

期待と期待形成： 日本国債の価格に関連して

August, 2014

Yoshiro Miwa

[前口上]

- 日本国債価格の現時点までの動き・現状・今後の動きとの関連で、投資家の予想形成および投資行動に関する研究について見てきた。
- C-CAPMを象徴とする研究者の世界で標準となっている見方は、理論モデルとしては美しく魅力的であるが、現実の経済現象を実証的に説明するための道具・武器としては説明力が低くあまり有用・有効ではない、とする評価が幅広く共有されるようになって久しい。
- 各方面からの打開策の試みも大きな成果を挙げた・・・とはいえないようである。
- 日本国債価格の水準と変動に焦点を合わせても、状況は変わらないだろう。さらに、容易には、打開策も見あたりそうにない・・・。
- 以上の如き基本認識と見通しに基づき、各投資家の予想形成、予想と投資行動、そしてこれらと市場価格の水準・変動との関係について、改めて考えてみよう・・・。

- まずは、投資家行動に関する情報を眺めてみよう・・・という意図で、investors surveysに焦点を合わせた研究を手掛かりにすると位置づけて、株式投資に関するものが中心だが、前回の会合で取り上げた。
- 次回の会合(August 27)では、Peter Bossaerts [2002] *The Paradox of Asset Pricing*, Princeton University Pressをとりあげて、C-CAPMのモデルを構成する仮定のうち、彼のいうefficient market hypothesisに焦点を合わせて、投資家の期待形成について、この仮定で実質的に棚上げされ無視されていることに注目し、Bosseartsの対応策の検討結果について見る。
- 並行して、日本国債に対する価格予想、投資行動と市場価格形成を念頭に置いて、研究会・フォーラム参加者の皆さんおよびその周辺の方々と、わかったような気分およびそういう気分にする主張等に対する関心・興味を棚上げして、虚心坦懐に、「一体、全体、どうなってんでしょう・・・ね」と、意見交換・議論をしてみようというのです。

- 多様なメンバーが参加するこの研究会・フォーラムは、こういう試みのためにこそ存在する・・・といってもよろしいかもしれません。――当然、誰かの報告を聞いて、議論に参加し参考にしよう・・・などという受け身の姿勢では面白くありませんし、歓迎されません。――少なくとも、潜在的には、理想的な討議(闘議?)場になり得ると思います。
- オープンに情報交換・議論し、focusが定まりそうなら(定まれば)、整理したうえで会合を開いてより立ち入った議論をすればよいと思います。――そのための試行・模索過程です。
- うまくいけば、さらに、“investors surveys”のようなものを試みて、検討結果のさらなる深化・具体化を試みればよろしい。
- その結果を自らの投資行動や利益に結び付けることができる方がおいでになれば、さらに結構でしょう。

- 以下は、議論・意見交換を促すためのAperitifとしての論点整理メモです。——もつとも、整理しすぎて魚も棲まない・・・ようなところまで見通しよくする・・・ことは致しません。
- 当然、「誰もがこう考える・・・」という意見を整理したものではありません。「FTPLなんて・・・」とお考えの方には、「大前提からおかしい・・・」となるかもしれません。そこまで含めて、議論すればよろしい。
- メールを通じて議論をすればよろしいと思います。あまりオープンにしたくない・・・という意見については、宛先を限定し、その旨を明記していただくのがよろしいと思います。そうでなければ、研究会・フォーラム参加者全員に公開して(同報にして)議論するのがよろしい、と思います。
- 論点整理・問題提起をすることもあり、交通整理も当面は三輪が行い、適宜何人かの方々と相談しながら進めようと思います。この点に関しても、適宜ご意見をいただければと思います。

