

角川総一の 金融 60 逆さメガネ

教科書的には正しいが、現実
に照らしてみればむしろ誤
謬である、つてことは別に珍しい
ことではない。前回まで2回にわ
たつてご紹介してきた「現代ポー
トフォリオ理論の限界」もその一
つである。

教科書は次のように教える。
「リスクとリターンはトレードオ
フの関係にある」「リターン（期
待収益）が高ければ必ず間違いな
くリスク（予想される収益の変動
率）が高い」というようにだ。
ところがこれを見事に裏切る一
連のファンドがあると言え、信
じてもらえるだろうか。

主な追加型リスク限定型ファンドの運用成績一覧 (2004年10月末現在)

会社名	ファンド名	当初設定日 (年月日)	基準価額 (円)	純資産 (百万円)	騰 落 率 (%)			
					3ヵ月	6ヵ月	1年	2年
ソシエテジェネラル	S Gフロア確保型日本株ファンド3	2002/3/15	9,280	838	-0.55	-1.66	-1.62	-2.13
ソシエテジェネラル	フロア確保型日本株ファンド	2002/6/28	9,455	6,352	-0.91	-3.27	-2.38	-1.79
ソシエテジェネラル	S Gフロア確保型日本株ファンド4	2002/9/13	9,569	220	-1.04	-4.42	-3.05	-2.36
ソシエテジェネラル	フロア確保型日本株ファンド2	2002/12/19	9,981	265	-1.14	-4.92	-3.33	
B N Pパリバ	償還額更新確保型日本株ファンド5	2002/11/29	9,993	645	-2.42	-3.72	-1.96	
クレディ・アグリコル	C A 90%返還確保額付日本株ファンド	2001/11/30	9,431	2,614	-0.74	-2.17	-1.30	-1.32
クレディ・アグリコル	C A ちびざん90%返還確保額付日本株ファンド	2002/4/26	9,563	10,506	-0.76	-2.55	-1.03	-0.13
クレディ・アグリコル	C A 返還確保額付日本株ファンド	2003/12/29	9,884	2,745	-0.72	-3.17		
参考	TOPIX (東証株価指数)				-4.7	-8.5	4.0	25.9

注：騰落率の計算は途中分配金の再投資は考慮せず

第16回

投資の教科書を完全に裏切る リスク限定型ファンドの真実

リスク限定型ファンドの運用実績を見ると、「リスクとリターンはトレードオフの関係」という投資の“常識”を裏切る結果となっている。果たしてこれは一体…?

振り返ってみると、多くの場
合、新ネタに飢えた多くのマネー
雑誌、ビジネス誌紙、あるいは書
き手のもとには、その気になれば

膨大な新商品情報もたらされ
る。

何はさておき新しいものは「ニ
ュース」になる。ここで書き手は
素材を適当に盛りつけて、胡椒
もひと振りしておけば、最低限の
原稿として採用してもらえらる
わけである。

そして(多くの場合)、その商
品がその後どのようなプロセスを
たどったかについては、ほとんど
触れられない。E B (他社株転換
条件付き社債) 然り、かつて高金
利で鳴らしたイタリアリラ定期や
スペインベセタ定期預金の行方
についても然りだ。

「あのと時初物として騒がれた変
額年金保険に加入していれば
今？」なるテーマも寡聞にして聞
かないし、「あのと時大型起債だ
と話題を呼んだブラジル国債を買
った人は今？」もほとんどない。
投資信託でも同じことである。

「あのブームの真只中(設定
ラッシュの時期)に買った中国株
ファンドは?」「T A A オープン
は?」その後どうだったのだろう
か。

などと考えていたら、「しばら
く前から銀行を中心に販売されて
いる元本確保型ファンド、リスク
限定型ファンドのパフォーマンス
はどうなっているのだろうか」と
思いついた。

そう言えば、戦後の雑誌の歴史
に一石を投じた花森安治主幹の
「暮しの手帖」は、「売り出され
るときの大々的なセールスト
ーク」ではなく、「実際に使ってみ
た使い勝手」を徹底的に調べ上
げ、それをレポートすることで、
彼一流の草の根民主主義を日本に
根づかせようとした。

つまり、新商品のスペックを並
べ上げるといふ商品レビューは手
掛けなかったのである。氏が「暮
しの手帖」で行ったのは、商品の
使用感だった。つまり「実際に
使ってみてどうか」だったのであ
る。使ったこともない商品につ
いては語らなかつたのである。

商品の供給者から発せられる一
方的なトークには常にバイアスが
かかっていると認識していたのだ
ろう。

株価の低迷が続く中で、200
4年

1年半ばかり積極的に販売された
のが「元本確保型ファンド」や
「リスク限定型ファンド」であ
る。初期の頃は追加型ファンドが
大勢を占めていたが、昨今では単
位型が多く販売されている。では
これらのファンドの今は?

下げ相場には強いが 上げ相場では打つ手なし

この手のファンドにもいろいろ
な種類があり、一概には言えない
面がある。が、一般的に言う「日
本株平均が下がっても基準価額
の下げは限定的」「日本株が上
がってもその影響を部分的に享受
するだけ」「満期まで保有したと
きは払い込み金額の90%とか92
%を確保する」。

そして中には「基準価額が過去
最高値を更新すれば、その基準価
額の90%とか92%というようにフ
ロアが上がっていく」という満期
償還額更新型などがある。

ともあれ、代表的なファンドに
ついて運用成績を見てみると、図
表のとおりとなる。これについて
はくだくだしい説明は不要だろ

う。一言で言うと、下げ相場に対
する下値抵抗力は強い。しかし、
上昇相場に対しては、各ファンド
ともほとんど為す術を知らないの
である。

例えば、過去6ヵ月で見ると、
TOPIX が8%下げているのに
対し、確かに各ファンドの下げ方
はせいぜい2~5%程度にとどま
っている。しかし、2004年10
月までの2年間では、TOPIX
が25%上げているにもかかわらず、
どのファンドも騰落率はマイ
ナスなのである。これは一体どう
したことだろう。

これは「リスクとリターンはト
レードオフ」といふ投資の教科書
を完全に裏切っていると言わねば
ならない。「下がりにくい」が、基
準価額の上昇はほとんど期待でき
ない」のである。なぜこんな運用
結果になるのだろうか?

実質的には公社債投信と 化しているのが実態

実は、これらのファンドの実質
的な株式組入比率は極めて低い
のである。つまり、これらの多くの

「分からぬ商品には手を出さない
方がいい」と言われるが、この
ファンドなどはどのような仕組み
で償還額が確保されるのかが、少
なくとも計数的には一般に明らか
にはされない。それなりに複雑な
のである。

かくしてこの手のファンドを買
った人は、受益者としてではな
く、「受損者」として投資信託市
場から去っていくのが目に見える
ようである。