



# スパークス東方投資見聞録

発行日:2007年11月21日

## アセット・アロケーション(資産配分)と直近のマーケット動向

### ハイライト:

- アセット・アロケーションの重要性
- 財産三分法
- カルパースのアセット・アロケーション
- 直近のマーケット動向
- 活況な香港の不動産事情

### アセット・アロケーションの重要性

アセット・アロケーション(資産配分)とは「資産をどの国のどの市場にどれだけの比率で投資をするか」ということです。残念なことに誰に対しても使える資産配分の正しい比率(黄金比率)というものは存在せず、投資家の資産規模、期待リターン、リスク許容度などによって資産配分は変わってきます。資産配分がなぜ重要かという、長期的にみると資産配分がリターンのブレの8割を決定するという調査があるからです。つまり個別銘柄のリターンの差はポートフォリオ全体のリターンのブレの残りの2割程度しか影響しないといった見方ができます。よって日本の同業他社のA社株とB社株のどちらを買うべきかを考えることも大切ですが、どの資産にどれだけ投資するかを考えることがより重要といえます。

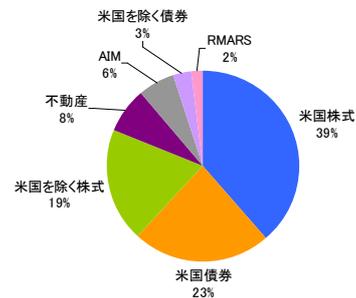
### 財産三分法

日本では古くから資産を株式、不動産、預貯金の三つに分けて保有する「財産三分法」がよとされてきました。これは株式をハイリスク・ハイリターン、不動産をミドルリスク・ミドルリターン、預貯金をローリスク・ローリターンと位置づけた財産分散法ですが、バブル崩壊時に株・不動産の比率が高く大損害を被った人も少なくありません。財産三分法も資産を分散するという意味では決して間違っているわけではありませんが、今後はより一層、日本国内の資産のみで偏るのではなく外貨資産や市場動向に左右されにくい絶対収益型の商品等も組み入れたきめ細やかなポートフォリオの考え方が必要になってくるのではないのでしょうか？

### カルパースのアセット・アロケーション

では、運用のプロである機関投資家はどのように分散投資を行っているのでしょうか？世界で最も動向が注目される投資家の一つである全米最大の年金基金のカルパース(カリフォルニア州公務員退職年金基金)は2007年6月末現在で約22兆円と巨額な資産を運用しています。カルパースでは右図の通り米国内外の株、債券、不動産、オルタナティブ資産(伝統的資産である株や債券以外の資産)に幅広く分散投資を行っています。

カルパースのアセット・アロケーション  
(2007年6月末現在) 出所:CalPERS Total Fund  
Quarterly Report as of June 30, 2007



カルパースは革新的な投資家としても知られ、他の年金基金に先駆けてプライベートエクイティなど新しい分野への投資を行った投資家としても有名です。カルパースではヘッジファンド及びプライベートエクイティ投資はAIM(Alternative Investment Management Program)と呼ばれる投資プログラムにおいてオルタナティブ資産として投資されています。また絶対リターン戦略は別途RMARS (Risk Managed Absolute Return Strategy(リスク管理された絶対収益戦略))と呼ばれるリスク管理プログラムにより管理されています。このRMARSでは、約40億ドルが21のヘッジファンドに投資され、約10億ドルが7つの地域特化型ファンド・オブ・ヘッジファンズ (アジア3、欧州3、エマージング諸国1)に投資されています。この内、アジア、欧州、エマージング諸国への投資については外部の運用者を採用してファンド・オブ・ヘッジファンズ形式で投資を行っています。アジアのファンド・オブ・ファンズ3本の内の1本は私の所属するスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドが運用を行っています。

カルパースだけでなく欧米の年金基金では伝統的資産(株・債券)のみへの投資だけでは安定して目標リターンを達成するのは難しいとの考えが広がっており、オルタナティブ資産への投資が拡大しています。今年6月にはカルパース理事会はRMARSプログラムへのアセット・アロケーションを倍にするという決定をしています。



