

資産配分から資産選択へ

- 改めて問う「タイミング」の意味 -

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
（社）日本証券投資顧問業協会

<http://www.fromhc.com>

<http://www.hcax.com>

2009.10.15



概要①	2
概要②	3
概要③	4
資産配分の考え方の見直し	5
資産運用の目的の見直し	6
リスクとリターンは結果であり、直接には管理できない	7
「より確からしいもの」に基づく判断	8
「時価」の理論的意味	9
インカムを中核としたリターン源泉の分散	10
「価格変動」の理論的意味	11
株価と配当額および配当性向	12
「簿価主義」の一定の真実	13
利益配当金収入を意識した運用	14
資産運用の概念図	15
「バリュー」に基づくアクティブ運用を考える際の基本的論点	16

「長期」とは、漠然たる長さではなく、「短期」(定期的に効果測定される期間)の積み上げ

企業経営においては、長期の視点で、設備投資等の成長戦略が立てられています。長期戦略の進捗は、定期決算により、短期的に評価・確認されます。進捗を評価・確認することは、企業外部の利害関係者にとって必要なのは当然ですが、より多く、企業経営そのものにとっても、経営管理上、必要不可欠なことです。資産運用についても、長期的な成果の達成状況の進捗確認を定期(短期)的に行うことは、長期的な成果の達成を目指すこととは、矛盾し得ないはずです。

「長期」の具体的長さは、環境によっても変化する

企業経営における「長期」は、ある程度の根拠を持って見通せる範囲でなければならない以上、5年を大きく超えることは、考えにくいと思われます。不確実性が著しく大きいような場合には、3年程度ということもあるでしょう。資産運用においても、「長期」とは、3~5年程度ではないでしょうか。

「長期」とは、将来についての長期の視点

企業の長期経営計画は、定期的な進捗評価と、環境の変化に応じて、変更されます。長期間変更しないから長期なのではなくて、長期的ビジョンの下で、いま変更するから長期なのです。資産運用も同じです。ぶれない投資のビジョンを堅持しながら、事実としての成果と環境に対応するからこそ、長期運用なのです。

「長期的ビジョン」としての大きなテーマ

将来ビジョンなき資産運用はあり得ません。資産運用は、将来への賭けとしての基本性格を、決して、免れません。ビジョンは予測です。しかし、一般的な合理性・妥当性のある予測は可能です。例えば、エマージングの成長などです。

ベンチマークとしての金利

金利は、常に、期間との関係で定義されます。具体的な投資期間に応じて基準金利(信用リスクが一番小さいもの)が対応する以上、その金利が最低限の目標を画するという意味で、ベンチマークになります。信用リスク等の追加リスクをとることで、基準金利を上回ることが、当然至極に資産運用の目的となります。

目標の達成確率を高めることがリスク管理の目的

基準金利は、最低限の収益率であり、その達成確率は、100%に一番近いはずですが(定義により)。この金利に対して、目標収益率を、より高く設定するほど、その達成確率は低下し、同時に、損失確率は増加します。これがリスクです。この達成確率と損失確率としてのリスクを制御することが、真のリスク管理です。

リスク管理としてのインカム志向

総合収益(トータル・リターン)は、元本から生じるインカム(利息配当金)と、元本価値の変動の合計値です。リスクのほぼ全ては、元本価値の不確実な変動から生まれます。従って、インカムの比重を高くする、望ましくは、全ての収益がインカムから生まれるならば、リスクが一番小さくなる(目標達成確率が一番大きくなる)はずですが、同時に、元本の下落幅をインカムの範囲内に抑えることができれば、損失確率としてのリスク(マイナスになる可能性)も最小化できるはずですが。

インカムが同じでも環境が変われば時価は変化します。

利回り5%の10年国債を100億円保有していると、毎年5億円の利息が入ります。いま、金利が低下して3%になったとすると、国債の時価は上昇します。時価が上昇したからといって毎年5億円の利息額は変わりません。環境が変われば時価は変わりますが、資産としての本来的なインカムを稼ぎ出す力は変わらない場合も多くあります。このような時価変動は、長期的な収益性とは関係のないランダムな変動、価値を生まないリスクである場合も多いと思われます。できれば、避けたいリスクです。

本源的なインカムを稼ぎ出す力が上昇すれば、時価は上昇します。

企業の本来的な収益力が改善し、結果として配当が増えるならば、株価は上昇するでしょう。配当しないで内部留保した投資が、成果を生めば、将来配当の期待が上昇することを通じて、株価は上昇します。ビルを改修しテナント政策に工夫をこらせば、テナント料収入は増え、ビル価格は上昇するでしょう。もちろん、逆も真であり、企業の収益力が低下し、期待配当が低下すれば、株価は下落するでしょう。このような、時価変動は、ランダムというよりは、本質的なものであり、場合によっては、積極的にとるべきリスクです。

資産運用の課題は、資産の持つ本来的なインカムを稼ぎ出す力を高めることです。

インカムを稼ぎ出す力が増えれば、結果として、時価は上昇します。資産運用とは、資産の配分を工夫し、また各資産の中での収益性改善努力を通じて、資産から生まれるインカムの期待収入額を増やすことです。

インカムの源泉の分散としてのリスク分散

インカムの源泉をできるだけ広く多様なものに分散し、インカム受け取りの優先順位(キャピタル・ストラクチャ)を工夫し、結果として、元本全体の時価変動を、個々の資産種類ごとの価格変動の相殺によって、最小化すること、これがリスク分散です。

インカムの質

インカムの質を規定するのは、インカムの源泉となる本源的な事業キャッシュフローの質です。その事業キャッシュフローへの参画の優先権(キャピタル・ストラクチャ)を適切に選択することが、資産運用の基本スキルです。また、事業キャッシュフローの質は、実業の、実需経済の、ひいては社会の必要性に立脚するかどうか、決め手だと思われま

