

国際分散投資の成功条件をさぐる

阿部 正樹

1. 気運盛り上る株式の国際分散投資

1. 苦難の外国株投資

日本における国際分散投資の歴史は、きわめて浅い。表1に示したように、まず80年代の前半に債券投資、それも情報アクセスが比較的容易な米国債中心にスタートした。まだ国際金融市場の知識・運用ノウハウに乏しい時代であっただけに、および顕的なリスクの低い投資であった。本格的に株式の海外投資がはじまったのは85年以降であり、貿易収支の大幅黒字による資金余剰、金融資産の拡大を背景にして急拡大中である。

しかし、総じて80年代の株式の海外投資の成果は、みじめなものであった。国際分散投資の基本理念は「ハイリターン、ハイリスク」にあり、国際市場に投資することで各国市場の相関度の違い、成長サイクルの相異を利用しながら、ポートフォリオのリスクを軽減し、相対的に高い投資収益をめざすものである。しかしながら図1に示すように80年後半の世界の株式市場をみまわすと、日本の株式市場のパフォーマンスが他を圧倒、85年1月から89年12月末までをとると、日本が年率27.5%（日経225）、アメリカが17.8%（ダウ）、イギリス14.5%（FT-100）であり、日本の1人勝ちであった。87年のブラックマンデーは各国市場は大きな傷あとを残したものの、日本市場はいち早く上昇に転じたことも大きく寄与し、ボラティリティ（標準偏差、リスク）も最も低く、「ハイリターン、ローリスク」という国際分散投資の前提をくつがえすような成果を挙げたわけである。加えて為替面でも、85年はじめの1ドル=260円台から、88年の120円まで一直線で円が上昇した結果、外貨建ベースでは収益があがったにしても、円ベースでは散々のパフォーマンスとなってしまった。

2. 流れが変わった

筆者も、数年にわたって、セルサイドの立場から、日

表1 日本の長期資本収支

暦年	直接 (出)	投資 (入)	株 (出)	式 (入)	債 (出)	券 (入)
80	24	3	△2	65	30	53
81	49	2	2	59	58	59
82	45	4	2	25	61	50
83	36	4	7	61	125	24
84	60	0	1	△36	268	34
85	65	6	10	△7	535	45
86	145	2	70	△158	930	△21
87	195	12	169	△428	729	67
88	342	△5	30	68	858	△216
89	438	△11	179	70	941	24

出所：日本銀行「国際収支統計」

本の機関投資家向に米国株投資に関するリサーチ情報を提供してきたが、残念なことにお客様に感謝されるという経験が皆無である。やはり、外国株投資、国際分散投資が投資家の中に根づくためには、実際に「儲かる」という経験を積み重ねていく必要があるだろう。

こうした意味で、1990年は本格的な国際分散投資の初年度になると思われる。まず、昨年後半からのヨーロッパ市場、特に西ドイツ市場の好調である。「ベルリンの壁

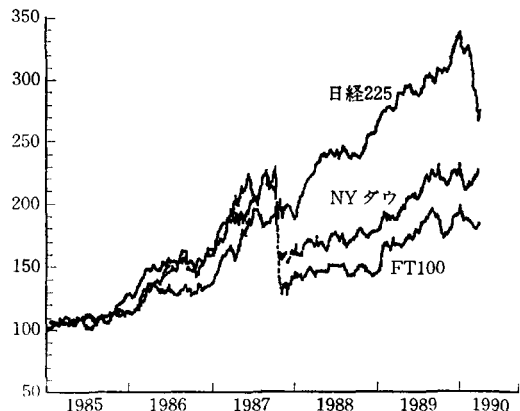


図1 主要国の株価動向

(出所：Datastream)

あべ まさき CSファートボストン証券会社 調査部
〒100 千代田区有楽町1-7-1 有電ビル北館2F

に穴をあけたら大相場があった」のである。88年はブラックマンデーの翌年であり、世界の株式が低迷したことから、ネットの海外投資は前年比80%以上も減少したが、89年は前年比6倍、過去最高記録を更新した。半分以上は絶好調を続ける西ドイツ市場向けであり、これまでの外国株投資の歴史の中で、投資家ははじめて「いい目」を経験している。もちろん、円安・マルク高も追い風であることはいうまでもない。

