

投信100兆円時代の課題

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

公募投資信託の純資産総額が100兆円を超えた。米国の16兆3,034億ドル（5月末、約2,000兆円）の足元にも及ばないが、最近の伸びは大きく、「貯蓄から投資へ」の資金移動がいよいよ始まった感もある。折しも日経平均株価は2万円を超え、日本のデフレ脱却への期待が高まっている。投信が国民の資産形成の受け皿として大きな役割を果たすには、何が必要か、課題を探ってみた。

投資信託協会によると、公募投信の純資産総額は株式投信と公社債投信を合わせて6月末現在で100兆8,628億円と5月の102兆4,574億円に続いて100兆円台を維持した。販売額から解約・償還額を差し引いた「ネットの資金流入」は2013年7月から24カ月連続で流入超となった。最近では2009年4月から2011年2月にかけて23カ月連続で流入超になったこともあるが、「今回はかつてな

いほどに手応えを感じる」（大手運用会社幹部）との声が出る。

一部は日本銀行が金融政策の一環として、上場投資信託（ETF）を大量に購入することで押し上げられているが、2014年から始まった少額投資非課税制度（NISA）も、多くの人の目が投信に向かう一因だ。金融庁の集計では2014年1月から15年3月までにNISAを通じて証券市場に入ってきた資金4兆4,109億円のうち、66%に当たる2兆9,154億円が投信（ETFとREITを除く）の購入に振り向けられたという。

これは2014年1月～15年3月の公募投信の総販売額122兆8,913億円の2.4%に相当する。ただ、NISAで購入した投信は解約が少ないことを踏まえると、ネットの資金流入と比べるほうが、より実態に近いNISAの影響度を測れるだろう。公募投信全体のネットの資金流入は15カ月間で10兆9,587億円だったので、NISAの貢献度は26.6%にもなる。

売れ筋に新しい変化も見える。従来、主流だった毎月分配型投信が後景に退き、代わって日本株投信やバランス型投信が前面に出てくる兆しが見える。例えば、2015年4月には野村アセットマネジメントが運用する「日本企業価値向上ファンド」が2,000億円近い資金を集め、販売打ち止めになった。新光投信が4月7日に設定した「新光シラー・ケープ日本株式戦略ファンド」も運用開始時の純資産が631億円に達した。5月18日に野村アセットマネジメントが設定した「野村日本企業価値向上オープン」も運用開始時に円投資型と米ドル投資型を合わせて678億円の資金を集めた。

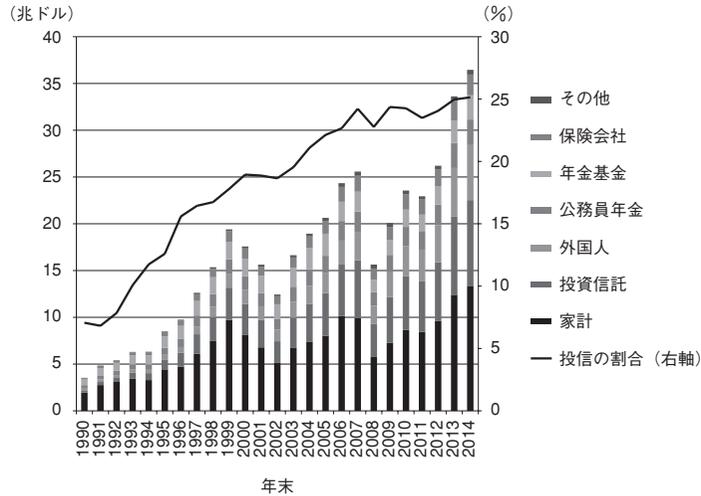
これらの投信の人気は顧客が再び日本株に関心を向け始めたことを浮き彫りにしている。この結果、投信が保有する国内株も5月末現在で21兆3,638億円と、統計がある2005年6月以降で初めて20兆円を上回った（6月末では21兆4,359億円）。2012年末には8兆8,589億円にすぎなかったのに、アベノミクス下で2.4倍にも膨らんだ計算だ。

