【投信調査コラム】日本版ISAの道　その341

情報提供資料
2021年9月13日

ハーバード大やシカゴ大も注目の投信等資金フロー!

米国ではファンドマネジャーが昔から注目、提供会社も多々!!

～日本の投信フローは投信全体でもNISA向けファンドでも グローバル株、米国株、アセットアロケーションが人気～

三菱UFJ国際投信株式会社　商品マーケティング企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

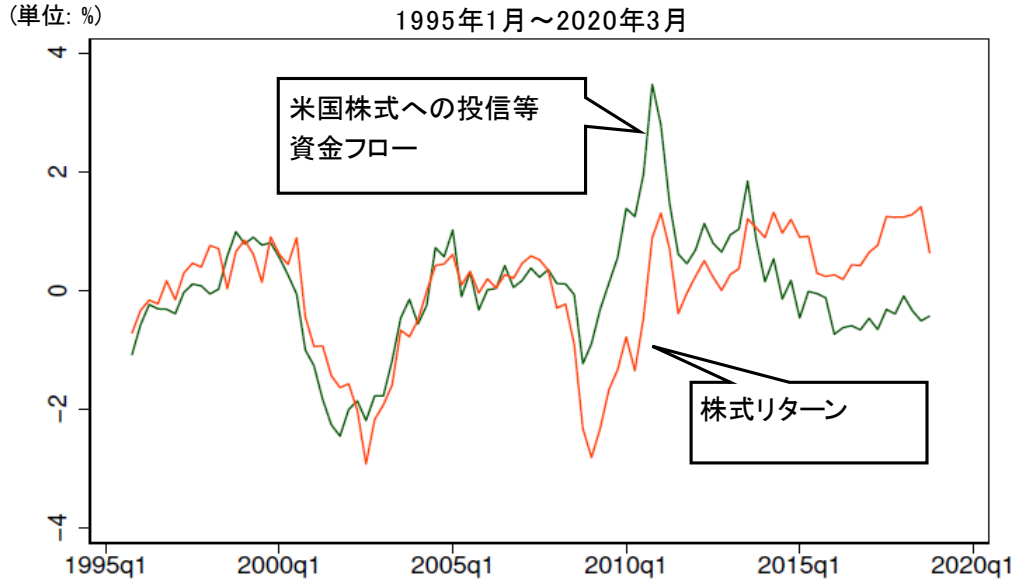
●ハーバード大やシカゴ大、MIT スローン経営大学院も注目する投信等の資金フロー!

2021 年 9 月 2 日付日本経済新聞電子版に「『買うから上がる』米株、新理論に市場注目」という見出しの記事があった(URL は後述[参考ホームページ]①参照)。 下記はその一部である。

「高値警戒感はあっても株式市場へのマネー流入は続く。 この点で、にわかに注目を集める分析がある。 ハーバード大のガベェ教授とシカゴ大のコイジェン教授による論文だ。 8 月に英誌エコノミストが取り上げたことで広く読まれている。 かいつまんで言えば、株式市場にお金が流入すれば株価は上がるという内容だ。 今の株高は需給主導だとみる市場参加者の感覚にフィットしている。…(略)…。ガベェ氏らは資産配分を決めているファンドなどへの新規マネー流入を『フロー』と定義。 こうしたファンドは株価にかかわらず株式を買わざるを得ない。 影響は持続し、1 ドル分のフローで全体の価値は 3～8 ﾄﾞﾙ相当上がるという。」(下線は当コラム筆者)―――。

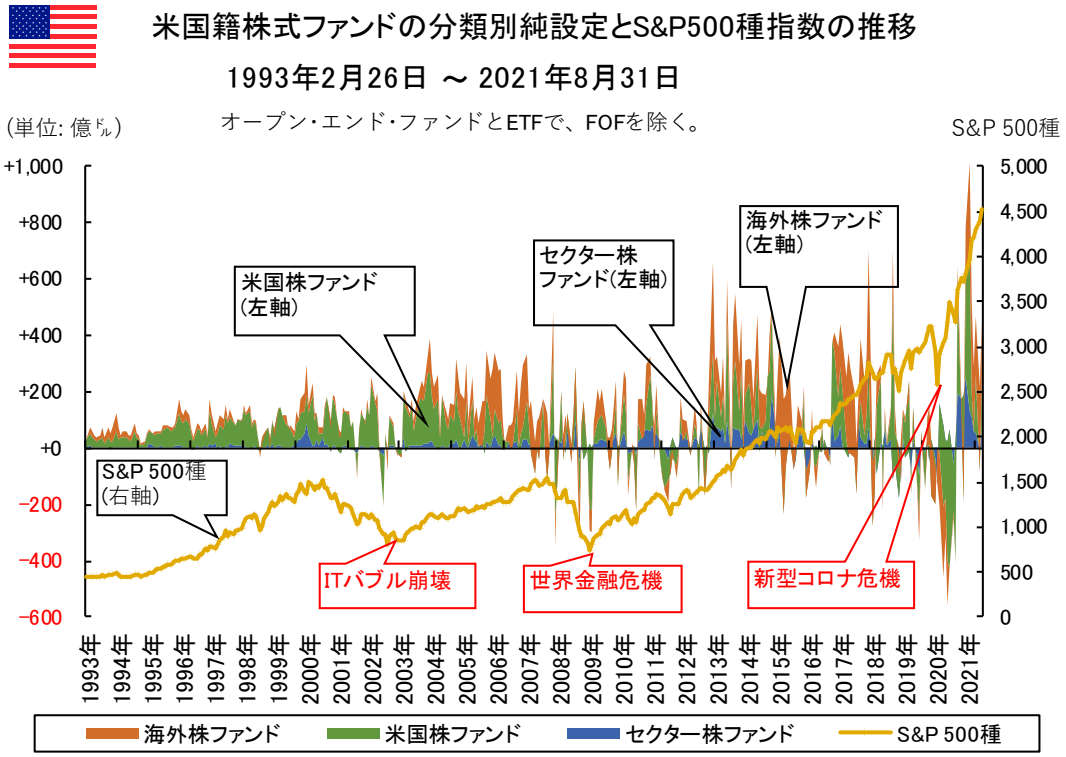
ハーバード大のガベェ/Gabaix 教授とシカゴ大のコイジェン/Koijen 教授の 2021 年 6 月 11 日付論文によると、株式への投信等の資金フローと株式リターンに相関があると言う(論文の URL は後述[参考ホームページ]①参照)。 同論文について 2021 年 8 月 14 日付英誌エコノミスト/The Economist も取り上げている(URL は後述[参考ホームページ]①参照)。 論文には下記の様なグラフがあった。

