

世界のファンド投資家の日本株および中国株投資は 2018年1月に10年以上ぶりの大きな純流入！

2年以上前と同様、米国発世界同時株安の中でも冷静な判断をしていきたい。

三菱 UFJ 国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 世界同時株高で始まった2018年だが、2月は一転して世界同時株安となった。米国の金利上昇や金融引き締めによる米国発株安とされるが、既に予想されてきた米国株安はともかく、その「犠牲」となった日本株および中国株が気になる。共に世界のファンド投資家の投信リターンが去年、米国よりもかなり好かった国であり反動も気になる。
- 世界の日本株5%超ファンドの日本株投資純資産は125兆円あり、その純設定は1月に2.3兆円の純流入と10年以上ぶりの大きな純流入、15ヵ月連続純流入で加速中だ。日本籍の日本株5%超ファンドは日本株ファンドばかりだが、日銀による日本株ETFの買い入れが支える構図となっている。米国籍の日本株5%超ファンドはグローバル投資（海外株ファンドやEAFE株ファンド）の日本株買いが支える構図である。2月7日までの1週間の米投信純設定も含め日本株には大きな懸念は不要と言えそうだ。
- 世界の中国株5%超ファンドの中国株投資純資産は55.7兆円あり、その純設定は1月に1.3兆円の純流入と10年以上ぶりの大きな純流入、13ヵ月連続純流入で加速中だ。香港籍の中国株5%超ファンドは中国株ファンドが多く、純流出である。それを米国籍の中国株5%超ファンドに多いグローバル投資（海外株ファンドやエマージング株ファンド）の中国株買いが支える構図である。2月7日までの1週間の米投信純設定も含め中国株にも大きな懸念は不要と言えそうだ。中国はフィンテックで大きく拡大している国で投資魅力は高く、さらに、世界3位の家計（金融）資産を持つ国でもあり、日本ほどではないだろうが、中国の投資家も中国株に投資する。
- 前回の世界株安局面は、2015年6月24日から2016年2月12日までで、その際も今回と同様の「世界のファンド投資家の日本株投資動向分析」をしており、結論として「米国の投信で伸びているグローバル投資による日本株投資が、ヘッジファンド等による日本株ETF売りを緩和してくれることが期待できる」とした。今回も同様で、さらに、中国株についても言える。引き続き、日本株と同様、中国株でも（インド株でも、もちろん米国株でも）、長期のトレンド、大きな（世界の）流れをより正確に掴むべく、とにかく投資家は、できる限りデータを広く深く見て、冷静な判断をしていきたい。

世界同時株高で始まった2018年だが、 2月は一転して世界同時株安

世界同時株高で始まった2018年だが、2月は一転して世界同時株安となった（図表①参照）。「米国発株安、世界に連鎖 東証急落一時1600円安 18年ぶり、金利上昇警戒 アジア株も」（2月6日付日本・Kyodo News）、「米国市場の大幅安はここ数年にわたった急騰の修正であり、米FRB/連邦準備制度理事会による金融引き締め強化予想が高まったことがきっかけとなった。中国市場が世界市場のセンチメントの犠牲となったのは明らかだ」（2月6日付中国・国営新華社通信）などと言われる。ただ、米国の金利上昇や金融引き締めは既に年初から「米経済が既に好調な状況で、減税が成長をさらに押し上げる。失業率は今後も下がり続け、賃金も上昇、健全な世界経済に支援される形でイ

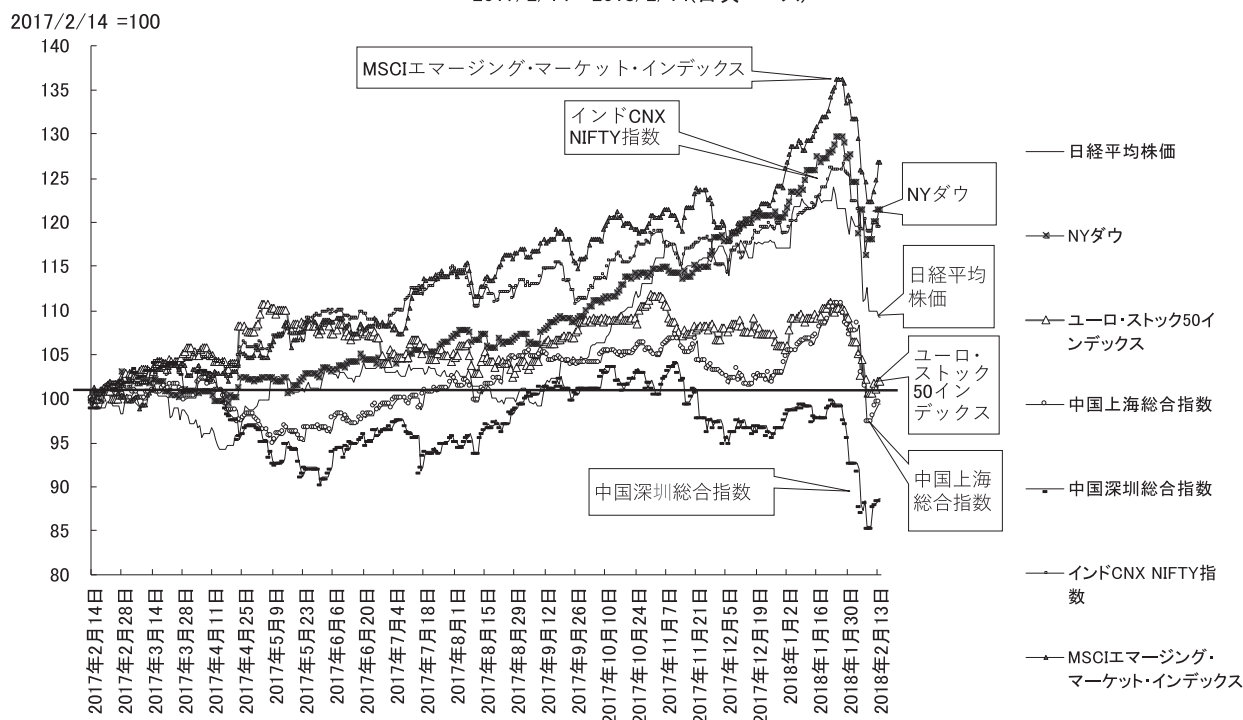
ンフレ率も上向き始める」（1月2日付WSJ）などと言われていた通りで、予想されていたことである。それがとうとう米株を大幅調整させて、日本株や中国株などアジア株がそれに引き摺られた。

