

2013 年 5 月 13 日 全 11 頁

リスクオンが強まる投信への資金フロー

株式型、為替ヘッジ無型へとマネーは向かう

金融調査部
研究員 矢作大祐

[要約]

- 2012 年の投信への資金フローは、流入超ではあったものの流入額は前年よりも減少した。流入したマネーは債券型へ、中でもエマージング型や北米ハイイールド型へと流入する傾向があったと言えよう。
- 2013 年に入り、投資家はリスクオンの傾向にあり、投信への資金流入先も債券型から株式型へと変化しつつある。特に、個人投資家は、現物市場において株式を売り越しているが、投信経由で資金を株式投資へと向かわせている。
- 債券型では、2012 年と同様に、エマージング型や北米ハイイールド型に資金が流入している。しかしながら、2013 年は為替差益を目的に為替ヘッジ無型へと資金が向かっている点で 2012 年よりもリスクを取る傾向にある。
- 従来、投信の保有は高齢層（60 代・70 歳以上）が中心であったが、投信保有者、未保有者ともに若年層（20 代・30 代）の購入意欲が高まっている。特に未保有者の若年層が他の年代に比べて収益性を重視していることから、リスクオン傾向にある現在、投資を進める機運が高まっていると言える。

2012 年の投信への資金流入は低調

2012 年の追加型株式投信¹（以下、投信）への資金流入は、約 9,600 億円の流入超となるも前年に比べて流入額が減少した（図表 1）²。中でも、株式型は国内株式型の流出超を背景に、747 億円と 3 年連続の流出超となった（図表 2、左図）。これは 2012 年半ばの欧州債務危機の深刻化、中国経済の停滞を背景とした世界的な株式相場の低迷や、それに伴うリスクオフ³傾向の強まりが影響したと考えられる。例えば、リスクオフ傾向によって、相対的に安全な資産である日本国債へと資金が流入し、結果的に円高が進行した。継続的な円高を背景に輸出環境が悪化し、企業業績・株式相場が低迷、国内株式型投信への資金流入もそれに伴い停滞したと言える。また、2012 年 11 月以降は円高是正の流れの中で株価が上昇したものの、12 月は利益確定売りを背景に流出超となった。国際株式型に関しては、株価が堅調に推移した東南アジア株式等を組み入れたエマージング型、アジア・オセアニア型（中国圏型を除く）を中心に資金流入が進んだ。また、シェールガスに代表される「エネルギー革命」への期待から大型の新規設定があった北米型にも 12 月にマネーが流入したことで、国際株式型は 2 年ぶりに流入超へと転換した。

2012 年の債券型への資金流入に関しては、2,967 億円の流入超となった（図表 2、右図）。しかしながら、流入額は前年比で 9,289 億円減少した。この背景としては、近年資金の流入が続いていたオセアニア型への流入額の減少が挙げられる。オセアニア型は 2011 年に 1 兆 1,473 億円の流入超であったが、2012 年には 1,583 億円の流出超となった。オセアニア型の中心的な投資対象であるオーストラリア債券は、2012 年 5 月・6 月の利下げに伴いリターンが低迷したため、資金の流入額が減少したと考えられる。また、オセアニア型は過去に為替ヘッジ無型への資金流入が続いていたことから、利下げによる豪ドル安が為替差損へとつながり、オセアニア型への資金フローに影響を与えたと言えよう。

債券型で資金が流入した先は、エマージング型である。投資信託協会の各国通貨建て純資産増減額とそれに基づき推定した資金流出入額⁴によれば、タイ、インドネシアといったアジア各国やメキシコに資金が流入し、これまで資金の流入先であったブラジルに関しては流出超とな

¹ 本レポートにおいて、「追加型株式投信」は公募追加型株式投信全体を指す。また、「（～）株式型（投信）」と表現した場合は、追加型株式投信の中でも株式を中心に運用しているファンドを指す。なお、本レポートで用いる数値データは、特記事項がある場合を除いて、大和ファンド・コンサルティングが集計したデータを用いている。大和ファンド・コンサルティングが集計したデータは、投資信託協会のデータを基に、より詳細な区分で再構成したものである。そのため、資金流出入先の内訳を考察する本レポートの趣旨から、大和ファンド・コンサルティングのデータを主に用いることとしている。