- いつもの会合と同様、この場での意見交換の過程で、「誰かがこういった・・・」などという形で話題にするのは控えましょう。
- 話題の内容は部外秘・・・などということにする必要はないと思います。しかし、この場での議論の進展を中心的目的としますから、「・・・なんてことをいう人がいるんだ・・・」などと外部に宣伝することは控えましょう。
- 実質的に議論が始まって、軌道に乗るまでがとりわけ大変です。高みの見物、様子見・・・などは止しにして、騒々しくして目立ち、自らの存在を他のメンバーに知らしめましょう。
- 議論が進展しないうちに、国債価格の変動が始まっちゃった・・・などということがないように・・・。
- 日本の夏はお祭りの季節です。にぎやかにどうぞ・・・。

Roadmap

- まずは、4月に作成したメモからのコピーです。このメモも同時に添付します。
- 2つのsheetsはFTPLについて(8、9)
- 次の4つのsheetsはBossaerts [2002]に関連して(10～13)
- その次からが、株式ではなく、債券、とくに日本国債に焦点を合わせると・・・という論点整理あるいは論点整備メモ(14～32)。――つまり、この部分が中心です。
- 最後の、33以下もコピー。

国債価格の動向とインフレ率？

- おなじみのFTPLの考え方に従うと、均衡条件は次の2本の式で表される。
- 同時に満たす必要がある。Thus, government must arrive at a “coordinated policy” by which monetary and fiscal policy agree on that price level, a choice of $\{M_t, B_t, s_t\}$ such that (1) and (2) hold.
- 国債価格は、物価水準の逆数である。物価水準の上昇は国債価格の下落として顕在化する。
- 「金融緩和」はMとBの置き換えにすぎず、物価水準、財政破綻(再建)に影響しない。

$$\frac{M_t + B_t}{P_t} = E_t \int_{\tau=0}^{\infty} \frac{\Lambda_{t+\tau}}{\Lambda_t} (T_{t+\tau} - G_{t+\tau}) d\tau,$$

$$M_t V(i_t, \cdot) = P_t Y_t,$$

- この考え方に従えば、国債価格の水準・動向に将来のインフレ率に関する基本的な情報は集約されている。
- われわれが、現在の日本の国債価格の状況について「現状の日本で、なぜ国債価格の大幅下落、急激なインフレを伴う『財政破綻』が現実化しないか、その予兆も見えないのはなぜか・・・？」という問題意識を抱き、日本の国債価格の形成メカニズム、とりわけ国債保有の基礎となる投資家の期待形成メカニズムや資産選択行動に検討の焦点を合わせようという理由もここにある。
- 1番目の式は、政府債務市場の均衡式である。政府の行動をgivenとすれば、価格を決定するのは、国債投資に重点を置く(機関)投資家の行動である。——だから、このような状況下で、大量の国債を保有し続ける機関投資家の投資行動の検討、その基礎になるインフレ予測、expected rate of returnの実情と、形成メカニズムに関心がある・・・ということになる。
- 国債価格の形成メカニズムに関心があれば、「調査対象」は、消費者・家計全般や一般企業ではないだろう。
- また、「物価全般」の予測について幅広く聞くことではない・・・。

[B-2]. 本題はこれから・・・

- 誰に何を聞くか？結果をどのように活用するか？調査の目的、targets は？——日本にもinvestors surveysが存在するとしても、われわれの目的に基づいて(沿って)実施された調査の結果ではない。読み方の注意点は？——(国債投資に限定して議論を進めるが、株式や土地などに対する投資行動にもほとんどそのまま適用できる・・・？)
- 国債投資に重大な関心を有する「機関投資家」(これを特定できるとしよう)に対する調査結果が存在するとしよう。——以下では、「Pro」と呼ぶ。
- Proの予測(予想)は当たるか・・・？——たとえば、mean valueが実現値と一致するか？
- 少なくとも、実現値を中心とする一定の幅の中にmean valueが確実に含まれるか？
- こういう意味での「参考」にならなければ、調査は、気休め・・・あるいは茶飲み話、バラエティ番組の話題にしかない？
- 「一致する」かどうかは誰が判定するか？一部の人たち(調査実施者?)が確信すればよい・・・ということはない。

