

夢を育む資産形成コンサルタント



公益社団法人日本証券アナリスト協会は2024年3月、個人顧客の預り資産営業に携わる金融機関担当者を念頭に「資産形成コンサルタント資格」を創設。本コーナーではそのテキスト・問題集を基に金融・投資の基礎を学びたいと思う方々に関心のあるトピックスを紹介します。

2024年8月5日に来た株価暴落。日経平均株価の下落率マイナス12.4%は、記録がある1949年以来では87年のブラックマンデーに続く大きな下落率でした。各メディアでは暴落に呆然とする個人投資家の姿や、鳴りやまぬ顧客からの電話対応に追われる証券会社の映像が流れ、誰しもが暴落に右往左往した印象を持ったのではないのでしょうか。

しかし、実際には必ずしもそうではなかったようです。東京証券取引所が発表する投資部門別売買動向によれば、5日を含む8月第1週(8月5~9日)に海外投資家は日本の現物株を4953億円買い越し、事業法人も5060億円と海外投資家を上回る買い越しで、個人投資家は売り越しではあったものの、553

顧客が感じる痛みの重さに寄り添う

億円と小幅だったようです。実際に顧客対応を行っていた証券会社の一部からも、過去に数々起こったシ

行動経済学

ョックの時に比べれば、今回は顧客からのクレームが殺到するという感じでもなかった、という感想も聞かれました。

さらに投資信託市場では、この急落はむしろ買いのチャンスとばかりに買い向かう個人投資家の姿勢が目立っていたようで、日本株に投資する投資信託では、さきほどの同時期での

資金流入額が1600億円を超え、週間ベースで24年最大の資金流入だったそうです(三菱アセット・プレイン調べ)。

株価の動きを決める要因は2種類あり、一つは、その企業の将来にわたるいわゆる「稼ぐ力」です。稼ぐ力自体はごく短い期間でそう変わるものではありませんね。もう一つの要因は需給で、さまざまな要因で株式に対する売り買いのバランスが目まぐるしく変化します。この二つの要因の存在をしっかりと捉えていければ、現在の急落がどちらの要因なのか見極めることができるので、そうそううろたえることはなかったでしょう。

しかしそれでも、人間は感情に左右される生き物です。急落したら気が気ではいられず、ともすれば非合理に行動しがちですが、もしかしら過去に比べれば市場参加者のなかに、「行動経済学」に対する理解が浸透し、より冷静でいられたのかもしれないですね。ということ、今回は行動経済学に関わる問題です。

【問題1】行動経済学に関連する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. 人は得をすることよりも「損をすることを回避したい」という気持ちを重視するため、期待値で比べると得られる金額が少なくても、確実に利益が出て損失を避けられる選択肢を選ぶ傾向がある。これを「損失回避の法則」という。
- B. 「確実性の法則」とは、人はより「確実なものを好む」という気持ちを重視する法則である。例えば、「100%成功する」と「99%成功する」では受ける印象が大きく異なる。
- C. 「サンクコスト効果」とは、今までに費やしてきたコストや時間は過去のものとして埋没し、意思決定に影響を与えないことをいう。
- D. 「ナッジ理論」とは、無言のプレッシャーを理論化したものであり、より良い選択を自発的に取れるようにする方法である。

解答はこちら▶▶▶



夢育む資産形成コンサルタント



万人向けの「正解が存在しない」と言われる、金融・投資の世界。そんな不完全な分野だからこそ、知れば知るほど興味は尽きず、面白みが増していきます。このコーナーでは、これから金融・投資の基礎を学びたいと思うみなさんに関心を持ってもらうためのトピックスをご紹介します。

