*** 年頭提言 ***

資産運用再考の年

～サステナブルなキャッシュフローを生む資産、銘柄への投資～

日興フィナンシャル・インテリジェンス
専務取締役　宮井　博

新年、明けましておめでとうございます。

年頭にあたり、これからの資産運用のあり方について、2011 年を振り返りながら考えてみたい。

1. 2011 年の社会経済環境

昨年（2011 年）は、わが国だけではなく、世界を震撼させた大事件が起きた年だった。すなわち、近年発展を遂げてきたグローバルな金融経済システムがリーマンショックの後遺症から立ち直れない中、未曽有の天災と人災にみまわれた年だったのではないだろうか。

まず、世界に目を向けると、ギリシャの財政危機に端を発した欧州債務危機は、ユーロの信認を含めて予断を許さない状況が続いている。また、中国をはじめ東アジア地域の新興国の経済発展は目覚ましく、この地域の世界の生産、物流、金融における重要性が増している一方で、南シナ海域の領有権や北東アジアの政情など不安要素が増大しつつある。さらに、「アラブの春」と言われるアラブ諸国の民主化運動も勃発し、中東地域の政治経済の不確定要素が広がっている。これらは、何れも東西冷戦終結以降に米国を中心とする西側先進国が築いてきた世界の政治経済のパワーバランスが崩れつつあることが背景にあるといわれている。

また、自然災害が世界各地で発生し、タイの洪水による工業団地の被害の他、局地的な洪水による災害が世界経済を揺るがすという事態にもなった。これらの自然災害は、地球温暖化を背景とする気候変動などが原因とされる。地球温暖化を防ぐ

本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

には温室効果ガス削減が有効と考えられているが、グローバルな枠組み作りは進んでいない。このような中、気候変動などが原因とされる自然災害が企業の生産活動に影響を及ぼすことが現実のものとなったのである。

一方、わが国に目をむけると、3 月 11 日に発生した東日本大震災は、東北地方に集積していた自動車産業をはじめとする先端部品産業を直撃して大きな被害をもたらした。その結果、わが国の自動車産業のみならず世界の自動車産業の生産が一時ストップするという被害を与え、サプライチェーン･マネジメントの必要性がクローズアップされている。また、東京電力福島第一原子力発電所の事故を招き、広範囲の放射能災害をもたらすという大惨事を引き起こしてしまった。この原子力発電所の事故は、今なおわが国経済の先行きに暗い影を落としている。

2011 年に起こった事件は、何れも現在進行形であり、2012 年は世界経済の方向性を見極めることが難しい不確実性の高い年だといえよう。

2. 2011 年の投資環境

ここで、昨年 1 年間の投資環境を振り返ってみよう。図表 1 は、わが国の投資家が投資可能な資産に昨年 1 年間投資した場合の実績リターン（2011 年 1 月年初から 12 月末までの変化率）と実績リスク（月次リターンの標準偏差）を年率換算で示している。投資対象資産としては、国内外の株式や債券といった伝統的資産だけではなく、ヘッジファンドやコモディティ、インフラ投資など、様々な投資資産、投資商品をプロットしている。ここで、海外投資については全て円換算している。ちなみに昨年 1 年間の為替レート（WM ロイターのデータを使用）は、「超円高」によって 5.1%の円高ドル安、8.2%の円高ユーロ安となり、為替ヘッジをしていない海外投資は、為替が大きなマイナス要因になった。

