

第1章

アセット・ アロケーションの 重要性

●第1章から第3章までは「導入編」となっています。ここではアセット・アロケーション(資産配分)の基本をお話します。

●そのうち、第1章では「投資対象が偏ることの危険性」と「資産運用のプロが採用している投資手法」について見ていきます。次の点を念頭に置きながら読んでください。

●投資対象が偏ることの危険性について

- ◆退職後に備えた資産運用を日本株だけで行っていたら…?
- ◆ある年に日本新興市場銘柄だけを買っていたら…?

●資産運用のプロが採用している投資手法について

- ◆私たちがお手本とすべき「資産運用のプロ」とは…?
- ◆高いリターンを達成している秘訣とは…?

投資では、個々の投資対象で値下がりするものがあっても、良いものが悪いものを補い、長期的に利益が得られます。

問題は、どれが良くて、どれが悪いのか、事前に予測できないことです。ある投資対象だけに「賭ける」行為は、当たれば大きいですが、外れるとすべてを失うことになりかねません。

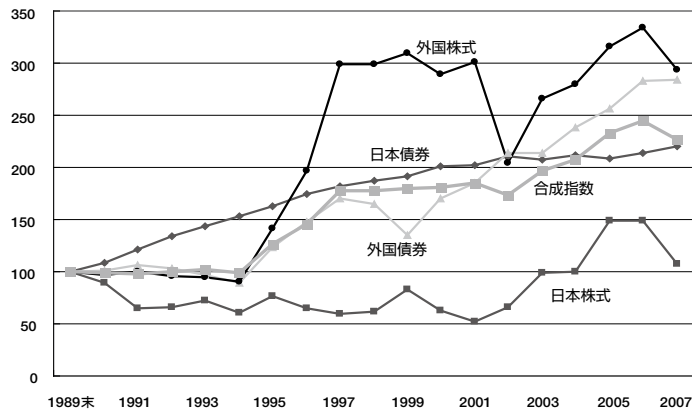
資産運用を始めるに当たっては、そのことをよく理解しておく必要があります。なぜなら、次の「悲劇の主人公」はあなたになるかもしれないからです。まずは、反面教師的な事例を2つほど紹介しましょう。

1

日本株だけの悲劇

次ページの図は、1990年からの日本債券、日本株式、外国債券、外国株式のリターン推移を表しています。1990年といえば、日経平均株価が3万9000円の高値をつけた直後

1-1 アセット・クラス別リターン (1990～2007年)



1990年からのアセット・クラス別リターンの推移です。日本株式のみに投資を行っていたなら資産を増やすのは至難の業です。

企業年金連合会の公表資料を元に筆者作成

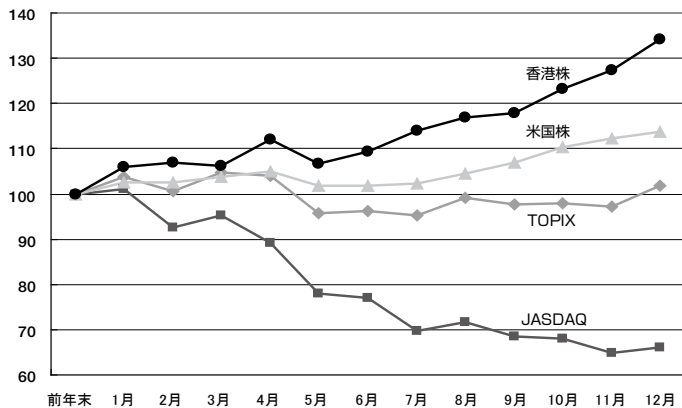
で、まだバブルの最中でした。やがて、日本経済は長期にわたり低迷します。このような状況では、日本株の中で銘柄をうまく選んだとしても、資産を増やすのは至難の業です。

皆さんが、1990年に40代だったとして、退職後の人生を楽しむために投資を始めたのでしょうか。長期では、株式投資が有利と聞いて、日本株だけで資産運用を始めたかどうか？

