



Yuhikaku Business

国際分散証券投資

拡大する投資フロンティア

大和正典 編





Yuhikaku Business

国際分散証券投資

拡大する投資フロンティア

大和正典 編

編者紹介

大 和 正 典 (おおわ まさのり)

1940年生れ。1963年慶応義塾大学経済学部卒業。日本長期信用銀行入行、オックスフォード大学修士号取得、ニューヨーク副支店長、企画部参事役を経て、現在、長銀投資顧問常務取締役。



国際分散証券投資

大 和 正 典 編

1987年12月25日 初版第1刷発行

定価 1,200 円

発行者・江草 忠 敬 発行所・株式会社 有 斐 閣 〒101 東京都千代田区神田神保町 2-17

電話 (03) 264-1314 (編集)

印刷・理想社 製本・明泉堂

265-6811 (営業)

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

©1987, 大和正典。

Printed in Japan

ISBN 4-641-06858-5

は し が き

わが国の外国証券投資はまだ債券中心で、しかも米ドル債に集中していたため、ここ数年間の円高トレンドの中で必ずしも大成功を収めるには至らなかった。しかし、国内の投資機会不足のために世界で最大の債権国となったわが国は、今後も外国に投資機会を求めねばならない。したがって、従来の反省に立って新しい考え方や方法を模索する必要があるし、現に多くの機関投資家の研究熱は大変高まっている。

ところで、外国証券投資をする意義は、国内証券投資機会に対して国外にも収益増大とリスク軽減の機会を求めることにある。従来使われてきた「外国証券投資」という言葉より、収益機会とリスク軽減の機会を日本と外国とを区別せず世界全体に広げるという意味で、「国際分散証券投資」という言葉を使う方がよからう。これが本書の表題を「国際分散証券投資」とした理由であるし、またそれこそ現在求められている方向である（ただし、以下本書では、煩わしさを避けて「国際分散投資」の言葉を用いる）。

国際分散投資は、18, 19 世紀に植民地化を通して経済発展した英国で始まったが、その方法は経験主義に基づいたものであり、必ずしも理論化は進まなかった。ポートフォリオ理論は、20 世紀に米国で高度に発達したが、国内市場主導の米国では国際分散投資の分野

では独自の理論化と実用化が進まなかった。これまで、この分野の知識は、伝統を有する専門的な投資顧問業者のノウハウの世界に属し、必ずしも多くの投資家に公開されることはなかった。他方でわが国の証券投資は、いわゆるポートフォリオ・マネジメントという考え方では歴史が浅く、特に国際分散投資の分野は開発の余地が大きい。

私達がこの本を執筆する契機は、以上のような背景からであるが、私達自身まだ経験の浅い未熟者に過ぎない。しかし、幸い所属する長銀投資顧問は、日本の投資顧問業者としては外国証券投資の分野を非常に積極的に開拓してきたので、パイオニアとしての悩みは人より多く味わってきたように思う。その一端を平易に表わすことにより、多少とも国際分散投資を意図している機関投資家、およびそれに関心のある人びとにお役に立てればと考えた次第である。従来この分野での書物は、外国証券投資の実務書か特定分野の抽象的な理論書のいずれかで、この間を架橋し、実際的かつ包括的に説明した書物はなかったように思う。この点のギャップを埋めることを本書の目的とした。

第1章（証券投資の基本的性格と国際分散投資の位置づけ）と第2章（国際分散投資の現状）を大和が、第3章（国際分散投資の理論）を深田が、第4章（国際分散投資の実際）を岩居および本蔵（株式運用について）が、第5章（国際分散投資の管理事務）を横山および本蔵（株式運用について）が分担執筆した。

日曜画家ならぬ日曜執筆家としての作品であるので、遅々として進まず未完成品としての域を出ないのではないかと恐れている。しかし同時に、理論、実際、管理事務の各分野で従来の解説や分析に対し、多少とも付加価値を付け加えることができたのではないかと密かに希望しているものである。

なお、筆者らの用いている長銀投資顧問のノウハウを一部公にする結果となり、投資顧問業者としては好ましいことではないが、その点で温かい御理解を頂いた徳田耕社長に厚くお礼を申し上げたい。ただし、ここに述べている内容で意見にわたる部分があるとするれば、それは長銀投資顧問の考えとは関係のないもので、筆者個々人の見解であることをお断りしておきたい。