バランス型投信では国内外の複数資産に分散投資をするラップ型投信の人気が高まっている。三井住友トラスト・アセットマネジメントが運用するコア投資戦略ファンド（コアラップ）の成長型が7月16日現在で2,465億円の純資産に育ったのをはじめ、三菱UFJ国際投信が2014年11月に運用を始めたスマート・クオリティ・オープン（スマラップ）の安定型が913億円、野村アセットマネジメントののむラップ・ファンド（普通型）が296億円という具合。

大手証券などが富裕層向けに売り込んでいるラップ口座と同様の運用成果を、誰でも1万円前後から購入できる投信の形で実現しようというのが、ラップ型投信の基本的な発想だ。購入者は自らのリスク許容度に応じて安定型、安定成長型、成長型などから選ぶことができる。投信を販売する金融機関も定期預金などからの乗り換えに最適な商品と見ているためであろう。「最近是全国の金融機関から、投信の販売担当者向けにセミナーを開いてほしいとの要望が相次いでいる」（大手運用会社）という。

投信の純資産総額はこれからどこまで伸びるのか。運用会社の幹部は「100兆円は単なる通過点。日本人は動き出せば早いから、そう遠くない将来に200兆円、300兆円になりますよ」と話していた。実は米国でもミューチュアルファンドの純資産総額が1兆ドルを上回ったのは1990年のことだった。それから2000年までの10年間で6.5倍に増え、さらに

(図表1) 米国の株式保有構造



米FRB「米国金融勘定」をもとに作成

2015年までの15年間で2.3倍に増えたのだ。

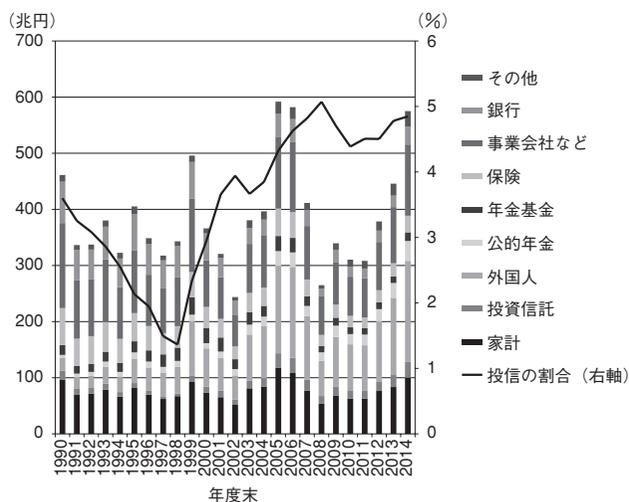
ただ、日米の投信市場には残高の違いのほかにも、大きな違いがある。

第1に国内株との結びつきが日本は米国に比べて薄い。米国では5月末現在で7,463本あるミューチュアルファンド（マネーマーケットファンドを除く）のうち、3,259本は米国株ファンドである。純資産総額でいえば13兆7,007億ドルのうち、47%に当たる6兆4,600億ドルは米国株ファンドとなっている。次いで債券ファンドが3兆5,438億ドル、外国株ファンドが2兆2,962億ドル、ハイブリッド（複合）ファンドが1兆4,007億ドルという具合。

これに対し、日本では5,499本（6月末現在）ある株式投信のうち国内株投信は956本だけだ。純資産総額（公社債投信を除く）では83兆1,244億円のうち、国内株投信は28%に当たる23兆4,909億円にすぎない。次いで外国債投信が17兆3,790億円、外国株投信が7兆7,440億円、資産複合投信が7兆8,276億円となっている。「日本株投信など新たに作っても顧客が興味を示さない」（大手証券）とあきらめていた時代が長かったためで、ごく最近まで株価が上昇して投信の基準価格が買値に近づく、解約する投資家が多かったという。

この結果、株式市場の時価総額と比較をしても、日本の投信の存在感の薄さが浮き彫りになる。日米の資金循環統計をもとに試算すると、米国では2014年末現在、株式の時価総額のうち25.1%を投信が保有している（図表1）。日本はリーマン・ショック後に一時、5%を超えたこともあったが、その後は伸び悩み、2014年度末現在で4.8%となっている（図表2）。

