

長期投資と資産運用の入門から実践まで



Vol.157
2016年01月15日 発行

発行人岡本和久
I-O ウェルス・アドバイザーズ株式会社【ホームページ】
〒150-0012 東京都渋谷区広尾1-8-6広尾186ビル7階
TEL : 03-5789-9821 FAX : 03-5789-9822
お問い合わせ : メールフォーム

今月の ひとこと

新年おめでとうございます。みなさまにとって今年が健康で笑顔がの年になるように祈っています。そして、今年もインベストラライフ、I-OWAをよろしくお願いたします。

こここのところ「パンドラの箱を開けた」というより「パンドラの箱をひっくり返してしまった」と思うような出来事が続いています。もちろん、マーケットも大波乱です。「人生を通じての資産運用」をしている方にとっては貴重な体験を得る機会です。このような体験によって大きな出来事が起こったときの自分の心に何が起こるのか観察をする機会になります。それによって投資耐久力が鍛えられていきます。もちろん、最近、始めた方にとってはまさに「よかったですね、安く買えて」ということです。

今月は新春のメッセージに続き、今後を占う上でも重要な商品市況の仕組みや見方についてアメリカの商品投資のプロ、パークアートさんにコメントをいただきました。是非、お読みください。

FACEBOOK上でクラブ・インベストラライフの仲間が活発な議論をしています。FACEBOOKに登録している方、ぜひ、ご参加ください（2016年1月11日現在で参加者数は3219名です）

2016年 新春メッセージ



いつもインベストラライフを応援していただいている方々から新春のメッセージをいただきました。それぞれとても思いのこもった内容です。味わって読んでいただければ幸いです。

[読んでみる](#)

ポートフォリオの補完的実物資産 商品投資をどう考えるか

コロマ・キャピタル・フューチャーズLLC 最高投資責任者 デイヴィッド・パークアート氏 レポーター：佐藤 安彦



2016年は例年にも増して激動の年になりそうです。そのなかで商品価格の動向が注目されます。商品ファンドを米国で実際に運用しているパークアート氏をお招きして、昨年10月29日にミニ・セミナーを当社で開催しました。そのポイントをご紹介します。実物資産をポートフォリオにどのように使うか、示唆に富んだお話をいただきました。

[読んでみる](#)

I-OWAマンスリー・セミナー講演より 個人投資家のための債券投資法－金利上昇懸念に惑わされるな

アムンディ・ジャパン株式会社 債券運用部長有江 慎一郎氏 レポーター：赤堀 薫里

金利上昇局面では債券価格が低下します。したがって債券投資は良くないと思っている方も多いと思います。しかし、本当にそうでしょうか。個人投資家の視点では必ずしもそうではないことを債券のプロ、有江さんは主張されます。

[読んでみる](#)

クラブ・インベストラライフとは？

人生を通じての長期投資は孤独な長旅です。この長旅に耐え、大きな喜びを得るには、資産運用を行うための基礎となる知識と孤独な旅を支えあう仲間が必要です。「将来の自分はいまの自分が支える」ほかない時代、クラブ・インベストラライフの活動は、豊かで幸せな人生のための投資を目指しています。

毎月、ネット上で会報誌を公開するほか、FACEBOOKやTwitter上で議論の場を提供し、各地でのセミナーを開催しています。

まったく投資の経験のない方も多数、参加しておられます。大手金融機関から完全に独立しているので、特定の商品をお勧めすることも販売することも一切ありません。

<FACEBOOK、TWITTERへの 投稿の際のお願い>

1. 個別商品の販売・推奨、あるいはそれに類する投稿はご遠慮ください
2. 発言はあくまで個人としてのものとしてください
3. 企業広告はご遠慮ください

I-Oウェルス・アドバイザーズの メール・マガジン

メルマガへのご登録は下記のメールアドレス宛に、空メールを送信下さい。購読は無料です。

mag@i-owa.com

毎月15日配信 無料

Facebook

Facebook上のグループ、クラブインベストラライフ
<http://www.facebook.com/groups/investlife/>

Facebookへの登録が必要です。リクエストボタンを押して入会申し込みをしてください。

Facebookへはこちらをクリック

Twitter上のグループ
クラブインベストラライフ
http://twitter.com/c_investlife

Twitterへの登録が必要です

@c_investlifeさんをフォロー



バックナンバー

一覧

- [2015年12月15日発行 Vol.156](#)
- [2015年11月16日発行 Vol.155](#)
- [2015年10月15日発行 Vol.154](#)
- [2015年09月15日発行 Vol.153](#)
- [2015年08月17日発行 Vol.152](#)
- [2015年07月15日発行 Vol.151](#)
- [2015年06月15日発行 Vol.150](#)

中国がわかるシリーズ30 五代十国時代に入る（後）

ライフネット生命保険株式会社 代表取締役会長兼CEO、出口 治明氏

キタイの建国から、高麗による朝鮮半島の統一までの歴史です。この時期、日本は平安時代でした。

[読んでみる](#)

ウェブ化以前のバックナンバー

2012年12月までに発行されたインベストラ이프をご購入いただけます。



[購入・詳細](#)

参考データ・コーナー

基本ポートフォリオのパフォーマンス

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

2015年1年間では4資産積極型が4.20%、同成長型が2.13%のトータル・リターンでしたが、同安定型は0.12%とわずかにマイナス。2資産型はすべて2~3%弱のマイナスで終わりました。

[読んでみる](#)

投信データ・ウォッチ

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

純資産上位のファンドの2015年12月末のパフォーマンス・データです。

[読んでみる](#)

I-OWAたより

I-OWAマンスリー・セミナー講演より「債券投資の疑問に答える」

有江 慎一郎氏、参加者のみなさま、岡本 和久 レポーター： 赤堀 薫里



国債はどうなるのか、日本の金融政策は？物価連動国債をどう考えるか等々、さまざまな債券に関する疑問を有江さんにお答えいただきました。

[読んでみる](#)

I-OWAマンスリー・セミナー講演より「瞑想と投資で生きる幸せな人生」

岡本 和久 レポーター： 赤堀 薫里



我々は毎日の生活で体が疲れま
す。同じように我々を取り囲むス
トレスで心も疲れているのです。
寝ていても夢にうなされるほどで
す。毎日、定期的に静かな時間
を持つことで心の疲れがリセットさ
れ、仕事の効率も上がり、間違い
も減ります。しかも、瞑想は投資
の成功法にも通じるものがありま
す。

[読んでみる](#)

岡本和久のI-OWA日記

★新年のご挨拶と2015年の振り返り ★資産運用気づきのタ
ネ 長期分散投資の基本を崩さない ★伊丹で行ったハッピ
ー・マネー教室参加者からのうれしい感想文（絵） ★第
123回 I-OWAマンスリー・セミナーが開催されました

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

セミナー案内

- ★2016/1/17 (日) 12:30~16:30 東京都渋谷区 I-OWA マンスリー・セミナー (124回) 会場: 東京都渋谷区広尾1-8-6-7F (当社オフィス) 岡本 和久「さあ、どうする! 50歳」 馬淵 治好氏「2016年、どうなる? 世界経済、マーケット」 フリーディスカッション&懇談会 スポット受講料: 教室での受講は10000円+税、予約必須、動画での受講は5000円+税
- ★2016/2/21 (日) 12:30~16:30 東京都渋谷区 I-OWA マンスリー・セミナー (125回) 会場: 東京都渋谷区広尾1-8-6-7F (当社オフィス) 岡本 和久「バブルなきバブル崩壊?」 大和証券投資戦略部チーフクオンツアナリスト吉野 貴晶氏「投資指標の本当の見方(仮)」 フリーディスカッション&懇談会 スポット受講料: 教室での受講は10000円+税 予約必須、動画での受講は5000円+税

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

Page Top



2016年 新春メッセージ

みなさま、新年おめでとうございます。
今年もインベストラ이프ならびにI-OWAをどうぞよろしくお願ひします。
新春に当たりいつもインベストラ이프をご支援いただいているみなさまから読者の方々へのメッセージをいただきました。以下に紹介させていただきます。

(順不同、敬称は略させていただきました)

● **森本 紀行 (HC アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長)**

資産運用業界の君よ、今のままでは、悲しくはないか、情けなくはないか。プロフェッショナルとしての誇りと情熱をもって、決起せよ、叫べ、反乱を起こせ、独立せよ。顧客は、会社の屋号ではなく、その君の決意をこそ、高く評価するはずだ。



● **山口 勝業 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社代表取締役社長)**

あけましておめでとうございます。昨年12月中旬に米国FRBは9年半ぶりの利上げに着手し、リーマン・ショック後の緊急的な金融緩和から脱却して金融政策をノーマル状態に復帰させようとしています。一方、日本の日銀は掲げてきた物価上昇率2%がなかなか実現せず、円安効果も一巡して、追加的な緩和を迫られるのでしょうか？ 日米の金融政策の違いが、為替や株価にどう反映されるのか、2016年はとても興味深い展開になりそうで、かなり市場の価格変動が大きくなるかもしれません。皆様、シートベルトをしっかりと締めて、安全運転で投資を続けるようにしましょう。

● **尾藤 峰男 (びとうファイナンシャルサービス 代表取締役)**

昨年は、コーポレート・ガバナンス元年といわれましたが、ROE アップ、自社株買い・増配、株の持ち合い解消は、一種のはやりや一過性のものとして終わってはいけません。いよいよ今年は、企業の本気度が試される時でしょう。コーポレート・ガバナンス強化こそ、日本企業の競争力の源



