Working Paper Series

WIF-12-001：March 2012

わが国の投資信託市場におけるハーディング行動

－ 新興国株式ファンドの設定状況と投資家への示唆 －

俊野 雅司

早稲田大学ファイナンス総合研究所

http://www.waseda.jp/wnfs/labo/index.html

わが国の投資信託市場におけるハーディング行動
― 新興国株式ファンドの設定状況と投資家への示唆 ―

俊野雅司
大和ファンド・コンサルティング

要　旨

一般的に投資信託市場では、投資家が関心を持ちやすいテーマに関する商品が集中的に設定されやすい。最近では、先進国よりも相対的に高い成長性が期待できる新興国の株式を投資対象にした商品が人気を集めている。

わが国の投資信託市場において 1991 年１月から 2008 年６月までの新興国株式ファンドの設定状況を調べたところ、過去１年以内に市場インデックスが高い収益率を示した時期ほど、件数・金額ともに多くのファンドが集中的に設定されやすいことがわかった。ハーディング行動およびポジティブ・フィードバック取引の存在と整合的な分析結果である。設定後３年間の市場インデックスを見ると、多くの件数ないし金額のファンドが設定された時期ほど、その後の収益性は劣る結果となるやすいことも明らかとなった。

中国市場に特化したファンドのように毎月定期的に設定される傾向のある市場では、ファンド設定が多かった時期でもその後のパフォーマンスの劣後傾向は見られなかった。ところが、中国以外の BRICs 構成国や ASEAN 諸国を投資対象にしたファンドのように、普段は設定されることが少ないが、市場の好調な時期に集中的に設定されやすいファンドの場合には、ファンド設定後、相対的に市場収益率が悪化する傾向が見られる。最近の市場の好調さが好感され、集中的にファンドが設定される時期の新興国株式ファンドは、その後、収益性が劣後する可能性があるため、注意が必要である。

はじめに

日本銀行の資金循環統計によると、2010 年度末時点のわが国の個人金融資産（家計部門の金融資産残高）は 1,476 兆円となっており、そのうち現預金が 816 兆円、保険・年金準備金が 420 兆円、株式・出資金が 90 兆円（うち株式は 61 兆円）、株式以外の証券が 91 兆円などとなっている。株式以外の証券のうち、国債と財投債が 31 兆円を占め、投資信託受益証券の保有残高が 53 兆円となっている。日本人は保守性が強く、自らの判断で元本割れするリスクを伴う資産へ投資することはためらう傾向があると指摘されることが多い。そのため、株式や投資信託への配分比率は欧米先進国の国民と比べると著しく低い。ちなみに、アメリカの統計局（U.S. Census Bureau）のデータでは、2009 年末時点のアメリカ人の個人金融資産総額は 45.1 兆ドルであったのに対して、株式の保有残高は 7.7 兆ドル（17.1%）、投資信託は 4.4 兆ドル（9.8%）となっており、それぞれに対する日本人の保有比率（株式は 4.1%、投資信託は 3.6%）と比べると、数倍の水準となっている。

日本による直接的なリスク資産への投資比率は低いとしても、保険や年金を通じて株式や債券への投資を間接的に行っているため、実質的なリスク資産への投資はそれほど低くないという見方もできる。しかしながら、本格的な少子高齢化時代の到来を受けて、年金財政は厳しい状況になりつつあり、年金財政の破綻を避けるために、今後、年金受給額の削減や年金受給年齢の先延ばしなどの対応策が講じられる可能性が少なくない。そのため、今後は、直接的な資本市場での資産運用や投資信託を通じた間接的な資本市場への投資を通じて、個々人の自助努力による中長期的な資産形成の必要性が高まってきていると考えられる。

そこで、本稿では、わが国の国民にとって重要な資産形成手段である投資信託市場における商品設定の状況について考察を行うこととする。一般的に投資信託は、大きな値上がりが期待できそうなどの理由で投資家の関心の高いテーマに関する商品が設定される傾向がある。わが国では、1990 年代以降の経済は「失われた 10 年」とか「失われた 20 年」とか言われており、1980 年代後半に見られたバブル経済の崩壊後は、経済成長率が非常に低い状況が続いている。このような経済環境下、日本株式は投資家にとって魅力の劣る投資対象となっており、1989 年末に日本株式のインデックス・ファンドへ 100 万円投資したとすると、2010 年末時点では 39 万円にまで値下がりしている計算になる。このような状況のもとで注目度の高まってきた投資対象が新興国株式である。中国やインドなど経済成長率の高い国の株価高騰を反映して、新興国株式へ 1989 年末に 100 万円投資したとすると、2010 年末には 502 万円にまで資産価値が増えた計算になる。21 年間の年率リターンは約８％である。このような絶好の投資機会の登場を受けて、投資信託市場では、新興国株式への投資をテーマとする商品が数多く設定された。わが国では、1986 年に初めて新興国株式市場への投資をテーマとする投資信託が設定されたが、その後、2010 年末までの 25 年間に設定された新興国株式関連のファンドは 480 本を超えており、これらの投資信託へ投資された金額は５兆円を超えている。

しかしながら、新興国株式ファンドへの資金流入のペースは一様ではなく、新興国経済の好不調を反映して、大きな波が見られる。特に 1997 年７月にタイで発生したアジア通貨危機では、この影響が韓国やインドネシアなどのアジア諸国へ伝播したばかりでなく、翌年にはロシア、翌々年にはブラジルにまで影響が及ぶこととなった。この間、リスク資産

に対する回避傾向が著しく強まり、極度の安全指向の高まりが見られた。その結果、たとえ大幅に割高であったとしても相対的に安全性の高いアメリカの国債市場へ大量に資金が流入する「質への逃避」（flight to quality）と呼ばれる現象が起こった。2008 年の秋に発生したリーマンショック時にも、同様の現象が起こっている。このような市場環境の変化を踏まえて、新興国株式のリターンも大きな上下動を示しており、これらの市場への投資をテーマとする投資信託の設定状況に大きな影響を与えている。

新興国株式市場のように、中長期的には高いリターンが期待できるが、短期的には大きな価格変動が生じる投資対象に対する投資家の反応として予想される行動は、過去リターンが低い時期には警戒感が高まり投資を控えるが、過去のリターンが高い時期には、投資意欲が高まり、活発に投資しようとするポジティブ・フィードバック取引が挙げられる。また、過去の市場リターンが著しく高く、市場における注目度が高まってくると、新興国株式を対象とするファンドの設定も応募も同時に膨らむハーディング行動も見られる可能性が高い。本稿では、わが国の投資信託市場において、「新興国株式市場のリターンが好調な時期に、これらの市場を対象とするファンドが集中的に設定される」という仮説に対する検証を行うことを主な目的とする。過去に市場が好調な時期に設定されたファンドを購入した場合に、その後も継続的に市場が好調であり続ける保証はなく、場合によっては、新興国株式を投資対象とするファンドが集中的に設定された時期にこれらのファンドを購入した投資家は、平均回帰的な市場リターンの影響を受けて、投資成果はむしろ悪化する可能性がある。そのため、新興国ファンドが設定される本数や設定金額の大きさと、その後の新興国市場のリターンの関係を分析することによって、ポジティブ・フィードバック取引もしくはハーディング行動が結果的にどのような投資結果をもたらしていたかも分析対象に加える。

一概に新興国市場といっても、アジアや東欧・ロシア、南米では状況が異なる。また、同じアジアの中でも、中国とインドのように巨大な人口を抱えており、消費意欲の旺盛な国と韓国や台湾のような新興工業国、ASEAN 諸国[1]のような東南アジアの農業・資源国、中東のように石油産業中心の国では、経済環境や市場環境が大きく異なる。投資信託の商品設定上も、新興国株式全体を対象にしたものばかりでなく、アジアや東欧、南米等地域を大まかに限定して投資するもの、さらに ASEAN やアジア NIES[2]等、投資対象を細分化するもの、中国やインド、ブラジル等、投資対象の国まで特定化するものまできわめて多様である。また、BRICs[3]や VISTA[4]など、市場を横断して、新興国をグループ化するような試みも見られる。そこで、新興国株式ファンド全体を対象にした分析に加えて、BRICs や ASEAN 諸国を対象に限定したファンドの設定状況とその前後の市場リターンとの関係についても追加的に分析を行う。

本稿では、まず１において投資信託市場を対象にしたハーディング行動やポジティブ・フィードバック取引に関する過去の文献のサーベイを行う。次に、２では、本稿の分析で用いるデータの内容、３では、本稿における分析の目的と方法を記述する。さらに、４では、新興国株式市場とわが国の投信市場におけるファンドの設定状況、５では、ファンドの設定状況とその前後の市場リターンの関係に関する予備的な考察を行う。次に、６では、本稿で設定した仮説の有効性に関する統計的な計測を行ったうえで、最後に７では、本稿の意義と今後取り組むべき研究の課題について取りまとめる。

１．関連する文献の整理

投資信託を始めとする機関投資家の運用におけるハーディング行動の分析に関する文献はいくつか見られる。まず、Lakonishok, Shleifer, and Vishny[1992]（LSV）では、1985 ～89 年の年金向け株式運用商品の四半期末時点における株式保有明細に基づいて、個別銘柄ごとの保有株式数の増減を調べ、ファンド・マネージャーごとの投資動向を推測した（保有株式数の増加を買い越し、減少を売り越しと見なした）。株式 i を買い越したファンド・マネージャーの数を B(i)、売り越したファンド・マネージャーの数を S(i)とした場合に、(1)式のようなハーディング指標を定義した。

$$H(i) = \left| \frac{B(i)}{B(i)+S(i)} - p(t) \right| - AF(i) \qquad (1)$$

それぞれの株式に関して、何らかの投資行動（買い越しもしくは売り越し）を示したアクティブなファンド・マネージャーのうち、同時に買い越しもしくは売り越すマネージャーが多かった場合に、一方向の取引に偏っていたと見なしたのである。ただし、市場動向によっては、多くのファンド・マネージャーが買い越しや売り越しの一方に偏った投資行動を示す可能性があるため、ｔ期における全銘柄に関する平均的な買い越し比率（p(t)）を控除することにしている。ある四半期に平均して 52%の取引が買いであった場合に、株式 i に関しては買いの比率が 55%であった場合には、３%分のハーディング行動が見られたと評価するのである。最後に、p(t)を成功確率と見なした場合の二項分布を想定した場合に、ハーディング指標の期待値が０になるように、調整項（AF; adjusting factor）を控除している。

その結果、LSV では、平均的に 52.7%のファンド・マネージャーが同一方向の売買を行っていたことを示し、統計的には有意な結果が検出されたが、価格形成に影響を及ぼすほどの顕著なハーディング行動とは言えないと結論づけている。また、LSV では、株式の規模と過去のリターン（計測は１四半期と１年）に基づいて、それぞれ５分位ずつに分類したうえでハーディング指標を計測したところ、時価総額が小さい株式に関しては、過去のリターンが低い株式ほどファンド・マネージャーから同時に売り越される傾向が存在することを示した。値下がりしている小型株を保有していることが明らかになると、運用能力に問題があると認識されるリスクがあるため、このような株式を売却して期末時点のポートフォリオを良く見せたいというインセンティブ（window dressing）が働いていた可能性があると指摘している。

Wermer[1999]は、LSV の定義に基づいて、1975～94 年の投資信託におけるハーディング行動の有無を分析したところ、サンプル全体のハーディング指標は 3.4%（LSV では 2.7%）とわずかに LSV よりは大きな数値となったことを示した。この数値は、100 人のファンド・マネージャーがある株式を売買した場合に、３～４人がどちらか一方向へ偏った売買を行う傾向があることを示しているに過ぎず、決して高い値ではないと指摘している。ただし、小型株の売買や成長株ファンドの運用においては、顕著な大きさのハーディング行動が見られることを示した。また、過去のリターンとハーディング行動の関係を調べたところ、過去１～２四半期に相対的に高いリターンを示した株式ほど多くのファンド・マ

ネージャーから同時に買われる傾向が見られ、これらの株式の相対的な超過リターンの発生は、その後１～２四半期にわたって継続する傾向が示された。

これら初期のハーディング関連の研究では、ファンド・マネージャーのハーディング行動が価格形成過程において、何らかの歪みをもたらすのではないかという観点から実施された。たとえば、De Bondt and Thaler[1985]では、過去３～５年間に値上がりした勝ち組（winner）はその後相対的に値下がりし、逆に過去の負け組（loser）が勝ち組に転じるという株価の中長期的な平均回帰傾向の存在を示唆する分析結果を公表し、注目された。この種のアノマリーの背景に、ファンド・マネージャーのハーディング行動やポジティブ・フィードバック取引が存在する可能性について検証が行われたのである。LSV や Wermer[1999]では、平均的なハーディング行動は軽微であるが、小型株や成長戦略のファンドでは、著しいハーディング行動が見られたと指摘しており、これらの株式群の価格形成過程に関して何らかの影響を与えている可能性が示唆されている。また、過去のパフォーマンスが相対的に好調な株式を買い越し、相対的に不調な株式を売り越すポジティブ・フィードバック取引の存在が確認されており、短期的なモーメンタムの一因となっている可能性も示されている。

その後、アジアやラテンアメリカなどの新興国市場におけるハーディング行動の分析も行われた。比較的市場規模の小さな新興国市場へ高い投資成果を求めて先進国の投資家から投資信託を通じて巨額の資金が流入し、市場価格が急騰したが、その後、アジア通貨危機等のリスク・イベントが発生すると、質への逃避を求めて、一斉に市場から資金が引き上げられ、市場価格が乱高下するという状況が起こった。このような観点から、新興国株式を投資対象とする投資信託の購入や売却を通じたハーディング行動が新興国市場の価格変動に与える影響について分析が行われたのである。

Kim and Wei[2002a]では、1997 年 7 月にタイで起こった通貨危機の影響が同年 11 月には韓国にまで及んだ時期の前後で、投資家を居住者・非居住者、機関投資家・個人投資家という２つの切り口から４種類に分類したうえで、韓国株式の売買行動におけるポジティブ・フィードバック取引やハーディング行動の有無について分析を行った。この研究では、韓国証券取引所の協力を得て、証券取引所における投資家の売買記録そのものの分析が行われた点に特徴がある。その結果、在韓居住者である機関投資家（韓国に支店を置く外資系機関投資家も含む）に関しては、一部の時期を除き概ね偏りの少ない投資行動が見られたが、非居住者（外人投資家）に関しては過去値上がりした株式を購入し、値下がりした株式を売却するポジティブ・フィードバック取引や他の投資家と類似した投資行動を行うハーディング行動が顕著に見られ、さらにポジティブ・フィードバック取引については機関投資家、ハーディング行動に関しては個人投資家ほど顕著であったと結論づけている。海外の投資家ほど、韓国国内の状況に関する情報が乏しい「情報の非対称性」が存在することが背景にあるのではないかと指摘している。ポジティブ・フィードバック取引に関しては、過去１か月間の収益率に基づいて分類を行ったが、取引後、１か月および３か月間の投資収益率を計測したところ、一部の期間を除き、ポジティブ・フィードバック取引を実行した投資家の投資成果は相対的に劣後していたことを示し、過去相対的に好調だった株式に投資する戦略は結果的に失敗に終わっていたことを示唆した。

これら一連の研究においては、個別銘柄ベースでのポジティブ・フィードバック取引や

ハーディング行動の有無に関する分析が行われていたが、新興国ファンドへの資金流出入というマクロ的な観点で実施された研究もあり、本稿では、直接的にはこれらの研究成果を踏襲したアプローチを採用している。Hsieh, Yang, and Vu[2008]や Hsieh, Yang, Yang, and Lee[2011]（HYYL）では、過去の市場リターンが良好な時期にファンドに資金が流入しやすい現象をポジティブ・フィードバック取引、過去にファンドへの資金流入が多かった時期に資金が流入しやすい傾向をハーディング現象と定義（逆に、資金流出の場合にも同様の定義[5]がなされる）したうえで、新興国市場を対象にした投資信託市場における両現象の存在の有無を分析した。

HYYL では、1996～2004 年におけるアメリカの投資信託によるアジア新興国市場 12 市場への投資動向を分析対象とした。12 市場の内訳は、バングラデシュ、中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、スリランカ、台湾、タイである。HYYL は、投資信託への純資金流入金額を KI_t とした場合に、投資信託を通じた資金流入額の決定要因について、(2)式のような月次ベースの時系列回帰分析を実施した。ただし、$StockR_t$ は各国の t 期における株式市場リターン、$ExchangeR_t$ は t 期における各国通貨の対米ドル変化率（プラスの数値は、対米ドル通貨安）を表している。

$$KI_t = \alpha_0 + \alpha_1 KI_{t-1} + \beta_0 StockR_t + \beta_1 StockR_{t-1} + \beta_2 StockR_{t-2} + \gamma_0 ExchangeR_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

その結果、α_1、β_0、β_1、β_2 に関する回帰分析結果の t 値は、それぞれ 3.29、5.16、7.00、5.30 となり、すべての係数が 1 %の水準で統計的に有意に正であったことを示した（サンプル数は 1,034 件、修正決定係数は 11.2%）。こうして、前月に資金流入した市場へは引き続き資金流入し、前月に資金流出した市場からは引き続き資金流出する傾向が見られるという点で、ハーディング行動が見られると結論づけた。さらに、当月、前月、前々月の市場リターンが高い市場ほど資金流入しやすく、逆に市場リターンが低い市場からは資金流出しやすい傾向が見られることから、ポジティブ・フィードバック取引が検出されたと指摘した。

２．データ

新興国株式ファンドの設定状況に関するデータは、(社)投資信託協会の月刊定期刊行物『投資信託』[6]における「投信メモ」コーナーの新ファンド一覧表から入手した。そこには、ファンドごとに投信運用会社の社名、ファンド名、設定月日、設定額等の基本情報が開示されている。ファンド名から新興国株式市場への投資を目的とするファンドかどうかを判断し、設定件数と設定金額を集計した[7]。ただし、「アジア新興国株式・日本株式ファンド」のように、新興国株式とその他の市場にまたがって投資されるファンドについては、0.5 件とし、金額も半分にして計算した。また、確定拠出型年金の受け皿等の目的で当初は非常に少ない金額でファンドが設定されるケースがあったため、設定金額が 5,000 万円以上のケースに限って集計対象とした。

新興国株式市場かどうかは、同市場に関する代表的なベンチマーク・インデックスである MSCI-EM[8]の構成市場かどうかによって識別した。現在の構成市場は、アジア８市場（中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ）、中南米５市場

（ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー）、欧州５市場（チェコ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ）、アフリカ３市場（エジプト、モロッコ、南アフリカ）の計21 市場[9]である。

市場リターンに関しては、新興国株式市場全体に関しては MSCI-EM 全体、個別の新興国市場に関しては、MSCI-EM の構成市場に関する月次ドル建て価格インデックスに円/ドル・レートを掛けて円ベースのインデックスを作成したうえで、円建てのリターンを計算した。これらのデータは、ブルームバーグを通じて入手した。市場データの入手期間は、新興国株式市場全体に関しては 1988 年１月～2011 年６月、個別構成国の市場リターンに関しては、1999 年１月～2011 年６月までである。BRICs のリターンは、ブラジル、ロシア、インド、中国の４市場のリターン、BRICs（中国を除く）は、ブラジル、ロシア、インドの３市場のリターン、ASEAN のリターンは、ASEAN 諸国のうち MSCI-EM の構成市場となっているインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの４市場のリターンを単純平均して計算した。

なお、新興国市場の時価総額は、IMF のデータを基礎とし、IMF データでカバーされていなかった台湾のデータだけは、WFE（World Federation of Exchanges）のデータで補完した。それぞれのドル建て月末時価総額に月末の円/ドル・レートをかけて推計した。

３．分析の目的と方法

本稿では、わが国の投資信託市場における新興国株式ファンドの設定の際に何らかの意思決定上の歪みが存在するかどうかを分析対象とする。具体的には、「過去新興国の株式市場が好調な時期にファンドが多く設定され、応募のあったファンドに多くの投資家が応じる」という状況が実際に起こっているかどうかを確認したい。過去の文献では、このような投資行動は、ポジティブ・フィードバック取引と呼ばれている。HYYL では、資金の流出入の月を基準にして、当月と前月、前々月の市場リターンと資金流出入の関係を分析した。しかしながら、本稿では、投資信託の運用会社が新興国株式ファンドを設定し、投資家がこのようなファンドへの投資に応じるかどうかを分析対象にしており、その際、過去のどの程度前の市場動向によって判断がなされるかは事前には特定化しにくい。そこで、本稿では、最大３年前の市場リターンとファンドの設定状況の関係にまで分析対象を広げて考えることにする。まずは、ファンドの設定状況を設定本数と設定金額に分けて分類し、新興国株式ファンドの設定された月と１本もされなかった月、設定された月に関しては、設定本数や設定金額に応じて、段階的に設定の多寡を分類する。そのうえで、ファンドの設定状況とそれまでの市場リターンを比較し、過去市場が好調な時期にファンドが多く設定されやすいという意味でのポジティブ・フィードバック取引が存在したかどうかを確認する。過去のリターンの計測方法については、年次で３年間、半年ごとに３年間、四半期ごとに２年間（８四半期）、月次で１年間（12 か月）の４通りを実施し、過去のどのタイミングでの市場リターンと設定状況の関連性が高いのかを確認する。

