

投資信託の変化とETFの進化

～個人の投資拡大に向けて

平成30年3月3日

株式会社資本市場研究所きずな



2017年の投資信託とETFについて

金融ビッグバン以降、個人の投資拡大の為に、投資信託は行政・金融業界などから大きな期待をされ続けている。その為に、銀行や郵便局などでも利用できるように販売チャネルを拡大し、ETF(上場投信)として流動性を持たせることにも取り組み、不動産投資を上場ファンド化するJ-REIT(不動産投信)も推進している。一方、より広い個人層に投資を促す為に、投信目論見書の平易化や高齢者への販売規制、顧客本位の業務運営原則の公表による販売者のフィデューシャリー・デューティー徹底などにより、個人投資家の投資信託利用の利便性を向上させる金融行政の取り組みも目立っている。先ず、投資信託から現状を見ていきたい。

2017年の投資信託(株式投信)年間動向は、個人からの新たな資金流入が前年より3兆円以上増加して8兆1,515億円、前年3.7兆円以上のマイナスだった株式投信自体の値上がり益が6兆2,583億円で、年末残高が97兆4,325億円と最高額を更新した。その投資対象の内訳

は、株式が49%で前年より9%以上増えており、反対に公社債は14%と前年より3%強、投資証券(リート)は13%と前年より4%それぞれ減少している。これは、世界的株高が進行した為、国内外の株式比率が高まったからだ。またこの資産の内、直接海外に投資されたのは30兆円となっている。全体の3割強の割合は少ないような気もするが、その他にファンドオヴファンズの形式で投資信託受益証券に投資されており、その投資対象となっているのは海外資産に投資するファンドが多い。

なお、個人の株式投資の待機資金と言われているMRFは、昨年末の残高が12兆9,943億円とこれも最高額を更新している。日本市場も年間で2割以上の株価が上昇したが、この結果、去年は個人が5.7兆円以上株式を売り越していることを反映している。(以上の数値は、投信協会の統計数値より)

また、1,100万口座以上の利用者数となったNISAにおける投資信託への投資は、7兆1,272億円(昨年9月末の状況、金融庁昨年12月公表)と運用資産全体の

6割を占めており中心の商品となっている。長期の継続積立投資となる確定拠出年金制度での投資信託利用は、運用資産の46%の4兆8,536億円(企業型昨年3月末の状況、企業年金連合会公表)となっている。

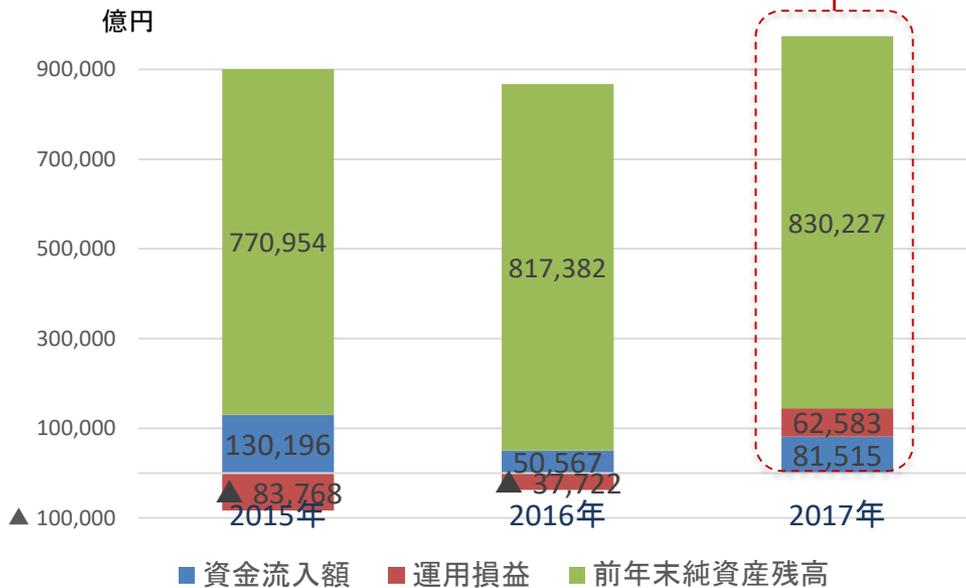
上場投信としてのETFは、上場数を220本(内国ETF183、外国ETF40)まで増加しているが、2017年の売買金額は全体で75兆6,352億円で前年(117兆9,561億円)に比べて3割以上減少させている。売買シェアの主要投資家層別の内訳をみると海外投資家層は61%で前年より7%近く増えており、反対に個人は33%と前年より7%弱減らしている。なお、日本取引所グループは投資家の負担するコストが低いETFの個人保有者数拡大を事業戦略に取り入れているが、ETFの個人保有者数は昨年7月末で約73万人で前年に比べ10万人減少している。また個人保有が占める割合は、14%と前年より3%低下している。ETFの新規上場は昨年26ファンドあったが、前半は中小型株や高配当株・新興国株、年後半はリートや国内外の国債の指数に連動するものが目立っており、市場における投資テーマがどの分野にあるか見定めるもの

