

\*\*\* 論 文 \*\*\*

## 投信の分配額と売れ筋についての考察

～ 毎月分配型ファンドから見た関係～

資産運用研究所 呂 潔

### 要 約

2009年においては、投信市場全体への投資資金の流入と流出を合わせた純増額は3.3兆円であった。中でも、分配型ファンドの純増額が、2.7兆円と大きい。分配型ファンドの内訳を見ると、毎月分配型以外の分配型は1.1兆円の純減であるのに対し、毎月分配型ファンドの純増額は3.8兆円と圧倒的である。また、ファンドの年間売れ筋ランキング上位10位はすべて毎月分配型ファンドが占めた。投資家の分配金重視のニーズに加え、金融危機後の相場回復が売れ行き好調を後押ししているようだ。

同じ毎月分配型でも、通貨選択型や新興国債券への投資型も含め、高配当を支払うファンドも次々登場している。このように毎月分配型ファンドと言っても、年間分配金のレンジが広がっているため、ファンドの分配水準によって販売高に影響を受けている可能性がある。

本稿では、毎月分配型ファンドを対象とし、分配水準と販売高の関係について検証を行った。その結果、計測期間において、年間分配水準が高いほど、全体的に売れ行きがよい傾向が見られた。また、月間分配額の引き上げ・引き下げ効果（分配額の引き上げ・引き下げ後のファンドの売れ行きの変化）も確認された。しかしながら、分配額の増減があった直後の売れ行きには反応が見られたが、分配額の増減幅に呼応するような資金フローの変化は確認できなかった。

## 目次

1. はじめに
2. 年間分配状況から見た売れ筋
  - 2.1 全体の年間分配状況
  - 2.2 年間の分配水準と資金の流入比率
3. 月間分配額の状況から見た売れ筋
  - 3.1 月間分配額の変化状況
  - 3.2 月間分配額と月間純増額の推移
  - 3.3 月間分配額の増減とその後の資金フローとの関係
4. まとめ

## 1. はじめに

分配型ファンド（年4回以上分配予定のあるファンドと定義）の人気の依然として根強い。2009年には投信市場全体で3.3兆円強の純増額があった。中でも、分配型ファンドだけで2.7兆円の純増となった。特に、年12回分配の毎月分配型ファンドの売れ行きはとりわけ顕著である。毎月分配型ファンド以外の分配型ファンドである、隔月分配型（年6回分配）、3ヵ月分配型（年4回分配）はそれぞれ、0.7兆円、0.4兆円の純減であったものの、分配型ファンドの純資産総額の8割強を占める毎月分配型ファンドの純増額は3.8兆円に達した。また、個別ファンドの資金フロー状況を確認したところ、昨年の年間売れ筋ランキングの上位10位までのファンドがすべて毎月分配型ファンドであった。

毎月分配型に加え、高い分配金を支払うファンドが次々登場している中、分配頻度が同じであれば、分配水準はその後の売れ筋とどのような関係にあるか。分配水準が高いほど、ファンドの売れ筋がよいと言えるのか、本稿では毎月分配型ファンドに焦点を当て分析を行う。

