

投資信託はここに注意!

国際分散投資の リスク軽減効果が 後退

ここでは投資信託を保有している人を対象に、投資環境の激変に対してどう立ち向かうのが有効かを考える。

角川 総一
金融データシステム代表

円安が進行、リスク回避的になれば円高が進行する」という点だ。

図1は、相対的にリスク許容度が高い資金が流入している米ナスダック総合指数と、円ドル相場の動きを対比させたものだ。ほとんどの時期において「ナスダック高」と「円安・ドル高」が、「ナスダック安」と「円高・ドル安」が対応している。多くの投資家が、低金利で調達した円を売って、リスクが高い高パフォーマンスが期待できるナスダック市場に資金が流れるときには為替相場は円安・ドル高に振れるが、投資家がリスク回避的になると、ナスダック銘柄が売られ（下落）、円が買い戻される。

さらに図2が示唆することは、高金利で知られる豪ドルの対円レートが下落している時期には、日経平均株価も下落しているということだ。つまり「円キャリーの巻き戻し」が行われるときには、米ナスダック指数が下落、日本株もおおむね下落する。さらには、円キャリーの巻き戻しは円高を招き、円高は昨今わが国の株価を先導してきた輸出関連銘柄の下落、ひいては日本株全体の水準を引き下げる。

第2に、円は最も安いか最も高いかのどちらかであることがもっぱらなのだ。図3は、主要国通貨の円に対する強弱感を表現している。円相場水準をゼロとすると、ほとんどの時期において、各国通貨はすべてゼロ以上かゼロ以下に偏っている。各国通貨がすべてゼロ以上の時期は円が最弱通貨であることを、ゼロ以下の場合は円が最強通貨であることを意味する。このようなやや一方的な為替相場の動きを見る限り、昨今は教科書でいう「国際分散投資による

リスク軽減効果」は著しく落ちてきていると考えべきだろう。

投信タイプで異なるショック度

以上の点を踏まえ、投資信託を保有しておられる方に幾つかアドバイスをしたい。まずは「海外株式に分散投資するファンド」のリスク分散効果は前述のとおり、一時的にせよ後退していること認識してほしい。国際的に株式相場の連動性は強まっており、海外分散によるリスク軽減効果は相当低くなっていると見るべきだ。

次に、いわゆるグローバルバランス型ファンド。おおむね株式、債券、さらにはREITの組み入れが多いが、今のところ株式と債券はそれなりに分散効果を持っている。米国の例で見ても、株価と債券価格とはそれなりに逆相関にある。8月中旬の相場急落時においても、外債ファンドの下落率はそれほど大きくなかった。これはリスクを嫌った資金が円に戻ったほか、それぞれの国において債券購入に向かった結果、債券相場は上昇したからだ。

しかし気をつけなければならないのが、REITに投資するファンドだ。サブプライムローンの焦げ付きや住宅価格の下落でわかるとおり、今回は不動産価格の下落と株安が同時に進行している。つまりREITは株価下落に対する歯止め役になっていない。

また通貨別に見ると、図3でわかるとおり、米ドルよりも豪ドルや英ポンドの方が変動率が明らかに高い。これは米ドル以上に英ポンド、

豪ドルに投機的資金が流入しているためだ。それでは以上のような外貨安・円高、外貨建て資産が（債券を除けば）ことごとく下落している時期にあつて日本株はどうか。これも残念ながらポートフォリオの観点からは有効ではない。なぜなら、以上のような外国株安、円高、外貨安にあつては、日本株も下落の一途だ。特に急激な円高に日本株はめっぽう弱い。

4つの対処法

では、どのような方策が考えられるか。1つ目は、ベア（下落予想）ポジションの商品に注目することだろう。株安に対しては株式ベアファンドが、ドル安に対してはドルベアの一群のファンドが用意されている。いずれもそれぞれの基準相場が下がれば、その度合いに応

じて、基準価額が逆になるという仕組みで機械的に運用される。追加型株式ファンドのうち「派生商品型」に分類されるものだ。具体的には「ドルベアポートフォリオ」とか「ドル安ポートフォリオ」といったファンドは、ドル相場の下落に応じて理論上基準価額は上がる。これは先物の売りポジションを持つことでこうした効果を得ている。しかし、これらのファンドは中長期的に保有すると、理論的には徐々に基準価額が下がってくる運命にある。したがって、短期的な保有しかお勧めできない。

2つ目は、相場が下がればそれは逆に上がる性格を持つ別資産に分散投資することだ。例えばドル安のときには金価格が上昇する傾向が明らかに認められる。これは米ドルの対ユーロ相場との関係において特に顕著だ。

3つ目は、外貨、電力など内需関連株に集中投資する業種別ファンドに注目するのも手だ。4つ目は、趨勢的に米ドルが円以外の通貨に対して下げる傾向が続くと思う。これは米国の財政難、サブプライム問題、米金利の引き下げ局面入り、米大統領選挙時期に突入（大統領選挙前はドル安のことが多い）などによるものだ。であれば全体的には米ドルの買い持ちは減らした方がいい。

なお、外貨建て資産組み入れファンドを保有している場合、「全体の損益の何割かが為替変動によるものか、何割が組み入れ株式、債券、あるいはREITの価格変動によるものか」について、その大枠を把握しておくべきだ。月次リポートに、必ず期中の基準価額の上げ下げの要因として記されているのでチェックしておいた方がいい。そして、このなかで通貨別の構成比をチェックし、例えば豪ドルが急落したときに「豪ドルのシェアが30%から25%に下がった」というデータを見たとき、この場合、「ファンドマネジャーが豪ドル建て資産を売ってシェアを下げた」と考えてはいけない。なぜなら、投資信託の資産構成シェアはあくまで円ベースで示されているためだ。つまり、豪ドルの対円レートがそれ以外の通貨以上に下落した場合には、豪ドル建て資産を売却しなくても自動的に構成シェアは下がるのだ。

図1 ナスダック指数下落時には円高・ドル安が進行する

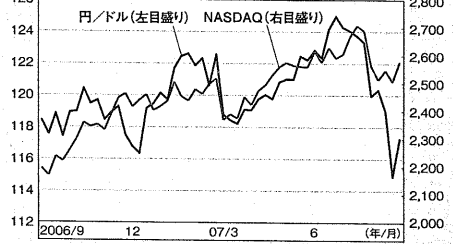


図2 豪ドルが対円で下落したときには日経平均株価も下落する

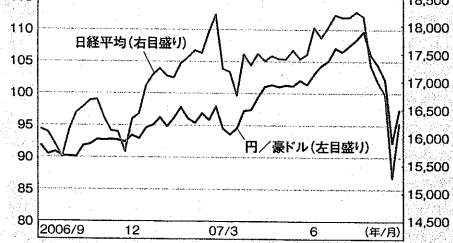


図3 円は最強通貨か最弱通貨のどちらかであることが多い