として役立っている。

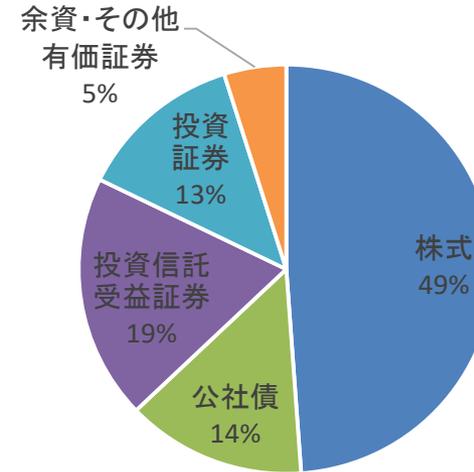
不動産投信としてのJ-REITについては、2017年の売買金額は全体で20兆5,777億円となり2割減少しており、個人の売買シェアは15%弱で1,885億円を売り越している。

投資信託の概況

株式投信年末残高



投資資産の内訳



MRF年末純資産残高



ETFの上場数220
2017年売買代金75兆円

J-REITの上場数61
2017年売買代金20兆円



個人の投資動向と投資信託

個人が2017年にどのような投資を行ったについて、投資信託の動向から見直したい。

まず、資金を集めている公募の株式投信について、新光 US-REITオープンやフィデリティ・USリートBなど国際リート型が純資産額上位5位までのうち4ファンド占めている。第2位はフィデリティ・USハイ・イールドで米国のハイイールド債に投資するものだ。その他、上位には海外高配当株式に投資するファンド、インドの株式に投資するファンドなどがあるが、特色あるものとしてレオス・キャピタルワークスが運用する日本の小型成長株に投資するひふみプラスや日興アセットが運用する世界中のロボティクス関連企業に投資するグローバル・ロボティクス株式ファンドが5000億円以上の資金を運用している。なお、この2つのファンドは、今年の資金流入額上位2ファンドとなっている。

なお、個人資産形成の視点から毎月分配型への販売意欲は証券会社や金融機関などで薄らいでいるが、公募

の株式投信では毎月分配型ファンドから1兆円以上の資金が流出した反面、年1回若しくは2回の配当を行うファンドでは3兆円以上の資金が流入しているのが昨年の特徴となっている。

投資信託を通じた海外投資動向については、下図に昨年末の株式投信海外資産残高を示した。これも、世界的な株高の影響を受けており、株式は先進国では3~4割、新興国では9割近く資産残高を1年間で増やしているが、債券は欧州を除くと全体で1割近く減らしている。なお、欧州の景気回復が進んだりユーロ高の影響もあって、欧州への投資残高は株式・債券・リートとも大きく増加している。

現在、純資産額の大きな投信としては通常の株式投信とは別にTOPIXや日経指数に連動するETFがあるが最大のもはTOPIX連動型で純資産規模は7兆円を超えている。ETFの売買内容に関してみると、この代表的な市場指数やレバレッジの掛かったブル・ベア指数のETFに極端に偏っている。例えば、昨年12月のETF売買金額は約3.6兆円だが、その内の65%をNEXT FUNDS 日経平均

レバレッジ・インデックス連動型(1570)1銘柄で占めており、上位5位までのシェアは84%となっている。この少数のETFに取引が集中する傾向が対象銘柄は、ほぼ変わらない。なお、月間売買代金が100万円未満となる銘柄は昨年12月では17銘柄あり、これらの値付率も当然悪く50%未満のものが多く、これらのETFは業種別やコモディティ商品の一部の商状となっている。

なお、本年から始まったつみたてNISAの対象ファンドは、公募の株式投信が140本、ETFが3本となっているが、投資方法の大分類ごとに信託報酬の上限が決まっていて、その信託報酬引下げの為に新たに組成したり、既存のファンドの一部を引き下げたり、確定拠出年金用を転用したものが7割を占めている。

