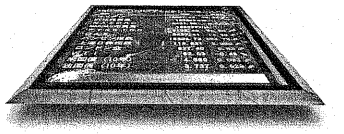
角川総一の



マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

File.043

販売担当者が最低限知っておくべき、為替、株価、債券に関わる3つの変化

グロソブ等主力ファンドを取り巻く投資環境の変化を説明できるか

投資信託の評価機関、モーニングスター社による「ファンドオブザイヤー2008」の最優秀ファンドの一つが、「グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）」に決まった。

さて、このグロソブに代表される投信を取り巻く投資環境が昨今急速に変化しているが、その説明は受益者にどの程度届けられているだろうか。おそらく、金融機関の窓口を通じてきっちり説明を受けている受益者は、数％程度に過ぎないのではないかと思う。

金融機関で働く者としては、以下の3つのテーマくらいはわきまえておいたほうがいいだろう。

①「円キャリー取引」と、その「巻戻し」というグローバルな資金の流れが急速に減衰してきた

図表1を見てほしい。2007年1月から2008年12月までの24の時期において、前期比（前月比）で米ドルなど主要4通貨が円に対して一方的に高かったか、もしくは安かったという時期は16回ある。

これに対して、今年に入ってから一週間ごとにチェックしていくと、全11回のうち円が最強か最弱であった時期は5回にすぎない。

このことは、グロソブなどの多通貨分散運用ファンドについて見れば「短期的に見ても通貨分散運用によるリスクヘッジ効果が高くなってきている」ことを意味する。つまり、豪ドルが日本円に対して下げていても、ユーロが円に対して高いといったような関係にあると、豪ドル債とユーロ債の為替差損益は逆になるのだ。

一時的に弱まっているバランス型のリスク分散機能

②株価と債券利回りの関係が逆転しつつある

株価の下落は基本的に債券価格の上昇＝債券利回りの低下を招くというように、株価と債券利回りの変化の方向は基本的に同じになることが多い。しかしこの関係が昨年末あたりから変化し始めている。これを示すのが**図表2**だ。

昨年10～11月ごろまでは米国市場においては、おおむね株価と債券利回りは同じ方向で動いてきている。ということは、「株価が上がれば→債券利回りが上がり→債券価格は下落する」というように株価と債券価格とは逆に動いていたのだ。だからこそ、株と債券を組み合わせることによってリスク分散が可能だった。

ところがその後、以上のような関係がほぼ完全に切れている。理由はいくつかあるが、最も重要なのは、米国の債券利回りに影響を及ぼす要因のうち、株価以上に「米国の緊急経済対策に絡んだ国債の増発」や「国債の買いオペレーション」といった国債を巡る市場内部要因が急速に表面化してきたことだ。

例えば図表2で見るとおり、政策金利（FFレート）の引下げ断行を受け、12月中旬まで一気に下がった10年国債利回りは、その後2月中旬まで逆に急上昇している。この間、株価からの影響はとても希薄だったことが分かる。

さらには2月中旬以降3月下旬入りまでは株価が上がっているにも関わらず、債券利回りは下落している。これは、米国の中央銀行が金融政策の一環として「国債の買いオペ」を行うことを決めたことなどが材料になった。

以上のことは、株式と債券を組み合わせた、いわゆるバランス型ファンドのリスク分散機能が一時的に薄まってきていると見るべきだろう。

具体的なデータを用いて受益者への説明を

③ユーロでは、為替相場と債券相場のヘッジ関係が切れてきた

図表3は、グロソブの組入れシェアが最も高い通貨であるユーロの対円相場と、ユーロ債の代表であるドイツ国債10年の利回りの関係をチェックしたものであるが、ほぼ同じ方向で動いてきたことが分かるだろう。

つまりこの時期には「為替の差損益」と「債券価格の変動による差損益」は逆だったため、リスク分散が効いていた。ところがその後は以上の関係が切れてきた。ほとんど関係がないか、もしくは逆に動くようになってきたのだ。

