

2021年7月27日 全10頁

投資の「海外志向」は強まっているのか？

家計全体での海外金融資産保有は停滞も、資産形成層で海外志向が強まる

金融調査部 研究員 藤原翼

[要約]

- 本稿では、近年重要性が指摘される家計の海外金融資産投資の現状を分析し、今後の展望を探る。
- 家計の海外金融資産運用シェアを推計すると、近年は横ばいが続いていることが確認された。また、家計が保有する海外金融資産残高の増加ペースも鈍く、特に投資信託経由での海外金融資産残高がリーマン・ショック前の水準を回復していない。投資信託経由での海外金融資産残高の内訳を確認すると、これまでは外国債券残高の減少に外国株式残高の増加が追いついていなかった。
- 追加型株式投信の資金フローを確認すると、「国際債券型」は近年資金純流出の傾向にある。その一方で「国際株式型」は資金純流入の傾向にある。特に2019年以降に「国際株式型」のパッシブファンドへの資金純流入が安定して増加している点が注目され、その背景には長期目線での資産形成を志向する層の資金流入があるとみられる。
- 年齢別の投資信託保有状況をアンケート調査で見ると、若年層で外国株式の投資信託の保有率が大きく上昇している点を確認された。また、つみたてNISAにおける投資信託の保有状況を同じくアンケート調査で確認すると、外国株式の投資信託が最も高い保有率であり、近年投資に参入している資産形成層において投資の海外志向が強まっている可能性が窺える。
- 資産形成層（うち特に若年層）は金融資産保有額が少ないため、「海外志向」の高まりが家計全体の数値に反映されにくい面があるが、中長期的には「海外志向」が家計全体の数値に明確に表れてくる可能性がある。また、資産形成層の「投資参入」と「海外志向」が並行して進んでいると考えられるなか、低コストで国際分散投資を行えるファンドの存在感がより高まっていくとみられる。

1. 長期・積立・「国際」分散投資

家計がリスク性資産による資産形成を行う際に、「長期・積立・分散」が重要であるといわれている。このうちの「分散」に関して、最近では「国際」分散投資の重要性も指摘されるようになってきている。

国際分散投資を行うメリットは、主に①地域・通貨分散によるリスクの低減、②海外経済の成長性を取り込む等が挙げられる。業種やアセットクラス間等での分散投資を行うことは重要であるが、より広い視点で見れば日本の市場自体が世界の市場の一部にすぎず、国内に金融資産が偏ることは「狭い範囲」で分散を行っていることになる。例えば株式市場では、2021年5月末時点における世界の株式時価総額は115.2兆ドルであり、そのうち日本市場は6.7兆ドルと、比率にして6%弱である(国際取引所連合より)。投資対象が日本の金融資産に偏っていた場合、日本固有のショックが起きた際に受ける影響は大きいだろう。そこで、国際分散投資を行うことで、国ごとの固有リスクを分散できると期待される。もっとも、国際金融市場の発展に伴い、各国の金融市場の連動性が強まっているとの指摘もあるだろうが、長期的には各国のファンダメンタルズの違い等を背景に分散効果がもたらされると考えられる。また日本では経済の長期停滞が続いており、それに伴い資産収益率も低いことが考えられるため、海外金融資産に投資をすることで「海外の成長性を取り込む」という意味合いも大きい。

しかし、投資の世界では長らく「ホームバイアス」の存在が指摘されてきた。つまり、投資家のポートフォリオが、国内金融資産に偏っているということである。そこで本稿では、家計の海外金融資産投資の現在地を確認し、今後の展望を探りたい。