また、ファンドラップなどを投資一任契約で運用するラップ業務について、日本投資顧問業協会の統計資料によると、2017年9月末で契約数が62万件、運用資産が7兆3,180億円となっており2016年3月末に比べると契約数で30%、運用資産で26%増加している。

個人から見て少し異質の投信としては不動産投信のJ-REITがあるが、個人は常に売り越している。この理由は、J-REITのIPOや公募増資での証券会社が個人に半数以上を販売することが常態化しているためだ。2017年は5,511億円がJ-REITの新規出資口として資金調達されたが、過去5年間では4.2兆円の出資口が募集されており、個人によるJ-REITの潜在的売り圧力となっている。個人の投資資産のポートフォリオとしては、ある適度の運用利回りが期待できるリート投資が必要だろうが、この出資口の募集のルートが引受証券会社に限られているので、その他の証券会社では販売意欲が低いのかも知れない。最も個人のリート投資に対する意欲が低い訳ではなく、内外リートを組み込んだ投資信託は個人に多く販売されており、純資産金額や資金流入で上位に位置付けるファンドも多い。

(※文中でREITとリートを使いあけているが、REITは東証に上場されているもの、リートが内外のリート全体を指す。)

株式投信の海外資産残高(2017年末)

● は増加、● は減少

単位: 億円カッコ内は前年末比

	株式	債券	その他 (REITや預金等)	純資産総額
米国	53,186(+40%)	42,565(-9%)	81,480(-12%)	177,231(0%)
オーストラリア	6,671(+51%)	17,334(-12%)	3,415(-27%)	27,420(-5%)
ブラジル	1,299(+22%)	4,138(-9%)	927(+29%)	6,364(+1%)
ユーロ諸国	6,129(+36%)	14,720(+7%)	5,148(+22%)	25,997(+15%)
カナダ	1,354(+8%)	4,815(-19%)	696(-3%)	6,865(-5%)
イギリス	3,079(+31%)	3,762(-24%)	2,098(-2%)	8,939(-5%)
香港	3,743(+60%)	13(-28%)	673(+11%)	4,429(+50%)
その他新興国等	19,297(+89%)	12,283(-1%)	11,511(+20%)	43,091(+33%)

※投信協会統計資料より

変化・進化の要因について

過去10年来の投資信託の変化は、金融行政に影響されている部分が多い。金融機関等による投資信託の窓販解禁(1998年12月)から20年経過するが、窓販は預金などから投資信託への資金シフトではある程度効果があった。しかし、最近の“貯蓄から投資”政策の目的が、既存の個人投資家の金融資産運用の利便性を図るだけではなく投資による個人資産形成に重点を移しており、個人投資家層の拡大を目的とした施策が取られていことから、投資信託の販売においてもより広い個人層を意識した態勢整備が求められるようになってきている。

例えば、「目論見書の平易化・簡素化」(2010年7月～)は投資信託の情報を個人により分かり易く発信する為の投資運用業界での取組みだが、最近では実質的に投資家が負担するコスト(販売手数料や信託報酬)についてより明確に説明することが販売者側にも求められており、購入後の運用状況に関しても毎月分配型などの配当原資が運用利益なのか元本の一部返済なのかも明示する必要がある。また、「トータルリターンの通知」(2014年12月～)は、

ファンド毎に投資家が支払った資金に対して、分配金・含み益・売却代金などトータルで実質的な利益が分かるように販売者が投資家に通知しなければならない。

投資信託の販売者の販売方法に対しても、金融検査などでは短期的な投資信託の乗り換えについては顧客の意思確認や社内ルールの厳格化が求められ、通貨選択型の様な複雑な投資信託に関しては販売時に顧客の理解を基準に適合性を徹底すること、高齢者への販売に関しては購入意思確認を厳格におこなうこと(2013年12月～)など業界の自主規制ルール整備が行われている。

広く個人の投資信託利用を促す為には、投資家が負担するコストも低減することも政策の目的になっており、このことはつみたてNISAの対象ファンド選定基準で信託報酬の上限を設けたことでも明らかだ。その為、投資家が負担するコストの安い投資信託としてETFに金融行政が期待するところが多い。ETF投資対象の多様化や実質的な取扱いチャンネル拡大について、金融行政側でも注力するところだ。日本取引所グループの第二次中期経営計画(2016年～2018年)においても、投資者の多様な投資ニーズを充たす

