

ご契約者の皆様へ

## 2009年3月度 Monthly Report

### 1. 当月の概要について

#### 株式

3月23日、米財務長官から金融安定化策が発表されました、『官民投資プログラム』の名前が示すとおり、このプランはファンドを始め民間の投資マネーを、不良債権の処理に活用しようというユニークなものでした。このプランの発表をうけ、米国株は急騰しました。

一方で上記プランの発表以前から、米国を始め世界の株価は上昇基調にありました。いくつかの要因を挙げることができますが、下記のように集約することができるのではないのでしょうか。

1. シティやバークレイなど、欧米の金融機関が足元の月次業績に対しポジティブな見通しコメントを出している点。
2. 中国首脳が追加的な経済対策を示唆するなど、今後の中国経済に対する強気の見方が増えてきた点。
3. 主に米国で景気の下げ止まりを示す経済指標が見られ始めた点。

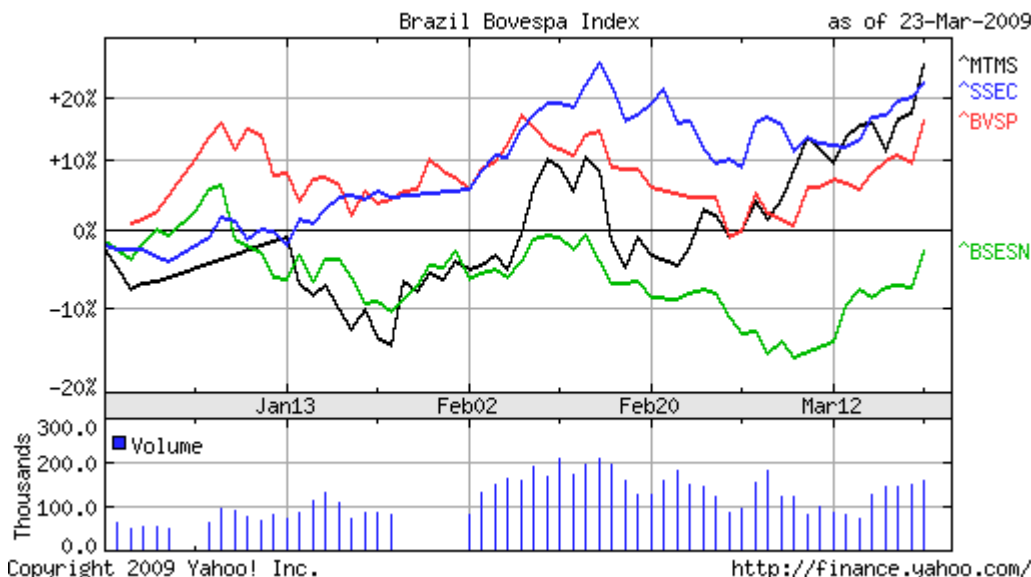
なお、現在の各国株価指数の年初来騰落率は下記のようになっております。

- ・ 日経 225 -7.3% (-42.1%)
- ・ NYダウ -11.4% (-33.8%)
- ・ 香港H株 +0.9% (-51.1%)
- ・ インド SENSEX -2.3% (-52.5%)
- ・ ブラジル ボベスパ +13.0% (-41.2%)
- ・ 英国 FTSE100 -10.9% (-31.3%)
- ・ ドイツ DAX -13.2% (-40.4%)
- ・ ロシア RTS +16.7% (-72.4%)
- ・ サウジアラビア タダウル -5.7% (-56.5%)

(注) いずれも3月23時点の値、( )内数値は2008年年間実績

全般的に上昇傾向にあります。今月に入り特に、中国・インド・ブラジル・ロシアなど新興国株の回復が目立ってきました。

### (BRICs 株価推移)



(ヤフーファイナンスより) 黒：ロシア、青：上海総合、赤：ブラジル、緑：インド

上記は直近3カ月間の上記4カ国の株価指数の推移ですが、ここに来てロシアとブラジルの株価の上昇が目立っています。ロシアに関しては急落の反動(去年は-72%)もあるでしょうが、一方で原油を始めコモディティ価格の復調が、両国の株価を押し上げている面もあるのではないのでしょうか。

