

世界的な債券人気の実態と背景

— 投信の資金動向分析を中心として —

杉 田 浩 治

要約

ゼロ年代後半、特に〇八年のリーマン・ショック発生時以降、世界の投資家は債券への投資志向を強めてきた。〇九年初から一〇年六月末までに

世界の公募債券投信には七四兆円の資金が流入し、株式投信への資金流入額四〇兆円を上回った。

地域別に見ると、ソブリンを含め信用リスクに対する警戒感が強い欧州よりも、米国において債

券投信への資金シフトが顕著である。その米国では、政府債ファンドよりも、社債など幅広い債券を投資対象として高いリターンを目指す高付加価値ファンドが売れている。

今回の債券人気の理由としては、株価が過去一〇年間に二度にわたって暴落したのに対し、債券が世界的金利低下を背景に高いリターンを生んでいるというパフォーマンズ要因（循環的要因）が強いと考えられるが、その他に団塊世代の退職↓安定志向の高まりというデモグラフィック要因（構造的要因）や、年金・保険の会計・規制変更

という制度的要因もある。

過去における投資環境の変化と投資家行動を分析すると、投資家はリターンの変化に順張りのに動く性向を持っている。したがって、今後、金利が上昇（債券価格が下落）し、景気回復などにより株価が堅調に推移すれば、投資家資金は株式に戻ると考えられる。ただし、一般の株価下落のショックが大きいことや、前述の構造・制度要因などから、資金移動のスピードと規模は過去と異なる可能性がある。

はじめに

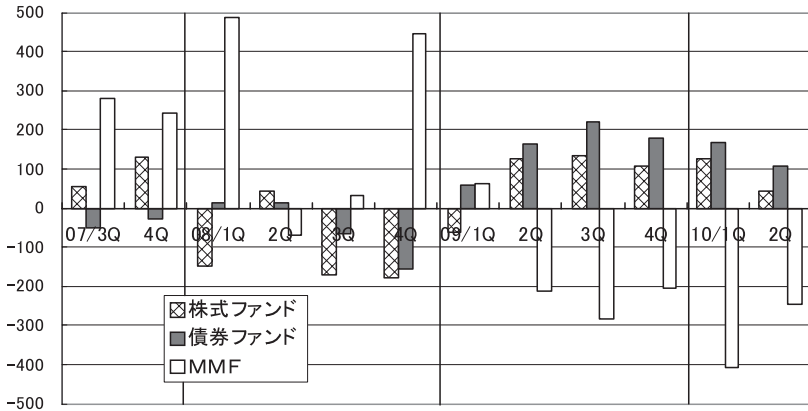
ゼロ年代後半、特に〇八年のリーマン・ショック発生時以降、世界の投資家は債券への投資志向を強めてきた。

主として個人投資家の動向を示す公募投資信託

の商品別資金流入動向を見ると、〇七年夏のサブプライムローン問題発生時には株式ファンドから一旦安全性の高いMMFへ大量の資金がシフトした。その後、リーマン・ショックを経て〇九年から金融情勢が安定に向かうとともにMMFから資金が流出したが、その行き先は株式ファンドではなく債券ファンドであった。債券投資志向は米国を中心に一〇年の後半まで続いており、過去数年の株式市況回復期に多く見られた「MMFから株式ファンドへ」という資金移転パターンと異なる動きを示していた。

そこで、一〇年後半に至る世界の投資信託の資金流出入動向を中心に、投資家資金の債券シフトの規模と内容を分析するとともに、債券人気の背景および今後の展開について考えてみた。

図表1 世界の投資信託・商品別資金純増減の推移(単位:十億ドル)



(注)株式ファンドにはバランス型を含む。

[出所]国際投資信託協会データより筆者作成。

一、投信の資金動向にみる 債券人気の実態

(1) ○九年初からの一年半に世界の債券ファンド
へ七四兆円の資金が流入

○七年八月の世界金融危機発生時以降の世界の公募投信の資金純流出入(販売額から解約・償還額を差し引いた金額)の変化を商品別(株式ファンド・債券ファンド・MMFの別)に追うと図表1のとおりである(原データは世界四五カ国の投資信託協会が加盟する国際投資信託協会の四半期毎発表資料によっている)。

○七年3Qから○八年4Qにかけては、サブプライム問題、リーマン・ショックにともなう信用不安を映して債券ファンドからも資金が流出し、より安全なMMFへ大量の資金が流入した。しか

し〇九年1Q以降は、各国政府の金融緩和策にもなう短期金利の下落によりMMFの利回りが急低下（米国ではMMFの利回りは1%以下に下落）するとともに、金融情勢が安定化に向かったため、投資家は高いリターンを求めて債券ファンドに資金をシフトさせた。

この結果、〇九年1Qから一〇年2Qに至る一年半に債券ファンドへ流入した金額は八、九七〇億ドル（この間の月末平均為替レート一ドル八三円で換算して七四兆円）に達した。なお、同期間における株式ファンドへの資金純流入額は四、八〇〇億ドル（四〇兆円）に止まり、MMFは一兆二、九〇〇億ドル（二〇七兆円）の資金純流出となった。

