

日興AMファンドアカデミー
ベーシック

金融混乱の今 日興アセットマネジメントが お伝えしたいこと

「100年に1度」とまで言われる今回の世界規模の金融危機は、我が国の投資信託にも大きな影響を及ぼしています。投資信託をお持ちの皆様は大変なご心配をされていることと思います。

ご心配をすべて解消できるとは考えませんが、以下の5つの点に関しての考え方や知識についてお伝えします。

基準価額がゼロになる？ファンドがなくなる？

いま何が起きているのか？

「今後どうなるのか？」の前に必要な知識

大きく下がったいま、どう考えるべきか？

こんなに下がっているのに、なぜ分配金が出るの？

「日興AMファンドアカデミー」とは？

nikko am
fund academy

投資信託を「つくる」会社、日興アセットマネジメントが
2008年2月にスタートした、投資教育のプラットフォーム。

弊社ファンドを取り扱われている金融機関の販売担当者の方に、投資信託に関する研修をご提供したり、お客様向けの資料の開発などを通して、多くの方に投資信託の本質を知っていただき、より高い理解と納得のもと購入していただくための活動を展開しています。

日興アセットマネジメント

日興アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第368号
加入協会：（社）投資信託協会、（社）日本証券投資顧問業協会

基準価額がゼロになる？ ファンドがなくなる？

Nikko AM Fund Academy Basic

2008年秋口から深刻さを増した金融の大混乱は、「海の向こうの出来事」とどまらず我が国の投資信託にも大きな影響を及ぼしてきています。いくつか気になる点を確認してみましょう。

1 まず「基準価額」は何によって動くのかを理解する

「他の人が解約してるから下がっている」は間違い

投資信託の現在の価値を示す「基準価額」は、他の人の解約の大きさでは動きません。下の式で分かるように上÷下の割り算が基準価額であり、仮に解約により上(分子)が減っても、同時に「出て行く人」の口数(分母)も減るからです。

基準価額の「分解」

$$\text{基準価額} = \frac{\text{a 組入れ有価証券の 日々の時価} \times \text{c 海外の株式や債券などの場合は 円換算するための 為替レート}}{\text{b 保有者全員の 口数(受益権総口数)}}$$

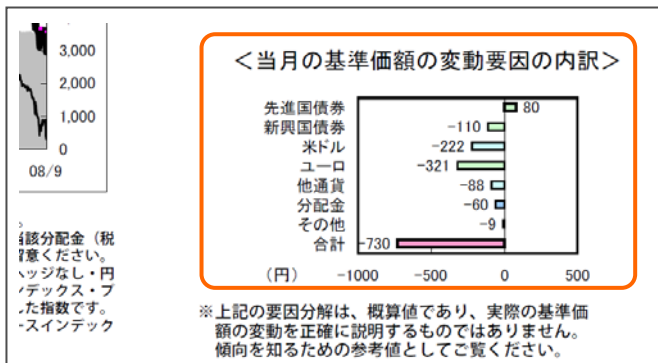
* 信託報酬やその他費用などのコストを考慮していません。

割り算の上(分子)は、何が原因で下がっているのか？

基準価額が下がっている理由は、上式での上(分子)の部分の価値の下落です。ここで大事なポイントは、海外の債券や株式に投資している投資信託の場合は、(a)の組入れ資産の価値の変化に(c)の為替の影響が加わる点です(私達日本人にとっては、「円高」がマイナス)。

たとえば(a)の価値はさほど下がっていないのに、(c)が大きく「円高」になっているために起こっている基準価額の下落なのか、(a)と(c)の両方によるものなのかによって、現状に対する考え方が変わってきます。こうしたいわゆる「要因分解」はマンスリーレポートなどで確認することができます。

■ 弊社のマンスリーレポートの例



基準価額が「ゼロ」になるには？

前ページの式の分子がゼロになれば基準価額はゼロになり、投資信託の時価評価額もゼロになります。しかし組入れ有価証券の価値がすべてゼロになることは考えにくいでしょう。もし2～3社の株式や債券のみの組入れであれば、その全てが倒産等が無価値になることは可能性として無いとは言えませんが、多くの投資信託は数十から数百の銘柄を組入れており、かつ必要に応じた入れ替えがなされているからです*。

