

# 角川総一の 金融 60 逆さメガネ

**暑** 中お見舞いではないが、今回は寝ころんで読んでいただけの小さな小話(?)を一席ご披露しよう。

経済、とりわけ金融を語る際には、最低限の計数感覚は不可欠。これに反対する人はいまい。そしてその計数感覚のあり方にはマクロレベルのそれ、さらには金利・利回り計算レベルにおける感覚があるが、これらとはちよっと一線を画したところで、「ややもすれば間違いがちな計数感覚」つてのがある。すなわち直感的に把握される数字と、実際に計算された正しい数字とは違うってやつだ。

## 第11回

# 同じ率だけアップ・ダウンした 基準価額はもとに戻るか?

ファンドが10%下落し、その後10%上昇すると価格はもとに戻ると考えがちだが、実はそうではない。特にブルベア型ファンドなどでは、この理屈に注意したい。

には相当の努力が必要。もとの水準に戻るためには相当長い期間がかかる。

これ、お分かりだろうか。10%下落後に10%上昇しても元の水準に戻らない

投資信託の多くは基準価額が1万円から運用がスタートする。基準価額とは「1口当たりの資産価値」を示すもので、乱暴に言えば投資信託における「株価(1株当たりの価値)」のようなものだ。

例えばあるファンドについて運用が開始されて以降、日本株の下落とともに基準価額が下がって5000円になったとしよう。つまり1万円の価値が5000円になったのだから「50%価値が下落した」ことになる。しかし、これが再び1万円の基準価額に復帰するためには「100%」の上昇が必要だ。そこで人は言う。「50%下がるのは簡単だが、100%上がるのは難しい」と。もう少し分かりやすく言ってみよう。

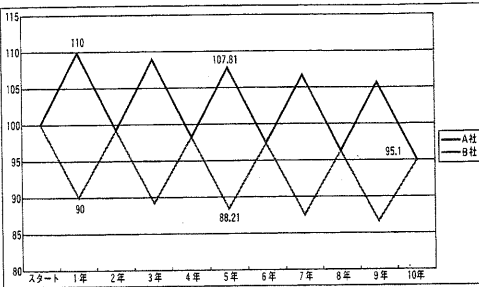
「例えば、ある会社の業績(経常利益)がある年に10億円だった。

その次の年には10%伸びた。その次には10%減益。次には再び10%の伸びを記録。だがその次には再び10%ダウン。このようにしてジグザグで会社の業績が推移していったとすれば、10年後にはこの会社の業績はどうなっているだろうか。

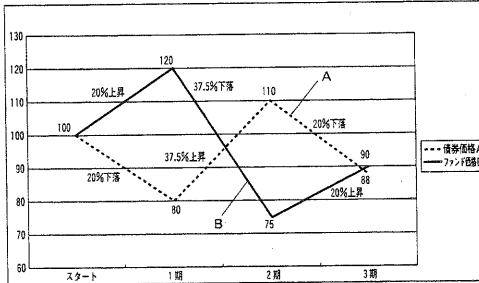
さて、これに対して読者の皆さんはどのように直感的に反応されるだろうか。おそらく多くの人は「そりゃ、もとに戻って10年後には10億円」とおっしゃりはしないか? じゃあ電卓を叩いていただきたい。「9・5099004」となることがお分かりになるだろう。逆に始めてもいい。つまり最初の年に10%減益から始めてもいい。結果は同じ「9・5099004」。

これは図表1に示したとおりだ。つまり、10%下がったものももとに戻るためには11・11%伸びなければならず、10%上がったものももとの水準に戻るためには9・09%の下落にとまらなければならぬのだ。

図表1 毎年同じ率だけ業績がアップ・ダウンしていった企業の10年後の業績は果たして?



図表2 債券価格が下がっていても基準価額が上らないベア型ファンド



では最後に、この手のメカニズムをもうちょっと役に立つテーマに応用してみよう。

この数カ月間におけるマーケットで注目される変化といえば、1が原油価格の上昇であり、2が世界的な長期金利の上昇といったところだろうか。

ところで、こうしたマーケットの変化で家計の資産運用に最も響くのは「長期金利の上昇」だろう。なぜなら「長期金利上昇」は「債券利回りの上昇」を意味し、

このことは「債券価格の下落」であり「債券を運用対象としている投資信託の基準価額の下落」を意味するからだ。

では、これからさらに長期金利が上がる(債券価格が下がる)と見れば、どのような金融資産が有効であろうか。おそらくまず候補に挙げられるのが「債券ベア型(弱気型)ファンド」だ。これは文字どおり、債券相場に対して弱気な時にその真価を発揮するべく設計されたファンドである。

基本的な仕組みは、例えば「債券価格が10%下がれば基準価額はそれとは逆に10%上がり、債券価格が5%上がれば逆に基準価額は5%下がる」というコンセプトで運用されている。

**債券価格が下がっていても基準価額も下がったまま**

では、債券の価格が図表2の破線Aのように推移すれば、理論的にはこのベア型ファンドの基準価額はどのように動くであろうか。それを示したものが実線Bだ。さてここから何が読み取れるか。

「理論的に言うと(つまり一切のコストを勘案せず、当初目指した効果がそのままの形で現れた場合)、任意の時点で債券価格が当初の水準から10%下落していればファンド価格は10%上がっているはず」だと思われるかもしれない。が、そうではないことはグラフが示している。

つまり、この場合ベンチマークたる債券価格が100から「20%下落」→「37・5%上昇」→「20%下落」した場合には、債券価格

は88になっている。これに対して、ベア型ファンドは90でしかない。つまり債券価格が下がっているにも関わらず、ファンドの価格も下がっているのだ。

つまり、「このファンドは債券価格の動きとは逆に動いているんだから、ほったらかしておいても債券価格つまりは債券相場が下がっているかぎり、任意の時点でファンドの価格は上がっているはず」と思い込んでいたとすれば、その思いは完全に裏切られること必至なのだ。

この手の錯誤(?)は債券ベア型ファンドだけとは限らない。例えば1倍を超える連動率を目指す株式ブル型ファンド(株式相場が上がれば、その上昇率に対して1日刻みで同じ方向で1倍超から2・3倍の率で連動することを目指す)なども同じこと。すなわち、相場がアップダウンを繰り返す場合には、この手のブルベア型ファンドは、中長期でみるとベンチマークの動きとは一致しなくなるのだ(インデックスファンドのような1倍ブル型を除く)。