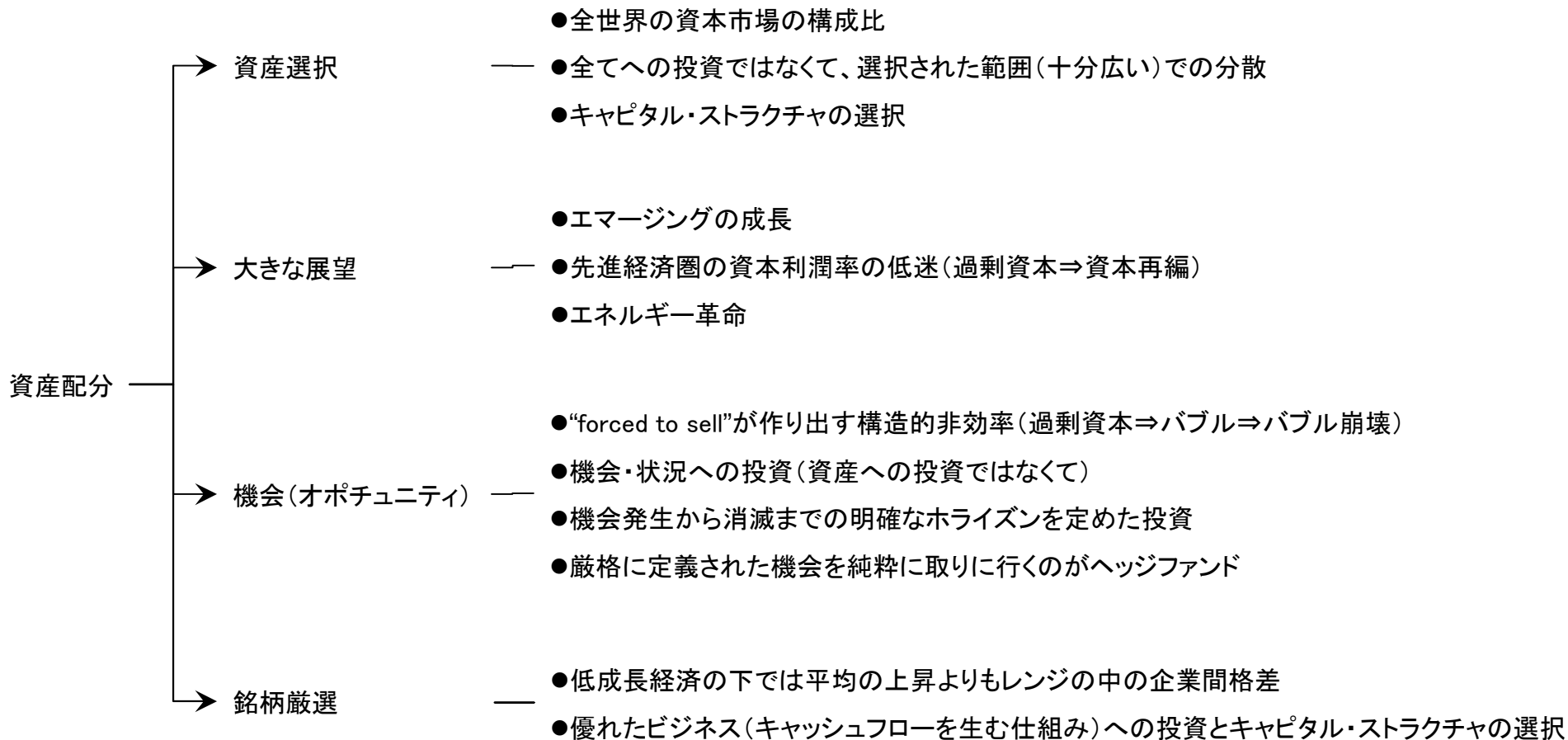
インカムの質と関係のない価格変動がもたらす機会(オポチュニティ)

ランダムな時価変動や特殊事由によって、インカムを稼ぎ出す力と関係なく、価格が下落するときは、「割安(バリュウ)」と呼べるオポチュニティ(投資機会)が生まれるときです。そのとき、オポチュニティのほうへ資産を動かすことが、「リバランシング」ではないでしょうか。

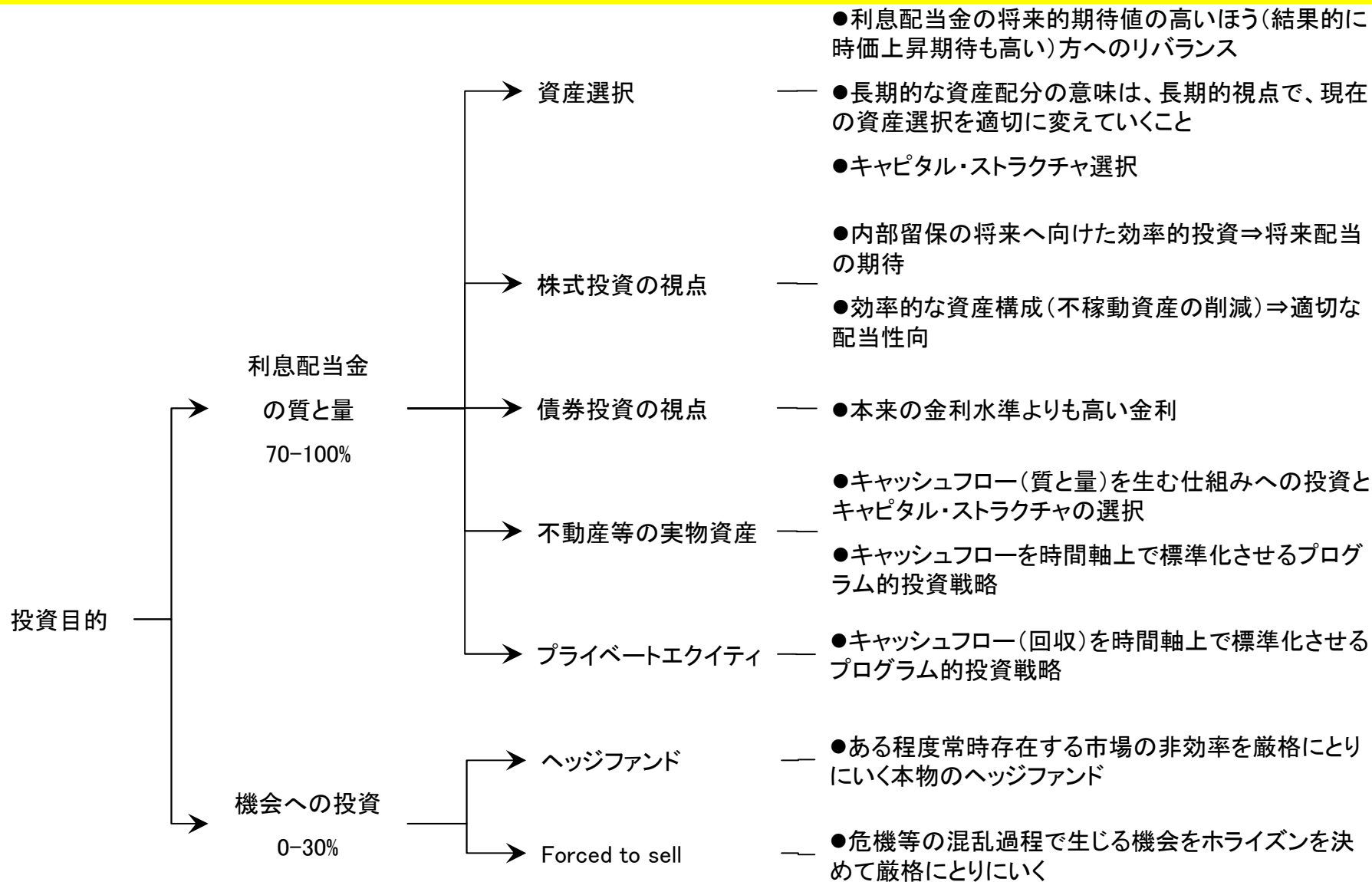
インカム・マネジメントとオポチュニティ・マネジメントの組み合わせとしての資産選択戦略