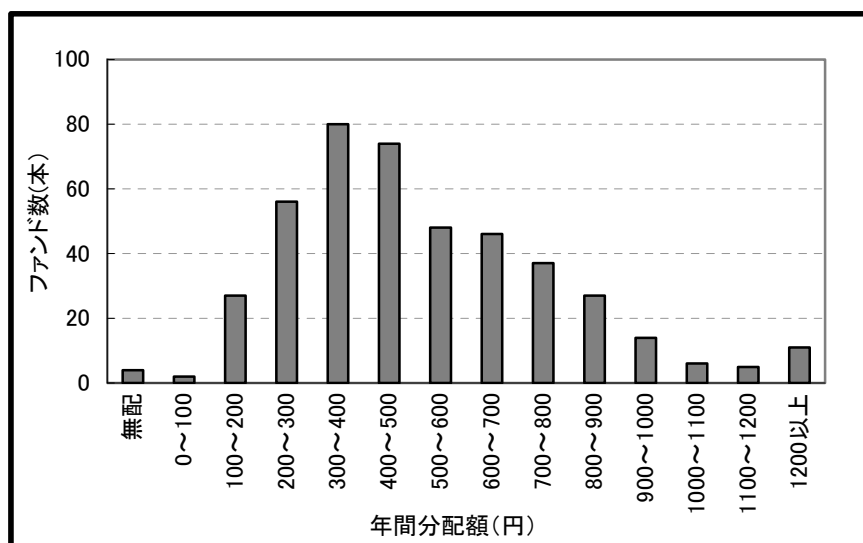
## 2. 年間分配状況から見た売れ筋

### 2.1 全体の年間分配状況

2009年末時点では、873本の分配型ファンドのうち、設定から1年以上経過した毎月分配型ファンド（除くETF）は437本ある<sup>1</sup>。2009年の1年間において、これらのファンドの年間分配額は平均して515円程度で、月換算では約42円となる。

図表1で年間分配額の分布状況を詳細に見ると、この1年間では300円台を分配したファンド数が80本で最も多い。その次は400円台である。平均水準515円以下のファンド数は実に全体の6割を占めている。しかし、年間1,200円以上、月換算で120円の高い分配金を支払ったファンドも11本ある。エマージング債6本、豪州債3本のほか、ハイイールド債とユーロ債が1本ずつである。一方、分配型に属するが、この期間に無配であったファンドは、複合ファンド2本と外債ファンド2本で計4本ある。

図表1 年間分配額（期間：2009/1～2009/12）



（出所）投信協会データを基にNFI作成

<sup>1</sup> 設定から1年未満の場合、初回決算日および初回分配日を迎えてないケースが多いため、本稿では対象外とした。

図表2 年間分配額が1200円以上のファンド（期間：2009/1～2009/12）

No.	正式名称<目論見書より>	運用会社	設定日	年間分配額(円)	年間純増額(億円)
1	りそな ブラジル・ソブリン・ファンド(毎月決算型)	大和	2008/11/13	2,370	372
2	ダイワ・ブラジル・リアル債オープン(毎月分配型)	大和	2008/11/12	2,270	1,870
3	ブラジル・ボンド・オープン(毎月決算型)	大和	2008/11/26	2,070	3,332
4	ブラジル国債リアル債・ファンド(毎月決算型)	アパディーン	2008/11/19	1,310	5
5	ブラデスコ ブラジル債券ファンド(分配重視型)	三菱UFJ	2008/11/7	1,250	198
6	CA 毎月分配ユーロ債券ファンド	クレディ・アグリコル	2002/11/15	1,200	237
7	オーストラリア債券ファンド(毎月分配型)	野村	2003/11/17	1,200	19
8	欧州ハイ・イールド・ボンド・ファンド(豪ドルコース)	野村	2008/8/11	1,200	1,004
9	エマージング債券ファンド(毎月分配型)	大和住銀	2003/9/2	1,200	944
10	野村豪州債券ファンド Dコース(毎月分配型)	野村	2003/9/3	1,200	476
11	短期豪ドル債オープン(毎月分配型)	大和住銀	2003/4/18	1,200	1,988

(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

さて、高分配のファンドなら、年間の流入資金も大きいだろうか。ここでは、年間1200円以上の分配実績があったファンドを抽出し、これらのファンドのこの1年間の資金フローをまとめた(図表2)。図表を見ると、昨年の年間純増額(設定額から解約額を引いた金額)では、この11本ファンドがすべて資金流入となっている。しかし、金額ベースでは、年間純増額の幅は5億円～3,332億円となり、年間分配額が同じファンドでも資金フローでのバラツキが大きく、必ずしも年間分配額の高いファンドほど販売額が高いとは限らないようだ。

## 2. 2 年間の分配水準と資金の流入比率

個別ファンドの販売状況に影響を及ぼす要素は、分配金以外にも、投資対象商品、販売チャンネルや販売戦略、相場環境、競争相手など様々な要因が考えられる。ここでは、年間分配金の水準によって、毎月分配型ファンド全体で見たファンドの資金フローに差異が見られるかどうかの検証を試みた。

