

新しい資産選択と配分の理論

HCアセットマネジメント株式会社

<https://www.fromhc.com>

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

東京 2021.01.12
名古屋 2021.02.01
大阪 2021.02.02

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ

HC
asset
management

目次

● 概要①（資産の分類）	2
● 概要②（資産の選択と配分）	3
● 投資対象の分類・選択・配分	4
● キャッシュフローの源泉を分類	5
● 資産の分類の軸	6
● 「オルタナティブ」の再編成	7
● 四資産分類と配分の欠陥	8
● 仮に四資産配分を使うとして、その再構成	9
● 仮に四資産配分を使うとして、その枠のなかに新しい思想を導入	10
● 四資産分類の枠組みを維持した革新	11

概要①

(資産の分類)

四資産配分的前提となっている四資産分類

年金等の資産運用で使われている四資産(国内債券、外国債券、国内株式、外国株式)の配分は、そもそも、四資産の分類を前提にしたものですが、この分類は、古い通念に従ったものであり、今日の資本市場の構造においては、もはや、十分な合理性をもち得ないものとなっています。

四資産分類に属さない投資対象

当然に、今日では、四資産分類に収まらない投資対象が拡大しています。ですから、実務上は、各資産の定義を柔軟に拡張して、枠に収まらない資産を適当に振分けたり、オルタナティブという第五の資産種類を強引に設けて、そこへ何にもかも放り込んだり、という乱暴なことが行われているのが実態です。このような便宜的手法では、科学的な基礎づけが不可能であり、投資手法の有効性の検証も不可能です。

資産配分の前に資産分類と資産選択

資産配分は投資の基本であるとされていますが、その基本が有効であるためには、配分以前の問題として、投資対象が適切に分類され、その分類された投資対象から投資すべきものが選択されていなければなりません。投資対象の分類と選択が適切でなければ、いかに配分を工夫しようが意味はありません。

どうとでもなる資産分類

分類は、どうとでもなります。客観的に独立した分類が先にあって、そこから選択して配分するものではありません。分類は、選択と配分の基準の都合で、適宜なされればいいことです。分割して統治するとは、要は、統治の都合で分割するということです。

概要②

(資産の選択と配分)

本源的収益

資産を所有することには、本源的収益が付随しています。そもそも、債券・貸付金・預金等の金利、株式の配当、不動産の賃料などのように、利息配当金収入等(インカム)の期待値を内包しないようなものは、投資対象という意味での資産ではあり得ません。

本源的価値

資産の本源的価値とは、その資産が内包する本源的収益が将来に亘って実現していくと仮定したときに、将来期待収益を適正な金利で現在価値に割り引いたものの総計です。以下、端的に価値といえば、原則として、本源的価値を指します。

市場価格

資産が市場で取引される限り、その現実の取引価格として、資産には市場価格が付きます。市場価格は、本源的価値と無関係には形成され得ないと想定される一方で、常に本源的価値と一致しているとも限りません。

投資対象の選択

ここでは、本源的収益の魅力度(量と質)を選択基準とします。ただし、本源的収益の源泉が、相互に本質的に異なるように、複数の投資対象を選択する必要があります。この本源的収益の源泉の分散こそが、本来の分散投資の基本です。

投資対象の配分

本源的収益の魅力度(量と質)において、より有利な投資の機会(バリュー)を発見して傾斜配分することが投資の第三步です。当然に、価格が価値に向かって調整していく過程で、追加的な収益が得られます。

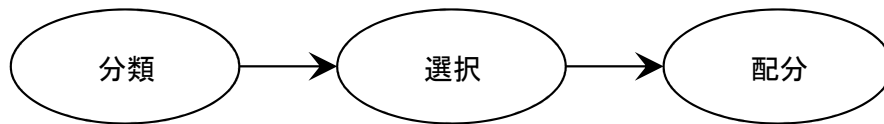
地の果てまで投資の機会を見つけに行く努力

世界の金融市場では、概ね価値と価格が一致しているとしても、投資の世界は広いので、世界のどこかに、必ず、投資の機会(バリュー)はあります。その機会を発見しに行く努力こそが、資産運用の基本です。

