

## 二〇一三年CFA協会年次大会に出席して 〜アジアで初めての開催〜

福田 徹

### 一、はじめに

五月一九日から二二日までの四日間、シンガポールでCFA協会(CFA Institute)年次大会が開催された。初めてアジアで開かれる大会ということもあり、出席者が五八カ国から約一三〇〇人超、展示業者が三二社を数え、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。開催地となったシンガポールはアジア有数の国際金融センターとして知られている。シエントン・ウェイにはDBSなどの地元の銀行やHSBC等グローバルに展開する金融機関が軒を連ね、急成長する東南アジア諸国に対する資金の供給源となつていとされる。また、ブランド・ショップの立ち並ぶ華やかなオーチャード・ストリートは大変な人出となつており、シンガポールのみならず好景気で潤う周辺国の人々に対して魅力的なショッピング・セン

ターを提供しているように感じられた。

さて、今回の大会であるが、シンガポールで行われたこともあり、アジアおよび新興国市場に対する投資の将来性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、日本、中国、東南アジアそれぞれについての今後の見通しやアフリカ市場の将来性について様々な角度からの報告がなされていた。特に株価の低迷の続く中国に関しては数人の専門家による座談会が持たれるなど、念入りに検討が加えられていた。また、アジア各国の金融制度改革に焦点を当てたプログラムも組み込まれていた。それら以外では、将来の不確実性を評価する手法や行動ファイナンスを用いたポートフォリオ管理など先端的なファイナンス理論を応用したものの紹介、転換期を迎えているとされる投資運用ビジネスの今後など多岐にわたる内容のプログラムも用意されていた。

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（今回は英エコノミスト誌のエネルギー、環境、技術革新の担当記者であるヴィジャイ・ヴァイティーズワラン (Vijay V. Vaitheeswaran) 氏の「欲求、迅速、貪欲（イノベーションをもたらし続ける世界へようこそ）(Need, Speed, and Greed: Welcome to the Innovation Economy)」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、投資運用会社経営、個人資産管理、規範・倫理・制度などの分野に関する専門家により、現時点における関心事になっている主題についての報告が行われる。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ロゼンテーション、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は、著作『エネルギーを人々へくるべきエネルギー革命はどのように産業を変容させ、我々の生活を変化させ、そして地球の環境を守るのか』(Power to the People: How the coming Energy Revolution Will Transform an Industry, Change Our Lives and Maybe Even Save the Planet) の二〇〇五年のジャーナリスト賞を国際エネルギー学会から与えられたヴィジャイ・ヴァイティーズワラン氏、二〇一一年のノーベル経済学賞の受賞者であるニューヨーク大学のトーマス・サージェント (Thomas J. Sargent) 教授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。

## 一、成長の壁を乗り越えるには

今回の大会においては、新興国の経済成長を背景としたそれら国々に対する投資の将来性が中心的なテーマとなっていたのは確かである。そして、これら国々の長期的な成長を阻む最大の要因として挙げられるのは、限られた資源による制約であろう。ヴィジャイ・ヴァイティーズワラン氏の特別講演「欲求、迅速、貪欲イノベーションをもたらし続ける世界へようこそ」では、イギリス一国の繁栄をもたらすために地球半分の資源を消費したが、インドをその水準まで引き上げるのにいくつ分必要なのかという問いかけから始まった。そして、現在の新興国を中心とした経済成長が継続した場合に予想される状況と、それらも

図表1 大会の行われたマリナ・ベイ・サンズ



(出所) 筆者作成

図表2 大会の様子



(出所) 筆者作成

図表3 午前のプログラムの内容

20日	21日	22日
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ The Roaring Dragon: Global Investment Implications of a Rising China <i>John Wong,</i> <i>Jonathan Anderson,</i> <i>Ng Kok Song,</i> <i>Wu Shangzhi</i></li> <li>・ Lessons from a Whistleblower: Putting Integrity into Practice <i>Michael Woodford</i></li> <li>・ Rational Expectations and Ambiguity <i>Thomas J. Sargent</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Investing in the Frontier: Placing the Opportunity in a Global Context <i>Dambisa Moyo</i></li> <li>・ The Great Convergence: Asia, the West, and the Logic of One World <i>Kishore Mahbubani</i></li> <li>・ Investing in a Low-Yield World <i>Lim Chow Kiat</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Challenging Industry Norms: The Future of Finance <i>Aaron Low,</i> <i>Fred Hu,</i> <i>Mark P. Delaney,</i> <i>John D. Rogers</i></li> <li>・ The Central Banker's Potemkin Village <i>J. Kyle Bass</i></li> <li>・ Geography's Role in Shaping History, Politics, Economics, and Societal Imperatives <i>George Friedman</i></li> </ul>