ハーバード大のガベェ教授とシカゴ大のコイジェン教授の論文にある
米国株式への投信等資金フローと株式リターンの増減率
1995年1月～2020年3月



(出所: 2021年6月11日付Xavier Gabaix&Ralph Koijen「In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis」p.31)

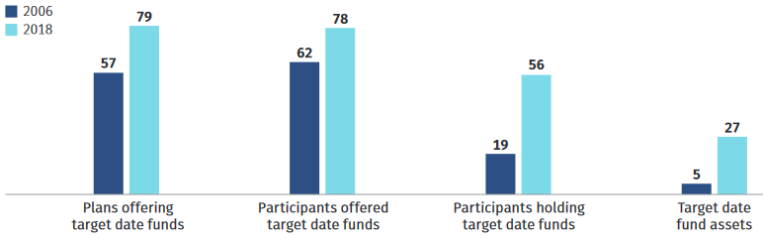
ハーバード大のガベェ教授とシカゴ大のコイジェン教授による論文では、株式への投信等資金フローとして連邦準備制度理事会/FRB 及び米国モーニングスター/Morningstar などからデータを入手して使っている(論文の URL は後述[参考ホームページ]①でその p.27 を参照)。 当コラムでも、モーニングスターから米国籍ミューチュアルファンド･ETF 純設定を入手、最新 2021 年 8 月までのものを下記に作った。 前頁グラフは率で下記グラフは額で、前頁グラフは累積フロー/cumulative inflows で下記グラフは単月投信フローである為、形がかなり違って見えるものの、それなりの加工をすれば似た様なものになる。



(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

ハーバード大のガベェ教授とシカゴ大のコイジェン教授による論文ではターゲット･デート･ファンド/target date funds/TDF 拡大が株式市場をより強くしなやか/elastic にしていると言う(論文の URL は後述[参考ホームページ]①でその p.13 を参照)。 その根拠は MIT スローン経営大学院のパーカー/Parker 教授及びスコア/Schoar 教授、ブランダイス大学のサン/Sun 教授の 2020 年 11 月 2 日付論文である(論文の URL は後述[参考ホームページ]①参照)。 同論文には「個人投資家の間で増えている TDF は株安時に株式の比率(年齢に応じた一定比率)を維持すべく株式を買うと言うリバランスを行う。 TDF のリバランスが逆張り戦略/contrarian strategies が株式リターンに影響を与える。」などと出ている(URL は後述[参考ホームページ]①参照)。

2021 年 9 月 9 日に米国の投資信託協会である ICI/Investment Company Institute は TDF の分析レポートを出しており、そこに「2018 年末に 401k加入者の半数以上(56%)が TDF を保有しており、2006 年の 19%から上昇している。 企業型確定拠出年金 401(k)の資産に占める TDF の比率は 2006 年の 5%から 2018 年末に 27%へ大きく上昇している。 特に 20 代の若年層を中心に保有が拡大しており、株式への配分比率も高まっている。」と言うレポートを書いている(URL は後述[参考ホームページ]①参照)。



米国の家計マネーでは、「退職口座」が大きな存在であり、大衆層では投信に直接投資するより、退職口座を通じて投資した投信の資産の方が大きい(超富裕層では逆転～2021 年 1 月 21 日付日本版 ISA の道 その 325～URL は後述[参考ホームページ]①参照)。

●米国ではファンドマネジャーが投信等資金フローを昔から注目、提供会社も多々!!

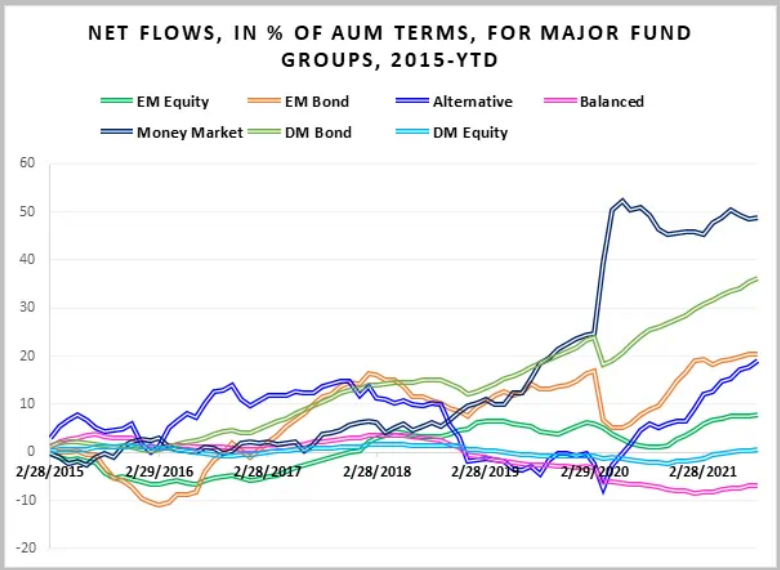
ハーバード大やシカゴ大、MIT スローン経営大学院の教授も注目、英誌エコノミストも取り上げる投信等資金フローについて、**ファンドマネジャーは昔から注目している**。 ハーバード大とシカゴ大の教授達がデータを入手した米国モーニングスター/Morningstar が「**ミューチュアルファンドのキャッシュ・フロー/現金の流出入は有意義な投資サインと見なされてきた。**」と言っている通りである(後述※1 参照)。

