

資料：個人投資家に投信の 長期投資は根づいたのか？*

高 瀬 浩

要 旨

1990年以降に設定された追加型株式投信の資金流出入金額を調べてみた。そうすると、全体で10兆円弱の流入超過となったが、日本株投信の流入額は全体の1割未満にとどまる一方で、外債で運用する投信が中心のバランス型がその6割強を占めている。また、流入額を投信の設定時期毎に区別してみると、バランス型では前年以降（最大2年以内）に設定された投信の流入額と、前年以前設定のものとの比率は6対4で設定時期に関わらず流入が継続しているが、前年以前に設定された日本株投信は流出超過となっている。日本株投信は設定から時間が経過すると解約されやすいことを示している。

この結果からは、投信全体では長期投資が浸透してきたとみることが可能であるが、日本株投信では長期投資が根づいているとは言えそうにない。この背景としては、日本株投信の長期の投資が短期投資以上に報われたとの運用成績が全般的にでないことと、投信購入層の主体がハイリスク・ハイリターンでの資金運用の必要性に乏しい高齢者層に偏っており、投資家全体のリスク許容度が低くなっていることがあげられる。

このような状況の下、投信の長期投資を実践する投資家を増やすための方策の一つとして、一つの投信を長期で保有することにとらわれずに、投資家が自らのリスク許容度やニーズに応じて、複数の投信の中から組み合わせを選択し、比率をいつでも自由にスイッチできる、いわば自分自身でファンド・オブ・ファンズを運用するような仕組みを投資家に提供することが考えられる。

* 文中、意見・見解にあたる部分は筆者個人のものであり、所属団体を代表するものではない。

分散投資を特徴とし、長期にわたって運用される投資信託は、個人が長期で投資する際の金融商品として一般に位置付けられている。こうした中、90年代以降これまでにわたり、長期投資が根づいているのかどうか検証してみた。

個々の投資家の投信保有期間に関する具体的で正確なデータは存在しない。そこで、ここでは、各種タイプに分かれる投信の中で最も代表的であり、原則いつでも購入・解約が可能な追加型株式投資信託への資金の流入・流出額（以下、流出入額、推計式は注）の状況をデータで確認してみた。長期投資を志向する場合には解約されにくいいため、資金の流出が少なくなるはず、という見方に立っている。ただ、流出入額がプラスとなったのは、解約額を上回る資金流入があったからであり、解約が少なかったためではないといったケースもあり、流出入額の大小と投信の保有期間の長さが、必ずしも同期をとるわけではない。この点については、流出入額と設定時期との関係を見ることで保有期間をおおまかにとらえることができるとみなした。また、個々の投信の流出入状況は全体の傾向とは必ずしも一致するとは限らないが、全体の傾向を知ることはできるであろう。

なお、投信が設定されてから以降の期間についての流出入状況を見るのが重要なため、集計値には設定時点での流入額（当初設定額）は含まれていない。また、純粋なキャッシュの出入りを調べるため、基本的に現物株の拠出により設定されるETF（株価指数連動型上場投資信託）は除いた。

図表1は、1990年以降に設定された追加型株式投信について、2004年2月末までの流出入額（プラス：純流入、マイナス：純流出）を設定年毎に集計し、設定来騰落率の単純平均と比べ

たものである。さらに、追加型株式投信を投資対象別に分けた主な分類のうち、日本株で積極運用する投信、バランス型、指数連動型の分類でも集計した。

ただし、図表1は設定以降、現在までの流出入額の累計のため、どの期間・タイミングで流出入があったのかについてはつかめない。そこで、同じ投信を対象にして、各年毎の流出入を集計したのが図表2である。さらに、設定時期による違いをみるため、各年毎に、前年以降に設定された投信と、前年以前に設定されたものを区別して集計してみた。