質が高く、源泉が分散されたインカムのポートフォリオの基準にして、一定範囲でのオポチュニティへの傾斜を掛けることが、資産運用の基本です。

資産配分の考え方の見直し

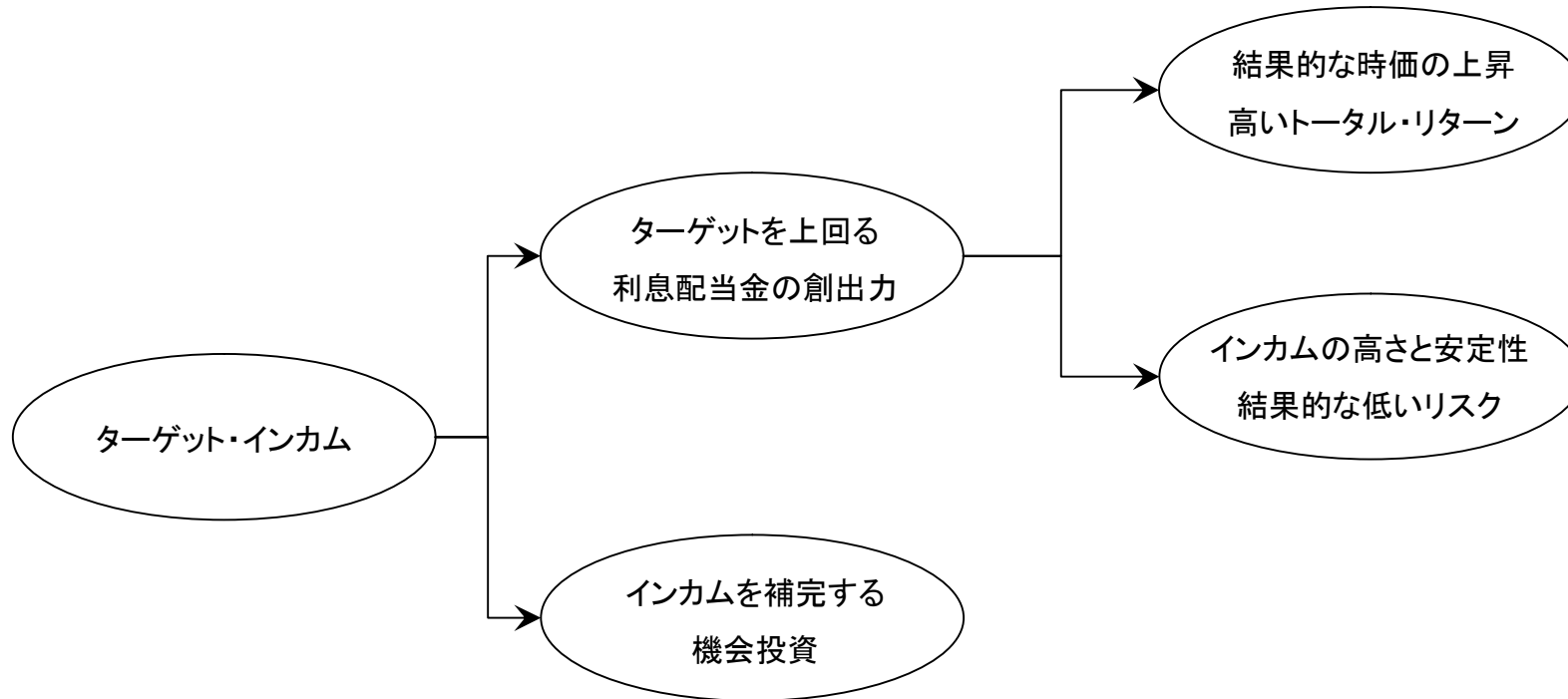


資産運用の目的の見直し



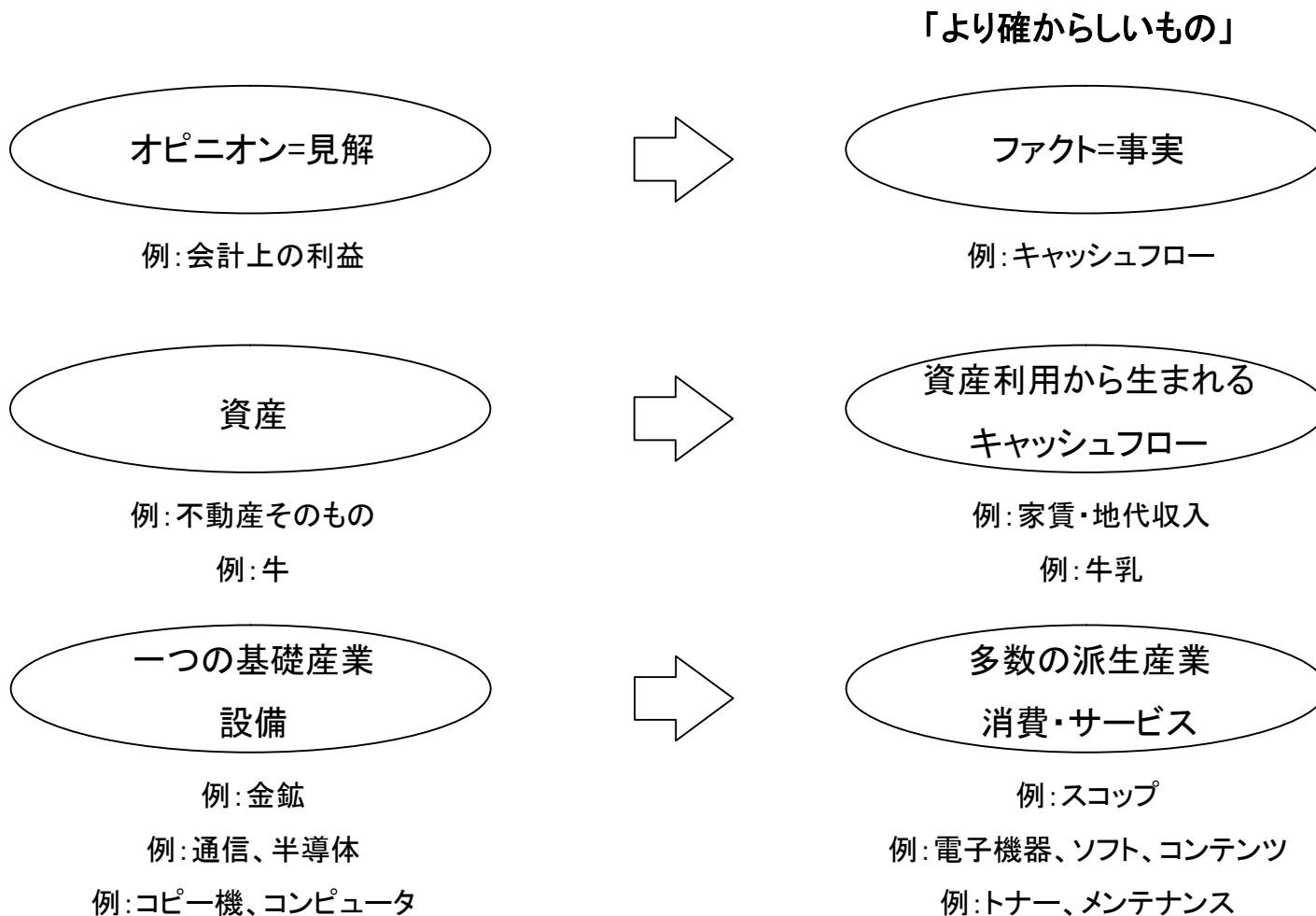
リスクとリターンは結果であり、直接には管理できない