そして過去の実例では、倒産する銘柄があった場合でも、組入れ比率が相対的に低いため基準価額に対する影響は数パーセント未満であったことがほとんどでした。なお、最新の保有銘柄数はマンスリーレポートなどで確認することができます。

* 指数への連動をめざすタイプのファンドの場合は、運用会社の判断ではなく、参照する指数の入れ替えに応じた入れ替えを行ないます。

■ 弊社のマンスリーレポートの例

<組入銘柄数> 493銘柄	<債券通 (通貨				
<債券種別構成比>	<table><tr><td>1</td><td>ユーロ</td></tr><tr><td>2</td><td>アメリカ</td></tr></table>	1	ユーロ	2	アメリカ
1	ユーロ				
2	アメリカ				

2 投資信託自体は“潰れ”ない

投資信託の運営に関係する金融機関が万が一破綻しても、投資信託の資産は守られる

多くの銘柄への分散投資によって個別銘柄の影響を軽減することに加えて、投資信託は仕組みそのものによって、お客様の資産の保全を図っています。

下図のように、お客様の資産は銀行などの販売会社や運用会社ではなく、信託銀行で管理・保管されているため、仮に販売会社や運用会社が破綻しても債権者や破産財団などから差し押さえを受けることはありません。

また、信託銀行が破綻した場合にも、信託法34条で分別管理され、同25条で第三者に対抗することが出来ます。なお運用会社が破綻した場合は、他の運用会社に引き継がれるか繰り上げ償還されることになります。

すべてに共通の運営体制

お客様の申込金は、販売会社を通じ、信託銀行(受託銀行)に信託財産として(その銀行の資産とは別に)分別管理されています。



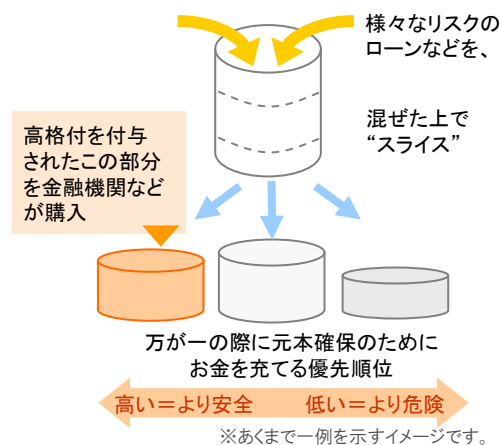
1 この混乱を理解するためのキーワード、「証券化」と「信用バブル」

サブプライムローン^①を単なる住宅ローンではないものにした「証券化商品」

「サブプライムローン」という米国の金融用語は、今や多くの人を知る言葉となりました。信用力が低い人向けのローンという性質のままなら、仮に返済の遅延があっても借り手と貸し手だけの問題にとどまったところを、そうでないものにしてしまったのが「証券化」という金融技術です。

サブプライムローンを含む様々な証券や債務を複数集めた上で、返済遅延や破綻があった場合に元本保全される優先順位を付け、信用度の異なるパッケージにスライスしたものがCDO（Collateralized Debt Obligation）と呼ばれる証券化商品。

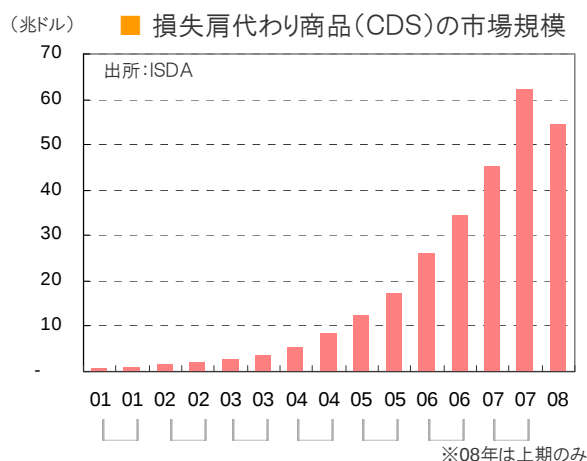
スライスした上位のものには、仕組み上安全性が高いとして外部の格付機関が高格付を付与したため、世界中の金融機関が安全な金融商品と判断して購入していたのです。