※1: 米国ではファンドマネジャーが投信等資金フローを昔から注目、提供会社も多々!!…

2020 年 9 月 17 日に米国モーニングスター/Morningstar のベテラン・アナリストであるジョン・レケンターラー/John Rekenthaler 氏が「ミューチュアルファンドのキャッシュ・フロー/現金の流出入(ミューチュアルファンドへのキャッシュ・フロー/現金の流入及びミューチュアルファンドからのキャッシュ・フロー/現金の流出)は有意義な投資サインと見なされてきた/Cash flows into (or out of) mutual funds have long been regarded as a meaningful investment signal。」(2020 年 9 月 17 日付 Morningstar「The Fund-Flows Indicator Is Behaving Strangely」～ https://www.morningstar.com/articles/1001907/the-fund-flows-indicator-is-behaving-strangely)と言っている。

米国の投信等資金フローと言えば代表的なのが米連邦準備制度理事会/FRB のファイナンシャル・アカウント/Financial Accounts・資金循環統計/Flow of Funds)である(https://www.federalreserve.gov/releases/z1/)。 ただ年次と四半期であり、速報性に著しく欠ける。 そこで速報性の高い投信のフローが使われる。 月次や週次の投信フローが米国の投資信託協会である ICI/Investment Company Institute が公表している。 ただ投信フローを有意義な投資サインと見ているファンドマネジャー等からするとまだ遅い。 ICI は週次について MMF は早いが(2021 年 9 月 8 日までの 1 週間分を 9 月 9 日に発表)、ETF やミューチュアルファンドは遅い(2021 年 9 月 1 日までの 1 週間分を 9 月 7 日や 9 月 8 日に発表～ https://www.ici.org/statistics)。 そこで民間調査会社が ICI より早くデータを発表している。 AMD データサービス/AMD Data services、トリムタブス/Trimtabs Investment Research、モーニングスター/Morningstar、リッパー/Lipper(Thomson Reuters→Refinitiv Lipper)が提供している(https://www.morningstar.com/lp/fund-flows-direct 、 https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/lipper-global-fund-flows-fact-sheet.pdf)。 トリムタブスは現在英国インフォーマ/Informa 傘下となっている(https://financialintelligence.informa.com/ja-jp/products-and-services/data-analysis-and-tools/trimtabs)。

ファンドマネジャーが注目する記事に「米金融大手バンク・オブ・アメリカ(BofA)が 2021 年 9 月 10 日公表した週間調査によると、2021 年 9 月 8 日の週までに新興国債券やハイテク株に資金が流入した。 顧客資産で株式への配分が過去最高水準に達した。 **BofA は EPFR のデータを引用/citing EPFR data**。 株式ファンドへ 127 億ﾄﾞﾙ、債券ファンドに 126 億ﾄﾞﾙが流れ込んだ。 現金ファンドも需要が強く 152 億ﾄﾞﾙの流入と 5 週間ぶりの大きさだった。」(2021 年 9 月 10 日付ロイター/Reuters「ハイテク株、新興国に資金流入 スタグフレーション懸念＝BofA 週間調査/Tech stocks, emerging market debt see inflows on "stagflation" bets」～日本版… https://jp.reuters.com/article/global-markets-flows-bofa-idJPL4N2QC34U 、 国際版… https://www.reuters.com/business/finance/global-markets-flows-bofa-2021-09-10/)などと言うものがある。 この EPFR グローバル/EPFR Global(EPFR…Emerging Portfolio Fund Research)も英国インフォーマ傘下である(https://financialintelligence.informa.com/epfr)。 EPFR は世界各国の従来及びオルタナティブなミューチュアルファンド/conventional and alternative mutual funds 約 83,000 本/残高 26.6 兆ﾄﾞﾙをカバー、世界のファンド・フローとアセットアロケーションのデータ/fund flow and asset allocation data を提供している。 MMF 等のフローを見る iMoneyNet も英国インフォーマ傘下である(https://financialintelligence.informa.com/about/imoneynet-money-fund-averages)。



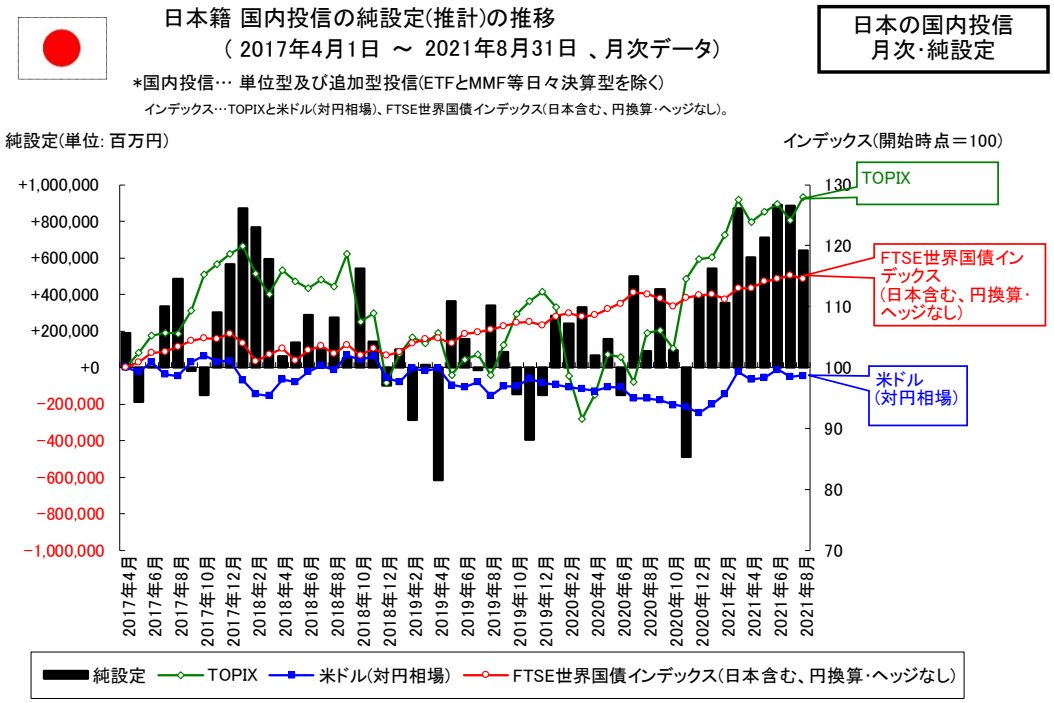
●日本の投信フローは投信全体でもNISA向けファンドでも グローバル株、米国株、アセットアロケーションが人気

