

2017年2月3日 全10頁

家計の国際分散投資はどこまで進んでいるか

停滞する家計の「ホームバイアス」解消の現状と行方

金融調査部 研究員 森 駿介
研究員 菅谷 幸一

[要約]

- 家計が資産形成を行う際に、国際分散投資は重要なツールであるといわれている。国際分散投資を行った方が、国内資産だけに投資するよりも世界経済の成長を取り込むことができ、リターンも大きくなると期待されている。
- 家計の国際分散投資の状況を「海外資産受容比率」という指標から見ると、2000年代に進んだ国際分散投資は2010年代に入り停滞しているように見受けられる。この背景には、投資信託経由での対外資産への投資比率の低下が考えられる。
- 分散投資をすることでリスクを軽減できる、という投資信託の長所についての認知度は低い。個人投資家の国際分散投資を促していくためには、様々な主体による金融教育等を通じて分散投資の効果についての認知度を高めていく必要があると思われる。

1. 国際分散投資の意義

2016年9月に公表された金融庁「平成27事務年度 金融レポート」（以下、金融レポート）では、家計の資産形成における「分散投資」の重要性が示されている。例えば、国内の株式や債券のみを保有するのではなく、「グローバルな分散投資を行うことにより、世界経済の成長の果実を得る」ことができる可能性を指摘している。また、過去のデータを基に国内・先進国・新興国の株式・債券にそれぞれ6分の1ずつ長期・積立・分散投資を行った場合、そのリターンは国内の株式・債券のみに投資するよりも大きくなったと推計している。今後も長期・積立・分散投資が国内資産のみに投資するより確実に高いリターンをもたらすと言い切ることはできないが、家計が資産形成を着実に行うためには国際分散投資は重要なツールであると考えられる。

金融レポートの中では、上記のような国際分散投資の重要性は指摘されていたが、家計がどの程度国際分散投資を行っているのか、という現状やその理由についてはあまり触れられていない。本稿では家計の国際分散投資の現状や推移、その背景を検討していく。

2. 家計の国際分散投資は進んでいるのか

国際分散投資の進捗度を測る指標

本稿では、国際分散投資の程度を測る指標として、IMF [2005] 等を参考に、「海外資産受容比率」(Foreign Asset Acceptance Ratio : FAAR) という指標を用いる。海外資産よりも国内資産への投資を愛好しやすいことは「ホームバイアス」と呼ばれるが、海外資産受容比率は一国の金融資産のホームバイアスを定量的に測るものとして用いられている¹。海外資産受容比率は、以下の式で表される。

$$\text{海外資産受容比率} = \frac{\text{海外資産運用シェア (当該金融資産ポートフォリオに占める海外資産割合)}}{\text{ベンチマーク (当該金融資産の海外市場規模のシェア)}}$$

$$\text{ベンチマーク} = \frac{\text{世界全体の市場の時価総額} - \text{国内市場の時価総額}}{\text{世界全体の市場の時価総額}}$$

株式投資における「海外資産受容比率」

まず、例として日本の株式投資について海外資産受容比率を考える。国際取引所連合 (WFE) の “Year-To-Date monthly statistic” によると、2015 年末の株式時価総額は日本で約 4.9 兆ドル、世界全体で約 67.1 兆ドルであり、算出されるベンチマークは 92.7% となる (図表 1 参照)。次に、IMF の “Balance of Payments and International Investment Position Statistics” を基に海外資産 (株式) 運用シェアを計算する。ここでは、海外資産 (株式) 運用シェアを以下の式で計算する²。

$$\text{海外資産 (株式) 運用シェア} = \frac{\text{邦人保有の海外株式・投資ファンド残高}}{\text{国内株式時価総額} + \text{邦人保有の海外株・投資ファンド残高} - \text{外国人保有の国内株・投資ファンド残高}}$$

