

相場急変時に長期積立投資家は どのように行動したか

MUFG資産形成研究所
所長 日下部 朋久
2024年10月16日

「安心・豊かな社会」を創り出す信託銀行 *Create a Better Tomorrow*

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



1. はじめに

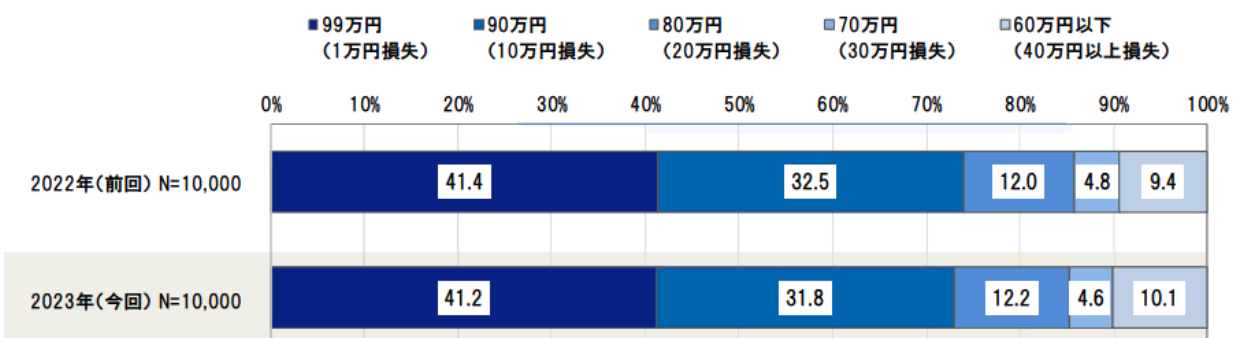
NISA や確定拠出年金（企業型・個人型）の認知、利用により、投資による資産形成が広がりを見せている。これまで、投資には無縁であった人も多く参入してきたと考えられる。その背景として、非課税制度の整備や金融経済教育の普及などがあげられるが、内外の株式市場が長期にわたって堅調であったことも大きな要因と考えられる。企業型確定拠出年金の導入企業の従業員は否応なく、制度加入するケースが多く、投資に直面する機会を持つことになったであろうし、2,000 万円問題で象徴される老後資金不安により投資を始めてみようという機運も高まった。本稿では、これらの個人投資家のうち、投資教育の基本に則り、投資信託を利用した、長期・積立・分散投資を実践している者（以下、長期積立投資家と呼ぶ）を想定して論を進める。

このような投資初級者を含めた多くの長期積立投資家は、2024 年では株式市場の減速を経験し、8 月には相場的大幅な下落に見舞われた。日経平均株価で言えば 8/5 に前営業日終値から 4,451 円、率にして 12.4% の下落という極めてインパクトの大きなものであった。加えてその後の反発局面も経験した。では、この急落・反発時に、長期積立投資家がどのような行動をとったであろうか。株式相場の急落に伴って、さらに下落するのではないかと狼狽売り、あるいは急落を投資の好機と考え買い増し、などの行動が見られたのか確認する。教科書的に言えば、長期積立投資家は、市場の騰落に惑わされずに、淡々と積立投資を継続することが重要であることから、あまり影響がないはずである。

2. 急落時の行動（事前調査）

株式相場が急落すると狼狽売りをしてしまうのではないかとこの話を裏付けるような調査を見てみる。投資信託協会のアンケート調査では、「投資信託に 100 万円を投資して損失が出た場合に、どのくらいの金額までなら保有を継続しようと思えますか。（1 つだけ）※現在、投資（投資信託）を実施していない方は、仮に実施した場合を想定してお答えください。」との設問に対し、1 万円の損失と答える割合が約 41% と最大となっている。10 万円の損失まで含めると約 73% となり、大半の方は損失に対する許容度が低いものと考えられる。アンケートにそのように答えてはいるが実際のところどうであろうか。次章においてデータを用いて確認する。なお、このアンケートでは個別の株式への投資についても同様の設問があるが、回答はほぼ投資信託と同じになっている。回答者から見ると、個別の株も投資信託もあまり区別がついていないのかもしれない。