2. 家計の海外金融資産投資の動向を把握する

2-1. 家計部門全体では、投資における海外金融資産の比率が高まっていない

家計の海外金融資産保有状況を既存の統計から直接確認することはできない。そのため本稿では家計の海外金融資産運用残高を推計し、以下の式に従い海外金融資産運用シェアを算出した。分類は日本銀行「資金循環統計」によるものである。「投資信託経由での海外金融資産残高」は家計が保有する投資信託(資金循環統計分類)のうち、海外金融資産残高を投資信託協会の統計をもとに推計した。なお、資金循環統計では外国籍投資信託は対外証券投資に含む。また、本稿は証券投資のホームバイアスを見ることを目的とするため、外貨預金は含めていない。

$$\text{海外金融資産運用シェア} = \frac{\text{対外証券投資残高} + \text{投資信託経由での海外金融資産残高}}{\text{リスク性資産(株式等・債券・投資信託・対外証券投資)の残高}}$$

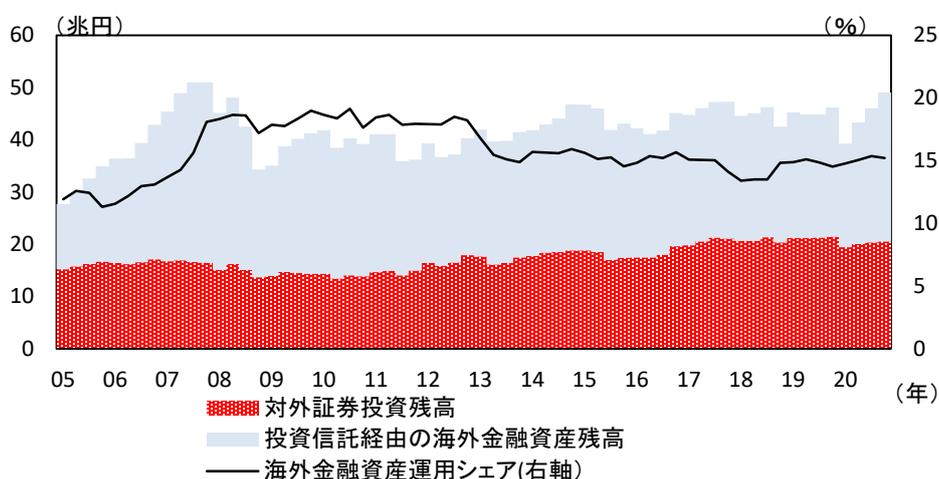
上記の式に従って海外金融資産運用シェアと、海外金融資産運用残高(上記式の分子)を図表1で示した。まず海外金融資産運用シェアを確認すると、2012年から2013年にかけてシェアが低下して以降はほぼ横ばいの動きをしていることが分かる。

しかし、異次元金融緩和等により国内の株価が大きく回復したため、相対的に海外金融資産残

高の比率が低く見えている可能性がある。そこで、海外金融資産運用シェアの式に含まれる海外金融資産運用残高の動きを確認すると、リーマン・ショック（2008年9月）前後を境に緩やかな増加基調にあるものの、リーマン・ショック前の水準を2020年末時点でも回復できていない。特に、投資信託経由での海外金融資産保有残高は、2020年末時点で2007年末の水準に比べて6兆円ほど低い水準と推計される。一方、対外証券投資残高は緩やかに増加し続けていることが確認される。

家計が海外金融資産投資を行う際に、海外の個別株への投資は主要な手段の一つだが、リーマン・ショック前までの家計の海外金融資産運用シェアの上昇は、投資信託経由の寄与が大きかった。投資信託は手軽に海外金融資産に投資できるという特徴があり、幅広い個人が海外金融資産を保有するのに重要な役割を果たしているとみられる。そこで次節以降、家計の投資信託経由での海外金融資産保有に焦点を当てて分析したい。

図表1：家計の海外金融資産運用シェアと海外金融資産運用残高



(注)「投資信託経由での海外金融資産残高」を推計する過程で、日本銀行が保有するETF分を除いている。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、投資信託協会より大和総研作成