投資対象の分類・選択・配分

- ⇒ 論理的に、投資対象の配分(アロケーション)には、選択(セレクション)が先行し、選択には、分類が先行する
- ⇒ 分類は、選択の都合に応じてなされるべきであるから、投資対象の選択基準こそ、原点にあるべきものである
- ⇒ 投資対象を分類する軸を厳密にしない限り、選択はできない。分類と定義を厳密化していけば、投資対象は、資産というよりも、戦略となる
- ⇒ 投資対象の分類・定義と選択基準こそが、基本的な運用方針であり、同時に、運用会社の選択基準ともなる

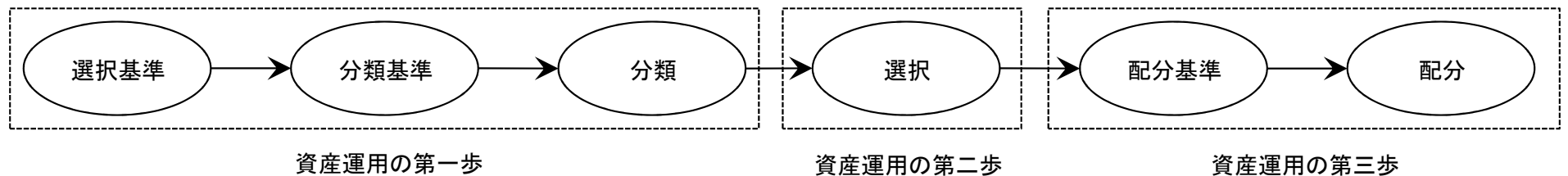
理屈上は、



