

ライフプランニングに役立つ資産運用の考
え方
(リメイク中)

Akira Sugiyama

Apr 2017

目次

第 1 章	経済・市場編	1
1.1	市場の取引価格は絶対的なものではない	2
1.2	FOMC とは何のこと?	4
1.3	市場を動かしているものは!?	6
1.4	「バリュエーション」と「ファンダメンタルズ」	8
1.5	日本債券はとても魅力的な投資対象だった	10
第 2 章	投資戦略編	13
2.1	市場の取引価格は絶対的なものではない	14
2.2	カリスマファンドマネージャーがいない理由	16
2.3	分散投資は弱い者の味方	18
2.4	アセットアロケーション（資産配分）で運用成果の 90% は決まらない	20
2.5	分散投資でリスクはコントロールできるか!?	22
2.6	ポートフォリオ全体でバランスを考える	24
2.7	シャープレシオを理解する	26
2.8	情報レシオとトラッキングエラー	28
2.9	市場とプロの投資家・個人投資家	30
2.10	損切りすることも大切	32
2.11	最適なアセットアロケーション	34

2.12	パッシブ運用の盲点	36
2.13	モデルポートフォリオ	38
2.14	ポートフォリオの点検	40
2.15	リバランスの実践	42
2.16	資産運用の分類（その1）	44
2.17	資産運用の分類（その2）	46
2.18	地域の分散をどのように考えるか	48
2.19	パフォーマンスの評価方法	50
2.20	要因分析	52
2.21	ファンドマネージャーに必要なこと	54
2.22	アクティブ運用のファンドマネージャーに必要なこと	56
2.23	リスクの正体	58
2.24	リスクの説明	60
2.25	リスクは一定ではない	62
第3章	ファンドの仕組み編	65
3.1	ファンド（投資信託）に投資したお金と情報の管理	66
3.2	ファンドにかかる手数料は、2種類に大別できる	68
3.3	スイッチング手数料	70
3.4	ファンドの投資可能額を確認する	72
3.5	ファンドと資産運用残高	74
3.6	元本払戻金に変更された特別分配金	76
3.7	資産運用は集約化されている	78
3.8	繰上償還に関心を持とう	80
3.9	繰上償還に関心を持とう～その2	82
3.10	外国に投資した資産はどのように管理されているか	84
3.11	ファンドの収益分配金はこうして決まる	86
第4章	為替戦略編	89

4.1	外貨投資を考えるときのポイント	90
4.2	通貨選択型ファンドを解明する	92
4.3	為替ヘッジにかかかかるコスト	94
4.4	為替オーバーレイ戦略	96
4.5	外貨建て資産を保有する意味	98
4.6	日本国債の隠れたリスク	100
第 5 章	コミュニケーション編	103
5.1	情報を整理してみよう	104
5.2	定食かア・ラ・カルトか	106
5.3	リスクが小さくリターンの大きな運用はない	108
5.4	投資家への対応ができるのは販売会社のみ	110
5.5	月次レポートを活用する	112
5.6	大きなイベントが発生した時、ファンドの真価が問われる	114
5.7	有名な F P ・ 経済評論家の主張は半分だけ聞く	116
5.8	直販ファンドの主張は半分だけ聞いておく	118
5.9	投資した後の管理・点検	120
5.10	テーマ型運用は投資信託を活用する	122
5.11	資産クラスを 2 つにグループ分けして考える	124
5.12	我慢できるから長期投資になる	126
5.13	分配金利回りに惑わされない	128
5.14	資産運用の考え方	130
5.15	資産運用を考えるには 2% と 5% を意識しよう	134
第 6 章	ライフプラン編	139
6.1	金融商品とかしこくつき合うには	140
6.2	リスクは避けたいがカモになるのはもっと避けるべき . .	142
6.3	ドルコスト平均法だけで大丈夫! ?	144
索引		146

第 1 章

經濟・市場編

1.1 市場の取引価格は絶対的なものではない

市場の取引価格は絶対的なものではない

価格の値動きのある株式や債券、そして投資信託などをリスクのある金融商品といますが、これらの価格は絶対的なしくみに基づいているわけではありません。市場の折り込んだシナリオによって価格付けされているのです。だから、市場の折り込んだシナリオを知ることがとても大切です。

■リスクのある商品は難しい 将来の受け取る利息の金額が決まった預貯金や、受け取る保険金の金額が確実に決まっている（円建ての）生命保険と異なり、投資信託（ファンド）や外貨建て商品などリスクのある商品は、受取る金額^{*1}が確定していません。わたしたちは、リスクのあるモノに投資する意味や方法を、学校で習ってきたわけではありません。だから、リスクのある商品に投資しようと考えるとき、どうしても確実なモノに頼りたいと思うようになります。

そういったときに、金融機関が用いる説明方法の一つが過去のデータを持ち出すことです。例えば、「このファンドは過去1年間で基準価額が8,000円を割り込んだことはありません」、「オーストラリアドルは過去1年間で60円より円高になったことはありません」といった説明です。

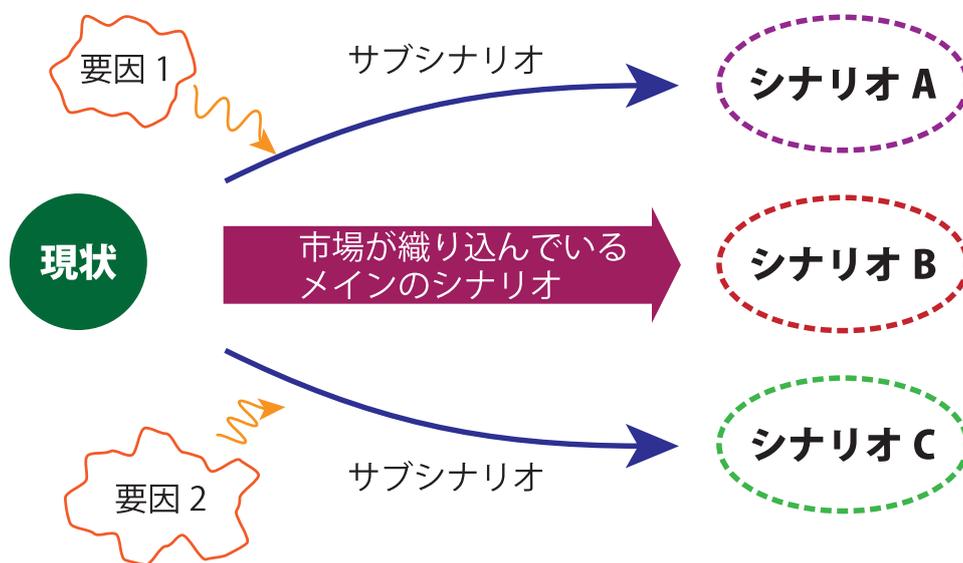
■過去のデータを使った説明には致命的な欠点がある 過去のデータを持ち出す説明には致命的な欠点があります。それは、過去の出来事が将来の出来事を保証しているわけではないことです。「あるファンド（投資信託）が、過去に一度も価格が8,000円を下回ったことがない」と説明されていても、それはこのファンドが将来8,000円以下にならないことを保証して

^{*1} 受け取るお金や支払うお金を総称してペイオフということがあります

いるわけではありません。そこで、覚えておきたいのは、将来の出来事を考えてみることです。

■シナリオを考えることができれば1ランクアップ 株式市場や債券市場では、市場が織り込んでいるシナリオというものがあります。そのシナリオを知ることが一番大切です。メインとなっているシナリオを理解すれば、そのシナリオとおりにならなかったときのことが考えられます。株式や債券などその価格が変動するものは、投資家の思惑で価格が付けられているのです。絶対的な価値が価格となっているのではなく、相対的な価値が価格となっているのです。

図 1.1 複数のシナリオを用意しておく



1.2 FOMC とは何のこと？

FOMC はアメリカの中央銀行の金融政策を決定する委員会

為替動向は、FX 取引ではもちろん、外貨建ての投資においても重要です。そして、為替動向には各国・地域との金利差が大きな影響を与えます。この金利を決めているのが中央銀行。FOMC は経済大国アメリカの金利政策を決定する委員会です。

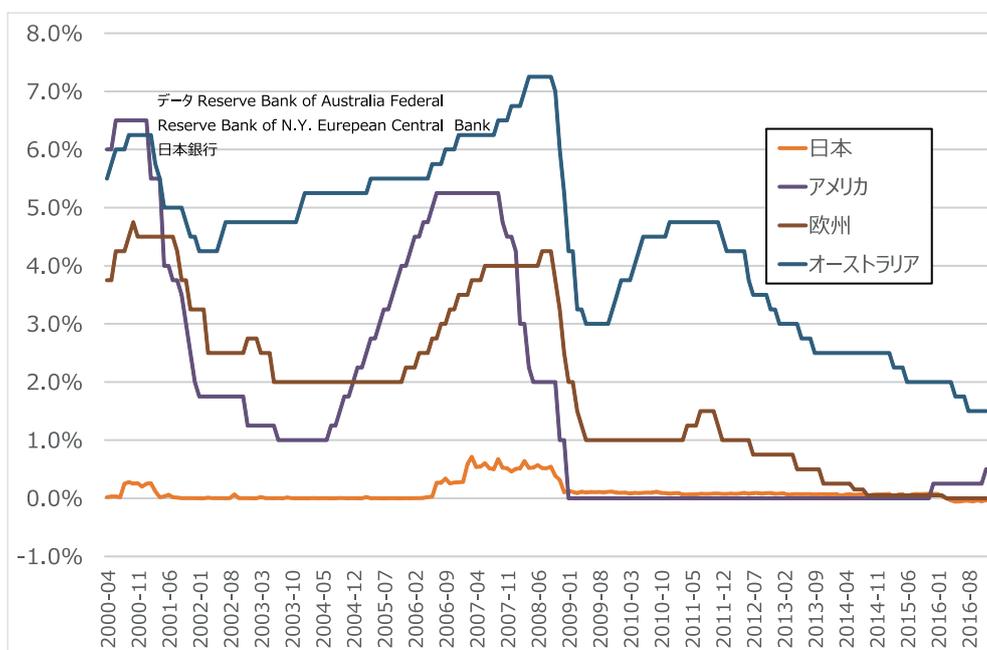
■為替に影響を与える金利 一時より下火になったとはいえ FX 取引には人気がありますし、投資信託などでも、一時期、通貨選択型の投資信託が流行するなど、日本人は為替というものに興味があります。為替は複数の要因が絡み合っただけの変動するものであり、その変動理由を一つに絞り込むことは難しいのですが、ある2つの国や地域同士の金利差が為替の変動要因の一つであるということを否定する人はいないでしょう。ここでいう金利とは短期金利のことです。

■中央銀行で金利を決めるところ ところで、各国の短期金利を、実質的に、決めてるのは中央銀行です。つまり、為替の動向をしっかりと把握するためには、中央銀行がどのような政策金利を打ち出しているのか知っておく必要があります。日本銀行であれば、金融政策決定会合という会合がほぼ毎月開催されています。構成員は日銀総裁と副総裁（2名）および審議委員（6名）です。米国では、FRB（連邦準備理事会）のFOMC（連邦公開市場委員会）が政策金利の決定を行っています。FOMC は年に8回開催されており、FRB の理事（7名）とニューヨーク連銀総裁、そして、残りの11の地区連銀から4名の総裁が議決権を持った委員になっています。

■拡大する中央銀行の役割 金利の決定以外にも中央銀行の役割は拡大しているのが現状です。バブルの崩壊以後、日本銀行はデフレ脱却のために量的緩和政策を導入しましたが、リーマンショック以後、米国なども量的緩和政策を導入しました。これは、金利を引き下げるだけでは景気が刺激されないため、短期国債だけでなく長期の国債やモーゲージ証券なども買入れ、市中に資金を供給したのです。米国のみならず、ユーロ圏の中央銀行である欧州中央銀行や英国の中央銀行であるイングランド銀行なども量的緩和を実施し、さらに、日本銀行でも長期国債やETF,REITなどを購入し緩和政策を継続しています。

日本以外の国の中央銀行、特に、市場規模の大きい米国の中央銀行がどのような政策を採っているのかはぜひ注目しておきたいところです。ニュースなどでFOMCについて報道されている場合、市場に影響を与える可能性が大きい情報かもしれません。

図 1.2 日米欧豪の政策金利の推移



1.3 市場を動かしているものは!?

コンセンサス（予想）と現実のギャップが市場を動かす

多くの投資家は経済統計などを先読みする予想を行います。投資家の予想の平均が市場のコンセンサス。市場のコンセンサスと現実が大きく異なると市場は大きく影響を受けることになります。

この影響を積極的に使おうとするのがバリュート投資です。そして、ある程度この影響を利用するのがドルコスト平均法です。アクティブ運用にとってもパッシブ運用にとってもコンセンサスを知っておくことはとても大切です。

■市場のコンセンサス 株価を決めるものは何か？誰も解くことのできない永遠の課題ですが、株価に影響を及ぼす大きな要因として、現実が予想と違っていることが挙げられます。『失業率が悪化したから株価が下がる』と考えるのではなく、『失業率が予想していた水準より上がったから株価が下がった』と考えるのです。

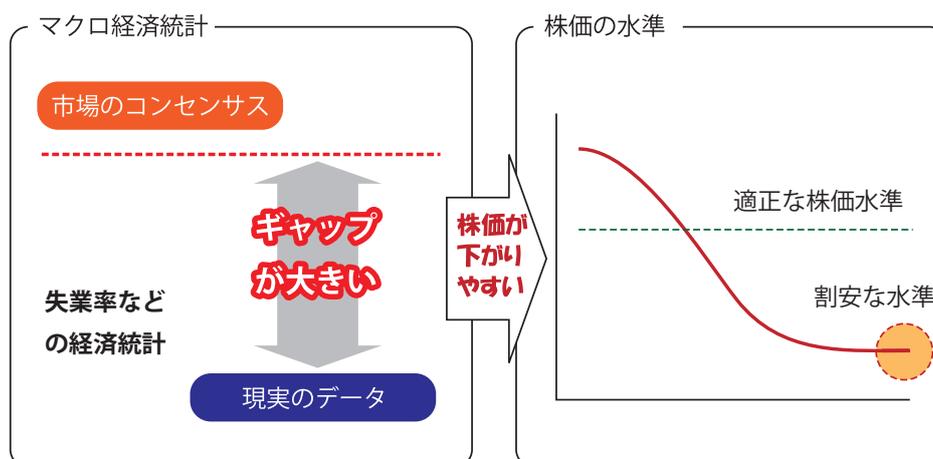
この予想、少し気取った言い方をすると「コンセンサス」という言葉になります。「市場のコンセンサス」というのは、「市場の予想」ということなのです。そして、世界最大の株式市場である、米国の株式市場では実にたくさんの市場の予想が出回っています。労働省の労働統計が出る前には、民間会社の労働統計が公表され、さらにその前には予想値が出回っているのです。

■びっくり指数 さらに、米国では、実際の数値と予想値の乖離までもが指数化されて公表されています。かんたんというと「びっくり指数」です。「現実のデータは予想よりよかった」というのはよい意味でのびっくり。逆に、「現実のデータが予想以下であつたら」悪い意味でのびっくり。びっくり指数の本名は、“Citigroup Economic Surprise Index” といいます。

このびっくり指数が悪化すると、どうも経済統計が思っている水準を下回っているということになります。株式市場全体もなんとなく調子が悪くなっていることが一般的です。

■バリュート投資　こういうときに株式を購入するタイプの投資方法を「バリュート投資」といいます。『経済が思っている以上に悪化しているのでは?』と周りの人が思っているときに、投資するわけですから勇気のいる投資方法ですね。でも、株価の適正水準を勘案して、実際の株価が割安な水準に放置されているときに購入するというのがバリュート投資の原則です。バリュート投資の基本は、“逆張り戦略”なのです。

図 1.3 コンセンサス（予想）と現実のギャップが市場を動かす



1.4 「バリュエーション」と「ファンダメンタルズ」

ファンダメンタルズとバリュエーションは株価の表と裏

株式の本源的な価値を分析することをファンダメンタルズ分析といいます。一方、バリュエーションとは投資家が思う株式の価値の収束点のことです。

本来であればこの2つの価格は一致するはずなのですが、実際の市場では一致することはほとんどありません。

■ 「バリュエーション」と「ファンダメンタルズ」 株式関連のニュースを見ていると、「バリュエーション」という言葉と、「ファンダメンタル(ズ)」という言葉が出てきます。それぞれ、「Valuation」、「Fundamentals」という英語なのですが、直訳すると、「評価」、「基本」となります。

「バリュエーション」はその株式の「評価」ということです。評価が高いということは人気が高いということを意味します。株式のレポートで、『バリュエーションの観点から売却した』と書いてあると、『人気が出すぎて割高になったので売却した』という意味になります。

「ファンダメンタルズ」は、その株式の本来の価値という意味です。業績や業界内でのポジションなどを勘案して企業価値を求めて、それに基づいて計算した株価を指すことが多いです。株式のレポートで、『ファンダメンタルズの改善が期待できるために・・・』と書いてあれば、売上高の好転や営業利益の回復など、会社の業績そのものがよくなるということの意味しています。

■ 「バリュエーション」と「ファンダメンタルズ」の狭間で動く株価 ところで、実際の株価は、「バリュエーション」と「ファンダメンタルズ」の狭間で動いています。ファンダメンタルズが改善するまでじっと待ってい

る投資家はいません。売上げが2倍になった企業の株価は、その発表がある前に上がってしまいます。だから、投資家はその企業を継続的に値踏みしています。それが、バリュエーション、企業評価です。

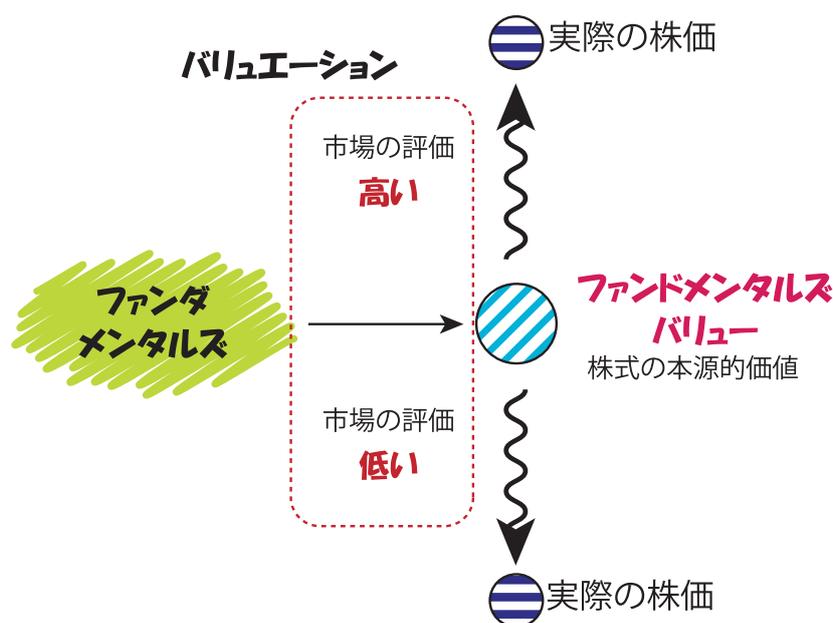
バリュエーションの内容は投資家によってまちまちです。まちまちの段階では株価にあまり影響を与えません。しかし、投資家のバリュエーションにあるトレンド（傾向）が生まれるとそれは株価に影響を及ぼします。

■**株価水準を測るための基準が必要** 負のトレンドが生まれると、株価にマイナスの圧力がかかることになります。ここで投資家に差が出ます。ファンダメンタルズの話ができる人にとって、株価の基準は自分で推し量った株価ということになります。できない人にとって、株価の基準は他人の評価の平均ということになります。

負のトレンドが発生したときに、“分散投資”や“長期投資”を話しても適切な説明はできません。必要なのはなぜ負のトレンドが発生したのかその理由の説明と適正な株価水準の説明になるでしょう。

図 1.4 バリュエーションとファンダメンタルズの狭間

バリュエーションとファンダメンタルズ



1.5 日本債券はとても魅力的な投資対象だった

効率的フロンティアに近い日本債券

どの資産クラスに投資すればよいのか思いめぐらすとき、私たちは、リスクとリターンという2つの尺度を使います。できれば、リスクは採りたくないけど、リターンは欲しい。その境目を表すのが「効率的フロンティア」という概念です。過去数十年を振り返れば、日本債券という資産クラスは、効率的フロンティアに最も近い資産クラスだったのです。

1.5.1 効率的フロンティア

横軸をリスク、縦軸をリターンとして平面で資産を表現するとそれぞれの資産の魅力度が目でわかるようになります。左上の（リターンは高いけどリスクが低い）領域は、投資家はうれしいけど実現不可能な領域です。

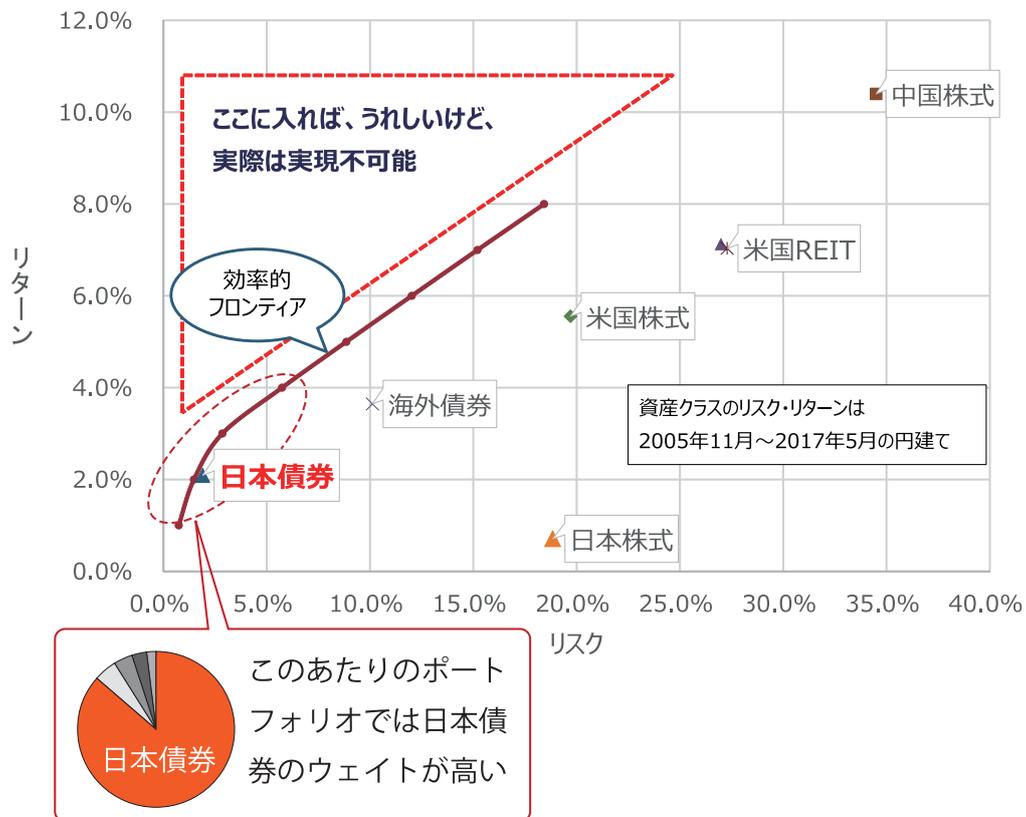
実現可能な領域と実現不可能な領域の境目を表すのが効率的フロンティアと呼ばれる線です。効率的フロンティアは、リスク・リターンの異なるポートフォリオの集合です。あるリスクを指定したときに、実現可能で最も高いリターンを与えてくれるポートフォリオがつながった線です。

1.5.2 過去のデータから効率的フロンティアを計算する

実際のデータを用いて、計算した効率的フロンティアと計算の際に使用した各資産クラスのリスク・リターンの特性を比較すると図のようになります。日本債券は効率的フロンティアにかなり近いところにあることが確認できます。このことから、リスクの低い部分の効率的フロンティア上のポートフォリオは、ほとんど日本国債で構成されている状態にあることが推測されます。

過去数十年を振り返れば、日本債券（ほぼ国債と同義です）を保有していることはとても効率的な資産運用であったといえるのですね。もちろん同じ環境が将来にわたって続くという保証はありませんので、これから先も日本債券がもっとも魅力的な資産クラスであるわけではありません。

図 1.5 効率的フロンティアと日本債券の関係



第 2 章

投資戰略編

2.1 市場の取引価格は絶対的なものではない

インデックスは市場全体を表していない

パッシブ（インデックス）運用は概念としてはとても魅力的な方法です。しかし、パッシブ運用を実現するには、市場インデックスが必要になります。ところで、この市場インデックスは市場全体を代表するわけではありません。そのため、どうしてもアクティブ運用の要素が残ってしまうのです。

■パッシブ運用は魅力的だが… アクティブ運用は、パッシブ（インデックス）運用に勝てません。なぜなら、アクティブ運用はインデックス運用に比べて信託報酬などのコストが高いから。長期運用を考えるとこのコストの差がボディブローのように効いてきて、結局、コストを差し引いた運用成績を比較すると、ほとんどの場合、インデックス運用が優っているという主張です。

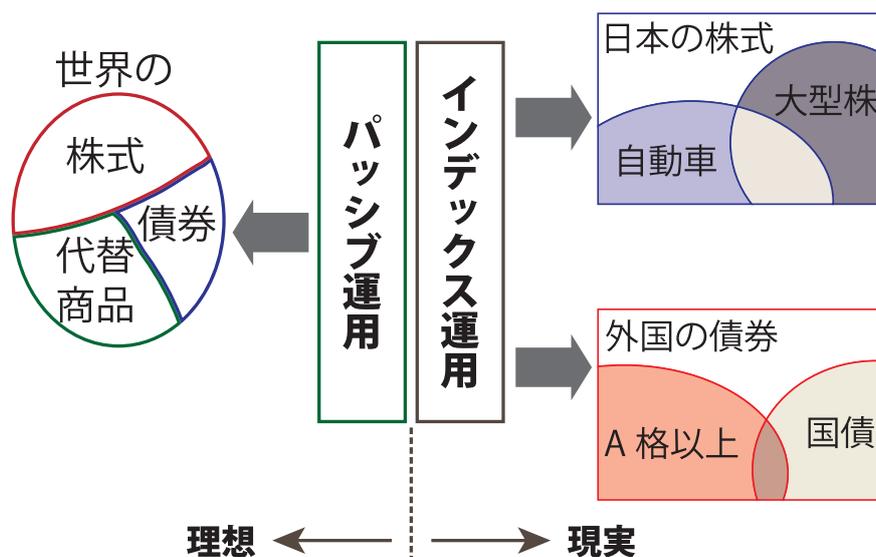
この話は正解です。ただし、市場全体をカバーしているインデックスであるという前提条件が必要です。

■市場を細分化するとアクティブ運用 昨今、市場の一部を取り出したようなインデックスがたくさん作られています。例えば、TOPIX（東証株価指数）でいうなら、TOPIXの規模別指数、TOPIX業種別指数などのサブインデックスがこれに該当します。ETFやETNといった上場投資信託（証券）が発達する中で、市場を細分化した指数が整備されてきたのです。サブインデックスに連動したETFに投資したいときはどういうときでしょう？例えば、世界的な不況から回復過程にあるので、耐久財分野の株式が伸びそうだという判断で、自動車・輸送機のサブインデックスに連動するETFを購入する。一方、市場が冷え込みそうになったときは、自動車関連のETFを売却して、内需関連の堅調な業種、電力・ガスや医薬品な

どの分野に連動したETFを購入する。サブインデックスに連動するETFやETNを使うと、どうしてもこういった感じの運用になってしまいます。ところで、こういった運用はインデックス運用でしょうか？いいえ、違います。景気の変動に応じて機動的に業種配分を変動させるアクティブ運用です。

■すべての市場をカバーする市場インデックスはない 本当のインデックス運用は、日本株式ならTOPIXや日経平均株価などにトラック（連動）させている運用でしょう。さらに、世界的に考えれば、世界の株式や債券、それに、代替投資などすべてにトラックさせていること。そのような運用を、長期間続けていることが本当のインデックス運用なのです。そんなカバー範囲の広いインデックスはあり得ない？そのとおり、パッシブ運用とインデックス運用は厳密には違うのです。パッシブ運用という概念は、あくまでも概念で、インデックス運用というのはその実現可能解のようなものです。

図 2.1 パッシブ運用（理想）とインデックス運用（現実）



2.2 カリスマファンドマネージャーがいない理由

ファンドマネージャーとファンドの運用実績とは無関係

現在の資産運用ビジネスで、カリスマファンドマネージャーが出現する可能性はとても低くなっています。むしろ、注目したいのは運用チームです。そして、運用チームが集まって運用会社を作っていると考えれば、投資家は運用会社に注目したほうが賢明といえるでしょう。

■カリスマファンドマネージャーはなぜいない？ 現在では、ヘッジファンドなどの一部の分野を除いて、カリスマファンドマネージャーはほとんどいないといっても過言ではありません。なぜなら、一般の投資信託の場合、ファンドマネージャーの仕事は、市場の抜け道を探し出して大儲けするというようなものではなく、リスクを適切に管理しながら預かった資産を着実に殖やしていくということだからです。金融派生商品（デリバティブズ）を使うことも限定的でしょうし、したがって、相場を張るといったイメージも適切ではありません。

そもそも、ファンドマネージャーも運用会社の組織の一員であり、独立して仕事をしているわけではありません。そのような環境の中、普通のファンドの運用において、カリスマファンドマネージャーが現れる可能性はとても低いものです。ファンドマネージャーの個性を追ってみたところで、あまりファンドの運用成績の説明にはならないというのが実際のところです。

■運用チームに注目する 一方で、実際のファンドの運用は、ファンドマネージャーを含む運用チームで行われていることが少なくありません。株式ファンドであれば、個別企業を分析するアナリスト、経済や市場動向を調査するストラテジスト、投資判断を行うファンドマネージャーとC I O

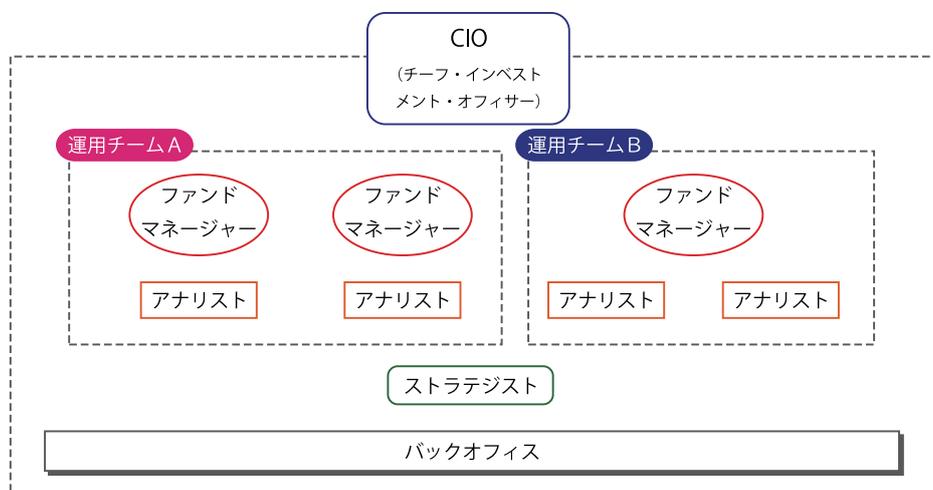
(チーフ・インベストメント・オフィサー)、決済を行うバックオフィスなどがチームになっているのです。

この運用チームがどのような運用戦略を持っているのか、それをどのように実行しているのか、さらに、運用結果をどのように開示しているのかなど、実際にファンドを分析するときは運用チームの分析を中心に行います。ですから、現在では、ファンドの良し悪しは、カリスマファンドマネージャーがいるかということではなく、運用チームがどのような運用を行っているかにかかっているのです。

■運用チームが集まって運用会社ができる 運用会社は、運用チームが集まってでき上がっていると思えば間違いありません。そして、運用チームの中で、特に優秀で規模も大きくなっている運用チームがその会社を代表していると思えばよいでしょう。

欧米の会社であれば、債券運用に強い会社、特定のスタイルの株式運用に強い会社、新興国投資に強い会社など特徴を持つ運用会社が少なくありません。つまり、ファンドがよい運用成果を上げられるかどうかを調べたいのであれば、そのファンドを運用している運用会社に十分な能力が備わっているかをチェックしたほうがよいといえるでしょう。

