

二〇一一年CFA協会年次大会に出席して

～証券市場の混乱を乗り越えるための方策～

福田 徹

一、はじめに

五月八日から、一日までの四日間、“Invest in the future (将来へ投資する)”と銘打ち、イギリスのエディンバラでCFA協会(CFA Institute)年次大会が開催された。久しぶりのヨーロッパでの大会ということもあり、出席者が約一二〇〇人超、展示業者が二九社を数え、例年と比較すると規模の大きいものとなった。年次大会では、会員総会が開催されるほか、証券アナリ

スト業務に関わるさまざまなテーマについて、著名なゲスト・スピーカーが報告を行う教育プログラムにほとんどの時間が割かれている。開催地となったエディンバラはイギリスを構成する四つのカントリーの一つであるスコットランドの首都である。旧市街と新市街の美しい町並みは、ユネスコの世界遺産となっており、多くの観光客が訪れていた。また、同市はヨーロッパでも屈指の金融業の集積地となっていて、ロイヤルバンク・オブ・スコットランドやスタンダード・ライフなどイギリスを代表する企業が本拠を構えていること

でも知られている。

さて、今回の大会であるが、ここ数年間において財政、金融の両面で行われてきた景気刺激策についての出口戦略に関わる議論が中心であったように思われる。具体的には、今後の金融政策のあり方やこれまで実施されてきた景気刺激策の副作用を論じるものなどが挙げられるだろう。また、サブプライム危機時に様々な問題を露呈したリスク管理手法に対する最近の動向や行動ファイナンスから見た投資家心理などに焦点を当てたプログラムが組み込まれていたの目も引いた。これは、これまでファイナンス分野の前提条件であった一方、実態を十分に表していないと批判され始めた投資収益率分布の正規性や投資家が合理的に行動するという仮定等に対する対応策と位置付けられよう。当然ながら、これからの資産運用のあり方、新たな金融商品の現状などを紹介するもの

も少なからず用意されていた。

具体的な大会の進め方であるが、以下の通りになっている。初日の夕方の特別講演（今回はリアカット・アハメド (Liakat Ahamed) 氏の「世界を破壊した銀行家たち (The Bankers Who Broke the World)」から大会がスタートする。その後の一日の基本的なスケジュールは、午前中が全員参加のプログラム、午後からテーマ毎に分かれての分科会が開かれる形式となっている。午後後の分科会では、マクロ経済、株式分析、確定利付証券分析、ポートフォリオ管理、リスク管理、オルタナティブ投資、企業経営、個人資産管理、規範・倫理・制度の九つの分野に関する専門家が現時点における関心事になっている主題について報告が行われる。加えて、午後の分科会前に開かれる協賛企業主催によるプレゼンテーション、夕方から始まるレセプションを含め、大変盛りだくさ

んなプログラムが組まれていた。今年の大会で注目されたプログラムとしては、一九二九年以降の大恐慌が数人の中央銀行家によって引き起こされたとする『金融の権力者たち』(Lords of Finance) 二〇〇九年のピューリッツァー賞を受賞したリアカット・アハメド氏、行動ファイナンスで著名なサンタ・クララ大学のメイア・スタットマン教授、ジョージ・ソロス氏と共にクォンタム・ファンドを立ち上げ、現在は冒険投資家として知られるジム・ロジャース (Jim Rogers) 氏などによる報告であった。

本稿では、筆者が興味深く感じたプログラムを中心に、そこで報告された内容を要約する。また、欧米の投資運用業界が、現時点において注目している事柄を整理して盛り込もうと思う。

図表1 エディンバラ城



(出所) 筆者作成

2011年 CFA 協会年次大会に出席して～証券市場の混乱を乗り越えるための方策～

図表2 大会の行われたアッシャー・ホール



(出所) 筆者作成

図表3 午前のプログラムの内容

9日	10日	11日
<ul style="list-style-type: none"> ・ The Outlook for Employment, Inflation, Output, and Other Key Measures David Blanchflower ・ Managing Unquantifiable Portfolio Risks: Politics, Policy, and Geopolitics Pippa Malmgren ・ Bonfire of the Currencies James Grant 	<ul style="list-style-type: none"> ・ The Risks of Global Imbalances Willem H. Buiter ・ Challenging Industry Norms: What Do Financial Reports Really Report? Ian Mackintosh, Jon Moulton, Karl Debenham, Martyn Jones ・ What Investors Really Want: Lessons from Behavioral Finance Meir Statman 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy Raghuram G. Rajan ・ Enacting Innovative Regulatory Reforms, Fighting Fraud, and Building Trust for Investors in an Emerging Market Sanusi Lamido Sanusi ・ China, Commodities, and Currencies: A Global Investor's View of the World Jim Rogers

