

# 基礎研 レポート

## アクティブ型の国内株式ファンド復権に必要な2つのこと

金融研究部 主任研究員 前山 裕亮  
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

### 1——外国株式ファンドの販売は好調だが

2022年は、ETFを除く国内籍追加型株式投信（以降、ファンドと表記）に8.4兆円の資金流入があった。2021年の9.6兆円を下回ったが、難しい投資環境だったわりにはよく売れたといえるだろう。ただ、販売を牽引したのは2022年も国内株式ファンドではなく外国株式ファンドであった。

一般販売されているファンドの資金動向をみると、2022年は外国株式ファンドに4.1兆円の資金流入があった【図表1】。2021年、2006年に次ぐ規模であり、大規模な資金流入があったといえるが、過去最大であった2021年の7.5兆円からはかなり鈍化した。これはアクティブ型の外国株式ファンドへの資金流入が、2022年は1.2兆円と2021年の年間5.4兆年から急減したためである。アクティブ型の外国株式ファンドの販売は2020年後半から好調だったが、2022年に入って投資環境が急変したこともあり、まだ売れてはいるものの勢いがなくなった。

その一方で、一般販売されている外国株式ファンドでもインデックス型には2022年に2.9兆円と2021年の2.1兆円を上回る資金流入があり、3年連続で過去最大を更新した。さすがに2022年は資金流入が2020年、2021年のように前年から倍増とはいかず、22年に入って資金流入の増加はやや一服した様子である。それでも外国株インデックスファンドには、積立投資などの定期的な買付によって毎月1,700億円以上の安定した資金流入があり、投信販売を牽引した。なお、流入額2.9兆円の6割にあたる1.8兆円はS&P500種株価指数などに連動する米国株式ファンドへの資金流入であり、米国株式のものが特に人気であった。

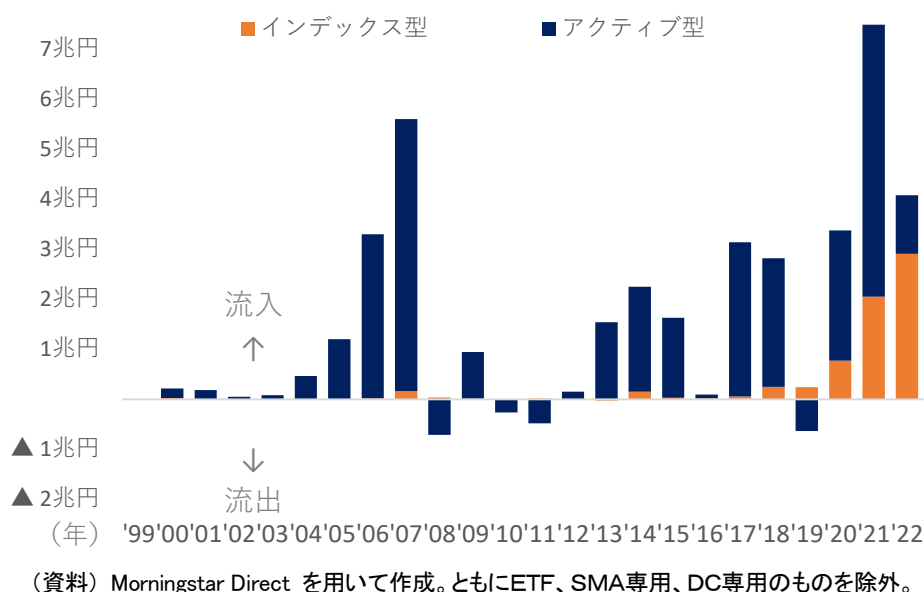
### 2——国内株式ファンドの販売は低調

一般販売されている国内株式ファンドも2022年は流入超過となったが、流入額は6,000億円と外国株ファンドと比べると少額であった【図表2】。国内株式ファンドをタイプ別にみると、アクティブ型は2019年から続いて資金流出こそ2022年に止まったが、2,000億円の資金流入しかなかった。ま