図表1と図表2からは、次のような傾向が読み取れる。

- ・投信全体の流出入額をみると、情報技術（IT）バブル期以前の1997年、1998年に設定された投信の流入額（6.4兆円）が全体（9.7兆円）の7割程度を占めている。
- ・ただ、分類別にみると、日本株投信の流入額（9500億円）は全体（9.7兆円）の1割未満にとどまる一方で、バランス型（6.3兆円）が6割強を占めている。また、バランス型の流入額の大部分は、毎月分配型など1年に4回以上分配するタイプのもの（6.28兆円）となっている。
- ・設定時期の区別でみると、前年以降に設定された投信の流入額（7.7兆円）が全体（9.2兆円）の8割強を占めている。日本株投信に関しては、前年以降設定のものが1.2兆円流入しているのに対し、前年以前設定のものは1500億円の流出超過となっている。バランス型の場合、この傾向は弱まり、前年以前と前年以降の流入額の割合は4：6で、前年以前設定のものについても流入が継続している。同様に、指数連動型は金額の絶対額は小さい

ものの、前年以前設定のものについても流入傾向がみられる。

- ・また、全般に、運用成績のプラス・マイナスと流出入には規則的な関係は見られない。運用成績が良いから流入、悪いから流出といった単純な状況ではないようである。
- ・なお、上記はバブル崩壊後の1990年以降に設定された投信を対象としてみたが、それ以前に設定された投信の流出入額を集計したのが図表3である。1991年以降に全体で1.9兆円流出しているが、その大半を占めているのが日本株投信と指数連動型である。

さて、上記傾向をみる限り、冒頭の「長期投資は根づいたか」という問いに対する回答としては、今のところ、YESともNOともつかない模索段階といったところがあてはまるのではなかろうか。確かに1990年以降に設定された投信に関しては、この10年間、全体で流入超過状態にあり、長期投資の実践が投資家に浸透してきたとの見方もできる。ただ、日本株投信とバランス型（特に外債で運用する投信が主体の毎月分配型）の流入額のアンバランス状態をみると、日本株投信では長期投資が根づいているとは言えそうにない。

図表1 追加型株式投信の設定翌月以降、2004年2月末までの資金流入額合計と設定来騰落率の平均、設定年別

設定年	全追加型株式投信			日本株投信			バランス型			指数連動型		
	資金流出入額合計 (億円)	設定来騰落率 平均 (%)	設定 本数	資金流出入額合計 (億円)	設定来騰落率 平均 (%)	設定 本数	資金流出入額合計 (億円)	設定来騰落率 平均 (%)	設定 本数	資金流出入額合計 (億円)	設定来騰落率 平均 (%)	設定 本数
1990	▲456	▲45.7	20	509	▲54.8	3	—	—	—	▲377	▲51.2	2
1991	▲903	▲9.3	24	▲1,274	▲9.2	8	—	—	—	513	▲57.3	4
1992	861	17.8	9	316	3.8	2	—	—	—	▲10	▲40.4	1
1993	▲2,438	▲9.9	32	▲2,062	▲8.0	15	672	26.1	3	▲49	▲32.3	1
1994	▲3,384	0.1	68	▲2,270	2.3	32	▲134	23.9	3	—	—	—
1995	8,318	▲5.4	104	1,358	▲3.2	20	▲998	36.5	11	—	—	—
1996	4,003	▲10.8	102	2,998	▲9.6	30	▲1,583	6.1	20	844	▲49.1	1
1997	35,044	▲6.8	96	▲557	▲8.7	15	33,833	12.1	33	1,450	▲31.6	6
1998	29,391	2.9	229	14,573	22.7	31	11,896	8.0	119	3,123	▲18.5	13
1999	2,255	▲16.9	135	1,125	▲24.9	69	291	1.7	39	587	▲33.4	3
2000	▲3,005	▲18.2	283	▲5,349	▲23.8	121	1,253	0.9	71	418	▲29.3	7
2001	5,595	1.0	360	▲352	▲2.7	79	3,907	5.0	151	382	▲0.2	22
2002	12,927	10.1	185	▲240	12.5	45	8,408	9.6	80	98	14.4	10
2003	8,944	8.1	179	740	14.7	34	5,703	4.4	77	45	23.9	6
(合計)	97,153		1,826	9,515		504	63,247		607	7,025		76
(当初設定額累計)	139,917			75,152			30,855			2,101		
内、年4回以上決算							62,779		162			