米国では投信等資金フローをファンドマネジャーが昔から注目、提供会社も多々存在、そして、今ハーバード大やシカゴ大、MITスローン経営大学院の教授も投信フローを中心に注目している。 投信の規模拡大に伴い、投信が対象とする株式等のリターンに影響を与えるほか、投資家がどの様な資産運用商品を求めているかもわかるとても有用なものだ。

日本でも同様、投信フローは有用なものである。 ETF買入れによる日本株保有者最大になった日銀の動向も投信フローが示している(2018年2月13日付日本版ISAの道 その214～URLは後述[参考ホームページ]②参照)。 そこで下記では日本の投信フローを下記の順で見ていく。 上から順に、投信全体のフロー、NISA向けファンドのフロー、つみたてNISAとなっており、< >内に2021年8月にかけての人気ファンド分類が出ている。

<投信全体のフロー～グローバル株、米国株、アセットアロケーション～>

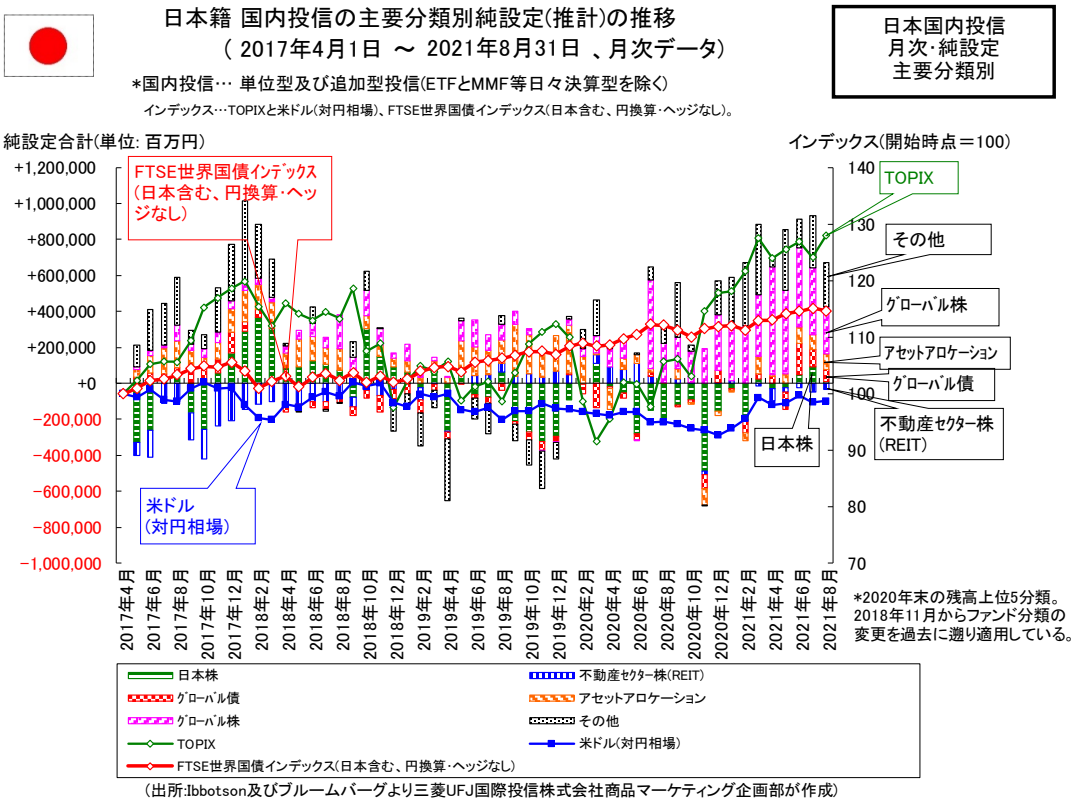
日本の投信全体の純設定(推計)を見る。 **最新2021年8月に+6400億円と、昨年12月から、9カ月連続の純流入**となっている。



(出所:ﾌﾞﾙｰﾑﾊﾞｰｸﾞ、Ibbotsonより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

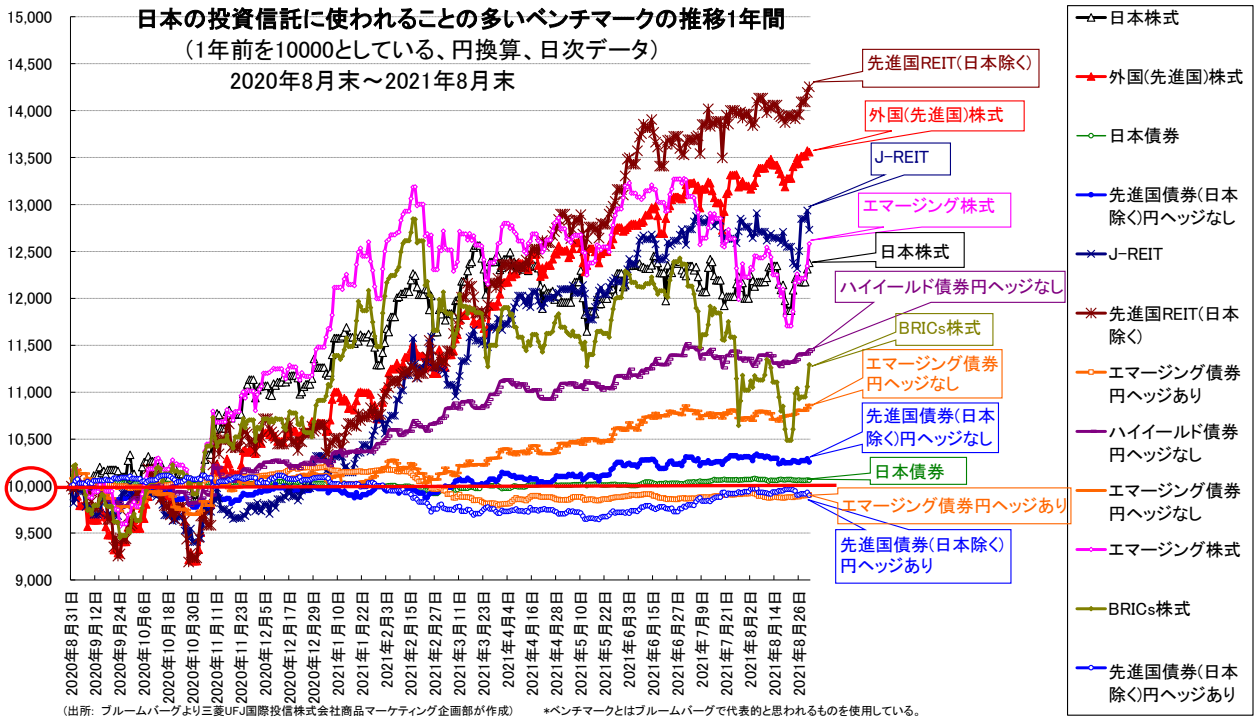
2021年8月の投信全体の純設定を、投資対象別で見よう(主要分類～後述※2参照)。 下記に示される通り、**8月は、グローバル株+2640億円が前月に引き続き最大で、次いで米国株、アセットアロケーション**だった(グラフで米国株は「その他」に含む)。