今回は、資産形成のために資産を運用する際に重要な二つのキーワードであるリターンとリスクについて説明します。

まず、リターン(収益率)とは、ある資産に投資して一定期間運用した場合に得られる成果をいいます。リターンには、資産を保有することに伴って受け取る収入であるインカム・リターン(例えば、株式の配当や債券の利息など)と、資産の価格変動に伴って生じるキャピタル・リターン(例えば、株式や債券の売買損益など)があり、両者の合計をトータル・リターンといえます。資産に投資する時点で見込まれるリターンは期待リターン、投資した結果得られたリターンを実現リターンと呼んでいます。最近のニュースで、世界

うまい「もうけ話」はない

リスクとリターン

います。なぜでしょうか。それは、リスクとは一般に考えられているように損をしたり、悪いことが起きることだけでなく、金融の世界では期待リターンの変動の大きさを指しているからです。期待リターンの変動が大きければ、大きくもうける可能性も、大きく損をする可能性もあります。リスクは期待リターンの

変動であるといいますが、変動を起こす発生原因にはさまざまなものがあります。例えば、株式投資の場合、企業が業績悪化から配当しなくなればインカム・リターンがゼロになってしまう信用リスクや、株価の変動によって生じる価格変動リスクがあります。あるいは、株式を売りたいと思う時に希望する価格で売れないという流動性リスクがあります。さらに、外国の株式に投資している場合には為替レートの変動に伴って生じる為替リスクもあります。

【問題2】リターンとリスクに関する記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. 株式の方が債券よりも期待リターンが大きく、価格変動リスクも大きい。
- B. 国が発行する国債と企業が発行する社債を比べると、国債の方が社債よりも信用力が高いので期待リターンは高いが、信用リスクは小さい。
- C. 必要になったときに、すぐに現金化できない流動性リスクの高い資産の方が流動性リスクの低い資産よりも期待リターンは高い。
- D. 日本の投資家が外国証券に投資した場合、日本円建てのリターンが重要である。リスクとしては、現地通貨建ての資産の価格変動リスク、信用リスク、流動性リスクだけでなく、現地通貨を日本円に換算した時の為替レートの変動に伴うリスクも考慮する必要がある。

解答はこちら▶▶▶



ここで重要なのは、高い期待リターンを得るためには、それに見合ったリスクを負担しなければならぬ(ハイリスク・ハイリターンと呼ばれています)ということです。最近ネットで「高いリターンを確実に得られます」といったうたい文句の記事が話題になっていますが、結局「世の中にうまいもうけ話などない」ことをリターンとリスクの関係は示しています。(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

夢を育む資産形成コンサルタント



未来から現在への橋渡し

万人向けの「正解が存在しない」と言われる、金融・投資の世界。そんな不完全な分野だからこそ、知れば知るほど興味は尽きず、面白みが増していきます。このコーナーでは、これから金融・投資の基礎を学びたいと思うみなさんに関心を持ってもらうためのトピックスをご紹介します。

「今100万円もらえるのと、2年後に100万円もらえるのでは、どちらがお得か？」と聞かれたら、大方の人は迷いなく「今の100万円！」と答えますよね。こうした肌で感じることを、金融の世界では「貨幣には時間価値がある」と言い、その価値の測り方も決まっています。

今、預金金利が年1%の場合、100万円を銀行に預金すると、2年後には102万1000円（ $1000000 \times 1.01 \times 1.01$ ）となります。この102万1000円が100万円という現在の価値の将来価値であり、2万1000円が2年間で生み出した時間価値と呼ばれています。このような2年後の将来価値と現在の価値の関係は次の式で表されます。

将来価値 = 現在価値 × (1 + 預金金利) × (1 + 預

金金利)

逆に2年後に100万円が必要である場合、現在いくら銀行に預金すれば良い

【問題3】 以下は、短期国債の現在価値と割引率に関する記述である。文中の空欄に入る数字の組合せとして、最も適切なものは次のうちのどれか。

なお、短期国債とは満期が1年以内に到来する国債のことをいう。

- 1年後に150万円で償還される予定の短期国債が取引されている。短期国債の金利が2%のとき、この短期国債の現在価値は（ア）である。
- 1年後に150万円で償還される予定の短期国債が145万円で取引されている。この短期国債の割引率は（イ）である。