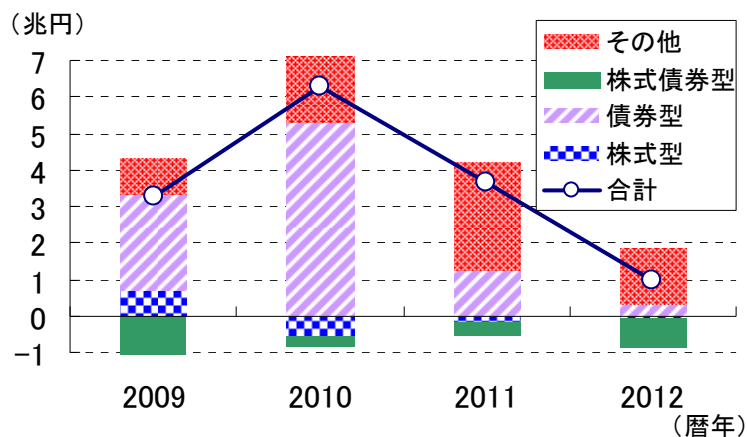
² 投資信託協会が公表する追加型株式投信の資金増減額は約 9,000 億円となっており、600 億円の差が生じている。これは、投資信託協会公表のデータが設定額から解約額と償還額を差し引いたものを資金増減額とする一方で、大和ファンド・コンサルティング集計の数値データが設定額から償還額を差し引いたものを資金流入額としていることが要因として挙げられる。実際に、投資信託協会が公表している 2012 年の償還額は、約 600 億円となっている。

³ リスクオフとは、投資家が高リスク資産の保有割合を下げ、比較的リスクの低い資産の保有割合を上げる状況を指す。リスクオンとは、投資家が高リスク資産の保有割合を上げ、比較的リスクの低い資産の保有割合を下げる状況を指す。

⁴ 試算では、純資産増減額から価格変動分を引いたものを資金流出入額として算出した。価格変動分の計算には、シティグループ世界国債インデックス、シティグループ新興国市場ソブリン債券インデックスを用いて算出している。そのため、必ずしも投資対象の価格変動をすべて表しているものではなく、あくまでも目安と言える。

った⁵（図表3）。また、北米型については、金額自体は前年よりも減少したもののハイイールド型を中心に流入超となった。まとめると、2012年の投資信託を巡るマネーフローは前年に引き続き債券型へと向かい、中でもエマージング型や北米ハイイールド型といったファンドに資金が流入する傾向があったと言えよう。

図表1 追加型株式投信のタイプ別資金流入

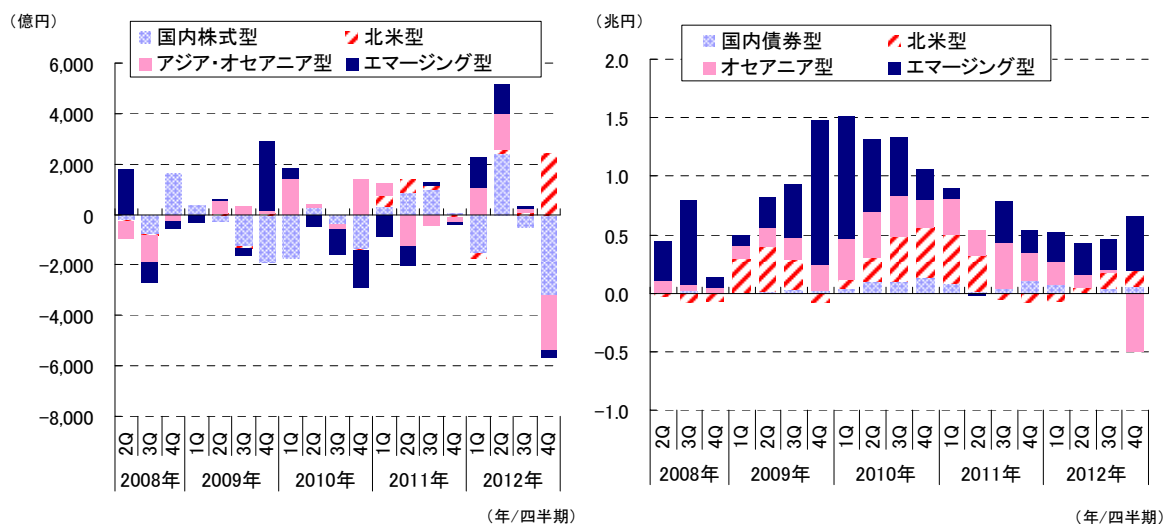


（注1）ファンドの分類は、大和ファンド・コンサルティングによる。

（注2）その他には、国内REIT型、国際REIT型、ETF型やオルタナティブ型が含まれる。

（出所）大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表2 株式型投信の資金流入額の内訳（左図）、債券型投信の資金流入額の内訳（右図）



