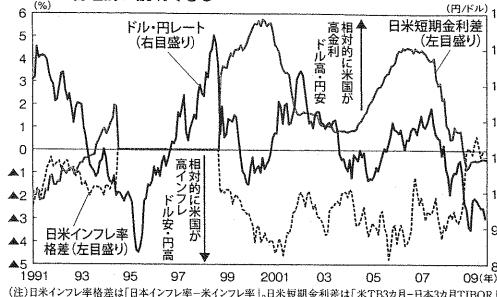




図1 長期的には金利差よりもインフレ率格差の方が為替相場を合理的に説明できる



(注)日米インフレ率格差は「日本インフレ率-米インフレ率」。日米短期金利差は「米TB3ヶ月-日本3ヶ月TIBO」

図2 名目実効為替レートより実質実効為替レートは循環的に動く

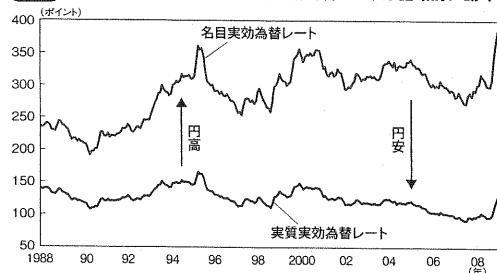
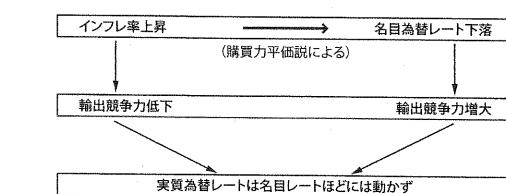


図3 実質為替レートが名目レートより循環的に動く理由



う。最近の為替相場の動きは、おおむね双方の通貨の金利差により合理的に説明できる。しかし、もう少し長いスパンでみると、金利差よりもインフレ率の差の方が明らかに為替相場の動きをよく説明できる(図1)。これは、インフレ率が高くなつた通貨は売られて安くなる=インフレ率が相対的に低い通貨は買われて強くなるという「購買力平価説」に基づく考え方で容易に説明できる。(つまり、「インフレ率が高い→物価との見

あまりにも人気が高かつたため
5月にも「野村新米国ハイ・イール
ド債券投信」を設定したほどだ。こ
の投信の当初設定額は6.54億円だ
ったが、その後急増。5.71・3億円
(同)に達している。さらに、2シ
リーズとともに資産残高が運用上限に
達しかねない勢いだったため、一時
的に販売(追加設定)を停止する措
置がとられた。これに続き、9月に
も「野村PIMCO・米国ハイ・イ

レールド債券投信が設定された（当初設定額は557億円）。いずれも基本的な商品設計は同じだ。
払い込まれた円はいつたん米ドルに換えられ、米国のハイ・イールド債、つまりは利回りの高い債券が購入される。投資格付けがB/B格以下という投機的格付けが付されているため、相対的に高い利回り（低い価格）で取引されている鉛柄だ。

一郎は「債券投信」が設定された（当初設定額は557億円）。いずれも基本的な商品設計は同じだ。

払い込まれた円はいつたん米ドルに換えられ、米国のハイ・イールド債、つまりは利回りの高い債券が購入される。投資格付けがB-B格以下という投機的格付けが付されているため、相対的に高い利回り（低い価格）で取引されている銘柄だ。

昨年秋のリーマン・ショックに象徴される米国金融市場の大混乱で、債券発行者に対する債務不履行（デフォルト）懸念が急速に高まつたことで、格付けが低い債券の利回りが急上昇した。その後、米連邦準備制度理事会（F.R.B.）による政策金利の利回りも順調に低下取り戻していく過程で、これらの高利回り債券の利回りも順調に低下する（価格は上昇する、との読みもある）。

貨の名目為替レートが下落するため、まず「インフレ率上昇→(自国通貨ベースでより多額の売り上げを上げなければ輸出採算が取れないため)輸出競争力が低下する」といふメカニズムが働く。その一方、名目為替レートが下落するという側面だけを見れば、輸出競争力が増すことを意味する。

（ワップ金利）が付く。
通貨選択型ファンドの最大のボーナントは、米国のハイ・イールド債の金利に加えて、これらの仕組みで得られるプレミアム金利が上乗せされる点にある。

例えば、米国のFFレートは現実かで最も金利が高いブラジルレアルのFFレートは8.75%。つまり1年に8.75%程度の金利プレミアム

通貨選択型高金利債ファンドに死角はないか

投資のツボ

データの読み方

三

**最大の特徴は債券金利
+金利プレミアム**

二二六

ムか得られる。
ただし、言うまでもないが、最終的にはリアルと円との間は為替ヘッジが行われていないため、リアルの

エコノミストマガジン 68

本的に連動する。例えば、「**「高金利通貨は買い」**」とは分かりやすい説明だ。だから、信者も多い。人が信じるかどうかの最も重要な要素が、「分かりやすい」とあるから、「高金利通貨は買い」は多くの信者を得るのは当然だ。確かに「金利が高い」「インフレ率が高い」「為替相場が下落する危険性が高い」という理屈は、「高金利通貨は買い」よりも「分かりにくい」しかし、後者のメカニズムにも留意しておく必要があるだろう。

質的な輸出競争力を（もちろん輸入も）もつた。採算の良否も、計算のものだ。すなはち「インフレ率の差」と「名目為替レート」を統合して得られる合成値である以上、実質為替レートの方が名目為替レートよりも変動率は低いのは当然だ。中長期的に考えると、名目為替レートは「金利が高いいから買われて強くなる」という側面より「インフレ率が高い通貨の為替レートが下落する」側面の方が強いことになる。

二二



図1 米ドル相場と米国株

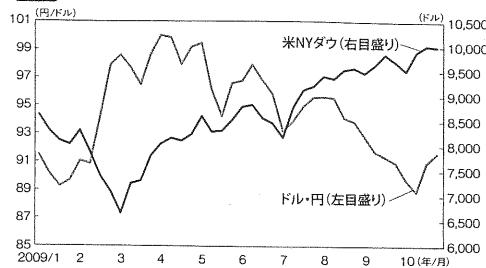


図2 ユーロ相場とドイツ株

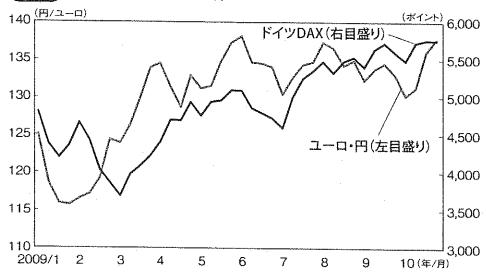


図3 豪ドル相場と豪州株

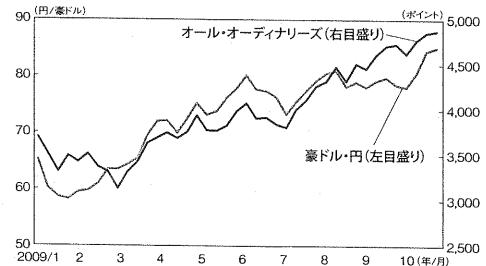
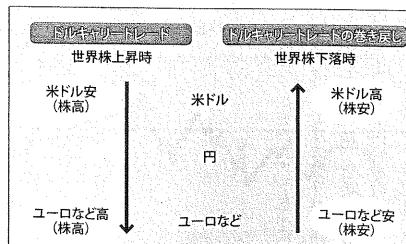


図4 ドルキャリートレードとその巻き戻し



リーアクションの巻き戻し」の流れになる。これは、世界全体の資金が総じてリスクに過敏になつてゐるため、投資を控えようとしている」と市場は反応する。つまり、市場関係者は「みんなリスクを取りたがらなくなつていて」「少し怖いので、これまで超低金利の米ドルを調達してユーロ、豪ドルなどで運用していたお金を米ドルに戻しておこう」と考へるのだ。

この場合、ドルが買われてドル高になると同時に、ユーロなどの通貨は下落する。つまり、「米国株安・米ドル高」で「欧洲や豪州は株安・通貨安」となる。そこで、このマネーの動きが続くとして、このことをどのように投資に応用すればよいか。この観点か

りー取引の巻き戻し」の流れになる。と「米国株が安い。これは、世界全体の資金が総じてリスクに過敏になつてゐるため、投資を控えようとしている」と市場は反応する。つまり、市場関係者は「みんなリスクを取りたがらなくなつていて」「少し怖いので、これまで超低金利の米ドルを調達してユーロ、豪ドルなどで運用していたお金を米ドルに戻しておこう」と考へるのだ。