一方、新興国株式市場への投資をテーマとするファンドの設定が多い時期に、同様のテーマでのファンドが設定されやすく、また投資家もこのようなファンドへ積極的に投資する傾向が見られるとすれば、これをハーディング行動と定義できる。ただし、HYYL では、前月に新興国株式ファンドへの資金流入が多いときに、継続的に新興国株式ファンドへ資

金流入が起こる現象（資金流出が多い時期に、継続的に資金流出が起こる現象も同様）をハーディング行動と定義した。しかしながら、本稿では、既存ファンドへの資金の流出入ではなく、新規のファンド設定状況を分析対象としており、前月にファンドの設定が多かったからといって、すぐにファンドの設定ができる訳ではないので、若干の工夫が必要となる。

本稿では、ファンドの設定件数と設定金額を四半期ごとに集計したうえで、これらの数値を被説明変数、過去４四半期の市場リターンとファンドの設定件数ないし設定金額の８変数を説明変数とする重回帰分析を設定件数と設定金額のそれぞれに関して行う。この分析によって、ポジティブ・フィードバック取引とハーディング行動の存在の有無を同時に分析する。この分析によって、ポジティブ・フィードバック取引やハーディング行動が存在するとした場合でも、どの程度前の市場リターンやファンド設定状況に投信信託運用会社や投資家が反応するかを調べることができる。

また、上記の分析は、新興国株式市場への投資を行う全ファンドベースばかりでなく、細分化されたグループについても行う。具体的には、ファンドの設定が比較的多かったBRICs 関連ファンドと ASEAN 関連ファンドを取り上げる。前者に関しては、BRICs の構成国であるブラジル、ロシア、インド、中国を特定化して投資するファンドに加えて、BRICs のどこかへ投資することを謳ったファンドを含む BRICs 関連ファンド全体をユニバースとする分析に加えて、中国市場だけを特定して投資するファンド、中国特化型ファンド以外の BRICs 関連ファンドをユニバースとする場合の３通りについて分析を行う。中国特化型ファンドについては、比較的コンスタントにファンドが設定される傾向があり、過去の市場動向には左右されずに安定的に中国市場への投資を実践している投資家層の存在が示唆されている。これに対して、ファンド設定の頻度が少ない他のタイプの BRICs 関連ファンドは、過去に市場が好調な時に限ってファンドが設定される傾向が強いように見受けられる。そこで、両者の設定前後の市場リターンを調べることによって、ポジティブ・フィードバック取引と見なし得るケース（過去に市場が好調な時に限ってファンドが設定される傾向が強いケース）に関しては、その後のリターンが相対的に劣るなどの形で、意思決定上の歪みと見なし得る状況が起こっているかどうかを確認する。

この点は、ASEAN 関連ファンドも同様である。ASEAN 諸国のうち、MSCI-EM の構成国となっているインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイに特化して投資するファンドに加えて、MSCI-EM の構成国ではないがベトナムに特化して投資するファンド、ASEAN 諸国のどこかに投資することを運用方針とするファンドをすべて ASEAN 関連ファンドと定義した。そのうえで、これらのファンドについても、同様の分析を行った。ASEAN 関連ファンドは、過去に市場の好調な時期に限って設定される傾向があり、ポジティブ・フィードバック取引によるその後のリターン悪化が起こっているかどうかを確認する。

ファンド設定の多寡とその後の市場リターンの関係については、前述した分析方法に加えて、ファンド設定の多かった時期と少なかった時期の間で、平均リターンの差の分析を行う。新興国株式ファンドの設定の多かった月ほど、その後のリターンが劣後する傾向が見られたかどうかを確認することが目的である。ファンド設定の多寡の基準については、ファンドの設定件数ないし設定金額を少しずつずらしながら、様々な区分を設けて、計測を行った。

４．わが国の投信市場と新興国市場に関する基礎データ

ここでは、わが国の投資信託市場におけるファンドの設定状況と新興国市場の動向に関する基礎的なデータを示す。

表１には、1981 年以降の年末時点のわが国の投資信託市場における契約型公募投信[10]の残高と設定本数、株式部分の残高、外貨建て株式部分の残高、年間の新興国ファンド（株式投信のみ）の設定金額と設定本数、図１には残高データ、図２には外貨建て株式の残高と新興国株式ファンドの設定金額に関するグラフが示されている。

わが国では、1998 年における証券投資信託法[11]の改正に伴って私募投信が解禁された。目論見書の作成などの事務負担が軽減されているため、運用コストが公募投信よりも低いことが評価されて、年金基金などの機関投資家によって積極的に活用されている。2010 年末時点の発行残高は 30 兆円を超えており、設定本数も 2,600 本以上となっているが、今回は、データの都合上もあって、契約型公募投信の設定状況に分析対象を限定する。一般的に、意思決定上の歪みが発生しやすい投資家は、プロの機関投資家よりも一般投資家と認識されているため、契約型公募投信に分析対象を限定することは、むしろ本稿の分析目的と整合的であると考えられる。

わが国の契約型公募投信の残高は、1980 年代後半のバブル期には株高の影響もあって、株式を中心に残高が急増し、株式部分の残高は 1989 年末には 20 兆円を超える水準にまで達した。その後、証券バブルの崩壊に伴う株価の長期低迷を受けて、1998 年末には株式部分の残高は５兆円程度にまで落ち込んだ。1990 年代後半以降は、IT バブルによる株高や IT バブルの崩壊などの影響で投資信託の残高は増減を繰り返した。2000 年代中頃は市場環境が好転したこともあって、契約型公募投信の残高は、年末時点では 2007 年末がピーク[12]となっており、80 兆円弱となっている。株式部分や外貨建て株式部分の残高もその頃がピークで、2007 年末時点では国内外の株式全体の残高は 23 兆円強、外貨建て株式だけの残高も 10 兆円を超える水準にまで増加していた。ところが、2007、8 年に相次いで発生した金融危機の影響で、国内外の株式の残高は著しく減少している。

本稿で分析の対象としている新興国株式ファンドに関しては、バブルが崩壊して 1990 年代に入ってから日本株が大幅に下落する中で、高い投資収益率を示して投資家の関心を集めた 1990 年代前半に最初のブームが訪れた。1993 年と 1994 年にはそれぞれ 3,000 億円を超える金額の新興国株式ファンドが設定され、1994 年の設定本数は 50 本近くにまで達した。新興国株式ファンドの設定状況と新興国市場のリターンの関係については、表２と図３に関連する統計を示した。日本株が 1990 年に 40%近い下落、1992 年にもさらに 23%の下落を示すなど、株価水準が大幅に下落する中で、新興国市場は 1991 年と 1993 年に為替レートの影響を加味した円ベースでそれぞれ約 50%のリターンを示し、わが国の投資家にとって非常に魅力的な投資対象となった。その後、2003～2007 年の５年間には、円建てベースで 41%、20%、55%、34%、31%という高いリターンを示し続けたことで、再び新興国株式ファンドの設定ブームが起こった。2004 年以降、７年連続で新興国株式ファンドは 2,000 億円以上設定されており、ピーク時の 2007 年には設定金額が１兆円の寸前にまで達した。設定本数も 2008 年と 2010 年には 50 本を超える水準になっている。

図３では、1990 年代にバブルが崩壊して以降は、日本株のリターンが長期的に低迷を続

ける中で、新興国市場が 1989 年末から 2010 年末までの 21 年間で累積円建てリターンが５倍以上になるという目覚ましい高収益性を示しており、このような新興国市場のリターンの変動に応じて、新興国株式ファンドの設定金額が増減したことを示唆している。過去の市場リターンの好調さに反応してファンドの設定が増加したという点で、わが国の投資信託市場では、新興国株式ファンドに関してポジティブ・フィードバック取引と整合的な状況が生じていた可能性が高い。

本稿では、前述したように、新興国市場全体に対する分析を行った後で、新興国市場を細分化した分析も行う。同じ新興国市場といっても、アジアと中南米、東欧、アフリカでは、経済状況も市場環境も異なることが予想される。また、ファンドの設定状況を見ても、BRICs や ASEAN のような特定のグループや地域に投資対象を限定したファンドに加えて、中国やインド、ブラジル等、特定の国に特化したファンドも設定されている。そこで、特定のグループ、地域、国の市場リターンとファンド設定状況の関係についても分析を行う意義があると考えられる。

表３には、1989 年以降の世界の株式市場全体の時価総額、新興国株式市場の時価総額合計と地域別内訳、参考データとして、アメリカと日本の株式市場の時価総額を示している（すべて円換算後）。1989 年時点では、日本の時価総額が世界第１位で、世界の時価総額の 1,700 兆円のうち 37.5%（600 兆円強）を占め、アメリカの 30%（約 500 兆円）を合わせると、２か国だけで世界の時価総額のうち３分の２以上を占める状況だった。その頃の新興国株式市場は全体でも 100 兆円未満であり、数%程度のシェアに留まっていた。その後は、日本の時価総額が全世界の 10%未満に落ち込む代わりに、新興国市場のシェアが急上昇しており、2010 年末時点では、世界の時価総額約 4,500 兆円のうち、４分の１以上（1,200 兆円強）を新興国市場が占めるに至っている。新興国市場の中では、中国やインドを含むアジア地域が 60%以上を占めており、残りをブラジルやメキシコを含む中南米とその他の地域（ロシアや東欧諸国と南アフリカ等のアフリカ諸国を含む）がほぼ２分する形となっている。

表４には、主要な新興国株式市場の円換算後の時価総額の推移を示している。中国株式市場の時価総額の伸びが著しく、2010 年末時点では 400 兆円弱となっており、日本の時価総額を上回る水準となっている。その他、2010 年末時点で時価総額が 100 兆円を超えている市場は、インド（約 130 兆円）とブラジル（120 兆円強）、80 兆円を超えている市場が韓国、南アフリカ、ロシアの３市場、台湾の株式市場が約 60 兆円となっている。

これらの市場における月次ベースの円建てリターン（1999 年１月～2010 年 12 月）に関する相関係数を示した数値が表５である。もっとも相関の高い組み合わせはブラジル・メキシコ間の 0.731、次に相関の高い組み合わせが韓国・台湾間の 0.724 であった。これに対して、相関が最も低い市場の組み合わせは、中国・エジプト間の 0.326 であった。円換算しているため、為替レートの影響を共通に受けていることに加えて、世界経済の連動性が高まっており、概ね高い相関を示している。

図４には、中国、インド、ブラジル、ロシア各市場のリターンと ASEAN 諸国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの４市場）の平均リターンに基づいて、円建ての累積リターンを表示している。表５に見られた各国市場のリターン間の正の相関係数が示している通り、概ね連動した価格変動を示していることは事実であるが、異なる変動パタ

ーンも見られる。たとえば、ロシア市場は 2000 年代に入ってから非常に好調であったが、2007 年以降の金融危機時の落ち込みも著しく大きかった。また、2007、8 年の金融危機後は、ブラジル市場や ASEAN 諸国が相対的に好調である。全体を通じて見ると、中国市場の累積リターンが最も低い状況となっている。

表 6 には、わが国の新興国株式投信の地域別の設定状況が示されている。新興国投信がわが国に登場し始めた 1986～88 年の 3 年間は、その他（新興国市場全体を投資対象とするファンド）がすべてであったが、1989 年以降は、アジア地域に特化したファンドが中心となっていった。2005 年以降は、欧州・中東・アフリカ地域に特化したファンド、2006 年以降は中南米諸国に特化したファンドも増え始めており、多様化が見られる。表 7 には、アジア地域特化型ファンドの詳細な設定状況、表 8 には、その他の地域に特化したファンドの設定状況が示されている。もっともコンスタントにファンドが設定されてきたのが中国である。1986 年 1 月～2010 年 12 月の 300 か月のうち 87 か月でファンドが設定されており、累計の設定本数は 140 本強で、設定金額は 1 兆 2,000 億円を超えている。その他の市場やグループでは、インドが累計 28 本で 4,000 億円強、ブラジルが 20 本強で約 4,500 億円、BRICs というテーマで 10 本、約 1,500 億円となっている。ASEAN 関連ファンドも累計 16 本、800 億円強の設定が行われた他、ASEAN 構成国のインドネシア、マレーシア等の国別ファンドも約 20 本、約 1,400 億円設定されている。その他、韓国や台湾を含むアジア NIES 諸国を対象としたファンドが 10 本弱、約 900 億円、中東・アラブ地域に特化したファンドが約 10 本、約 1,700 億円設定されている。

本稿では、前述したように、このようなファンド設定状況を踏まえて、十分な分析データが揃わないアジア NIES や中東・アラブ地域の分析は行わず、BRICs 諸国と ASEAN 諸国に関して、構成市場の円建てリターンとファンドの設定状況の関係について追加的な分析を行う。

５．新興国市場のリターンと新興国ファンドの設定状況に関する予備的考察

図 5 には、1991 年 1 月～2008 年 6 月までの 210 か月間について、新興国関連ファンドの設定件数に基づいて分類したうえで、設定時を t ＝ 0 として、その前後 3 年ずつの円建て新興国インデックスの累積値を指数化したグラフが示されている。過去 3 年間にわたって新興国インデックスが急上昇した月ほど、多くの新興国ファンドが設定されやすかったことを表している。さらに、4.5 件以上、新興国ファンドが設定された月は、それ以降、新興国インデックスが相対的に劣後していたことがわかる。

過去、新興国市場が極めて好調だった時期ほど新興国ファンドが設定されやすいが、その後、新興国インデックスが 1 年間にわたって平均 20%程度下落するなど、投資家はそれほど良好な投資成果を享受できていなかったことが示唆されている。

一方、図 6 には、ブラジル、ロシア、インド、中国のいずれかの市場に投資することを運用方針とする BRICs 関連ファンドの設定状況とその前後の BRICs 構成市場単純平均円建てインデックスの推移を示している。(1) これらのファンド全体をユニバースとした場合、(2) 中国特化型ファンドにユニバースを限定した場合、(3) 中国特化型ファンドをユニバースから除いた場合の 3 通りについて累積リターン（設定時=100）を示している。

BRICs 関連ファンドに関しても、過去市場が好調な時期ほどファンドが設定されやすい

ことがわかる。また、2.5 ファンド以上 BRICs 関連ファンドが設定された月以降は、相対的に市場リターンは劣後する傾向が見られる。

中国特化型ファンドと中国特化型ファンド以外の BRICs 関連ファンドを比較すると、前者では、78 か月中 55 か月間は 0.5 ファンド以上設定されていた（全く設定のなかった月は 23 か月間に留まっていた）のに対して、後者では、ブラジル、ロシア、インド単独のファンドに BRICs ファンドを合わせても、ファンドが設定されたのは 78 か月中 25 か月に留まっていた。中国特化型ファンドに関しても、過去中国市場が好調な時期ほど設定されやすかった点は変わらないが、ファンド設定後の相対的な市場インデックスの劣後傾向は見られない。むしろ 1.5 ファンド以上の中国特化型ファンドが設定された月においては、その後３年目に市場リターンが著しく好転する傾向が見られた。これに対して、中国特化型ファンド以外の BRICs 関連ファンドは､過去市場が好調な時期にファンドが設定されやすいが、設定後の市場インデックスは、ファンド設定件数の多い月ほど、相対的な劣後傾向が著しかった。

この点は、ASEAN 関連のファンドも同様である。ファンドが設定された月の数は 78 か月中 10 か月と少なかったが、過去市場の好調な時期ほどファンドが設定されやすく、ファンドが設定された月には、その後市場インデックスが著しく悪化している（図７）。

中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンドや ASEAN 関連ファンドのように、過去の市場インデックスが好調で注目される時期に限定して設定される傾向の強いファンドの場合には、その後、市場インデックスが相対的に劣後しやすいことがわかる。中国特化型ファンドのように比較的コンスタントに設定される傾向の強いファンドの場合には、このようなファンド設定後のパフォーマンス悪化傾向は見られなかった。

６．統計的な有効性の検証

（１）新興国株式ファンドの設定状況とその前後３年間ずつの相対的な市場リターン

まず、計測期間の 1991 年１月～2008 年６月まで 210 か月間の各月をｔ＝0 とし、ユニバースの 210 か月間を新興国株式ファンドの設定件数や設定金額に応じて分類したうえで、その前後３年ずつの円建て新興国株式市場リターンを計算し[13]、210 か月間のユニバースの平均リターンに対する超過リターンの平均値を計測した（表９(1)）。それぞれの区分ごとの平均超過リターンがユニバースの平均値を上回るかどうかに関するｔ値と統計的な有意水準も示されている。その結果、新興国ファンドが設定されなかった月（設定件数＝０）と比べると、設定された月（設定件数＝0.5 以上）の方が前年（１年前）の市場リターンが高く、この傾向は多くのファンドが設定された月ほど顕著であった。たとえば、4.5 件以上の新興国株式ファンドが設定された月は 18 か月あったが、このように多くの新興国株式ファンドが設定された月の３年前（37 か月前から 25 か月前まで）の新興国市場の平均リターンは計測期間全体の平均値 16.08%を 25.84%上回っており（41.92%）、１年前（13 か月前から１か月前まで）の平均リターンは、計測期間全体の平均値 14.17%を 22.10%上回っていた(36.27%)。ともに統計的な有意水準は１%未満であった(ｔ値はそれぞれ 6.55 と 4.34)。また、金額ベースで新興国株式ファンドが 350 億円以上設定された月は 30 か月あったが、その設定月の３年前、２年前、１年前それぞれにおいて、計測期間中の平均値と比べると、17.27%、12.12%、23.17%上回っており、どの年も統計的な有意水準は１%未満であった。

１～３年前において新興国株式市場の株価上昇率が相対的に高い時期ほど、多くの新興国株式ファンドが設定される傾向が存在したことが示されている。

一方、非常に多くの新興国株式ファンドが設定された月の翌年は、市場リターンが相対的に悪化する傾向も見られた。たとえば、4.5 件以上の新興国ファンドが設定された 18 か月間においては、その翌年の新興国株式市場の平均リターンは、計測期間中の平均値 10.77%を 30.65%下回る傾向が見られた（－19.88%）。２年目には計測期間中の平均リターン 11.60%を 20.00%上回る結果となったが、１年目のマイナスを取り戻すまでには至っていない。以上のようなファンドの設定件数とその前後の相対的なリターンの関係は、図５に図示されている通りである。過去の市場リターンは好調だが、反落する直前に多くの新興国株式ファンドが設定されていた状況と整合的な結果である。

表９の(2)には同様の数値を半年ごとに設定月の前後３年ずつ、(3)には四半期ごとに２年ずつ、(4)には月次ベースで１年ずつ示した。半年ごとの計測結果を見ると、直前半年間の新興国市場が相対的に好調な時期にはファンドが設定されやすく、必ずしもそうでない時期にはファンドが設定されにくい状況を示している。また、3.5 件以上もしくは 4.5 件以上の新興国株式ファンドが設定された月は、その１期前（７か月前から１か月前まで）、２期前（13 か月前から７か月前まで）に加えて、６期前（37 か月前から 31 か月前まで）も市場が相対的に好調だった。350 億円以上の新興国株式ファンドが設定され月は 30 か月間あったが、これらの月の前６期すべてにおいて相対的なリターンは正であったうえ、３期前を除くとすべての期において、５％未満の水準で統計的に有意であったことが示されている。

次に、四半期ベースでファンド設定の多寡とその前後のリターンの関係を見ると、非常の多くの新興国株式ファンドが設定された月の１四半期前よりも２四半期前の方が、相対的に新興国株式市場が好調であったことがわかる。投資信託の設定には、設定の企画を始めてから、必要書類の作成等の準備を進めて、投資家へ募集活動をして実際にファンドが設定されるまでにある程度の時間がかかるため、市場の好調な時期と多くのファンドが設定された時期までに１四半期程度のラグが生じているものと推察される。また、350 億円以上のファンドが設定された月の前の時期は、８四半期すべてで相対的な市場リターンが正であったうえ、８四半期中５四半期において、10%未満の水準で統計的に有意であった。市場が継続的に好調な時期に投資家の資金が集まりやすいが、設定後の市場リターンは平均並みであったことがわかる。

