

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—

平成 23 年 1 月 18 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

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—
(要約)

ゼロ年代後半、特に 08 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。09 年初から 10 年 6 月末までに世界の公募債券投信には 74 兆円の資金が流入し、株式投信への資金流入額 40 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 10 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ス要因（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的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、今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。

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—

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

ゼロ年代後半、特に08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、07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09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10年の後半まで続いており、過去数十年の株式市場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、10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。

1. 投信の資金動向にみる債券人気の実態

(1) 09年初からの1年半に世界の債券ファンドへ74兆円の資金が流入

07年8月の世界金融危機発生時¹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45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）。

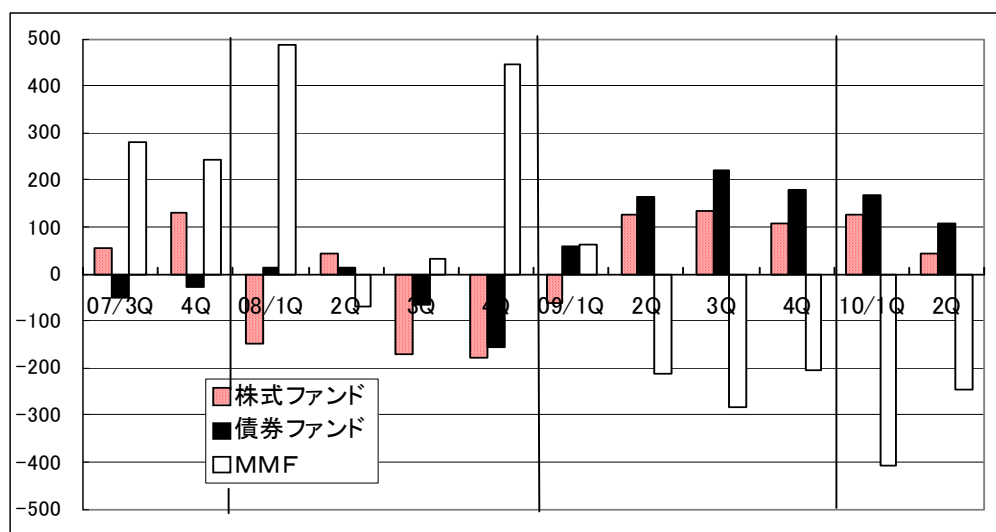
07年3Qから08年4Qにかけては、サブプライム問題、リーマン・ショックにともなう信用不安を映して債券ファンドからも資金が流出し、より安全なMMFへ大量の資金が流入した。しかし09年1Q以降は、各国政府の金融緩和策にともなう短期金利の下落により

¹ 今回の金融危機は、07年8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3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、08年9月のリーマン破たんにより更に深刻化した。

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、09年1Qから10年2Qに至る1年半に債券ファンドへ流入した金額は8,970億ドル（この間の月末平均為替レート1ドル83円で換算して74兆円）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4,800億ドル（40兆円）に止まり、MMFは1兆2,900億ドル（107兆円）の資金純流出となった。

〔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。

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10年2Qまでしか発表されていないため、以下、直近のデータを手に入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、07年第3四半期から10年第3四半期に至る投信の資金流入を見ると図表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07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、07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、債券ファンドは08年4Qを除き一貫して資金純流入となっている。

この結果、07年3Qから10年3Qまでの3年3ヶ月を通算すると、株式ファンドの資金純流出額は（-）2,642億ドル、逆に債券ファンドは（+）6,692億ドル、MMFは（+）

1,023 億ドルとなっている。

②欧州では 09 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 07 年 3Q から 09 年 1 Q までに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、07 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 09 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、10 年 1 Q 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 07 年 3Q 以降 10 年 3Q までの 3 年 3 ヶ月間を通算すると、株式ファンドの資金純流出入額は（－）780 億ユーロ、債券ファンドは（－）1,290 億ユーロ、MMF は（－）960 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ったと指摘されている²⁾）。