(図表 2) 日本の株式保有構造



日銀「資金循環統計」をもとに作成

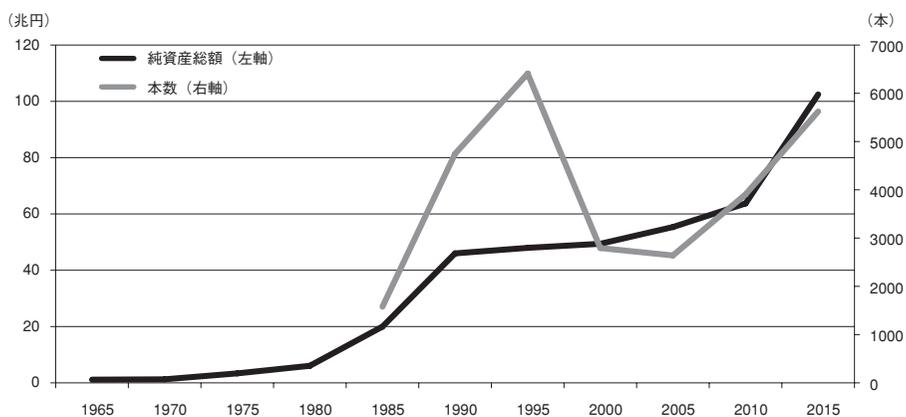
実は米国でも1990年当時を振り返ると、投信が保有する株式は2,494億ドルにすぎず、株式市場の時価総額に対する割合も7.1%にとどまっていた。それがリーマン・ショック前の2007年末には投信の保有株式が6兆1,958億ドルと、1990年末の25倍近くになり、株式市場の時価総額に対する割合も24.2%に高まった。家計の資産形成の手段として、急速に役割を高めたのである。

第2に、日本の投信は手数料が高い。投信評価会社の米モーニングスターが2年に1回まとめている「グローバル・ファンド・インベスター・エクスペリエンス・レポート」の2013年版によると、対象24カ国・地域のなかで、日本の投信市場の総合ランキングは21番目。特に手数料とコストの高さでは23番目になっていて、改善の余地が大きいことがうかがえる。

手数料やコストが高いのは、市場全体が効率的ではないからであろう。純資産総額（6月末で100兆8,628億円）を投信の本数（5,660本）で割ると、178億円になる（図表3）が、米国では純資産総額（16兆3,034億ドル）を本数（7,984本）で割ると20億4,200万ドルになる（図表4）。円換算をすると日本の14倍だ。

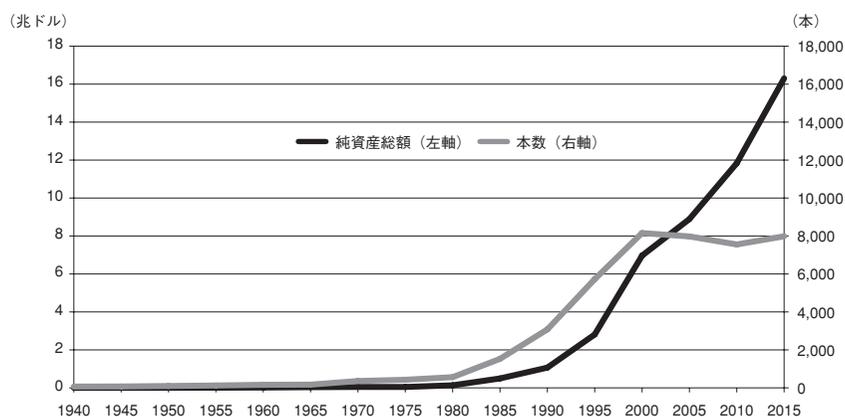
投信の規模が小さいと、ファンドごとに投資家向けの資料を作成する費用や公認会計士による監査費用がかかるために、コスト高要因になる。分散投資が十分にできないなど運用上の問題を抱えることもある。2006年の投信法改正によって、複数のファンドを併合す

