

外国為替のリスクヘッジ その2

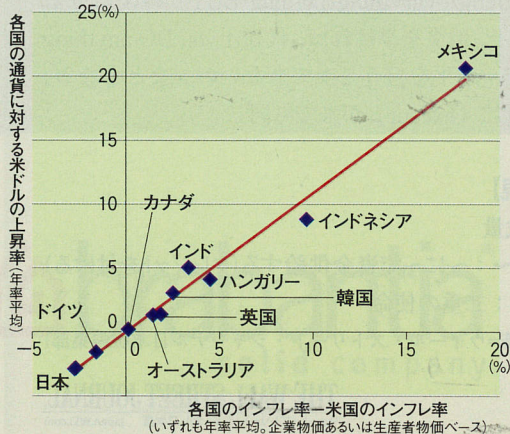
「相対的購買力平価」とは、2つの国のインフレ率の変化に基づく為替相場の一種の理論値だ。市場の為替相場は短期的、中期的には購買力平価から大きく乖離するが、長期ではその水準に回帰する傾向があると前回説明した。購買力平価は英語でPurchasing Power Parityなので、以下PPPと表記する。なお、関連する概念として「絶対的購買力平価」があるが、説明は省略する。本稿でPPPと表記する場合は常に相対的購買力平価を意味する。

筆者は国際通貨研究所のチーフエコノミストとして勤務していた2007年当時、ドル・円、ユーロ・円、ユーロ・ドルの3種のPPPを研究所のホームページで公開した。以後3カ月ごとに更新されているので見てほしい (http://www.iima.or.jp/research_gaibu.html)。

高金利外貨投資で高リターンのはず

「高金利の外貨に投資すれば、為替変動のリスクはあるが、円と外貨の金利格差の分、長期では高いリターンが得られると聞いていたが…」と思う読者がいるだ

米国と各国のインフレ率格差とドル相場の変化率
(年間平均、1973~2010年)



(出所) International Financial Statistics (IMF) のデータに基づき筆者作成

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

ろう。円安基調が続いた07年前半までは、そうした言説が横行した。ところが、それは顧客に外貨投資商品を買わせて稼ぐための「まことしやかな嘘」に過ぎない。もっとも、人間は自分に都合の良い虚構を信じる動物なので、語っている本人達も信じている場合が多かったようだ。

短期、中期では、金利格差の変化やその背後にある景況感の変化を要因にして為替相場は変動する。しかし趨勢的に高金利である通貨は高インフレの通貨であり、長期では必ず低金利・低インフレの通貨に対して下落する。その結果、長期では、高金利通貨の為替相場の下落で2通貨の金利格差が帳消しになる。これが国際金融論の語る基礎理論であり、実証結果でもある。

図を見てほしい。これは1973~2010年の期間について、長期の物価指数データが利用可能な主要11カ国(先進国と途上国)と米国とのインフレ率格差(企業物価あるいは生産者物価ベース)と、各通貨に対する米ドル(以下、ドル)相場の上昇率(年率平均)の関係を示した。分布の近似線を描くと右肩上がりになり、その近似線上に各国の分布がほぼ並ぶ。つまりドルよりインフレ率が高い通貨に対して、ドルはちょうどインフレ格差の分に見合せて上昇し、ドルよりインフレ率が低い通貨(日本とドイツ)に対して、ドルは下落している。

また、80~11年の日米の平均金利格差(10年物国債の利回り格差)は2.97%だ(米国債6.97%、日本国債4.00%)。日米のこの期間のインフレ率の平均格差もほぼ3%だったので、金利格差はインフレ率を反映したものだ。一方、この期間のドルの円に対する相場の下落は年率平均で3.1%だった。つまり高金利の米国債

に投資しても、金利格差2.97%はドル相場の年率下落率3.1%で帳消しになった。

リターンを上げる本当の知恵

外債債券投資が無駄だと言っているのではない。市場の為替相場がPPPに回帰する傾向は長期の現象であり、短期、中期では円相場はPPPから乖離して、為替相場は割安にも割高にもなる。したがって06年から07年前半までのように、PPPに照らして円相場が割安(外貨高)の時には外貨投資残高を減らすことが肝心だ。

あるいは筆者のように外貨資産残高は維持したまま、FXトレードで外貨売り持ち高を作り、為替リスクをヘッジすれば、その後の円高局面でも合計の為替損を減少させ、投資リターンを向上できる。

ただしFXトレードで高金利通貨の売り持ち高を保有すると、2つの通貨の持ち高×金利差(%)の分だけスワップポイント(外貨持ち高から生じる金利差損益)がヘッジコストとして生じる。06年当時、ドル・円のスワップポイントが年率5%近かった。つまり10万ドルのドル売りを1年間続けると、5000ドル(=10万ドル×5%、当時の為替相場で約55万円)のコストが生じた。しかし年率5%程度のコストは、120円から80円割れへという40%近い急激な円高に比べれば小さい。なお、08年以降はドル・円の金利差縮小でヘッジコストも大幅に縮小している。

反対に円相場が割高(外貨の割安)に大きく振れた時期には、外貨建て金融資産への投資を増やすことが長期リターン向上のポイントになる。あるいは円の割安時に作ったFXトレードの外貨売りヘッジ持ち高を買い戻せば、長期で外債債券投資のリターンは向上できるだろう。

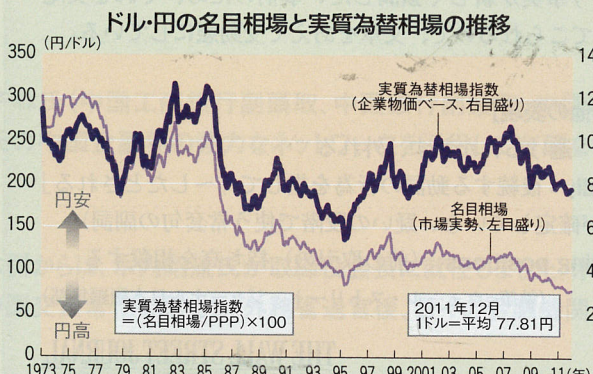
こうした円が割高の機会は、90年代以降では95年前後と2000年代前半、直近では10~11年の円高局面だった。

外国為替のリスクヘッジ その3

市場の為替相場は、相対的購買力平価（以下PPP）から短期的、中期的には大きく乖離しながらも、長期ではPPPに回帰する傾向がある。したがってPPPから円高に乖離した時に外貨投資を増やし、円安に乖離した時に外貨投資を減らせば、長期で外貨投資のリターンを平準化させると同時に向上させることも可能だと前回説明した。