この場合、ドルが買われてドル高になると同時に、ユーロなどの通貨は下落する。つまり、「米国株安・米ドル高」で「欧洲や豪州は株安・通貨安」となる。そこで、このマネーの動きが続くとして、このことをどのように投資に応用すればよいか。この観点か

りー取引の巻き戻し」となる。

豪州に続いて ノルウェーも利上げ

さて、以上のマーケット動向をどうのよう投資に生かすことができるのか。とりあえず「ドルキャリートレード」とその巻き戻し」が続く限り、米国投資よりユーロ株や豪州株などを購入する方が、為替の動きを勘案すれば明らかにリスクが高いのと同じく、期待収益率も高い。

Fを買うという手もある。なぜなら、円高になれば米ドルよりも明らかにリアル、ルーブルの対円相場の上昇率が高く、この為替差益が日本株の

下落に対するヘッジ機能を果たすからだ。昨年9月のリーマン・ショック以後もさうだったが、これからも過去

占めているかが、とても重要な指標であることが分かる。特に株式ならびに株式と連動性が高い不動産ファンド(REIT)を組み入れている

グローバルバランス型のファンドは、米ドルのシェアの高低が、そのファンダムの基準価額の安定性を決める大きな要因となる。

すでに豪州は10～11月にかけて政策金利を2度引き上げた(3→3.5%)。また、このところの通貨の国(特に資源国)との金利差が拡大していく可能性が高いと考えられる。つまり、ドルキャリートレードが今後とも続く公算が大きいとみた方がいい。何しろキャリートレードは、異なる通貨での金利差が大きいほど活発に行われるという性格を持っているのだから。

の経験則からは推し量れない経済環境の変化が続く。この場合、低コストで機動的に資産の入れ替えができる、かつ国内上場ETFに限つては

Fの使い勝手の良さには注目しておいていいと思う(ETFの基本的な商品特性などは特集34ページを参照)。

まず、図4の左側の「ドルキャリートレード」から説明しよう。これは、景気底入れから回復への期待度が高くなると、その象徴として米国株高となるときを示す。

このような時期には、グローバル市場をめぐっている多くに投機色のどちらがよりリスクが低いだろうか?。もちろん、ここでは個別株ではなく、両国の株価指数そのものに投資することを想定している。投資の世界で「リスク」とは「危険度」ではなく、当該金融資産の収益率の変動の大きさを指すことを念頭に置いてほしい。

米国株投資とドイツ株投資、さて、どちらがよりリスクが低いだろうか?。どちらが「為替もこける」となる。さらには、國でみると分かる通り、米国株だと、株が値下がりしたときには為替差益がその損をいくばくか埋めてくれる。逆もまた真なりだ。それに対してドイツ株だと「株がこけたら為替もこける」となる。さらに言えば、國でみると分かる通り、

オーストラリア(豪州)株も同様である。

つまり、先に挙げたクイズの正解は「米国株投資はリスクが低く、ユーロ株投資はよりリスクが高い」となる。それでは、なぜそういう動きになつているのだろうか。実は、これを解く鍵がまさに冒頭で述べた「ドルキャリートレードと、その巻き戻し」だ。

つまり、ドルが売られてユーロ、豪ドルなどが買われる気になる。当然、この際には「米国株高・ドル安」で「欧洲や豪州は株高・通貨高」となる。これとは逆に、右側の「ドルキャリートレード」だ。ここでドルキャリートレードとその巻き戻しについて、簡単に整理しておこう(図4)。

えば数千～数万円で購入可能なETFの使い勝手の良さには注目しておいていいと思う(ETFの基本的な商品特性などは特集34ページを参照)。

その卷き戻しについて、簡単に整理しておこう(図4)。

投資のツボ データの読み方

その10



図1 原油価格上昇に強いレアル、弱いルピー

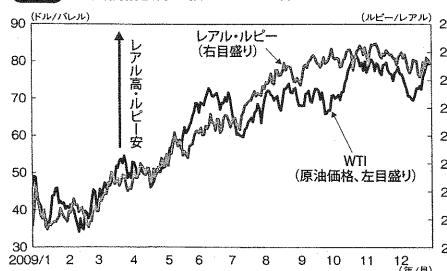
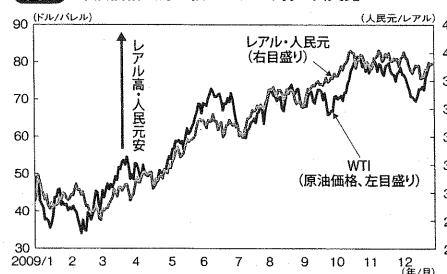


図2 原油価格上昇に強いレアル、弱い人民元



の上部の「Base Currency」と「Target Currencies」で調べたい通貨を選択した後で、真ん中の「TIME PERIOD」の「Start Date」「End Date」を「Data Frequency」の「daily」(日足)「weekly」(週足)などの別をチェック。メニュー「OUTPUT OPTIONS」で「Retrieve Data」をクリックすれば、選択した2通貨の交換レートがエクセル形式で取り出せる。カバ一されている通貨は、実に90以上もある。

100を超えるFX業者の中には、この種の為替レートに関するデータサイトを持っているところが多くある。

「原油高騰に強い レアル」を検証する

しかし、その多くはチャートとして示されるものの、原数值が明らかでなかったり、数値があつてもカバーしている期間が短かったりと、使ふにくるものが多い。まだ、現時点では国内のFX業者で「ブラジルレアル」を扱っているところがないため、レアルのデータはほとんどカバーセられていない。本サイトは、このような点をすべて解決してくれる。このサイトを利用すると、「レアル対インドルピー」の相場、レアル対中国人民元の相場を知る」とかやがれる。

68%に記した、ブラジルは同じ新興国の中でも、インドや中国に比べて一段に原油の自給率が高いため、原油価格の高騰には抵抗力を持つ、という点を検証してみよう。

おそらく、これから中期的にみて、新興国の対円、対ドルの為替の動きには相当の差が出てくると思う。今は、資源・新興国という括りで比較的よく似た動きを示しているが、それぞの国情、経済基盤、インフラの整備率、内需と外需のバランスなどには相当の違いがあるからだ。そのうち、見逃せないのがこの原油の自給率の違いだと思う。

そして、それを実証的にみるために、レアル相場のデータ以外にもう一つ、原油価格の過去からの推移データが必要だ。

原油価格は、どのサイトから入手すればよいか。私が知る範囲で最も簡単にデータが手に入る米エネルギー情報局のサイト(<http://www.eia.doe.gov/emeu/international/oilprice.html>)を紹介する。

このサイトの上から3段目にあるWTIのスポット価格の項目にある「January 2, 1998-Most Recent Day」(1998年1月2日から直近日おぐ)の「xls」(エクセル)を開くと、ニューヨーク・マーカンタ

投資のツボ

データの読み方

多通貨間為替レートと 原油価格の原数值入手法

とびっきり利用価値の高いサイトを見つけて、自分で、こ紹介しておくる。コロンビア大学ビ

ジネスクールが運営しているサイト(<http://fx.sauder.ubc.ca/data.html>)だ。おそらく、そのデータの精度は相当高いはずだ。

これは、任意の通貨間の交換レートを過去にさかのぼって自在に検索するために設けられたもの。検索方法は、一番左の列「CURRENCIES」



投資のツボ

データの読み方

その13

日本株アクティブ型ファンドのパフォーマンス

日本の株価指数を代表する日経平均株価とTOPIX(東証株価指数)が大きく乖離している。2009年

3月中旬につけたバブル崩壊以降の底値(終値ベース)を起点にすると、12月末の大納会まで9ヶ月余の上昇率は、日経平均の49・5%に対してTOPIXは29・5%となる(図1)。

両者がこれほど乖離したことはかつてなかった。

インデックス・ファンド(株価指数連動型投資信託)には、日経平均連動型とTOPIX連動型がある。日経平均型を保有している方は幸いだったが、TOPIXをベンチマークとしている多くの機関投資家にとっては予想外の展開に苦しいであつたと思う。

言うまでもなくこれは、各指數を算出する際の個別銘柄の寄与度が全く異なることが主因だ。日経平均は、東証1部に上場する225銘柄、TOPIXは東証1部上場の全約1700銘柄を対象にしている。日経平均に対する構成比は6%台半ば。TOPIXに対する構成比は6%台半ば。TOPIXに対する構成比は6%台半ば。