最後に、月次ベースの計測結果を見ると、新興国ファンドが数多く設定された月の直前２か月よりも、３か月前（3.5 件以上設定された場合）もしくは６か月前（3.5 件もしくは 4.5 件以上設定された場合）の市場リターンが相対的に好調であったことがわかる。市場の好調さを反映してファンド設定の企画を始めてから、実際にファンドが設定されるまでにはある程度の時間がかかる状況と整合的な結果である。

（２）BRICs および ASEAN 関連ファンドの設定状況とその前後の相対的市場リターン

（１）と同様の計測を BRICs 関連ファンドに関して行った結果が表 10 に示されている。ただし、年次ベースの計測のみを行った。BRICs 関連ファンド全体の計測結果（表 10(1)）を見ると、ファンドが全く設定されなかった 17 か月間は、その前年と前々年の市場リター

ンが相対的に劣後していたことがわかる。これに対して、100 億円もしくは 200 億円以上の BRICs 関連ファンドが設定された月の前年には BRICs 市場（中国、インド、ブラジル、ロシアの単純平均市場リターン）が相対的に好調であったことが示されている。相対的に市場が好調な時期に多くのファンドが設定されやすい傾向が確認できる。BRICs 関連ファンドが 2.5 件以上設定された月の翌年には相対的に市場リターンが劣後するが、2 年後には回復している。この状況は、図 6 (1)からも確認できる。

次に、中国特化型ファンドとインド特化型ファンドに関する計測結果が表 10 の(2)と(3)に示されている。中国特化型ファンドは 78 か月中 55 か月間にわたって比較的コンスタントに設定されていたのに対して、インド特化型ファンドは 78 か月中 18 か月しか設定されていない。中国特化型ファンドは、ファンドが設定されなかった月も設定された月も、それ以前の市場リターン（円換算後の中国株式市場リターン）にそれほど大きな差がなかった点が特徴的であり、中国特化型ファンドは、中国株式市場の動向にはかかわらず、定期的に設定される傾向があることがわかる。これに対して、インド特化型ファンドが設定された月の前の時期は、３年間にわたってすべての年が相対的に正の値となっており、市場が好調な時期に限って設定される傾向が強いことが示唆されている。設定後の市場リターンは、統計的には有意でないものの、３年間にわたってすべての年でマイナスとなっており、設定後の市場動向は必ずしも好調ではなかった。

表 10(4)には、中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンドに関して、設定月の前後の相対的な市場リターンを示している。相対的に市場が好調な時期にファンドが設定されやすく、多くのファンドが設定された後の時期は、市場リターンが相対的に劣後する傾向が見られる。

表 11 には､ASEAN 関連ファンドの設定状況とその前後の市場リターン(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの平均円建てリターン）の関係が示されている。78 か月中 ASEAN 関連ファンドが設定された月は 10 か月間であったが、設定された月は、それまで３年間にわたって、すべての年で市場が相対的に好調であった（すべての年で統計的な有意水準は１％未満)。何らかの ASEAN 関連ファンドが設定された 10 か月間のその後１年目の平均超過リターンは、計測期間中の平均リターン 19.09%に対して－42.81%（実際のリターンは平均－23.72%）となっており、これらのファンドに投資した投資家は、投資後１年間で 20%以上の損失を被っていたことがわかる。

中国特化型ファンドのように、過去の市場リターンに左右されずにコンスタントに設定されるファンドは、その後市場平均並みのリターンを享受できるが、中国特化型ファンド以外の BRICs 関連ファンドや ASEAN 関連ファンドのように、過去の市場リターンが好調な時期にのみ設定される傾向が強いファンドの場合には、ファンド設定後市場リターンが相対的に悪化する傾向が見られる。ポジティブ・フィードバック取引が、投資家に対して少なからぬペナルティーを与えている状況と解釈することができる。

（３）ファンドの設定件数と設定金額を被説明変数とする回帰分析結果

次に、ファンドの設定件数を四半期ごとに集計[14]したうえで、これ（N_t）を被説明変数、１～４四半期前の設定件数（N_{t-1}～N_{t-4}）と１～４四半期前の円換算後市場リターン（R_{t-1}～R_{t-4}）を説明変数とする回帰分析を行った（(3)式)。設定金額（V_t）を被説明変数とし、

１～４四半期前の設定金額（V_{t-1}～V_{t-4}）と１～４四半期前の円換算後市場リターンを説明変数する回帰分析も行った（(4)式）。

$$N_t = \alpha + \beta_1 N_{t-1} + \beta_2 N_{t-2} + \beta_3 N_{t-3} + \beta_4 N_{t-4} + \gamma_1 R_{t-1} + \gamma_2 R_{t-2} + \gamma_3 R_{t-3} + \gamma_4 R_{t-4} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$V_t = \alpha + \beta_1 V_{t-1} + \beta_2 V_{t-2} + \beta_3 V_{t-3} + \beta_4 V_{t-4} + \gamma_1 R_{t-1} + \gamma_2 R_{t-2} + \gamma_3 R_{t-3} + \gamma_4 R_{t-4} + \varepsilon_t \quad (4)$$

新興国株式ファンドの設定件数もしくは設定金額の多い時期に同種のファンドが設定される傾向が強い場合にはハーディング行動、新興国株式市場における円建てリターンが高い時期ほど、新興国株式ファンドが設定される傾向が強い場合にはポジティブ・フィードバック取引が存在したと見なすことが可能である。このような仮説に対する検定を新興国株式市場全体について実施したうえで、BRICs 関連ファンドと ASEAN 関連ファンドについても実施した。BRICs 関連ファンドについては、ユニバース全体の場合に加えて、中国特化型ファンドだけの場合と中国特化型ファンドを除く場合についても同様の回帰分析を実施した。

計測結果は、表 12 に示されている。新興国株式ファンド全般に関しては、設定件数ベースの回帰分析において、１四半期前の設定件数に対する回帰係数が１％未満、３四半期前の設定件数に対する回帰係数が 10%未満の水準で統計的に有意に正となっており、過去の設定件数が多い時期ほど設定されやすい傾向が見られる。また、１四半期前の円建て市場リターンに対する回帰係数も１％未満、３四半期前の円建て市場リターンに対する回帰係数も 10%未満の水準で統計的に有意に正となっている。一方、設定金額に関する回帰分析においても、１四半期前の設定金額に対する回帰係数が１％未満、３四半期前の設定金額に対する回帰係数が５％未満の水準で統計的に有意に正、１四半期前の円建て市場リターンに対する回帰係数も１％未満の水準で統計的に有意に正となっている。このように、わが国の投資信託市場では、１四半期前に新興国株式ファンドが多く設定され、円ベースの新興国株式市場インデックスが上昇した時期ほど、新興国株式ファンドが多く設定されやすいことが示されており、ハーディング行動とポジティブ・フィードバック取引がともに存在するという仮説と整合的な結果が得られた。

一方、BRICs 関連ファンドに関しては、件数ベースの回帰分析において、ユニバース全体、中国特化型ファンドのみ、中国特化型ファンドを除くケースのすべてにおいて、１四半期前の設定件数に対する係数が１％未満の水準で統計的に有意に正であった。中国特化型ファンドのみを対象にする回帰分析では、設定金額ベースの回帰分析においても、１四半期前の設定金額に対する回帰係数が５％の水準で統計的に有意に正であった。このように、BRICs 関連ファンドにおいても、直前に同種のファンドが設定されている時期には引き続きファンドが設定されやすいという形でハーディング行動が見られる。また、過去の円建て市場リターンに対する回帰係数については、１四半期前、２四半期前の係数はどのケースも正の値であったが、５％未満の水準で統計的に有意な結果が見られたのは、BRICs 全体をユニバースとする場合の件数ベースの回帰分析における３四半期前の市場リターンに対する係数だけであった。中国特化型ファンドだけをユニバースとする場合においては、過去の円建て市場リターンに対する係数は統計的に有意に正ではなく、過去の市場リター

ンと設定状況の間の関連性は必ずしも高くなかった。中国特化型ファンドに関しては、過去の市場動向にはそれほど強く影響されずに比較的コンスタントにファンドが設定されている状況と整合的な結果であると解釈できる。

最後に、ASEAN 関連ファンドに関しては、件数ベースの回帰分析における２四半期前の設定件数、金額ベースの回帰分析における１四半期前の設定金額に対する回帰係数が１%未満の水準で統計的に有意に正となっており、過去１ないし２四半期前にファンドが設定された時期ほど、引き続き同種のファンドが設定されやすいハーディング行動が顕著に見られる。これらのファンドに関しては、過去の市場インデックスが好調な時期ほどファンドが設定されやすいポジティブ・フィードバック取引と整合的な分析結果も弱いながら検出された。

（４）設定件数と設定金額に応じたファンド設定後の市場リターンの差の検定

最後に、新興国株式ファンドの設定件数と設定金額によってサンプルを分類したうえで、設定後３年間の各年および３年間の累積リターン（年率）の平均値の差の検定を行った。

新興国株式ファンド全体に関する計測結果は表 13 に示されている。設定件数を基準にした場合には、設定件数が 0 件と 0.5 件以上、1 件以下と 1.5 件以上、2 件以下と 2.5 件以上、３件以下と 3.5 件以上、４件以下と 4.5 件以上の５通りの分け方によって、設定件数が少ない月と多い月のどちらの場合が、その後の平均リターンが大きいかを検証した。設定件数が多い場合の方がその後の市場リターンが劣っているとすれば、これまで示してきた「過去の市場リターンが高い時期ほど新興国株式ファンドが頻繁にかつ多く設定されやすい」という分析結果と合わせて考えると、ポジティブ・フィードバック取引は投資家にとって好ましくない結果をもたらしていたと結論づけることができる。

検証期間中に、新興国株式ファンドの設定件数が２件以下の月は 158 か月、2.5 件以上の月は 52 か月あったが、その１年後の平均リターンを比べると前者は 14.00%、後者は 0.96%となっており、設定件数の多かった月の方がその翌年のリターンは 13%以上劣っていた。２年目は逆に設定件数の多かった月の方が、8.5%ほど平均リターンが大きかったが、３年目は設定件数の多かった月の平均リターンの方が大きくなっており、３年間の年率平均リターンを比較すると、設定件数の多かった月の方が５%以上、平均リターンが劣っていたことがわかる。１年目のリターンおよび３年間の平均リターンの較差は、５%の水準で統計的に有意であった。設定件数が４件以下の 192 か月と 4.5 件以上の 18 か月を比べると、１年目の平均リターンの較差は 30%以上（設定件数４件以下の場合は 13.65%、4.5 件以上の場合は-19.88%）、３年間の平均リターンの較差は年率９%以上（設定件数４件以下の場合は 8.64%、4.5 件以上の場合は-0.56%）となっており、どちらも１%未満の水準で統計的に有意であった。月に複数の投資信託運用会社から合計数件の新興国株式ファンドが設定されるような時期には、過去新興国株式市場が非常に好調で高いリターンを示して投資家に注目されたが、その後の新興国株式市場はむしろ低調になっていたことがわかる。

同様の平均リターンの差の検定を新興国株式ファンドの設定金額によって分類して行った。その結果、設定金額の多かった月の上位 30%の月（63 か月）と下位 70%の月（147 か月）を比較すると、その後３年間の平均リターンは 6%以上、上位の月の場合が劣っていた（その較差は１%の水準で統計的に有意）。上位 20%の月（42 か月）と上位 10%の月（21

か月）にサンプルを絞って同様の計測を行うと、設定後３年間の年率平均リターンの較差は 10%近くにも達しており、どちらも統計的な有意水準は１%未満となっている。新興国株式ファンド設定金額の上位 30%の基準は 112 億円、上位 20%の基準は 230 億円、上位 10%の基準は 561 億円となっており、月に 100 億円以上、新興国株式ファンドが設定されるような時期には、その後の新興国株式市場は相対的に悪化する傾向が見られることを示唆している。

次に、表 14 には、BRICs 関連ファンドについて同様の差の検定を行った結果を示した。(1)が BRICs 関連ファンド全体をユニバースとした場合、(2)が中国特化型ファンド、(3)がインド特化型ファンドに分析対象を限定した場合、(4)が中国特化型ファンドを除く場合である。

BRICs 関連ファンド全体のケースを見ると、件数ベースと金額ベースでは、若干異なる傾向が見られる（表 14(1)）。件数ベースで 1.5 件以上の BRICs 関連ファンドが設定された月は、その１年後は著しく市場リターンが相対的に悪化するが、２年目は逆に市場リターンが好転する傾向が見られた。その結果、３年間の年率平均値は、設定件数の多かった月ほど劣っていたが、統計的に有意な較差は見られなかった。これに対して、金額ベースでみると、上位 50%基準から上位 10%基準までどのケースでみても、BRICs 関連ファンドの設定金額の多かった月ほど、その後３年間の年率平均市場リターンは著しく劣後する傾向が見られ、統計的な有意水準はどのケースも５%未満もしくは 10%未満であった。設定金額の多寡を分けた基準値は、上位 50%の場合が設定金額 67 億円以上、上位 40%の場合が 99.9 億円、上位 30%の場合が 134 億円、上位 20%の場合が 217 億円、上位 10%の場合が 528 億円となっており、100 億円以上の規模で BRICs 関連ファンドが設定された月は、その後３年間にわたって BRICs 市場のリターンが相対的に劣後する傾向が見られたことを示している。もっとも検証期間中は、BRICs 市場は全体的に上昇過程にあり、下位 90%と上位 10%の比較においても、その後３年間の年率平均市場リターンは前者の 25.05%に対して後者の 4.45%となっており、設定金額の多かった月に投資しても、その後平均リターンがマイナスになった訳ではない。しかしながら、BRICs 関連ファンドに対する過熱感のない時期に投資した場合の方が、その後 3 年間、どのような分類を採用した場合でも年率 10%以上高いリターンが得られた点は留意しておく必要がある。

中国特化型ファンドにユニバースを限定した計測結果が表 14(2)に示されている。中国特化型ファンドは、計測期間の 78 か月中 55 か月において設定されていた点に特徴がある。これまで見てきた計測結果から、過去１四半期に多く中国特化型ファンドが設定された時期ほどファンドが設定されやすいハーディング行動は見られたが、過去の円建て市場リターンが好調な時期ほど多くのファンドが設定されやすいポジティブ・フィードバック取引は見られなかった。中国特化型ファンドに関しては、市場動向に左右されにくく、比較的コンスタントに設定されていたと考えられる。件数ベースの計測結果を見ると、1.5 ファンド以上設定されていた月は、設定の少なかった月よりもその後３年間の年率平均市場リターンがむしろ大幅に高かったことがわかる（統計的な有意水準は５%未満）。金額ベースの計測結果を見ても、設定金額の多かった月ほどその後の市場リターンが大幅に悪化するという傾向は見られず、その後３年間の平均リターンは設定金額の多かった月も少なかった月もほぼ拮抗した水準であった。

インド特化型ファンドにユニバースを限定した場合の計測結果が表 14(3)、中国特化型ファンドを除いた場合の計測結果が表 14(4)に示されている。どちらの場合も設定件数が少なかったため、多くの場合分けは行っていないが、設定された月ほど、その後３年間の年率平均市場リターンは著しく劣後するという結果が見られる。

表 15 には、ASEAN 関連ファンドの設定の有無とその後の市場リターンの関係に関する計測結果が示されている。ファンドの設定された月は 78 か月中 10 か月に過ぎなかったが、設定された月の翌年の平均リターンは-23.71%であったのに対して、ASEAN 関連ファンドが全く設定されなかった月の翌年の平均リターンは 25.39%となっており、大きなリターン較差が見られる。設定後３年間の年率平均リターンの較差も 20%近くに達しており、１%未満の水準で統計的に有意となっている。

総じて、新興国株式をテーマとする投資信託に関しては、わが国では、過去の円建てリターンが高い時期ほどその市場を投資対象とするファンドが集中的に設定されやすいが、この時期に投資した投資家は、その後、必ずしも良好な投資成果に恵まれなかったことが示唆されている。ただし、中国特化型ファンドのように過去の市場リターンとは無関係に、比較的コンスタントに設定されるファンドの場合には例外的に市場リターンの悪化傾向は見られなかった。

７．結論および今後のリサーチの課題

本稿では、わが国の投資信託市場における新興国株式ファンドの設定状況を分析対象として、過去の市場リターンが好調な時期ほど多くのファンドが設定されやすいポジティブ・フィードバック取引や過去の多くのファンドが設定された時期ほど引き続き多くのファンドが設定されやすいハーディング行動が見られるかについて検証した。その結果、新興国株式ファンドの設定件数や設定金額が多かった月ほど、それまでの新興国市場は高いリターンを示す傾向が見られ、ファンドを設定する投資信託運用会社やファンドの募集に応じてファンドへ投資する投資家の間でポジティブ・フィードバック取引が存在するという仮説と整合的な検証結果が得られた。ファンドの設定件数や設定金額との相関が高かったのは、直前１、２か月の市場リターンではなく、３か月以前の市場リターンであり、ファンドの企画を始めてから準備を進めて実際にファンドの設定が行われるまでには数か月程度かかる状況と整合的な結果であった。

四半期ベースでファンドの設定件数や設定金額を集計したうえで、これらの数値を被説明変数、過去の設定件数（設定金額）や過去のリターンを説明変数とする回帰分析を実施したところ、過去１四半期頃の設定件数（設定金額）や市場リターンに対する回帰係数が統計的に有意に正の値を示しており、ハーディング行動とポジティブ・フィードバック取引がともに存在することが示唆された。

また、非常に多くの新興国株式ファンドが設定された時期は、過去の市場も非常に好調で、過熱感が見られる時期でもあったと推察される。そのために、投資家の関心も高く、多くのファンドが設定され、投資家の資金も集まりやすかったものと考えられる。ところが、ファンドの設定件数や設定金額の多かった時期のその後の市場リターンは、相対的に著しく劣後する傾向が見られた。市場のピーク時に多くのファンドが設定され、投資家の資金が集まりやすい状況を示唆しており、わが国の投資信託市場における新興国株式ファ

ンドの設定や投資を巡るハーディング行動やポジティブ・フィードバック取引は、結果的に投資家に対して良好なリターンを提供できていなかった可能性が高い。

同様の分析を BRICs 関連ファンドや ASEAN 関連ファンドについても行った。中国特化型ファンドだけは、例外的に市場動向にかかわらず比較的コンスタントに設定される傾向が強く、設定される頻度は非常に高かった。その他の BRICs 関連ファンドや ASEAN 関連ファンドは市場の好調な時期に限定的かつ集中的に設定される傾向が見られ、ハーディング行動やポジティブ・フィードバック取引の存在と整合的な検証結果が得られた。そのうえ、中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンドや ASEAN 関連ファンドが設定された時期は、その後の市場リターンが相対的に著しく悪化する傾向が見られ、市場のピーク時近辺にファンドが設定される状況となっているようである。中国特化型ファンドに関しても、設定の多い時期には引き続き設定されやすいハーディング行動は見られたが、過去の市場リターンとの関連性を示すポジティブ・フィードバック取引は検出されなかった。中国特化型ファンドの設定後の市場リターンは、設定後に著しく悪化する傾向は見られず、むしろ設定後３年後にかけて市場リターンが好転する傾向すら見られた。

投資信託の設定は投資家ニーズの存在が前提になることは事実であり、投資家の関心の高い商品が設定される傾向が強いことは当然の帰結である。しかしながら、得てして過去の市場が好調で投資家の注目を集めているが、このような市場に投資するファンドが多く設定される頃は、すでに市場に過熱感が高まっており、結果的にピーク時に相当することも十分にあり得る。

冒頭にも述べた通り、少子高齢化社会を迎える中で、年金財政は非常に厳しい時期に直面しており、今後各国民が自助努力で老後の生活資金を蓄積していくことが求められるようになってきている。このような状況下、投資信託は、中長期的な国民の資産形成の場として非常に重要な役割を果たすことが期待されている。本稿の結果を踏まえて考えると、過去の市場リターンが高いなどの理由で注目度の高い投資対象へ投資するファンドは、その後投資家にとって必ずしも良好なリターンをもたらさないリスクが高いことが示唆される。むしろ定期的に一定の金額をある市場へ投資し続けるドルコスト平均法のようなアプローチの方が中長期的には投資家にとって好ましい結果をもたらす可能性が高い。本稿の分析結果が投資信託市場における（投資信託運用会社や証券会社による）ファンドの設定行動や（投資家による）投資行動に何らかの示唆が提供できれば幸いである。