PPPと市場の為替相場の推移をそのまま重ねたグラフを見るよりも適した見方がある。図に示したドル・円の「実質為替相場指数」は、市場の為替相場（実質為替相場との対比で「名目相場」と呼ばれる）がPPPからどの程度乖離しているか指数化したものだ。PPPは、1973年を起点とした企業物価（米国では生産者物価）をベースにしている。経験則的には、消費者物価よりも貿易財を多く含む企業物価をベースにしたPPPの方が、長期の市場相場のトレンドと一致する。

実質為替相場指数は、（名目相場/PPP）×100で算出する。例えば、名目相場が1ドル=120円、PPPが1ドル=100円の場合、名目相場はPPPより円安に乖離して、実質為替相場指数は120となり、起点時点（73年）の100（右目盛り）より大きくなる。円高に乖離すると100より小さくなる。



(注)PPPは1973年を起点とした企業物価(生産者物価)ベース
(出所)日本銀行、商務省(米国)、労働省(米国)のデータに基づき筆者作成

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

この図を見て、第1に実質為替相場指数が80~100（右目盛り）を中心レンジに変動していることに気付いてほしい。実際、73年以降の実質為替相場指数の平均値はほぼ90となる。市場の為替相場がPPPからの乖離と回帰を繰り返す限り、その乖離度合いを示す実質為替相場指数は、長期では水平のトレンドになる。

第2に、そうした中心レンジから円高方向（下方）に乖離した局面が、80年代以降では80年代後半、95年前後、2000年前後、そして直近の10~11年に起きたことが分かる。反対に円安（上方）に乖離した時期は、80年代前半、98年、02年、そして06~07年である。

以前述べたように、筆者が06年に円相場が既に円安方向に行き過ぎており、いずれ円高への大きな調整が不可避と判断できたのは、この実質為替相場指数を見ていたからだ。このグラフは筆者のホームページで公開しているが、国際通貨研究所のホームページでも算出に必要な名目相場とPPPのデータを公開している。

実質為替相場指数で円安・円高を見極める

時期により乖離の程度は異なるものの、中心レンジから乖離した後は必ず中心レンジへの回帰が起きている。すなわち

市場の名目相場がPPPに回帰しているということだ。ただし円高、円安にどれほど振れた後に戻り始めるかについては、一般化できるような規則性はない。それぞれの状況で判断するしかない。

したがって円高で外貨投資をする場合、一発決め打ちはせずに、投資資金を数分割して対応すべきだろう。反対に、円安

局面で外貨投資残高を減らす、あるいはFXトレードでヘッジの外貨売り持ち高をつくる場合も、数分割して対応することをお薦めする。また、実質為替相場指数が図に示した中央レンジにある時は、一切持ち高を変えないのが私の実践している基本方針である。

相場経験の乏しい人がよくやる失敗は、直近の相場の水準につられて、投資を始める水準の判断を誤ってしまうことだ。例えば、05~07年前半の局面のように長いこと円安トレンドが続くと、円安のピーク（当時1ドル=124円）から20%ほど円高に戻り、1ドル=100円前後になった水準で、とても円高になった気になり「もう良いだろう」と外貨投資を始めてしまう。しかし03年頃の1ドル=100円程度の相場は、図の実質為替相場指数の中心レンジ内に過ぎず、特に円高に行き過ぎているわけではない。

こうした直近に経験した相場水準に引きずられて判断してしまう認知上のバイアスは「アンカリング（係留）」と呼ばれるもので、注意しよう。これは株式や住宅投資を判断する上でも重大なバイアスだ。例えば、不動産バブルは91年をピークに弾け、都心の住宅価格も下落に向かい始めた。ところが1億円を超えるマンション価格に目が慣れていて結果、ピーク時から3割ほど価格が下落して1億円を割り込むと「買い頃じゃないか？」と感じて多くの人が割高な住宅を買ってしまった。

住宅価格の長期的な割安・割高の見抜き方は後の回で取り上げるが、こうした錯誤を避けるには2つのことが必要だ。①できるだけ長期データで見る。②名目相場だけでなく、インフレ率を調整した実質相場（実質資産価値またはそれに準じた他の方法）で判断する。為替相場も、長期投資に徹するならばインフレ率を調整した実質相場で判断することが肝心だ。

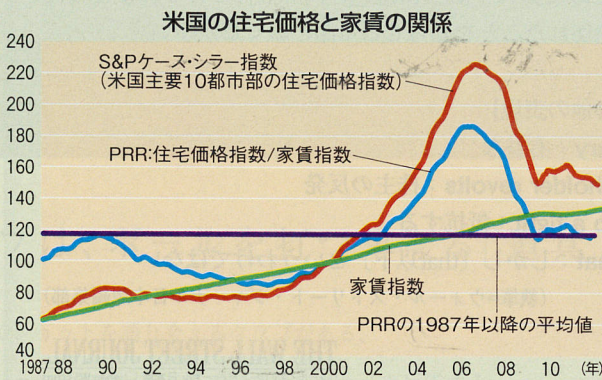
個人でできるマンション投資 その1

今回から数回にわたり、不動産投資を取り上げよう。ただし、ほかに本業がある個人投資家が片手間にできる不動産投資は、自分の居住目的の住宅購入を除けば、資産運用目的の都心部のマンション投資などに限定されると考える。

株式編では、「投資のプロ」でも株式指数に代表される市場平均の成績を長期間上回るのが困難だと、投資信託の実績で示した。高い収益力や良好な財務内容の企業を選ぶのは「投資のプロ」なら難しくはない。ただし、そのような将来の期待は、現在の株価に既に反映されている。つまり現在の高株価に反映された以上に、その企業の業績が将来伸びるか、あるいは期待以下になるかを判断することが現実の不確実性の下では困難なのだ。

合理的に考える限り、資産のファンダメンタル（基礎的）な価値とは、その資産がもたらす将来にわたる純収益を現在価値に換算して集計したものだ。例えば、ある企業の株式のファンダメンタルな価値とは、その企業の寿命が n 年とした場合、1年目から n 年目まで株主にもたらされる1株当たりの配当を現在価値に換算して集計したものである。以下に算式を示す。

$$\text{資産のファンダメンタルな価値} = d_1 / (1+r) + d_2 / (1+r)^2 + \dots + d_n / (1+r)^n$$



この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

$(d_1(d_n))$ は1年目(n 年目)の1株当たりの配当、 r は割引率(市場で投資家が求める利回り)

ところが一般企業の収益の変動は極めて大きく、それに従い配当見込みも大きく変わる。現代のように技術や市場環境の変化が速い時代は、長期にわたる企業の収益動向が極めて不確実だ。企業の寿命も確かなことは何も言えない。つまり株式の場合、現実の不確実性の下ではファンダメンタルな価値について妥当に推計することは事実上、不可能だ。