次いで、ファナック(6954)、京セラ(6971)が3%台、そしてソフトバンク(9984)、ホンダ(7267)、東京エレクトロン(8035)などが2%台で続いている。

これに対してTOPIXの構成比率を見ると、トップはトヨタ自動車(7203)だが、構成比率は4・4%程度。次いで、三菱UFJフィナンシャル・グループ(8306)、ホンダ(7267)、みずほフィナンシャルグループ(8316)、みずほフィナンシャルグループ(8411)といつたメガバンク、東京電力(9501)などが続く。

TOPIXにとって不運だったのは、09年9月に政権交代で誕生した鳩山由紀夫政権が、中小企業ならび

ば。富士フィルムホールディングス(4901)、ソニー(6758)など構成比率が1%程度の銘柄が、5本そろって株価が1%下落したとしても、ファーストリティリングの株価が1%上昇すれば、日経平均株価は上がるのだ。

次いで、ファナック(6954)、京セラ(6971)が3%台、そしてソフトバンク(9984)、ホンダ(7267)、東京エレクトロン(8035)などが2%台で続いている。

これに対してTOPIXの構成比率を見ると、トップはトヨタ自動車(7203)だが、構成比率は4・4%程度。次いで、三菱UFJフィナンシャル・グループ(8306)、ホンダ(7267)、みずほフィナンシャルグループ(8316)、みずほフィナンシャルグループ(8411)といつたメガバンク、東京電力(9501)などが続く。

TOPIXにとって不運だったのは、09年9月に政権交代で誕生した鳩山由紀夫政権が、中小企業ならび

に個人の銀行借り入れ(ローン)の返済猶予(モラトリアム)を認めるという政策を打ち出したことで、多くの金融機関の株価が急落したことだろう。これが、大型金融株の影響を受けやすいTOPIXの足を引っ張る結果となつた。

パフォーマンス上位はトヨタグループ

日本株アクティブ型ファンドは、TOPIXをベンチマークにおいて運用されているものが多い。表で取り上げたのは、09年末時点での純資産額が500億円以上の13のファン

ドについての直近のパフォーマンスである。

この13ファンドについて、08年9月15日のリーマン・ショックを挟んで急速相場(08年6~12月)と09年1年間の上昇相場における騰落率のバランスを分析してみた(図2)。

さて、個別ファンドごとのパフォーマンスを表でみると、トヨタグループの個別銘柄でも、オーバーシュート(行き過ぎ)した銘柄は、とも同様の傾向が観察されることが多い。さらに、運用スタイル別にみると、相対的に配当利回りが高い銘柄に重点投資する「好(高)配当株」ファンドは、下落率も小さいが、上昇に際しても小幅な上げにとどまっている。これも従来からよくみられるパターンだ。

すなわち、この種のファンドが組み入れる銘柄は、インカムゲイン(配当)とギャビタルゲイン(売却益)



国内の主要な日本株型ファンド一覧

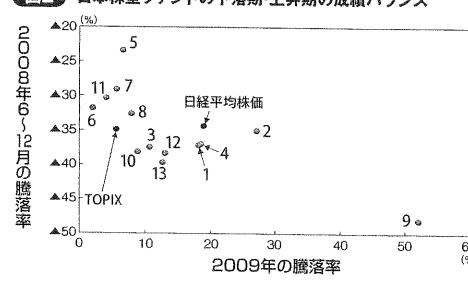
団体の 登記番号	ファンド名	会社名	当初設定期日 (年/月/日)	基準価額 (円)	純資産 (億円)	騰落率(%)			
						3か月	6か月	1年	3年
1	フィデリティ・日本成長株・ファンド	フィデリティ投信	1994/3/31	10,686	2,775	1.0	2.1	18.3	▲40.7
2	さわかみファンド	さわかみ投信	95/8/23	12,574	2,303	1.0	5.9	27.2	▲32.1
3	ノムラ日本株戦略ファンド	野村アセットマネジメント	96/2/1	4,800	1,219	0.1	1.4	10.7	▲45.9
4	フィデリティ・ジャパン・オープン	フィデリティ投信	91/12/21	7,489	971	0.8	1.9	18.2	▲38.3
5	フィデリティ・日本配当成長株・ファンド (分配重視型)	フィデリティ投信	2001/9/29	6,585	957	▲5.6	▲3.3	6.6	▲27.4
6	ダイワ日本好配当株ファンド	大和証券投資信託委託	01/7/19	5,035	829	▲0.4	▲1.9	2.0	▲38.3
7	日本好配当株投信	野村アセットマネジメント	01/4/14	7,618	794	▲2.1	▲1.6	5.6	▲32.8
8	みずほ好配当日本株オーブン	損保ジャパン・アセットマネジメント	01/6/14	5,877	710	▲3.1	▲4.3	7.9	▲28.4
9	トヨタグループ株式ファンド	トヨタアセットマネジメント	99/11/13	11,941	691	7.9	9.3	52.1	▲43.1
10	ノムラ・ジャパン・オープン	野村アセットマネジメント	92/2/27	4,703	639	0.1	0.9	8.9	▲47.7
11	日本好配当株オーブン	大和住銀投信投資顧問	01/10/23	6,095	569	0.4	▲0.9	4.1	▲37.6
12	日興ジャパン・オープン	日興アセットマネジメント	94/8/27	5,480	567	1.4	2.8	13.1	▲45.8
13	利益還元成長株オーブン	日興アセットマネジメント	87/6/25	6,660	559	0.7	2.5	12.6	▲46.4

(注)騰落率の各期間の数字は09年12月31日現在の直近パフォーマンス、いずれも収益分配金の再投資は考慮していない。▲はマイナス(下落)

一社株式ファンド(9)の昨年1年間のパフォーマンスが他を圧倒している。もちろん、トヨタ自動車だけではなく、関連企業を含めて好調な株価推移に恵まれたためだ。ただし、これはリーマン・ショック後の基準価額の下落率が相当高かつたことを考えれば、その修正や反動という面も大きい。もちろん、この間に米自動車大手ゼネラル・モーターズ(GM)が破綻して実事上、米政府の管理下に置かれたことで、トヨタが相対的に有利な立場に浮上したことでも大きかった。

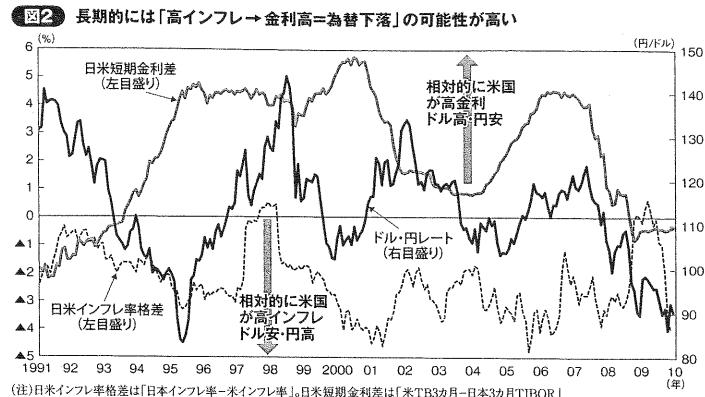
さわかみファンド(2)も、さす

図2 日本株型ファンドの下落期・上昇期の成績バランス



この間に米自動車大手ゼネラル・モーターズ(GM)が破綻して実事上、米政府の管理下に置かれたことで、トヨタが相対的に有利な立場に浮上したことでも大きかった。

さわかみファンド(2)も、さす



(注)日米インフレ率格差は「日本インフレ率-米インフレ率」。日米短期金利差は「米TB3カ月-日本3カ月TIB」

原因を考えてみよう。金利が高い、金利が高くなつたことが、為替相場に与える直接的な影響は、言うまでもなく当該通貨の上昇だ。しかし原因の種類によつては、その動きが逆になることもある(図1)。

1つには、冒頭にも紹介した通り、経済成長率が高いことだ。成長率が

高いことは一般的に、企業や個人の資金需要が高いことを示す。したがって金利が高いのは当然だ。もちろん成長率が高いことは、一般的に通貨高をもたらす。

2つ目は、インフレ率との関係。ある国の高金利が主にその国の高いインフレ率によつてもたらされる時

いること
利が高い
なる。

中長期的には インフレ率の影響大

3つ目は、株価との関係。金利が高い時期には一般的に株価も高い。あるいは、金利上昇期に株価も上がつて

ペイン(54%)、イタリア(115%)、ポルトガル(77%)は、日本に比べてはるかに低い(欧州委員会による)。09年11月時点の09年末推定値)。

すなわち、ギリシャなどがさらに松下げされるようだと、これらの国はそれを保有するドイツ、フランスなど優良国の格下げにもつながりかねない。

催されたG7（先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議）で草原人・副財務相兼財務相が「公債残高で言えば日本は金メダル」と、冗談半分に発言した通りだ。