既に予想された米国株安はともかく、その「犠牲」となった日本株および中国株が気になる所である。共に世界のファンド投資家の獲得した投信リターンが去年2017年において米国よりもかなり好かった国で（後述※1参照）、反動が気になる。ただ、このような時こそ求められるのが、冷静な判断である。前回の株安局面（2年以上前）において、月刊「投資信託事情」2015年9月号＜Strategic Vistas＞で行った世界のファンド投資家の日本株投資動向と同様に今回も分析する。さらに今回は世界のファンド投資家の中国株投資動向も加える。



図表① 世界の主要株価指数(現地通貨換算、1年前=100)

2017/2/14~2018/2/14(日次ベース)



(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

世界のファンド投資家の日本株投資は 2018年1月に10年以上ぶりの大きな純流入!

純資産の5%超を日本株に投資するファンド(日本株5%超ファンド)は2018年1月末現在世界に2万3636本あって、その純資産は約532兆円、そのうち日本株投資純資産は約125兆円となる(1万本で約124兆円～後述※3参照)。日本株投資純設定(1万本)は2018年1月に約2兆3432億円の純流入と10年以上ぶりの大きな純流入で、15ヵ月連続純流入で加速中だ(←2017年12月+9066億円←2017年11月+1兆1995億円←2017年10月+2697億円～図表②参照)。

純資産でも純設定でも米国籍と日本籍が競うような形だ。ただ違うのは純設定で、米国籍に比べて日本籍は時々大きな純流出が起きている。これについては日本籍だけで見るとわかりやすい(図表③参照)。これは日本のみの投資(日本株ファンド)には、個人の逆張り売り、地銀等の益出し、そしてETFの販売会社/指定参加者である証券会社の裁定取引等で流出することが多々あり、現状、日本籍の日本株投資は日本株ファンドばかりであるために目立つ。

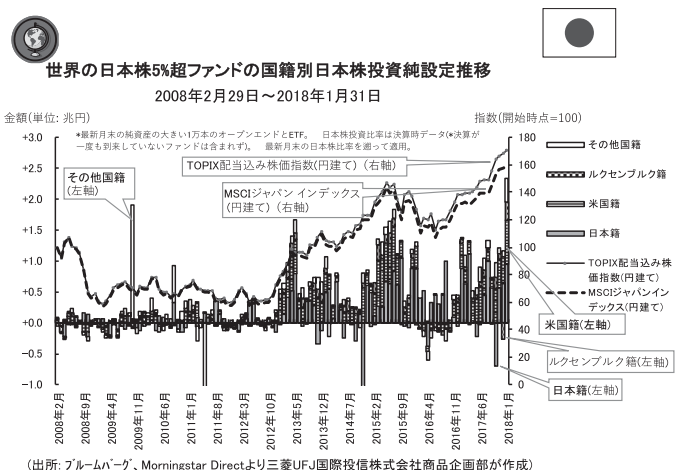
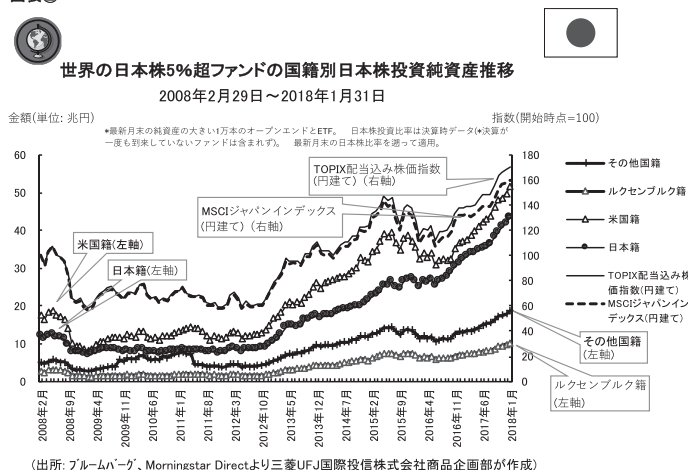
ただ、2010年12月15日から日本銀行(以下、日銀)による日本株ETFの買い入れ(設定)が増えているため、目立ちにく

くなってはいる。だが、日銀の買い入れが無ければ純流出となっていた月もかなりある。ちなみに、日銀は日本株ETF買い入れを2014年10月31日に年約3兆円ペース、2015年12月18日に年約3兆3000億円ペース、2016年7月29日に年約6兆円ペースにしている。そして、2017年12月末で日本籍ETFの純資産の76.5%を占めている。