図 2.2 運用会社内における運用チーム



2.3 分散投資は弱い者の味方

分散投資は最悪の事態を回避する手段

将来の予測に自信が持てるのであれば、資産運用は難しくはありません。しかし、多くの人は将来の予測をしても自信が持てません。そういったときに、特別な知識がなくても、最悪のシナリオを回避するための手段が分散投資なのです。つまり、分散投資は情報や知識が限られたわたしたちの味方といえるでしょう。

2.3.1 資産運用は将来の予測

個人がポートフォリオを考えるときに問題となるのは、これから先のことを考えないといけないということです。将来の資産クラスごとの騰落率の比較があらかじめできるのであれば、誰も資産運用に苦労しません。問題はこれから先どうなるかわからない市場をどう組み合わせるのが良いのか、誰にもわからないということです。

もし、投資家が自信に満ち溢れており、例えば「日本株式は絶対儲かる！」と断言できるのであればまったく問題ありません。すべての資産を絶対儲かると思う資産に投資してしまえばよいのです。

2.3.2 予測に自信が持てないから分散投資する

問題は、ほとんどの投資家はそういった自信が持てないということです。市場の動向を機敏につかみ取ることはプロの投資家でも難しいことですから、一般の個人が先を読んで成功すると考えるのは少し甘いかもしれません。それでは個人の投資家はどうすればいいかというと、最悪のシナリオを回避するように動けばよいということになります。そのために必要になるのが分散投資なのです。

基本的な考え方は、

1. 日本で生活する以上、邦貨建資産を中心に考える
2. 投資するお金を海外株式、海外債券、国内株式、国内債券、不動産および商品（原油や金、穀物など）に分散投資する
3. 一部のお金を預貯金で保有することに加えて、資金を頻繁に移動させない（一部の資産を解約して、他の資産を買い増す）

ということです。

分散投資を行ううえでは、一部の資産が値上がりしたことを見て、「もっと投資しておけばよかった」と思うのではなく、値下がりした資産を見て、「他の資産を持っていたから損失が少なくて済んだ」と思えるようにならないければなりません。分散投資とはプロのためにあるのではなく、一般の投資家にこそ必要なものです。

2.3.3 実際のデータで確認しよう

2013年から2017年^{*1}の資産クラスごとの騰落率を比較してみると、どれかひとつの資産クラスが抜きんでているわけではないことがわかります。

図 2.3 資産クラスごとの年間騰落率

年	為替ヘッジなし 円ベース							
	日本株式	米国株式	ドイツ株式	中国株式	海外債券	日本債券	商品	米国REIT
2013	41.5%	47.8%	46.8%	18.6%	20.8%	2.0%	10.1%	24.0%
	3	1	2	6	5	8	7	4
2014	7.8%	23.3%	2.3%	52.7%	15.2%	4.2%	-6.1%	37.2%
	5	3	7	1	4	6	8	2
2015	9.5%	0.1%	-0.9%	5.0%	-4.6%	1.1%	-28.4%	3.6%
	1	5	6	2	7	4	8	3
2016	-1.9%	6.3%	0.6%	-23.1%	-3.1%	2.9%	9.6%	5.7%
	6	2	5	8	7	4	1	3
2017	3.2%	2.0%	10.7%	0.3%	-1.0%	-0.1%	-10.8%	-2.5%
	2	3	1	4	6	5	8	7

*1 2017年は5月まで

2.4 アセットアロケーション（資産配分）で運用成果の90%は決まらない

ポートフォリオのリスクの90%はアセットアロケーションで決まる

「アセットアロケーション（資産配分）で運用成果の90%が決まる」という説明を耳にすることがありますが、この表現は適切ではありません。

アクティブ運用を行う場合、運用会社は、ポートフォリオとベンチマーク（基本配分比率）がそれほどかい離しないように運用しているのです。

2.4.1 リスクの90%以上を説明している

「アセットアロケーション（資産配分）で運用成果の90%が決まる」と説明するとミスリードになる可能性があります。そもそも、この90%の説明が行われたのは、アメリカの年金基金が出発点でした。より正確に表現するのであれば、「運用の成果は、個別銘柄を選択することによって得られる成果と、資産配分を行うことによって得られる成果に分類できる。そして、資産配分による効果は、運用の成果全体の90%以上を占める」ということになります。

ここでいう運用の成果とは、リターンのことではなく、「ポートフォリオのリターンの変動（=リスク）」という意味です。つまり、「ポートフォリオのリスクのうち、資産配分によって説明されるリスクが90%以上を占める」というのが適切な表現というわけです。

2.4 アセットアロケーション(資産配分)で運用成果の90%は決まらない21

2.4.2 ベンチマークのリスクは基本配分比率によって決まる

ところで、資産配分による効果とは、ベンチマークによって測定される部分です。ファンドであれば、基本となる資産配分を決めておいて、その配分どおりに運用したらどのような結果になったかを示しているのがベンチマークです。バランス型ファンドの場合は、市場インデックスを基本資産配分比率に従って組合わせた数値がベンチマークとして採用されます。したがって、「アセットアロケーション(資産配分)で運用成果の90%が決まる」という説明の内容は、「基本配分比率でポートフォリオのリスクの90%以上が決まる」というものなのです。

2.4.3 運用会社はリスクをコントロール(管理)している

さらに知っておきたいことは、「基本配分比率でポートフォリオのリスクの90%以上が決まる」ように、運用会社はリスク管理しているということです。各資産への実際の配分と基本配分比率の乖離を一定以下に抑えることによって、ポートフォリオとベンチマークがそれほど乖離しないようにコントロールしているのです。

図 2.4 何の90%が決まるのか



2.5 分散投資でリスクはコントロールできるか!?

分散投資でリスクコントロールは可能

実際のファンドのリスク・リターンを分析すると、複数の資産クラスに投資するバランス型ファンドはリスクがうまくコントロールされていることがわかります。バランス型ファンドを上手に使うと、リスクコントロールも上手にできるのです。

■実際のファンドの比較 「分散投資でリスクはコントロールできるのか？」という質問には、次ページの実際のファンドのデータを確認するのが一番よい回答になるでしょう。グラフは縦軸にリターンを横軸にリスクをとった散布図になっています。

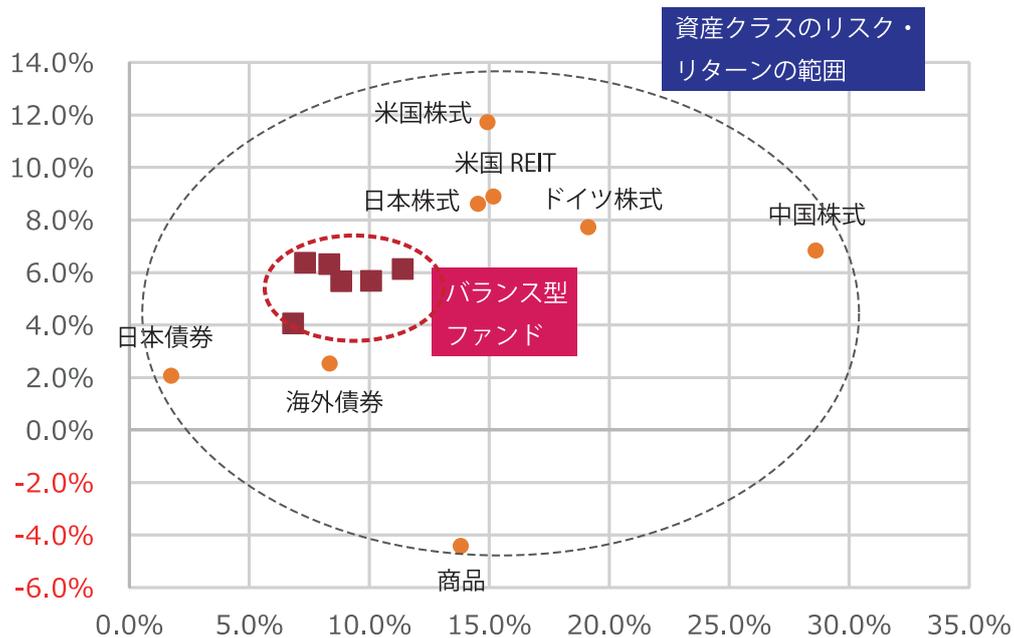
グラフでは、日本と米国、中国の株式、日本と海外の債券、さらに、商品の各資産クラスの騰落率と複数の資産クラスに投資するタイプのバランス型ファンド6本を比較しています。

■リスク・リターン特性をグラフで確認する このタイプのグラフは、ファンドのパフォーマンスを表示するときを使用されるグラフです。「リスク回避的な投資家」（普通の投資家ということ）は、左上にプロットされるような（リスクが小さくリターンが高い）ファンドを好みます。このグラフは、2013年6月から2018年5月までの5年間から計算されるリスクとリターンを比較したものです。6本のバランス型ファンドは、真ん中に固まって位置しています。つまり、それぞれの資産クラスの影響が緩和されているといってもいいでしょう。

■バランス型ファンドは投資経験の浅い投資家向け 分散投資を実現させるための最も簡単な方法は、バランス型ファンドに投資をすることです。バランス型ファンドの配分比率はあまり細かく気にすることはありませ

ん。配分比率が投資成果の90%以上を決めるわけでもありません(2.4参照)。大切なことは、日本の内外の債券と株式に分散して投資しているということです。 バランス型ファンドに投資している限り、資産配分はファンドマネージャーが責任をもって管理してくれます。

図 2.5 バランス型ファンドのリスク・リターンの特性



データ：2013年6月～2018年5月

2.6 ポートフォリオ全体でバランスを考える

リスク資産と無リスク資産の割合が重要

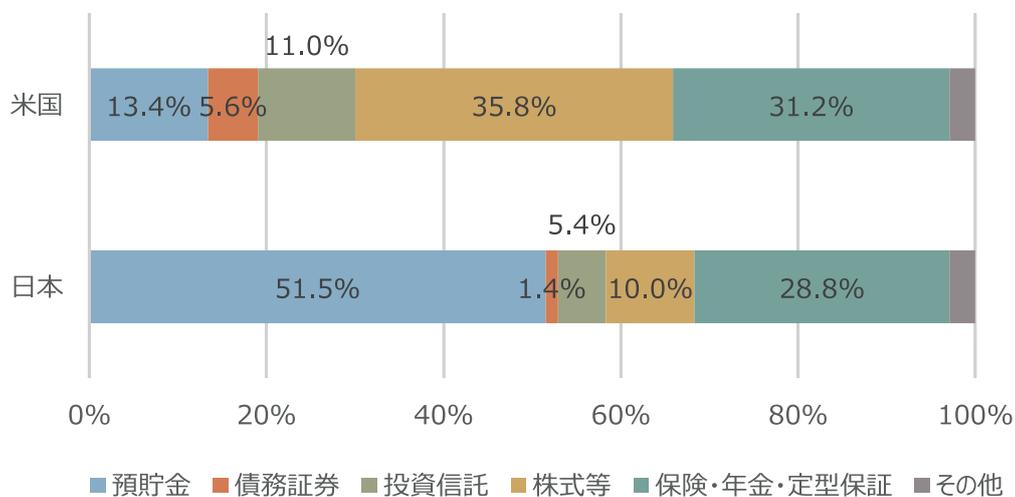
リスクのある資産への投資だけを考えると近視眼的になります。預貯金などのリスクのない金融商品への預入を含めた、ポートフォリオ全体でリスクを管理するようにアドバイスしたいものです。そして、保有資産のリスクを引き下げるために最も確実な方法は、ポートフォリオのうちの預貯金などの割合を増やすことです。

■日本の投資家の傾向 米国の投資家と比較して、日本の投資家はリスクを回避しがちな傾向があります。25ページのグラフは日米の家計の資産構成を比較したものです。保険・年金準備金の比率はほとんど変わりません。差異があるのは、現金預金と株式・出資金の部分です。日本では預貯金の比率は51.5%になっています。反対に米国では株式・出資金の比率が高くなっています。そして、リスクのある資産が有価証券だけであると考え、日本の一般的世帯では、無リスク資産に83.2%、リスク資産に16.8%投資していると考えられます。この状態で、リスクのある資産の価値が20%減少してしまったとしましょう。リスク資産は、「 $16.8\% \times (100 - 20)\% = 13.44\%$ 」になってしまいます。無リスク資産には影響がないので83.2%のまま。合計すると、 $13.44\% + 83.2\% = 96.64\%$ 。つまり、全体の資産で考えてみると、3.36%減になっただけなのです。これが、ポートフォリオ全体で考えるということです。

リスクのある資産に投資した部分だけを取り出して見ていると、値動きが大きいように見えますが、預貯金など全体を含めたポートフォリオ全体で見ると変動はずいぶん吸収されています。この傾向は、リスクのある資産に投資している割合の低い日本の家計のほうがよく当てはまります。

■リスクを確実に低下させる方法 よく、リスクを抑えた投資を行うためには、株式ではなく債券に投資するといった話を聞きます。しかし、債券の価格は金利に敏感に反応します。また、信用リスクの低下によっても価格は下がります。「債券＝リスクが低い」と考えるのは早計です。それより効果的にリスクを低下させるには、無リスク資産の割合を一定水準以上に保っておくことです。アセットアロケーション（資産配分）を決めるときに、最初に考えたいことは、無リスク資産の割合をどの程度に維持するかということです。無リスク資産の割合を増やすとポートフォリオのリスクは確実に低下します。しかし、株式の割合を減らしたからといってポートフォリオのリスクが低下するとは限りません。

図 2.6 家計の金融資産構成の国際比較



データ 日本銀行 2017年8月

2.7 シャープレシオを理解する

シャープレシオとはリスク1単位当たりの超過収益率のこと

リスクとリターン、資産運用の世界では、前者は嫌われ者で、後者は人気者です。ただし、資産運用ではこの二人はいつも一緒にいます。そこで、トータルで考えたときの魅力を測るものさしが必要になります。それがシャープレシオです。

■シャープレシオの分子と分母 ファンドに投資して良かったのか悪かったのかを判定する指標に、シャープレシオという指標があります。

シャープレシオは、

$$\frac{\text{ファンドのリターン} - \text{無リスク資産のリターン}}{\text{ファンドのリスク}}$$

と計算して求めることができます。

ファンドのリターンは、年換算したファンドのリターンです。月ごとにリターンを計算していれば、月ごとのリターンの平均値で計算できます。

無リスク資産リターンは、預貯金のリターンと考えればよいでしょう。普通預金など、まったくリスクをとらずに手に入れることができるリターンとえます。そうすると分子は、ファンドというリスクのあるものに投資したこによるご褒美とすることができます。このご褒美（必ずしもプラスとは限りませんが）のことを、「超過収益率」といいます。分母はファンドのリスクです。月ごとにリターンを計算したのであれば、そのリターンの標準偏差を $\sqrt{12}$ 倍して計算します。もし、超過収益率が同じであっても、リスクの高いものであれば分母が大きくなってシャープレシオは小さくなります。逆に、リスクが同じであれば超過収益率が小さいほどシャープレシオは小さくなります。

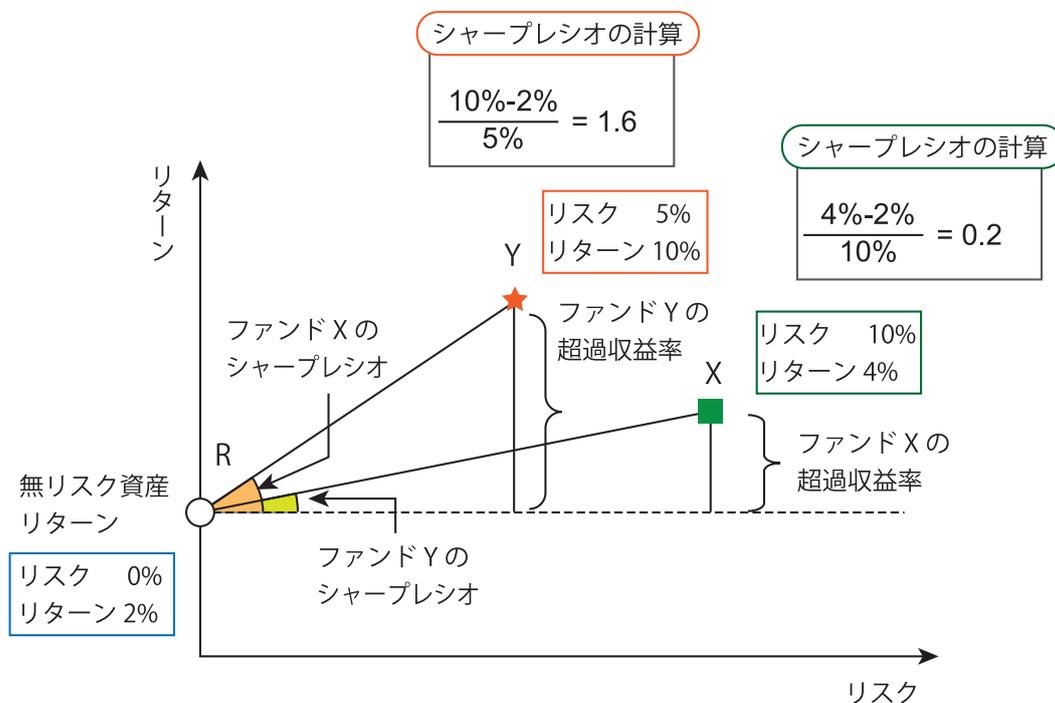
シャープレシオの意味は、「そのファンドのとっているリスク1単位当た

りの超過収益率」というものです。シャープレシオは大きい値であるほど、ファンドのパフォーマンス（運用成果）が良いと評価されるわけです。

■リスクとリターンの平面でシャープレシオを描いてみると シャープレシオは、リスクとリターンの二次元のグラフで、傾きで表すことができます。図 2.7 を参照してください。Y軸との切片は無リスク資産リターンになります。ファンドXのシャープレシオはARXの傾きで表すことができます。ファンドYのシャープレシオは同じようにARYの傾きで表すことができます。

普通の投資家であれば、ファンドYのほうが、とっているリスク1単位当たりの超過収益率（ご褒美）が大きいので、ファンドYのほうを選択するでしょう。このように、シャープレシオは、ファンドのパフォーマンスを測定する指標なのです。

図 2.7 シャープレシオの図解



2.8 情報レシオとトラッキングエラー

トラッキングエラーベンチマークに対する相対的な超過収益率

アクティブ運用のファンドの評価に使用する指標が情報（インフォメーション）レシオです。情報レシオは、トラッキングエラー単位のベンチマークのリターンに対する相対的な超過収益率を表す指標です。

■情報レシオの特性 情報レシオは、アクティブ運用のファンドを評価するときに用いられる指標です。情報レシオは、

$$\frac{\text{ファンドのリターン} - \text{ベンチマークのリターン}}{\text{トラッキングエラー}}$$

と計算して求めることができます。

ファンドのリターンはシャープレシオと同じようにして求められます。ベンチマークのリターンは、そのファンドが目標としているベンチマーク（多くの場合は、TOPIXなどの市場インデックス）の年換算リターンを用います。つまり、情報レシオの分子は、そのファンドに投資して、目標としているベンチマークをどの程度上回るリターンを上げられたかという数値になっています。これは、ベンチマークに対する超過収益率といえるでしょう。

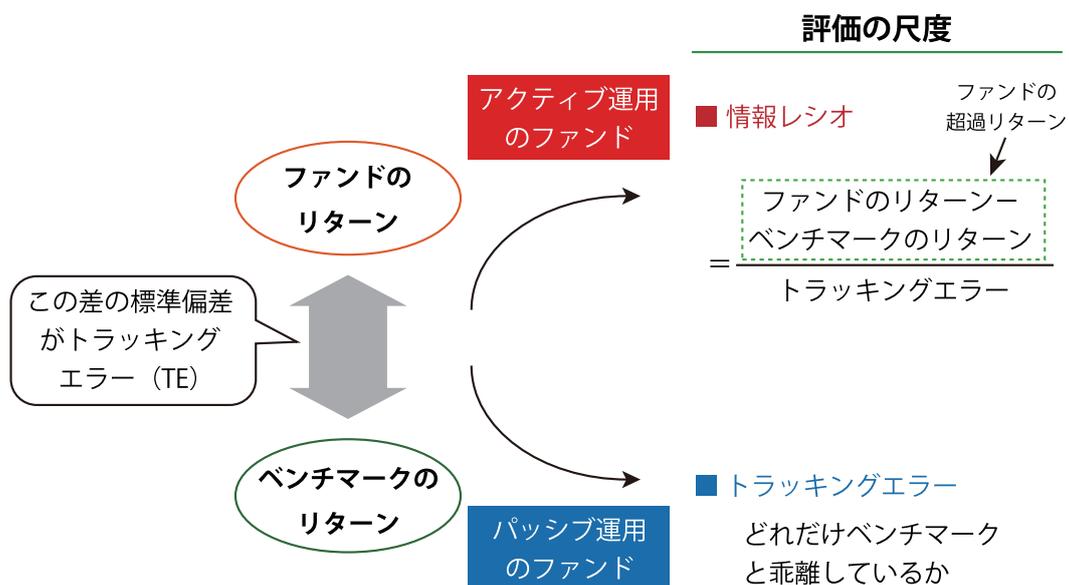
一方、分母の「トラッキングエラー」とは、ファンドのリターンとベンチマークのリターンの差異を年換算した標準偏差（散らばり）です。価格が変動するだけではこの値は大きくなりません。価格の変化率（リターン）がベンチマークとまったく同じ動きをしていると、トラッキングエラーはゼロになります。実際のアクティブ運用のファンドであれば、トラッキングエラーがゼロであることは考えられないことから、何らかの値が入ってくることになります。

トラッキングエラーが小さいほうが、情報レシオは大きくなります。ベンチマークからそれほど外れることなく超過収益率を得たファンドと、ベンチマークから大きく外れて同じ超過収益率を得たファンドでは、前者のほうが評価は高くなります。つまり、パフォーマンスが良いという判定になるのです。

一方、ベンチマークの価格が下がっているのに情報レシオはプラスという状態も発生します。ファンドのリターンがベンチマークのリターンより相対的に高いだけで（両方ともにマイナスであっても）、情報レシオがプラスになることには注意が必要です。

■パッシブ運用とトラッキングエラー ところで、トラッキングエラーはとても大切な概念です。情報レシオは、アクティブ運用のファンドのパフォーマンスを評価するときに役に立ちますが、トラッキングエラーはパッシブ（インデックス）運用の評価の際にも役立つことができます。パッシブ運用のファンドであれば、トラッキングエラーが限りなくゼロに近ければ、ベンチマークとかい離がなく、良いファンドという評価になります。

図 2.8 情報レシオとトラッキングエラー



2.9 市場とプロの投資家・個人投資家

個人投資家の強みは長期投資に耐えられること

株式市場や債券市場には、プロとアマチュアの垣根がありません。アマチュアである個人投資家は、知識・ノウハウあるいは情報の量・質という点でプロの投資家に負けます。一方、運用をプロに委託できる、長期投資に耐えられるという点が個人投資家の強みになります。

2.9.1 株式・債券市場は築地市場と同じ!?

野菜や魚の市場にはプロ向けの市場と一般向けの市場があります。資格を持った仲買人だけが参加できる市場、東京の築地市場などは典型的な市場ですね。一方、一般の人たちは、スーパーなどの小売店で購入します。こちらのスーパーとあちらのスーパー、比較して安いほうで購入する。これも市場の一つです。さらに、欲しいものが確定しているのであれば、オークションサイトで購入することも可能です。オークションも市場の一つです。

有価証券の代表格である株式と債券も、市場で売買されます。株式は、例えば築地市場に個人投資家からプロの投資家までがすべて一堂に会して売買を行っていると考えればよいでしょう。築地市場ですから、並んでいる商品に懇切丁寧な説明書はついていません。プロとアマチュアが同じ目線で売買をしている、それが株式市場です。

一方、債券市場は、オークション市場です。債券を売りたい投資家と買いたい投資家のマッチングで取引が成立します。ただし、売買情報は、継続的に取引を行っている投資家にしか集まってきません。そこで、証券会社が個別の投資家の代わりに売買を行うことになるのです。情報は証券会社に集中することになります。

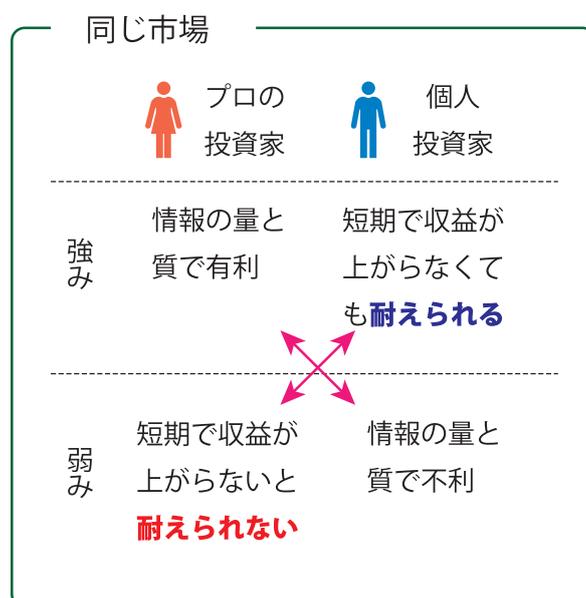
2.9.2 個人投資家がプロの投資家に対抗するためには

株式市場でも債券市場でも、個人投資家は情報のギャップにより不利益を被ります。どのような株式なのかを分析するには相応の知識と経験が必要になります。

債券市場では情報そのものを集めることがその前段階として必要になります。プロの投資家であれば、相応の知識や経験があり、それなりの情報収集能力がありますが、個人投資家にはありません。

個人投資家がプロの投資家に対抗するためには、2つの方法が考えられます。一つは、運用をプロの投資家に助けてもらうこと。投資顧問契約を締結する、プロの投資家が運用する投資信託を購入するというのが具体的な手段です。もう一つは時間を味方につけることです。プロの投資家は、四半期ごとには成果を求められますから、長期的に値上がりする銘柄を中心に投資することは難しいのです。ところが、個人投資家であれば、数年あるいは数十年と待つことができます。長期投資は、個人投資家がプロの投資家に対抗するための対抗手段の一つなのです。

図 2.9 プロの投資家と個人投資家の違い



2.10 損切りすることも大切

損切り水準の設定で投資に安心感が生まれる

市場が下がったとき、どのタイミングで保有している株式やファンドを売却するのか、損切りラインをあらかじめ考えておくことはとても大切です。そうすることで、さらに、投資する銘柄やファンドを十分に吟味するという効果も期待できるのです。

2.10.1 日本人は株式を売却しない

日本銀行が公表している、資金循環統計の「資金循環の日米欧比較」によると、リーマン・ショック前の2007年3月末、家計の資産に占める株式・出資金の割合は、日本が12.4%、米国が38.3%でした。そして、2012年3月末には、同じ割合は、日本が6.5%（変動分-5.9%）、米国が31.9%（同-6.4%）に低下しています。

日本では株式等の割合が6.5%にまで下がっているのに、米国ではまだ3割以上の資産を株式で保有していると感じるかもしれません。しかし、この期間に日本の株式は半分に値を下げましたが、米国の株式はほぼ同じ株価水準だったのです。それを加味すると面白い結果になります。

2.10.2 損切りラインを設定する

実は、日本の投資家は、株式を保有したらその株式を継続的に保有する傾向が高いのかもしれません。それに対して、米国の投資家は結構早く見切りをつけているといえるのかもしれません。

そして、ここで考えておきたいのは、投資に見切りをつけるタイミングです。パニックになって売却するのはよくありませんが、あらかじめ決められていた一定水準（損切りライン）を下回ったら株式を売却するという方

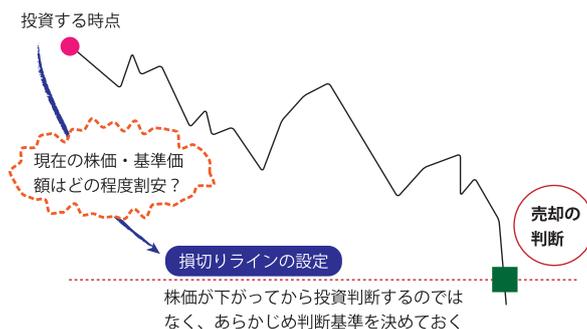
針を立てておくことは、とても大切なことであろうと思います。市場が大きく下がったときにとるべき行動が決まっているというのは安心感を与えるからです。そして、この話は、株式だけでなく、投資信託（ファンド）にも拡大して考えてよいでしょう。

損切りラインの設定には副次的な効果もあります。損切りラインを考えるためには、現在の株価や基準価額の水準を考えることとなります。さらに、銘柄やファンドの特徴を考えて予想される下落幅も考えることとなります。つまり、投資家は投資する対象を自分で吟味するということとなります。投資に区切りをつけることもあらかじめ考えておくことは大切なことです。

表 2.1 日米で損切りに差異はあるのか

	日本	米国
2007年3月末 (a)	12.4%	38.3%
2012年3月末 (b)	6.5%	31.9%
変動分 (c:a-b)	-5.9%	-6.4%
市場騰落率 (d)	-50%	-1.0%
市場下落による減少分 (e: a × d)	-6.2%	-0.4%
差異 (c-e)	0.3%	-6.0%

図 2.10 損切りラインをあらかじめ設定する



2.11 最適なアセットアロケーション

無リスク資産とリスク資産のバランスが重要

極端な資産配分にならないければ、投資家のニーズに応じてアセットアロケーション（資産配分）を考えれば問題ありません。ただし、預貯金などの無リスク資産に比べてリスク資産が過大にならないよう、リスク管理はしっかりと行いましょう。

2.11.1 それぞれの資産クラスの意味を考え直す

「アセットアロケーション（資産配分）で運用成果の90%が決まる」という呪縛から解放されると（参照：「アセットアロケーション（資産配分）で運用成果の90%は決まらない」（20ページ））、アセットアロケーションをもう一度見つめ直すことができます。どうして、株式に投資するのか、どうして債券に投資するのか、そして、どうして外貨建て資産に投資するのかという基本に戻って考えるようにしましょう。

2.11.2 効果的に資産を殖やすために株式

株式に投資する理由は、持っている資産を効果的に殖やすためです。毎月3万円ずつ、20年間積み立てるとします。運用利回りが3%であれば20年後に約985万円積み立てられています。運用利回りが1%であったとしたら、約797万円。効果的に資産を殖やしたいのであれば株式に投資するほうが理に適っています。

2.11.3 老後の生活費のために債券

債券に投資する理由は何でしょう。通常、債券には、利息が付いています。理想では、十分にたくさんの債券を保有しておき、利息だけで生活できるようになる。そうすれば資産は減らないし、働かなくても食べていける。これが債券を保有する理由です。実際は、それほどたくさんの債券を保有することができる人はごく一部ですから、普通の場合は利息を受け取り、元本の一部を取り崩して生活費に充てるということになります。つまり、シニアライフのことを考えると最終的に保有しておきたい資産は債券ということになります。

2.11.4 インフレ対応などは外貨建て資産

外貨建て資産を保有する理由は、インフレ対策です。日本はエネルギー資源を持たない国です。もし、天然資源の価格が上昇したら、輸入価格が上昇しインフレになります。為替は円安になるでしょう。この時、天然資源とともに価格が上がる外貨建て資産を保有しておけばインフレ対策（ヘッジ）になります。日本の投資家が豪ドル建ての資産を保有したがる理由の一つは、豪ドルが天然資源にリンクした通貨だからです。

その他、世界経済が日本以外の国や地域でより成長すると考え、外貨建て資産への配分を増やすという選択肢も考えられます。

2.11.5 ポートフォリオ全体を管理

リスク資産の意味づけは投資家によって異なります。投資家のニーズに応じてポートフォリオを構築して問題ありません。最終的なリスクコントロールは無リスク資産を含めたポートフォリオ全体で管理するとよいでしょう。

2.12 パッシブ運用の盲点

手数料の低さだけでファンドを選ぶのは早計

「アクティブ運用のファンドはコストが高くて、パッシブ運用のファンドに負けてしまう」といわれることが少なくありません。

しかし、本当は、運用成績が優れているアクティブ運用のファンドを見つけるのが難しいだけなのです。

2.12.1 アクティブ運用とパッシブ運用

ファンドに設定されたベンチマーク（ファンドの運用の基準となる指標）よりよい運用成績を求める運用スタイルがアクティブ運用。ベンチマークと同じような運用成績を残すことを目指す運用スタイルがパッシブ運用です。

日本の株式に投資するファンドであれば、代表的なベンチマークは、TOPIX（東証株価指数）が挙げられます。

2.12.2 アクティブ運用のファンドは見つけるのが大変

ここで、具体的なファンドを見てみましょう。パッシブ運用の代表は、三菱UFJ国際投信が運用する「eMAXISTOPIX インデックス」です。アクティブ運用の代表は、フィデリティ投信が運用する「フィデリティ・日本成長株・ファンド」です。