### マーケット:

騰落率	10月	年初来
TOPIX	0.21%	-3.62%
日経225	-0.28%	-2.83%
香港	15.51%	57.04%
上海	7.25%	122.57%
深セン	-4.51%	165.81%
台湾	2.48%	24.13%
韓国	6.08%	43.95%
オーストラリア	2.84%	19.12%
インド	17.51%	48.77%
シンガポール	2.68%	31.42%
マレーシア	5.79%	28.95%
タイ	7.31%	34.35%
インドネシア	1.20%	46.41%
ニュージーランド	-1.40%	3.79%
フィリピン	5.21%	26.03%
パキスタン	7.25%	42.64%
スリランカ	2.29%	-3.94%
MSCIアジア	4.92%	21.89%
MSCIアジア (日本除く)	9.66%	47.48%

\*上記マーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次頁注書きを参照。

## アセット・アロケーション(資産配分)と直近のマーケット動向

中でもファンド・オブ・ファンズはリスク調整後のリターンを最大化を目標に運用されているものが多く、安定的なりターンへの期待から資金の流入が見られます。

### 直近のマーケット動向

アジアの主要株式相場は8月中旬以降大幅な上昇傾向にあったものの、11月に入るとほぼ全市場で下落基調に転じています(11月19日現在)。この調整は、**米国**サブプライム問題の長期化様相への懸念および中国の金融再引き締めへの警戒感の広がりというのが主な要因となっているようです。今回の調整を見ると、台湾、シンガポール株の下落も中国関連銘柄がけん引しています。他の市場も中国本土系銘柄を中心に売りが広がり、中国の上海総合指数も2007年11月19日現在では月初来で-11.5%、香港ハンセン指数は月初来で-12.4%となっています。

ハンセン指数は、サブプライム問題が顕在化した8月半ばからピークをつけた10月30日までに50%以上(上海総合指数は10月16日のピークまで約30%)も値上がりしたため、投機資金が利益確定売りに動いているとの報道も見受けられます。8月半ば以降、米国の信用不安を受けて行き場を失った投資マネーが、アジアに集中し市場が急騰するという状態が続いていましたので、これが調整局面を迎えているとの説にも納得感があります。

対米ドルで当局の許容変動幅の上限近辺に張り付いていた香港ドルも、今月に入り7.75香港ドルから7.78香港ドルまで下落しています。信用不安を受けて米ドル金利が下がったことを利用して、低金利の米ドルを調達して米ドルにペッグされている香港ドルに転換し、為替リスクを取らずに香港の資産に投資する「ベン・キャリー取引」(**米**FRB議長ベン・バーナンキと円キャリー取引かけた名称)を解消する動きが強まったとも言われています。実際にベン・キャリー取引がどれ程の規模で行われているかはわかりませんが、行われると見越した投機的な資金が株や不動産にシフトしていたことは確かなようです。

中国の政策次第ではアジア株の調整が長引く可能性もあるかもしれませんが、これまでも中国当局は金融の引締めを続けて

おり、大きな政策の変更はありません。今回の調整は、経済ファンダメンタルズの基調変更や政策の転換といった要因による調整ではなく、短期的に急上昇した市場に対する警戒感といった心理的要因が大きいのではないかと思います。したがって、この警戒感が払拭されるまで上値の重たい展開が続くかもしれません、大きく市場が崩れる可能性は低いと考えています。