2-2. 公募投資信託経由での海外金融資産保有残高は「公社債の減少」と「株式の増加」

投資信託協会の統計をもとに、家計による保有がメインと考えられる国内公募投資信託（以降、公募投資信託）¹のうち、外貨建資産による運用分の動向を確認する。ここでは公募投資信託の信託財産のうち外国債券と外国株式の残高を確認する。

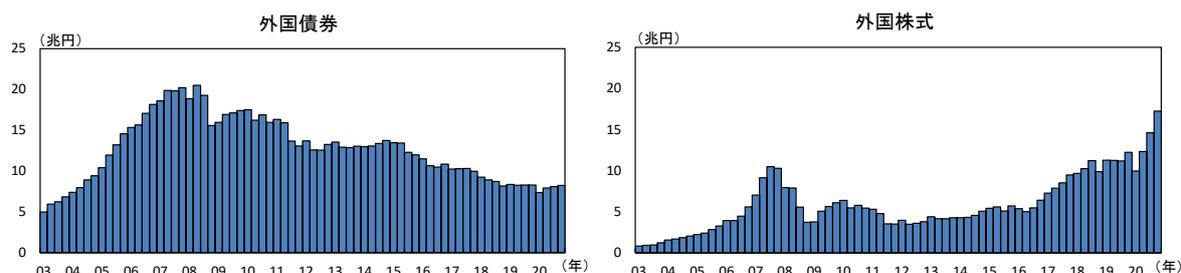
図表2（左図）は公募投資信託の信託財産のうち、外国債券の残高を示しており、リーマン・ショックの発生以降減少傾向にあることが分かる。一方で図表2（右図）は公募投資信託の信託財産のうち、外国株式の残高を示しており、2011年以降に緩やかに増加し、特に2016年以降に残高の増加ペースが加速している。具体的な数字で見ると、2008年6月から2020年12月にかけて、外国株式が9.3兆円増加したものの（7.9兆円→17.2兆円）、外国債券が12.3兆円減少した（20.5兆円→8.2兆円）影響が大きく、合算ベースでは3.0兆円減少している。図表1にお

¹ なお、日本証券業協会によれば、公募外国投資信託の純資産残高は2020年度末で6.7兆円である。

いて、投資信託経由での海外金融資産残高がほぼ横ばいである点と整合的である。

また、図表 2 から読み取れることとして投資家の一部が「外国債券」から「外国株式」に選好がシフトしたことが考えられるが、図表 2 は残高ベースであるため、フローでは違う傾向が見られる可能性もある。そこで、2-3、2-4 節では、大和ファンド・コンサルティングのデータを用いて、追加型株式投信の詳細な動向を確認する。

図表 2 ; 国内公募投資信託に含まれる信託財産のうち、外貨建資産の残高



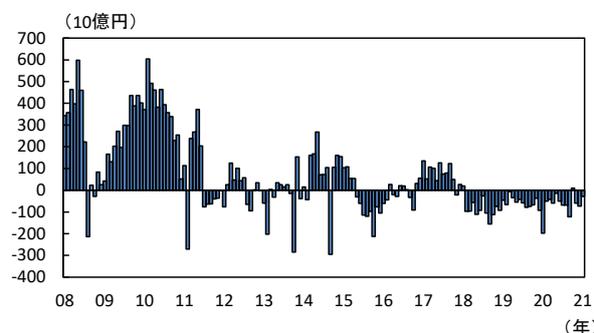
(注) 左図は基本的に株式投信を経由したものである。

(出所) 投資信託協会より大和総研作成

2-3. 株式投信の国際債券型は資金純流出が続く

本節ではまず株式投信(株式の組み入れが可能な投資信託)の商品分類²のうち「国際債券型」に焦点を当てたい。図表 3 では株式投信のうち「国際債券型」の資金流入を示しており、リーマン・ショックの発生前後に大幅な資金純流入があったことが分かる。しかし、2011 年以降は資金純流入が鈍化し、2018 年から足元にかけては資金純流出が継続している。主な要因としては世界的に低金利化が進んでいることが挙げられよう。また、金融庁の「平成 28 事務年度 金融レポート」(2017 年 10 月)において、毎月分配型投資信託の問題点³が指摘されたこと等が影響し、国際債券で運用される毎月分配型投資信託から資金が流出していることも考えられる。