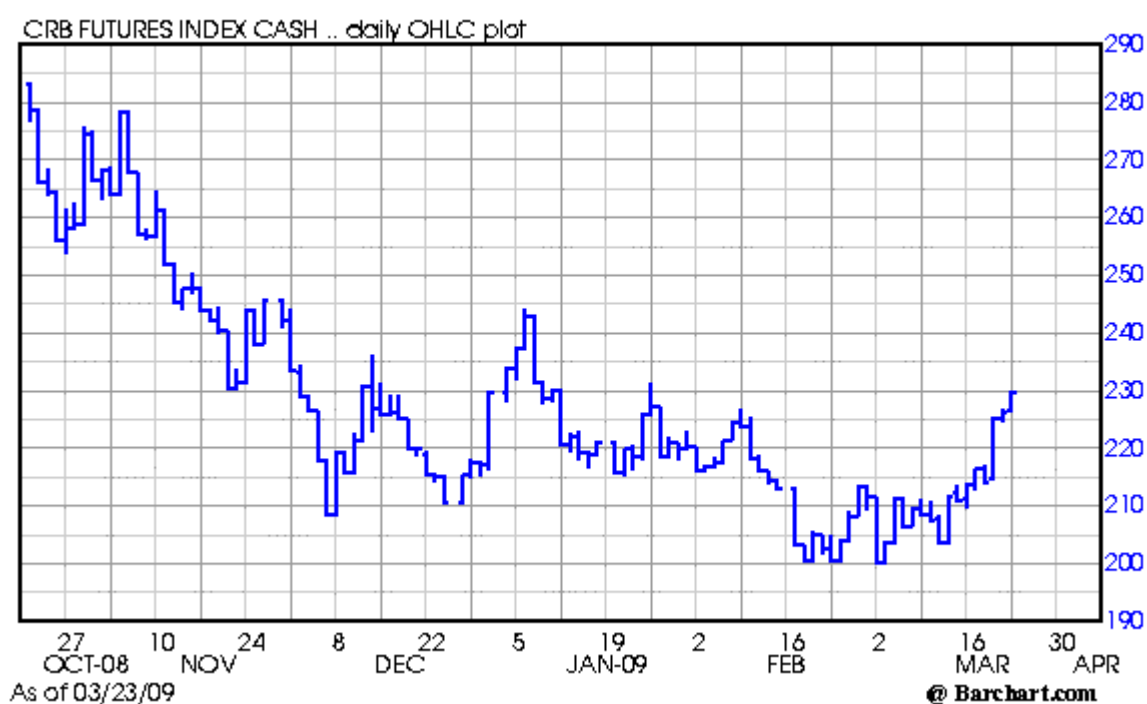
### コモディティ

下記CRB指数のチャートにみられるように、昨年未だのコモディティ相場は狭いレンジのなかで推移してきましたが、3月23日のCRB指数は230と、この3カ月間のレンジの上限に近づきました。個別にみても原油価格の50ドル台載せや、銅やアルミニウム価格が回復をするなど、先月までとはやや異なる値動きをみせました。

このような価格高騰は、3月18日にFRBが発表した国債の直接買い取り策の発表も影響しているようです。中央銀行による国債の買い取りは市場に貨幣を供給する施策で、景気の回復に効果があるといわれていますが、一方で貨幣量の増加はお金の相対的な価値を弱め、反対にモノの相対的な価値を高める効果があります。FRBのこの決定による国際商品相

場の動きをみますと、市場は世界的な貨幣供給量の増加の影響を織り込み始めているようにもみえます。さらに各国当局からのこのような金融政策や財政政策が功を奏し、今後世界経済が回復する見通しがあきらかなものになってくれば、コモディティへの需要期待が高まり、もう一段コモディティ価格は上昇する可能性があります。いずれにしても、コモディティ相場から目が離せなくなってきたと言えるのではないのでしょうか。

( CRB 指数 2008 年 10 月から 2009 年 3 月までのチャート )



( いずれも CRB サイトより )

## ヘッジファンド

2009 年 2 月の Credit Suisse/Tremont ヘッジファンド指数は以下のようにになりました。

CTA ( マネジド・フューチャーズ ) 型	-0.16% (+18.33%)
Distressed(破綻証券)型	-1.20% (-20.48%)
株式ロング/ショート型	-1.34% (-19.76%)
マルチ・ストラテジー型	-0.09% (-23.63%)
ショート・バイアス型	+3.22% (+14.87%)

グローバル・マクロ型 +0.21% (-10.04%)