本稿執筆時点において、国際投資信託協会による世界全体の数字は一〇年2Qまでしか発表されていないため、以下、直近のデータを手でできる

主要国の動きを見ていく。

(2) 地域別で異なる動き

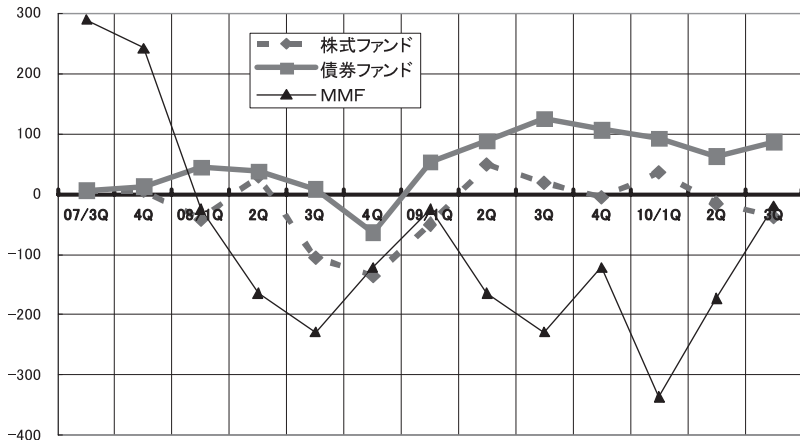
米国・欧州・日本に分けて、〇七年第3四半期から一〇年第3四半期に至る投信の資金流出入を見ると図表2のとおりである。米国・日本では株式ファンドよりも圧倒的に債券ファンドへの資金流入額が大きい、欧州では必ずしも債券ファンド一辺倒ではない。

①米国では〇七年第3四半期から債券ファンドへの資金流入が継続

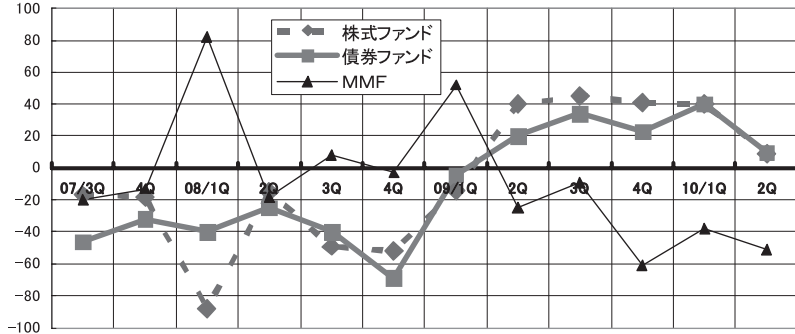
まず、世界投信残高の約半分を占める米国では、〇七年3Qから債券ファンドへの資金純流入額が株式ファンド（バランス型をふくむ）を上回る動きが続いている。言い換えれば株式ファンドは資金純流出になる四半期も多かったが、債券

図表2 地域別の動向

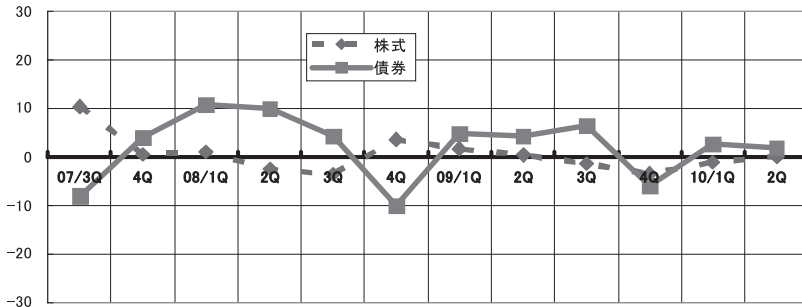
米国投信の資金流出動向(単位:十億ドル)



欧州投信の資金流出動向(単位:十億ユーロ)



日本の投信の株式・債券売買差額(単位:千億円)



ファンドは〇八年4Qを除き一貫して資金純流入となっている。

この結果、〇七年3Qから一〇年3Qまでの三年三ヶ月を通算すると、株式ファンドの資金純流入額は(一)二、六四二億ドル、逆に債券ファンドは(+)六、六九二億ドル、MMFは(+)一、〇二三億ドルとなっている。

②欧州では〇九年第1四半期まで債券ファンドから資金流出

一方、欧州では米国と異なる動きとなっている。すなわち〇七年3Qから〇九年1Qまでは債券ファンドからも資金流出が続いていた。欧州投資家は、〇七年以降の信用危機期(カウンターパーティーリスクなども意識されていた時期)には、債券を必ずしも安全資産とは考えないで、より安全なMMFへ資金を退避させていた。しか

し、信用危機が一段落した〇九年2Q以降は低利回りのMMFから資金を移す動きが広がった。興味深いのは、その移動先として債券ファンドだけでなく株式ファンド(バランス型をふくむ)も含まれていたことであり、一〇年1Qまでは株式ファンドへの資金流入額が債券ファンドを上回っていた。