海外資産 (株式) 運用シェアは 2015 年末で 27.6% となる。つまり、日本の投資家の株式保有残高のうち 3 割弱は海外株式だということを意味する。そして、この海外資産 (株式) 運用シェアを先ほど求めたベンチマークで割ることにより海外資産 (株式) 受容比率が算出でき、2015 年末は 29.8% となる。図表 1 を見るとここ 3 年間は 30% 前後で推移していることがわかる。

¹ 海外資産受容比率は現代ポートフォリオ理論における ICAPM (国際版資本市場評価モデル) の考え方を参考にしている。世界市場ポートフォリオへの投資がすべての投資家にとっての最適ポートフォリオであることを前提に、そこからの乖離の度合いをホームバイアスによるものと考えている。

² ここでの株式・債券それぞれの海外資産運用シェアの算出方法は統計データの制約から留意点が存在する。詳細については補論を参照されたい。

以上のように計算される海外資産受容比率を用いて、国際分散投資がどの程度なされているかを以下で見ていく。海外資産受容比率が低いほど、ホームバイアスは強く、国際分散投資が相対的に不十分であり、この比率が100%のときに、ホームバイアスはないといえる。

図表1 日本の海外資産（株式）受容比率

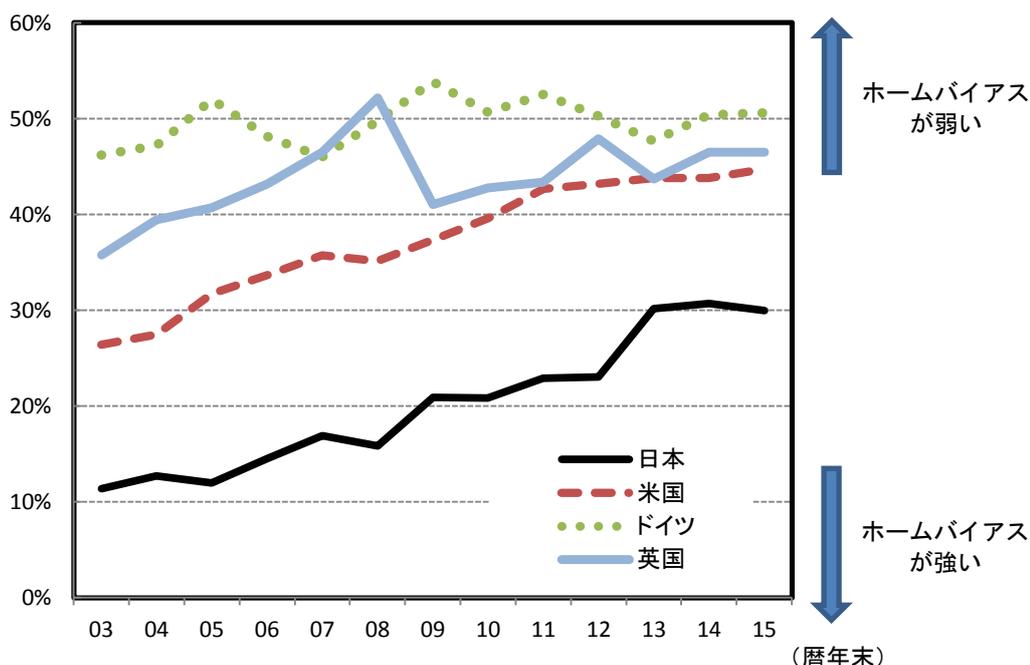
	日本の 株式時価総額 A	世界の 株式時価総額 B	ベンチマーク C =(B-A)/B	海外資産(株式) 運用シェア D	海外資産(株式) 受容比率 D/C
(単位)	10億ドル	10億ドル	%	%	%
2013年末	4,543	65,065	93.0	27.9	30.0
2014年末	4,378	68,095	93.6	28.8	30.8
2015年末	4,895	67,106	92.7	27.6	29.8

(出所) IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics”, 国際取引所連合 “Year-To-Date monthly statistic”より大和総研作成