本稿では、新興国株式ファンドの設定状況を分析対象としたが、わが国の投資信託市場では毎月分配型投信のように定期的な分配金の提供される商品や利子率が高いが為替リスクを伴う新興国債券ファンドなども投資家に注目されている。今後は、これらの公社債投資信託においても何らかの意思決定上の問題が存在しないか、分析を行っていくことが望ましい。また、本稿では、株式投資信託の中で新興国株式ファンドに焦点を当てた分析を行ったが、国内株式や先進国の外貨建て株式も残高が大きく変動しており、ファンド設定状況や投資行動について分析を行う意義は大きいと思われる。これらのテーマについては、今後の課題とさせていただきたい。

表１　わが国の投資信託市場の規模と新興国株式ファンドの設定状況

暦年	公募投信全体		うち株式残高		うち外国株式残高		新興国ファンド設定	
	（億円）	（本）	（億円）	（%）	（億円）	（%）	（億円）	（本）
1981	72,293	924	16,282	22.5	1,174	1.6	0	0.0
1982	93,276	1,056	17,753	19.0	1,189	1.3	0	0.0
1983	140,884	1,175	21,939	15.6	1,019	0.7	0	0.0
1984	182,978	1,383	27,642	15.1	1,010	0.6	0	0.0
1985	199,722	1,578	34,695	17.4	1,356	0.7	0	0.0
1986	320,753	1,991	63,177	19.7	3,041	0.9	374	1.0
1987	429,144	2,605	96,813	22.6	4,884	1.1	423	1.5
1988	528,972	3,265	150,100	28.4	3,728	0.7	148	1.0
1989	586,492	4,073	225,332	38.4	6,885	1.2	605	2.5
1990	459,939	4,747	155,171	33.7	8,065	1.8	816	10.5
1991	414,738	5,371	139,742	33.7	7,886	1.9	952	9.0
1992	433,005	5,701	106,031	24.5	5,273	1.2	554	19.5
1993	507,375	6,086	117,683	23.2	12,212	2.4	3,548	23.5
1994	434,083	6,306	116,706	26.9	13,236	3.0	3,246	47.5
1995	479,571	6,408	99,046	20.7	10,952	2.3	295	7.5
1996	486,680	5,879	83,927	17.2	9,041	1.9	388	9.5
1997	406,495	5,203	53,567	13.2	7,139	1.8	697	16.0
1998	427,393	4,534	50,943	11.9	10,634	2.5	95	9.0
1999	513,536	3,444	104,088	20.3	11,688	2.3	364	5.0
2000	493,992	2,793	100,308	20.3	11,016	2.2	448	4.0
2001	452,807	2,867	96,091	21.2	11,412	2.5	239	7.0
2002	360,160	2,718	91,989	25.5	8,318	2.3	450	11.0
2003	374,356	2,617	109,004	29.1	12,100	3.2	556	12.0
2004	409,967	2,552	123,293	30.1	20,323	5.0	2,207	34.0
2005	553,476	2,640	169,874	30.7	32,412	5.9	4,428	24.0
2006	689,276	2,753	213,265	30.9	55,881	8.1	6,427	37.5
2007	797,605	2,997	236,550	29.7	102,880	12.9	9,868	47.0
2008	521,464	3,333	117,617	22.6	37,060	7.1	3,378	53.0
2009	614,551	3,656	142,940	23.3	60,775	9.9	7,230	39.0
2010	637,201	3,905	133,799	21.0	54,253	8.5	5,201	57.0

（出所）投資信託協会のホームページ（http://www.toushin.or.jp/）および同協会の『投資信託』

（注）新興国ファンドは株式への投資が可能な株式投資信託のみを集計し、株式への投資を行わない公社債投資信託は含まない。新興国と先進国へ投資するファンドなどに関しては、0.5 本と計算し、設定金額も２分の１と計算した。また、非常に小さな金額の設定は計算せず、１本当たり 5,000 万円以上の設定があった場合にのみ集計対象とした。以下、同様。

表２　新興国株式ファンドの設定と新興国市場のリターン

暦年	新興国ファンド設定		新興国市場リターン			TOPIX	新興国－
	金額	本数	ドル建て	為替変化率	円建て	リターン	TOPIX
	（億円）	（本）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）
1988	148	1.0	40.4	3.0	44.7	36.6	8.1
1989	605	2.5	65.0	15.0	89.7	22.2	67.4
1990	816	10.5	-10.6	-5.5	-15.5	-39.4	23.9
1991	952	9.0	59.9	-8.1	47.0	-0.4	47.4
1992	554	19.5	11.4	-0.1	11.3	-23.0	34.3
1993	3,548	23.5	74.8	-10.6	56.4	11.0	45.4
1994	3,246	47.5	-7.3	-10.6	-17.1	9.1	-26.3
1995	295	7.5	-5.2	3.4	-2.0	2.1	-4.1
1996	388	9.5	6.0	12.5	19.3	-6.1	25.4
1997	697	16.0	-11.6	12.0	-1.0	-19.4	18.5
1998	95	9.0	-25.4	-13.2	-35.3	-6.6	-28.7
1999	364	5.0	66.9	-9.3	51.4	59.7	-8.3
2000	448	4.0	-30.7	11.6	-22.7	-25.0	2.3
2001	239	7.0	-2.4	14.8	12.0	-18.9	30.9
2002	450	11.0	-6.0	-9.5	-14.9	-17.5	2.6
2003	556	12.0	56.3	-9.7	41.1	25.2	15.9
2004	2,207	34.0	26.0	-4.4	20.4	11.3	9.1
2005	4,428	24.0	34.5	15.2	55.0	45.2	9.7
2006	6,427	37.5	32.6	1.0	33.9	3.0	30.8
2007	9,868	47.0	39.8	-6.2	31.1	-11.1	42.2
2008	3,378	53.0	-53.2	-18.9	-62.0	-40.6	-21.4
2009	7,230	39.0	79.0	2.7	83.8	7.6	76.2
2010	5,201	57.0	19.2	-12.9	3.8	1.0	2.9

（出所）投資信託協会の『投資信託』、MSCI-EM、東京証券取引所（ブルームバーグからダウンロード）
（注）新興国市場のリターンは、MSCI-EM のドル建てリターン（配当込み）に年末時点の円/ドル為替レートの変化率を掛けて円建てリターンを計算した。TOPIX リターンは、1988 年のみ配当なしのリターンで、1989 年以降は配当込み。新興国ファンドが 15 件以上設定された年に加えて、円建て新興国市場リターン、「新興国市場リターン－TOPIX リターン」が 15%を超えた年に網掛け表示としている。

表３　新興国株式市場（全体および地域別）の時価総額

暦年	世　界	新興国								アメリカ		日　本	
		合　計		アジア		アメリカ		欧州・アフリカ					
	金額	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
	（兆円）	（兆円）	（%）	（兆円）	（%）	（兆円）	（%）	（兆円）	（%）	（兆円）	（%）	（兆円）	（%）
1989	1,685	68	4.1	36	2.1	11	0.7	21	1.3	505	30.0	632	37.5
90	1,278	77	6.0	46	3.6	9	0.7	22	1.7	416	32.5	397	31.1
91	1,418	94	6.6	48	3.4	22	1.5	24	1.7	511	36.0	391	27.6
92	1,365	105	7.7	59	4.3	28	2.0	19	1.4	560	41.0	299	21.9
93	1,564	170	10.9	100	6.4	40	2.6	30	1.9	573	36.6	335	21.4
94	1,508	175	11.6	104	6.9	41	2.7	30	2.0	506	33.5	371	24.6
95	1,835	182	9.9	106	5.8	35	1.9	40	2.2	707	38.6	378	20.6
96	2,351	237	10.1	142	6.1	49	2.1	46	2.0	985	41.9	359	15.3
97	3,006	248	8.2	110	3.7	68	2.3	70	2.3	1,470	48.9	288	9.6
98	3,037	179	5.9	103	3.4	37	1.2	40	1.3	1,517	50.0	282	9.3
99	3,696	275	7.4	164	4.4	49	1.3	63	1.7	1,703	46.1	465	12.6
2000	3,676	257	7.0	154	4.2	49	1.3	54	1.5	1,725	46.9	361	9.8
01	3,657	285	7.8	179	4.9	52	1.4	54	1.5	1,816	49.6	295	8.1
02	2,790	252	9.0	160	5.7	35	1.3	57	2.0	1,317	47.2	252	9.0
03	3,433	350	10.2	218	6.4	51	1.5	81	2.4	1,529	44.5	326	9.5
04	3,909	418	10.7	236	6.0	68	1.7	114	2.9	1,673	42.8	377	9.6
05	5,113	656	12.8	349	6.8	110	2.2	197	3.8	2,003	39.2	559	10.9
06	6,360	1,084	17.0	627	9.9	161	2.5	297	4.7	2,315	36.4	563	8.9
07	7,213	1,817	25.2	1,192	16.5	245	3.4	380	5.3	2,228	30.9	498	6.9
08	3,163	660	20.9	429	13.6	99	3.1	131	4.2	1,064	33.6	292	9.2
09	4,537	1,173	25.9	776	17.1	179	3.9	218	4.8	1,404	30.9	314	6.9
10	4,556	1,224	26.9	770	16.9	215	4.7	240	5.3	1,390	30.5	332	7.3

（出所）IMF（国際通貨基金）、IMF データでカバーされていなかった台湾のデータだけは、WFE（World Federation of Exchanges）のデータで補完した。
（注）それぞれのドル建て月末時価総額に月末の円/ドル・レートをかけて推計した。

表４　主要な新興国株式市場の時価総額

暦年	中国	インド	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	韓国	台湾	ブラジル	メキシコ	ロシア	トルコ	エジプト	南アフリカ
	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）	（兆円）
1989	NA	4	0	6	2	4	20	NA	6	3	NA	1	0	19
90	NA	5	1	7	1	3	15	13	2	4	NA	3	0	19
91	0	6	1	7	1	4	12	15	5	12	0	2	0	21
92	2	8	1	12	2	7	13	12	6	17	0	1	0	13
93	5	11	4	25	4	15	16	22	11	22	0	4	0	19
94	4	13	5	20	6	13	19	25	19	13	0	2	0	23
95	4	13	7	23	6	15	19	19	15	9	2	2	1	29
96	13	14	11	36	9	12	16	32	25	12	4	3	2	28
97	27	17	4	12	4	3	6	37	33	20	17	8	3	30
98	26	12	2	11	4	4	14	29	18	10	2	4	3	19
99	34	19	7	15	4	6	40	39	23	16	7	12	3	27
2000	66	17	3	13	3	3	20	28	26	14	4	8	3	23
01	69	14	3	16	5	5	29	38	24	17	10	6	3	18
02	55	16	4	15	5	5	30	31	15	12	15	4	3	22
03	73	30	6	18	3	13	35	41	25	13	25	7	3	29
04	66	40	8	19	3	12	44	45	34	18	27	10	4	47
05	92	65	10	21	5	15	85	56	56	28	65	19	9	67
06	289	98	17	28	8	17	100	71	85	42	126	19	11	85
07	696	203	24	36	12	22	126	74	153	44	168	32	16	93
08	253	59	9	17	5	9	45	32	53	21	36	11	8	45
09	466	110	17	24	7	13	78	61	109	32	80	21	8	66
10	386	131	29	33	13	23	88	66	125	37	81	25	7	82

（出所）IMF（国際通貨基金）、IMF データでカバーされていなかった台湾のデータだけは、WFE（World Federation of Exchanges）のデータで補完した。
（注）それぞれのドル建て月末時価総額に月末の円/ドル・レートをかけて推計した。

表５　新興国市場間の月次リターンの相関

	中国	インド	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	韓国	台湾	ブラジル	メキシコ	ロシア	トルコ	エジプト	南アフリカ
中国	1.000													
インド	0.480	1.000												
インドネシア	0.492	0.492	1.000											
マレーシア	0.467	0.460	0.587	1.000										
フィリピン	0.497	0.497	0.599	0.501	1.000									
タイ	0.561	0.460	0.645	0.543	0.624	1.000								
韓国	0.668	0.566	0.570	0.491	0.516	0.668	1.000							
台湾	0.623	0.560	0.468	0.635	0.502	0.605	0.724	1.000						
ブラジル	0.591	0.567	0.409	0.408	0.427	0.507	0.573	0.594	1.000					
メキシコ	0.540	0.590	0.573	0.514	0.567	0.531	0.676	0.647	0.731	1.000				
ロシア	0.438	0.406	0.496	0.417	0.378	0.500	0.522	0.576	0.632	0.683	1.000			
トルコ	0.444	0.478	0.344	0.405	0.404	0.424	0.499	0.492	0.559	0.606	0.620	1.000		
エジプト	0.326	0.499	0.468	0.376	0.465	0.431	0.484	0.434	0.363	0.449	0.390	0.435	1.000	
南アフリカ	0.655	0.626	0.538	0.450	0.500	0.595	0.661	0.589	0.674	0.705	0.589	0.548	0.501	1.000

（出所）MSCI-EM、ブルームバーグ

（注）MSCI-EM 構成国のドル建て月次リターンと円/ドル・レートから円建て月次リターンを計算し、1999 年１月～2010 年 12 月の円建て月次リターンにおける相関係数。主要な市場のみを選択。

表６　新興国株式ファンドの地域別設定状況

（１）設定本数および設定金額

暦年	新興国合計		アジア特化		米州特化		欧州・中東・アフリカ		その他	
	本数（本）	金額（億円）	本数（本）	金額（億円）	本数（本）	金額（億円）	本数（本）	金額（億円）	本数（本）	金額（億円）
1986	1.0	374	0.0	0	0.0	0	0.0	0	1.0	374
87	1.5	423	0.0	0	0.0	0	0.0	0	1.5	423
88	1.0	148	0.0	0	0.0	0	0.0	0	1.0	148
89	2.5	605	2.5	605	0.0	0	0.0	0	0.0	0
90	10.5	816	10.5	816	0.0	0	0.0	0	0.0	0
91	9.0	952	6.0	456	0.0	0	0.0	0	3.0	496
92	19.5	554	18.5	532	0.0	0	0.0	0	1.0	22
93	23.5	3,548	21.5	3,046	0.0	0	0.0	0	2.0	502
94	47.5	3,246	41.5	2,844	2.0	84	0.0	0	4.0	318
95	7.5	295	7.5	295	0.0	0	0.0	0	0.0	0
96	9.5	388	7.5	385	1.0	1	1.0	2	0.0	0
97	16.0	697	12.0	377	0.0	0	2.0	42	2.0	278
98	9.0	95	5.0	35	1.0	4	0.0	0	3.0	57
99	5.0	364	5.0	364	0.0	0	0.0	0	0.0	0
2000	4.0	448	4.0	448	0.0	0	0.0	0	0.0	0
01	7.0	239	7.0	239	0.0	0	0.0	0	0.0	0
02	11.0	450	11.0	450	0.0	0	0.0	0	0.0	0
03	12.0	556	12.0	556	0.0	0	0.0	0	0.0	0
04	34.0	2,207	34.0	2,207	0.0	0	0.0	0	0.0	0
05	24.0	4,428	12.0	2,119	0.0	0	6.0	616	6.0	1,693
06	37.5	6,427	20.5	2,210	2.0	166	5.0	620	10.0	3,432
07	47.0	9,868	27.0	5,778	4.0	1,799	5.0	772	11.0	1,519
08	53.0	3,378	22.0	747	9.0	324	16.0	1,981	6.0	325
09	39.0	7,230	30.0	4,806	3.0	1,138	0.0	0	6.0	1,285
10	57.0	5,201	45.0	3,281	7.5	1,634	3.5	236	1.0	50
累計	488.5	52,939	362.0	32,597	29.5	5,150	38.5	4,269	58.5	10,922
年平均	19.5	2,118	14.5	1,304	1.2	206	1.5	171	2.3	437
設定月数	179		165		23		28		43	
非設定	121		135		277		272		257	
設定比率	59.7		55.0		7.7		9.3		14.3	

（出所）投資信託協会の『投資信託』

（注）新興国ファンドの設定本数および設定金額の地域別内訳。たとえば、アジア特化型には、アジアの新興国市場全体に投資するファンドに加えて、ASEAN のような一部地域に投資するファンド、中国やインドなど特定の国に投資するファンドなどが含まれている。その他には、BRICs のような地域横断的な新興国に投資するファンドや新興国地域全体に投資するファンドが含まれている。設定月数は、1986 年 1 月～2010 年 12 月までの 300 か月のうち、0.5 ファンドでも設定のあった月の数、非設定は全く設定がなかった月の数、設定比率は、設定月数÷非設定月数の比率を表している。

（２）構成比

	アジア特化		米州特化		欧州・中東・アフリカ		その他	
暦年	本数	金額	本数	金額	本数	金額	本数	金額
	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）
1986	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
87	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
88	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
89	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
90	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
91	66.7	47.9	0.0	0.0	0.0	0.0	33.3	52.1
92	94.9	96.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1	4.0
93	91.5	85.8	0.0	0.0	0.0	0.0	8.5	14.2
94	87.4	87.6	4.2	2.6	0.0	0.0	8.4	9.8
95	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
96	78.9	99.2	10.5	0.3	10.5	0.5	0.0	0.0
97	75.0	54.1	0.0	0.0	12.5	6.0	12.5	39.9
98	55.6	36.5	11.1	3.7	0.0	0.0	33.3	59.8
99	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2000	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
01	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
02	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
03	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
04	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
05	50.0	47.9	0.0	0.0	25.0	13.9	25.0	38.2
06	54.7	34.4	5.3	2.6	13.3	9.6	26.7	53.4
07	57.4	58.5	8.5	18.2	10.6	7.8	23.4	15.4
08	41.5	22.1	17.0	9.6	30.2	58.7	11.3	9.6
09	76.9	66.5	7.7	15.7	0.0	0.0	15.4	17.8
10	78.9	63.1	13.2	31.4	6.1	4.5	1.8	1.0
累計	74.1	61.6	6.0	9.7	7.9	8.1	12.0	20.6

（出所）投資信託協会の『投資信託』
（注）（１）の数値の地域別構成比。

表７　アジア地域特化型の新興国株式ファンドの設定状況

（１）設定本数の内訳

暦年	合計	中国	インド	インドネシア	マレーシア	ベトナム	フィリピン	韓国	タイ	台湾	ASEAN	アジアNIES	その他
	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）
1986	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
87	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
88	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
89	2.5	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.5
90	10.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.5	1.5	3.5
91	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	5.0
92	18.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	18.0
93	21.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.5
94	41.5	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	32.5
95	7.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	6.0
96	7.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	6.0
97	12.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0
98	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0
99	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0
2000	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0
01	7.0	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
02	11.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
03	12.0	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
04	34.0	30.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
05	12.0	8.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
06	20.5	13.5	4.5	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
07	27.0	7.0	3.5	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	1.0	0.0	4.0	0.0	8.0
08	22.0	9.0	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	1.0	0.0	3.0
09	30.0	18.5	3.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	2.0	0.0	4.0
10	45.0	12.5	3.0	6.0	0.0	1.5	2.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	17.0
累計	362.0	141.0	28.0	8.0	0.5	6.0	2.0	2.0	3.0	3.0	16.0	3.0	149.5
年平均	14.5	5.6	1.1	0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.1	6.0
設定月数	165	87	25	8	1	8	2	2	3	4	16	4	83
非設定	135	213	275	292	299	292	298	298	297	296	284	296	217
設定比率	55.0	29.0	8.3	2.7	0.3	2.7	0.7	0.7	1.0	1.3	5.3	1.3	27.7

（出所）投資信託協会の『投資信託』
（注）アジア地域特化型の新興国株式ファンドの設定本数の内訳。その他は、アジア地域全体への投資を目的とするファンド。

（２）設定金額の内訳

暦年	合計	中国	インド	インドネシア	マレーシア	ベトナム	フィリピン	韓国	タイ	台湾	ASEAN	アジアNIES	その他
	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）	（億円）
1986	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
87	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
88	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
89	605	0	0	0	97	0	0	0	0	0	0	57	451
90	816	0	0	0	0	0	0	0	0	0	249	234	333
91	456	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	340	116
92	532	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	0	522
93	3,046	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3,011
94	2,844	442	0	0	0	0	0	0	0	0	65	0	2,337
95	295	16	0	0	0	0	0	0	0	0	59	0	219
96	385	2	0	0	0	0	0	0	0	11	0	0	372
97	377	102	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	275
98	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	35
99	364	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	364
2000	448	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	448
01	239	237	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
02	450	430	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21
03	556	556	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
04	2,207	2,088	119	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
05	2,119	415	1,705	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
06	2,210	964	950	0	0	50	0	17	0	0	0	0	230
07	5,778	1,992	687	0	0	245	0	0	66	0	360	0	2,426
08	747	248	392	0	0	0	0	0	19	39	5	0	44
09	4,806	3,889	240	31	0	0	0	0	0	13	26	0	607
10	3,281	906	194	718	0	170	10	165	1	0	59	0	1,058
累計	32,597	12,321	4,286	749	97	465	10	182	87	63	832	631	12,873
年平均	1,304	493	171	30	4	19	0	7	3	3	33	25	515