(出所) CFA 協会年次大会の資料を利用して筆者作成

図表4 午後のプログラムの内容（題目のみ）

9日	10日
<ul style="list-style-type: none"> ・ The Future of the Hedge Fund Industry ・ The Evolution of Risk Management ・ Navigating European Credit Markets: High-Yield and Distressed Debt ・ Unit-Linked Life Insurance: Cost Drivers, Hidden Payments, and the Tax Deferral Argument Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports ・ The Coming Japanese Hyperinflation? 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Adding Value through Values: The Evolution of Sustainable and Responsible Investing (SRI) ・ Currency Wars: Choose Your Weapon ・ The Flaws of Our Financial Memory ・ Keynesian vs. Classical Economics: What Is Relevant in Today's Markets? ・ Predatory Trading, Crowded Exits, and Other Unusual Risks in Short Selling
<ul style="list-style-type: none"> ・ All Markets Are Not Created Equal: Opportunities in Emerging Markets and Beyond ・ Farewell, Punch Bowl: From Inflation Targeting to Credit Targeting ・ Asset/Liability Management and the Private Client: Fees and Human Capital at Risk ・ Investing in Private Equity ・ Active Fixed-Income Management in the Eurozone and Beyond 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Wall Street Revalued ・ Next Generation Asset Management ・ Identifying and Profiting from Market Cycles ・ Asset Allocation and Risk Strategies ・ How Financial Models Shape Markets

（出所） CFA 協会年次大会の資料を利用して筆者作成

二、インフレとデフレのいずれを 選択するか

今回の大会において特徴的であった点として挙げられるのは、午前中に行われる全員参加のプログラムのほとんどがマクロ経済に関わる現状分析や今後の政策に対する提言に割かれていたということであろう。これが、サブプライム危機後に実施された経済政策が曲がり角にきているという認識のためであるか、主催したエディンバラのCFA協会がこの分野に対して多大な興味を持っているためであったかはわからない。以下では、それらに関して論じたプログラムを紹介しようと思う。

前述したリアカット・アハメド氏の特別講演では、二〇〇八年のサブプライム危機を発端とした

信用不安と一九二九年に発生した暗黒の木曜日後のそれを引き起こした原因が類似しているものの、その後の対応が異なっていたとして議論を進めている。同氏が引き起こした原因として指摘したのは、国際収支の不均衡である。つまり、一九二〇年代においてヨーロッパが多額の資金をアメリカから借り入れていたのと同様に、最近ではアジアからアメリカへと資本が移動しているという点である。そして、この不均衡が一九二九年における株式および今回の住宅に関するバブルを生じさせたと述べた。しかしながら、今回のバブル崩壊後における積極的な政策対応は一九二九年後に起こった大恐慌を回避させていると評価している。つまり、同氏のピューリッツァー賞を受賞した著書と異なり、今回の危機に対して中央銀行家は適切なかじ取りをしたと見られるのである。

ただし、現況に対するいくつかの注意点も提示

している。その一つが一九二九年時と比較して金融セクターの規模が格段に大きくなっていることである。従って、それを安定へと導く正しい手段について未だ確信が持てない状態にあるとした。

また、国際的な金融システムを維持するにあたって、それを主導できる国が存在しないということを注意点として挙げている。つまり、アメリカの地位が低下した一方で、それに取って代わる国が存在しないのである。そして、この空白は金融秩序を保つ上で不安材料になるとの懸念を示した。

さて、適切であったと評価されている危機への政策対応であるが、巨額の財政赤字と中央銀行のバランスシートの膨張をもたらしたのも確かである。これらへの対策のタイミン等については、元イングランド銀行金融政策委員会の外部委員であり、現ダートマス大学経済学部のデビット・ブランチフラワー (David Blanchflower) 教授が「雇