その結果、多くの投資家が将来に過度に楽観的になればバブルにもなるし、悲観的になれば優良企業の株価でも暴落してしまう。

実は分かりやすい住宅資産の価値

企業株式に比べると、都心部のマンションのような資産は、資産所得としての賃料が長期にわたりはるかに安定している。資産としての寿命も想定しやすい(日本のコンクリート住宅の法定耐用年数は48年で、実際はそれより長いかもしれない)。基礎的な勉強さえすれば、個人投資家でもファンダメンタルな価値を推計できる。

ところが、住宅資産のファンダメンタルな価値を理解していない人々が世の中の圧倒的な多数派なので、住宅価格はバブルとその崩壊を起こす。実際、マンション開発業者や仲介業者の営業マンにそそのかされて、割高なマンション物件に投資して行き詰まる無知な人々が少なくない。投資に関する基礎的な知恵があるかどうかで最も劇的な形で結果の違

いに現れる分野だ。

論より証拠で、2000年代の米国の住宅価格と家賃の関係を見てみよう。図は1987年以降の米国の住宅価格指数(S&Pケース・シラー指数)と家賃指数(消費者物価データの家賃項目)だ。赤色の住宅価格指数が高騰と暴落の軌跡をたどっている一方で、緑色の家賃指数は、ほぼ直線に近い極めて安定したトレンドだ。87年以降の家賃指数の平均伸び率は年率3.1%で、これは同じ期間の消費者物価指数の変化に近い。次回で紹介するが、全く同じ傾向が日本でも確認できる。

図の青色のPRR(プライス・レント・レシオ)は、住宅価格指数を家賃指数で割ることで計算した住宅価格指数の割安・割高を見抜く指標で、筆者が考案した。PRRが高い時は住宅価格が家賃に比べ割高、逆に低い時は割安を意味する。水平な線は87年以降のPRRの平均値だ。

家賃とは住宅資産が生み出す収益である。家賃の変化が安定している限り、住宅資産の価値も安定した変化をたどるはずだ。ところが、住宅購入者のほとんどはそうした合理的な判断ができていない。その結果、住宅資産価格は高騰(バブル)とその後の暴落を繰り返してきた。

こうした状況は、住宅資産の価値を合理的に判断できる投資家には大きな投資チャンスとなる。住宅価格が家賃をベースに計算したファンダメンタルな価値に照らして割安の時(不況期)に買い、割高になった時(好況、バブル期)に売り抜ければ、高い投資リターンを得られることを意味するからだ。

もちろん、住宅は個別性の高い資産だから、マクロ的な市況判断のみならず、ミクロ(個別条件)の判断も欠かせない。ただし、それは次回説明する通り、株式に比べると比較的簡単でマニュアル化できる。今回は、日本のマンション投資で成功する鉄則を説明しよう。

個人でできるマンション投資 その2

住宅資産のファンダメンタルな価値とは、それが将来にわたってもたらず家賃収入を現在価値に換算して集計したものと前回説明した。これは、自分の居住用住宅を購入する場合も同様だ。というのは、持ち家を保有することで、保有しなければ払うはずの家賃が不要になるからだ。これを「帰属家賃」と呼ぶ。すなわち自分の居住用住宅の購入も重要な資産形成の一環であり、投資として合理的な判断が欠かせない。

住宅資産の割安・割高を見抜くポイントは、住宅価格の変動と比した家賃の変動だ。図は、東京都区部の中古マンションの価格指数と家賃指数の推移である。

2005年1月=1.0とした指数で見ると、赤色で示した価格指数は1991年がピークで、2000年代前半にその3分の1近くまで下落して底値を付けた後、07年にかけて約40%上昇している。一方、緑色で示した家賃指数は、90年代前半に、92年と比べ20%ほど下落したが、その後は、ほぼ横ばいで±10%未満の変動だ（もちろん、これは市場全体の動向を示す指数だから、個別物件としては、もっと大きく変動しているケースもある）。

90年代後半以降は、家賃指数がほぼ横

ばいで、これは同じ期間の消費者物価指数がほぼ横ばいであることと一致している。前回示した通り、米国も、住宅価格が高騰と急落を遂げた一方で、家賃指数は消費者物価指数に近い安定的な伸び率だった。同じことが日米で成り立っていると分かるだろう。

図に示した青色のPRR (Price Rent Ratio) は、価格指数を家賃指数で割った値だ。PRRの上昇はマンション価格の割高方向、低下は割安方向への変化を意味する。破線は92年以降のPRRの平均値だ。これを見ると、2000年前後から04年までがマンション価格の底値圏で、07年にかけて上昇し、割安が解消している。その後は、09年に割安方向に振れていることが分かる。これはもちろん08年のリーマン・ショックによる世界不況の影響だ。09年以降は、マンション価格が多少回復する一方で、家賃が低下して、割安は再び解消した。つまり全体的なマンション投資のリターンは低下している。

筆者は、このデータをマンションの売り時、買い時の判断に使っている。具体的には、07年に9年間保有した古いマンションを売り、09年の不況時に比較的新しい物件を購入して、文字通り「高く売って、安く買う」を実践した。

成功するための5つの鉄則

以上のマクロ的な市況判断をベースに、個人投資家が住宅投資で成功する鉄則を以下の5つのルールとして掲げたい。

- ①買うのは不況時、売るのは好況時。
- ②中古マンションを徹底的に物色し安く買う。価格はDCF（ディスカウ

ント・キャッシュ・フロー）法で点検する。

- ③空室リスクの低い物件を選ぶ。
- ④3割は自己資金を用意して、残りはなるべく銀行から低い金利で借りる。
- ⑤ワンルームマンションよりファミリータイプのマンションを優先する。

以下、順番に説明しよう。

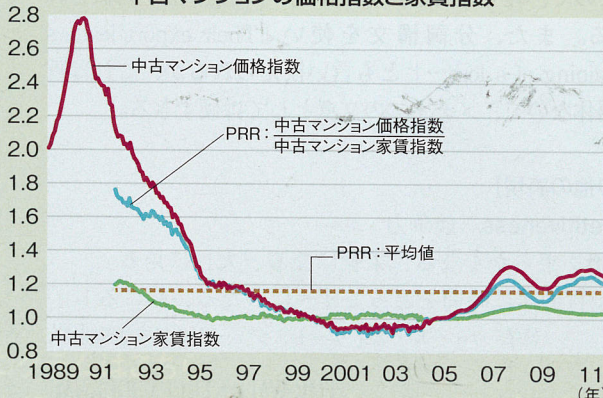
①は、株式を含むリスク性資産全般の長期投資に適用できるルールだ。図に示したマンション価格の割安・割高の変化は、一般的な景気変動と完全に一致するわけではないが、「マンションが売れ行き不振」「マンション建設会社が破綻」などの記事が新聞で目立つようになったら、心をときめかせてショッピングしよう。