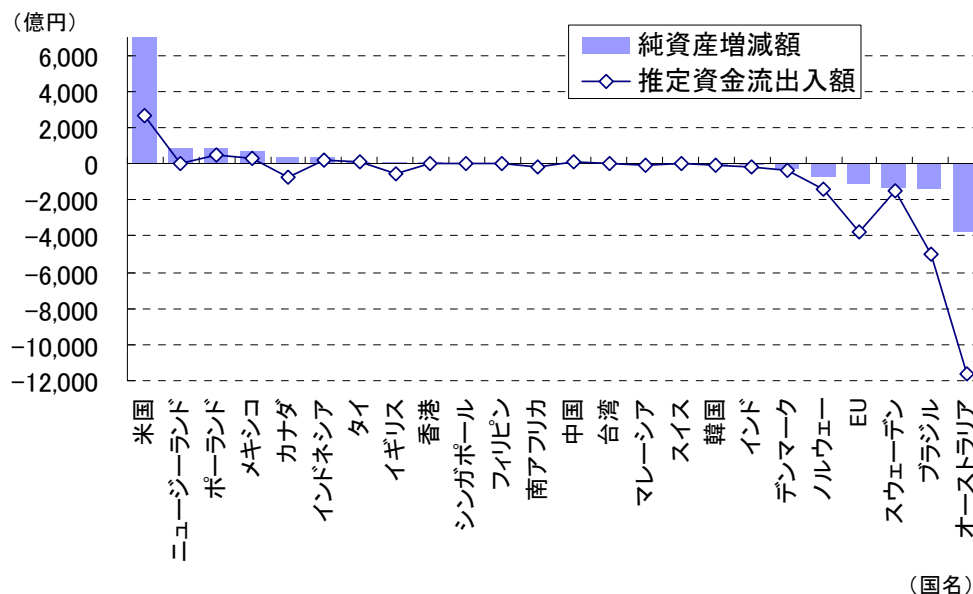
（注1）ファンドの分類は、大和ファンド・コンサルティングによる。

（注2）両図ともに、日本含むグローバル型、日本除くグローバル型、欧州型、テーマ型、その他、パッシブ型は捨象して作成。

（出所）大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

⁵ 投資信託協会公表の各国通貨建て純資産は投資対象国の通貨ではなく、通貨建てベースで計上されている。例えば、ブラジルレアル建ての北米ハイイールド債券ファンドの資金流入は、本統計では北米ではなくブラジルの資金流入として計上されている点で注意が必要である。

図表3 2012年の各通貨別債券型の資産増減額と推定資金流入額



(注) 2011 年末から 2012 年末の間の債券純資産残高の変化のうち、資産価格の変動で説明できない部分を資金流入額と推定した。資産価格の変動に関してはシティグループ世界国債インデックス、シティグループ新興国市場ソブリン債券インデックスを用いて算出している。

(出所) 投資信託協会、QUICK より大和総研作成

個人は投信経由でリスクオンか

株式型投信への資金流入額が増加

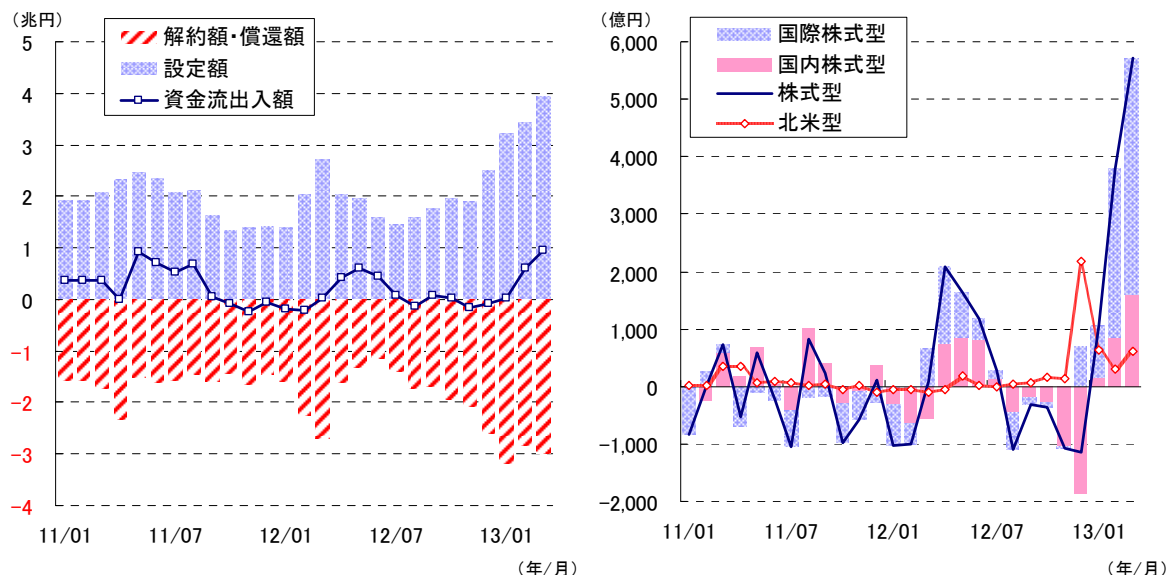
2013 年に入り、投信への資金フローに変化が生じている。2012 年に低迷していた投信への資金流入額が全体として増加傾向にある。例えば、投資信託協会が公表した追加型株式投信の資金流入額によると、2013 年 3 月は単月としてはリーマン・ショック以降で最も多い 9,578 億円の流入超であった（図表 4、左図）。次に大和ファンド・コンサルティングのデータを用いて流入先の内訳について確認する。国内株式型は、2012 年 11 月以降の円安進行による株式相場の上昇を背景に、2013 年 1 月から徐々に資金流入額が増加し、1-3 月合計で、2,618 億円の流入となった（図表 4、右図）。特に、バリュー株型が 139 億円の流出超となる一方で、グロース株型は 1,192 億円の流入超となっている。リーマン・ショック以降、国内株式型の流入先はバリュー株型が中心であったことから、変化が生じていると言えよう。国際株式型に関しても、資金流入額が急増しており、地域別で見れば、株価が好調に推移した北米株式型が 1-3 月に 1,541 億円の流入超となっている。また、アジア・オセアニア型（中国圏型を除く）に関しても 2012 年後半にかけて流出超となっていたが、1-3 月は再び 887 億円の流入超へと転じている。株式型投信に対する需要の高さは、新規設定本数からもみて取れる。投資信託協会のデータによれば、2012 年の株式型投信の新規設定本数は、月平均で 8.5 本であったが、2013 年に関しては 1 月に 4 本、2 月に 19 本、3 月に 12 本、4 月は 17 本と月平均で 13 本となっている（図表 5、左図）。2013 年の新規設定は海外株式型が多いが、需要次第では国内株式型に関しても今後新