Standard C-CAPM modelsとの対比

- 関心の発端は、standard consumption-CAPM modelsがhistorical dataをうまく説明できず、その後の各方面からの改善努力も功を奏しない・・・という観察事実から、期待(expected rate of returns)に関する仮定の吟味に目を向ける・・・研究に目を向け始めたこと。
- Representative consumerの最適化行動から導出されるEuler equationを用いた実証研究が象徴。
- Bossaerts [2002]のいうEMH(efficient markets hypothesis: 標準的な文献で紹介されている内容ではない)は次の2つの主張の合成物。——the theory is silent about investors' expectations (p.40). ——ほとんどの実証研究でこれが仮定されている(for convenience, 41)。
- 1. Market beliefs are correct: ex ante expectations coincide with true expectations, and ex ante covariances correspond to true covariances.
- 2. Return distributions are time-invariant (i.e., stationary). 43

- (1)の仮定が満たされなければ、投資家の期待の調査から何を知ることができるか？
- (2)とりわけ、財政破綻のおそれが重要な話題となりその顕在化のタイミングに少なからぬ(大きな?)関心が集まり、あるいは鳴り物入りで誕生した日銀新執行部が就任後ただちに実施した歴史的な積極的金融緩和策(および2年以内に年率2%以上のCPI上昇率実現の約束)などという状況下で、stationarityの仮定は成立するか？
- Bossaertsが多面的な検討から導き出す結論は、いずれについても重大な問題・疑問を提起する。
- Investors surveysなどを見て、実態は・・・？
- そもそも、Proの期待形成に関する調査から、何を知りたいか？

- そもそも・・・、Investors surveysなどでたとえば1年後の国債価格の実現値に関する確度の高い情報が得られるのであれば、すでに誰かが調査を実施して結果を活用しており、現在価格もこれを反映しているだろう。
――そうであれば、多くのProは(企業機密だとして)調査に協力しないし、改めて調査を実施する必要もない・・・のではないか？
- 正確に予測するfund managerは、独立して自ら「能力」を活用する・・・？
――だから、機関には残らない？

株式ではなく債券、 とくに日本国債に焦点を合わせた論点整理

- 株式は銘柄数も多く多様。——market index、たとえば、東証指数先物を念頭に置いても、内容、したがって価格決定要因について具体的なイメージを描けず、実質的に、その価格自体を直接予想する・・・ことになる。——予想者のイメージ・方法もバラバラ・多様であり、具体的なevent, informationに対する評価・反応も、バラバラ。——予想関数のようなものを想定しても、関数型も入っている変数もバラバラ・・・？
- Investors surveyも、たとえば、価格指数の予想を聞いている・・・ということ。
- とにかく価格に関する投資家の予想を知りたい・・・、それを知れば・・・という期待(に基づく需要)からinvestors surveysが実施され、注目される。——そんなものは役立たないし、だから関心もない・・・とする反応も多いだろう。——たぶん、chartsよりも役に立たない？

日本国債は・・・

- 債券、さらに日本国債は、銘柄数は多いとしても、具体的なイメージが描きやすい？
- 投資家のイメージもバラつきが小さく、予想関数のようなものを想定しても、関数形も入っている変数もバラつきが小さい・・・？
- 単数ではないとしても、多くの投資家が注目する銘柄(代表銘柄？)が存在し、それらと関係づけられて残りの銘柄の価格が(裁定取引を通じて)形成される・・・と理解されている？
- 結果として、日本国債については、多くの投資家が注目し重視するfactorsが共通であり、おそらく少数だろう。――さらにかなりsimpleではないか？
- このように考えれば、誰に何を聞くか・・・、結果をどのように集約するか・・・などとの点を工夫すれば、investors surveysも面白く、有用ではないか・・・？――だから、そういうものがどこかで実施されている？(――国債先物価格に反映されているから、不要・・・？だから、そういうsurveysも実施されていない・・・？)

future cash flowの割引現在価値・・・

- その意味では、株式も債券も同じ・・・。
- 確定利付きであり、返済が確実だと投資家が判断すれば・・・。
——国債は、そういうものとして観念され、教えられてきた。
- そうであれば、期間中の金利 (and/or物価) の変動が投資家の予想の焦点・・・？