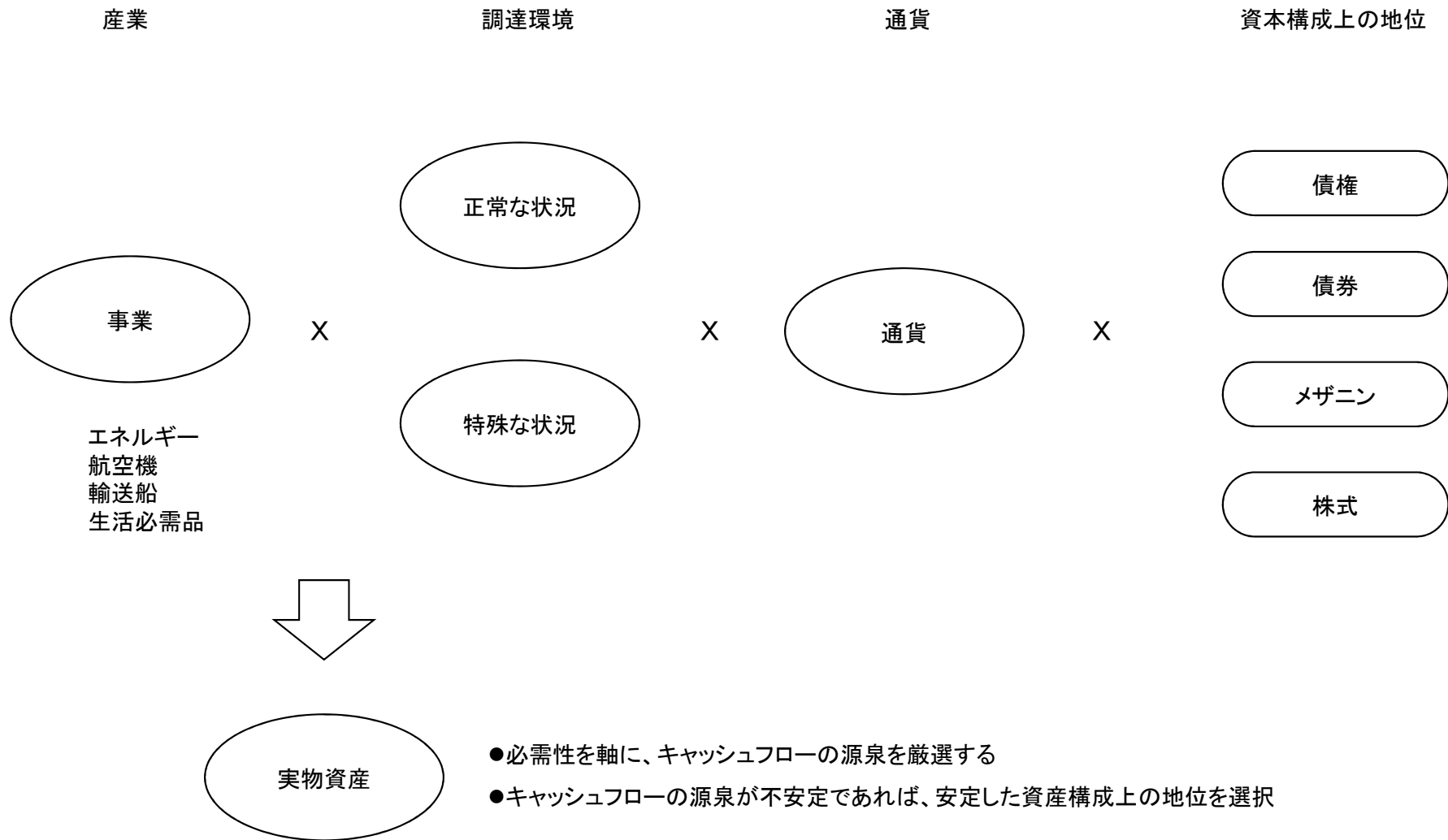
現実には、分類は、選択の都合に応じてなされるものだから、



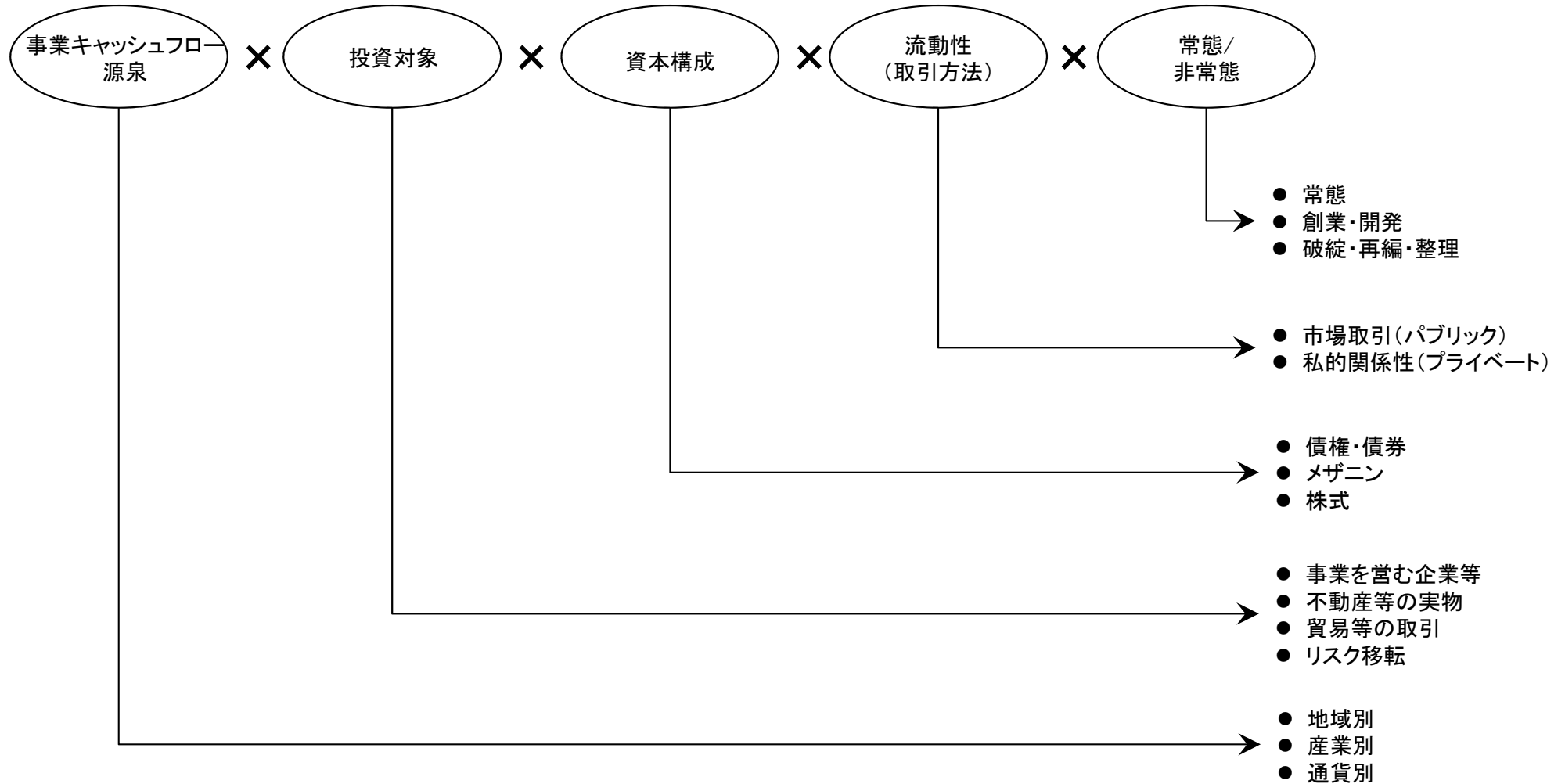
選択されたものに対する配分の基準は、選択の基準とは異なり得るから、