最後になったが、有斐閣編集部の石塚務氏には、あらゆる点で御迷惑をおかけしましたお世話になった。深く謝意を表したい。

1987 年 11 月

編 者

執筆者紹介

大和正典（おおわ まさのり）〔第1章，第2章〕

1940年生れ。1963年慶応義塾大学経済学部卒業。日本長期信用銀行入行，オックスフォード大学修士号取得，ニューヨーク副支店長，企画部参事役を経て
現在 長銀投資顧問常務取締役

岩居雅彦（いわい まさひこ）〔第4章1～4,6節〕

1957年生れ。1980年一橋大学商学部卒業。日本長期信用銀行入行，外国営業部，国際金融部，ベアリング・ブラザーズ投資顧問派遣を経て
現在 長銀投資顧問ファンド・マネジャー

深田武寛（ふかだ たけひろ）〔第3章〕

1959年生れ。1982年一橋大学経済学部卒業。日本長期信用銀行入行，名古屋支店，証券部を経て
現在 長銀投資顧問アナリスト，日本証券アナリスト協会検定会員

本蔵克郎（もとくら かつろう）〔第4章5,6節，第5章3節〕

1958年生れ。1982年慶応義塾大学経済学部卒業。日本長期信用銀行入行，大阪支店，証券部を経て
現在 長銀投資顧問ファンド・マネジャー

横山幸雄（よこやま ゆきお）〔第5章1,2,4～6節〕

1958年生れ。1982年早稲田大学文学部卒業。第一證券入社，債券部（ボンド・トレーダー）を経て
現在 長銀投資顧問ファンド・マネジャー

目 次

第 1 章	証券投資の基本的性格と 国際分散投資の位置づけ	1
1	債券・株式・マネーマーケット資産投資の基本的性格 ……	2
	債券投資の基本的性格(2) 株式投資の基本的 性格(5) マネーマーケット資産投資の基本的 性格(9)	
2	短期投資と中長期投資 ……	10
	短期投資——債券と株式(10) 債券の中長期投 資(11) 株式の中長期投資(12)	
3	国際分散投資の意義 ……	15
	外国債券投資の基本的性格(15) 外国株式投資 の基本的性格(16) 国際分散投資の意義(18)	
4	証券投資の目的と目標 ……	19
	毎期安定実現益追求型の投資(21) 中長期総合 収益追求型の投資(24) 一定目標収益率追求型 と市場平均収益率追求型の投資(25) 望ましい 方向(27)	
第 2 章	国際分散投資の現状	29
1	世界主要国の国際分散投資 ……	30
	各国企業年金資産の国際分散投資(30) 各国企 業年金における国際分散投資の展望(32) その 他の動き(34)	

2 英米の国際分散投資	34
英国の企業年金・投資信託の国際分散投資 (34)	
米国の企業年金・投資信託の国際分散投資 (36)	
3 日本の国際分散投資	39
企業年金の国際分散投資 (39)	
生命保険・損害保険の国際分散投資 (41)	
一般機関投資家の国際分散投資 (42)	
投資信託の国際分散投資 (44)	
外国証券投資の傾向 (45)	

第 3 章 国際分散投資の理論 49

1 ポートフォリオ理論の基本概念	50
規範理論と実証理論 (50)	
資産選択論の考え方 (51)	
分散投資の効果 (52)	
最適ポートフォリオ (55)	
無リスク資産の導入 (56)	
市場モデルの考え方 (58)	
2 資本市場の理論	61
有効ポートフォリオのリスクとリターンの関係 (61)	
CAPM の考え方 (64)	
資本市場の理論の実務界への影響 (65)	
3 消極的運用と積極的運用	67
理論的な背景 (67)	
投資戦略の基本 (68)	
4 国際分散投資の理論と効果	71
国際分散投資の考え方 (71)	
国際分散投資の問題点 (74)	
国際分散投資の効果 (76)	
5 アセット・アロケーションの決定	82
積極的国際分散投資 (82)	
2 次計画法の利用 (83)	
資産配分決定のむずかしさ (87)	

