

2022 年の運用実績から見た、 2023 年の投資資産や投資信託選択の考え方

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的 p.2

本レポートでは、一定の資産を持つ個人が国内の資産運用において、投資信託を用いた資産運用を行う際の注意点と、2022 年の運用実績に基づく傾向について解説する。

2. 岸田内閣が推奨する「資産所得倍増プラン」と投資信託の活用 p.2

岸田内閣が進める「資産所得倍増プラン」では、中間層を中心とする個人の金融資産を貯蓄から投資信託に誘導することを企図している。

3. 投資信託が提供する国内外証券市場への投資機会の制約 p.3

巨額の個人資金が投資信託に振り向けられる以上、各種の投資信託特性を理解しておくことが重要。世界全体で債券市場と株式市場は同規模だが、投資信託の純資産残高は、おおむね株式型が債券型の 3 倍以上。投資信託は株式投資に偏りやすい。

4. 投資信託を活用した分散投資は、継続的に有効なのか p.6

2022 年までの 10 年間のデータに基づき、日米の株式・債券市場への分散投資効果を検証すると、2020 年より前には、分散効果が確認されていた日米両市場の株式・債券の関係は、2020-2022 年には通貨を越えて強く連動、分散効果は機能していない。市場特性が変化した要因は世界的に流通する資金量（マネースtock）の増減。

5. 投資信託のアクティブ運用は、有効なのか p.9

株式アクティブ投信運用の機能不全化とパフォーマンス不振の原因を、成長株 vs バリュース株のパフォーマンスから検証。巨額のマネースtockの増減が市場を動かすようになり、市場特性が大きく変化したことが影響。

6. まとめ

2023 年も、まだグローバルなマネースtock増減の影響を強く受け、過去の経験則が通用しない特殊な市場環境が継続。中長期的な資産形成を目的とした積立型の投資信託活用の有効性は、何の変化もない。しかし、既に一定額以上の金融資産を保有している個人投資家が、2023 年のタイミングで資金の振り分けを行う場合には、信用リスクを選別の上、米ドル建てで相対的に利回りの高い 2 年-3 年の残存期間の個別社債などで、確定利回りを得る資金退避が有効。

分散投資の再開は、その後のタイミングにすべき。

5 バリュースセット ストラテジー・レポート

2022 年の運用実績から見た、2023 年の投資資産や投資信託選択の考え方

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、一定の資産を持つ個人が国内の資産運用において、投資信託を用いた資産運用を行う際の注意点と、2022 年の運用実績に基づく傾向について解説する。その上で、投資信託よりもパフォーマンスが安定しやすい可能性がある、弊社が考える投資戦略について考察する。

2. 岸田内閣が推奨する「資産所得倍増プラン」と投資信託の活用

岸田内閣は「資産所得倍増プラン」を推奨・立案中

岸田内閣が推奨する「資産所得倍増プラン」¹の中では、7つの柱を軸に、現在の日本の家計金融資産約 2,000 兆円の半分以上を占める現預金を「貯蓄から投資」に振り向けることを目標としている。岸田政権の資本所得倍増プランの概要図表について、下記の図表1に示した。

「資産所得倍増プラン」のポイントは下記となる。

「資産所得倍増プラン」のポイント

中間層を中心に投資信託を中心とした資産運用への誘導など

- 資産所得倍増は、個人（特に中間層）の金融資産を貯蓄から投資資産へ振り向け。
- 既存金融機関が提供する金融商品は、現状までで資産運用経験の少ない個人の場合には、資産所得形成に効果的に寄与せず、リスクを高める可能性がある。
- このため、中立的で金融機関の利益から切り離され NISA や、個人型確定拠出年金 (iDeCo) 資産に限られた投資助言アドバイザーを育成し認定する方針。
- その上で、NISA や iDeCo など、投資信託を中心とした資産運用へ個人資金を誘導。

同案が示したように、仮に NISA の新規買付額が目標通りに倍増した場合にも、その増加額は 5 年間の累計で約 210 兆円に留まる。それでも、現預金に振り向けられている 1,000 兆円強の約 1/5 が投資に振り向けられれば、市場への影響は大きい。さらに、iDeCo においても、より多額が確定拠出年金に振り向けられれば、さらに大きな投資資金への誘導が生ずることになる。

¹ 岸田内閣では、[内閣官房](#)下に「[新しい資本主義実現本部／新しい資本主義実現会議](#)」を設置、その下に「[資産所得倍増分科会](#)など」を設置している。

図表 1 岸田内閣「資産所得倍増プラン」の目標と7柱

[目標]

- ① 投資経験者の倍増：5年間で、NISA 総口座数（一般・つみたて）を現在の 1,700 万から 3,400 万へと倍増
- ② 投資の倍増：5年間で、NISA 買付額を現在の 28 兆円から 56 兆円へと倍増、その後、家計による投資額も倍増
- ③ 中間層における運用収入そのものの倍増（長期的な目標）

第一の柱：家計金融資産を貯蓄から投資にシフトさせる NISA の抜本的拡充や恒久化

→ NISAの口座数、残高を5年間で倍増すべく、税制などを改正（すでに改正案は税制調査会で提案済み）

第二の柱：加入可能年齢の引上げなど個人型確定拠出年金（iDeCo）制度の改革

→ iDeCo の加入可能年齢の引上げ、②iDeCo の拠出限度額の引上げ及び受給開始年齢の上限の引上げ、
③iDeCo の手続きの簡素化

第三の柱：消費者に対して中立的で信頼できるアドバイスの提供を促すための仕組みの創設

→ 証券会社のイメージについてのアンケート：「敷居が高い」（42.1%）、「あまり信頼できない」（27.9%）、
「勧誘がしつこい」（15.2%）
→ 2024年中に新たに金融経済教育推進機構（仮称）を設置、中立的なアドバイザーの認定、アドバイザーへの支援を実施。
→ 助言対象を絞った投資助言業（例えば、つみたて NISA やiDeCo における投資可能商品に限定）の登録要件の緩和を、必要な監督体制の整備と併せて検討

第四の柱：雇用者に対する資産形成の強化

→ 職域における中立的な認定アドバイザーを活用する取組を企業に促す。（雇用者による中立的な認定アドバイザーを活用への企業からの助成を後押し）

第五の柱：安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実

→ 金融経済教育推進機構（仮称）を中心に、企業による社員への継続教育、地方自治体による金融経済教育の実施、学校・企業向けの出張授業やシンポジウムの開催

第六の柱：世界に開かれた国際金融センターの実現

→ スタートアップ支援（オープンイノベーション促進税制）、銀証ファイアウォール規制の見直し、金融行政・税制のグローバル化、ESG 債市場等の活性化など

第七の柱：顧客本位の業務運営の確保（フィデューシャリー・デューティ）

→ 既存金融機関に対する不信任感
「販売会社については、リスクが分かりにくく、期待リターンに比べて、コストが合理的でない可能性のある商品を販売しているのではないか等の指摘がある。」
「資産運用会社や金融商品の組成会社については、必ずしも顧客本位でなく販売促進を優先した金融商品の組成・管理が行われているのではないか等の指摘がある。」