③日本は 07 年第 3 四半期から債券買い越し

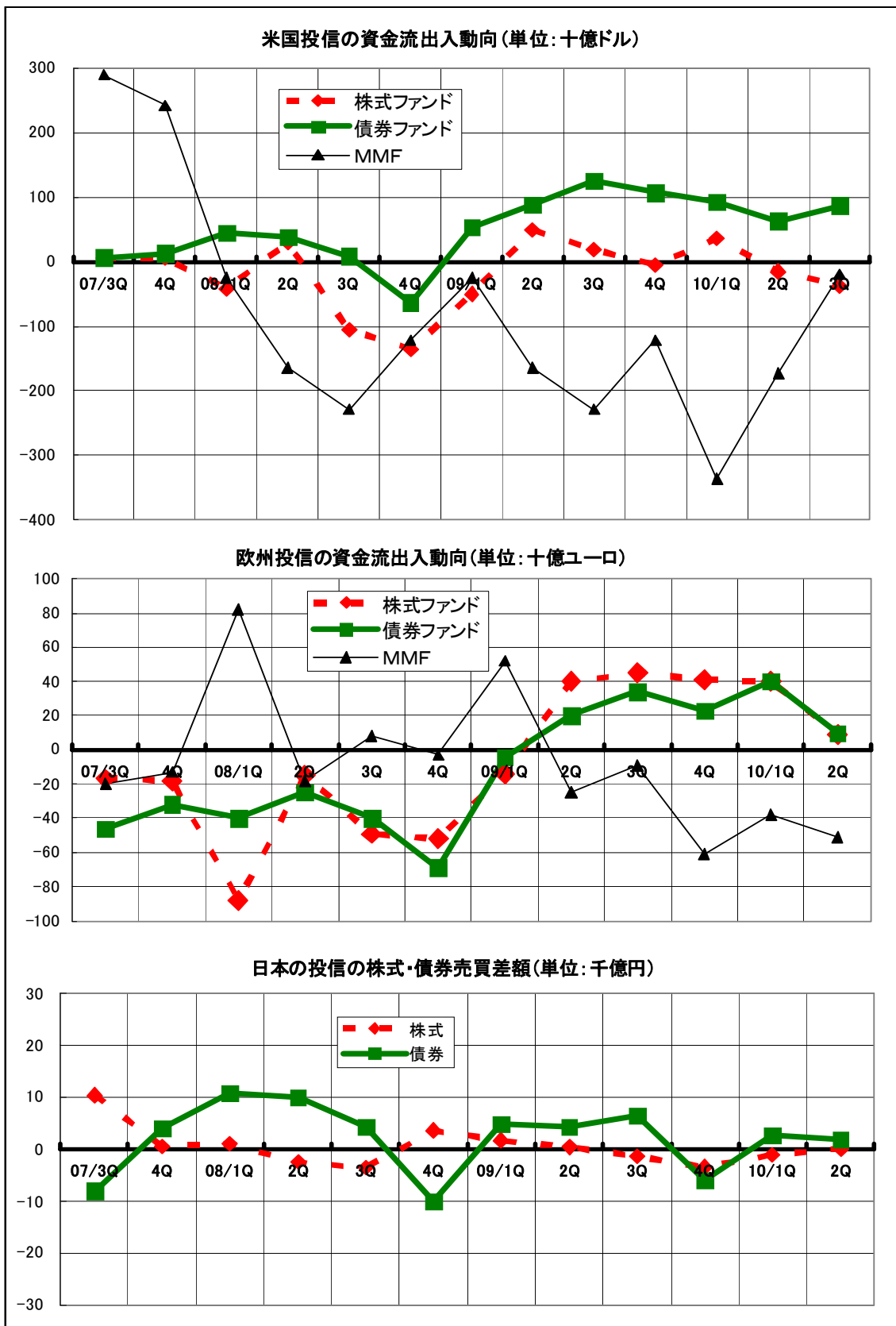
日本については、投資信託協会の統計上、債券に重点投資するファンドであっても株式投信に分類されている場合があるため、同協会の商品別資金統計からは的確に商品別動向を把握できない。そこで、代わりに投信の株式および債券の売買差額の実績を図表 2 に示した。