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

泉です。これによって投資家、企業ともに WIN・WIN となるのです。そして、1989 年末の日経平均最高値 38,915 円更新が現実のものとなるでしょう。

- 島田 知保（イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社 月刊「投資信託事情」発行人・編集長）

2016 年は、投資信託業界が生活者のために動き出す……そんな変化の元年になって欲しいと思います。政権支援・高齢化対策が背景にあるものの、金融庁主導で、投資信託を活用して自助努力による資産形成を国民に広めるために「投信正常化（普通の商品にしよう）」の圧力が業界に押し寄せた 2015 年。投信販売は、購入時手数料偏重（の回転売買）から残高重視へと変わろうとしています。そうは言っても、投資一任口座などお金持ちから手数料をいただくモデルが主流。そうした収益を自社グループで獲得するために、販売金融機関が投信会社や投資顧問を作るのも、ちょっとした流行になりました。……販売のスピリットの本質はほとんど変わっていません。一方で積立投資家に影響のある動きとして、DC 専用投信の一般販売への解放や、インデックスファンドの信託報酬値下げの動きがありました。また、分散投資のアドバイス機能を持つ「ロボ・アドバイザー」への業界の関心も高くなっています。受託者（仕事を託される専門家）の責任についても、様々な議論がされるようになりました。それらの様々な思惑や動きが、「普通の生活者の資産形成に役立つ」形で花開くよう、私も目を光らせながら、期待もしつつ、2016 年に挑みたいと思います。少しでも多くの方が、お金より大切なことを諦めないために。お金に縛られずに生きるために。人生の選択肢をより多く持つために。2016 年もインベストラ이프を拡げていきましょう！



- 宮井 博（日興リサーチセンター株式会社 理事）

今年は、スチュワードシップとコーポレート・ガバナンスの両コードが普及するかが注目されます。というのは、これらは、経済成長の担い手である企業が、適切なリスクを取って「攻めの経営」をすることのできるガバナンスを求めているからです。そして、スチュワードシップの最終受益者は年金加入者等の個人であることから、最終的には個人が機関投資家のスチュワードシップ活動をモニタリングしなければなりません。個人の金融リテラシーが経済を変えるのです。

- 馬淵 治好（ブーケ・ド・フルーレット代表）

当方主催のセミナーへの参加者で、株価や為替相場の見通し数値ではなく、何が経済や市場を動かしているのかを、自分の頭で考えたいという方が、2015 年はぐっと増えました。一方で、詐欺まがいの儲け話は後を絶ちませんし、企業の不祥事も多かった年であったと思います。世界の経済・金融がつながり、先行きの不透明感も高まるなか、個々人が自分の足で立って金融面で生活



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

を防衛することのお手伝いができるよう、2016年も務めたいと考えています。

● 菅 淑郎（大手企業勤務）

明けましておめでとうございます。昨年末に米連銀が9年ぶりに利上げを行いゼロ金利と訣別しました。今後1年くらいかけて緩やかに1%程度利上げされる可能性もあるようです。今年はどんな相場になることでしょうか？そもそも、一体次のベア相場はいつ訪れるのか？後から振り返って見ることはできても、それを事前に知ることはほとんど不可能です。貴方がもし株式投資家なら、そんな時でも保有を続けられる事業環境と優れたマネジメント力を発揮している企業を探すことに少し時間を使ってみてはいかがでしょうか。今年もインベストラ이프と多くの方との新しい出会いが数多く生まれますことを願ってやみません。



● 鎌田 恭幸（鎌倉投信株式会社 代表取締役社長）

新年おめでとうございます！ 鎌倉投信を起業し、公募投信「結い 2101」の運用・販売開始から間もなく6年になります。口座数は約1万5千、ファンドの純資産残高は210億円強になり、「いい会社」を応援する投資の取組みの輪も次第に広がっているように感じます。今年も社会に貢献できる投信会社になれるよう、一所懸命がんばります。皆様にとりましても良い一年になりますことを心より祈念します。

● 大江 英樹（経済コラムニスト、株式会社オフィス・リベルタス代表）

みなさん、明けましておめでとうございます。今年は東京はおだやかな年明けでしたが、市場は年初から大荒れのスタートでした。今年もかなり変化の激しいマーケットになると予想していますが、長期投資家にとってはあまり気にする必要はありませんね。投資家が正しい知識と理解を持つことがより健全な市場を育んでいくことだと信じて、今年もより多くの人に“伝える”努力をしていきたいと思います。東京だけではなく、地方のみなさんにもお目にかかる機会が増えると思いますので、どうぞよろしく願いいたします。

● 平山 賢一（東京海上アセットマネジメント(株)運用本部 運用戦略部 チーフファンドマネジャー／チーフストラテジスト）

2016年の金融市場は、三つの「エッ！」という意外な出来事が起こるのではないかと、昨年12月に参加したセミナーなどでは紹介させていただきました。「エッ！ンの復調(円高)」、「エッ！マーキングの復調」、「エッ！ネルギーの復調」の三つです。米国とその他主要国の金融政策も逆方向の



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ご時世。これまでの予定調和とは違う時代になりそうな予感があったからです。果たして、どうなるか？期待半分、懸念半分の1月です。今年もよろしくお願い申し上げます。

● 澤上 篤人（さわかみ投信株式会社 取締役会長）

「マーケットは荒れ模様になっていくが、長期投資家にとってはその真価を世に問う年になる」

いち早く景気立て直しにそれなりの成果をあげている米国の出口戦略は、きわめて健全な政策方向にある。しかし、世界の金融マーケットにとっては大きなしわ寄せをもたらすことになる。なにしろ、いまだにゼロ金利と超金融緩和政策に頼らざるを得ない EU や日本と、金利正常化に踏み出した米国との間で金利差が生じ、それがどんどん拡大しかねないからだ。



そうなると、世界のマネーは米国へ引き寄せられる。一方、EU や日本は超金融緩和政策を打てども、打てども、米国へのマネーシフトで景気回復は遅れる。それどころか、米国の金利上昇傾向に引きずられて EU や日本で市場金利の上昇を招きかねない。いくらヨーロッパ中央銀行や日銀が政策金利を低く抑えようとしても、米国の金利上昇に引きずられて保有している低利回り国債から、より高利回りのものへと乗り換えが始まるからだ。低利回りの国債を売るという行動は国債価格の下落、つまり市場金利の上昇に直結する。

市場金利が上昇に転じるや、リーマン・ショック後から日米欧の先進国が実施した異常なまでの資金ばらまきによって形成されていた世界の金融マーケットを大混乱に陥れることになる。それと同時に、国債中心に債券売りの流れが加速する。

金融マーケットの混乱で株式市場も一時的には大きく売られよう。しかし、債券市場の崩れが加速するにつれて、債券から株式への資金シフトが本格化する。これは、歴史的にみると1983年以来の逆転で、32年ぶりのグレートローテーションといわれる現象である。すなわち、長期の株式投資家にとっては絶好の開始込場面が続々と襲来するわけだ。そこをしっかりと拾っておくと3年5年後には、すばらしい投資リターンを手にできよう。

● 河口 真理子（社会的責任投資フォーラム共同代表理事）

2016年は世界では政治的緊張や経済的な波乱含みのスタートとなりましたが、東京は穏やかなお正月で幕あけました。国内の動向にフォーカスして考えると、時間がたって今年を振り返ってみると、「ESG投資が本格化した年」と位置付けられると期待しています。2014年からのスチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコードに引き続き、2015年9月には念願の GPIF が国連が提唱する PRI(責任投資原則)に署名、持続可能な社会構築とパフォーマンス向上のために環境・社会・ガバナンス(ESG)に配慮する責任投資に積極的に取り組むことを表明しました。GPIFの動きは他の公的年金や企業年金連合会に大きな影響を与えるので、2016年は、主要な運用機関



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

では ESG 投資が標準になる年になるだろうと期待しています。お正月の異常な暖かさ、世界各地で起きている洪水や台風竜巻などの自然災害、貧困問題が遠因とされるテロや国際紛争、これらは経済や資本市場へ大きな影響を与えますが、いずれも ESG の主要な課題でもあります。今年には ESG を観ることなく財務諸表だけみて投資(特に長期投資)する時代の終わりの始まりとなると期待しています。

● 高橋 陽子 (公益社団法人 日本フィランソロピー協会 理事長)

あけましておめでとうございます。暮れに、第 18 回まちかどのフィランソロピスト賞贈呈式を開催しました。青少年の部は 28 年間、お年玉募金で、ネパールの学校支援を続ける兵庫県加東市立社(やしろ)小学校が受賞。阪神淡路大震災の折には、ネパールの子どもたちがじゃがいもを売って得た 7,000 円を送ってくれたそうです。昨年 4 月のネパール大地震の際には、緊急募金活動を行ないました。寄付を通して、子どもたちの心の交流が続いています。新年のお年玉の使い途、ピギーちゃんを前に家族で考えてみたらどうでしょう。今年も、次世代のための投資を様々な形で進めていきたいと思います。



● 速水 禎 (朝日ライフアセットマネジメント株式会社 リサーチ運用部 ESG 運用グループ)

今年も世界の金融市場は振り子のように揺れ動いていくと思われれます。そうした中で株式投資にあたっては株価ではなく企業の価値を買うという姿勢がより重要になってくるでしょう。私は投資の本質とは本物とそうでないものを見極めることにありと考えており、毎日の生活の中でそうした眼を養うことを心掛けて行きます。そして投資収益の源泉を企業価値の成長に求め経済動向に関わらず経営改善によって成長が確実に見込まれる会社を発掘し厳選投資していきたいと思っています。

