

【研究論文】

グローバル市場ポートフォリオとマクロ投資戦略

竹 田 聡

(愛知大学)

【要 約】

1. 本稿では、まず MPT（現代ポートフォリオ理論）に基づくインデックス運用を実践するための株式ポートフォリオとはどのようなものかを考察し、その上でグローバル・マクロ投資戦略を巡る問題を考察する。その結果、ETF（上場型投資信託）を用いたグローバル市場ポートフォリオを提示し、この 10 年間の新興国の株価高騰は特異な例外的事象であったことを指摘する。
2. MPT に基づくインデックス運用とは、たとえば TOPIX 連動型のインデックス・ファンドを指すわけではない。株式市場とは単一の国の株式市場ではなく、世界の株式市場であり、市場ポートフォリオとはグローバル市場ポートフォリオを指す。したがって、MPT によれば、世界中の株式市場の各銘柄を、その時価総額で加重して分散投資を行うインデックス運用こそ最も優れた株式投資法ということになる。
3. カン [2008] は日本において ETF による資産運用を先駆的に提唱し、「投資とは、未来の変化にお金を託すこと」とであると主張している。そうした発想から、カン [2008] は ETF 投資の資金配分比率を、米国 25%、米国以外の先進国 25%、新興国 50%とすることを提唱している。具体的には、投資資金の配分比率を i シェアーズ Core S & P 500 (IVV) に 25%、i シェアーズ MSCI EAFE (EFA) に 25%、i シェアーズ MSCI Emerging Markets (EEM) に 50%とすることによって高い投資パフォーマンスを実現しようとする。これは新興国の経済成長を背景とした新興国の株価上昇によって、2030 年までには新興国の株式時価総額が先進国のそれに匹敵するものとなることを想定した投資戦略である。
4. カン [2008] の提唱するグローバル市場ポートフォリオは、未来の世界経済や株式市場を予測するマクロ投資戦略を取り入れたポートフォリオである。したがって、MPT による経済学的に最も合理的な株式投資法とは異なる。ポートフォリオの投資資金の配分比率を IVV 45%、EFA 45%、EEM 10%とするならば、それはほぼ MPT に基づくインデックス運用となる。
5. 2000 年代は新興国経済の躍進を背景に新興国の株式市場が拡大した。すなわち、ヘッジファンドなどの海外主体が低金利で調達した円資金をドルに転換して、米国金融市場をはじめとする高金利の金融市場で運用する円キャリートレードが行われた。04 年以降は巨額の経常収支黒字を稼ぐ中国がグローバル投機マネーの供給者に加わり、巨大化した投機マネーはコモディティ（一次産品）市場に流れ込み、原油をはじめとする資源価格を高騰させた。
6. 1998 年からの米国株高やその後の資源バブルが発生した要因として、米国の財政収支の黒字化が挙げられる。すなわち、米国の財政収支が 98 年度におよそ 30 年ぶりに黒字化したため、新規の米国国債の発行が減少したのである。このため、経常収支黒字国から円キャリートレードによって米国に流入したグローバルマネーは、米国の国債市場では消化できなくなり、当初は米国株式市場に流れて IT バブルを引き起こす。その後、コモディティ市場に流れ込み資源価格を高騰させ、さらに米国不動産市場に流入してサブプライム問題を準備し、同時に 2000 年代の新興国株式市場の拡大をもたらした。
7. この意味で、この 10 年の新興国株式市場の拡大は、グローバル・インバランスの拡大や中央銀行の金融緩和がもたらしたグローバル投機マネーによるものである。FRB（連邦準備制度理事会）による量的緩和の段階的縮小が進み、2014 年 10 月には QE 3（量的緩和第 3 弾）が終了するなかで、新興国の