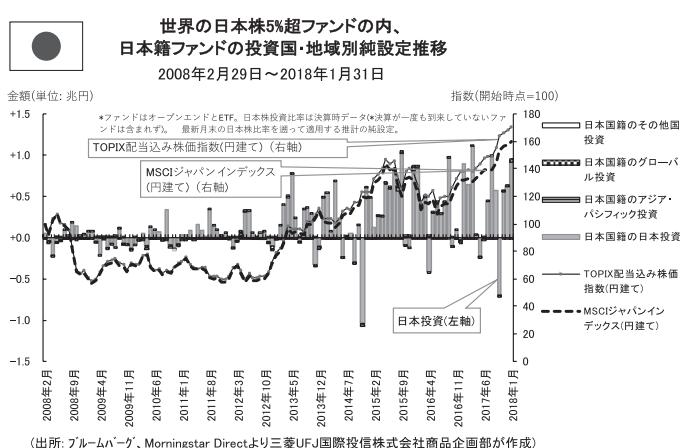
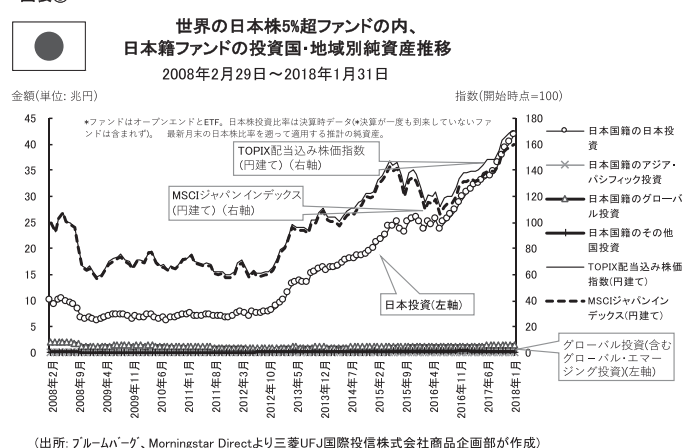
米国籍を見ると、日本籍より堅調な純流入となっている(図表④参照)。ただし、よく見れば、2013年以降は全体を牽引していた日本投資(日本株ファンド)が2016年以降純流出気味となっており、2017年は純流出の時もある。これは先の日本籍と似た現象である。しかし、日本籍との大きな違いがある。米国籍では、日本株ファンド純流出の日本株売りを、グローバル投資(海外株ファンドやEAFE株ファンド)の日本株買いがカバーしているのである。

世界最大級の投信評価機関である米国モーニングスターのMorningstar Direct(日本ではイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが提供・管理)で2018年2月9日に入手した2018年2月7日までの1週間の米投信純設定を見ると、-233億ドル/約2.5兆円と2014年12月17日週以来3年以上ぶりの大きな純流出だった(米投信…ETFを含むがMMFを含まない)。だが、これはS&P500連動型ETFなど米国大型

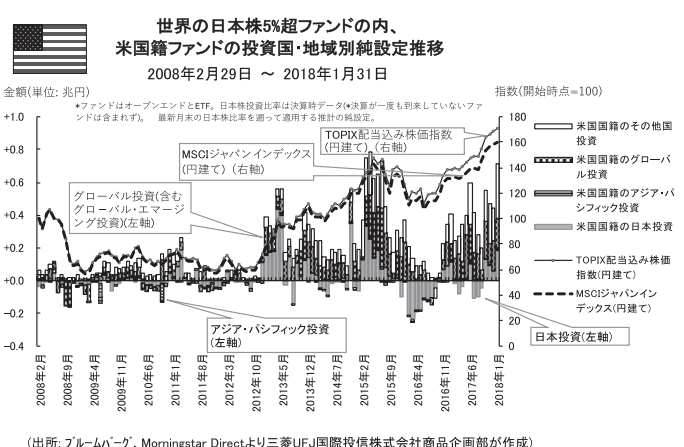
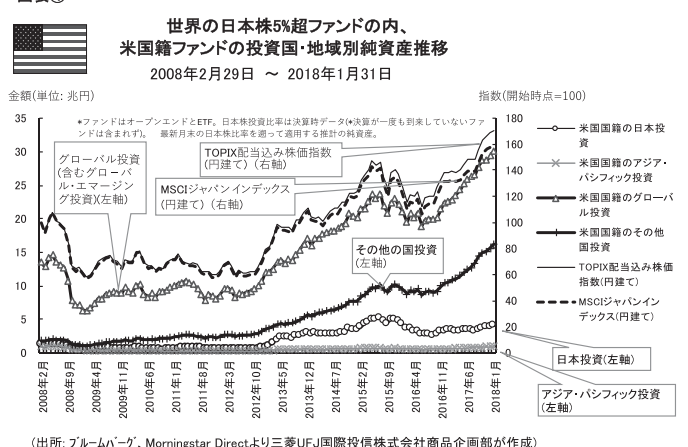
図表②



図表③



図表④



株ファンドが-256億ドル/約2.8兆円的大幅純流出となったことが大きい。外国大型株ファンドは+27億ドル/約0.3兆円の純流入(2016年10月12日以来連続純流入)、エマージング株ファンドは+2.4億ドル/約263兆円の純流入(8週連続純流入)、日本株ファンドは+1.3億ドル/約146億円の純流入(9週連続純流入)となっている。中国株ファンドについては-0.2億ドル/約23億円の純流出であるものの、その前の週の

2018年1月31日までの1週間は+7億ドル/約768億円の純流入と2014年8月27日以来の大きな純流入(8週連続純流入)だったのである。米国発世界同時株安だが、日本株には大きな懸念が不要と言えそうである。