既に**グローバル株は、2021年(1～8月)の純設定額が+3.1兆円と、前年2020年(1～12月)の約+1.9兆円の1.6倍である**(←2019年+6750億円←2018年+8510億円←2017年+6400億円)。 米国株は8月+2580億円と、27カ月連続の純流入で、2021年(1～8月)は既に+1.5兆円と、前年2020年(1～12月)の+1.1兆円を超えた。



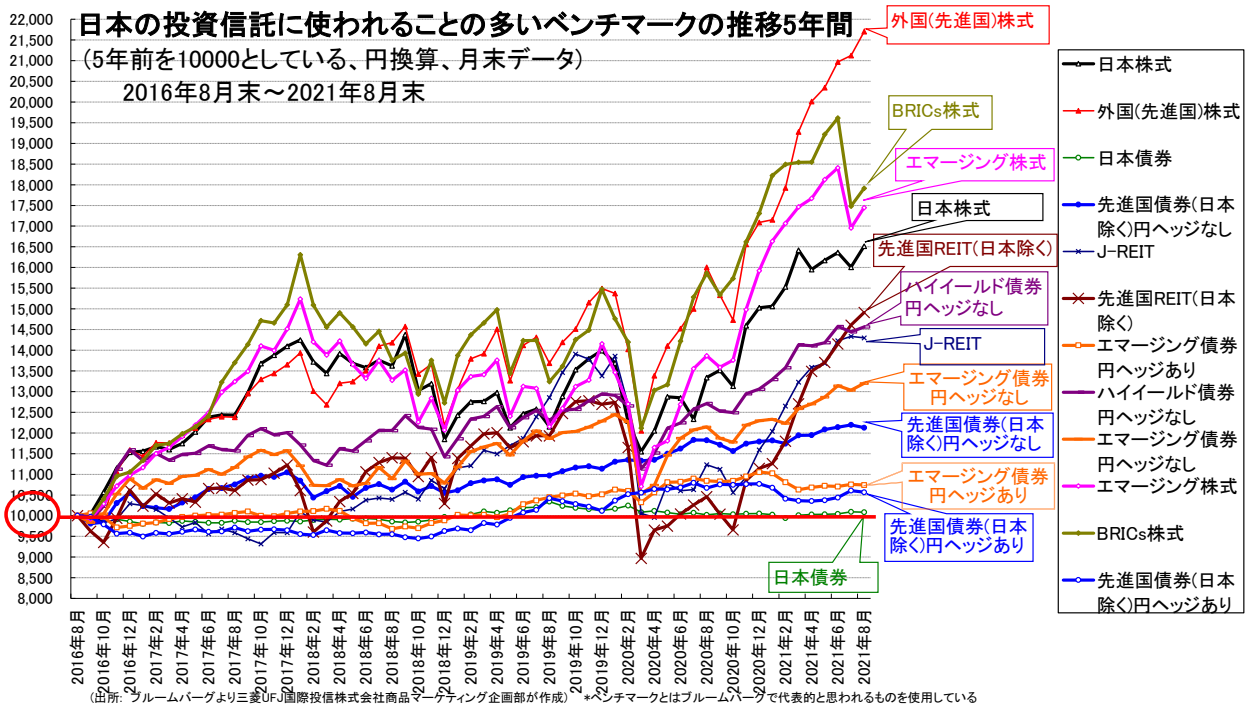
(出所:Ibbotson及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

グローバル株や米国株が長期に人気を集めているが、そのパフォーマンスを見る。 日本の投信に使われる事の多いベンチマークについて、2021 年 8 月末までの 1 年のパフォーマンス推移を見た。 下記がそれで、好い順に、先進国 REIT、先進国株式、J-REIT、エマージング株式、日本株式、ハイイールド債券、BRICs 株式などとなっている(*グラフは 1 年前を 10000 としている、円換算、日次データ)。



(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)　*ベンチマークとはブルームバーグで代表的と思われるものを使用している。

