

コロナショック下のファンド投資家動向 ～リーマンショックとコロナショックから～

Research Report
2020年6月

資産運用研究所
主任研究員
藤原 崇幸

要 約

2019年12月31日に中国湖北省武漢市で新型肺炎がWHO（世界保健機関）に報告されて以来、新型コロナウイルスは勢いを徐々に増し、今なお世界経済に大きな影響を与え続けている。株式市場をはじめとする金融市場が大きく乱高下する中、ファンド投資家の投資態度はどのような状態であったかについて、リーマンショックと比較しながら確認した。

サブプライムローン問題に端を発し、米国の大手投資銀行であったリーマン・ブラザーズが経営破綻したリーマンショック期、新型コロナウイルスの蔓延を抑制するため世界各国が厳しい経済活動制限などを行ったコロナショック期のどちらも金融市場は大きく乱高下した。投資家にとっては心理的な面を含め、どのような投資行動を選択すべきか非常に難しかったと思われる。

ファンドの資金動向をみると、リーマンショック期間のファンドの投資行動は低調であり、資金流入は続したが直前と比較して大きく減少した。また、リーマンショック直後もリーマンショック直前の水準までの回復には至らなかった。一方、コロナショック期間は、その直前と比べてファンドの投資行動が活発化し、純流出であったコロナショック直前から一転してコロナショック期間は純流入となった。

コロナショック期のファンド投資家の投資態度をリーマンショック期と比較すると、①「大きく下落したリスク資産への投資選好が鮮明」、②「分散投資が中心の「複合」タイプのファンドに対する投資態度は、ショックを経ても変化なし」といったことが読み取れた。①からは、さまざまなショックに対応する形で金融市場の安定化が図られ、ファンド投資家もそのような点を理解し、過度のリスク回避的なスタンスを取らなかったのではないかと考えられる。また、②からは、長期的な資産形成において市場動向に左右されない投資態度が重要であることがファンド投資家に浸透してきた表れではないかといったことが考えられる。

さまざまな制度改革や啓蒙活動を通じて、資産運用に対するファンド投資家の理解が深まり、実際の投資態度にも表れていたことが窺えた。

目次

1. リーマンショック期、コロナショック期の金融市場動向
2. リーマンショック期、コロナショック期のファンド資金動向
3. ファンド分類別でみたリーマンショック期、コロナショック期のファンド資金動向
4. リーマンショック期、コロナショック期から推察されるファンド投資家の投資態度
5. おわりに

1. リーマンショック期、コロナショック期の金融市場動向

2019年12月31日に中国湖北省武漢市で病因不明の肺炎事例（のちに新型肺炎と判明）がWHO（世界保健機関）に報告されて以来、新型コロナウイルスは勢いを徐々に増し、今なお世界経済に大きな影響を与え続けている。株式市場をはじめとする金融市場が大きく乱高下する中、ファンド投資家の投資態度はどのような状態であったか、本稿では2008年のリーマンショックと比較しながら確認する。

はじめに、今回の分析対象とするリーマンショック、コロナショックそれぞれについて、次のように分析対象期間を定める。

【リーマンショック】サブプライムローン問題が意識され始めた2007年11月を起点

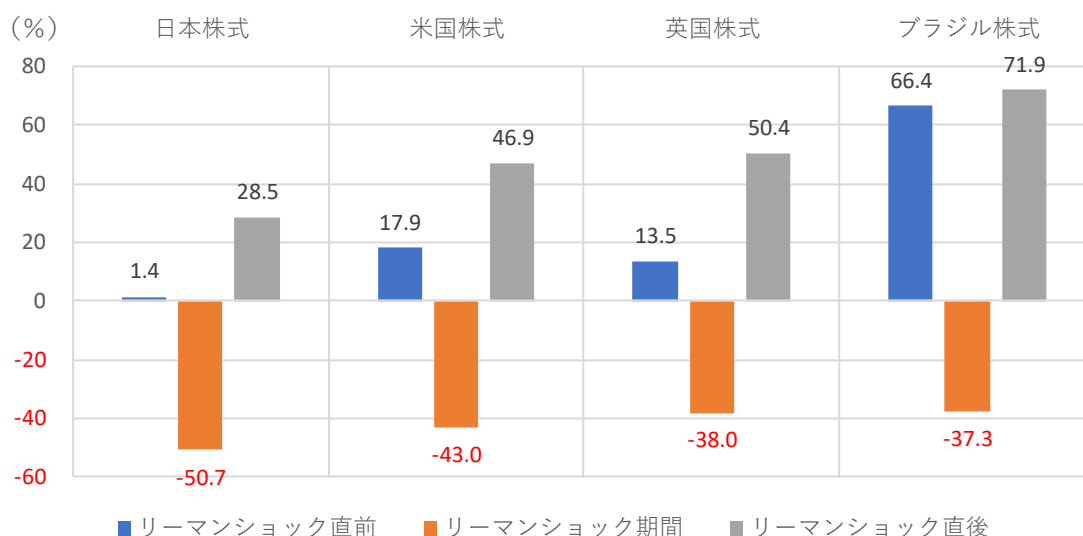
- リーマンショック直前：2006年11月～2007年10月
- リーマンショック期間：2007年11月～2009年3月
- リーマンショック直後：2009年4月～2010年3月