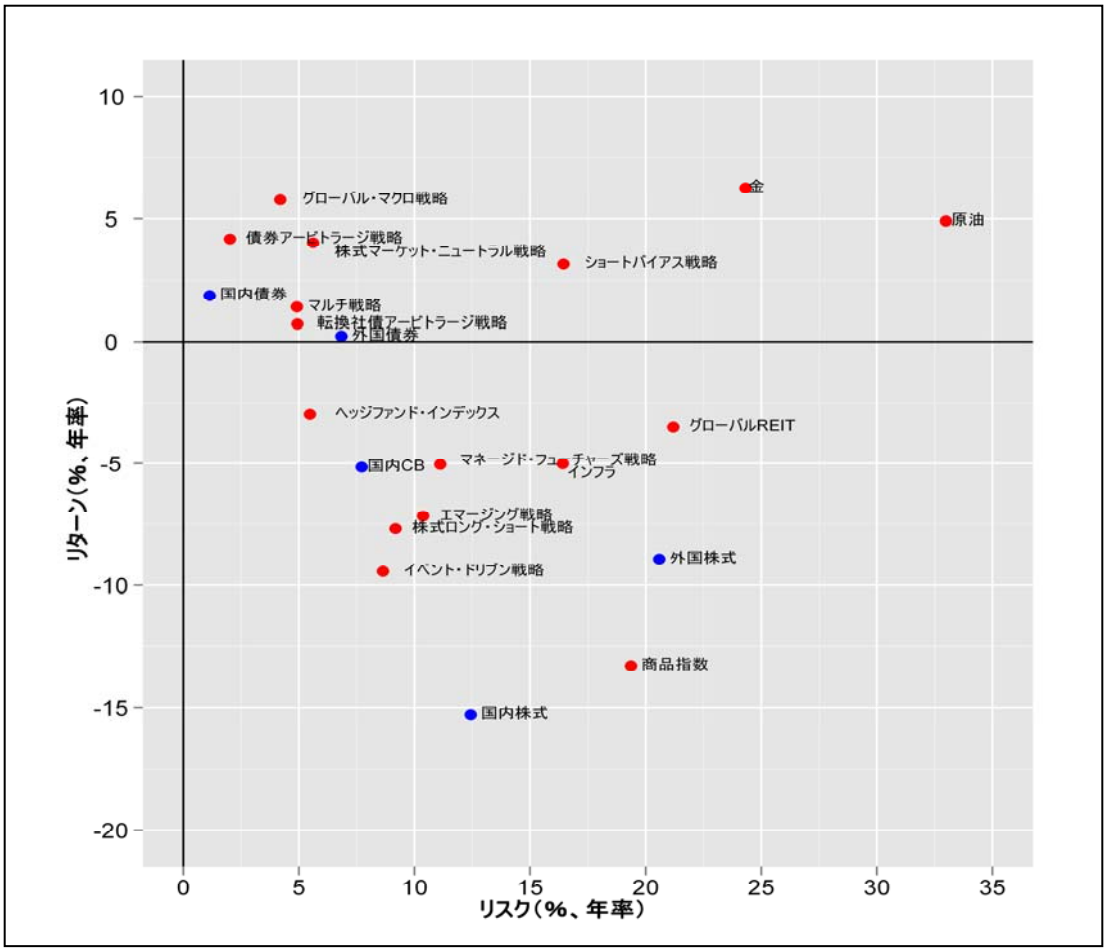
図表 1 より明らかなように、多くの投資対象資産はリターンがマイナスとなり、昨年 1 年間はわが国の投資家にとって極めて厳しい投資環境であったことが窺える。外人投資家の換金売りや、世界的な景気後退懸念から時価総額の大きい国際優良銘柄が中心に売られたことから、国内株式のリターンはマイナスとなった。加えて「超円高」によって円換算した海外投資もマイナスになり、伝統的資産による分散投資は十分機能しなかったと言えよう。

その中で、オルタナティブ投資に分類されるヘッジファンド（債券アービトラージ戦略、グローバル・マクロ戦略、株式マーケット・ニュートラル戦略など）やコ

本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

モディティ（金、原油）は健闘していることがわかる。ただし、ヘッジファンドでも戦略によって差がみられるし、図表中の各戦略は個別ファンドの平均なので、個別ファンドによってはリターンが大きく劣後するものもある点に注意が必要である。何れにしても、伝統的資産に満足せず、新しい投資対象資産への投資を進めた投資家は、その努力が報われたと言えるかも知れない。