米国と同様に〇七年3Q以降一〇年3Qまでの三年三ヶ月間を通算すると、株式ファンドの資金純流出入額は(一)七八〇億ユーロ、債券ファンドは(一)一、二九〇億ユーロ、MMFは(一)九六〇億ユーロである。

(このように、欧州で投信全体として資金流出となった理由は、ユニバーサル銀行制度をとる欧州大陸では主に銀行が投信を販売しているが、その銀行が信用危機のもとで預金獲得に走ったこと、また米国のように退職準備貯蓄としての投信

の利用が定着していないことにあつたと指摘されている⁽²⁾。

③日本は〇七年第3四半期から債券買い越し

日本については、投資信託協会の統計上、債券に重点投資するファンドであっても株式投信に分類されている場合があるため、同協会の商品別資金統計からは的確に商品別動向を把握できない。そこで、代わりに投信の株式および債券の売買差額の実績を図表2に示した。

図に見るとおり、〇七年4Qから基調的には債券を買い越す動きがつづいている。前述の米・欧と同様に〇七年3Qから一〇年3Qまでの三年三ヶ月を推算すると、株式が四、六四〇億円の買越し、債券は二兆一七四〇億円の買越しとなっていた。

(なお、国内外を分けると、いずれも国内売

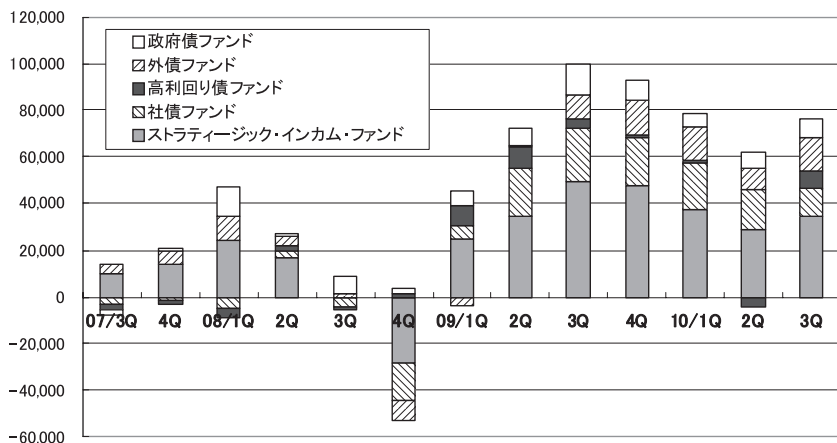
り・外国買いとなっている。すなわち株式については国内株が六、〇一〇億円の売り越し・外国株が一兆六五〇億ドルの買い越しであり、債券については国内債が四、一五〇億円の売り越し・外国債が二兆五、八九〇億円の買い越しであつた)。

(3) 付加価値の高い債券ファンドへ資金が流入

さて、一口に債券ファンドといっても多様な商品がある。投資家はどのようなタイプの債券ファンドに資金を投じてきたのであろうか。

米国について、ICI(米国投資信託協会)が詳しい商品種類別統計を発表しているので、それを示したものが図表3である(米国の債券ファンドには、図表3に掲げた以外に免税地方債ファンドがあるが、税の恩典を得るための特殊な債券ファンドであるので、これを除いた課税債ファンドの内訳を示した)。

図表3 米国課税債ファンド種類別資金流入額の推移(単位:百万ドル)



〔出所〕米国ICIデータより筆者作成

米国では近年、「政府債ファンド」よりも、運用の付加価値が大きく高利回りの期待できる債券ファンドの人気の高い。その典型は、社債等をふくむ幅広い種類の債券を対象にして高いターナルリターンをねらうファンドであり、ICIはこれを「ストラテジー・インカム・ファンド」として分類している。このほか「社債ファンド」、「外債ファンド」などがある。

図表3に見るとおり、リーマンショック後の〇八年後半（信用危機が最も深刻な時期）には、さすがに社債ファンド等から資金が流出したが、金融情勢が安定化するにつれ、再び高付加価値追求型ファンドに資金が集まっている。

この結果、〇七年3Qから一〇年3Qに至る三年三ヶ月を推算した資金純増額は、ストラテジー・インカム・ファンドが二、九三六億ドルで課税債ファンド全体の五二%を占め、次いで、

図表4 日本の投信の保有債券内訳(%)

	2003年末	2010年9月末
円建債	63.3	36.0
外貨建債	36.7	64.0
外貨建債内訳		
アメリカ	17.1	15.4
カナダ	1.5	4.3
ユーロ圏	11.3	9.7
オーストラリア	2.6	15.0
ブラジル	—	7.5
その他	4.2	12.1
外貨建債合計	36.7	64.0