日本籍では、日銀の買い入れも含め日本株ファンドばかりで、グローバル投資(海外株ファンドやEAFE株ファンド)が

ほとんど見られなかったが、それと大きな違いである。しかし、日本もいつもそうだったのではなく、かつて小泉政権(2001年4月26日～2006年9月26日)の時はそうでもなかった。したがって、今後、日本籍でも米国籍と同様、長期グローバル投資による日本株投資が増えることが期待される。日本株ファンドのリスクを取ることが難しい投資家も、グローバル投資(海外株ファンドやEAFE株ファンド)で分散投資をすれば長期投資が可能で安定した投資になろう。なお、日本株と言っても、日本中小型株は少し様相が異なることは注意しておきたい(後述※2参照)。

以上が日本株投資についてである。前回の株安局面は、2015年6月24日から2016年2月12日まで日経平均株価が3割弱下落した局面であるが(*今回は2018年2月13日現在-12%前後)、その当時は、ヘッジファンド等による日本株ETF売りなどを理由にした「海外投資家の売り主導」と言われていた。然るに、その際にも今回と同様、「世界のファンド投資家の日本株投資動向分析」をして、結論として「米国の投信で伸びているグローバル投資による日本株投資が、ヘッジファンド等による日本株ETF売りを緩和してくれることが期待できる」とした。詳しくは、月刊「投資信託事情」2015年9月号<Strategic Vistas>「『日本企業の最大の株主』の海外投資家が日本株を3500億円売った!?」しかし世界の投信の日本株投資が+1兆5000億円の投資!～世界のファンド投資家の日本株投資動向～」を参照のこと。この際、その後、株高になったのは言うまでもない。2年以上前と同様、引き続き、長期のトレンド、大きな(世界の)流れをより正確に掴むべく、とにかく投資家は、できる限りデータを広く深く見て、冷静な判断をしていきたいものである。

世界のファンド投資家の中国株投資も 2018年1月に10年以上ぶりの大きな純流入!!

世界の中国株5%超ファンドは2018年1月末現在2万1579本あって、その純資産は約287兆円、そのうち中国株投資純資産は約55.7兆円となる(1万本で約55.6兆円～後述※3参照)。中国株投資純設定(1万本)は2018年1月に約1兆2681億円の純流入と日本株投資同様、10年以上ぶりの大きな純流入で、13ヵ月連続純流入で加速中である(←2017年12月+2905億円←2017年11月+5067億円←2017年10月+3385億円～図表⑤参照)。純資産でも純設定でも米国籍が大きく、次いでその他国籍と欧州ルクセンブルク籍が続く、香港籍は僅かである。香港籍は純流出傾向にあるが、僅か

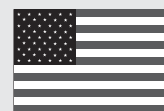
であるため、全体的に見れば中国株投資はかなり堅調となっている。

香港籍に多い中国株ファンド純流出による中国株売りを、米国籍に多いグローバル投資(海外株ファンドやエマージング株ファンド)の中国株買いがカバーしている(図表⑥参照)。

先述通り、Morningstar Direct で入手した2018年2月7日までの1週間の米投信純設定では、エマージング株ファンドは+2.4億ドル/約263兆円の純流入(8週連続純流入)で、中国株ファンドは-0.2億ドル/約23億円の純流出だがその前の2018年1月31日までの1週間に+7億ドル/約768億円で2014年8月27日以来の大きな純流入だった(8週連続純流入)だった。中国株にも大きな懸念は不要と言えそうである。

中国株については、2018年2月6日付 WSJ に「米国のインフレが心配? それならアジア株が魅力的」という見出しで次の通り記載されていた。

「世界の株式市場がパニックに陥っているのは、米国の賃金上昇が原因だ。これは論理的と言えるだろうか。賃金の上昇でインフレが加速し、米FRB/連邦準備制度理事会が一段と積極的になれば当然、バブルの様相が強いハイテク株をはじめ、米国株の多くにとって悪材料となる。だがアジアの輸出関連株は、米国の賃金上昇が大きな好材料となる資産クラスとして特筆されるべきだ。…(略)…。中国では銀行や素材など、上海上場の『オールドエコノミー』銘柄がもてはやされるようになり、消費やテクノロジー関連の銘柄が多い深圳市場の流動性が吸い上げられた。…(略)…。深圳上場企業の営業利益率は2016年半ばの7.7%からおおよそ9%近くに上昇し、10年ぶり高水準に近づいている。この期間に深圳株式相場は足踏みしたため、PERは低下した。現在は予想PERが19倍と、2014年以来の低水準にある。2016年半ばには27倍近くに上っていた」。



セクターの構成比率で見ると、中国上海総合指数は中国工商銀行(中国最大の国有商業銀行)などの金融が32.7%と圧倒的で情報技術が3.5%しか無い一方、中国深圳総合指数は科大訊飛/アイフライテック/Iflytek(音声情報とAIを専門とするフィンテック企業)などの情報技術が19.6%(GICS)と資本財・サービスの19.6%と並んで高く、金融が

4.6%となっている(*このセクターはS&PとMSCIが共同開発した産業分類であるGICSを使用)。冒頭の「世界の主要株価指数(現地通貨換算、1年前=100)」でも、WSJの言う通り、米国株に比べ中国深圳総合指数は特に割安に見える。

中国と言えば、フィンテックで大きく拡大している国であり、今後、「中国は人工知能(AI)分野で米国に早急に追いつきつつある。2030年までに、あるいはもっと早く世界の頂点に立つ可能性がある」(2018年1月29日付ブルームバーグ)とも言われる投資対象として魅力ある国だ。さらに、世界3位の家計(金融)資産を持つ国であり、中国の投信残高が飛躍的に伸びる可能性もある。日本ほどではないだろうが、中国の投資家も中国株に投資する。このような点から見ても、中国株には大きな懸念は不要と言えそうである。