注) ( )内は昨年実績

2 月度の全ヘッジファンド戦略の平均指数は、-0.88%とマイナスに転じました、なお年初来では+0.2%となっています。個別にみますと 2 月は世界の株価が大きく下げたことにより、株式ロング・ショート型ファンドが下落しました、一方で株式ショート・バイアス型ファンドは 1 月に続いてプラスになっています。マネッジド・フューチャーズは株のショート・ポジションで収益を上げる一方で、債券のロング・ポジションによる損失で相殺され、2 月を通していけばほぼフラットに終わるものが多くみられました。

続いて以下代表的なヘッジファンド銘柄の 2 月度実績を御紹介いたします。

Thames River Distressed Focus Fund (破綻証券型) +0.42%(+2.51%)

Thames River Warrior Fund ( F o F s ) +0.72% ( +1.62% )

Nevsky Fund(株式ロング/ショート) -0.76%(-1.75%)

Man AHL Diversified plc(マネッジド・フューチャーズ) +0.2%(-2.1%)

Man AP2XL(マルチ・ストラテジー) -1.3%(-4.7%)

Tulip Trend Fund ( マネッジド・フューチャーズ) +1.57%(+1.12%)

Winton Futures fund ( マネッジド・フューチャーズ ) -0.22%(+0.79%)

【注】( )内はいずれも年初来実績、月次実績は 2009 年 2 月 27 時点のもの

続いてヘッジファンドに関する新情報ですが、今回は Winton Futures Fund についてご紹介いたします。

ファンド名：Winton Futures Fund

通貨：USD/EUR/GBP/CHF

最低投資額：上記各通貨とも USD100,000 相当額

募集期間：随時募集・Monthly Dealing

手数料等：申し込み時 3%、マネジメントフィー年間 1%、パフォーマンスフィー 20%

解約手数料：あり

監査法人：KPMG

運用会社：Winton Capital Management

資産管理銀行：The Northern Trust Company

本ファンドは ADP 創設者の一人 David Harding によって 1997 年設立されました、同社

は英 FSA および米 NFA に登録されています、現在の運用資産総額は約 9000 億円で、CTA としては世界第 3 位の規模です。本ファンドの過去の運用実績は、年率平均リターンが 19.2%、過去 12 カ月の標準偏差（リスク）は 11.2%となっております。

本ファンドの過去実績をみますと、ADP と比較的似通ったトラックレコードを持っていますが、年度ごとの実績を比べてみますと両者に大きな違いがみられます。例えば 1999 年 ADP が +6.5% と不調に終わっていますが、Winton は +15.5% とまずまずの成績です、ところが 2 年後の 2001 年をみますと、今度は ADP が +19.7% に対して Winton は +7.1% に終わっています。このような交互現象はしばしばみられ、1998 年と 2007 年を除き、ほぼ全ての年でこのような交互現象がみられます。マネジド・フューチャーズの場合、運用の根幹をなすコンピュータプログラムは外部からうかがい知ることはできませんが、下記のような両者の投資対象のウエイトと無関係ではないように思います。

### **ウイントン**

- ・エネルギー 2%
  - ・農産物 13%
  - ・金属 10%
  - ・短期金利 18%
  - ・株価指数 12%
  - ・通貨 29%
  - ・債券 16%
- (金融系先物 75%、商品先物 25%)

### **ADP**

- ・通貨 23%
  - ・債券 19%
  - ・株価指数 17%
  - ・エネルギー 18%
  - ・金属 9%
  - ・短期金利 8%
  - ・農産物 5%
  - ・デリバティブ 1%
- (金融系先物 68%、商品先物 32%)

上記のように短期金利や株価指数の組み入れ率の点で若干の違いはみられるものの、両者の投資対象には大きな違いはみられません。さきにみた運用実績の交互作用が単なる偶然

なのか、それとも何らかの理由があるのか・・・その点はよくわかりませんが、少なくとも私たちは ADP に対して一定量の Winton を保有することで、ヘッジファンドが持つ独特の信用リスクの分散は図ることができるはずで、ADP に偏りすぎている方は一考の価値はあると思います。なお、本ファンドはラップアカウントおよび PB 口座経由で購入可能です。ご希望の方には詳細をお送りしますのでご遠慮なくお申し出ください。

## 2. 今後の見通しについて

### 株式

3月18日、FRBによる米国長期債買い入れ発表、3月23日、米財務長官による金融安定化策の発表・・・今月は株式相場に対してポジティブな材料が重なりました、また各種指標をみても下記のように景気の底打ち感を示すものが散見されるようになりました。

米住宅着工件数 対前月比 + 22.2%

同着工許可件数 同 + 3.0%

米住宅価格 同 + 1.7% (ただし、ケースシラー指数ではなく、連邦住宅局統計)