### 活況な香港不動産事情

上記の通り、香港ドルは米ドルにペッグされているので、米国金利が下がると香港ドルの金利も下がります。香港では好景気が続いている中で、香港ドルの金利が下がり住宅ローン金利も低下したことから住宅投資の過熱感が強くなっています。こちらでは新卒何年目かで年収数百万円の人が住宅ローンで1億5千万円のマンションを買ったりするケースもみられます(本人は引き続き親元に住み、購入したマンションは貸して家賃でローンを返しつつ値上がり益を期待)。また、香港では家主の権利が強く、最近の不動産価格の上昇を受けて家主は2年に1回の契約更新時に、前回更新比+30%の値上げといった具合にかなり強気に家賃の値上げを要求するケースもあります。契約更新時には、大家が家賃を決め、嫌なら出てってくれといった態度で契約に挑んでくるため我々駐在員は契約更新前は戦々恐々とした日々を送ることになります。余談ですが香港の人たちは不動産投資がかなり好きなので、こちらの英字新聞を読むと香港や中国の不動産はもちろん、イギリスの住宅や南フランスの城やカタールのオフィスなど様々な投資物件の広告が載っており、週末にはホテルを会場にして様々な不動産投資セミナーが行われています。

(スパークス・インターナショナル(香港)リミテッド)

当資料は、スパークス・アセット・マネジメント株式会社がアジアの経済やヘッジファンド業界の情報を提供するために、スパークス・インターナショナル(香港)リミテッドの協力により作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。この資料は特定のファンドもしくは個別銘柄への投資勧誘を目的としたものではありません。当社およびスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものでなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・インターナショナル(香港)リミテッドに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

ホームページもご覧ください。  
<http://www.sparxgroup.com>

© 2008 SPARX International (Hong Kong) Limited

\*前頁のマーケット騰落率に使用している株価指数の詳細は次の通り。TOPIX: 東証株価指数、日経225: 日経平均株価、香港: HANG SENG INDEX、上海: SHANGHAI STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、深セン: SHENZHEN STOCK EXCHANGE COMPOSITE INDEX、台湾: TAIEX INDEX、韓国: KOSPI INDEX、オーストラリア: S&P/ASX 200 INDEX、インド: NSE S&P CNX NIFTY INDEX、シンガポール: STRAITS TIMES INDEX、マレーシア: KUALA LUMPUR COMPOSITE INDEX、タイ: STOCK EXCHANGE OF THAI INDEX、インドネシア: JAKARTA COMPOSITE INDEX、ニュージーランド: NZX 50 FF GROSS INDEX、フィリピン: PSEI - PHILIPPINE STOCK EXCHANGE INDEX、パキスタン: KARACHI 100 INDEX、スリランカ: SRI LANKA COLOMBO ALL SHARES、MSIアジア: MSCI AC ASIA PACIFIC、MSIアジア(除く日本): MSCI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN

## 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券などの値動きのある証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではなく、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

ロング・ショート戦略のファンドは売建て(ショート・ポジション)取引を行いますので、売建てた株式が値上がりした場合、基準価額が下落する要因となります。また、ロング・ポジションおよびショート・ポジションの双方が誤っていた場合、双方に損失が発生するために、通常の株式投資信託における損失よりも大きくなる可能性があります。

また、ファンドオブファンズ戦略のファンドは、パフォーマンス連動債の発行体に対する信用リスクや、新興国市場への投資リスク、レバレッジの利用によるリスク等、ファンドオブファンズ戦略に特有のリスクも伴います。

上記は投資信託に係るリスクの一部を記載したものであり、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、お申込みの際は投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面の内容をよくお読みください。投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関は、投資者保護基金には加入しておりません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

## 追加型公募投資信託に係る費用について

スパークス・アセット・マネジメント株式会社における追加型公募投資信託に係る費用の上限は以下のとおりです。

### ●直接ご負担いただく費用

申込手数料	: 上限3.15%(税込)
解約手数料	: なし
信託財産留保額	: 上限0.5%

### ●投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬	: 上限1.995%(税込)
実績報酬(※)	: ファンドにより、実績報酬がかかる場合があります。

※実績報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

## ご留意事項

上記に記載しているリスクや費用の項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。

投資信託の取得のお申込みをする場合には、販売会社から投資信託説明書(目論見書)および目論見書補完書面をあらかじめお渡ししますので、必ずお受取りになり、投資信託説明書(目論見書)等の内容をよくお読みいただいた上、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第346号  
 (社)投資信託協会会員 (社)日本証券投資顧問業協会会員