日本株と同様、中国株でも(インド株でも、もちろん米国株

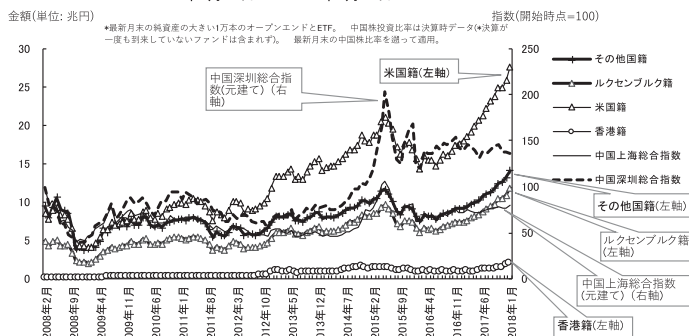
でも)、長期のトレンド、大きな(世界の)流れをより正確に掴むべく、とにかく投資家は、できる限りデータを広く深く見て、冷静な判断をしていきたいものである。

ちなみに、中国のフィンテックについては、月刊「投資信託事情」2018年1月号<Strategic Vistas>「2018年はフィンテックの年!~バンガードのブロックチェーン活用ファンドやビッグデータ活用アクティブETFが始まり、ビットコイン先物ETFが設定され、API活用ロボアドやロボアナ(ロボットアナリスト)が活躍しそう~」を、また、中国の家計(金融)資産と投信残高については、月刊「投資信託事情」2017年10月号<Strategic Vistas>「世界最大のオープンエンドファンド・シェア(除くETF)は中国の投信! 世界最大のMMFも中国籍の投信!! 中国の家計(金融)資産と投信残高から見て今後中国の投信残高が飛躍的に伸びる可能性あり!!!」を参照のこと。

図表⑤

世界の中国株5%超ファンドの国籍別中国投資純資産推移

2008年2月29日 ~ 2018年1月31日

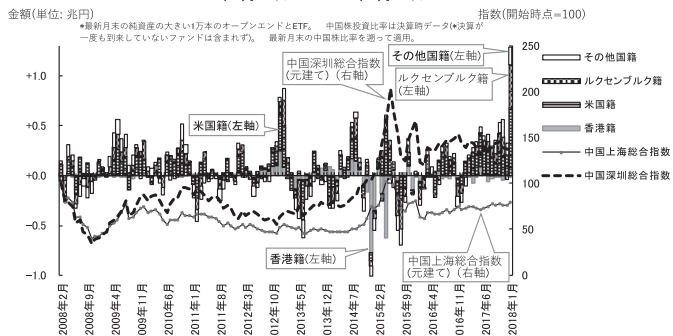


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)



世界の中国株5%超ファンドの国籍別中国投資純設定推移

2008年2月29日 ~ 2018年1月31日

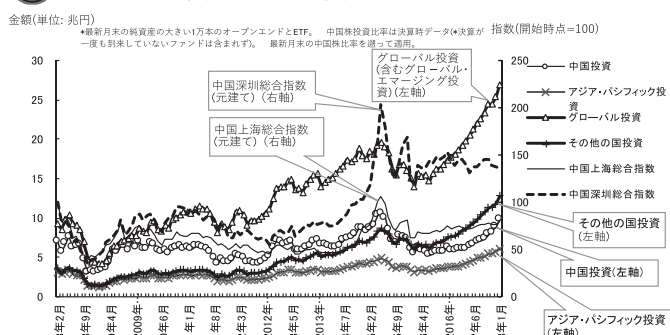


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑥

世界の中国株5%超ファンドの投資国・地域別純資産推移

2008年2月29日 ~ 2018年1月31日

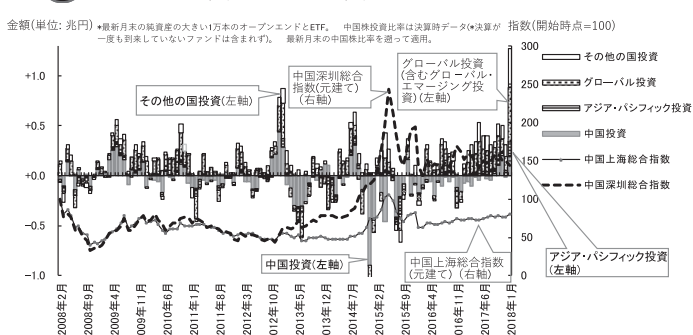


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)



世界の中国株5%超ファンドの投資国・地域別純設定推移

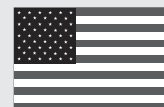
2008年2月29日 ~ 2018年1月31日



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

※1: 世界のファンド投資家の獲得した投信リターン…

世界最大級の投信評価機関であるモーニングスターのMorningstar Direct (日本ではイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが提供・管理)で日本・米国・欧州等/EAAの投信で分類別リターン比較をした。各通貨(円・米ドル・ユーロ)ベースのトータルリターン1年を高い順に並べ、



上位15分類を示し、さらにその下に各国・地域の指数付き推移を示すグラフを作成した(10年前=100)。まず日本だが、1・2位日本中小型、3位インド株、4位中国株。日本中小型(グロース株)の突出が目立つ(図表⑦参照)。