出所：“[資産所得倍増プラン\(案\)](#)”、2022 年 11 月 25 日段階、[首相官邸資産所得倍増分科会資料](#)より、5バリューアセットで作成

3. 投資信託が提供する国内外証券市場への投資機会の制約

巨額の個人資金が投資信託に振り向けられる以上、各種の投資信託特性を理解しておくことが重要

岸田内閣が目指す、国民の資産所得倍増プランの中心は、「投資信託を活用」した投資経験と実績の積み上げである。より幅広い資産への分散投資を少額から行えるという点で投資信託が有用な投資手法であることは疑いがない。ただし、岸田政権が政策として国民の預金を投資信託に誘導する中で、国内の個人投資家が運用に活用可能な投資信託が、どのような特徴を持ち、どのような偏りを持つのか、という特性を理解しておくことは重要だ。

そこで、本レポートでは、国内で一般に投資可能な各種の投資信託が、どのような特徴を持ち、また 2022 年にどのような傾向を示していたのかを、確認する。

① 投資信託は、国内外の証券市場に対する投資機会をバランスよく提供しているのか

世界全体で債券市場と株式市場は同規模

日本や EU では、債券市場は株式市場の約 2 倍の市場規模

ここでは、証券市場に本来の存在する投資機会と、投資信託がカバーする投資機会とのギャップについて、解説する。以下の図表 2 には、日米市場における株式市場と債券市場の時価総額を比較²した。2021 年末の時価総額で比較すると、世界全体と米国市場では株式市場と債券市場の、市場規模はほぼ同水準となっている。また、EU や日本では債券市場の規模は株式市場の約 2 倍近い規模となっている。

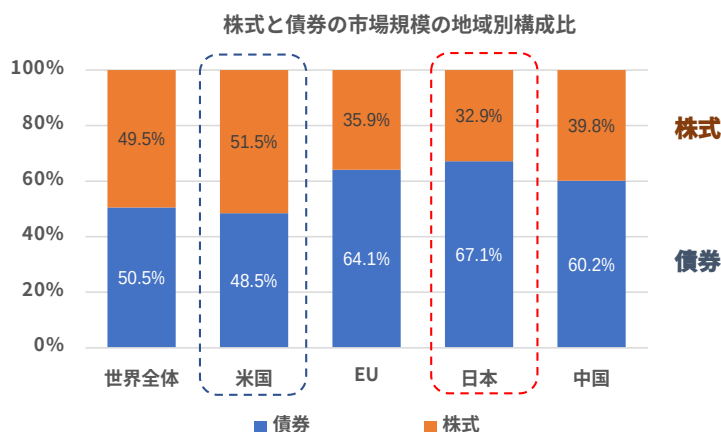
図表 2 日米両市場における株式 vs 債券市場の市場規模 (時価総額) 比較 (2021 年末時点)

地域別・資産別市場規模 (時価総額) の比較

2021 年末時点

(単位: 兆ドル)

	債券	(構成比)	株式	(構成比)	合計
世界全体	126.9	50.5%	124.4	49.5%	251.3
米国	49.1	48.5%	52.2	51.5%	101.4
EU	24.7	64.1%	13.8	35.9%	38.5
日本	13.4	67.1%	6.5	32.9%	19.9
中国	21.8	60.2%	14.4	39.8%	36.3



(注) データソースの関係で、市場全体の時価総額と、投資信託の時価総額の集計時点に差異がある点に注意

出所: SIMFA のデータをもとに、5 バリュースセットで作成

このように、証券市場の規模で見れば株式と債券はどちらも同様に重要な投資機会であることが確認できる。しかし、投資信託の設定残高を比較すると、全く異なる傾向が観測できる。以下の図表 3 には、国内の公募投資信託の投資資産別の残高 (2022 年 11 月末時点) を示した。同図表は、下記の傾向を示している。

² 国内市場については、日本の投資信託協会開示の公募投資信託をユニバースとしているのに対し、米国市場については Bloomberg で取得可能な ETF を対象としているため、投資信託のユニバースの性格に違いがある点に注意。

日本資産に投資する 国内投資信託：

株式投信の残高が全 体の 3/4

債券の投信は 1/5。 (ただし大半が短期の MRF) しっかりした投資戦略 を持った債券ファンド は極めて少ない

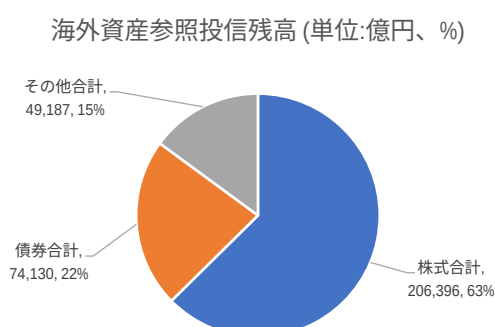
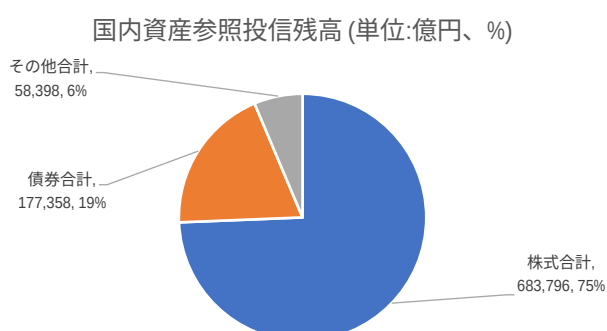
- 国内資産だけを投資対象とした投資信託では、株式を対象とした投資信託が全体の残高の約 3/4 (75%) を占めるのに対して、債券を対象とした投資信託は約 1/5(19%)に過ぎない。
- さらに、NISA の対象となる債券型の公募株式投信の残高シェアはわずか 3.5%に過ぎず、さらに NISA の対象外の国内公社債投信については、大半が流動性を重視した短期の MRF となっている。
- 海外の証券を参照し投資対象とする投資信託については、株式の構成比が62%、債券の構成比が 23%と債券の投資機会が増えるが、それでも世界の債券の市場の残高と株式市場の時価がほぼ同水準であることを考えれば、債券の構成比は相対的に低い。

よって、国内の投資信託は、株式投資に偏っており、本来の市場規模に比べ十分な債券投資の機会を得ることは難しい状況が確認できる。

図表 3 日本の公募投資信託商品における株式 vs 債券の投資信託残高比較 (2022/11 末時点)