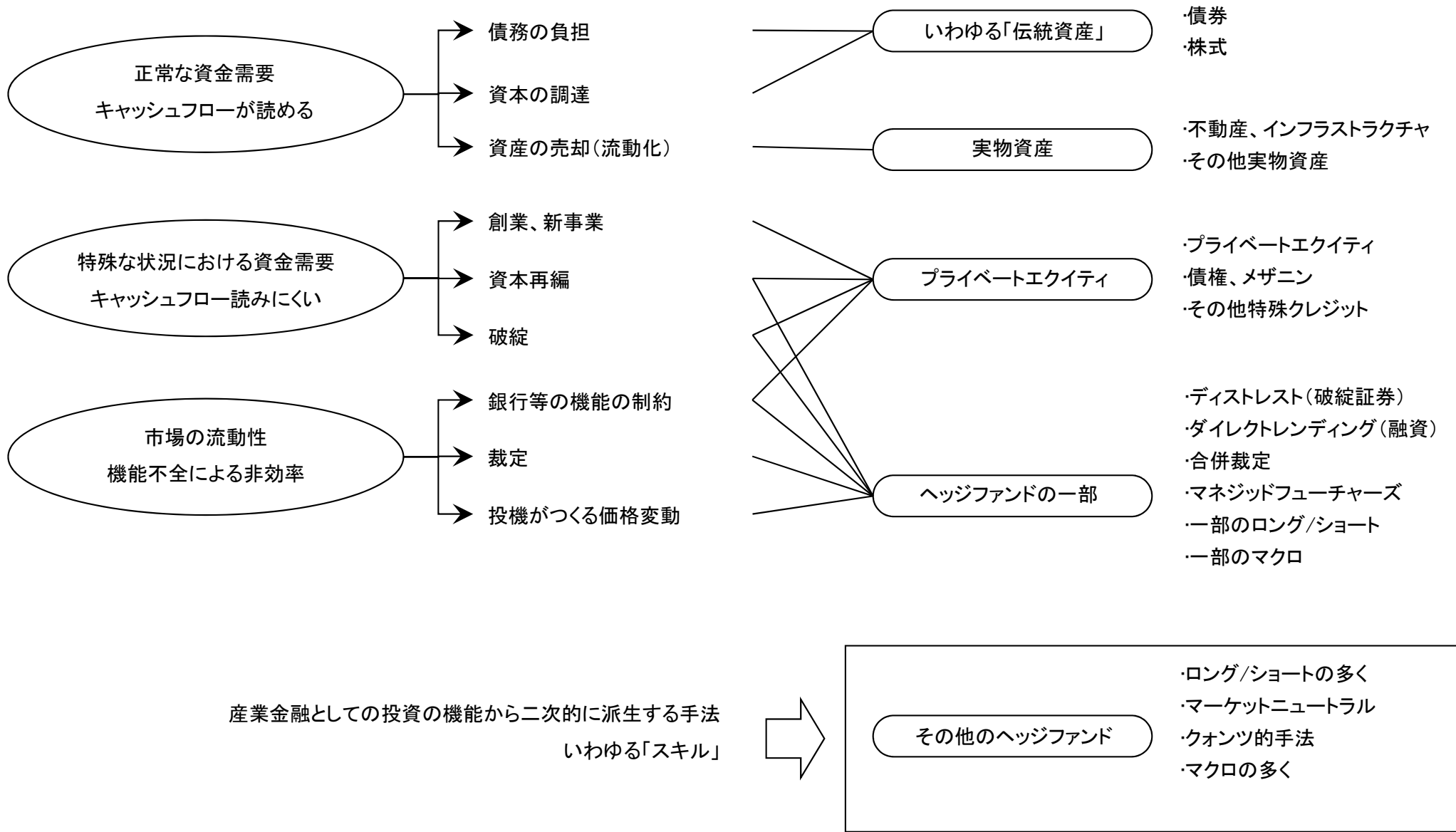
キャッシュフローの源泉を分類



資産の分類の軸

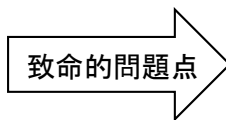
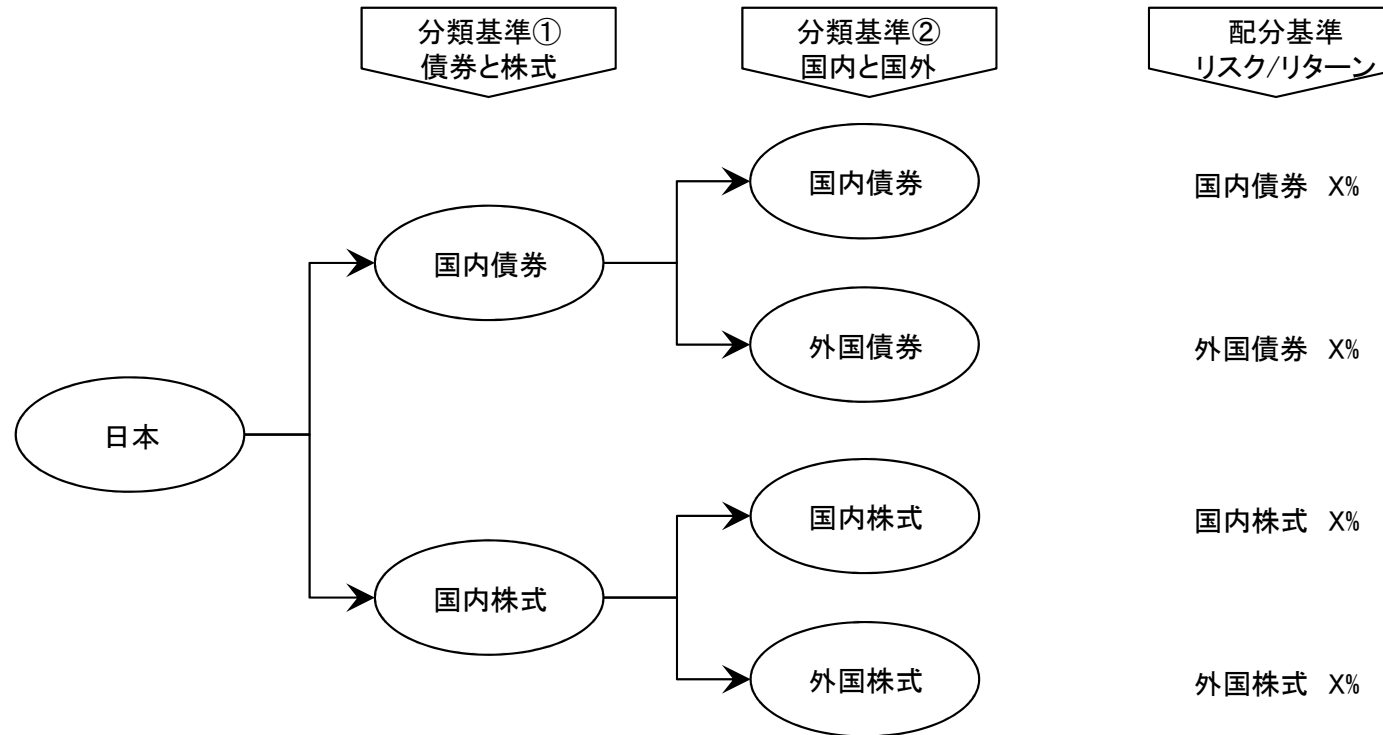