規設定が相次ぐ可能性はあろう。

一方で、債券型は昨年に比べて流入額が低迷している。1-3月の国内債券型については、パッシブ型は継続的に流入しているが、アクティブ型の流出分が大きいことからトータルで流出超となっている（図表5、右図）。国際債券型については、1月は流入超となったものの、2月以降は流出超となっている。地域別にみるとエマージング型と北米ハイイールド型が2012年に引き続き、1-3月で3,088億円、2,974億円の流入超となっている。他方で、オセアニア型は2012年11月以降流出が続き、1-3月は5,628億円の流出超となっていることから、債券型全体の資金流入額が縮小する一因となっている。投資信託協会によると、2013年の債券型投信の新規設定本数は、2013年2月に25本という大量の新規設定があったことから、月平均でみれば前年と同様に約13本であったが、3月以降は15本（3月）、8本（4月）と減少している。

以上、総じてみれば、2013年を境に投信を巡るマネーフローが債券型から株式型へと転換しつつある様子がうかがえる。投信への資金フローの変化は、主な購入者である個人の金融資産ポートフォリオに変化をもたらす。国内の株式市場における個人の売買動向を確認すると、海外投資家が昨年末から大幅な買い越しとなる中で、個人は売り越し超となっている（図表6）。個人は株価上昇時に流通市場で売り越しになりやすい傾向があるが、株式型投信への資金流入状況を鑑みると個人の株式投資が投信を通じた間接的な投資から始まりつつあると捉えられよう。

図表4 追加型株式投信の資金流出入額（左図）、株式型投信の資金流出入額の内訳（右図）

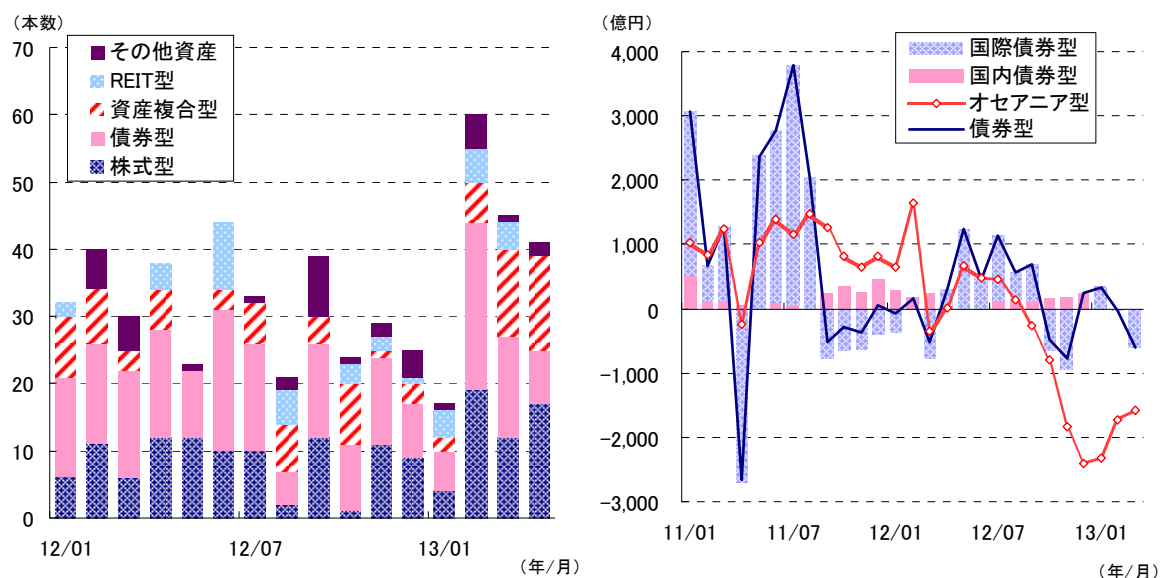


（注1）左図の資金流出入額は、設定額から解約額・償還額を差し引いて算出。

（注2）ファンドの分類は、大和ファンド・コンサルティングによる。

（出所）投資信託協会、大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表5 株式型投信の新規設定本数の内訳（左図）、債券型の資金流出入額の内訳（右図）