用、インフレ、生産および他の重要経済指標の見通し」(The Outlook for Employment, Inflation, Output, and Other Key Measures) という表題で論じた。同教授はインフレとデフレのいずれを選択するかという段階にあると述べ、前者がより望ましいと断じた。つまり、拙速に財政および金融に関する引き締め政策に転じることでデフレに陥るよりは、インフレ圧力が強まろうとも現在の政策を追求した方が良いというものである。

同教授は、この理由として二点挙げている。その一つは金融政策を実施する上でインフレの方が扱いやすいということである。インフレであれば利上げで対応すれば良いが、デフレでは政策金利の操作では対応できなくなる場合があるからとしていた。もう一つ指摘されていたのは、インフレに伴う住宅価格の上昇によって不良債権問題が緩和するという点である。

また、今後のインフレの見通しについては、一次産品中心に価格上昇が想定されるものの、加工品に関してはその可能性は低いとの見解を示した。これについては、グローバル化によって労働者間の競争が激しくなり、その結果として賃金インフレが想定しづらいためであると理由付けている。そして、全体では依然としてデフレ圧力が強く、それを注視すべきであると述べた。

現在の政策対応に関する出口戦略にさらなる言及をしたのが、元BBC会長であり現フルクラム投資顧問等の共同設立者ガヴィン・デイヴィス(Gavyn Davies)氏による「ケインジアン対古典派経済学…今日の市場においてなにが重要であるか。」(Keynesian vs. Classical Economics: What Is Relevant in Today's Markets?) である。ケインジアンの観点および古典派経済学のそれを紹介した後、出口戦略については財政政策への対応が

より緊急性が高いとした。

これは、多くの先進国において国内総生産に対する政府負債の比率が一〇〇％に近づいているためである。そして、この比率が九〇％を超えた場合には、長期的な経済成長に悪影響を及ぼすという実証研究（ロゴフとレインハート (Rogoff and Reinhart) によるもの) を持ちだして警鐘を鳴らしている。さらには、この研究によると増税による歳入増よりも歳出削減が政府負債の比率を低下させるために効果的であったと述べた。一方、金融の量的緩和状態については、即座にインフレへと結びつくわけではないと論じている。この根拠となるのは、マネタリー・ベースの増加率が量的緩和によって大幅に上昇したものの現時点において落ち着いていること、M2の増加率が比較的に安定していること等から、資金が金融システムの中に滞留しているとの推察である。従って、採り

うる出口戦略としては、財政の引き締め政策への転換と金融緩和政策の継続と結論づけた。

三、インフレの副作用

全体の基調として、インフレ容認という姿勢が強調されているように思われたが、それがもたらすリスクについての議論も存在していた。キャノンバリー・グループ等の創立者であるピッパ・マラムグレン (Pippa Malmgren) 氏による「数量化できないポートフォリオ・リスクの管理：政治、政策および地政学」(Managing Unquantifiable Portfolio Risks: Politics, Policy, and Geopolitics) もその一つである。同氏は、数量化が困難な政治に関わるリスク等が投資を行う上での重要な注意点として復活したと主張している。また、それを予測不能な大災厄であるブラック・ス

ワンとして簡単に片付けるべきでない」と強調した。

ベルリンの壁崩壊後の二〇年間、物価の安定が継続していたと評価されよう。しかしながら、昨今の食料品などの生活必需品を中心とした物価上昇は、発展途上国を中心に政治的不安定性をもたらしつつあるとした。例えば、今年の初めに「中東の春」が起こったのは偶然ではなく、その背後には食料品の供給不足や価格上昇があったとされている。さらには、このような政治に関わるリスクは中東のみではなく、他の国々へ伝染する可能性を秘めていると指摘した。同氏は、物価の上昇率が高まったことに加えて失業者の増加が見られる中国もその対象になるかもしれないと予想した。

以上のように、インフレの高まりとともに政治的な不安定性が投資を行うための注意点としての

存在感を強めているのである。一方、投資家は長期間にわたって継続した物価安定のおかげで政治に関わるリスクを評価する重要性を忘れており、それに対処することが急務であると述べた。

インフレの常態化は、金融商品の選択にも影響を与える。当然ながら、債券市場に対する弱気の見通しが支配的になっていった。前述のジム・ロジャース氏による「中国、一次産品そして通貨…地球規模の投資家による世界に対する視点」(China, Commodities, and Currencies: A Global Investor's View of the World)では、「債券を保有しているのならばそれを売却しなさい。もし、固定利付証券の運用担当者であれば、転職した方が良い。」とまで言われていた。