さらに問題を複雑にした「損失肩代わり商品」による信用バブル

証券化商品に加え、クレジットデフォルトスワップ（CDS）と呼ばれる一種の信用保証のような金融商品も大きな問題になっています。

本来は、債券を保有する際、保険会社などに保証料を払って発行企業の破綻に備えるというものですが、問題はその保証自体が商品化（CDS）され、実際にその債券を持っていなくてもCDS自体を売買する、いわば破綻に賭けた投機的な取引として膨らんでいったこと。03～04年頃から急膨張したCDSの想定元本は今や世界のGDPに匹敵するとされ、かつ把握困難なほど世界中に広がっています。



創造された信用が一転収縮へ

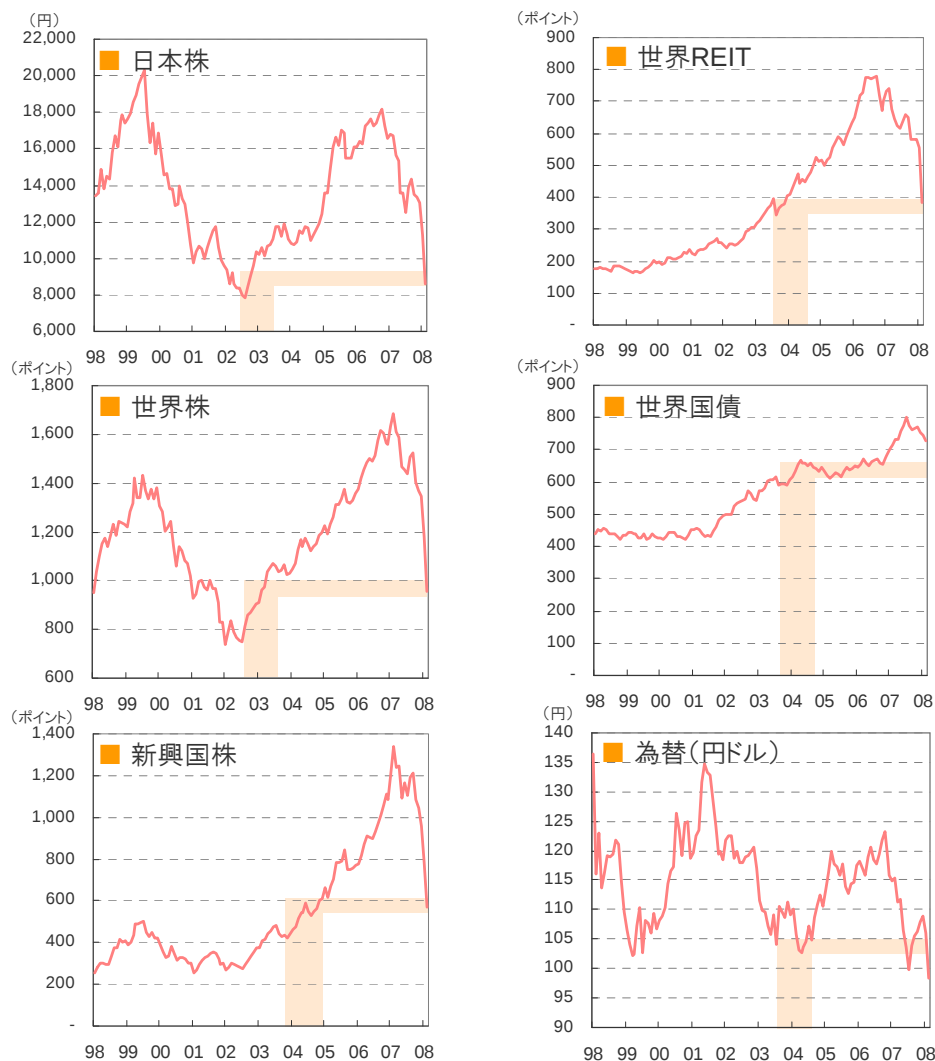
平常時ならそれでも回っていたこの「信用保証」が、サブプライム関連商品などで損失を計上したり、リーマン・ブラザーズのように破綻したりする企業が出たことで一転「信用不安」の元凶へと変質。どこに埋まっているか分からない“地雷”として、現在の金融危機の大きな背景となっています。