【コロナショック】新型コロナウイルスが大きく意識され始めた2020年1月を起点

- コロナショック直前：2019年1月～2019年12月
- コロナショック期間：2020年1月～2020年3月

次に、リーマンショック、コロナショックにおける主な金融市場の動向を確認していく。図表1、5は主な株式指数の騰落率（すべて現地通貨建て）、図表2、6は主な債券指数の最終利回り変化、図表3、7は主なリート指数の騰落率（すべて現地通貨建て）、図表4、8は主な通貨の対円騰落率である。

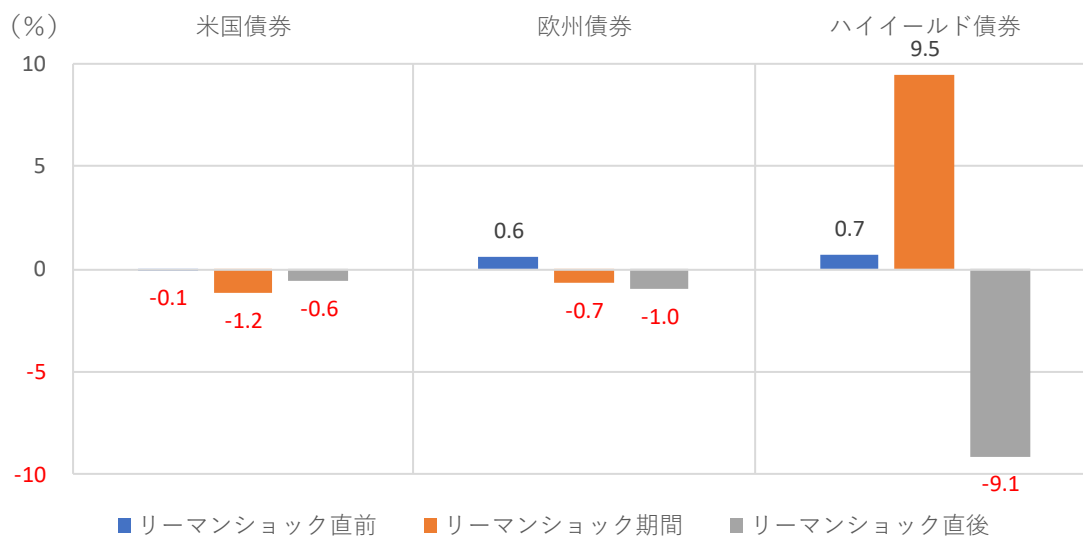
図表1 リーマンショック期の主な株式指数¹の騰落率（現地通貨建て）



（出所）REFINITIV より日興リサーチセンター作成

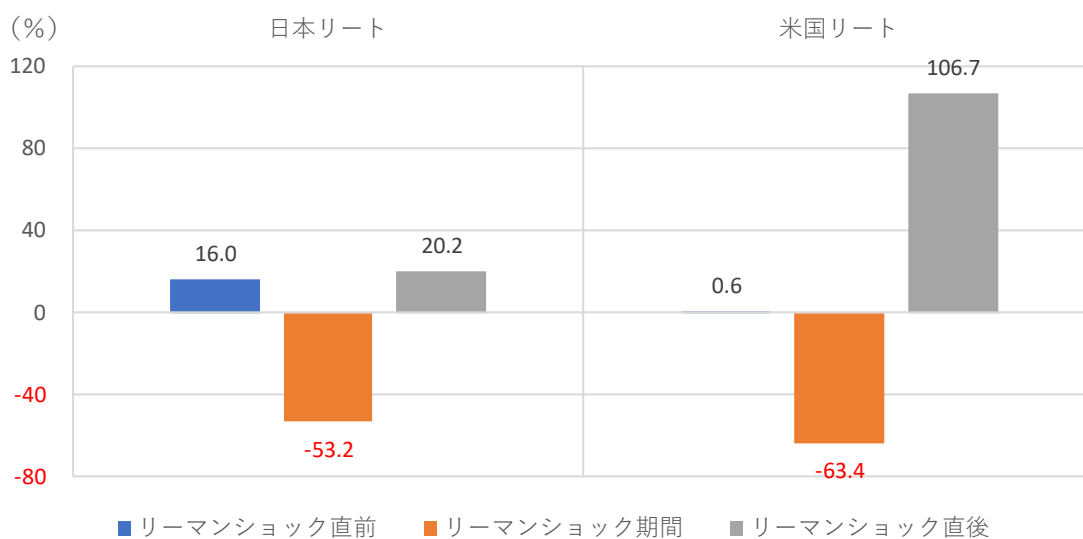
¹ 日本株式はTOPIX、米国株式はNYダウ、英国株式はFTSE100、ブラジル株式はボブスバ指数（いずれも配当込み）

図表2 リーマンショック期の主な債券指数²の最終利回り変化



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表3 リーマンショック期の主なリート指数³の騰落率（現地通貨建て）