図に見るとおり、07 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 07 年 3Q から 10 年 3Q までの 3 年 3 ヶ月を通算すると、株式が 4,640 億円の買越し、債券は 2 兆 1740 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 6,010 億円の売り越し・外国株が 1 兆 650 億ドルの買い越しであり、債券については国内債が 4,150 億円の売り越し・外国債が 2 兆 5,890 億円の買い越しであった）。

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。

〔図表 2〕 地域別の動向



(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。

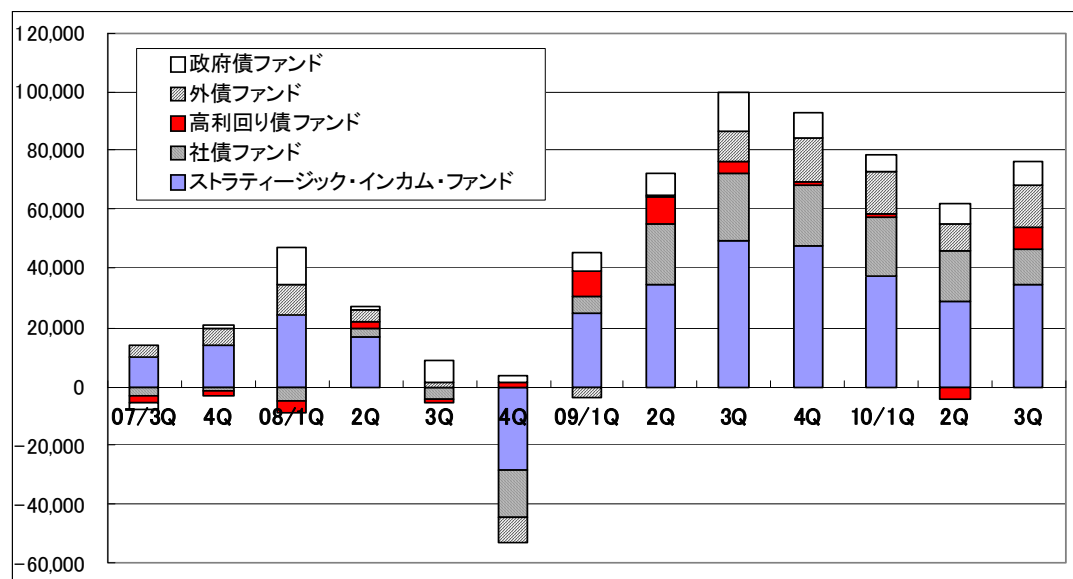
米国について、ICI（米国投資信託協会）が詳しい商品種類別統計を公表しているの、それを示したものが図表 3 である（米国の債券ファンドには、図表 3 に掲げた以外に免税地方債ファンドがあるが、税の恩典を得るための特殊な債券ファンドであるので、これを除いた課税債ファンドの内訳を示した）。

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トータルリターンをねらうファンドであり、ICI はこれを「ストラテジーック・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 08 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、07 年 3Q から 10 年 3Q に至る 3 年 3 ヶ月を通算した資金純増額は、ストラテジーック・インカム・ファンドが 2,936 億ドルで課税債ファンド全体の 52% を占め、次いで、社債ファンド 930 億ドル（全体の 17%）、政府債ファンド 783 億ドル（14%）、外債ファンド 761 億ドル（14%）、高利回り債ファンド 222 億ドル（4%）となっていた。

【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

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、03 年末と 10 年 9 月末を比べると、円建債の比率が 63%から 36%へ低下し、外貨建債の比率が 37%から 64%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。