第4章 国際分散投資の実践—————95

- 1 意思決定方法 ……………96
ボトムアップ・アプローチとトップダウン・アプローチ(96) 意思決定プロセス(98)
- 2 グローバル・アセット・アロケーション ……………100
グローバル・インデックスの作成と消極的運用(101) 積極的グローバル・アセット・アロケーションの要素(106) グローバル・アセット・アロケーション・マトリックスの作成(108) ファンダメンタル・アプローチ(110)
- 3 運用の微調整 ……………116
ポートフォリオ・メンテナンス(116) いろいろな投資目的との整合性(119)
- 4 債券のセクター配分とデュアレーション理論 ……………120
債券のセクター配分(121) デュアレーション理論(125) ポートフォリオ・デュアレーションの変更とセクター・スイッチ(129) グローバル債券マトリックスの作成(135)
- 5 株式のセクター配分と個別銘柄選定 ……………136
セクター配分(136) 個別銘柄選択(146)
- 6 グローバル・インデックスの構造 ……………150
グローバル債券インデックス(150) グローバル株式インデックス(154)

第5章 国際分散投資の管理事務—————159

- 1 特定金銭信託・投資顧問会社利用のしくみ ……………160
特定金銭信託のしくみ(160) 特定金銭信託利用のメリット(162) 投資顧問会社の利用(163)

2	外貨債券売買の実務	164
	外貨債券売買の実務(164) 外債売買の計算例 (167)	
3	外国株式売買の実務	168
	外国株式の売買仕法(168) 外国株売買の実務 ——米国・英国・西独株の例(169) 外国株売 買の計算例(174)	
4	利金・配当金受取りの実務と先物為替予約	180
	利金・配当金の受取り(180) 利子・配当に係 わる税金(182) 先物為替予約(185)	
5	ポートフォリオの運用成果の評価	186
	外貨建債券・外貨建株式の評価損益(186) 先 物為替予約の評価損益(189) ポートフォリオ 全体の評価損益(190) 事務管理体制および機 械管理システム(191)	
6	運用成果の測定方法	194
	金額加重収益率(195) 時間加重収益率(197) 日本式利回り(198)	
	主な参考文献	199
	索引	201

第 1 章

証券投資の基本的性格と 国際分散投資の位置づけ

債券・株式・マネーマーケット資産投資の基本的性格

証券は大別して、債券、株式（および転換社債）、マネーマーケット資産の3つに分れるが、まずこれらの基本的性格を概観してみよう。

●債券投資の基本的性格

債券投資の収益は、利子すなわちクーポン収入と価格変動損益の合計である。クーポンは、短期的には短期の金利すなわちマネーマーケット資産の金利より低くなることもあるが、過去長期間の平均は、いずれの国でも短期のマネーマーケット資産の金利より高い。債券の中の長期債利回りと短期債利回りの間にも同様の傾向がみられる。実証分析によれば、長期債利回りは、将来にわたる短期マネーマーケット資産または短期債利回りの予想平均利回りに、将来にわたるインフレ予想率、ならびに長期債をもつことのリスク・プレミアム、が加算されて形成されている。この2要素が一般的にみられる長短金利格差の原因である。短期金利が長期金利を上回るのは、短期金利の上昇が一時的で先行き低下すると予想されるか、または将来のインフレ率が長期にわたりマイナスと予想される時である。

債券の価格変動は、利回りとクーポンの間の乖離を調整するために生じるものである。同じ利回り幅を調整する上で、利回り算出の式から導かれるように、債券の期間が長くなると価格調整幅は大きくなり、債券

第1章 証券投資の基本的性格と国際分散投資の位置づけ

の期間が短くなると価格調整幅は小さくなる。たとえば、5% クーボンの残存年限 10 年の債券の利回りが 1% 上昇する時には、価格は 7% 低下するが、5% クーボンの残存 1 年の債券の利回りが 1% 上昇する時には、価格は 1% 低下するだけでよい。すなわち、利回り変化に必要な価格変動幅は残存年限と比例しているわけである。また、クーポンの水準が高い債券の方が、低い債券の場合より価格変動幅が小さくなることも理解できよう。国債か社債かのタイプによっても、価格変動幅ないし利回り変動幅には差異がみられる。さらに、発行者の信用度によって、また市場性によっても、利回りの水準の変化の幅は異なってくる。

債券投資の収益はクーポン収入と価格変動損益の合計と述べたが、これは債券を満期まで保有しない時であり、満期まで保有すれば、満期時に受け取る金額は額面であるので、取得価格が額面であればクーポン収入の全保有期間の合計が収益の合計となる。債券投資の収益が確実というのは、このような投資のしかたをする時であり、投資期間終了時が債券の満期と一致する時は、債券取得時に前もって収益を確定できる。しかし、債券を満期前に売却する時の売却額は、先の利回りとクーポン間の調整の関係から額面に等しくなるとは限らず、また、満期前の途中の期間の評価額も、その時の市場金利次第では額面に等しくなるとは限らない。このような乖離幅が売却損益または評価損益と呼ばれるものであるが、債券の市場性の大小で市場価