時価の上昇は目的ではない。利息配当金を生み出す力の改善が、結果的に時価の上昇をもたらす
管理できるのは、ターゲット・インカムと機会



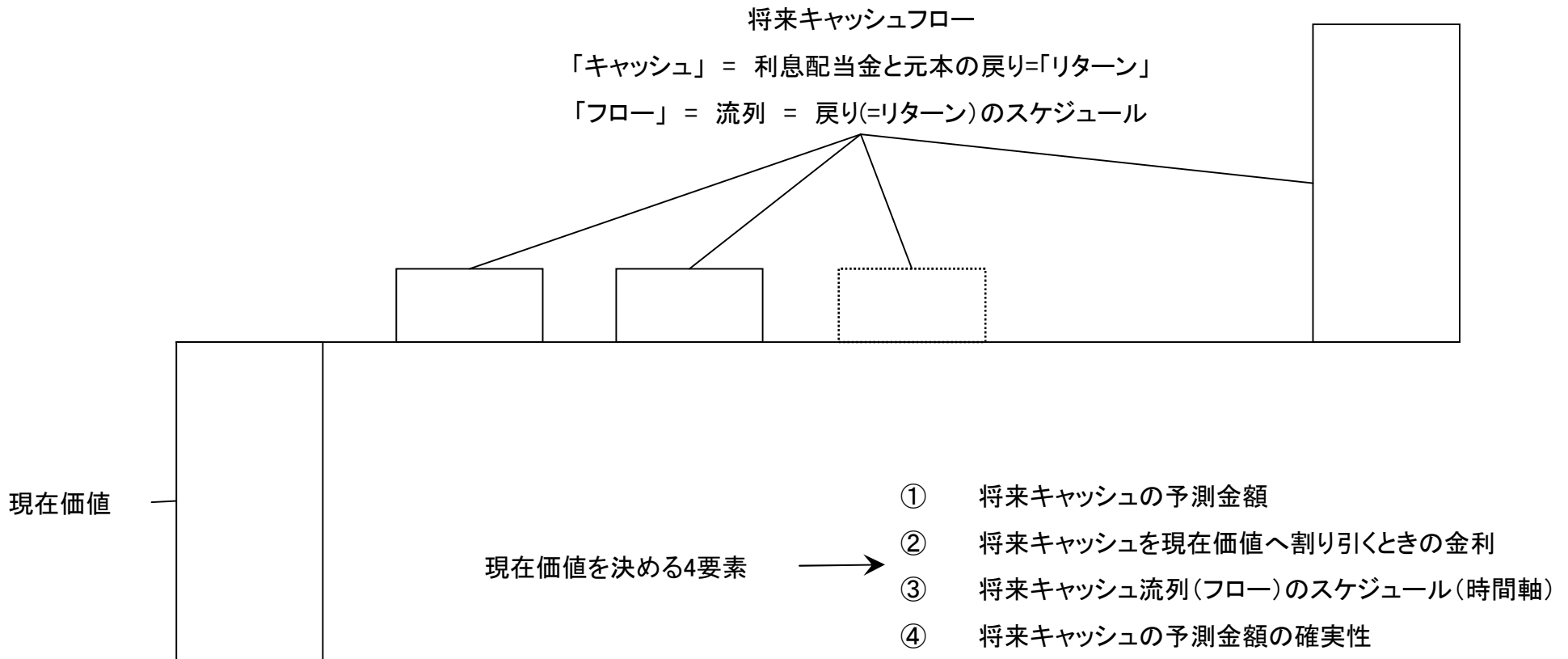
「より確からしいもの」に基づく判断

「科学的な資産運用」 = 判断の基準を「より確からしいもの」に置くこと



「時価」の理論的意味

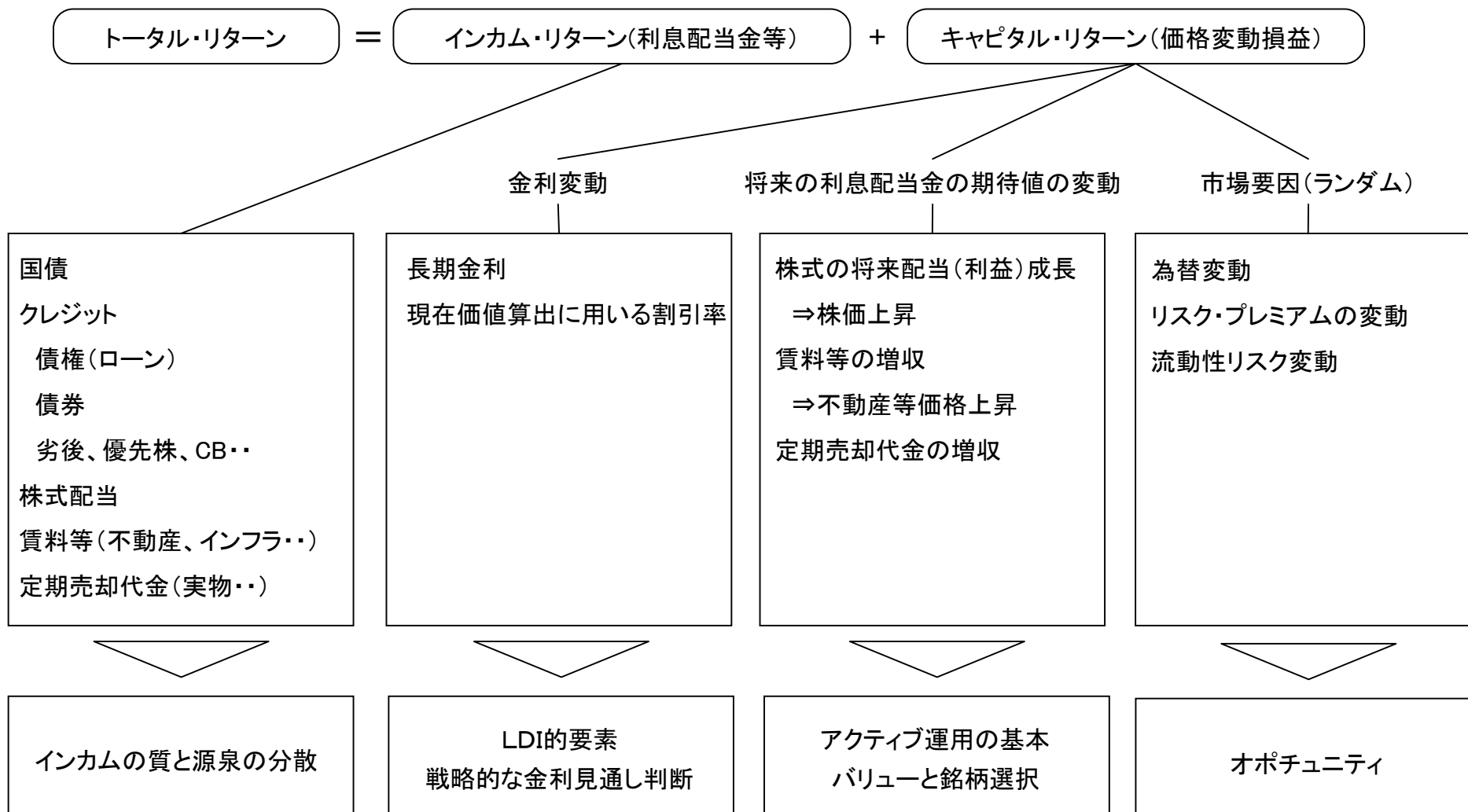