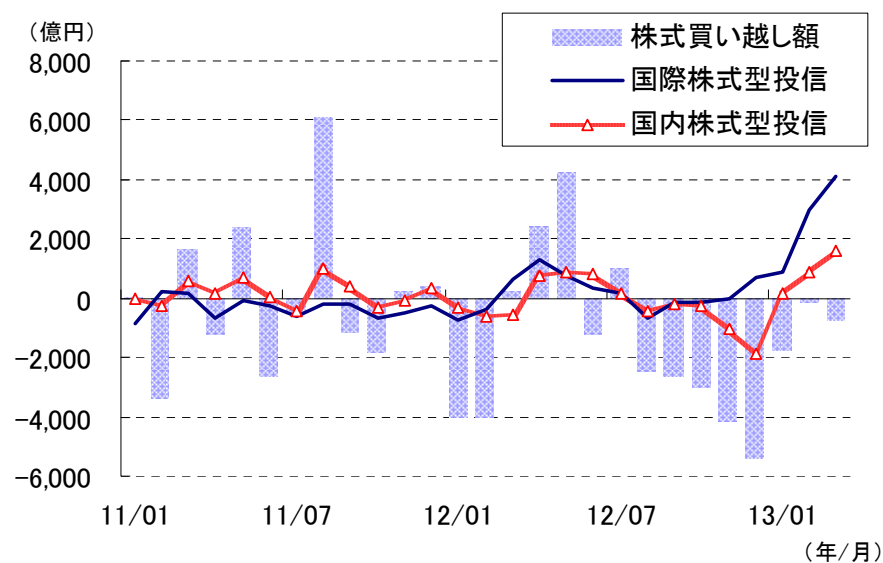


（注1）左図の分類に関しては、投資信託協会の分類による。

（注2）右図のファンドの分類は、大和ファンド・コンサルティングによる。

（出所）投資信託協会、大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表6 個人の株式買い越し額と株式型投信への資金流出入額



（注1）株式の買い越し額は3市場における個人の株式売買代金差引き。

（注2）ファンドの分類は、大和ファンド・コンサルティングによる。

（出所）東京証券取引所、大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

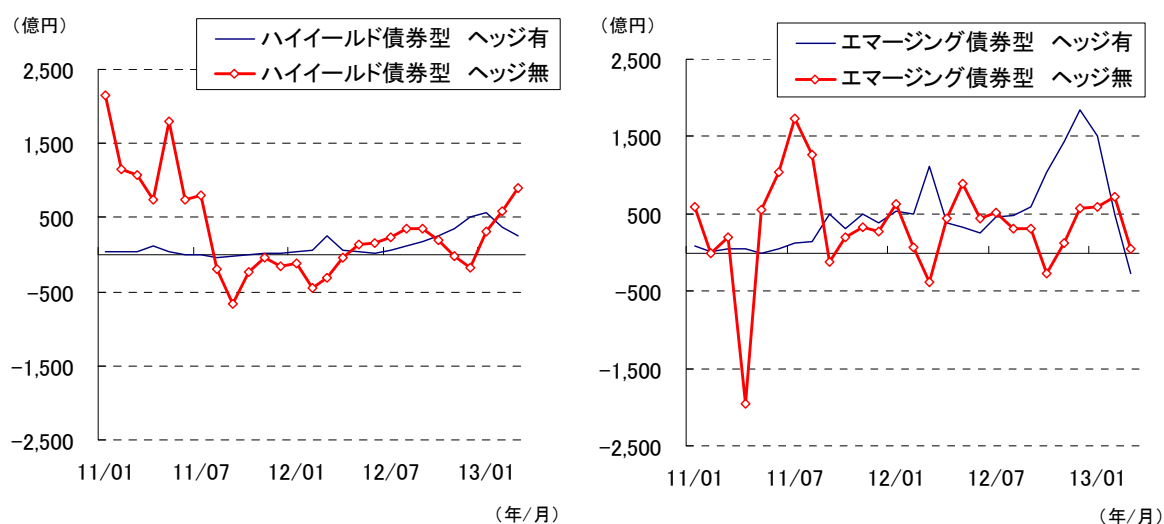
国際債券型は為替ヘッジ無へ

債券型から株式型へとマネーフローが転換しつつある中でも、上述したようにエマージング型や北米ハイイールド型の債券ファンドは2012年に引き続き流入超となっている。2013年以降は、為替ヘッジ有型から為替ヘッジ無型へと資金の流入先が変化している（図表7）。