加えて、今年に入ってから日本の株式市場の暴落、先行き不透明感が追いつちをかけている。世界中でインフレ懸念が表面化し、金利圧力が高まっているにもかかわらず、日本市場だけが暴落し、円が低落した。金融大国を自認し、世界最大規模の株式市場と誇ってきたにもかかわらず、日本での暴落は他国市場に波及せず、実は日本は「巨大なローカル市場」であることを認識させられた。日本と他国市場は強い連動性を示さなかったのである。

こうした高い月謝を払うことによって、今、急速に国際分散投資への気運が高まっている。90年3月の決算期を通過する過程で、どこの機関投資家（生保、信託、投信、投資顧問など）も、外国株投資、国際分散投資の比重拡大を決定した。これまで日本株しか運用してこなかった個々のファンドマネジャーも外国株に熱い視線を送り始めている。

II. 80年代からの教訓

過去5年程度の国際分散投資を通じて、浮かびあがってくるメッセージは以下の3点に集約されよう。

1. 「ハイリターン、ローリスク」国を捜せ

80年代後半、日本株式市場が世界で最も高いリターンと最も低いリスクを記録したのは、日本経済、金融情勢、政治展望など最も光輝き、不透明性がなかったからである。巨大な貿易収支の黒字による外貨の集積、余剰資金、過剰流動性の滞留、大金融緩和、世界最低の金利水準、原油価格低下の恩典などから、マクロ面で世界の中で最も透明性が高かったからである。また、ミクロ面でもアジアの「4匹の虎」が供給国として登場してきたとはいえ、依然、ハイテク産業を中心に製造業の国際競争力は色あせていない。だからこそ、「日本の時代」、「世界最大の債権大国」といわれるだけでなく、国際分散投資論からすると逆説的な「ハイリターン、ローリスク」を実現したのである。投資の世界ではインデックス、パッケージなどパッシブなアプローチが隆盛をきわめたが、単に膨大な運用資金をかかえてアクティブ（成長力、株

価水準など個別銘柄の投資価値を追求する方法）運用が難しかったからだけではない。マーケット全体が上昇するのであるから、インデックス運用がベストアプローチであったからである。

80年代後半の日本のように、90年代前半に光輝く国、市場を見つけだし、マーケットサイズ（時価総額）を勘案しながら、ポートフォリオの中で核的な位置づけをすることが肝要であろう。今、多くの投資家はヨーロッパ、とくに西ドイツに注目している。東西ドイツの経済統合、92年のEC統合など今後の主役になれる華々しい動きが起こっているからだが、当然のことながら各論での株価水準（バリュエーション）などの検討も含め、総論的な分析にとどまってはならない。

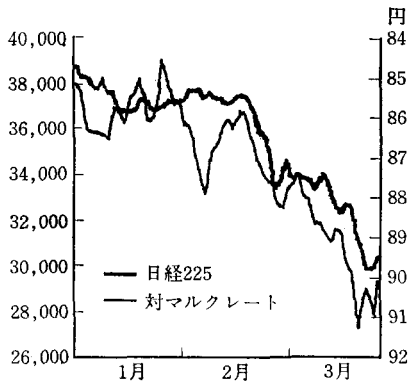
2. 為替は国力を示す最大のバロメータ

外国株投資、国際分散投資にさいしては為替の議論なしにはことが進まない。ヘッジのための手段は多様化しているとはいえ、ヘッジコストも無視しえないし、トレンド的なあるいは一方通行的な為替変動に対しては無力になってしまう。しかも実際の運用にさいしては、個人々のファンドマネジャーが、あるいはファンド別グループが、パフォーマンスを競っているのが実情で、一部は海外現法に資金を移して運用しているケースも多い。したがって、一機関投資家全体での為替ヘッジかあるいは極端な場合は個々のファンドマネジャー毎のヘッジを考えるか、複雑な対応が要請される。