海外資産受容比率の国際比較

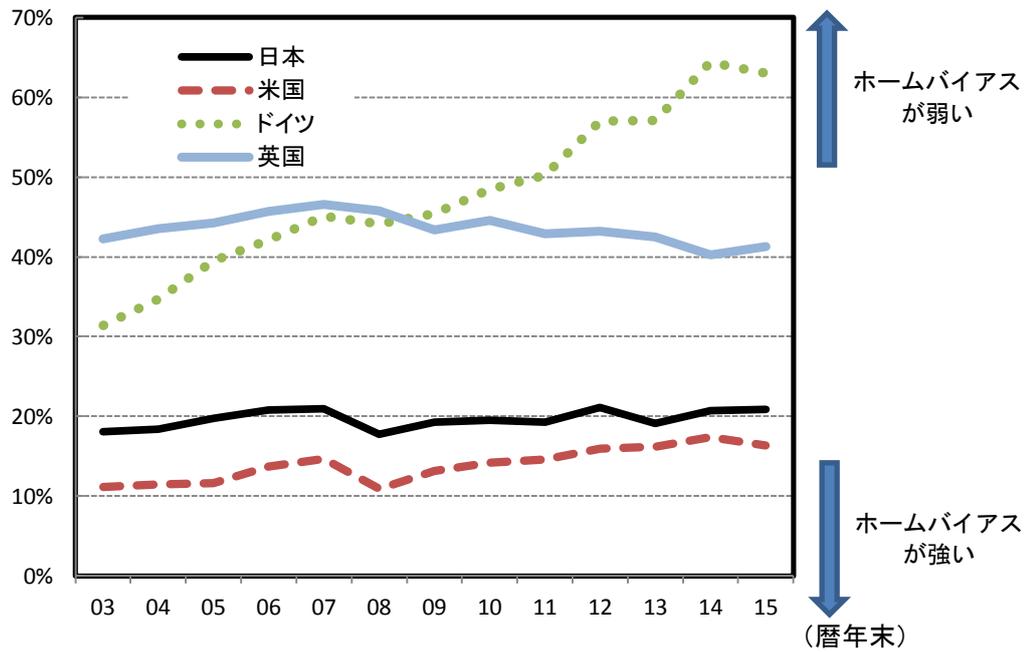
次に、日本の国際分散投資の程度を評価するため、株式保有における海外資産受容比率を国際比較したものが図表2である。ここから、日本の海外資産受容比率は2000年代に上昇傾向にあったが、米国・英国・ドイツに比べるとホームバイアスが依然として強いことが確認できる。同様に、債券における海外資産受容比率を見ると、米国よりは低くないものの、英国・ドイ

図表2 海外資産受容比率の国際比較（株式）



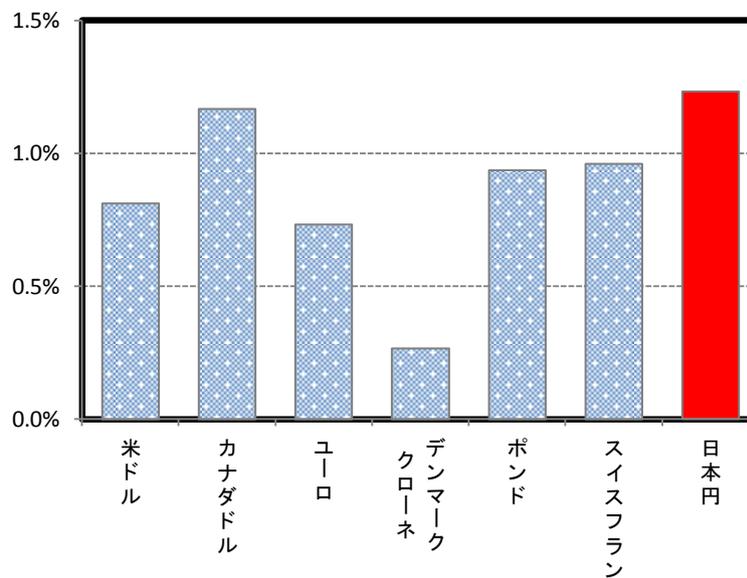
(出所) IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics”, 国際取引所連合 “Year-To-Date monthly statistic”より大和総研作成