なお、同氏が投資対象として推奨していたのは、一次産品である。一九九九年から始まった一次産品の強気相場は今後とも継続するだろうと見

通しを提示した。その理由として、サブプライム危機によって一次製品の生産に関わる設備投資が落ち込んだ結果、今後とも供給が必要に追い付かない状態が続くと予想されることを挙げている。

そして、景気回復を前提とすれば当然の帰結であるし、そうでない場合も他の投資対象よりも期待できると語った。なお、そうでない場合（不況期）においては、アメリカ政府が大量の紙幣を増刷すると想定され、特にその原料となる綿の需要拡大が注目されるとした。また、農産品については、それに関わる産業がこれから巨大なものになると述べ、農業従事者には将来性があるとして有望職種と位置付けた。

もう一つの推奨対象となっていたのは、中国の株式である。同氏によると、中国は今後様々な困難に直面するであろうが、南北戦争や何度もの金融危機を乗り越えて超大国となったアメリカと同

様な過程を歩んでいると評価された。また、世界最大の債権国であるという立場によって、より多くの才能や資本を惹きつけるであろうと主張した。唯一の中国投資の懸念材料として取り上げられたのは、水不足の問題である。これを解決できなければ、今後の経済成長見通しに陰りが生じるとしている。

四、新たな投資手法を見出すために

一九八〇年代以降、資産運用や金融商品の開発において、様々なファイナンス理論が多大な貢献をした。身近な例を挙げるならば、ポートフォリオ理論やオプション理論である。ただし、それらが多くくの仮定の上に成り立っていたのも確かである。そして、昨今の行動ファイナンスに基づく実

証研究やサブプライム危機における金融商品の実際の価格形成から、それらの仮定を盲目的に信頼することは危険であるという認識がなされるに至っている。今回の大会では、それに対応するためのプログラムもいくつか用意されていた。

その一つとして挙げられるのが、ブラック・ロック・ソリューションの最高経営責任者であるスタン・ベッカーズ (Stan Beckers) 氏の「リスク管理手法における進展」(The Evolution of Risk Management) である。その内容は、最も高く評価してもこれまでのリスク管理手法は不完全な科学に過ぎないと断じた上で、その理由を整理するものであった。

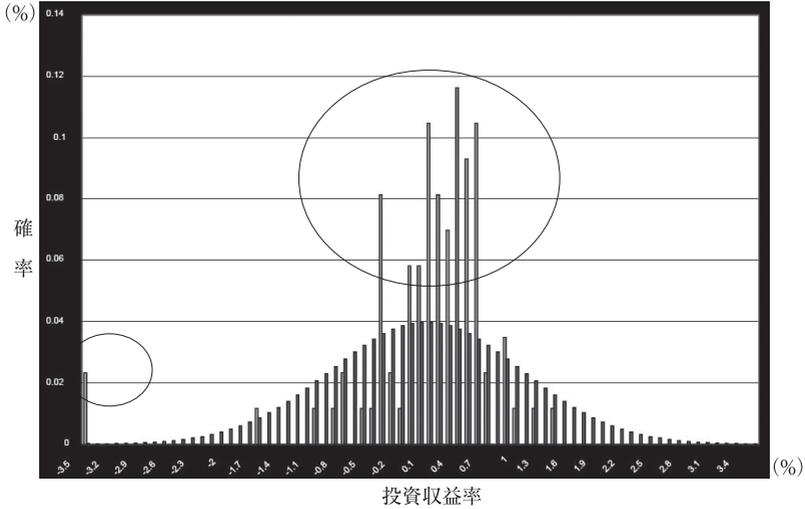
まず、最初に指摘されたのが、将来の投資収益率の見通しなどに用いられる正規分布という仮定の不適切さである。同氏は正規分布 (normal distribution) に従うのは、市場が通常 (normal) の

状態にある場合のみであるとした。そして、そうでなければその仮定が通用せず、リスク管理という目的を鑑みれば大きい問題が生じると述べている。さらには、図表5で示されるような大きい損失を被る部分において比較的高い確率となる分布を持つ金融商品も存在しているという事実を指摘した。