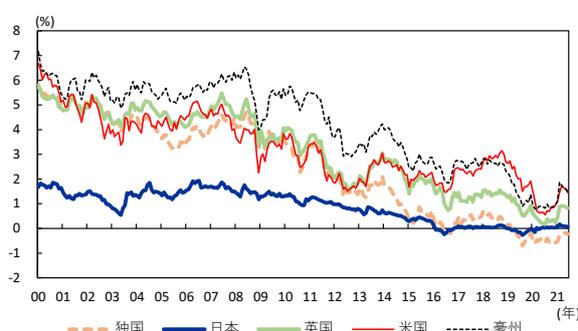
図表 3 ; 追加型株式投信・国際債券型の資金流入



(注) 資金流入=設定額-解約額。

(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 4 ; 10 年債利回り



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

² ここでの分類は大和ファンド・コンサルティングによるものである。

³ 複利効果が効きにくいことや元本を取り崩しながら分配される場合には運用原資が大きく目減りする点等。

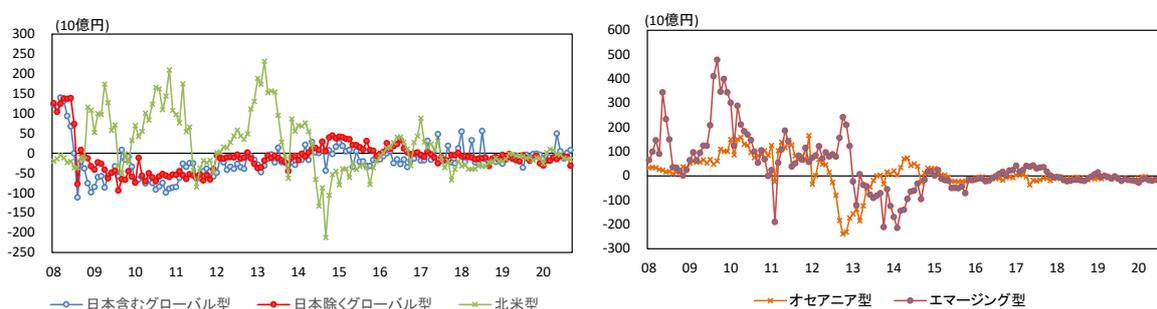
続いて「国際債券型」の資金流入をより細かい分類で確認したい。大和ファンド・コンサルティングのデータで、分類別データを確認できるのは「国際債券型」のうちアクティブファンドであり、以下はアクティブファンドの動向を示している（図表5）⁴。

「日本含むグローバル型」や「日本除くグローバル型」はリーマン・ショック発生直後に資金純流出に転じ、その後も概ね資金純流出の傾向にある。また、リーマン・ショック後の「国際債券型」の資金純流入は「北米型」（うちハイイールド型）「エマージング型」「オセアニア型」等が牽引していた。株式市場での不安定性が見られた中で、債券の中でも利回りの高いこれらの商品が選好されたとみられる。しかし、これらについても近年は資金純流出の傾向になっている。

リーマン・ショック後に特に資金純流入が顕著であったのは「エマージング型」だが、こうした国の金融市場は先進国の景気や金融政策の変更等に翻弄されやすく、欧州債務危機以降に不安定な状態が続いたことで投資家心理が悪化したとみられる。また、主要新興国の通貨を確認すると対円で減価傾向にあることが確認でき、これは円ベースでの資産価格の下落となる（図表6）。さらに、米国株価指数の上昇トレンドを受けて（後掲図表8）、高利回りの債券の魅力が相対的に下落しているとみられ、ハイリターン志向の投資家資金が一部「国際株式型」にシフトしている可能性もあるだろう。