(図表 3) 日本の投資信託の純資産総額と本数



投資信託協会調べ、2015年は5月末

(図表 4) 米国のミューチュアルファンドの純資産総額と本数



米投信協会調べ、2015年は5月末

ることも可能になった。米国では商品のラインアップを整理するために、しばしば実施されるが、日本では実務的な障害がいろいろとあって進んでいない。

手数料の違いは運用会社の規模の差も反映している。タワーズ・ワトソンの調査によると、2013年末現在で世界最大の資産運用会社米ブラックロックは4兆324億ドルの資産を運用し、米バンガード・グループの2兆7,529億ドル、独アリアンツ・グループの2兆3,925億ドル、米ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの2兆3,447億ドル、米フィデリティ・インベストメンツの2兆1,598億ドルがこれに続く。

ブラックロックはアイシェアーズブランドのETFで知られ、ETFでは全世界の約4割のシェアを持つ最大手。世界30カ国に拠点をもち、1万2,000人が働くという。バンガード・グループは1976年に初めて個人投資家向け指数連動型投信を販売したのを皮切りに、インデックス運用のファンドを世界で282本運用し、全世界で1万4,000人のスタッフを抱える巨大会社だ。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズもSPDRブランドのETFを各国で販売するなど、世界中で幅広い業務を繰り広げている。フィデリティは1946年に米ボストンに生まれた独立系資産運用会社で、約7,000人のスタッフを擁し、世界25カ国でビジネスを展開している。

日本勢は三菱UFJフィナンシャル・グループが6,350億ドルで31位に、三井住友信託銀行が6,097億ドルで33位に、日本生命保険が6,004億ドルで35位に顔を出す。米国勢などに比べるとひと回り小さい。もっぱら投信の運用に取り組んでいる会社では、野村アセットマネジメントが3,014億ドルで57位に、日興アセットマネジメントが1,610億ドルで104位に出てくる程度だ。規模の小さい運用会社が小さなファンドを大量に設定しているようでは、コストや手数料が下がらない。

第3に、日本では販売会社に手数料が落ちないETFが伸びない。ETFは6月末現在で132本あり、純資産総額は14兆5,040億円となっている。日銀が金融政策の一環としてETFの買入れをしているため、この1年で純資産総額が63%増えるなど多少の変化は見える。それでも米国では5月末現在で1,465本、総額2兆1,173億ドルのETFが取引されており、遠く及ばない。

ETFに代わって日本では毎月分配型投信など、販売会社に多くの手数料が落ちる投信が伸びた。投資信託協会によると、毎月分配型投信の純資産総額は6月末現在で41兆7,442億円に達し、投信全体の4割強を占めている。資産形成に向いていないことなど商品特性をよく理解して購入してもらう分には、特段の不都合はないのだが、無理な分配金競争に走りがちなことや、購入者が運用利回りを誤解することが問題だった。

多くの分配金をひねり出すために、毎月分配型投信では通貨選択型の商品に仕立てることも多い。株式や高利回り債など投資対象資産による収益だけでなく、顧客が選択した通貨と投資対象資産の通貨との金利差相当分の収益や、選択した通貨と円との間の為替変動による収益を狙う仕組みの商品だ。「商品内容が複雑で理解しにくい」との批判をよそに販売され続け、2015年7月17日現在で、純資産が100億円以上の商品だけで116本、7兆5,858億円の残高がある。

カバードコールと呼ぶ運用戦略を活用した毎月分配型投信も増えている。株式や通貨など投資対象資産を保有しながら、同時にその資産のコールオプションを売却することで、投資対象資産の一定水準以上の値上がり益をあきらめる代わりに、オプション料を確保する仕組みだ。通貨選択型投信にカバードコール戦略を組み合わせることも多い。

毎月分配型投信がよく売れるのは、もっぱら年金生活者のニーズをとらえてきたからで、もっと投信が幅の広い年齢層に売れるようになれば、資産形成層に向けた商品などもバランス良く売れていくはずだ。実際、NISAでは3月末時点の口座開設者の27.3%を50歳未満の顧客が占めている。昨年末現在ではこの割合が26.3%だったので、じわじわと若年層の割合が増えている。

米国では資産運用ビジネスが1つの産業として成り立っていて、運用会社の論理で商品戦略が練られる。これに対し、日本では運用会社といっても系列証券や銀行など販売会社の1部門に過ぎないところが多く、商品開発なども販売会社側の都合を優先せざるをえない時代が長く続いた。ETFが育たないだけでなく、手数料が高く、小ぶりの投信が次々に生まれる要因でもあった。