- | | | |
|----|-----------|----------|
| A. | (ア) 147万円 | (イ) 2.0% |
| B. | (ア) 157万円 | (イ) 2.0% |
| C. | (ア) 147万円 | (イ) 3.4% |
| D. | (ア) 157万円 | (イ) 3.4% |

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



割引率

でしょうか。銀行に預金する金額をAとして、 $A \times 1.01 \times 1.01 = 100$ という式を解けばよいのです。答えは、98万円（ $100 \div 1.01 \div 1.01$ ）です。あなたは、現在価値で98万円を銀行に預金すれば2年後には貨幣の時間価値が加わる結果、将来価値として100万円を受け取ることができます。与えられた将来

価値から現在価値を計算する際の利率のことを「割引率」と言い、現在価値と2年後の将来価値の関係は次のような式で表されます。

現在価値 = 将来価値 ÷ (1 + 割引率) × (1 + 割引率)

このように割引率が「未来を現在に引き戻している」のです。

それでは、預金金利がマイナスの場合の貨幣の時間価値はどうなるのでしょうか。例えば、預金金利が年利マイナス1%の場合、現在100万円の預金の将来価値は2年後に98万円にしかありません。マイナス金利の場合、将来の預金は目減りしてしまい、貨幣の時間価値はマイナスです。これでは誰も預金しなくなるのではないのでしょうか。

「最近まで日本はマイナス金利だったよね?」、確かにそうでしたが、それは政策金利といって、日本銀行が金融機関に貸出す際の金利であり、預金金利がマイナスではなかったことに注意する必要があります。

(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

夢。育む資産形成コンサルタント

ある保険コンサルタントの憂鬱

万人向けの「正解が存在しない」と言われる、金融・投資の世界。そんな不完全な分野だからこそ、知れば知るほど興味は尽きず、面白みが増していきます。このコーナーでは、これから金融・投資の基礎を学びたいと思う皆さんに関心を持ってもらうためのトピックスをご紹介します。

筆者がファイナンシャルプランナー（FP）をしてきたころの話です。「リーマン・ショック」と言って2008年秋、米国の巨大投資銀行の倒産をきっかけに世界的な金融危機が起こり、1929年の世界恐慌以来の世界的な大不況となりました。当時は日本でも大企業で大量の派遣切りが起こり、行き場をなくした失業者向けに、日比谷公園には年末に年越し派遣村が開設され炊き出しが行われるなど、未来に明るさを見いだすのがとても難しい経済環境でした。

そんな状況でしたので、株式や投資信託に投資しましょうといった積極的な資産形成の提案は、お客さまにはなかなか受け入れられません。唯一の売れ筋だったのが、「低解約返戻金型（無配当）」の終身保険で

筆者がファイナンシャルプランナー（FP）をしてきたころの話です。「リーマン・ショック」と言って2008年秋、米国の巨大投資銀行の倒産をきっかけに世界的な金融危機が起こり、1929年の世界恐慌以来の世界的な大不況となりました。当時は日本でも大企業で大量の派遣切りが起こり、行き場をなくした失業者向けに、日比谷公園には年末に年越し派遣村が開設され炊き出しが行われるなど、未来に明るさを見いだすのがとても難しい経済環境でした。

した。この保険は、保険料の払込期間中は解約返戻金が70%に抑えられるかわりに、比較的低めの保険料で

【問題4】物価の変動は、資産の価値に影響を与える。以下の文章中の空欄に入る数字の組み合わせとして、最も適切なものは次のうちどれか。

- ① 名目値ベースの資産価格が50万円から5年後に60万円に20%上昇した。一方、この間、10%のインフレが起こったとすると、実質値ベースでの資産価格の上昇率は(ア)%である。
- ② 300万円を預金に預けたところ利子がついて3年後の預金残高は310万円になった。一方、この間、5%のインフレが起こったとすると、3年後の実質値ベースでの預金残高は、(イ)万円である。