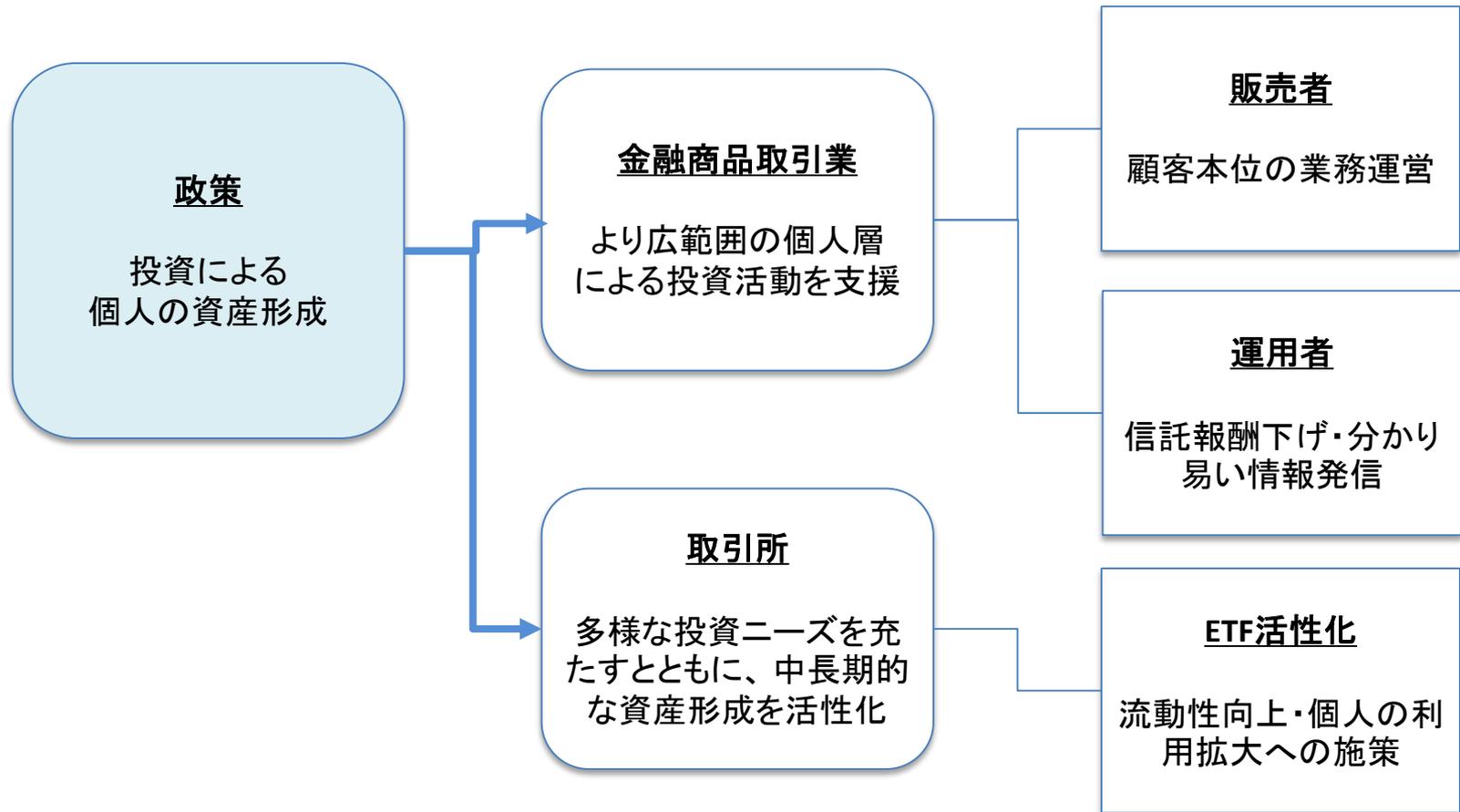
とともに中長期的な資産形成を活性化する上場商品としてETFに期待しており、KPIでは新たな指数連動ETFの1兆円増加、ETFの上場純資産5兆円増加(以上2つのKPIは2016年度に達成)の他、ETFの保有者数50万人増加及び2021年までは300万人増加をあげている。

また前章ではETFの流動性の問題について触れたが、東京証券取引所では本年7月をめどにマーケットメーカー制度を導入する。マーケットメーカーは、証券会社の自己投資部門と昨年4月から登録制となったHFT(高頻度取引)業者だが、その対象となるのは海外ETFなど流動性の低い銘柄で、立会内の8割で気配提示義務を負う。各銘柄毎の売買代金に応じて取引所が報酬を支払うが、つみたてNISA対象銘柄が報酬が高く設定される予定だ。