〔図表 1〕 投資信託 100 万円投資に対し、保有継続が許容可能な損失額



出所：投資に関する Web 調査（投資に関する 1 万人アンケート）2023 年度調査報告書（投資信託協会）より
<https://www.toushin.or.jp/files/statistics/110/20240603InvestmentSurveyReport10000Participants.pdf>

3. 8月急落時の行動（投資信託の売買実績）

(1) eMAXIS Slim 全世界株式（オール・カントリー）の場合

24年8月の世界的な株価急落は、極めてインパクトの大きなものであったが本稿のターゲットである長期積立投資家の行動はどうであったか。直接的なデータが入手できないため、ここではNISAなどを利用して積立投資を始めた者に人気があるネット販売専用 eMAXIS Slim 全世界株式（オール・カントリー）の売買動向から、その行動を推察してみる。当ファンドはMSCI-ACWI（オール・カントリー・ワールド・インデックス）に追随を目指すパッシブファンドであり、インデックスの騰落率に連動して上げ下げすると考えられることから、インデックスの騰落状況と、ファンドの設定額、解約額の関係を観察した。加えて、当インデックスの騰落率は一般には報道されず、実際には、ニューヨークダウや日経平均の報道を見て反応している可能性があるため、日経平均の騰落率も併記した。

〔図表2〕 eMAXIS Slim 全世界株式 設定・解約状況

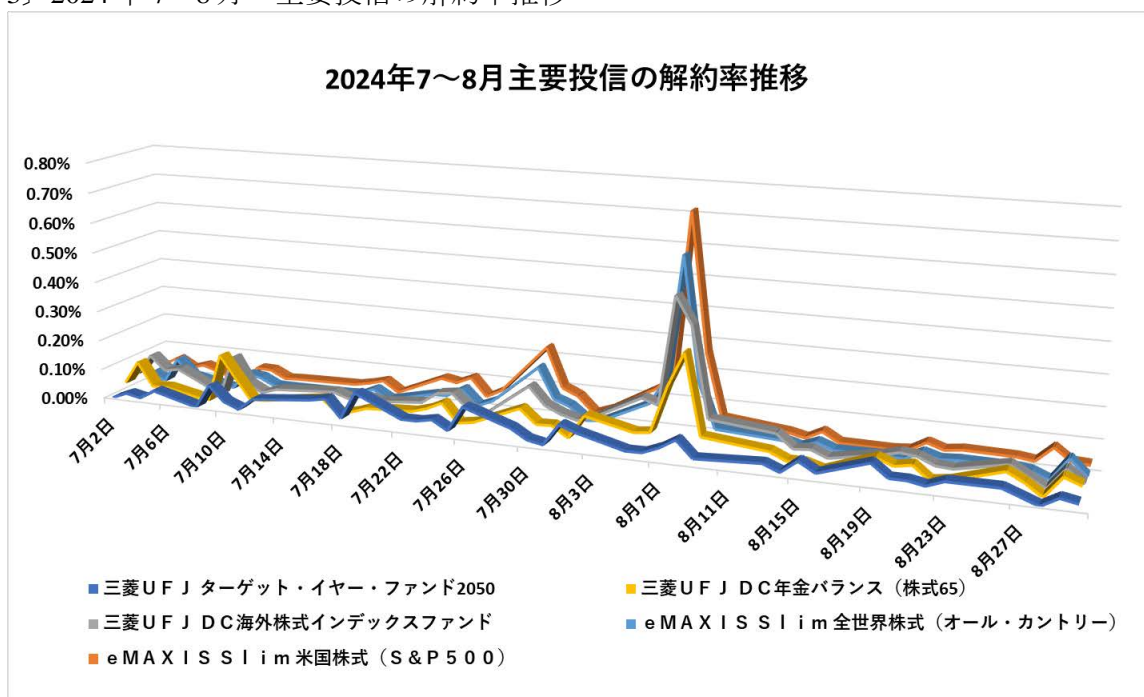
（単位：億円）

日付	総資産額	設定	解約	資金純増	解約率 解約/総資産	MSCI-ACWI 騰落率（円ベース）	日経平均 騰落率
07/30	38,785	58	33	24	0.09%	-0.82%	0.15%
07/31	38,375	98	26	72	0.07%	-0.19%	1.49%
08/01	38,184	40	10	30	0.03%	-1.75%	-2.49%
08/02	37,592	46	12	34	0.03%	-4.01%	-5.81%
08/05	36,210	536	40	496	0.11%	-4.95%	-12.40%
08/06	35,338	101	69	32	0.19%	2.00%	10.23%
08/07	36,049	132	209	-77	0.59%	1.21%	1.19%
08/08	35,803	68	68	0	0.19%	1.48%	-0.74%
08/09	36,784	78	16	62	0.04%	0.25%	0.56%