株価上昇を今後も持続的なものとみることは困難である。つまり、この10年の新興国の株価高騰は、特異な例外的事象であると思われる。

キーワード：グローバル市場ポートフォリオ，投資戦略，現代ポートフォリオ理論

はじめに

現代ポートフォリオ理論（MPT）によれば、リスク資産と無リスク資産をどのような比率で保有するかというアセット・アロケーション（資産配分）は、各個人の効用関数に依存する各個人の問題であり、一意的な解はない。しかし、リスク資産をどのように運用するか、どのような株式ポートフォリオを保有すればよいかという問題には、われわれに利用可能な明快かつ一意的な解がある。すなわち、Markowitz [1952]、Tobin [1958]、Sharpe [1964] による MPT の到達点は資本資産評価モデル（CAPM）であり、インデックス運用に勝る株式投資はないということである⁽¹⁾。

本稿では、まず MPT に基づくインデックス運用を実践するための株式ポートフォリオとはどのようなものかを考察し、ETF（上場型投資信託）を用いたグローバル市場ポートフォリオを提示する。その上で、グローバル・マクロ投資戦略を巡る問題を考察し、この10年の新興国の株価高騰は特異な例外的事象であったことを指摘する。

1. MPT に基づくインデックス運用

(1) ETF を用いたグローバル市場ポートフォリオ

MPT はリスク資産運用の問題に明快かつ一意的な解を用意している。それはインデックス運用に勝る株式投資はないということである。すなわち、経済学的に最も合理的な株式投資法は株式市場の忠実な縮小コピーを保有すること、すなわち

各銘柄の時価総額で加重して分散投資を行うインデックス運用となる。

MPT に基づくインデックス運用とは、たとえば TOPIX 連動型のインデックス・ファンドを指すわけではない。株式市場とは単一の国の株式市場ではなく、世界の株式市場であり、市場ポートフォリオとはグローバル市場ポートフォリオを指す⁽²⁾。したがって、MPT によれば、世界中の株式市場の各銘柄を、その時価総額で加重して分散投資を行うインデックス運用こそ最も優れた株式投資法ということになる。

日本においては、インターネット専門の楽天証券が2007年に海外ETFの取扱いを開始して以降、ETFの取引が急速に普及している。ETFとは、上場株式と同様に証券取引所で売買される投資信託である⁽³⁾。今日では複数のETFを組み合わせることによって、個人投資家でもグローバル市場ポートフォリオを組成することが可能となった。世界の株式市場の忠実な縮小コピーを保有することが可能となったのである。

(2) 未来を先取りするポートフォリオ

カン [2008] は、日本においてETFによる資産運用を先駆的に提唱している。カン・チュンド氏は特定の金融機関に属さない独立系のファイナンシャル・プランナーである。カン [2008] によれば、「投資とは、未来の変化にお金を託すこと」⁽⁴⁾である。そうした発想から、カン [2008] はETF投資の資金配分比率を、米国25%、米国以外の先進国25%、新興国50%とすることを提唱している。具体的には、投資資金の配分比率を i シェアーズ Core S & P 500（銘柄コード：IVV）

に25%、iシェアーズ MSCI EAFE (EFA) に25%、iシェアーズ MSCI Emerging Markets (EEM) に50%とすることによって、より高い投資パフォーマンスを実現しようとする⁽⁵⁾。

カン [2008] の指摘するように、2008年3月末現在では、世界の株式市場の時価総額の比率は、米国44.0%、米国以外の先進国（カナダを除く）44.7%、新興国11.3%であるが⁽⁶⁾、カン [2008] は2030年の未来の世界の株式市場を先取りする形で前述のポートフォリオを提唱している。これは、とりわけ2000年代以降の新興国の経済成長を背景とした新興国の株価上昇によって、2030年までには新興国の株式時価総額が先進国のそれに匹敵するものとなることを想定した投資戦略に他ならない。

言い換えると、カン [2008] の提唱するグローバル市場ポートフォリオは、未来の世界経済や株式市場を予測するマクロ投資戦略を取り入れたポートフォリオである。したがって、MPTによる経済学的に最も合理的な株式投資法とは異なるものである。ポートフォリオの投資資金の配分比率をIVV 45%、EFA 45%、EEM 10%とするならば、

