

国際分散投資： 理論と実証のインプリケーション

住友信託銀行

投資研究部長 浅野幸弘

目次

1. はじめに
2. 均衡モデルと為替エクスポージャー
 - (1) 国際資産評価モデル
 - (2) 為替エクスポージャーの役割
3. 理論の実証
 - (1) 均衡モデルの実証と市場の分断
 - (2) 為替のリターンとリスク分散
4. 市場分断を前提とした投資戦略
 - (1) 分断と国別アロケーション
 - (2) 分断とリスク分散効果
 - (3) 共通要因の存在
5. おわりに

国際分散投資には「購買力平価からの乖離」と「市場の分断」という、国内にはない2つの問題がある。このため世界マーケット・ポートフォリオは効率的とはいえず、各国のリスクの評価には差がある。したがって、パッシブ戦略よりも、むしろ各国の期待収益率の差を狙ったトップダウンの国別アロケーションが有効とみられる。

「市場の分断」はまた、外国証券を含むことによって、リターンを低下させないで、リスクを国内のsystematicなそれより下げる余地があることを意味する。為替エクスポージャーも各国の収益率との相関によっては、リターンがマイナスでもリスク分散効果が大きいことがある。ただし、実際にこの効果をもたらすには、相関係数等の安定性をチェックする必要がある。

1. はじめに

国際分散投資は単に外国に投資するということを意味するのではない。それは各国の資産価格がそれぞれ異なった動きをすることを利用してリスクを分散し、高い収益をあげることに狙いがある。この限りでは、国内において株や債券に分散投資するのと何ら変わらないが、外国証券投資には実を言うと、国内にはない次のよ

うな問題がある。

一つは、外国への投資には通貨交換のリスクが伴うということである。為替レートは必ずしも購買力平価 (purchasing power parity = PPP) を維持するように動くわけではないので、たとえ現地通貨ベースで実質のリターンが高くても、必ずしも自国でのリターンが高いことを意味しない。もう一つは、各国の市場は必ずしも統合 (integration) されていないかもしれないということである。たとえ、各国の市場

用である。しかし、単にアクティブというだけでは、余りに漠然としているかもしれない。もっとも、アクティブとはそれぞれの投資家の創意工夫によるものだと言ってしまえば、それだけのことなのだが。ここではアクティブの視点として次のような指摘をしておくことにする。

それは、一国の株式や債券の期待収益率が景気循環とともに変化するということである。Fama and French (1990) によると、米国の株式と長期債の期待収益率は共に景気のピーク時には低く、逆にトラフ時には高くなる傾向がある。これは経済主体が消費をスムーズにしようとする行動によるもので、一般性のある傾向だと考えられる。すなわち、景気のピーク時には所得が富のストックに比べて大きくなるから、将来の消費をスムーズにするために貯蓄が増やされる。そして、この一方で投資の機会はそんなに増えないから、証券に対する需要超過となって価格が上昇し、期待収益率が低下するのである。各国の間で景気循環にズレがあるなら、期待収益率の変動も各国間で違うことになる。

これは実を言うと、Sharpe (1990) の戦術的資産分配 (tactical asset allocation=TAA) の背景にある考え方と同じである。Sharpe は一国内において富の水準に応じて各資産の期待収益率が変化することを利用してTAAを定式化した。上で述べた視点はこれをむしろ各国間のアロケーションで行おうというものである。

現実には、このようなグローバルTAAを行っている例が既にある。Matthew, Arnott and Rice (1989) は詳細は不明ながら、これによって高いパフォーマンスが得られることをシミュレーションによって示している。なお、彼らは

グローバルTAAにおいて、為替リスクは完全にヘッジすることを推めている。既にみたように、為替のエクスポージャーはリスクの割にリターン (プレミアム) が小さいからである。さらに付け加えるならば、為替ヘッジ付で外国証券に投資した時に得られる超過リターン (自国通貨ベース) は、下に示すように、外国通貨ベースでの超過リターンに一致する。したがって、このグローバルTAAは各国の超過リターン (リスクプレミアム) の差を狙うという戦略をより鮮明にするものといえよう。

為替ヘッジ付外国証券投資のリターン

= 現地通貨ベースのリターン + 先物プレミアム

= (現地の金利 + 現地の超過リターン) + (自国の金利 - 現地の金利)

= 自国の金利 + 現地の超過リターン

(2) 分断とリスク分散効果

市場の分断は上のように国によって期待収益率が違うということに加えて、リスクの分散に対しても重要なインプリケーションを持っている。それは外国に投資することによって期待収益率を下げないで、リスクを低減できる余地が出てくるということである。

いま一国内に限定してCAPMが成立しているとしよう。これはリスクには systematic risk と unsystematic risk の2種類があるが、このうち後者は分散可能なリスクであり、このリスクを負ってもプレミアムは伴わないということを意味する。逆に言うと、systematic risk にはプレミアムが付いているのであり、unsystematic risk を十分に分散した後でさらに systematic