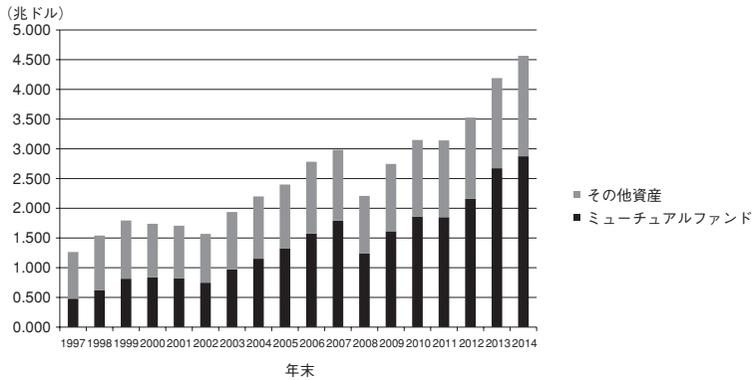
第4に、米国では証券会社の営業スタイルとして、預かり資産残高に応じてフィーを徴収する資産管理型が定着している。これに対し、日本ではラップ口座が一部で始まったばかりだ。

NRIアメリカの吉永高士・金融研究室長によると、米国では対面販売の大手総合証券会社（モルガン・スタンレー、メリルリンチ、UBS）の個人部門の預かり資産残高のうち、約3分の1が残高に応じて報酬を受け取る「マネジドアカウント資産（フィー型契約資産）」になっているという。具体的には2014年で個人部門（ウエルスマネジメント部門）の預かり資産は3社合計で約5兆1,000億ドルにのぼり、このうち約1兆7,000億ドルがフィー型契約資産だそうだ。

しかも、フィー型契約資産から得られる収益は個人部門の純営業収益の約7割を占めるまでになっている。情報技術（IT）株バブルの崩壊後、各社とも営業員の削減と顧客の絞り込みを進めてきたが、この結果、重点顧客重視の営業展開によって、営業員1人当たりと顧客1人当たりの収益が拡大してきた。大手証券3社の個人部門の営業員1人当たりの預かり資産は1億ドルを超え、1人当たりの純営業収益も150万ドル前後に達したという。

最初は試行錯誤だった営業スタイルも確立された。例えばメリルリンチでは12-4-2ルールと呼び、上位10~20%の顧客には年間12回電話などで連絡を取り、4回はランチをともにしたり、特別セミナーに招待したり、2回は時間をかけて運用成果のレビューをす

(図表5) 米国の確定拠出年金(401k)による投信の保有額



米投信協会調べ

ることによって、信頼関係を醸成し、取引関係の深化に結びつけている。これに次ぐ準上位客には上位客に準じた接触をしていく。合わせて上位30~40%の顧客で営業収益の80%を確保する戦略だという。

合計の預かり資産残高は情報技術(IT)株バブルの崩壊やリーマン・ショックなどによって一時的に減少したが、預かり資産に占めるフィー型契約資産の割合は何かショックがあるたびに増えた。「市場の混乱のたびに、個人投資家は自分で投資判断をすることに限界を感じ、フィー型の契約を増やしているようだ」と吉永氏は語る。

日本でも最近ではラップ口座やラップ型投信が人気になっている。日本投資顧問業協会によると、ラップ口座の契約数は3月末現在で30万強、契約金額は3兆8,900億円に達した。いずれも1年前の約3倍だ。ただ、大手証券のリテール部門の預かり資産が総額数十兆円に達していることを踏まえると、米国のような状態になるにはかなりの年数を要しそうだ。

第5に、米国では投信と退職貯蓄との結びつきが強い。1990年代に米国で投信の残高が増えた原動力の1つが401kなどの確定拠出年金制度だった。企業年金の一種である401kは、公的年金制度の不足分を補うことを目的に1981年に導入された。米投信協会(ICI)によると、2014年末の残高は4兆5,650億ドルに達している。このうち投信に投じられている資金は2兆8,680億ドルだ(図表5)。