● 中野 晴啓 (セゾン投信株式会社 代表取締役社長)

皆さま、明けましておめでとうございます。去年は後半になって、中国が混乱し原油安進行に米利上げと市場の振れ幅が大きくなったまま新年を迎えました。2016 年はグローバリゼーション第二ステージへと、ニューパラダイムが確立するであろう転換の年ですが、長期投資家にとっては新たなビジネスやライフスタイル、或いは産業イノベーションが創り出す次の社会構造に思いを馳せつつ、荒っぽい相場でコツコツ仕込んで行ける機会です。ワクワク気分で次の時代に向けて、今年もいそがないで進んで行きましょう！



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- 竹川 美奈子（LIFE MAP,LLC 代表／ファイナンシャル・ジャーナリスト）

新年あけましておめでとうございます。無事に新しい年を迎えられたことに感謝しつつ、「投資が趣味でも、仕事でもない、ふつうのビジネスパーソンの資産形成をサポートする」を目標に、今年もできることを一歩ずつ丁寧に取り組んでいきたいと思えます。投信ブロガーの renny さん、『投資信託事情』編集長の島田知保さんと一緒に幹事を務める「コツコツ投資家がコツコツ集まるタベ（東京）」は、この 1 月で 68 回目の開催になります。お金について語る場をつくる、投資家さんのすそ野を広げるための活動もコツコツ続けていきますので、よろしく願い致します。世界的に不穏な空気が漂っていますが、一人ひとりが「希望を持って、今を生きる」ことを心掛けたいですね。



ポートフォリオの補完的実物資産 商品への投資をどう考えるか

講演: コロマ・キャピタル・フューチャーズ LLC

最高投資責任者

デビッド・パークアート氏

レポーター: 佐藤 安彦

I-O ウェルス・アドバイザーズ社に数名の方をお招きして昨年 10 月 29 日に行われたミニ・セミナーの様子をご紹介します。商品市況の動向が注目される現在、実物資産をポートフォリオにどのように使うか、示唆に富んだお話をいただきました。

<はじめに>

今日は皆さん、お集まりいただきありがとうございます。

今日は直接、商品を対象とした投資を行っているプロとしての意見を述べたいと思います。

今回は久しぶりに日本へ来て、旧友とも会うなど楽しい時間を過ごしています。実は私の妻は、日本人です。この会をアレンジしてくださった岡本さんとは前職(パークレイズ・グローバル・インベスターズ)で一緒でした。CFA 協会のコンファランスで偶然、再会し、その後、メールでコンタクトを続けていたのですが、今回のミニ・セミナーの実現となりとても嬉しく思います。

私の略歴については、資料をご覧くださいと思いますが、グローバルな証券アナリスト資格である CFA を保有しています。そして、CFA 協会を代表して、商品市況について多くの講演などの活動も行っています。

今日のテーマは、アメリカはもちろん、カナダ、アラブ首長国連邦(アブダビ、ドバイ)、ヨルダン、フランス、そして今回、初めてアジアで講演をします。来週はソウルのある大学で MBA の学生を対象に講演をする予定になっています。

私はこういった活動ができるのをとても嬉しく思っています。私にとっても、非常に情熱を込めて話すことができるテーマです。毎日私が行っている仕事は、商品先物をトレードする比較的小規模の会社の経営です。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

当社では、金属はそれほど取引していません。主に取引しているのは原油、金、ライブストック（家畜）です。運用手法は、ファンダメンタル分析と計量分析の両方を用いています。もう一つは VIX(ボラティリティインデックス)に基づいた取引を行っているファンドを運用しています。こちらは、完全に計量分析に基づくものです。私の話は時に情熱的になりすぎて早口になるかも知れませんが、その時は教えてください。私の会社の名前は、コロマ・キャピタル・フューチャーズ (Coloma Capital Futures) と言います。コロマ (Coloma) はカリフォルニア州の州都サクラメントの近くにあり、同州で最初に金が発見されたゴールドラッシュの発端となった小さな町の名前です。私の母親の先祖は、そのゴールドラッシュ時に幌馬車に乗って東海岸からカリフォルニアに来ました。私は現在、カリフォルニア州サンフランシスコに住んでいます。私が今、金をトレードしているのも何か運命であったように思います。



<商品のリターンとリスク>

さて、商品について少し話をします。商品というのは面白いものです。なぜなら、それは現実には我々の生活に役立っているものだからです。株式や債券は、それを食べて生きていく訳にはいきません。しかし、商品は、それが食品に供するものであれば、それを我々が食べ、生活を支えている物になります。株式や債券は、我々のイマジネーションの創造物です。ある人が他の人に何か約束をして、その責任を負う、そういった性格のもので、従って、商品のファンダメンタルは、普通の株式や債券とは異なっています。そういった意味で、商品という物の本質を良く理解していただきたいと思います。

なぜ、我々は投資を行うのでしょうか。それは第一にリターンを得たいというのがあります。そして第二に分散ということがあります。色々なものに投資をするときに、それぞれのリスクとリターン、そしてそれらの相関関係について考えます。そして第三に我々は、理論的にそれをいかに現実的なポートフォリオにしていくかを考えます。つまり、我々が投資をする時にはまず、最初にリターンを考え、次にリスク分散を考え、更に現実的にどのようなポートフォリオにするかを考えます。それではリターンについて、考えてみましょう。ゴールドマンサックスの商品指数、アメリカの大型株、日本の株式、日本の債券(10年債)のリスクとリターンを比較したものが、このスライドです。これらの数字は全て円建てで、リターンは年率に換算したものです。



Return / Risk Comparison (JPY)

Period	Commodities	Large Cap US Equities	Japanese Equities	Japanese Bonds
44.75 years Return Risk	3.5% 23.0% 0.2	3.2% 19.0% 0.2	4.5% 19.1% 0.2	
20 years Return Risk	0.3% 24.7%	5.9% 19.0%	0.2% 16.5%	
10 years Return Risk	(10.3%) 25.6%	4.2% 19.4%	4.3% 20.2%	2.2% 2.5% 0.9
5 years Return Risk	(3.8%) 20.4%	18.4% 16.1%	16.4% 17.6%	1.9% 1.7%

Periods all ending Sept 2015. Commodities: S&P GSCI TR, Large Cap US Equities: S&P 500, Japanese Equities: Nikkei 225, Japanese Bonds: S&P IGB 10yr TR. Risk defined as annualized standard deviation

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

ここで最初に注目すべき点として、商品市況は最近あまり良いパフォーマンスではないということです。原油価格を見ても、1 バレル 110ドルが 45ドルまで下がり、最安値では 38ドルを付けました。しかしそれに関わらず、商品のリターンは、長期的にはほぼアメリカの大型株と似たようなリターンを出していることは注目できます。アセットアロケーションを考えると、当然、長期間のリターンとリスクに基づいて考えねばなりません。商品については、44.75 年という長期にわたって見るとアメリカの株式よりも少し良いパフォーマンスを示しています。ただし確かにリスクは少し高いというのも事実です。一方、当然、分散効果もあります。ある時は商品が上昇してその他のものが下落する。商品が下落してその他のものが上がる。そのような事が起こり分散の効果が出てきます。こちらの赤枠の中に書いた、0.2 という数字ですが、リターンをリスクで割った値です。四捨五入の関係もありますが、ほぼ 0.2 という同じ様な数字になります。ここで話しているのは、商品そのものではなく、商品先物ということです。レバレッジは掛けていません。全ての商品先物は、ノーショナル・バリューという数字を持っています。想定価値というものです。

<商品先物>

商品先物は、様々なものをベースに構成することができます。商品そのものの場合もありますし、日経平均やアメリカの株式など、色々なものに関する先物契約が可能です。そして、商品先物のリターンには三種類があります。それが次のスライドです。



Three Sources of Return (JPY)

- Price return
- Roll return
- Income return

S&P GSCI	Total	Price	Roll	Income
Return	3.5%	-0.8%	-1.6%	3.5%
Risk	23.0%	23.1%	4.7%	1.0%
Correlation	—	0.98	-0.07	-0.16

Risk defined as annualized standard deviation. Period covered: December 1970 to September 2015

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

商品先物のリターンの第一の構成要因は、Price (価格)です。資料で解るように 44.75 年間で見ると、商品の価格は-0.8%で若干の下落をしています。原油価格が 45ドルにまで下落したことに象徴されていると言えます。第二の構成要因は、Income (収入)です。ここではレバレッジが掛かっていないので、インカムが収益を産むという形になります。そして、第三の構成要因が、Roll (ロール)です。先物契約は期限が来ます。期限が来たら失効します。という事は、期限が来たら次の先物契約に乗り換えねばなりません。その場合、次の先物契約が高くなっていることもあります。またある時は安くなっていることもあります。これを、コンタンゴやバックワーデーションと言います。つまり、ポジティブなプラス、あるいはネガティブなマイナスのリターンがあり得るということです。それらはその期間構造によって決まってきます。例えば、現在のように原油の供給が過多になっている時は、次の契約時の価格は安くなる傾向があります。その場合には、現物のオイルを持つことのコストが発生します。つまり、マイナスのロールリターンからのコストが発生するということです。