〔出所〕 投資信託協会データより筆者作成

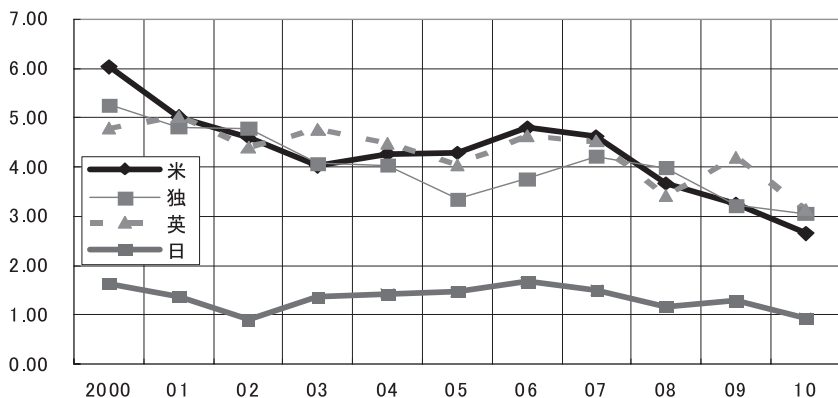
社債ファンド九三〇億ドル（全体の一七％）、政府債ファンド七八三億ドル（一四％）、外債ファンド七六一億ドル（一四％）、高利回り債ファンド二二億ドル（四％）となっていた。

なお日本でも、近年、投信の組入れ債券について超低金利の国内債よりも外貨建債の組入れが急増している。図表4に示すとおり、〇三年末と一〇年九月末を比べると、円建債の比率が六三％から三六％へ低下し、外貨建債の比率が三七％から六四％へ高まっている。中でもブラジルなどの新興国債券およびオーストラリア債など、高利回りを期待できる債券への投資残高が急増している。

二、債券人気の背景にあるものは何か

以上のように、世界的に債券ファンドの人氣が

図表5 各国長期金利(%)の推移



(注) 10年は9月(独は4月)現在、

日は10年国債新発債流通利回り、米は10年国債利回り、独は国債利回り、英は10年国債利回り

〔出所〕日本銀行「金融経済統計月報2010年11月号」より筆者作成

高まっている理由は、①二〇〇〇年代に入ってから世界的な長期金利下落傾向(図表5)にともない、債券ファンドが高パフォーマンスを収めてきたこと、②反対に株式については過去一〇年間に二度にわたる大暴落(ITバブルの崩壊、世界金融危機にともなう下げ)を経験したこと、個人投資家の株式離れが起きたこと、③年金基金・保険会社も会計制度および規制の変更にともない債券志向を強めていることにあると思われる。

以下、債券人気の背景について幾つかの見方を紹介する。

(1) ICI(米国投資信託協会)の見解

米国ICIはホームページの投資教育欄において、一〇年四月から「債券ファンドのリスクを理解する」と題する記事を掲載しており、その中で「二〇〇五～二〇〇九年に多数投資家が債券ファ

ンドに投資した理由」を次のように説明している。

① 循環要因

「経済的要因」・・・債券ファンドへの資金流入は債券のパフォーマンスと高い相関がある。二〇〇九年の金利低下は非最高格付社債の年間リターン（値上りをふくむ）を一九％に、投機的社債の年間リターンを五八％に押し上げた。加えて、短期金利が低くイールドカーブの傾斜が相対的に高いことから、資金をゼロ利回りに近いMMFから短期債券ファンドに移した投資家もいる。

このホームページ記事には掲載されていないが、ICI発行のInvestment Company Factbook 2010は、米国の債券リターンと債券

ファンドへの資金流入の関係を示す図を掲載している（図表6参照）。

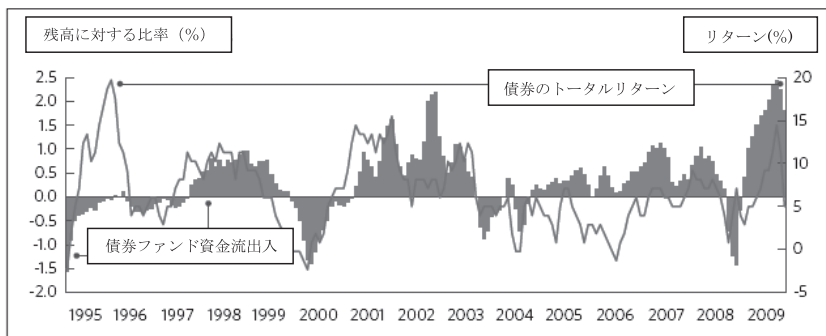
この図の縦棒部分が示す債券ファンドの資金流入は、折れ線が示す債券のトータルリターンと似た動きをしている。すなわち債券のリターンが上がれば債券ファンドへの資金流入が増え、債券のリターンが下がれば債券ファンドの資金流入が減る（あるいは資金流出となる）傾向にあり、投資家は債券相場に順張りの動いていることが分かる。

② 構造要因

ICIは、さらに債券ファンドへの資金流入の構造的要因として次の三点を挙げている。

世界的な債券人気の実態と背景—投信の資金動向分析を中心として—

図表6 米国の債券リターンと債券ファンドへの資金流入の関係



(注) 債券トータルリターンはCitigroup Broad Investment Grade Bond Indexの前年比変化率、
債券ファンド資金流入は前月末残高に対する当月資金流入額の割合(%)の3ヶ月移動平均値。