「時価」 = 「将来キャッシュフローの現在価値」



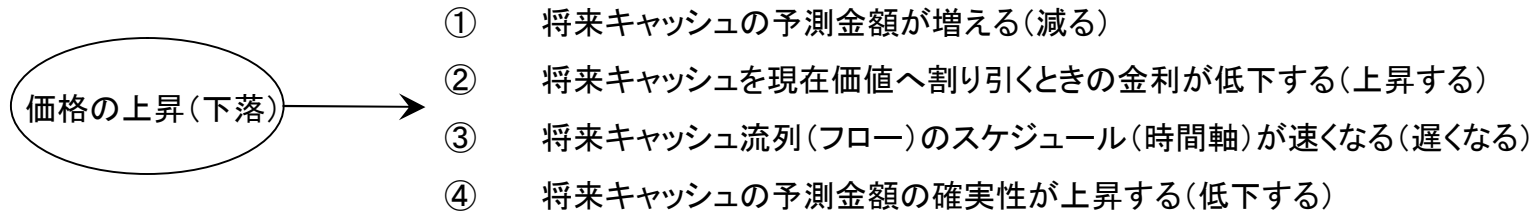
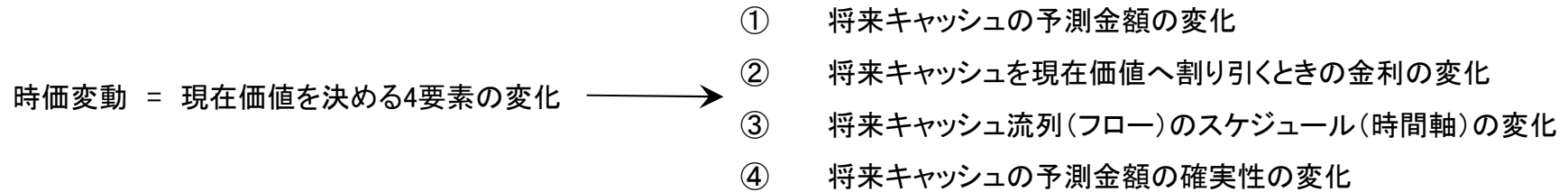
- 株価 = 将来配当の現在価値
- 債券価格 = 利息と元本の現在価値
- 不動産価格 = 地代・家賃収入(-諸費用)の現在価値
- 乳牛の値段 = 牛乳の将来販売価格(-諸費用)の現在価値