コロナ禍では、主要各国における低金利がさらに進行した。足元ではいくつかの国で長期金利の反転が見られるものの、それでも異例の低水準であり、金利低下時（債券価格は上昇）のキャピタルゲインの余地も限られている。また、リーマン・ショック後とは異なり、コロナショックでは2020年3月の株価の急落後、株式市場は大きく回復しており、ハイリターン志向の投資資金は株式市場に向かいやすい状態が続いている。これらを踏まえれば、現時点においても「国際債券型」が資金純流出になりやすい市場環境にあるといえるだろう。

図表5:追加型株式投信・国際債券型の資金流入【詳細分類別・アクティブ】

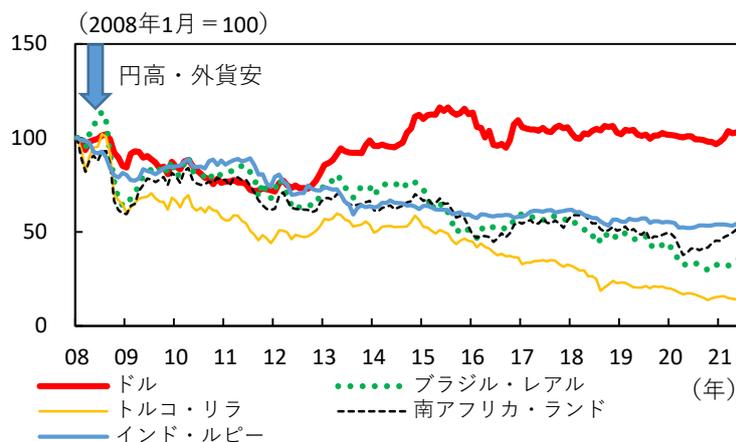


(注) 資金流入＝設定額－解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

⁴ 国際債券型のうちアクティブファンドの純資産残高は2021年3月末時点で86%である。

図表 6; 対円為替レート



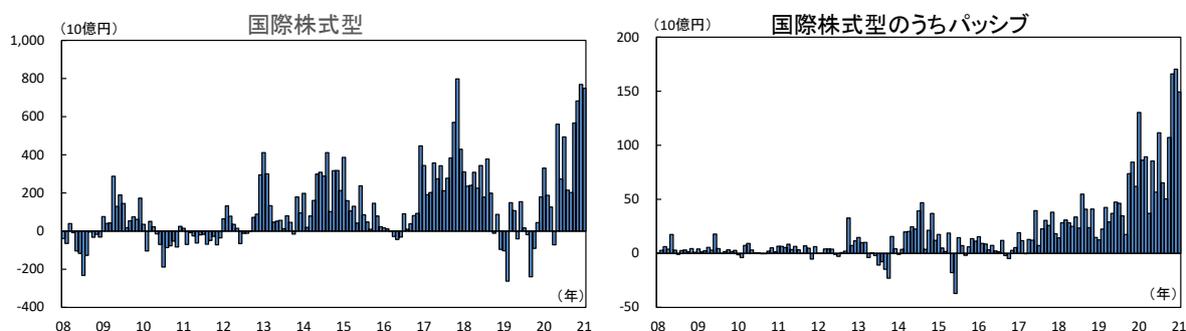
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

2-4. 米国の成長を取り込む個人、長期目線での資産形成を志向する層の資金も流入か

続いて株式投信の商品分類のうち「国際株式型」の資金流入動向を確認すると、2013 年以降は概ね資金純流入が継続している（図表 7 左図）。主要先進各国の株価指数の動向を確認すると（図表 8）、リーマン・ショック後の株価指数の動向に大きく差が出ていることが確認でき、日本や欧州全体に比べて米国株の上昇が特に強いことが分かる。世界の株式市場で存在感の大きい米国株⁵が、短期での増減を伴いながらも上昇トレンドを続けていることで、高いリターンを期待する投資家にとっては魅力的な投資先になったとみられる。