それはほぼMPTに基づくインデックス運用となる。

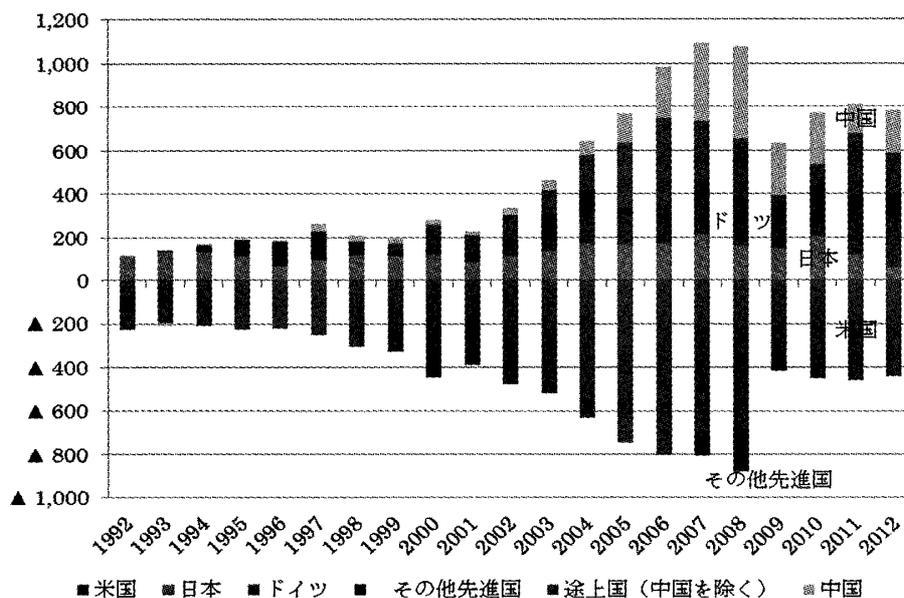
2. グローバル・インバランスと新興国株式市場

(1) グローバル・インバランス

2000年代以降の新興国の経済成長を背景とした新興国の株価上昇を、今後も持続的なものとみるかどうか。本節では、各国の経常収支の推移から考察する。図1は08年9月のリーマンショックに至るグローバル・インバランス（世界の対外不均衡）の拡大を、各国の経常収支の推移で示したものである。図1から98年以降、リーマンショックの08年までに急速にグローバル・インバランスが拡大していることが分かる。中国や日本といった輸出で外貨を稼ぐ経常収支黒字国は、米国債市場を中核とする米国金融市場に資金を環流することによって米国の経常収支赤字をファイナンスしてきた。

図2は米国の経常収支と財政収支の推移であるが、クリントン政権の税制改革が奏功した98～

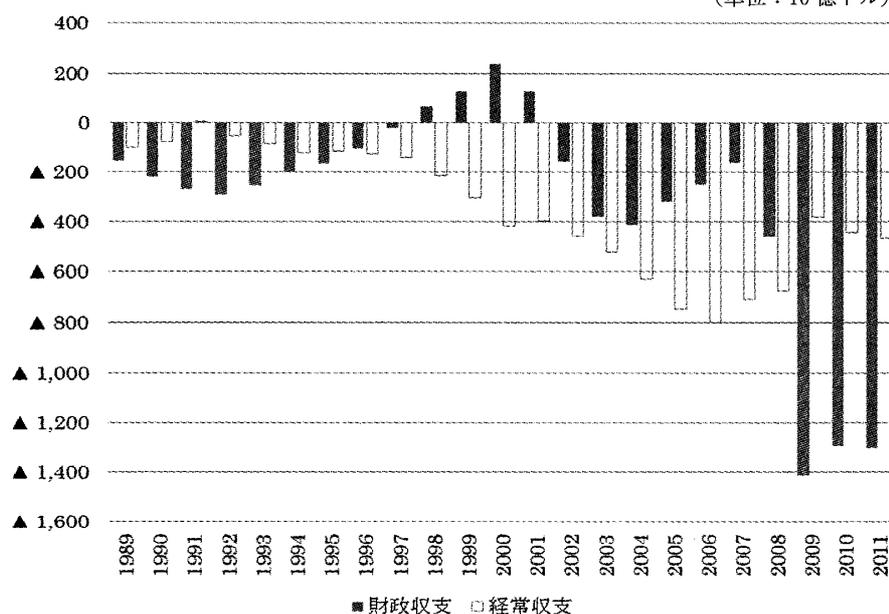
図1 グローバル・インバランス (単位：10億ドル)