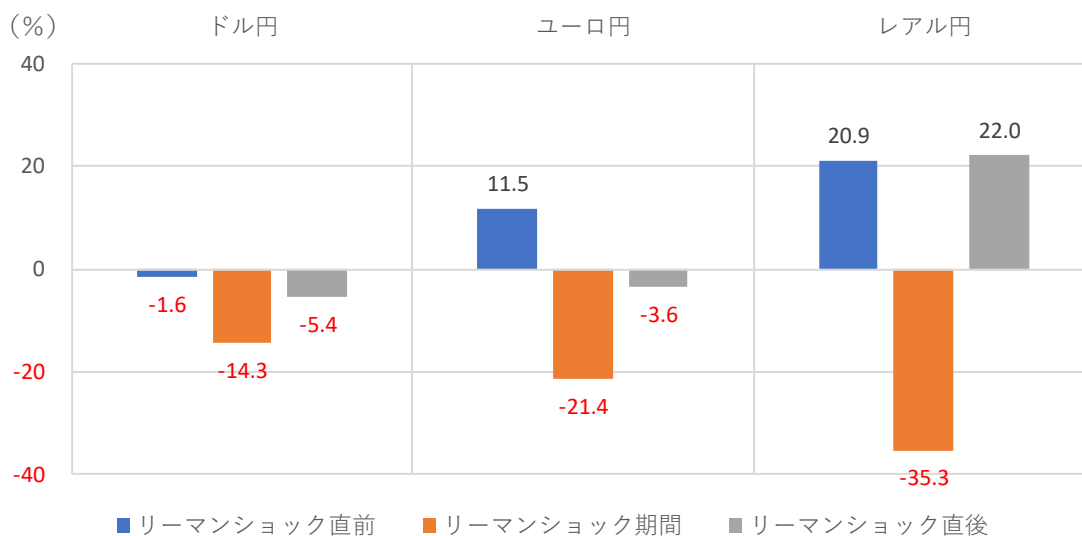


(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

² 米国債券は Bloomberg Barclays 米国総合、欧州債券は Bloomberg Barclays 汎欧州総合、ハイイールド債券は Bloomberg Barclays グローバルハイイールド

³ 日本リートは東証リート指数、米国リートは FTSE NAREIT Equity（いずれも配当込み）

図表4 リーマンショック期の主な通貨⁴の対円騰落率



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

リーマンショック直前の株式市場は、ブラジルをはじめ新興国株式市場が大きく上昇し、欧米の株式市場も堅調であった。債券市場では、欧米債券の最終利回りが4~5%台、ハイイールド債券は8%台で推移し、同期間の米国債券の最終利回りはほぼ変化なく、欧州債券、ハイイールド債券の最終利回りは比較的緩やかな上昇であった。一方、リート市場では日本は比較的好調であったが、米国はサブプライムローン問題が顕在化し始めていたこともあり、ほぼ変わらずであった。また、為替市場では、ブラジルレアルに対して大幅に円安、ユーロに対しても11.5%の円安となったが、ドルに対してはわずかに円高であった。

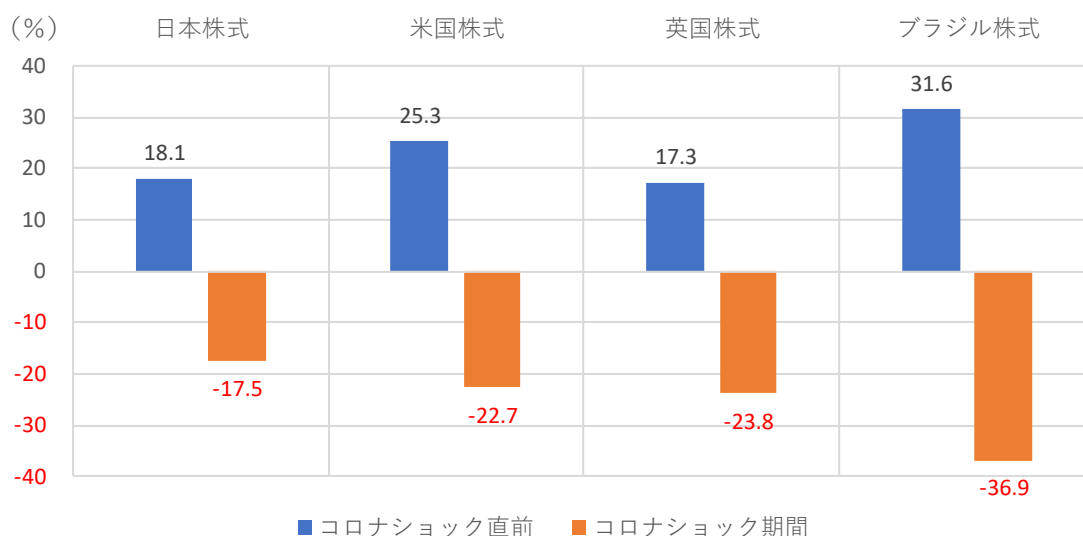
リーマンショック期間は、サブプライムローン問題に端を発し、米国の大手投資銀行であったリーマン・ブラザーズが経営破綻するなど、金融市場において急激な信用収縮が起こり、世界経済に動揺が走った。そのような中、当期間の株式市場、リート市場は-40%~-60%と大幅に下落した。また、為替市場はリスク避難先として円が選択され、各国通貨に対して大幅に円高となった。債券市場は、格付けが低いハイイールド債券の最終利回りが+9.5%と大幅に上昇（価格は下落）したが、投資適格である米国債券や欧州債券の最終利回りは1%前後の低下（価格は上昇）となった。