しかし、需要が非常に強ければ、その需要を反映し将来の価格よりも高くなることもあります。先々、中東の国が原油の生産を増加することもあります。あるいはアメリカのシェールオイルの増産が始まることもあるでしょう。そうなった場合、将来の価格は安くなると見られており、それがバックワーデーションと呼ばれる状況です。それがポジティブなプラスのロールリターンをもたらします。つまりロールリターンとは、その時の需給関係を反映して発生するものです。しかしこの表でお分かりになるように、ロールリターンとアセットクラスのリターンの相関係数はほぼ 0 です。インカムリターンも同様に相関係数はほぼ 0 です。つまり、価格の変動がアセットクラスのリターンをもたらすことになりません。

最初に商品先物のリターンには 3 つの要因があると言いましたが、価格の要素が非常に大きいということです。つまり、重要な事は、原油で言うなら、その価格が上がるか下がるかという事です。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

それでは、それぞれ 3 つの要素について解説をしましょう。

参加者：商品の場合、なぜインカムが発生するのでしょうか？金（Gold）を持っていても収入というものは、無いと思うのですが。

バークアート：商品先物をトレードする場合には、証拠金を積まなくてはなりません。これは株式先物や債券先物でも同様です。商品先物の場合、大体 7~10%程度の証拠金が必要です。そしてその証拠金が金利を稼ぎます。つまり、金そのものは、株式に対する配当金や債券に対する利息のようなものは生みませんが、商品先物に投資した時には、インカムが発生することになります。ただし、現物の金を保有する時には保険などのコストが掛かりますが、先物にはそういうことはありません。つまり、キャッシュの価格と先物の価格は異なるということです。商品先物のインカムは、通常であれば米財務省証券の 3ヶ月物位のインカムがある訳ですが、現時点ではほとんどゼロ金利になっています。



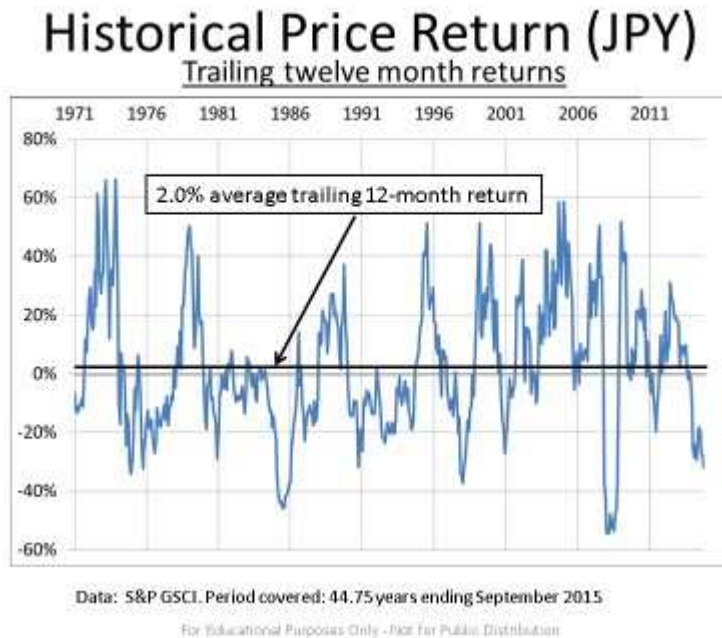
<価格の変動>

次のスライドは、過去からの価格変動を円換算したものです。過去 12ヶ月毎の移動リターンです。1970年代には 60%まで上昇したことがありました。また、2008年には-50%くらい下落しています。つまり、商品市況には非常に大きなボラティリティが付きものだということが解ります。平均リターンとして見ると 2%程度になりますが、実際には上にも下にも非常に大きく振れていることが解ります。ここで一応 2%という数字を頭の隅に置いておいてください。また、前スライドの、44.75年間のトータルリターンが年率 3.5%という数字だったことも、頭の片隅に置いておいてください。同じくロールリターンは長期ではマイナスになっています。しかし、例えば原油を見てみると、オイルショックの



長期投資仲間通信「インベストライフ」

様なごく一時的に需要が非常に強くなって価格が上昇する要因が発生する。しかし、将来にわたってその需給関係が正常化し安定すれば、価格は落ち着いてくる場合もあります。



例えば、牛肉を見てみます。厳しい冬になった場合、牛が死んでしまうことがあります。しかし、豚は寒さに強い動物です。ですから、同じ生き物ではあっても、それぞれの動物によって微妙な違いがある訳です。

次のスライドは、主要な商品についてまとめてあります。我々は、毎日何らかの形で Soy (大豆) を消費しています。つまり、大豆は我々の生活に必要な物なので、どこかに存在しなくては行けないということが言えます。それは倉庫の中に仕舞われているかも知れません。その場合、消費者はその倉庫の料金も支払っていることになります。つまり、コストが掛かっているのです。と言う事は、バックワーデーションではなくコンタンゴが起こりがちということです。



Historical Roll Return (JPY)

Historical Backwardation	Back%
Crude Oil	46%
Live Cattle	43%
Sugar	40%
Soy	22%
S&P GSCI	42%
S&P GSCI historical roll return	-1.6%
S&P GSCI energy historical roll return	-0.6%

Data: S&P GSCI. Period covered: December 1970 ending September 2015

Recall that roll return has a -7% correlation with total index return

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

例えば、来年の6月にアメリカで干ばつが起こるとします。エルニーニョの影響です。そうすると、将来の大豆の価格は変動します。ロールリターンは、このようなことで発生します。全体としてはそれほど大きな影響ではありませんが、それでも重要な要素の一つです。このスライドは、今後10年くらいにわたる商品先物からのリターンを推計したものです。価格はインフレと関係しますが、コンサーバティブな予想でも1%、アグレッシブな予想では4%程度の物価上昇が見込まれます。

Expected Total Return (JPY) with a ten-year time horizon

$E(R \text{ price}) + E(R \text{ roll}) + E(R \text{ risk free rate}) = E(R \text{ commodities})$
Conservative Case
$1\% + (-2\%) + 2\% = 1\%$
Aggressive Case
$4\% + 0\% + 4\% = 8\%$

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution



長期投資仲間通信「インベストライフ」

ロールは、マイナスになるかも知れませんが0%かも知れません。そしてインカムに相当する無リスクレート（米財務省証券の3ヶ月もの）は2%~4%位まで上昇するかも知れません。これらを合計すると、コンサバティブなケースで1%程度、アグレッシブなケースでは8%くらいの商品先物からのリターンが期待できると、私は考えています。

<リスク分散の効果>

次にリスク分散の効果について話をします。

次のスライドにある様に、商品先物と株式市場の指数との相関係数は、非常に低いものがあります。日経225、S&P500、MSCI(アメリカを除く先進国)、MSCI(新興国)、Barclaysの債券指数、DowのREIT指数など、これらとは非常に低い相関係数を持っています。

Risk Diversification

- Low correlations with traditional asset classes

Index	Correlation w / S&P GSCI TR
Nikkei 225	0.16
S&P 500	0.08
MSCI EAFE	0.15
MSCI EM	0.28
Barclays Capital Aggregate	-0.03
DJ Wilshire REIT	0.19

Period covered: December 1970 (or index inception) to September 2015

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

18

次に、国単位の生産国・消費国の株価指数との相関を見てみましょう。ある投資家は「私は中国の株式を持っているから、商品先物には投資する必要はない」と言います。そのような議論をする人もいます。中国は世界最大の金の産出国です。中国は、更に原油が世界5位、トウモロコシも大量に生産しています。またある人は、「エネルギー関連の株式、あるいは素材関連の株式を保有しているから、商品先物を持つ必要はない」とも言います。しかし、このスライドにあるように、ブラジル、カナダ、中国、またはエネルギー関連銘柄や素材関連銘柄の株式指数と比べても、商品先物はそれほど高い相関係数を持っている訳ではありません。つまり、分散の効果は十分にあるということです。



Risk Diversification

- Medium to low correlations with commodities equities

Index	Correlation w / S&P GSCI TR
MSCI Brazil	0.19
MSCI Canada	0.18
MSCI China	0.27
S&P Energy	0.57
S&P Materials	0.26

Period covered: December 1970 (or index inception) to September 2015

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

11

このスライドは非常に興味深いものです。景気が拡大基調、または縮小基調の状況で、それぞれ初期段階か後半以降の段階かを分けて書かれています。少し古いデータを使っていますが、景気の拡大期または縮小期において、株式、債券、商品先物が、どのようなパフォーマンスであったかを示しています。縮小期の後期においては、商品先物は下落する傾向にあります。しかし、株式や債券は上昇に転じています。なぜかという金利が下落するからです。景気の低迷から脱出しようと低金利政策が実施されるからです。

Risk Diversification

- Low correlations over business cycle

	US Stocks	US Bonds	Commodities
Expansion	13.3%	6.7%	11.8%
Early	16.3%	10.0%	6.8%
Late	10.4%	3.6%	16.7%
Recession	0.5%	12.6%	1.1%
Early	-18.6%	-3.9%	3.7%
Late	19.7%	29.1%	-1.6%

Average returns by business cycle stage (1959-2004). Borton & Rouwenhorst, "Facts and Fantasies about Commodities Futures," February 2005. US Stocks (S&P 500 Index), US Bonds (Ibbotson Corporate Bond Total Return Index), Commodities (author-created return series)

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

12



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

問題は、現時点において、我々が低迷期の後期にあるのかどうかということです。あるいは、すでに拡大基調の初期状態に入っているのでしょうか。これは非常に重要な問題です。通常は、景気拡大期には金利は上昇します。いずれにしても重要なことは、景気の転換期において株式や債券と商品先物は異なった動きをするということです。これはこのスライドにも示されています。