[出所] ICI "Investment Company Factbook 2010"より転載

(イ) デモグラフィック（人口動態）要因

ベビーブーマー⁽³⁾が退職年齢に達し始めたことにともない、保有資産のうちの確定利付き商品の比重を高め始めている。二〇〇四年以降の債券ファンドへの資金流入は、市況要因で説明できる額を上回っており、これは長期的デモグラフィックシフト（人口の高齢化）によることを示唆している。

(ロ) 投資家のリスク許容度の低下

米国家計を対象とした調査によれば、最近、投資家のリスク許容度が低下している。その理由としては、投資家が大恐慌以来最悪の株価下落を二度にわたって経験したことが挙げられる。

(ハ) ターゲット・デット・ファンドの自動的資産配分変更

過去一〇年間に、ターゲット・デット・ファンド（筆者注参照）の残高が増加しており、それが債券ファンドの需要を増加させている。

（筆者注） ターゲット・デット・ファンドとは、

ファンドの資産配分をファンド保有投資家の退職時期の接近に合わせて自動的に安定化（債券比率を上昇）させていくファンドである。ターゲット・イヤー・ファンドあるいはライフサイクルファンドとも呼ばれ、四〇一kなど確定拠出年金の運用対象として利用されることが多い。

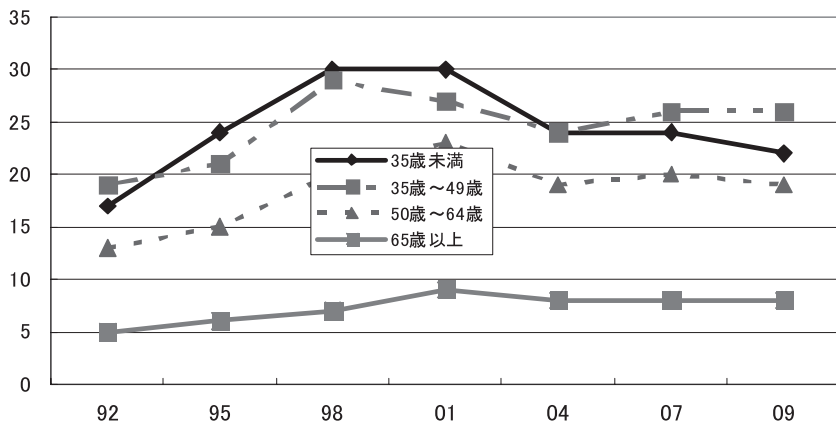
Investment Company Factbook 2010によれば、ターゲット・デット・ファンドの残高は九九年末の七〇億ドルから〇九年末の二、五六六億ドルへ

一〇年間で三七倍に増加している。また〇六年の年金改革法とそれに基づく〇七年の労働省規則の変更により、ターゲット・デット・ファンドは、「四〇一k加入者の運用指示がなかった場合に、企業主が選択して組み入れることができる三つの適格投資商品（デフォルト・オプション）」の一つに選ばれており、残高がますます増加する傾向にある。

なお、ICIホームページ記事には掲載されていないが、前掲(ロ)の要因（投資家のリスク許容度の低下）について、ICI発行のInvestment Company Factbook 2010は、「米国において、特に三五歳未満の若年層においてリスクを積極的に取る意志が低下している」ことを強調する図を掲載している（図表7）。

図に見るとおり、米国投資家のリスクテイク志

図表 7 平均以上あるいは相当の投資リスクを取る意向を持つ投資家の割合（％）



〔出所〕 2010 Investment Company Factbook(ICI) より筆者作成

向は九〇年代に大きく上昇したが、ITバブルが崩壊した二〇〇〇年代に入ってやや低下している。特に三五歳未満の下落率が大きく、他の年代層では〇九年のリスクテイク意向は九五年を上回っているが、三五歳未満の層は九五年を下回り、九八年と比べると三〇％から二二％へ低下した。昔の若者にくらべ現在の若者（「不況世代（Depression generation）」と呼ぶ向きもある）は安全志向度が強くなっていると言える。

また、六五歳以上の老年層はもとも安全志向が強いので、人口の高齢化（全人口に占める老年人口の割合の上昇）は、投資家全体としてのリスクテイク志向を弱める方向に作用している。

（参考）デモグラフィックシフト（人口の高齢化）の資産選択への影響についての異論

（二〇〇六年GAOの見解）

ICIは、前述のように債券需要の増加の理由としてデモグラフィック要因を挙げ、構造的なものとしているが、これは正しいのであろうか。

実は米国では数年前に「ベビーブーマーが退職とともに大量の金融資産を売却し、株式・債券等の価格下落を招くのではないか」を懸念する議論があった。それは次のようなリスクに対する懸念から発生していた。

- (イ) ライフサイクル理論に基づく退職者の資産取り崩しリスク（現役の時に資産を形成し、退職後に資産を取り崩すというサイクル）
- (ロ) 同じくライフサイクル理論に基づく資産配分変更リスク（高齢になるにつれ、株式等のリスク資産から債券等の安定資産にシフトするというサイクル）
- (ハ) マクロ経済理論に基づく株価下落リスク