2 気が付けば、多くの投資資産の水準は 03～04年の水準に

世界的な金融危機は、金融機関の問題にとどまらず実体経済に影響を及ぼし始めており、現在世界各国で政府・中央銀行による以下のような対策が矢継ぎ早に打ち出されています。

- ①中央銀行による資金供給 ②銀行間取引に対する政府保証 ③公的資金による金融機関支援
④政策金利の操作（多くは利下げによる景気刺激）

これらの効果が表れてくることが期待されますが、一方で各投資資産の現在の水準を見ると、ほとんどの資産や為替の水準が「証券化バブル」「信用バブル」が膨張し始めた2003～04年の水準になっていることに気がきます。つまりここからは、実体経済を反映した「長期・分散投資が有効な投資環境」が改めて形成されてくると見ることはできないのでしょうか。



※信頼できると判断した情報を基に作成。98年9月末～08年10月末の以下の指数を利用。日本株：日経平均、世界株：MSCIワールド(ドルベース)、新興国株：MSCIエマージング(ドルベース)、世界REIT：S&P先進国REIT(トータルリターン(ドルベース))、世界国債：シティグループ世界国債(ドルベース)
※グラフは過去の実績であり、将来のパフォーマンスを保証・示唆するものではありません。

□当資料は、日興アセットマネジメントが投資信託についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。□投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

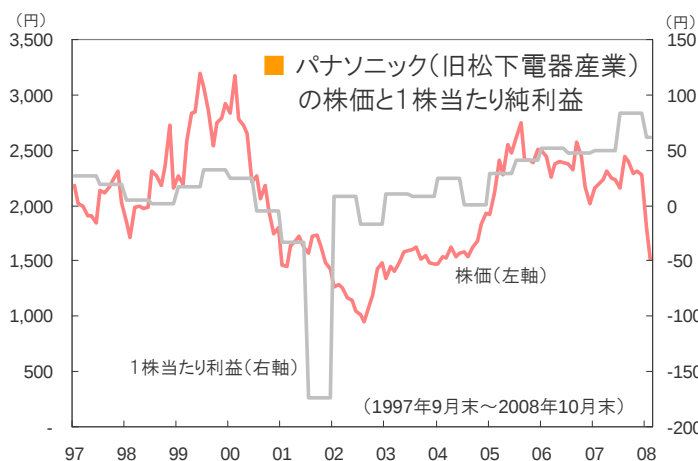
「今後どうなるのか？」 の前に必要な知識

Nikko AM Fund Academy Basic

こういう時こそ押さえておきたい、 有価証券の“原理原則”

株式：株式ファンド以外にも、経済・景気を通じて全ての投資信託に影響を与える株式市場は今後どうなる？

ひとことでは、**「短期の株価は需給で動くが、中長期の株価は業績によって動く」**のが株式。つまり短期的には「売る人」が多ければ、実態がどうであれ下がってしまいます。現在はプロの投資家や投機家を中心に、「とりあえずキャッシュに！」という極端な「現金化志向」が蔓延しており、業績や企業価値では説明のつかない水準まで売り込まれている株式が多くあると言われています。



■ パナソニック(旧松下電器産業)の
株価純資産倍率(PBR)

株価 1,512円

1株当たり純資産 1,776円

=0.85倍

※2008年10月31日の終値と直近の連結1株当たり連結純資産による

※信頼できると判断した情報を基に作成。個別の銘柄については、あくまでも一例として挙げたものであり、当該企業または銘柄を推奨するものではありません。またグラフは過去の実績であり、将来のパフォーマンスを保証・示唆するものではありません。

例えば最近「松下」という社名を捨てるまでして、新たなに攻めに転じたパナソニック。世界の需要低迷や円高による収益悪化懸念があるとは言え、グラフを見る限り、現在は業績に比較して株価が随分と下落しているように見えます。逆に99年から00年の頃のように利益に比べて株価が上がり過ぎているように見える時期もあります。しかしグラフ全体を見て分かるように、短期ではリンクしない時期があっても中長期での両者にはやはり密接な関係があると言えます。