米小売売上高 同 - 0.1%

中国自動車販売 対前年同月比 + 25%

もちろん全体を見渡せばこのような明るい指標はごく一部、まだまだ景気の後退は続いています。少なくとも先月のこのレポートを書かせて頂いた時点に比べ、いくぶん明るい見通しを立てやすくなっているように思います・・・昨年9月のリーマン・ショック以来、米国を中心に世界は、大は大きに、小も小なりにさまざまな財政面、金融面からの対策を実施し続けてきましたが、ここにきてようやくその努力の積み重ねが実態の経済を動かしているように感じます。

さて一方で気になるのは、次の相場がどのような形で始まり、そしてどのような形で終わりを迎えるのかという点です。3月24日配信のメルマガでもこの懸念について書かせて頂きましたが、(確か1月のこのレポートのなかでもふれさせて頂きましたが)私は次に訪れる相場は、もしかするとバブル化するのではないかという不安を持っています・・・

各国当局による大規模な財政政策や、過去に例をみない異例の金融政策の結果、市場には巨額の流動性が供給されることとなります、もちろんそれは現在の経済状況ではやむをえませんし、むしろ必要不可欠な政策です。一方でその結果、世界経済が回復に向かったあと、どうやってその勢いに歯止めをかけてゆくの、世界はいずれこの新しい問題に直面

するに違いありません。下記は香港 H 株指数の 2001 年から現在までの推移です、2000 年の IT バブル時、世界の株価はピークをつけたが、その後は 2003 年のボトムに向けて下げてゆきます、ここまでが株価の 1 サイクル、次のサイクルは 2003 年にはじまり 2007 年 7 月から 10 月にかけてピークをつけ、そこから現在に至る 1 サイクルです。私は市場に蓄積されたエネルギーが大きければ大きいほど、サイクルのうねりは大きくなると考えています、言い換えれば上昇期の上げ方が激しい一方で、ピークをつけたあとの下げ方も激しくなるという考えです。恐らく次の相場の形状は、下記 H 株指数チャートが一つの参考になるのではないのでしょうか・・・少々気が早いかもしれませんが、ぜひ皆さん次の相場では、特に『降り方』を冷静に判断して頂ければと思います、また上昇相場の過程で一部を売却し、先述のマネッジド・フューチャーズや、不動産を中心としたインカムゲイン期待の資産への配分を増やすことを選択肢にお加えください。インカムゲインは特にライフプランとは不可分です、お役にたてることがあればどうぞ御遠慮なくお尋ねください。