※1990年以降2003年末までに設定された追加型株式投資信託（ETF：株価指数連動型上場投資信託を除く）のうち、2004年2月末時点で運用中であった1826本が集計対象（2004年2月末までに償還されたものは含まない）。

※設定月の資金流入額は含まない（設定翌月以降の累計）。プラスは流入、▲はマイナスで流出。

※日本株投信は、このうち、投資信託協会の分類で、国内株式一般型、国内店頭株型、国内中小型株型に分類されているもの。バランス型は、同バランス型に分類されているもの。

指数連動型は、同TOPIX連動型、同日経225連動型に分類されているもの。

※設定来騰落率平均（％）は、各投信の設定月末から2004年2月末までの騰落率について、設定年毎に本数で単純平均したもの。基準価額の騰落率は課税前分配金を再投資したとして計算。▲はマイナス。

※当初設定額累計（億円）は、設定月末時点の純資産残高の合計。

図表2 1990年以降2003年末までに設定された追加型株式投信の

全追加型株式投信				日本株投信			
	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数		年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	2,748	0.1	44	1991	739	▲0.5	11
1992	2,922	▲16.7	53	1992	237	▲22.2	13
1993	1,402	10.0	85	1993	▲907	9.0	28
1994	498	1.1	153	1994	▲2,038	5.3	60
1995	▲3,914	0.2	257	1995	▲1,915	▲3.2	80
1996	3,614	▲2.5	359	1996	▲981	▲8.3	110
1997	2,541	▲13.8	455	1997	▲3,622	▲20.8	125
1998	22,155	▲3.6	684	1998	▲1,136	▲0.7	156
1999	8,772	38.7	819	1999	24,789	111.2	225
2000	5,900	▲13.3	1,102	2000	9,513	▲30.3	346
2001	10,975	▲9.7	1,462	2001	▲2,198	▲18.2	425
2002	15,884	▲12.7	1,647	2002	▲6,072	▲18.4	470
2003	18,489	17.3	1,826	2003	▲6,312	30.0	504
(合計)	91,985			(合計)	10,097		

全追加型株式投信 (前年以降に設定された投信のみ)				日本株投信 (前年以降に設定された投信のみ)			
	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数		年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	2,748	0.1	44	1991	739	▲0.5	11
1992	2,285	▲13.9	33	1992	▲394	▲22.1	10
1993	1,543	27.1	41	1993	▲135	8.9	17
1994	▲1,171	▲0.7	100	1994	▲1,311	5.9	47
1995	352	▲0.1	172	1995	▲1,005	▲3.1	52
1996	8,144	▲2.4	206	1996	73	▲7.3	50
1997	5,060	▲12.1	198	1997	▲1,342	▲17.1	45
1998	21,200	▲4.2	325	1998	▲62	▲4.8	46
1999	9,958	18.3	364	1999	14,294	103.6	100
2000	3,882	▲20.8	418	2000	3,658	▲33.4	190
2001	1,690	▲12.5	643	2001	▲2,644	▲18.3	200
2002	8,972	▲10.6	545	2002	▲221	▲17.7	124
2003	11,924	11.6	364	2003	▲64	21.3	79
(合計)	76,586			(合計)	11,587		

全追加型株式投信 (前年以前に設定された投信のみ)				日本株投信 (前年以前に設定された投信のみ)			
	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数		年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	—	—	—	1991	—	—	—
1992	637	▲20.0	20	1992	631	▲22.6	3
1993	▲141	6.5	44	1993	▲771	9.1	11
1994	1,668	2.2	53	1994	▲727	4.6	13
1995	▲4,266	0.6	85	1995	▲910	▲3.4	28
1996	▲4,530	▲2.6	153	1996	▲1,054	▲8.7	60
1997	▲2,519	▲14.4	257	1997	▲2,280	▲22.2	80
1998	954	▲3.4	359	1998	▲1,075	▲0.1	110
1999	▲1,186	48.9	455	1999	10,495	113.0	125
2000	2,018	▲11.9	684	2000	5,855	▲28.9	156
2001	9,286	▲8.8	819	2001	446	▲18.2	225
2002	6,912	▲13.4	1,102	2002	▲5,852	▲18.6	346
2003	6,566	18.0	1,462	2003	▲6,249	31.0	425
(合計)	15,399			(合計)	▲1,490		