また、図表 7 右図で示した「国際株式型」のうちパッシブ運用によるファンドの資金流入を見ると、年々資金純流入額が大きくなっている点も注目される。資金純流入額が特に増加しているのは 2019 年以降であり、「国際株式型」全体で資金純流出であるような時期でも、安定して資金純流入が増加している。長期目線での資産形成を志向する層の資金が流入している可能性が窺える。

図表 7; 追加型株式投信・国際株式型の資金流入

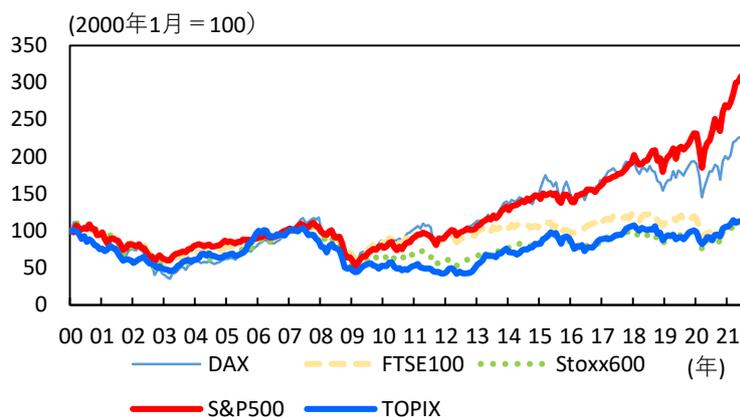


(注) 資金流入 = 設定額 - 解約額。

(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 国際取引所連合 (WFE) によれば、世界の株式時価総額のうち 4 割が米国である。

