角川（かどかわ） 総一（そういち）

金融データシステム代表。著書に『投資スキルアップ講座』（日本経済新聞社）、『為替が動くとどうなるか』（明日香出版社）、『日本経済新聞の歩き方』（ビジネス教育出版社）など。

設定以来の危機を迎えた外債ファンド

金融資産をすでに保有している人への助言は、購入予定者への助言と同等、あるいはそれ以上に重要だ。投資信託（ファンド）の世界で「すでに買った人」と言えば、避けて通れないのが外債（外国債券）ファンドだろう。

2800本を超える国内追加型株式投信を4月末時点で純資産額を基準にランキングすると、上位20傑中外債ファンドが13本を占める。上位20ファンドには指数連動型ファンド（ETF）が3本含まれている。これを除けば、17本のうち非外債ファンドは4本にすぎない。また4月末時点で、REIT（不動産投資信託）ファンドなどを除く国内の契約型証券投資信託が保有する外貨建て金融資産は24兆円。このうち海外株式と海外債券の内訳は、株式は4・2兆円にすぎず、債券が16・3兆円を占めている。債券の過半は、外債ファンドが運用対象として組み入れているものだ。

実は、この外債ファンド、設定以来最大の危機を迎えつつある。本誌4月号の本欄でも収益分配金引き下げに絡んで外債ファンドの現状をリポートしたが、さらにこの問題を掘り下げて考えてみる。

「グロソブ」の収益構造

資産規模、運用の歴史から、外債ファンドの代表と言える「グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）」（国際投信投資顧問、以下「グロソブ」）の収益構造をご存じだろうか。

1997年12月18日の設定以来、今年4月17日に至るまでに受益者に還元した収益は、1万口（当初元本1万円）当たり2539円（表）。運用期間は11年5カ月。単利でみれば年平均2・22％程度で回ったことになる。

この2539円の受益者利益の内訳は、表の通り「債券要因」が4900円、「為替要因」がマイナス1164円、そして信託報酬コストがマイナス1174円であった。

さて、想像するに「正味の利益が2539円だったのに対し、支払った信託報酬1174円は大きすぎないか」と違和感を感じる人が少なくないのではないか。何しろ「正味利益の3分の1近くが販売金融機関、運用会社、受託銀行のポケットに入った」のだから。だがこれは、当初からの約束。もともと信託報酬の料率は決まっている。

もっとも純資産額に対して一定の料率でかけた額が信託報酬になるので、資産規模が膨れ上がるほど、信託報酬の絶対額は増える。ただし、年率1・3125％の料率が11年5カ月では15％に膨れ上がるのは、初めから分かっていたことだ。

問題はここからだ。債券で稼いだ4900円が為替の差損で1164円吹き飛び、利益は3736円（信託報酬控除前）である。つまり、このファンドはもっぱら債券で稼いでいた。為替で相当の損失を被っても、有り余るくらいの収益を債券部門に負っていたことが改めて分かる。

利子収入、値上がり益ともに期待薄

であれば、この外債ファンドを今後も保有し続けるかどうかを判断する場合の中心的なテーマは、「これから外債そのもの（為替を除く）で稼げるかどうか」であろう。

図は、やはりグロソブの販売用資料から抜粋したものだが、ご覧いただきたい。同ファンドは、もちろん米ドル債とユーロ債だけを組み入れているわけではないが、その代表として米10年国債とユーロ債（ドイツ10年国債）の利回りの推移が下に示されている。米国債は設定時に5・81％だったが、今年3月16日には2・96％。一方、ドイツ国債は同じく5・31％から3・15％になっている（5月末日にはそれぞれ3・46％、3・58％まで上昇）。さてこれをどう読むか。

本誌4月号で詳細に記したが、「債券要因」は2つに分けられる。受け入れクーポン（利子）収入と、債券自体の値上がり益・値下がり損（評価上の）だ。この合計が「債券要因」であり、それが4900円だったのだ。つまり、1万口当たり年430円程度の収益を債券で稼いできたのだ。では、今後も債券からこれだけの収益が期待できるのかが、今問わなければならない第1のテーマである。

まず、クーポン収入はこれから相当急激に下がっていかざるを得ない。なぜなら、これから景気低迷の長期化に伴って現在の低金利が続く公算が大きいからだ。長期的なトレンドで下がってきた金利が低水準で横ばいを続けるなかでは、組み入れ債券のうち満期償還を迎える債券を新たな債券に入れ替えていくに従い、より直接利回りの低い銘柄が増える。