ともにたくさんの金融機関で取り扱われているファンドです。この2つのファンドに、2010年1月から2018年6月まで、毎月、月初に3万円ずつ投資した結果を比較したものが、表2.2になります。

申込手数料は、アクティブ運用のファンドである「フィデリティ・日本成長株・ファンド」が高くなっています。また、この表には掲載されてい

表 2.2 アクティブ運用とパッシブ運用の比較

	eMAXIS TOPIX インデックス	フィデリティ・ 日本成長株・ ファンド
運用スタイル	パッシブ運用	アクティブ運用
申込手数料	0.0%	3.24%
投資金額【2010年1月～ 2018年6月】(a)	3,060,000円	3,060,000円
2018年6月末評価金額(b)	5,185,412円	5,192,462円
累積騰落率(c=b ÷ a)	169.5%	169.7%
年換算騰落率(cの年換算化)	6.4%	6.4%

ませんが、信託報酬も「フィデリティ・日本成長株・ファンド」が高くなります。それでも、累積騰落率に示すように、ファンドの運用に大きな差異はありません。

アクティブ運用がパッシブ運用に負けるというのが正しいのではなく、パッシブ運用に勝るようなアクティブ運用を探してくるのが一苦勞というのが本当の話です。

ちなみに、表 2.2 では、「フィデリティ・日本成長株・ファンド」の申込手数料を 3.24% として計算していますが、販売会社によっては、ノーロード(0%) にしている会社もあります。

2.13 モデルポートフォリオ

運用会社の統一した投資行動に不可欠な組み合わせ

モデルポートフォリオとは、運用会社が全世界の統一した基準となるポートフォリオのことです。モデルポートフォリオの細部のカスタマイズは現地のマネージャーが担当します。運用会社としての評価を安定させるためにも、モデルポートフォリオは必要です。

2.13.1 モデルポートフォリオが存在する理由

モデルポートフォリオという言葉が目論見書などに出てくる場合があります。モデルポートフォリオとは、名前のとおり、モデルとなるポートフォリオという意味です。

グローバルな規模で資産運用ビジネスを展開している運用会社は、世界各地で運用をバラバラに行っているわけではありません。運用をバラバラに行うと、運用会社としての運用スタンスに統一性がなくなりますし、人員も重複配置となりコストがかさみます。そこで、運用の拠点は数カ所に絞り込まれていることが一般的です。

そして、個別のファンドはモデルポートフォリオを複製して作成するのです。

2.13.2 チューンナップは現地のマネージャーが行う

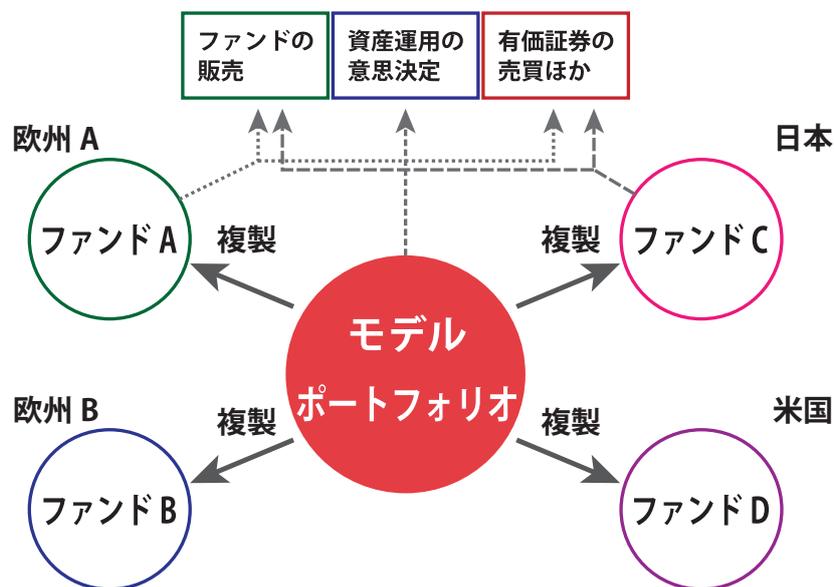
モデルポートフォリオは、現地のマネージャーが現地の実情を考慮して修正する場合があります。例えば、日本の投資家が投資する海外債券のファンドは、円建ての債券を除くことが少なくありません。しかし、そういった場合でもモデルポートフォリオは、円建て債券を含むすべての債券を対象にして構築されます。モデルポートフォリオから、円建ての債券を

除外するという作業が残りますが、これは現地のファンドマネージャーの仕事になります。

2.13.3 運用会社の評価も関係する

運用会社の資産運用能力を測るとき、この会社が運用しているファンドAとファンドBの運用成績を個別に測定することはありません。むしろ、この運用会社の運用している日本株式ファンドを全体で評価するということが一般的です。したがって、個別のファンドがバラバラの動きをしているようでは運用会社としての評価が下がります。そういった意味からも、モデルポートフォリオは大切といえるでしょう。

図 2.11 モデルポートフォリオの位置づけ



2.14 ポートフォリオの点検

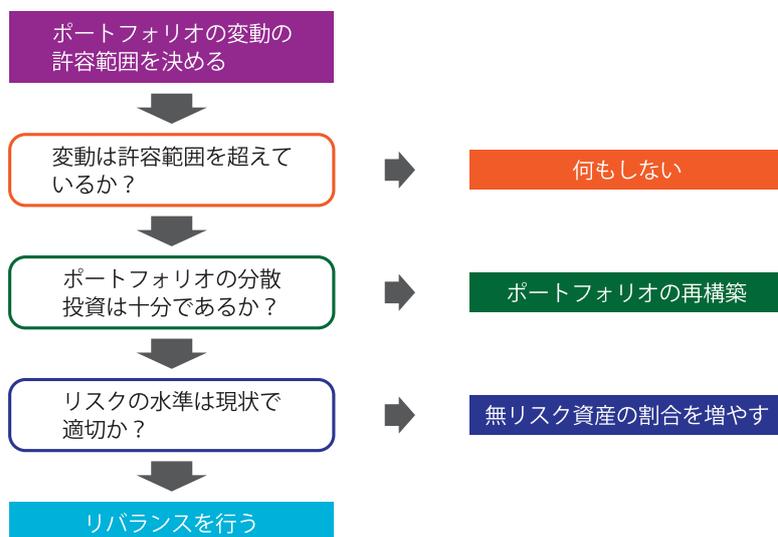
変動の許容範囲をもとにリバランス

ポートフォリオの管理に必要なことは許容範囲の設定です。最初に変動の許容範囲を決めてしまいましょう。ポートフォリオの点検で、許容範囲を超えた変動が発生しているときは、分散投資とリスク水準を確認しましょう。

2.14.1 ポートフォリオの管理の手順

ポートフォリオの管理には、ぜひ、変動の許容範囲を設定しておきましょう。変動の許容範囲とは、Section2.10で紹介した損切り水準のことです。何もこの水準を超えたからすぐにポートフォリオを売却してしまふのではありません。「この水準を超えて変動を起こしたときには次のステップのことを考えましょう」という水準だと思ってください。

図 2.12 ポートフォリオの管理のステップ



最初にポートフォリオの分散投資の効果をチェックしてみましょう。株式に極端に偏っているなど資産クラスとしての確認が一つ、そして、レアルやユーロなど特定の為替のリスクをとりすぎていないかという確認です。リスク資産の資産配分が極端になっているときは修正しましょう。次に、リスクコントロールです。リスクコントロールは、無リスク資産を調整して行います。思っている以上にリスクをとっていると感じたら、無リスク資産の割合を引き上げるようにアドバイスするとよいでしょう。

2.14.2 リスクの説明と調整

「よく分散されたリスク資産のポートフォリオであれば、リスクは10%程度である」と考えてよいでしょう。そして、無リスク資産のリスクはゼロなので、ポートフォリオ全体のリスクは、リスク資産の割合にのみ比例することになります。リスク資産部分の比率×10%がポートフォリオ全体のリスクとなるのです。

リスク資産部分の比率	ポートフォリオ全体のリスク
100%	$100\% \times 10\% = 10\%$
50%	$50\% \times 10\% = 5\%$
0%	$0\% \times 10\% = 0\%$

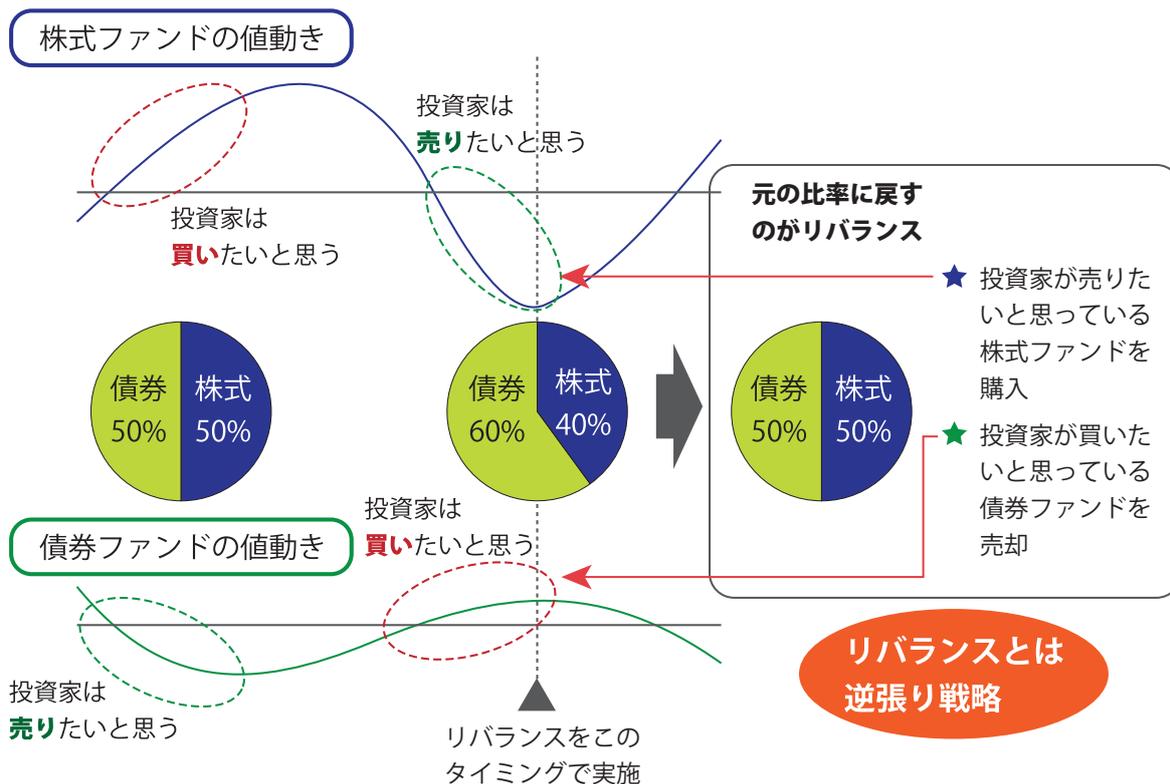
ポートフォリオのリスクが5%、期待リターンが2%であれば、95%の確率で実際のリターンが、12% (= 2% + 5% × 2) と -8% (= 2% - 5% × 2) の間に入ると解釈できます。「運が悪いときは8%くらいマイナスになることを覚悟しましょう」と説明できます。

2.15 リバランスの実践

リバランスとは投資効率を向上させる逆張り戦略

ポートフォリオの投資比率を当初決めておいた比率に戻すことをリバランスといいます。リバランスは逆張り戦略です。そして、よく知られたドルコスト平均法も逆張り戦略です。逆張り戦略を上手に使うと、買付単価を引き下げ、投資効率を向上させることができます。

図 2.13 リバランスのしくみ



2.15.1 ポートフォリオのリバランスは逆張り戦略

ポートフォリオのリスク水準等の確認が終了したら、ポートフォリオをリバランスしましょう。リバランスとは、バランスを元に戻すことです。

実際のポートフォリオの資産クラスへの投資比率を、あらかじめ決めておいた比率に戻す作業です。実に簡単な作業ですが、リバランスには「逆張り戦略」という意味も含まれています。図で示すように、株式と債券の割合を等分にする配分を考えてみましょう。株式の割合が低下するときは、株価が下がっているときです。安くなった株式を買い増すということですから、人気の低いものに投資する逆張り戦略というわけです。

2.15.2 ドルコスト平均法も逆張り戦略

株式と債券の値動きが図のように一方が下がり、一方が上がるという図 2.18 の例のような状態が繰り返されるとしたら、逆張り戦略は有効です。安いところで追加投資を繰り返すわけですから、トータルで考えると、安い価格で資産を購入できているという仕組みです。

実は、逆張り戦略になっているという点で、リバランスはドルコスト平均法と同じ効果があります。ドルコスト平均法も、リスクのある資産の値動きにかかわらず、同じ金額を投資することによって、平均買付単価を引き下げるという効果を持っています。したがって、保有しているリスク資産にはリバランスを適用し、購入する資金についてはドルコスト平均法を適用すれば、逆張り戦略を強化することができます。

2.15.3 バランス型ファンドも逆張り戦略

自分でリバランスすることが面倒であると感じるのであれば、バランス型ファンドに投資するとよいでしょう。バランス型ファンドであれば、ファンドマネージャーが投資家に代わってリバランスを行ってくれます。ファンド全体でリバランスを行うことになりますから、規模も大きくコスト面から考えても合理的といえます。バランス型ファンドをドルコスト平均法で買い続けることは、逆張り戦略を追求していることにもなっています。

2.16 資産運用の分類（その1）

運用手法と成果測定を対（つい）にして覚える

ファンドの運用手法は、アクティブ運用とパッシブ運用、そして、その中間に位置するエンハンスインデックス運用の3つに大別されます。アクティブ運用はシャープレシオや情報レシオで、パッシブ運用はトラッキングエラーでその運用の成果（パフォーマンス）を測ります。

2.16.1 アクティブ運用、パッシブ運用、エンハンスインデックス運用

資産運用の手法を分類すると、最初に、アクティブ運用とパッシブ（インデックス）運用に分類されます。アクティブ運用とは、その運用がベンチマーク（基準とする市場インデックスなど）を上回ることを目指す運用です。

もう一つが、パッシブ運用です。こちらは、ベンチマークと連動した運用を追求する手法です。

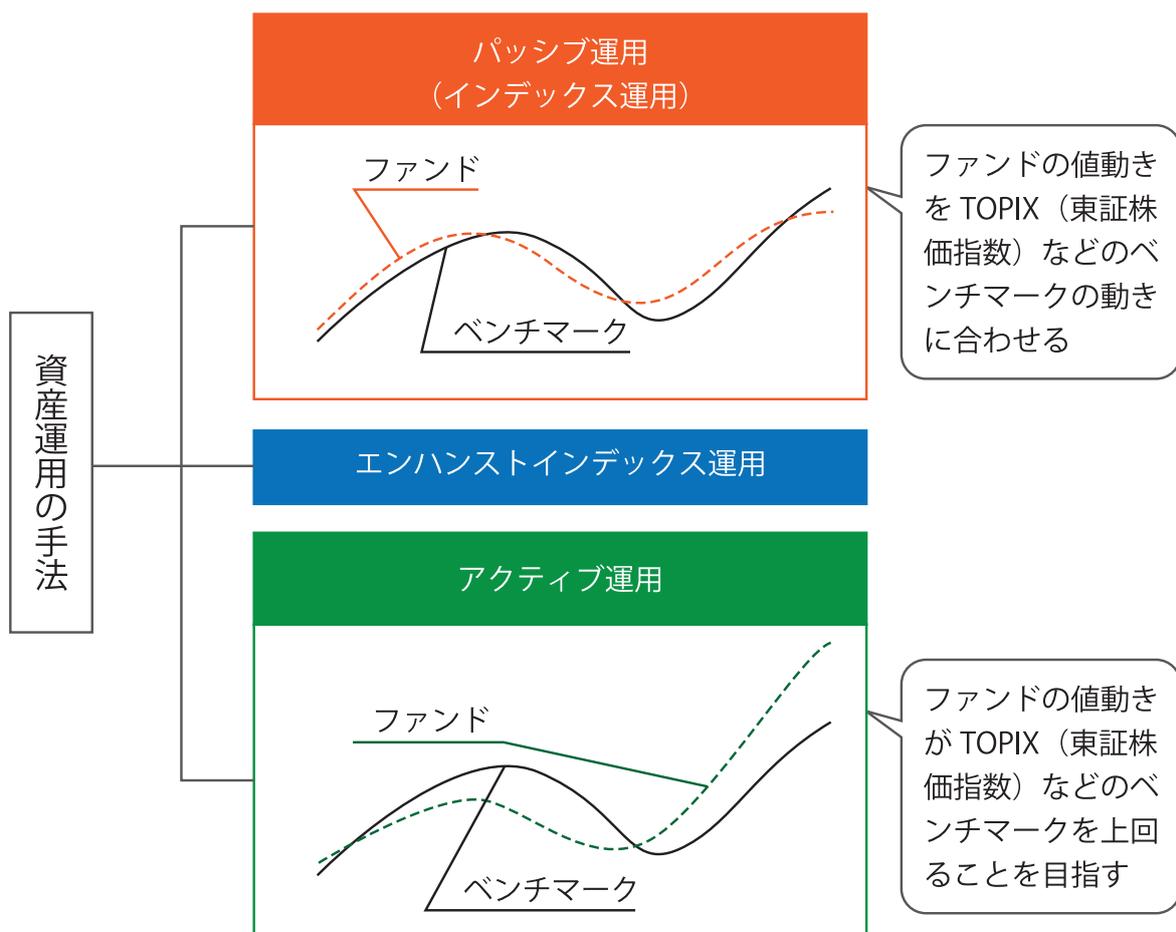
細かくいうと、アクティブ運用とパッシブ運用の間にエンハンスインデックス運用があります。原則として、パッシブ運用だけれど少しだけアクティブ運用が許された運用ということができるでしょう。

シャープレシオ	情報レシオ
（リスク1単位当たり）預貯金に預けていた場合に比べてどれだけ上回っていたか	（相対的なリスク1単位当たり）パッシブ運用に比べてどれだけ上回っていたか

2.16.2 ファンドのパフォーマンス評価

アクティブ運用のファンドのパフォーマンスを評価するときには、シャープレシオ（2.7）や情報レシオ（2.8）が役に立ちます。パッシブ運用の場合の運用の尺度は、トラッキングエラー（2.8）になります。トラッキングエラーは、ファンドの値動きとベンチマークの値動きのギャップを示す指標です。トラッキングエラーが低いほどパッシブ運用の評価は高まります。

図 2.14 資産運用の手法



2.17 資産運用の分類（その2）

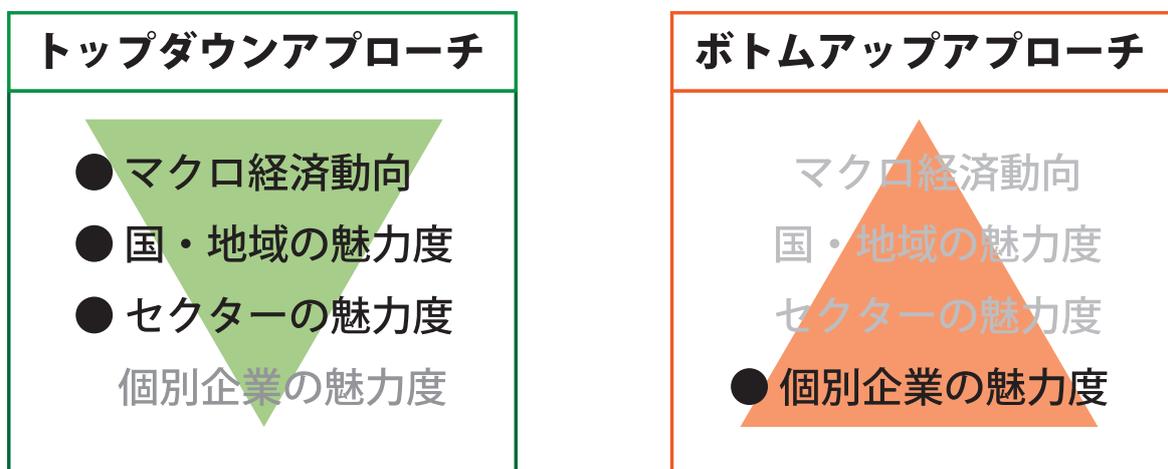
割安感か成長期待かで運用手法は異なる

ファンドの運用手法の一つであるアクティブ運用は、トップダウンアプローチとボトムアップアプローチに分類されます。さらに、ボトムアップアプローチはバリュー投資とグロース投資に分類されることとなります。

2.17.1 トップダウンアプローチとボトムアップアプローチ

アクティブ運用は、さらに、トップダウンアプローチとボトムアップアプローチに分類されます。トップダウンアプローチとは、マクロ経済の動向を分析したり、資産クラス間の相対的な魅力度を分析したりして、大きな視点から投資対象を絞り込んでいく手法です。債券の運用は、世界各国の金利動向を分析したり、国債と社債の魅力度を比較したりと、トップダウンアプローチの要素が多くなるのが一般的です。

図 2.15 トップダウンとボトムアップ



一方、ボトムアップアプローチは、個別企業の分析に重点を置く手法で

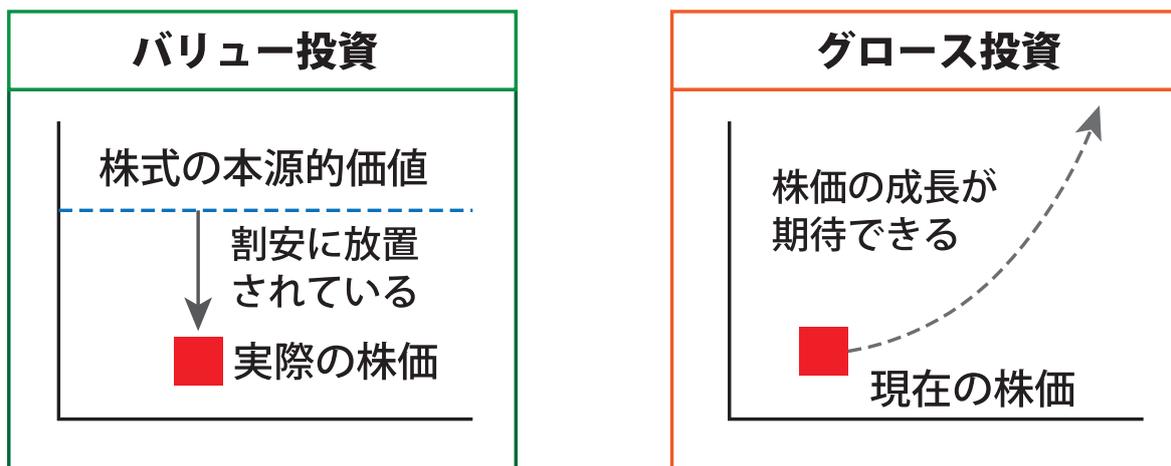
す。個別企業の分析ですから、主として、株式投資で使われる手法になります。選任のアナリストに各企業を担当させ、継続的に企業分析を行うイメージです。ボトムアップアプローチでは、企業訪問なども行われます。

2.17.2 バリューストック投資とグロース投資

ボトムアップアプローチは、バリューストック投資とグロース投資に分かれます。バリューストック投資は、株価の水準が予想した株価水準（本源的価値）と比べて割安であれば購入するという手法です。より割安感の高い銘柄が魅力的な銘柄といえます。一方、グロース投資は、企業の将来の成長性に投資する手法です。より成長力が高い銘柄がより魅力的ということになります。

バリューストック投資は大型銘柄を投資対象にする傾向があり、グロース投資は中小銘柄を投資対象にする傾向があります。

図 2.16 バリューストックとグロース



2.18 地域の分散をどのように考えるか

グローバル化で地域の経済実態は反映しなくなる

地域の分散といわれることがよくありますが、どの企業がどの国を代表しているのか関係が希薄化してしまっていることがあります。したがって、日本株式といっても、日本の株式市場だけを代表しているわけではありません。地域の分散が効かなくなっている背景には、企業のクロスボーダー化があるのです。

2.18.1 企業と国の関係は希薄化している

日本より外国、特に、BRICsと呼ばれている国々の成長率が魅力なので、BRICs諸国に投資しようとか、その他の新興国に投資しようという話はよく聞きます。しかし、私たちがよく使っている国という概念は、投資の世界では、もう古くなっているのかもしれない。

仮定の話ですが、日本のJR東日本がアメリカに新幹線を輸出したとします。日本で車両を完成させてアメリカに輸出したのであれば、日本のGDPの増加に寄与します。なぜなら、日本で生まれた付加価値として日本のGDPの計算に組み入れられるからです。しかし、JR東日本がアメリカに工場を作って、アメリカで新幹線を作ったら、アメリカのGDPの計算に組み入れられます。アメリカのGDP成長率を押し上げることになります。

一方、JR東日本の株価はどうなるでしょう。おそらくいずれにしても、受注を取った時点で将来の利益を織り込んだ形で株価は値上がりするはずですが、グローバル化が進んだ現在では、その国のGDP成長率が上がらないと、企業の株価も上がらないと考えるのは少し不自然です。

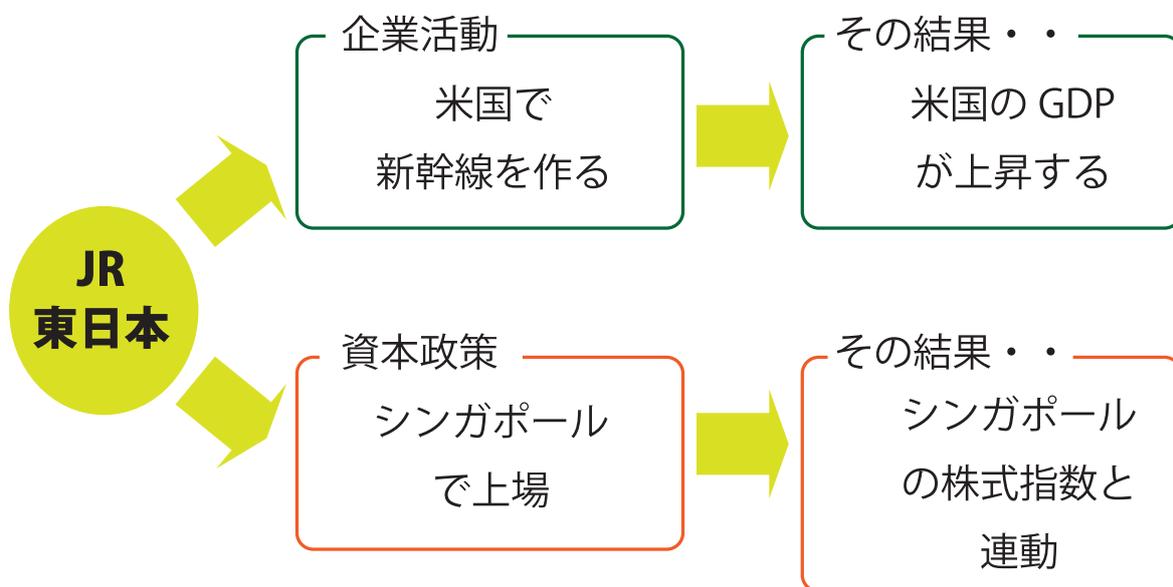
仮定の話を進めてみましょう。利益は上がりましたが、JR東日本は法人

税率が高い日本に嫌気して、本社をシンガポールに移したとしましょう。この決断でどのような影響が出るでしょうか。

例えば、東京証券取引所の上場を廃止して、シンガポール証券取引所に上場したとします。そうすると、東京証券取引所の株価指数、TOPIXからJR東日本は除外されるでしょう。JR東日本の株価が変動してもTOPIXには反映されないことになります。一方、シンガポールでは株価指数に組み入れられるかもしれません。JR東日本の株価の変動は、シンガポールの株価指数に反映されることになるのです。こうなってしまうと、その地域の株価指数は、その地域の経済実態を正しく反映していないかもしれません。

これまでの仮定の話の帰結するところは、「グローバル化が進むほど、GDPや株価指数といったマクロ的なものさしは、その地域の経済実態を反映しなくなる可能性がある」ということです。

図 2.17 企業のクロスボーダー化



2.19 パフォーマンスの評価方法

過去は定量分析、将来は定性分析で評価

パフォーマンスの評価には定量分析と定性分析があります。過去のパフォーマンスについては定量分析、将来のパフォーマンスの可能性については定性分析が役に立ちます。定量分析の資料はウェブサイトなどにも公表されていますから、参考にできます。

2.19.1 パフォーマンス評価は2つの方法がある

パフォーマンス（運用成果）を基準にファンドを選びたいというニーズはとても高いと思います。実際にパフォーマンスを基準にファンドを選ぶにはどうしたらよいのでしょうか。ファンドのパフォーマンスというと実は2つの意味が含まれています。

一つはこれまで実績としてあげられたパフォーマンスです。そして、もう一つはこれから先のことです。これから先、どのようなパフォーマンスをあげる可能性があるのかという意味でのパフォーマンス。私たちは、この二つを区別しておく必要があります。

2.19.2 過去のパフォーマンスは定量分析

過去のパフォーマンスは、ファンドの定量的なデータから分析することが可能です。基準価額と収益分配金の支払いについて過去のデータがあるのであれば計算することができます。

アクティブ運用のファンドであれば、シャープレシオと情報レシオ、パッシブ運用のファンドであればトラッキングエラーが、もっともわかりやすいでしょう。

最近では、運用会社が独自に定量的な指標を開示してくれている場合も

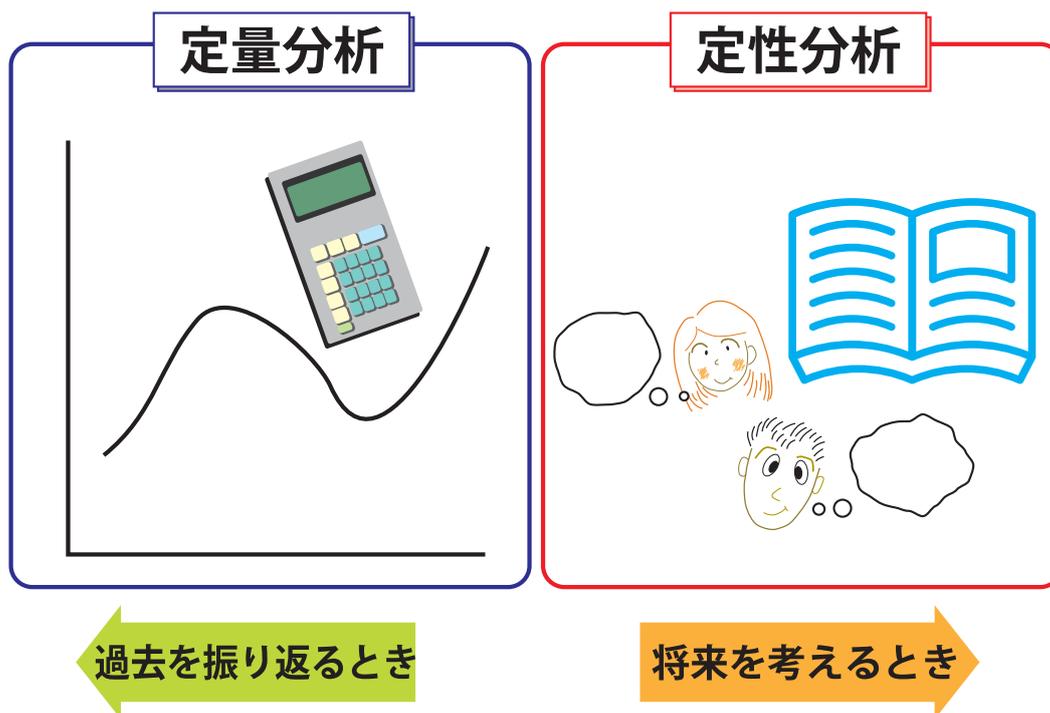
ありますし、ウェブサイトから過去の基準価額や収益分配金のデータをダウンロードできるようになっている運用会社も少なくありません。

2.19.3 将来のパフォーマンスは定性分析

さらに重要視されるのは、ファンドのこれからのパフォーマンスです。正確にいうと、良いパフォーマンスをあげるだけの能力がファンドにあるのかということがファンドの評価ポイントです。この部分は、事後的に定量的なデータをチェックすればよいというのではなく、定性的な部分を内部からチェックする必要があります。

