



金融リテラシー講座



第5回

投資商品選定の考え方

ほくほくTT証券株式会社
商品統括部 分部 啓佑

前回9・10月号の第4回講座「資産運用のコツ」では、資産運用における「ゴールベースアプローチ」の重要性についてご説明しました。ゴールベースアプローチとは、ライフイベント（結婚や住宅購入、退職など）における必要なお金の目安（ゴール）を具体化・明確化し、そこから逆算して必要な資金の確保や投資、支出のコントロールを行うことです。「60歳までに〇〇円、65歳までに××円」と明確なゴールを設定すると、達成に必要な運用利回りや達成方法などを逆算することが可能となり、商品選定に進むことができます。

1 資産配分を考える

商品選定にあたり、まずは「資産配分」を考える必要があります。「資産配分」とは、どの資産クラスに、いくら投資するかを決定することであり、「資産クラス」とは、株式、債券、現預金などの資産分類のことをいいます。前回の講座で資産運用の基本「長期、積立、分散」についてお伝えしましたが、資産配分はこのうちの「分散」に該当し、リスクを分散することで相場変動に対応することが可能となります。

分散投資を効率的に行うには、同じような値動きをする組み合わせは避けた方が良さそうですが、そこで参考となるのが「相関係数」です。相関係数とは、2種類のデータ間の関連性を示す指標で、数字が1に近いほど正の相関（片方の値が増加するともう片方の値も増加）が強く、▲1に近いほど負の相関（片方の値

が増加するともう片方の値は減少）が強いことを示します。図表1は、バブル崩壊後の25年間（1994年～2018年）における年次データから推計された各商品の相関係数をまとめたものです。

好景気の時は株価が上昇します。景気が過熱し物価が上昇すると、それらの抑制のため利上げが行われ、債券価格は下落します。利上げによる金利負担の増加が設備投資を抑制し、企業活動を停滞させ、個人消費にも影響し、景気が後退し始めると、今度は株価が下落します。その後景気浮揚のため利下げが行われると、債券価格は上昇します。このように、景気のサイクルを通じて株式と金利（債券価格）は互いに影響し、変動を繰り返します。相関係数でみると、**国内債券と国内株式の相関係数は▲0.158と逆相関の関係にあり、分散投資の効果が期待できる組み合わせ**となっています。一方で**国内株式と外国株式の相関係数は0.643とプラス値が一番大きく（相関性が高く）、国内と外国の株式という組み合わせはバランスが取れているように見えて、実際は分散効果を得にくい**ことが分かります。なお、日本の公的年金の運用・管理を行うGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は、2020年度以降、国内債券：外国債券：国内株式：外国株式＝25：25：25：25の割合で資産クラスを分散した運用を目指しています。次節以降は、各種商品の選定ポイントをお伝えします。

2 株式に投資をする

株式とは、株式会社が資金を出資してもらった人に対して発行する有価証券の一種です。株式投資を始めるにあたっては、なるべく安い水準で買い、配当金も多く受け取りたいと考える人が多いでしょう。株価水準の指標として代表的なものは「PER（株価収益率）」

図表1 相関係数

相関係数	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
国内債券	1.000			
外国債券	0.290	1.000		
国内株式	▲0.158	0.060	1.000	
外国株式	0.105	0.585	0.643	1.000

出典：年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ

と「PBR（株価純資産倍率）」、配当水準の指標として「配当利回り」があります。

一つ目の「PER」は、株価が「1株あたりの利益」の何倍かを示すもので、株価と企業収益との関係性を表しています。株価が1000円で1株あたりの利益が50円だった場合、PERは20倍となります。一般的にPERが低い銘柄は割安、高い銘柄は割高と判断されます。日経平均株価指数のPERは概ね13～17倍の範囲で推移していますが、同指標を業種別で分けてみると、小売業・サービス業等の内需関連企業は、デフレ脱却への期待から成長が見込まれPERが20倍前後と高く、石炭・石油製品、電気・ガス業などの資源関連企業は資源価格や為替などの不確定要素が多く同指標は7倍前後と一桁台に留まっています。PERに着目する場合、異業種ではなく同業種の企業比較に使用すると良いでしょう（数字は2024年6月時点）。

図表2 代表的な株式指標

PER (株価収益率)	=	$\frac{\text{株価}}{\text{1株あたりの純利益}}$
PBR (株価純資産倍率)	=	$\frac{\text{株価}}{\text{1株あたりの純資産}}$
配当利回り (%)	=	$\frac{\text{1株あたりの配当金}}{\text{株価}} \times 100$