リーマン・ショック以降、株式相場が低迷し、さらには円高で海外資産が目減りする状況下において、為替ヘッジ有の国際債券型は安定的にプラスのリターンを得ることができたことから資金が流入したと言える。さらには、内外金利差が縮小する中で、為替ヘッジコストが低位安定的に維持されたことも、為替ヘッジ有型への資金流入の増加を助長したと考えられる。しかしながら、2013年以降は株式相場の上昇と円高傾向の是正に伴い、為替ヘッジ有型のエマージング型や北米ハイイールド型の債券ファンドは、株式型に対してリターンで見劣りするようになった（図表8）。結果的に、リターンを追い求める投資家の一部は上述したように株式型投信へ向かい、また一部は国際債券型であっても為替差益を得るために為替ヘッジ無型へと向かいつつあると言える。言い換えれば、投資家は国際債券型に投資を継続していたとしても、為替でよりリスクを取る方向へと変化しつつあることがわかる。

ただし、ヘッジコスト（内外短期金利差）が低位安定的に推移する中で、円高に逆戻りすれば為替ヘッジ有型へと資金の流入先が再転換することも想定される。そのため、円安進行が継続することやヘッジコストの急激な高まり等がない限り、為替ヘッジ無型への変化は緩やかに進行すると考えられる。

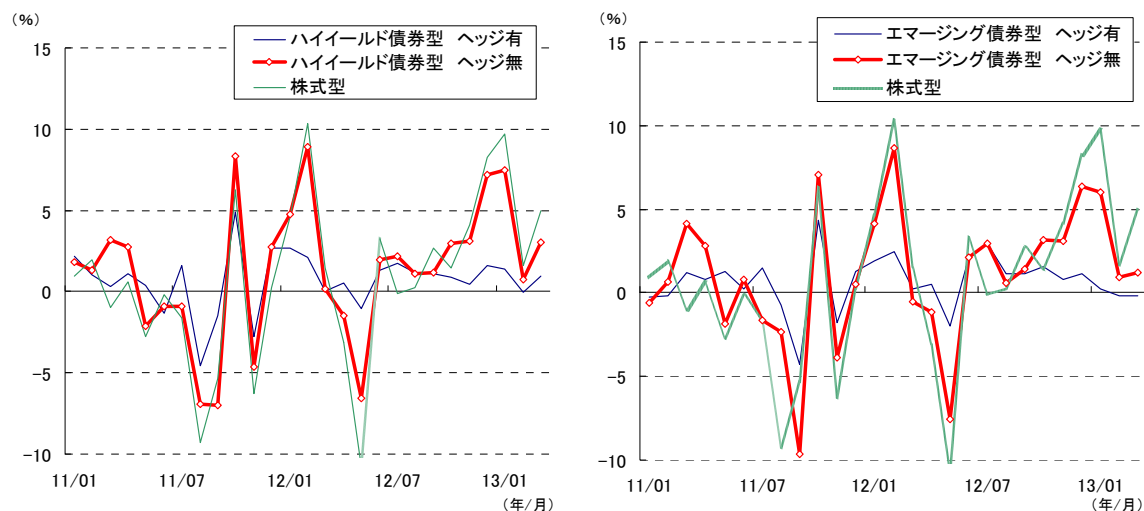
図表7 国際債券型のうち北米ハイイールド型（左図）（ヘッジ有/無）、エマージング型（右図）（ヘッジ有/無）の資金流出入額



（注）ファンドの分類は大和ファンド・コンサルティングによるもの。

（出所）大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表 8 国際債券型のうち北米ハイイールド型（左図）（ヘッジ有/無）、エマージング型（右図）（ヘッジ有/無）のリターン推移



（注 1）ファンドの分類は大和ファンド・コンサルティングによるもの。

（注 2）リターンは 1 カ月間の基準価額の騰落率（分配金込）を示す。

（出所）大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

投信へのさらなる資金流入は若年層に期待

2013 年に入り、投信を巡るマネーフローは①債券型から株式型へ、②債券型においても為替ヘッジ有型から為替ヘッジ無型へと変化している兆候が見られ、投資家はリスクオンの傾向、すなわちリスクを取り、リターンを求め始めたと言えよう。家計の投信への資金フローにおいて、2008 年のリーマン・ショック以降の株式相場が低迷する中で国際債券型へと資金が向かっていた。もっとも、投信へ本格的に資金が流入した 2003 年半ばから 2007 年半ばの時期は株価が上昇し、株式型投信のリターン向上の期待が高まった時期である（図表 9）。つまり、2012 年末以降の株価上昇に伴い、投資家の期待が高まればリスクオン傾向も徐々に強まり、投信への資金流入がさらに拡大する可能性が考えられる。

では、現状においてどのような投資家が投資信託を購入しているのだろうか。

2012 年 10 月～11 月に実施された「投資信託に関するアンケート調査報告書」⁶から年代別の投資動向を見ると、60 代以外は投信を保有しているとする人の割合が過去に比べて上昇している（図表 10、左図）。70 歳以上は保有している割合が 5 割を超えている。調査年ごとに調査対象者が異なることから単純には比較できないが、投資信託が各世代に着実に浸透しつつあることが推察される。また、年代別の投信保有状況について見ると、年齢が上がるごとに保有割合が高まる傾向にある。次に、投信保有者が購入時に重視する点については、20 代・30 代の若年層が相対的に安全性を重視し、60 代・70 歳以上の高齢層が値上がり期待を重視している（図表 10、右図）。言い換えれば、調査時点までは高齢層が中心となって、リスクを負いながらリ