〔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

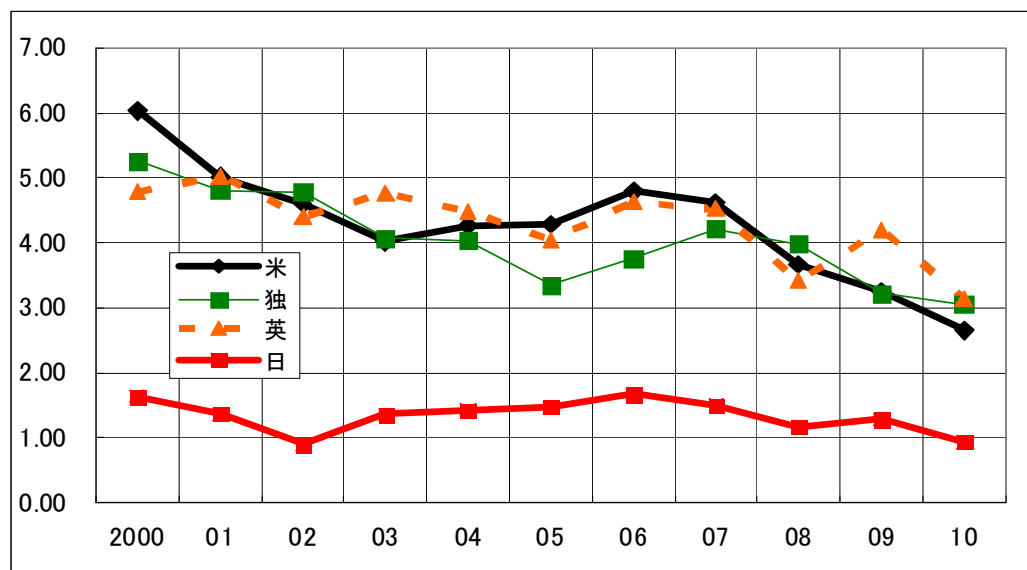
〔出所〕投資信託協会データより筆者作成

2. 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気が高まっている理由は、①2000 年代に入っでの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 10 年間に 2 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）を経験したことから、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。

〔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」より作成

(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、10年4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「2005～2009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。

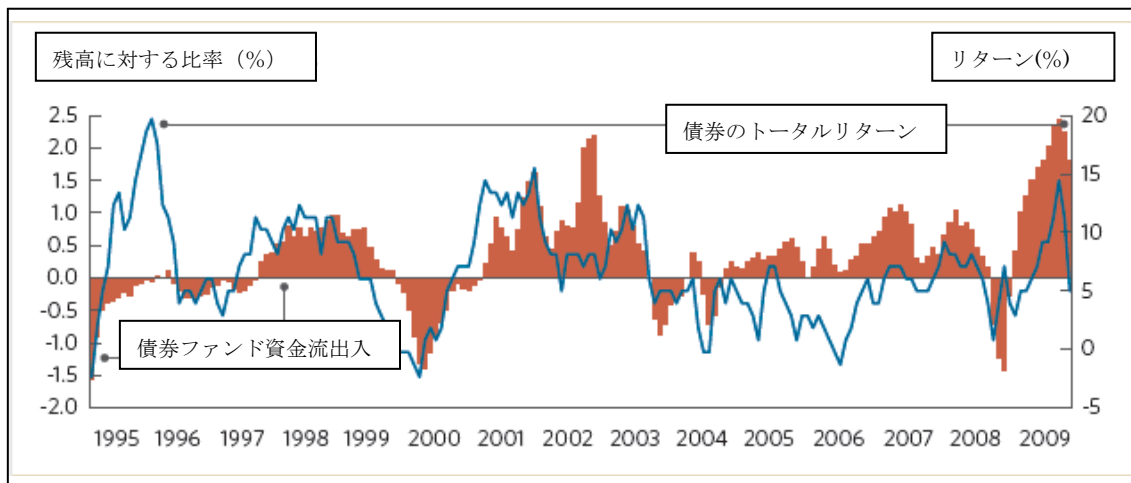
① 循環要因

「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。2009年の金利低下は非最高格付社債の年間リターン(値上がりふくむ)を19%に、投機的社債の年間リターンを58%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出入は、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に動いていることが分かる。

〔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

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3点を挙げている。

(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とともない、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。2004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10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、401k 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99年末の70億ドルから09年末の2,566億ドルへ10年間で37倍に増加している。また06年の年金改革法

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1947～49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1946～1964年までの19年間に生まれた広い世代を指している。