（ベビーブーマー退職による労働供給成長率の低下が資本（株式）リターンの低下をもたらし、株価下落を招くリスク）

これについてGAO (The US Government Accountability Office、米議会の調査・行政監察機関) は膨大な調査・分析を行い、〇六年にレポートを発表した。その結論は「株式の大量売却は見込まれないし、株式の収益率も大きく低下しない」というものであった。GAOはその理由としてデータに裏付けされた九項目を挙げている。⁽⁴⁾

この九項目のうち、前掲(イ)の退職者の資産取り崩しリスク、(ロ)の「高齢になるにつれ、株式等のリスク資産から債券等の安定資産にシフトする」というライフサイクル理論に基づく資産配分変更リスク」に関連しては、次のように述べ、そのリスクを否定していた。

・既退職者の行動を分析すると、保有資産の処分は一時に集中せず、ゆつくりと行われており、むしろ積み増しも起きている。

・米国ベビーブーマーの退職は一九年間にわたって分散して発生するものである。また就労年数の延長は、退職後の所得獲得のための資産処分の必要性を小さくするし、平均余命の伸長は資産処分を緩やかにする必要を生じている。

・高齢化にともなう資産配分の保守化は必ずしも起こっていない。すなわち、二〇〇四年SCF（FRB実施の全国家計の資産・負債状況調査:Survey of Consumer Finances）によれば、七〇歳以上が世帯主である家計の投資配分比率は株式六〇％・債券四〇％であり、一方、四〇～四八歳が世帯主である家計のそれは株式六八％・債券三二％となっていた。

すなわち両者の間に大差はないし、七〇歳以上の世帯でも債券より株式を多く保有していた。

(2) その他の見方

米国では、債券人気の背景について前述のICCの見解のほかに、「株式への信頼感の低下」が投資家を債券投資に向かわせているという見方がある。その内容は二つあり、一つは株式の収益性についての問題、もう一つは市場に対する信頼性である。

①株式の収益性についての確信の揺らぎ

米国株は二〇〇〇年代に入って二度にわたる大暴落を経験したため、長期（一〇年間）保有した場合でもリターンが若干マイナスになってしまった（一〇年一〇月末に至る一〇年間のS&P五〇

○種平均リターンは配当込みで年平均マイナス〇・〇二％⁽⁵⁾。一方、債券（バークレーズキャピタル米国総合債券指数）はこの間に年平均六・四％のリターンを上げている。

株式の収益率について敷衍すると、一九二六～二〇〇九年の八四年間において、米国株（S & P 五〇〇種）を一〇年間保有してリターンがマイナスになったケースは、大恐慌をはさんだ一九二九～三九年、一九三〇～一九三九年の二ケース以来久しくなかったが、直近の一九九九～二〇〇八年、二〇〇〇～二〇〇九年と二回連続しており、投資家の株式収益率に対する確信が揺らいでいると言われる。

②株式市場の信頼性の低下

(イ) 米国では一〇年五月六日にダウ平均が二〇分間に七〇〇ポイント下げるといふ株価の乱高下

（フラッシュ・クラッシュと呼ばれる）があった。その原因はプロ投資家によるプログラム取引・高頻度取引にあったとされ、個人投資家の市場への信頼を失わせる一因となったと言われている。

(ロ) 一〇年一月には、企業情報提供会社とその顧客であるヘッジファンドが関係する株式インサイダー取引が摘発されており、これも投資家の株式市場に対する信頼を失わせる要因となった。

(3) 年金基金等も安定志向

以上、個人投資家の動向について述べてきたが、この他に年金基金・保険会社といった機関投資家もゼロ年代半ば以降、債券投資を増やす傾向にある。その背景には会計制度や規制の変更の影響がある。まず年金については、欧米で(イ)資産・

債務の両方をフェアバリューで評価し、積立不足あるいは過剰積立の状況を企業会計に反映させるとともに、(ロ)積立不足の早期解消を義務付ける措置が取り入れられた。また保険会社についても保有資産のリスクを加味した支払い能力基準（ソルベンシーマージン比率）の採用が求められている。

この制度変更により、確定給付年金制度を導入している企業は年金の積立不足に敏感にならざるを得なくなった。そして、年金給付債務を考慮して資産運用を行う「債務主導型投資戦略（“liability driven investment”（LDI）」を採用する年金基金が増大した。この戦略の下では、元利金回収時期と利回りが確定している債券の保有割合を高めるバイアスが働く。

実際に、米・英の年金基金は債券投資比率を増加させ株式比率を減少させている。米国・民間年

金勘定の有価証券への投資配分は、FRBの資金循環統計によれば、〇五年末に「株式四五・三%・債券一三・〇%」であったものが、一〇年九月末には「株式三二・四%・債券二〇・〇%」に変化している。⁽⁷⁾ 英国についても保険・年金（英国では年金単独の数字はなく、保険会社・年金基金を一括りにしている）の資産配分が、〇五年末の「株式五四・五%・債券三一・六%」から、一〇年六月末には「株式四五・九%・債券三八・九%」へ変化している。⁽⁸⁾