(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)

20日	21日
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Will You Avoid the "Death of Asset Management"? Surviving and Thriving in a Low-Return World</li> <li>・ The New Era of Global Bonds</li> <li>・ Sustainability: An Investment Perspective</li> <li>・ Investing and Withdrawal Strategies during Retirement</li> <li>・ Extended Session: Valuation in the Face of Uncertainty</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Harvard, Yale, and Alternative Investments: A Post-Crisis View</li> <li>・ Expectations of Reform in the Chinese Capital Markets</li> <li>・ The Short Seller's Dilemma: Financial and Ethical Considerations When Taking Short Positions</li> <li>・ The Journey Matters: Utilizing Behavioral Finance in the Management of Client Portfolios</li> <li>・ Extended Session: Detecting Asset Bubbles Before They Burst</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Currencies: Diversification and an Inflation Hedge</li> <li>・ Charting Effective Financial Reform in Asia</li> <li>・ Leading an Asia-Pacific Asset Management Firm in the Next Decade</li> <li>・ The Proper Use of Derivatives</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Investment Risk in the Real World</li> <li>・ Beyond Asset Allocation: Investing in a Broken Market</li> <li>・ Helping Families Manage Business and Generational Transitions</li> <li>・ Private Equity Investing in Southeast Asia: Anatomy of a Boom</li> <li>・ Trust and Human Relationships: The Core of Client Relationship Management</li> </ul>

(出所) CFA 協会年次大会の資料を利用して筆者作成

たらず問題点を解消するためのイノベーションを  
活発化させる手段について提示している。

まず、将来において予想される状況であるが、  
三点指摘している。その一つは、二一世紀半ばに  
は、世界の人口の七〇％が都市に住んでいるであ  
ろうというものである。もう一つは、人口の年齢  
別構成比が高齢者側に大きく偏るとしている。そ  
して、最後の一つとして、中国やインドおよび他  
の新興国の経済成長が継続した場合、新大陸の発  
見に比すべき世界経済の在りようを変化させる力  
を持つ可能性がある」と述べた。そして、これら三  
つの状況がもたらす効果によって、天然および人  
的資源の枯渇が大きい問題点として浮かび上がる  
であろうとした。また、この問題点は世界各国間  
に大きい摩擦を生じさせるかもしれないと推察し  
ている。

同氏は、様々なイノベーションを登場させるこ

とがこの問題点を解消するための最も良い方法で  
あるとし、そのためには十分なインセンティブの  
付与、利己心の喚起、市場原理の徹底がそれを促  
進するであろうと述べている。また、それを活発  
化させるためのいくつかのルールを提案してい  
る。具体的には、素早く行動すること、賢く協力  
すること、潔く失敗することを挙げていた。な  
お、素早く行動することとは、発展する通信技術  
を利用してアイデアを瞬時に授受する一方でそれ  
を生かした新製品を絶え間なく開発し続けるとい  
う意味である。賢く協力することとは、変革のた  
めのアイデアを生み出すための手段になると考え  
られる、異業種間での開かれた連携を指してい  
る。そして、潔く失敗することとは、誤ったやり  
方を即座に捨て去った上でその経験から十二分に  
学ぶという意味である。

また、同氏はボトム・アップ型の社会システム

が重要であることも強調していた。筆者の私見であるが、アジアを中心とした開発途上国にとってボトム・アップ型の社会システムの構築が、経済成長を次のステージに押し上げるための不可欠な要因であると認識させることを同氏は意図していたのではなからうか。つまり、これらの国々の多くはこれまでトップ・ダウン型の典型である開発独裁的な手法によって効率的に経済を拡大させて来ており、いずれそれが行き詰った場合においてこれが処方箋になると考えられるからである。ただ、官僚主導で発展を遂げた我が国においてもボトム・アップ型の社会システムが完全に根付いている訳ではないという現状を鑑みると、なかなかの無理難題であるかもしれない。いずれにせよ、同氏の報告は多くの示唆に富むものであったように思われる。