図表3 海外資産受容比率の国際比較（債券）



（出所）IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics”, BIS “Statistical Bulletin” より大和総研作成

図表4 過去10年の主要通貨の実効為替レート（週次）のボラティリティ



（注）2007年から2016年の週次の実効為替レートの前週比の標準偏差をボラティリティとした。
（出所）Bank of Englandより大和総研作成

ツよりは強いことがわかる（図表 3 参照）³。

日本の国際分散投資が遅れている理由の一つに、為替リスクの存在が考えられる。過去 10 年間の主要通貨の実効為替レート（週次）のボラティリティを見ると日本円が主要通貨の中では最大となっている（図表 4 参照）。これは、同様の海外資産を投資しても為替ヘッジがなければ他国の投資家よりも日本の投資家は資産価格の大きな変動リスクを受け入れなければならないことを意味する。従って、他国の投資家よりも日本の投資家は積極的に国際投資しづらい環境である可能性が考えられる。

家計の海外資産運用シェアは近年横ばいに

続いて、家計の国際分散投資の現状について見ていく。統計データの制約から、ここからは日本銀行「資金循環統計」を用いることで海外資産運用シェア（リスク資産に占める海外資産割合）を計算する。ただし、公表された統計データなどからは対外証券投資の内訳は把握できないため、株式・債券それぞれのホームバイアスを推計することは困難である。そこで、対外証券投資と投資信託経由の対外証券投資の残高の合計が、家計や機関投資家（年金、生命保険等）の保有するリスク資産（株式等・債券・投資信託・対外証券投資）の残高に占める割合を海外資産運用シェアとする。

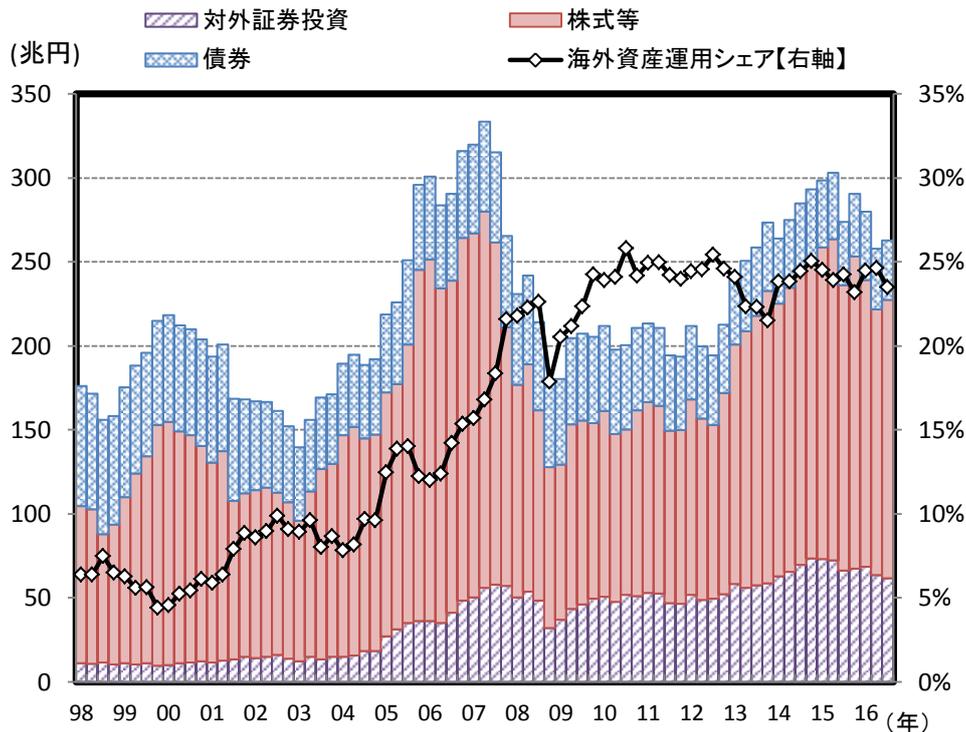
$$\text{海外資産運用シェア} = \frac{\text{対外証券投資残高} + \text{投資信託経由での対外証券投資残高}}{\text{リスク資産（株式等・債券・投資信託・対外証券投資）の残高}}$$