出所：三菱UFJアセットマネジメント（株）提供データより筆者作成

まず、8月5日の設定額が飛び抜けて大きいのはNISAなどの積み立て日が月初1日となっているケースが多いことが影響していると考えられる。外国株の投信は第1営業日に設定すると第2営業日の終値で買い付けされ、その額が第3営業日に掲載される。8月1日の設定の場合、第3営業日が8月5日となり、他の日より格段に多い536億円の設定となっている。一方解約額が209億円と突出しているのが7日である。この解約額を前日の総資産額で除した解約率は0.59%となり、前後の率と比較しても大きい。この7日の状況は推測するに、2日のマイナス4.01%という下落を見て耐えきれなくなった人が（実際は日本時間の3日の朝に終値で下落を確認することになる）、翌営業日である5日に解約を申し出、6日の終値で売却され、7日に解約額として計上されたと考えられる。もしくは、8月5日の日経平均が急落したのを見てその日のうちに解約を申し出たということも考えられる。この8月7日のみが設定額とのネットがマイナスとなっていることが象徴的である。しかし、5日はインデックスでは下げ幅を拡大しているにもかかわらず対応する8日の解約額は落ち着きだしており9日はかなり減少している。6日に日経平均が大幅反発していることで安心感が出た可能性があるものの、7日のデータに見られた株価下落による狼狽売りのような動きは見られない。もう少し長期で解約の状況が確認できるよう、7～8月2カ月（調査期間7/2～8/30）の解約率の推移を図表3に示したが、8月7日のピーク以外では7月29日、8月6日の0.19%が比較的大きくなっている他、目立った解約がないことがわかる。

〔図表 3〕 2024 年 7～8 月 主要投信の解約率推移



出所：三菱UFJアセットマネジメント（株）提供データより筆者作成

(2) eMAXIS Slim 米国株式 (S&P500) の場合

次に、S&P500 をベンチマークとする eMAXIS Slim 米国株式 (S&P500) ファンドについては、オールカントリーより 8 月 7 日の解約率は 0.71% と高まっている。S&P500 はオールカントリーに比べると投資対象の範囲が狭くリスクが少し高いファンドであり、より敏感に反応した可能性がある。

〔図表 4〕 eMAXIS slim 米国株式 (S&P500) 設定・解約状況 (単位：億円)

日付	総資産額	設定	解約	資金純増	解約率 解約/総資産	S&P500 騰落率 (円ベース)	日経平均 騰落率
07/30	50,545	69	51	18	0.10%	-0.95%	0.15%
07/31	49,821	104	40	64	0.08%	-0.20%	1.49%
08/01	49,704	43	14	29	0.03%	-1.80%	-2.49%
08/02	49,023	54	23	31	0.05%	-3.84%	-5.81%
08/05	47,172	434	65	368	0.13%	-4.75%	-12.40%
08/06	45,593	79	96	-18	0.20%	1.86%	10.23%
08/07	46,491	105	326	-221	0.71%	0.46%	1.19%
08/08	45,819	72	123	-51	0.26%	2.35%	-0.74%
08/09	47,411	92	26	66	0.06%	0.03%	0.56%

出所：三菱UFJアセットマネジメント（株）提供データより筆者作成

以上のデータはつまり、長期積立投資家（とみなした人たちは）、多くはセオリーどおり長期投資を実践し、短期的な相場の動きに翻弄されず投資を継続していたと考えられる。解約率の一時的な高