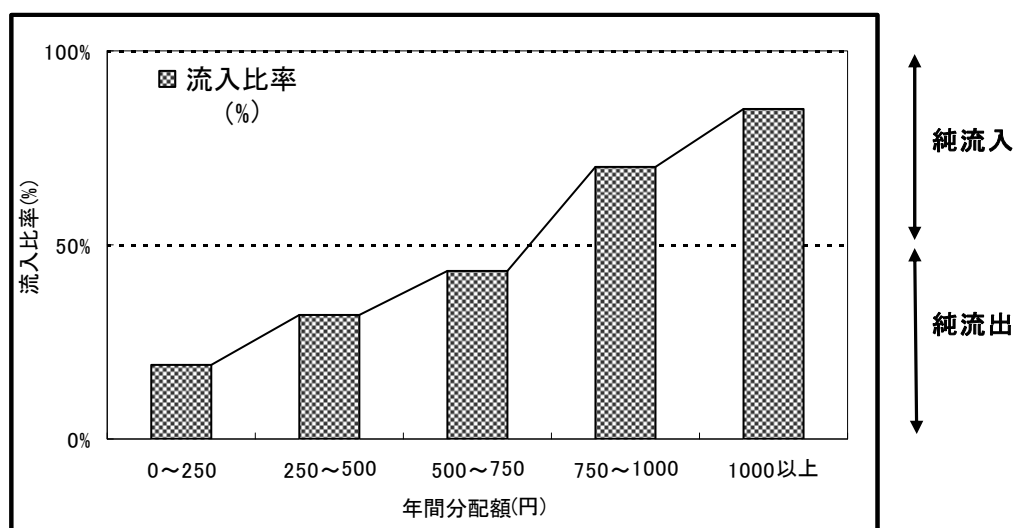
まず、2009年の年間分配額を、「0円以上～250円未満」「250円以上～500円未満」「500円以上～750円未満」「750円以上～1,000円未満」「1,000円以上」の5区分に分け、下記の流入比率を用いて5区分それぞれの売れ行きの相対水準を見てみよう。

ここで、(期間) 流入比率が 50%超であれば、期間内に純流入となり、50%未満なら純流出となる。

$$\text{(期間) 流入比率(\%)} = \frac{\text{(期間) 設定額}}{\text{(期間) 設定額} + \text{(期間) 解約額}}$$

5 区分の流入比率は、(図表 3 左から) 19%、32%、43%、70%、85%と年間分配額が低い区分から高い区分になるにつれ上昇している。年間分配額の少ない区分である「0 円以上～250 円未満」「250 円以上～500 円未満」はファンド数では全体の半分以上を占めているが、2009 年の 1 年間で計 1 兆円の純流出に達した。それに対して、「750 円以上～1,000 円未満」「1,000 円以上」のファンド群には 2.7 兆円の資金流入が確認された。

図表 3 分配額別の流入比率 (期間 : 2009/1～2009/12)



(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

図表 3 は年間分配水準から見た同じ期間におけるファンド群の資金フローを分析したものであるが、過去に高い分配実績があった場合、その後の売れ行きも順調だろうか。そこで、2008 年の年間分配額と 2009 年の年間売れ状況について調べてみた。

上記の 437 本ファンドのうち、2007 年 12 月末時点に存在したのは 373 本である。

これらのファンドを対象に、2008年1月から2008年12月までの年間分配額を推計したところ、全体の平均水準は520円で、2009年の平均水準と同程度であることがわかった。図表3と同様に、2008年の年間分配額を5区分で分け、その年間分配水準とその翌年2009年での資金フローの状況を図表4にまとめた。図表を見ると、「0円以上～250円未満」では、分配水準が低いわりに流入比率が高く、期間内では資金流入が見られた。「250円以上～500円未満」「500円以上～750円未満」「750円以上～1,000円未満」「1,000円以上」の4区分では、年間分配水準が高いほど流入比率が高くなっている。

図表4 2008年の年間分配額別の流入比率

2008年 年間分配額 (円)	ファンド数(本)		2009年 年間設定額 (億円)	2009年 年間解約額 (億円)	流入比率 (%)
		割合(%)			
0～250	41	11%	665	389	63%
250～500	161	43%	6,661	15,837	30%
500～750	107	29%	11,843	11,883	50%
750～1000	53	14%	18,237	12,383	60%
1000以上	11	3%	11,284	5,768	66%
計	373	100%	48,690	46,259	51%

(出所) 投信協会データを基にNFI作成

### 3. 月間分配額の状況から見た売れ筋

#### 3.1 全体の月間分配額の変化状況

毎月分配型ファンドと言っても、月間分配額は一定とは限らず、2009年には減配あるいは増配の動きも多く見られた。月間分配額の引き上げ・引き下げはファンドの売れ行きに影響を与えるだろうか。