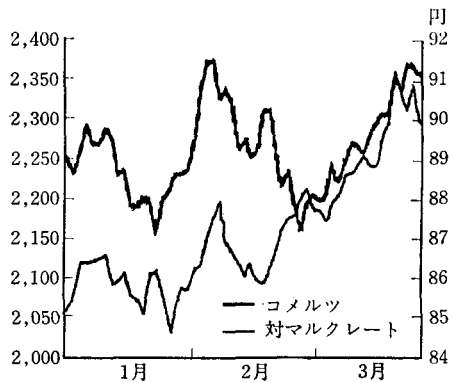
ただ、視点をかえてみると、株価市場は為替との連動性が高いということである。あくまでも相対的な議論ではあるが、通貨が強い時は株式市場が相対的に強いし、逆も当てはまる。80年後半、日本のパフォーマンスが良かったのも、1つには円高が寄与していたからであろう。今年に入って日本が暴落し、西ドイツが史上最高を更新しているのも、図2に示したように円の下落、マルクの上昇が続いているからである。為替は一国の総合力の強さ、国際競争力を示す重要な尺度であり、通貨高の国にはお金が流れ込んでおり、通貨安の国からお金が流れ出していることを示しているはずである。したがって通貨高傾向が強い国では株式市場のパフォーマンスも相対的に高い成果が期待され、逆の場合は通貨安傾向と相対的に弱い株価パフォーマンスのダブルパンチを受けることになる。通貨に対する予測は重要なファクターである。

3. リスク・リターンの測定

80年代後半、日本の株式市場が世界の中で、最も高い



日本の株価と円



西ドイツの株価とマルク

図 2

リターンと、最も低いリスクを同時達成したことはすでに述べた。しかし、今年に入ってからの動きを考慮に入れて、過去5年間のリターンとリスクを計算すれば、答は相当にちがってくる。たぶん、ハイリターンであったにしても、リスクは大幅に上昇したはずである。したがって、過去の各国のリターンとリスクを参考にしながら国際ポートフォリオを組み、国際分散投資の成果を追求する前提には、各国の株価相関度が比較的low、そして循環的相場の継続が前提となると思われる。トレンド的な株価変化の時代には、過去の実績から算出されたリターン、リスク分析の用途が相当に限定されると考えねばなるまい。

III. 国際分散投資のためのトップダウンアプローチ

一般的に用いられる手段はトップダウンアプローチである。すでに触れたように、今後2～3年を展望して、各国の国際的地位、時代の流れ、政治・政策の評価など大きなトレンドを描き、その中で、ポートフォリオの基本構成を描くことが第1段階である。

ついで、四半期毎に株式市場と密接に関連のある項目について、各国の横比較を行ない、その上で総合評価を行ない、ポートフォリオの再調整を行なう。たとえば重要な項目をあげると、表2に示したように、景気、インフレ・金利、金融・流動性、為替、バリュエーション、チャート分析、テクニカル要因が代表的である。今年に入ってからの日本だけの暴落を考えた場合、景気動向、インフレ・金利、金融・企業収益では西ドイツと大きな差異は見いだせなかったが、為替、バリュエーション、

テクニカル要因が、相場の下げに大きく働いたと思われる。

バリュエーション面では、特にインフレ・金利水準とPER水準との裁定が働いた、すなわち長期金利の7%台に対し、PERの逆数である益回りが1.5%と、両者のギャップが極端に開いたことが1つの要因であったと思われる。すなわち、株式の魅力が相対的に低下したからである。テクニカル要因をとってみても、先物、オプション、ワラントなどデリバティブ（派生証券）が出現、これらを利用した新しい投資手法が市場動向を考えるさいに重要な項目となってきた。そして今回は、市場にとってネガティブ要因にして働いた。こうした分析はすべて、後講釈にすぎないが、定期的に表2に列举したよう

表 2

	日 本	米 国	イギリス	西ドイツ
景気				
インフレ・金利				
金融・流動性				
為替				
企業収益				
バリュエーション				
チャート分析				
テクニカル要因				
需給関係				
総合評価				

な重要項目について検討を加え、ポートフォリオ全体の微調整あるいは本格的な組み替えを機動的に行なう過程をへて、相当程度リスク回避が可能となるだろう。

IV. 国際分散投資のボトムアップアプローチ

もう1つのやり方はボトムアップであり、各国の産業・企業の横比較を通じて、国際分散投資の中身を決めていくやり方である。たとえば、世界の自動車を考えてみると、米国ではGM、フォード、日本ではトヨタ、日産、欧州でベンツなどがあり、自動車産業の中でどの国の企業をポートフォリオに組みこむかを検討するやり方である。自動車産業はワールドマーケットで競争をはじめているから、こうした視点も考慮に値する。その他にも、半導体、コンピュータ、化学、鉄鋼、薬品、重機械、通信、プラントでも同じ状況になってきている。当然、国別に企業の国際競争力、収益性、成長性、PER等のバリュエーション、 β 値分析、時にはファクター分析も要請されよう。