Business Cycle Viewpoint Digression

Econ State	Commodities
Early Expansion	6.8%
Late Recession	-1.6%

- Bullish viewpoint: implement with long ETFs, call options, bullish managers
- Bearish viewpoint: implement with short ETFs, put options, bearish managers

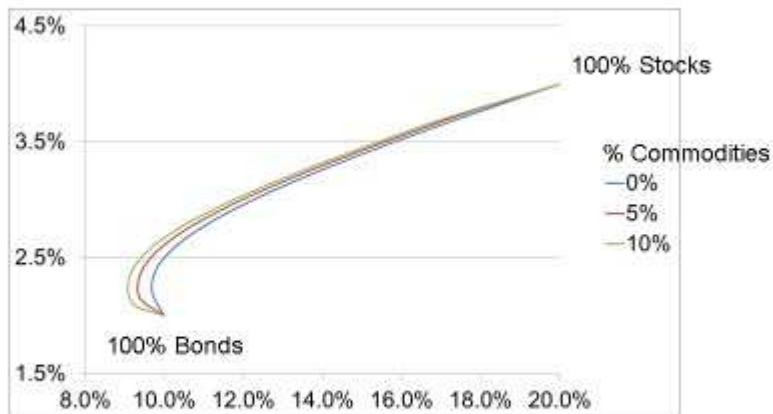
For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

13

次のスライドは効率的フロンティアを表しています。曲線の両端にあるのが100%債券と100%株式ですが、そこからそれぞれの配分比率を少しずつ変えています。ここに、商品先物を0%、5%、10%と加えた場合の線を引いています。これで解るのは、商品先物の割合を増やすと曲線が左側に膨らんでいる。つまり、同じリスクでより高いリターンを得られるチャンスがあるという事です。このことからそれほど大きな割合でなくても、少しの商品先物をポートフォリオに加えることで、インフレヘッジをすることにもなりますし、ポートフォリオ全体のリスク・リターンのバランスを改善する効果がある訳です。一般的に例えば、高齢の婦人のポートフォリオに商品を組み入れることは良くないという意見がありますが、実はそんなことはなく、少しだけ商品先物を加えることは有効であることがお分かりいただけたらと思います。商品先物だけでなく、不動産も同様に効果的だと思えます。高齢になった時に一番重要なことは、いかにインフレに対応できるかだと考えます。



Portfolio Return/Risk Impact (JPY)



Adding Commodities Improves the Efficient Frontier

For Educational Purposes Only - Not for Public Distribution

14

<どのように商品先物を使うのか>

それでは、次に商品先物をどのように使っていくかについて話をします。

ETFを使うという手があります。ETFには現物の商品を持つケースもあれば、先物を使うケースもあります。また、ETFが連動する商品先物指数にも数々の物があります。例えば、ゴールドマンサックスの指数は、エネルギー関連が非常に高い割合になっています。この指数の場合、75%位をエネルギーが占めています。一方、ブルームバーグの指数（かつてのDow Jones UBS指数）は、エネルギーは35%程度です。代わりに天然ガスが高くなっています。このように、それぞれの指数によって内容が少しずつ異なっています。しかし、概してそれぞれの相関係数は高いと言えます。そしてまた、それをとっても伝統的な資産クラスとの相関係数は0%~10%なので、低いと言えます。

つまり、どの指数に連動するETFを持つかということよりも、その様なETFを持つか持たないかの判断が非常に重要だということです。

同じリスクでも、ロールリスクを重視しているものもあります。

商品先物に連動するノート（短期債券）を発行するケースもあります。その場合、ノートの発行体のクレジットリスクがあることを忘れてはなりません。つまり、商品先物を持つことに加え、発行体の信用リスクを負っていることとなります。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

<二つの運用手法>

運用手法としては、ディスクレショナリーかシステムティックかの2つがあります。ディスクレショナリーは、全世界のマクロ経済などに基づいて投資判断する手法で、システムティックは、計量モデルに基づいて運用することです。

最初にその商品がどちらを使って運用しているかを見極めることもとても重要です。

少し、世界を取り巻くファンダメンタルズに関する話をしたいと思います。今、世界が抱えている大きな問題は、基本的に人間が作り出したものです。誰が色々な規制を作るのでしょうか。我々人間です。誰がテクノロジーを作るのでしょうか。私たち自身です。時にテクノロジーは GMO フードのように良くないものになります。

また、時に健康上の問題からソーセージを食べ過ぎるのは良くないという議論が飛び出します。環境汚染も大きな問題です。特に中国では大きな社会問題になっています。

つまり、人間は色々な状況を常に変化させているのです。ですから私は、システムティックな手法を取ることは、あまり正しくないと考えています。これら人間が作り出す様々な変化を、コンピューターで全て把握するのは無理だろうと思っています。

ある変化が、予期せぬ結果をもたらすかもしれません。

<市場性に注意>

もう一つ、商品先物に投資する時に考えておくべきは、商品市場はとても小さなマーケットであるということです。株式や債券と比較すると、非常に小さいのです。ですから、商品市場に投資すべきかどうかを考える前に、株式や債券がどうなるかをしっかりと見極めることが、長期的な投資をする上でとても重要なことです。

<市場の今後に関する私見>

皆さんが私に同意するかどうか判りませんが、ここからは市場全体に対する私の見方です。

私は、今の低金利が暫く続くと思っています。まだあと2年くらいは低金利でしょう。米連邦準備制度理事会(FRB)は12月に利上を行いました。しかし、2016年には利上げはないと思っています。なぜそう考えるのか。まず、アメリカの景気はそこその状態にはあると思います。しかし、いくつか考えるべき事があります。伝統的に連銀は、大統領選挙にあまり影響を与えたくないという姿勢を持っています。また、イエレン議長は、ヒラリー・クリントン氏を支持しています。色々理由を変えながら、様々な理由を付けながら、来年も利上げはしないだろうと考えています。

ヨーロッパの状況をもみても、あと2年くらいは量的金融緩和政策(QE)が続くであろうと見ています。日本も利上げをすることは考えられません。中国も景気が減退していて、7%~7.5%の成長を目指すという発言は消え、社会的安定を目指す姿勢を見せています。企業の倒産を防ぎ、人々があまり悲惨な状況にならないようにすることが目標になりつつあります。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

<株式市場ではソブリン・ウェルス・ファンドの売りに注意>

株式市場を見てみましょう。あまり多くの人が目していませんが、ソブリン・ウェルス・ファンド（国富ファンド）の動向を注目すべきだと思っています。サウジアラビアの王家は、資産の8%ほどを今年使っていると言われてます。8%ずつを使ってあと何年持つのでしょうか。結局、資産を現金化せざるを得ない状況になるでしょう。この面では逆風が吹いていると言えます。ノルウェーも同様です。数%のソブリン・ウェルス・ファンドを現金化し、財源を賄うような状況になっています。



本来、そのような資金が拡大する事が株式市場の下支えになっていたのです。

それが売却をするような状況では、株式市場にとっては、良い材料とは言えません。ロシアのソブリン・ウェルス・ファンドはどうでしょうか。恐らく来年には底をつけてしまうのではないのでしょうか。ウクライナやシリアとの戦争、オリンピックなど、非常に金の掛かる事ばかりです。

つまり、以前は株式の下支え要因であったソブリン・ウェルス・ファンドが、今、逆転しつつあります。ソブリン・ウェルス・ファンドはこれまで、株式、債券、不動産、そして商品の非常に強い買い手でした。それらの中で、現在大きく下げているのが商品市況です。大きく下落したのは商品だけです。まだもう少し下がるかも知れません。そういう意味で私は、基本的に商品投資に対して警戒する態度をとる時期だと思っています。そうでなければ、例えば金などの株価の変化に影響を受けないような投資をすべきだと思います。

<金に注目>

中国は、米財務省証券から金への変換を継続しています。金の代わりに日本国債を買うことはないでしょう。ユーロを買うこともないでしょう。選択肢は非常に限られています。そういう意味で、私は、通貨の側面からも、日本の投資家は金を買うのが良いと考えています。

原油については、我慢強くあるべき時期だと考えています。現在よりもさらに安値があるでしょう。その時は買いのチャンスとしては良いと思います。その場合は、広く商品市況全体に関連した商品を買うか、あるいは、ピンポイントで原油を買うかということになると思います。

穀物はどうでしょうか。ブラジル、アメリカ、アルゼンチンでは、穀物はとても豊作です。そういった意味で、供給はかなり豊かになっています。しかし、エルニーニョの影響もあり、天候はこれからか



長期投資仲間通信「インベストライフ」

なり大きく変動するのではないかと、私は考えています。従って、穀物の生産はこれから予断を許しません。政治や経済ではなく、穀物にとっては天候が注目すべき大きな要因になっています。そういう意味では、金は安全かも知れません。あるいは、非常に幅広く商品全体に連動するような商品を買うことになるだろうと思います。いずれにしても、暫くは我慢の時期が続くだろうと考えています。

参加者：米国では個人投資家の商品に対する興味はかなり高いのでしょうか？

バークアート：やはり目先の動きに影響されてそれほど高くはありません。あまり長期の視点はな
いようです。当社の顧客はほとんど個人投資家です。私共のように判断をベースに運用
するディスクレショナリー型の運用ではもともとそれほど大きくないのです。また、投資アド
バイザーが商品をお客に勧めることができないという理由もあります。お客に勧めるには
特別なライセンスが必要だからです。まあ、オンラインなどで投資はできるのですけれど
ね。あまり、知られていないというのが大きい理由だと思います。教育が必要です。