株価は下がり続け、18年後にあたる2007年の時点でも、わずかしこ増えていません。これでは、引退後のゆとりある生活は難しくなります。

最悪の場合、60歳でハッピーリタイアする予定が崩れ、再就職の口を探すはめになるかもしれません。楽しみにしていた夫婦

1-2. 2006年のパフォーマンス



好調な海外市場と不振の日本新興市場は明暗を分けました。

2006年は、世界の株式市場全体としては悪くありませんでした。日本株でもTOPIX（東証一部）は1・9%と僅かながらプラスですし、米国株や香港株も好調でした。その中で、JASDAQ指数（日本の新興市場）だけが大きく値下がりしているのです。

これは、2006年1月のライブドア・

2

損したのは個人投資家だけ

今度は、2006年の例をご覧ください。

- TOPIX …… 1・9%
- JASDAQ …… マイナス33・8%
- 米国株 …… 13・6%
- 香港株 …… 34・2%

での海外旅行も、行けるかどうかわかりませんね。

一方で、日本株以外は順調に上昇しています。十分な分散投資を行っていれば、相当の成果が上げられたはずです。さらに、日本債券、日本株式、外国債券、外国株式に4等分しておけば、年による変動も少なく、リターンは17年間で2倍以上になったのです。

仮に、それぞれ100万円を元手に投資を始めた場合、2007年には次のとおりとなります。

- 日本債券 …… 220万円
- 日本株式 …… 107万円
- 外国債券 …… 284万円
- 外国株式 …… 293万円
- 合成指数 …… 226万円

日本株は、ここ2003年～2005年でかなり戻りましたが、株価下落による資産の目減りに耐えられず、1997年や2002年といった最悪のタイミングで株式を売却してしまえば、目も当てられない状況になっていたはずですが、この17年間は、日本株のパフォーマンスが冴えなかった時期に当たります。だからといって「運が悪かった」で済まされる問題でしょうか。

ショック」を発端として、新興市場が大きく崩れたためです。

新興市場には、成長期の企業も少なくないことから、うまく売買を行えば大きなリターンを得ることができるため、個人投資家に人気があります。ゆえに、多くの投資家が、新興市場の値下がりに巻き込まれてしまいました。投資対象が限定されていたために、貧乏くじを引いてしまったのです。大損をして、投資をやめてしまった投資家も少なくないと聞いています。では、その人たちは「ついていかなかった」だけなのでしょうようか？

3 投資対象が偏ることの危険性

この2つの例は、やや極端だったかもしれませんが、実際に起こった出来事です。現に、損をしている個人投資家が大勢いるのです。資産を増やすために始めた株式投資で、資産をすり減らしてしまつては、まさに本末転倒です。

本当に、この人たちは「運が悪かった」のでしょうか？ 私は、違うと思います。投資対象を日本株だけに限定する、あるいは新興市場銘柄に集中するという「資産運用のやり方」そのものが間違っていたのではないか、そう思えて仕方ありません。

1-2

米国の凄腕機関投資家はいつもこうする

前節では、投資対象を限定してしまうことに対して、疑問を呈してみました。厳しい現実を見せつけられれば「どういったやり方を行えばいいのか？」と困ってしまうかもしれませんね。そこで、資産運用のプロはどうしているのか、少しのぞいてみましょう。私たち個人投資家に対して、よいお手本を示してくれるはずです。

1 「資産運用のプロ」とは

まず、資産運用のプロとは何者なのか、定義をはっきりさせておきましょう。ここで取り上げるプロとは、売買手数料を稼いでいる証券関係者や、当たりもしない株価予想を述べている株式評論家ではありません。顧客から預かった大切な老後資金を、地道に運用している年金基金こそ、個人投資家がお手本とすべき「資産運用のプロ」といえます。