当面はユーロ諸国の金利の推移に注意が必要だ。財政悪化が懸念されるギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリアなどの金利も当然のことではあるが、これらの国の国債の過

**中長期的には
インフレ率の影響大**

に動くからだ。
図2からみる限り、中長期的に
金利よりもインフレ率の方が為替
場に対する影響力が強いことは、今

角川総一の 金融教室



かどかわ そういち
角川 総一

金融データシステム代表。著書に『投資スキルアップ講座』(日本経済新聞社)、『為替が動くとどうなるか』(明日香出版社)、『日本経済新聞の歩き方』(ビジネス教育出版社)など。

高金利通貨投資の落とし穴

国・地域の高利回り債券に投資し、高い収益性を狙うもの。「成長率の高い国の金利は高い」ことに着目している。

日本欧の各国は、サブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）に端を発する金融危機対処のための超金融緩和政策から脱却を摸索する段階に入ってきた。もちろん、その柱は政策金利の引き上げ。しかし、このよくな潮流にもかかわらず、デフレ懸念が最も強く残る日本の金利引き上げは、おそらく最も遅れるだろう。

つまり、「円金利はまだまだ超低水準のままで、高金利の通貨で運用したい」というニーズが根強いため、高金利通貨投資を支える構造はまだ続くだろう。このような高金利への指向がある限り、運用中の既

しかし、ギリシャの財政逼迫が明らかになり、スタンダード・アンド・ Poor's（S&P）、ムーディーズ、インベスター・サービス、フィッチ、レーティングスの米大手格付け会社がギリシャ国債を格下げ。同ファンタンドはその直前に、かるうじでギリシャ国債すべてを売り抜けた。しかし、その後も保有しているイタリア、スペイン、ポルトガル3カ国の国債への投資比率は25・1%にも上る（2月15日現在）。もちろん、これらの銘柄については、財政逼迫懸念から利回りは上昇（価格は下落）してきた。このような要因も重なり、同ファンドの純資産額はすでに4兆円を割り込んだ。

このようなく金利通貨投資については、ともすれば「金利高・高収益期待」という単純な図式で理解され

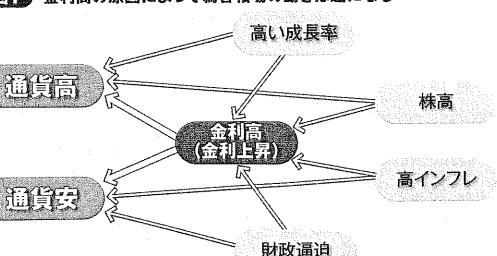
図1 金利高の原因によって為替相場の動きは逆になる

```

graph TD
    A[高い成長率] --> B[金利高  
(金利上昇)]
    C[株高] --> B
    D[高インフレ] --> B
    E[財政逼迫] --> B
    F[通貨高] --> G[通貨安]
    G --> H[通貨高]
    G --> I[株高]
    G --> J[高インフレ]
    G --> K[財政逼迫]
  
```

The diagram illustrates the inverse relationship between exchange rate movements and reasons for high interest rates. At the center is a box labeled "金利高 (金利上昇)". Four arrows point from external factors to this central box: "高い成長率" (High Growth), "株高" (High Stock Prices), "高インフレ" (High Inflation), and "財政逼迫" (Fiscal Pressure). From the central "金利高" box, four arrows point to the opposite exchange rate movement: "通貨高" (Strong Currency) leads to "通貨安" (Weak Currency), which in turn leads to "株高" (High Stock Prices), "高インフレ" (High Inflation), and "財政逼迫" (Fiscal Pressure).

3.1 金利高の原因によって為替相場の動きは逆になる



為替は正反対に動く

は、いくつかの落とし穴がある。今回は「高金利通貨に投資する」ことの光と影をまとめておこう。

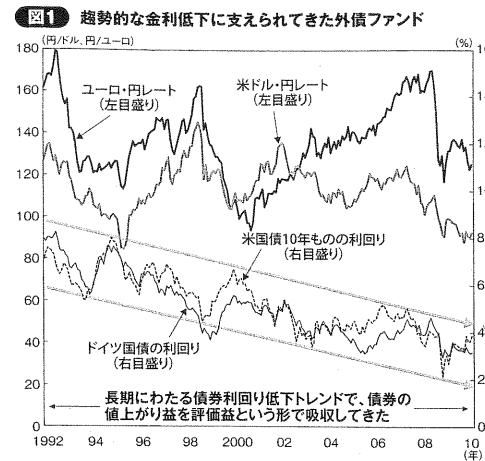
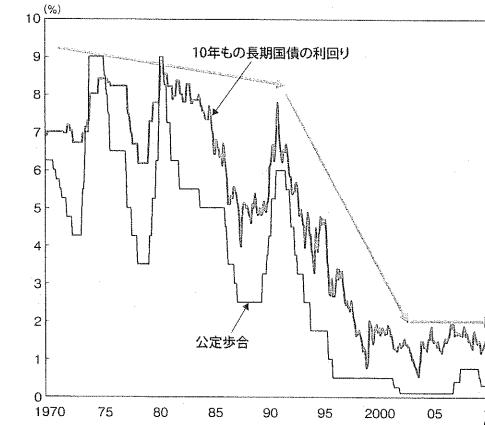


図2 長期にわたる金利低下一巡で壊滅した日本の公社債投信



二三九一 前編 短篇集 告白

うな時期にこそ、債券型ファンドは最もその能力を発揮する。どころが、金利低下の衣服や上昇基調に転換する環境では、一気にその能力がそがれる。

外債の利回りは
上昇か横ばいに

その証左を、私たちは日本の債券型ファンドの過去の歴史にみることができる。

かつて、わが国で財形貯蓄の受け皿とされたのは、もつぱら長期公社債投信だつた。これは中長期の債券で運用しながら、少なくとも預金金

外債の利回りは
上昇か横ばいに

利以上の収益を稼ぎ出すことが使命とされた商品だ。しかし、今はほどんど壊滅状態。多くの運用会社がこの商品から手を引いた。また一時は破竹の勢いだった短期公社債投信は、比較的短めの債券や譲渡性預金証書（CD）、コマーシャルペーパー（CP）などの短期金融資産で運用するファンだ。興味アセソトマネジメントが扱っていたファンと「チャンス」がその代表だったが、今はもうない。さらには「証券会社が扱う預金」として80年に華々しく登場した中期国債ファン。文字通り2~4年の中期国債を組み入れて

運用するというものだつたが多くの運用会社が手を引き、現在はほとんど見る影もない。理由は簡単だ。日本の金利も長期にわたって低下してきた後、00年前後からは極めて低い水準で横ばいに入ってきたからだ（図2）。つまり、債券の値上がり益が得られないことに加えて、債券の償還資金で債券を購入しようとしても、00年以前とは話にならないほど、低利回りの銘柄ばかりしか買えない状態になつたのだ。値上がり益は値下がらざるに変わり、クーポン収入もどんどん下がつていつた。これで多くの債券型ファンドは

給圧力の増大ならびに財政赤字の拡大が原因だ。これは英國のほか多くのヨーロッパ各国でも事情は同じ。さらには、中国、インド、ブラジルなど新興国経済底入れに伴い、1次産品価格が上昇し始めている。明らかにデイスインフレからインフレへと長期金利を引き上げる。徐々にギアは切り替わってきている。これは間違いくらい海外各国の中でも、外債の利回りは横ばいとか下がるかのどちらかだ。少なくとも利回りが低下して債券の値上がり益が得られる状況ではないことだけは明らかだ。(2)

中華人民共和国憲法

角川総一の 金融教室

かどかわ そういち
角川 総一

金融データシステム代表。著書『投資スキルアップ講座』(日本経済新聞社)、『為替が動くどうなる』(明日香出版社)、『日本経済新聞歩き方』(ビジネス教育出版社)など。