- 国債に関しては投資家の予想形成関数・投資関数が似ているし比較的単純だから・・・たとえば、ショックに対する反応が一斉に起こる・・・？だから、変動が始まると激しい・・・？——
たとえば、株価に比べると・・・？

Future cash flowといっても・・・

- 事前の約束額を上限とする(債券だから・・・)、政府の返還可能額に対する請求権・・・というのがFTPLで焦点を合わせることになった、国債の本質。
- 事前の約束額が政府の返済可能額(の予想)を超える・・・ことになれば、政府の返還可能額に対する請求権という側面がクローズアップされる。そうなれば、国債保有者はresidual claimantであり、国債はstockと同じ・・・だということになる。
- 政府の返還可能額は、primary balance surplus s_t のdiscounted value。
- 現時点および今後の日本国債価格の水準および変動の予測・期待にとって、 s_t の推移および政府債務残高 B_t との関係が最大の焦点となる。

- ・下の第1式が成立するように国債価格が決定される。
 - ・どの時点で価格の変動が始まるか・・・？
 - ・どの程度の幅で価格の変動(修正)が進むか？
- ・重要なのは、投資家の行動はforward lookingだから、将来の変動の予想は現時点での価格に反映される、ということ。――将来のいずれかの時点で全額の返済ができなくなる・・・と予想すれば、現時点での価格にそれは反映される。
- ・ただし、投資家は一様ではないから、そうは考えない投資家の国債投資残高が国債残高を上回るかぎり、「悲観的」な投資家の存在は国債価格に影響しない・・・。

$$\frac{M_t + B_t}{P_t} = E_t \int_{\tau=0}^{\infty} \frac{\Lambda_{t+\tau}}{\Lambda_t} (T_{t+\tau} - G_{t+\tau}) d\tau,$$

$$M_t V(i_t, \cdot) = P_t Y_t,$$

投資家の予想・・・？：図式的理解

- (1) いずれ、国債価格の変動を通じて財政バランスの調整が行われるというeventsが現実化するか、否か？
- (2) 現実化し始めた際の、変動幅は・・・？
 - 以上は、昔風の言い方をすれば、fundamental value?
 - representative investorを想定し、自らがそれと一致する・・・と想定しているケース？
- (3) 他の投資家の予想はどのようなものか？
- (4) 市場の国債残高との関係は？

国債価格を含めた各種価格は需給バランスで決まる・・・。需要価格の高い投資家から取得・保有するから、発行残高(N)の最後の一枚を取得する投資家の需要価格が価格水準を決定する。——自らの評価と市場の評価との関係(典型的には、前者 \geq 後者)で投資行動を決定する・・・ということ。

バブル・・・？

- 定義も示さずに「バブル・・・だ！」と断定、断罪して満足する人たちが相変わらず多い。——1990年代初頭以来でも四半世紀……。厭きないものですね・・・？
- 市場の評価が自らの評価と乖離すると、乖離分はバブルだ・・・としているのかもしれない。Representative investorを想定し、自らがそれに一致する・・・と想定する・・・という恣意的なモデル選択の喜劇的帰結かもしれない。
- ピカソの絵や、world cup決勝戦の入場券の価格が自らの評価から乖離したとして、それをバブルと呼んで満足するようなものかもしれない。