ここで、家計における海外資産運用シェアを試算したものが図表 5 である。まず、対外証券投資残高（投信経由の対外証券投資残高も含む）を見ると、2000 年代中頃から 2007 年半ばまで増加傾向にあった。特に 2005 年第 3 四半期から 2007 年半ばにかけては投信経由の対外証券投資残高の増加が著しかった。同時期には国内株式等の残高も伸びていたものの、対外証券投資残高がそれ以上に増加していたことから海外資産運用シェアが上昇傾向となった。

しかし、世界金融危機後の 2010 年以降は、海外資産運用シェアは 25% 前後で横ばいとなっている。2013 年からは、対外証券投資の残高の伸びも見られるものの、国内資産である株式等の残高も同程度増えたためである。

³ 債券におけるドイツのホームバイアス解消は、それまでは流動性が低かったユーロ圏の他国の国債が、共通通貨ユーロ導入によりドイツにとって流動性が高いものになったためだと思われる。

図表5 家計のリスク資産保有残高と海外資産運用シェア



(注1) 投信経由での債券・株式等・対外証券投資の各保有分を推計し、各資産保有残高に足し合わせている。
(注2) 海外資産運用シェアは、対外証券投資残高（投資信託経由含む）をリスク資産残高（株式等・債券・投資信託・対外証券投資）で割ることにより算出している。
(注3) 日本銀行のETF等保有残高を除いて計算している。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、「営業毎旬報告」より大和総研作成