※対象は：2004年2月末時点で運用されていた追加型株式投資信託（ETF：株価指数連動型上場投資信託を除く）のうち、1990
 ※資金流入額（億円）は1年間内での合計。設定月の資金流入額は含まない（設定翌月以降の累計）。プラスは流入。▲はマ
 ※各年について、前年以降は前年を含み、前年以前は前年を含まない（例：1991年の場合、前年以降は1990年を含み、前年以前
 ※年間騰落率平均（％）は、1年間の騰落率を本数で単純平均したもの。該当年に設定されたものは含まない。基準価額の騰落
 ※日本株投信は、このうち、投資信託協会の分類で、国内株式一般型、国内店頭株型、国内中小型株型に分類されているもの。

バランス型は、同バランス型に分類されているもの。

指数連動型は、同TOPIX連動型、同日経225連動型に分類されているもの。

年間資金流出入額と年間騰落率の平均、1991年～2003年の各年毎

バランス型

	年間資金流出入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	—	—	—
1992	—	—	—
1993	55	—	3
1994	▲233	▲3.7	6
1995	162	5.2	17
1996	821	0.8	37
1997	4,434	1.2	70
1998	18,992	▲2.8	189
1999	▲8,524	▲1.3	228
2000	▲4,790	2.8	299
2001	7,210	2.9	450
2002	19,098	▲1.4	530
2003	22,381	4.4	607
(合計)	59,605		

指数連動型

	年間資金流出入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	1,287	▲0.1	6
1992	733	▲23.8	7
1993	35	3.4	8
1994	▲464	9.1	8
1995	▲193	0.9	8
1996	▲248	▲5.3	9
1997	767	▲19.2	15
1998	608	▲9.4	28
1999	▲38	43.3	31
2000	887	▲26.7	38
2001	2,358	▲22.0	60
2002	1,652	▲18.2	70
2003	▲407	24.4	76
(合計)	6,976		

バランス型（前年以降に設定された投信のみ）

	年間資金流出入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	—	—	—
1992	—	—	—
1993	55	—	3
1994	▲233	▲3.7	6
1995	128	4.7	14
1996	283	3.0	31
1997	3,907	▲0.3	53
1998	18,978	▲3.1	152
1999	▲4,881	▲4.3	158
2000	▲390	▲1.3	110
2001	2,695	▲0.8	222
2002	7,201	▲2.0	231
2003	7,879	3.8	157
(合計)	35,623		

指数連動型（前年以降に設定された投信のみ）

	年間資金流出入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	1,287	▲0.1	6
1992	670	▲25.2	5
1993	▲34	1.1	2
1994	▲11	5.9	1
1995	—	—	—
1996	38	—	1
1997	546	▲21.2	7
1998	845	▲9.4	19
1999	608	43.0	16
2000	212	▲27.7	10
2001	549	▲21.0	29
2002	212	▲18.0	32
2003	110	24.5	16
(合計)	5,031		

バランス型（前年以前に設定された投信のみ）

	年間資金流出入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	—	—	—
1992	—	—	—
1993	—	—	—
1994	—	—	—
1995	34	5.8	3
1996	538	▲3.1	6
1997	527	2.9	17
1998	14	▲2.6	37
1999	▲3,643	3.8	70
2000	▲4,400	3.6	189
2001	4,515	4.0	228
2002	11,896	▲1.1	299
2003	14,503	4.5	450
(合計)	23,982		