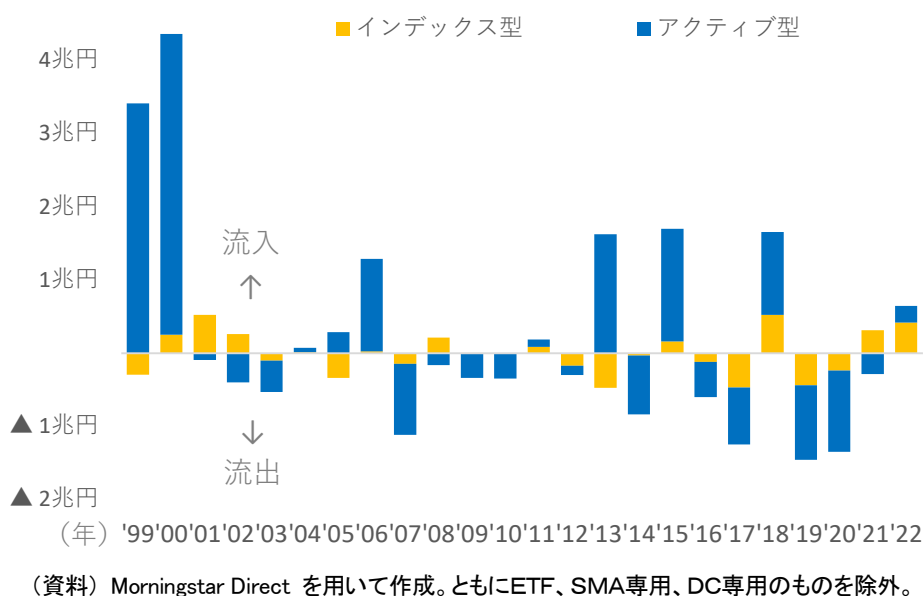
た、インデックス型には4,000億円の資金流入があったが、日々の株価の変動に伴って資金流入を繰り返していた。

足元に限らず、国内株式ファンドの資金動向を振り返ってみると、アクティブ型は販売が好調だった時期が過去に何度かあったことが分かる。投信の銀行窓販解禁直後の1999年、2000年は3兆円を超える大規模な資金流入があり非常に販売が好調であったが、2001年以降は一転してしばらく販売が低調になった。その後、2006年、2013年、2015年、2018年にも1兆円を超える資金流入があったが、どれも一過性であった。どの年も翌年には資金流出に転じており、短期間で売却する人も多かったことがうかがえる。ちなみに2006年は好配当株式ファンド、2013年は通貨選択型が組み込まれたファンド、2015年はコーポレートガバナンス・コードを意識したファンド、2018年には「ひふみプラス」や中小型株式ファンドが人気を集めた。

【図表1】外国株式ファンドの資金流入



【図表2】国内株式ファンドの資金流入



### 3—20年以上、伸び悩む残高

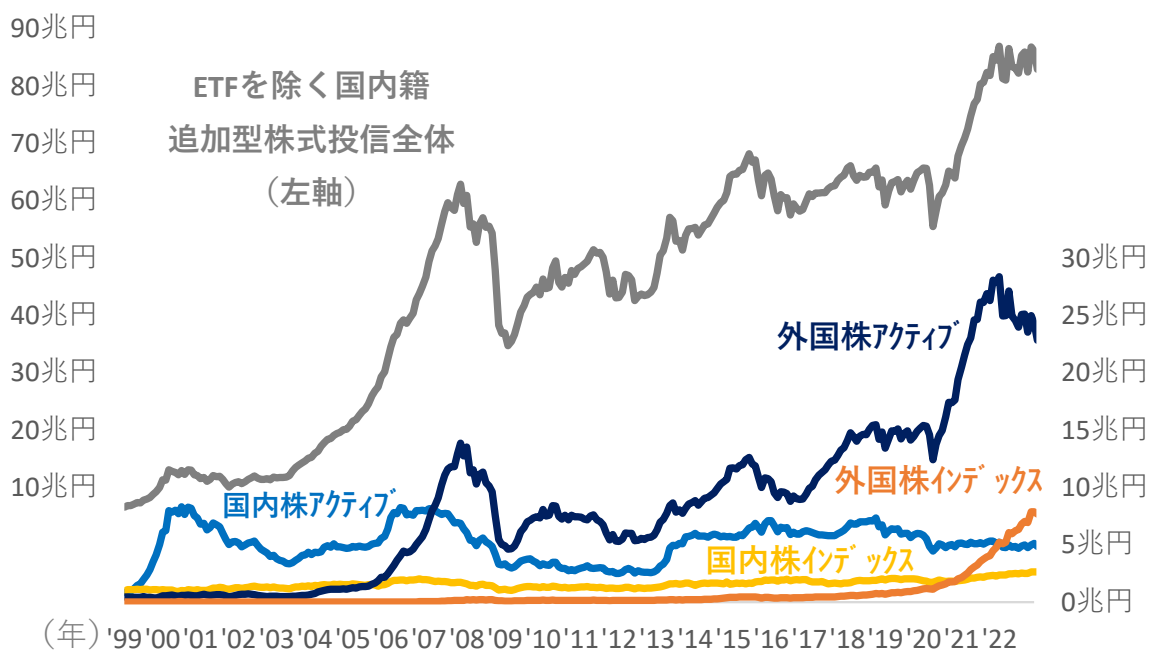
ファンドの純資産総額の推移をみても、この20年間で外国株式ファンドのみ残高が積みあがっており、内外株式ファンドで明暗がはっきり分かれていることが確認できる【図表3】。