### 三、注目される「人口の年齢別構成比」

今大会のキーワードとして頻出したのは、「人口の年齢別構成比」である。この言葉は、いずれの新興国に投資を行うべきかという判断材料としても、資産運用ビジネスの将来性を測る指標としても登場している。以下では、「人口の年齢別構成比」を用いた様々な事柄に対する説明を紹介したい。

まず、投資の判断材料としての「人口の年齢別構成比」である。「フロンティアへの投資」グローバル化が進展する状況下において投資機会を探る (Investing in the Frontier: Placing the Opportunity in a Global Context)」と云う題目で報告を行ったゴールドマン・サックスのエコノミ

ストや世界銀行のコンサルタントを歴任したダン・モヨ (Danbisa Moyo) 氏は、アフリカへの投資に注目する理由として「人口の年齢別構成比」の形状がピラミッド型であることを理由の一つとして指摘している。つまり、アフリカにおける二五歳以下の人口構成比は現在のところ六〇〜七〇%という高水準にあり、今後の持続的な経済成長が期待できるということである。また、かつての混乱の代名詞であったルワンダが二〇一三年に四億ドルに上るソブリン債を国際市場で発行できたことを引き合いに出し、アフリカ固有の様々なリスク要因が大幅に縮小したとしていた。なお、投資対象として評価されるものとして、アフリカ各国の企業の他、ユニリーバやネスレなどの同地域で幅広く事業を展開するグローバル企業の名前を挙げている。

その点においてアフリカと反対の評価を受けて

いたのが中国である。パネル・デイスカッション「吼える龍―勃興する中国に対するグローバル投資の意味 (The Roaring Dragon: Global Investment Implications of a Rising China)」のパネラーの一人であるジョン・ウォン (John Wong) 氏は今後の中国の「人口の年齢別構成比」の形状が壘型に近づくことの影響について言及している。その内容は、これまで経済成長を支えてきた労働力人口の増加が二〇一二年頃から縮小に向かい始めており、最終的には製造業の国外移転を検討せざるを得なくなるといったものであった。つまり、これまでの中国の成長を支えていた安価な労働力を背景とした輸出主導による経済成長モデルの継続が困難になるということである。従って、産業構造を転換して労働生産性を上昇させるための施策が急務であるとしていた。また、国内総支出の内訳を現在の設備投資主体から個人消費中心へと移

行させるべきであると述べている。

続いて、資産運用ビジネスに対する「人口の年齢別構成比」による評価である。リスク管理や資本市場に関わるコンサルタントであるサタジット・ダス (Satyajit Das) 氏による報告「資産運用ビジネスの死を避けられるか？」低投資収益率の世界における生き残りと成長」(Will You Avoid the "Death of Asset Management"? Surviving and Thriving in a Low-Return World) では、真っ先にこれについて言及している。同氏によると、ここ数十年間の先進国における資産運用ビジネスの繁栄の一端を担っていたのは、「人口の年齢別構成比」であったとしている。つまり、老後のための蓄えを確保せざるを得ない労働者の人口比率が高かった時代においては、運用資金を集めるのは簡単であったということである。しかしながら状況は変化しており、これまで通り

のビジネスを続けるのは困難になりつつあると、対応策の必要性を説いていた。

#### 四、投資家の予見に多様性を組み入れる

伝統的なファイナンス理論においては、投資家が将来における投資収益率の分布の形状を予見し、そこから平均値に当る期待投資収益率と標準偏差に当るリスクを判断材料として、投資活動を考慮するとしている。さらには、予見される投資収益率の分布の形状は、全ての投資家間で一致しているという合理的期待形成仮説と言われる前提条件も課されている。これを現実の世界へそのまま当てはめられるのであろうかという疑問を提示したのが、トーマス・サージェント教授の「合理的期待形成とあいまいさ」(Rational Expecta-

tions and Ambiguity) という題目の報告であった。同教授は以上の前提条件を緩めたとした場合の最近の研究に言及している。なお、同教授はかつてこの合理的期待形成仮説を唱える中心的な存在であっただけに、どのようにこれを扱うかについて興味を惹かれるところであった。以下では、同教授の報告を筆者の追加的な説明を加えたいうえでわかりやすく説明しようと思う。