また、国際競争にさらされていない産業においても、考慮に値する。たとえば単純なケースだが日本の高金利、米国の低金利という状況であれば、日本の電力や住宅産業をさけて、米国の電力・住宅を高めるといったやり方も成立するであろう。

今後、こうしたボトムアップ方式が重要性をましてくると思われる。第1はEC統合経済のスタート、米加協定にみられるように「地域統合」の動きが進展するに伴い、企業間の競争が地球を舞台に展開される方向に向かっている。各国間の規制標準化が推し進められ、ボーダレスエコノミーの概念は着実に実現されていくであろう。当然、どこの国の産業、企業が強いのか、国境を越えて議論、投資分析される方向にある。第2は、一企業が多国の株式市場に上場されるようになってきていることである。日本でも、「東京外国部」に約120銘柄の世界トップクラスの企業が上場され、活発な取引が行なわれるようになった。日本の企業も諸外国の株式市場に上場され、外人アナリスト達によって投資価値分析が行なわれる時代に入っている。また、株価評価は本社所在国市場主導であり、為替変動もそのまま外国市場にはねかえっているのが実情ではあるが、次第に、外国市場での株価評価が影響力を強めてくる可能性がある。すなわち「東京外国部」市場でのGMやIBMの株価が本国のニューヨークでの株価に影響を与えるというケースである。

表3 主要国の時価総額 89年12月

	時価総額 (10億ドル)	構成比 (%)	PER (倍)
1. 日本	4,100	41.0	52
2. アメリカ	3,030	30.3	14
3. イギリス	820	8.2	12
4. 西ドイツ	360	3.6	18
5. フランス	340	3.4	13
6. カナダ	290	2.9	15
7. スイス	190	1.9	17
8. イタリア	166	1.6	14
9. オーストラリア	140	1.4	12
10. オランダ	115	1.1	10
11. スウェーデン	115	1.1	15
12. スペイン	110	1.1	14
13. 香港	78	0.8	10
14. ベルギー	75	0.8	13
15. シンガポール	64	0.6	21
15カ国合計	9993	100.0	19

こうしたボトムアップアプローチを要約すると、世界を1つと見て産業・セクターアナリシスを行ない、セクターポートフォリオを決定し、個別銘柄の投資決定を行なうやり方である。

V. 鍵にぎる継続的な情報アクセス

当然のことながら、資本主義経済の国には株式市場があり、その正確な数については筆者も知らない。日本、アメリカ、ヨーロッパ諸国の他にも、アジアでは韓国、台湾、タイ、マレーシア、シンガポール、香港、インド、中国、中南米ではメキシコ、ベネズエラ等々、数えあげればきりがなし。少なくとも、国際分散投資の第1ステップは対象株式市場の選定からはじまる。第1の選択は、政治的要素の比重があまりに高い国、継続的な情報入手が難しい国を除くことである(政策投資は別である)。今後の政治的展開が不透明な中国へ投資する投資家はいないであろう。極端な資金封鎖がなされる可能性がないわけではない。また、一国市場が明るい展望の下にあったとしても、時々刻々、経済環境は変化していく性格を持っているから、継続的に情報が入手できなければ、ポートフォリオのリスクを高めてしまうことになる。

第2の選択は、重点志向である。日本株ポートフォリオを構築する場合、産業別ウェイト(オーバーウェイト、アンダーウェイト)が重要なファクターとなっていると同様に、国際分散投資にさいしても、個別ウェイトに考

慮を払う必要がある。表3に主要15カ国の89年末時点における時価総額構成比を示した。今年に入ってからの暴落と、円の下落により、日米の時価総額は逆転してしまったというものの、日本と米国の2カ国が圧倒的なシェアを持っており、ポートフォリオの中核を占めてこざるを得ない。しかし、時価総額の構成比を基準にして、ポートフォリオウェイトを決定するのは現実的ではないし、ファンドのローカル性、ファンドマネジャーの市場に対する熟練度、情報アクセス度によって実体は大きく変化する。時価総額構成比は参考程度のものである。