- A. (ア) 9、(イ) 295
- B. (ア) 10、(イ) 300
- C. (ア) 11、(イ) 303
- D. (ア) 12、(イ) 305

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



インフレ

かつ110%を超える高い解約返戻率の商品だったかと思えます（※当時販売していた商品は販売停止になっております）。

お客さまからは、「払い込んだお金も確定で1割以上増えて、しかも万が一の保障もつくんだね」と一番人気でした。しかし提案した本人は正直、そうは思っていないかもしれません。

こんなにお客さまにありがたがってもらっているのか？ 何十年も保険料を払い続けて、やっと1割増しで保険金を受け取ったとき、果たして、そのときの保険金は今と同じ価値を保っていられるだろうか？

「もらえるのはこれっぽっち？」とはならないだろうか？ 現状のような暴落のときだったら、むしろ投信の積立投資を始めた方がお客さまの将来のためになるのでは？

ということで、将来インフレになった際には受け取る保険金が目減りする可能性も伝えたくて、投信の積立投資の提案も合わせて行いましたが、積立投資まで契約されるお客さまは少なかつたように記憶しております。そして今、約30年ぶりと言われるインフレの到来です。

ということ、今回はインフレに関わる問題です。上の問題を解いて、インフレで金融資産の実質価値がいったいどのくらい変化するか、実感してみましよう。

（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

夢育む資産形成コンサルタント



為替レート変動のインパクト

万人向けの『正解が存在しない』と言われる、金融・投資の世界。そんな不完全な分野だからこそ、知れば知るほど興味は尽きず、面白みが増していきます。このコーナーでは、これから金融・投資の基礎を学びたいと思う皆さんに関心を持ってもらうためのトピックスをご紹介します。

経済学では「ノー・フリーランチ」、つまり「タダ飯は存在しない」という原則があります。『おいしい』状況は長続きせず、いつか必ず解消されてしまう、ということですね。2024年の夏に世界中の株式市場を襲った暴落の要因の一つとして、このタダ飯状態の解消が挙げられています。一体何がタダ飯だったのでしょうか？「キャリート取引」と言って、例えば、円のような金利の低い通貨で資金を調達し、ドルのような金利の高い通貨で運用することで利回りを稼いだり、あるいは株式など別の資産に投資したりする取引手法がそれに当たります。この場合は円キャリート取引と呼びますが、日米金利差があることや、為替レートでは円安傾向が続くことが想定されており、円売りドル

買いの動きが強まります。また米ドル保有の投資家は為替ヘッジ付で日本株に投資すると、日米の金利

差が安定収益として見込める状態でした。このように23年から24年前半にかけては、円キャリート取引が盛んに行われていたのです。しかし冒頭に紹介した経済学の原則の通り、タダ飯の状態は長続きしませんでした。7月末以降は日銀の利上げや米国景気の後退懸念による米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ前

為替レート

倒し観測で金利差が一気に縮小したため、17年ぶりの規模となった円キャリート取引残高の解消で円高が急速に進行。こうした状況に加え株価指数先物売りなども相まって、株価は大幅に下落しました。

株式市場のほかにも、為替レートの変動は私たちの日常生活にさまざまな影響をもたらします。例えば、ハワイへ旅行に行き帰国した後で為替レートがドル高円安に振れば、現地で購入していた以上に多額のカード請求が届いたり、満タンにするのは給料日のあとにしよう、などと思って愛車への給油を控えていたら、為替レートがドル高円安になりガソリン価格が急激に上がってしまったり、ガソリン代がかかったりすることが起こります。