ここでは、2009年の1年間で12回分配を行ったファンド425本を分析対象とする<sup>2</sup>。図表5はこれらのファンドの月間分配額の変化状況をまとめたものである。図表を見ると、分配額が一定、同額で推移したファンドが223本あるのに対し、月間分配額の引

<sup>2</sup> 運用期間が1年以上経過した437本ファンドから、2009年期中に分配開始のファンドを除いた。

き上げあるいは引き下げもしくはその両方を行ったファンドは 202 本あり、半数程度のファンドに期間中での月間分配額の変化が見られる。

ここで、期間中に月間分配額を引き上げのみ実施したファンドを「増配型」、引き下げのみ実施したファンドを「減配型」、引き上げ・引き下げを両方行った場合は、「減増配型」と定義する。増配あるいは減配を行ったファンドのうち、「減配型」はヘッジなしの先進国債券、グローバル複合、グローバルリートのカテゴリーに多く見られ、「増配型」は豪州債、ヘッジありのハイイールド債のカテゴリーに集中しているようだ。

月間分配額の変化幅を見ると、「増配型」が 5 円から 100 円までバラツキがあるが、1 回あたりの平均増加幅は 21 円程度である。「減配型」「減増配型」の 1 回あたりの変化幅の平均水準はそれぞれ、14 円、0.5 円の減額となっている。1 本当たりの年間純増額を比較すると、「増配型」の純流入額が最も多く、昨年 1 年間で 135 億円に達した一方、「減配型」「減増配型」はともに資金流出となった。特に「減配型」では、期間中に 127 億円の資金流出が見られた。月間分配額の引き上げ・引き下げは、ファンドの年間の資金フローに差異を生んでいるようだ。

図表 5 月間分配額の変化状況（期間：2009/1～2009/12）

2009/1 ～ 2009/12	変化 状況	1回の変化幅		ファンド数 (本)	(09/12末) 1本当たり 資産額 (億円)	1本当たり 年間純増 額 (億円)
			平均			
月間 分配額	一定	—		223	489	22
	減配型	▲3円～▲40円	▲14円	108	571	-15
	増配型	5円～100円	21円	47	427	135
	減増配型	▲80円～100円	▲0.5円	47	1,329	-127
計		—		425	596	9

(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

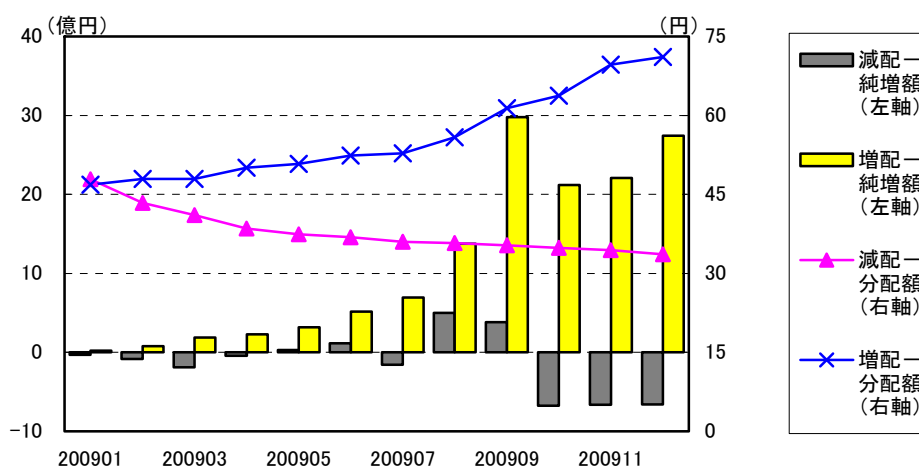
### 3. 2 月間分配額と月間純増額の推移

「増配型」と「減配型」について、それぞれの 1 本あたりの月間分配額および月間純増額の推移（図表 6）を見ると、2009 年 1 月においては、両者の 1 本あたりの月間分配額は 47 円～48 円で同程度だったが、それ以降は、「増配型」の引き上げと「減配型」の引き下げによって、2009 年 12 月では「増配型」は 71 円で、「減配型」の 34 円