アクティブ型の外国株式ファンドはリーマン・ショック時の2008年から2009年に一旦落ち込んだ時期があったものの、概ね順調に残高が増えている。インデックス型の外国株式ファンドも2020年以降、資金流入が続いていることもあり、右肩上がりで見られる。一般販売されている外国株式ファンドの残高は2022年末時点でアクティブ型22.9兆円、インデックス型7.7兆円、全体で30.6兆円にまで膨らみ、投信全体の4割弱を占めている。

それに対して国内株式ファンドの残高はこの20年間、停滞している。特にアクティブ型は、ここ15年は5兆円から7兆円の間で推移し、残高が伸び悩んでいる。一応、インデックス型は2020年以降、外国株式と同様に増加基調とはなっている。積立投資などの買い持ちがインデックス型の日本株式ファンドでも増えているためだと考えられるが、増加基調といっても極めて緩やかな増加ペースである。そのため、一般販売されている国内株式ファンドの残高は2022年末時点でアクティブ型4.8兆円、インデックス型2.6兆円、全体で7.5兆円しかない。インデックス型の外国株式ファンドの方が国内株式ファンド全体よりも残高が多いという状況である。投信全体に占める一般販売されている国内株式ファンドの割合をみても、ピークの2000年には約7割にも達していたが、それが今や1割を下回ってきている。

この20年間で投信全体の残高は大きく伸び、投信を用いた資産運用は着実に浸透してきている。それにもかかわらず、国内株式ファンドで長期投資する個人投資家はほとんど増えていないことが残高の推移からも見て取れる。