まりはあるものの、残高に対し 1%未満とわずかである。投信協会のアンケート調査（図表 1）のようなことは実際の場面では起こっていなかった。ただ、実態は本当にそうなのかと考えると次の点に注意が必要と思われる。① 積立投資家は投資初心者も多く、相場動向を知ったとして、機敏に反応する（解約等の手続きをとる）ことが難しかったのではないか、② そもそも相場動向に関心が薄く、資産が大きく棄損していると気付かなかつたのではないか、といった点である。ただそれは、結果としてそれで良いと思っている。つまり、相場を気にして翻弄されるより良いし、もし相場に機敏に反応できるようであっても、そのような取引で経常的に勝ち続けることは非常に難しいからだ。長期積立投資家は淡々とスケジュールに沿って買い入れするのが良いのだ。

4. 企業型 DC における行動

(1) 三菱UFJ DC 海外株式インデックスファンドの場合

長期積立投資家のうち企業型確定拠出年金（以下 DC）の動向を確認してみる。こちらは、加入者に投資教育が施され、長期投資の重要性についてある程度理解が進んでいると考えられ、当相場急変の影響は受けにくいのではないかと考えられる。前述の 2 つのファンドと同じもののデータが得られなかったため、代わりに三菱UFJ DC 海外株式インデックスファンドの状況を見る。当ファンドはベンチマークに日本を除く世界の主要国株式を対象とした MSCI コクサイ・インデックスを利用しており、前述の 2 つのファンドの中間に位置図けられるファンドである。

〔図表 5〕 三菱 UFJ DC 海外株式インデックスファンド 設定・解約状況 （単位：億円）

日付	総資産額	設定	解約	資金純増	解約率 解約/総資産	S&P500 騰落率 (円ベース)	日経平均 騰落率
07/30	2,482	12.8	2.14	10.66	0.09%	-0.95%	0.15%
07/31	2,449	3.13	1.57	1.56	0.06%	-0.20%	1.49%
08/01	2,441	3.25	1.21	2.04	0.05%	-1.80%	-2.49%
08/02	2,403	1.14	1.58	-0.44	0.06%	-3.84%	-5.81%
08/05	2,294	1.19	3.49	-2.30	0.15%	-4.75%	-12.40%
08/06	2,224	0.82	2.93	-2.11	0.13%	1.86%	10.23%
08/07	2,262	0.88	10.70	-9.82	0.48%	0.46%	1.19%
08/08	2,235	1.34	8.85	-7.51	0.39%	2.35%	-0.74%
08/09	2,298	1.49	2.23	-0.74	0.10%	0.03%	0.56%

出所：三菱 UFJ アセットマネジメント（株）提供データより筆者作成

解約率を見ると 8 月 7 日は 0.48% と前述 2 ファンドより低いものの、8 月 8 日も 0.39% と高く、両日合計すると、前述 2 ファンドの中間に位置する。ファンド（ベンチマーク）の位置づけも中間的であり、DC 加入者が保有しているからと言って急落の反応に大きな違いがないように見える。投資教育の効果が薄いと考えられるのか、DC 加入者以外もリテラシーを一定程度保持していると考えられるか、実際のところはわからないが、大きな影響はなかったと言えよう。次に DC 制度で多く利用されているバランス型ファンドではどのような影響があったか確認する。

(2) 三菱UFJ DC 年金バランス（株式 65）の場合

長期・積立・分散投資を 1 本のファンドで実施可能なバランス型ファンド（株式 65%）（確定拠出年金専用ファンド）の動向について観察してみる。急落時に売りの増加は見られるが、その規模は小さく、かつ一過性に見える。解約率は 0.33% と前述の 3 ファンドに比べ半分程度と低い。その理由としては、バランス型はそもそもリスクが抑制されており、相場変動の影響が小さいことが一つの要因であ

ろう。なお、図表6に掲載したファンドは株式割合が65%とリスクが高めのファンドであり、バランス型でも株式割合が15%、40%のファンドではさらに低い解約率(0.10%、0.15%)となっている。こうしてみると、リスクに心穏やかでいられない(リスク許容度が相対的に低い)投資家にとって、バランス型ファンドの利用はその機能を果たしたと言えよう。

〔図表6〕三菱UFJ DC年金バランス(株式65) 設定・解約状況 (単位:億円)