不況時には「ボーナスの減額などで気持ちが悪くなるので、大きな投資をする気が起きない」と思う読者も多いだろう。しかし、少しボーナスが減っただけで、失業していないのなら、不況や金融危機の時こそ投資の千載一遇の好機だ。もしも、そういう心理的な転換ができず、世間のムードに流されるだけならば、残念ながら投資で成功する見込みは生涯ないだろう。

このルールは資金運用だけでなく、自分の居住用住宅を購入する際にも適用できる。市況の不況と好況の判断は、新聞の経済欄を読んでいれば、経済の専門的な知識がなくてもできると思うが、それを実践に役立てている人は少ない。「子供が産まれて、住んでいる賃貸マンションが手狭になった」「退職して、退職一時金の運用が必要になった」など、マクロ的な市況を考慮せずに、それとは全く関係のない事情で住宅投資をして、割高な価格をつかんでしまう人が後を絶たないのが実情だ。

今回は、②以下のルールについて説明しよう。

中古マンションの価格指数と家賃指数



(注)2005年1月=1.0とした。2011年12月時点。東京都区部が対象。この図は筆者のホームページ(<http://www.geocities.jp/takenakausa/>)で公開、更新している(出所)IPDジャパン「リクルート住宅価格指数」のデータを基に筆者作成

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

個人でできるマンション投資 その3

前回は、マンション投資で成功するための鉄則として次の5つのルールを上げた。

- ①買うのは不況時、売るのは好況時。
- ②中古マンションを物色して安く買う。
- ③空室リスクの低い物件を選ぶ。
- ④3割は自己資金を用意して、残りはなるべく銀行から低い金利で借りる。
- ⑤ワンルームマンションよりファミリータイプのマンションを優先する。

今回はルール②と③を説明しよう。ルール②は「中古マンションを物色して安く買う」だ。しかし規模や質が異なるマンションの適正な価格は、どうすれば見抜けるだろうか。そのために必要なのが、この連載の最初の方で説明した現在価値とIRR（内部収益率）の考え方である。

まず、購入を検討する物件の家賃水準を確認しよう。様々な物件の価格や家賃水準は、各種の不動産検索サイトで調べることができる。例えば、末尾に掲載した「HOME'S不動産アーカイブ」や「Yahoo! 不動産」が参考になる。

既に賃借人がいる物件なら、とりあえず現在の家賃から管理費、修繕積立金を引いてネット（正味）家賃を出し、12倍すれば、年間のネット家賃収入になる。表に示した通り、毎年の家賃を利率（とりあえず6%）で割り引いて現在価値に換算し、マンションの残存寿命分の現在からの合計値を求める。同様のエクセルによる計算シートを筆者のホームページに掲載しているので、それを使って計算しても結構だ。

マンションの残存寿命は、コンクリート住宅の法定耐用年数から築後の経過年数を引いて求める。例えば、法定耐用年数が48年で築後10年のマンションなら寿命は38年になる。建物の寿命が尽きても土地の持ち分の価値が残るが、古い建

物の解体工事費がかかるので、土地の価値はとりあえずあてにしないでおこう。

表で示したマンションは、1カ月のネット家賃が15万円で築10年（残存寿命38年）なので、価値は2672万円と計算できる。もし売り手の提示価格が3000万円ならば、差額の328万円分が高いと判断できる。

あるいは6%の割引率を変えて再計算すると、38年間の現在価値の累計がほぼ3000万円になるのは、5%の割引率の時になる。つまり、このマンションを3000万円で買って同じ家賃が維持された場合のIRRは5%ということだ。

もちろん、計算された投資リターン（年率）は、全期間に賃借人がいる場合だ。空室になる期間が例えば1割あれば、リターンは9割掛けになる。

老朽化も勘案

さらに、マンションの老朽化による価値の減耗分を勘案しなくてはならない。新築販売時の価格には、一般に「新築プレミアム」と呼ばれる割高部分がある。その程度は物件によって異なるが、販売価格のおよそ2割と想定しよう。この2割部分は、販売されて一度入居したら一気にはげ落ちる。つまり販売価格の8割の水準から本当の老朽化による価値の減耗が生じると考えていいだろう。

その老朽化率は、年率2~3%だ。とりあえず平均2.5%と想定しよう。つまり新築プレミアムを回避して中古物件を買い、6.5%のリターンを実現しても、市況が同じならば、差し引き4%（=6.5-2.5%）のリターンになる。

4%と聞いて「なんだ、リターンはそんなに高くないね」と思う読者もいるだろう。だからルール①で述べた通り、マンション市況が不況の時に買い、好況の時に売ることが重要なポイントになる。

住宅価値の評価

月間ネット家賃収益	15万円		
年間収益	180万円		
割引率	6.0%		
残存寿命(年)	各年の家賃の現在価値(万円)	計算式	家賃の現在価値の累計(万円)
1	170	=180/1.06	170
2	160	=180/1.06 ²	330
3	151	=180/1.06 ³	481
~以下同様~			
38	20	=180/1.06 ³⁸	2,672
~以下同様~			
46	12	=180/1.06 ⁴⁶	2,794
47	12	=180/1.06 ⁴⁷	2,806
48	11	=180/1.06 ⁴⁸	2,817

(注)イタリックの数字は計算結果、それ以外は例としての想定値。^は累乗計算を示すエクセルの記号（出所）筆者作成

キャピタル・ゲインを狙う必要はない。買った時と同じ価格で売れば、保有期間の老朽化による減損分をカバーできる。逆に、好況時には売り手も強気になっているから、求めるリターンの物件はめったに出てこない。そういう時は、次の不況まで待てばよい。資金は別のもので、例えば内外の株や債券で運用しておこう。

ルール③「空室リスクの低い物件を選ぶ」については、筆者は都区部で駅から徒歩数分の物件しか投資対象にしないことにしている。郊外の物件なら、賃料の表面利回りがもっと高い物件もあるだろうが、それは空室リスクの高さと裏腹である。表面利回りが高くても、いったん賃借人が出た後、数カ月も次の賃借人が入らないようでは、リターンは大きく下がってしまう。

次回説明するが、ローンで買った場合は、賃料収入を得られない期間はローン返済の元金を全部、自己資金で負担することになる。それを払えずに破綻する個人もいる。他に本業がある個人投資家にとっては、空室リスクの低い物件を選ぶことが大切だ。

HOME'S不動産アーカイブ <http://archive.homes.co.jp/>
Yahoo!不動産 <http://realestate.yahoo.co.jp/>
筆者ホームページ <http://www.geocities.jp/takenakausa/>

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

個人でできるマンション投資 その4

今回はマンション投資で成功するための鉄則、5つのルール④と⑤を説明しよう。ルール④は「3割は自己資金を用意して、残りはなるべく銀行から低い金利で借りる」だ。この点について、「リスクの高い借入れを伴う投資には、プロでない個人投資家は手を出すべきではない」と考えている人が圧倒的に多い。