Investorsに何を聞くか・・・？

- (1)(2)を直接聞くか・・・？——自らの評価。
- (3)(4)を反映した、市場価格の予想を聞くか？
- 後者であるとしても、他の投資家の個別評価ではなく、その集合値が重要だから、分布形が実質的に重要となってくる。——市場価格の予想をどのように形成しているか・・・というプロセスまで考慮すると、分布形や各投資家の行動の微妙な変化が市場価格の大きな変化に帰結することがわかるから、surveyの項目や聞き方が大きく影響するかもしれない。
- 当然、1か月後、3か月後、1年後の価格の予想値を聞いて、その集計値を手にしても、何に関する情報をそこから読み取ればよいか・・・わからないだろう。
- 聞かれた方も、何を聞かれたかわからないし、回答内容も実質的にバラバラだろう・・・。

各投資家は何を知りたいか・・・？

- 将来時点の価格・・・。――しかし、そんなものは・・・わからない。各投資家に聞いても・・・、その集計値を求めても・・・。――だから、そんなものに興味はない・・・、価値はない、と考えている。――そんなものを重視する連中の行動も・・・。
- それでは、各投資家はどのようにして意思決定しているか・・・？それを聞くことに価値はあるか？
- 意思決定過程の内実を聞くのは・・・？
- 個々の投資家としてand/or組織・機関として、みなさん、いったいどうやって投資に関わる意思決定をしているか・・・？
- 国債保有行動をどうやって決定しているか？――覗き見的関心？――聞かれて、本当のところを回答するか？――正直に回答できるほど安定しているか？

たぶん・・・？

- そろそろ国債価格の下落を視野に入れる必要がある・・・と考える投資家は、正直なら・・・肩をすくめて、「さあ・・・」と回答する？
- 正直であるかどうかを気にしなければ、適当に回答する・・・。
あるいは、「現状通り・・・」と回答する。——「下落する・・・」可能性に言及などすれば、うるさいことになりそうだし・・・。
- ここまで来て、価格水準が維持され、下落する気配も見えない・・・ことに関してコメントを求めることは・・・？
- 動きそうにない(無頓着な)投資家がどこにどの程度いるか・・・という点に関するコメントは・・・？

予想関数・意思決定関数：再論？

- 現時点および今後の日本国債価格の予想等を念頭に置くと、(1) 予想関数の安定性およびこれを大きく変動させる可能性がある要因、(2) 予想形成と意思決定(投資行動)の関係、に大きな関心が向く？
- 予想関数に大きく影響する変数((a)関数形を大きく変化させて、他の変数の影響の仕方を大きく変化させる、(b)予測値を大きく変化させるようなシフトパラメーターのようなもの、のいずれでもよい)であって、普段はその影響はあまり観察されないが、ときには激震のような影響を与えるものとして注目しているもの・・・が(1)である。——あれが現実化したら大変だと考えるし、少なからぬ投資家についても同様だろう・・・として注目する要因である。——つまり、(潜在的な)注目点？(——たとえば、ゴジラが東京湾に出現・・・？)

一般論と現時点の日本国債に注目した議論？

- 一般論は漠然としており、容易でない。しかも、投資家によるばらつきが大きく、とりとめがなくなるおそれが強い。――あまり生産的でない？
- 現時点での日本国債価格の、今後の変動可能性との関連性に限定して、「何に注目していますか・・・？」「いかなる事項の現実化の可能性を懸念していますか？」「発生の予測は容易でないとしても、こういうことが起こったら大変だ・・・と心配し注目していることはなんですか・・・？」などときくのはどうか？
- たとえば、再度の政権交代、消費税率の大幅引き上げ論議の顕在化、年金や医療などの「福祉政策」の抜本的な見直し論議の顕在化(いずれの方向についても・・・)、国際的な緊張のさらなる高まりと不安定化、エネルギー価格のさらなる大幅上昇、大地震や原発事故さらに大規模停電の発生など・・・。