図表１　投資対象資産のリスク対リターン（直近１年間）



（出所）各種データより NFI 作成

本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

3. キャッシュフローを生む資産、銘柄への投資

3.1　キャッシュフローを生む資産とは

ここで投資の原点に立ち帰って、投資によるリターンの源泉について再確認しておきたい。債券にしろ、株式にしろ、金融商品の価値は、基本的には将来どのようなキャッシュフローを生むのかにかかっている。それを合理的な計算方法で現在価値に割り引いて評価したものが公正な理論価格であり、このような理論価格を参考に様々な投資家が参加する資本市場で取引される市場価格（時価）は公正価格と呼ばれる。

これに対して、キャッシュフローを生まない資産は価格の裏付けが乏しい。つまり、「金」や「原油」といったコモディティは、インフレヘッジや分散効果など一定の役割は期待できるものの、伝統的資産に比べると投機的に取引される傾向が強い資産であると考えられる。投資に当たっては、そのような性質をもった資産であることを十分認識すべきであろう。

一方、ヘッジファンドは、債券や株式のような特定の市場に縛られずに様々な資産に投資し、かつロング・ショートなども組み合わせる運用手法なので、債券や株式の市場リスク（β）の影響を受けない運用も可能である。ただし、それらの運用手法は、幾つかのカテゴリーで分類されるのが一般的である。ヘッジファンドへの投資においては、その運用手法の内容を理解することが重要であり、キャッシュフローを生む資産への投資が基本になっていれば、運用手法の妥当性が判断しやすく、ヘッジファンドへの投資を躊躇している年金基金等の投資家においても投資することが可能になるのではないだろうか。

3.2　サステナブルなキャッシュフローを生む銘柄

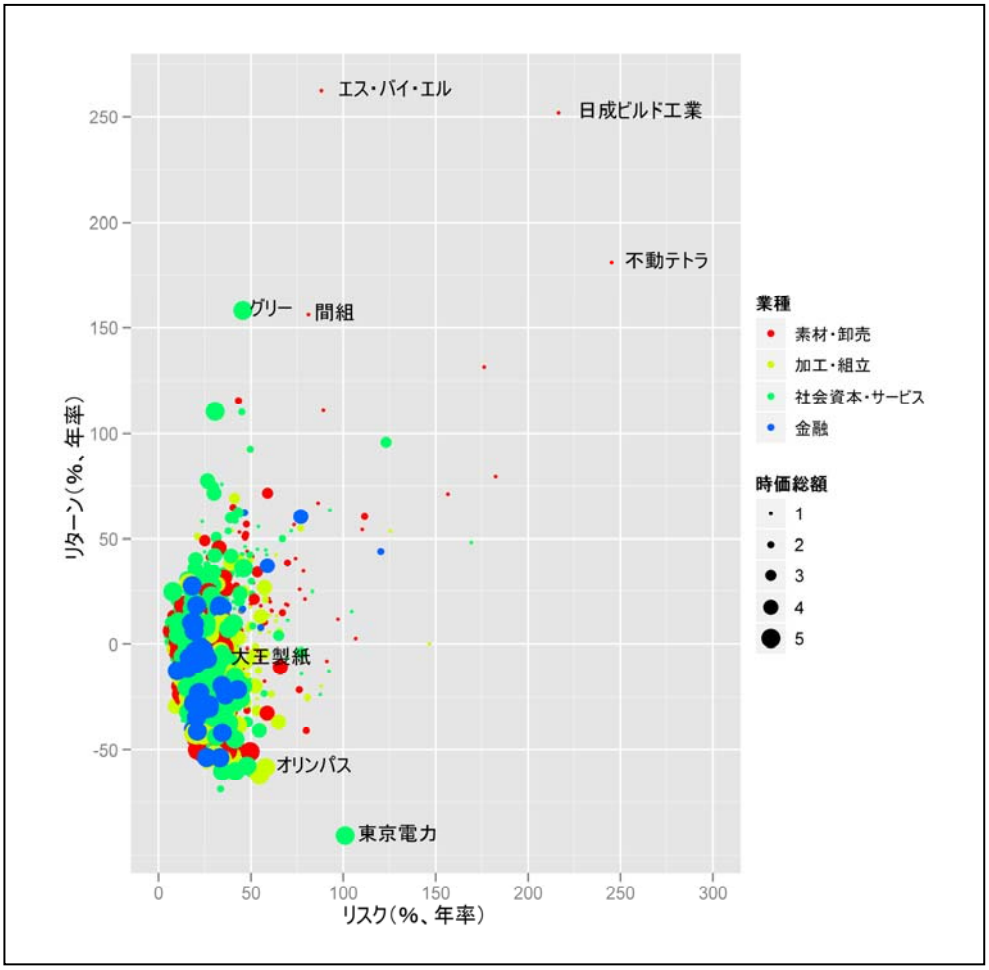
図表 2 は、国内株式の個別銘柄を図表 1 と同様のリスク・リターン平面にプロットしたものである。プロットの色は業種（素材・卸売、加工・組立、社会資本・サービス、金融）を、プロットの大きさは銘柄の規模を示しており、時価総額の大小で５つに区分した。図表 1 に示したように、昨年 1 年間の国内株式は平均的には大きなマイナスになったものの、図表 2 からはリターンがプラスになった銘柄も多数存在することが確認できる。中でも、社会資本・サービスの小型株や素材・卸売関連の銘柄の中にはリターンが高かったものが多く、一方、大型株や金融銘柄はマイナスのリターンになったものが多かったことがわかる。