参加者：商品のETFではどんなところが評判が良いのでしょうか？

バークアート：インベスコのパワーシェアード・シリーズは評判がいいですね。あと、現物に投資をし
ている金や銀のETFもあります。

参加者：ポートフォリオの中に商品を組み入れるとしてどのぐらいの比率で入れたらよいのでしょ
うか。

バークアート：色々な要因によって異なりますが一般論としては資産全体の5%程度ではないでし
ょうか。

それでは、このあたりでまとめをしておきます。

商品は、今後も長期的にポジティブなリターンを生み出すと思います。また、商品は、株式や債券
と異なった動きをするため、リスク分散に効果的です。そして、商品に投資する場合は、幅広い選
択肢があります。

この三点をまとめとして、私の話を終えたいと思います。ご清聴ありがとうございました。



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 「個人投資家のための債券投資法—金利上昇懸念に惑わされるな」

講演：アムンディ・ジャパン株式会社
債券運用部長 有江 慎一郎氏
レポーター：赤堀 薫里

債券とは、売買できる借金、貸付金です。売買する為の幾つかの条件を提示しないと売買はできません。
①発行体(借主)はだれか。②償還日(満期返済日)はいつか、一括償還か、部分償還か。③クーポン(貸付利率)は何%なのか。それは変動か固定なのか。これらの条件が揃わないと譲渡ができないというのが債券の性質です。

2つ目の債券の性質は、利回りと債券価格の関係です。金利が上がると価格が下がり、金利が下がると価格が上がる。例えば、3年金利が0.5%の時に発行された場合、元本100を払うと、利息は1年目0.5%、2年目0.5%、償還3年目に0.5%と元本100を貰えます。このようなキャッシュフローを貰う環境があった直後に、急に3年金利が1%に上昇しました。金利上昇後に発行した債券は、元本100を払うと、利息は1年目1%、2年目1%、償還3年目に1%と元本100貰えます。この環境に、3年金利が0.5%の時に発行された債券が適応するには、0.5%ずつ3回受け取る金利が少ないわけですから、その分、投資金額が少なくていいわけです。つまり、金利が上がると、その分投資する金額が少なくていいという話です。あくまで固定利付債の話ですが、市場の金利が下がると債券の価値が上がります。

そうすると、「これから金利が上昇するかもしれない時に債券を持っていていいのですか？」という、今、問題として取り上げられている話になります。ちょっとシミュレーションをしてみます。金利がポンとあがった後、一定だった場合どうなるのでしょうか。市場金利が0.5%の時に、表面利率





長期投資仲間通信「インベストラ이프」

0.5%の10年国債が額面100円、単価100円で発行されたものを購入直後に、金利が急騰して10年国債の利回りが1.5853%に上昇した。このままこの国債の利回りが1.5853%にずっと留まっていた場合、価格はどう動くのでしょうか。

株式のケースで考えてみると、1万円の株式が9千円に下がり、そのまま横ばい状態だと、いくら待っても株価は9千円のまま値段は回復しません。債券の場合、償還価格100である債券が償還に近づくと市場価格は100に近づいていくという性質があります。発行直後に価格が90円に下がり、表面利率0.5%で発行した利回りが、1.5853%に留まり続けていたとしても、毎年価格が上昇し、最後10年後100になって返ってきます。

つまり、金利が上がろうが下がろうが、購入した時に「10年間0.5%でいい」と腹をくくってしまえば、期中の利回りの変動は全く関係ないということになります。これは、どのような水準でも同様であり、償還単価が100円にある債券の市場価格は、償還に近づくと利回りの水準がどこであろうと100円に近づいていく。例えば、0.5%の表面金利の債券の金利が0%になった場合、価格は最初上がりますが、ずっと0%で横ばいになっていると、最後価格は100円に戻ります。

決算がある機関投資家にとっては価格の変動は問題となっても、決算がない個人投資家には本来関係ないこと。債券は値動きがありますが、10年間持ち続ける覚悟があれば、別に期中の変動は関係ない。所有期間利回りは、ならずと0.5%になります。何故なら最初に0.5%、10年で投資している為、途中でデフォルトしない限り必ず0.5%で返ってきます。これが一番重要なことです。

この後、講演では、再投資リスクの話や、許容できる金利上昇幅について、債券を持ち続けることの意味、イールドカーブは一定ではないこと、ラダーポートフォリオなどについて、クレジット(主に社債)投資について、外国債券について説明頂きました。最後に、当面、最善と考えられる債券運用戦略について、本日の議論を総括して教えていただきました。



中国がわかるシリーズ 30 五代十国時代に入る（後）

ライフネット生命保険株式会社
代表取締役会長兼 CEO、出口 治明氏

ウイグル帝国の滅亡以来、権力の空白が続いていた北方の草原では、916年、耶律阿保機がキタイ帝国（契丹、遼）を建国しました。キタイは（600年近く）有力8部の長（大人）が交代で河汗となりキタイ連合を支えるシステムを採用していましたが、耶律阿保機は、漢人幕僚の献策を容れて、帝位に登ったのです。キタイは、駅伝制（ジャムチ）を整備し、仏教を篤く信仰しました。

919年からはモンゴル高原への進出を開始し、ステップ・ルートを掌握して、西方諸国との交易を目論みました。安祿山が根拠地とした燕の地には、五京の1つ、南京析津府がおかれ、交易で大いに賑わいました。東アジアでは、おそらく、開封と並ぶ大都市であったのでしょうか（北京の実質的なスタートが始まったのです）。

ウイグルが始めた都市の重視は、キタイでは更に発展し、遊牧帝国の統治機構の強化に資することになりました。この大帝国から、キタイ（キャセイ）という中国の別名が生まれたのです。

918年、王建が弓裔を倒して、高麗を建国しました。926年、キタイは渤海を滅ぼしました。935年、新羅が滅亡。936年、高麗は、[後]百済を滅ぼし、朝鮮半島を統一しました（コリアの語源）。958年には、科挙制度を導入しています。しかし、新興の高麗は、強国、キタイの侵入に苦しみました。この頃、檀君の建国神話が出来上がったと見られています。朝鮮民族の始祖、檀君は、外敵に抗して行く民族の拠り所となりました。高麗は962年には宋に朝貢していましたが、994年、圧力に耐え切れず、宋と断交して、キタイに朝貢しました。



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 「債券投資の疑問に答える」

座談会：有江 慎一郎氏、
参加者のみなさま、岡本 和久
レポーター：赤堀 薫里

岡本 | おそらくみなさん、興味があると思うのですが、日本の国債が、今後どんな着地になっていくのか所感を述べていただけますか。

有江 | 今までにやったことのない実験をやっていると思います。正直わからないですね。量的緩和を先にやっていたアメリカがようやくそれを解消して、これから利上げかなというところで、思ったよりスムーズにノーマルな経済に移行できていない。パリの同時多発テロもありどうなるかなと思っていましたが、ようやくようやく実施に踏み切った。ただ、今までのアメリカとは違います。利上げをしたからと言って、過去の局面とは異なるのです。利上げは続けて5~6回ではなく、やっても1~2回かなということになると、そもそも利上げをやる必要があるのかという話になってしまいます。それくらい経済が過去のノーマルではないということです。先にやっているアメリカの結果を見ないことには日本はなかなか判断できないところがあるでしょう。少なくとも日本の国債の保有率が、ほとんど国内で収まっている以上、万が一機能しなくなったとしても、通貨や何かに極端な波及があまりないのかもしれませんが。ただ、これは前例がないことなので、正直わからない。

岡本 | 過去のノーマルではないということは、先進国全体としても低成長時代ということですか。

有江 | ということかもしれませんね。これは興味深いことですが、ニューヨークにある経済調査機関のISIのエド・ハイマンという人と十数年前に話をした時のことです。「アメリカの金利は、これから2%に下がり定着する。オイルショック前の低成長時代は、アメリカの金利が2%ぐらいしかなかった。それがインフレになってどんと上がってきた。これが、デフインフレの世の中になってきたら、またそこに戻るんだ。」という話を十数年前に言っていまし



長期投資仲間通信「インベストラيف」

た。今それを実現していることが、なかなか慧眼だなと感じます。デイスインフレがインフレを押さえていく。低インフレを輸入している世界では、なかなかインフレが加速しにくい環境になっているのではないかと思います。そういう意味では、金利がなかなか上がりにくいということでしょう。



岡本 | インフレが加速しにくいのは、供給要因ですか？需要要因ですか？それとも両方かもしれませんね。一つは先進国の人口構成の問題があって、人口減少、高齢化が進み、昔ほどの需要が伸びていない。コスト構造の中で、人件費が構造的に下がっている。中国は上がってきていると言いますが、世界全体を見れば、まだまだ労働賃の安い所はたくさんあります。オイルショックが起こった時に、原油価格とそれに関連するすべての価格体系が上方にシフトした。その逆の現象が起こっている。コスト構造の中で人件費は非常に大きな比率を占めているのですが、安い労働力の参入で価格体系が変化している。だから、なかなかデフレから脱却できない。むしろ構造的な要因だと思います。その構造的要因に対して、それを止めなくてはならないと、どんどん国債を発行して、それを中央銀行が買っていき、というスタイルの解決策でいいのかな？という疑問がありますが、残念ながら