二つ目の「PBR」は、株価が「1株あたりの純資産」の何倍かを示すもので、株価と企業の純資産との関係性を表しています。株価が900円で1株あたりの純資産が1000円の場合、PBRは0.9倍となります。「純資産」とは「総資産」から「総負債」を差し引いたもので、企業が解散した場合に株主へ配分される「解散価値」とも呼ばれます。あくまでも計算上ですが、PBRが1倍を下回る場合、会社を解散し資産を処分すると株主には株価以上の資産が配分されることを意味しています。

欧米主要市場においてPBRが1倍割れの企業は全体の1～2割であるのに対し、東証プライム市場では約4割と、日本企業のPBRは長年低水準が続いてきました（2024年1月時点）。東京証券取引所は2023年3月に、上場企業に対し「資本コストや株価を意識した経営」の要請を行い、特にPBRが1倍割れの企業に対して改善に向けた取り組み方針などの開示を求めています。株式市場ではPBRが1倍割れの企業に対して「自社株買い」や「増配」など、純資産を増加させない手法で株価を上昇させ、PBRの1倍割れを解消するなどの思惑もあるようですが、大切なのは東証の要請にもあるように、いかにして「資本コストを上回る収益性」を実現するかということです。PBRの1倍割れが続く企業は、「物言う株主」から経営改革を求められるほか、企業自体が買収の対象となり得るなど、市場から

圧力を受け続けることになります。興味のある銘柄は、各社HPで開示内容を確認してみてください。

三つ目の「配当利回り」は、株価に対する年間配当金の割合を示すもので、株価と配当金との関係性を表しています。配当利回りは債券や預金の利率と比較して高い傾向（東証プライム市場平均2.17%）にあることも、株式の投資妙味の一つです。配当金は業績に応じて変動し無配となる可能性があるほか、企業のライフサイクルにも左右されます。一般的に、新興企業は株主への配当金支払いより自社への投資を優先するため、配当利回りが既存企業より低くなる傾向にあります（東証グロース市場平均0.53%）。同指標に着目する場合、企業の業績や業種、市場なども確認し、総合的に判断すると良いでしょう（数字は2024年6月時点）。

3 Jリートに投資をする

上場商品には株式のほか、Jリート（上場不動産投信）があります。Jリートとは、不動産を保有・運用する投資法人が、投資家から集めた資金でビルやマンションなどの不動産を購入し、賃貸や売却による収益を投資家に分配する商品です。現物の不動産投資との主な違いは、①取引所で日々取引が行われており流動性が高く現金化しやすい、②少額（10万円前後）から投資が可能、③各投資法人は複数の不動産に投資しており分散投資の効果が得られる、の三つです。Jリーートの投資法人は、収益の90%超を分配するなど一定要件を満たせば実質的に法人税がかからないため、株式に比べて分配利回りが高い傾向にあるのも特徴です。

投資判断に使われる指標として「FFO（Funds From Operation）倍率」、「NAV（Net Asset Value）倍率」、「分配利回り」があります。FFOとは不動産の賃料収入のことで、NAVとは不動産の時価に基づく純資産価格のことです。いずれの指標も、株式におけるPER、PBR、配当利回りと似た概念といえます。

4 債券に投資をする

債券とは、国や地方自治体、企業などが投資家から資金を借り入れる際に発行する有価証券の一種です。債券を購入することで実質的に債券の発行体へ資金を貸すこととなり、対価として投資家は利息を受け取ります。発行体が倒産などで債務不履行にならない限り、利息・元本は決められた期日に支払われるため、株式投資と比べてリスクは小さいといえます。

発行体が債務不履行に陥った場合、債券の利息や元本が支払われず、損失を被る場合があります。そのため、発行体の「信用力（元本・利息の支払い能力）」が十分な水準にあるかが重要です。判断基準の一つに「格付け」があり、民間の格付機関が発行体の信用力を評価し、公表しています。

図表3は格付けの例です。「AAA」が最高格付であり、「C」が最低格付となります。「AAA」から「BBB」までは「投資適格格付け」と呼ばれ、信用力が高い水準にあるとされています。格付けが高い債券は、格付けが低い債券と比べて利回りが低くなる傾向にあります。なお、格付けはあくまで格付機関の意見であり、絶対的な信用力や企業経営の健全性を示すものではありません。選定材料の一つとして考えてください。