純資産総額 (億円)		国内(参照)	構成比	海外(参照)	構成比	内外(混合)	構成比	合計	構成比
国内公募株式投信	株式	683,796	74.4%	206,396	62.6%	176,535	46.1%	1,066,728	65.3%
	債券	32,076	3.5%	74,130	22.5%	46,389	12.1%	152,595	9.3%
	不動産	48,490	5.3%	34,631	10.5%	8,911	2.3%	92,032	5.6%
	その他	9,908	1.1%	14,556	4.4%	151,500	39.5%	175,964	10.8%
	公募株式投信合計	774,270	84.2%	329,713	100.0%	383,335	100.0%	1,487,320	91.1%
国内公社債投信*	公社債	145,282	15.8%		0.0%		0.0%	145,282	8.9%
総計		919,552	100.0%	329,713	100.0%	383,335	100.0%	1,632,602	100.0%

* 大半がMRF



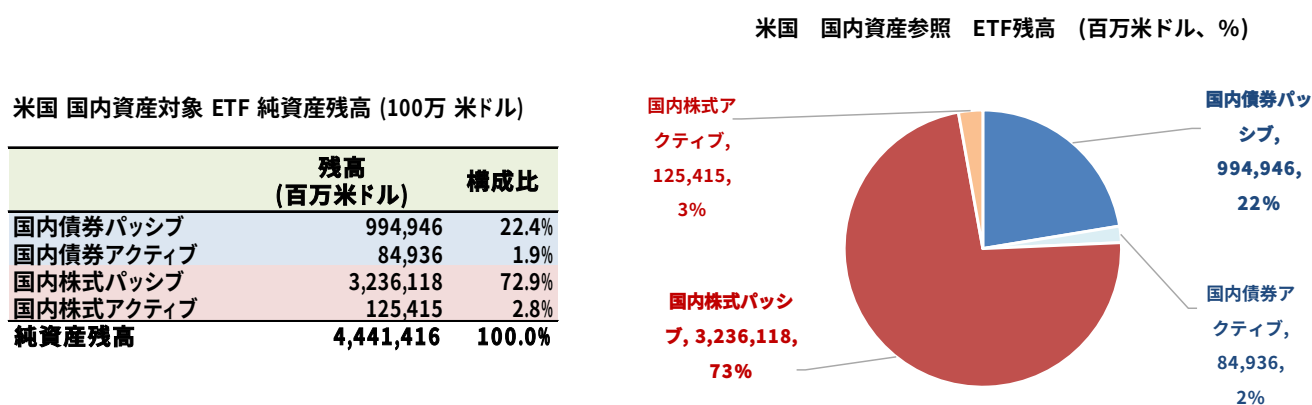
(注)、「国内公募株式投信」は約款上、株式の組み入れが可能な投資信託を指す。このため、債券だけに投資を行っているファンドもある。データソースの関係で、市場全体の時価総額と、投資信託の時価総額の集計時点に差異がある点に注意
出所: 国内投信の残高は投資信託協会のデータをもとに、5バリュアセットで集計

日本の個人投資家がアクセスしやすい、米国の ETF 市場でも、債券ファンド残高は株式ファンドの約 1/3 に留まる

次に、国内投資家が投資対象としやすい米国市場の ETF (上場投信) の傾向について確認する。ここでも、株式投資の ETF が全体の 3/4 を占め、債券の ETF は 1/4 に過ぎない。さらに、ETF の特性でもあるが債券ファンドにおいてもインデックスなどに連動するパッシブ・ファンドが多くを占め、運用マネージャーの意思や投資判断を反映した債券型アクティブ・ファンドの純資産総額はパッシブ・ファンドの 1 割未満に過ぎない。

このように、米国市場における債券への信託を介した投資機会は日本よりは広いが、やはり債券への投資機会は株式に比べ相対的に限定されていることが確認できる。

図表 4 米国の ETF における株式 vs 債券の投資信託残高比較



Bloombergによるデータ取得は2023/1/10時点

(注) データソースの関係で、市場全体の時価総額と、投資信託の時価総額の集計時点に差異がある点に注意
出所: 米国 ETF 残高は Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで集計

投資信託は株式投資に偏りやすい

債券投信の投資機会も、インデックスと MRF に限定されやすい

以上に示した通り、国内の投資家が容易に投資可能な公募投資信託は、株式への投資に偏りやすい。また、限定された債券投資信託は、インデックスファンドか MRF に限定されやすい。個別の債券に対する投資機会をとらえたアクティブな投資信託は、非常に限定されている状況が確認できる。

4. 投資信託を活用した分散投資は、継続的に有効なのか

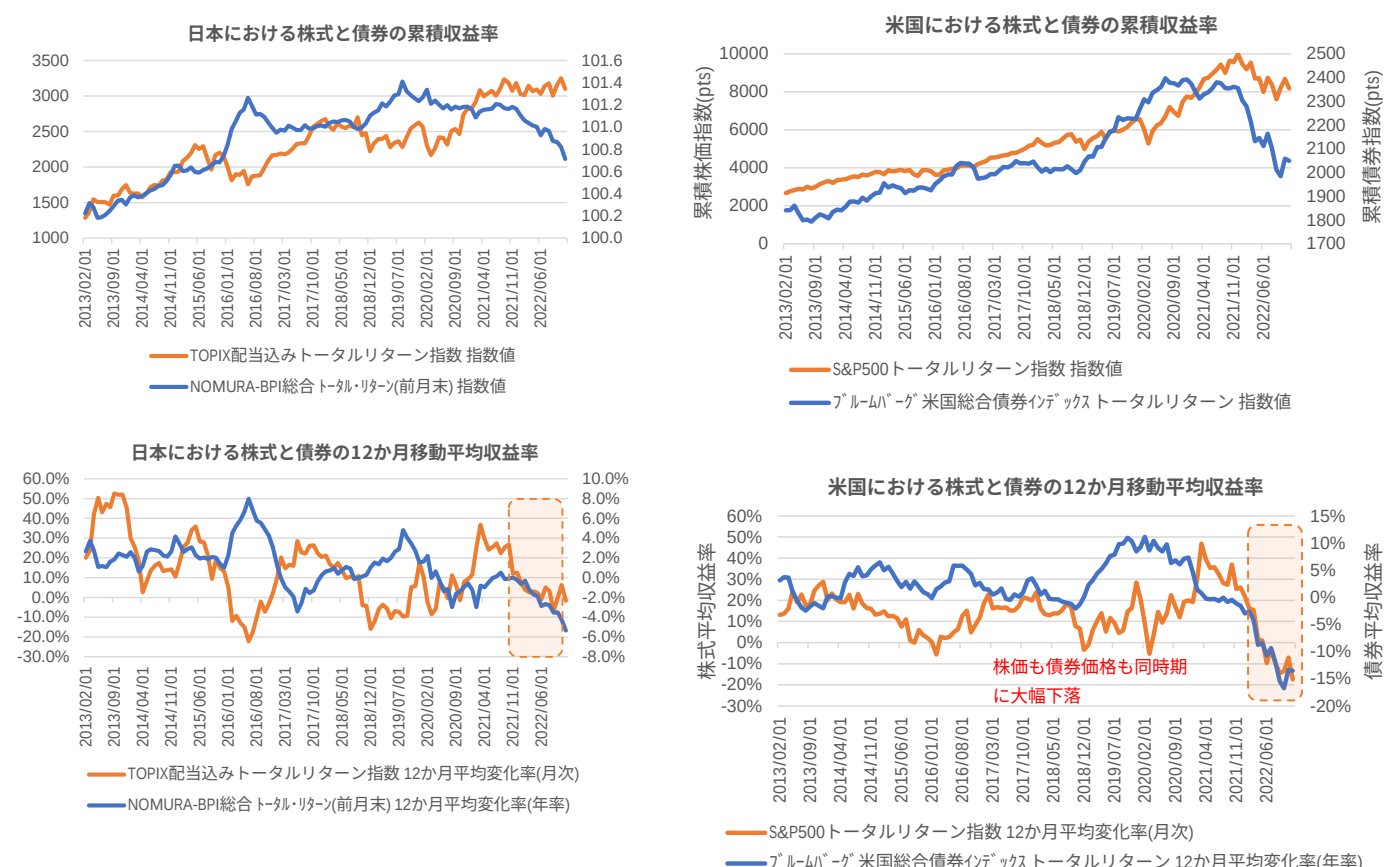
プロの投資家ではない個人投資家の資産運用においては、一般に投資信託を活用した分散投資を推奨されやすい。例えば、金融庁の個人向けホームページ³においても、値動きの異なる複数の投資対象に分散投資することで、リスクを抑えながら安定した運用を行える、との解説が示されている。