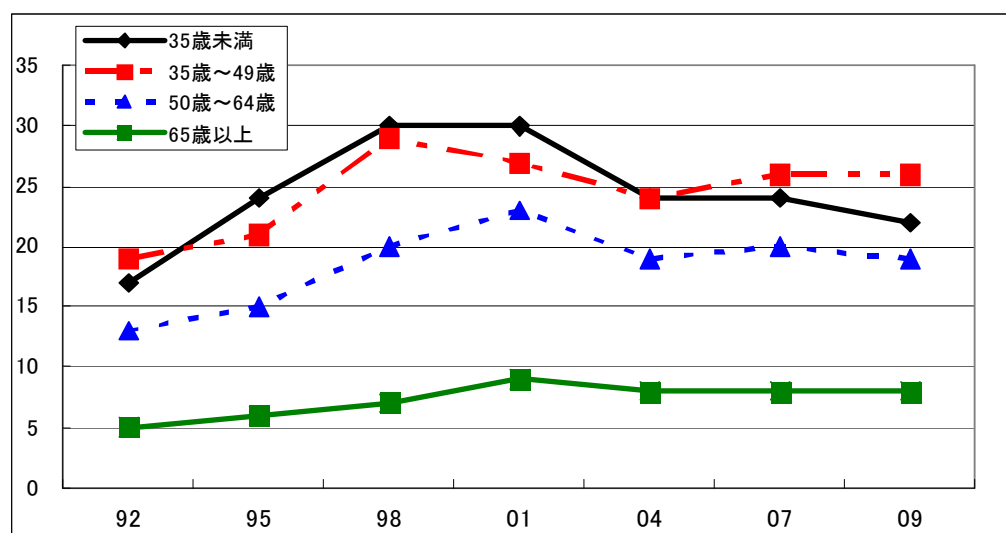
とそれに基づく 07 年の労働省規則の変更により、ターゲット・デート・ファンドは、「401k 加入者の運用指示がなかった場合に、企業主が選択して組み入れることができる三つの適格投資商品（デフォルト・オプション）」の一つに選ばれており、残高がますます増加する傾向にある。

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 35 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向は 90 年代に大きく上昇したが、ITバブルが崩壊した 2000 年代に入ってやや低下している。特に 35 歳未満の下落率が大きく、他の年代層では 09 年のリスクテイク意向は 95 年を上回っているが、35 歳未満の層は 95 年を下回り、98 年と比べると 30%から 22%へ低下した。昔の若者に比べ現在の若者（「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よう。

また、65 歳以上の老年層はもともと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。

【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

(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
(2006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) リターンを低下をもたらし、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、06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9項目を挙げていた⁴。

この9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、ゆっ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19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、2004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、70歳以上が世帯主である家計の投資配分比率は株式60%：債券40%であり、一方、40～48歳が世帯主である家計のそれは株式68%：債券32%となっていた。すなわち両者の間に大差はないし、70歳以上の世帯でも債券より株式を多く保有していた。

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」[2006年9月] (日本証券経済研究所ホームページ“トピックス”欄参照)。

(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 ICI 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 2000 年代に入って 2 度にわたる大暴落を経験したため、長期（10 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（10 年 10 月末に至る 10 年間の S&P500 種平均リターンは配当込みで年平均マイナス 0.02%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 6.4%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、1926～2009 年の 84 年間において、米国株（S&P500 種）を 10 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 1929～39 年、1930～1939 年の 2 ケース以来久しくなかったが、直近の 1999～2008 年、2000～2009 年と 2 回続いており⁶、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 10 年 5 月 6 日にダウ平均が 20 分間に 700 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ている）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) 10 年 11 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

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, Bills and Inflation (SBBI) Classic Yearbook” 掲載データによる。

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、05 年末に[株式 45.3% : 債券 13.0%]であったものが、10 年 9 月末には[株式 32.4% : 債券 20.0%]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、05 年末の[株式 54.5% : 債券 31.6%]から、10 年 6 月末には[株式 45.9% : 債券 38.9%]へ変化している⁸。

3. 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 20 年の債券は、同種の残存 10 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

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。

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、「30年間にわたって毎年5%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30年です。しかし、この債券のデュレーションは約16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の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1%上昇したら、前述のデュレーション16年の債券の価格は16%下落することになります。

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16年の場合で16%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07年の高値14,121ドルから09年の安値6,440ドルへ54%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3.4年程度となっている（10年11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。

4. 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か」という項目を設け、10年4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リ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1994～95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10年11月には、長期金利上昇によ

⁹ 米国モーニングスター社発行 “Mutual Funds, Summary Section, Bond Category Averages”
Dec. 24, 2010.