格の変動幅が異なることにも注意しなければならない。また、投資期間終了時の保有債券の残存年限が短ければ、先に述べた長期債と短期債の価格変動調整幅の比例関係により、その時の市場価格の額面価格との乖離幅も小さいわけである。

同じ関係から、金利が上昇すると予想される時には、長期債の価格下落幅の方が、短期債ないしマネーマーケット資産の価格下落幅よりはるかに大きくなるし、金利が低下すると予想される時には、長期債の価格上昇幅が短期債のそれより大きくなる。したがって、金利上昇予想時には短期債へのシフト、金利低下予想時には長期債へのシフトが必要となる。

しかし、長期債利回りと短期債利回りの変化幅は、先に述べた長期金利と短期金利の関係により、必ずしも同一ではない。インフレ予想率が変わらないとしたら、長期金利は、将来の短期金利の長期債満期までの予想平均金利で決定されるので、短期金利の上昇または低下が一時的か長期にわたるかで全く異なる。一般的には、短期金利の変動は、景気循環に対応して3～4年のサイクルを描くので、長期金利の変化に及ぼすその影響は3～4年分にとどまり、したがって、長期金利の変動幅は短期金利の変動幅に対して小さくなる。

このように、債券投資にかかわる収益は、長期金利の予想に及ぼす要素によって決まるが、実際には、投資家の中には価格変動による損益をもっぱら追求する短期売買投資家も多いので、市場心理の要素も重要で

あり、その結果、債券価格は必ずしも安定的なものではない。

債券投資の日本における年収益率（クーポン収入と価格変動損益の合計で、クーポンを再投資すると前提した収益率）は、昭和61年末までの10年間平均でみると10%である。そして、その平均収益率から実際の収益率が乖離する幅は、同じ期間でみると年平均7%ポイントであった。この乖離幅は3分の2の確率で起る1標準偏差の値である。すなわち、過去10年間、債券の年収益率は平均して $10\% + 7\% = 17\%$ と $10\% - 7\% = 3\%$ の間に分布したわけである。昭和60、61年の2年間は、円高不況による歴史的な金利低下局面であったため、債券の収益率が大変高く、61年末までの10年間の平均収益率は59年末までの10年間をとった場合より高くでている。また、この乖離幅は通常リスク (risk) と定義されている。これまで言及しなかったが、債券のリスクには、もう1つ発行者の破産による元本回収不能リスクが存在することも忘れてはならない。

●株式投資の基本的性格

株式・転換社債投資の収益は、配当またはクーポン収入と価格変動損益の合計である。日本では、株式の配当も転換社債のクーポンも大変低いので、日本で考える場合には、収益はもっぱら価格変動損益に依存するといってもよい。この点は債券と異なる点である。次に、株式の場合には満期が存在しないので（期限付

優先株を除けば）、残存年限が短くなる程価格変動幅が小さくなり、満期には価格変動幅ゼロ（取得価格と額面の差は残るが）になる、というような性格は存在しない。

さらに、株式が債券と異なる大きな特徴がある。第1は、株式の価格変動損益は（市場全体のそれとみる）、短期保有になればなる程変動が激しく、長期保有になればなる程歴史的な長期的平均水準に近づくことである。これは実証分析の結果である。たとえば、1カ月の保有では年収益率20%にも30%にもなることがある反面、年20%、30%の損失になることもしばしばである。10年間保有すれば、年々の変動は大きい、ならした年平均収益率は15%位に落ち着く。すなわち、株式は長期間保有してメリットの大きい証券なのである。

第2は、タイプないしグループごと、また個別企業銘柄ごとの変動の相違が大きく、しばしば逆方向に動くことも多いことである。たとえば、市場全体で15%上昇しても電気機器の株は30%上昇することがあるし、また、電気機器の株がある期間一方的に上昇している中で電力の株が一方的に下落することもある。それぞれの業種・個別企業の株価の底と天井をうまく予想できれば大きな利益があげられるし、それを間違えば大きな損失を被ることになる。債券の場合に、満期、クーポン、国債か社債かの発行者タイプの別により、多少価格変動幅に差があるとはいえ、総じて同方