- 過去数年間に発生した多様なeventsについては、市場はほとんど反応しなかったが……。――しかし、注目・注視しているeventsがある……。かもしれない。
- 自らは注目しているが、圧倒的少数派だし……。多くの国債を保有している機関の意思決定者を見ると……。という見方もあるかもしれない。
- とりわけ、現時点の日本国債は……。(保有構造、保有者の構成、さらに少なからぬ保有者を「監視」する役割を担っているように見えるものの存在など)特殊だという解説があるかもしれない。――年金基金や金融機関、さらにBOJ(金融超緩和の名目の下に国債保有を大幅に増加させた……。?)
- しかし、(さまざまな理由から)動きそうにない投資主体の保有分が多いとしても、市場価格を決定するのはmarginalな投資家である点に注意する必要がある。――「安定株主」比率が高いとしても、その比率が株価を決めるのではない……。のと同じ。

- 90%の国債が「安定」保有者の手元にあるとしても……？
- たとえば、大昔の6.1(ロクイチ)国債の暴落は、ほとんどの国債が金融機関等によって保有され流通市場が実質的に存在しない状況下で、小規模の売りが出て実現し、額面100円のもものが短期間ではあるが70円台前半の水準で取引されることとなった……。

(2) 予想形成と意思決定の関係

- 予想が現実の投資行動に直接反映されるとはかぎらない……。もう少し様子を見よう……。というもののから、当面は高みの見物……。というもののまであるだろう。よほどのことがない限り、予想はするが、投資行動にはほとんど反映されない……。というものも。——誰に何を聞くか……。という点を念頭に置いて考えると、このことは重要だろう。 Bossaerts?——これが(2)である。
- この関係は、投資家によってさまざまだろうが、各投資家についても、時期により状況によって大きく変動するだろう。——とりわけ、そろそろ国債価格の激変が……。という可能性について、少なからぬ投資家が考慮に入れ始めると、この関係が大きく変貌・変化するかもしれない。

たぶん・・・？：再論？

- 「明日のこと……。そんな遠い未来のことは知っちゃいねえ……。興味もないし、そのための特別の作業・努力もしていない。Market indexとかpassive運用とか言うらしいけどね……。運用方法とか運用方針とかを聞かれば、聞く連中の好みに沿うように答えるけど、そんなもの実際の運用とは無関係だね。投資家の予想と実際の運用の乖離なんて、いまさら注目するのが珍妙だね。」
- 「できれば市場『全体』よりも早くeventsに反応したいから、いろいろwatchし monitorしているけど、皆さん同様だから、せいぜい、大きくは遅れないようにしよう……。という程度だね。」
- 「それもさほどうまくいくとも思えないけど、取り残されて、みっともないことになったり、責任を取らされるのもかなわない……。から。」

- 「この時期になってもそれらしい対策を講じていないなんて・・・『あいつらバカだから・・・』など、いろいろ言われるけどね、早めにactiveに対応する・・・ようにしたとして、われわれ運用担当者にはあまりいいこともないんです。過去10年以上の実績に照らしても、うまくいったという話はあまり聞かないし・・・。万が一に、うまく結果に遭遇したとしても、たぶん、われわれの努力の成果だとは認められないし、大きく報われることもない。それより、特別のことが現実化しなかった場合のことを考えると・・・。だいたい、うまくいかないだろうし。まあ、市場が動き出すまで待つ・・・。」
- 「われわれをwatchしmonitorしていることになっているmanagementといわれる立場の人たち・・・、あの人たちのincentivesも似たようなものでしょう。さらに、そんなこともよくは理解できないし、そもそも資産運用なんて考えたこともなかった人たちかもしれない。そういう人たちを任用しているんだから、その上の人たちは・・・。イザというときの謝り役...ぐらいたとしか思っていない？」
- 「動き出したら、それに反応するだけ・・・。一大eventが起こったとして、後の世の人たちは『バブル・・・』とかいうだろうけど、気楽なもんですね、みなさん・・・。とはいえ、できれば大過なく過ごしたい・・・とは思っている。」
- こんなところが・・・実態・実情だとすると、“investors”に何を聞くか、Surveyするか？——よほど慎重に考えないと、役人とメディア、それに一部の研究者、アマチュアしか注目しない・・・？