図表3 格付けの例

	格付け	信用力	利回り
投資	AAA	高 ↑ 低	低 ↓ 高
適格	AA		
	A		
格付け	BBB		
	BB		
投資	B	低	高
不適格	CCC		
格付け	CC		
	C		

※格付けの表記は格付け機関によって異なります。

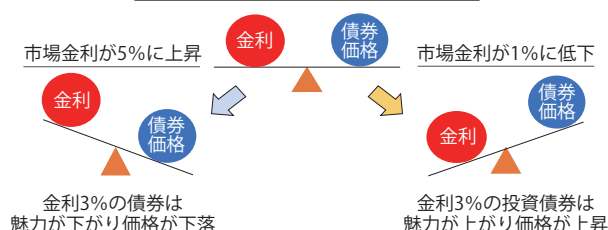
購入した債券を満期まで保有し続ければ、額面金額でお金が戻ってきます。満期前に売却する場合は、額面金額ではなく時価での売却となるため、時価（売却価格）が買付価格を下回る場合は損失が発生します。債券価格は主に市場金利の影響を受け、金利が上昇すると既に発行された債券は相対的に魅力が低下するため、価格は下落します。逆に金利が下落すると金利の高い既発債の魅力は向上するため、価格は上昇します。

発行体の信用力の変化（例えば、経営の悪化など）も債券価格に影響を与え、また満期までの期間が長くなるほど、価格の変動幅も大きくなる傾向にあります。

2024年に入り、日本の政策金利は17年ぶりの利上げが行われています。金利が上がると債券価格は下落方向へ動きます。ここでも大切になるのは、ゴールベースアプローチに基づいた投資を行うということです。あらかじめゴールやライフイベントを想定し、それに

図表4 金利と債券の価格の関係

【債券の発行時】市場金利と債券金利が3%



合致した償還期日の債券に投資を行っていただければ、償還前の債券をあわてて売却し、投資元本を下回ってしまう、という事態は起こりにくくなるでしょう。

5 投資信託に投資をする

投資信託（投信）とは、投資家から集めたお金を一つにまとめ、国内外の株式や債券などに投資を行い、その運用成果を投資家に分配する商品です。

(1) 運用方針による分類

投信は主に「インデックス型」「アクティブ型」「バランス型」の三つに分類され、種類ごとに運用方法やメリット、デメリットは異なります。現状の投資環境や景況感などから、ご自身のニーズや運用期間、リスクリターンなどに見合った投信を選択することが重要です。

図表5 投信の種類

種類	インデックス型	アクティブ型	バランス型
運用方法	・市場平均に連動した運用を目指す	・市場平均を上回る運用を目指す	・国内外の株式、債券、不動産投信などに分散投資する
メリット	・市場の動きに沿って運用が可能 ・コストが安い	・国内外の株式、債券、不動産など投資対象の選択肢が幅広い ・自身の運用方針に近い投信を選択できる	・幅広い商品へ分散投資が可能 ・リバランス（投資比率の調整）が自動で行われる
デメリット	・選択肢が少ない ・市場平均を上回る運用成果は基本的に得られない	・インデックス型と比べてコストが高い ・運用実績が市場平均を上回るとは限らない	・インデックス型と比べてコストが高い ・価格変動の原因が分かりづらい

(2) 投資対象による分類

① 国内株式投信

日経平均株価やTOPIXなど各種指数との連動を目指すものは「インデックス型」、各テーマ（PBRや配当利回りなど）に着目し国内株式を選定するものは「アクティブ型」に分類されます。国内では17年ぶりの利上げ局面に入り、物価上昇に賃金上昇が追いつくという好循環が達成できれば、金利と株価の同時上昇が期待出来るでしょう。年後半以降も、利上げのペースと景気・物価動向に注目したいところです。

② 国内債券投信

国内債券を投資対象とします。「4. 債券に投資をする」で述べたとおり、金利が上昇すると債券価格は下落（利回りは上昇）します。国内では利上げが行われ、債券価格が下落基調にあります。債券には額面による満期償還という概念がありますが、債券型投信にはそのような概念が無く、価格下落の影響を直接受け

ることになるため、利上げのペースや金利の到達点について注目していく必要があります。

③ 外国株式投信、外国債券投信

外国の株式、債券を対象とした投資信託です。世界最大の経済大国である米国株式や米国の債券を対象とする投信が残高上位を占めています。米国ではコロナ禍以降急速に物価が上昇し、抑制のため利上げを継続してきました。年後半以降の利下げはすでに織り込まれていますが、景気を後退させることなく金融政策を転換できるかが注目点です。これが実現できれば、米国株式市場にとってはプラスとなるでしょう。