米国のFRB（連邦準備理事会）による量的金融緩和策や中国による大規模な経済対策もあり、金融市場の混乱からようやく落ち着きを取り戻してきたリーマンショック直後は、株式市場、リート市場とも一転して大幅な上昇となった。株式市場は、欧米、新興国の戻りが大きく、ブラジル株式はリーマンショック直前の水準を回復し、リートも米国が+106.7%と大幅に上昇した。一方、どちらの市場も日本は戻りがやや小さかった。債券市場をみると、ハイイールド債券の最終利回りが-9.1%と大きく低下（価格は上昇）した。なお、リーマンショック期間に質への逃避から最終利回りが低下した欧米債券で

⁴ ドル円は米ドル対円為替、ユーロ円はユーロ対円為替、レアル円はブラジルレアル対円為替

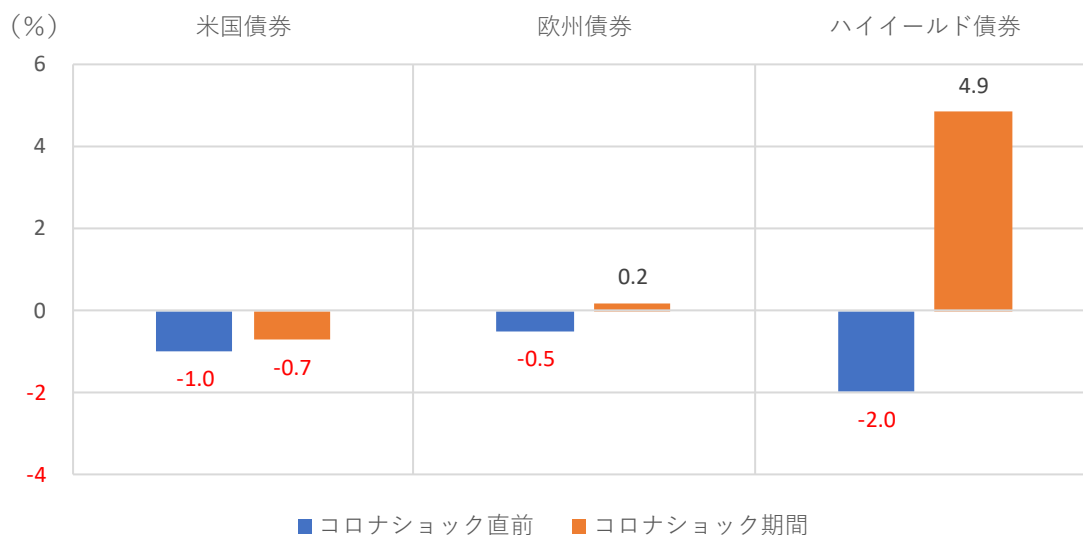
あるが、リーマンショック直後も質への逃避は続き、さらに低下した。また、為替市場は、ドル、ユーロに対して円高がさらに進んだが、ブラジルレアルに対してはリーマンショック直前の水準までは戻らないものの大幅に円安に転じた。

図表 5 コロナショック期の主な株式指数の騰落率（現地通貨建て）



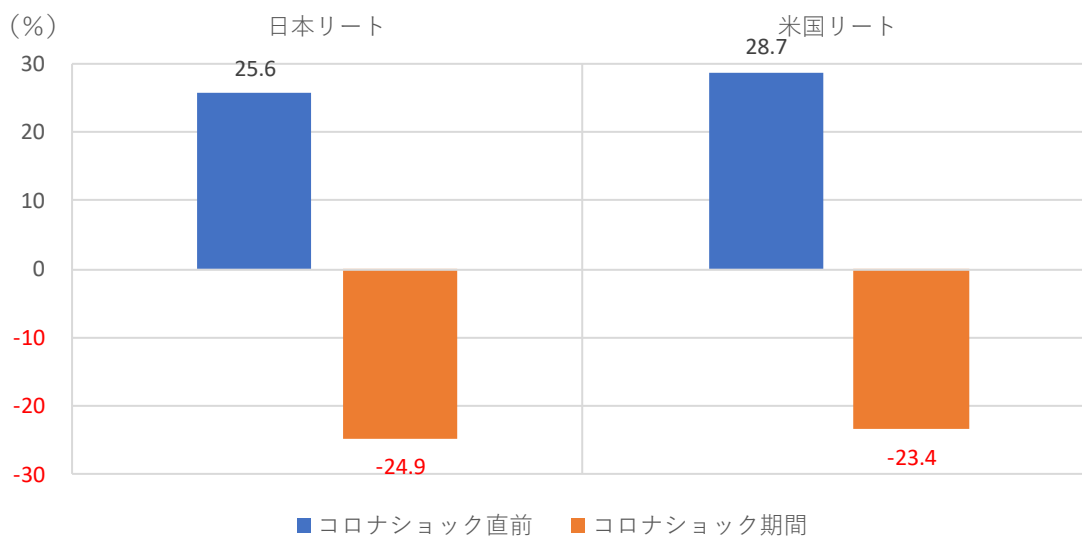
(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 6 コロナショック期の主な債券指数の最終利回り変化