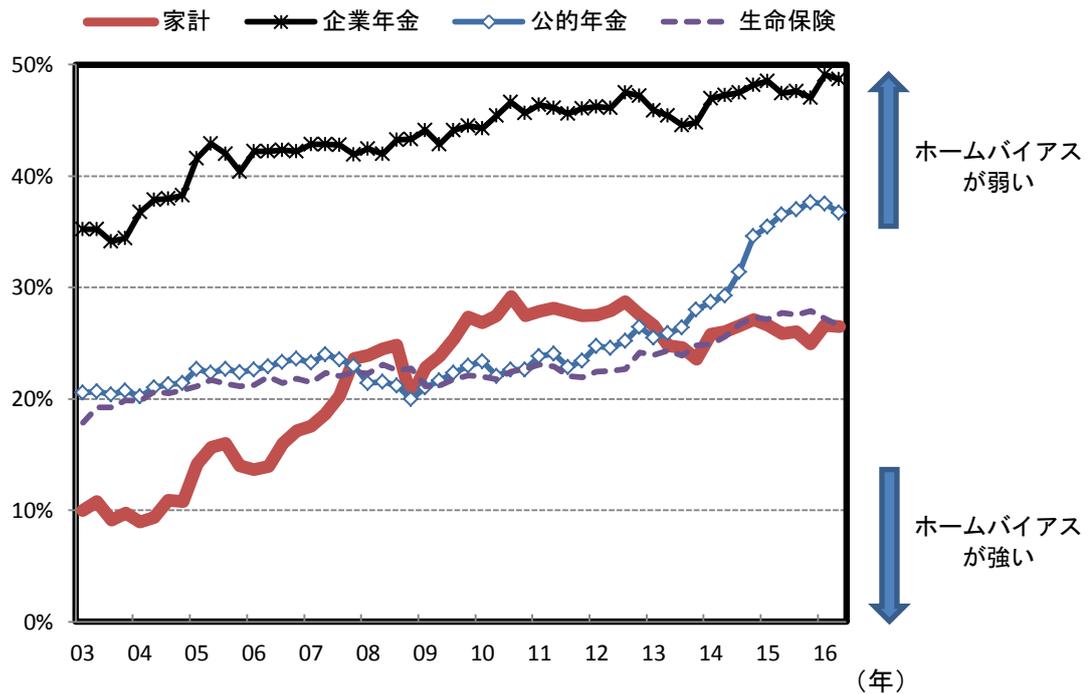
家計の海外資産受容比率も近年伸び悩んでいる

次に、家計の海外資産受容比率を算出すると、やはり2000年代に国際分散投資が進んだ後、2010年以降は横ばいで推移していることがわかる（図表6参照）。一方で、同様の方法で他の主体の海外資産受容比率を見ると、公的年金・企業年金・生命保険といった機関投資家については、程度の差はあるものの海外資産受容比率の水準は一貫して上昇傾向にある⁴。公的年金は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2014年に基本ポートフォリオを変更したことに伴い外国債券・外国株式の資産構成割合を高めたこと、生命保険は国内金利の低下により日本国債から外国債券にシフトしたことが背景にあると考えられる。

家計の国際分散投資が2010年代で停滞している背景に、投資信託経由での対外資産への投資比率が低下していることが考えられる。家計の投資信託全体の保有額は増加していたことから、対外証券投資の残高は2013年以降も増加傾向にあったが、その投資信託に占める外貨建て資産の割合は2010年あたりから低下傾向にあることがわかる（図表7参照）。外国債券に投資する投資信託の人気は高かったものの、リーマン・ショック後の市況悪化等による資産価格の下

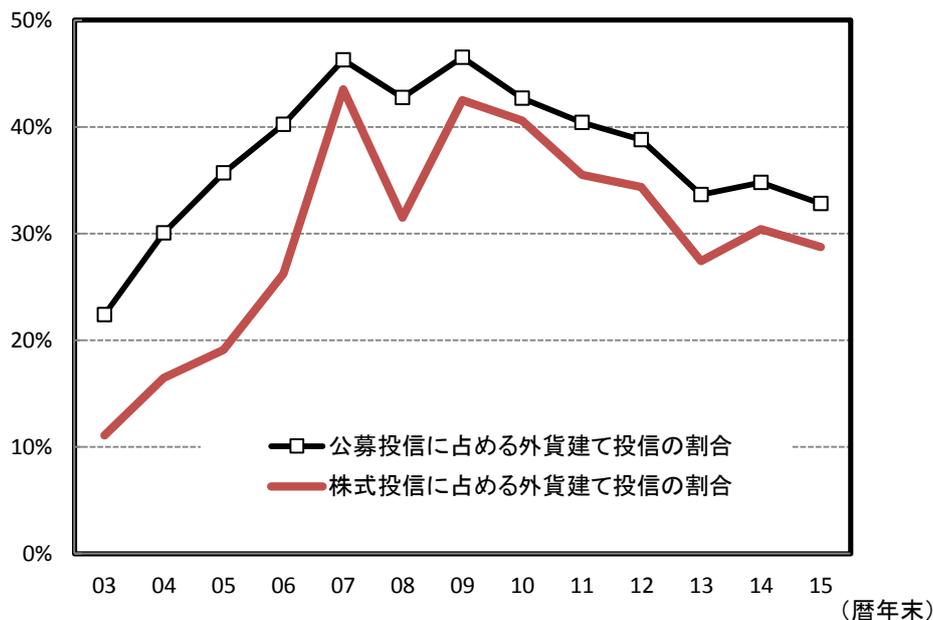
⁴ ただし、2016年第1・2四半期において、公的年金や生命保険の海外資産受容比率は低下傾向にあるように見える。これは、日銀のマイナス金利政策導入の影響により、国内の債券価格が上昇した影響が考えられる。

図表6 主体別 海外資産受容比率



(注1) 投信経由での債券・株式等・対外証券投資の各保有分を推計し、各資産保有残高に足し合わせている。
 (注2) 海外資産運用シェアは、対外証券投資残高（投資信託経由含む）をリスク資産残高（株式等・債券・投資信託・対外証券投資）で割ることにより算出している。
 (注3) 日本銀行のETF等保有残高を除いて計算している。
 (出所) BIS “Statistical Bulletin”, 国際取引所連合 “Year-To-Date monthly statistic”, 日本銀行「資金循環統計」「営業毎旬報告」より大和総研作成