こうした考え方は、長期間にわたる積み立てにより資産を増やすことを目標とした場合などに非常に適した考え方である。しかし、既に一定額以上の金融資産を保有している個人投資家が、2023 年のタイミングで資金の振り分けを行う場合に、短期的に正しいかどうかについては、一考の余地がある。

以下の図表 5 には、過去 10 年間の日米の株式・債券市場の投資パフォーマンスの推移を示した。同図表に示した通り、2022 年には日本・米国のいずれでも株式・債券の価格が同時に下落する動きが観測されていた。

2022 年までの 10 年間のデータに基づき、日米の株式・債券市場への分散投資効果を検証

図表 5 日米の株式・債券市場の投資パフォーマンス

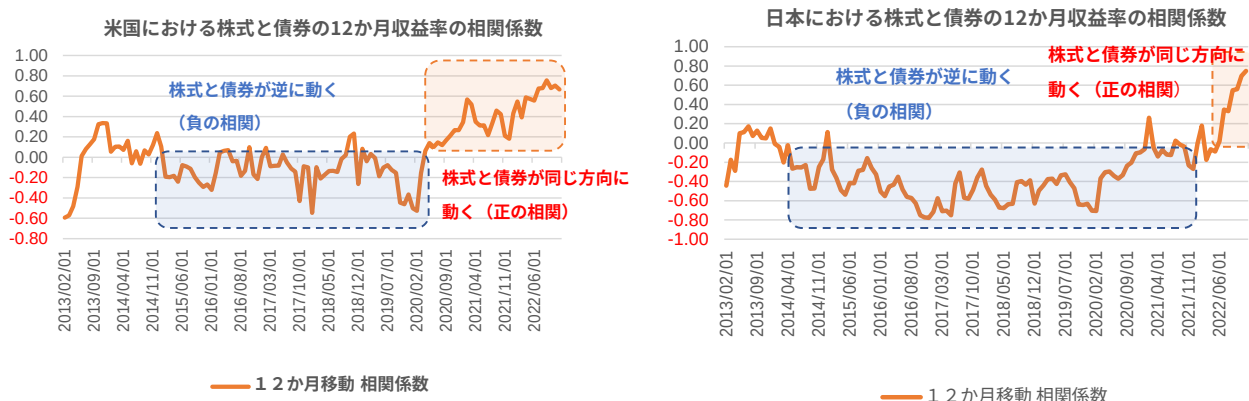


出所: Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

³ “NISA 特設ホームページ”、金融庁

一時的な価格の下落以上に重要な点は、分散投資が機能していない、という点である。
以下の図表 6 に日米両市場における、株式市場と債券市場の投資リターンの連動性 (相関) の推移を示した。

図表 6 日米の株式・債券市場の投資リターンの連動性 (相関)



出所: Bloomberg データより 5 バリュアセットで作成

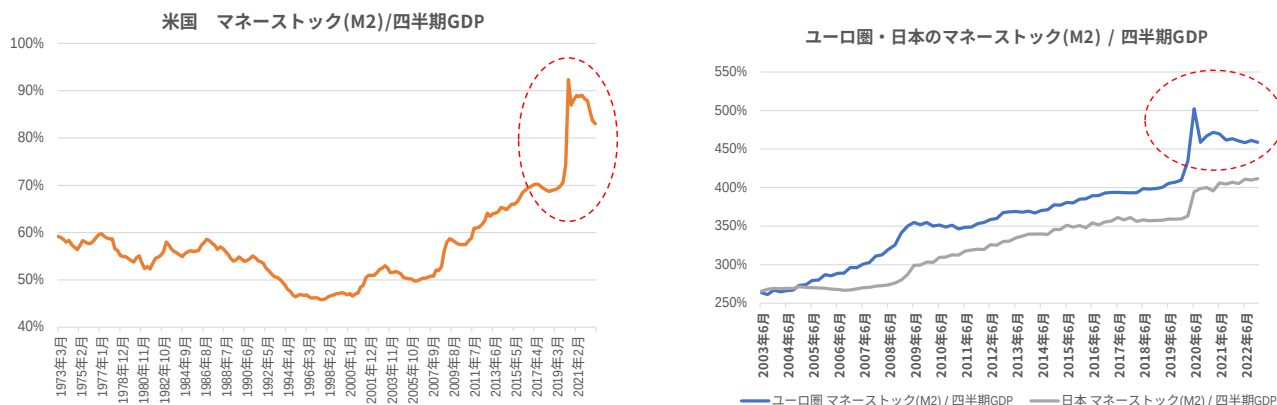
2020 年以前には、日米市場共に株式と債券は負の相関を示し分散効果を確認

しかし、2020-2022 年以降には、株式・債券は通貨を越えて強く連動しやすく、分散効果は機能していない

過去 (2020 年以前の期間) には、株式と債券の投資リターンが上昇するタイミングがずれており、両資産に分散投資を行えば、どちらかが下がったときにもう片側の資産が上がることで (逆相関) 投資リスクが抑制されていた。両者が同時に下落することがあっても、短い期間に限定されていた (グラフ中の青く囲った期間)。しかし、2022 年以降になると、株式・債券は、通貨を越えて強く連動しており (正の相関)、同時に時価が悪化し、分散投資のリスク抑制効果は機能しなくなっている状況を確認できる。