機関投資家の年金基金などが運用の委託先を決めるときは、ファンドや運用会社の運用能力を定性的な側面からチェックすることが普通です。例えば、運用担当者が何人いるのか、主要な運用担当者の運用者としての経歴は十分か、顧客に不利益な状況が発生しないようにコンプライアンスが機能しているかなどが評価項目となります。

図 2.18 定量分析と定性分析



2.20 要因分析

運用の方針結果を重ね合わせて分析する

アクティブ運用のファンドのパフォーマンスを詳細に分析するときには要因分析が用いられます。ベンチマークに対しての超過収益を、資産配分要因、銘柄選択要因として分解します。ファンドの運用方針を重ね合わせると、運用結果が運用方針を実現したものになっているかを検証できます。

2.20.1 要因分析とは

アクティブファンドの良し悪しを測る方法の一つに要因分析があります。要因分析とは、ファンドのパフォーマンス（騰落率）がどのような要因によってもたらされたのかを示すものです。これは企業が決算発表などで開示する、業績（利益）の増減の要因分析に似ています。企業の業績分析では、売上が増加した、宣伝広告費の圧縮を図った、等々の理由が積み上げられます。その結果、投資家は、当期の純利益がどのような理由で、どの程度増減したのかを知ることができます。

ファンドにおいても同じことが行われています。それが要因分析というものです。ファンドの基準価額の増減（パフォーマンス）の変動の理由を、原因にまでさかのぼって分析するというものです。

2.20.2 資産配分要因と銘柄選択要因

数値を使った例で見てみましょう。ここでは、ファンドのパフォーマンスの基準となるベンチマークのリターンが4.0%となっています。よりイメージを具体化させるために、このファンドは、日本株式に投資するファンドで、TOPIXをベンチマークに採用していると考えましょう。そう

考えると、4.0%はTOPIXのリターンになります。

資産配分要因は、業種ごとの投資比率の調整によってもたらされた超過収益（リターンの上乘せ分）を表しています。例えば、ファンドマネージャーが、輸送用機器は見通しがよくないのでTOPIXより低い割合で保有し、その代わりに、小売業はTOPIXより高い割合で保有しようという判断をしたとします。その考えどおりに市場が動くと、資産配分要因はプラスになり、そうでなければ資産配分要因はマイナスになります。

銘柄選択要因とは、個別銘柄からもたらされるリターンです。例えば、このファンドがHONDAの株式を、TOPIXの割合より多く保有したとしましょう。輸送用機器の銘柄の平均よりHONDA株の上昇率が高いと銘柄選択要因はプラスになります。その逆の場合は、銘柄選択要因はマイナスになります。

表 2.3 要因分析の例

a. ベンチマーク	4.0%
b. 資産配分要因	-0.9%
c. 銘柄選択要因	1.0%
d. 手数料控除前リターン (a+b+c)	4.1%
e. 手数料	-1.0%
f. 手数料控除後リターン (d+e)	3.1%

手数料はファンドの運用能力と切り離して考えるとよいでしょう。ファンドの運用能力そのものは、「d. 手数料控除前リターン」と「a. ベンチマーク」の差と考えます。そして、どの程度のコストでファンドを管理できるかという、ファンドの管理能力までも含めた全体のパフォーマンスを測るときは、「f. 手数料控除後リターン」と「a. ベンチマーク」の差と考えればよいでしょう。ちなみに、基準価額の騰落率は、「f. 手数料控除後リターン」です。

2.21 ファンドマネージャーに必要なこと

説明力の高いファンドマネージャーの評価は高い

ファンドを運用するファンドマネージャーに必要な資質は、合理的な論理能力とそれを支える国語力、さらには、意思決定したことを投資家に適切に伝える情報伝達能力といえるでしょう。ファンドマネージャーに求められている資質は、得意な能力ではなく、優秀なビジネスパーソンとしての能力といえるでしょう。

2.21.1 ファンドマネージャーのイメージと誤解

数年前に、ファンドマネージャーといわれる人たちに会って、「ファンドマネージャーにとって最も大切なことは何ですか？」と聞いたことがあります。独立系のファンドマネージャーから、外資系の運用会社の CIO (チーフ・インベストメント・オフィサー) まで。そして、彼らの回答の収束点は、一番大切な資質は「国語力」ということでした。ファンドマネージャーといわれる人たちの仕事は、意外に知られていません。難しい数式を解いているイメージ、電話で売買を行っているイメージなどがあるかもしれませんが、これらのイメージは適切ではありません。

確かに、難しい数式を解くことや、数値計算が求められる部門もあります。ただし、そういった仕事はファンドマネージャーの一般的な仕事ではありません。つまり、ファンドマネージャーの仕事に数学の知識や能力が、必ずしも必要ということではありません。

英語はとても大切な能力かもしれません。特に、外資系の運用会社ではコミュニケーションの中心は英語ですから、英語ができないと情報を入手できないということになります。社内の情報だけでなく、社外の情報もほとんどが英語で配信されますから、英語はとても大切です。

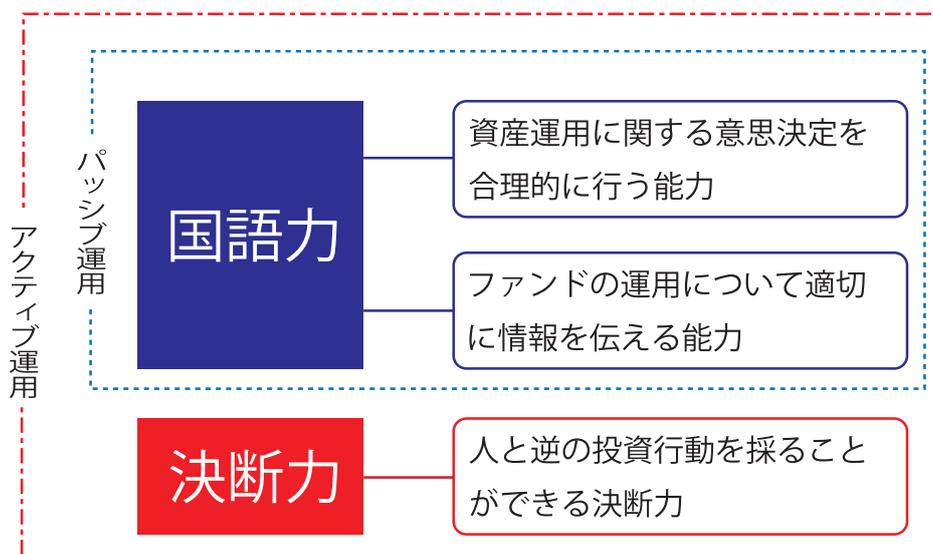
2.21.2 英語より国語

日本のファンドマネージャーにとってさらに大切なのは、国語です。なぜなら、投資家の大半は日本語を母国語とする人たちであり、投資家に対する説明責任は日本語で行う必要があるからです。日本語で正確な文章を書くことができ、日本語を使って運用の成果を正確に伝えることができる能力が一番大切ということです。

つまり、資産運用に関する意思決定を合理的に行うことができ、そして、それを正確に伝えることができるというのがファンドマネージャーの必須条件なのです。

もともと、「資産運用に関する意思決定を合理的に行うことができる」と、「自分の行った意思決定を正確に伝えることができる」ということは不可分の関係にあると思います。とすれば、「自分の行った意思決定を正確に伝えることができる」ファンドマネージャーは、「資産運用に関する意思決定を合理的に行うことができる」ファンドマネージャーであるということになりますね。

図 2.19 ファンドマネージャーに求められる能力



2.22 アクティブ運用のファンドマネージャーに必要なこと

”あまのじゃく”な性格が求められる

パッシブ運用のファンドマネージャーに求められる資質は国語力ですが、アクティブ運用のファンドマネージャーには追加して、他人と違うことをして平然としていられる決断力が求められます。

2.22.1 パッシブ運用のファンドマネージャーは合理的

図 2.19 「ファンドマネージャーに求められる能力」の図には、国語力と決断力が併記して書いてあります。そして、パッシブ運用の枠は、国語力のみを囲っています。一方、アクティブ運用の枠は、国語力も決断力も囲ってあります。

これは、アクティブ運用のファンドマネージャーには決断力が求められて、パッシブ運用のファンドマネージャーには決断力が求められないことを意味しています。「決断力が求められないパッシブ運用のファンドマネージャー？」と表現するとちょっと誤解があるかもしれませんね。

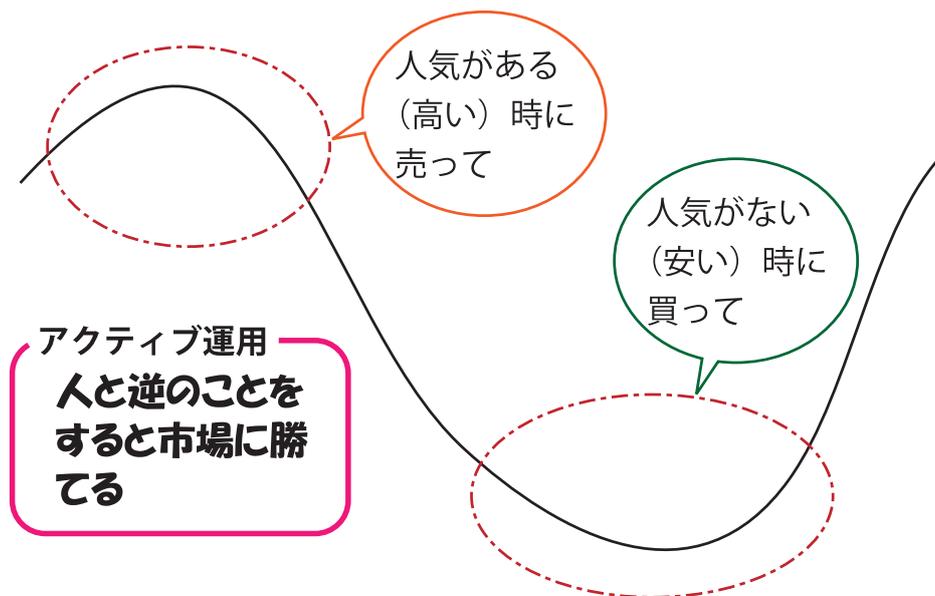
『パッシブ運用のファンドマネージャーに求められるのは合理的思考の積み上げである』といったほうが適切かもしれません。

2.22.2 アクティブ運用のファンドマネージャーは直感的

アクティブ運用のファンドマネージャーは、基本的には逆張りです。割高になった株式を購入しても市場に勝てないし、成長性が見込めない株式を購入してもダメ。バリュウ投資を前提にするのであれば、ファンドマネージャーは、株価が安い時に買って、株価が高い時に売り抜ける。これ

がファンドマネージャーに求められる投資行動です。
でも、ファンドマネージャーも人間なので、人と同じような行動をしている方が居心地はよいはずですが、それでも、ファンドの超過リターンを挙げるために、自分たちの分析と（ちょっと言い方は不適切かもしれませんが）直感を頼りに、人と違った投資行動が求められます。”あまのじゃく”な一面が求められるのはこのような理由からです。誤解を恐れずに表現すれば、アクティブ運用のファンドマネージャーに求められるのは直感力だと思います。

図 2.20 ファンドマネージャは人と違うことをする



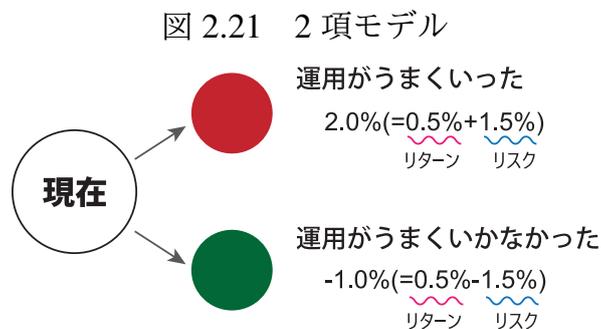
2.23 リスクの正体

リスクとは運用結果のばらつき

リスクとはリターンのばらつきですが、実際に簡単な計算をしてみるとその意味がよく理解できます。運用がうまくいくか、失敗するかの簡単な2項モデルを使ってリスクの正体を明らかにしてみましょう。

2.23.1 2項モデル

あるファンドの年換算したリターンが2.0%、リスクが3.0%だとします。簡単な方法で、このファンドの運用を推定してみましょう。最初に1年を4分割します。リターンもリスクも3カ月単位にします。リターンは「 $2.0\% \div 4 = 0.5\%$ 」、リスクは「 $3.0\% \div 4^{0.5} = 1.5\%$ 」と計算します。



そして、このファンドは3カ月間で運用がうまくいったときは「 $0.5\% + 1.5\% = 2.0\%$ 」、運用がうまくいかなかったときは「 $0.5\% - 1.5\% = -1.0\%$ 」の運用成果になると考えます。3カ月の運用は次のようになると想定するわけです。

これを1年間、つまり、3カ月の運用を4回繰り返します。もし、運用がうまく推移すれば、「 $2.0\% + 2.0\% + 2.0\% + 2.0\% = 8.0\%$ 」と1年間で8%のリターンが得られます。反対にうまくいかなかったとすれば、

「 $-1.0\%-1.0\%-1.0\%-1.0\% = -4.0\%$ 」です。これを表にすると、次のようになります。

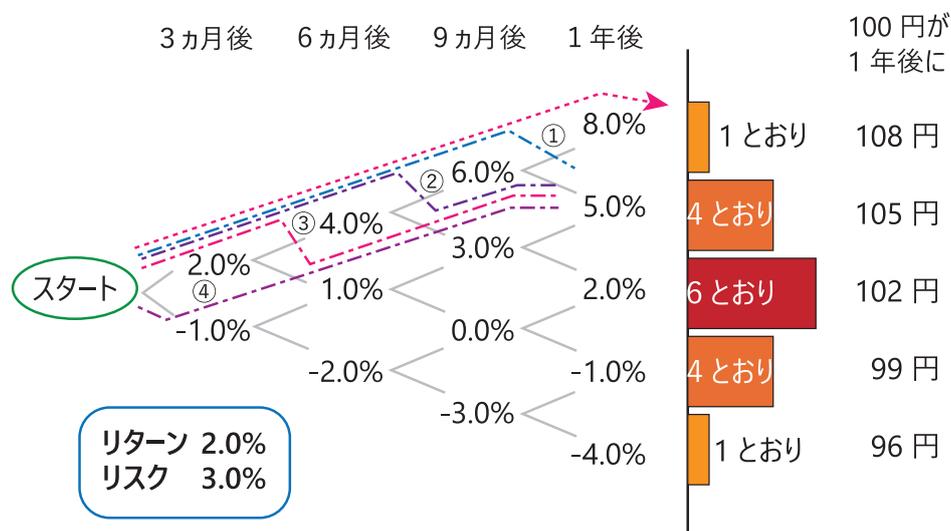
2.23.2 リスクの正体

ところで、経路の数を考えてみましょう。4期とも運用がうまくいくケース（108円）にたどりつく経路は1通りしかありません。一方、3期運用がうまくいって、1期運用がうまくいかないケース（105円）にたどりつくケースは4通りあります。実際の運用利回りが年換算したリターン（2.0%）と一致するケース（102円）に至る経路は最も多い6通りあります。

実は、この経路の数がリスクの正体です。実際のリターンが、予想したリターンに一致しない場合が上下にばらついて存在している状態です。そのばらつき具合を示す指標がリスクと呼ばれている標準偏差という指標です。

リターンの上下に±リスクをとってあげると（ $2.0\%+3.0\%=5\%$ から $2.0\%-3.0\%=-1.0\%$ ）、その間に入っている経路の数は14通りです。かなりの高い割合で、実際のリターンがこの間に入ることを意味しています。

図 2.22 2項モデルを使って資産運用の成果を計算する



2.24 リスクの説明

「リターン-リスク」または「リターン-リスク × 2」が損失の目安
2項モデルのケースを拡大していくと、リスクとリターンの関係を理解することができます。リターンとは実際に起こりうる騰落率の代表値（平均値）になっており、リスクはそのばらつきを表す指標です。そのことから、「リターン-リスク」または「リターン-リスク × 2」を損失の目安とすればよいことがわかります。

2.24.1 拡大した2項モデル

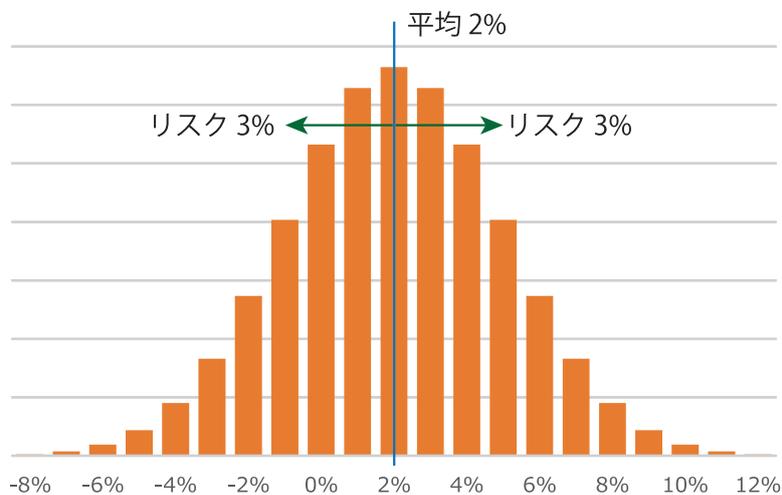
リターンを日本語にすると「期待収益率」、リスクは日本語にすると「標準偏差」になります。リターンとは、たくさんある経路の代表値になっています。図 2.23 は、2.23 と同じケース（リターン 2 %、リスク 3 %）の場合の経路の出現回数をグラフにしたものです。横軸が実現した騰落率。縦軸はその発生する頻度です。もっとも低い騰落率（実際の利回り）は -8% です。もっとも高い騰落率は 12% です。しかし、-8% も 12% もほとんど発生しないことがわかります。

2.24.2 リスクとリターンを使った損失の目安の説明

資産運用でリターンとリスクを上手に使うって将来の状況を説明するには次のように説明します。

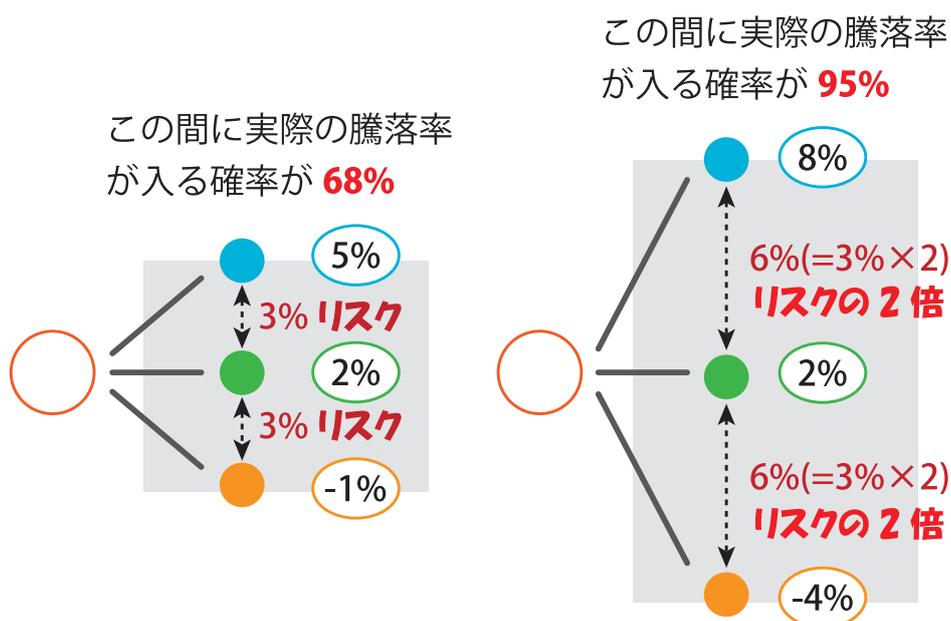
リターンは将来起こるべき可能性（すべての騰落率）の平均を表しています。したがって、リターン 2 % というのは、すべてのケースの平均が 2 % になっているという意味です。そして、すべての騰落率のブレの程度がリスク（標準偏差）になります。「最悪どの程度になるのか？」という質問があるかもしれませんが、じゃんけんを何度やっても負け続ける可能

図 2.23 騰落率の分布



性があるのと同じで、考えてもきりがありません。そこで、リスクを使って説明します。リターンからリスク分だけ離れた範囲を作ります。この範囲の中に本当の騰落率が落ち着く可能性が 68%、リターンからリスクの 2 倍離してあげればその可能性は 95% です。「リターン-リスク」または「リターン-リスク × 2」が損失の目安と考えればよいのです。

図 2.24 リスクと騰落率の関係



2.25 リスクは一定ではない

リスクは時とともに上下動している

合理的な投資家であればできるだけ避けたいリスクですが、時の推移とともに変動していることは、あまり知られていません。リスクの高いと思われている株式であってもリスクをあまり感じなくて済む時があるのです。

2.25.1 変動するリスク

株式はリスクが高いといわれていますが、株式のリスクは時系列で変動しているのをご存知でしょうか。TOPIX（日本株式）やS P500（米国株式）のリスク（標準偏差：ボラティリティ）は平均すると20~25%程度なのですが、市場環境によってリスクは変動しているのです。

図2.25は日時データから算出したTOPIXの年換算リスクの移動平均を表しています。グラフ中に記載したように、リーマン・ショックのときと、欧州債務問題がポルトガル・スペインなどに拡散し、日本では東日本大震災が発生したときに、リスクは大きく跳ね上がっているのです。

2.25.2 私たちの感覚とすり合わせてみる

シャープレシオを思い出してみましょう。

$$\text{シャープレシオ} = \frac{(\text{リターン} - \text{無リスク資産利子率})}{\text{標準偏差 (リスク)}}$$

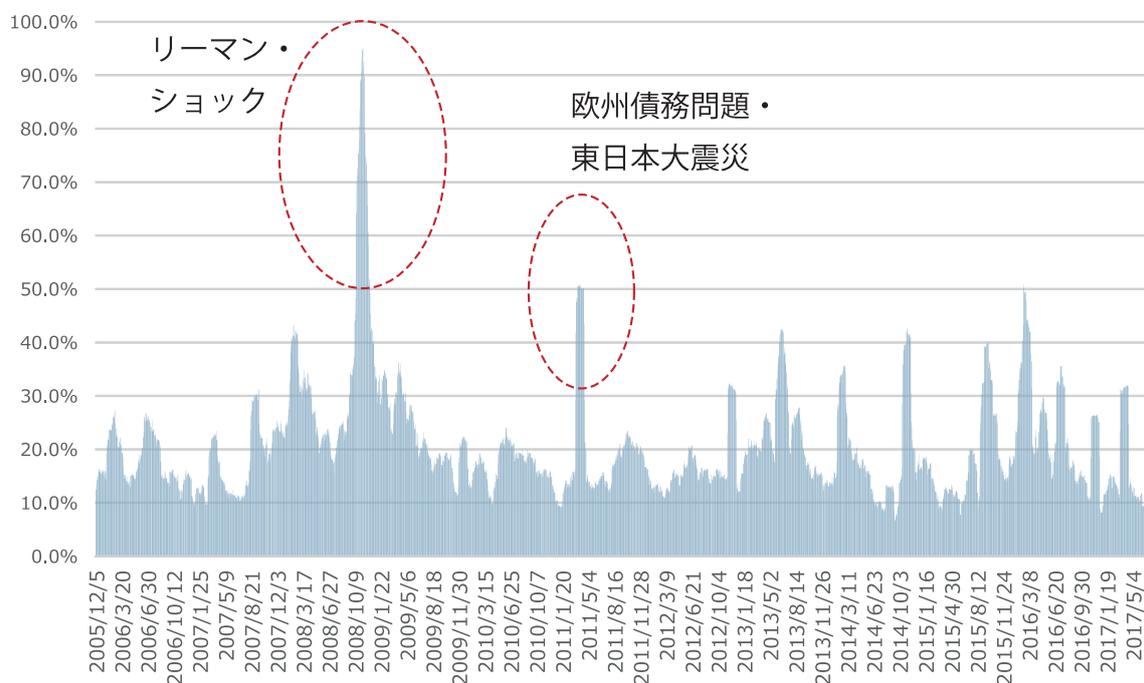
ここで使われているリスクが、時と場合によって変動するのです。当然、シャープレシオの値も変動することになります。シャープレシオとは、リスクのあるものに投資したときの魅力度を測るための尺度です。

リスクのあるものの魅力度は、リスクの低い（市場が安定している）と

ときには高く、リスクの高い（市場の変動が大きい）ときには低くなっているのです。

リスクのあるものに投資をして怖いと感じるのは、市場が大きく変動している時なのです。リスクが一定ではないと知っておくだけで、私たちは随分と心に余裕が生まれるのではないのでしょうか。

図 2.25 TOPIX の年換算リスクの時系列推移



第3章

ファンドの仕組み編

3.1 ファンド（投資信託）に投資したお金と情報の管理

資産は受託銀行が、情報は販売会社が管理

ファンドに投資したお金は、販売会社（証券会社や銀行など）から受託銀行（信託銀行）のファンド専用口座に振り込まれます。この口座は受託銀行自身の資産とは分別して管理されています。また、ファンドでは投資家の個人情報も、販売会社が管理し、委託会社や受託銀行に提供されることはありません。^a

^a 委託会社や受託銀行が販売会社を兼ねているときは除きます

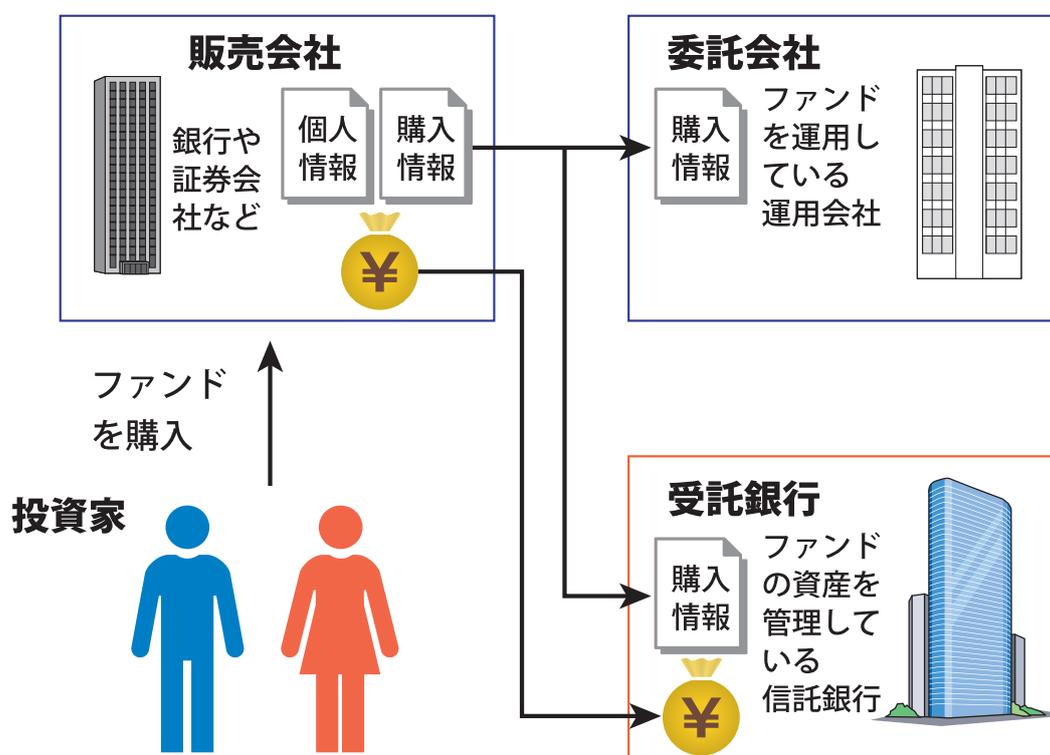
■**ファンドの資金管理** 投資家（消費者）が投資信託（ファンド）に投資したお金（買付代金）は販売会社から、委託会社を経ることなく、受託会社（銀行）に直接振り込まれます。受託銀行にはファンドの専用口座が開設されています。ファンドのお金はここで一元的に管理されています。もし、委託会社が倒産しても、ファンドの資産は受託銀行で保管されていますから安全に守られています。受託銀行が倒産したら、受託銀行には分別保管が義務付けられており、預かった資産と自己の資産を混同できないようになっています。したがって、受託銀行自身が債務超過に陥ったとしても、ファンドの口座は安全に守られているという仕組みです。

■**ファンドの情報管理** お金の動きとは別に情報も流れます。「Aさんが、Bファンドを1万円購入した」とします。Aさんに関する情報は、販売会社から外部に流れることはありません。投資家AさんがBファンドを購入したという情報は、販売会社は知っていますが、運用会社（委託会社）や信託銀行（受託銀行）は知らないのです。運用会社や信託銀行に送られる情報は、

- 1万円（手数料を差し引かれるときは差し引いた後の金額）が受託銀行に送金されたということ
- 売買の口数（ファンドは口数単位で取引されます）

です。

図 3.1 ファンドの資金・情報管理



3.2 ファンドにかかる手数料は、2種類に大別できる

販売会社で異なる申込（購入）手数料と差異がない信託報酬

ファンドにかかる手数料は、申込時に必要となる申込（購入）手数料と、ファンドを保有している間ずっと必要となる信託報酬に大別できます。申込（購入）手数料は販売会社により異なる手数料になっていることがありますが、信託報酬はどの投資家に対しても同じレートが適用されます。

■申込（購入）手数料と信託報酬が手数料の2本の柱 ファンドにかかる手数料は、ファンドを購入するときに一度だけ支払う手数料とファンドを保有している間ずっと支払う手数料に大別できます。後者の手数料は、信託報酬等の手数料です。信託報酬はファンドのすべての受益者（投資家）で同じ比率になっています。たとえば、信託報酬が年率で1%（税込）だとすると、毎日、純資産価額に $1\% \div 365(366)$ をかけた金額を信託報酬として（投資家が）負担する仕組みです。

一方、前者の手数は申込手数料（購入）手数料と呼ばれる手数料で、販売会社が独自に決めることができます。申込手数料については目論見書に記載することになっていますが、実は、多くの投資信託では申込手数料についてはその上限を定めているだけになっています。つまり、目論見書に定めた（投資信託の委託会社と受託会社が定めた）手数料の水準以下であれば、銀行や証券会社などの販売会社が独自に手数料の水準を決められるのです。一般的に、販売会社は顧客層に応じた手数料体系を採用しているようです。ネット系の販売会社は申込手数料を抑える傾向にあります。地方銀行などでは、ある程度まとまった金額で購入してくれる投資家を優遇するような体系をとっているケースが少なくありません。こういった背景

表 3.1 海外債券ファンドの申込手数料

販売会社	申込手数料	手数料率
A 銀行、B 銀行	金額にかかわらず	1.575%
C 銀行	5,000 万円未満	1.05%
	5,000 万円以上	なし
D 証券	1 億円未満	1.05%
	1 億円以上	なし
E ネット証券	5,000 万円未満	1.05%
	5,000 万円以上 1 億円以下	0.525%
	1 億円超	なし

を理解しておくこととファンドを選択するとき参考になるかもしれませんね。参考までに、ある海外債券ファンドの申込手数料の設定例を例示しておきます。

■販売形態の多様化に応じて申込（購入）手数料も多様化 ところで、信託報酬と申込手数料には考え方に差があることにお気づきでしょうか？信託報酬は大口の投資家でも小口の投資家でも同じ比率で手数料がかかります。つまり、大口の投資家だからといって優遇されることはないのです。すべての受益者が平等に取り扱われているのです。一方、申込手数料では大口投資家は優遇されています。

実は、申込（購入）手数料もかつてはどの販売会社でも同一の料率になっていた場合が少なくありませんでした。しかし、販売会社が多様化し、販売形態が多様化していく中で、現在のように販売会社の意向を反映させられる手数料体系に変わっていったのです。

3.3 スイッチング手数料

販売会社により手数料が異なる

同じファミリーファンドに属しているファンド同士で、一方を解約して、もう一方を購入することをスイッチングといいます。スイッチングの申込手数料（購入時手数料）は、通常の購入より低く設定されることがありますが、これは販売会社により取扱いが決められています。同じように、ファンドの申込手数料も販売会社により取扱いが異なることがあります。

3.3.1 スイッチング手数料

スイッチングとは、ファンドAを解約して、ファンドBに乗り換えることをいいます。ファンドAとファンドBは同じファミリーファンドであることが一般的です。かつては、スイッチングの手数料は無手数料として目論見書で決めていたこともありましたが、現在では、手数料を徴収するかどうか、また、徴収するのであればどの程度にするのか、販売会社に一任されていることが通例です。