ポイント

インカムを中核としたリターン源泉の分散



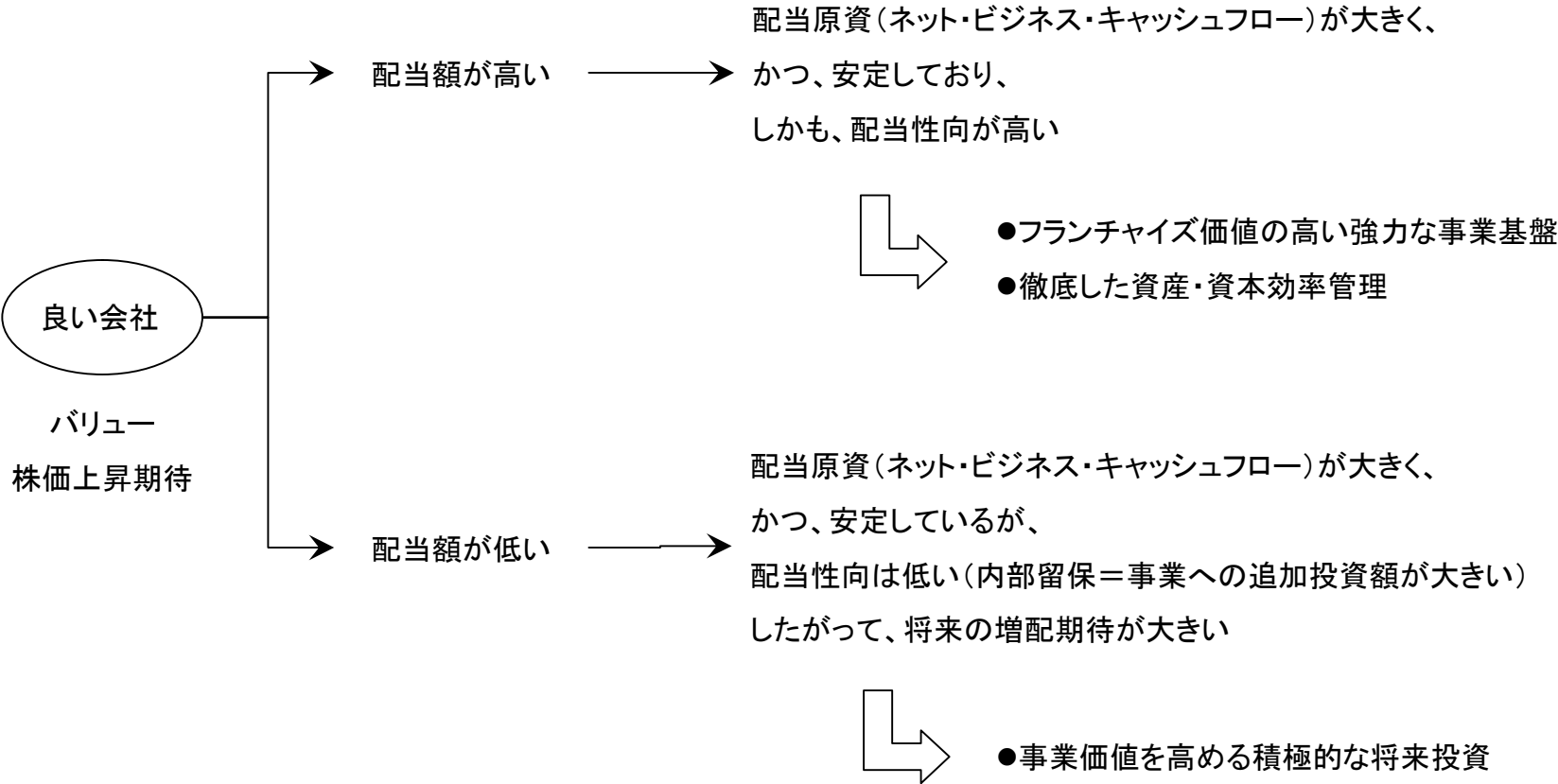
「価格変動」の理論的意味



ポイント

- ④の将来キャッシュの確実性の変化が、資産価格変動の最大の要因(=即ち、投資における最大の「リスク」)であること
- キャッシュを生まない資産はゼロ価値であること
- 株式における配当性向の問題は、配当を高くすることがスケジュールの前倒しになる点で株価上昇要因である一方、内部留保=「将来キャッシュ創造への投資」を減らすという意味で株価下落要因