を倍以上上回っている。

一方、棒グラフで示した月間純増額を比較すると、年初では「減配型」と「増配型」の資金フローの差異は僅かだったが、それ以降両者の格差が広がりつつある。特に、年末の3ヵ月では連続して「増配型」が純流入、「減配型」が純流出となっている。

図表6 「増配型」と「減配型」：月間分配額と月間純増額の推移



(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

### 3. 3 月間分配額の増減とその後の資金フローとの関係

3.1 と 3.2 の結果からすれば、ファンドの月間分配額の変化は、その後の売れ行きに影響を与えているようだ。では、どのタイミングでどのような影響があるのだろうか。ここで、月間分配金の変化とその後の資金フローの変化に関する以下の2点に関して検討したい。

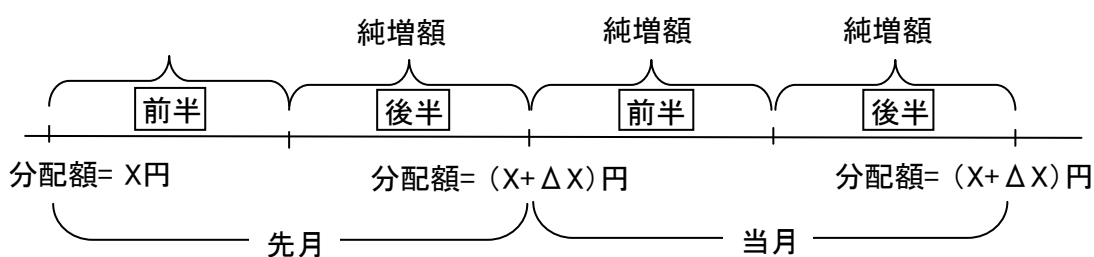
- 1) ファンドの資金フローは、その分配額の増減後すぐに反応するか？
- 2) ファンドの資金フローの変化は、その分配額の増減幅に応じて変動するか？

ある月の決算日に分配額の引き上げ・引き下げが実施された後、ファンドの資金フローにすぐ変化が見られるか。また、どの程度の変化があったのか。前節に続いて「増配型」と「減配型」を対象にし、下記の図表7で示した簡単な方法で検証を試みる。



まず、毎月分配型ファンドを対象とするため、ある決算日からその翌決算日までの1ヵ月間を、前半と後半とに均等に分ける。次に、分配額の変化が観測された決算日から、当月前半（その直後の半月の間を指す）、当月後半（その半月後から翌決算日までの間を指す）それぞれの資金フローを、先月後半（その直前の半月の間を指す）との差異から確認し、その増減幅を推計する<sup>3</sup>。

図表7 資金フロー把握のイメージ図



式で表すと、

(NFI 作成)

$$NF1 = \text{当月前半の純増額} - \text{先月後半の純増額}$$

$$NF2 = \text{当月後半の純増額} - \text{先月後半の純増額}$$

分配額が変化した当月を前半と後半に分けた際、それぞれの期間における資金フローの変化状況を示したものが図表8である。47本の「増配型」ファンドについて、NF1がプラスの場合、すなわち当月前半の純増額が先月後半の純増額を上回ったファンド数は32本で、1本あたりは16.5億円の増加幅であった。当月後半（NF2）では、33本のファンドの純増額が先月後半より増え、1本当たりの増加幅は13.6億円となっている。純増額の差分がプラスだったファンド数は、前半でも後半でも全体の7割で同程度だったが、金額ベースでは相対的に前半のほうが多い結果となった。

108本の「減配型」は「増配型」と同様に、前半でも後半でも7割のファンドが先月後半の純増額を下回り、その減少幅も相対的に前半のほうが多いことが確認できる。従って、1点目の資金フローの変化のタイミングについては、分配額の引き上げ・引き下げ直後の1ヵ月を見る限り、どちらも直後の前半での反応がやや大きい結果となった。

<sup>3</sup> 12回分配のうち、ファンドによっては、期中に2回以上の引き上げあるいは2回以上の引き下げが実施されたケースがある。その場合、ファンドの増減頻度に応じて平均値を算出することにする。

図表8 「増配型」と「減配型」： 資金フローの変化のタイミング

◎ ファンド数(本)

資金フロー 状況		増配型	減配型
NF1	>0	32	25
	=0	2	5
	<0	13	78
NF2	>0	33	27
	=0	2	7
	<0	12	74

◎ 平均額(億円)