403b、TSP、457など401k以外の制度も含めると、米国の確定拠出年金の残高は6兆7,650億ドルになる。このうち投信で運用されているのは3兆7,230億ドル。投信を種類別に分けると、米国株投信が47%に当たる1兆7,630億ドル、外国株投信が13%に当たる5,000億ドル、ハイブリッド投信が23%に当たる8,730億ドル、債券投信が12%に当たる

4,440億ドル、マネーマーケットファンドが4%に当たる1,430億ドルとなっている。

401kは2006年に年金保護法が成立し、一段と進化を遂げた。この法律によって確定拠出年金は従業員が加入を拒否しない限り、自動的に加入することが義務付けられた。確定拠出年金の日米の大きな違いは、日本はまず会社が拠出し、従業員がマッチング拠出をするが、米国ではまず従業員が拠出し、会社が上乗せ拠出をすることになっている。したがって、年金保護法施行前は、従業員が加入の意思を示さないと給与天引きが始まらなかったのである。

この自動加入方式に加えて、従業員が別途設定しない限り、拠出額が一定比率（最高10%）まで自動的に引き上げられることになった。初年度は給料の3%、2年目は4%、3年目は5%、4年目は6%という具合に、会社が拠出率を設定し、給与から自動的に天引きしていく仕組みだ。

運用商品についても、従業員が別途指定しない限り、会社指定のデフォルト・ファンドを自動的に買い付けなければいけないことになった。しかも、デフォルト・ファンドは預金やMMFなど現金同等物を指定できない決まり。リスクがあってもリターンを狙える投信を会社が指定する必要がある。これが可能になったのは、2006年年金保護法で一定の要件を満たす投信を会社がデフォルトに指定した場合は、仮に運用損が出ても、会社は従業員からの訴訟を受けなくて済むようになったためだ。

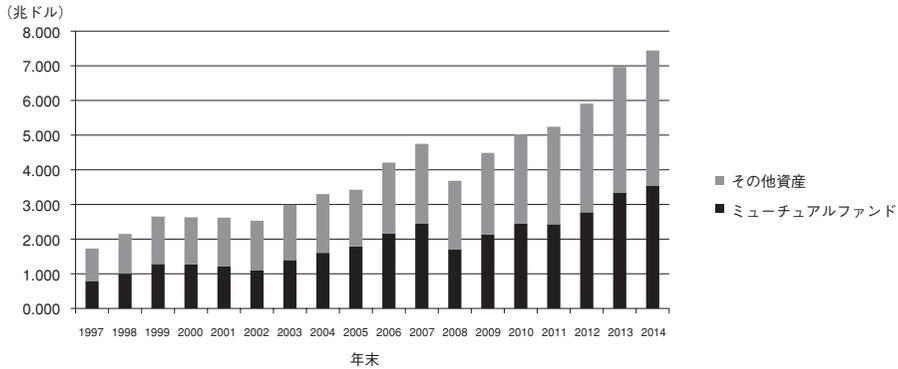
具体的にはライフサイクルファンドやライフスタイルファンドがデフォルト・ファンドになることが多い。ライフサイクルファンドは人生のステージに応じてリスク資産の割合を徐々に減らしていく投信で、ターゲット・デット・ファンドとも呼ばれる。ライフスタイルファンドはさまざまな資産に分散投資をするバランス型投信を指している。

これに対し、日本では確定拠出年金制度の加入者が500万人を超え、勤労者の老後を支える大きな柱になってきたが、確定拠出年金専用投信約400本の純資産総額は2014年末にやっと3兆4,000億円になったばかりだ。運用先としてデフォルト商品を用意する企業もあるが、大半は元本確保型の商品だ。しかし、それでは元本が膨らまない。

退職貯蓄との結びつきで言えば、もう1つ、米国では個人退職勘定（IRA）が資産形成手段として幅広く活用されているが、日本には同様の制度が未整備だ。残高は2014年末で7兆4,430億ドルにのぼり、このうち半分近い3兆5,460億ドルが投信で運用されている（図表6）。投信の内訳は米国株投信が42%に当たる1兆4,840億ドル、外国株投信が13%に当たる4,650億ドル、ハイブリッド投信が22%に当たる7,830億ドル、債券投信が17%に当たる5,930億ドル、マネーマーケットファンドが6%に当たる2,210億ドルとなっている。