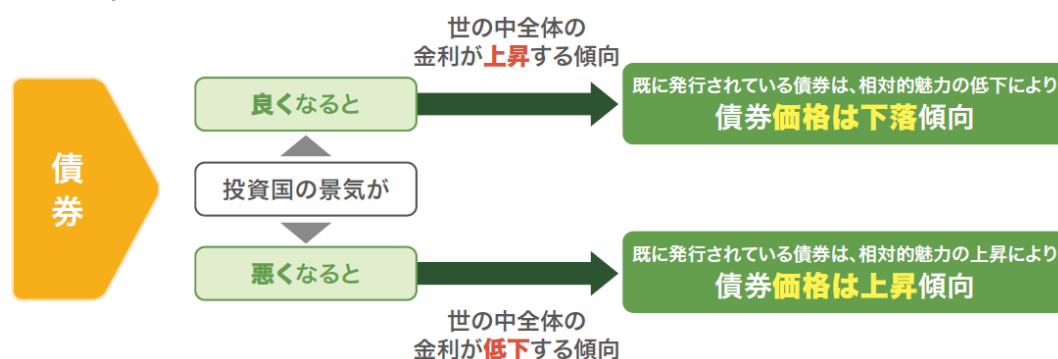
株価指標のひとつである株価純資産倍率(PBR)の1倍割れというのも特異な状況と言えるでしょう。市場で売却するより「解散」して資産を持分に返してくれた方が金額が多い、つまり「解散してくれた方がマシ」というところまで株価が売られていることを意味するからです。

こうした異常事態とも言える現状がある程度落ち着いてきた時、世界中の株価に対して業績や資産の観点からの見直しがなされ、それが経済・景気に対して良い影響を及ぼしていくという理解を持っていくと良いのではないのでしょうか。

債券：金融混乱時の債券についてどう考えておくか

債券について持っておきたい理解は、「**フライ・トゥー・クオリティ(質への逃避)**」という概念。先行きに対する不安が高まった時などに株式から債券へと投資資金が移ることなどをいいます。その場合、一般的には債券価格の上昇を通じて投資信託の価値を高めます。ただし組入れられているのが外国債券の場合、債券の価値とは別に為替変動が影響(円高がマイナス)します。

もうひとつ、**[世の中の金利低下(上昇)＝債券価格上昇(下落)]**という点も知っておきたいもの。周りの金利が低下すれば、既存の相対的に高い利回りの債券の魅力が高まるため価格が上昇するということです。一方新たに組入れる債券の利回りは下がっているため、投資信託の運用においては、既に組入れた債券の価格上昇と新規で組み入れる債券の利回り低下との「綱引き」になると考えておくとい良いでしょう。



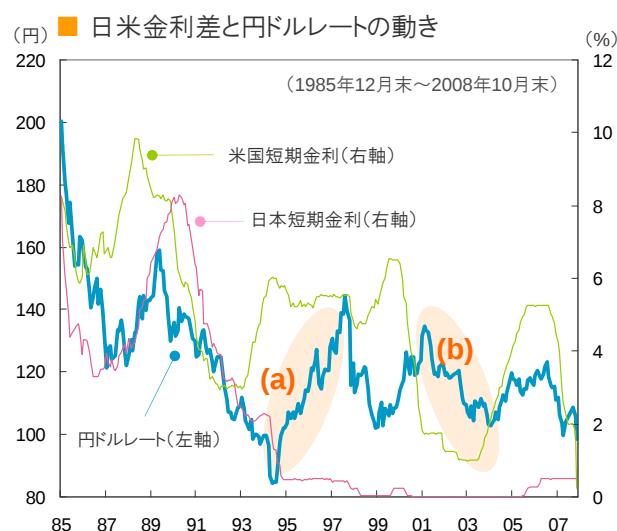
為替：これまでになく大混乱を見せている為替。異常時と正常時の峻別が必要に

世界中の為替マーケットは大きく混乱しています。新興国通貨はかつてない程に下落し、最も金利が低く決して成長率の低い国である日本の円が買われています。

通貨の見通しを立てるのは容易ではありませんが、いま理解しておきたいのは、**正常時には「主に金利差を反映して動くもの」**ということ。

相対的に高金利の国には世界の投資資金が集まるため、その国の通貨は高くなる傾向があります。金利の絶対水準が低い日本は円高にならないように思えますが、たとえば日本の金利が変わらずに米国の金利が下がった場合は、相対的に日本の金利の優位性が高まったとの考えから円高方向に力が働くのが一般的です。