（出所）投資信託協会の『投資信託』
（注）アジア地域特化型の新興国株式ファンドの設定金額の内訳。その他は、アジア地域全体への投資を目的とするファンド。

表８　アジア地域特化型ファンド以外の新興国株式ファンドの設定状況

（１）設定本数の内訳

暦年	米州特化			欧州・中東・アフリカ							その他			
	合計（億円）	ブラジル（億円）	その他（億円）	合計（億円）	ロシア（億円）	南アフリカ（億円）	トルコ（億円）	その他欧州（億円）	中東アラブ（億円）	アフリカ（億円）	合計（億円）	BRICｓ（億円）	VISTA（億円）	新興国全体（億円）
1986	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	1.0
87	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	1.5
88	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	1.0
89	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
90	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
91	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	3.0
92	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	1.0
93	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	2.0
94	2.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	4.0
95	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
96	1.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
97	0.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	2.0
98	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	3.0
99	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
01	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
02	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
03	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
04	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
05	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0	6.0	2.0	0.0	4.0
06	2.0	1.0	1.0	5.0	0.0	0.0	1.0	4.0	0.0	0.0	10.0	3.0	0.0	7.0
07	4.0	3.0	1.0	5.0	1.0	0.0	0.0	1.0	3.0	0.0	11.0	1.0	1.0	9.0
08	9.0	8.0	1.0	16.0	7.0	1.0	0.0	0.0	7.0	1.0	6.0	3.0	0.0	3.0
09	3.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	1.0	0.0	5.0
10	7.5	7.5	0.0	3.5	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.0	0.0	0.0	1.0
累計	29.5	22.5	7.0	38.5	8.0	3.0	1.0	14.0	10.0	2.5	58.5	10.0	1.0	47.5
年平均	1.2	0.9	0.3	1.5	0.3	0.1	0.0	0.6	0.4	0.1	2.3	0.4	0.0	1.9
設定月数	23	16	8	28	7	3	1	13	7	2	43	10	1	36
非設定	277	284	292	272	293	297	299	287	293	298	257	290	299	264
設定比率	7.7	5.3	2.7	9.3	2.3	1.0	0.3	4.3	2.3	0.7	14.3	3.3	0.3	12.0

（出所）投資信託協会の『投資信託』
（注）アジア地域特化型の新興国株式ファンド以外の地域別特化型ファンドおよびその他の新興国株式ファンドの設定本数の内訳。

（２）設定金額の内訳

暦年	米州特化			欧州・中東・アフリカ							その他			
	合計（億円）	ブラジル（億円）	その他（億円）	合計（億円）	ロシア（億円）	南アフリカ（億円）	トルコ（億円）	その他欧州（億円）	中東アラブ（億円）	アフリカ（億円）	合計（億円）	BRICｓ（億円）	VISTA（億円）	新興国全体（億円）
1986	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	374	0	0	374
87	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	423	0	0	423
88	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	148	0	0	148
89	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
90	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
91	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	496	0	0	496
92	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22	0	0	22
93	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	502	0	0	502
94	84	0	84	0	0	0	0	0	0	0	318	0	0	318
95	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
96	1	0	1	2	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0
97	0	0	0	42	0	0	0	42	0	0	278	0	0	278
98	4	0	4	0	0	0	0	0	0	0	57	0	0	57
99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
01	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
02	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
03	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
04	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
05	0	0	0	616	0	0	0	616	0	0	1,693	432	0	1,261
06	166	155	10	620	0	0	12	608	0	0	3,432	735	0	2,697
07	1,799	1,305	495	772	80	0	0	119	574	0	1,519	365	29	1,126
08	324	257	67	1,981	386	46	0	0	1,159	391	325	43	0	282
09	1,138	1,138	0	0	0	0	0	0	0	0	1,285	2	0	1,283
10	1,634	1,634	0	236	0	189	0	0	0	47	50	0	0	50
累計	5,150	4,490	661	4,269	466	235	12	1,386	1,733	437	10,922	1,575	29	9,318
年平均	206	180	26	171	19	9	0	55	69	17	437	63	1	373

（出所）投資信託協会の『投資信託』
（注）アジア地域特化型の新興国株式ファンド以外の地域別特化型ファンドおよびその他の新興国株式ファンドの設定金額の内訳。

表９　新興国株式ファンドの設定件数・金額と設定月前後の市場超過リターン

（１）年ベース

	n	３年前（%）	２年前（%）	１年前（%）	１年後（%）	２年後（%）	３年後（%）
件数（件）							
0	70	-7.94	-6.67	-14.03	-2.05	-3.70	-1.47
		(-2.28)**	(-1.92)*	(-4.90)***	(-0.69)	(-1.21)	(-0.44)
0.5以上	140	3.97	3.33	7.02	1.03	1.85	0.73
		(1.67)*	(1.50)	(3.43)***	(0.39)	(0.66)	(0.27)
0.5～２	88	-1.82	2.83	1.37	7.43	-0.87	3.05
		(-0.60)	(0.93)	(0.52)	(2.46)**	(-0.26)	(0.91)
2.5以上	52	13.76	4.18	16.57	-9.81	6.45	-3.18
		(3.95)***	(1.33)	(5.84)***	(-2.15)**	(1.28)	(-0.72)
0.5～１	57	-0.60	1.82	-2.16	8.27	-1.48	1.59
		(-0.14)	(0.49)	(-0.65)	(2.12)**	(-0.38)	(0.41)
1.5～２	31	-4.06	4.69	7.87	5.89	0.27	5.71
		(-1.05)	(0.89)	(1.97)*	(1.24)	(0.04)	(0.90)
2.5～４	34	7.37	2.74	13.64	1.23	-0.72	-2.05
		(1.61)	(0.67)	(4.07)***	(0.25)	(-0.12)	(-0.34)
4.5以上	18	25.84	6.90	22.10	-30.65	20.00	-5.31
		(6.55)***	(1.44)	(4.34)***	(-4.12)***	(2.46)**	(-0.91)
2.5～３	19	10.42	1.17	10.23	-4.80	-2.29	-0.19
		(1.51)	(0.24)	(2.07)**	(-0.69)	(-0.27)	(-0.02)
3.5以上	33	15.69	5.92	20.22	-12.69	11.49	-4.90
		(4.09)***	(1.45)	(6.05)***	(-2.12)**	(1.89)*	(-0.92)
金額（億円）							
0～100	73	-0.11	1.33	-1.77	6.43	1.55	2.81
		(-0.03)	(0.43)	(-0.65)	(1.92)*	(0.43)	(0.80)
100超	67	8.42	5.52	16.59	-4.86	2.18	-1.53
		(2.60)**	(1.71)*	(6.37)***	(-1.21)	(0.49)	(-0.38)
0～35	35	-3.55	-3.84	-6.51	3.54	-2.57	2.72
		(-0.71)	(-0.86)	(-1.53)	(0.77)	(-0.54)	(0.54)
35～100	38	3.05	6.09	2.60	9.09	5.35	2.90
		(0.66)	(1.48)	(0.76)	(1.87)*	(1.00)	(0.58)
100～350	37	1.25	0.17	11.25	-2.93	3.76	4.39
		(0.26)	(0.03)	(3.27)***	(-0.55)	(0.69)	(0.95)
350超	30	17.27	12.12	23.17	-7.25	0.23	-8.83
		(4.88)***	(3.40)***	(6.26)***	(-1.18)	(0.03)	(-1.27)
平均リターン	210	16.08	14.84	14.17	10.77	11.60	11.69

（注）ファンド設定時を０とし、その３年前～１年前、１年後～３年後の新興国市場リターン（円建て）を計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。ただし、１年前とは 13 か月前から１か月前まで、１年後とは設定時を含む月の終了後、12 か月後までのこと。設定時としては、1991 年１月～2008 年６月までの 210 か月間が対象。ファンドの設定件数と設定金額に応じて分類した。n はサンプル数。かっこ内の数値は、ｔ値。***：１％水準、**：５％水準、*：10%水準で統計的に有意であることを示している。期間の設定が半年ごと、四半期ごと、月次である点以外は、（２）～（４）も同様。

（２）半年ベース

	n	－６	－５	－４	－３	－２	－１	＋１	＋２	＋３	＋４	＋５	＋６
		（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）
件数（件）													
0	70	-6.02	-1.13	-1.95	-4.60	-4.77	-7.94	-0.57	-0.80	-0.80	-2.72	-3.45	1.85
		(-2.21)**	(-0.42)	(-0.75)	(-1.89)*	(-1.73)*	(-3.27)***	(-0.23)	(-0.34)	(-0.34)	(-1.12)	(-1.44)	(0.74)
0.5以上	140	3.01	0.57	0.97	2.30	2.38	3.97	0.29	0.40	0.40	1.36	1.73	-0.93
		(1.80)*	(0.32)	(0.57)	(1.37)	(1.55)	(2.51)**	(0.16)	(0.21)	(0.19)	(0.68)	(0.86)	(-0.48)
0.5～２	88	-0.77	-0.78	1.93	0.82	0.05	1.42	5.07	1.44	-2.07	0.96	5.13	-2.44
		(-0.36)	(-0.33)	(0.86)	(0.37)	(0.02)	(0.69)	(2.69)***	(0.63)	(-0.95)	(0.37)	(2.18)**	(-1.00)
2.5以上	52	9.41	2.85	-0.65	4.80	6.34	8.30	-7.82	-1.36	4.58	2.04	-4.03	1.64
		(3.84)***	(1.14)	(-0.26)	(1.93)*	(3.34)***	(3.45)***	(-2.44)**	(-0.38)	(1.12)	(0.64)	(-1.13)	(0.52)
0.5～１	57	-2.37	1.40	1.60	-0.05	-1.80	0.34	6.40	0.81	-2.07	-0.08	5.27	-3.38
		(-0.83)	(0.51)	(0.61)	(-0.02)	(-0.61)	(0.13)	(2.59)**	(0.28)	(-0.91)	(-0.03)	(1.82)*	(-1.11)
1.5～２	31	2.19	-4.80	2.55	2.43	3.43	3.40	2.64	2.60	-2.07	2.88	4.86	-0.72
		(0.73)	(-1.11)	(0.60)	(0.59)	(1.22)	(1.10)	(0.93)	(0.70)	(-0.45)	(0.55)	(1.20)	(-0.17)
2.5～４	34	5.22	1.26	-0.92	3.94	6.46	5.45	-3.34	4.94	-0.28	0.28	-3.71	2.16
		(1.65)	(0.39)	(-0.28)	(1.17)	(2.49)**	(2.25)**	(-0.88)	(1.50)	(-0.06)	(0.06)	(-0.75)	(0.54)
4.5以上	18	17.31	5.84	-0.15	6.43	6.11	13.67	-16.28	-13.25	13.77	5.35	-4.63	0.65
		(5.59)***	(1.53)	(-0.04)	(1.89)*	(2.40)**	(2.69)**	(-3.00)***	(-1.74)*	(1.86)*	(1.35)	(-1.01)	(0.12)
2.5～３	19	6.82	1.47	-2.29	4.96	6.52	2.53	-8.28	4.84	0.66	-2.54	-3.32	4.03
		(1.80)*	(0.34)	(-0.47)	(1.03)	(1.65)	(0.69)	(-1.52)	(0.93)	(0.11)	(-0.38)	(-0.48)	(0.76)
3.5以上	33	10.90	3.64	0.29	4.71	6.23	11.62	-7.55	-4.92	6.84	4.68	-4.44	0.26
		(3.41)***	(1.19)	(0.10)	(1.66)	(3.13)***	(3.82)***	(-1.88)*	(-1.04)	(1.26)	(1.44)	(-1.11)	(0.07)
金額（億円）													
0～100	73	-0.03	0.11	-1.05	2.81	-1.08	-0.23	5.09	0.81	2.32	-1.89	4.03	-1.18
		(-0.01)	(0.04)	(-0.41)	(1.22)	(-0.45)	(-0.10)	(2.27)**	(0.31)	(1.08)	(-0.70)	(1.46)	(-0.47)
100超	67	6.32	1.06	3.18	1.75	6.16	8.55	-4.95	-0.04	-1.70	4.90	-0.79	-0.65
		(2.93)***	(0.45)	(1.46)	(0.70)	(3.46)***	(4.06)***	(-1.90)*	(-0.01)	(-0.47)	(1.65)	(-0.27)	(-0.22)
0～35	35	-3.29	-0.48	-5.25	1.92	-2.58	-3.31	5.18	-1.49	1.07	-4.76	6.01	-2.87
		(-0.87)	(-0.17)	(-1.48)	(0.59)	(-0.71)	(-0.98)	(1.54)	(-0.39)	(0.41)	(-1.43)	(1.61)	(-0.75)
35～100	38	2.98	0.66	2.82	3.62	0.30	2.60	5.01	2.93	3.47	0.76	2.21	0.38
		(0.93)	(0.16)	(0.78)	(1.09)	(0.09)	(0.88)	(1.65)	(0.83)	(1.03)	(0.18)	(0.54)	(0.12)
100～350	37	3.70	-3.13	0.91	-0.76	5.54	4.51	-5.80	2.47	-3.38	8.90	1.31	2.62
		(1.34)	(-0.87)	(0.27)	(-0.20)	(2.05)**	(1.77)*	(-1.94)*	(0.63)	(-0.68)	(2.41)**	(0.42)	(0.75)
350超	30	9.56	6.22	5.97	4.84	6.92	13.53	-3.91	-3.14	0.39	-0.04	-3.38	-4.69
		(2.84)***	(2.37)**	(2.43)**	(1.63)	(3.15)***	(4.06)***	(-0.86)	(-0.69)	(0.07)	(-0.01)	(-0.64)	(-0.92)
平均リターン	210	8.08	8.28	7.72	7.50	7.39	7.32	5.81	5.33	5.83	6.33	6.37	5.87

（注）ファンド設定時を０とし、その前後３年間ずつの新興国市場リターン（円建て）を計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。－６は 37～31 か月前、－５は 31～25 か月前、－４は 25～19 か月前、－３は 19～13 か月前、－２は 13～７か月前、－１は７～１か月前、＋１は設定時を含む月の終了後、６か月後まで、＋２は６～12 か月後、＋３は 12～18 か月後、＋４は 18～24 か月後、＋５は 24～30 か月後、＋６は 30～36 か月後。

（３）四半期ベース

	n	－８	－７	－６	－５	－４	－３	－２	－１	＋１	＋２	＋３	＋４	＋５	＋６	＋７	＋８
		（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）
件数（件）																	
0	70	-1.74	-0.12	-0.20	-3.98	-2.67	-2.09	-4.39	-3.52	0.13	-0.56	-0.05	-0.34	0.97	-1.38	-1.40	-1.11
		(-0.92)	(-0.07)	(-0.11)	(-2.15)**	(-1.44)	(-1.07)	(-2.57)**	(-2.04)**	(0.07)	(-0.30)	(-0.03)	(-0.19)	(0.57)	(-0.79)	(-0.88)	(-0.63)
0.5以上	140	0.87	0.06	0.10	1.99	1.34	1.04	2.20	1.76	-0.07	0.28	0.02	0.17	-0.49	0.69	0.70	0.56
		(0.72)	(0.05)	(0.09)	(1.80)*	(1.19)	(0.95)	(1.88)*	(1.57)	(-0.06)	(0.22)	(0.02)	(0.12)	(-0.35)	(0.51)	(0.50)	(0.42)
0.5～２	88	0.95	0.87	-0.88	1.66	-0.60	0.70	0.61	0.84	2.11	3.00	1.06	0.20	-1.22	-0.75	0.95	-0.21
		(0.60)	(0.56)	(-0.58)	(1.07)	(-0.39)	(0.47)	(0.40)	(0.61)	(1.62)	(2.17)**	(0.73)	(0.13)	(-0.78)	(-0.49)	(0.55)	(-0.13)
2.5以上	52	0.75	-1.32	1.76	2.54	4.62	1.62	4.87	3.32	-3.75	-4.33	-1.72	0.11	0.75	3.12	0.27	1.86
		(0.39)	(-0.77)	(1.03)	(1.80)*	(3.22)***	(1.08)	(2.88)***	(1.74)*	(-1.85)*	(-1.88)*	(-0.73)	(0.04)	(0.29)	(1.22)	(0.12)	(0.83)
0.5～１	57	1.17	0.61	-1.80	2.06	-0.93	-0.93	-1.07	1.38	2.02	4.20	0.78	-0.07	-1.07	-0.67	1.09	-1.16
		(0.58)	(0.31)	(-0.95)	(1.01)	(-0.46)	(-0.47)	(-0.56)	(0.77)	(1.24)	(2.49)**	(0.40)	(-0.04)	(-0.68)	(-0.36)	(0.56)	(-0.61)
1.5～２	31	0.54	1.36	0.81	0.93	-0.01	3.71	3.71	-0.15	2.29	0.80	1.55	0.71	-1.48	-0.90	0.70	1.52
		(0.22)	(0.50)	(0.32)	(0.39)	(-0.00)	(1.71)*	(1.44)	(-0.07)	(1.04)	(0.33)	(0.78)	(0.27)	(-0.44)	(-0.34)	(0.20)	(0.47)
2.5～４	34	-1.20	0.27	2.34	0.97	5.10	1.10	2.61	3.20	-0.58	-2.89	1.53	3.61	-0.27	-0.52	0.01	0.23
		(-0.51)	(0.12)	(1.10)	(0.49)	(3.17)***	(0.55)	(1.25)	(1.42)	(-0.23)	(-1.10)	(0.62)	(1.45)	(-0.08)	(-0.18)	(0.00)	(0.08)
4.5以上	18	4.43	-4.31	0.67	5.51	3.70	2.60	9.14	3.55	-9.75	-7.04	-7.85	-6.50	2.68	9.99	0.78	4.93
		(1.36)	(-1.63)	(0.23)	(3.53)***	(1.28)	(1.16)	(3.43)**	(0.99)	(-3.27)***	(-1.56)	(-1.67)	(-1.15)	(0.59)	(2.16)**	(0.27)	(1.55)
2.5～３	19	-2.81	0.50	1.92	2.27	7.02	-0.94	2.75	0.25	-4.11	-4.52	0.44	4.70	1.50	-0.94	3.09	-6.27
		(-0.78)	(0.17)	(0.62)	(0.83)	(3.46)***	(-0.34)	(0.91)	(0.08)	(-1.27)	(-1.12)	(0.11)	(1.27)	(0.31)	(-0.31)	(0.66)	(-1.64)
3.5以上	33	2.80	-2.36	1.67	2.69	3.23	3.09	6.10	5.09	-3.55	-4.22	-2.97	-2.53	0.32	5.45	-1.35	6.53
		(1.27)	(-1.15)	(0.80)	(1.67)	(1.69)	(1.78)*	(3.02)***	(2.13)**	(-1.34)	(-1.48)	(-1.03)	(-0.73)	(0.11)	(1.52)	(-0.54)	(2.71)**
金額（億円）																	
0～100	73	-1.06	-0.03	0.81	1.87	-1.97	0.86	1.59	-1.73	1.12	3.83	1.23	-0.59	0.71	2.05	0.45	-2.24
		(-0.58)	(-0.02)	(0.52)	(1.16)	(-1.14)	(0.55)	(0.93)	(-1.15)	(0.70)	(2.75)***	(0.75)	(-0.33)	(0.42)	(1.32)	(0.23)	(-1.30)
100超	67	2.97	0.16	-0.68	2.12	4.94	1.25	2.85	5.56	-1.36	-3.59	-1.29	1.00	-1.79	-0.79	0.97	3.60
		(1.91)*	(0.10)	(-0.40)	(1.39)	(3.87)***	(0.82)	(1.80)*	(3.54)***	(-0.84)	(-1.76)*	(-0.67)	(0.47)	(-0.81)	(-0.35)	(0.49)	(1.79)*
0～35	35	-2.65	-2.35	0.31	2.02	-3.77	1.25	-1.08	-2.00	-0.42	5.38	0.50	-2.18	1.27	0.34	-0.04	-4.12
		(-1.00)	(-0.90)	(0.13)	(0.76)	(-1.39)	(0.54)	(-0.42)	(-0.82)	(-0.20)	(2.37)**	(0.20)	(-0.90)	(0.65)	(0.15)	(-0.01)	(-1.80)
35～100	38	0.41	2.10	1.28	1.73	-0.32	0.49	4.05	-1.48	2.54	2.40	1.90	0.87	0.19	3.62	0.90	-0.50
		(0.16)	(0.95)	(0.60)	(0.90)	(-0.14)	(0.23)	(1.78)*	(-0.81)	(1.05)	(1.44)	(0.87)	(0.34)	(0.07)	(1.71)*	(0.33)	(-0.20)
100～350	37	1.52	-0.66	-2.31	1.32	5.59	0.02	0.64	4.41	-0.60	-4.79	-1.70	3.83	-2.91	-1.70	3.20	5.14
		(0.65)	(-0.27)	(-0.94)	(0.53)	(3.54)***	(0.01)	(0.27)	(2.09)**	(-0.31)	(-1.74)*	(-0.61)	(1.59)	(-0.90)	(-0.66)	(1.29)	(2.25)**
350超	30	4.77	1.18	1.34	3.11	4.14	2.76	5.58	6.99	-2.31	-2.12	-0.78	-2.50	-0.40	0.32	-1.78	1.69
		(2.47)**	(0.60)	(0.60)	(2.12)**	(1.96)*	(1.62)	(3.04)***	(2.96)***	(-0.84)	(-0.69)	(-0.29)	(-0.69)	(-0.14)	(0.08)	(-0.57)	(0.48)
平均リターン	210	4.04	3.63	3.77	3.66	3.61	3.72	3.46	3.82	3.28	2.39	2.30	2.89	2.75	2.85	3.07	3.01

