

# 角川総一の 金融 逆さメガネ

**金** 融商品について論評するこ  
とを仕事のひとつとしている  
(のであろう)人と話している  
と、おおむねその9割の方々(多  
くの場合FP)が「いま全盛期を  
迎えている感のある定期分配型の  
外債ファンドは、金融商品が本来  
あるべき姿に照らせば低い評価し  
かえられない」という。

私はそれに対して「聞いたふう  
な意見を言うな」と思う。「どこ  
で聞いたか?」と問われれば「教  
科書で聞いた!」である。  
資産選択に関する教科書的な叙  
述は以下のとおりだ。すなわち  
「合理的な経済人がプラス収益が

毎月分配型外債ファンドの分配金利回りを試算する(純資産ランキング)

2005年8月末現在

| ファンド名                           | 運用会社名     | 基準価額   |        | 純資産       | 騰落率   | 分配金利回り(%) |                   |
|---------------------------------|-----------|--------|--------|-----------|-------|-----------|-------------------|
|                                 |           | 7月末:円  | 8月末:円  |           |       | (a)       | (b/a)*1200<br>=年率 |
| 1 グローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)        | 国際        | 7,975  | 7,960  | 4,659,334 | 8.34  | 40        | 6.02              |
| 2 ダイワ・グローバル債券ファンド(毎月分配型)        | 大和        | 10,882 | 10,849 | 624,250   | 12.08 | 60        | 6.62              |
| 3 三菱外国債券オープン(毎月分配型)             | 三菱        | 11,303 | 11,308 | 457,470   | 9.01  | 40        | 4.25              |
| 4 PCA米国高利回り社債オープン               | ピーシーイー    | 9,494  | 9,358  | 381,852   | 5.71  | 50        | 6.32              |
| 5 ワールド・ソブリンインカム                 | 日本        | 10,745 | 10,729 | 289,702   | 7.42  | 35        | 3.91              |
| 6 ゴールドマン・サククス毎月分配債券ファンド         | ゴールドマン    | 10,734 | 10,700 | 279,138   | 7.05  | 35        | 3.91              |
| 7 DIAM高格付インカム・オープン(毎月決算コース)     | 興銀第一ライフ   | 10,504 | 10,615 | 270,271   | 17.04 | 35        | 4.00              |
| 8 三菱グローバル・ボンド・オープン(毎月決算型)       | 三菱        | 10,605 | 10,493 | 204,806   | 12.65 | 43        | 4.87              |
| 9 グローバル・エマージング・ボンド・オープン         | UFJパートナーズ | 7,467  | 7,406  | 166,947   | 5.24  | 40        | 6.43              |
| 10 ユーロ最高格付国債・インカム・ファンド(毎月決算型)   | ビクテ       | 9,616  | 9,606  | 141,795   | 9.44  | 45        | 5.62              |
| 11 海外国債ファンド                     | 新光        | 12,039 | 12,097 | 137,352   | 9.62  | 40        | 3.99              |
| 12 シティ・オーストラリア毎月分配型ファンド         | シティグループ   | 10,450 | 10,211 | 136,777   | 14.10 | 42        | 4.82              |
| 13 グローバル・ハイ・インカム・オープンA          | アラリアンス    | 6,671  | 6,600  | 122,870   | 9.93  | 35        | 6.30              |
| 14 高金利先進国債券オープン(毎月分配型)          | 日興        | 10,701 | 10,669 | 121,260   | 14.19 | 45        | 5.05              |
| 15 ハイグレード・オセアニア・ボンド・オープン(毎月分配型) | 大和        | 10,280 | 10,055 | 118,449   | 13.75 | 55        | 6.42              |
| 16 明治ドレスナー外国債券オープン(毎月分配型)       | 明治ドレスナー   | 10,763 | 10,763 | 110,680   | 8.54  | 37        | 4.13              |
| 17 豪ドル毎月分配型ファンド                 | UFJパートナーズ | 10,966 | 10,687 | 97,536    | 12.81 | 40        | 4.38              |
| 18 米国投資適格債券ファンド(毎月決算型)          | 第一勧業      | 9,952  | 9,878  | 95,787    | 4.18  | 40        | 4.82              |
| 19 シティ・グローバル・プラス(毎月分配型)         | シティグループ   | 10,710 | 10,554 | 92,284    | 11.14 | 125       | 14.01             |
| 20 DIAMグローバル・ボンド・ポート毎月決算コース2    | 興銀第一ライフ   | 10,343 | 10,336 | 89,212    | 8.06  | 30        | 3.48              |