各国が現在「利下げモード」にあることや、相対的に危機の傷が浅い日本には円高圧力がかけがち。とは言え、事態が正常に近づいてきた時、依然ゼロに近い日本の金利や経済成長力に対して、投資が集中的に続くと考えにくいのも事実でしょう。



- (a)の局面：日本金利が低下し米国金利が上昇する中、ドル高(円安)に
(b)の局面：日本金利が低いまま、米国金利が低下する中、ドル安(円高)に

※信頼できると判断した情報を基に作成。グラフは過去の実績であり、将来のパフォーマンスを保証・示唆するものではありません。
※より正確にはインフレ率を差し引いた実質金利差で検討すべきですが簡便さを重視しています。

大きく下がった今 どう考えるべきか？

Nikko AM Fund Academy Basic

1 我慢すべきか、それとも 売ってしまうべきか

“我慢する価値”を、「後から結果的に計算される年利回り」で考えてみる。

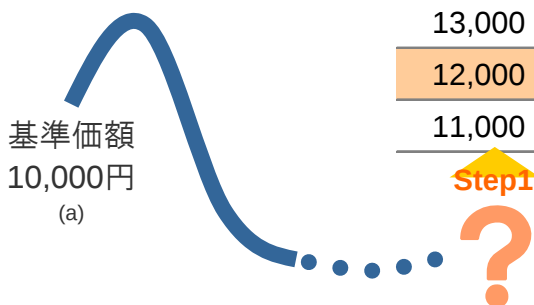
基準価額の下落到直面されている方に、少しでも勇気をお持ちいただければとご紹介したい「発想の転換」が下の表です。投資信託の利回りは「毎年〇%」と決まっているものではなく、現在のようにマイナスも含め常に変動します。しかし買付・解約時の基準価額と解約までの期間の3つが決まれば、事後的に「年平均利回り」は決まります。「毎年固定ではなかったが、振り返ると毎年平均〇%の運用ができていたのと等しかった」というものです。

もし、お客様自身で少し長めの“猶予期間”と達成できそうな“回復基準価額”をイメージすることができ、その結果計算される年平均利回りがそれなりに納得できる水準だったとしたら、「目先の変動にはしばらく目をつぶって我慢しよう」と思う助けにならないでしょうか。

■ 下落後に想定した水準まで戻ると、結局「年平均」何%の運用をしていた計算になるのか？

解約時	値上り率
(b)	$(b) \div (a) - 1$
15,000	50.0%
14,000	40.0%
13,000	30.0%
12,000	20.0%
11,000	10.0%

購入時から解約までの時間が		
3年の場合 の年率換算	5年の場合 の年率換算	10年の場合 の年率換算
$\sqrt[3]{(b) \div (a)} - 1$	$\sqrt[5]{(b) \div (a)} - 1$	$\sqrt[10]{(b) \div (a)} - 1$
14.5%	8.4%	4.1%
11.9%	7.0%	3.4%
9.1%	5.4%	2.7%
6.3%	3.7%	1.8%
3.2%	1.9%	1.0%



Step2

Step1 回復する水準をイメージし、
Step2 かかる期間を想定すると「年平均利回り」が計算される

例えば...