三、債券人気過熱の問題点

—個人投資家は債券のリスクを理解しているか—

以上のような債券投資の増加にともなう問題点として、「個人投資家は債券の投資リスクをどの

程度認識しているか」を懸念する声がある。米国においてすら「金利が上がれば債券価格は下がる」ことを理解していない投資家がいる。

米国ICIも前掲ホームページ記事の中で、「投資家は債券ファンドについてどんなリスクに直面するか」という項目を設け、投資家に注意を喚起している。そこでは「債券ファンドへの投資にともなうリスクは四つあります。それは、金利リスク、信用リスク、期限前償還リスク、インフレリスクです」と述べたうえで、金利上昇リスクについて次のように解説している。

・金利リスクはどのように債券価格に影響するか

金利リスクとは市場金利の変動により債券価格が変動する可能性のことです。債券価格は金利に密接に関係します。金利が上昇すれば債券

価格は下落し、金利が下落すれば債券価格は上昇します。

金利リスクは一般的に債券のデュレーションによって計られます。デュレーションは金利の動きに対する債券価格の感応度を計る物差しです。ある債券のデュレーションは、かなりの部分が、その債券の満期までの残存期間によって決まり、ふつう年数で表示されます。

一般的には、債券の満期までの残存期間が長いほどデュレーションは長く、金利変動の際の価格変動が大きくなります。たとえば、満期までの残存期間が二〇年の債券は、同種の残存一〇年の債券よりデュレーションが長く、したがって、金利が上昇すれば、デュレーションの長い債券は価格が大きく下落します。しかし、長期債は価格変動が大きい一方で、そのリスクがある故に高い利回りを得られる傾向がありま

す。

・金利変動の債券価格への影響の例

たとえば、ある投資家が今日、「三〇年間にわたって毎年五%の固定金利を支払う新規発行債券」を購入することを考えましょう。満期までの残存期間は三〇年です。しかし、この債券のデュレーションは約一六年です。債券のデュレーションは満期までの期間より短いのです。なぜなら、投資家は満期までの間に金利支払いという形で現金を受け取るからです。

もし、明日に金利が変動したら、投資家はデュレーションによって債券価格が逆方向へどの程度変動するかを予想することができます。たとえば金利が一%上昇したら、前述のデュレーション一六年の債券の価格は一六%下ることになります。

以上のような「債券の金利変動リスクに関する投資家の理解」について懸念はあるものの、その価格変動リスクは、前掲のようにデュレーション（利金受取りを含めた加重平均・資金回収期間）が一六年の場合で一六%程度であり、株式に比べれば値下がりリスクは小さい（ちなみに、NYダウ平均株価は〇七年の高値一四、一二一ドルから〇九年の安値六、四四〇ドルへ五四%下げた）。また、現実の米国債券ファンドの平均デュレーションは、投信評価会社モーニングスターの「General Bond」カテゴリーの場合で三・四年程度となっている（二〇年十一月現在^⑨）ことから、大きな混乱は避けられるように思われる。

四、今後の展開

(1) ICIの見解

ICIは前掲ホームページ記事の中で、「現在の債券ファンドに対する強い需要は衰える可能性がある」という項目を設け、一〇年四月の時点で次のように述べていた。

既に、債券ファンドへの循環的需要は緩やかになる兆候と、債券ファンドの高リターンは今回のサイクルの終わりに近づいている兆候があります。今回のサイクルがいつ終わるかを言うことは困難です。FRBは既に公定歩合を引き上げ、どこかの時点でフェデラルファンドレートも引き上げることになりましょう。その結果、中長期金利も上昇すれば債券ファンドのり

ターンが低下することを意味します。それどころか、債券リターンはマイナスになることさえあり、実際に一九九四～九五年にFRBが短期金利を引き上げ、中長期金利も上昇した際には、そのようなことが起こりました。

今回も、FRBが金融の量的緩和(QE2)を決定した一〇年一月には、長期金利上昇により米国債券ファンドの月間リターンはマイナスになった。⁽¹⁰⁾そして米国債券ファンドへの資金流入も急速に細っている(一〇年一月は九億ドルの純流出、二月はICIの二十九日までの週次速報で一五〇億ドルの純流出となった)。