例えば、ゆうちょ銀行で取り扱っている「野村世界6資産分散投信」には、安定コース・分配コース・成長コースの3つのコースがありますが、これらのコースの間ではスイッチングが可能です。この場合、申込手数料は無手数料となっています。店頭で新たに申し込んだ場合の手数料が1.62%（税込）となっていますから、スイッチングのほうが手数料がかからないので有利です。

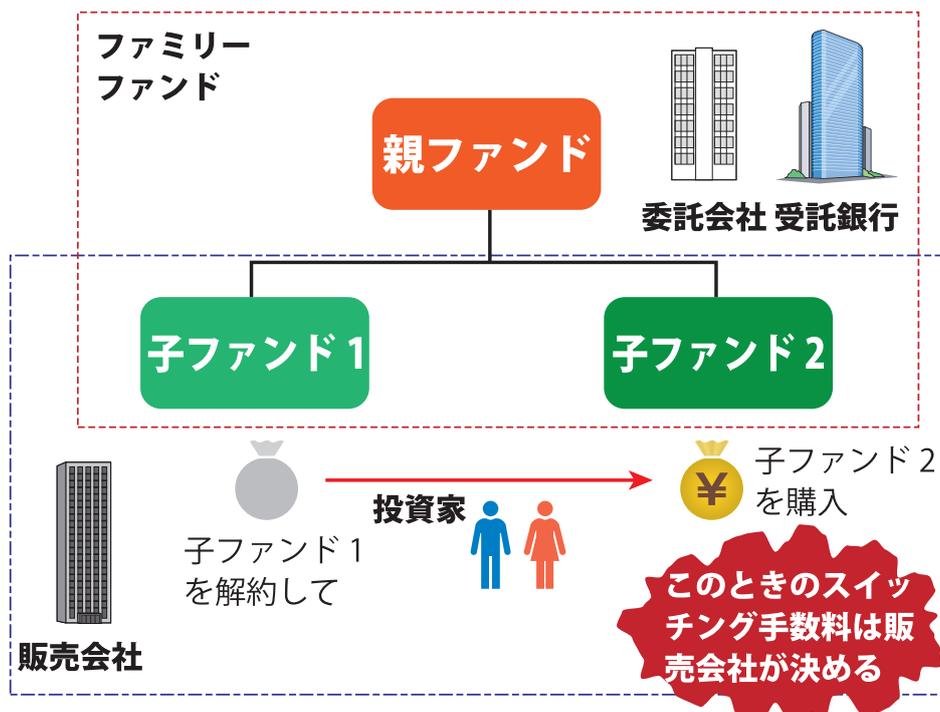
3.3.2 申込手数料

ところで、申込手数料も販売会社が決める仕組みになっています。委託会社が作成する目論見書には、申込手数料の上限が決められていることがよくあります。販売会社は、その上限以下で申込手数料を決める仕組みです。

したがって、申込手数料の決め方には、販売会社の営業戦略が反映されます。信託銀行などでは、富裕者層に優遇メリットを感じてもらうために、1億円以上の申込みについては無手数料、1億円未満は上限いっぱいの申込手数料を設定することがあります。一方、地方銀行などでは、もう少し区分を細分化して数千万円程度から少しずつ手数料を下げていくというケースをよく見かけます。

同じファンドを取り扱っていても、金融機関同士で申込手数料等の取扱いが異なる場合があるので注意しておきましょう。

図 3.2 ファミリーファンド方式とスイッチング



3.4 ファンドの投資可能額を確認する

ファンドの市場に与える影響を考慮する

ファンドには投資可能額の上限が設定してある場合があります。上限額が低いファンドは、一般的でないタイプの有価証券、市場規模がそれほど大きくない有価証券に投資するファンドと考えてよいでしょう。こういったファンドは、保有している有価証券の流動性でリスクを上乗せしていると考えられます。

3.4.1 投資母集団と投資可能額の上限は関連している

ファンドには投資可能額が設定してあるときがあります。「この投資信託の信託金は1,000億円を上限とします」というような記載が、請求目論見書に記載してあります。この金額は、ファンドの運用方針や投資対象によって変動します。

投資可能額の上限が、数千億円程度になっているときは注意しましょう（金額が低いという意味です）。ファンドの運用に問題があるわけではないのですが、流動性の制約などが発生する可能性があります。一つのファンドの規模が、投資先の市場規模に対して一定の水準を超えてしまうと、自らの売買が市場価格に影響を与えて、思うような価格で売買できなくなる可能性があります。

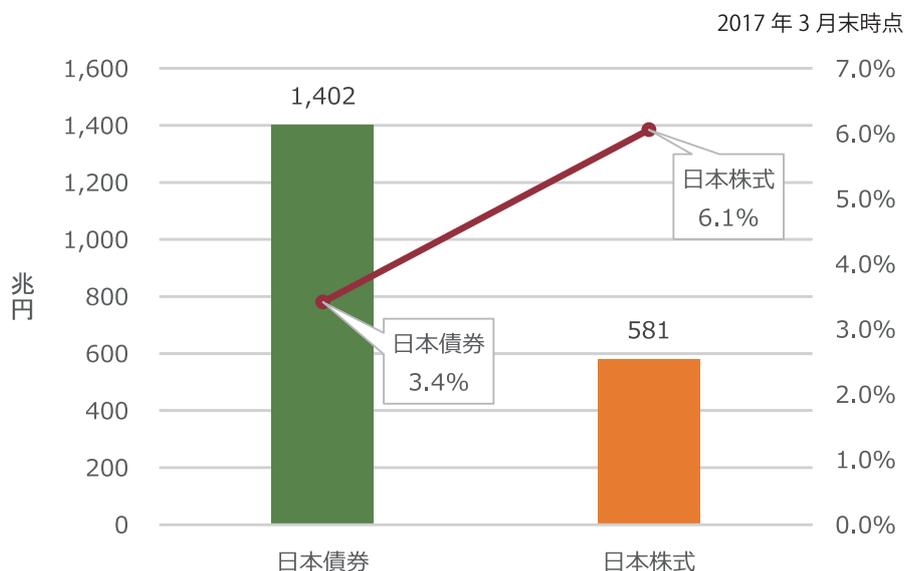
また、特定のテーマに投資するファンドや特殊な債券に投資するファンドなどでは、投資対象全体（投資母集団）が小さくなってしまったために投資可能額の上限が低く設定されていることがあります。一方、株式や債券に広く投資するファンドでは、投資可能額で制約がかかることはまれです。

3.4.2 市場全体に占める GPIF の大きさを確認しよう

日本の公的年金の資産を運用する GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用する日本株式の時価総額は 35 兆 1,784 億円（2017 年 3 月末）です。一方、東京証券取引所と大阪証券取引所の時価総額を合計すると約 580 兆円。GPIF のような大きなファンドであっても、日本の株式市場全体に占める割合は 6% 程度です。GPIF が通常の売買をしている限り、巨大すぎて取引できないという規模には至りません。

投資可能額の上限をチェックして、上限額が低くなっているときには、投資する有価証券の種類や投資する市場の規模などを調べて、ファンドのリスクを確認しましょう。

図 3.3 市場の規模と GPIF の占める割合



データ BIS、日本証券取引所、GPIF

3.5 ファンドと資産運用残高

資産運用残高がパフォーマンスを向上させる

アクティブ運用にしても、パッシブ運用にしても、ファンドの運用は規模の経済が成り立つ世界です。大きな資産残高があれば、運用担当者を増加やすることができるため（アクティブ運用）、ベンチマークと同じような比率で有価証券を購入することが可能になり（パッシブ運用）、ファンドのパフォーマンスを向上させることが可能です。

3.5.1 資産運用は規模の経済が成り立つ

資産運用の世界は規模の経済が成り立ちます。日本の株式に投資する投資信託（ファンド）を考えてみましょう。AファンドとBファンドです。Aファンドは（運用）資産残高が10億円、一方、Bファンドは1,000億円。いずれのファンドもファンドの維持・運営にかかる費用など（信託報酬）が、年間資産残高に対して1%であったとします。Aファンドは年間1,000万円でファンドを維持し、運営しなければなりません。一方、Bファンドは10億円。Bファンドでは余裕を持ってファンドの維持・運営をすることが可能で、また、利益も上げることができそうですね。

3.5.2 アクティブ運用の場合

仮に、Aファンドがアクティブ運用のファンドであったとしましょう。アクティブ運用にも種類がありますが、Aファンドは個別銘柄の割安感を測って投資するバリュー株投資を運用方針に掲げていたとします。そうすると、ファンドは、運用方針に適った割安な株式を見つけ出さなければなりません。企業のリサーチが必要になります。財務諸表上のデータだけではなく、場合によっては、会社を訪問して直接、経営陣などから話を

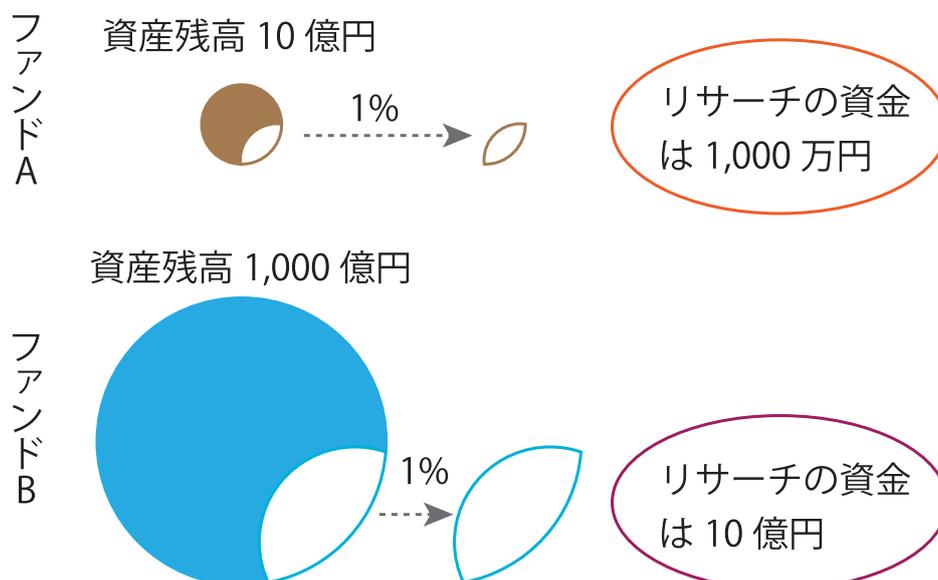
聞く必要があるかもしれません。つまり、手間がかかります。ファンドとしてある程度のパフォーマンスを上げるためには、相応の資金が必要ということになります。

3.5.3 パッシブ運用の場合

パッシブ運用のファンドであったとしたら、どのように考えればよいでしょう？パッシブ運用の基礎となる考え方は、もしベンチマークがTOPIXであったとしたら、TOPIXと同じ比率でファンドも同じ銘柄を保有することがパッシブ運用の原則です。

TOPIXとの乖離を小さくするために、0.1%の単位まで同じ比率にしようと考えたとします。Aファンドの資産運用残高の0.1%といえ、100万円になります。もし、Aファンドが100万円分、ファーストリテイリングの株（51,880円 2018年8月28日/単元株100株）を購入しようとする、まったく購入できません。その結果、Aファンドでは、ファンドの規模が小さいことが原因となり、TOPIXと連動させることができないということになります。

図 3.4 資産残高がファンドのパフォーマンスに影響する



3.6 元本払戻金に変更された特別分配金

分配金の説明で重要な「元本払戻金」

ファンドが収益分配金を支払うと、支払った金額に応じて、基準価額が下がります。場合によっては、収益分配金を支払うと、投資したときの基準価額（個別元本）を下回るようになります。このとき、個別元本を下回った部分を、従来は「特別分配金」と呼んでいましたが、「元本払戻金」と呼ばれるように取扱いが変更されました。

3.6.1 金融庁の監督方針の変更

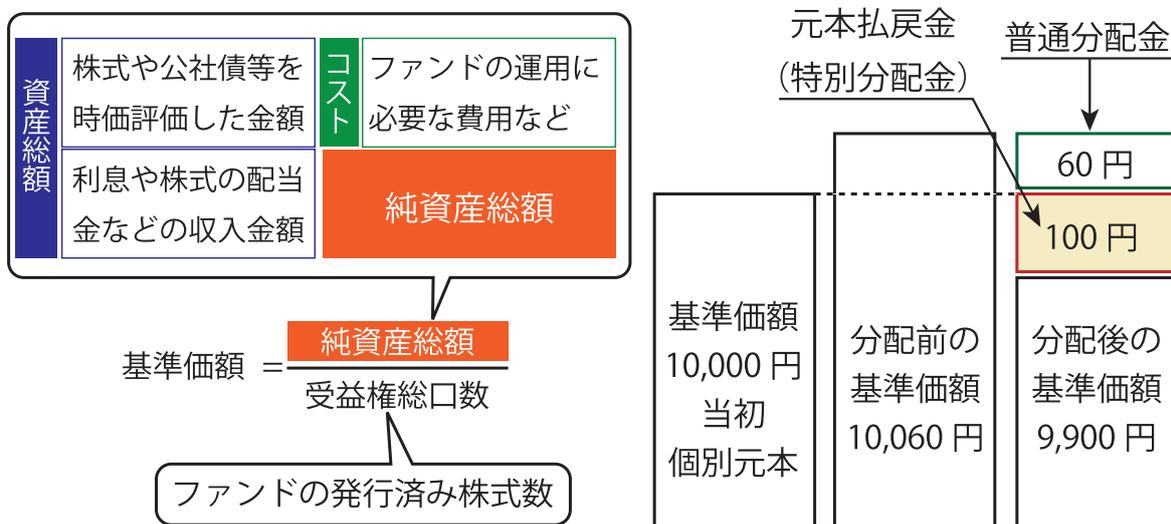
運用会社や証券会社を監督する立場にある金融庁は、2012年2月に、その監督方針を一部変更しました。この中に、「投資信託の分配金に関して、分配金の一部又は全てが元本の一部払戻しに相当する場合があることを、顧客に分かり易く説明しているか」というチェック項目が加えられることになりました。

金融庁の動きを受けて、投資信託協会では、2012年3月、ファンドを購入するときに受け取る目論見書と、原則として決算ごとに交付される運用報告書の内容を改正することを決めました。これが、私たちが受け取る書類に直接影響を及ぼす内容です。どういったファンドであるか概要がわかるようになっていますが、その中で、「ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合、分配金の一部又は全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合がある」ことが明記されるようになります。

3.6.2 特別分配金がなくなる理由

ところで、その時まで目論見書や運用報告書では、「特別分配金」という言葉が使われていました。特別分配金には、『分配金であるけど元本の払い戻しと考えられるので、この分配金には課税しない』という意味があります。この特別分配金の表記が、「元本払戻金（特別分配金）」に変わったのです。これなら、元本の払い戻しの意味がすぐにわかります。単に「元本払戻金」だけでよいように思うのですが、所得税法施行令という政令に「特別分配金」の言葉が入ってしまっているのです。カッコ書きで残したようです。特別分配金は税法上の言葉になっているので残しておかなければならなかったわけです。

図 3.5 資産残高がファンドのパフォーマンスに影響する



3.7 資産運用は集約化されている

ファンドはどんどん集約化、巨大化している

ファンド・オブ・ファンズなどの運用形態を使えば、すでに運用されている他のファンドに投資することが可能になります。運用成績の良いファンドを選んで投資することができるため、「後出しじゃんけん」のようにリスクを減らすことができます。その結果、世界的に実質的な運用拠点は集約化されてきています。

3.7.1 ファンド・オブ・ファンズは後出しじゃんけん

ファンド・オブ・ファンズというファンドがあります。世界的に広く使われている運用形態です。ファンドがほかのファンドに投資する。ファンドをできるだけ簡単に組成する（立ち上げる）ときに有効な手法です。一からファンドを立ち上げようとする、運用資産を集めることから始めなければなりません。しかし、ファンド・オブ・ファンズを使えば、すでに運用され、運用履歴（トラックレコードといいます）のあるファンドに投資することができますから、後出しじゃんけんのようなものです。よいファンドだけをピックアップしてくれば、結果として、よいファンドができ上がるという仕組みです。

3.7.2 資産運用の集約化

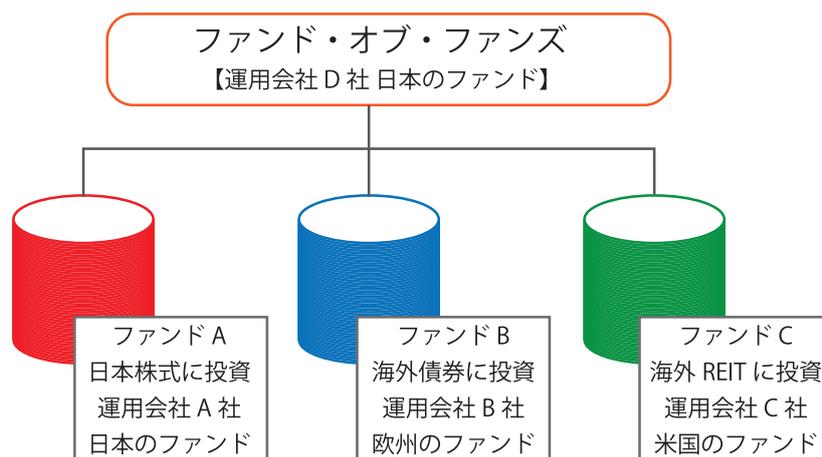
ところで、ファンド・オブ・ファンズの流行は、世界的な運用機関に資金が集約されるを意味しています。日本の運用会社が、米国株式に投資するときに、現地に拠点を作って運用を始めるよりも、運用実績のある現地の運用会社のファンドに投資してしまうほうが合理的なのです。実は、ファンド・オブ・ファンズによらない運用においても同じような実

態があります。日本の運用会社が運用している外国株式ファンドや外国債券ファンドの多くは、その運用の主要な部分は海外の運用機関に運用を再委託しているのです。各社のホームページから請求目論見書をダウンロードして運用に関する記述を探してください。信託約款（運用会社と受託銀行の間での運用の取り決めをした契約内容）があれば、運用の再委託についての記載があります。海外の具体的な運用機関の名称が記載してあり実質的な運用は海外で行われていることが確認できます。

この事実を、運用会社の側から見れば、運用の拠点はどんどんと集約して巨大化しているということになります。例えば、ETFやETNの運用は運用会社ブラックロックがガリバー化しています。

また、米国株式のアクティブ運用であればフィデリティ、国際債券のアクティブ運用であればPIMCO、新興国のアクティブ運用であればJPモルガンというように、資産クラスによって集約化される運用会社（マネージャー）が固定化していることも知っておくとよいでしょう。

図 3.6 ファンド・オブ・ファンズのしくみ



3.8 繰上償還に関心を持とう

ファンドの繰上償還にご用心

繰り上げ償還とは、ファンドや債券が運用をやめてしまうことをいいます。投資家は、解約をしていないのにお金が返ってくることになります。お金が返ってきたので安心というわけではありません。そのお金の次の運用先を見つけなければならないからです。

3.8.1 ファンドの繰上償還

ファンドには投資期間が決められています。「このファンドは10年経ったら解散してお金を投資家に戻します」というような記述が信託約款には書かれています。信託約款とは、委託者（運用会社）と受託者（信託銀行）の間で定めたファンドの運用に関する取り決めです。

ところで、株式の場合、「10年経ったら解散します」と宣言している会社はありませんよね。株式会社は永遠に活動を続ける営利組織として考えられているのです。ファンドでも同じように永久に運用し続ける運用システムと考える場合があります。そのようなとき、信託約款には、「このファンドの投資期間は無期限です」と記載されます。

そして、その例外が、繰上償還なのです。つまり、「このファンドは原則としていつまでも運用を続けます。ただ、ある状況になったときはファンドを解散（繰上償還）してお金を投資家のみなさまに戻します」ということになるのです。

3.8.2 ファンドの損益分岐点

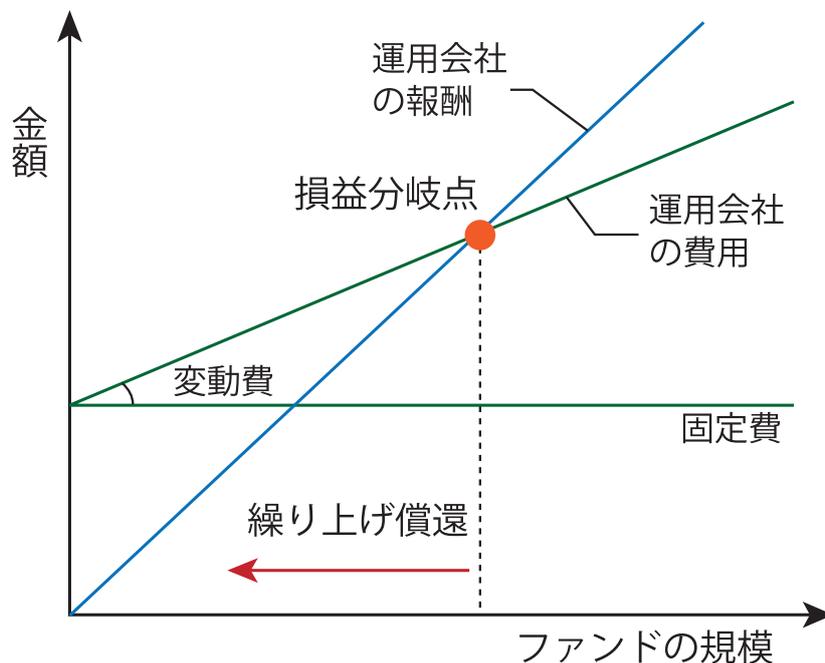
どのようなときに繰上償還になるのかといえば、ファンドが赤字になったときです。ファンドの損益は、

ファンドの損益 = ファンドの収入 - ファンドの費用

と表されますが、ファンドの収入は、ほぼ信託報酬です。信託報酬は純資産残高の数%で計算できますから、純資産残高に比例します。一方、ファンドの費用は2本立てで計算されます。会社に対してほぼ一律に必要な費用（固定費）と人件費のように会社の希望に応じて増えていく費用（変動費）です。図示すると、図3.7のようになります。

そう、ファンドが赤字にならないためには、ファンドには一定の規模（純資産残高）が必要なのです。

図 3.7 ファンドの損益分岐点



3.9 繰上償還に関心を持とう～その2

コーラブル債に投資するファンド

コーラブル債というタイプの債券があります。通常の債券より少し利回りが高いので、コーラブル債に投資するファンドはパフォーマンスがよく見えます。でも、コーラブル債には繰上償還リスクがあります。コーラブル債に投資するファンドでは、特に、繰上償還に気をつけましょう。

3.9.1 コーラブル債に投資するファンド

ファンドの繰上償還は、ファンドの規模だけでなく、ファンドの投資している証券によってももたらされます。コーラブル債というタイプの債券があります。コーラブルとは、コールとブルに分けて考えるとわかりやすいです。コールというのは“売る”というものです。ブルは可能を表します。つまり、“売ることができる”というのがコーラブルの意味です。だれが売ることができるのかといえば、債券の発行体です。

つまり、債券の発行体がいざとなったら売ることができる債券が、コーラブル債です。債券に償還条件が付いていると考えるとよいでしょう。ただし、それだけだと投資家にとってマイナスにしかありません。そこで、コーラブル債は少しだけ高い金利が設定されるのです。保有している債券の金利が高いと、ファンドもたくさんの収益分配金を支払うことができる。そのため、コーラブル債に投資するファンドはパフォーマンスがよくなるのです。

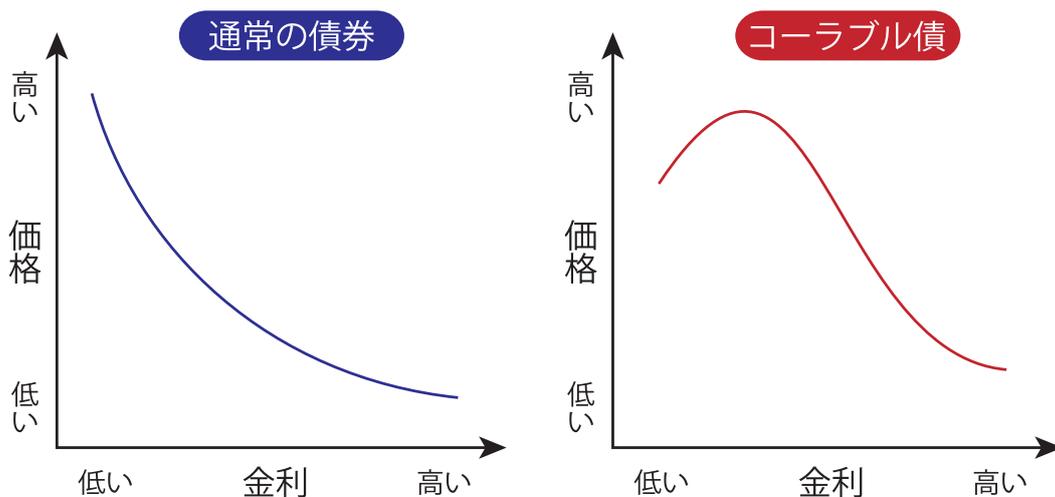
3.9.2 コーラブル債の価格と繰上償還リスク

コーラブル債はどのような時に償還されるのでしょうか。それは、金利が下がった時です。金利が下がると、債券の発行体は金利の高いコーラブル債を償還してしまっ、新たな金利の低い債券を発行してしまうほうが金利の負担が少なくて済むのです。

一般の債券を考えると、金利は低いほうが価格が上昇します。なぜなら、将来のキャッシュフローを割り引くときに、金利が低いほうが金額が高くなるからです。国債をイメージして、金利が低い時は景気の悪い時、だから、株式より債券のほうが人気が高い。だから、債券の価格が高くなる。そう考えても構いません。

ファンドで考えるのであれば、通常、債券に投資するファンドは金利が下がると価格が上がるといえます。でも、コーラブル債に投資しているファンドの場合、金利が下がりすぎると繰上償還のリスクが発生するために、逆に価格が下がることになります。

図 3.8 コーラブル債の特徴



3.10 外国に投資した資産はどのように管理されているか

だれが責任をもって運用・保管しているのかチェック

日本の投資家が外貨建て資産に投資するファンドを購入したとき、投資したお金は、海外で運用され、購入した株式や債券は海外の銀行（カストディアン）で保管されることになります。投資家としては、海外で運用や保管を担当する金融機関も確認しておきたいところです。

3.10.1 外貨建て資産は海外で保管されている

日本の投資信託の受益者（投資家）が、外貨建て資産に投資するファンドを購入したとしましょう。投資家のお金はどのようにして投資されるのでしょうか？ 実は、投資したお金は日本の受託銀行から、海外の銀行に送金されます。例えば、ファンドが米国の自動車メーカーGMの株式を購入することを考えましょう。ファンドはGMの株式を米国市場で売買するのが合理的です。なぜなら、GMの株式は米国市場で一番多く売買されているわけですから、正確に価格付けされている可能性が高いからです。

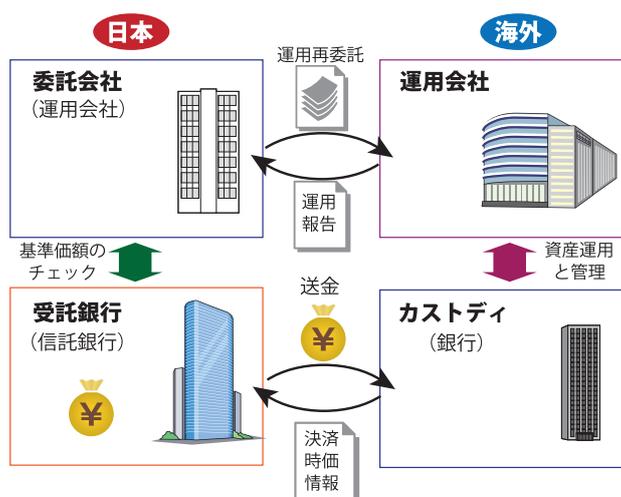
そのため日本の受託銀行は、自行と契約を結んだ米国の銀行に資金を送金して、売買の決済を依頼し、さらに、購入した有価証券の保管も依頼するのです。契約を結んでいるとはいえ、すべて任せてしまうわけです。ということは、日本の投資家から考えるとしっかりした銀行に保管してもらわないと困りますよね。そのため、信頼できる海外の銀行と提携を結んでおくことは受託銀行（信託銀行）の大切な役割なのです。

3.10.2 運用も海外で行われる場合

ところで、委託会社（運用会社）は運用に関する権限を海外の運用会社に再委託していることがあります。目論見書や信託約款には、「運用の再委託」などの表現で記載されています。外資系の運用会社であれば本国の親会社に、日本の運用会社であれば関係のある外国の運用機関に運用を委託することが大半です。このようなときには、運用会社、つまり決済を行い有価証券を保管する銀行*1も外国になってしまいます。

外国にお金を送金して、投資する有価証券は外国で決められ、購入された有価証券は外国で保管されるわけです。すると、日本の委託会社と受託銀行は、海外からの情報がなければ基準価額も算出できなくなってしまいます。したがって、海外に投資するファンドの場合、海外で運用を担当する会社、海外のカストディアンまで確認しておくことが大切です。そう言った意味で、金融機関に一番求められることは信頼できるということなのです。

図 3.9 外国に投資した資産の管理形態



*1 カストディアン ; custodian

3.11 ファンドの収益分配金はこうして決まる

一定の制約のもと安定した分配金を目指している

たくさんの収益分配金を支払うファンドは投資家に歓迎されます。一方、ファンドは収益のすべてを分配金として支払うことができるわけではありません。そうした環境の下、販売会社の意向も尊重しながら、できるだけ安定した収益分配金を支払うようにしているというのが、運用会社の担当者の本音ということになるでしょう。

3.11.1 投資家は分配金が好き

日本では、投資家がファンド（投資信託）を購入する際の決定要因の一つは、間違いなく収益分配金です。

ところで、長期投資を考えると、収益分配金を受け取るよりも収益分配金を受け取らずに元本部分が増えるほうが、「複利の効果で資産が効率的に殖えるのでありがたい」と主張する人もいます。この考え方は、まったく合理的なのですが、人の投資行動というものは合理的でないところにも特徴があるものです。合理的ではないのですが、株式にしてもファンドにしても、配当（収益分配金）が多いほうが好まれるのです。

3.11.2 インカムゲインとキャピタルゲイン

ファンドを運用する側、つまり、運用会社ではどのようにして収益分配金の水準を決めているのでしょうか。実は、収益分配金の原資にすることができる収益には2種類あります。

それは、インカムゲインとキャピタルゲインです。債券でいえばクーポン収入はインカムゲイン、株式やREITなどでは配当がインカムゲインにあたります。インカムゲインはすべて収益分配金の原資にしてよいというこ

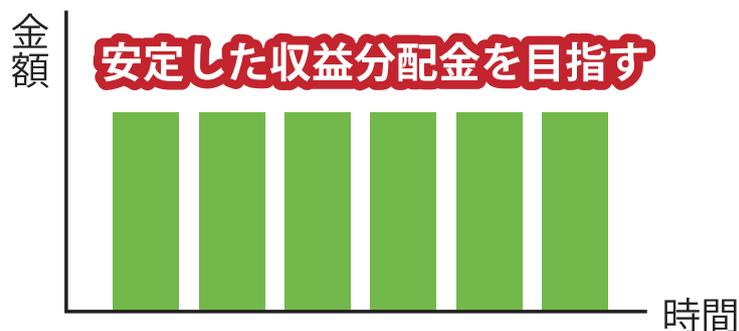
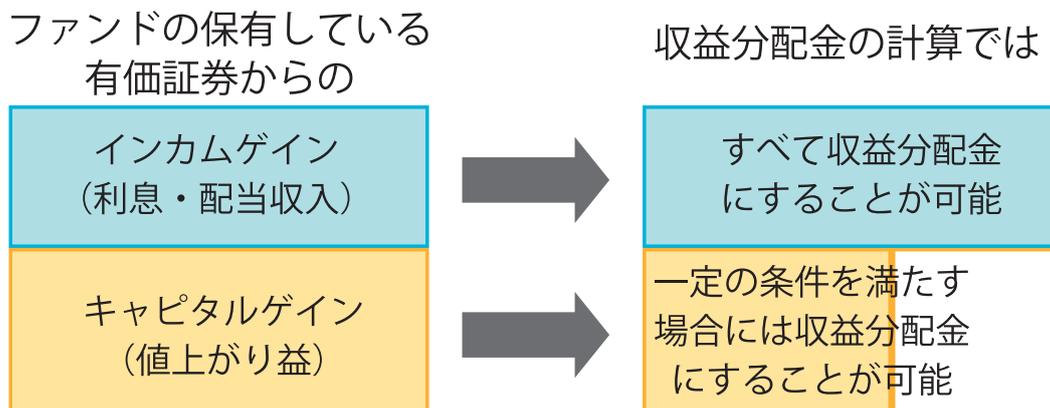
とが目論見書に記載してあります。一方、キャピタルゲインはファンドに繰越欠損金があるときはこれを埋め戻してから、その残りを収益分配金の原資にしてもよいという決まりになっています。キャピタルゲインは、収益分配金の原資にするときに制限がついているわけです。