### (H 株指数推移)

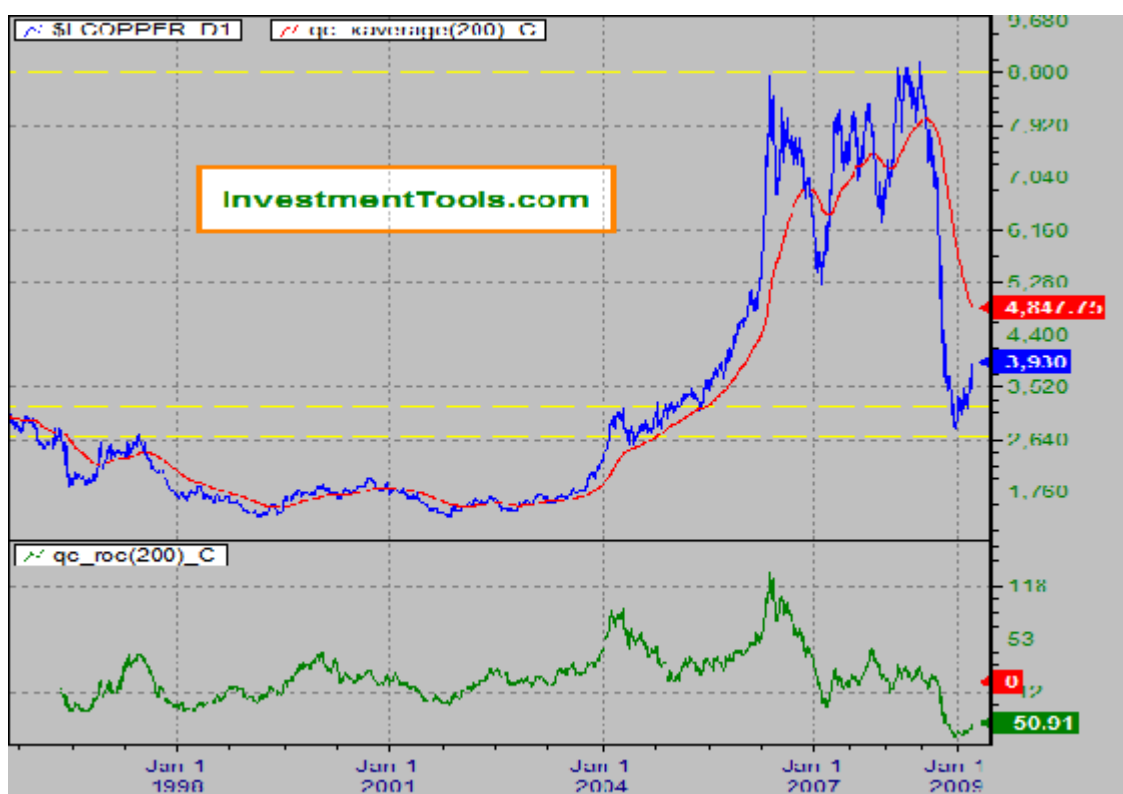


(サーチナ社サイトより)

### コモディティ

FRB のよる国債購入発表以来、世界のコモディティ相場の動きにやや変化がみられるようになりました、原油、穀物、非鉄金属（銅やアルミニウムなど）の上昇に弾みがついたようにみえます、下記はロンドンで取引されている銅価格の 1997 年以来的価格推移ですが

### (銅価格推移)



( InvestmentTools.com サイトより )( 赤字は 200 日移動平均線、スポット価格は青字 )

今年 1 月の 1 トン = 2640 ドルから切り返し、現在は 4000 ドル近辺まで上昇しています、背景は FRB による流動性の供給で市場にインフレ期待感がでてきたこと、加えて銅の世界最大の需要者である中国の経済対策です。私はアルミニウムと並んで銅価格を経済指標としてウォッチしていますが、それは銅の価格が電線や住宅で使われる線材の需要と密接に関連しているからです、言い換えれば銅は中国や米国などの住宅やインフラ投資を映す鏡でもあります、昨年末中国政府が発表した 4 兆元の設備投資は、今年になって動き始めたと言われてはいますが、その動きが上記のように銅価格の反転となって表れている面があるのでしょう。ETF 経由で銅やアルミ、ニッケル等のベースメタルやレアメタルに投資することもできますが、中国株の個別銘柄への投資もいいかもしれません。

湖南有色金属 ( 02626 ) 中国最大の時鉄金属総合メーカー、レアメタルに強み

中国アルミ ( 02600 ) 中国のアルミ大手、アルミナ生産で国内ほぼ独占

安徽海螺水泥 ( 00914 ) セメント大手、高品質セメントで定評

江西銅業 ( 00358 ) 中国最大の総合銅メーカー

招金鉱業 ( 01818 ) 埋蔵量で中国 2 位の金鉱会社

## ヘッジファンド

2 月度はファンド・オブ・ヘッジファンズ、マネッジド・フューチャーズを始め全般に平穏なひと月でした、一方で 3 月度はといいますと、FRB の国債購入発表を期に金利、株、為替、コモディティなどさまざまな金融商品が激しく値動きしました、現在マネッジド・フューチャーズの NAV の日時推移は一部しか入ってきておりませんが、Tulip、ADP、Superfund、IQS などほぼ全てのファンドはややマイナスで推移しているようです、ただ今週に入りやや相場も安定してまいりましたので、いずれ新しいトレンドがみられるようになるのではないのでしょうか。株式ロング・ショート戦略は概ねロング 70%程度に対し、ショート 30%程度を組み合わせるファンドが多く、株の上昇はポジティブ要因です、今後株式相場が上昇してゆくなら、株式ロング・ショートにとって一年半ぶり好環境となるかもしれませぬ。

ファンド・オブ・ファンズも一時的解約集中から、やや落ち着きを取り戻してきているようにみえます、この戦略の場合株式ロング・ショート型ファンドを多く組み入れるものが多く、株式相場の上昇はポジティブに働きます。

昨年のリーマン・ショックから激震が続いたヘッジファンドですが、ここにきてようやく落ち着きを取り戻しつつあるようにもみえます、が、油断は禁物です、マネッジド・フューチャーズを除き新規の投資はまだしばらく見合せたほうがよいのではないのでしょうか。

以上 2009 年 3 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。

皆様の今月の成功をお祈りしております

(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。

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

2009 年 3 月 25 日



( 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。