを加味しても、ファンド全体でほとんどレバレッジをかけていない状態を意味しています。

以上が Transtrend 社のオリジナルファンドの仕組みです、一方で Tulip Trend Fund はと申しますと、このオリジナルファンドに通常さらに 1.75-2.25 倍程度のレバレッジをかけて運用が行われています(現在は 1.75 倍程度と保守的なスタンス) 従って、オリジナル・ファンドにくらべハイリスク・ハイリターンの商品だといえます、過去のトラックレコードをみますと、平均リターンは 29% 程度、リスクは 27% 程度といずれもマン社の ADP(リスク/リターンとも 18% 程度)と比べ高くでております。

このような金融不安が続くなか、トレンド・フォロ－は唯一好成績を収めております、もし現在が 100 年に一度の金融不安だとすれば、そのような状態でも優良な成績を残しえたトレンド・フォロ－型ヘッジファンドは、それなりの評価をされていいと思いますし、今後よほどの混乱が起きても、これらファンドは無事に生き抜く可能性が高いといえるのかもしれない、もし皆さんが景気サイクルの影響を受けにくい金融商品を、ポートフォリオのベースに据えるなら、一定額を本ファンドに投資してもよいかもかもしれません、ただリスクの高さには十分ご注意下さい。

Man Investments

マン社は 11/6 付けで 2009 年度上期(4-9 月期)の決算を発表しました、それによりますと

運用資産総額は 676 億ドル（2007 年 3 月末時点の比べ 9%の減少）、純利益は 5.07 億ドル（前年同期実績は 6.72 億ドル）となっております。同社のピーター・クラーク CEO は「しばらくは不安定な相場が続くだろう、当社は投資家のリスクを減らし、好調に推移しているマネッジド・フューチャーズ戦略のファンドを投資家に薦めている」とコメントしました（以上ダウ・ジョーンズ 記事より）。

さてこの情報を解釈するうえで、いくつかの予備知識を持っていただく必要があります。まずマン社が運用するファンドのサイズと内訳です、マン社は 1990 年代初頭に AHL Diversified Program を買収し、ヘッジファンド業界に参入いたしました。以降 RMF,Glenwood,MGS といったファンド・オブ・ヘッジファンズ運用会社を中心に買収を重ね、現在に至っております、しかしながら依然 ADP のウエイトは高く、また ADP は同社の旗艦ファンドでありつづけているのですが、上記のような買収戦略を続けた結果、現在の運用資産総額は ADP が 2 億ドル程度に対し、他部門が 4 億ドル程度という構成になっております。

皆さんは AHL Diversified Program の運用が好調（2008 年 10 月時点で、年初来 + 24.3%）なのにも関わらず、なぜ同社の上期決算が 25%の減益になるのか不思議にお感じかもしれませんが、それは上記のように同社が ADP 部門のほかにファンド・オブ・ヘッジファンズを中心とした他部門を持っており、それら部門がやや足を引っ張った結果といえるのではないのでしょうか、ただ決算全体をみますと、減益にはなっておりますが依然同社の利益水準は高く、現段階では決して企業の存続に懸念を持つレベルではないように思います。

また同社は ADP を組み入れた元本確保型ファンドを数多く運用しておりますが、それらファンドにも一定額 RMF や Glenwood といったファンド・オブ・ヘッジファンズが組み入れられております、ファンド・オブ・ヘッジファンズは価格変動の小さな、比較的安全性の高い運用戦略ではありますが、現在のような経済環境下、決して運用成績は良いとはいえません、その結果これら元本確保型ファンドには（ADP の好調にもかかわらず）年初来やや時価を下げたものが目立ちます。なかでも投資先が片寄った傾向にある MGS は、運用成績が思わしくなく、マン社は MGS を組み入れたファンドの保有者に対し、下記いずれかの選択しを提案する模様です（ただし、下記情報は現在のところ決定事項ではありませんので、お取り扱いにはご注意ください）。

1. そのまま満期まで保有
2. 解約の受理
3. 100%AHL で運用される元本確保型ファンドへのスイッチ

なお、上記 3 の AHL100%元本確保型ファンドは 11/20 付けで募集を開始する模様、現在 MGS 系の元本確保型ファンド保有者が 3 を希望する場合、購入手数料はゼロとのこと、また同ファンドは一般の投資家の募集を行うとのこと、ファンドの詳細が解りましたらご連絡いたします。

以上 11 月度のレポートをお届けしました、スイッチ等のご希望がございましたらご遠慮なくお尋ね下さい。

では今月の皆様の投資の成功をお祈り申し上げます。

(株)銀座なみきFP事務所 田中徹郎
「金融商品取引業者登録」の投資助言・代理業
関東財務局長(金商)第2063号

2008年11月20日

(ご注意)本レポートの作成には十分に注意を払っておりますが、本レポートに基づく投資によるいかなる損失をも弊社は補償するものではありません。