株価と配当額および配当性向



「簿価主義」の一定の真実

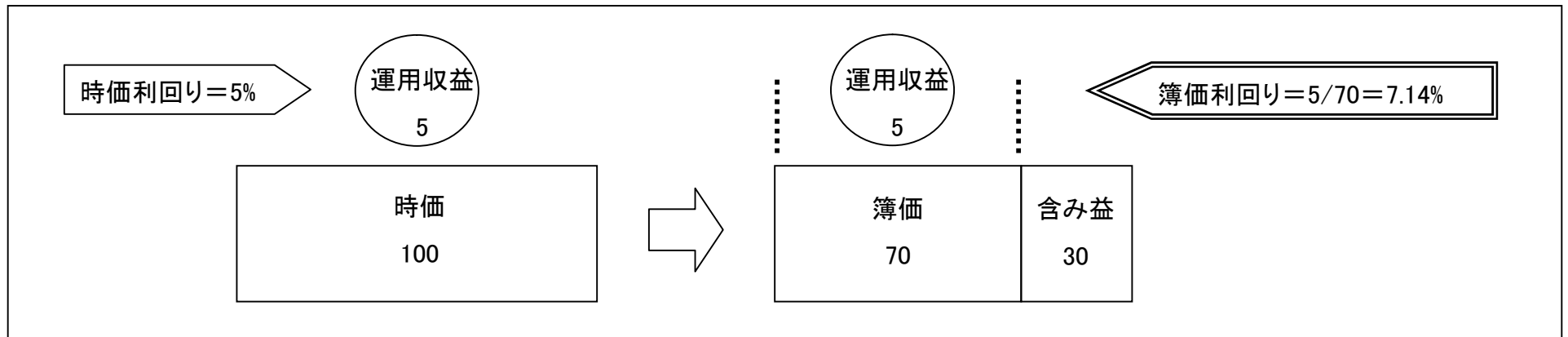
80年代初頭の「含み益」経営ということ

当時の基本的思想



運用収益 = 利息配当金収入

- 70年代に米国で形成された現代資本市場理論以前の伝統的枠組み
- 古い会計制度に基づく簿価主義
- トータルリターンの考え方は全くなかった

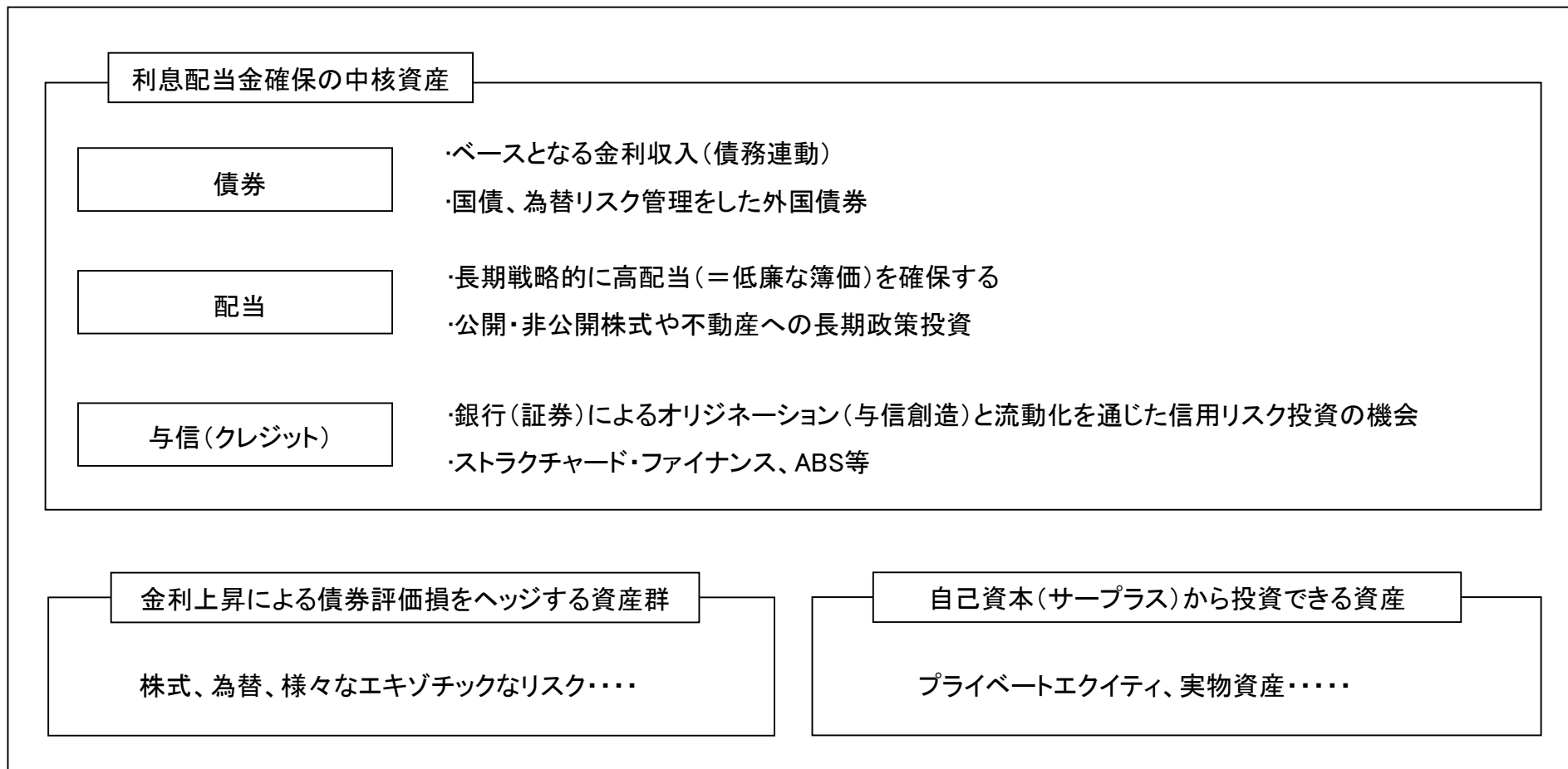


「含み益」の形成

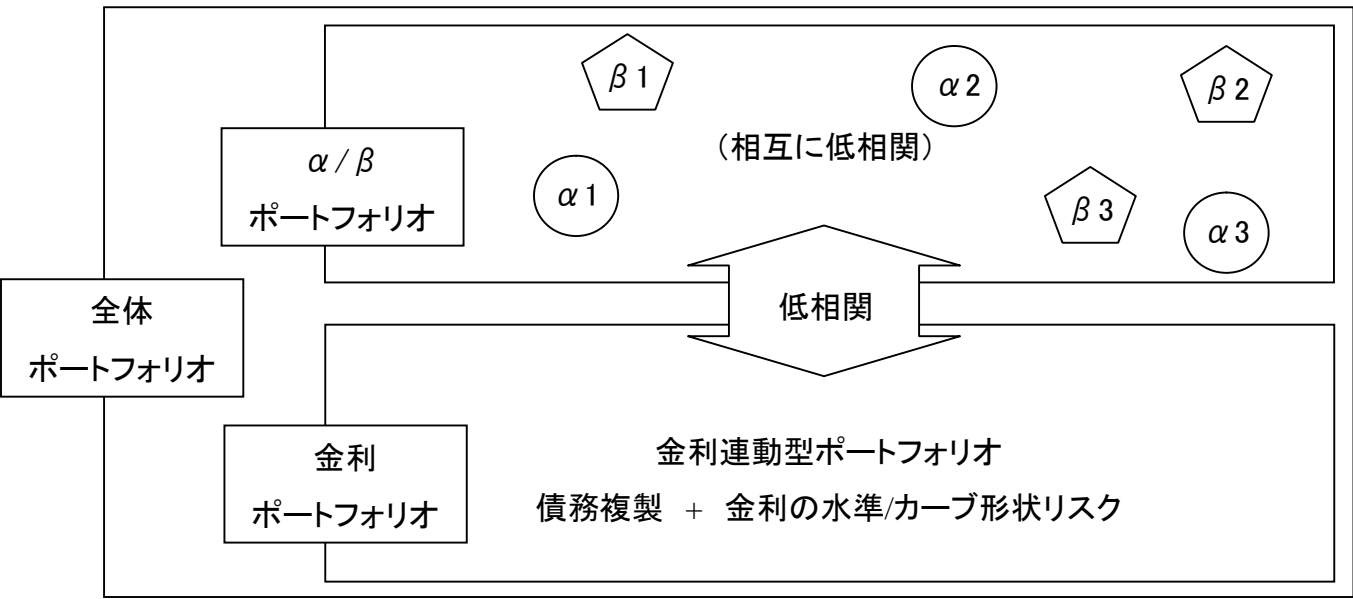