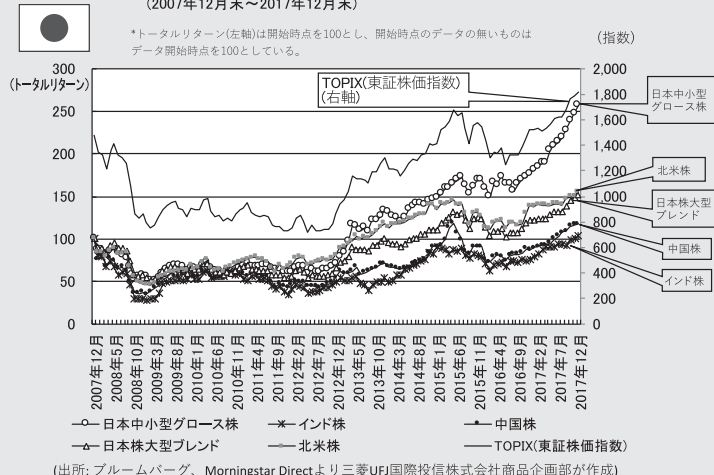
図表⑦ 日本の公募投信の分類別トータルリターン(*)

(1年で高い順に並べて、全69分類中の上位15分類) 2017年12月31日 現在

順位	分類名 (Morningstar Categories) (三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部の和訳)	トータル リターン 1年 (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 3年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 5年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 10年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)
1	日本中小型グロース株	+45.56	+19.67	+28.14	+9.59
2	日本中小型ブレンド株	+40.27	+17.02	+23.97	+8.81
3	インド株	+37.47	+7.78	+16.26	-0.30
4	中国株	+35.86	+8.74	+16.35	+1.21
5	日本中小型バリュー株	+32.78	+18.60	+23.69	+9.39
6	エマージング・アジア株	+26.84	+4.67	+10.77	+3.02
7	日本株大型グロース	+26.51	+11.77	+19.69	+4.23
8	エマージング株-複数国/地域	+26.34	+4.18	+8.40	+0.17
9	アジア/パシフィック株-日本を含む	+25.91	+5.26	+12.16	+3.74
10	日本株大型ブレンド	+24.23	+10.83	+18.24	+3.85
11	欧州株	+22.96	+5.01	+13.47	+1.39
12	グローバル株	+19.23	+3.85	+14.60	+2.73
13	日本株大型バリュー	+18.86	+11.56	+17.35	+4.17
14	グローバル株-日本を除く	+17.61	+5.03	+15.44	+3.40
15	ブラジル株	+16.32	+0.60	-1.68	-5.91
	69分類の単純平均	+10.45	+3.19	+8.37	+3.21

*トータルリターン…((1+トータルリターン/100)^((1/年)-1))*100。

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

日本の日本株・インド株・中国株等のファンドのトータルリターン推移
(2007年12月末~2017年12月末)

次に米国である。2017年12月末純資産18兆1390億ドル/約2044兆円(除くMMF、含むETF)の投信超大国は重要である。1位にインド株、2位に中国株、5位に米国テクノ

ロジー株、日本株は13位(*日本中小型株指数連動ETF等があるにもかかわらず投信分類にまだ中小型株分類は無い)。米国テクノロジー株の突出が目立つ(図表⑧参照)。

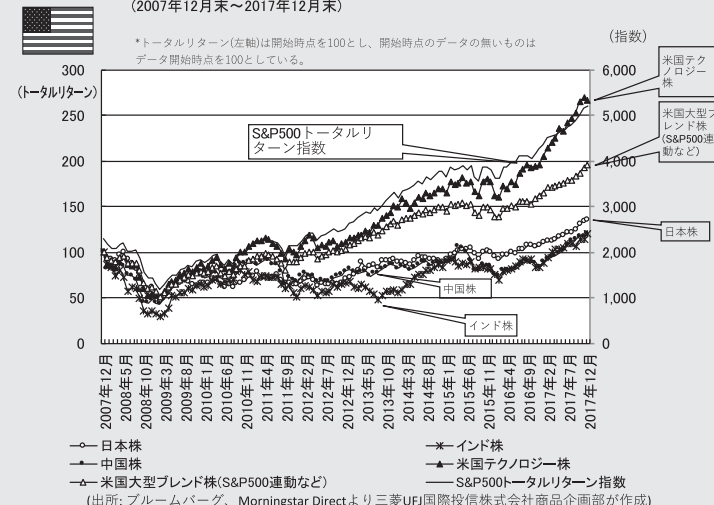
図表⑧ 米国のミューチュアルファンドの分類別トータルリターン(*)

(1年で高い順に並べて、全105分類中の上位15分類) 2017年12月31日 現在

順位	分類名 (Morningstar Categories)	トータル リターン 1年(*) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 3年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 5年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 10年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)
1	インド株	+46.78	+11.85	+11.87	+3.20
2	中国株	+42.40	+11.11	+9.59	+3.14
3	アジアパシフィック株(除く日本)	+37.39	+9.98	+7.50	+4.32
4	外国株中小型株グロース	+36.19	+12.55	+11.33	+5.27
5	米国テクノロジー株	+35.35	+16.70	+19.49	+10.33
6	グローバル・エマージング株	+34.17	+7.95	+4.09	+1.63
7	外国株中小型株ブレンド株	+31.59	+12.15	+10.90	+5.11
8	外国株大型グロース株	+30.87	+9.04	+8.51	+2.75
9	グローバル・アジアパシフィック株	+30.33	+11.10	+9.69	+4.85
10	ラテンアメリカ株	+29.90	+5.49	-3.67	-2.50
11	米国大型グロース株	+27.67	+11.06	+15.29	+8.31
12	外国株中小型株バリュー	+27.52	+10.18	+9.40	+3.06
13	日本株	+25.51	+13.33	+14.24	+5.99
14	世界小型/中型株	+25.44	+10.62	+11.90	+4.76
15	外国大型ブレンド株	+25.12	+7.73	+7.27	+1.79
	105分類の単純平均	+12.76	+4.91	+5.51	+3.79