【図表3】純資産総額の推移



(資料) Morningstar Direct を用いて作成。日本株式ファンドと外国株式ファンドはSMA専用、DC専用のものを除外。

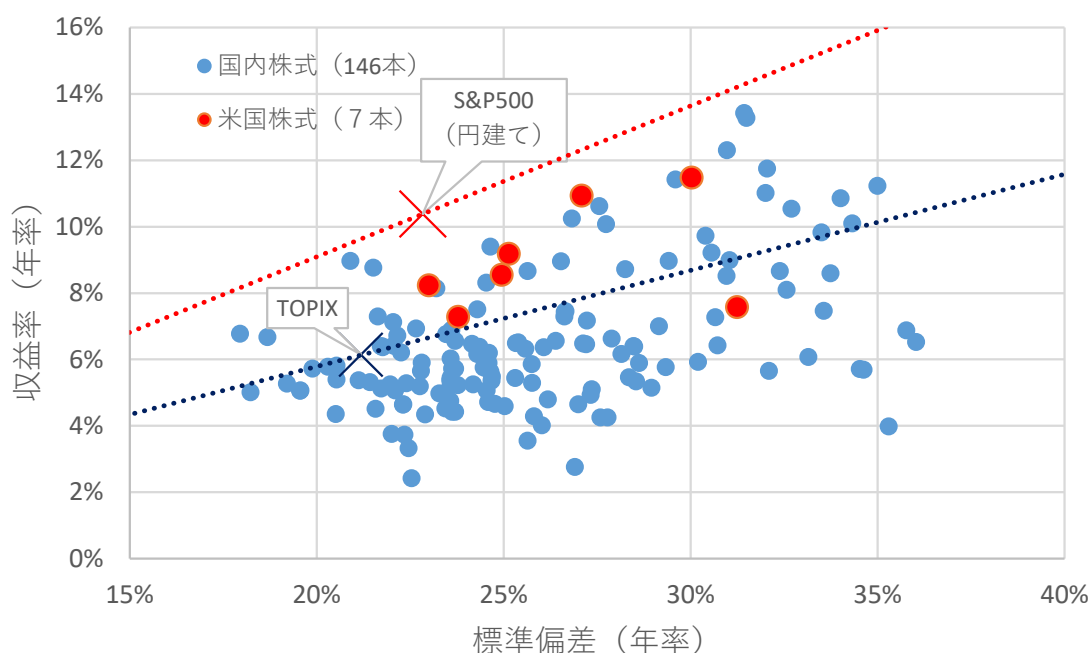
#### 4—実は米国株式並みに収益をあげたファンドも存在

このように長期投資する個人投資家に国内株式ファンドが敬遠されている要因として、まず国内株式自体の投資魅力がそもそも低いと思われていることがあげられる。その他に個人投資家の個別銘柄投資選好や分散投資の普及なども要因として考えられる。ただ、投資魅力が高いと考えられている米国株式ファンドはインデックス型を中心に足元、売れに売れている。そのことを踏まえると、個別銘柄投資や分散投資の進展以上に国内株式全体の投資魅力が大きく影響しているといえるだろう。

確かにインデックス型の場合は、投資対象全体の投資魅力がそのままファンドの収益力に直結する。国内株式全体の収益性が低いからインデックス型の国内株式ファンドに長期投資しないというのはある意味致し方ないことである。その一方でアクティブ型の場合は、投資対象の中で特に高い収益が期待できる銘柄のみ保有するため、国内株式全体の収益性とは異なる。つまり、国内株式全体で見ると低収益だったとしても、銘柄選択によって高い収益を上げることが可能である。にもかかわらず、アクティブ型の国内株式ファンドは投資対象が国内株式というだけで、個人投資家に敬遠されているように思われる。

実際にアクティブ型の国内株式ファンドの中には、国内株式全体が低迷する中でも高収益を上げてきたものがある。一般販売されている143本の2003年から2022年までの過去20年のパフォーマンスをみると、73本が国内株式全体の動きを示すTOPIXを上回った【図表4：青○】。さらに、そのうち13本は米国株式の代表的な指数であるS&P500種株価指数の円建ての収益率すらも上回っていた。ただ、価格変動性を加味した投資効率性（収益率÷標準偏差：【図表4：点線】）だと、すべてのアクティブ型の国内株式ファンドがS&P500種株価指数（赤点線）に劣後していた。

【図表4】 過去20年(2003年から2022年)のアクティブ型の国内株式ファンドと米国株式ファンドのパフォーマンス



(資料) Morningstar Direct を用いて作成。SMA専用、DC専用のを除外。  
また、米国株式ファンドすべては為替ヘッジしていないもの。

あくまでも国内株式ファンドのパフォーマンスはコスト控除後の実際のものであり、各ファンドとも年率で1%以上、コストによって収益率が押し下げられている。そのことを踏まえると、TOPIXが低収益の中でも銘柄選択によってS&P500種株価指数と遜色ない収益を上げたアクティブ型の国内株式ファンドがあったといえるのではないだろうか。

## 5—もっと見直されていいのでは

逆に同期間のアクティブ型の米国株式ファンドのパフォーマンスをみても、ファンド数が少ないことについては留意する必要があるかもしれないが、国内株式ファンドと明確な違いがなかった【図表4：赤○】。これらのことから、アクティブ型の株式ファンドについてはインデック型と異なり、一概に投資対象全体の投資魅力だけでファンドの収益力が測れないことが分かる。

なお、この期間に最も高い収益をあげたアクティブ型の米国株式ファンドは「netWin GSテクノロジー株式ファンドBコース(為替ヘッジなし)」であった。2017年から2020年にかけて人気を集めたファンドであり、2022年末でも純資産総額が6,000億円程度ある。テクノロジー系の米国株式であり、いかにも投資意欲がそそられるファンドである。そのようなファンドでも、実はアクティブ型の国内株式ファンドと比べて突出するパフォーマンスではなかったことが分かる。つまり、アクティブ型の国内株式ファンドの中には、このファンドに負けにくいくらい高いパフォーマンスをあげているものがあつたわけである。