本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

たとえ将来的にキャッシュフローを生むと考えられる銘柄であったとしても、そのキャッシュフローが将来的に増加しないと価格は上昇しないので、プラスのリターンに結び付かないことは容易に理解される。つまり、将来キャッシュフローが増加するような銘柄を如何に選択するかが鍵になる。

残念ながら、わが国のような少子高齢化が進展しているような社会では、企業の売上が国内市場に依存し過ぎるとキャッシュフローが将来的に減少することになるかもしれない。高度成長期のようにほぼ全ての産業において、そのほとんどの企業のキャッシュフローが増加するようなことは考えにくいのである。従って、TOPIX のような市場平均に投資するのではなく、銘柄選択が以前にも増して重要になるといえよう。

図表 2　国内個別株式のリスク対リターン
（12 月末時価総額上位 500 社、直近 1 年間）



（出所）個別株式データより NFI 作成

本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。

問題は、かつて世界が経験したことのないような変化が起こっている中で、将来キャッシュフローが増加する銘柄をどのように選択するかである。東京電力の原子力発電所の事故は、原子力エネルギーがサステナブル（持続可能）なエネルギーではないことを示し、タイの洪水による工業団地の被害は、世界の企業活動が気候変動リスクを抱えていることを明らかにした。また、オリンパスや大王製紙の不祥事は企業ガバナンスの欠如が一瞬にして企業価値を毀損してしまうことを改めて示した。

このようなことから、投資先の選定に際しては、世界の社会経済システムの構造変化が起きていることを念頭に検討するべきだと言えよう。つまり、画一的な商品を大量に生産することが目的であった時代から、多様なニーズにあったものを如何に早く、エネルギーをかけずに、自然への負荷を抑えながら、サプライチェーン・マネジメントも取り入れて、社会との調和の中で生産するような生産プロセスの再構築が求められている時代に移行しつつあるということを認識しなければならない。言い換えれば、21 世紀においてサステナブルな銘柄は何かを見極めることが必要になる。

以上のことから、今年は社会経済環境の不確実性がさらに増すものと考えられるので、投資対象資産については、株式や債券といった伝統的資産に囚われず、将来キャッシュフローを生むような資産への投資を模索するべきであろう。そして、その中で特に株式の銘柄については、サステナブルな経営を行っている銘柄を如何に選択するかが注目される年になると思われる。

弊社では、サステナブルな投資対象に関する調査研究を進め、計量的な分析を通して、投資家の期待に沿うようにニーズにあった情報提供を行っていきたいと考えている。

本レポートは、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本レポートは情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本レポートの転用および販売は固く禁じられております。本レポートの著作権は、当社に帰属いたします。