3.11.3 できるだけ安定した分配金を目指す

分配金に関する制約の下、運用会社は収益分配金の水準を決めます。株式の配当も同じですが、投資家は収益分配金（配当）の水準（金額）が一定だと安心する傾向があります。そのため、運用会社としてはできるだけ収益分配金の金額が一定の金額で推移するようにしたいという思惑が働きます。

また、販売会社も重要です。特に、専用ファンド（販売会社が1社のみ）の場合には、販売会社の意向も反映されると考えた方がよいでしょう。

図 3.10 収益分配金の構成と目指すところ



第 4 章

為替戰略編

4.1 外貨投資を考えたときのポイント

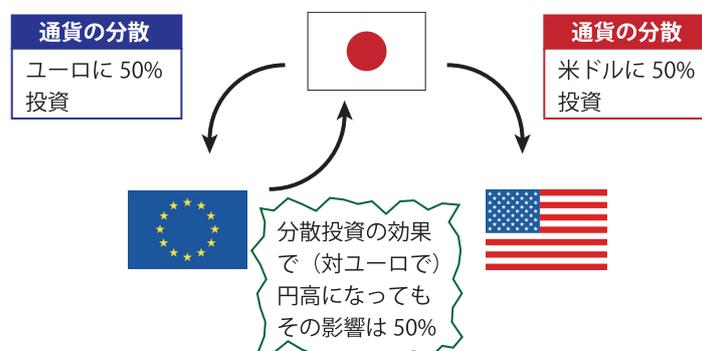
外貨投資を考えたときのポイントは“米ドル中心”

外貨投資を考えたとき、円を中心に考えると通貨の分散という言葉を通信します。通貨は米ドルを中心に動いているのです。たとえユーロに投資しても、円—ユーロの為替レートが、円—ドルの為替のレートから独立して決まるわけではありません。為替は基軸通貨である米ドルを中心に考えるようにしましょう。

4.1.1 円を中心に考える

通貨の分散という言葉をときどき耳にします。円建て資産だけで保有していると円安になったときに困るから、外貨も保有したい。外貨も、ドルだけでなく、ユーロも、豪ドルもという具合にたくさんの通貨を保有しておけば分散投資効果が働く。例えば、ユーロとドルに半分ずつ投資するポートフォリオを組んでいたとすると、円高になってもポートフォリオに与える影響は半分で済むと考えます。

図 4.1 円を中心にした考え方



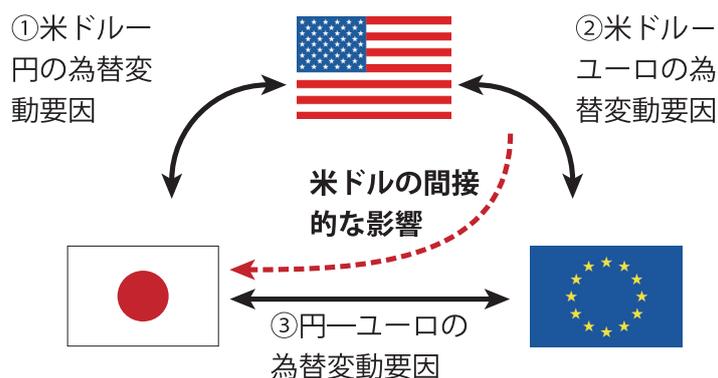
4.1.2 米ドルを中心に考える

しかし、実際の為替の世界は、図 4.2 に示すように米ドルを中心としたものです。この考え方の下では、仮に円とドルの為替が円高になると、それと同程度以上に米ドルとユーロの為替レートがユーロ高にならない限り、円とユーロの関係も円高になります。

ドルを中心に考えるのであれば、円ドル為替の変動は、円とほかの通貨のすべての為替レートに影響を及ぼすことになるのです。言葉を代えるのであれば、『ドル建資産に投資している割合が 50% であるから、円ドル為替の変動から受ける影響が 50% である』とする考え方は、通貨の分散という言葉で過大評価した結果になっているのです。

分散投資という考え方そのものが間違っているわけではありません。しかし、為替や株式といった資産クラスは、グローバル化の進展に伴い、より相互依存性が増しています。この相互依存性を低く見誤ると、予想している以上のリスクをとっている事態に陥ってしまうのです。

図 4.2 米ドルを中心にした考え方



4.2 通貨選択型ファンドを解明する

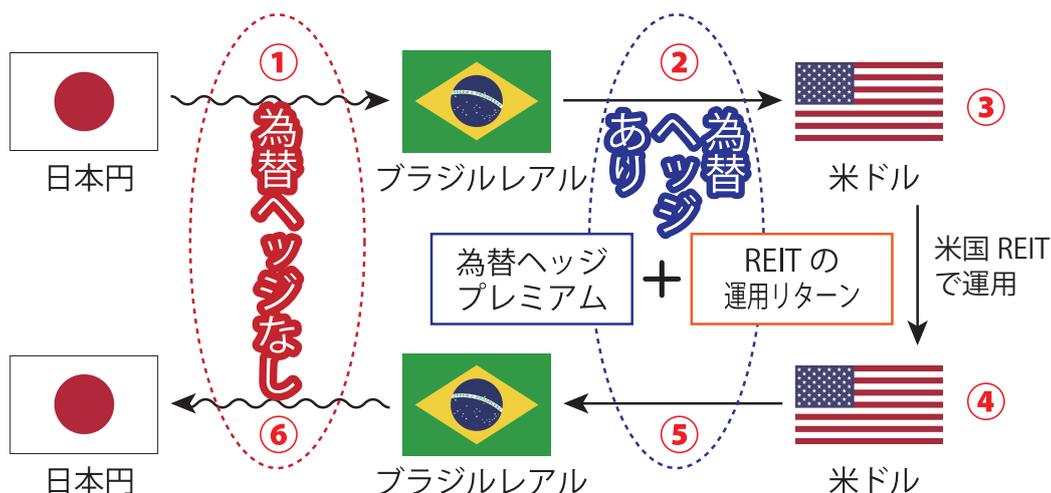
3つのリスク・リターンの組み合わせ

通貨選択型ファンドのリターンは、円と適用される通貨の為替リターン、適用される通貨と原資産の通貨の為替プレミアム、さらに、原資産のリターンの3つの部分に分解できます。したがって、そのリスクもリターンに応じて3つの部分に分解することができます。

4.2.1 ファンドの仕組み

通貨選択型というタイプのファンドがあります。一言でいえば、金利の高い国の通貨を保有することによる為替からのリターンと、株式や債券など実際に投資するものの値上がりからのリターン、両方を追い求めるタイプのファンドということができます。

図 4.3 通貨選択型ファンドの3つのパーツ



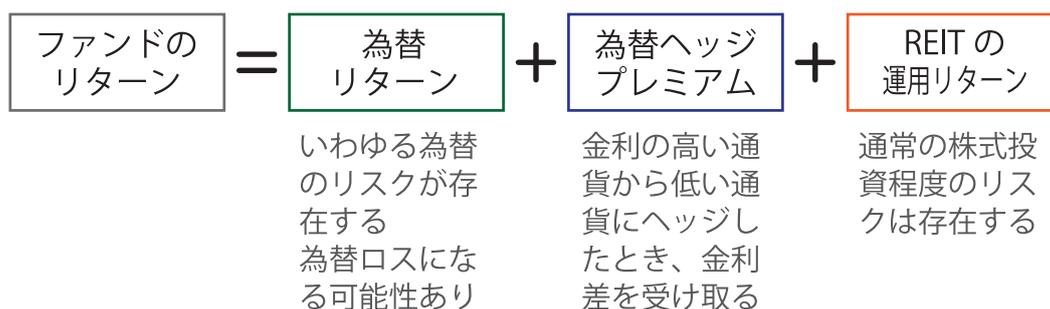
金利の高い国の通貨で思い出されるレアルを介してドル建ての REIT (不動産投資信託) に投資する例を考えてみましょう。まず、(1) 投資家は日本円で投資します。(2) ファンドは日本円をブラジルレアルに転換しま

す。(3) その後、ブラジルレアルから米ドルに再転換します。このとき、ブラジルレアルから米ドルに対して将来の為替レートを固定します（為替ヘッジ）。米ドルになった資金は米国の REIT に投資します。(4) 数年経過して REIT を売却します。(5) 売却金額は、米ドルからブラジルレアルに転換されます。このとき、為替ヘッジがかけられているので、ブラジルレアル-米ドルの為替レートはすでに決まっています。(6) そして、ブラジルレアルが日本円に転換されて投資家の手元に届きます。

4.2.2 リターンの分解

このファンドのリターンは、図 4.4 のように 3 つの部分に分解できます。一つは、日本円とブラジルレアルの為替の変動部分。ここは市場頼みです。円安になれば為替益が発生し、円高になれば為替損が発生します。為替プレミアムは、為替ヘッジをかけた時点で確定します。REIT の運用も市場頼みです。REIT の価格が上がれば利益が発生し、下がれば損失が発生するしくみです。確実な部分は、為替プレミアムの部分だけなのです。

図 4.4 通貨選択型ファンドのリターンの説明



4.3 為替ヘッジにかかるコスト

為替ヘッジのコストは内外の金利差

為替ヘッジは将来の為替レートを固定するもので、為替にかかるリスクをゼロにしてくれます。その代わりコストがかかり、為替ヘッジにかかるコストは内外の金利差で計算できます。

4.3.1 為替の基本

為替市場は、日々刻々とレートが変わっていきます。変動相場制といわれるものです。米ドルと円の取引は、世界中どこに行っても行われていますから、市場はほぼ1日中開いている状態といってもよいでしょう。為替のレートはすぐ変わってしまいます。

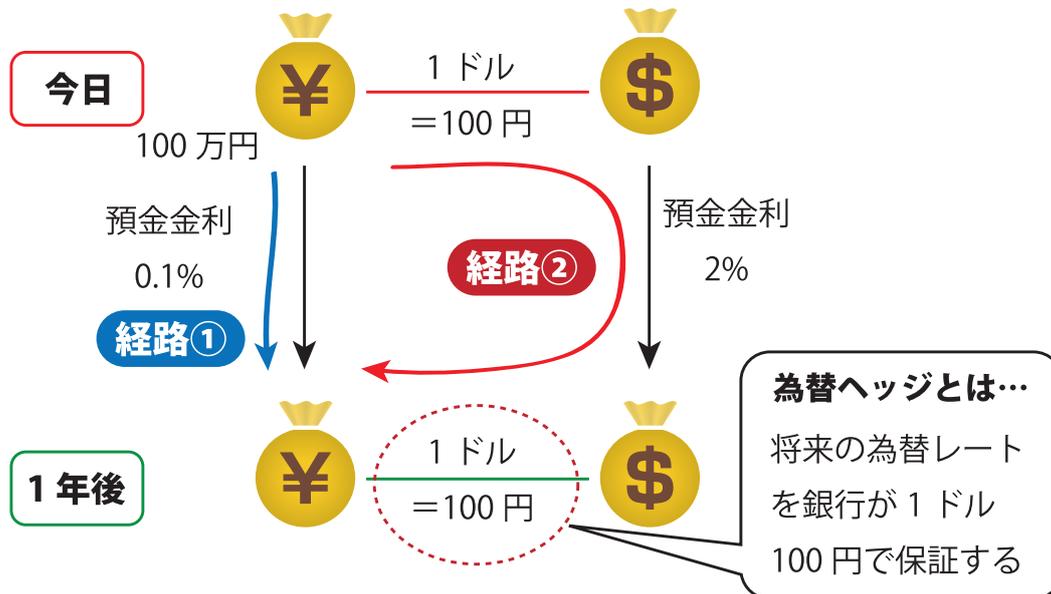
このすぐ変わってしまう為替レートを、一定の水準で保証しましょうというのが為替ヘッジです。外貨である米ドルを保有していて、円安になったら円に戻すときに利益が発生します。逆に、円高になっていると損失が発生します。つまり、為替にはリスクがあるのですが、そのリスクを回避できるのが為替ヘッジです。

4.3.2 為替ヘッジのコスト

図4.5を見ながら考えてみましょう。今日の対米ドルの為替レートは、「1ドル＝100円」です。手元に100万円あるとします。外貨に投資しないで、日本で定期預金に預けていたとします（経路1）。そうすると、 $100\text{万円} \times 0.1\% = 1,000\text{円}$ の利息が発生します。

一方、外貨に換えることを考えてみます。手数料や税金を無視すれば、100万円は1万ドルに換わります。そして、米国で定期預金に預けたとすれば、 $1\text{万ドル} \times 2\% = 200\text{ドル}$ の利息が発生します。「1ドル＝100

図 4.5 為替ヘッジのしくみ



円」で為替ヘッジしてあるとすれば、円に換えると、200ドル×100円＝20,000円の利益が発生します（経路2）。

このケースでは外貨投資したほうがお得になりますね。でも、為替ヘッジにはコストがかかります。そのコストは、このケースだと19,000円。だから、経路2を通ったときの収益は、20,000円－19,000円＝1,000円になってしまうのです。そう、経路1と同じになります。為替ヘッジのコストは、19,000円＝100万円×(2%－0.1%)と計算できるのです。

為替ヘッジのコスト

為替ヘッジのコスト＝元本×(相手国の金利－日本の金利)

4.4 為替オーバーレイ戦略

為替を独立した資産クラスと考える考え方

為替はコントロールできないものを考えると為替ヘッジ戦略をとりますが、為替はリターンを生じさせる個別の資産だと考えるのであれば為替オーバーレイ戦略という考え方が採用されます。

為替オーバーレイ戦略では為替を独立した資産クラスと考えます。

4.4.1 為替への考え方～為替ヘッジあり

為替ヘッジについては、4.3で説明しました。なぜ為替ヘッジを行うのかといえば、為替のリスクが怖いからです。投資家が為替ヘッジを行いたいと考えるのであれば、銀行がそのリスクを引き受けてくれます。たとえば、自動車会社が決算前に日本円で利益を確定させたいのであれば、為替ヘッジを行うことになります。ただし、金利の低い国の通貨と金利の高い国の通貨を、現在と同じレートでヘッジするには相応のコスト（費用）がかかります。

4.4.2 為替への考え方～為替ヘッジなし

為替ヘッジには、通常コストがかかるのでコストを負担したくない。そもそも、株式やREITなどの有価証券に投資するのであれば、原資産（株式やREITなど）のリスクも大きいので、投資家は為替のリスクを含めて投資しているというのであれば、為替のリスクは放置したままになります。これが、「為替ヘッジなし」という状態です。

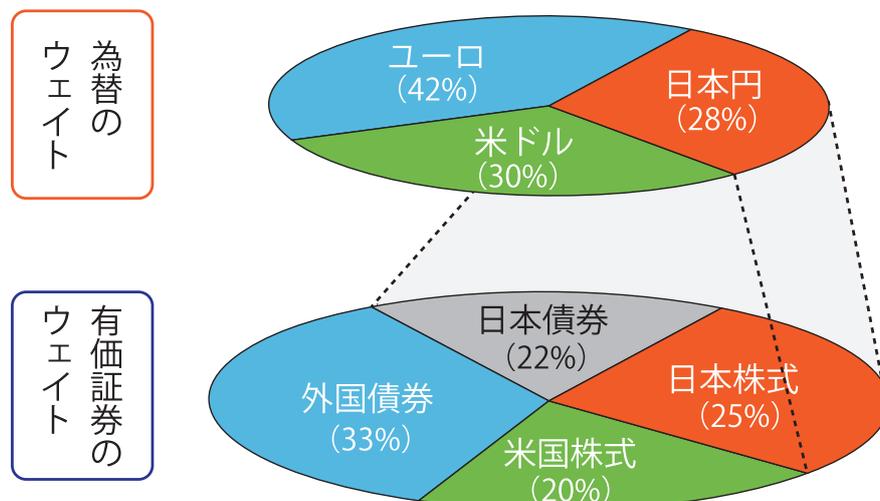
4.4.3 為替オーバーレイ戦略

さらに、為替を一つの独立した資産クラスと考える考え方があります。これが、為替オーバーレイ戦略です。図 4.6 を見てください。有価証券のウェイトと書いてある円グラフが、原資産のポートフォリオを表しています。そして、上段の為替のウェイトが為替のポートフォリオを表しています。

ここで原資産の日本株式と日本債券はいずれも円建ての資産です。それぞれウェイトが、25%と22%になっていますから、何もしなければ日本円のウェイトは47%のはずです。ところが、為替のポートフォリオを見ると日本円のウェイトは28%です。一方、外貨建ての資産は、原資産のウェイトより為替のウェイトが大きくなっています。意味するところは、日本円を売って、外貨を保有しておけば、外貨から収益を受け取ることができるという考え方です。

このように原資産と為替を分離して投資を考える戦略を、為替オーバーレイ戦略といいます。

図 4.6 為替オーバーレイの考え方



4.5 外貨建て資産を保有する意味

日本国債に投資しても資産運用にならない

資産運用を行う目的は資産を殖やすことにあります。実際の経済にはインフレがありますから、資産運用の目的を達成するためには、インフレを上回る利回りを確保しなければなりません。日本国債に投資しても資産運用にならない理由は、利回りがインフレを下回るからです。

4.5.1 インフレの予想

為替オーバーレイ戦略やレバレッジを効かせたFX投資など為替に積極的に投資しなくても、外貨建ての資産に投資すれば、為替のリスクを背負うこととなります。一方で、『為替に投資するのはこわいから安心な日本の国債で運用したい』というのもよく聞く話です。

結論を先にいってしまえば、日本国債に投資する（ファンドに投資する）という行動は、資産運用と考えるべきではないと思います。なぜなら、将来の金利とインフレの関係を考えると、日本国債で資産を保有していても実質的に目減りするだけだからです。

表 4.1 日米のインフレ予想

	2018年	2020年
日本	1.1%	1.7%
米国	2.5%	2.1%

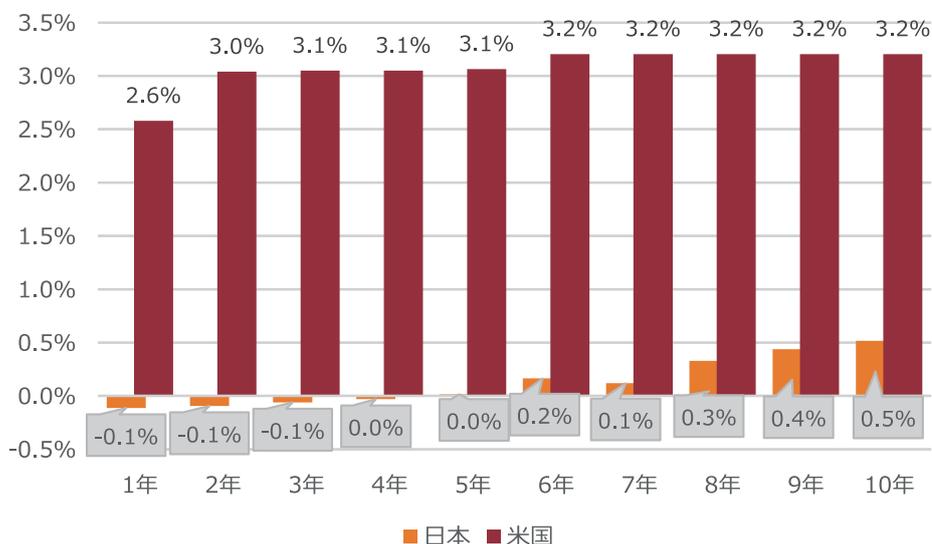
表 4.1 は、IMF（国際通貨基金）が行った日米のインフレの予想を示したものです。予想された時点は、2018年4月です。資産運用を考えるので

あれば、このインフレ率を超えるような利回りを確保したいところです。

4.5.2 国債の利回り

図 4.7 は、日米の国債の金利情報から、これから先 10 年間の国債の予想金利を計算したものです。日本では 4 年目まではマイナス金利になっています。普通預金に預けてあると、マイナスの金利が適用されることはありませんが、国債に投資するとマイナスの金利になることが考えられます。表 4.1 のインフレの情報と比較してみるとよいでしょう。2018 年、日本は $-0.1\% - 1.1\% = -1.2\%$ 、米国は $2.6\% - 2.5\% = 0.1\%$ 。2020 年、日本は $-0.1\% - 1.7\% = -1.8\%$ 、米国は $3.1\% - 2.1\% = 1.0\%$ となります。外貨建て投資は、低金利の日本から資産を守る手段になることがわかります。

図 4.7 日米の予想金利



データ 財務省 米国財務省
2018年9月20日時点のイールドカーブを基に作成

4.6 日本国債の隠れたリスク

日本国債の隠れたリスクは円高・債券安

日本国債の隠れたリスクは、海外の投資家の日本国債の保有比率が増えることです。その結果、日本国債は米国債やオーストラリア国債と比較される対象になります。国債価格の低下と円高が同時に進行することが、日本国債の隠れた投資リスクになります。

4.6.1 日本国債は誰が保有しているのか

日本国債は誰が持っているのでしょうか？答えは、図 4.8 のとおりです。最大のオーナーは日本銀行です。国債の 4 割以上は日本銀行が持っているのです。これは、アベノミクスの金融緩和政策の結果です。アベノミクスが悪かったと知っているわけではありません。最初に、機動的に採ることができる政策として金融政策を考えたことは、ごく当たり前のことです。ただし、その結果は、日本銀行の資産を膨らませたわけです。次いで、生保や銀行が続きます。生保や銀行は、運用の中心が日本国債なのです。なぜなら、株式と違って、償還まで保有すれば元本が戻ってくる債券は、リスクを抑えた投資に向いているからです。さらに、注目してほしいのは、海外投資家です。すでに 120 兆円（11%）の国債は海外の投資家が保有しているのです。

4.6.2 海外投資家が保有する意味

日本の投資家は日本債券をお金を保管しておく資産とみなしますが、海外の投資家はお金を産み出す資産とみなします。そのように考えて、表 4.2 を見ていただくと良いと思います。

利回りを見て考えていただきたいのは、

表 4.2 各国の利回り（イールド）の比較

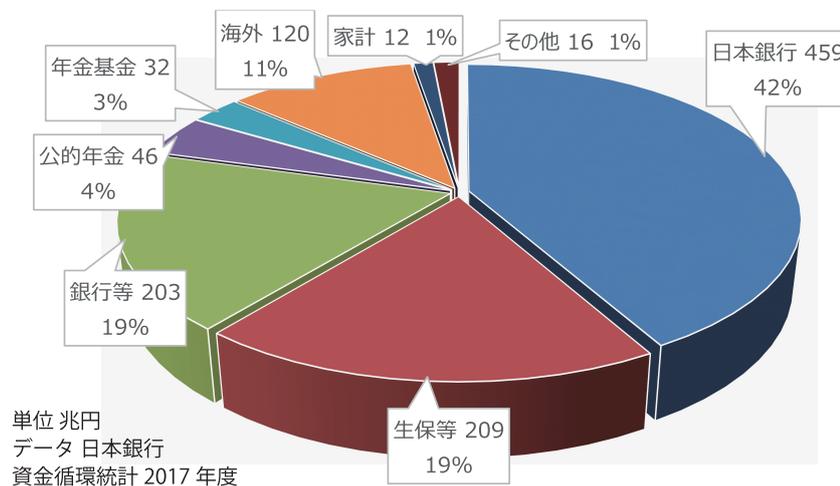
	日本	米国	ドイツ	オーストラリア
利回り（10年）	0.15%	3.19%	0.53%	2.71%

2018年10月4日のデータによる

1. 円ヘッジした米国債の利回りと日本国債の利回りが同じになる（無裁定取引の原則）のであれば、為替は円高に動く必要がある
2. 為替が円高に動かないのであれば、日本国債の利回りは上昇する（無裁定取引の原則）はずである

ということです。国債の利回りが上昇すると…価格は下がります。これが日本国債の隠れたリスクです。

図 4.8 日本国債のオーナー



第5章

コミュニケーション編

5.1 情報を整理してみよう

不安・不満の原因を分類して理解する

わたしたちが資産運用に関する不安や不満を解消する最初のステップは、不安や不満の原因の交通整理・分類をすることです。不安や不満の内容をより具体的に明らかにすることにより、金融商品への理解が深まります。

■不安と不満を細分化しよう わたしたちは実体のない金融商品で資産運用をしようとするとき、不安を感じるものです。特に、投資経験のない場合にはこの傾向が顕著に表れます。そういったときは、わたしたち自身が持っている不安や不満を一つずつ交通整理をしてあげることによって、不安や不満を解消してみるとよいでしょう。

わたしたちが持っている不安や不満は大別すると、(1) ファンドの運用に対する不安や不満と、(2) ファンドのしくみに対する不安や不満に大別することができます。(1)の要因はファンドにより変化しますが、(2)の要因は金融商品や投資信託といった仕組みそのものに起因するものです。

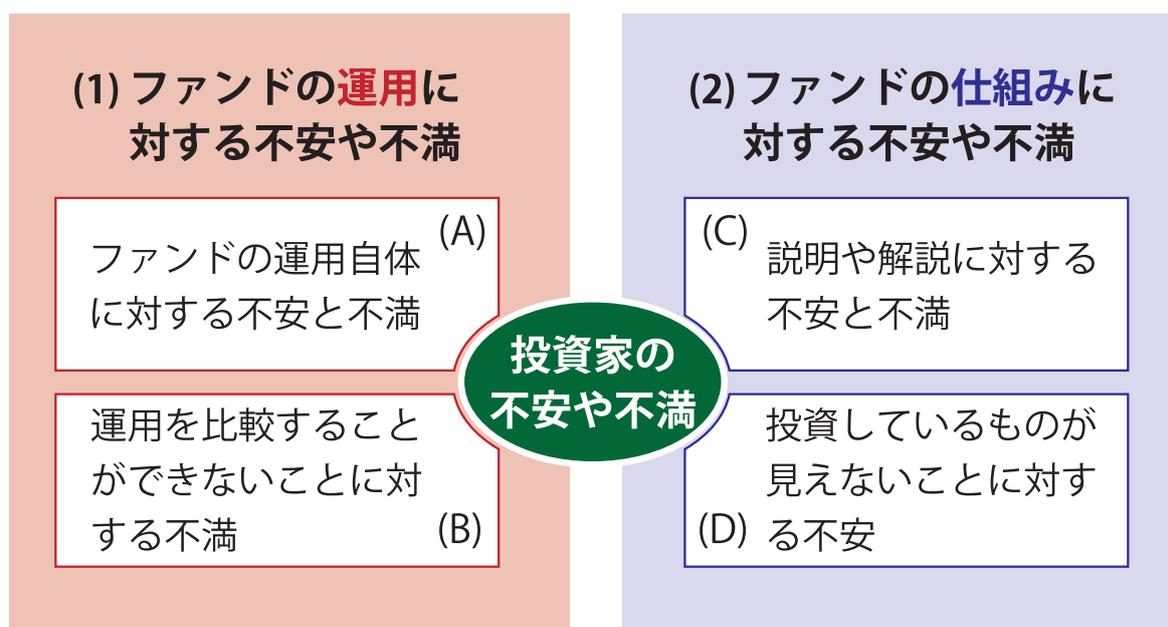
■ファンドの運用に対する不安や不満をさらに細分化 ファンドの運用に対する不安や不満は、さらに、(A) ファンドの運用そのものに対する不安や不満と、(B) 運用を比較することができないことに対する不満に分類することができるでしょう。たとえば、「もっと儲かると思っていたのに資産が全然殖えない」という不満は(A)に分類され、「比較するための情報を収集できない」という不満は(B)に分類されます。

■ファンドのしくみに対する不安や不満も細分化 ファンドのしくみに対する不安や不満も二つに細分化することができるでしょう。一つは、(C)

説明や解説に対する不安や不満、そしてもう一つは、(D) 投資しているものが見えないことに対する不安です。たとえば、「運用報告書などに書いてあることが難しすぎて理解できない」というのは(C)に分類される不満ということができます。また、「自分のお金がどこに行っているのかわからない」というのは、実態が見えない金融商品特有の、見えないことに対する(D)の不安ということができます。

漠然とした不安や不満を、より具体的な不安や不満にまで突き詰めていくと、問題点が浮かび上がってきます。

図 5.1 不安や不満を整理する



5.2 定食かア・ラ・カルトか

正しい知識を糧に金融商品を取捨選択しよう

金融商品の発展とわたしたちの知識は密接に連動しています。人気のある金融商品とは、一般的なわたしたちの知識・経験に照らし合わせて受け容れられるものになっています。よい商品というためには、わたしたちに広く受け容れられていることが必要です。ただし、人気があるだけで十分ということではありません。

■日本で初めて変額年金保険を作ったとき 外資系の生命保険会社で商品設計を担当していた筆者は、20世紀の終わりごろ、日本で初めての変額年金保険の設計に没頭していました。それまで、前例のない商品を日本に持ち込むわけですから、手探りでさまざまな仕組みを考えなければなりませんでした。心を砕いた取扱いの一つに、「変額年金保険でどのようにポートフォリオを提供すべきか？」という問題がありました。

具体的にいえば、(1) あらかじめ一定の比率で日本株式や海外債券といった資産クラス(パーツ)を組入れたいくつかのタイプから投資家に好みのものを選択してもらう方法を採用するのか、それとも、(2) 日本株式、海外債券といったパーツごとに投資家が投資する割合を自由に指定できる方法にするのかという問題でした。わたしたちは、あらかじめ組み合わせが決まっているということで、(1)を「定食」方式、自由に組み合わせを選ぶことができるということで、(2)を「ア・ラ・カルト」方式と呼んでいました。この定食方式と、ア・ラ・カルト方式、つぎのような一長一短がありました。

■ア・ラ・カルト方式を選択して失敗した理由 結局、わたしたちは、ア・ラ・カルト方式を選択しました。そして、その選択は失敗でした。なぜなら、当時、わたしたちは、「資産クラス」といわれてもあまり馴染みがな

表 5.1 定食方式とア・ラ・カルト方式の長所と短所

	長所	短所
定食方式	投資の知識がなくとも投資配分を決めることができる	投資の知識が豊富な投資家には物足りなさが残る
ア・ラ・カルト方式	投資家ニーズに自在性をもって対応できる	投資経験が少なくサポートが必要

く、ましてや、「アセット・アロケーション（資産配分）」などといわれてもチンプンカンプンの人が圧倒的に多かったのです。自分でポートフォリオを組み立てるア・ラ・カルト方式は時期尚早だったわけです。

私は、『金融商品はそれを受け容れる人がいて始めて成立するものである。』ということに気づかされました。

この話を、金融商品を購入時点での判断に活かすのであれば、『理解できないものには手を出さないほうがよい』といえるでしょう。わたしたちが全体として金融商品を取捨選択していくことにより、よりよい金融商品だけが残っていくことになるのです。

金融教育や金融知力が必要なのは、良質な金融商品を育てる土壌となるからなのです。

5.3 リスクが小さくリターンの大きな運用はない

リスクとリターンは比例している

金融商品を考えるときの第一原則は、「リスクとリターンは比例している」ということです。そして、誰がどのリスクを引き受けているのかわからないのであれば、その商品には投資しないほうが賢明であるということです。

5.3.1 人気を博した一時払変額年金保険

ちょうどリーマン・ショックがやってくる数年前の2000年代前半に時間を戻してください。一時払変額年金保険が人気を集めていました。なぜ人気を集めていたかといえば、株式などに投資してその運用の成果が年金額に反映される仕組みであるのに、運用が失敗したときには保険会社がその損失を補てんしてくれるというオプションが付いていたからです。運用のリスクはどこに消えたかといえば、投資家から保険会社に移転されていたのです。投資家がとらないリスクは保険会社が引き受けているわけで、変額年金保険を販売している保険会社は資産運用リスクの塊のような状態になっていました。それでも、人気があって販売できるものは販売したい。保険会社の経営判断は難しいものになっていました。