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

他の政策は浮かばないですね。選択肢として、「最後がどうなるかわからないけど、これで行くところまで行く」、或いは、「低成長に甘んじて、社会の構造を変えていく」、それぐらいしかないですかね。低成長に甘んじるということは、失業問題や社会保障の問題が必ず出てくるわけで、悩ましいですね。

有江 | 悩ましいと、それで終わってしまうことが今の問題ですね。おっしゃる通り、構造的な問題を金融政策だけで止めることは絶対できません。それを恐らく黒田さんはわかっていると、私は思っています。だからこそ、二発目はやりましたが、三発目は何が何でも固辞したがついてきますよね。二発目やったのも、金融政策で何かをするというよりは、政府にアクション起こせよと、七首を突き付けるくらいの気持ちでやっていたのだと思います。やはり社会構造を変えていかない限りは無理かなと思います。

参加者 | 日銀が、国債のほとんどを買っていますよね。止める為の政策だったのにやめられなくなってしまった。日銀が巨大プレイヤーになってしまうと、日本の国債の価格形成、発行条件が歪んでいるということや流動性の問題は、現在どの程度ありますか。それとも今後の懸念なのでしょうか。

有江 | 今現在、流動性は十分落ちていると同時にすでに市場は歪んでいます。基本的に国債ですから、発行体は同じなので信用リスクは同じです。金利が近ければ同じような利回りになっていなければならない。我々は仕事柄、日々クッションの分析をしていますが、隣り合った銘柄のクッションがすごくずれています。言い換えれば、そこに内包される利回りの水準がおかしいので、逆にそこを利用して、高いクッションを買いに行ったりします。年金さん向けの運用は、市場との競争をしているので、プラスのリターン、マイナスのリターンとは別に、インデックスに勝つか負けるかなのです。インデックスに勝つか負けるかの部分で、歪みがすごく使いやすいわけです。そういう意味では日銀さまさまですね。いいなと、思っている反面、この歪みをこのままおいておくのは非常におかしいとも感じます。それだけ市場が非効率になってきているわけです。発行する側も色々な人が使いにくい市場になってきていると思います。ただ今、国債の市場は、ヨーロッパも歪んでいるというか異常な状態になってきています。あそこもマイナス金利というよくわからない世界になっています。そこに比べたら全部プラスなだけましかかと。日銀の黒田さんは、「まだ、歪んでいない。流動性はある。」と言っていますが、見ている人間から見たら流動性はなく、歪んでいるという感じですね。

岡本 | 物価連動国債についてどんな感じをお持ちですか。日本国内では市場性というものはほとんどないし、相当歪んでいるわけですね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

有江 | 今、物価連動国債が織り込んでいるここから10年位のインフレは、年率で1%前後か、若干低い位ですかね。それ以上にインフレが起きると思えば買いですし、そうでなければいけないのかなというところですね。債券にしか投資できないという投資家であれば、物価連動債も使い道がありますが、別に株でもなんでも投資できる人であれば、私は株でもいいのかなと思います。債券は安定して、今見える金利、例えば0.5%を何年我慢できますかというその判断だけでいいと思っています。それ以外でリスクを取る所は、「金利が上がる、インフレになる」というようなことは別のものでやった方が、考え方はシンプルですね。「金利が上がった、下がった」と、おたおたする必要もないですし、考えやすくもいいですね。

参加者 | 株とか債券の配分比率に関するのですが、これだけ、債券の金利が低いと「債券を入れる意味がありますか？キャッシュでもいいのではないですか？」と言われることがありますが、その辺りはどう考えていますか。

有江 | 債券は、キャッシュより、若干利回りがある分意味があると思います。あとは、資産の値動きのボラティリティをどの辺に持っていきたいかということによります。単純に「期待リターンが高ければいい」ということではないですよ。投資家によっては、「期待リターンはそれほど高くななくてもいいけれど、変動を押さえたい」ということであれば、債券は意味があります。一概にどうとは言いきれないと思います。債券は最後まで持っていれば、当初見えていた利回りが必ず帰ってきますので、それをどれくらい許容できますかということを考えればいいと思っています。

岡本 | 今日もありがとうございました。



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 「瞑想と投資で生きる幸せな人生」

講演： 岡本 和久
レポーター： 赤堀 薫里

瞑想には、様々な流派、手法がありますが、今回は私が長年行っている超越瞑想 TM (Transcendental Meditation) を取り上げます。投資手法と同様、人によって向き不向きがあるので、どなたにもこれが一番良いということはいえません。もし興味があれば調べてみてください。

2003 年にタイム誌が発刊した「瞑想の科学」の特集から、瞑想の歴史を紐解いてみると、紀元前 2000 年～3000 年のヒンズーの太古の文献「ヴェーダ」が瞑想の源流です。TM 瞑想もこの流れを汲んでいます。この書物は自然界の現象や法則性を、インドの人々が何千年にも渡り観察し、生命とは何かを考え、意識や知識が高い人達によって伝承され、紀元前 1000 年頃に書物となりました。それがヴェーダ文献と呼ばれています。しかし、長い歴史の中でその知識が散逸してしまいました。それらをまとめ、作り直したのが、マハリシ・マヘーシュ・ヨーギーです。そして、このマハリシこそ、超越瞑想 TM を現代に復活させた人です。ヴェーダの中には全世界のあらゆる現象が体系づけられています。その中には医学、建築学、音楽、占星術、ヨーガといろいろな分野が入っています。

私自身、精神世界的なものには昔から興味があり、中学時代には催眠術に凝ったりしたこともありましたが、1988 年から動く禅と言われる太極拳と出会い、その流れの中で老荘思想を勉強するようになりました。後で気づいたことは、老荘思想とマハリシとの教えには非常に強い類似性があるのです。

1991 年から神道系の瞑想を開始。修験道の修行の旅や、山伏修行、滝行、断食を行っていた時代もありました。ただ、これらは、この世よりもあの世の方が大事、体よりも心が大事、仕事よりも修行が大事等、実生活とは合わない部分を感じていました。

その頃、超越瞑想との出会いとなるマハリシの著作、「聖なる意識の目覚め」という本を読みました。そこには「私達は内側の精神性と、外側の物質的人生を統合して、200%の人生を送ることが



長期投資仲間通信「インベストラيف」

出来る。瞑想とは、決して神秘的なものでも宗教的でもない、意識を扱うテクニックだ。」と明確に書かれていたのです。これこそ私が求めていたものだと思いき、すぐに超越瞑想 TM を始めたのです。

1996 年から TM を開始、1998 年に上級コースである TM シディーコースを終え、2009 年、上級テクニックの全過程を終了しました。また、2005 年には「瞑想でつかむ投資の成功法」という本で瞑想が投資にも非常に役立つことを書きました。

TM 瞑想は全世界で約 600 万人以上の人々が学び、600 位の科学的な研究が行われていることが特徴です。一例として深い休息、基礎皮膚伝導性、呼吸数、乳酸値が劇的に下がることが、研究結果として発表されています。詳しくは超越瞑想のホームページにたくさんの論文が紹介されています。

超越瞑想を学ぶのは非常に簡単で、一人一人にあったマントラという音をもらい、その音を心の中で静かにとすることで、だんだん意識の深い所に入っていくことが出来ると言われていています。それは心がそのように作られているからです。私も偉そうなことを言えるほどうまくできるわけではありませんが、毎日、朝夕の瞑想は日課になっており、終わると心はとてもすっきりします。

開始当時は、雑念が出ることや、眠ってしまうことばかりでした。そのことを先生に相談すると、「それは、すごくいい事が起きているのです。雑念は出る必要性があるから出ているのです。眠いのは眠る必要性があるから眠っている。雑念を出さない、眠らないと思うことによってストレスが溜まります。リラックスをする為に瞑想をするのに、心にストレスを作ってはしょうがないですよ」と、言われました。それ以来、気楽に瞑想をしています。

確かに、我々の生活はストレスがいっぱいです。体も疲れますが、心も疲れるのです。心には意外に凝りが溜まっています。心を如何にマッサージしてリラックスしていくのかというのが TM という瞑想法なのだと感じました。

この後講演では、TM を実践しているポール・マッカートニー、デビッド・リンチ監督など著名人の紹介や、TM の特徴、研究結果で現れている健康や心の安定への効果の例、超越瞑想の超越の持つ意味、超越瞑想することで時空意識が拡大すること、品格と時空意識の関係性、瞑想と投資の類似性、最後に、しあわせとは何か、何のために人は生きているのかなど瞑想体験で感じたことを話していただきました。

<モデルポートフォリオ:2015年12月末の運用状況>

単位：%

		トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の投資額に対する騰落率			
		1か月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月 ~ 192万円
4資産型	積極型	-2.64	4.20	14.08	4.00	16.76	-0.40	51.36	60.65	76.44
	成長型	-1.94	2.13	11.28	3.92	11.92	-0.40	37.44	46.66	63.17
	安定型	-1.24	-0.12	8.37	3.60	7.50	-0.52	24.70	33.12	48.86
2資産型	積極型	-3.62	-1.71	14.06	5.37	19.01	-2.91	47.36	62.30	85.85
	成長型	-2.84	-2.14	11.93	4.93	14.03	-2.37	37.35	49.92	72.86
	安定型	-2.05	-2.75	9.68	4.24	9.62	-1.93	27.87	37.52	58.26