日付	総資産額	設定	解約	資金純増	解約率 解約/総資産	S&P500 騰落率 (円ベース)	日経平均 騰落率
07/30	404.33	3.90	0.19	3.71	0.05%	-0.95%	0.15%
07/31	405.04	1.03	0.20	0.83	0.05%	-0.20%	1.49%
08/01	399.15	0.36	0.06	0.30	0.01%	-1.80%	-2.49%
08/02	388.57	0.20	0.37	-0.17	0.09%	-3.84%	-5.81%
08/05	366.76	0.16	0.22	-0.06	0.06%	-4.75%	-12.40%
08/06	374.28	0.15	0.23	-0.08	0.06%	1.86%	10.23%
08/07	379.23	0.19	0.80	-0.61	0.21%	0.46%	1.19%
08/08	375.71	0.35	1.24	-0.89	0.33%	2.35%	-0.74%
08/09	380.23	0.23	0.25	-0.02	0.07%	0.03%	0.56%

出所:三菱UFJアセットマネジメント(株)提供データより筆者作成

(3) 三菱UFJ ターゲットイヤーファンド2050の場合

最後におそらく若い世代が主な購入者と考えられる三菱UFJ ターゲットイヤーファンド2050について確認してみる。ターゲットイヤーファンドはファンド名に示されている年を積立投資のターゲットとして、ポートフォリオのリスクを徐々に引き下げていく機能を持ったバランス型ファンドである。当2050ファンドは約25年先がターゲットであることから比較的若い世代が購入していると考えられ、かつ個々の残高の積み上がりは相対的に小さいと考えられる。このファンドの8月7日、8日の解約率については、若干上振れの傾向はあるものの、絶対値として低位となっている。購入層が積み立て段階初期ということで、そもそも売却という発想が小さかったのではないかと思料する。

〔図表7〕三菱UFJ ターゲットイヤーファンド2050 設定・解約状況 (単位:億円)

日付	総資産額	設定	解約	資金純増	解約率 解約/総資産	S&P500 騰落率 (円ベース)	日経平均 騰落率
07/30	98.60	1.12	0.02	1.10	0.02%	-0.95%	0.15%
07/31	98.73	0.05	0.01	0.04	0.01%	-0.20%	1.49%
08/01	97.32	0.00	0.08	-0.08	0.08%	-1.80%	-2.49%
08/02	94.92	0.05	0.06	-0.01	0.06%	-3.84%	-5.81%
08/05	90.26	0.02	0.02	0.00	0.02%	-4.75%	-12.40%
08/06	92.31	0.02	0.02	0.00	0.02%	1.86%	10.23%
08/07	93.41	0.01	0.04	-0.03	0.04%	0.46%	1.19%
08/08	92.94	0.05	0.07	-0.02	0.07%	2.35%	-0.74%
08/09	93.80	0.05	0.02	0.03	0.02%	0.03%	0.56%