資金フロー 状況		増配型	減配型
NF1	>0	16.5	2.3
	=0	0.0	0.0
	<0	-0.7	-12.9
NF2	>0	13.6	2.3
	=0	0.0	0.0
	<0	-13.7	-8.1

(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

次に、2点目の月間分配金の引き上げ幅・引き下げ幅とその後の月間での資金フローの変化幅の関係について、月間分配金の変化幅を基準に当月前半・当月後半での資金フローの変化幅を図表9-1にまとめた。

ここで、図表5で示した月間分配額の1回あたりの変化幅を、「増配型」は「10円未満」「10円以上～30円未満」「30円以上～50円未満」「50円以上」の4区分、「減配型」は「5円未満」「5円以上～10円未満」「10円以上～20円未満」「20円以上」の4区分に分ける。まず、「増配型」の資金フローの変化幅を見ると、当月前半(NF1)が「10円以上～30円未満」、当月後半(NF2)が「30円以上～50円未満」のグループが最も大きい。それに対して、どちらも引き上げ幅が最も大きい「50円以上」での資金フローの変化幅が最も小さい。「増配型」については、分配額の引き上げ幅に応じるような資金フローの増加は見られなかった。

図表9-1 「増配型」と「減配型」： 資金フローの変化幅

◎ 増配型： 平均額(億円)

資金フロー 状況		ファンド数 (本)	NF1	NF2
分配額 変化幅 (円)	0～10	8	2.0	7.4
	10～30	26	14.8	1.3
	30～50	11	10.6	17.0
	50以上	2	0.7	1.3

◎ 減配型： 平均額(億円)

資金フロー 状況		ファンド数 (本)	NF1	NF2
分配額 変化幅 (円)	0～5	4	-0.3	-0.1
	5～10	21	-0.8	0.3
	10～20	51	-3.8	-2.1
	20以上	32	-23.1	-13.5

(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

図表 9-2 「増配型」と「減配型」： 資金フローの変化幅

◎ 増配型： 平均額(億円)					◎ 減配型： 平均額(億円)				
資金フロー 状況		ファンド数 (本)	NF1	NF2	資金フロー 状況		ファンド数 (本)	NF1	NF2
分配額	0～50%	26	13.6	4.3	分配額	-20%～0%	29	-6.7	-3.4
変化率 (%)	50～100%	14	7.8	13.1	変化率	-40%～-20%	52	-8.5	-6.0
	100%以上	7	8.4	-1.6		-40%以上	27	-11.6	-4.6

(出所) 投信協会データを基に NFI 作成

一方、「減配型」の場合、当月前半 (NF1) でも当月後半 (NF2) でも「20 円以上」の減少幅が最も大きかった。当月後半 (NF2) の「5 円以上～10 円未満」を除き、全体的に概ね分配額の引き下げ幅に応じて減少した結果となった。これは減配によるファンドの売却や乗り換えの影響を受けている可能性がある。

図表 9-1 と違い、分配額の変化率 (変更前の分配額に対して分配額の変化幅の大きさを示す) を基準とした図表 9-2 では、「増配型」の当月前半 (NF1) において、「増配率 50%未満」の区分での資金フローの変化幅が最も大きく、当月後半 (NF2) では「増配率 50%以上～100%未満」が最も大きかった。いずれの期間も増配率が高いほど、資金フローの増加分も多いという結果が得られなかった。「減配型」について、当月前半 (NF1) では分配額減少率の増加につれ、資金流出分も大きくなったようだが、当月後半 (NF2) では同様の結果が確認できなかった。

#### 4. まとめ

2009 年の国内投信の販売が回復状況にある中、毎月分配型ファンドの売れ行きはとりわけ顕著であった。ファンドの売れ行きを左右する要素は、決して分配金だけではないが、本稿では分配水準と売れ行きの関係について検証を行った。

その結果、計測期間において、年間分配水準が高いほど、全体的に売れ行きがよい傾向が見られた。また、月間分配額の推移を見た際、月間分配額増につれ、その後のファンドの売れ行きが上昇する引き上げ効果ともいえるべき事象が確認された。一方で、減配となったファンドでは、売れ行きが低迷になる引き下げ効果も観察された。しかしながら、分配額の増減動向とその後の資金フローを見ると、その直後の売れ行きには反応が見られたが、分配額の増減幅に呼応するような資金フローの変化は確認できなかった。