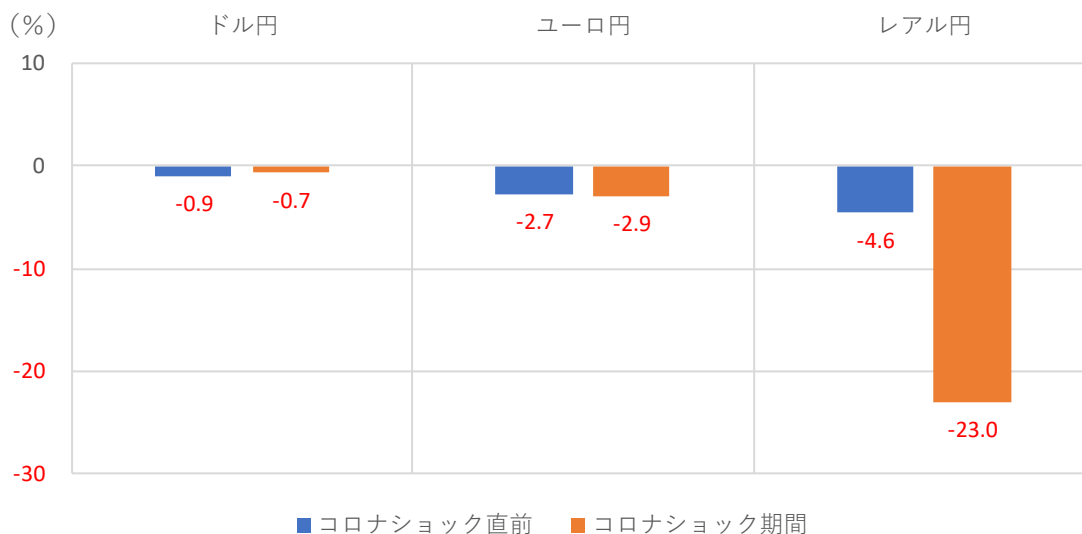
(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表7 コロナショック期の主なリート指数の騰落率（現地通貨建て）



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表8 コロナショック期の主な通貨の対円騰落率



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

続いて、コロナショック期の市場動向をみていく。コロナショック直前となる2019年の株式市場は、米中の通商交渉に対する進展期待やFRBによる相次ぐ利下げなどもあり、米国では最高値を更新するなど先進国市場、新興国市場とも大きく上昇した。債券市場では、欧米債券とも歴史的な低金利下にあったが、FRB、ECB（欧州中央銀行）の利下げなどから同期間の最終利回りはさらに低下した。また、リスクオンの状況からハイイールド債券のクレジットスプレッドは大幅に低下し、最終利回りは2.0%低下した。さらに、金利低下による借り入れコストの削減や順調な経済環境からリート市場も好調で、日米とも大幅な上昇であった。一方、為替市場では、米国、欧州、ブラジルといった各国中央銀行が相

次いで利下げを行った要因もありドル、ユーロやブラジルレアルに対してやや円高が進行した。

コロナショック期間は、中国湖北省武漢市が発端とされる新型コロナウイルスは 2020 年 1 月以降、瞬く間に世界中へと感染を拡大していった。感染が広がるにつれ、各国政府はロックダウンや外出自粛要請を行い、人の流れや経済活動を急速に制限していった。そのような中、リーマンショック期間同様、金融市場はリスクオンからリスクオフに急転し、NY ダウは過去最大の下げ幅を記録するなど当期間の株式市場は大幅に下落した。また、堅調に推移していたリート市場も一転して大幅下落となった。債券市場は、格付けが低いハイイールド債券の最終利回りが +4.9% と大幅に上昇（価格は下落）したが、投資適格である米国債券の最終利回りはさらに低下、欧州債券の最終利回りはほぼ変わらずであった。為替市場もリスク避難先として円が選択されたが、ドル、ユーロに対してはリーマンショック期間ほどの円高にはならなかった。一方、ブラジルレアルに対しては円高が進行した。

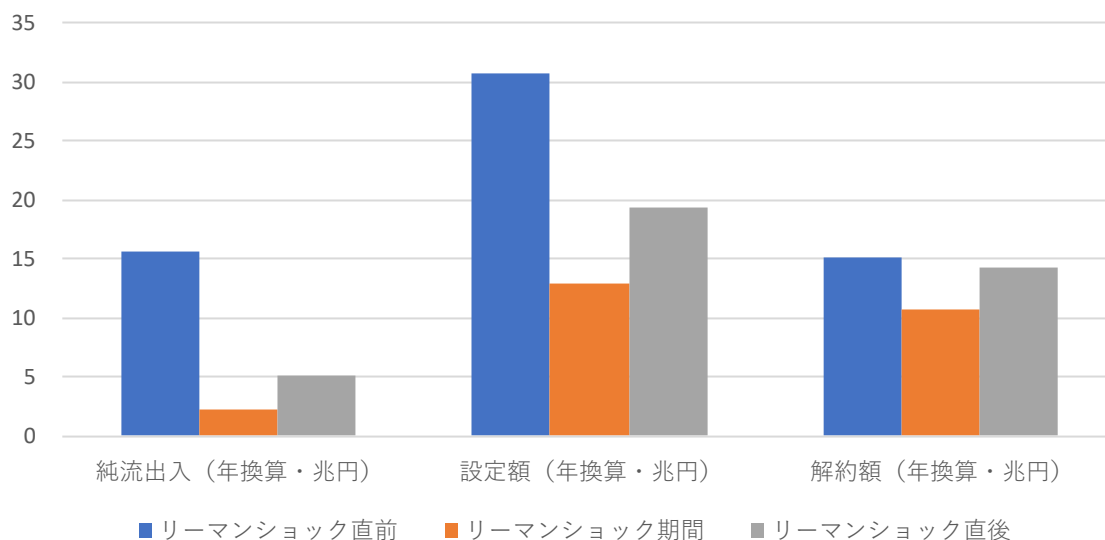
2. リーマンショック期、コロナショック期のファンド資金動向

前章で述べたように、リーマンショック期、コロナショック期において金融市場は大きく乱高下し、投資家にとっては心理的な面を含め、どのような投資行動を選択すべきか非常に難しかったと思われる。