⁶ 一般社団法人 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」（2013 年 1 月）

<http://www.toushin.or.jp/statistics/report/research/>

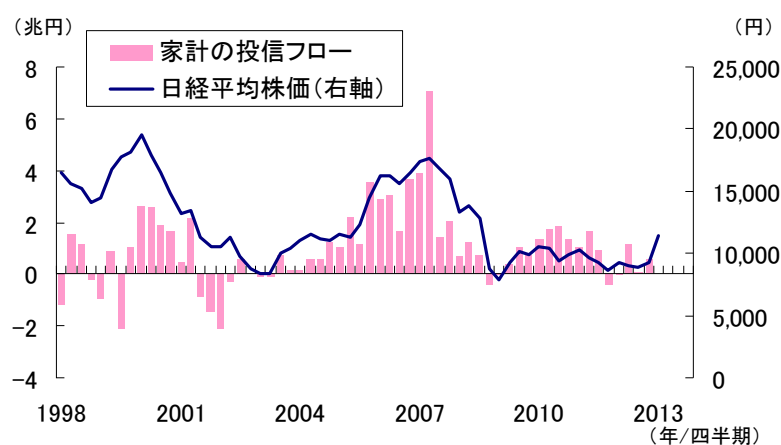
ターンを求めてきたと言える。

しかしながら、2013 年以降のリスクオン傾向の中で投資信託への投資額を増やしている、又は、今後投資額を増やす可能性がある階層として、若年層に注目できるだろう。30 代の保有者層（すでに投信を保有している人）は他の年代に比べて今後投信を購入する際に「値上がり期待」を重視している（図表 1 1）。40 代・50 代も 60 代・70 代の高齢層に比べて相対的に値上がり期待を重視しているが、安全性に関しても同様に重視している。つまり、投信保有者層に限れば、2013 年以降のリスクオン傾向の中で、30 代が投信への投資額を増やしている可能性も考えられるのではないかな。

また、投信をまだ保有していない人に関しては、過去の調査に比べて 20 代・30 代の投信購入意欲が高まりつつある（図表 1 2、左図）。前回（2009 年）の調査時には、20 代は 24.1%、30 代は 29.4%であったが、それぞれ 33.3%、37.4%と上昇している。また、保有者・未保有者を含む「資産運用の方針」を見ると、20 代・30 代の若年層が高齢層よりも「収益性（利回り＋値上がり期待）」を重視している（図表 1 2、右図）。換言すれば、若年層の方がリスク志向が強く投資家層としての潜在性が高いことを示している。

若年層による投信への投資は、年齢層という観点で投資家層の広がりを意味し、「貯蓄から投資」への流れの一つとして、以前から期待されてきたことである。ただし、若年層は相対的に収益性を重視していることから、株式や為替ヘッジ無といった相対的にリスクの高い投信へ投資が集中する可能性も考えられる。一般的には、若年層は高齢層よりもライフサイクルの中で運用期間が長くなるため、リスク資産の保有割合を高めることが可能であるとされている。しかし当然ながら、過度にリスクテイクを強めれば、許容範囲を超える損失を被る可能性もあるだろう。若年層による投資の持続可能性という観点から、リスク許容量を十分勘案した上で投資することが望まれよう。