歴史的転換期にある外債ファンド

ある外債ファンドについて、前日比で為替相場も債券価格も一切変化がなかつた。さて、基準価額はどうなるか?」

これは、外債ファンドの収益構成を知るための最も基本的なテーマだ。正解は「1日当たりのクーポン収入+信託報酬分だけ基準価額は上がる」。もちろん、クーポン収入が信託報酬よりも少なければ、基準価額は下がる。しかし、現実問題としては、多くの外債ファンドのクーポン収入は年率で4~5%程度、つまり、信託報酬(1~1.3%程度)より高いため、基準価額は上がるところになる。

外債ファンドについて、まず知つておいてほしいことは、外債ファンドから得られる収益は、「為替の差益+組み入れ債券のクーポン収入

そこで、図-1では、過去18年にわたる米ドルとユーロの対円為替レートの推移と米国債とドイツ国債の利回りの推移を示した。

外債ファンダムが稼いできた収益の相当部分は、債券利回りの低下（＝債券価格の上昇）によってもたらされてきた。1990年代初期のころは7～8%の水準にあった米・ドイツ債の利回りは、今日にいたるまで、ほぼ一貫して下げ続けてきたことが分かる。つまり、この間に外債ファンダムが組み入れていた債券の価格は、総じて上昇を続けてきたのだ。しかもも2000年ごろを基点にみ

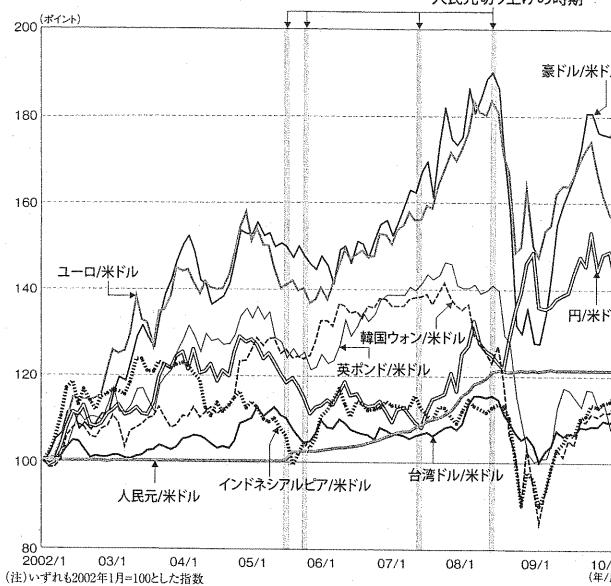
ドの純資産額は約17兆円と推定される。つまり、国内投資信託で運用されている60兆円の資産のうち、4分の1を超える資産が外債として、主に個人によつて保有されているのだ。この外債ファンドが今、歴史的な大転換期にあるのかもしれないことは、もう少し知られててもよい。順を追つて説明しよう。

がり損・信託報酬」という数式で導き出されることだ。外債ファンドの収益を底支えしているのは、クーポン收入である。株式投信のように、「基本的には値上がりしなければ基準価額が上がらない」という構造ではない（株式についても、決算期ごとに配当は得られるが、外債のクーポン收入に比べて水準はずつと低い）。

口ともに円に対しては上昇傾向につけた。特に、ユーロの対円レートはほとんど一直線と言つていいほどの上昇りだったことが分かる。こうようして08年までの約8年間は、債券要因・為替要因とともに外債ファンドに味方してきたのだ。このことが長期にわたる安定的かつ相対的に高い収益を上げることを可能にしてきた。



主要通貨の対米ドルレートの推移



続いている円安トレンドにたいして、人民元切り上げが影響を与えたとは見えません。これは、それ以外のアジア通貨もおおむね同様です。

さらに、人民元切り上げ実施から

2年を経過した07年半ばまでの期間で見ても、主要アジア通貨（韓国ウォンを除く）はむしろ人民元とは逆に下落しています。

ちなみに、05年6月（人民元の切

り上げ・管理変動相場制への移行直前から08年7月（事実上、対米ドルへのペッグ制へ戻りした時期）までの主要アジア通貨の変化（対米ドルレート。02年1月=100として指数化）を見てみると、韓国ウォンは126.35→128.44など、台湾ドルは110.66→114.51、インドネシアルピアは107.45→113.4など、円は120.14

→112.22→92.52でした。

この間に、人民元は米ドルに対し20%近く切り上がったことから見れば、いずれの通貨も微々たる上昇にとどまっています。つまり、少なくとも過去のデータは、「人民元切り上げへの追随で円高が進む」という考え方には「その通り」だけは答えていないのです。

最近の動きを振り返ってみましょう。人民元切り上げ観測が強まってきているにもかかわらず、ヘッジファンドなどは上り92円台で大量の円のショートポジション（売り持ち）を積み上げてきています。このことは、人民元の切り上げによる円高ではなく、むしろ円安予想が大勢を占めてきたことを示しているのです。

米国はじめ先進各国の景気指標が好転して株高が進んだことで、世界中の投機マネーのリスク許容度が高まってきたとの思惑から、円キャリー取引（円売り・他通貨買い）が進む可能性が高いと見ているからです。

さて、現在の92~93円台というドル・円相場の水準は、少なくとも人民元切り上げに伴う円高圧力が多少あったとしても、それはすでに織り込み済みなのでしょう。あるいは、

角川総一の金融教室



かどかわ
角川
そうち
総一

金融データシステム代表。著書に『投資スキルアップ講座』（日本経済新聞社）、「為替が動くどうなるか」（明石出版社）、「日本経済新聞の歩き方」（ビジネス教育出版社）など。

元切り上げは豪ドル高を招く？！

早ければ6月までに、人民元が事実上切り上げられるのではないかとの観測が強まっています。4月半ばには米国の為替政策報告で中国を「為替操作国」と認定するとの読みもありました。4月13日の米中首脳会談ではオバマ大統領が「人民元は不当に安く維持されている」と表定は延期されました。これを見て米国は中国に譲歩したと見る向きもあつたのですが、むしろ、事態は逆に動いているようです。

中国政府高官の発言は、切り上げ否定一色からニュアンスが変わっています。また、中国の主要企業は、人民元切り上げに伴うストレスにどの程度耐えられるかのシミュレーションを実施し始めたとも報道されています。中国政府は「米国が譲歩する姿勢を見せるのなら、中国も多少なりとも譲らねばなるまい」との考えに傾いているようです。

中国が人民元切り上げに対しても軟化してきたと思われる理由の1つは、中国のバブルが許容水準を超えてきたことでしょう。主要都市の3月の不動産価格は前年比で11.7%増を記録しました。あるいは

内需に多くの期待できない中国にあっては、輸出主導で景気が拡大していく時期でなければ、「元切り上げで、景気拡大のビッチが多少落ちてもOK」とはならないからです。

さらには、最重要課題の1つである内陸部と上海を中心とした工業化地域との経済格差を縮小するには、元の切り上げが有効です。元の切り上げによって輸出がいくばくかは鈍化し、輸入品価格は下落します。つまり、輸出企業から内需（個人）への所得移転が期待できます。すなわち、工業化地域から内陸部への所得移転という政策効果を得ることが可能となるのです。

「円も連れ高」は早計か？

さるには、米国発の金融機関の行為規制ならびに金融税の創設が煮詰まりつつあることなどから、世界的な株価の上昇が鈍化してしまいます。このことは「米国の利上げはさらに遠のく」→「日米の金利差はそれほど簡単に拡大しない」→「金利差からは、ドルが買われる可能性が低くなってきた」とことを意味します。つまり円高が進んでも、それは人民元の切り上げというよりは、それ以外の要因が強く働いた結果だろうと思います。

なお、人民元が切り上げられたときには、円相場もさることながら、

は2009年の1年間に銀行貸出増

加額が日本円で130兆円にも膨れ

上がりたことを背景に、インフレ率

も2%台で高止まりしています。

さらには10年1~3月期の実質経

済成長率は11.9%と史上空前の伸びを示しました。元切り上げの外堀

は確実に埋まってきたのです。

中国にとつて景気が順調に拡大していなければ、「元切り上げは困難です。

内需に多くの期待できない中国に

あっては、「同じアジア通貨であるため

円も連れ高」との報道が多く見受けられます。「米ドルに対して円も多

少高くなるだろう。しかし、その上昇率は人民元ほどではないと予想さ

れるため、円は人民元に對して切り下がる。よつて、日本の対中国輸出は鈍化する」といった解説も多いようですが、本当に人民元の切り上げによつて、円も米ドルなどの通貨に対する切り上がるのでしょうか。