そこで、第 2 章では、ETF を除くファンドを対象に資金動向を確認し、資金動向から読み取れるリーマンショック期、コロナショック期におけるファンド投資家の投資行動を推察する。なお、各期については、実際の経過期間が異なるため、比較しやすいように年換算した数値を用いる。

はじめに、リーマンショック期のファンド資金動向を確認する(図表 9)。リーマンショック直前には、設定額は 30.8 兆円、解約額は 15.2 兆円で、純流出入は 15.6 兆円の流入であった。その後、リーマンショック期間においては、投資家の投資行動が大きく縮小し、設定額は 4 割減の 12.8 兆円、解約額も 10.7 兆円となり、純流出入は流入を維持したものの 2.2 兆円にとどまった。

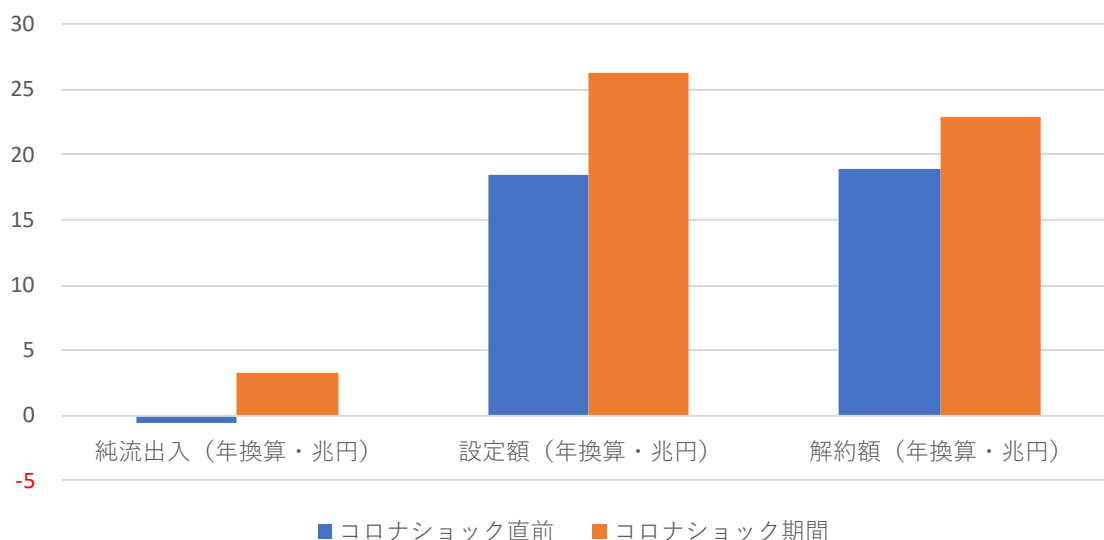
図表 9 リーマンショック期のファンド資金動向（年換算）



(出所) 投資信託協会より日興リサーチセンター作成

そして、リーマンショック直後も、投資家の投資行動はリーマンショック直前の水準まで戻ることはなく、設定額はリーマンショック直前の6割程度の19.4兆円にとどまった。一方、解約額はリーマンショック直前の水準に近い14.3兆円となり、純流出入は流入を維持したものの5.1兆円であった。

図表 10 コロナショック期のファンド資金動向（年換算）



(出所) 投資信託協会より日興リサーチセンター作成

次に、コロナショック期のファンド資金動向を確認する（図表 10）。前章でも確認したように、コロナショック直前は、米国をはじめとする世界の金融市場は好調な状況が続いていた。一方、ファンド投資家はこのような状況の中、積極的なファンド購入を控え、設定額は 18.4 兆円、解約額は 18.9 兆円で、純流出入は 0.5 兆円の流出であった。しかし、その後、市場環境がリスクオフとなったコロナショック期間においては、これまでの慎重な姿勢からやや積極的になり、設定額は 4 割増の 26.2 兆円、解約額も 2 割増の 22.9 兆円となり、純流出入は 3.3 兆円の純流入に転じた。

このようにコロナショック期間においては、リーマンショック期間と異なり、ファンド投資家はその直前と比較して積極的な投資行動にシフトしたと推察される。次章では、ファンド分類ごとの資金動向から、ファンド投資家の投資行動をさらに詳細に推察する。