Investors surveys

- 既存のinvestors surveysが役に立たず、実質的にあまり実務家の関心を集めていないとしても(lectureや会合報告用の見世物程度・・・?)、いなかのinvestors surveysもこれと同類・同質だということはないし、何をしても同じだということはないかもしれない。
- だから、何を知りたいか、誰に何を聞けば・・・という点について、慎重かつ気長に議論し、意見交換をしよう・・・、というのです。
- こういう調査が行われれば興味がある・・・というものをまずは模索してみよう・・・。ドラエモンのポケットがあるとしたら・・・？
- かりにinvestors surveyを実施するとしたら、誰に何を聞きたいか？ — もちろん、大規模である必要はないし、誰が実施するかも別途考えればよい・・・。

- このあたりがfree discussionのfocusです。いろいろと意見・ideasを出してください。
- こういう類の意見交換・議論をする場がほとんどなくて困っていたところですが……という意見が少なくないのではないかと……というのが密かな期待です。こういう場も存在しないとすれば、まじめな資産運用担当者は、孤立無援の厳しい職業だと思います。——もちろん、「まじめな」という限定が付きますが……。
- その点では、癒し・憩いの場……？

メンバーに聞くこと・・・？

- とくに国債投資に関連して、investors surveys、物価見通しなどについて広く参照されているものが存在するか？存在するとすれば、その利用例として広く参照されるものは？
- 有効な情報を期待できるとすれば、surveyの対象にすべき“investors”は誰か？どのような人たちか？機関投資家(そのfundmanagers)？Hedgefund managers？ファイナンス学会会員？(一定規模以上の資産を運用する)個人投資家？——どのようなinvestors surveysに興味があるか？
- 何を聞いたらinvestors surveysに興味があるか？興味を抱く理由は？比較的近いものがあるか？——たとえば、インフレ予想、国債価格の変動との関連では、どの程度先の期日に関する予想に関心があるか？1か月後？3か月後？半年後？1年後？3年後、5年後？
- 実際の資産運用との関連は？
- 大口投資家でもいろいろ？——Hedge fund managersとinstitutional investorsの図式的対比(Andrew Lo, *HedgeFunds*, 2008, Princeton Univ. Press, pp.2-3による)については、次の3 sheetsを参照。

Part of the gap between institutional investors and hedge fund managers is due to differences in investment mandate, regulatory oversight, and business culture between the two groups, yielding very different perspectives on what a good investment process should look like. For example, a typical hedge fund manager's perspective can be characterized by the following statements:

- The manager is the best judge of the appropriate risk/reward trade-off of the portfolio and should be given broad discretion in making investment decisions.
- Trading strategies are highly proprietary and therefore must be jealously guarded lest they be reverse-engineered and copied by others.
- Return is the ultimate and, in most cases, the only objective.
- Risk management is not central to the success of a hedge fund.
- Regulatory constraints and compliance issues are generally a drag on performance; the whole point of a hedge fund is to avoid these issues.
- There is little intellectual property involved in the fund; the general partner is the fund.¹

Contrast these statements with the following characterization of a typical institutional investor:

- As fiduciaries, institutions need to understand the investment process before committing to it.
- Institutions must fully understand the risk exposures of each manager and, on occasion, may have to circumscribe the manager's strategies to be consistent with the institution's overall investment objectives and constraints.
- Performance is not measured solely by return but also includes other factors such as risk adjustments, tracking error relative to a benchmark, and peer group comparisons.
- Risk management and risk transparency are essential.
- Institutions operate in a highly regulated environment and must comply with a number of federal and state laws governing the rights, responsibilities, and liabilities of pension plan sponsors and other fiduciaries.
- Institutions desire structure, stability, and consistency in a well-defined investment process that is institutionalized—not dependent on any single individual.