(出所) IMF, Balance of Payments Statistics Yearbook, 各号より筆者作成。

図2 米国の財政収支と経常収支の推移

(単位：10億ドル)



(出所) Council of Economic Advisers [2013] Table B-78, Table B-103 より筆者作成。

01年度には財政収支黒字となっていることが分かる⁽⁷⁾。米国の財政黒字は69年以来初めてであり、これをGDP比でみると、57年以来最大であった。その後、03年3月から始まるイラク戦争やブッシュ政権の減税政策によって、米国財政収支は再び赤字に陥るが、米国の財政赤字はリーマンショック後の09年には未曾有の水準まで急拡大している。

その一方で、米国は空前の景気拡大のもとで、96年以降06年まで米国の経常収支赤字は未曾有の水準にまで拡大している。米国は経常収支黒字国の輸出を引き受け、世界経済を牽引してきた。こうした構造であったがゆえに、08年のリーマンショックは当事国である米国やサブプライム関連証券の大口購入者であった欧州先進諸国のみならず、日本や中国の実体経済を直撃することになったのである。

(2) 新興国株式市場

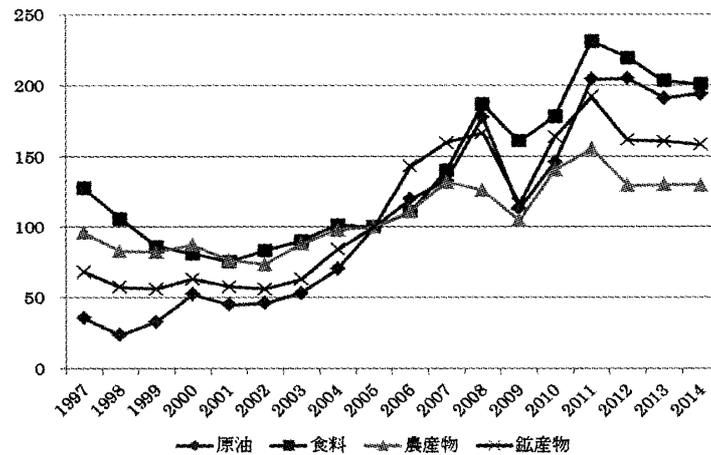
— 例外としての2000年代

2000年代は新興国経済の躍進を背景に新興国の株式市場が拡大した。吉本 [2011] は、日銀の

ゼロ金利政策や量的緩和政策には「国境を越えて“グローバル投機”をおこなう、世界の投機マネーを増やす効果があった」⁽⁸⁾ことを指摘している⁽⁹⁾。すなわち、ヘッジファンドなどの海外主体が低金利で調達した円資金をドルに転換して、米国金融市場をはじめとする高金利の金融市場で運用する円キャリートレードが行われた。04年以降は巨額の経常収支黒字を稼ぐ中国がグローバル投機マネーの供給者に加わり、巨大化した投機マネーはコモディティ（一次産品）市場に流れ込み、原油をはじめとする資源価格を高騰させた（図3）。

吉本 [2011] は、こうした98年からの米国株高やその後の資源バブルが発生した要因として、米国の財政収支の黒字化を重視している（図2）。すなわち、米国の財政収支が98年度におよそ30年ぶりに黒字化したため、新規の米国国債の発行が減少したのである。このため、経常収支黒字国からや円キャリートレードによって米国に流入したグローバルマネーは、米国の国債市場では消化できなくなり、当初は米国株式市場に流れてITバブルを引き起こす。その後、コモディティ市場に流れ込み資源価格を高騰させ、さらに米国不動