図は02年からの主要通貨の対米ドルレートの動きを指数化したもので、上に行けば行くほど、各通貨が米ドルに對して上昇していることを示します。

5年7月の人民元の2%切り上げ時には、円は切り上げってはいません。直後こそ円は対ドルで112円から109円まで上がったのですが、月次データではほとんどその動

能となるのです。

それよりも今後の円相場を見るう

までも、人民元切り上げといふ要因はそれほど上位には位置しなくなつてしまつたと考えていいでしよう。

それでも、前述の92円台で膨れ上がつた後、円高が進む」といふ考え方には「その通り」だとは答えていないのです。

それよりも今後の円相場を見るう

までも、人民元切り上げといふ要因はそれほど上位には位置しなくなつてしまつたと考えていいでしよう。

ついで、円相場には要注意です。

さらには、米国発の金融機関の行

為規制ならびに金融税の創設が煮詰

まりつつあることなどから、世界的な株価の上昇が鈍化してしま

ります。このことは「米国の利上げはさ

らに遠のく」→「日米の金利差はそ

れほど簡単に拡大しない」→「金利

差からは、ドルが買われる可能性が

低くなつてきた」とことを意味します。

つまり円高が進んでも、それは人民

元の切り上げというよりは、それ以

外の要因が強く働いた結果だろうと

思います。

なお、人民元が切り上げられたと

ておいた方がよいでしょう。「元切

り上げ」→「中国の鉄鉱石や炭炭などの輸入増加」→「鉄鉱石や炭炭などの資源価格上昇」→「豪ドル買

増加」というメカニズムが働く可能

性が高いからです。

円買い圧力に留意

さて、現在の92~93円台というドル・円相場の水準は、少なくとも人民元切り上げに伴う円高圧力が多少

あったとしても、それはすでに織り込み済みなのでしょう。あるいは、

人民元が切り上げられたときには、円相場もさることながら、

中国経済に強く連動している資源国通貨、とくに豪ドル相場には注目

して、円相場にはどのよぶ影響

するのか、それとも1日当たりの変動率（現在は0~5%）を拡大する

という宣言を先に行つたうえで、タ

イミングを見計らつて小刻みに切り上げていくのかは不透明です。

仮に、人民元切り上げが行われた

と、円相場にはどのよぶ影響

が考えられるでしょうか。これにつ

いては「同じアジア通貨であるため

円も連れ高」との報道が多く見受け

られます。米ドルに対して円も多

少高くなるだろう。しかし、その上

昇率は人民元ほどではないと予想さ

れるため、円は人民元に對して切り下がる。よつて、日本の対中国輸出は鈍化する」といった解説も多いようですが、本当に人民元の切り上げによつて、円も米ドルなどの通貨に対する切り上がるのでしょうか。

図は02年からの主要通貨の対米ドルレートの動きを指数化したもので、上に行けば行くほど、各通貨が米ドルに對して上昇していることを示します。

5年7月の人民元の2%切り上げ時には、円は切り上げってはいません。直後こそ円は対ドルで112円から109円まで上がったのですが、月次データではほとんどその動

能となるのです。

それよりも今後の円相場を見るう

までも、人民元切り上げといふ要因はそれほど上位には位置しなくなつてしまつたと考えていいでしよう。

ついで、円相場には要注意です。

さらには、米国発の金融機関の行

為規制ならびに金融税の創設が煮詰

まりつつあることなどから、世界的な株価の上昇が鈍化してしま

ります。このことは「米国の利上げはさ

らに遠のく」→「日米の金利差はそ

れほど簡単に拡大しない」→「金利

差からは、ドルが買われる可能性が

低くなつてきた」とことを意味します。

つまり円高が進んでも、それは人民

元の切り上げというよりは、それ以

外の要因が強く働いた結果だろうと

思います。

なお、人民元が切り上げられたと

ておいた方がよいでしょう。「元切

り上げ」→「中国の鉄鉱石や炭炭などの輸入増加」→「鉄鉱石や炭炭などの資源価格上昇」→「豪ドル買

増加」というメカニズムが働く可能

性が高いからです。

され、人民元が切り上げられたときには、円相場もさることながら、

中国経済に強く連動している資源国

通貨、とくに豪ドル相場には注目

して、円相場にはどのよぶ影響

するのか、それとも1日当たりの変動率（現在は0~5%）を拡大する

という宣言を先に行つたうえで、タ

イミングを見計らつて小刻みに切り上げていくのかは不透明です。

仮に、人民元切り上げが行われた

と、円相場にはどのよぶ影響

が考えられるでしょうか。これにつ

いては「同じアジア通貨であるため

円も連れ高」との報道が多く見受け

られます。米ドルに対して円も多

少高くなるだろう。しかし、その上

昇率は人民元ほどではないと予想さ

れるため、円は人民元に對して切り下がる。よつて、日本の対中国輸出は鈍化する」といった解説も多いようですが、本当に人民元の切り上げによつて、円も米ドルなどの通貨に対する切り上げがあるのでしょうか。

図は02年からの主要通貨の対米ドルレートの動きを指数化したもので、上に行けば行くほど、各通貨が米ドルに對して上昇していることを示します。

5年7月の人民元の2%切り上げ時には、円は切り上げってはいません。直後こそ円は対ドルで112円から109円まで上がったのですが、月次データではほとんどその動

能となるのです。

それよりも今後の円相場を見るう

までも、人民元切り上げといふ要因はそれほど上位には位置しなくなつてしまつたと考えていいでしよう。

ついで、円相場には要注意です。

さらには、米国発の金融機関の行

為規制ならびに金融税の創設が煮詰

まりつつあることなどから、世界的な株価の上昇が鈍化してしま

ります。このことは「米国の利上げはさ

らに遠のく」→「日米の金利差はそ

れほど簡単に拡大しない」→「金利

差からは、ドルが買われる可能性が

低くなつてきた」とことを意味します。

つまり円高が進んでも、それは人民

元の切り上げというよりは、それ以

外の要因が強く働いた結果だろうと

思います。

なお、人民元が切り上げられたと

ておいた方がよいでしょう。「元切

り上げ」→「中国の鉄鉱石や炭炭などの輸入増加」→「鉄鉱石や炭炭などの資源価格上昇」→「豪ドル買

増加」というメカニズムが働く可能

性が高いからです。



日本を代表する外債ファンド(複数通貨分散型)の主要特性

ファンド名	グローバル・ブリッジ・オープン(毎月決算型)	ダイワ・グローバル債券ファンド(毎月分配型)	ハイグレード・オセアニア・ボンド・オープン(毎月分配型)	DIAM高格付インカム・オープン(毎月決算コース)	三菱UFJ外国債券オープン(毎月分配型)
会社名	国際投信投資顧問	大和証券投資信託委託	大和証券投資信託委託	DIAMアセットマネジメント	三菱UFJ投信
当初設定期日	1997/12/18	2003/10/23	03/6/13	03/7/15	02/8/29
純資産額(円)	3兆8780億	9309億(5/6)	7965億	5920億	4265億
信託割賦(%)	1.3125	1.3125	1.3125	1.05	1.05
其準備額(△/▲)	6,152	7,629(5/6)	8,336	8,203	8,633
過去6ヶ月の平均分配金(b)(円)	35	50	65	35	47
分配金回収率(%)	6.82	7.86	9.35	5.12	6.53
過去1年間平均(%)	1.60	8.69(5/6)	24.00	14.22	▲4.31
過去3年間平均(%)	▲4.2	▲9.20(5/6)	1.68	▲2.67	▲16.05
ユーロ(31.3)	カナダドル(21.2)	豪ドル(94.6)	カナダドル(44.0)	ユーロ(45.4)	
米ドル(23.7)	豪ドル(20.7)	NZドル(5.4)	豪ドル(34.3)	米ドル(39.01)	
豪ドル(10.1)	NZドル(13.5)	—	NZドル(10.2)	英ポンド(7.09)	
カナダドル(9.3)	米ドル(13.5)	—	ノルウェークローネ(9.6)	カナダドル(3.08)	
ノルウェークローネ(8.7)	ユーロ(11.4)	—	—	豪ドル(0.91)	
平均利回り(%)	5.80	4.18	3.91	5.26	5.86
平均直利(%)	4.53	5.43	6.22	5.21(平均クーポン)	4.36
分配可能原資(5月当期末)	1,242	768(5/5)	1,421(4/15)	959(09/12/7)	2,295(1/18)

(注) DIAM高格付インカム・オープンの日付記載のない項目は5月6日時点、三菱UFJ外国債券オープンの日付記載のない項目は、いずれも月末基準

つぎ)。また、年率利回り(分配金÷基準価額×100)に換算すると9・35%。過去1年間の騰落率(収益分配金込みの基準価額の上昇・下落率)で見ても24%と群を抜いています。