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（10年11月は9億ドルの純流出、12月は29日までのICI週次速報で150億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30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。

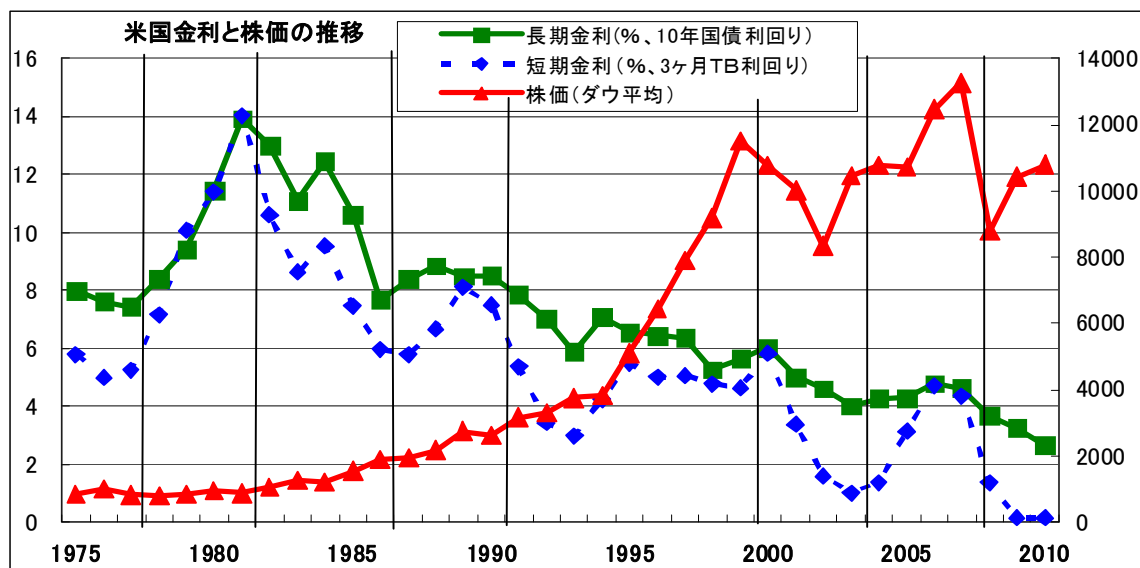
77年から81年にかけて短期金利が5%から14%へ急上昇した時期には、MMFへ大量の資金が流入し、4年間でMMF残高が47倍に膨れ上がった。その後、86年にかけての金利低下期（長期金利は14%から7%台へ低下）には債券ファンドの残高が17倍に拡大した。そして90年にかけての緩やかな短期金利上昇を経て、90年代の長期的株価上昇（ダウ平均は90年末の2,633ドルから99年末に11,497ドルへ4.4倍に上昇）の下では株式ファンド残高が25倍に拡大した。2000年代に入ると、ITバブルの終焉、長期金利の低下が見られた00年から03年にかけて債券ファンドが1.5倍に拡大し、その後07年に至る株価回復期には株式ファンドが1.8倍に、そして今般の金融危機の発生（株価暴落）・金利低下による債券ファンドの拡大（1.6倍）に至った。

以上のように、過去30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で一時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ものであったことなどから、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。

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。

〔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 → 1981 → 1986 → 1990 → 1999 → 2003 → 2007 → 2010
	[高金利期] [金利低下期] [高金利期] [株価上昇期] [金利低下期] [株価上昇期] [金利低下期]
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 → 12,478 → 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 → 41,146 → 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-