- 株価の上昇
- 不動産価格の上昇(および不動産の減価償却)

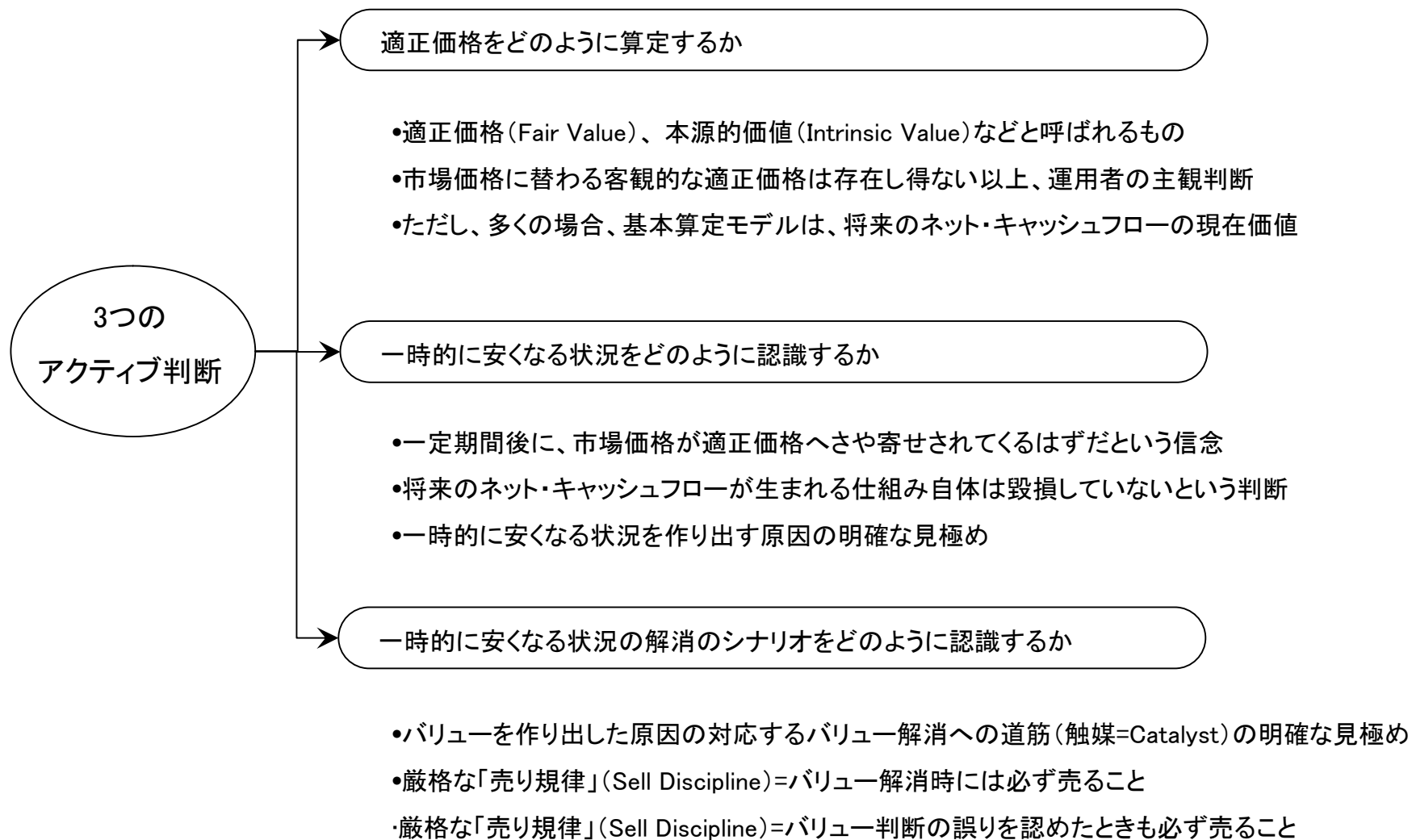
利息配当金収入を意識した運用



資産運用の概念図



「バリュー」に基づくアクティブ運用を考える際の基本的論点



- 本資料は、資産配分の考え方について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- 本資料は、資産配分の考え方について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。