個人にとって、投資とは今まで余裕資金で行うものでどちらかと言えば富裕層を対象とするのが金融商品取引業の中心にあったが、これから投資を始める若年層まで個人投資家を想定した場合、金融商品の販売方法は、今までと異なる対応が必要になる。投資家の負担するコストを下げ、分かり易い情報を提供し各投資家の最大限の利益

を図る努力を行うというのが、昨年から始まった「顧客本位の業務運営の原則」だが、投資信託の販売者・運用業者は富裕層への対応とは異なる適合性の原則運用も必要になってくる。

投資信託の変化に係る環境要因



今後予想される変化、期待される変化

ETFを含む投資信託が今後どのように変化していくか考えてみたいが、様々な分野で2極化が進むのではないかと推測している。大概に分けると、既存投資家への対応と資産形成を目的にした投資家対応に2分して、それぞれが変化していくのではないかと考える。

まず投資家が負担するコストの問題だが、資産形成目的の投資家に対応する部分は、販売手数料・信託報酬とも引下げ圧力が今後もかかっているだろう。例えば、つみたてNISAの対象商品では販売・解約手数料はかからず信託報酬はインデックス型(国内資産)では年0.5%以下の基準だが、実際の採用銘柄では信託報酬の平均が年0.27%まで下がっている。なお、主要な国内株式指数に連動するETFの信託報酬は年0.1%前後のものが多い。今後、指数に連動するETFの流動性が改善されればETFの投資信託に対する代替性も強まり、一般の投資家向けのインデックス型投信の販売手数料・信託報酬とも低下圧力は強まっていく。なお、販売手数料についてはアクティブ型の投資信託は3%前後のものも多く、運用会社の意向もある

と思うが、対面販売とネット販売でも余り変わらない。しかし、投資家自らが選択するネット販売と、店頭で営業員が時間をかけて説明する対面販売では販売手数料が大きく違ってもおかしくない。今後、投資信託のネット販売は量・シェアとも大きくなっていくと予想されるが、この傾向が強まれば販売手数料全体への引下げ圧力も想定される。

一方で個人投資家も成功報酬に対するコスト負担増加には応じる傾向も強まりそうだ。元々運用益の増加に対する成功報酬体系が確立されているラップ口座での運用が件数・金額とも拡大していることもあるが、一般のアクティブ型運用投資信託についても、運用会社の信託報酬部分で年間の運用益増加に対する成功報酬部分が設定されるようなスキームがあっても良いように思う。また、販売者であっても販売時や運用時の助言に対する投資家側の評価があれば、成功報酬的がフィーを負担することが今後確立・定着していくかも知れない。金融商品取引業及びその登録金融機関にあって、個人の投資に対応する部分では、今後投資助言の機能の重要性が増すだろう。

次に世の中に大きな変化を起こすというAI(人工知能)の

活用は投資信託に関しても、投資家側・運用業者側それぞれで進みそうだ。目論見書の平易化が進み、投資信託の比較サイトや販売会社による投資信託情報が充実してきたはいるが、6千を超える投資信託から個人が自ら選択するというのは容易ではない。既にAIを活用して内外のETFで少額からポートフォリオを組むというサービスは提供されているが、AIが個人の投資スタンスを分析した上で、その時の最適投資信託を選ぶというサービスが提供されれば、ネットを利用した投資信託販売が進み、投資家が負担するコストも引下げ可能となる。また、運用会社の業務についても、AIによる投資対象の分析は進んできており、今後資産管理や投資家への報告業務などバックヤードの部分でもAI利用が進みそうだ。問題は、運用会社にとって基幹となる運用部分のAI活用がどの程度進むかだが、この部分が運用会社が投資家に対して報酬を求める中核部分となっている為、対応分かれるかもしれない。しかし、収益性・コストとも高い部分なので将来的にはAIに代替させる動きも出てくるだろうし、新規や他業種などからの参入であればオールAI活用の運用会社が可能だろう。

いずれにしても、投資信託は個人の投資活動の中心に

あり続けるだろうが、商品性や販売の在り方などが資産形成・資産運用の2つの方向に分化していくと予想する。その中で、投資信託の販売業者にあっては、顧客に選択されるのは勿論、自社資源に合わせて顧客を選択するということも進むのではないだろうか。

投資信託の変化予想