\*ファンド名ならびに会社名の一部は略称

## 第35回

# 「誰にとって」の視点が欠けた 定期分配型ファンドの低評価

定期分配型外債ファンドを低評価する人に理由を聞けば「トータルリターンが低くなるから」。誰もがトータルリターンを求めているわけではないはずだが…。

期待される金融商品を選択しようとする場合、途中で分配を積極的に行う商品よりは、途中分配を行わず、分配に回すべきお金を再運

用するほうがトータルリターンは高い」だ。

ここでは「合理的な経済人はトータルリターン如何をもつばら問題にする(はず)」という前提が置かれていることは言うまでもない。

しかし、ちょっと冷静になって考えてみればよい。すべての資産運用人は「トータルリターンを目指すべし」なのか。教科書的な記述とは往々にして「Aは:」と叙述するのみで、「BにとってAは:」とまで言及することが少ない。

### 収益以上の分配は 本当におかしなことか

さて、債券投資の世界には、個別銘柄を選択するに際し、「直接利回り指向」と「最終利回り指向」があることはよく知られている。

直近の単年度収益に力点を置く法人は、往々にして直接利回りが高い銘柄を選択しがちだ。損害保険会社などはおおむねそうした傾向にある。これに対して長期的な

レベルでの収益を問題にする投資家は、最終利回りの高低をより重要視する。生命保険会社等がそうだ。

また昨今、株の世界でも、配当利回りが高い銘柄が選好される傾向にある。企業利潤はまず株主に帰属させるべしとの考え方が強くなってきたことが背景にある。ところが、日本の場合には往々にして「長期的な会社の経営を考えた場合、企業利潤のほとんどは内部に留保しておき、将来の経営戦略遂行のために使うほうが、結局は株主に対して報いることになる」と考えられてきた。

というようなことを考えてみると、「誰にとって」という視点を外して「定期分配型はあまりすめられたもんじゃない」と言い切るのは、むしろ間違いだと思っべきだと思う。

もう少し現実的に言ってみよう。この手のファンドに低い評価を与えようとする御仁は、「途中で得られた収益以上の分配を行うのはちよつとおかしい。まるでタコ配だ。儲かっていないのに無理

して分配するから、基準価額が下がる」という。ではなぜ「基準価額が下がる」のはだめなのか?

65歳の顧客のためにリタイアメントプランを作成するケースを想定してみればよい。ここで用いられる財務係数は「資本回収係数」だ。「現在3

600万円の運用資金がある。年率2%で運用していくとして、90歳までコンスタントに取り崩していくとすれば、毎年

(毎月)いくらずつ取り崩しが可能か。90歳で資産は取り崩し終えるものとする」といった場合に使用される。

さて、ここまで言えば聡明な読者諸氏はお分かりだと思ふ。実は「定期分配型の外債ファンド」は、トータルリターンもさることながら「原則として資産を取り崩し続けることを前提に保有する人にとって有為な商品」なのだ。このように認識すれば、「期中で稼いだ収益以上の分配を行うのはイレギュラー」という教科書的な言い分が、いかに空々しいか。

### 取り崩しが前提であつても やはり評価は低くないよ

図表は、8月末現在で資産額が上位の外債ファンド(毎月分配型)について、8月中の分配金のみを対象に、分配金利回りを弾いたものだ。

何のために? 言うまでもなく、これらのファンドのうち直接利回り(?)が高いファンドはどれかを見定めるためだ。もちろんこの直接利回りをチェ

ックするだけではなく、7月末に比べて8月末の基準価額がどれだけ上がったか、あるいは下がったかも同時に見てほしい。個別ファンドごとの分配金政策が浮かび上がってくるはずだ。

分配金利回りが4.00%という低水準の「DIAM高格付インカム・オープン」(興銀第一ライフ)は、7月末の基準価額1万504円から8月末の1万615円へと101円上がっており、この稼いだ収益の中から分配を行っている。

これに対し、分配金利回りが14.01%と極めて高い「シティ・グローバル・プラス」(シティグループ)は、7月末に1万710円であった基準価額が、8月末には1万554円へと実に156円下がっている。つまり、期間収益以上の分配を行っているのだ。

再び言う。「資産の取り崩しを前提にしている人にとつても、この商品は低い評価を与えるべきか?」