図表7 投資信託に占める外貨建て資産比率



(注) 日本銀行のETF等保有残高を除いて計算している。
 (出所) 投資信託協会「投資信託概況」、日本銀行「営業毎旬報告」より大和総研作成

落や 2011 年からの資金流出を背景とした純資産残高の減少により、投資信託全体における外貨建て資産比率の低下につながったと思われる。

3. 終わりに

近年、家計は対外資産の約 7 割を投資信託経由で保有しており、国際分散投資は主に投資信託経由で行われていると言える。しかし、投資信託には分散投資効果があると認知している家計は少ない可能性がある。日本証券業協会の「平成 27 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」によると、投資信託を保有することで「分散投資でリスクを減らすことが可能」だと認知する個人は 11.8%にとどまっている。総務省「全国消費実態調査」によると、有価証券を保有する世帯は 2014 年で 23.5%（総世帯）であることを考えれば、個人には分散投資効果を認識せずリスク資産を保有している人が少なくないものと思われる。

また、日本証券業協会の同調査において株式を保有する個人投資家の過半数は株式保有銘柄数が 2 銘柄以下であり、ここからも分散投資が進んでいない状況が読み取れる。日本の家計の国際分散投資を今後促していくためには、まずは分散投資の効果について、政府や金融機関などの様々な主体が金融教育等を通じ認知度を高めていく必要があると思われる。

補論 海外資産運用シェアの算出方法における留意点

本稿では、国単位での海外資産受容比率を求める際に、以下の式で株式の海外資産運用シェアを算出した。

$$\text{海外資産（株式）運用シェア} = \frac{\text{邦人保有の海外株式・投資ファンド残高}}{\text{国内株式時価総額} + \text{邦人保有の海外株・投資ファンド残高} - \text{外国人保有の国内株・投資ファンド残高}}$$

上記の海外資産運用シェアの留意点としては、投資ファンド経由での海外資産保有を全て株式保有と見なしてしまっている点である。ただ、投資ファンド経由でどのような対外資産が保有されているかは把握が困難であること等、統計データに制約があるため、株式・債券ごとの正確な海外資産運用シェアを算出するのは難しい。

そこで、投資ファンドが投資する対外資産の内訳を推計することで、海外資産運用シェアとそれを基に計算される海外資産受容比率を検討したい。まず、日本証券業協会「外国投信の運用成績一覧表」を用いると、国内投資家が保有する外国籍の公募投資信託の残高における株式型投信・債券型投信・その他（オルタナティブ・ファンド等）の残高割合は 2015 年末時点でそれぞれ 15.6%、73.7%、10.7%となる。これらを投資ファンド経由で保有される海外株式・債

券の残高割合と見なして、IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics” の投資ファンド残高（2015 年末で 7,101 億ドル）を掛け合わせる。これにより、国内投資家の投資ファンド経由での海外株式・債券残高はそれぞれ 1,108 億ドル、5,233 億ドルと推計できる。この推計結果と、邦人保有の海外株式・債券総額（それぞれ 5,650 億ドル、2 兆 2,367 億ドル。投資ファンド経由分を除く）を加えると、投資ファンド経由分も含めた邦人保有の海外株式・債券総額はそれぞれ 6,758 億ドル、2 兆 7,600 億ドルとなる（図表 8 参照）。

ここでの留意点は、日本証券業協会の公表している「外国投信の運用成績一覧表」に私募の外国籍の投資信託は含まれていないことである。公募投資信託は主に個人投資家が保有していると思われるため、個人投資家と機関投資家の間で、投資ファンド経由で保有する資産構成が大きく異なれば推計結果の正確性は低くなるだろう。