この点は現在グロソブが置かれている環境を見る場合、最も重要なテーマだ。何しろ、外債ファンドの運用成績の下落率が他のファンドに比べて小さかった要因の1つがこれなのだから。

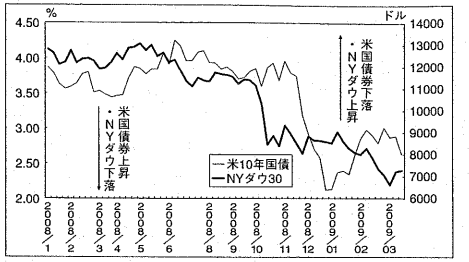
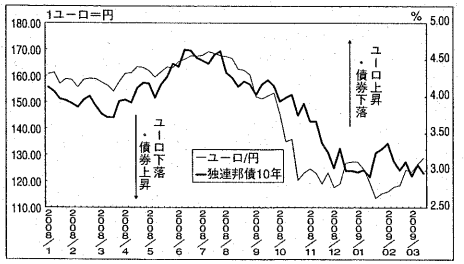
以上のようなマーケットの変化がいつまで続くのかは予断を許さない。だが、数カ月単位での投資環境の変化について、具体的なデータを用い受益者に説明し続けることは、投信を販売する担当者にとって最も本質的な業務だと私は思う。

図表1　主要通貨の騰落率

	対前期比での騰落率(%) 米ドル	ユーロ	英ポンド	豪ドル	円相場の相対的位置
2007.01	2.18	0.78	2.20	−0.18	
2007.02	−2.68	−0.64	−2.63	−0.82	×
2007.03	−0.33	0.39	−0.33	2.27	
2007.04	1.47	3.51	2.85	3.69	◎
2007.05	1.56	0.32	0.85	1.12	◎
2007.06	1.28	1.34	2.61	4.28	◎
2007.07	−3.48	−1.53	−2.08	−2.20	×
2007.08	−2.39	−2.74	−3.22	−7.05	×
2007.09	−0.55	3.00	0.20	7.11	
2007.10	−0.56	1.39	1.38	4.03	
2007.11	−4.00	−1.78	−4.14	−7.67	×
2007.12	3.60	2.41	0.17	2.63	◎
2008.01	−6.73	−5.25	−7.11	−5.65	×
2008.02	−1.51	0.72	−1.44	4.69	
2008.03	−4.34	−0.49	−3.86	−7.12	×
2008.04	3.90	2.48	2.42	5.66	◎
2008.05	1.53	1.19	1.92	4.01	◎
2008.06	0.63	2.40	1.54	1.32	◎
2008.07	1.58	0.24	0.71	−0.29	
2008.08	1.14	−4.47	−6.25	−7.27	
2008.09	−5.25	−7.29	−6.42	−12.06	×
2008.10	−4.94	−15.38	−13.99	−20.29	×
2008.11	−2.88	−2.10	−8.08	−4.23	×
2008.12	−4.67	3.80	−10.12	−0.28	
2009.01	0.59	−1.80	3.56	4.64	
	−1.43	−5.07	−4.77	−7.41	×
	−0.99	−2.24	−6.28	−2.53	×
	0.43	−0.21	2.87	−0.68	
2009.02	1.52	0.69	4.47	2.08	◎
	−0.21	0.52	−2.43	0.41	
	3.75	1.76	3.34	2.08	◎
	3.81	4.31	3.98	3.86	◎
2009.03	0.70	−0.40	−0.02	0.09	
	−0.92	1.85	−2.55	1.21	
	−1.21	2.85	0.99	1.76	

＊2008年末までは月末時点、今年は週末時点のデータを基準にしてある。
＊円相場の相対的位置欄の◎は4外貨が揃って円に対して上昇した場合、×は逆に揃って下落したケースを示す。

図表2　急速に変化してきた株価と債券の関係



図表3　為替相場と債券相場の関係（ユーロ）