One of the justifications for the unusually rich fee structures that characterize hedge fund investments is the fact that these funds employ active strategies involving highly skilled portfolio managers. Moreover, it is common wisdom that the most talented managers are first drawn to the hedge fund industry because the absence of regulatory constraints enables them to make the most of their investment acumen. With the freedom to trade as much or as little as they like on any given day, to go long or short any number of securities and with varying degrees of leverage, and to change investment strategies at a moment's notice, hedge fund managers enjoy enormous flexibility and discretion in pursuing performance. But dynamic investment strategies imply dynamic risk exposures, and while modern financial economics has much to say about the risk of *static*

- (1) 国債価格の予想形成の実像？ — 組織でand/or各fund manager? back-officeの役割？
- 方法、見直しの期間(基本は定期的？)
- 予想期間？3か月後、半年、1年、3年、5年・・・？その比重は？比重は動くか？
- 予想は、平均と分布・・・？具体的に？
- 重視する基本的な要因？参照する経済指標などは？ — 時期により異なる？ — 現時点ではprimary balanceと成長戦略の実像と見通し・・・だとすると、いつごろからそうなったか？
- 予想形成のために、何をしているか？
- 以上の点に関する、組織内部の意見の分布？ — 容易に一致するとは限らないし、そうであればむしろ危険？
- 「想定外の事態」・緊急事態などへの対応体制は？誰が対応をleadするか？何の「専門家」か？責任体制は？

- (2)他の機関投資家の行動や行動から読み取れる(?)予想・・・をどれ程注視・重視するか？
- 注視するとすれば、特にその中でも誰のものか？
- 政府や日銀の「見通し」等の見解・「情報」についてはどうか？
- 4月2日公表の日銀短観の「企業の物価見通し」は？
- (3)自らの予想の自己評価、実績はどのようなものか？現実に、予想はどの程度の頻度で修正するのか？的中したか？——performance？
- 安定期なら・・・。しかし、激動期は別？
- 予想は実現する...と仮定して、予想の代理として実現値を用いて議論する・・・風潮をどう思うか？
- (4)予想形成と投資行動の関連性・・・？この関連性を支配する要因・メカニズム？——関係者が直面する誘因構造との関係？予想形成と誘因構造は？

- 基本的に役立たないから(?)、あまり重視しない・・・という見解と、そうはいっても、ヤマ勘と運だけで行動しているわけではないから・・・という現実の解説を適宜組み合わせた「回答」・コメントが多いだらう。
- 「だから、誰も本当のところは言わないね・・・、(上司にだって・・・)」かもしれない。——マツタケ山のマツタケの出る場所は、誰にも教えない? 家族にも・・・?
- だからこそ、気楽(かつ無責任)な意見交換の場としてもこのフォーラムがある・・・? もちろん、一回で済ませる必要もない・・・?
- Investors surveysや、調査畑の「専門家」では、わからないし、そういうものでは隔靴搔痒の感があるかもしれない。

- 投資家の予想は、基本的に保守的でmomentumが支配する？——とりわけ、相対的に安定した期間が継続すると……これが支配的になる。変化を予想しても報われない。周囲も評価しないし。関心を示さない。当然、面倒なことはできればしたくない……。——結果として、momentum。
- 何かのshockがあると……。価格の大幅な変動でもよい。——原因・契機の実相が明らかになるまでに期間を要し、これへの対応にも時間を要する……？
- この期間には、「不安定」になる？事後的にoverreactionと評されるような予想形成も出現する……。これをbusinessとする人たちも……。
- 近年の政府債務残高やprimary-balanceの動向の評価が、将来の激変を予想させる……という近時の日本の状況は、何を予想させるか？
- 激変期あるいはそうなりかねない要因の顕在化に適切に対応できる体制が整備されているか？とくに、最近の「国債問題」……？——機関投資家？——基本は「平時」のための体制？