



エコノミスト・ストラテジストレポート
資産運用のパラダイム・シフトシリーズ(1)

反グローバル化で有効性が低下し始めた60:40ポートフォリオ

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

2022年はポートフォリオ運用の常識が通用しなくなったパラダイム・シフトの年として記録に残るかもしれない。債券価格と株価が同時に下落したことで、これまでの大前提が大きく変わる可能性が出てきたからだ。株価の下落自体は、今世紀に入ってから2001年のITバブル崩壊や2008年のリーマン・ショックなど大きな暴落が発生している。しかし、債券価格と株価の同時下落、単純化すると金利上昇が誘発する株価下落は、これまでのポートフォリオを組むうえでの大前提が変化した可能性を示唆する。大前提とは、リスクを抑制しつつリターンを高めるため、有効フロンティアを使って株式と債券を最適比率で組み合わせるポートフォリオ運用の高い有効性だ。

その有効性を示すのが次項の2つの図だ。ここでは米国個人投資家の間で人気の高い60:40ポートフォリオ、すなわち株式(S&P500)に60%、米国債券(10年国債)に40%の資産配分をするポートフォリオを再現した。図2(次ページ下)の特に青丸では、株価と債券価格が正反対に動いたことで、ポートフォリオのリスクを抑制しつつリターンを高める効果が良く発揮されているのが見て取れる。しかし、このポートフォリオの効果が強く出るのは1990年代以降だ。それまでは、図1(次ページ上)の赤丸で示した部分など、債券価格と株価が同じ方向に動いており、ポートフォリオとしての有効性は低かった。1990年代頃を境に変化する契機となったのがグローバル化だと考えられる。

1990年代頃を境に東西冷戦は終結して、旧東側陣営の中国、ロシア、インドなど約25億人もの巨大な市場が資本主義に加わった。そして、平和の配当に加え貿易と資本の自由化でグローバル化が進展したことから世界の経済成長は加速する一方、インフレ率は低下した。高成長と低インフレの組み合わせは資産運用に最適な環境であり、世界中で資産運用がブームとなり、ブラックロックのような総預かり資産約110兆円という巨大企業が誕生した。

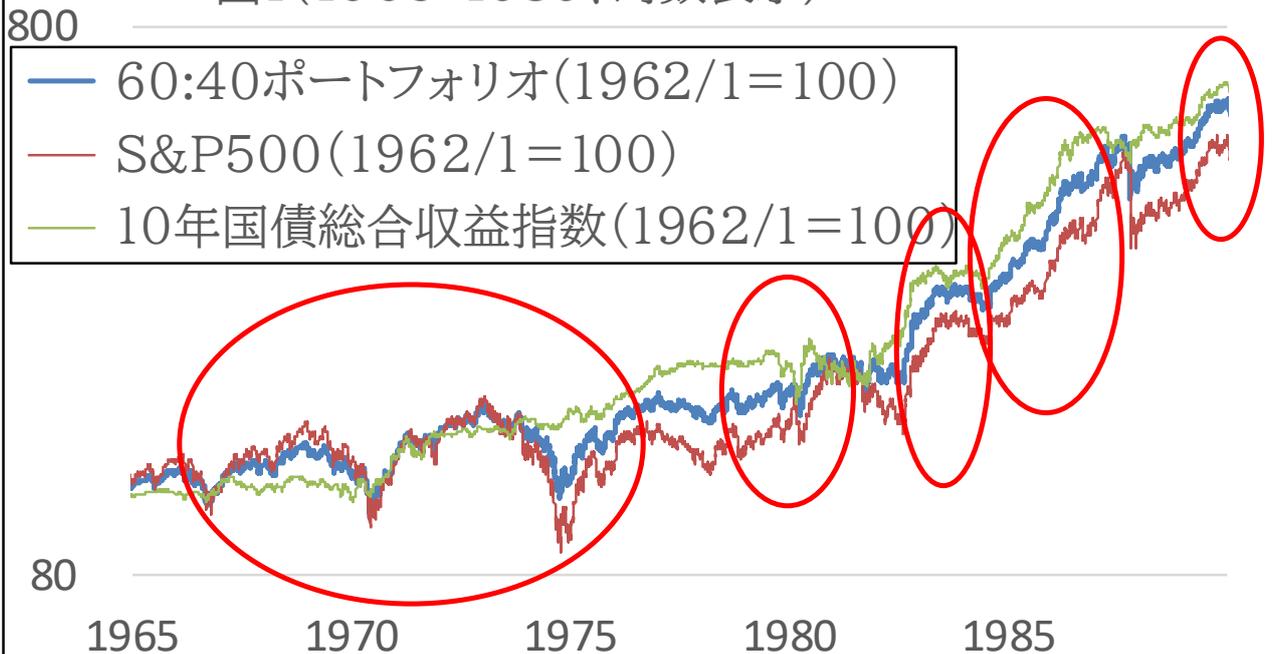
グローバル化により3つの構造変化が発生した。まずは自然失業率の低下、そして自然利子率の低下だ。これは、国内で財需給がひっ迫してインフレ圧力が高まっても、貿易自由化の恩恵を利用して輸入すれば済むので、実際にはインフレは発生しなくなったということだ。3つ目に資本市場では、国際資本移動の活発化だ。特に顕著だったのが景気悪化でFRBが金融緩和を進める局面での米国への資本流入の増加だ。この資本流入の目に見える現象が、景気が悪化して株価が下落した局面での10年国債金利の低下だ。正にこれがポートフォリオ効果であり、次項の図2(下)の青丸部分だ。