さて、もう一つの理由であるが、金融商品間における投資収益率の相関性の不安定さである。そして、この不安定性の傾向が輪をかけてリスク管理を無力化させる。なぜなら、証券市場の急落時において、相関性が高まるのである。つまり、ポートフォリオで保有することによるリスク分散効果が、それを最も必要とする局面において効果を失ってしまうのである。

また、これを解決するべくいくつかのリスク管理手法が提案されているが、いずれも決定版でな

図表5 確定利付証券に投資するヘッジ・ファンドの投資収益率分布 (主に丸をつけた部分)



(出所) 筆者作成

いと主張した。なぜなら、市場を異常な状態に陥らせるのは流動性の欠乏によるものであり、これを計量的なモデルに基づく手法で表現するのは困難であるというのがその理由である。

先駆的な行動ファイナンスの研究者として知られるサンタ・クララ大学のメイア・スタットマン (Meir Statman) 教授は、「投資家が本当に望んでいること…行動ファイナンスに基づく教訓」(What Investors Really Want: Lessons from Behavioral Finance) という表題で、投資家が必ず合理的に行動するというファイナンス理論を導き出す上で用いられる仮定に対して疑問を投げかける一方で、そのように振舞うよう助言を与えることがファイナンシャル・アドバイザーの役割であると述べている。

同教授は、投資家が必ず合理的という訳ではなく標準的であると評価した。標準的とは、賢明で

あると同時に愚劣でもあるという意味である。なぜなら、高価な腕時計の購入などと同様に投資を行うことの恩恵として、実利的な利益の他に衛示的な欲望の充足および情緒的な満足が存在するからである。従って、実利的な利益以外の恩恵をも得ようとすることで、非合理的な行動を選択してしまふのである。もっと具体的に投資家が本来に望んでいるものを挙げるならば、1)より高い利益を獲得すること。2)証券市場で行われているゲームを楽しむ上で勝利すること。3)恐怖を払いのけて希望を満喫し、後悔を避けること。4)税金を支払わないこと。があると主張した。

ファイナンシャル・アドバイザーの職務は、投資家が1)に基づく行動以外のものを取らないように導くことであると述べている。そのためには、最初に投資家の希望、誤解や感情を十分に認識しなければならぬとした。そして、次の段階にお

いて証券・金融市場および人間の行動に関する学問に基づいた知識を教え込めとした。その場合、論理的に実例を挙げながら行うことが効果的であるとされている。例えば、顧客が流行し始めたマーケット・タイミングを利用する運用手法に興味を示したとしても、過去の実績を勘案すれば長期にわたって買い持ち戦略を実施する方が有利であったと説明すべきであると語った。

「金融の理論モデルはどのようにして市場を方向付けるか？」(How Financial Models Shape Markets)という表題でオプション取引における価格形成の特殊性を論じたのは、エディンバラ大学で社会学の教鞭をとるドナルド・マッケンジー(Donald MacKenzie)教授である。同教授は、ブラック・ショールズ・モデルの登場によって、オプション価格の形成が明らかに変化したことについて実証研究を論拠として指摘した。つまり、

ファイナンス理論に基づくモデルは現実の価格形成を描写している訳ではなく、多くの市場参加者の利用によって価格をモデルに適合するように歪めてしまう場合もあり得るということである。多くの理論モデルが証券・金融市場で利用されている現在、そういった歪みがなんらかの副作用をもたらす可能性を考慮すべきなのかもしれない。

五、終わりに

さて、今年も多くの協賛企業の常設展示が行われていた。企業のバラエティも幅広く、信託銀行、資産運用会社、運用評価会社、情報端末サービス会社、投資分析ソフトウェア提供企業、出版社、データ・ベース提供会社などが出展し、活発にセールスを行っていた。ただし、これまで増加の一途をたどってきた計量分析に利用するため

のソフトウェアやデータを提供する企業の比率は低下しており、全体の四割弱となっていた。これは、あらゆる分野でのコンピュータ利用に積極的なアメリカでは無く、イギリスが開催国であったためなのかもしれない。興味深いところでは、ワールド・ゴールド・カウンスルが参加しており、投資家が商品市場に対して多大な注目を持っていることを表すものとなっていた。

なお、来年の大会は、アメリカ中西部の中心地であるシカゴで開催される。同国における最新の投資運用の手法や証券規制に対する考え方についての方向性などに触れる上で格好の機会を与えることになるであろう。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)