株価に負けている事実を考慮すると、このリターンは驚異的といっても過言ではありません。では、カルパースは、どうやって高リターンを実現しているのでしょうか？

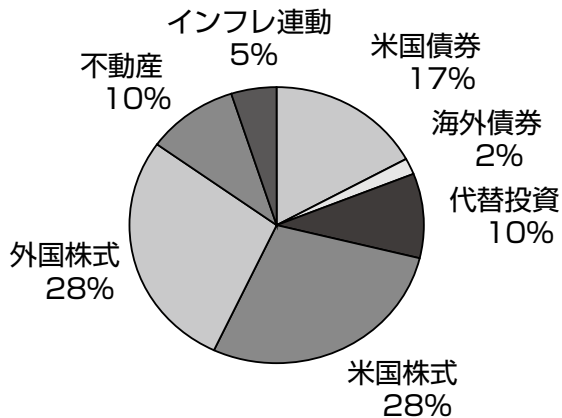
3

秘訣はアセット・アロケーションにあり

カルパースは米国の機関投資家ながら、米国株式への投資は資産の28%に過ぎず、債券や外国株式、不動産にも幅広く投資を行っています。国際分散投資を行い、投資対象を幅広く組み入れることにより、リスクを抑えながら、高いリターンを達成しているのです。

● 米国債券	17%
● 海外債券	2%
● 代替投資	10%
● 米国株式	28%
● 外国株式	28%
● 不動産	10%
● インフレ連動	5%

1-4. カルパースのアセット・アロケーション



外国株式や不動産にも幅広く投資を行い、バランスのとれた運用を行っています。

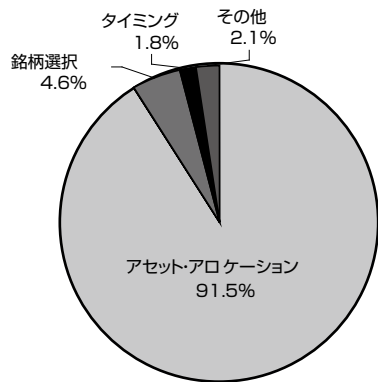
出典：カルパース

債券や株式、不動産は値動きが異なることが知られています。世界を見渡せば、株式市場の好調な国とそうでない国があります。問題なのは、債券がいいのか株式が儲かるのか、どの国の株式市場のリターンが高くなるのか、プロといえども事前には予想できないことです（もし、予想できるのであれば、分散投資など必要ではありません）。

しかしながら、資本主義社会全体としては、「明日はもっと豊かになりたい」という人間の欲望により、成長が続いています。それゆえ、カルパースはさまざまな資産を組み入れ、国際分散投資を行っているのです。

現に、世界的に株価の下落した2002年は、不動産投資の収益でリターンの

1-5. パフォーマンスの決定要因



出典：Determinants of Portfolio Performance II

4 パフォーマンスはアセット・アロケーションで決まる

悪化をくい止めています。2003年以降は、欧州や日本、BRICsといった世界の株式市場が好調でした。米国市場は今ひとつだったのですが、国際分散投資を行っているカルパースは、その恩恵を受けることができたのです。もし、米国株式市場のみに投資を行っていたら、銘柄をうまく選んだとしても、ここまで成果を上げるのは難しかったでしょう。むしろ、リスクを抑えるために、債券の組み入れ比率を高める必要があったかもしれません。

資産運用を長期的に行う場合、どの資産にいくら割り振るかで、成果のほとんどが決まるといわれています。これは「アセット・アロケーション（資産配分）」という大切な考え方で、カルパースは、ヘッジファンドなどの時代を先取りした投資にも積極的なことで有名ですが、比率はごくわずかです（大和総研の資料によると、ヘッジファンドへの配分は0・5%となっています）。高リターンへの秘訣は、アセット・アロケーションに基づく投資の重要性を理解して、実行していることにあります。

もうひとつ、興味深いデータを挙げておきましょう。次ページのグラフは、ゲイリー・プリンソン氏らがアメリカの82年金基金のパフォーマンス（1977-1987年）を調査したも

のです。

この結果からも、個別銘柄やタイミングの影響はわずかであり、パフォーマンスの90%以上がアセット・アロケーションにより決まっていることがわかります。

- アセット・アロケーション……………91・5%
- 個別銘柄の選択……………4・6%
- マーケット・タイミング……………1・8%
- その他……………2・1%

年金基金など、長期の資産運用においてアセット・アロケーションを重視しているのは、理論的な裏づけがあるのです。