図3 一次産品価格の推移



(注) 2005年を100として指数化。2013年以降はOECDによる予測値。
 (出所) OECD [2013] Annex Table 19より筆者作成。

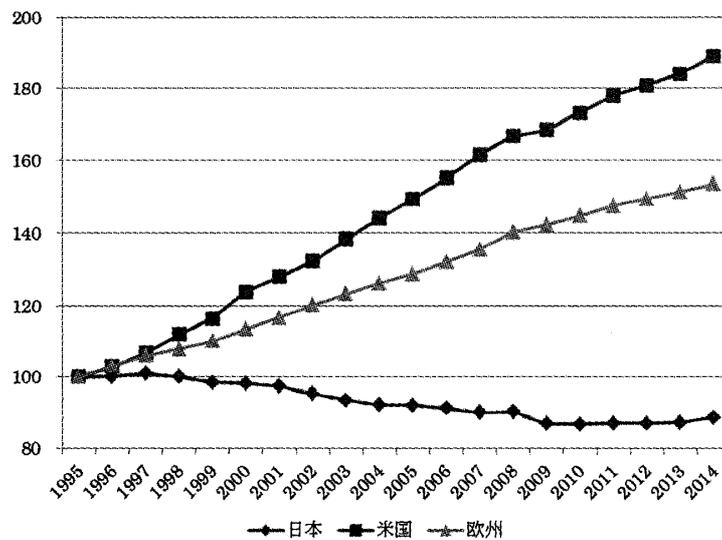
産市場に流入してサブプライム問題を準備し、同時に2000年代の新興国株式市場の拡大をもたらすことになったのである。

この意味で、この10年の新興国株式市場の拡大は、グローバル・インバランスの拡大や日銀の金融緩和がもたらしたグローバル投機マネーによるものである⁽¹⁰⁾。FRB（米国連邦準備制度理事会）による量的緩和の段階的縮小が進み、14年10月にはQE3（量的緩和第3弾）が終了するなかで、新興国の株価上昇を今後も持続的なものとみることは困難である。つまり、この10年の新

興国の株価高騰は、特異な例外的事象であると思われる⁽¹¹⁾。

第1節(2)項で前述したカン [2008] のポートフォリオは、行動ファイナンスの観点からは、エクストラポレーション・バイアスに囚われているといえるだろう。Lakonishok et al. [1994] が提唱したエクストラポレーション・バイアスは、投資家が企業の過去の業績や株価の値動きをそのまま将来に外挿（extrapolation）してしまう傾向を指し、代表性ヒューリスティックの一つに分類される。この場合は、2000年代の新興国経済の躍

図4 日米欧の名目賃金の推移



(注) 1995年を100として指数化。2013年以降はOECDによる予測値。
 (出所) OECD [2013] Annex Table 11より筆者作成。

進や新興国株式市場の拡大を、そのまま将来に外挿してしまった格好である。

なお、吉本 [2011] は、日銀の金融緩和によって引き起こされた国際的な資源価格の高騰が日本国内でデフレを引き起こしたことを指摘している⁽¹²⁾。吉本 [2011] によれば、日銀の金融緩和が国内デフレを引き起こしたのは、「コスト上昇を価格に転嫁できない中小企業」⁽¹³⁾ が賃金を削ったためである。OECD のデータで 90 年代後半以降の日米欧の名目賃金の推移をみると (図 4)、日本の名目賃金だけが下落していることが分かる。デフレの原因を名目賃金の下落に求める説は、吉川 [2013] が主張して今日ではかなり有力な見解となっているが、吉本 [2011] がいち早く主張していたのである。