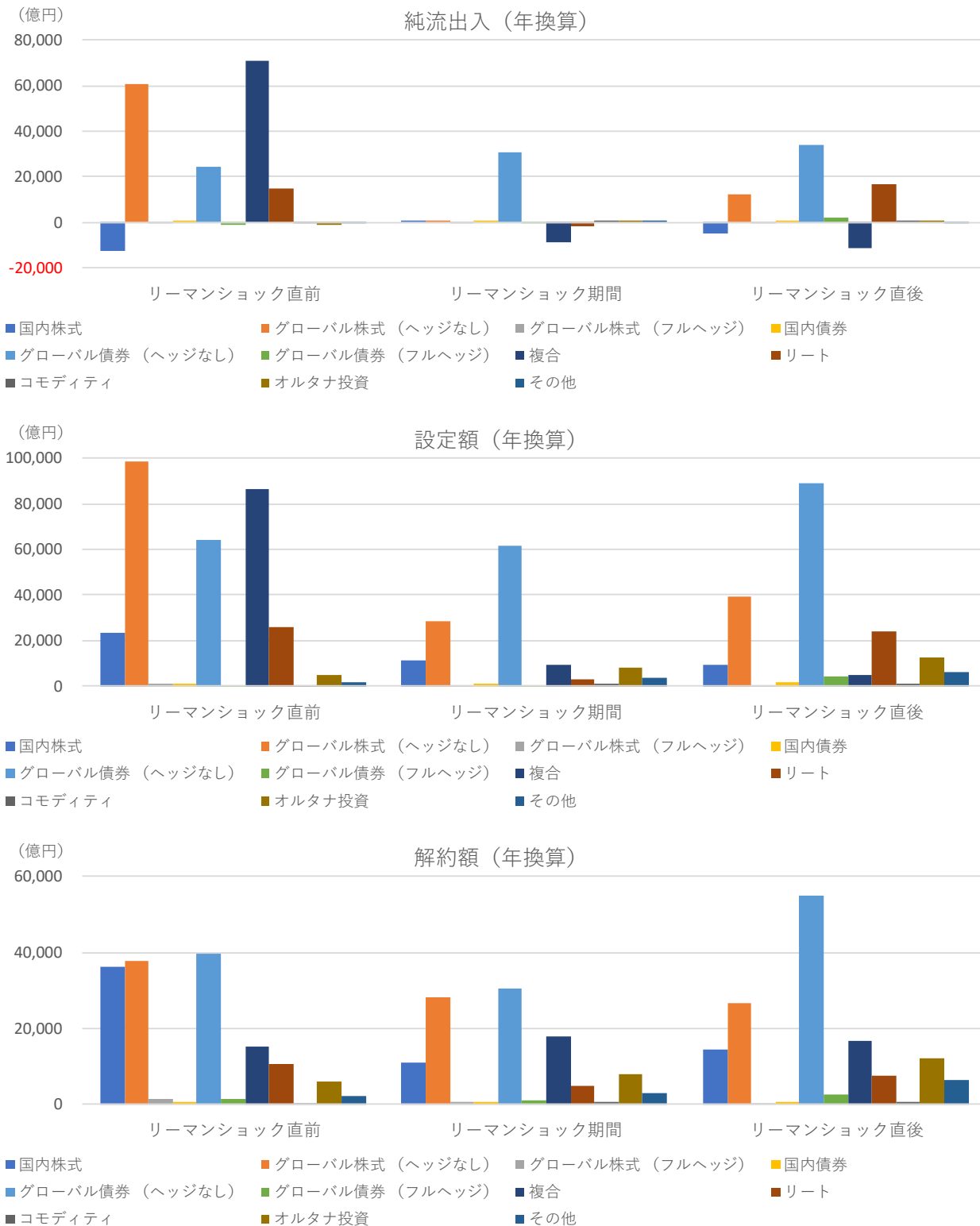
3. ファンド分類別でみたリーマンショック期、コロナショック期のファンド資金動向

第 2 章ではリーマンショック期、コロナショック期におけるファンド全体の資金動向の変化を確認したが、本章では日興大分類を用いて、ファンド分類別の資金動向の変化を確認し、そこから読み取れるファンド投資家の投資行動を推察する。

はじめにリーマンショック期のファンド分類別の資金動向について確認する。リーマンショック直前は、設定額が解約額を大きく上回り、ファンドの資金動向は 15.6 兆円の純流入であったが、その中心となったのは「複合」、「グローバル株式（ヘッジなし）」、「グローバル債券（ヘッジなし）」、「リート」

であった。一方、「国内株式」からは1.3兆円の資金が流出していた。

図表 11 リーマンショック期の日興分類別ファンド資金動向（年換算）



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

リーマンショック直前において、ファンド投資家は海外資産への投資選好が強かった。とりわけ純流入が大きかった「複合」、「グローバル株式（ヘッジなし）」をみると、「複合」は株式、債券、リートなどに分散投資するファンド、「グローバル株式（ヘッジなし）」は先進国株式、アジア・オセアニア株式に投資するファンドに対する投資選好が強かった。