指数連動型（前年以前に設定された投信のみ）

	年間資金流出入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	—	—	—
1992	63	▲21.0	2
1993	69	3.7	6
1994	▲453	9.6	7
1995	▲193	0.9	8
1996	▲286	▲5.3	8
1997	221	▲19.0	8
1998	▲238	▲9.3	9
1999	▲646	43.6	15
2000	675	▲26.6	28
2001	1,809	▲22.2	31
2002	1,440	▲18.3	38
2003	▲517	24.3	60
(合計)	1,945		

年以降、2003年末以前に設定された1826本（2004年2月末までに償還されたものは含まない）。

イナスで流出。

は1990年を含まない）。

率は課税前分配金を再投資したとして計算。▲はマイナス。

図表3 1990年以前 (1990年を含まない) に設定された追加型株式投

全追加型株式投信 (1990年以前に設定された投信のみ)

	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	3,624	▲0.5	188
1992	4,332	▲17.5	188
1993	▲1,029	4.7	188
1994	▲2,538	6.7	188
1995	▲6,200	0.0	188
1996	▲6,827	▲4.5	188
1997	▲2,623	▲17.5	188
1998	▲2,540	▲3.2	188
1999	▲6,457	36.7	188
2000	402	▲10.5	188
2001	1,736	▲15.8	188
2002	▲64	▲14.3	188
2003	▲1,032	22.6	188
(合計)	▲19,217		

日本株投信 (1990年以前に設定された投信のみ)

	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	▲1,696	▲1.1	19
1992	▲437	▲19.5	19
1993	▲876	5.8	19
1994	▲1,114	7.9	19
1995	▲904	▲0.1	19
1996	▲1,057	▲6.3	19
1997	▲527	▲22.0	19
1998	▲452	▲3.6	19
1999	▲834	55.7	19
2000	▲160	▲14.1	19
2001	135	▲17.8	19
2002	▲160	▲18.2	19
2003	▲102	30.5	19
(合計)	▲8,183		

※対象は上記について、2004年2月末時点で運用中で設定日が1990年以前のもの188本のみ

なぜ、日本株投信は設定から時間が経過すると解約されやすい傾向にあるのであろうか。バランス型への流入額との違いから、その要因としてまず想定されるのは、価格変動リスクの相対的な高さであろう。投資家全体としては元本割れに対する抵抗感が強いとされる。収益がでていようが、損失を抱えているかに関わりなく、相対的にリスク度の高い日本株投信を長期で保有することに対する全般的な抵抗感が現われているとみなすことができるのではないか。こうした中、リスクをとって日本株投信に長期で投資すると決めた投資家は、日々の価格変動のわかりやすさから、どちらかといえば指数連動型投信を選択するケースが多い可能性もある。集計対象の個々の投信の運用成績をみると、ITバブル期以前に設定されながらも、基準価額が元本の3倍近くに達する中小型株投信もある(2004年2月末時点)が、表の平均騰落率をみてもわかるように日本株投信全般でみると、この10年をみる限り、日本株投信への長期間の投資が短期投資に比べ報われる可能性が大きいとは言えそうにない。このような状況では、投資家が必要以上のリスクを回避するの

は、合理的な投資家行動であるともみなせる。

また、毎月分配型投信の問題点として分配金の課税による投資の非効率性が指摘されるものの、これらのタイプの投信への資金流入傾向が際立つ理由として、リスク度の観点からは、次のような解釈も可能であろう。すなわち、投信を購入する余裕資金を多く保有する投資家は高齢者層に偏在しているとされる。こうした高年齢層の投資家はハイリスク・ハイリターンでの資金運用の必要性が低下し、総じてリスク許容度も低くなる。このタイプの投信は元本割れリスクはあるものの、日本株投信全般に比べ相対的にリスク度が低く、さらに定期的なキャッシュでの分配実感をつかめるという点で、投資家ニーズにマッチしたという見方である。

このような状況で、投資家の年齢層や生活環境によるリスク許容度の違いを包含しながら、長期投資を実践する投資家を増やしていくために、何か方策は考えられるであろうか。

上の見方(投資家全体のリスク許容度が全般に低い状況下では、リスク度の高い投信は長期に保有されにくい)が成立するとすると、一つの投信を長期で保有することのみを是とするよ