* 投資にかかるコストは控除していない。積み立ては、税引き前分配金再投資。ポートフォリオは毎月リバランスをしたものとする。積み立ては計算月数分を運用したものとする。例えば1年の場合は2014年12月末に1万円投資資金を積み立て始め、2015年11月末の投資資金までとする(2015年12月末積み立て分は運用期間がないため含めていない)。

出所: イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがMorningstar Directにより作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンまで。

ポートフォリオの資産配分比率(外貨建て資産は円換算ベース)

4資産型		国内株式: TOPIX	外国株式: MSCI KOKUSAI	国内債券: NOMURA- BPI (総合)	外国債券: Citi WGBI (除く日本)	
		積極型	40%	40%	10%	10%
成長型	25%	25%	25%	25%		
安定型	10%	10%	40%	40%		
2資産型		世界株式: MSCI ACWI (含む日本)		世界債券: Citi WGBI (含む日本)		
		積極型	80%	20%		
		成長型	50%	50%		
		安定型	20%	80%		

ポートフォリオは「インベストラ이프」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出しています。
特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「長期投資仲間」通信『インベストラ이프』のその他の記事はこちらからご覧ください。
<http://www.investlife.jp/>

4資産

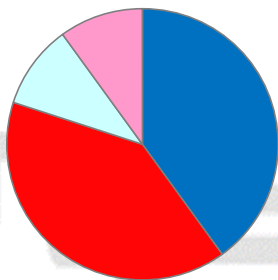
■ 国内株式:
TOPIX

■ 外国株式:
MSCI KOKUSAI

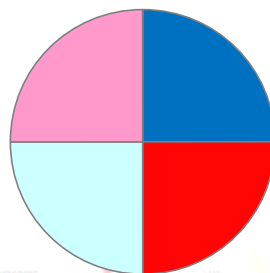
■ 国内債券:
NOMURA-BPI
(総合)

■ 外国債券:
Citi WGBI
(除く日本)

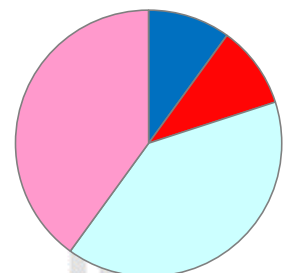
積極型



成長型



安定型

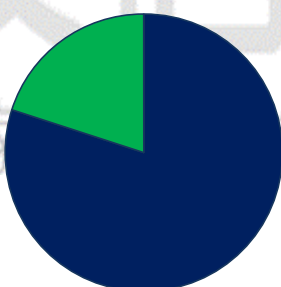


2資産型

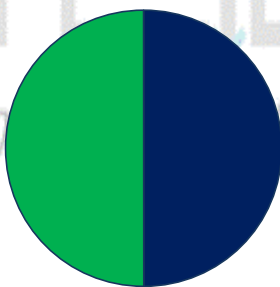
■ 世界株式:
MSCI ACWI
(含む日本)

■ 世界債券:
Citi WGBI
(含む日本)

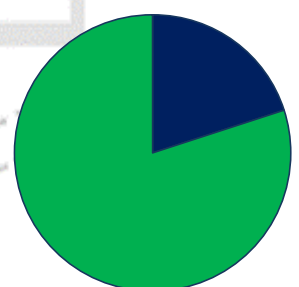
積極型



成長型



安定型



<純資産上位ファンド(毎月および隔月決算型を除く): 2015年12月末の運用状況>

当資料は「インベストライフ」のために、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出、作成しています。特定の投資信託による投資の推奨を行うものではありません。
※ファンド名をクリックすると「投信まとなび」でそのファンドを見ることができます。

「長期投資仲間」通信「インベストライフ」のその他の記事はこちらからご覧ください。
<http://www.investlife.jp/>

今回順位	前回(15年9月末)順位	運用会社名	ファンド名	トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の投資額に対する騰落率				1万円ずつ積み立てた場合の月末資産額				2015年12月末		イボットソン分類
				1ヵ月	1年	5年(年率)	10年(年率)		10年(年率)	1年12万円	5年60万円	10年120万円	2000年1月~192万円	1年12万円	5年60万円	10年120万円	2000年1月~192万円	純資産(億円)	
1	1	三菱UFJ国際	グローバル・ヘルスケア&バイオ・ファンド	-0.61	12.82	29.28	10.07	20.39	5.31	121.45	163.08	-	12.64	132.87	315.69	-	3,961.7	10,461	外国株式・世界型
2	2	フィデリティ投信	フィデリティ・日本成長株・ファンド	-2.06	11.70	12.70	0.51	20.35	3.17	55.01	53.84	56.87	12.38	93.01	184.60	301.19	3,558.6	19,553	国内株式・大型ブレンド型
3	3	さわかみ	さわかみファンド	-2.32	6.91	11.68	2.00	20.01	-0.42	51.78	52.78	70.72	11.95	91.07	183.34	327.77	2,960.3	21,657	国内株式・大型ブレンド型
4	4	三井住友トラスト	コア投資戦略ファンド(成長型)《コアラップ(成長型)》	-2.01	-3.94	-	-	-	-3.51	-	-	-	11.58	-	-	-	2,424.6	12,130	アセットアロケーション・積極型
5	5	日興AM	インデックスファンド225	-3.52	10.34	14.73	2.86	21.35	0.63	61.44	66.66	74.77	12.08	96.86	199.99	335.55	2,359.2	5,205	国内株式・大型成長型
6	6	三井住友AM	日興ブラックロック・ハイ・クオリティ・アロケーション・ファンド(為替ヘッジなし)	-2.61	-2.41	-	-	-	-2.83	-	-	-	11.66	-	-	-	1,835.4	11,404	アセットアロケーション・積極型
7	11	三菱UFJ国際	三菱UFJ Jリートオープン(3ヵ月決算型)	-0.06	-3.33	15.19	5.99	23.12	-0.17	59.61	84.21	-	11.98	95.77	221.05	-	1,749.3	6,525	国内REIT
8	7	DIAM	日経225ノーロードオープン	-3.60	9.72	14.23	2.45	21.27	0.36	59.27	63.02	69.02	12.04	95.56	195.63	324.52	1,698.5	12,800	国内株式・大型成長型
9	10	新光投信	グローバル・アロケーション・オープンBコース(年4回決算・為替ヘッジなし)	-2.51	-2.36	-	-	-	-2.72	-	-	-	11.67	-	-	-	1,674.6	9,808	アセットアロケーション・TAA型
10	9	みずほ投信	MHAM株式インデックスファンド225	-3.53	10.26	14.67	2.76	21.28	0.60	61.22	66.11	73.68	12.07	96.73	199.33	333.47	1,632.5	3,474	国内株式・大型成長型
11	8	三井住友トラスト	コア投資戦略ファンド(安定型)《コアラップ(安定型)》	-1.45	-2.98	-	-	-	-2.78	-	-	-	11.67	-	-	-	1,574.6	11,010	アセットアロケーション・積極型
12	13	JPモルガン	JPMグローバル医療関連株式ファンド	-1.04	3.10	-	-	-	-2.21	-	-	-	11.73	-	-	-	1,278.1	9,275	外国株式・世界型
13	-	三菱UFJ国際	スマート・クオリティ・オープン(安定型)《スマラップ》	-0.55	0.21	-	-	-	-0.09	-	-	-	11.99	-	-	-	1,083.6	9,878	アセットアロケーション・安定型
14	14	セゾン投信	セゾン・バンガード・グローバルバランスファンド	-2.24	-2.68	11.60	-	-	-2.10	37.19	-	-	11.75	82.31	-	-	1,079.7	13,253	アセットアロケーション・積極型
15	15	ニッセイAM	ニッセイ日経225インデックスファンド	-3.52	10.51	14.95	3.06	21.37	0.69	62.35	68.42	-	12.08	97.41	202.10	-	1,069.9	20,349	国内株式・大型成長型
16	12	ニッセイAM	ニッセイ/パトナム・インカムオープン	-2.72	-0.90	11.48	4.05	10.04	-1.86	35.57	47.39	56.69	11.78	81.34	176.87	300.84	1,036.6	7,755	外国債券・米国型
17	17	DIAM	メディカル・サイエンス・ファンド《医療の未来》	-1.47	5.45	-	-	-	-3.21	-	-	-	11.62	-	-	-	1,032.7	11,896	外国株式・世界型
18	28	ニッセイAM	ニッセイJPX日経400アクティブファンド	-2.79	21.72	-	-	-	6.12	-	-	-	12.73	-	-	-	1,017.3	10,522	国内株式・大型ブレンド型
19	19	野村AM	ノムラ日本株戦略ファンド《Big Project-N》	-2.32	8.79	13.51	0.60	19.67	0.72	55.73	54.21	-	12.09	93.44	185.05	-	935.8	9,160	国内株式・大型成長型
20	23	三菱UFJ国際	トレンド・アロケーション・オープン	-1.19	-1.97	-	-	-	-2.44	-	-	-	11.71	-	-	-	907.0	11,484	アセットアロケーション・TAA型

対象は追加型株式投資信託のうち2015年12月末時点で1年以上の運用実績があるもの(毎月・隔月決算型、ETF、DC・SMAなど専用投資信託を除く)。積み立ては税引き前分配金再投資、計算月数分を運用したものとす。例えば1年の場合は2014年12月末に1万円で積み立てを開始し、2015年11月末投資分までの2015年12月末における運用成果とする(2015年12月の積み立て額は入れない)。出所: MorningstarDirectのデータを用いてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてお気軽にご送信ください。