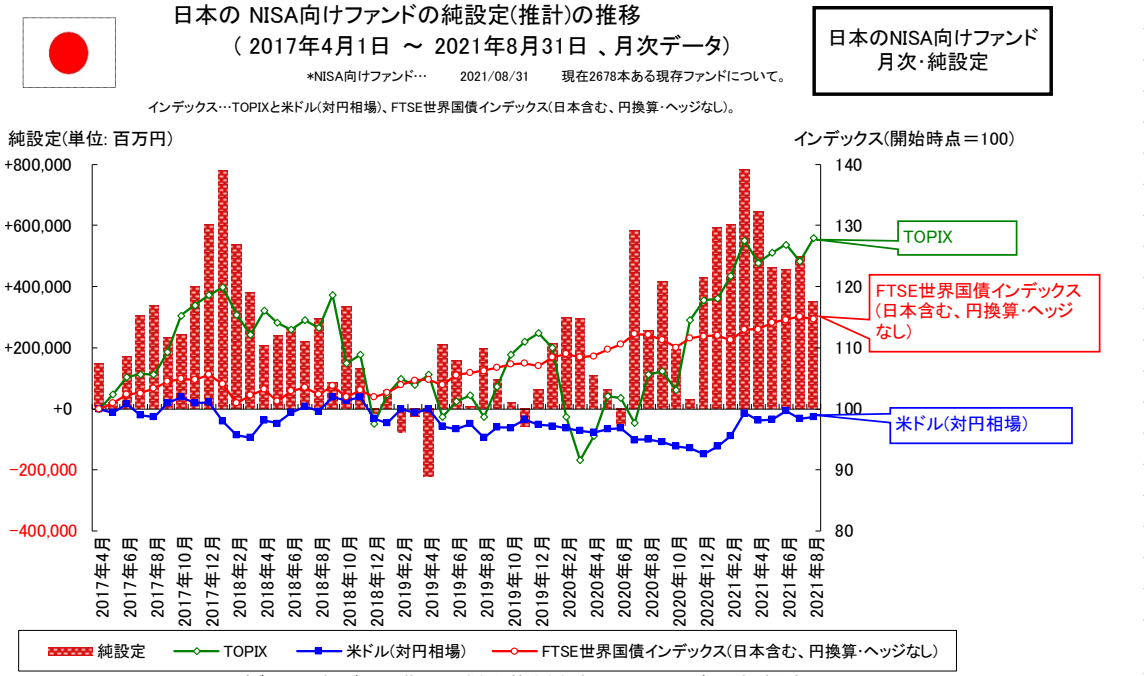
5 年間パフォーマンス推移も見た。 好い順に、先進国株式、BRICs 株式、エマージング株式、日本株式、先進国 REIT、ハイイールド債券、J-REIT、エマージング債券など (*グラフは 5 年前を 10000 としている、円換算、月末データ)。 先進国株式のパフォーマンスの好さの原因には、こうした投信によるグローバル株人気があるのかもしれない。



(出所:ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成) *ベンチマークとはブルームバーグで代表的と思われるものを使用している

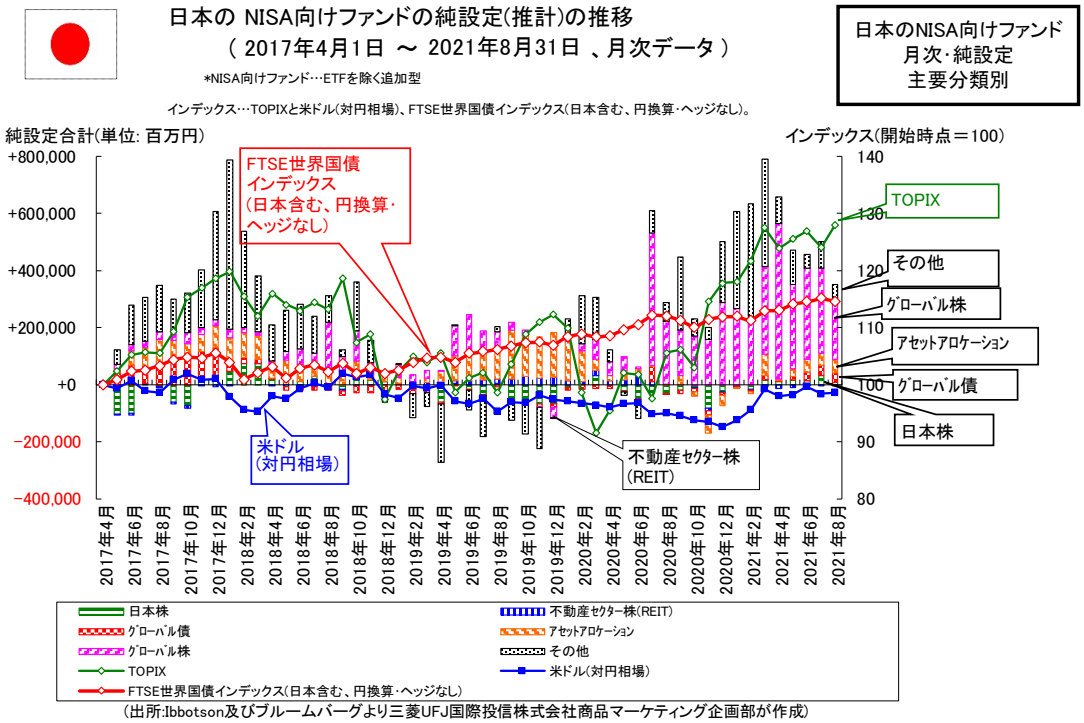
<NISA 向けファンドのフロー～グローバル株、米国株、アセットアロケーション～>

次に、NISA 向けファンドの純設定(推計)を見る。 最新 2021 年 8 月は+3500 億円と、前月 7 月(+5000 億円)を下回るものの、14 カ月連続の純流入(*NISA 向けファンド…後述※3 参照)。