（注）ファンド設定時を０とし、その前後２年間ずつの新興国市場リターン（円建て）を四半期ごとに計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。－８は 25～22 か月前、－７は 22～19 か月前、－６は 19～16 か月前、－５は 16～13 か月前、－４は 13～10 か月前、－３は 10～７か月前、－２は７～４か月前、－１は４～１か月前、＋１は設定時を含む月の終了後、３か月後まで、＋２は３～６か月後、＋３は６～９か月後、＋４は９～12 か月後、＋５は 12～15 か月後、＋６は 15～18 か月後、＋７は 18～21 か月後、＋８は 21～24 か月後。

（４）月次ベース

	n	－12	－11	－10	－9	－8	－7	－6	－5	－4	－3	－2	－1
		（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）
件数（件）													
0	70	-1.11	-0.98	-0.56	-0.44	-0.47	-1.20	-1.26	-2.21	-0.72	-0.91	-1.89	-0.63
		(-1.29)	(-1.06)	(-0.56)	(-0.46)	(-0.47)	(-1.21)	(-1.27)	(-2.29)**	(-0.81)	(-0.99)	(-2.17)**	(-0.65)
0.5以上	140	0.56	0.49	0.28	0.22	0.23	0.60	0.63	1.10	0.36	0.45	0.94	0.32
		(0.95)	(0.86)	(0.53)	(0.39)	(0.44)	(1.10)	(1.17)	(2.00)**	(0.61)	(0.79)	(1.62)	(0.57)
0.5～２	88	-0.43	-0.21	-0.02	0.15	0.23	0.27	0.17	0.77	-0.47	-0.27	0.92	0.13
		(-0.53)	(-0.28)	(-0.03)	(0.21)	(0.31)	(0.37)	(0.25)	(1.08)	(-0.63)	(-0.39)	(1.32)	(0.20)
2.5以上	52	2.22	1.68	0.79	0.33	0.24	1.16	1.41	1.67	1.76	1.69	0.99	0.63
		(2.96)***	(2.05)**	(0.95)	(0.38)	(0.32)	(1.40)	(1.64)	(1.92)*	(1.84)*	(1.72)*	(0.94)	(0.62)
0.5～１	57	-0.71	-0.51	0.22	-0.44	-0.42	-0.18	-0.80	0.73	-1.09	-0.17	0.62	0.86
		(-0.70)	(-0.55)	(0.23)	(-0.50)	(-0.43)	(-0.20)	(-0.97)	(0.81)	(-1.11)	(-0.17)	(0.66)	(1.10)
1.5～２	31	0.10	0.33	-0.47	1.25	1.42	1.09	1.96	0.84	0.69	-0.47	1.46	-1.21
		(0.08)	(0.26)	(-0.54)	(0.98)	(1.38)	(0.98)	(1.65)	(0.70)	(0.64)	(-0.50)	(1.57)	(-1.08)
2.5～４	34	1.66	2.40	1.17	0.20	-0.33	1.32	0.15	1.45	1.03	1.76	0.21	1.16
		(1.74)*	(2.27)**	(1.18)	(0.17)	(-0.34)	(1.31)	(0.14)	(1.46)	(0.87)	(1.61)	(0.19)	(0.94)
4.5以上	18	3.28	0.30	0.07	0.57	1.33	0.86	3.79	2.09	3.14	1.54	2.46	-0.37
		(2.72)**	(0.25)	(0.05)	(0.48)	(1.09)	(0.58)	(3.00)***	(1.21)	(1.91)*	(0.78)	(1.13)	(-0.20)
2.5～３	19	2.83	1.83	2.38	-1.42	0.66	0.05	-0.50	2.00	1.28	0.09	0.11	0.12
		(2.70)**	(1.23)	(1.92)*	(-0.81)	(0.44)	(0.04)	(-0.29)	(1.54)	(0.77)	(0.06)	(0.06)	(0.07)
3.5以上	33	1.88	1.59	-0.13	1.33	0.01	1.80	2.51	1.48	2.04	2.61	1.49	0.93
		(1.83)*	(1.61)	(-0.12)	(1.54)	(0.01)	(1.83)*	(2.83)***	(1.27)	(1.72)*	(2.09)**	(1.16)	(0.71)
金額（億円）													
0～100	73	-1.20	-0.51	-0.31	-0.27	0.28	0.87	0.62	1.03	-0.19	-0.75	-0.40	-0.57
		(-1.36)	(-0.60)	(-0.40)	(-0.31)	(0.38)	(1.14)	(0.83)	(1.36)	(-0.21)	(-0.99)	(-0.51)	(-0.79)
100超	67	2.47	1.58	0.93	0.75	0.18	0.30	0.65	1.18	0.96	1.77	2.41	1.28
		(3.52)***	(2.24)**	(1.30)	(1.08)	(0.23)	(0.39)	(0.83)	(1.45)	(1.24)	(2.10)**	(2.89)***	(1.53)
0～35	35	-1.18	-1.17	-1.56	0.83	-0.42	0.90	-0.09	0.35	-1.36	-1.50	-0.37	-0.19
		(-0.79)	(-0.93)	(-1.38)	(0.67)	(-0.34)	(0.82)	(-0.08)	(0.28)	(-1.04)	(-1.12)	(-0.31)	(-0.18)
35～100	38	-1.22	0.09	0.84	-1.27	0.93	0.84	1.28	1.65	0.89	-0.06	-0.44	-0.92
		(-1.21)	(0.08)	(0.79)	(-1.05)	(1.08)	(0.78)	(1.38)	(1.88)*	(0.75)	(-0.08)	(-0.42)	(-0.92)
100～350	37	2.48	2.65	0.52	0.77	-0.30	-0.59	-0.51	0.81	0.14	1.65	2.21	0.51
		(2.84)***	(2.51)**	(0.59)	(0.75)	(-0.26)	(-0.52)	(-0.48)	(0.70)	(0.13)	(1.38)	(2.17)**	(0.43)
350超	30	2.46	0.26	1.43	0.71	0.77	1.41	2.07	1.65	1.97	1.92	2.65	2.23
		(2.12)**	(0.31)	(1.22)	(0.81)	(0.77)	(1.43)	(1.86)*	(1.43)	(1.78)*	(1.60)	(1.90)*	(1.95)*
平均リターン	210	1.15	1.14	1.08	1.17	1.18	1.12	1.11	1.00	1.10	1.13	1.23	1.26

	n	＋1	＋2	＋3	＋4	＋5	＋6	＋7	＋8	＋9	＋10	＋11	＋12
		（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）
件数（件）													
0	70	0.57	-0.11	-0.34	0.14	-0.29	-0.29	-0.15	-0.29	0.51	-0.12	-0.10	-0.03
		(0.70)	(-0.11)	(-0.39)	(0.16)	(-0.31)	(-0.29)	(-0.16)	(-0.30)	(0.53)	(-0.13)	(-0.13)	(-0.03)
0.5以上	140	-0.28	0.06	0.17	-0.07	0.15	0.14	0.08	0.14	-0.26	0.06	0.05	0.02
		(-0.46)	(0.10)	(0.28)	(-0.11)	(0.23)	(0.23)	(0.12)	(0.23)	(-0.41)	(0.09)	(0.07)	(0.02)
0.5～２	88	0.22	0.59	1.27	0.95	1.24	0.84	0.68	0.37	0.03	0.57	-0.40	0.17
		(0.32)	(0.92)	(1.93)*	(1.29)	(2.01)**	(1.20)	(0.96)	(0.52)	(0.05)	(0.78)	(-0.46)	(0.20)
2.5以上	52	-1.14	-0.85	-1.70	-1.79	-1.70	-1.03	-0.93	-0.23	-0.75	-0.81	0.81	-0.25
		(-0.95)	(-0.92)	(-1.46)	(-1.52)	(-1.32)	(-0.89)	(-0.78)	(-0.19)	(-0.61)	(-0.66)	(0.67)	(-0.23)
0.5～１	57	-0.20	0.24	1.95	1.36	1.43	1.42	0.19	0.32	0.19	0.12	0.26	-0.32
		(-0.22)	(0.32)	(2.36)**	(1.49)	(1.71)*	(1.81)*	(0.19)	(0.36)	(0.23)	(0.14)	(0.24)	(-0.28)
1.5～２	31	1.00	1.23	0.04	0.19	0.88	-0.24	1.57	0.45	-0.26	1.40	-1.61	1.08
		(0.92)	(1.02)	(0.04)	(0.16)	(1.05)	(-0.18)	(1.81)*	(0.37)	(-0.21)	(1.09)	(-1.11)	(0.92)
2.5～４	34	-0.80	1.19	-0.93	-0.31	-2.47	-0.23	-0.32	0.17	1.74	0.65	2.73	0.27
		(-0.52)	(1.20)	(-0.65)	(-0.26)	(-1.53)	(-0.20)	(-0.26)	(0.10)	(1.52)	(0.53)	(2.34)**	(0.22)
4.5以上	18	-1.78	-4.71	-3.16	-4.59	-0.25	-2.54	-2.09	-0.99	-5.43	-3.58	-2.82	-1.23
		(-0.94)	(-2.99)***	(-1.56)	(-1.89)*	(-0.11)	(-0.99)	(-0.81)	(-0.59)	(-2.17)**	(-1.36)	(-1.09)	(-0.53)
2.5～３	19	-3.41	2.06	-2.53	-0.44	-3.77	-0.79	-1.86	1.13	0.84	0.74	4.44	-0.59
		(-1.63)	(1.40)	(-1.28)	(-0.24)	(-1.66)	(-0.51)	(-0.98)	(0.45)	(0.55)	(0.44)	(3.01)***	(-0.34)
3.5以上	33	0.16	-2.53	-1.23	-2.57	-0.51	-1.17	-0.40	-1.02	-1.66	-1.71	-1.28	-0.06
		(0.12)	(-2.30)**	(-0.84)	(-1.69)	(-0.33)	(-0.73)	(-0.26)	(-0.80)	(-0.97)	(-1.01)	(-0.79)	(-0.04)
金額（億円）													
0～100	73	-0.51	0.86	0.72	1.22	1.20	1.53	0.72	0.61	-0.12	0.11	-0.81	0.24
		(-0.57)	(1.33)	(0.83)	(1.59)	(1.63)	(2.11)**	(0.94)	(0.75)	(-0.17)	(0.13)	(-0.85)	(0.24)
100超	67	-0.04	-0.82	-0.43	-1.47	-1.00	-1.37	-0.63	-0.36	-0.40	0.01	0.99	-0.23
		(-0.05)	(-0.97)	(-0.50)	(-1.43)	(-0.99)	(-1.38)	(-0.62)	(-0.37)	(-0.38)	(0.01)	(0.95)	(-0.25)
0～35	35	-2.35	0.32	1.71	1.07	2.48	1.75	0.89	0.67	-1.17	-1.15	0.00	-0.69
		(-2.09)**	(0.33)	(1.64)	(0.89)	(2.41)**	(1.65)	(0.87)	(0.57)	(-1.08)	(-0.93)	(0.00)	(-0.51)
35～100	38	1.19	1.36	-0.20	1.35	0.03	1.33	0.57	0.56	0.84	1.26	-1.56	1.09
		(0.92)	(1.58)	(-0.14)	(1.37)	(0.03)	(1.32)	(0.50)	(0.48)	(0.87)	(1.25)	(-1.22)	(0.76)
100～350	37	-0.93	-0.19	0.65	-1.37	-2.11	-1.71	-1.11	-0.50	-0.41	1.38	2.25	0.14
		(-0.91)	(-0.18)	(0.59)	(-1.18)	(-1.54)	(-1.47)	(-0.92)	(-0.35)	(-0.28)	(1.22)	(1.91)*	(0.14)
350超	30	1.06	-1.61	-1.76	-1.60	0.36	-0.94	-0.02	-0.19	-0.38	-1.69	-0.57	-0.68
		(0.71)	(-1.14)	(-1.29)	(-0.88)	(0.24)	(-0.55)	(-0.01)	(-0.15)	(-0.26)	(-0.91)	(-0.32)	(-0.42)
平均リターン	210	1.15	1.04	0.90	0.75	0.66	0.69	0.63	0.64	0.74	0.81	0.88	0.85

（注）ファンド設定時を０とし、その前後 12 か月間ずつの月次新興国市場リターン（円建て）を計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。

表 10　BRICs 関連ファンドの設定件数・金額と設定月前後の市場超過リターン

（1）BRICs 関連ファンド全体

BRICs全体	n	３年前（%）	２年前（%）	１年前（%）	１年後（%）	２年後（%）	３年後（%）
件数（件）							
0	17	5.78	-15.74	-13.48	-4.11	6.16	1.32
		(0.67)	(-2.14)**	(-1.83)*	(-0.43)	(0.75)	(0.13)
0.5以上	61	-1.61	4.39	3.76	1.15	-1.72	-0.37
		(-0.36)	(1.02)	(0.98)	(0.20)	(-0.28)	(-0.06)
0.5～１	25	-15.42	10.82	-4.35	19.17	-18.96	3.35
		(-2.60)**	(1.42)	(-0.67)	(3.03)***	(-2.25)**	(0.34)
1.5～２	17	-1.01	3.79	6.47	4.45	-9.10	9.73
		(-0.15)	(0.47)	(1.06)	(0.47)	(-0.63)	(0.84)
2.5以上	19	16.03	-3.54	11.99	-25.52	27.58	-14.29
		(1.68)	(-0.59)	(1.83)*	(-2.18)**	(4.12)***	(-1.59)
金額（億円）							
0～100	31	-9.30	4.98	-3.75	10.48	-8.33	5.78
		(-1.72)*	(0.83)	(-0.74)	(1.49)	(-1.08)	(0.73)
100超	30	6.34	3.77	11.51	-8.50	5.12	-6.72
		(0.89)	(0.60)	(2.10)**	(-0.97)	(0.53)	(-0.76)
0～50	17	-17.78	-6.33	-8.70	21.92	-2.69	3.04
		(-2.99)***	(-0.88)	(-1.19)	(3.23)***	(-0.34)	(0.27)
50～100	14	0.99	18.71	2.27	-3.41	-15.18	9.11
		(0.11)	(2.09)*	(0.34)	(-0.27)	(-1.06)	(0.80)
100～200	13	1.23	-3.96	6.29	-9.01	16.66	-0.65
		(0.11)	(-0.40)	(0.73)	(-0.75)	(1.44)	(-0.05)
200超	17	10.25	9.68	15.49	-8.11	-3.70	-11.37
		(1.14)	(1.22)	(2.17)**	(-0.64)	(-0.26)	(-0.91)
平均リターン	78	27.92	28.49	37.54	29.94	33.22	27.89

（注）BRICs 関連ファンドの設定時を０とし、その３年前～１年前、１年後～３年後の BRICs 構成市場の単純平均市場リターン（円建て）を計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。ただし、１年前とは 13 か月前から１か月前まで、１年後とは設定時を含む月の終了後、12 か月後までのこと。設定時としては、2002 年１月～2008 年６月までの 78 か月間が対象。ファンドの設定件数と設定金額に応じて分類した。n はサンプル数。かっこ内の数値は、t 値。***：１％水準、**：５％水準、*：10%水準で統計的に有意であることを示している。ファンドの集計対象と市場リターンが異なる点を除くと（２）～（４）も同様。

（２）中国特化型ファンド

中　国	n	３年前 （%）	２年前 （%）	１年前 （%）	１年後 （%）	２年後 （%）	３年後 （%）
件数（件）							
0	23	1.36	-3.25	-8.29	-13.51	6.42	-14.16
		(0.20)	(-0.45)	(-0.91)	(-1.69)	(0.78)	(-2.19)**
0.5以上	55	-0.57	1.36	3.47	5.65	-2.69	5.92
		(-0.14)	(0.31)	(0.74)	(0.93)	(-0.44)	(0.93)
0.5～１	35	4.42	6.62	3.06	11.86	-7.84	-6.17
		(0.87)	(1.22)	(0.47)	(1.54)	(-0.94)	(-0.84)
1.5以上	20	-9.30	-7.84	4.18	-5.22	6.33	27.09
		(-1.50)	(-1.11)	(0.66)	(-0.54)	(0.75)	(2.55)**
金額（億円）							
0～50	24	-0.50	-0.43	-11.32	10.29	0.21	1.89
		(-0.08)	(-0.07)	(-1.94)*	(1.06)	(0.03)	(0.19)
50～100	14	4.77	10.20	11.20	18.77	-5.02	10.34
		(0.63)	(1.21)	(1.93)*	(1.59)	(-0.30)	(0.66)
100超	17	-5.07	-3.39	17.97	-11.71	-4.85	7.98
		(-0.66)	(-0.40)	(1.69)	(-1.23)	(-0.52)	(0.90)
平均リターン	78	5.49	16.34	30.01	25.96	29.12	24.08

（注）中国特化型ファンドの設定時を０とし、その３年前～１年前、１年後～３年後の中国市場の円建てリターンを計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。

（３）インド特化型ファンド

インド	n	３年前 （%）	２年前 （%）	１年前 （%）	１年後 （%）	２年後 （%）	３年後 （%）
件数（件）							
0	60	-6.34	-5.37	-2.86	2.58	0.06	4.94
		(-1.48)	(-1.18)	(-0.75)	(0.52)	(0.01)	(0.90)
0.5以上	18	21.14	17.92	9.52	-8.61	-0.20	-16.47
		(2.67)**	(4.28)***	(1.38)	(-0.70)	(-0.02)	(-1.37)
平均リターン	78	21.76	24.31	34.28	27.07	32.48	27.34

（注）インド特化型ファンドの設定時を０とし、その３年前～１年前、１年後～３年後のインド市場の円建てリターンを計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。

（４）中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンド

中国を除く	n	３年前（%）	２年前（%）	１年前（%）	１年後（%）	２年後（%）	３年後（%）
件数（件）							
0	53	-10.24	-7.18	-5.49	7.96	0.68	9.57
		(-2.40)**	(-1.43)	(-1.30)	(-1.72)*	(0.11)	(1.72)*
0.5以上	25	21.71	15.21	11.64	-16.88	-1.44	-20.29
		(3.14)***	(3.76)***	(2.10)**	(-1.53)	(-0.15)	(-2.11)**
0.5～１	15	8.27	19.56	11.55	0.59	-16.20	-8.80
		(1.02)	(3.58)***	(1.53)	(0.05)	(-1.20)	(-0.66)
2以上	10	41.87	8.69	11.79	-43.09	20.69	-37.53
		(4.41)***	(1.55)	(1.39)	(-2.44)**	(1.81)	(-3.08)**
金額（億円）							
0～100	11	15.49	22.68	4.54	-19.50	-9.01	-7.87
		(1.53)	(4.03)***	(0.56)	(-1.24)	(-0.68)	(-0.60)
100超	14	26.60	9.35	17.22	-14.83	4.50	-30.05
		(2.79)**	(1.74)	(2.30)**	(-0.94)	(0.31)	(-2.21)**
平均リターン	78	27.92	28.49	37.54	29.94	33.22	27.89

（注）中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンドの設定時を０とし、その３年前～１年前、１年後～３年後の中国を除く BRICs 構成市場の単純平均市場リターン（円建て）を計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。