(2) 米国の長期実績から言えること

最後に、過去約三〇年間において、米国投信の商品別残高が投資環境の変化の中でどう推移して

きたかを振り返ると図表8のとおりである。

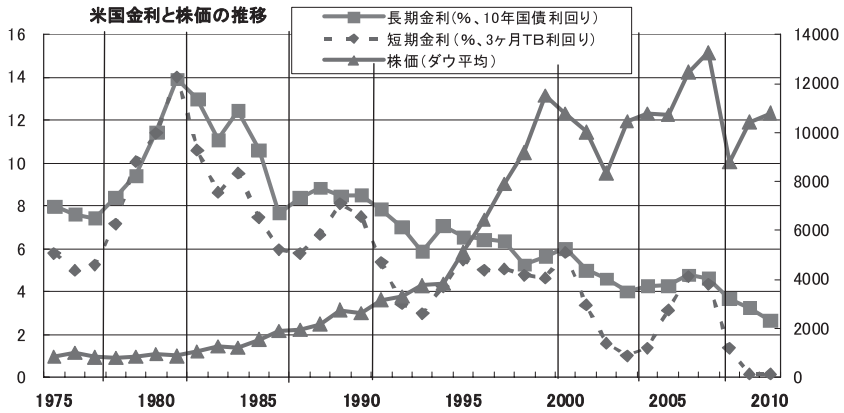
七七年から八一年にかけて短期金利が五%から一四%へ急上昇した時期には、MMFへ大量の資金が流入し、四年間でMMF残高が四七倍に膨れ上がった。その後、八六年にかけての金利低下期（長期金利は一四%から七%台へ低下）には債券ファンドの残高が一七倍に拡大した。そして九〇年にかけての緩やかな短期金利上昇を経て、九〇年代の長期的株価上昇（ダウ平均は九〇年末の二、六三三ドルから九九年末に一一、四九七ドルへ四・四倍に上昇）の下では株式ファンド残高が二五倍に拡大した。二〇〇〇年代に入ると、ITバブルの終焉と長期金利の低下が見られた〇〇年から〇三年にかけて債券ファンドが一・五倍に拡大し、その後〇七年に至る株価回復期には株式ファンドが一・八倍に、そして今般の金融危機の発生（株価暴落）・金利低下の下で債券ファンド

が拡大した（一・六倍）。

以上のように、過去三〇年間の変化を分析すると、投資家は基本的には高リターンを求めて市況環境に応じ資金を動かしていることが確認される。そして金利低下期に続く金利上昇（景気回復）期には、（MMFで一期待機するケースもあったが）株価上昇とともに株式ファンドへ資金をシフトさせてきた。

今後も基本的には同様のパターンを想定することができよう。ただ、前述のように今回は構造・制度要因（デモグラフィック要因、年金・保険の会計・規制度変更など）も存在していること、株価下落とそのショックが大恐慌以来の大きなものであったことから、株式への資金回帰のスピードと規模は従来とは異なる可能性も考えておく必要がある。

図表 8 米国の投資環境と投信の商品別残高の変化



(注) 2010年は9月末現在

[米国投信商品別残高の変化] (残高の単位は億ドル)

	1977 [高 金利期]	→ 1981 [金利 低下期]	→ 1986 [高 金利期]	→ 1990 [株価 上昇期]	→ 1999 [金利 低下期]	→ 2003 [株価 上昇期]	→ 2007 [金利 低下期]	→ 2010
MMF	39	→ 1,862	→ 2,922	→ 4,983	→ 16,131	→ 20,400	→ 30,858	→ 27,972
		-47倍-		-1.7倍-				
債券ファンド	110	→ 140	→ 2,433	→ 2,913	→ 8,124	→ 12,409	→ 16,800	→ 26,282
		-17倍-			-1.5倍-		-1.6倍-	
株式ファンド	341	→ 412	→ 1,802	→ 2,756	→ 44,207	→ 41,215	→ 72,349	→ 58,416
				-25倍-		-1.8倍-		
合 計	489	→ 2,414	→ 7,157	→ 10,652	→ 68,463	→ 74,024	→ 120,007	→ 112,670
		-5倍-	-3倍-	-1.5倍-	-6.4倍-	-1.1倍-	-1.6倍-	-0.9倍-

(注)

- (1) 今回の金融危機は、〇七年八月にフランスの大手銀行 BNPパリバが、証券化商品を組入れていた傘下三ファンドの換金を凍結したことから信用危機が世界的レベルの問題であることが表面化し、〇八年九月のリーマン破たんにより更に深刻化した。
- (2) 欧州全体の投信・投資顧問の業界団体であるEFAMAの Quarterly Statistical Release N°36 (Fourth Quarter of of 2008) のコメント。
- (3) 「ベビーブーマー」は、日本の「団塊の世代」に対応する用語であるが、日本では一九四七～四九年生まれの狭い世代を指すのに対し、米国のベビーブーマーは一九四六～一九六四年までの一九年間に生まれた広い世代を指している。
- (4) 詳細は杉田浩治「米国ベビーブーマーの退職は株価急落を招くか」(二〇〇六年九月)(日本証券経済研究所ホームページ「トピックス」欄)参照。
- (5) 米国モーニングスター社発行“Mutual Funds, Summary Section, Stock Performance Close-Ups” Dec. 6, 2010°
- (6) “2010 Ibbotson Stocks, Bonds and Inflation (S&B) Classic Yearbook”掲載データによる°
- (7) FRB “Flow of Accounts of the United States, Third Quarter 2010”より筆者計算°
- (8) 英国 Office for National Statistics 発行“Financial

Statistics, 584 December 2010”より筆者計算°

- (9) 米国モーニングスター社発行“Mutual Funds, Summary Section, Bond Category Averages” Dec. 24, 2010°
- (10) 米国モーニングスター社発行“Mutual Funds, Summary Section, Bond Performance Close-Ups” Dec. 24, 2010°

(すぎた じゅんじ・当研究所専門調査員)