市場での利下げ織り込みにより、米国の債券価格は上昇（利回りは低下）しています。国内債券と同様に、利下げのペースや金利の到達点について注目していく必要があります。

外国商品を対象とする投信は、為替相場の影響を直接受けることに注意が必要です。市場は「米国の利下げと日本の利上げ」による日米金利差の縮小を織り込んでおり、極端な円安は解消されつつあります。そのシナリオや利上げ・利下げのペースに変化（例えば米国が景気後退局面に入り利下げペースが加速）があった場合、大きく為替が変動する場合があります。常に金利・景気動向についても考えておく必要があります。

(3) 運用成績から投信を選定

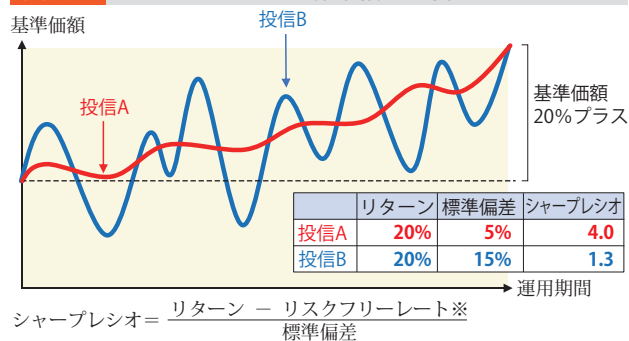
運用成績から投信を選定する場合、リターンに注目することが多いと思います。しかし、リターンは相場環境に大きく左右されるほか、リスク（ここでいうリスクとは「損失が発生すること」ではなく、「リターンのばらつき・不確実性」を意味します）については、そこからは読み取ることができません。リターンとリスクの両方の観点から銘柄を選定する際に注目していただきたいのが「**シャープレシオ**」と「**標準偏差**」です。

「**シャープレシオ**」とは、リターンをリスクで除することで算出される指標であり、リスクに対してどれだけのリターンを得ることが出来たのかを表します。数値が大きい投信は、効率よくリターンを得られていることを示しています。

「**標準偏差**」とは、投信のリスクの大きさを数値化したものです。ここでいうリスクとはリターンのばらつきを意味しますが、標準偏差が大きい投信は値動きが大きい（＝リターンのばらつきが広範囲）、大きな利益になることもあれば、大きな損失になることもあります。標準偏差が小さい投信は値動きが小さく（＝リターンのばらつきが狭い範囲）、利益や損失がどちらも小さい範囲に収まることを示します。

図表6はある投信2本の運用例です。運用結果だけ

図表6 シャープレシオと標準偏差の例



を見ると、どちらもリターンが20%であり、両者に違いはないように見えます。しかしリスクに着目するとどうでしょう。投信Aは運用期間を通じ基準価額のばらつきが小さく、投信Bはばらつきが大きいため、投信Aは投信Bに比べてリスクが小さい（標準偏差が小さい）ことが分かります。リスクが小さく、かつリターンが同じならば、より効率的に運用できている（シャープレシオが大）のは投信Aであると判断できます。

注意点としては、シャープレシオは、同じカテゴリーの投信同士を比較するのに使用すべきということです。株式投信と債券投信は、投資対象となる株式と債券のリスクの大きさ（分母）が異なるため、同指標で比較してもあまり意味がありません。

もう一つの注意点は、両指標は過去の実績から算出されたデータであるということです。将来に渡って同じ運用結果が続くことを示すものではありません。

6 最後に

ゴールベースアプローチにおいては、運用を開始した後でも、必要に応じて資産配分や運用商品の見直しが必要になります。最も大切なことは、当初設定した「目標（ゴール）」に向けた運用ができているか、「長期、分散、積立」によりリスクとうまく付き合っているかを確認し見直しすることです。有価証券は、日々値動きがあります。昨日今日の値動きを見て慌てて売却することや、短期利益を狙い売買を繰り返すことは、ゴールベースアプローチに基づく行動とは言えません。今回の講座を機に資産運用についてご興味をお持ちいただいた方は、ぜひお近くの金融機関へご相談いただければと思います。

資産運用についてご相談されたい方は、お近くの金融機関またはほくほくTT証券の各営業部店までお問い合わせください。

本店営業部	076-471-8164	札幌営業部	011-231-7101
金沢支店	076-254-1811	旭川支店	0166-74-3022
福井支店	0776-43-0420	帯広支店	0155-66-7490