表 11　ASEAN 関連ファンドの設定件数・金額と設定月前後の市場超過リターン

ASEAN	n	３年前（%）	２年前（%）	１年前（%）	１年後（%）	２年後（%）	３年後（%）
件数（件）							
0	68	-1.68	-2.28	-3.24	6.29	1.15	-2.36
		(-0.50)	(-0.70)	(-1.41)	(1.87)*	(0.30)	(-0.54)
0.5以上	10	11.45	15.48	22.05	-42.81	-7.85	16.06
		(7.60)***	(5.07)***	(4.54)***	(-4.10)***	(-0.44)	(2.18)*
平均リターン	78	13.01	20.45	28.38	19.09	25.10	23.55

（注）ASEAN 関連ファンドの設定時を０とし、その３年前～１年前、１年後～３年後のインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの単純平均市場リターン（円建て）を計測期間中の平均リターンと比較し、超過リターンを計算した。ただし、１年前とは 13 か月前から１か月前まで、１年後とは設定時を含む月の終了後、12 か月後までのこと。設定時としては、2002 年１月～2008 年 6 月までの 78 か月間が対象。ファンドの設定件数と設定金額に応じて分類した。n はサンプル数。かっこ内の数値は、ｔ値。***：１％水準、**：５％水準、*：10%水準で統計的に有意であることを示している。

表 12　設定件数と設定金額を被説明変数とする回帰分析結果

		α	β_1	β_2	β_3	β_4	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	修正R^2	サンプル数
新興国												
件数	t 値	0.54	3.25	0.14	1.89	1.45	3.37	1.60	1.67	1.31	0.40	89
	有意性		***		*		***		*			
金額	t 値	1.33	2.80	0.95	2.29	-0.22	2.50	0.77	-0.53	-0.22	0.36	89
	有意性		***		**		**					
BRICs（全体）												
件数	t 値	1.60	3.64	-0.06	-0.35	0.64	0.64	0.25	2.07	-0.99	0.34	45
	有意性		***						**			
金額	t 値	1.66	0.92	1.66	-0.02	0.61	1.91	0.72	0.18	-1.89	0.16	45
	有意性						*					
BRICs（中国）												
件数	t 値	2.31	3.90	-0.50	-0.36	0.31	0.22	0.68	0.67	-0.39	0.27	45
	有意性	**	***									
金額	t 値	2.35	2.11	0.47	-1.18	0.54	1.23	0.41	-0.40	-1.04	0.10	45
	有意性	**	**									
BRICs（除く中国）												
件数	t 値	0.93	4.25	0.15	0.19	-0.75	1.44	0.29	1.15	-1.55	0.43	45
	有意性		***									
金額	t 値	0.87	1.67	-0.28	0.43	0.33	0.99	1.70	1.01	-0.58	0.07	45
	有意性							*				
ASEAN												
件数	t 値	1.00	1.42	5.35	-1.73	-0.52	0.88	1.98	0.36	-1.10	0.60	45
	有意性			***				*				
金額	t 値	0.80	5.70	-1.26	0.49	-0.49	0.85	1.34	0.71	0.99	0.65	45
	有意性		***									

（注）ファンドの四半期ごとの設定件数と設定金額をそれぞれ被説明変数、１～４四半期前の設定件数（設定件数を被説明変数とする回帰分析の場合）もしくは１～４四半期前の設定金額（設定金額を被説明変数とする回帰分析の場合）および１～４半期前の円建て市場リターンを説明変数とする回帰分析結果における t 値と統計的な有意水準のみを示した。β_1～β_4は１～４四半期前の設定件数もしくは設定金額に対する係数の t 値、γ_1～γ_4は１～４四半期前の円建て市場リターンに対する係数の t 値を表している。新興国株式ファンドに関しては、1989 年第１四半期～2011 年第１四半期までの 89 四半期、その他のファンドに関しては 2000 年第１四半期～2011 年第１四半期までの 45 四半期が対象。***：１％水準、**：５％水準、*：10%水準で統計的に有意であることを示している。

表 13　新興国株式ファンドの設定状況に応じたその後のリターン較差の検定結果

新興国	１年後			2年後			３年後			年率平均値		
件数	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値
平均値	8.72	11.80	(-0.77)	7.90	13.45	(-1.34)	10.22	12.42	(-0.51)	6.57	8.50	(-0.90)
サンプル数	70	140		70	140		70	140		70	140	
	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値
平均値	13.35	6.82	(1.54)	8.90	15.75	(-1.49)	11.59	11.83	(-0.05)	8.57	6.76	(0.77)
サンプル数	127	83		127	83		127	83		127	83	
	0～2	2.5～	t 値	0～2	2.5～	t 値	0～2	2.5～	t 値	0～2	2.5～	t 値
平均値	14.00	0.96	(2.58)**	9.48	18.06	(-1.55)	12.73	8.51	(0.84)	9.11	4.03	(2.00)**
サンプル数	158	52		158	52		158	52		158	52	
	0～3	3.5～	t 値	0～3	3.5～	t 値	0～3	3.5～	t 値	0～3	3.5～	t 値
平均値	13.14	-1.92	(2.38)**	9.46	23.09	(-2.10)**	12.60	6.78	(1.00)	8.58	3.97	(1.55)
サンプル数	177	33		177	33		177	33		177	33	
	0～4	4.5～	t 値	0～4	4.5～	t 値	0～4	4.5～	t 値	0～4	4.5～	t 値
平均値	13.65	-19.88	(4.36)***	9.73	31.61	(-2.60)**	12.18	6.37	(0.93)	8.64	-0.56	(3.18)***
サンプル数	192	18		192	18		192	18		192	18	
金額	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値
平均値	10.58	10.96	(-0.09)	8.28	14.93	(-1.56)	11.61	11.76	(-0.03)	7.64	8.07	(-0.20)
サンプル数	105	105		105	105		105	105		105	105	
	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値
平均値	11.91	9.07	(0.65)	10.65	13.03	(-0.52)	10.99	12.73	(-0.39)	8.66	6.65	(0.87)
サンプル数	126	84		126	84		126	84		126	84	
	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値
平均値	13.43	4.56	(1.88)*	10.80	13.48	(-0.52)	13.07	8.46	(0.95)	9.69	3.56	(2.66)***
サンプル数	147	63		147	63		147	63		147	63	
	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値
平均値	12.56	3.62	(1.51)	11.19	13.27	(-0.32)	13.73	3.51	(1.74)*	9.77	0.19	(4.12)***
サンプル数	168	42		168	42		168	42		168	42	
	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値
平均値	11.98	-0.10	(1.52)	10.64	20.27	(-1.06)	13.15	-1.52	(1.71)	8.84	-1.05	(3.16)***
サンプル数	189	21		189	21		189	21		189	21	

（注）新興国株式ファンドの設定件数および設定金額に応じてサンプルを分類したうえで、その後３年間の各年と３年間の年率リターンの平均値に関する差の検定を行った。設定時としては、1991 年１月～2008 年６月までの 210 か月間が対象。たとえば、１番上の行では、新興国株式ファンドの設定件数が０件の月の１年後の新興国株式市場の平均リターンは 8.72%、新興国株式ファンドが 0.5 件以上設定された月の１年後の新興国株式市場の平均リターンは 11.80%であったことを示している。設定金額については、設定金額が下から 50%（210 件のうち 105 件）の月と上から 50%の月、下から 60%の月と上から 40%の月等に分類した上で、その後の平均リターンを比較した。分類の基準となった設定金額は、上位 50%の場合が 35 億円以上、上位 40%の場合が 59.2 億円以上、上位 30%の場合が 112 億円以上、上位 20%の場合が 230 億円以上、上位 10%の場合が 561 億円以上であった。かっこ内の数値は設定件数もしくは設定金額が少ない方の月ほど、その後のリターンが高いという仮説に対するｔ値。***：１%水準、**：５%水準、*：10%水準で統計的に有意であることを示している。

表 14　BRICs 関連ファンドの設定状況に応じたその後のリターン較差の検定結果

（1）BRICs 関連ファンド全体

BRICs全体	1年後			2年後			3年後			年率平均値		
件数	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値
平均値	25.83	31.08	(-0.47)	39.38	31.51	(0.77)	29.21	27.52	(0.15)	26.75	21.87	(0.70)
サンプル数	17	61		17	61		17	61		17	61	
	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値
平均値	39.68	18.57	(2.17)**	24.43	43.48	(-1.85)*	30.42	24.94	(0.53)	25.58	19.85	(0.92)
サンプル数	42	36		42	36		42	36		42	36	
	0～2	3～	t 値	0～2	3～	t 値	0～2	3～	t 値	0～2	3～	t 値
平均値	38.16	4.41	(2.67)**	24.34	60.80	(-4.05)***	32.49	13.60	(1.75)*	24.59	17.80	(0.90)
サンプル数	59	19		59	19		59	19		59	19	
	0～3	4～	t 値	0～3	4～	t 値	0～3	4～	t 値	0～3	4～	t 値
平均値	33.20	7.76	(1.57)	28.75	63.61	(-3.09)***	30.26	11.76	(1.26)	23.55	18.75	(0.51)
サンプル数	68	10		68	10		68	10		68	10	
金額	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値
平均値	38.94	20.94	(1.88)*	33.83	32.61	(0.12)	32.12	23.66	(0.83)	30.01	15.86	(2.38)**
サンプル数	39	39		39	39		39	39		39	39	
	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値
平均値	36.11	20.58	(1.52)	31.31	36.13	(-0.43)	32.55	20.84	(1.10)	27.75	15.64	(1.96)*
サンプル数	47	31		47	31		47	31		47	31	
	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値
平均値	34.89	18.10	(1.48)	33.28	33.09	(0.01)	31.88	18.35	(1.15)	27.68	11.59	(2.57)**
サンプル数	55	23		55	23		55	23		55	23	
	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値
平均値	32.50	20.00	(0.88)	32.60	35.65	(-0.21)	32.26	10.94	(1.63)	26.25	10.09	(2.27)**
サンプル数	62	16		62	16		62	16		62	16	
	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値
平均値	31.68	14.69	(0.85)	31.40	49.21	(-0.97)	32.57	-13.04	(3.23)**	25.05	4.45	(2.24)*
サンプル数	70	8		70	8		70	8		70	8	

（注）BRICs 関連ファンド（ユニバース全体）の設定件数および設定金額に応じてサンプルを分類したうえで、その後 3 年間の各年と 3 年間の年率リターンの平均値に関する差の検定を行った。設定時としては、2002 年 1 月～2008 年 6 月までの 78 か月間が対象。分類の基準となった設定金額は、上位 50%の場合が 67 億円以上、上位 40%の場合が 99.9 億円以上、上位 30%の場合が 134 億円以上、上位 20%の場合が 217 億円以上、上位 10%の場合が 528 億円以上であった。その他は、表 13 と同様。

（2）中国特化型ファンド

中国特化型	1年後			2年後			3年後			年率平均値		
件数	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値
平均値	12.45	31.61	(-1.91)*	35.54	26.44	(0.89)	9.91	30.00	(-2.21)**	14.11	21.55	(-1.43)
サンプル数	23	55		23	55		23	55		23	55	
	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値	0～1	1.5～	t 値
平均値	27.76	20.74	(0.62)	26.94	35.45	(-0.82)	14.74	51.17	(-3.09)***	15.86	29.50	(-2.42)**
サンプル数	58	20		58	20		58	20		58	20	
	0～2	3～	t 値	0～2	3～	t 値	0～2	3～	t 値	0～2	3～	t 値
平均値	27.03	16.65	(0.91)	27.63	42.20	(-1.86)*	20.58	54.70	(-1.83)	17.69	34.00	(-2.42)**
サンプル数	70	8		70	8		70	8		70	8	
金額	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値	下50%	上50%	t 値
平均値	18.36	33.57	(-1.54)	30.78	27.46	(0.33)	19.18	28.97	(-0.98)	18.45	20.26	(-0.36)
サンプル数	39	39		39	39		39	39		39	39	
	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値	下60%	上40%	t 値
平均値	24.61	28.02	(-0.34)	32.37	24.19	(0.77)	18.11	33.13	(-1.45)	19.11	19.74	(-0.12)
サンプル数	47	31		47	31		47	31		47	31	
	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値	下70%	上30%	t 値
平均値	27.96	21.19	(0.59)	32.49	21.06	(1.05)	19.82	34.27	(-1.41)	20.03	17.75	(0.43)
サンプル数	55	23		55	23		55	23		55	23	
	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値	下80%	上20%	t 値
平均値	28.71	15.30	(1.16)	30.59	23.42	(0.63)	22.87	28.77	(-0.56)	19.97	16.98	(0.50)
サンプル数	62	16		62	16		62	16		62	16	
	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値	下90%	上10%	t 値
平均値	26.68	19.66	(0.41)	30.95	13.14	(1.15)	24.59	19.59	(0.34)	20.34	10.79	(1.32)
サンプル数	70	8		70	8		70	8		70	8	

（注）中国特化型ファンドの設定件数および設定金額に応じてサンプルを分類したうえで、その後３年間の各年と３年間の年率リターンの平均値に関する差の検定を行った。設定時としては、2002 年１月～2008 年６月までの 78 か月間が対象。分類の基準となった設定金額は、上位 50%の場合が 36 億円以上、上位 40%の場合が 54 億円以上、上位 30%の場合が 73 億円以上、上位 20%の場合が 102.8 億円以上、上位 10%の場合が 212 億円以上であった。その他は、表 13 と同様。

（3）インド特化型ファンド

インド特化型	1年後			2年後			3年後			年率平均値		
件数	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値
平均値	29.65	18.46	(0.84)	32.54	32.29	(0.02)	32.29	10.88	(1.62)	24.86	8.81	(2.29)**
サンプル数	60	18		60	18		60	18		60	18	

（注）インド特化型ファンドの設定件数および設定金額に応じてサンプルを分類したうえで、その後３年間の各年と３年間の年率リターンの平均値に関する差の検定を行った。設定時としては、2002 年１月～2008 年６月までの 78 か月間が対象。その他は、表 13 と同様。

（4）中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンド

BRICs（除く中国）	1年後			2年後			3年後			年率平均値		
件数	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値
平均値	37.90	13.06	(2.07)**	33.90	31.78	(0.18)	37.46	7.60	(2.69)**	30.97	5.90	(4.15)***
サンプル数	53	25		53	25		53	25		53	25	
	0～1	2～	t 値	0～1	2～	t 値	0～1	2～	t 値	0～1	2～	t 値
平均値	33.52	5.56	(1.38)	32.05	41.19	(-0.54)	31.06	6.35	(1.67)	25.65	4.51	(2.47)**
サンプル数	68	10		68	10		68	10		68	10	

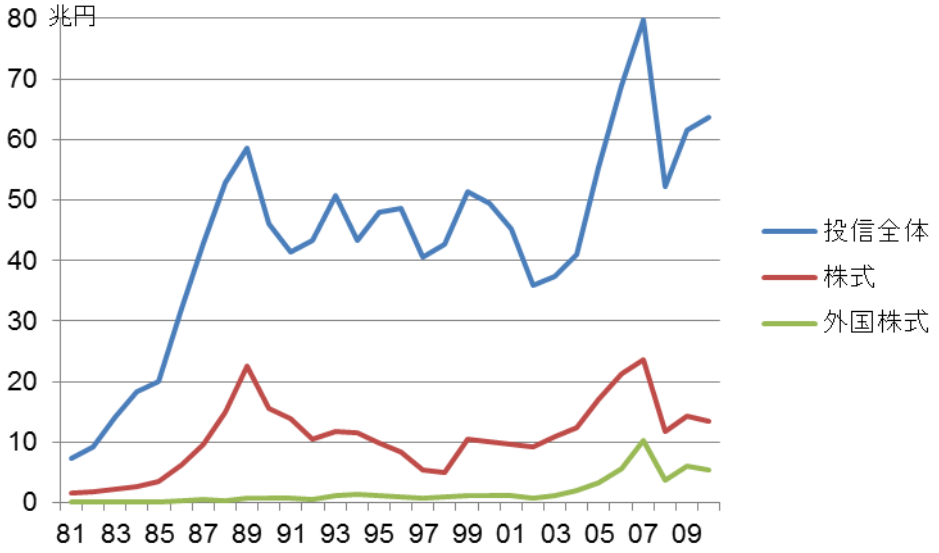
（注）中国特化型ファンドを除く BRICs 関連ファンドの設定件数および設定金額に応じてサンプルを分類したうえで、その後３年間の各年と３年間の年率リターンの平均値に関する差の検定を行った。設定時としては、2002 年１月～2008 年６月までの 78 か月間が対象。その他は、表 13 と同様。

表 15　ASEAN 関連ファンドの設定状況に応じたその後のリターン較差の検定結果

ASEAN	１年後			２年後			３年後			年率平均値		
件数	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値	0	0.5～	t 値
平均値	25.39	-23.71	(4.48)***	26.25	17.25	(0.49)	21.19	39.62	(-2.16)**	19.82	0.22	(9.21)***
サンプル数	68	10		68	10		68	10		68	10	

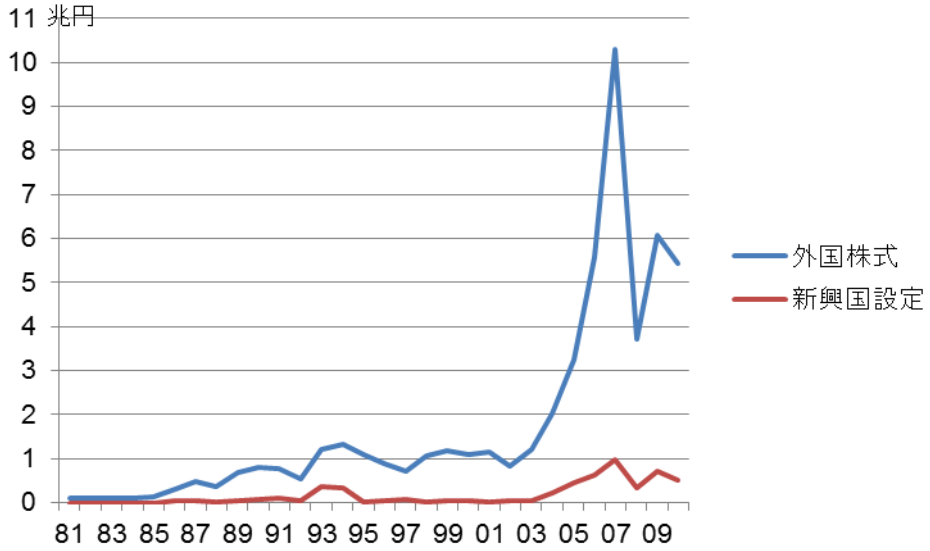
（注）ASEAN 関連ファンドの設定件数および設定金額に応じてサンプルを分類したうえで、その後３年間の各年と３年間の年率リターンの平均値に関する差の検定を行った。設定時としては、2002 年１月～2008 年 6 月までの 78 か月間が対象。その他は、表 13 と同様。

図１　日本の投資信託市場の規模



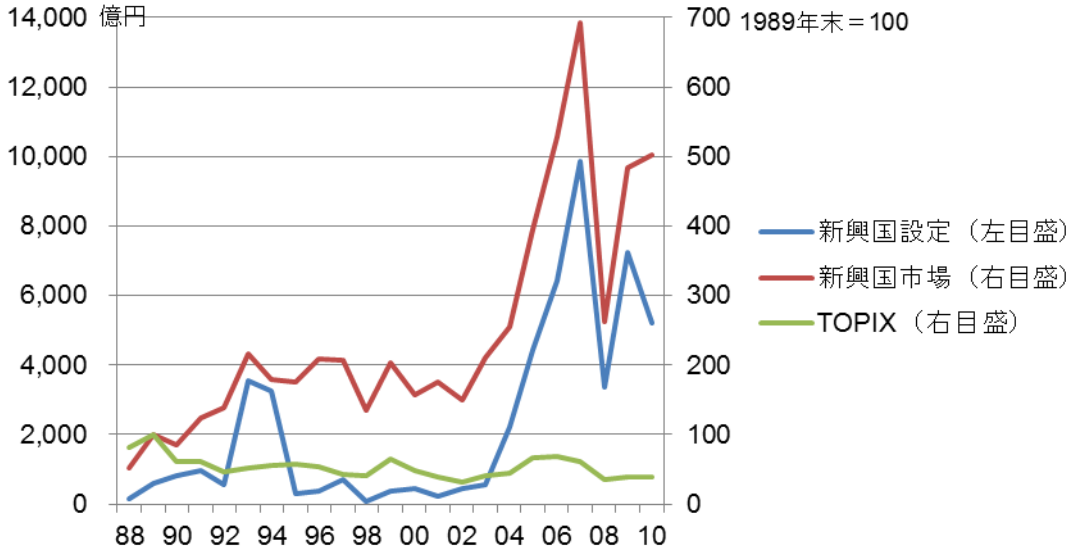
（出所）投資信託協会のホームページ（http://www.toushin.or.jp/）
（注）日本の投資信託（公募投信のみ）の残高、株式部分の残高、外貨建て株式部分の残高