なぜ、こうした資産価格の連動が生じたのだろうか。その主因として、世界的な資金量 (マネースtock) の極端な増減が考えられる。すなわち、2020 年からコロナ危機への対応として世界中の主要中央銀行により実施されたグローバルな大規模金融緩和と、2022 年に欧米中央銀行により実施されたインフレ対策を目的とする金融引き締めへの政策転換である。図表 7 には、日米欧の 3 市場における資金 (マネースtock:M2) の流通量の推移を示した。

図表 7 市中に流通する資金量 (マネースtock) の急拡大と、政策転換の反動



出所: Bloomberg データより 5 バリュアセットで作成

コロナ対策で実施された大規模緩和による世界的な資金量(マネーストック)の増大に伴い株式・債券共に価格が上昇

2022 年にインフレ対策で引き締め方向に金融政策を転換すると、マネーストックの減少に伴い、株式・債券共に価格が下落

米国(図表 7-右図)の場合、2007 年頃まで四半期 GDP 対比で、およそ 60%程度の水準で推移していた市中の資金量(マネーストック;M2)は、リーマンショックで傷んだ金融システムのサポートのために 2009 年以降切りあがっていたが、2020 年以降のコロナ対応で短期間のうちに行われた大規模金融緩和を受け、市中の資金供給量は過去の事例をはるかに上回る巨大な規模で増加(2007 年前の水準の約 1.5 倍)した。こうした余剰資金の流入などの影響もあって株式・債券の市場価格は大きく上昇した。

しかし、経済活動の正常化に伴い物価上昇が加速し深刻なインフレ・リスクがより強く意識されるようになると、欧米の主要中央銀行は相次いで金融引き締め政策に転換し、特に急拡大したドル資金の市中の流通量は反転し、大幅な減少に転じた。ただし、まだ金融政策の正常化は端緒にあり、2023 年中にどの程度まで継続するのかは、今後の経済状況次第という状況にある。少なくとも、2022 年 12 月の FOMC 後の記者会見において、FRB のパウエル議長は、2023 年中に利上げが止まってもインフレ率が持続的な形で 2%へと低下していると委員会が確信するまで、利下げが検討されることはない、との見解を示していた。

こうした状況を考えると、2023 年も金融機能の正常化に向けた引き締め政策の継続により、株式と債券の価格がファンダメンタル面からのバリュエーションではなく、資金量に連動した需給要因による価格の動きで連動し、分散効果が十分に機能しない可能性は、引き続き警戒を要するレベルで存在する、と考えられる。

5. 投資信託のアクティブ運用は、有効なのか

資産運用戦略には様々な種類があり、戦略を反映した投資信託にもさまざまな性格がある。その中でも、最も顕著な大きな性格の違いの一例として、アクティブ運用とパッシブ運用の違いが挙げられる。

図表 8 アクティブ運用とパッシブ運用の例

運用戦略	運用戦略の基本的な考え方	典型例	コスト	運用戦略の前提
アクティブ運用	専門のファンドマネージャーとしての識見を反映して投資の対象や金額、タイミング等を判断して運用手法	成長株を選別して投資する運用戦略 劣後債や低格付け債などを選別して投資する運用戦略	相対的に高い	専門家の分析により、市場平均よりも良い運用成果が得られる
パッシブ運用	株価指数や債券指数のように、株式や債券などの各市場で代表的な資産をおおよそ市場平均に沿って運用手法	TOPIXやS&P500等のインデックスに連動する株式運用 Bloombergの債券インデックス等に連動する債券運用	相対的に低い	中長期的に均してみれば、専門家の分析でも市場平均を継続的に上回る運用成果は得られない

出所:5 バリューアセットで作成

投資信託のアクティブ運用の有効性を、過去データに基づき検証

図表 8 の最右列に示した通り、両運用スタンスの違いは、「専門家の分析により、市場平均を上回る運用成果が継続的に得られる」と考えるかどうか、という違いに帰着する。基本的には、アクティブ運用では専門家の知見が反映されており、その分だけ報酬など運用コストは高い。これに対し、パッシブ運用では、市場のインデックスを模倣した運用を行うため運用コストは低い。よって、もしアクティブ運用の運用成果がパッシブ運用に劣るような状況が継続的に生ずる場合には、少なくともそのタイミングにおいて当該アクティブ運用は高い運用報酬に見合わないと考えられる。

① 国内株式投信におけるアクティブ/パッシブ運用のパフォーマンス傾向

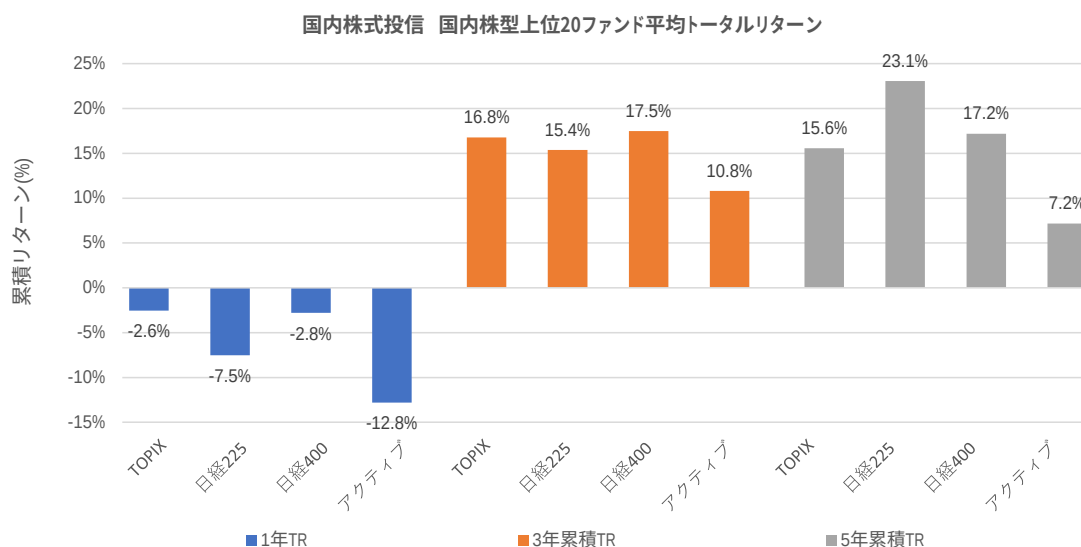
そこで、以下ではモーニングスターの開示データに基づき、国内株型を投資対象とした公募株式投信に関する累積リターンを、2022 年末の純資産残高上位 20 ファンドについて比較し、集計結果を図表 9 に示した。この図表は下記の傾向を示していた。

国内株型投信ではアクティブ運用のパフォーマンスは、パッシブ運用を大きく下回る

- 累積のトータル・リターンで見ると過去1年間では-10%、3年間では-6%、5年間では-8%といずれの期間におけるにおいても、主要なアクティブ・ファンドは TOPIX 準拠パッシブ・ファンドに劣る運用成果しか挙げられていない。
- 10 年まで期間を延ばして、ようやくアクティブ・ファンドの運用成果はパッシブ・ファンドを上回るが、年率で+0.9%、10 年累積で+9%に過ぎず同様の、短・中期の格差に比べると限定された水準に留まる。
- 一方で、アクティブ・ファンドの信託報酬はパッシブ・ファンドの 8～15 倍に上る。
- 少なくとも、相対的に高いコストを要するアクティブ・ファンドが継続的に、パッシブ・ファンドの運用成果を上回る、という状況は、国内株式を対象とする時価総額上位の公募投資信託では観測されなかった。