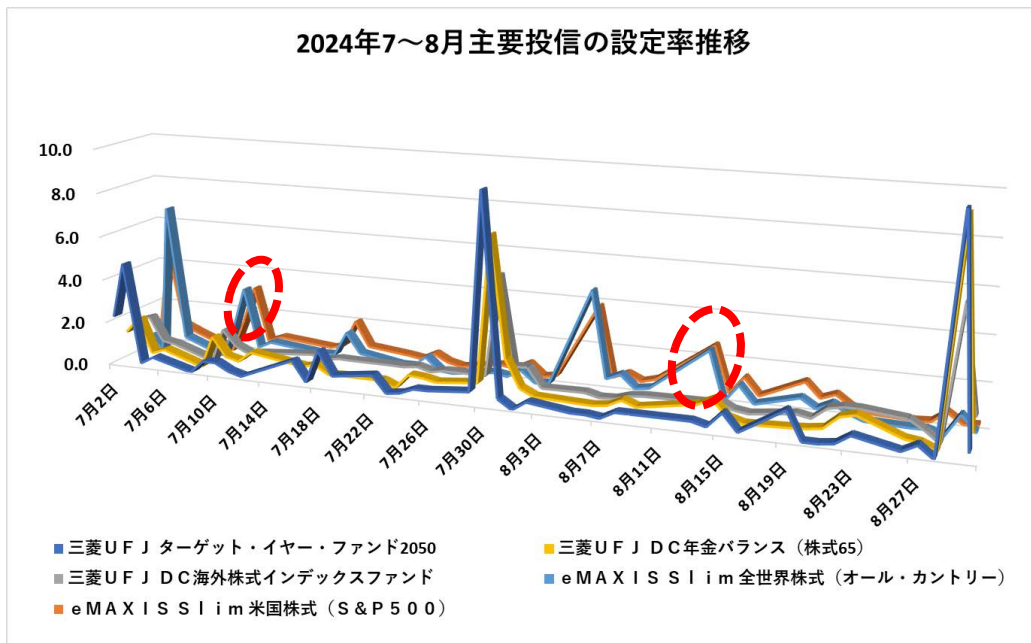
出所:三菱UFJアセットマネジメント(株)提供データより筆者作成

5. 設定サイドで動きはあるか

ここまで、相場の急変動による解約への影響を見てきたが、個人投資家が下げ局面で積極的な買いを入れているという報道もある。では、長期積立投資家も同様な傾向が見られるだろうか。各投資信託の調査期間（7/2～8/30）の一日当たりの平均設定額に対する当該日の設定額の比をグラフ化すると特徴的なピークが幾つか見られる。何が要因か断定はできないものの、DC制度を対象とした3つのファンドについては、掛金拠出日が月1回固定されているため、その集中日直後にピークをつけることになる。実態としては月末、月初に設定のピークがあるため、その状況がグラフに鮮明にでている（図表8の手前3本のグラフ）。それ以外の日には目立った高い設定率は観察されない。DCの場合、通常、タイミングを図って投資をするための待機資金を持つようなことは稀と考えられ、ありうるのは一旦売却してその資金で買い入れる行動であるが、そういった動きも大きくないようだ。

一方で、DC以外のファンドでは、冒頭指摘したとおり、積立投資における積立日の影響を受けており、後方2つのグラフからわかるように、月初3営業日目にピークがある。この他には赤点線でマークした8/13あたりのピークが株価の下落に立ち向かった買いのようにも見えるが7/10にも同様のピークがあり定かではない。積立投資の場合は毎月の設定額をあらかじめ決めており、それ以外に買い余力がある長期積立投資家が多数とは考えにくいこともあり、設定サイドにおいて急落の影響は軽微であったと考えられる。

〔図表8〕2024年7～8月 主要投信の設定率推移



出所：三菱UFJアセットマネジメント（株）提供データより筆者作成

6. おわりに

資産形成においては長期・積立・分散投資の原則を愚直に守ることが重要であり、投資の世界ではプロでもタイミングを計って利益をあげることは難しい。そういった投資教育が行き渡った成果かどうかはわからないが、長期積立投資家がメインと考えられるファンドでは、株式相場の急落で狼狽売りのようなことは顕著には認められなかった。一方で相場下落時に積極的に買い向かうということも

なかった。下落時の買いは成功すれば大きな収益につながることになるだろう。ただそういった投資はあくまで積立投資とは別の余裕資金で行われるべきであり、買い向かった後にさらに相場が下落しても生活に支障がないことが前提である。今回の急落はすぐさま反発があったため、狼狽売りが少なかった可能性はある。今後もこのような相場の急な動きはあるだろうし、すぐに反発せず長期にわたって下落局面が続くこともありうる。そういった相場のなかでも、マーケットの長期的な成長を信じ長期積立投資を継続できるリテラシーを持つことが大切である。

なお、本稿における意見にかかわる部分および有り得るべき誤りは、筆者個人に帰属するものであり、所属する組織のものではないことを申し添える。

MUFG資産形成研究所について

わが国では人口減少や高齢化の進展、低金利の継続等、さまざまな環境変化が起こっています。これらの環境変化に伴い、国民の自助努力による資産形成がますます求められる時代となりました。

このような状況下、当研究所は資産形成のための手段としての投資を身近でなじみやすいものにし、長寿化に伴う資金枯渇を防ぐためにはどうすれば良いのか等、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所：www.tr.mufg.jp/shisan-ken/



MUFG資産形成研究所

現役時代から退職後の時代までを対象に、資産形成・資産運用に関する調査・研究、レポート作成など、実践的かつ効果的な情報提供を中立的な立場で行うことを目的に活動しております。

MUFG資産形成研究所

〒100-8212

東京都千代田区丸の内 1-4-5

www.tr.mufg.jp/shisan-ken/

MUFG資産形成研究所は、三菱UFJ信託銀行が資産形成・資産運用に関する調査・研究等の活動を対外的に行う際の呼称です。