次に、金融市場が大きく混乱したリーマンショック期間をみる。当期間は金融市場で過去に類をみないほどの信用収縮が起こり混乱をきたしたが、ファンドへの資金動向は設定額が解約額を上回り、リーマンショック直前より大きく減少したものの、2.2兆円の純流入を確保した。ただし、その内訳をみると、リーマンショック直前には、資金流入が目立っていた「複合」、「リート」は一転して資金流出に転じており、「グローバル株式（ヘッジなし）」もわずかな流入にとどまっている。市場環境が一瞬にして大きく変化し、大幅な円高となるなどリスクを抱え辛くなった中、先進国株式、アジア・オセアニア株式に投資するファンドだけでなく、株式、債券、リートなどに分散投資するファンドからも資金の流出がみられた。なお、エマージング株式に投資するファンドへは資金流入が継続していた。また、リーマンショック直前に大きく資金が流出していた「国内株式」はわずかではあるが純流入に転じ、「グローバル債券（ヘッジなし）」はリーマンショック直前を上回る資金が流入した。「グローバル債券（ヘッジなし）」の中では、エマージング債券に投資するファンドへ大幅な資金の流入がみられた。当期間においては、「複合」から資金が流出する一方で、株式、債券とも相対的にリスクが高いとみなされるエマージング市場に投資するファンドへの資金流入がみられたことは興味深い点であった。

リーマンショック直後をみると、資金流入は継続しているが、リーマンショック直前の水準の3分の1程度にとどまっている。リーマンショック期間には資金流入に転じていた「国内株式」であったが、リーマンショック直前同様、再び資金流出となった。また、「複合」からは資金の流出がリーマンショック期間よりも増加している。一方、「グローバル株式（ヘッジなし）」はアジア・オセアニア株式、中南米株式に投資するファンドを中心に資金が流入し、「リート」にはリーマンショック直前を上回る資金の流入がみられた。ただし、最も資金流入が多かったのは「グローバル債券（ヘッジなし）」で、リーマンショック期間同様、エマージング債券に投資するファンドへの資金の流入が目立った。

続いて、コロナショック期のファンド分類別の資金動向について確認する。リーマンショック直前と異なりコロナショック直前は、各国株式市場やリート市場などが好調な中、ファンドの資金動向は解約額が設定額をやや上回り、5,000億円の純流出であった。「国内株式」、「グローバル債券（ヘッジなし）」からの資金流出が中心で、「グローバル株式（ヘッジなし）」からも資金が流出していた。なお、「複合」へは1.7兆円の資金が流入し、「リート」へも3,000億円弱の資金が流入していた。

次に、コロナショック期間のファンド資金動向をみると、ファンドへの投資行動が大きく控えられたリーマンショック期間と大きく異なり、設定額、解約額ともコロナショック直前より増加し、3.3兆円の純流入となった。「国内株式」、「グローバル株式（ヘッジなし）」、「複合」に投資するファンドにおける投資行動が活発となり、「複合」は2.0兆円、「グローバル株式（ヘッジなし）」も1.9兆円の純流入となった。一方、「グローバル債券（ヘッジなし）」、「グローバル債券（フルヘッジ）」からは多額の資金

が流出した。

図表 12 コロナショック期の日興分類別ファンド資金動向（年換算）



（出所）投資信託協会より日興リサーチセンター作成

4. リーマンショック期、コロナショック期から推察されるファンド投資家の投資態度

これまで、第2章、第3章でリーマンショック期、コロナショック期それぞれの期間におけるファンド資金動向をみてきた。その資金動向からリーマンショック期とは異なるコロナショック期のファンド投資家の投資態度として主に次の2つのことが読み取れる。

- ① 大きく下落したリスク資産への投資選好が鮮明
- ② 分散投資が中心の「複合」タイプのファンドに対する投資態度は、ショックを経ても変化なし

上記の背景については、次のようなことが考えられる。

上記①については、これまでさまざまなショックを経験するなかで、金融市場の安定化を図れるよう金融当局などは金融制度の刷新を図ってきたが、ファンド投資家もそのような点を理解し、過去のショック後の動きも踏まえ、過度のリスク回避的なスタンスを取らなかったのではないかと考えられる。特に、今回のショックも株式市場などが大幅に下落したものの、ショックの要因は自然災害であり、各国政府も大規模かつスピード感をもって新型コロナウイルス対策に取り組み、基本的に金融システムや経済基盤は損なわれていないとの見方も背景にあったのではないかと考えられる。

上記②については、株式や債券、リートなど複数の資産に分散して投資する「複合」タイプのファンドは長期的な視点での資産運用においてカギとなるファンドであること、長期的な資産形成において市場動向に左右されない投資態度が重要であることが少なからずファンド投資家に浸透してきている表れではないかと考えられる。また、今回のショックが比較的短期間で回復しつつあることも投資態度に変化を与えなかった要因ではないかと考えられる。

リーマンショック期、コロナショック期の2時点の比較ではあるが、さまざまな制度改正や啓蒙活動を通じて、資産運用に対するファンド投資家の理解がさらに深まり、実際の投資態度にも表れていたことが窺えた。

5. おわりに

今般のコロナショックは、新型コロナウイルスという未知の自然災害が世界経済に大きく影響を及ぼしているが、今後もさまざまな要因が金融市場にショックを与えると思われる。資産運用においてショックを回避することは難しいが、高齢化社会がますます進展することが想定される中、個々人の資産形成は非常に重要なものであり、これからも可能な限りの情報から金融市場に対する見直しを行い、適切な投資判断をもって長期的な視点で資産運用を行うことが重要となる。そのためには、金融制度のさらなる充実、市場動向に関するタイムリーかつ適切な情報発信、幅広い資産運用に関する情報提供や金融知識に関する啓蒙活動などの充実も一層求められる。このような活動を通じて、健全な資産形成が実践されることを期待したい。

(END)