3. 結びに代えて

米国では、頁岩 (シェール) からの天然ガス (シェールガス) やシェールオイルの採掘が急増している。原油価格の高騰を背景に採掘技術が大幅に進展し、2005 年以降、米国におけるシェールガスの産出は急増している。米国エネルギー省によれば、米国は 20 年には天然ガスの純輸出国になる見通しである。また、IEA (国際エネルギー機関) の予測では、17 年には米国は世界最大の産油国になるという。ガス価格の大幅な低下は米国製造業の国内回帰を促し、米国では原子力発電所の建設計画の撤回が相次いでいるという⁽¹⁴⁾。

こうしたシェール革命は、将来、米国の経常収支赤字を減少させ、あるいは黒字化させるかもしれない。中東の原油に依存してきた米国が世界最大の産油国になるならば、これまで「世界の警察官」として中東で展開してきた軍事行動も大幅に縮小されるだろう。これは米国の財政収支の改善をもたらす。つまり、シェール革命は米国の安全保障政策を左右し、財政収支と経常収支の「双子

の赤字」を解消するインパクトをもたらすかもしれない⁽¹⁵⁾。

一方、2011 年以降、日本の貿易収支は赤字に転落し、13 年には過去最大の 11.5 兆円の貿易赤字を計上した。円安と原発停止による LNG (液化天然ガス) などのエネルギーの輸入額の急増が、円安による自動車などの輸出額の増加を凌駕してしまった格好だ。加工貿易国として貿易黒字を稼ぎ、対外投資によって所得収支黒字を拡大し、対外資産と外貨準備を積み上げてきた日本経済の基本構造が揺らいでいる。

金融面に目を転じれば、2014 年 1 月から始まったテーパリング (FRB による量的緩和の段階的縮小) と 14 年 10 月の FRB による QE3 終了によって、これまでの異常な金融緩和が解消に向かう方向にある。これはグローバル投機マネーの行方を左右するインパクトを持つだろう。

グローバル市場ポートフォリオを組成する際には、こうしたグローバル・マクロを見据えた投資戦略が重要になる。それがポートフォリオのパフォーマンスを左右することは言を俟たない。

〈注〉

- (1) MPT の理論史については、竹田 [2009] 第 2 章を参照されたい。
- (2) 理論的には、市場ポートフォリオには、株式、債券、商品、不動産、さらには人的資本などが含まれる (Brealey et al. [2006] p.194)。しかし、本稿では株式に限定して考察する。
- (3) 日本経済新聞 (2014 年 1 月 29 日) によれば、2013 年末の国内 ETF は 147 本あり、一般的な投資信託は追加型の株式投信だけで 4,000 本以上ある。
- (4) カン [2008] p.100.
- (5) カン [2008] p.87.
- (6) 数値は、i シェアーズ MSCI ACWI の運用レポートからカン [2008] が類推したものである。
- (7) クリントン政権の税制改革のポイントは、景気が回復したときに税収が自然に増大するよう税収の所得弾力性を高めるためのメカニズムを不況期にビルトインしたことである。こうした税収の所

得弾力性を高める政策こそ、政府債務の累増に苦しむ政府が行うべき税制改革であり、わが国がクリントン政権の税制改革から学ぶべきことであろう。具体的にいえば、高額所得者を対象にした所得税率の引き上げや、法人税の課税ベースの拡大である。クリントン政権の税制改革については、竹田 [2005] pp. 64-65 を参照されたい。