*トータルリターン…((1+トータルリターン/100)^((1/年)-1))*100。

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

米国の日本株・インド株・中国株等のファンドのトータルリターン推移
(2007年12月末~2017年12月末)

最後に、欧州等/EAA(後述*参照)だ。1位に拡大中国/中華圏株、4位にインド株、6位に日本中小型株、7位にセ

クター株・テクノロジー。セクター株・テクノロジーと日本中小型株の突出が目立つ(図表⑨参照)。

図表⑨ 欧州等/EAA(*)の公募投信の分類別トータルリターン(*)

(1年で高い順に並べて、全322分類中の上位15分類)

2017年12月31日 現在

順位	分類名 (Morningstar Categories) 〈三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部の和訳〉	トータル リターン 1年 (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 3年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 5年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)	トータル リターン 10年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース)
1	拡大中国/中華圏株	+44.55	+10.62	+9.35	+3.53
2	中国株	+43.95	+9.38	+8.72	+1.33
3	香港株	+40.97	+10.60	+8.34	+3.09
4	インド株	+40.91	+10.86	+12.07	+1.81
5	アジア株-日本を除く	+40.12	+9.95	+7.53	+2.67
6	日本中小型株	+37.84	+18.01	+25.07	+8.87
7	セクター株-テクノロジー	+37.17	+14.22	+15.11	+6.80
8	韓国株	+36.73	+9.29	+3.84	+0.26
9	ベトナム株	+35.33	+14.83	+15.64	+2.15
10	グローバル・エマージング株	+35.23	+7.89	+3.72	+0.51
11	BRIC株	+34.94	+10.55	+4.14	-1.19
12	エマージング株-PP/Private Pool	+34.41	+6.90	+3.54	-0.48
13	アジア・パシフィック株-日本を除く	+33.95	+8.97	+6.30	+2.96
14	グローバル・エマージング中小型株	+32.49	+8.29	+6.01	+3.08
15	オーストラリア株	+31.64	+17.16	+8.82	-0.13
	322分類の単純平均	+11.65	+5.28	+5.73	+3.38

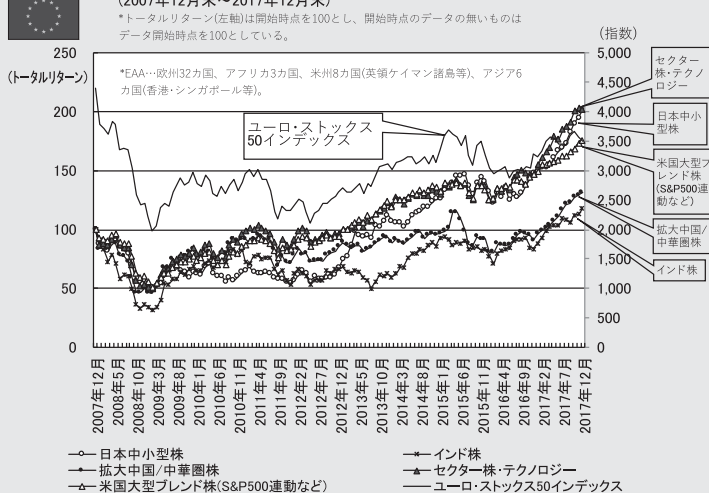
*EAA…欧州32カ国、アフリカ3カ国、米州8カ国(英領ケイマン諸島等)、アジア6カ国(香港・シンガポール等)。

*トータルリターン(左軸)は開始時点のデータを100とし、開始時点のデータの無いものはデータ開始時点を100としている。

欧州等/EAAの日本株・インド株・中国株等のファンドのトータルリターン推移

(2007年12月末～2017年12月末)

*トータルリターン(左軸)は開始時点のデータを100とし、開始時点のデータの無いものはデータ開始時点を100としている。



*EAA…Europe/Asia/Africaの略で、モーニングスターのユニバースの一つ。欧州ファンド・パスポート「UCITS」のファンド登録国(の多く)とモーニングスターがEAAに含める方が良いと考える国から構成される。欧州32カ国(英仏独スイスから英王室属領マン島まで)のほか、アフリカ3カ国(南ア等)や米州8カ国(ケイマン諸島等英王室属領)、アジア6カ国(シンガポール・香港等)や中東(イスラエル)が含まれる(2014年10月現在)。なお、北米(米国、カナダ、メキシコ)、中南米(ブラジル、チリ)、アジア・オセアニア(オーストラ

リア、日本、中国、インド、韓国、ニュージーランド、タイ)については、EAAとは別に各々の国でユニバースが存在し、仮にUCITSのファンド登録国であってもEAAに含まれていない。欧州ファンド・パスポート「UCITS」およびアジア・ファンド・パスポート「ARFP」については月刊「投資信託事情」2016年3月号<Strategic Vistas>「2016年に世界最大になりそうなアジア・太平洋の富裕層資産! アジア地域ファンド・パスポート/ARFPが中長期の日本の投信動向に大きな影響を与える可能性」を参照のこと。

※2: 日本中小型株ファンドと日銀のETF 買い入れ…

世界のファンド投資家の日本株投資動向を見る場合、よくなされるのが、世界の日本株ファンドを合計することである。ただ、それではグローバル株ファンドなどによる日本株投資が含まれないなど問題があることは下記※3の通りである。ここは注意したい。

さらに注意すべきことは、上記※1でも示される通り、中小型株と大型株でかなりリターンが違ふこと、それに関連して純設定が中小型株と大型株でかなり違ふことである。米国籍の投信には日本中小型株ファンド分類等が無いのでよくわからないが、日本籍と欧州籍などには日本中小型株ファンドがあり、それを見ると、大型株とかなり違い、中小型株ファンドの純設定がかなり堅調で、過熱感さえある。