「オルタナティブ」の再構成



四資産分類と配分の欠陥

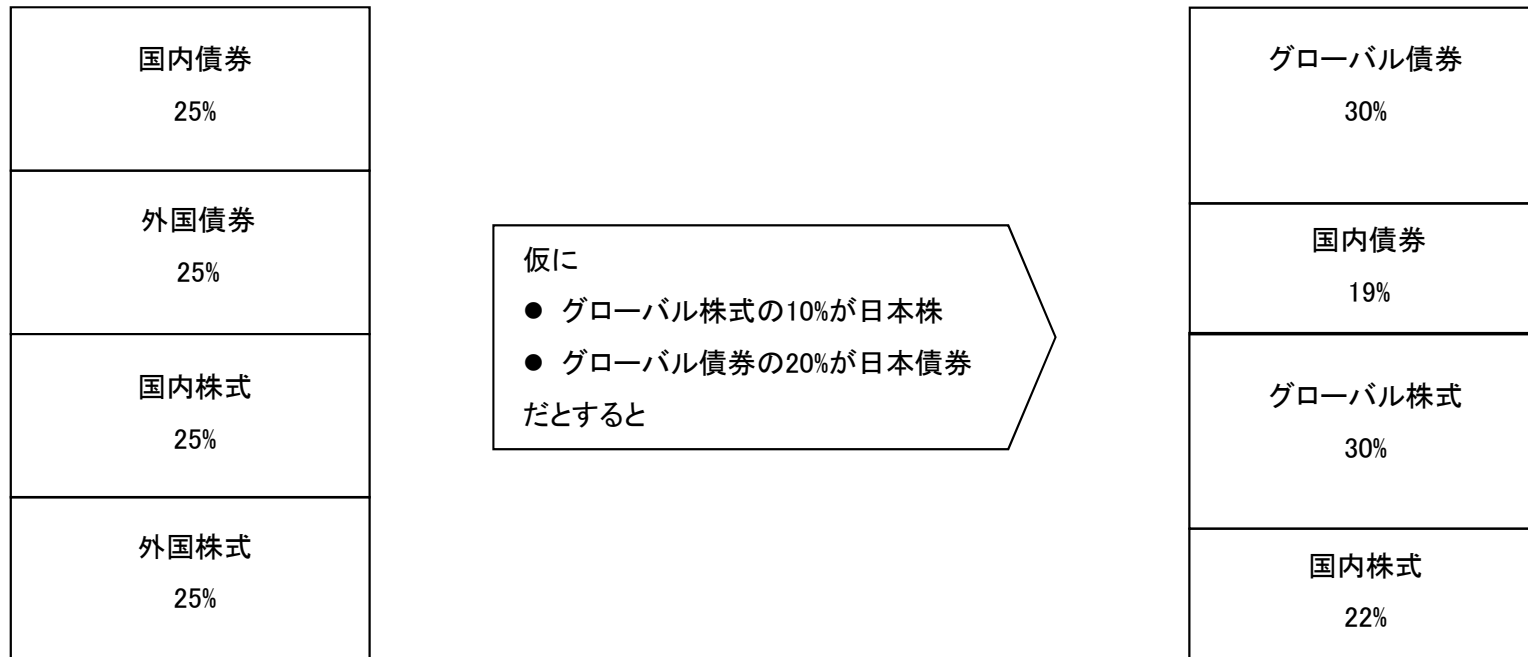
- ⇒ 四資産分類は、債券・株式という選択基準の軸と、日本の内と外という選択基準の軸を適用した結果、できた分類である
- ⇒ はじめから、四資産分の全てに投資することを前提にしたものであり、そこに、投資対象の選択という軸はない
- ⇒ 四資産の配分基準は、通常は、歴史的な統計を基にした月次収益(リターン)と、その標準偏差(リスク)を用いて、最適解(一定リスクに対する最大リターン、もしくは、一定リターンに対する最少リスク)を求めることに帰せられる