しかし、そう考えるなら、居住目的で不動産を購入する場合でも、住宅ローンを利用するのはリスクが高過ぎるので、すべきでないということになる。自分が失職して所得が途絶えたり大幅に減少したりした場合に返済不能になるからだ。

一方、借入れを伴う投資目的の場合、適当な額の頭金を用意すれば、後は家賃収入で返済できる。空室になって、家賃収入が一時的に途絶えた時のみ自己資金の追加投入が必要になるが、その時に自分の所得が大幅に減少していなければ返済を持続できる。

つまり自己居住目的の場合、ローン（「住宅ローン」と呼ばれる）の返済は自分の所得のみに依存するが、投資目的の場合のローン（「アパート・ローン」と呼んで区別される）の返済は、第1に賃借人の所得、第2に自分の所得の2重の源泉で担保されている。したがって返済不能になるリスクは、自己居住の場合よりも低いはずだ。

しかも超低金利の今日、家賃収入のリ

ターンが借入金利を上回る結果、表のように、家賃収入から支払利息を引いた自己資金部分のリターンは13%と、とても高くなる。これが、この連載の初回に紹介した「金融レバレッジ」の効果だ。

金融レバレッジ効果でリターン10%以上も

表は、3000万円のマンション（家賃リターン年6%）を、自己資金1000万円、銀行借入れ2000万円（借入金利年2.5%）で購入した場合を示す。

ネット（正味）受け取り年間所得は、賃料収入（180万円）から利息の支払い（50万円）を引いた130万円になる。つまり自己資金1000万円に対する投資リターンは13%となる。

日本は超低金利で資産の運用利回りも低いから資産形成できないと嘆く必要はない。超低金利のおかげで金融レバレッジの効果が発揮できるのだ。ただし、こうした状況を実現するには条件がある。

まず、あなたが別の本業で相応の所得があること、そして投資の3割程度は自己資金を用意することだ。そのうえで、複数の銀行に借入れを打診すれば、中期の固定金利で2%台程度は可能だろう。また、長期で保有する以上、空室になる期間もあるので、その場合は自分の貯蓄あるいは所得で月々の返済ができるだけの資金的な余裕があることが必要だ。

ローン期間は、家賃収入で無理なくローンを返済できる10~20年程度に設定するのが妥当だろう。通常、この種の個人向けローンは、毎月の元利支払いが同額となる元利均等返済となる。その計算方法は省略するが、末尾に掲載した銀行のサイトで簡単に計算できる。

それでも、「借入れをして投資するのは怖い。マンション投資で失敗した人の話も耳にする」という読

者は少なくないだろう。確かに、2005~07年頃にマンション投資をしたものの、賃貸人が退出して空室になった時に、元利金が払えなくなって個人破産したり、銀行との交渉で購入物件の任意売却を余儀なくされたりする人が最近、増えている。

こうした事例は、私が本稿で述べている5つのルールを破っているケースばかりである。つまり、割高な新築マンションをわずかな頭金のみで（あるいは全額借入れで）、業者の言い値で購入し、借入金利も高いというケースだ。銀行は十分な頭金（めどとして購入資金の3割）のない借り手へのローンは、返済不能になるリスクが高いため、それに見合った高い金利を適用する。こういう条件がそろわず、失敗はほぼ必然だ。

ルール⑤「ワンルームマンションよりファミリータイプのマンションを優先する」のポイントは、「ワンルームより大きいマンションへの投資を優先する」だ。20平方メートル前後のワンルームマンションは、「住むために買う人が存在しない市場」だからだ。将来、売りたいと思っても、買い手はあなたと同じで、賃貸運用目的の投資家ばかりだから、賃料の利回り計算をする。その結果、マンションの市況が好転しても価格はなかなか上昇せず、老朽化による減損分だけ下がり続ける傾向が強い。

ところが、もう少し大きな40~70平方メートルの物件だと、居住目的で購入する層がいる。こうした人々は、本稿で紹介した利回り計算などせずに「値段が手頃で、気に入れば買う」という投資合理性の低い行動をしてくれる。そのおかげで高めの価格で売れる可能性が高いのだ。投資の世界は情報と合理性で武装した者が優位に立つ世界だ。

三井住友銀行 元利均等返済額試算シミュレーション
http://www.smbc.co.jp/kojin/jutaku_loan/ganri_sim.html

バランスシートと金融レバレッジの効果の例

資産	3000万円	負債	2000万円
家賃リターン	6.0%	借入金利	2.5%
受け取り家賃	180万円	支払利息	50万円
		自己資金	1000万円
		ネット受け取り所得	130万円

自己資金に対するリターン(ROE)
 $=100 \times \{ \text{家賃リターン} + (\text{家賃リターン} - \text{借入金利}) \times \text{負債} / \text{自己資金} \}$
 $=100 \times \{ 0.06 + (0.06 - 0.025) \times 2000 / 1000 \} = 13\%$
 もしくは
 $=100 \times (180 \text{万円} - 50 \text{万円}) / 1000 \text{万円} = 13\%$
 (注)表のイタリックの数字は計算結果、それ以外は例としての想定値
 (出所)筆者作成

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

個人でできるマンション投資 その5

マンション投資編の締めくくりに、今回は実例に近い形のシミュレーションを示そう。

表には、3000万円の中古マンションをローン2000万円（支払金利2.5%）と自己資金1000万円で購入し、家賃（経費差し引き後）として毎年195万円（家賃利回り6.5%）を得ながら10年間保有した場合のキャッシュフローとIRR（内部収益率）を示した。5年目の家賃が98万円と例年の約半分になっているのは、6カ月間賃借人がいない空室だったことを想定している。ローンの元利均等返済額が年間226万円になることは、前回紹介した銀行の計算サイトで算出できる。

この例を使い、投資家が考えるべきリスクとコストを以下に列挙しよう。

6つのリスク

第1のリスクは将来のマンション価格だ。例では、10年後に購入時と同じ3000万円で売れたケースを示している。

この場合の投資のリターンは、表が示す通り、ネットキャッシュフローを9.04%で割り引くと現在価値の総額がゼロになるので、IRRで9.04%（税引き前）である。

投資（支払い）総額は、購入時の支払額1000万円と、ローン元金の返済額226万円×10年＝2260万円を合計した3260万円になる。一方、収入は、受け取りネット家賃の1853万円と10年後の売却で得る3000万円の合計4853万円だ。ネットキャッシュフローの総額は+1593万円となる（四捨五入により、表の数値とは誤差がある）。

マンションの老朽化による価値の減損として年率2～3%程度のマイナスを考慮すれば、現在の日本でキャピタル・ロスがゼロのケースは、不況下の割安時に買って好況下の割高時に売ることができな