信の年間資金流入額と年間騰落率の平均、1991年～2003年の各年毎

バランス型（1990年以前に設定された投信のみ）

	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	▲67	0.5	2
1992	▲52	▲10.9	2
1993	▲41	6.3	2
1994	▲50	4.2	2
1995	▲27	4.9	2
1996	▲67	▲2.8	2
1997	▲21	▲9.6	2
1998	▲30	▲1.7	2
1999	▲36	13.5	2
2000	▲73	▲4.2	2
2001	▲4	▲2.9	2
2002	▲14	▲3.3	2
2003	▲14	9.5	2
(合計)	▲495		

指数連動型（1990年以前に設定された投信のみ）

	年間資金流入額(億円)	年間騰落率平均(%)	集計本数
1991	1,727	▲2.4	25
1992	4,776	▲24.2	25
1993	338	4.3	25
1994	▲212	10.4	25
1995	▲3,754	0.7	25
1996	▲3,770	▲4.5	25
1997	▲559	▲20.6	25
1998	▲1,323	▲8.5	25
1999	▲4,067	42.3	25
2000	713	▲25.8	25
2001	1,866	▲22.1	25
2002	501	▲18.3	25
2003	▲695	24.4	25
(合計)	▲4,460		

りは、むしろ、異なる商品性格・リスク度の投信を投資家自身の判断でいつでも選択できるような自由度の高い仕組みを提供することが、結果的に、投信に長期で投資する層の拡大につながるのではなかろうか。変額年金保険での投信の選択では既に実現されている仕組みであり、また、一部のセレクト型の投信で類似の仕組みは既にあるものの、一般の投信にも本格的に広げられないものであろうか。

例えば、日本株投信で目標を超える3割の収益が1年間で獲得できたので、当分はリスク度の小さいバランス型にスイッチ（変更）してみる、バランス型を選んでみたものの、より上昇が期待できそうな日本株投信にスイッチしてみる——などの切り替えが自由にできれば、投資家の選択の自由度が増す。日本株投信に6割、バランス型に4割など、組み合わせやスイッチの比率も自由に換えられ、変更時の手数料も無料であれば、より利便性が高いものとなる。変更時の手数料は、スイッチされる投信の運用成績に応じて決まるといった仕組み（例えば、元本割れ投信からのスイッチについては無手数料とする）も合理的かもしれない。いわば、投

資家自分でファンド・オブ・ファンズを設計するようなイメージとなる。これは、既に出来上がった1本のファンド・オブ・ファンズのみへの投資を継続したり、単純に投信を解約し乗り換えるのとは異なり、投資資金の配分と投信の組み合わせを自由に決め、いつでも換えられるという仕組みとなる。

もちろん、スイッチしたからといって、そうせずに1本の投信を長く保有したことよりも投資成果が増すかどうかはわからない。また、投信の選択やスイッチのタイミングなど、投資家自信の判断に余計な負担がかかることを嫌う投資家も少なくないであろう、運用会社にとって、このような方式では資金の流入が頻繁となり、運用資金が安定しないといったデメリットもある。

ただ、投資家が異なる性格（商品性）の投信を選択できる自由度を広げることは、積極的にリスクをとったり、逆に抑えたりするタイミングなどを自ら能動的に判断し、自分の選択結果を自己評価しながら投資を継続していく層を広げ、結果的に投信による長期投資の拡大に寄与するのではないと思われる。

(注) 毎月の資金流入額は、次の式で推計計算した。

- 毎月の資金流入額 = 月末純資産残高 -
(1 + 月間騰落率) × 前月末純資産残高
- 月間騰落率 = (月末基準価額 - 前月末基

準価額) ÷ 前月末基準価額

(この騰落率では、分配金は考慮しない)

データの出所:

QUICK 投信分析評価サービス

(QBR 投資情報事業部主席研究員)