第3の選択は市場特性の把握である。たとえば、アメリカの市場は循環色が強いと認識するなら、焦点は現在の水準が循環のどの局面にあるのかをインフレ、金利、為替、企業収益などファンダメンタルズ要因とPER、利回りなどのバリュエーションの両面から、見きわめることが重要となるだろう。また、カナダ、オーストラリアの株式市場は資源動向、金動向を最も敏感に反映する市場であることから、金需給、非鉄相場などを分析する中で両国への投資スタンスが決まり、ポートフォリオの位置づけが明確になってくるであろう。

以上の3つの選択を経て、各国市場の性格を理解し、その国の株式市場が将来に対する展望が明るく、その透明度が高いかによって区別する。将来に対する展望が明るく、相場が若い時には、80年代後半における日本のように、インデックス投資、パッケージ投資などのバンプ投資のウェイトを高めるのが現実的なアプローチであろう。また、明るい展望が描けるグループに途上国市場が入ってくる場合には、「カントリーファンド」による対応も効率的である。今ではカントリーファンドは途上国投資の武器として品揃いが進展し、一時代脚光を浴びたコリアファンド、スペインファンドにとどまらず、タイ、インド、メキシコ、ベネズエラなどへと広がりを見せている。ただし、この場合も、定期的に現地市場に実際に足を運んで、経済、産業などの足元の動きを調査しておく必要があることを指摘しておきたい。なお、「資金運用額が多いから、インデックス的投資によって、国際分散投資の一角を担う」というやり方は、ファンドマネージのプロとしては慎まねばならぬアプローチであろう。

最も対応が難しいのは、将来に対する明るさには確信が持てないが、現実の経済環境と照らしあわせて、PERなど投資妙味がある場合の対応である。すなわち、インデックスそのものの上昇を期待するのはやや難がある

が、セクターの選択・企業の選択によって大きな投資成果があげられるような市場にどうアプローチするかである。現在の環境下でいえば、筆者の考えでは日本が該当する。日経225も、東証株価指数も当面の上昇ポテンシャルは欠ける。しかし、現在の相場は従来の「資産価値」から「収益価値」を求める方向へと急転換しており、アクティブ運用、すなわちファンドマネジャーの銘柄が決め手になってきているからだ。

すなわち、経済、金融、為替などマクロ動向に加えて、産業・企業情報が重要性を増し、しかも、継続的に情報入手できる体制ができあがっていなければならない。現在では、日本、アメリカ、およびヨーロッパの一部については継続的な情報入手が可能になってきているし、ロイター、クォートロンなどデータベースも種類が豊富になってきている。また、証券会社の調査網も、グローバル投資、国際分散投資にそなえて強化されつつある。もちろん、情報はただではないが、継続的、かつ信頼できるデータベース、情報源は何か大きな鍵をにぎっていると思われる。

最後に、海外の経済、金融、産業、企業および株式市場の情報入手について触れたい。日系証券会社もこうした調査に強力に注力しはじめたが、やはりローカルの動きにはローカルの証券会社が強いということである。アナリスト数、専門性、企業に対する調査力、株価形成に対する歴史的理解など、まだまだおよばない。筆者の経験でも、上昇相場への参加テンポはどうしてもおくれがちであり、7合目、8合目で相場に参加するケースが多いし、日本的発想で組み立てた投資アイデアは、時として、ローカルの証券会社、投資家に絶好の売りタイミングを提供してしまうこともある。

確かに、日本の証券会社は日本の投資家を対象とした調査・レポート構成をとり、時差をもとめず、きめ細かい情報サービスを展開しているのに対し、ローカル証券会社はローカルの顧客中心の体制を組み、ローカルで通用する論理構成を組むため、時として、日本のファンドマネジャーにはなじみにくく、サービス不足を感じるケースもある。しかし、国際分散投資は一定割合を外国株投資に向けることであり、ローカルの株価形成メカニズムが主導権をにぎっていることを忘れてはならない。ローカルの証券会社との情報アクセス網を作りあげておくことが、きわめて重要であると思う。