しかし、グローバル化の逆流は既に始まっている。貿易面では、米中の対立が、日本を含む民主主義陣営全体を巻き込んで中国への機微物資の輸出制限の形で顕在化した。また、食料品や医薬品を海外に依存するリスクがコロナ禍で露になった。結果として経済安全保障という概念が確立され、ビジネスの慣行として定着する段階に入った。また、今後は企業が海外から撤退して国内回帰する可能性が高い。米国では企業の国内回帰はオフショアリングの反対でリショアリング(reshoring)と呼ばれブーム化しつつある。エネルギー、鉱物資源、食料品でも国家安全保障の観点から貿易制限がかかり始めている。資本面でも、米中両国は仮想敵国からの資本輸入に依存しない体制整備へと急激にシフトし始めた。米国は中国のIT企業を締め出す一方、中国も外貨準備に占める米国ドルの比率を大きく低減させた。そして、これらの流れを決定づける要因がロシア・ウクライナ戦争だ。サプライチェーンと資本取引の両面で、日本や米国など民主主義陣営は、中国など権威主義陣営への制限を強化する必要性が顕著に高まった。足元の60:40ポートフォリオの有効性の低下は、これらの構造変化を部分的に反映し始めた結果だと考えられる。

反グローバル化は数十年単位で続く可能性が高い。米中競争を睨みつつ、サプライチェーンの再構築、経済安全保障体制の整備、結果として生じる資産ポートフォリオの見直しを進めるべきだろう。岸田政権の大学10兆円ファンドや「資産所得倍増計画」についても、構造変化を見据えて現実的に対応すべきだろう。(脱稿9月6日)

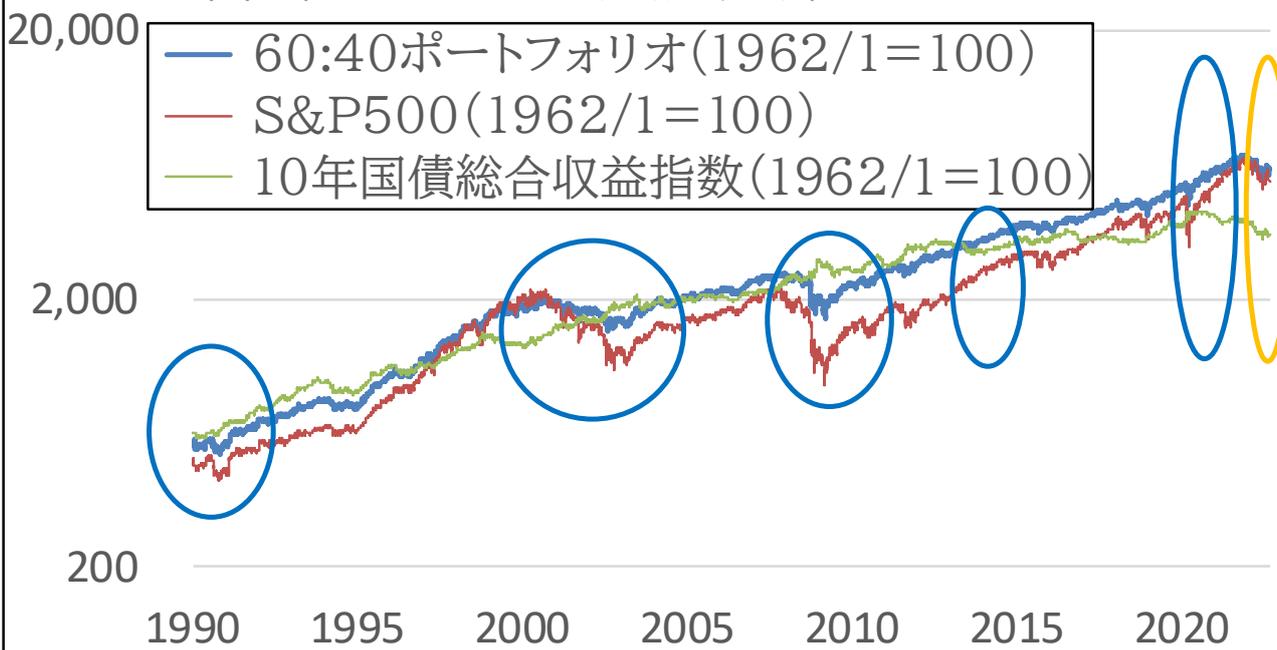
※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

図1(1965-1989、対数表示)



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

図2(1990-2022、対数表示)



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

以上

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。