5.3.2 金融庁による規制の強化

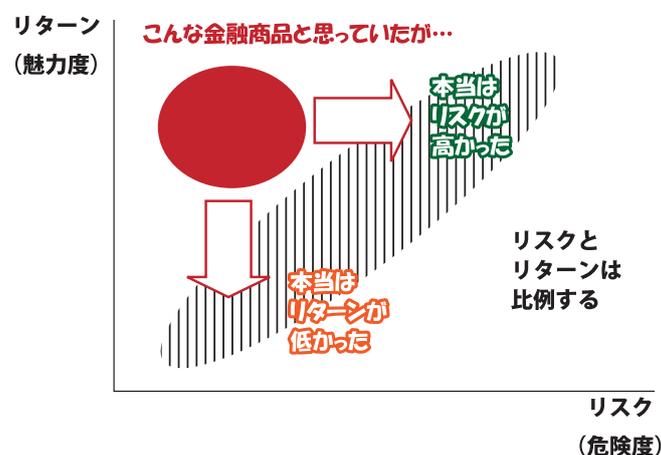
この状態を問題視したのが金融庁でした。株価が下落したときに補てんする金額をしっかりと保険会社内部に積み立てておくように法令を改正したのです。また、保険金の支払い余力を図るための指標であるソルベンシー・マージン比率の計算にも、最低保証にかかるリスクを含めるように改正されました。

5.3.3 リスクとリターンは比例する

保険会社は、それまではなかばサービスとして提供してきた最低保証について、お金を徴収せざるを得なくなりました。最低保証を提供する代わりに、毎年、運用する資産の2～3%程度の費用を負担することを投資家に求めたのです。実は、変額年金保険の資産運用はそれほど高いリスクをとっているわけではありませんでした。債券の割合が相当入ったバランス型のポートフォリオになっていたのです。つまり、期待リターンで考えると3～4%程度の水準であったのです。この水準の利回りから、最低保証にかかる前述のコストを差し引いて、さらに、保険会社の維持費用を差し引くと、投資家に残るリターンはほとんどゼロに近い水準になっていたはずですが、つまり、最低保証を付けてもらって投資家はリスクのない状態になった。けれども、そのためには手数料が必要で、その手数料を支払うと、定期預金程度の利回りにしかならなかったというわけです。

この例から知ってほしい教訓は、引き受けるリスクがなくなると、受け取るリターンは小さくなる。リスクとリターンは比例しているということです。

図 5.2 リスクとリターンの関係



5.4 投資家への対応ができるのは販売会社のみ

アフターフォローは販売会社の役割

投資信託の販売で投資家への対応ができるのは販売会社のみです。したがって、販売会社の担当者は、説明責任を一手に引き受けていることを自覚したほうがよいでしょう。ファンドについて説明を受けたことを自分で理解して、自分の言葉で説明できるようになりましょう。

5.4.1 運用会社は誰が投資家かわからない

投資信託（ファンド）という金融商品は、オーダーメイドの金融商品ではなく既製品といえます。あらかじめ、ファンドのしくみや運用方針は決められています。だから、ファンドと投資家の相性を合わせようとする、投資家側がファンドの特徴を理解しておく必要があります。

「運用会社は投資家のことを考えていないのではないか？」という指摘があるかもしれませんが、実は、運用会社は誰が投資家であるのかを知らないというのが本当のところです。^{*1}

だから、運用会社は、あらかじめ運用するファンドの特徴を公表するのです。ファンドの特徴に合致する投資家のみなさまに投資してほしいという意味です。あらかじめ投資家に見せることを前提に、ファンドの特徴を記載した書面が目論見書なのです。

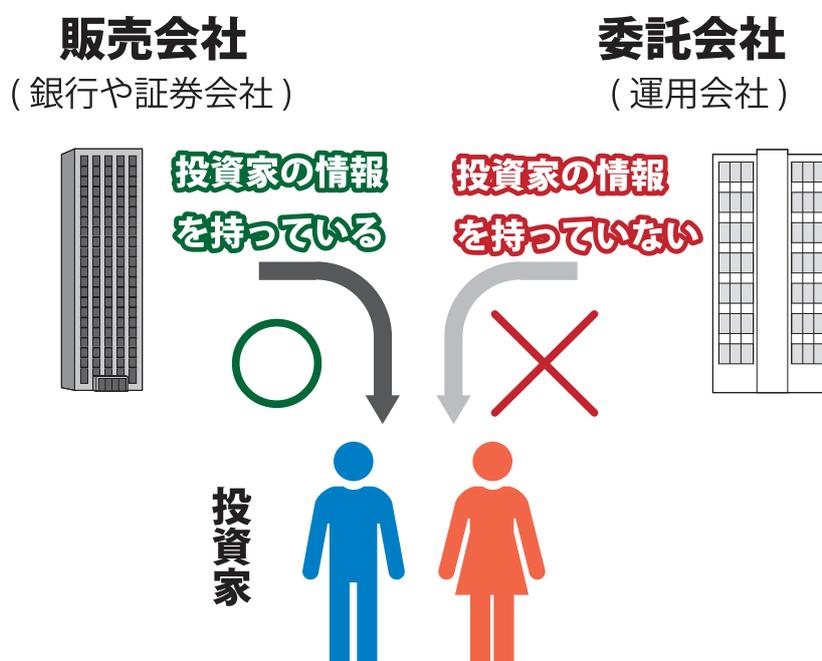
^{*1} 運用会社が直接販売をしている場合は除きます

5.4.2 投資家のフォローは販売会社しかできない

個別の投資家と個別のファンドをマッチングさせるのは銀行や証券会社といった販売会社の仕事です。販売会社は、誰がそのファンドを購入したかわかっています。その投資家が購入した過去のファンドのデータも持っています。したがって、本当の意味で投資家にアドバイスできる立場にいるのは販売会社の担当者になります。

最近では、運用会社が販売会社の営業支援としてセミナーの講師を派遣することも少なくありませんが、できれば、銀行や証券会社の販売員のみなさまには、自分たちが取り扱っている商品の説明は自分たちでできるようになってほしいものです。

図 5.3 販売会社は知っているけど、運用会社は知らない



5.5 月次レポートを活用する

ファンドマネージャーからのメッセージ

公募型ファンドでは月次レポートが発行されています。これは、ファンドマネージャーが投資家に向けて発信している貴重なメッセージです。そして、このメッセージを理解することができて初めて、投資家として安心して投資を続けられるのです。

5.5.1 ファンドマネージャーにとってコミュニケーションの確立が大切

誤解を招くかもしれませんが、ファンドマネージャーといわれる人たちの最も大切な仕事は、お客さまに向かってレポートを書くことです。数年前に、資産運用の入門書を執筆した時、ファンドマネージャーにインタビューさせてもらいましたが、彼らの大半はレポートを書くことがとても大切な仕事であると話してくれました。

レポートを書くというと少し範囲が限定されているようですが、投資家とのコミュニケーションといったほうがよいでしょう。投資家とコミュニケーションを採ることは、運用することと同じくらい、あるいはそれ以上に大切なことなのです。

5.5.2 公募型ファンドは月次レポート

ファンドマネージャーたちにとって年金基金や保険会社などの機関投資家が顧客である場合、コミュニケーションの確立は比較的簡単です。誰が投資家であるのかわかりますから、直接説明に出向くことも可能です。

ところが、公募型のファンド（一般の個人投資家に販売している投資信託）になると、コミュニケーションの確立は容易ではありません。なぜなら、

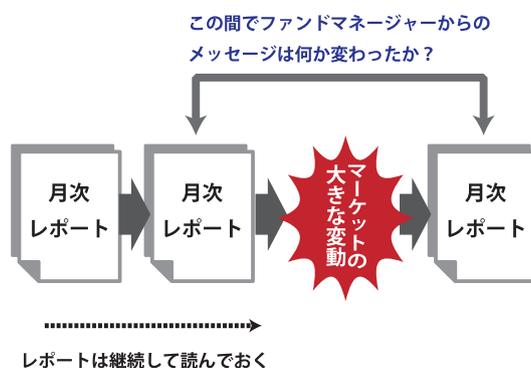
誰が投資家であるかわからないからです。仮に投資家がすべてわかったとしても、大きなファンドになるとすべての投資家とコミュニケーションをとることはできません。そこで、ファンドマネージャーはレポートを書くのです。『私たちのファンドは、こういう方針で運用されています。今月の運用の結果はこうなりました。運用がうまく行った理由、うまく行かなかった理由はこうです』

ほとんどのファンドでは月次レポートを発行しています。月ごとの運用の成果を書いたレポートです。だから、この月次レポートを大切にしましょう。月次レポートは、ファンドマネージャーからのメッセージなのです。

5.5.3 継続して月次レポートを見る

ファンドマネージャーのメッセージが大切になるときは、マーケットの環境が悪化した時です。このようなときでも、継続して月次レポートに目を通しておくと大丈夫です。必要になった時にだけ月次レポートを見ても何もわかりません。ファンドマネージャーが日頃から何を言っているのか、そして、マーケット環境が悪化したときにそのコメントがどのように変わったのか、ファンドマネージャーが出してくれるシグナルのようなものを見落とさないようにしたいものです。

図 5.4 月次レポートを継続して読んでおこう



5.6 大きなイベントが発生した時、ファンドの真価が問われる

ファンドの真の実力が試される時

グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）がギリシャ国債を売却したタイミングは2009年10月、問題^aが発覚した直後でした。1,800億円のギリシャ国債を数日で売却するという大きな投資行動をとったのです。そして、その情報は月次レポートを通じて投資家に配信されました。

^a 2009年10月、ギリシャが財政赤字が、それまで公表していたもっと多額に上っていることを公表したこと

5.6.1 グロソブがギリシャ国債を売却したタイミング

三菱UFJ国際投信（以下、「国際投信」）が設定・運用するグローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）（以下、「グロソブ」）は、当時、日本で最大の公募型投資信託でした。2009年12月、グロソブは保有していたギリシャ国債をすべて売却しました。当時のギリシャ国債は、事実上のデフォルト状態というわけではなく、スタンダード&プアーズであれば「A-」から「BBB+」に格下げされただけの段階でした。つまり、格下げされた後でも投資適格は維持していたのです。保有しているすべて（当時のファンドの規模から推定すると約1,800億円）の国債を売却するわけなので、売却に時間がかかるうえに、ファンドのパフォーマンスにも悪影響を及ぼすことが考えられます。しかし、ギリシャ国債をそのまま保有し続けると、目論見書上に記載してある格付けの制限（原則としてA格以上のものに投資する）に抵触する恐れがあったというコンプライアンス上の判断があって売却をしたのです。

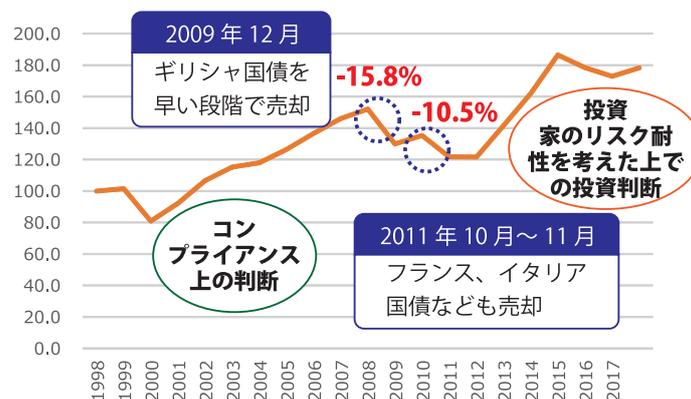
5.6.2 国際投信の考えとそれを伝える月次レポート

グロソブがギリシャ国債の売却を決めたとき、ギリシャ問題がここまで大きな問題になると思っていた投資家は少数派でした。そして、同じように欧州の国債に投資するファンドでグロソブのようにギリシャ国債をすべて売却するという決定をしたファンドも少数派でした。

グロソブでは、2011年10月から11月にかけても多くの国の国債を売却しました。最初に、10月中にフランス国債をすべて売却し、続いて11月7日までにイタリア国債を売却、11月17日までにベルギー、スペインの国債を売却したのです。こちらについては、コンプライアンス上の問題による売却、あるいは、市場価格が大きく値崩れすることを予想しての売却ということではありません。売却の理由は、ファンドのリスクを引き下げることでした。国際投信は、グロソブの投資家のリスク耐性がそれほど強くないと見越して、リスクポジションを引き下げたのです。

こういった一連の投資活動は、大手メディアで取り上げられることはありませんでした。しかし、国際投信は、その事実を月次レポートで顧客に開示してくれていました。月次レポートを読み続けているとそのことがわかったということです。ファンドの実力は、市場で大きなイベントが発生したときに問われるものなのです。

図 5.5 グローバル・ソブリンの基準価額の推移とファンドの投資行動



5.7 有名なFP・経済評論家の主張は半分だけ 聞く

注意すべきポイントは2つ

有名なFP・経済評論家の主張を参考にするとき、注意が2つ必要です。一つは、書いた記事を参考にするのであれば、内容が時期的に陳腐化している可能性があること。もう一つは、スポンサーの存在により話が歪められている可能性があることです。

5.7.1 記事の内容が陳腐化していないか

雑誌は、記事を書いて、原稿をチェックして、印刷して出来上がります。有名なFP（ファイナンシャル・プランナー）や経済評論家であってもこれは同じです。記事を書いてからその記事が一般の人の目に留まるまで、だいたい1カ月から1カ月半くらいのタイムラグ（時間のずれ）があります。このタイムラグが、結構、曲者（くせもの）です。

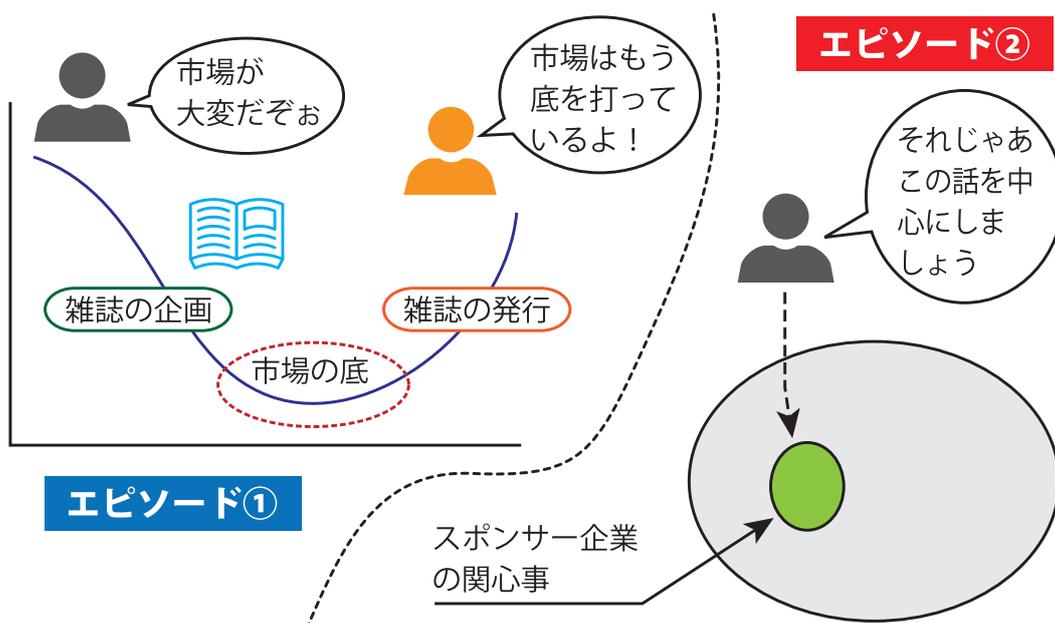
もちろん、FPや経済評論家は書いている時点の最新の情報に基づいて記事を執筆しているのですが、経済や市場の環境は数日で大きく変わるときがあります。前提が変わると結論も変わるということはよくあることですが、雑誌は修正が効きません。その結果、電車などの吊革広告で強調されていることと、実際の市場がずれていると感じるときもあります。どの時点の情報に基づいて書かれた記事なのかをチェックするようにしましょう。書かれた記事を鵜呑みにしないことが必要なのです。

5.7.2 スポンサーの存在によってバイアスがかかっていないか

スポンサーの存在にも注意しておきましょう。無料の講演会というと、間違いなくスポンサーが存在しています。そのスポンサーの意向によって話の内容が変わるときがあります。有名なFP・経済評論家であっても同じです。さすがに、スポンサーを極端に持ち上げるようなことはしないでしようが、スポンサー企業の弱点には触れないようにしているかもしれません。

例えば、保険会社がスポンサーについている講演では、保険の活用について説明することが多くなるでしょう。これは、悪いことではありませんが、ケースによっては、投資信託や預貯金のほうが問題解決に適しているときもあります。知識を仕入れるということ、有名なFP・経済評論家の話を聞くことはよいことだと思いますが、だれに向かってどのような目的で話しているのかを同時にチェックするようにしておきましょう。

図 5.6 マーケット解説は陳腐化している!?



5.8 直販ファンドの主張は半分だけ聞いておく

どんなファンドでもパフォーマンスで評価する

直販ファンドは直販ファンドであるだけで評価されるように勘違いされていますが間違いです。ファンドである以上、パフォーマンスに基づいた評価がなされるべきです。

5.8.1 直販ファンドのセミナーは営業の場

直販ファンドとは、さわかみ投信、セゾン投信、鎌倉投信などが設定する投資信託（ファンド）をいいます。これらの運用会社は、直接、投資家にファンドを販売するスタイルをとっていることから、直販ファンドと呼ばれています。

直販ファンドの特徴は、大手金融機関で勤務していた人が自分の思いを抱いて、ファンドを設立するケースが多いということです。「大手金融機関では、手数料獲得のために自分の意図するものと異なるファンドを取り扱っていたが、もっと投資家の視点に立ったファンドがあったほうがよい」というのが創業者の思いのようです。

当然、投資家の視点に立ったファンドと主張すれば投資家には歓迎されます。ところが、直販ファンドにとって投資セミナーは重要な営業戦略になっています。直販ファンドのセミナーは自分たちの思いを伝える場であるとともに営業の場になっていることを理解しておきましょう。

5.8.2 直販ファンドもパフォーマンスで評価しよう

直販ファンドの評価は、創業者の思いとは別です。日本の直販ファンドの草分けであるさわかみファンドは、高い評価を得ています。ただし、評価されているのは創業者である澤上氏の主張ではなく、ファンドのパ

表 5.2 ファンドのパフォーマンス比較

	さわかみ ファンド (a)	フィデリティ・ 日本優良株・ ファンド (b)	日経平均 (c)	(a)-(b)	(a)-(c)
2001	-8.3%	-22.4%	-32.5%	14.1%	24.3%
2002	-13.8%	-15.2%	-18.1%	1.4%	4.3%
2003	28.5%	27.0%	25.7%	1.5%	2.8%
2004	14.2%	5.4%	5.4%	8.7%	8.7%
2005	33.3%	39.0%	38.0%	-5.7%	-4.7%
2006	4.1%	1.1%	4.3%	3.1%	-0.2%
2007	-8.0%	-7.2%	-24.6%	-0.8%	16.6%
2008	-54.8%	-61.6%	-53.1%	6.8%	-1.7%
2009	24.0%	20.0%	24.3%	4.0%	-0.3%
2010	-0.9%	3.3%	0.4%	-4.2%	-1.3%
2011	-19.5%	-27.3%	-15.1%	7.8%	-4.4%
2012	12.4%	16.9%	23.5%	-4.5%	-11.2%
2013	44.3%	38.3%	29.2%	6.0%	15.1%
2014	11.4%	4.7%	17.0%	6.7%	-5.5%
2015	6.7%	5.3%	-0.9%	1.4%	7.6%
2016	1.3%	-8.8%	8.3%	10.1%	-7.0%
2017	22.4%	28.2%	19.3%	-5.8%	3.0%
2018	-18.9%	-17.9%	-10.6%	-1.0%	-8.3%
2019	5.8%	6.7%	2.9%	-1.0%	2.9%

パフォーマンスです。さわかみファンドとフィデリティ・日本優良株・ファンドのパフォーマンスの比較をしてみましょう。表 5.2 のようになります。

さわかみファンドの累計リターンほかのアクティブ運用のファンド（フィデリティ・日本優良株・ファンド）や日本株式そのもの（日経平均）を上回っていることがわかります。

直販ファンドであることが評価のポイントなのではなく、ファンドのパフォーマンスが評価のポイントであることは忘れないようにしましょう。

5.9 投資した後の管理・点検

月次レポートをもとに「かい離」を調べる

投資したファンドの点検はリバランスの際に実施するとよいでしょう。月次レポートや運用報告書で情報を収集して価格の変動の要因を分析します。ファンドの運用に納得がいけないときは、その原因も追究しましょう。自分の投資スタイルとファンドの運用方針が合わないのであれば、そのファンドへの投資を再考したほうがよいということになります。

5.9.1 ファンドの点検の手順

投資したファンドの点検は、リバランスの際に実施するとよいでしょう。具体的には次の手順で点検できます。

1. 基準価額の変動（騰落率）を確認する
2. 月次レポートなどで基準価額の変動の理由を確認する
3. 運用会社の説明に納得がいかなければ投資するファンドの変更を考える

月次レポートなどを参考にすれば、騰落率のデータは掲載されているでしょう。プラスであった、マイナスであったということも大切ですが、ベンチマークが定められているのであれば、ベンチマークと比較し、あるいは、よく似た特徴を持った他のファンドがあれば、そのファンドと比較することも参考になります。

基準価額の変動の理由を開示してくれているファンドもあります。例えば、ドイチェ・アセット・マネジメントの「DWS グローバル公益債券ファンド（毎月分配型）」では、毎月公表されているレポートの中で、ファンド

の基準価額がどのような理由（要因）で変動したのか、実績値を公表しています。債券の価格変動によって基準価額が変動したのか、為替の影響によって変動したのか、あるいは、その他の要因によって変動したのか、簡単に理解できるようになっています。

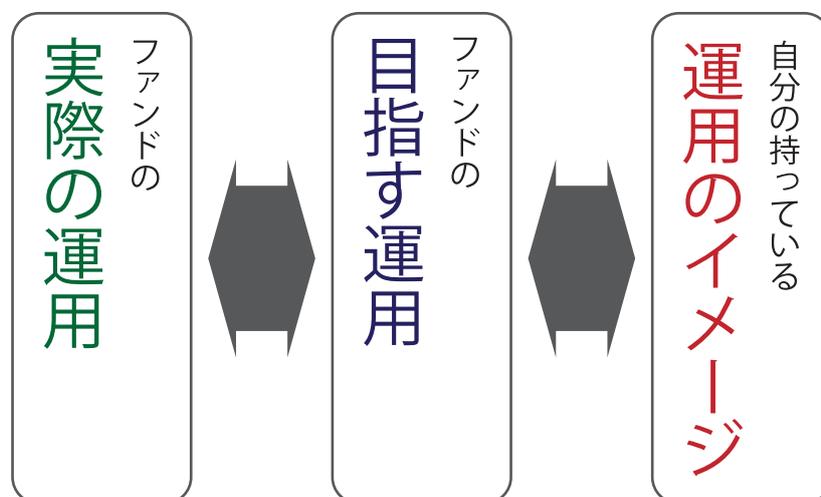
5.9.2 イメージと実際のかい離を追求しよう

イメージしていた運用と、ファンドの実際の運用にかい離がないか確認しましょう。かい離があった場合、その理由もわかるようになると、善後策を考えるとときに役立ちます。

1. イメージしていたものと異なる運用を行うファンドであった（自分が間違えて理解していた）
2. イメージされる運用成果を達成できないファンドであった（ファンドの運用能力不足）
3. 運用成果は満足できるが情報が開示されていない（情報開示不足）

などと原因を分類してみると、次の一手を考えるとときの重要な手掛かりを見つけることができるかもしれません。

図 5.7 ファンドの点検



5.10 テーマ型運用は投資信託を活用する

投信の特性が活かされるテーマ型運用

自然エネルギーへの投資や社会的責任を果たす企業への投資などのテーマ型運用は、個人投資家が個別に行うには限界があります。そういったときに、投資信託（ファンド）を通じた投資を考えてみてはいかがでしょうか。テーマ型運用など、難しい投資になってくるほど、ファンドを通じた投資は魅力度を増します。

5.10.1 自然エネルギーに投資しようとしても

あるテーマを設定して、そのテーマに沿った株式に投資する手法をテーマ型運用といいます。例えば、代替エネルギーや自然エネルギーは注目されるテーマです。原油価格は高騰していますし、日本では原子力発電の信用性の低下から自然エネルギーの重要性が再認識されています。

しかし、このテーマ型運用は思っている以上に難しいものです。最大の理由は、誰もがよいと思う銘柄は誰もが買っているということです。つまり、クリーンなエネルギーを生み出し、収益性も高い企業の株式は誰もが欲しいと思うため割高になることが一般的です。割高なものを買うと、値下がりする可能性が高くなる、つまり、運用で損失を出してしまう可能性が高くなるのです。

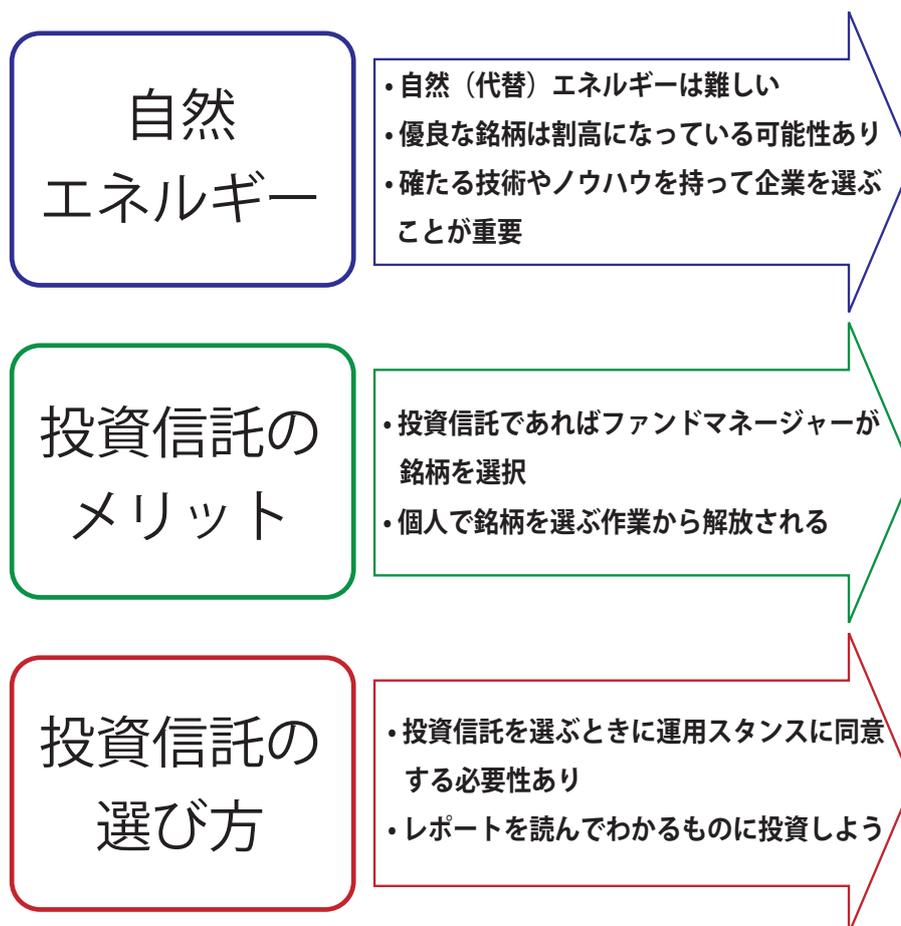
5.10.2 投資信託を使ってみよう

こういったときに考えていただきたいのが投資信託です。投資信託であれば、個別銘柄の選定はファンドマネージャーが行ってくれます。投資家は特別な知識がなくても大丈夫です。いや、少しだけ知識が要ります。そ

これはマネージャー（運用会社）を選ぶ能力です。これは投資家の判断能力といったほうがよいかもしれません。

『この運用担当者の話には納得させられる』。これが大切です。目論見書などの難しい書面を全部読む必要はありません。むしろ、表現がやさしい月次レポートなどのほうがよいでしょう。『運用担当が、投資家にどのように説明してくれているのか』がポイントです。月次レポートで運用会社が伝えてくれるストーリーに納得したなら、そのファンドは投資家にとってよいファンドということになるでしょう。

図 5.8 テーマ型運用ファンドを選ぶ



5.11 資産クラスを2つにグループ分けして考える

景気の良し悪しでグループを大別できる

様々な金融商品が発達した恩恵を受け、日本の投資家が投資できる資産クラスは多様化しました。多様化した資産クラスは、景気が良いときに魅力があるグループと、景気が悪いときに魅力があるグループに大別できます。全体を大まかに捉えてから、より細かい部分を考えるようにするとうまく整理できます。

5.11.1 多様化する資産クラス

世界の市場は、株式、債券のほかに為替や商品などで構成されています。日本でも選択肢が増え、たくさんの金融商品に投資できるようになりました。投資信託は、株式や債券に投資するときに、少額でも投資を可能にするという選択肢を提供してくれました。そして、近年では、IT技術の進化によりFX取引が容易になり、さらには、ETF市場が整備されることを通じて商品先物も購入できるようになりました。気がつけば、日本の投資家は、たくさんの資産クラスに投資できるようになっています。

5.11.2 資産クラスを2分化する

さて、この資産クラスですが、経済の動きと比較すると2つに大別できることがわかります。一つは、“リスクを回避したいと思っている”ときに魅力的な資産クラスです。どんなときでも価値が安定していると考えられる金・銀といった貴金属、世界の超大国米国の国債、さらに、基軸通貨

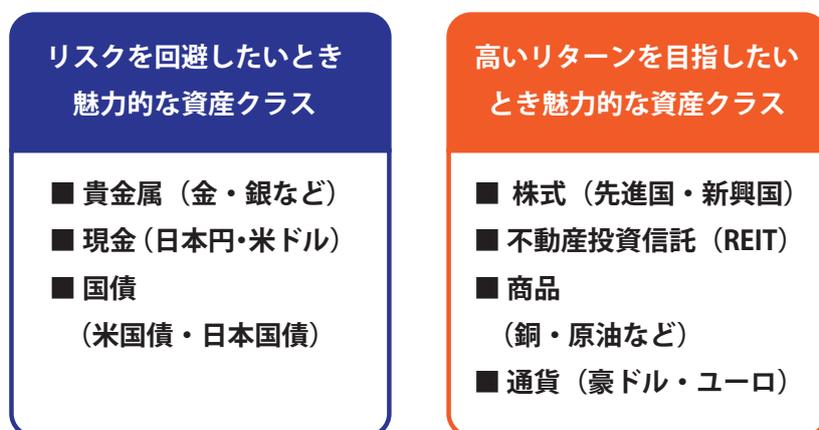
である米ドルなどはリスクを回避したいときに魅力的に映る資産クラスといえるでしょう。

もう一つのグループは、“高いリターンを実現させたい”と想着ているときに魅力を感じる資産クラスです。例えば、世界経済が好調であると工業生産が堅調になります。一般的に、産業用金属の需要見通しも上向きになり、商品先物の価格が上がることにつながるでしょう。豪ドル、カナダドルあるいはブラジルレアルは、そういった産業用金属を産出する国の通貨です。そして、工業生産が堅調であるのなら、株式市場にも好影響を与えていることを予想するのは自然なつながりです。

5.11.3 2つの大きな資産クラスとして考える

世界では、リスクを回避したいときに魅力を感じる資産クラスの集合と、高いリターンを目指したいときに魅力を感じる資産クラスの集合が、日々、綱引きをしていると考えたとよいでしょう。そして、この綱引きは、一方が勝って終了という綱引きではありません。永遠に引っ張ったり緩めたりを繰り返しています。たくさんの資産クラスを一度に考えることは難しいかもしれませんが、2つのグループのどちらが綱を引っ張り、どちらが緩めているのかを考えることは、少しだけ考えやすいかもしれません。

図 5.9 資産クラスを2つにグループ分けする



5.12 我慢できるから長期投資になる

長期投資は価額の下落を許容する戦略

リスクのあるものに投資していて、売却してしまうと売却した時点より安い時点で同じものを買戻すことはできません。そこで、長期投資が必要になります。長期投資とは、値段が下がったときも我慢して投資を続けていくことです。その結果、投資を中断するより効果的な投資ができます。我慢できるものに投資しておくことが長期投資のポイントです。

5.12.1 価格が下がると売却する？

株式市場の低空飛行が長期化すると、「ファンドへの投資を継続しておいてよいものだろうか？」という質問をよく受けます。この質問は、長く投資を続けている人ではなく、最近初めてファンドを買った人に多いように思われます。

一言で、投資経験といってしまうえばそれまでですが、それではなかなか不安は払拭されないでしょう。もっとも避けたほうがよいのは、「不安」を感じてすぐさま売却してしまうことかもしれません。すぐに売却するくらいなら、投資する必要があったのかということになってしまいます。