図表 9 家計の投信への資金フローと株価の推移

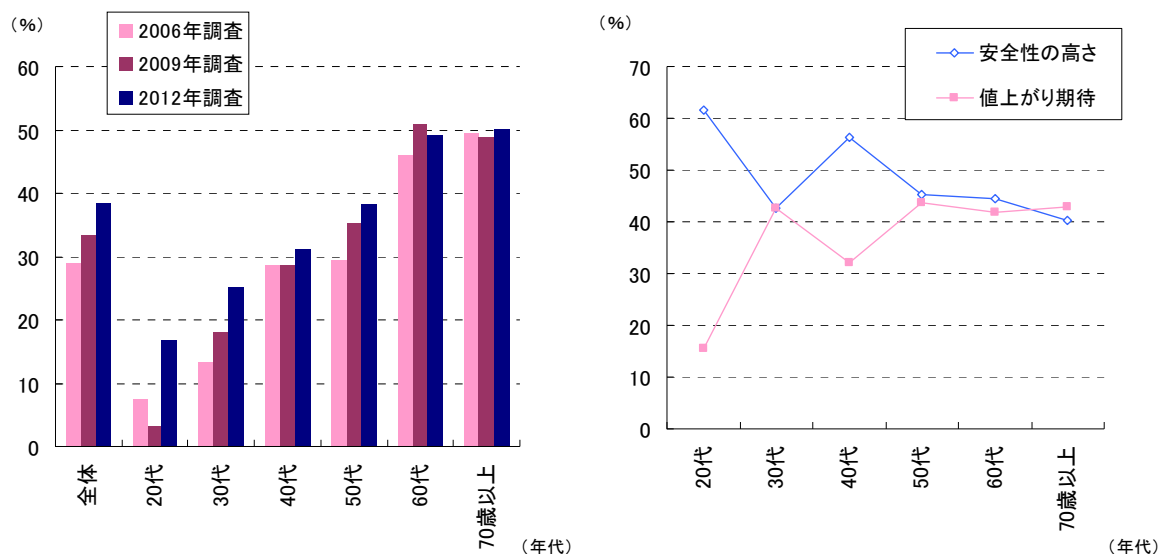


（注 1）投信フローは、資金循環統計の投資信託受益証券にあたる。

（注 2）日経平均株価は、月中平均。

（出所）日本銀行「資金循環統計」、日本経済新聞社より大和総研作成

図表 10 年代別の投信保有割合（左図）、投信保有者が投信を購入した際の重視点（右図）

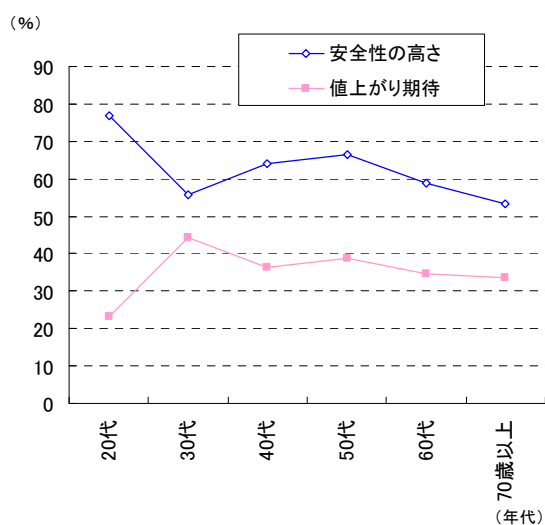


（注 1）アンケート調査対象者は年によって異なる。

（注 2）投信を購入した際の重視点については、安全性の高さ、値上がり期待以外の選択肢を捨象して作成。また、重視点の選択肢は複数選択可のため、合計値は 100%にならない。

（出所）投資信託協会より大和総研作成

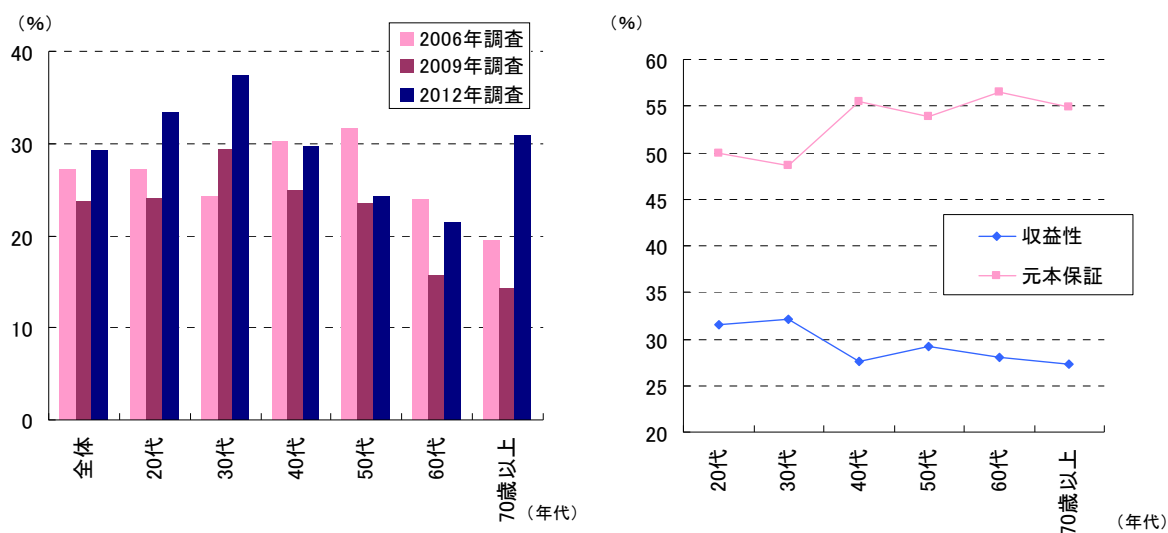
図表 11 投信保有者が今後投信を購入する際の重視点



（注）投信を購入する際の重視点については、安全性の高さ、値上がり期待以外の選択肢を捨象して作成。また、重視点の選択肢は複数選択可のため、合計値は 100%にならない。

（出所）投資信託協会より大和総研作成

図表 12 投信未保有者の購入意向経験（左図）、資産運用方針における重視点（右図）



（注 1）アンケート調査対象者は年によって異なる。

（注 2）資産運用方針における、安全性の高さ、収益性（値上がり期待と利回り）以外の選択肢を捨象して作成。また、重視点の選択肢は単数選択。

（出所）投資信託協会より大和総研作成