基準価額10,000円で購入した後下落・低迷したものの5年後には分配金込み基準価額で11,000円になった場合(または分配金を合わせて1割上昇した場合)は、後から振り返って計算される年平均運用利回りは**1.9%**。
もしこの低金利下の「1.9%の5年運用」が悪くない運用だと思えるなら、目先の変動を忘れて保有する心の支えにされてはどうか、というご提案です。

※あくまでも簡単な計算によるシミュレーションです。買付時の手数料、換金時の税金等を考慮していません。

※上記はあくまでも例であり、11,000円などへの基準価額の回復を保証・示唆するものではありません。投資の決定はお客様自身の判断をお願いいたします。

□当資料は、日興アセットマネジメントが投資信託についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。□投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

日興アセットマネジメント

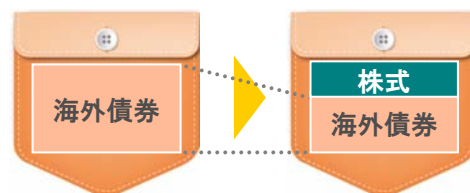
2

“我慢”だけでなく、 長期的視点から起こせる“行動”とは？

前ページのような「考え方の工夫」に加え、場合によっては下がった局面だからこそ検討したい“行動”があります。大きく2つの考え方があります。

1 資産全体を見直して、適正なバランスになるよう他の資産のファンドに投資する

海外債券が投資の中心という方は多いでしょう。前向きな戦略として取り得るひとつの“行動”は、投資資産全体のバランス調整です。たとえば為替でマイナスになっている資産の分について、現在の水準の株式で埋めておくといった、いわゆる「ポートフォリオの再構築」をこの機に改めて行なうという考え方です。



※イメージであり、株式への投資を一律に推奨するものではありません。

2 長期戦略の一環として、平均取得価額を下げるために同じファンドを「買い増し」する

もうひとつは、お持ちのファンドそのものに対して行なう“行動”です。より低い基準価額で同じ商品を買増すことで、総投資額における平均取得価額は下表のように下がります。ただ待つだけでなく、「行動を起こしてから待つ」というこの行為は、いわば「**すべきことはした。あとは本来の目的通りじっくり保有していこう**」という、「迷いを断ち切るための戦略」と言えるかもしれません。

■ 同額を買増すと平均取得価額はいくら位になるか？

Step2

		新規で「買い増し」場合の基準価額							
		4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000
Step1 「既保有分」の基準価額	14,000	6,222	7,368	8,400	9,333	10,182	10,957	11,667	12,320
	13,000	6,118	7,222	8,211	9,100	9,905	10,636	11,304	11,917
	12,000	6,000	7,059	8,000	8,842	9,600	10,286	10,909	11,478
	11,000	5,867	6,875	7,765	8,556	9,263	9,900	10,476	11,000
	10,000	5,714	6,667	7,500	8,235	8,889	9,474	10,000	10,476
	9,000	5,538	6,429	7,200	7,875	8,471	9,000	9,474	9,900
	8,000	5,333	6,154	6,857	7,467	8,000	8,471	8,889	9,263
	7,000	5,091	5,833	6,462	7,000	7,467	7,875	8,235	8,556

Step1 保有している投資信託の購入時の基準価額の水準を探し、

Step2 買い増しをする場合の基準価額とクロスするところを見つける。その価額が最初と同じ金額を買い増した場合の平均取得額の大まかな目安。

※あくまでも簡単な計算によるシミュレーションです。買付時の手数料等を考慮していません。

※現水準での買い増しを全ての方に推奨するものではありません。お客様の参考となることを目的にあくまでも考え方の一例を示しています。投資の決定はお客様自身の判断でお願いいたします。

【ご注意】 上記の①②共に、すべてのお客様に一律にお勧めできるものではありません。全体資産に占める投資信託の割合が過度にならないかなど、期待されるメリットとリスクの双方の観点からお客様自身で検討されることが重要です。

こんなに下がっているのに なぜ分配金が出るの？

Nikko AM Fund Academy Basic

1 投資信託説明書(目論見書)で 「分配方針」を改めて確認する

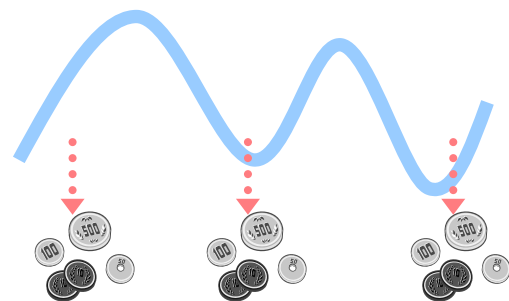
債券の利子や株式の配当金は重要な分配金の原資

株式などの価格の上下による収益は分配金の額を決定する際の大切な要素です。しかし価格変動に関わらず生み出される(投資信託として受け取る)収益として、株式の配当金や債券の利子などがあります。