一方、5％台から3％台にまで下がってきた米独債券利回りが、さらに2％台、1％台へと下がる公算は極めて小さい。ただでさえ巨額の財政出動を余儀なくされている欧米諸国の国債の増発圧力は相当に強い。これが債券利回りのさらなる低下に対して抑制要因として働く。ということは、少なくとも今までほどには「債券利回りの低下による値上がり益」を望むことはできなくなる。つまり、クーポン収入も減少、債券値上がり益も期待薄であれば、「債券要因」による絶対収益は減少していかざるを得ない。

重要性増す「為替要因」

過去十数年の間に、国内債券ファンドはその大半が金利低下の一巡、低金利政策の長期化のなかで、途中繰り上げ償還を余儀なくされた。「長期公社債投信」や「短期公社債投信」「中期国債ファンド」などはそのいい例だ。

債券ファンドが最もその存在をアピールできるのは、長期にわたる趨勢的な金利低下時だ。この条件が世界的な規模で損なわれつつある現在、外債ファンドは今までほどには「債券要因」に期待できない。つまり、趨勢的な円安とならない限り、収益には期待できないということだ。

「為替が多少円高に振れても債券が稼いでくれるから」という外債ファンドに対する見方は今後、「債券要因は期待薄なので、為替で稼いでくれなくっちゃ」という見方に切り替えるべき時期にきた。

表 「グロソブ」の基準価額変化の要因分析

設定来の要因分析　（1997/12/18～2009/04/17）

	債券要因(円)	為替要因(円)	合計(円)	設定・解約要因(円)	信託報酬要因(円)
米国	2,024	▲159	1,866		
カナダ	160	▲7	153		
オーストラリア	118	▲22	96		
ユーロ	1,790	▲532	1,258		
ドイツ	523	▲1,082	▲558		
フランス	343	▲3	340		
イタリア	505	311	817		
ベルギー	178	134	311		
スペイン	224	127	351		
オランダ	9	▲10	▲2		
フィンランド	8	▲9	▲1		
デンマーク	161	▲195	▲33		
スウェーデン	149	▲98	51		
ノルウェー	44	▲24	19		
英国	412	▲127	285		
日本	42		42		
計	4,900 49.00%	▲1,164 ▲11.60%	3,736 37.30%	▲23 ▲0.20%	▲1,174 ▲11.70%
ファンド計＝債券効果＋為替効果＋設定・解約効果＋信託報酬＝					2,539

○1997/12/18　基準価額＝10,007円
○2009/04/17　基準価額＝6,535円
○　期中分配金＝6,011円
○　ネット基準価額変化＝2,539円
○　ネット期中騰落率＝25.4%

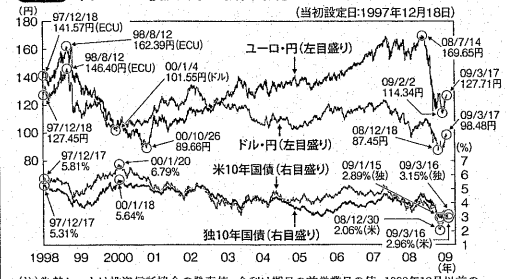
※当初設定元本は1万円、設定日に為替要因（米国）で7円

設定来のマーケットの変化

	債券（10年債）金利 1997/12/17 (%)	09/4/16 (%)	変化幅 (%ポイント)	為替レート 97/12/18 (円)	09/4/17 (円)	変化率 (%)
米国	5.81	2.83	▲2.98	127.45	99.73	▲21.75
カナダ	5.75	2.95	▲2.79	89.66	82.43	▲8.06
オーストラリア	6.23	4.51	▲1.72	84.12	71.85	▲14.59
ユーロ	–	–	–	141.57	131.21	▲7.32
ドイツ	5.31	3.18	▲2.14			
フランス	5.31	3.66	▲1.65			
イタリア	5.75	4.32	▲1.43			
ベルギー	5.45	3.92	▲1.53			
スペイン	5.60	4.07	▲1.53			
オランダ	5.28	3.77	▲1.51			
フィンランド	5.56	3.81	▲1.75			
デンマーク	5.70	3.72	▲1.98	18.81	17.62	▲6.33
スウェーデン	6.02	3.13	▲2.89	16.44	12.00	▲27.01
ノルウェー	5.51	3.93	▲1.58	17.60	14.90	▲15.34
英国	6.32	3.24	▲3.08	210.27	148.73	▲29.27
日本	1.97	1.45	▲0.52	–	–	–
ベンチマーク				201.44	302.34	50.08

（出所）グローバル・ソブリン・オープン（毎月決済型）ファンドの「月次運用概況レポート」2009年4月号より編集部作成

図 「グロソブ」設定来の投資環境



（注）為替レートは投資信託協会の発表値、金利は期日の前営業日の値、1998年12月以前のユーロの数値はECU（欧州通貨単位）を使用
（出所）グローバル・ソブリン・オープン（毎月決済型）ファンドの販売資料より編集部作成