- 債券と株式以外の投資対象については、所在がない
- 日本の内と外という基準は、日本の外の外延が不明確だし、そもそも、グローバル化の時代では、不適切
- 選択という決定的に重要な段階を欠いている
- 配分基準は、過去の一定期間の統計に基づくにすぎず、何ら、科学的根拠がない
- 四資産分類に属し得ないものを、オルタナティブと称して、一つの分類にするなど、あまりにも便宜的で、全く、合理的根拠がない

仮に四資産配分を使うとして、その再構成

伝統的な四資産分類は、別の形にも表現できる



四資産分類を別の形に表現することは、単に形を変えるだけでなく、委託の構造(運用会社に対する期待)も変える

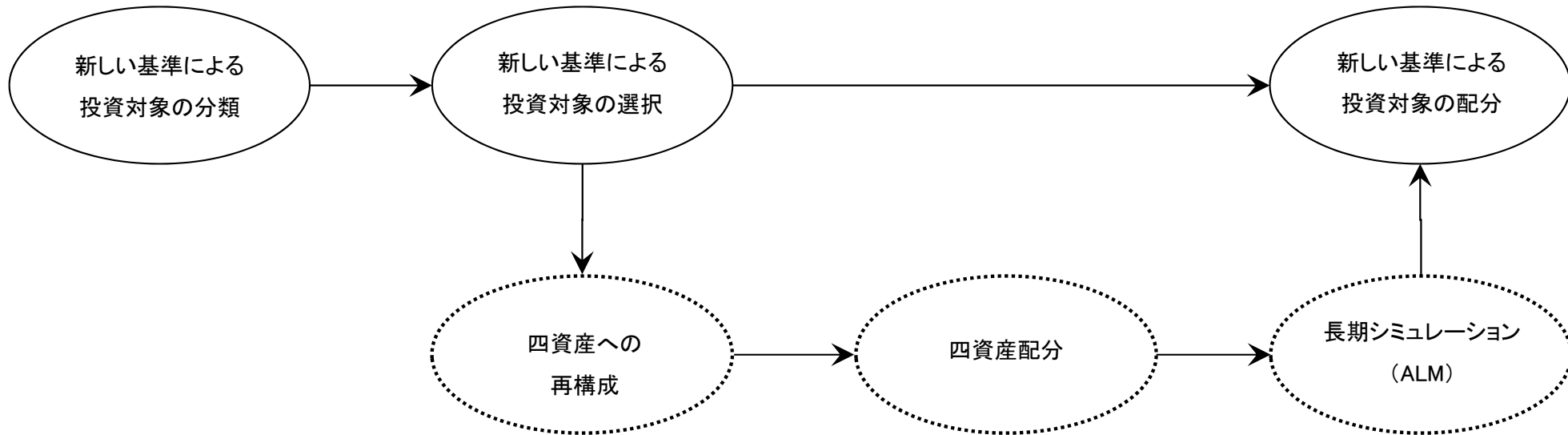
⇒例えば、上の例では、グローバル株式・債券における日本への配分比率の決定も、運用会社の責任になる

仮に四資産配分を使うとして、その枠のなかに新しい思想を導入

大抵の資産配分は、定義と区分を工夫することで、「四資産分類+その他(オルタナティブ)」の枠のなかに再構成できる



四資産配分の枠組みを維持した革新



- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び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。