5つのファンドの組み入れ通貨の状況を見れば当然でしょう。「ハイグレード・オーブン・ア・ボンド・オーブン」は、円に対して最も上昇率が大きかった豪ドルを95%近く組み入れているのですから。しかし、これは5月6日時点でのデータ(1豪ドル=85円台)。その後、豪ドルは対円で急落(6月1日現在、1豪ドル=76円台)していくので、その後のパフォーマンスは相当悪化しているはずです。

次に気になるのは、やはり組み入れ外貨で、ファンドによって相当異なることは一日瞭然です。

最後に、分配可能原資とは、文字通り「1口当たりの資産価値を表す基準価額のうちどれだけを今後分配金として支払うことが許されるか」を示すものです。ごく簡単に言えば、「基準価額(分配金支払い前)

が一切上がらないにもかかわらず、

角川総一の
金融教室かどかわ そういち
角川 総一

金融データシステム代表。著書に『投資スキルアップ講座』(日本経済新聞社)、『為替が動くとどうなるか』(明日香出版社)、『毎日5分の日経新聞道場』(角川SSC新書)など。

外債ファンドの中身を徹底検証

債券の利回り上がらず

類するときによく用いられる概念として「フロー」と「ストック」という考え方があります。例えば「資金循環勘定」という統計があります。これは政府、金融機関、年金、家計(個人)などの部門において、3ヵ月間にどのような金融取引が行われ、四半期末に各セクターが保有する金融資産・負債がどのような姿になっているかを示すものです。このうちの家計について言えば、例えば「現預金(現金と預貯金)が8500億円増えた」というのがストック統計です。

金融情報にも、フロー情報とストック情報があります。例えば、投資信託について取り上げる場合では、「現在売れているファンドと、その内容や売れている理由」に関する情報が、フロー情報。これに対しても既に20兆円にも上る残高を持つ外債ファンドが、現在どのような状況に置かれているか」という情報は、ストック情報と言つてよいでしょう。

フロー情報も、もちろん大事。しかし、それに劣らないくらいストック情報も大事なはず。

世界的な景気低迷が長引けば、債券の利回りは上がり、現在のとても低い水準が続く可能性もあります。債券型のファンドにとっては、トガル、スペインに代表されるソブリンリスク(国債の利払い、償還の遅延や不能)、国家財政の破綻リスクが、急速に注目を浴びてきています。後はむしろ、金利が上昇していく可

能性がとても高い、ということが主なポイントでした。さらには、為替相場にしても目先はギリシャ、ポル

トガル、スペインに代表されるソブ

リンリスク(国債の利払い、償還の遅延や不能)、国家財政の破綻リスク

が、急速に注目を浴びてきています。

世界的な景気低迷が長引けば、債

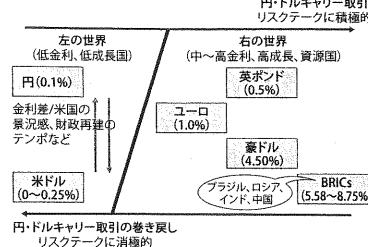
券の利回りは上がり、現在のとて

も低い水準が続く可能性もあります。債券型のファンドにとっては、

トガル、スペインに代表される

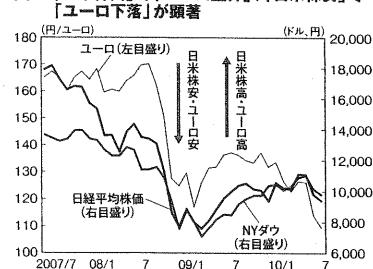


図1 円・ドルキャリー取引とその巻き戻しの基本構造



キャリー取りならびにその巻き星「レーベルマネーの流れし」というグローバルマネーの流れが引き続き健在であることを示しているのです。

図2 「日米株高」で「ユーロ上昇」、「日米株安」で



原油などのコモディティーにマネーが投じられるのです。

ところが、「米国の住宅購入が減少に向かった」「中国の不動産価格の伸びが急速に鈍化した」「ユーロの金融機関の不良債権額が、予想以上の多額に上ることが明らかになつた」というようなニュースが流れるなど、右半分の世界で収益を稼ぐうとしていたマネーが一転して脣病になります。「一時的に投資資金を引き揚げて、元に戻しておいた方がよいな」と考えるのです。

つまり、マネーのリスク許容度が低下するのです。この際には、右の世界から一斉に左の世界へマネーが逆流することになります。これがいわゆる「円キャリー取引の巻き戻し」です。

ハイリスク

ハイリスク・ハイリターン

さて、それで
が順調なとさに
が思わしないで
るのでしょうか
世界景気が良い
心配だと見られ
分かるのでしょ
一般的には、「
の兆候は、ニュ
30種（NY株）
す。「NY株が活
関係者の世界景
↓であれば、「
マネーが移動し
円安」となるだ
然りです。つまり

ハリターンは本当に「世界景氣」
は円安」「世界景氣」となったときには円高」となっています。そして、そもそも見られているかしているかは、ここでうか。

の株も下がります。そして、高である可持面でも差損をうと「株で角の多くのが通貨によるリスク分です。これはかかる通りであります。

日本と新金利差拡大率は、案外私のキャラー取引するグロー・バルを考えます。

その最大の

日米と新興国

関係者の世界観への見方や理解の仕方によっては、(図1)の右の世界に↓であれば、マネーが移動している→ユーロ高・円安となるはずです。また、逆にマネーが移動している→ユーロ高・円安となるはずです。つまり、NY株高のときには、左から右の世界へマネーが流れるのでユーロ高・逆にNY株安のときにはユーロ安であるはずです。これを下すのが図2です。確かにその通りの動きを示しています。

これまでの説明を踏まえると、次の2つのことが言えます。

まずは、昨今では日本株に加えて米国などの外國株に広く投資するスタイルは、とてもハイリスク・ハイリターンだということです。図2で分かること、NY株・日本株が下がっている際は、それ以外の多くの国

の理由は、「図1の左の
長期化する一方、
徐々に利上げが行われ
いるからです。つまり、
金利差が再び拡大して
高いと考えています。
先進国は、デフレ経済
に励むことが要求され
る一方、相対的にサ
イリヤ危機に代
りはギリシャ危機の影響をあまり受
けず維持していく可能
性があるのです。

の理由は、「図1の左の柱」によれば、米ドルが「負け」、為替も「負け」で、その際には円が独歩的である。そこで、現在は、米ドル以外の通貨に対する投資が高いために、分散投資することによって、リスクを軽減することができる。つまり、図1ならびに表でも分かること。

角川総一の 金融教室

かどかわ そういち
角川 総一

金融データシステム代表。著書に『投資スキルアップ講座』(日本経済新聞社)、『為替が動くとどうなるか』(明日香出版社)、『毎日5分の「日経新聞」道場』(角川SSC新書)など。

今、為替を巡る最も旬な話題といえればやはり民元相場の緩やかな切り上げ容認でしょう。しかし、これがかねてから予想されていたことであり、そのビッチは緩慢なものにならざるを得ないと思われます。そこで今回は、より基本的なレベルでのグローバルマネーの流れを把握する方法をご紹介しよう。

せいぜい半年ほど前まで新聞や雑誌、インターネットの経済記事でもよつちゅう飛び交っていたのが「円キャリー取引」や「ドルキャリー取引」といった言葉でした。

キャリートレードとは、低金利の円あるいはドル資金を調達し、高い収益性を求めて、それをそれ以外の国や地域に運んで、(キャリー) 投資するというマネーの流れを指します。主にそのマネーの行き先はオーストラリアと並びにB R I C s(ブラジル、ロシア、インド、中国)と総称される新興工業国、地域でした。