図表 9 国内株式投信 (国内株型) におけるアクティブ運用とパッシブ運用の運用成果の比較

アクティブ/ パッシブ	参照イン デックス	純資産額 (百万円)	トータルリターン				信託報酬 (税込)	
			1年	3年 (年率)	5年 (年率)	10年 (年率)	名目	実質
パッシブ	TOPIX	5,724,691	-2.55%	5.59%	3.12%	10.48%	0.08%	0.08%
	日経225	2,834,702	-7.52%	5.12%	4.61%	11.48%	0.16%	0.16%
	日経400	523,347	-2.79%	5.83%	3.44%	-	0.11%	0.11%
アクティブ		411,114	-12.80%	3.61%	1.44%	11.36%	1.29%	1.29%



(注)：評価基準日は 2022 年 12 月 31 日。集計対象としたファンドは、追記図表 1 に掲載。

出所：モーニングスターのデータに基づき、5バリュースセットで作成

図表 10 国内株式投信 (国内債型) におけるアクティブ運用とパッシブ運用の運用成果の比較

	トータルリターン				信託報酬 (税込)	
	1年	3年 (年率)	5年 (年率)	10年 (年率)	名目	実質
アクティブ	-5.76%	-1.67%	-0.55%	0.61%	0.41%	0.41%
セミアクティブ	-0.73%	-0.34%	-0.37%	0.29%	0.28%	0.28%
パッシブ	-5.64%	-2.18%	-0.88%	0.50%	0.18%	0.18%

(注)：評価基準日は 2022 年 12 月 31 日。集計対象としたファンドは、追記図表 2 に掲載。アクティブ、セミアクティブに分類は弊社で独自に定義している点に注意。

出所：モーニングスターのデータに基づき、5バリュースセットで作成

2022 年末にかけてのトータル・リターンを見る限り、国内株式を対象とする投資信託では、相対的に高いコストを要するアクティブ・ファンドへの投資の効用には、疑問符が付く状況であった。

② 国内債券投信におけるアクティブ/パッシブ運用のパフォーマンス傾向

次に、同じくモーニングスターのデータに基づき、国内債券参照型の公募株式投信のパフォーマンスを図表 10 で比較した。この図表は下記の傾向を示していた。

- 国内債型投信でも、アクティブ型とパッシブ型のトータル・リターンに大きな差はない。
- パフォーマンスが相対的に勝っていたのは、インフレ連動債などを組み込んだセミアクティブ型のファンドであった。
- 株式に比べると、信託報酬の差は相対的に小さく、アクティブ/パッシブ間で約 2 倍程度の差異に留まった。

株式に比べると、アクティブ・ファンドはハイブリッド・劣後債型など明らかに異なる性格の債券を組み入れており、1年間と3年間ではパフォーマンスの優劣が逆転するなど、異なる効用が存在したことをうかがわせるものであった。ただし、明示的に優位なパフォーマンスを示したわけでもなかった。

③ アクティブ運用の妨げとなった市場特性の変化とその要因

それでは、高度な調査能力を有するプロフェッショナルが運用するアクティブ・ファンドのパフォーマンスが、パッシブ・ファンドに劣ったのはどのような理由によるものだろうか。当社では、前のセクションで示した分散効果が効かなくなった理由と同じく、グローバル市場における極端な資金量の変動が影響したため、過去の経験則が成り立たない市場環境となっていることが影響していると考えている。

以下の図表 11 では、株式のスタイル別指数 (成長株 vs バリューストック) の傾向について日米両市場を例にとり、その市場特性の変化について確認した。同図表は下記の傾向を示している。

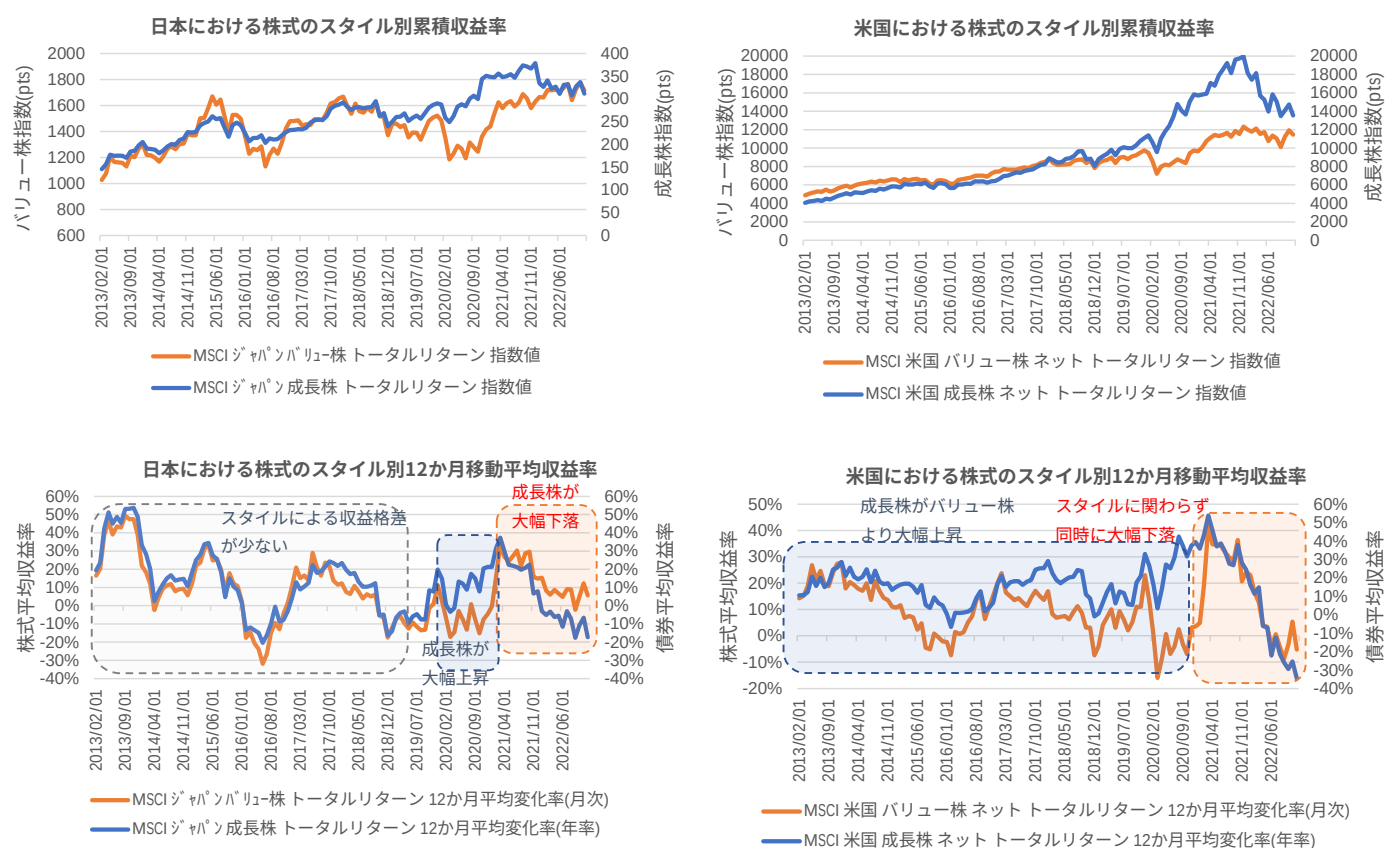
- 米国株式市場では、2013 年から 2019 年頃まで、成長株投資がバリューストック投資のパフォーマンスを継続的に上回り続けていた。
- しかし、コロナ対応で巨額の資金が市中に供給され、またその反動が生じる中では、こうした市場特性は失われ、両スタイルが連動して動きやすい市場となった。
- 国内株式市場では、2013 年から 2018 年頃まで、成長株投資もバリューストック投資も、ほぼ同様のパフォーマンスを継続的に示し続けていた。
- しかし、コロナ対応で巨額の資金が市中に供給され、またその反動が生じる中では、成長株だけがマネーフローに連動した資金需給面からの値上がり/値下がり影響を、強く受けやすい市場となっていた。