【問題5】 日本の投資家が、利率4%の米ドル建て債券を購入し、1年後にクーポンを受け取るとともに売却したときの円ベースの運用利回りとして、最も適当なものは次のうちどれか。
ただし、債券の購入時および売却時の単価と米ドルの適用為替レートは以下のとおりとし、税金や取引コストについては考えないものとする。

「債券単価および適用為替レート（円/米ドル）」				
	米ドル建て債券単価	TTS	TTM	TTB
購入時	100米 ^{ドル}	100.00円	99.00円	98.00円
満期時	101米 ^{ドル}	92.00円	91.00円	90.00円

(注) ①TTS=顧客が円を外貨に交換する際の為替レート②TTB=顧客が外貨を円に交換する際の為替レート③TTM=TTSとTTBの中値の為替レート

- A. Δ5.5% B. Δ2.6% C. 4.5% D. 6.7%

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶▶



というところで、今回は外国証券投資に関する問題です。次の問題を解いて、為替レートの変動が外国証券投資へのリターンにどのくらい影響するか、実感してみましよう。
(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

夢を育む資産形成コンサルタント



万人向けの「正解が存在しない」といわれる、金融・投資の世界。そんな不完全な分野だからこそ、知れば知るほど興味は尽きず、面白みが増していきます。このコーナーでは、これから金融・投資の基礎を学びたいと思う皆さんに関心を持ってもらうためのトピックスをご紹介します。

筆者が在籍していたある米系資産運用会社マーケティング部門の入社後研修では、当時必ず参照する一枚のグラフがありました。パフォーマンスの高いファンドの毎年の運用成績がグラフ化されたもので、どんなに運用成績の良いファンドでも、毎年勝ち続けることは不可能であることを、まず認識させられるのです。

「この会社、いいなあ」と思って投資を始め、もしも自分の予想通りにその株価が値上がりしたら、かなりうれいすよね。でもこの「いいなあ」と思える銘柄を選択するためには、いろいろと調べて分析する必要があります。大切な時間を有効に使うことのできる投資家になることを目指す。もっとお手軽に投資した

運用手法に正解はあるか？

パッシブ運用とアクティブ運用

用」、後者は「パッシブ運用」と呼ばれるものです。ピカイチの銘柄を探す手間がかかるアクティブ運用よりも、市場全体の指数に連動する投資対象で運用するパッシブ運用の方がコストはかからないため、コストに敏感な投資家には人気です。しかも、コストをかけたアクティブ運用でも冒険の話のように、勝ち続けら

れるとは限りません。そのうえ、過去約40年間はいわゆる「過剰流動性」といって、中央銀行がお金をジャブジャブに供給し、そうしたお金が潤沢に株式市場に投資されていたので、ある程度の投資期間があればパッシブ運用だけでも十分に収益を稼げる状況でした。

例えば、2014年9月末の日経平均株価は1万6173円、24年の9月末は3万7919円ですから、例えばこの10年だったら、コストのかかるアクティブ運用よりも、日経平均株価の指数に連動するパッシブ運用で十分だったね、というのが結果論ではあります。

しかし、実に40年ぶりのインフレの時代に突入した。昨今、ついに日本でも金利のある世界が再開し、資金があふれかえる時代は終焉を迎えそうです。投資先の選別が重要度を増すなかで、果たしてこの先も「パッシブ運用全盛時代」は続くのでしょうか？（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

【問題6】

インデックス・ファンドとアクティブ・ファンドに関する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. インデックス・ファンドは、代表的な指数（インデックス）を上回るリターンを目指すアクティブ運用のファンドである。
- B. 市場アノマリーの存在によって市場の効率性が否定されるならば、アクティブ運用の有効性が高まる可能性がある。
- C. 一般に、アクティブ運用の方がパッシブ運用よりも運用管理費（信託報酬）の水準は高くなる。
- D. 株式アナリストによる企業のファンダメンタル分析に基づいて投資対象となる株式を評価・選別する手法は、アクティブ運用の伝統的な手法である。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