円は最強か最弱か

年/月	主要通貨の対円相場の推移(TS基準)				対前月比での騰落率			
	米ドル	ユーロ	英ポンド	豪ドル	米ドル	ユーロ	英ポンド	豪ドル
2007/5	122.69	164.93	244.51	102.08	1.56	0.32	0.0	0.0
6	124.26	167.14	250.88	106.45	1.28	1.34	2.2	2.2
7	119.94	164.58	245.67	104.11	▲3.48	▲1.53	▲0.7	0.0
8	117.07	160.07	237.75	96.77	▲2.39	▲2.74	▲3.3	0.0
9	116.43	164.88	238.23	103.65	▲0.55	3.00	0.0	0.0
10	115.78	167.18	241.51	107.83	▲0.56	1.39	1.1	0.0
11	111.15	164.21	231.51	99.56	▲4.00	▲1.78	▲4.4	0.0
12	115.15	168.16	231.93	101.28	3.60	2.41	0.0	0.0
2008/1	107.4	159.34	215.41	96.41	▲6.73	▲5.25	▲7.2	0.0
2	105.78	160.48	212.3	100.93	▲1.51	0.72	▲1.1	0.0
3	101.19	159.69	204.11	93.74	▲3.44	▲0.49	▲3.4	0.0
4	105.14	163.65	209.05	99.05	3.90	2.48	2.2	0.0
5	106.75	165.59	213.07	103.02	1.53	1.19	1.1	0.0
6	107.42	169.57	216.35	104.38	0.63	2.40	1.1	0.0
7	109.12	169.97	217.88	104.08	1.58	0.24	0.0	0.0
8	110.36	162.38	204.26	96.51	▲1.14	▲4.47	▲6.4	0.0
9	104.57	150.55	191.15	84.87	▲5.25	▲7.29	▲6.2	0.0
10	99.4	127.39	164.41	67.65	▲4.94	▲15.38	▲13.1	0.0
11	96.54	124.72	151.12	64.79	▲2.88	▲2.10	▲1.1	0.0
12	92.03	129.46	135.83	64.61	▲4.67	3.80	▲10.2	0.0
2009/1	90.55	117.03	131.58	59.97	▲6.05	▲7.99	▲9.2	0.0
2	98.81	125.73	143.68	65.17	9.12	7.43	9.0	0.0
3	99.23	131.34	144.45	69.01	0.43	4.46	0.0	0.0
4	98.78	131.68	146.97	73.31	▲0.45	0.26	3.0	0.0
5	97.48	136.15	157.81	77.88	▲1.32	3.39	5.9	0.0
6	97.01	137.03	163.54	79.85	▲0.48	0.65	3.3	0.0
7	96.47	136.04	161.69	80.97	▲0.56	▲0.72	▲1.1	0.0
8	93.74	134.15	154.99	80.25	▲2.83	▲1.39	▲4.4	0.0
9	91.21	133.22	148.1	80.96	▲2.70	▲0.69	▲4.4	0.0
10	92.44	137.10	155.40	85.70	1.35	2.91	4.1	0.0
11	87.81	131.71	147.33	81.45	▲5.01	▲3.93	▲3.3	0.0
12	93.10	133.50	150.53	84.28	6.02	1.36	2.2	0.0
2010/1	90.77	126.49	148.75	81.97	▲2.50	▲5.25	▲1.1	0.0
2	90.43	127.71	140.24	81.48	▲0.37	▲2.99	▲5.5	0.0
3	94.04	126.42	144.40	87.28	3.99	3.02	2.2	0.0
4	95.07	125.98	146.22	89.48	1.10	▲0.95	2.2	0.0
5	92.31	113.70	135.83	79.32	▲2.90	▲9.75	▲8.4	0.0
6	88.48	109.31	137.07	77.08	▲3.07	▲3.86	0.0	0.0

(注)当期相場の相対的騰落率(△)は田川外為通商によるもので、アローハイ(上昇)アローベー(下降)と表示されています。

(注)円相場の相対的位置欄の○は円が外貨に対してそろって上昇、×は逆にそろって下落、-は円の強弱が通貨によって異なるをケースを示す。

「一」は円の強弱が通貨によって異なつていて、多くの月で円は最強であれば円が最弱である。か、最弱であったのである。す。これは「円は売ら
れるときには、すべての通貨に対して売られ、買われるときには、すべての通貨に対して売
り、買われる」といふことを示しています。

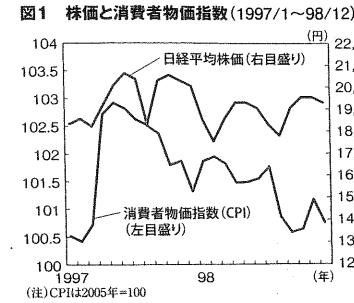
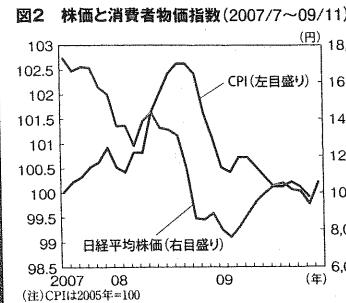
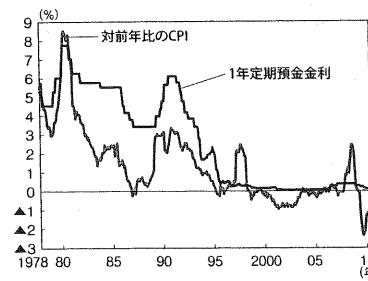


図4 預金はインフレに弱いとは言い切れない



を問わず、中・長期の債券(期間は平均的に3~4年以上)を主要な投資対象とするファンドとは、これから相当用心深く付き合うべきだろう。債券型ファンドが最も底力を發揮するのは、中・長期的に金利がだら

だら下落する局面だ。一方、債券型ファンドの最悪の外部環境は、債券利回りが下がるところまで下がつて、低位で横ばいを続ける状況だ。

このような時期には、金利低下局面に得られていた「組み入れ債券の価値

が下落する」ところまで下がつて、低位で横ばいを続ける状況だ。

このように考えたが、皆様に伝えることができたか?

今回は、今後の資産運用を考える上でひととおり述べておきたい

「常識の非常識」とでも言うべきテ

だ。しかし、それをどの程度読者の

方が理解できるか?

角川総一の金融教室

かどかわ
角川
そうち
総一

金融データシステム代表。著書に『投資スキルアップ講座』(日本経済新聞社)、『為替が動くとどうなるか』(明石書出版社)、『毎日5分の「日経新聞」道場』(角川SSC新書)など。

資産運用で踏まえたい 5つの「常識の非常識」

情報は、ある種の偏向(バイアス)を伴うのが普通だ。情報は、他者に伝えること自体を最終目的にするのではなく、情報を通じて発信者が利益を得ることを目的とすることが多いからだ。

この傾向は、特にマネー情報において顕著だ。マネー情報は金融商品の紹介に始まり、その利用法についてのガイダンスが中心にならざるを得ない。そして、それらマネーに関する次情報のほとんどは、当マネー商品の提供者から発信されたものだ。

つまり、マネー情報は最初からサプライサイド(供給側)に都合のいい情報として誕生する。そして、情報の書き手が流す情報の多くは、この1次情報の域を出ない。あるいは、その金融商品を利用する側にとって本質的に重要な情報であっても、それが売り手にとって都合の悪い情報である可能性がある場合には、その情報は表面化しない。

この連載原稿は、バイアスのかかった情報、秘匿された情報に対するアンチテーゼを意識してきたつもりだ。しかし、それをどの程度読者の皆様に伝えることができたか?

今回は、今後の資産運用を考える上でひととおり述べておきたい

「常識の非常識」とでも言うべきテ

だ。しかし、それをどの程度読者の

方が理解できるか?

今回は、今後の資産運用を考える上でひととおり述べておきたい

「常識の非常識」とでも言うべきテ

だ。しかし、それをどの程度読者の

方が理解できるか?

今回は、今後の資産運用を考える上でひととおり述べておきたい

「常識の非常識」とでも言うべきテ

だ。しかし、それをどの程度読者の

方が理解できるか?

今回は、今後の資産運用を考える上でひととおり述べておきたい

「常識の非常識」とでも言うべきテ

だ。しかし、それをどの程度読者の

方が理解できるか?

これは、今から思えばひどい話だったと思う。リーマン・ショック以前に、「REIT(不動産ファンド)は株価とともに債券相場ともほとんど関係ないため、ポートフォリオオネストのリスク分散効果を最大限に発揮する」という説が、まことに効果あり」という話だ。しかし、それがリスク分散効果を持たなかつたことが、明らかになつた。そもそも、日本でREITが上場された03年以来のREITと株価の動きを振り返ってみると、その動きはとてもよく似ていた(図3)。

この状況は、米国や世界のREIT指数と世界株価との関係を見ててもほぼ同じで、類似した動きを示してい

REITは、リスク分散に効果的?

REITは、外債ファンドは、今後も安定的な収益を生み出す?

REITは、外債ファンド、国内債券ファンドに留意しておく必要がある。

REITは、外債ファンド、国内債券ファンドに留意していくべき。

REITは、外債ファンド、国内債券ファンドに留意していくべき。