ければ難しい。仮に10年後の価格が2400万円（キャピタル・ロスは600万円）だとすると、IRRは、前述の9.04%と同様の計算方法で6.34%となる。これでも超低金利下の日本の現状では、まずまずの投資リターンだ。

第2のリスクは空室だ。例では、5年目に6カ月間の空室があるとしているが、この程度の空室期間があっても、自分の所得が貯蓄からローンを返済できる余裕が必要だ。

第3のリスクは家賃の下落だ。家賃は住宅価格に比べ、はるかに安定していると前回述べたが、それでもデフレが続くような場合には、じわりと下落する。実際、2008年から昨年まで都区部の家賃は下げ基調だった。

第4のリスクは借入金利の上昇である。筆者はこれまでローン期間を10～15年程度に設定し、金利は3～5年程度の固定金利を選択して、概ね2%台の金利コストで投資をしてきた。変動金利の方が適用される金利は低いのが一般的だが、将来、金利が上昇すればコストが増える。そこで筆者は、中間的な3～5年の固定金利を選び、少なくともその期間は金利コストが一定であるようにした。

第5のリスクは、コストとなる税金だ。購入時に不動産取得税、保有期間中には固定資産税がかかる。借入れを伴うマンション購入をする場合、確定申告で毎年の支払利息とマンション建物の減価償却費を経費として所得から控除でき、所得税の還付を受けられる。

しかし元利均等方式

で毎月返済していく場合、均等の返済額に占める利子の比率は次第に減少し、元金の比率が次第に増加する。返済が進むのだから残存の利子は少なくなる。経費として控除できるのは支払利子部分だけだから、所得から控除できる額は次第に減る。建物の減価償却費も、一定の償却率で計上していくと次第に小さくなる。

その結果、所得税の還付額は次第に少なくなる。個別のケースで異なるが、マンションを10年前後保有するなら、還付を受けた分は不動産取得税と毎年の固定資産税の支払いで、ほぼチャラになると考えた方がいい。

最終的に売却して譲渡益（売却額－原価）が生じる場合は、不動産譲渡益が課税対象になる。この時の「原価」は購入価格から保有期間中の減価償却費を引いたものである点に注意しよう。

第6のリスクはマンション設備（給湯器やエアコンなど）が故障や老朽化した際に生じる取り換えなどのコストだ。また、火災保険（地震特約を含む）をかけるのはリスク最小化のために当然だと思う。

マンション投資のキャッシュフロー（税金除く）とIRRの例
（単位：万円）

年	受け取り 家賃の ネット キャッシュ フロー①	購入 時の ネット キャッシュ フロー②	ローン の 返済 額 (金利 2.5%) ③	ネット キャ ッシュ フロー (① +②+③)	ネット キャ ッシュ フロー の 現在 価値	現在価値の計算式 (割引率9.04%)
0		-3000	2000	-1000	-1000	=-1000/1
1	195		-226	-31	-29	=-31/1.0904^1
2	195		-226	-31	-26	=-31/1.0904^2
3	195		-226	-31	-24	=-31/1.0904^3
4	195		-226	-31	-22	=-31/1.0904^4
5	98		-226	-128	-83	=-128/1.0904^5
6	195		-226	-31	-19	=-31/1.0904^6
7	195		-226	-31	-17	=-31/1.0904^7
8	195		-226	-31	-16	=-31/1.0904^8
9	195		-226	-31	-14	=-31/1.0904^9
10	195	3000	-226	2969	1250	=2969/1.0904^10
合計	1853	0	-260	1593	0	

10年後に3000万円で売れた場合のIRR 9.04%

10年後に2400万円で売れた場合のIRR 6.34%

(注) 3000万円の中古マンションを2000万円のローンと1000万円の自己資金で購入し、利回り6.5%の家賃を得ながら10年間保有した場合、イタリックの数字は計算結果、それ以外は例としての想定値。*は累乗計算を示すエクセルの記号。数字は小数点以下を四捨五入して表示 (出所)筆者作成

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

REIT投資のポイント

マンション投資で個人投資家が成功するための鉄則を前回まで解説した。「基礎的なルールさえ守れば、実は株式投資でリターンを上げるよりも簡単」というのが私のメッセージだった。マンションの資産管理に付随する様々な業務も月額家賃の3~5%程度の管理業務委託費を払えば、専門の業者がやってくれるので厄介なことではない。それでも「1件当たりの投資額が大きい」「多額の借入れをすることが不安」という2点が心理的な壁となって、二の足を踏む人は多い。そこで小口でもできる不動産投資手段としてREIT（不動産投資信託）のポイントを説明しよう。

市場の非合理性はチャンス

東京証券取引所に上場しているREIT銘柄は現在34ある（末尾の東証のサイト参照）。まず、REITの収益源である商業ビルなどの賃料所得の利回りは、比較的安定しているという事実が重要だ。賃料収入（経費差し引き後）を不動産の資産価値（鑑定評価額ベース）で割ったREITのインカムリターン（配当や利息など対外所得の投資リターン）は、概ね5~6%前後で安定的に推移してきた。

ところが、図のように東証のREIT指数が示す市場価格は、2003年3月から07年のピーク時までに2.5倍に高騰した。そして07年夏のサブプライムローン危機の勃発で、09年にはピーク時から3分の1の水準まで暴落した。東証株価指数（TOPIX）よりも激しい乱高下である。

一般的に資産の価値とは、それが将来生み出す純収益キャッシュフローを割引率（金利）で割って求めた現在価値の総額だ。したがって、収益の源泉である賃料のインカムリターンが安定している限り、市場のREIT価格も安定しているはずだ。そのためREITは、一般企業の株

式よりもミドルリスク・ミドルリターン
の金融資産と期待された。ところが市場
の現実とは違った。

利益構造の複雑な一般企業と異なり、
収益を不動産の賃料のみに特化し、配当
可能利益の90%以上を配当することで法
人税を免除されているREITの収益構造
は極めて単純だ。にもかかわらず、暴騰
と暴落が起きるといことは、投資家サ
イドの集合的な合理性に致命的な欠陥が
あるということだろう。しかし市場の非
合理性は、冷静な眼を持つ長期投資家
にとっては絶好のチャンスである。暴落時
に買い、高騰時に売れば良いのだから。

割高時の投資を避けるには

REITを選択する時は、配当利回りが一
番気になるという人が多い。末尾のYahoo!
サイトで配当利回りを一覧できる。

しかし配当利回りのみに目を奪われて
選ぶなら、それは「毎月分配型高配当」
の投資信託に群がる人々と同類だ。実際
は低利回りのREITの利回りを上げて、
見栄えを良くする手口はいくつもある。
極めて大雑把に言うと、実は財務内容の
良い銘柄は相対的に配当利回りが低く、
財務内容の悪い銘柄は価格が低いため、
配当利回りは高めになる。しかし財務内
容の良さそうなREITを選んでも、REIT
価格が割高では、期待でき
るリターンは低くなる。