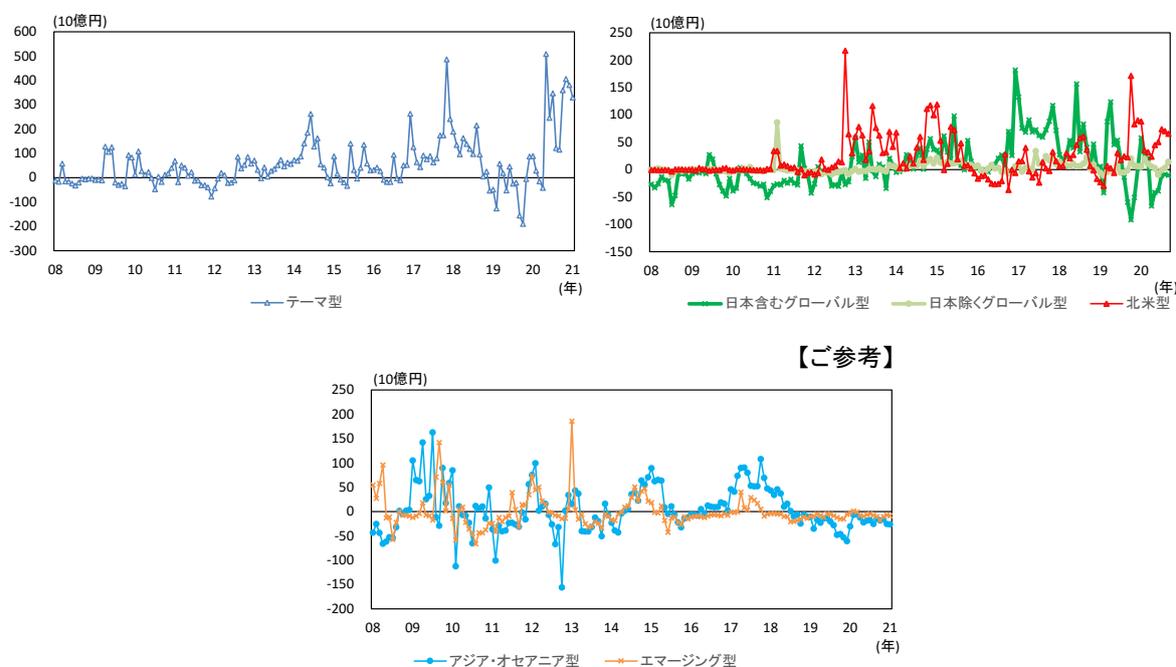
図表 8:各国の株価指数



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

次に株式投信の商品分類のうち「国際株式型」における資金フローを分類別に確認する(図表9)。ただし、ここで確認できるのは債券型と同様にアクティブファンドのものである。「国際株式型」の資金純流入を牽引しているのは「テーマ型」だ。特に足元でテーマ型ファンドの資金流入が好調な要因として、ESG 関連ファンドが注目されている点が挙げられる。「国際株式型 (アクティブ)」のうち「テーマ型」は、純資産残高で見ても47% (2021年3月末時点) を占める。

図表 9:追加型株式投信の国際株式型【詳細分類別・アクティブ】



(注) 資金流入=設定額-解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

また、2016年から2019年にかけては「日本含むグローバル型」への資金流入超が目立つ。グローバル型への資金流入は家計の国際分散投資に対する意識の高まりを反映しているのかもしれない。さらに、2019年以降では「北米型」への資金流入が好調であることを確認できる。「日本含むグローバル型」は2019年以降に資金流出超になる場面があるが、「北米型」やパッシブファンドに資金の行き先が移っている可能性が考えられる。

近年の「国際株式型（アクティブ）」の傾向として、「テーマ型」「日本含むグローバル型」「北米型」への資金純流入が見られることを確認したが、これらは実質的には米国の成長性を取り込む動きといえるだろう。「テーマ型」や「グローバル型」の商品の内訳を見ると、米国株式の比率が高いケースが多いからだ。

コロナショック後も米国株式市場は強い上昇が続いており、現状が続く中では「国際株式型」への選好は続くだろう。米国株式市場が調整局面になれば「国際株式型」全体の資金流入は鈍化することもあるだろうが、長期目線での資産形成を志向する層のパッシブファンド等への資金流入が全体を下支えするとみられる。

3. 資産形成層で海外金融資産の保有率が高まる

前章では統計を用いて、家計の海外金融資産投資の動向を確認した。本章ではアンケート調査をもとに、年齢の観点から家計の金融資産投資の動向を確認する。

年齢別、投資信託経由での海外金融資産保有状況

年齢別での海外金融資産の保有率（投資信託保有層）を、投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」（投資信託全般）をもとに確認すると、「外国株式投資信託」の保有率は20代～40代の比較的若い世代で高い傾向にある（図表10【上図】）。その一方で、「外国債券投資信託」は年齢による大きな差は確認できない。

図表10（左下）では、「外国株式投資信託」の保有率を時系列で示しており、20代から60代において保有率の上昇が見られる中、特に20代から40代での上昇が顕著である。資産形成層で積極的に海外の成長性を取り込もうとする動きが反映されているとみられる。図表10（右下）では「外国債券投資信託」の保有率を時系列で示している。いずれの年齢層でも2017年から2020年にかけて「外国債券投資信託」の保有率が低下している。

ここでは残高の動向は確認できないものの、いずれの年齢層でも外国債券の投資信託の保有率は低下し、外国株式の投資信託の保有率が上昇していることが確認でき、2章で示したのと同じ傾向が見られた。また、資産形成層（特に若年層）で外国株式の投資信託の保有率が大きく上昇している点は注目される。

図表 10: 投資信託の種類別保有率（年齢別）

2020年

	国内株式投資信託	外国株式投資信託	分散型投資信託	外国債券投資信託	国内債券投資信託
20代	57.6	50.3	18.8	16.5	20.3
30代	56.4	52.6	19.1	14.6	18.3
40代	58.7	50.7	27.6	19.3	21.0
50代	55.8	42.9	28.7	17.1	20.5
60代	50.8	38.1	29.6	19.1	15.0
70代	47.8	29.5	25.9	18.2	16.1