このようにアクティブ型の国内株式ファンドの過去のパフォーマンスをみると、国内株式全体の投資魅力は低くても、アクティブ型の国内株式ファンドの可能性を筆者は感じている。勿論、TOPIXを下回るパフォーマンスとなったファンドも多数あり、インデックス型の外国株式ファンドのような手堅さは全くない。つまり、誰にでもお勧めできる金融商品ではないので、あくまでも筆者が感じているのは金融商品としての面白さとか将来の可能性であることは強調しておく。

アクティブ型の国内株式ファンドは同じく面白そうな金融商品であるテーマ型などのアクティブ型の外国株式ファンドのような分かりやすさも派手さもない。それでもアクティブ型の外国株式ファンドを保有している個人投資家などから、もっとアクティブ型の国内株式ファンドは見直されていいのではないだろうか。

## 6—とにかく攻めの運用を

以上のことを踏まえると、アクティブ型の国内株式ファンドが魅力的な金融商品として個人投資家から見直され、これから復権するためには大きく2つのことが必要だと考えている。

まず、1つ目は過去に高いパフォーマンスをあげてきたファンドのように、鋭角的で説得力のある銘柄選択によって高い収益が期待できるようなアクティブ運用を各ファンドで行うことである。そして、理想は実際に高い収益を上げること、もしくは高い収益を上げるファンドが増えることである。実際に高い収益を上げることやそのようなファンドが増えることは困難だが、少なくとも目指した運用を行うこと自体はどのファンドでもできるのではないだろうか。



過去に高い収益をあげたアクティブ型の国内株式ファンドは、投資銘柄をかなり絞っていたものがほとんどで攻めた運用をしていたことがうかがえる。その分、どうしてもファンドの市場との連動性が低くなってしまいが、そもそも個人投資家の中には年金基金などと異なり市場連動性をあまり求めていない人も多い。そのことは市場連動性を意識していない銘柄選択を行っているテーマ型の外国株式ファンドが過去に人気を集めていることから分かる。極論になるが、絶対収益追求型の商品として販売できるくらい攻めた運用をしている国内株式ファンドでないと、個人投資家は現状の国内株式に対して投資意義を見出せないと思った方が良いでしょう。

逆に言ってしまうと、良くも悪くもTOPIXと似たようなパフォーマンスしか上がらないアクティブ運用を行っている国内株式ファンドは、今後も個人投資家に注目してもらえない可能性が高い。あくまでも投信市場でアクティブ型の国内株式ファンドが復権するため戦うべきは、ベンチマークのTOPIXやインデックス型の国内株式ファンドではなく、アクティブ型の外国株式ファンドだと考えている。国内株式ファンドが外国株式ファンドに対抗するには、国内株式全体の投資魅力が低い以上、それを補ってあまりあるほど尖ったアクティブ運用をするしかないのではないだろうか。

## 7—地道にイメージの改善も

そして2つ目として、国内株式の投資魅力は低くてもアクティブ型の国内株式ファンドは高い収益が期待できることを個人投資家に上手にアピールしていくことである。これまで高い収益を上げていたファンドが実際にあっても、個人投資家にあまり注目されてこなかった。元々、国内株式全体の印象が悪いこともあり、単に高い収益を上げるだけでは、やはり不十分だと思われる。

その上でアクティブ型の国内株式ファンドの短所である運用キャパシティが問題となる。過去に高パフォーマンスをあげたファンドは、中小型株中心に運用しているものばかりで、運用キャパシティがあまり大きくない。急に大規模な資金流入があると、流動性等の問題で、これまでの運用方針が維持できなくなり、結果的にパフォーマンスも劣化する可能性が高い。そうすると、そのタイミングで買った人だけでなく、これまで保有していた人の期待も裏切ることになる。つまり、アピールの仕方を間違えるとアクティブ型の国内株式ファンドに対する個人投資家のイメージがさらに悪くなり、復権が遠のきかねない。

そのため手間や時間がかかるかもしれないが、アクティブ型の国内株式ファンドの魅力を地道にアピールし、イメージを徐々に改善していくことが求められるだろう。たとえば、一部で行われているファンドマネージャー自らがファンドの魅力や運用状況を語る取組みなども有効な方法だと思われる。このような取組みに限らず、運用会社と販売会社が二人三脚で高パフォーマンスのアクティブ型の国内株式ファンドを大事に育て、定番商品にしていくことが復権の近道だと筆者は考えている。

---

(ご注意) 当資料のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。当資料の内容について、将来見解を変更することもあります。当資料は情報提供が目的であり、投資信託の勧誘するものではありません。