加えて注意すべきことは、日本株ファンドやグローバル株には日本中小型株投資を増やしているファンドがあり、中には組入の半分以上が中小型株という人気ファンドがある

ことだ。このようなファンドへの人気、つまり純設定が加速すると、中小型株投資は加速することとなる。



日本中小型株投資の過熱感には、日銀も関係する。日銀は現在、年6兆円、月5000億円ペースで日本株ETFを買い入れている。2017年末で日本籍ETFの72.3%にまで膨らんだ。2018年1月23日に日銀総裁は「見直す必要はない」としているのでこれは2018年も続く見込みである。日銀が買い入れるTOPIX連動型ETFは東証一部上場の全銘柄を対象としているので、中小型株も含む。もちろん、日銀は中小型株を直接買い入れることはなく、ETFを買い入れる。しかし、日銀買い入れのように1日700億円超のETFを取引所で買うことは、まず無理である(適正価値では困難ということ)。そのため、日銀はETFの販売会社/指定参加者である証券会社に依頼することとなる。ここで、その証券会社にETF在庫およびETFが対象とする現物株式在庫があれば良いが、それも難しいこと。証券会

社は現物株式(バスケット)を業者間取引で買い集めていき(割安で無い場合などは先物も使って)、それを投信会社に出しETFを設定する。つまり、日銀のETF買い入れは証券会社経由で日本中小型株買いになる。特に中小型株は流動性からして機関投資家等が避けている場合が多く、そこにパッシブかつ機械的な買いが大量にあれば、その中小型株の価格は押し上げられ、リターンは向上、その中小型株だけではなく、中小型株ファンドが人気を集め、日本中小型株ファンドや日本中小型株に投資するファ

ンドの純設定が増える。

日銀のETF買い入れについては、月刊「投資信託事情」2017年6月号<Strategic Vistas>「私募投信(プロ私募)とETFが急増中!日米で市場の環境や金融の規制・制度が大きく変わる中、投信も大きく変化!!～日米投信の投資主体別動向と日米私募投信の最新動向～」,月刊「投資信託事情」2015年1月号<Strategic Vistas>「日銀は今や海外ファンドなどと同じビッグプレイヤー!ETFの半分超を持つ日銀に投信業界も注目!!」を参照のこと。

※3: 世界のファンド投資家の 日本株および中国株投資動向…

世界のファンド投資家の日本株および中国株投資動向を見るという場合、よくなされるのが、世界の日本株ファンドおよび中国株ファンドを合計することである。これがデータも少なく簡単に速報性もある。

しかし、これでは、例えば、2017年末現在で世界最大のグローバル株ファンドである米国籍「バンガード・トータル・インターナショナル・ストック・インデックス・ファンド(*ETFを含むシェアクラスの集合)」の日本株投資が含まれない(世界の投信…ETFを含むがMMFを含まない)。同ファンドは純資産が約37兆円、2017年純設定が約3.7兆円であるが、日本株比率は17.4%なので純資産のうち日本株部分が約6.5兆円、純設定のうち日本株部分が6465億円となる計算だ。これが日本株ファンドには含まれない。なお、日本株ファンドは日本籍「TOPIX 連動型上場投資信託(野村アセットマネジメント)」が日本株比率98.4%であり最大のファンドである。その純資産は約6.8兆円で純設定は約1.9兆円となっている。ただ、これは2017年末現在で日本籍ETF純資産の76.5%にまで膨らんだ日銀のETF買い入れによる所が大きく(*日本株ETFを年約6兆円ペースで買入れ)、日銀以外の保有者はバンガードのファンドよりはるかに小さい規模となるはずだ。

中国株も同様で、世界最大のエマージング株ファンドである米国籍「バンガード・エマージング・マーケッツ・インデックス・ファンド」の中国株投資が含まれない。同ファンドは純資産が約10兆円、2017年純設定が約1兆3099億円であるが、中国株比率は31.0%なので純資産のうち中国株部分が約3.2兆円、純設定のうち中国株部分が4063億



円となる計算だ。これが中国株ファンドには含まれない。なお、中国株ファンドは米国籍「iシェアーズ 中国大型株ETF」が中国株比率99.9%であり最大級のファンドであるものの、その純資産は約4450億円で純設定は196億円と先のバンガードのファンドよりはるかに小さい規模となる。

以上から、日本株ファンドおよび中国株ファンドだけを見て、世界の海外株ファンドやEAFE株ファンド、エマージング株ファンドの日本株投資および中国株投資を見ないと、実態を見誤る場合がある。そこで世界最大級の投信評価機関であるモーニングスターのMorningstar Direct(日本ではイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが提供・管理)を使い推計することとした。日本株および中国株を組み込んだ世界のファンドについて日本株および中国株の投資比率を入手、それを各々のファンドの純資産と純設定に掛け、日本株および中国株投資の純資産と純設定と見なして推計する。

ただ、Morningstar Directではデータの処理に問題無いものの、その後の処理でPCとエクセルに「リソース不足」など問題が出るため、日本株および中国株の比率は5%超、比率は最新決算時のデータのみ、対象ファンド数(米国はシェアクラス数)は1万本とした。世界の日本株5%超の23326本で算出した2017年12月末の純資産が133兆829億円で2017年純設定が10兆9167億円の所、1万本の純資産は119兆7533億円(全2万3326本の約90%)で2017年純設定は10兆9361億円(全2万3326本の約100%)なので、1万本としても問題は少ないと思われる。