図表 8 邦人保有の海外株式・債券総額（推計値）

	外国投信 純資産残高 のうち 株式型の 割合	外国投信 純資産残高 のうち 債券型の 割合	邦人保有の 海外 投資ファンド 総額	投資ファンド 経由の 海外株式 保有額	投資ファンド 経由の 海外債券 保有額	邦人保有の 海外株式 総額 (投資ファンド 経由除く)	邦人保有の 海外債券 総額 (投資ファンド 経由除く)	邦人保有の 海外株式 総額 (投資ファンド 経由含む)	邦人保有の 海外債券 総額 (投資ファンド 経由含む)
	A	B	C	D=C×A	E=C×B	F	G	H=D+F	I=E+G
(単位)	%	%	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル
2014年末	11.6	78.8	657.1	76.2	517.8	533.0	2,207.9	609.2	2,725.7
2015年末	15.6	73.7	710.1	110.8	523.3	565.0	2,236.7	675.8	2,760.0

(出所) IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics”, 日本証券業協会「外国投信の運用成績一覧表」より大和総研作成

図表 9 海外資産（株式・債券）運用シェア（推計値）

	日本の株式 時価総額	日本の債券 時価総額	海外保有の 国内株式 総額	海外保有の 国内投資 ファンド総額	海外保有の 国内債券 総額	海外資産 (株式) 運用シェア	海外資産 (債券) 運用シェア
	J	K	L	M	N	O= H/(H+J-L-M)	P= I/(K+I-N)
(単位)	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	%	%
2014年末	4,378.0	11,045.9	1,389.5	12.6	961.0	17.0%	21.3%
2015年末	4,894.9	11,168.1	1,538.5	12.7	1,109.0	16.8%	21.5%

(注) 海外主体の国内投資ファンド経由での国内資産保有は全て日本株と見なして計算している。

(出所) IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics”, 日本証券業協会「外国投信の運用成績一覧表」より大和総研作成

次に、海外主体が保有する日本国内投資ファンド経由での対内証券投資の内訳だが、全て株式で保有されていると仮定する。理由は、①統計データに制約があり、投資ファンド経由での対内投資の内訳の推計が困難であるため、②日本国債の外国人投資家の保有割合は低いためである。

以上のデータと推計値から算出すると、2015 年末の株式・債券の海外資産運用シェアはそれ

ぞれ 16.8%、21.5%となった（図表9参照）。また、株式・債券の海外資産運用シェアから各資産のベンチマークをそれぞれ割ることで求められる海外資産受容比率は株式で 18.1%、債券で 24.7%となる。投資ファンド経由で国内投資家は主に外債を保有していると推測されることから、図表2・3で算出した株式・債券の海外資産受容比率（それぞれ 29.8%、20.8%）より、ここで推計された海外資産受容比率は株式で低く、債券で高くなっている。換言すると、国内投資家のホームバイアスは投資ファンド経由での海外資産保有を全て株式保有と見なして計算した結果に比べ、株式でより強く、債券でより弱い可能性があるといえる。

以上の推計の注意点は、IMF “Balance of Payments and International Investment Position Statistics” では株式・投資ファンド資産負債残高が把握できるものの、株式と投資ファンドそれぞれの残高は過去数年間分しか把握できないことである。日本の場合、2013年以前のものには把握できないため、海外資産受容比率の推移や傾向を推計結果から理解することは難しいと思われる。

（以上）

<参考文献>

- IMF [2005] “IMF Country Report No.05/272 Japan: Selected Issues”
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr05272.pdf>
- 白塚重典・中村恒 [1998] 「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」, 『金融研究 第17巻第2号』日本銀行金融研究所
- 杉田浩治 [2014] 「日本および世界における投資信託のグローバル化の動向」『証券レビュー』54(1), 115-134, 日本証券経済研究所
- 高橋慶子 [2005] 「低下しつつある金融資産の『ホームバイアス』」今週の指標 No. 683、内閣府ウェブサイト <http://www5.cao.go.jp/keizai3/shihyo/2005/1212/683.html>