一般的に、株価が純資産
価値に対して割高か割安か
を見る指標としてPBR（株
価純資産倍率＝株価／1株
当たり純資産額〈簿価〉）
がある。PBRが1を超えれ
ば割高、1以下は割安であ
る。東証のサイトを含め、
一般に公表されているPBR
の純資産額は「簿価」であ

り、「時価」ではない。このため時価の
資産価値が問題となるREITの指標とし
ては不十分だ。

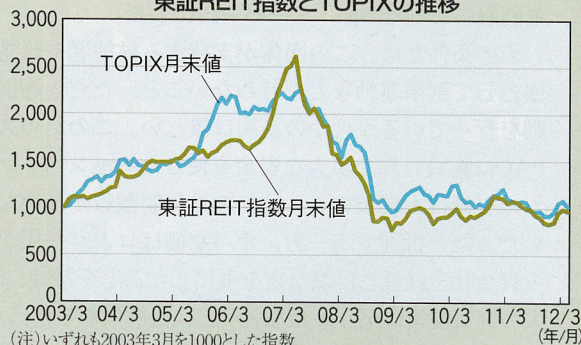
各期の鑑定評価時価に基づいた純資産
価値はNAV（Net Asset Value）と呼べ
れる。NAVを見るためには、各REITの決
算報告書に基づいて鑑定評価額と簿価の
差額（含み益損）を簿価ベースの純資産
に加減する必要があり、ちょっと厄介だ。

ただし、REIT全体のNAVとREIT価格
（投資口当たり）の比較による割高・割
安の指標は、末尾掲載のTMAXという不
動産鑑定・情報会社が「P/NAV指数」
として公開している。この時系列のグラ
フによると、08年後半から09年につ
いて、REIT価格全体は大きく割安に傾斜し
た。その後回復し、現在は1を少し割
った水準にある。やはり「リスク資産は不
況・危機時に買い」という方針の正しさを
示唆している。

P/NAV指数を見ながら、REIT市況
が割高に傾いている時は投資を控え、平
均的か割安の時期に財務内容が比較的優
良なREITを選んで投資資金を何回かに
分割して買うのがいいだろう。

東証のREIT銘柄一覧
<http://www.tse.or.jp/rules/reit/meigara.html>
Yahoo!ファイナンスのREIT銘柄一覧
<http://yahoo.japan-reit.com/page/top3234.html>
TMAXのP/NAV指数
http://www.tmaxv.co.jp/service_solutions/fund_forecast_latest1.html

東証REIT指数とTOPIXの推移



(注) いずれも2003年3月を1000とした指数
(出所) Yahoo!ファイナンスとブルームバーグのデータに基づき筆者作成

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

金価格はやがて暴落する

2007～08年の金融危機で「人間の作った金融商品は信用できない」と痛感したからだろうか。通貨にも各種の証券にも不安を抱いている人の中には、「人間が作り出せない自然物の金ならば、裏切られない資産になる」と素朴に考える人がいる。しかし金は自然物でも、金価格は市場による価格形成という人間活動の産物だ。そして市場の金価格は、不動産、株や各種の証券と全く同様に「ファンダメンタルな価値」から乖離して、バブルにもなる。人間はチューリップですらバブルの素材にしたのだ。

株式や不動産などの所得（配当や賃料）をもたらす資産の「ファンダメンタルな価値」とは、その資産が将来にわたり生み出す純収益のキャッシュフローを利子率で割り引いた現在価値の合計額だ。バブルの場合は、過剰な楽観予想に投資家の多くが支配されて、将来のキャッシュフローの期待増加率が著しく高まる。もちろん、バブルの崩壊で夢から覚めることになる。

一方、金は賃料や配当のような所得を生まないで、他の事情が一定ならば、金の価格はインフレ率（通貨の購買力の減価率）に見合って上昇すると考えられる。ドル建ての金価格は、長期的にはドルという通貨のインフレ率に見合って上昇すると考えるのが合理的だろう。

実際、金の購入を推奨する論者は、金がインフレリスクのヘッジになると共通して指摘する。図は、1973年を起点にした米国の消費者物価指数と金価格の推移を示したものだ。昨年、1オンス＝1896.50ドルの高値を記録した金価格が、インフレ率の示す理論値から上方に大きく乖離している。金投資にインフレリスクのヘッジ効果があるとしても、高値圏で買えば、損失になる可能性が高い。

「バブルは繰り返す」の経験則通り、同様の金高騰が80年前後にも起きた。米国

は71年にドルと金の公定相場（1オンス＝35ドル）での交換保証を放棄。ブレトンウッズ体制と呼ばれた戦後の金・ドル本位制が終焉し、73年から主要国は変動相場制に移行した。70年代の2度のオイルショックによる原油高騰で、先進諸国はインフレと不況の並存するスタグフレーションを経験し、資本主義経済の戦後未曾有の危機が語られた。経済面では日本や旧西ドイツなどが台頭し、旧ソ連の軍事力は米国を凌駕していると思われた。その結果、「米国の凋落」「基軸通貨ドルの終焉」などが話題になる不安の時代だった。当時と今ではインフレ率は異なるものの、時代の雰囲気は妙に似ている。

投資資金は、73年の第1次オイルショックとその直後のインフレを背景にした金高騰で味をしめた後、79年の第2次オイルショックを機に再び金買いに動いた。当時、日本の銀行もカウンターで個人顧客の金売買の取り扱いを始め、金ブームのすそ野が拡大した。しかし、それは金価格のバブルのピークだった。80年代前半に米国のインフレは沈静化し、金価格は暴落した。

「プールにクジラ」効果

今日の金の高騰を説明するうえで、もう1つ重要なポイントは、「クジラがプールに飛び込んだ効果」である。金の市場（プール）は相対的に狭いので、グローバルな巨額の投資資金のほんの一部（クジラ）が投げられただけで、価格は高騰する（プールの水は溢れる）。そして投資資金が引き揚げられると（クジラが出ると）、価格は急落する（水位は急に下がる）。

過去数千年に掘り出され

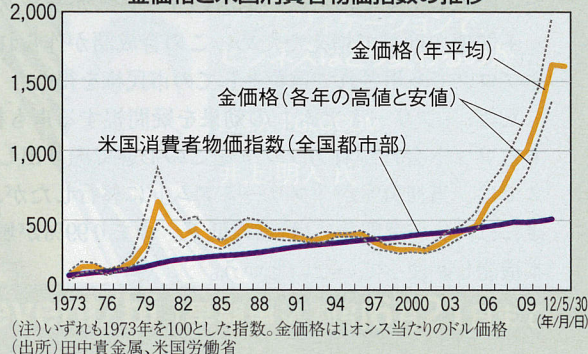
た金の総量（「地上在庫」と呼ばれる）の時価総額は、1オンス＝1750ドルで換算すると9兆ドル（約720兆円）ほどだ。しかし実際に市場で売買される流動的な額は、その数分の1以下だろう。これは世界の株式や債券残高に比べ桁違いに小さい。