図２　外貨建て株式の残高と新興国株式ファンドの設定金額



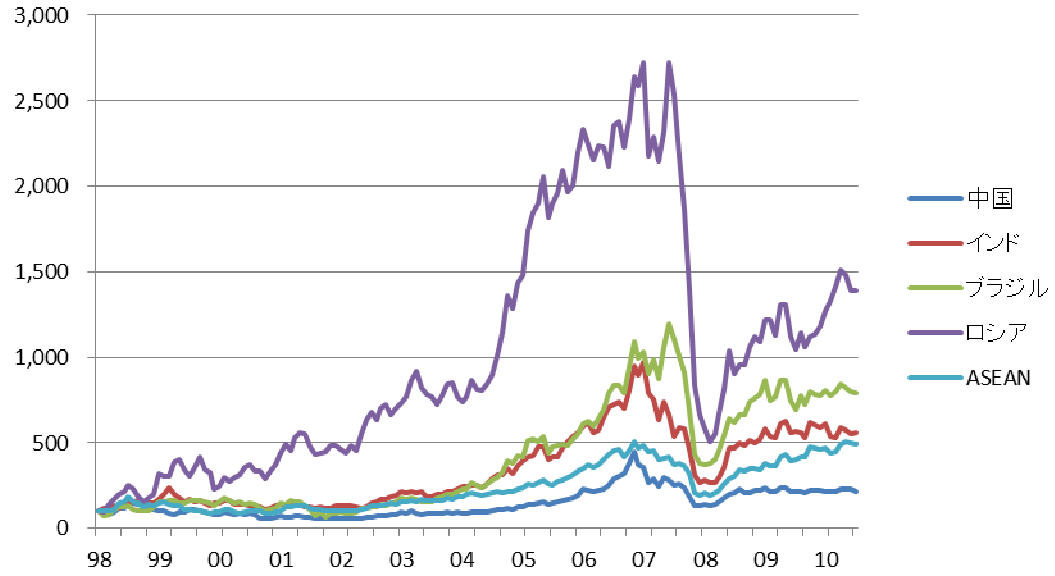
（出所）投資信託協会のホームページ（http://www.toushin.or.jp/）および同協会の『投資信託』
（注）日本の投資信託における外貨建て資産の残高と新興国株式ファンドの設定金額

図３　新興国株式ファンドの設定金額と新興国市場および日本株の累積リターン



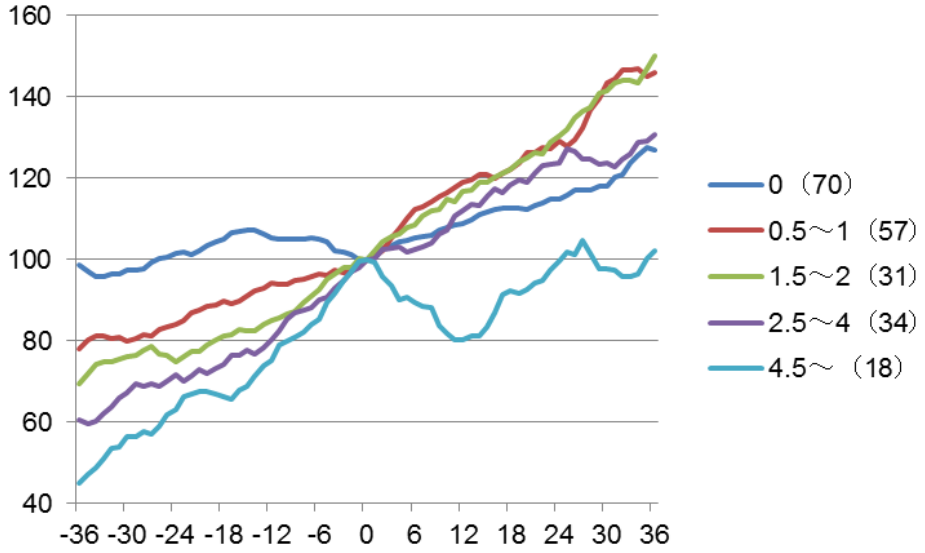
（出所）投資信託協会の『投資信託』、MSCI-EM、東京証券取引所（ブルームバーグからダウンロード）
（注）新興国株式ファンドの新規設定金額が左目盛、新興国株式市場の円建てリターンと TOPIX の累積値（1989 年末時点＝100）が右目盛

図４　BRICs 構成市場と ASEAN の累積リターン（1998 年 12 月末=100）



（出所）MSCI-EM、ブルームバーグ
（注）MSCI-EM 構成国のドル建て月次リターンと円/ドル・レートから円建て月次リターンを計算し、中国、インド、ブラジル、ロシアについては、累積リターンを表示した。ASEAN については、MSCI-EM 構成国に含まれている ASEAN 諸国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）の４市場について単純平均円建てリターンを計算し、累積値を表示した。ともに、1998 年 12 月末=100。

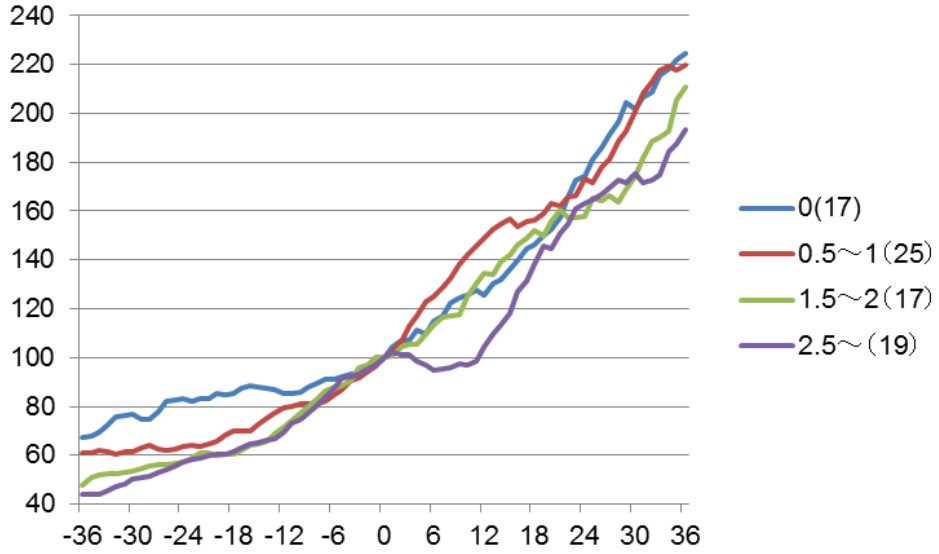
図５　新興国株式ファンドの設定件数とその前後３年間ずつの市場累積リターン



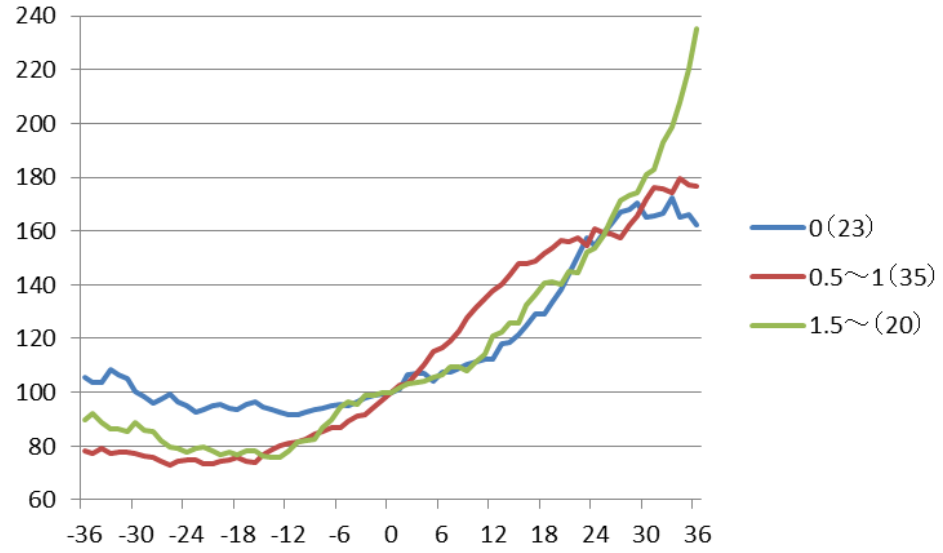
（注）ファンド設定時を０とし、その前後 36 か月間ずつの新興国市場リターン（円建て）の累積収益率を図示したもの（設定時＝100）。設定時としては、1991 年１月～2008 年６月までの 210 か月間が対象。ファンドの設定件数に応じて分類した。凡例におけるかっこ内の数値は、月内に設定されたファンド数の分類に該当する月数。

図６　BRICs 関連ファンドの設定件数とその前後３年間ずつの市場累積リターン

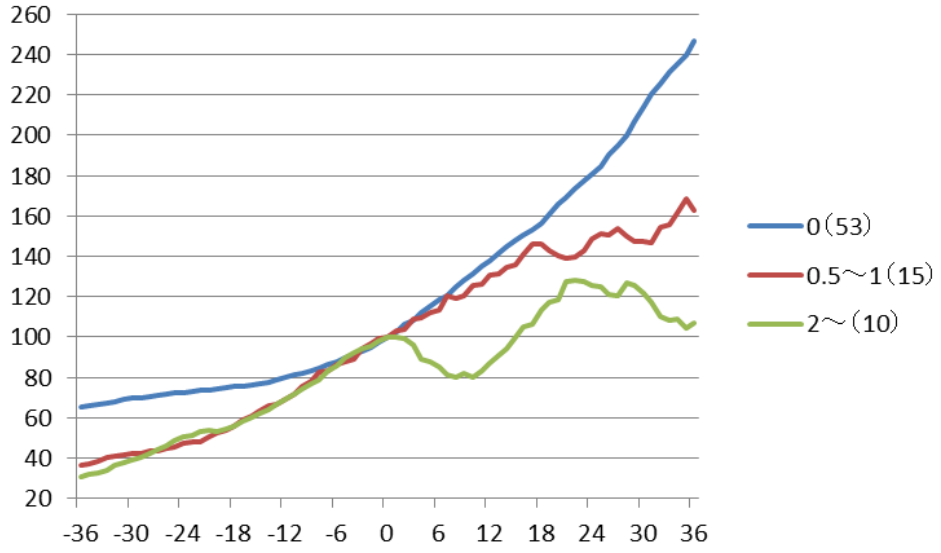
（１）全体



（２）中国特化型ファンド

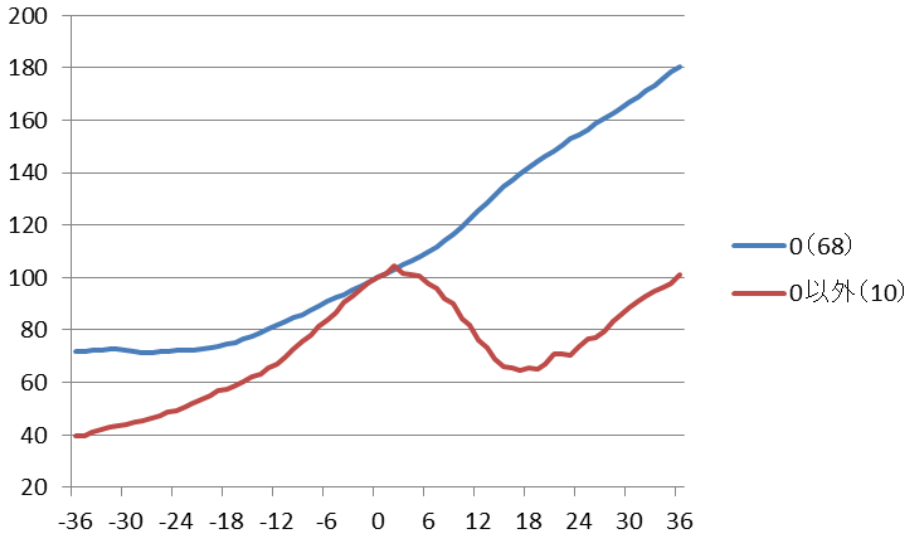


（３）中国特化型ファンドを除く



（注）設定時としては、2002 年 1 月～2008 年 6 月までの 78 か月間が対象。ブラジル、ロシア、インド、中国に限定したファンドと BRICs ファンドを含む。ファンド設定の 3 年前から 3 年後までの累積円建て市場リターン（設定時=100）を図示した。市場インデックスとしては、(1) 全体では、BRICs 構成４か国の単純平均円建てリターン、（２）中国特化型ファンドでは中国市場の円建てリターン、（３）中国特化型ファンドを除く場合では、ブラジル、ロシア、インドの単純平均円建てリターンを用いている。

図７　ASEAN 関連ファンドの設定件数とその前後３年間ずつの市場累積リターン



（注）設定時としては、2002 年 1 月～2008 年 6 月までの 78 か月間が対象。タイ、ベトナムに特化したファンドと ASEAN ファンドを含む。インドネシア、マレーシア、フィリピンに特化したファンドが設定された時期もあるが、計測期間中は含まれていない。

【参考文献】

・Bikhchandani, Sushil, and Sunil Sharma, "Herd behavior in financial markets," *IMF Staff Papers,* Vol. 47, No. 3, 2001, pp. 279-310

・Borensztein, Eduardo, and R. Gaston Gelos, "A panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds," *IMF Staff Papers,* Vol. 50, No. 1, 2003, pp. 43-63

・Chevalier, Judith, and Glenn Ellison, "Career concerns of mutual fund managers," *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 114, No. 2, May 1999, pp. 31-37

・Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and Rene Stulz, "Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997," *Journal of Financial Economics,* Vol. 54, 1999, pp. 227-264

・De Bondt, Werner, and Richard Thaler, "Does the stock market overreact?" *Journal of Finance,* Vol. 40, No. 3, July 1985, pp. 793-805

・Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, and Russ Wermers, "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behavior," *American Economic Review,* Vol. 85, No. 5, December 1995, pp. 1088-1105

・Hsieh, Meng-Fen, Tzu-Yi Yang, Yu-Tai Yang, and Jen-Sin Lee, "Evidence of herding and positive feedback trading for mutual funds in emerging Asian countries," *Quantitative Finance,* Vol. 11, No. 3, March 2011, pp. 423-435

・Hsieh, Meng-Fen, Yu-Tai Yang, and Tam Bang Vu, "Do herding behavior and positive feedback effects influence capital inflows? Evidence from Asia and Latin America," *International Journal of Business and Finance Research,* Vol. 2, No. 2, 2008, pp. 19-34

・Kaminsky, Graciela, Richard Lyons, and Sergio Schmukler, "Mutual fund investment in emerging markets: An overview," *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2529, January 2001

・Kim, Woochan, and Shang-Jin Wei, "Foreign portfolio investors before and during a crisis" *Journal of International Economics,* Vol. 56, 2002(a), pp. 77-96

・Kim, Woochan, and Shang-Jin Wei, "Offshore investment funds: monsters in emerging markets?" *Journal of Development Economics,* Vol. 68, 2002(b), pp. 205-224

・Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "The impact of institutional trading on stock prices," *Journal of Financial Economics,* Vol. 32, 1992, pp. 23-43

・Manski, Charles, "Economic analysis of social interactions," *Journal of Economic Perspectives,* Vol. 14, No. 3, Summer 2000, pp. 115-136

・Richard, Anthony, "Big fish in small ponds: the trading behavior and price impact of foreign investors in Asian emerging equity markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 40, No. 1, March 2005, pp. 1-27

・Scharfstein, David, and Jeremy Stein, "Herd behavior and investment," *American Economic Review,* Vol. 80, No. 3, June 1990, pp. 465-479

・Wermers, Russ, "Mutual fund herding and the impact on stock prices," *Journal of Finance,* Vol. 54, No. 2, April 1999, pp. 581-622

[1] ASEAN とは、東南アジア諸国連合（Association of South-East Asian Nations）の略称。東南アジアの諸国が、政治・経済・安全保障等様々な側面で協力することが目的の組織。1967 年８月の結成時の加盟国は、インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、マレーシアの５か国であったが、その後、ブルネイ、ベトナム、ミャンマー、ラオス、カンボジアが加わり、現在の加盟国数は 10 か国となっている。

[2] NIES とは、新興工業経済地域（Newly Industrializing Countries）の略称。新興国の中で 20 世紀後半に急速な経済発展を示した国や地域の総称。その中で、アジア地域の４か国（韓国、シンガポール、台湾、香港）をアジア NIES と呼ぶ。1990 年代前半頃までは、このような呼称が注目され、1990 年前後には、わが国で「アジア NIES」を明示的に投資テーマとする投資信託が数本設定された。現在では、シンガポールや香港はもはや新興国とは認識されておらず、新興国の中の有力国に関しては、むしろ BRICs の方が多用される状況になってきており、NIES という分類が使用される機会は稀な状況である。

[3] BRICs は、新興国の中で人口や経済力等の面で際立った存在となっているブラジル（Brazil）、ロシア（Russia）、インド（India）、中国（China）の４か国を総称した概念。2000 年代前半にゴールドマン・ザックスのエコノミストによって執筆した投資家向けレポートの中で初めて用いられた呼称。2011 年 4 月には、BRICs４か国の首脳会議に南アフリカ（South Africa）が参加したことに伴い、最後の「ｓ」が複数の意味から南アフリカの「S」を表すと解釈されるようになり、BRICS と表記されるケースも見られるようになった。本稿では、旧来の４か国ベースの BRICs を使用する。わが国では、2005 年以降、明示的に BRICs 諸国へ投資することを投資方針とするファンドが数ファンド設定されている。

[4] VISTA は、ベトナム（Vietnam）、インドネシア（Indonesia）、南アフリカ（South Africa）、トルコ（Turkey）、アルゼンチン（Argentina）の５か国の総称。BRICs 経済研究の門倉氏が BRICs に続くグループとして 2006 年に提唱した呼称。わが国では、VISTA を投資テーマとする投資信託が 2007 年に１ファンド設定された。

[5] 過去、市場リターンが劣後する時期に資金が流出する傾向もポジティブ・フィードバック取引と定義され、過去、ファンドからの資金流出が多かった時期に資金流出が続く傾向もハーディング行動と定義された。

[6] この刊行物はすでに廃刊になっている。(社)投資信託協会によると、定期刊行物を廃刊する代りに同協会のホームページ（http://www.toushin.or.jp/）における情報開示を充実していきたいとしている。

[7] 多くのケースで、ファンド名から新興国市場への投資かどうかは判断できたが、類推が必要なケースもあった。たとえば、「オリエント」という名称を含むファンドはアジア関連ファンド、「ドラゴン」という名称を含むファンドは中国関連ファンドと類推した。

[8] MSCI-EM は、Morgan Stanley Capital International – Emerging Markets の略称。

[9] イスラエルも MSCI-EM 指数の構成国であったが、2010 年 5 月 26 日からイスラエルが先進国外国株式市場のインデックスである MSCI Kokusai の構成国に組み入れられている。MSCI Kokusai の現在の構成国は、北米２か国（アメリカとカナダ）、ヨーロッパ・中東 17 か国（イギリス、フランス、ドイツ、スイス、スペイン、イタリア、スウェーデン、オランダ、フィンランド、デンマーク、ベルギー、ノルウェー、イスラエル、ギリシャ、オーストリア、アイルランド、ポルトガル）、アジア・オセアニア４か国（オーストラリア、香港、シンガポール、ニュージーランド）の計 23 か国。

[10] 公募投信には、契約型以外に会社型が設定可能となっている。しかしながら、わが国では、不動産投資法人（日本版 REIT もしくは J-REIT）を除くと会社型公募投信はほとんど活用されていない。J-REIT 市場に関しては、2010 年末時点の設定本数は 35 本で、時価総額は合計４兆円弱となっている。

[11] 現在の法律名は、投資信託及び投資法人に関する法律。

[12] 月次ベースのピークは 2007 年 10 月末時点の約 82 兆円。

[13] ファンドの設定は、月の中の１日から月末まで様々なタイミングで行われるため、設定月前後のリターン計測の際には、設定された月は計測期間から除外し、設定月の前月まで３年間と翌月から３年間についてリターンを計測した。

[14] たとえば、2000 年第１四半期の設定件数の場合には、2000 年１～３月の設定件数を合計した。