5.12.2 安値で買い戻すことはできない

まず、考えていただきたいのは、売却したあとの行動です。とりあえず売却してから市場が回復するのを待ってもう一度同じものを買直すことを考えてみましょう。図 5.10 を参照してください。

「よくやってしまう投資の失敗」は、損失を出して買い戻すケースです。これでは、我慢してずっと保有していたほうが明らかに有利です。

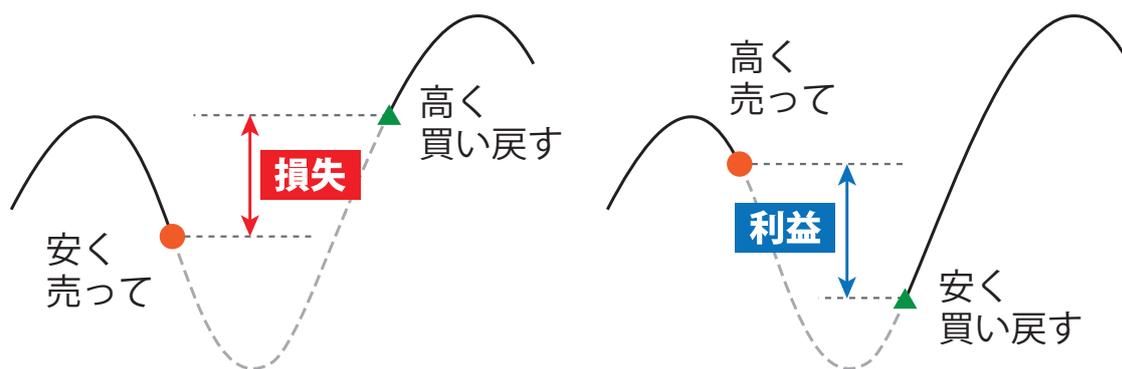
「なかなかできない投資の成功」は、得をするケースです。売却してしまっ
て損失を確定し、さらにファンドの価格が低下したところで再度購入す
る。これなら得をします。しかし、ファンドの価格の下落が激しいと感じ
ている人が、さらに価格が下がったところで買いに入ることができるで
しょうか？

5.12.3 長期投資の意味

「売り抜けられない」と覚悟を決めてしまえば、結論は簡単です。値が
下がっても我慢できるものに投資しておくことです。つまり、長期間保有
する覚悟のできるものに投資すればよいということです。自分の会社の株
式かもしれませんし、日本の株式全体に投資するファンドかもしれません。
いずれにしても長期投資とは、ある程度値段が下がっても投資家が我
慢して投資を続けられるものに投資しておくことといえるでしょう。

図 5.10 資産運用の成功と失敗

■ よくやってしまう**投資の失敗** ■ なかなかできない**投資の成功**



5.13 分配金利回りに惑わされない

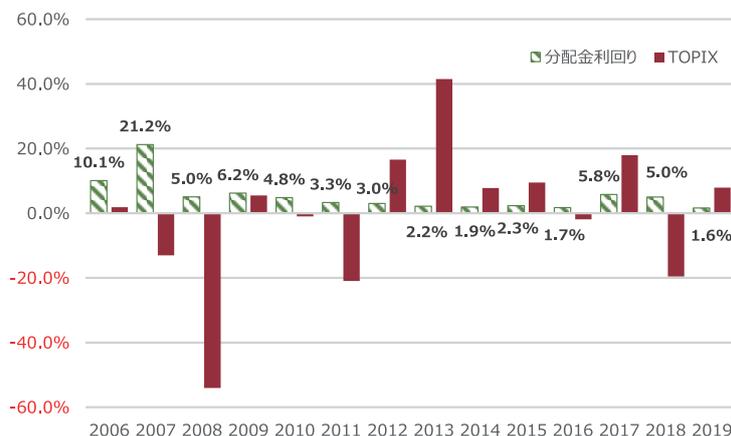
収益分配金利回りに加えてトータルリターンも比較する

ファンドの収益分配金を基準価額で除して算出する（収益）分配金利回り。分配金利回りは魅力的に見えてしまう傾向があります。ファンドの本当の実力を測るには、分配金をリターンの計算に含めたトータルリターンで比較するとよいでしょう。

5.13.1 （収益）分配金利回りはよく見える

図 5.11 は、「みずほ好き配当日本株オープン」というファンドの、分配金利回りと日本株式市場の代表値である TOPIX（東証株価指数）の騰落率を比較したものです。TOPIX の騰落率は、年によって大きく変動していますが、ファンドの分配金利回りは、マイナスになることなく、安定して、銀行の利回りを超えた水準になっています。だから、投資家は“惑わされる”ことになります。『このファンドは、マイナスになるリスクが小さくて、預貯金より圧倒的に利回りがよい』。そう思うと、このファンドを正しく理解しているとはいえません。

図 5.11 市場の騰落率と分配金利回り



5.13.2 本当の利回りはトータルリターン

このファンドを市場全体と比較しようとする、図 5.12 のようなグラフが必要です。ここで、エンジの棒グラフはファンドの騰落率（トータルリターン）を表しています。^{*2}オレンジの棒グラフが TOPIX の騰落率を示しています。トータルリターンで考えると、TOPIX と大きく異なる動きではないことも理解でき、大きなマイナスが発生している年もあることがわかり、その結果、ファンドのリスクも理解できます。折れ線グラフは、ファンドの超過収益率を表しています。超過収益率とは、ファンドのトータルリターンが、どの程度、市場を上回ったかを示すものです。このファンドは、2013 年と 2017 年に市場を下回っていますが、11 年はファンドが市場を上回っている、パフォーマンス（運用成果）のよいファンドであることがわかります。

図 5.12 市場の騰落率とファンドのトータルリターン



^{*2} トータルリターンの計算は、 $\ln\left(\frac{\text{当日の基準価額} + \text{収益分配金}}{\text{前日の基準価額}}\right)$ として計算しています。

5.14 資産運用の考え方

資産運用には2つの過程（積立・取崩）がある

資産運用は、貯まったお金を運用するのではなく、お金を貯めるために運用すると考えるとよいでしょう。運用の利回り、積立金額、積立期間この3つがわかれば、積み立てられる金額を試算することができます。そして、シニア世代になると資産運用には取り崩すという機能が加わります。家計の不足分と相続を考えながらの運用になります。

5.14.1 一時に投資するといきなり応用編

資産運用という言葉を聞くと、“資産家が有り余るお金を殖やしていく”というイメージがあるかもしれません。しかし、あなたの家族で世帯主が亡くなって、数千万円の保険金が入ったとしましょう。大切な保険金なので、ずっと家で保管しておきますか？物騒だから、銀行に預けておく？でも、銀行に預けてもほとんど利息は付きません。そうすると、投資信託などを購入することが考えられます。これ立派な資産運用です。

しかしながら、この資産運用は、すでに「応用編」です。なぜなら、数千万円を一度に投資するのは勇気がいります。勇気があるだけでなく、市場の動向に左右されやすくなります。購入するとき、その投資信託が割安な水準にあればよいのですが、割高な水準にあると、運用成果をプラスにすることが難しくなるからです。

5.14.2 コツコツ投資する基礎編

いきなり、「応用編」に行くのではなく、「基礎編」からスタートすることを考えてみましょう。投資信託における基礎編は、毎月少しずつ投資することです。一度に投資しないので、市場の割高・割安の波をあまり気に

することなく投資することができるからです。

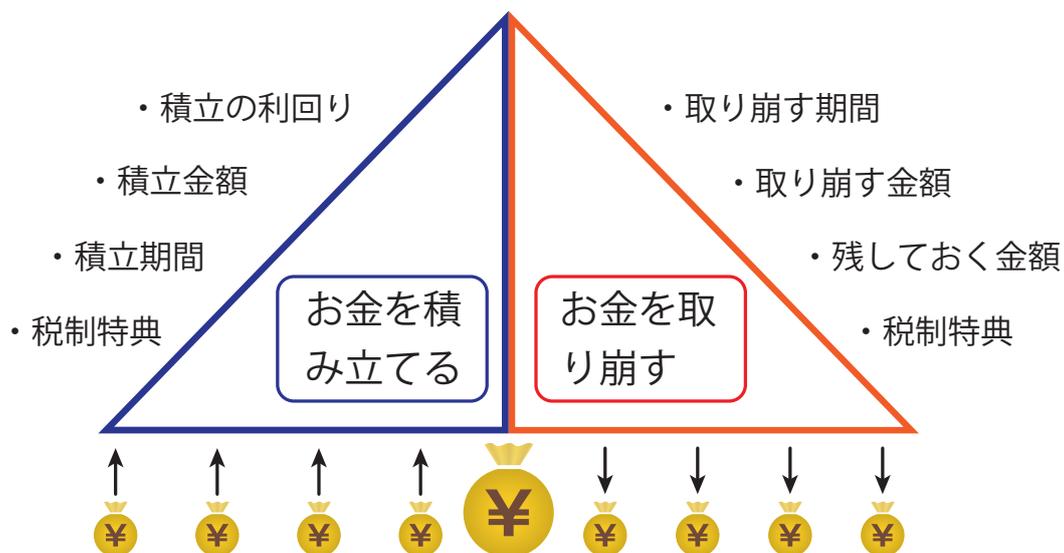
最近では、100円から投資を始められるネット証券もあります。どのような投資信託に投資するのか、難しいことは後回しにして、先に投資を始めてみてはいかががでしょう。月々100円の投資でも、月々100万円の投資でも、手続きは同じです。そして、手数料などが同じであれば、運用の結果も同じになります。それから、本格的に積立を開始するとよいでしょう。本格的な積立の前に、考えておきたいことは、

1. 積立の利回りはどの程度必要だろう
2. 積立金額はいくらにしよう
3. 積立期間はどの程度になるだろう
4. 税制メリットを活用して投資する方法はあるだろうか

などです。

そして、1~4までの内容がしっかり固まると、資産運用のシミュレーション（試算）を行うことができるのです。図5.13の三角形の頂点で示される、積立金額を計算することができるのです。

図 5.13 資産運用の2つのステージと考慮事項



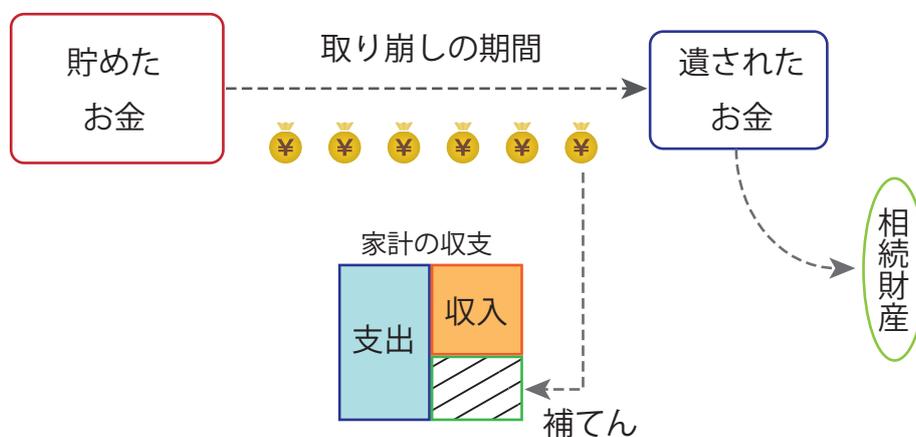
5.14.3 貯めたお金を取り崩していく過程

資産運用には、貯めたお金を取り崩していく過程も存在します。現役世代の場合、「〇〇歳までに（△△年で）いくら貯める」ということが目標になるとと思いますが、その先には、シニア世代で貯めたお金を取り崩していくという過程が存在します。積み立てる前に、すべてを考えることは無理なのですが、積立が終了する前後から、取り崩すプランも考えておく必要があります。この過程で考えておきたいことは、

1. 取り崩す期間はどのくらいだろう
2. 取り崩す金額はいくりにしよう
3. 遺しておく金額はいくりにしよう
4. 税制メリットを活用する方法はあるだろうか

この過程で一番難しいのは、取り崩す期間の設定です。『人生 100 年時代』だからという理由で取り崩す期間が長くなると、取り崩す金額がとても少なくなります。

図 5.14 貯めたお金を取り崩す



たくさんのお金を遺して亡くなることになったら、ひょっとして、相続の問題にも影響を与えるかもしれません。もし、投資信託の形で、証券会社や銀行にお金が残ってしまうと、残された遺族は、そのお金を相続分割協議が成り立つまで使うことはできません。そうなると、生命保険で残しておいた方が有利なのです。取り崩す期間の設定は、自分があと何年生きるかという問題であり、その人の体調や考え方に左右される事項です。

5.14.4 資産運用は長期戦

『リタイアしてから、まとまったお金を手にして資産運用を始めてみよう』というのは危険すぎます。資産を積み立てる過程でリスクを理解して、その後で、貯まった資産を計画的に取り崩していくことが大切です。そのためには、運用のしくみやリスクを理解しておくことが大切です。現在では、大学などでお金について学ぶ機会が増えています。知識を身につけたら、社会人になって積立を通じて資産運用を継続し、リタイアした後は、積み立てたお金を計画的に取り崩していくというのが理想です。資産運用は長期戦なのです。

5.15 資産運用を考えるには2%と5%を意識しよう

ライフプランの中で資産運用を考える

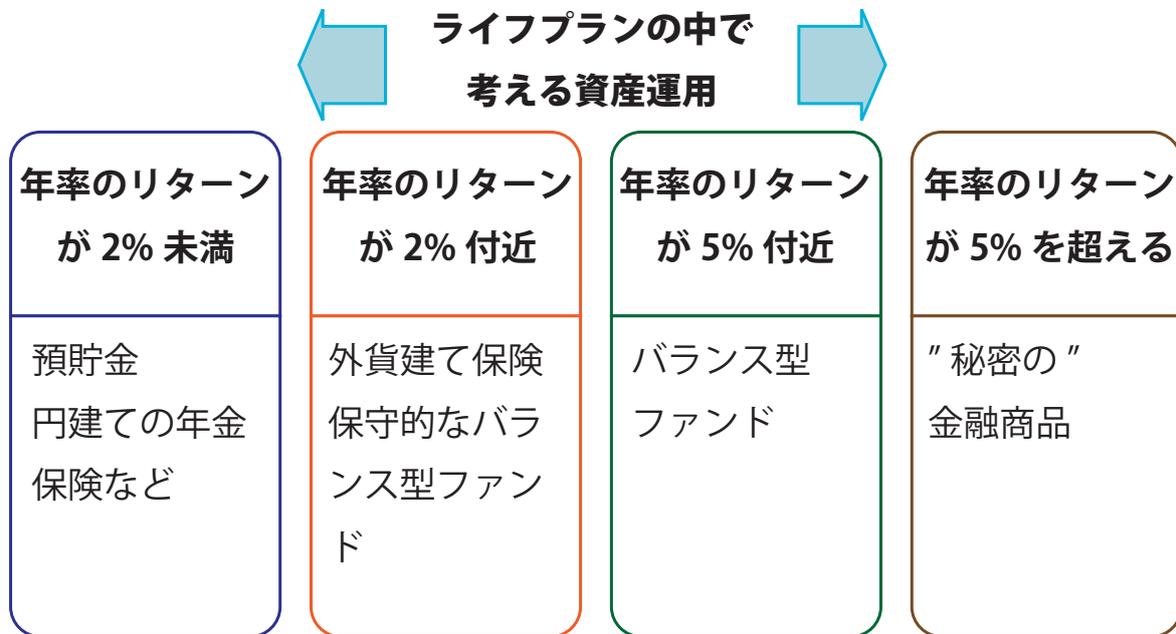
最近の金融商品は、2%と5%で4つに区分して考えるとよい。2%未満の利回りの商品や、5%超の利回りの商品は、不可欠ではない。インフレを前提に考えるのであれば、最低限欲しい利回りが2%として、無理のない運用で達成できる利回りが5%である。ライフプランの中で資産運用を考えるには2%と5%を意識しよう

5.15.1 4つのグループに大別する

『資産運用を考えるには2%と5%を意識しよう』と覚えておくとよいかもしれない。最近の金融商品をグループ化するときその境目になるのが2%と5%というのがその意味するところである。2%、5%には、「年率のリターンが」という主語が付く。2%と5%で区切られた、(1)年率のリターンが2%未満のグループ、(2)年率のリターンが2%付近のグループ、(3)年率のリターンが5%付近のグループ、そして、(4)年率のリターンが5%をこえるグループの4つのグループをイメージしてもらえばよいであろう。

(1)年率のリターンが2%未満のグループの代表は、預貯金や円建ての年金保険などである。そのリターンは、2%未満というより、限りなくゼロに近い。市場の金利動向に応じて、金利が変動する個人向け国債(10年)の最近の適用利率は0.05%程度で、そのリターンほぼゼロである。これからの金融商品は、お金を保存しておくという機能は担っていると考えられるが、お金を殖やすという機能は担っていないと考えるのが妥当である。資産を殖やすという運用を考えるのであれば、(1)のグループの金

図 5.15 ライフプランの中で考える資産運用



融商品はマッチしないと結論付けるとよい。

(2) 年率のリターンが2%付近のグループには、外貨建て保険や保守的なバランス型ファンドが含まれる。現在、日本銀行が物価の目標としている水準が2%である。物価が2%で上昇するのであれば、資産も2%で殖えなければ、実質的な資産の価値は目減りしてしまう。そう考えると、2%付近のリターンを目指す商品は、本来的な意味での資産運用商品というよりは、インフレに備えるための防御的な金融商品と表現するのがよいだろう。

(3) 年率のリターンが5%付近のグループには、主力となるバランス型ファンドが含まれる。バランス型ファンドの話をする、「どのようなアセットアロケーション(資産配分)?」と聞かれることが少なくないが、現実には、運用成績の良いバランス型ファンドであっても、アセットアロケーションはバラバラである。年率5%のリターンに意味をつけるとすれば、リスクをできるだけ抑えて、効率的な運用を現実的に模索すると、だいたい年率5%程度のリターンの金融商品に辿りつくということになる。

(4) 年率のリターンが5%をこえるグループに含まれる金融商品は、海

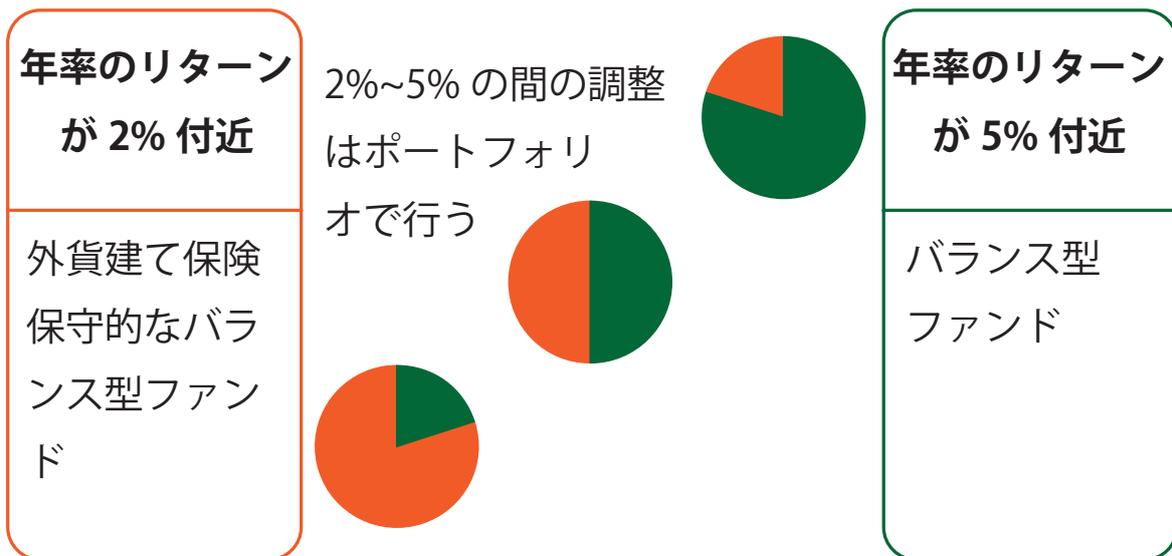
外不動産や銀行のプライベートバンキング部門が取り扱っているような”秘密の”金融商品になる。この分野の投資をしようと思うのであれば、自分でリターンの計算ができること、そして、リスクを見つけられることが大切になる。専門的な知識のない人が投資していると、相続が発生した時やリーマンショックなどのような金融危機が起こった時、さらに、戦争などが発生した時などに対応できない。

5.15.2 ポートフォリオの考え方を使おう

4つのグループに分類してみるとわかることは、これからの時代に不可欠になるのは、(2)と(3)のグループということになる。「退職した人が退職金を10年間保存しておきたい」というニーズがあったと考えてみよう。「保存しておきたい=実質的な価値を減らさない」というのであれば、(2)のグループの商品、外貨建て保険やリスクが低いタイプのバランス型ファンドがニーズに合った商品ということになる。もし、「保存しておきたい=リスクはあまり採りたくないけど資産を殖やしたい」と考えているのであれば、(3)のグループの商品が正解になる。運用成績の良いバランス型ファンドは、平均すると、年率5%程度のリターンを提供してくれる。10年間年平均5%のリターンを達成すると資産は1.6倍以上になっている。もちろん、インフレが2%であっても実質的な資産価値は増えている。

2%と5%の間はどのようにして作ればよいのだろうか。答えは2つの商品を組み合わせることである。そう、ポートフォリオの概念を金融商品のレベル使えば中間の問題に対応することができる。

図 5.16 2%と5%の調整はポートフォリオで行う



第6章

ライフプラン編

6.1 金融商品とかしこくつき合うには

金融商品は目的を達成する手段にすぎない

金融商品とかしこくつき合う方法は、金融商品そのものを目的として考えるのではなく、ライフプランなどの目的を達成する手段として考えることです。言葉を換えれば、ニーズに適さない商品は不要ということになります。

■金融商品の役割 金融商品について肝に銘じてほしいことは、

1. 支払うものが少なく、受取るものが多い商品はない
2. 受取金額が変動するものは、変動しないものより敬遠される

ということです。

この言葉をほかの言葉に置き換えると

1. リスクとリターンは表裏一体
2. わたしたちはリスクを避けたがる

ということになります。

普通の人であれば、理由がなければリスクのあるものに投資することはないのです。そして、その理由というのがライフプランなのです。もし、リスクのあるものに投資しなくても問題ないのであれば、無理に、リスクのある金融商品を見つけ出すことはありません。

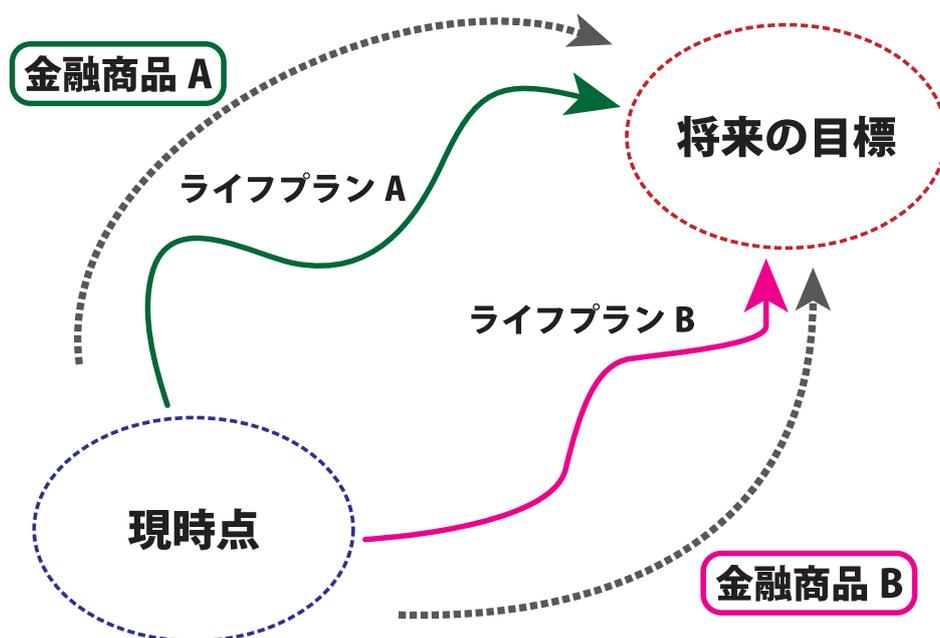
■金融商品は目的を達成するための手段 このとき大切になるのが、ライフプランです。ライフプランをはっきりさせて、それをお金に換算して、そこではじめて資産運用を考えればよいのです。

- 若いうちから無理なく積立てを行って老後に備える

- 退職金のようなまとまったお金が予定していた時期に入ってくることを踏まえて将来に備える
- 死亡保険金など予期していなかったお金が入ってきて、取り崩しながら運用する
- 子どもが事業を確実に承継できるように計画的に資金を移転する
- 財産を早めに分与して相続でもめることのないように措置を講じておく

といった文脈の中で資産運用を考え、そして、具体的な金融商品を見出すことが必要なのです。

図 6.1 ライフプランにあった金融商品を選ぼう



6.2 リスクは避けたいがカモになるのはもっと避けるべき

リスクは避けたいがカモになるのはもっと避けるべき

リスクを避けるためには、リスクをヘッジする必要があります。これには多くの場合、コストがかかります。このコストも避けたいがために、複雑な金融商品に手を出してしまう話が後を絶ちません。

■普通の人にはリスクが嫌い 普通の人であれば、だれでもリスクを嫌います。1年後に確実に5万円受け取れるA商品と、1年後上手くいけば10万円手に入るけど下手をすれば全くお金が手に入らないB商品。平均（期待値）を計算するとどちらも同じですが、ほとんどの人はA商品を選ぶでしょう。さらに、1年後上手くいけば20万円手に入り、下手をすると10万円支払わなくてはならないC商品があったとします。普通の人には、B商品より、C商品をさらに嫌います。普通の人には、将来の受取り金額（ペイオフ）が確定していないものより、ペイオフが確定しているものを好みます。そして、ペイオフがマイナスになることはどうしても避けたいと考えます。

■リスクを減らす そこで、私たちはリスクを減らそうと考えます。一番良いのはリスクのあるものに手を出さないこと、そして、消すことのできないリスクはヘッジすることです。「リスクをヘッジする」とは、リスクをなくしてしまうことです。

外貨建ての商品を購入してしまったときは、為替のリスクがあります。為替リスクをヘッジしようとする、将来の為替レートを予約することで可能になります。世帯主に万が一のことがあったら、残された家族は生活できなくなってしまうかもしれません。だから、生命保険に加入していざというときに保険金が入ってくるようにするのがいいのです。これもヘッジです。

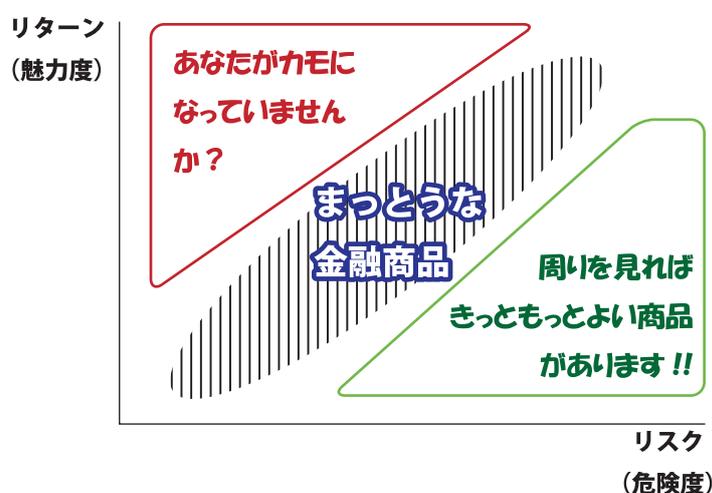
■ヘッジにはコストがかかる リスクをヘッジすることは大切なのですが、もっと大切なことは、ヘッジにはお金がかかるということを知っておくことです。

為替予約には多くの場合、コストがかかります。保険に加入すると保険料を支払わなければなりません。保険料は、英語で **premium** (プレミアム) といいます。普通の生活では必要ないのに、保険に加入したから割増しで支払うお金が保険料なのです。ヘッジを掛け過ぎると、保険料が雪だるま式に積み重なって身動きが取れなくなります。

■誰がカモになっているのか 「ヘッジはしたいがコストがかかる」。そう考えているところに、ある人が話を持ってきます。『この商品は、リスクはほとんどないんだけど、毎年 **10%** の配当があるので魅力だよ』。あなたは、なぜ **10%** もの配当があるのかわかるでしょうか？

欧米には、「ポーカーをはじめて **20** 分経っても誰がカモになっているのかわからなければ、それは自分がカモになっている」という例え話があるそうです。

図 6.2 金融商品をチェックしよう



6.3 ドルコスト平均法だけで大丈夫!?

ドルコスト平均法は非効率になる場合がある

ドルコスト平均法は、市場が変動を繰り返しているときに資産を積立てる手段として効果があります。しかし、保有している資産を定期的に取り崩すときにはドルコスト平均法を使うと非効率になります。

■ドルコスト平均法は積立するときに有効　ドルコスト平均法とは、「毎月一定の金額を購入していけば、価格の安いときに多くの口（株）数を購入することができ、価格が高いときには少ししか購入することができず、全体で見れば平均購入単価を低く抑えることができる」という方法です。市場が値動きを上下に繰り返し、その変動するタイミングを事前に予測することができないのであればドルコスト平均法は機能します。これは分散投資の場合と同じ考え方です。市場を完全に予測できないのであれば、分散投資やドルコスト平均法は有効な方法なのです。

■解約するときにはドルコスト平均法を使わないほうが賢明　ところで、ドルコスト平均法は使わないほうが好ましい局面があります。それは、保有している資産を定期的に取り崩している局面です。シニアライフなどで、保有しているファンドを毎月解約していくイメージです。例を挙げて考えてみましょう。

図 6.3 は毎月 3 万円ずつ保有しているファンドを解約したときの金額を表したものです。定額方式ですからドルコスト平均法です。最終的には、累計解約金額を累計解約口数で除して効果を求めています。この場合は **1.03**。投資金額 1 円が **1.03** 円になったことを表しています。

一方、毎月、3 万口ずつ解約したケース（図 6.4）を見てみましょう。

このケースでは、6 月までの 3 か月間で **1.10** になっています。投資金額 1 円が **1.1** 円になって戻ってくるわけですから、ドルコスト平均法を採

図 6.3 ドルコスト平均法を使った例

ドルコスト平均法では解約金額を一定にする

単位：円

	基準価額 (a)	解約口数 (b)	累計解約 口数(c)	解約金額 (d)	累計解約 金額(e)	効果 (d)/(e)
4月	8,000	37,500	37,500	30,000	30,000	0.8
5月	10,000	30,000	67,500	30,000	60,000	0.89
6月	15,000	20,000	87,500	30,000	90,000	1.03

1口あたりの単価は 1.03 円

図 6.4 ドルコスト平均法を使わなかった例

通常の解約では解約口数が一定となる

単位：円

	基準価額 (a)	解約口数 (b)	累計解約 口数(c)	解約金額 (d)	累計解約 金額(e)	効果 (d)/(e)
4月	8,000	30,000	30,000	24,000	24,000	0.8
5月	10,000	30,000	60,000	30,000	54,000	0.9
6月	15,000	30,000	90,000	45,000	99,000	1.1

1口あたりの単価は 1.1 円

用したより効率がよいことがわかります。

これは、ドルコスト平均法では、基準価額が低いときでも同じ金額を解約するため、多くの口数を解約しなければならないからです。積立を行うときにはとても役に立つドルコスト平均法ですが、定期的に資産を取り崩す場面では、ドルコスト平均法を使わないほうが賢明なのです。

索引

アセット・アロケーション, 107
為替オーバーレイ戦略, 96
為替ヘッジ, 94
金融教育, 107
金融知力, 107
繰上償還, 80
コーラブル債, 82
資産クラス, 106
収益分配金, 86
通貨選択型, 92
アクティブ運用, 14, 36
アセットアロケーション, 20, 25, 34
インデックス, 14
エンハンスドインデックス運用, 44
グロース投資, 46
シャープレシオ, 26
ソルベンシー・マージン比率, 108
トップダウンアプローチ, 46
トラッキングエラー, 28
バランス型ファンド, 22
バリュエーション, 8
バリュー投資, 46
パッシブ運用, 14, 36
ファンダメンタルズ, 8
ファンドマネージャー, 54
ベンチマーク, 28
ボトムアップアプローチ, 46
モデルポートフォリオ, 38
リバランス, 40, 42

一時払変額年金保険, 108

個人投資家, 30
分散投資, 18
効率的フロンティア, 10
定性分析, 50
定量分析, 50

損切り, 32
最低保証, 108

無リスク資産, 24

要因分析, 52

逆張り, 42