(出所:Ibbotson及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

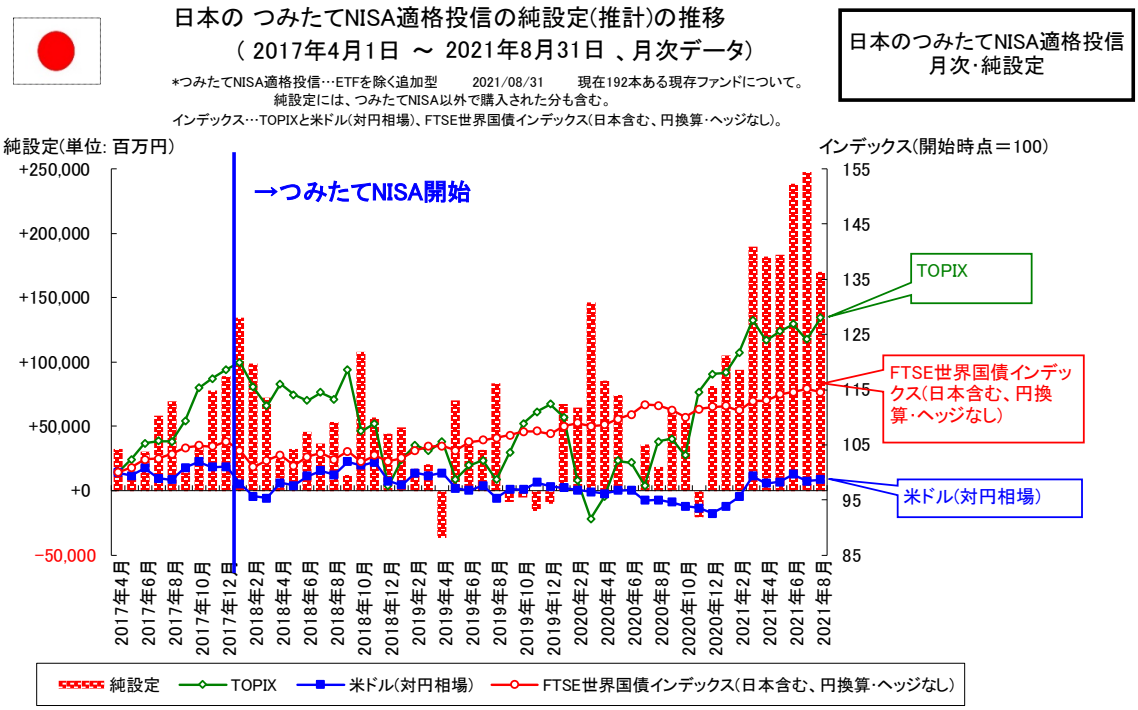
投資対象(主要分類)別に見る。 **2021 年 8 月の純設定が大きかったのは、日本の投信全体と同様、グローバル株、次いで米国株、アセットアロケーションだった**(下記で米国株は「その他」に含む～後述※2 参照)。 グローバル株は+1910 億円と、20 カ月連続の純流入も、前月 7 月の+2980 億円を下回り、昨年 2020 年 11 月(+1580 億円)以来の小さな純流入だった。 インデックスファンド、ESG/SDGs関連、AI関連ファンドの純流入が大きい。



(出所:Ibbotson及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

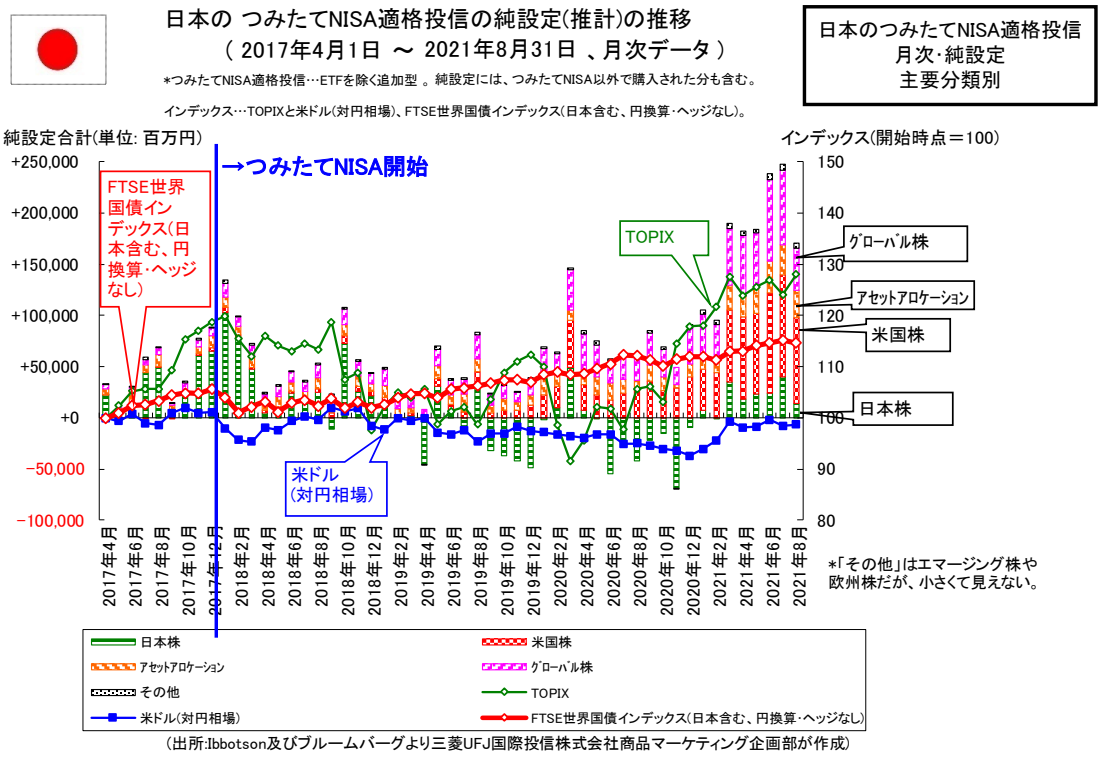
<つみたて NISA のフロー～米国株とグローバル株とアセットアロケーション～>

つみたて NISA 投資家の純設定を見る(対象及び要件は 2017 年 4 月 24 日付日本版 ISA の道 その 179～URL は後述[参考ホームページ]②参照)。 つみたて NISA 適格投信で、つみたて NISA 以外で購入された分を含む(ETF を除く)。 投信純設定は、前月 2021 年 7 月に、つみたて NISA 開始以来最大(+2475 億円)となったが、最新 8 月は+1702 億円と、3 割減となった。



(出所:Ibbotson及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

投資対象別では **2021 年 8 月に純設定の大きかったのは前月同様、米国株、次いでグローバル株、アセットアロケーションだった**。 米国株では、引き続き S&P500 など広範な株価指数に連動するインデックスファンドの純流入が大きい。



(出所:Ibbotson及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「フローは予測が難しい」(コイジェン教授)と言われるが、投信フローも含め、こうした多種多様な情報が、資産形成を行う一助になれば幸いである。

※2: 主要分類…

モーニングスター分類で 2020 年 12 月末の純資産の大きい上位 5 分類である。

グローバル株は、2018 年 11 月 1 日のグローバル分類の変更でグローバル大型株及びグローバル中小型株と分かれた為、グラフでは、従来通りの「グローバル株」として合算する。 また、アセットアロケーション型は、「アセットアロケーション慎重型」、「アセットアロケーション柔軟型」、「アセットアロケーション標準型」、「アセットアロケーション積極型」、「アセットアロケーションその他」を合算。 米国大型グロース/ブレンド株、CB、テクノロジー・セクター株、公益セクター株、通信株、日本債などは「その他」に含む。