外国株式投資信託

	2017年	2018年	2019年	2020年
20代	31.5	42.0	45.1	50.3
30代	39.2	37.0	45.2	52.6
40代	33.9	34.4	42.8	50.7
50代	30.4	26.6	36.6	42.9
60代	29.4	27.3	32.0	38.1
70代	27.5	23.5	28.1	29.5

外国債券投資信託

	2017年	2018年	2019年	2020年
20代	19.8	15.5	18.7	16.5
30代	18.1	20.7	15.2	14.6
40代	20.3	15	20.7	19.3
50代	20.2	17.7	22.4	17.1
60代	24.3	18.5	21.1	19.1
70代	25.1	22.4	20.6	18.2

(注1) 表中の数字は保有率を表し、単位は%である。

(注2) 重複回答

(注3) インターネット調査であるため、高齢者でのサンプルセレクションバイアスには注意が必要。

(注4) 2017年から2018年にかけてパネルの変更が行われている。

(出所) 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書-」（投資信託全般）より大和総研作成

年齢別、つみたてNISA 経由での海外金融資産保有状況

続いて、つみたてNISAにおける金融商品別の保有率を、投資信託協会の「投資信託に関するアンケート調査報告書-2020年(令和2年)NISA, iDeCo等制度編」をもとに確認する(図表11)。ここで目立つのは、20代から50代のいずれも、「外国株式に主に投資する投資信託」の保有率が他の商品分類に比べて最も高いことだろう。つみたてNISAの制度が開始されたのは2018年1月であり、最近の投資信託購入の動向が強く反映されているとみられる。また、つみたてNISAはその名の通り「つみたて投資」により長期で資産形成するための制度であり、ここでの結果は、長期の資産形成を行う場合においても海外経済の成長性に対する期待が高いことを示していると思われる。

図表 11: つみたて NISA における、投資信託の種類別保有率（年齢別）（2020 年調査）

	国内株式に主に投資する投資信託	外国株式に主に投資する投資信託	様々な資産に投資する投資信託	外国債券に主に投資する投資信託	国内債券に主に投資する投資信託
20代	36.2	45.8	15.4	20.0	26.2
30代	31.1	49.1	14.1	13.6	17.2
40代	36.2	52.2	20.1	16.3	16.9
50代	28.6	37.1	16.7	17.1	22.9

(注 1) 表中の数字は保有率を表し、単位は%である。

(注 2) 重複回答

(注 3) 金融庁「NISA 口座の利用状況調査（2020 年 12 月末時点）」によれば、20 歳代から 50 歳代でつみたて NISA の口座数の 9 割弱を占めるため、上図では 50 代までの結果しか示していない。

(出所) 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書-2020 年（令和 2 年）NISA, iDeCo 等制度編」より大和総研作成

4. 「貯蓄から資産形成へ」と並走する資産形成層における投資の海外志向

これまでの分析により、①家計部門全体としては、投資における海外金融資産の比率が高まっていない、②投資信託経由での海外金融資産保有は債券が減少する一方で株式が増加している、③特に資産形成層で外国株式の投資信託保有が進んでいる点を確認された。

資産形成層（うち特に若年層）は保有金融資産額が少ないため、前掲図表 1 に見られるような家計全体の数値には反映されにくい面があるが、比較的若年層の資産形成層においては、投資におけるホームバイアスが緩和されてきていると評価できるのではないだろうか。こうした傾向が続けば、中長期的には「海外志向」が家計全体の数値にも明確に表れてくる可能性がある。

最近ではつみたて NISA やネット証券の口座数が増加しており、資産形成層における「貯蓄から資産形成へ」の動きと資産形成層における海外金融資産投資の動きが並行して進んでいるように思える。パッシブファンドの資金流入動向やつみたて NISA における外国株式の投資信託の保有動向を踏まえれば、低コストで国際分散投資できるファンドの存在が今後より高まっていくのではないかと。