とくに債券の利子は原則としてあらかじめ約束された期間毎に受け取れるため、投資信託にとっては“**当てにする**”ことができる**分配の原資**と言えます。

基準価額が下落しても安定的に分配金が出ている投資信託の多くは、債券の利子や株式の配当金を中心に、一部過去からの利益の蓄積を使って分配を行なっている場合が多いようです。

■ 債券の価格変動と利払いのイメージ



債券や株式の価格は変動するものの、定期的に利子や配当金を生み出すものが多い

「安定分配」を謳った商品かどうか？

商品によって分配方針は異なり、「安定した分配を継続的に行なう」などのように目論見書(もくろみしょ)に明記されています。こうした安定分配を謳った投資信託の場合は、基準価額の上下は当然考慮するものの、債券の利子や株式の配当金などを使いながら安定的な分配の継続を意識しています。

分配方針

収益分配方針

毎決算時に、原則として次の通り収益分配を行なう方針です。

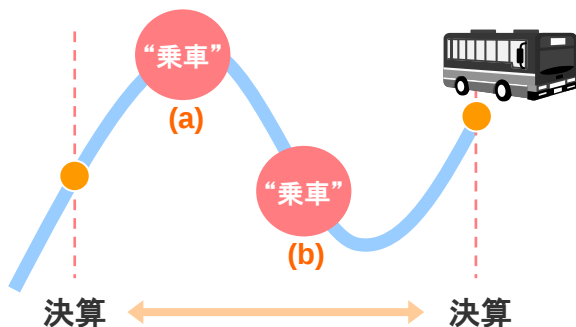
- 1) 分配対象額の範囲
経費控除後の**利子・配当等収益**および売買益(評価益を含みます。)などの全額とします。
- 2) 分配対象額についての分配方針
分配金額は、委託会社が決定するものとし、原則として、**安定した分配を継続的に行なう**ことをめざします。
- 3) 留保益の運用方針
収益分配に充てず信託財産内に留保した利益(無分配期の利益を含みます。)については、約款に定める運用の基本方針に基づき運用を行ないます。

■ 目論見書の例

2 改めて分配金の仕組みについて理解する

「あなたの収益」の分配ではない？

投資信託とはいわば、「いつでも乗車できる乗り合いバス」のようなもの*。市場の状況によって、乗り込む時の水準は人それぞれ異なります。* 追加型投資信託の場合



※イメージです。

※「乗車」とはファンドへの投資を意味した比喻です。

そして決算時には資産状況に基づき分配額が決められますが、実はその分配金は必ずしも全員の「元本に対する利益分配」を意味しません。「乗り合いバス」による合同運用であるため、あくまでもバスの中の資産から分配金として「放出」できる比率が決められ、各保有者は口数という持分に応じた金額を受け取るようになります。

図のように資産全体としては利益が出ている期で分配を行なった場合でも、(a)の人にとっては元本を下回った状態での受け取りになります。これが「**特別分配金**」と言われるもので、「乗り合いバス」方式であることによる元本の払い戻しに相当するため非課税で処理されます。(b)の人にとっては元本を上回った分だけ課税されます。

基準価額と分配金の関係に損得はない

基準価額とは、過去の利益の留保分も含めたその日の1口当たりの価値であり、もし基準価額が高ければ口数が少なく、低ければ多く購入することになります。そして分配とは「バス」の中の資産を外に出すことなので、出した後の1口当たりの価値を示す基準価額はその分下がります。

以上のことから、たとえば買った後すぐに分配があったとしても、それは過去からの利益の蓄積を後からうまく得られたことを意味しませんし、分配金が「出る前に買う／出た後に買う」による損得はありません。



□当資料は、日興アセットマネジメントが投資信託についてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

□投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。