※3: NISA 向けファンド…

投資信託協会の言う「NISA 向けのファンド(*分配頻度が低いファンド、低コストのファンド、バランス型ファンド)」を参考にしながら(URL は下記参照)、2013 年 11 月末時点の契約型公募投信純資産が 1 兆円以上ある投信会社 17 社(*全 84 社の約 90%を占める)の株式投信(ETF を含む)で「NISA 向け」、「NISA 専用」、「NISA で選ぶ」、「NISA におすすめ」などと紹介されているファンド、それに加え、2013 年 4 月以降に設定された分配頻度が低いファンドやバランス型ファンドとしている。

日本証券業協会は「NISA 制度の利用者にとって、短期間に金融商品の買換え(乗換え)を行う又は分配金再投資型の公募株式投資信託につき高い頻度で分配金の支払を受けるといった投資手法等は NISA 制度を十分に利用できない場合がある」と言っている(URL は下記参照)。

投資信託協会は 2013 年 11 月 21 日に「『NISA』の普及・拡大に向けた投資信託商品に関する調査」の中で「NISA においては一般的に、投資未経験者層、或いは久々に投資を行う層を意識して、比較的リスクを抑えた商品」と言っている(URL は下記参照)。

尚、2013 年 4 月以降と言うのは、NISA が含まれる税制改正(関連)法が 2013 年 3 月 30 日に成立・政省令公布された為である。 また、単位型・限定追加型・年 1～2 回分配以外のファンド・DC・SMA・ミリオン(従業員積立投資プラン)を含めていない。 ただ、同じシリーズが該当している場合は年 1～2 回以外を含めている。 しかし、通貨選択型については、年 1～2 回以外を除いている(*マネー・プールは年 1～2 回でも除いている)。 こうした「NISA 向けファンド」を抽出した所、2021 年 8 月 31 日時点で 2677 本となった。

以下、参考 URL である。 金融庁「つみたて NISA の対象商品」…「 https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/target/index.html 」、2014 年 1 月 8 日付投資信託協会メールマガジン「NISA 向けのファンドって?」…「 https://www.toushin.or.jp/mailmag/backnumber/ 」、2019 年 4 月 26 日付日本証券業協会「NISA 制度の口座開設及び勧誘並びに販売時等における留意事項について(ガイドライン)」…「 http://www.jsda.or.jp/anshin/oshirase/files/nisaguideline.pdf 」、2013 年 11 月 21 日付投資信託協会「『NISA』の普及・拡大に向けた投資信託商品に関する調査」…「 http://www.toushin.or.jp/topics/2013/10055/ 」、つみたて NISA の要件は 2017 年 4 月 24 日付日本版 ISA の道 その 179「積立 NISA の適格投信は全体の 1%以下でインデックス・ファンドばかり。 これを米国に当てはめると、全体の 1.6%でアクティブ・ファンドが半分超に!」…「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170424.pdf 」。

以　　上

[参考ホームページ]

①2021 年 9 月 2 日付日本経済新聞電子版「『買うから上がる』米株、新理論に市場注目」～ …「 https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN0200W0S1A900C2000000/ 」、
2021 年 6 月 11 日付 Xavier Gabaix&Ralph Koijen「In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis」…「 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3686935 」、
2021 年 8 月 14 日付 The Economist「A new theory suggests that day-to-day trading has lasting effects on stockmarkets The Economist」…「 https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/08/14/a-new-theory-suggests-that-day-to-day-trading-has-lasting-effects-on-stockmarkets 」、
2020 年 11 月 2 日付 Jonathan A. Parker&Antoinette Schoar&Yang Sun「Retail Financial Innovation and Stock Market Dynamics: The Case of Target Date Funds」…「 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3723265 」、
2021 年 9 月 9 日付 ICI「RESEARCH PERSPECTIVE Target Date Funds: Evidence Points to Growing Popularity and Appropriate Use by 401(k) Plan Participants」…「 https://www.ici.org/system/files/2021-09/per27-07.pdf 」、
2021 年 1 月 21 日付日本版 ISA の道 その 325「『世界ウェルスマネジメント最新動向』～コロナ禍でも富裕層資産は増加! プライベート・エクイティなどの非公開会社株式、不動産などに投資する!! ただ不平等を増幅、 世界的に課税強化へ!!!(特に民主党の上院主導が決まった米国で)～」…「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210121.pdf 」。

②(2018 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 214「日米投信の最新動向～日本は銀行・信金の私募投信・日銀の ETF が主導する拡大、米国は機関投資家・大規模投資アドバイザー・超富裕層の ETF やパッシブファンド(パッシブ投資の王・バンガード)が主導する拡大～」…「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180213.pdf 」、
金融庁「つみたて NISA の対象商品」…「 https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/target/index.html」、
つみたて NISA の要件は 2017 年 4 月 24 日付日本版 ISA の道 その 179「積立 NISA の適格投信は全体の 1%以下でインデックス・ファンドばかり。 これを米国に当てはめると、全体の 1.6%でアクティブ・ファンドが半分超に!」…「 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170424.pdf 」、
2020 年 2 月 13 日付投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査結果-2019 年」…「 https://www.toushin.or.jp/statistics/report/research2019/ 」。

三菱 UFJ 国際投信【投信調査コラム】日本版 ISA の道 バックナンバー:
「各年ごと…https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html 」、
「2013 年 2 月 1 日付日本版 ISA の道 その 1 から一気に見る/検索する…
https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html 」もしくは
Google 等で「投信調査コラム」もしくは「日本版 ISA の道」と検索。

本資料に関してご留意頂きたい事項

○当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
○当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
○当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
○当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
○当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
○投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
○投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
○投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
○投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
○クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご留意ください。
○投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

本資料中で使用している指数について
□本資料中の指数等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。また、発行者および許諾者が指数等の正確性、完全性を保証するものではありません。
□ブルームバーグ(BLOOMBERG)は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)の商標およびサービスマークです。バークレイズ(BARCLAYS)は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー(Barclays Bank Plc)の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス(BLOOMBERG BARCLAYS INDICES)に対する一切の独占的権利を有しています。