ハイブリッド投信は株式や債券などに分散して投資する商品を指し、ライフサイクルフ

(図表6) 米国の個人退職勘定 (IRA) による投信の保有額



米投信協会調べ

ファンドやライフスタイルファンドもここに分類される。

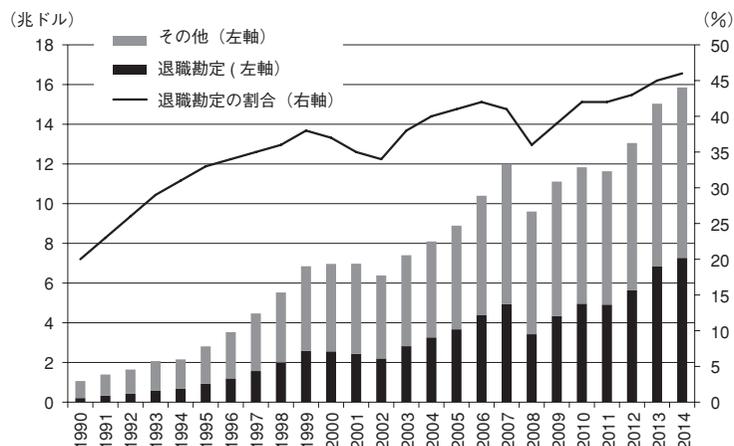
「生涯に7回仕事を替わる」といわれるほど転職社会の米国では、勤務先が替わるたびに、それまで401kで積み立ててきた資金を簡単にIRAに移す仕組みができています。「ロールオーバーIRA」と呼ばれ、個人のIRA口座には転職のたびに401kからお金が移され、最終的に引退する時点ではそれなりの残高になるのだそう。

米国の投信全体に占める退職資金の割合は年々高まっている。2014年末にはミューチュアルファンドの純資産総額15兆8,520億ドルのうち、退職勘定(401kやIRAなど)で運用されているのは46%に当たる7兆2,690億ドルだった。1990年には純資産総額1兆650億ドルのうち、退職勘定で運用されているのは20%に当たる2,090億ドルに過ぎなかった。24年間でミューチュアルファンドの純資産総額は15倍になったのだが、なかでも退職勘定での運用分は35倍の急成長を遂げたことになる(図表7)。

以上のように、日米の投信市場には広がりや奥行きで多くの違いがある。日本の投信はようやく国民の資産形成の対象になるように変わり始めたところだ。米国の投信は退職勘定と結びつくことで急速に伸びた。しかも運用資産の半分弱が米国株に投資されているため、401kの普及、投信の成長、株式市場の発展がお互いに絡み合って同時に達成された。この点、日本ではまだ全体の歯車がかみ合っていない。投信市場の将来に向けてはいろいろと課題が多い。

まず、国民の資産形成の核となるようなバランスの取れた商品の提供が重要だ。地方銀行が相次いでラップ型投信の積極的な販売に乗り出しているが、定期預金からの乗り換えの受け皿になることを考えると、妥当な戦略だと思われる。従来のバランス型投信との違いは、

(図表7) 米国のミューチュアルファンドの純資産総額と退職勘定



(注) 退職勘定は個人退職勘定 (IRA) と確定拠出年金が保有する投信の合計、米投信協会調べ

バランス型はあらかじめ資産配分比率を株式に30%、債券に70%などと決めて運用するのに対し、ラップ型投信は目標リスク水準に沿って資産配分を定期的に見直したり、相場急変が予想される局面で安全資産の比率を高めたりするなど、機動性が高いことだという。