ところが03年に金の上場投資信託（ETF）がオーストラリア証券取引所、次いでロンドン証券取引所に上場され、巨額の投資資金が狭い金市場に流れ込むようになった。図が示す金価格の高騰は、ぴったり03年から始まっている。この金ETFを通じてヘッジファンドや個人富裕層が流れ込み、近年は中国やインドなどの政府・中央銀行の外貨準備資金も、金に投じられているという。

「中国やインドの金購入は、金の需給関係が大きく変化したことを意味し、金価格の上昇は持続的と考えてもいいのではないか」と言う人もいるだろう。しかし、いくつかの大国の外貨準備金がある対象に投じられても、その資産価格が長期にわたり上昇し続ける必然性はない。このまま金は上がり続けないと分かっている、相手が走り続けるなら自分も走り続けるしかないチキンレースの結果に過ぎないのだ。

そして崖が見えてきた時、レースの参加者は一斉に脱出しようとするので、金価格は暴落するだろう。

金価格と米国消費者物価指数の推移



この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

生保を使った代替投資

長期にわたって資産運用をしてきた経験者なら、投資リターンをある程度平準化することが重要だと分かっている。投資リターンを上げるためには、合理的にリスクを取ることが不可欠だ。しかし投資家の資金運用を担う機関投資家ならば、一時的でも損失が大きく膨らめば、出資や運用委託を解消されたり、減額されたりする可能性に直面する。その場合は、安値圏と承知でも、損切りのために資産を売らなくてはならない。

そうした制約がない個人投資家の場合でも、資産の時価が金融危機や不況で大きく減少すると、心理的なショックで追加の投資に二の足を踏んでしまうことが多い。ところが、そうした時こそが千載一遇の投資チャンスだったと後で悔やむこともある。

リスクを抑制しながら、ポートフォリオ全体のリターンを上げるにはどうしたら良いか。それは、投資リターンの相関関係がマイナス（双方とも長期ではプラスのリターンだが、短期的には一方のリターンが上がると他方は下がる関係）、あるいは相関関係のない異なる資産の投資を組み合わせることだ。株式投資で多銘柄に分散投資するのは、個別銘柄のリスクを平準化する効果があるからだ。しかし、それでも株式市場全体の変動リスクは小さくすることはできない。

本連載では以前、長期固定金利の債券に投資すれば、株式投資との間に、ある程度のリスクヘッジの効果が生じることを述べた。それでも日本のように、長期にわたるデフレ圧力で長期債券の利回りが超低位の水準に張り付いてしまっている状態では、ヘッジ効果が上がらない。

この点でヘッジファンドなどに期待されていることは、株式市場の絶対水準の変動と相関関係の低い投資による成果である。そのために、例えば割高と考えられる株式銘柄の売りと割安銘柄の買いを

組み合わせた「ロング・ショート」など様々な投資手法が用いられてきた。

米国では合法

株式や不動産投資と相関関係の極めて低い代替投資の一例として、私が2年ほど前から保有している「ライフセトルメント・ファンド」を紹介しておこう。

ライフセトルメント (Life Settlement、以下LS) とは、生命保険の契約者がなんらかの理由で解約が必要になった生命保険契約を中途解約せずに、保険金を受け取る権利を第三者に売却する取引だ。

中途解約で契約者が手にできる払戻金は、次に説明する解約希望時点での生命保険の現在価値の数分の1でしかない。

そこで中途解約希望者は、契約を解除せず、解約払戻金より高く、現在価値よりは低い価格で第三者（投資家）に保険金受け取りの権利を売れば、解約払戻金以上のキャッシュを回収できる。同時に第三者の投資家は、購入額と現在価値の差額を利益にする可能性を得る。

こうした生命保険契約の第三者への譲渡は、日本では認められていないが、米国では合法である。その結果、米国では生命保険契約の流通市場とも呼ぶべきLS市場と、それを投資対象にしたLSファンドがいくつも運用されている。

契約期間途中の生命保険契約の現在価値とは、①残存の支払い満期までに払う保険料、②死亡保険の額、③割引率（リターン）、④死亡保険金を受け取れるまでの期間（＝保険対象になっている個人の平均余命）の4つで決まる。

①と②は確定している。③は投資家がどれだけの利率を求めかに依存する。不確定なのは④である。保険の対象者が死亡するのがn年後、割引率（リターン）をrとすると、死亡保険金の現在価値は以下のように計算される。

死亡保険金の現在価値＝保険金額／(1+r)ⁿ

例として、保険金額が3000万円、保険対象者の余命が20年、割引率10%、単純化のために追加の保険料支払いをゼロとすると、死亡保険の現在価値は以下の計算で446万円となる。

$$446万 = 3000万 / (1 + 0.1)^{20}$$

つまり、この死亡保険契約を446万円で買って20年後に死亡保険3000万円を手にすることができれば、年率投資リターン10%を実現したことになる。

問題は、個別の保険契約の死亡保険金の受取時期を特定できないことだ。しかし、多数の保険契約を集めてファンドにすれば、「大数の法則」が働いて、保険金受け取りまでの期間は推計された平均余命に収束する。

つまりLSファンドの投資リターンは、資産価値の市場変動によるものではなく、生命保険会社が本来価値に比べて著しく少ない金額しか支払わない中途解約の払戻金と、その本来価値の裁定から生じるのだと言える。

ちなみに私が2年前に買った投資期間2年半のLSファンド（原資産はドル建て、対円の為替ヘッジ付き、最小投資単位1000万円）は、これまでのところ、円ベースで比較的安定して年率10%の投資リターンを上げている。株式のキャピタルゲインなどがあまり期待できない市場環境では、ありがたい投資手段だ。

もっとも、将来LS市場での競争が激しくなると、生命保険の購入価格が上がる、あるいは生命保険会社が解約払戻金を引き上げた場合は、LSファンドの投資リターンは低下するだろう。

米国ライフセトルメント協会のホームページ <http://www.lisa.org/>
LSファンドについて、日本でも購入することはできる。アドバイザーズ（本社＝東京都千代田区）は投資家の問い合わせに応じ、販売会社を紹介した実績がある。アドバイザーズのホームページ <http://advisors.co.jp/index.html>

この欄は投資の参考となる情報の提供を目的としています。投資の最終判断は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。