夢育む資産形成コンサルタント



数字から見えてくる課題を読み解く

万人向けの『正解が存在しない』といわれる、金融・投資の世界。そんな不完全な分野だからこそ、知れば知るほど興味は尽きず、面白みが増していきます。このコーナーでは、これから金融・投資の基礎を学びたいと思う皆さんに関心を持ってもらうためのトピックスをご紹介します。

「復讐」という技術をご存じでしょうか。頭蓋骨をもとに、生前の顔を法医学により推定する技術です。

過去には刑事ドラマにも登場していましたが、現実の世界でも白骨化した遺体から復讐により身元特定ができたことが力ギとなり、難事件が解決した話を子供の頃に読んでとても感動しました。しかし「実際の身元判定率は5%以下」という報告もあるそうです。人の顔はミリ単位でも印象が変わるからです。

一方で、企業の状況を読み解く場合であれば、判定率5%どころではない、かなり有効な手段があります。今回のテーマである、企業の財務諸表を分析することですね。一目見ただけでは単なる数字の羅列に見えますが、実は少し知識があれば、いろいろな情報を

読み解くことが出来るものですよ。例えば、その企業はどうやって収益を稼ぐビジネスモデルなのか（詳細例は「ニッキンONLINE」解答編にて、二つの半導体関連企業エヌビディアとTSMCのビジネスモデルの違いをバランスシートの形状から説明しています。左囲み内QRコードから参照ください）といった情報や、融資を行っている銀行にとって重要な、その企業は利息と元本の返済をどのくら

「復讐」という技術をご存じでしょうか。頭蓋骨をもとに、生前の顔を法医学により推定する技術です。

財務諸表の見方

モデルなのか（詳細例は「ニッキンONLINE」解答編にて、二つの半導体関連企業エヌビディアとTSMCのビジネスモデルの違いをバランスシートの形状から説明しています。左囲み内QRコードから参照ください）といった情報や、融資を行っている銀行にとって重要な、その企業は利息と元本の返済をどのくら

い確実に行い得るのかといった情報も、財務諸表の分析で得ることができます。いうなれば財務諸表を分析することで、その企業の将来性も含めた健康診断を行えるのです。

財務分析手法の一つ、収益性の分析では、自己資本利益率（ROE）を三つの要素に分解して分析する「デュボン方式」というものがあります。

【問題7】

以下は、ある企業の財務データの一部である。デュボン方式による収益性分析の結果について、それぞれの指標に該当する最も適切な数値の組み合わせは次のうちどれか。

- (ア) ROE、(イ) 売上高当期純利益率、(ウ) 総資産回転率、(エ) 財務レバレッジ
- A. (ア)5.6% (イ)6.7% (ウ)0.45回 (エ)2.7倍
 B. (ア)5.6% (イ)6.7% (ウ)2.7回 (エ)0.45倍
 C. (ア)6.7% (イ)5.6% (ウ)0.45回 (エ)2.7倍
 D. (ア)6.7% (イ)5.6% (ウ)2.7回 (エ)0.45倍

総資産（期首期末平均値）	40,000
純資産（期首期末平均値）	15,000
売上高	18,000
当期純利益	1,000

(注) ①単位：億円②ROE = (売上高当期純利益率) × (総資産回転率) × (財務レバレッジ)

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



①売上高当期純利益率（売り上げから生み出せる利益はどのくらいの比率か）

②総資産回転率（経営資産を使ってどの程度の売上高を実現できているのか）

③財務レバレッジ（どの程度負債を活用して、経営資産を増やしているか）

収益性をこの三つの要因に分解し、ライバル企業や自社の過去データと比較することで、自社のボトルネック（停滞や非効率化を招いている要因）がどこか、あるいは自社が優れているところはどの要因なのか、などが見えてきます。

（公益社団法人日本証券アナリスト協会）