**国内債型投信では、
アクティブ運用とパッシブ運用の
パフォーマンスは、あまり変わらない結果に**

**株式アクティブ投信
運用の機能不全化の
原因を、成長株 vs バリューストックの
パフォーマンスから検証**

**巨額のマネーストック
の増減が市場を動か
すようになり、市場特
性が大きく変化**

図表 11 米国と日本に共通の市場特性変化
- 成長株とバリュー株の同時下落 -



出所: Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

よって米国市場における株式投資であれば、中央銀行の金融引き締めが一段落すれば、成長株投資は再度機能しやすくなるものと考えられる。逆に、金融引き締めの継続中にはアクティブ投資の効果は薄い。

一方、日本市場では、アベノミクスのもと過去 10 年にわたり、「異次元の」金融緩和を継続されており、過去から継続してアクティブ運用が機能しにくい状況が続いている。こうした市場で株式投信を組み入れるのであれば、パッシブ運用のインデックス投信の方が機能しやすい状況が続いている。

6. まとめ

2023 年も、まだグローバルなマネーストック増減の影響を強く受け、過去の経験則が通用しない特殊な市場環境が継続

中長期的な資産形成を目的とした積立型の投資信託活用の有効性は、何の変化もない

しかし、既に一定額以上の金融資産を保有している個人投資家が、2023 年のタイミングで資金の振り分けを行う場合には、信用リスクを選別の上、米ドル建てで相対的に利回りの高い 2 年-3 年の残存期間の個別社債などで、確定利回りを得る資金退避が有効

分散投資の再開は、その後のタイミングで

ここまで示した通り、国内外の資産運用における市場環境は、コロナの影響により生じたマクロ的な資金量(マネーストック)の増加と減少の影響を強く受けて、過去の経験則が通用しない特殊な市場環境となっている。

こうした中でも、中長期的な資産形成を目的とした積立型の投資信託活用の有効性は、何の変化もない。しかし、既に一定額以上の金融資産を保有している個人投資家が、2023 年のタイミングで資金の振り分けを行う場合に、短期的に正しいかどうかについては、前述の通り一考の余地がある。一般的な、投資信託を用いて異なる資産クラスに分散投資を行っても、マネーストックが減少する金融政策が継続した場合には、すべての資産クラスで投資戦略が有効に機能しにくい可能性があるためだ。

金融政策が不安定な状況を継続しやすい期間はせいぜい今後 1-3 年程度であることを考えれば、この期間に強いて投資信託での投資残高を積み増すことは、不安定性を増すことにもなりかねない。

例えば米ドル建て債券を例にとれば、相対的に長い年限の債券は短期(残存 2 年近辺)の債券よりも利回りが低いにもかかわらず、金利変動に対して価格も大きく変動しやすい。こうした債券を多く含んでいる債券インデックスファンドもまた投資効率が低いと考えられる。こうした市場環境下では、信用リスクを選別の上、米ドル建てで相対的に利回りの高い 2 年-3 年の残存期間の個別社債などで、確定利回りを得つつ、一旦、市場環境の変化を待ってから分散投資を再開する方が、有効な戦略となるのではないだろうか。

追記 1. 観測対象とした、国内公募株式投信 (国内株式参照型)

図表 追記 1 国内公募株式投信：国内株式型純資産上位 20 ファンド (2022 年 12 月末時点)

順位	ファンド名	会社名	アクティブ/ パッシブ	参照イン デックス	純資産額 (百万円)	トータルリターン				信託報酬 (税込)	
						1年	3年 (年率)	5年 (年率)	10年 (年率)	名目	実質
1	(NEXT FUNDS)TOPIX連動型上場投 信『愛称：NF・TOPIX ETF』	野村	パッシブ	TOPIX	15,990,891	-2.54%	5.61%	3.13%	10.49%	0.10%	0.10%
2	上場インデックスファンドTOPIX 『愛称：上場TOPIX』	日興	パッシブ	TOPIX	7,404,306	-2.57%	5.58%	3.11%	10.48%	0.10%	0.10%
3	ダイワ 上場投信-トビックス	大和	パッシブ	TOPIX	7,273,665	-2.55%	5.57%	3.10%	10.46%	0.07%	0.07%
4	(NEXT FUNDS)日経225連動型上場投 信『愛称：NF・日経225 ETF』	野村	パッシブ	日経225	7,244,480	-7.52%	5.11%	4.60%	11.47%	0.18%	0.18%
5	上場インデックスファンド225『愛 称：上場225』	日興	パッシブ	日経225	3,434,371	-7.58%	5.05%	4.54%	11.42%	0.25%	0.25%
6	ダイワ 上場投信-日経225	大和	パッシブ	日経225	3,379,578	-7.49%	5.14%	4.63%	11.51%	0.13%	0.13%
7	MAXIS トビックス上場投信	三菱UFJ国際	パッシブ	TOPIX	2,407,864	-2.56%	5.59%	3.11%	10.48%	0.09%	0.09%
8	MAXIS 日経225上場投信	三菱UFJ国際	パッシブ	日経225	1,718,425	-7.54%	5.11%	4.60%	11.48%	0.19%	0.19%
9	(NEXT FUNDS) JPX日経インデック ス400『愛称：NF・JPX400ETF』	野村	パッシブ	日経400	1,146,011	-2.83%	5.79%	3.39%	--	0.11%	0.11%
10	iシェアーズ・コア 日経225ETF	ブラックロック	パッシブ	日経225	910,674	-7.45%	5.19%	4.67%	11.52%	0.05%	0.05%
11	iシェアーズ・コア TOPIX ETF	ブラックロック	パッシブ	TOPIX	839,229	-2.52%	5.59%	3.12%	--	0.05%	0.05%
12	MAXIS JPX日経インデックス400上場 投信	三菱UFJ国際	パッシブ	日経400	585,158	-2.75%	5.89%	3.50%	--	0.09%	0.09%
13	ひふみプラス	レオス	アクティブ		463,483	-13.40%	2.61%	0.93%	13.98%	1.08%	1.08%
14	フィデリティ・日本成長株・ファンド	フィデリティ	アクティブ		442,469	-14.57%	4.78%	2.38%	10.56%	1.68%	1.68%
15	One ETF トビックス	アセマネOne	パッシブ	TOPIX	432,193	-2.58%	5.59%	3.12%	--	0.09%	0.09%
16	ダイワ 上場投信-JPX日経400	大和	パッシブ	日経400	328,546	-2.86%	5.77%	3.38%	--	0.20%	0.20%
17	さわかみファンド	さわかみ	アクティブ		327,390	-10.44%	3.43%	1.00%	9.54%	1.10%	1.10%
18	One ETF 日経225	アセマネOne	パッシブ	日経225	320,685	-7.52%	5.13%	4.63%	--	0.17%	0.17%
19	上場インデックス JPX日経インデック ス400『愛称：上場JPX日経400』	日興	パッシブ	日経400	293,490	-2.77%	5.86%	3.47%	--	0.11%	0.11%
20	iシェアーズ JPX日経400 ETF	ブラックロック	パッシブ	日経400	263,529	-2.76%	5.85%	3.45%	--	0.05%	0.05%