さて、合理的期待形成仮説という前提条件を緩めるという具体的な方向性であるが、投資家が将来における様々な投資収益率分布の形状に直面するというものであった。題目の「あいまいさ」とはこの状態を指しているが、投資家間で投資収益率分布の形状の一致がなされないと見ることもできよう。つまり、将来における投資収益率の分布の形状自体が不確実なのである。平均値は同一と仮定した上で将来の投資収益率の分布が確実であ

る場合とそうでない場合において、投資家はどちらを選好するであろうか。これについては、一九六〇年代にダニエル・エルズバーク氏 (Daniel Ellsberg) による実験が行われており、一般的に投資家は前者を好むという結果になったとされている。この事実は、不確実性回避的行動と呼ばれている。従って、将来における投資収益率の分布の形状自体の不確実さは、投資家にとってリスクと認識されていると考えられる。

この事実を、投資家の資産選択に関する理論に持ち込んで導出されたのが、ジェームス・ダウト S. R. C. ウェアラング (James Dow and S. R. C. Werlang) によるモデルである。トーマス・サージエント教授は、不確実性回避的行動のアナロジーとして投資家がミニマックス法に基づいて効用を最大化すると仮定した上で、簡単な例を用いてその結果をわかりやすく説明している。つま

り、直面する様々な投資収益率分布のそれぞれから最悪の事態を取り出し、その中で最良なものを得られるよう行動するということである。このモデルによれば、ある程度以上の収益が見込めなければリスク資産に対しての投資（空売りを含めて）は行われまいという結論が導かれる。つまり、投資家が不確実性回避的行動を取る場合、投資を差し控えることがあるという意味である。

さらには、相対エントロピーという概念を用いて投資が行われまいという状態の多寡を示している。なお、この概念は将来の投資収益率分布の形状に関する投資家間の違いの程度を表すものである。そして、相対エントロピーが大きくなれば、より投資を控えるようになるとしていた。これは、投資家間で先行きの見通しにばらつきがある程、投資が行われまいということである。言い方を換えれば、投資家は相対エントロピーが大きい

程、より高いリスク・プレミアムを要求するようになる」と解釈できる。

以上の様に、トーマス・サージエント教授は投資家の不確実性回避的行動まで考慮した上でリスク・プレミアムを推定しなければならないということを示唆した。筆者もそのことに関しては同意するところである。特に、見通しが大きく分かれるようになった状況においては、市場の価格変動が高まって大幅に調整する場面が多い。これも相対エントロピーの増大によるものと推察されよう。ただし、相対エントロピーを算出するために必要となる将来の投資収益率分布の形状に関する投資家間の違いの程度を推し量るのは、かなり困難ではなからうか。

## 五、終わりに

我が国に言及する報告もいくつか存在していたのは確かである。それを中心に据えていたのは、元オリンパス社CEOのマイケル・ウッドフォード (Michael Woodford) 氏の「不正の告発者からの教訓―職務を誠実に果たした結果」(Lessons from a Whistleblower: Putting Integrity into Practice) である。彼はオリンパス社の会計不正の内容とCEOを解任されるまでの経緯を具体的に面白おかしく説明し、出席者を沸かせていた。ただし、時間が無かったこともあり、これ以外のインタビューで述べているようなこの事件の背後にある我が国独特の慣行である企業の株主持合い等の問題を指摘しなかったのは残念であった。また、他の報告でアベノミクスに触れたいく

つかのコメントがあつたが、いずれも消化不良という感が否めなかった。

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、投資銀行、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、金融教育支援会社、法律事務所などが出展し、活発にセールスを行っていた。金融教育支援会社はこれまで見られなかったものである。これらは、CFA等の資格取得の支援や証券化商品等に関わる新たな資格の提供を主な事業にしていた。証券および金融ビジネスが高度化する現在、経営学修士のカリキュラムのみでは十分に対応できないため、このような企業が登場しているのではなからうか。また、アジア圏の企業も投資銀行を中心に数社出展していた。

2013年 CFA 協会年次大会に出席して～アジアで初めての開催～

なお、来年の大会は、アメリカ本土の太平洋岸の都市シアトルで開催される。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）