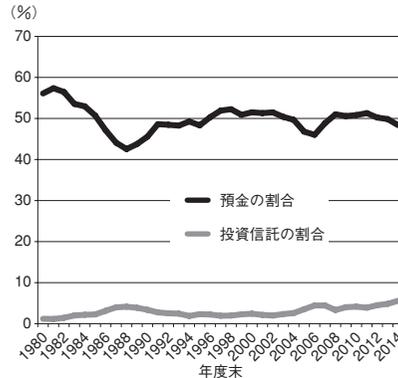
ゆうちょ銀行が三井住友信託銀行、野村ホールディングスと個人向け資産運用の共同出資会社を設立するのも、ゆうちょ銀行の顧客にラップ型投信を販売することや、ラップ口座の開設を促すことなどが目的と見られる。りそな銀行も今夏には個人向け資産運用会社を設立し、ラップ口座を売り込んだり、ラップ型やその他の投信の運用に乗り出したりする方針だ。

多くの金融機関が資産管理型の営業に取り組むことによって、投信を通じて日本株市場にも安定的に資金が流入するようになる。個人が持つ883兆円の現預金の1%が投信に移るだけでも、9兆円近いお金が動く(図表8)。その3分の1が国内株市場に流入するだけでも、市場にはそれなりのインパクトがあると思われる。優れた商品の提供が待たれる。

投信の運用コストの引き下げも大きな課題だ。似通った投信の併合はまだ実務的な課題が多く、1件も事例がないが、制度的には可能になっており、早急に実現したい。運用会社の経営統合も急がれる。一定の規模がなければ、販促活動などが非効率になり、手数料の引き下げ要請にこたえられない。

7月1日には三菱UFJ投信と国際投信投資顧問が合併し、来年春にはみずほ系資産運用会社が経営統合を予定しているが、いずれも今後のコスト競争激化をにらんでのことだろう

(図表 8) 日本の個人金融資産中の預金と投資信託



日銀「資金循環統計」をもとに作成

う。「業界の再編はこれからも進む」。運用会社の関係者は口をそろえる。

もう1つの課題は日本版IRAの実現だ。少額投資非課税制度（NISA）はいつでも引き出せる代わりに非課税期間は運用開始から最長5年間と決まっている。日本版IRAは60歳まで引き出せない代わりに運用時も引き出し時も非課税になる仕組みだ（NISAと同様に拠出時の所得控除はない）。勤労者だろうが個人事業者だろうが誰でも利用できる開かれた制度として設計されることを望みたい。

NISAは2016年には年間の投資限度額が現行よりも20万円多い120万円になり、毎月10万円ずつドルコスト平均法で特定の投信を買い続けることが可能になる。同年4月には教育資金などに充てるためのジュニアNISAが限度額80万円でスタートする。夫婦と子ども2人の世帯で年間400万円も非課税投資ができるようになるわけで、非課税枠としては十分とあっていい。

日本版401kもこれまで個人型確定拠出年金制度は自営業者や勤務先に企業独自の年金制度がない企業の社員だけしか利用できなかった。2017年から誰でも利用できるようになる見込みだ。限度額は状況に応じて年14万4,000円（公務員など）、24万円（他の企業年金がない企業型確定拠出年金加入者）、27万6,000円（第3号被保険者）、81万6,000円（自営業者）などとなっている。

IRA、NISA、401kと一連の制度が拡充されれば、投信への資金流入のパイプは一段と太くなる。もちろん制度がいくら整っても、投資教育が不十分だったり、投資リターンが期待できなかったりすれば、お金は流れてこない。この点では給与天引きの職場積立NISAと確定拠出年金制度を融合し、企業が従業員の資産形成を支援しやすくすることも、

検討課題といえよう。

アベノミクス相場が始まった2013年1月から15年6月までの間に、公募株式投信には設定から解約・償還を差し引くと、平均して毎月8,444億円の資金が流入した。運用増減を加味すると、毎月1兆2,266億円ずつ純資産総額が増えている。この流れが今後も続くと仮定すると、年に15兆円、7年間で100兆円の純資産増が見込め、2022年には純資産総額が200兆円規模に達すると予想される。

米国と同様に、東証1部の時価総額600兆円の4分の1を投信が支えるには、投信が保有する国内株があと130兆円近く増える必要があるが、考えようによっては、日本の投信にはそれだけの発展余地があるといえる。2015年3月末で883兆円と個人金融資産の51.7%を占める現預金が、投信に向けて本格的に動き出せば、株式市場へのインパクトは公的年金よりもはるかに大きく、金融界にも多大な事業機会をもたらすだろう。