(注)：評価基準日は 2022 年 12 月 31 日。

出所：モーニングスターのデータに基づき、5バリュアセットで作成

図表 追記2 国内公募株式投信：国内債券型純資産上位 20 ファンド (2022 年 12 月末時点)

順位	ファンド名	会社名	アクティブ/ パッシブ	参照インデックス /ベンチマーク	純資産額	トータルリターン				信託報酬 (税込)	
					(百万円)	1年	3年 (年率)	5年 (年率)	10年 (年率)	名目	実質
1	マニユライフ・円ハイブリッド債券インカム(年1回)	マニユライフ	アクティブ		215,100	-9.58%	-2.05%	--	--	0.59%	0.59%
2	ダイワ 日本国債ファンド(毎月分配型)	大和	セミアクティブ		104,865	-2.99%	-1.23%	-0.64%	0.34%	0.20%	0.20%
3	マニユライフ・円ハイブリッド債券インカム(3ヵ月)	マニユライフ	アクティブ		103,564	-9.57%	-2.06%	--	--	0.59%	0.59%
4	三井住友・日本債券インデックス・ファンド	三井住友DS	パッシブ	NOMURA-BPI(総合)	71,426	-5.39%	-2.23%	-0.91%	0.50%	0.18%	0.18%
5	(NEXT FUNDS)国内債券・NOMURA-BPI総合『愛称：国内債券ETF』	野村	パッシブ	NOMURA-BPI(総合)	55,706	-5.33%	-2.12%	-0.81%	--	0.08%	0.08%
6	DLIB 公社債オープン(中期コース)	アセマネOne	アクティブ		39,220	-4.96%	-1.85%	-0.63%	0.74%	0.50%	0.50%
7	ニッセイ 日本インカムオープン『愛称：Jボンド』	ニッセイ	アクティブ		38,047	-2.26%	-0.61%	-0.29%	0.20%	0.16%	0.16%
8	DIAM 国内債券パッシブ・ファンド	アセマネOne	パッシブ	NOMURA-BPI(総合)	31,430	-4.96%	-1.85%	-0.63%	0.74%	0.22%	0.22%
9	明治安田 日本債券ファンド『愛称：ホワイトウィング』	明治安田	アクティブ		30,055	-9.73%	-3.31%	-1.26%	0.61%	0.61%	0.61%
10	MHAM 物価連動国債ファンド『愛称：未来予想』	アセマネOne	セミアクティブ		28,593	2.62%	1.03%	0.02%	0.52%	0.44%	0.44%
11	SMT 国内債券インデックス・オープン	三井住友TAM	パッシブ	NOMURA-BPI(総合)	27,706	-5.62%	-2.45%	-1.14%	0.26%	0.41%	0.41%
12	東京海上・円建て投資適格債券F(毎月)『愛称：円債くん』	東京海上	アクティブ		22,279	-5.86%	-2.33%	-1.11%	0.45%	0.57%	0.57%
13	たわらノーロード国内債券	アセマネOne	パッシブ	NOMURA-BPI(総合)	21,358	-5.38%	-2.23%	-0.91%		0.15%	0.15%
14	DLIB 公社債オープン(短期コース)	アセマネOne	アクティブ		21,052	-0.56%	-0.04%	-0.02%	0.30%	0.33%	0.33%
15	iシェアーズ・コア 日本国債 ETF	ブラックロック	パッシブ	FTSE日本国債インデックス	18,109	-7.43%	--	--	--	0.07%	0.07%
16	eMAXIS Slim国内債券インデックス	三菱UFJ国際	パッシブ	NOMURA-BPI総合	17,224	-5.34%	-2.18%	-0.88%	--	0.13%	0.13%
17	明治安田 日本債券オープン(毎月決算型)『愛称：しあわせ宣言(毎月決算型)』	明治安田	アクティブ		14,156	-6.91%	-1.90%	-0.34%	1.01%	0.20%	0.20%
18	エス・ビー・日本債券ファンド『愛称：ベガ』	三井住友DS	アクティブ		11,199	-5.94%	-1.97%	-0.44%	0.95%	0.41%	0.41%
19	ニッセイ 日本インカムオープン(年1)『愛称：Jボンド(年1回決算型)』	ニッセイ	アクティブ		10,739	-2.26%	-0.61%	-0.29%	--	0.16%	0.16%
20	ジャパン・ソブリン・オープン	三菱UFJ国際	セミアクティブ		9,985	-1.82%	-0.81%	-0.50%	0.00%	0.20%	0.20%

(注)：評価基準日は 2022 年 12 月 31 日。

出所：モーニングスターのデータに基づき、5バリュアセットで作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ 日本語 ホームページ (https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」 (https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」 (https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
--	--	---

この情報は、2022 年 8 月 10 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は 5 バリュースセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で 5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で 5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について 5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において 5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならない、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と 5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は 5VA の著作物であり、著作権法により保護されております。

5VA の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1 丁目 4 - 1

丸の内永楽ビルディング 20 階

5 バリュースセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第 437 号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示）

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人
投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016 年 5 月) 0390900204