- (8) 吉本 [2011] p. 43.
- (9) 1990 年代末以降の日銀の金融緩和は、概ね次の通りである。すなわち、97・98 年の金融危機後の 99 年 2 月にゼロ金利政策に踏み切るが、株式市場の IT バブル崩壊後の 00 年 8 月にこれを解除する。その後、01 年 3 月には、操作目標をコールレートではなく、日銀当座預金残高とする量的緩和政策を実施し、これを 06 年 3 月まで継続する。08 年 9 月のリーマンショックを受けて日銀は再び金融緩和に転じ、10 年 10 月には包括的な金融緩和政策（量的緩和第 2 弾）を打ち出す。これは、長期国債、コマーシャル・ペーパー、社債、TOPIX の ETF、J-REAT（日本版上場型不動産投資信託）を購入する資産買入れ基金の創設を含む緩和策であった。13 年 4 月には、黒田東彦日銀総裁は 2 年間で前年比 2% の物価上昇を目標にして、マネタリーベースを 2 年間で倍増させ、日銀券ルール（日銀による長期国債の買入れ額の上限を日銀券発行残高とする）を停止して、日銀がリスク資産を買い増す「異次元の金融緩和」に踏み切る。さらに、14 年 10 月末には、黒田総裁はマネタリーベースの年増加額を 80 兆円に拡大する追加緩和策（長期国債の購入額を年 50 兆円から 80 兆円へと 30 兆円拡大、保有国債の残存期間を現行の 7 年程度から最大 3 年拡大、ETF 購入額を年 1 兆円から 3 兆円へと 3 倍に拡大など）を発表する。同日、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）も日本株組入れ比率の目安を現行の 12±6% から 25±9% に変更すると発表した。
- (10) リーマンショック以降は、日銀に加えて FRB、BOE（イングランド銀行）及び ECB（欧州中央銀行）が大胆な量的緩和政策に踏み切った。
- (11) なお、これまでの新興国経済と今後の展望については、Sharma [2012] が主に実体経済面からの確に分析している。著者のシャルマは、モルガン・スタンレー投資顧問の新興国市場およびグローバル・マクロの責任者である。
- (12) 吉本 [2011] pp. 75-80.
- (13) 吉本 [2011] p. 75. 日本の名目賃金下落要因としては、吉本 [2011] の指摘する中小企業の賃下げのほか、非正規雇用の増加による賃金水準の低下や、大企業においても正社員の雇用を守る

ために労使が一体となって賃下げを受け容れてきたことが挙げられる。

- (14) 日本経済新聞 2013 年 2 月 15 日。
- (15) シェール革命は日本の原子力政策をも左右するだろう。シェール革命や高効率火力発電の技術革新によって、今後、日本の脱原発は経済合理性からも推進されるだろう。

参考文献

- Brealey, R., Myers, S., and Allen, F. [2006] *Principles of Corporate Finance*, 8th ed., New York: McGraw Hill. (『コーポレートファイナンス 上・下』第 6 版, 藤井眞理子・国枝繁樹監訳, 日経 BP 社, 2002 年)
- Council of Economic Advisers [2013] *Economic Report of the President*, United States Government Printing Office.
- IMF [various issues] *Balance of Payments Statistics Yearbook*.
- カン・チュンド [2008] 『日本人が知らなかった ETF 投資』翔泳社。
- Lakonishok, J., Schleifer, A., and Vishny, R. [1994] Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance*, 49(5) pp. 1541-1578.
- Markowitz, H. M. [1952] Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1) pp. 77-91.
- OECD [2013] *OECD Economic Outlook 2013*, OECD Publishing.
- Sharma, R. [2012] Broken BRICs: Why the Rest Stopped Rising. *Foreign affairs*, 91(6) pp. 2-7.
- Sharpe, W. F. [1964] Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3) pp. 425-442.
- 竹田聡 [2005] 「日本の財政破綻：「企業環境」の視点から経済政策を考察する」『浜松大学研究論集』第 18 巻第 1 号, pp. 59-66.
- 竹田聡 [2009] 『証券投資の理論と実際：MPT の誕生から行動ファイナンスへの理論史』学文社。
- 竹田聡 [2013] 「ROIC と EV/EBITDA 倍率による投資戦略：リーマンショック前後に組成したポートフォリオによる検証」『年報 財務管理研究』第 24 号, pp. 100-105.
- Tobin, J. [1958] Liquidity Preference as Behavior towards Risk. *Review of Economic Studies*, 25(67), pp. 65-86.
- 吉川洋 [2013] 『デフレーション：“日本の慢性病”の全貌を解明する』日本経済新聞出版社。
- 吉本佳生 [2011] 『日本経済の奇妙な常識』講談社。