

# 最近の投資信託市場の状況について

一二上季代司

これまでわが国では「貯蓄から投資へ」のスローガンに沿って、投信の販売・運用・税制において様々な改革が行われてきた。その代表的なものは銀行による投信窓販、投信運用業務への新規参入、商品開発や運用面での規制緩和、NISA等の優遇税制などであった。しかしながら、二〇年近くかけた一連の投信市場改革を経て、なお、克服すべき様々な課題が残っているようである。

金融庁は、昨年（二〇一四年）から『金融モニタリング・レポート』を公表しているが、この中で業態横断的な実態の把握・分析、課題の抽出、改善策の検討が必要なテーマの一つとして投資信託の販売態勢ならびに投資運用業者の運用態勢を挙げている。昨年のレポート（以下、『一四年版』と略）で、とりわけ強調されていたことは、銀行による投信窓販が、長期的安定的な収益が期待できる資産形成に必ずしも結びついていない、ということであった。その原因として、銀行の投信窓販が収益重視のインセンティブを販売現場に付与してきたからだと結論付け、業績評価を収益重視から残高重視へ転換すること、販売商品を中長期保有に向けた商品に見直すことを課題として指摘していた。<sup>(1)</sup>

このような監督官庁（金融庁）からの批判を受けて、販売態勢は徐々に改善されつつあるようであり、今年の『金融モニタリング・レポート』（以下、『一五年版』と略）では、十分ではないが、販売員の業績評価について、「収益・販売額」よりも「預かり資産残高」や「顧客基盤拡大」等のストック重視の動きが広まっていること、

顧客のライフステージや属性に応じた商品提供を行っている事例があることを指摘している。<sup>(2)</sup>

外形的にみても、投信の販売、運用および商品開発において、ここ数年、中長期の顧客資産形成の方向性に沿った動きがみられるように思われる。以下では、外面的にどのような動きがみられるか、簡単に整理してみた（なお、以下で問題として取り上げている投信は、断りなき限りすべて「公募株式投信」についてである）。

## 1 残高重視の販売体制の転換

金融庁が、販売員の業績評価が「収益・販売額」重視か、それとも「残高」重視か、の外形的な判断として注視しているのは、投信の預かり残高と販売額・関連収入との関係のようである。たとえば、『一四年版』では（八六ページ）、銀行（主要行と地域銀行の合算）の投信預かり残高は二〇〇九年度～一三年度の五年間、二一～二三兆円を推移し、ほぼ横ばいであるにもかかわらず、販売額は約五兆円から一〇兆円へほぼ倍増、投信関連収入も二五百億円から三三百億円へ増えている。これをもって金融庁は、銀行による投信窓販が乗換売買による「収益・販売額」重視に偏っていると判断している。

ここで投信の販売態勢を批判されているのは銀行であるが、では証券会社については、金融庁はどのように評価しているのか。

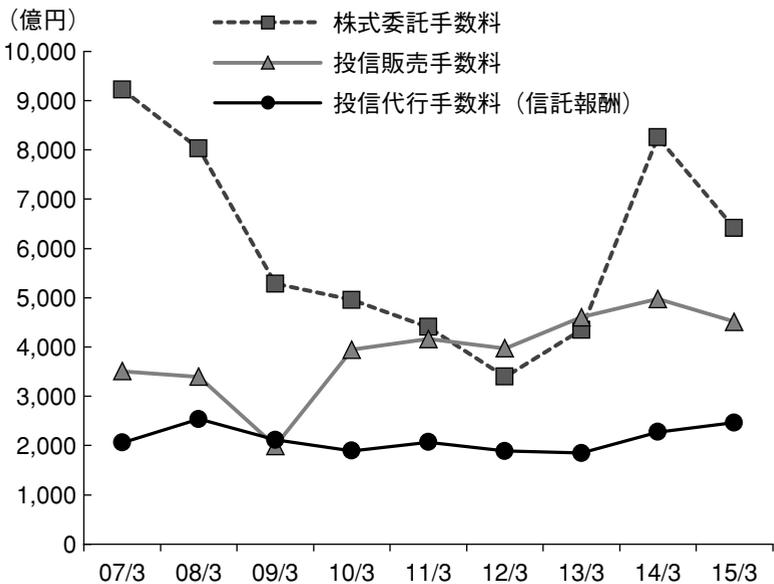
『一五年版』（六〇ページ、図1）は、証券会社の受入手数料の動向について取り上げている。〇九年度～一三年度の五年間、投信の預かり残高は、銀行が横ばいで伸び悩んでいるのに対し、証券会社は約一・四倍に増えている。しかし、同様に投信販売手数料もこの期間中に増えているのである。ところが、二〇一五年三ヶ月に入ると、投信販売手数料が減少する一方、代行手数料は増加している。このことから、『一五年版』は、証券会社

において販売手数料を重視した営業から、預かり資産重視の営業へ移行している状況が窺われる、と判断している。つまり、残高重視の販売態勢への転換は、証券会社において二〇一四年に行われたということである。したがって、銀行についても、販売態勢の転換が実行に移されているかどうかは、二〇一四年度決算において、投信預かり残高と販売額・販売手数料、代行手数料の推移をみて判断されることになるのだろうか。

## 2 「毎月分配型」のシェア低下

『一四年版』によると、銀行窓販で売られていた投信は、投資対象を特定の種類の資産（特定の通貨建て債券、特定の国の不動産や高利回り債券、高配当株式等）に限定したものが多く、これを販売対象商品として、平均保有期間二〜三年程度で乗り換え売買を勧奨していたという。これらの投信は、ほとんどが「毎月分配型」であったとされ

図1 証券会社の主な受け入れ手数料



(注) 投信の手数料には受益証券に関するものを含む。

(原資料) 日本証券業協会、金融庁

(出所) 金融庁「金融モニタリング・レポート」2015年7月、60ページ。

る。

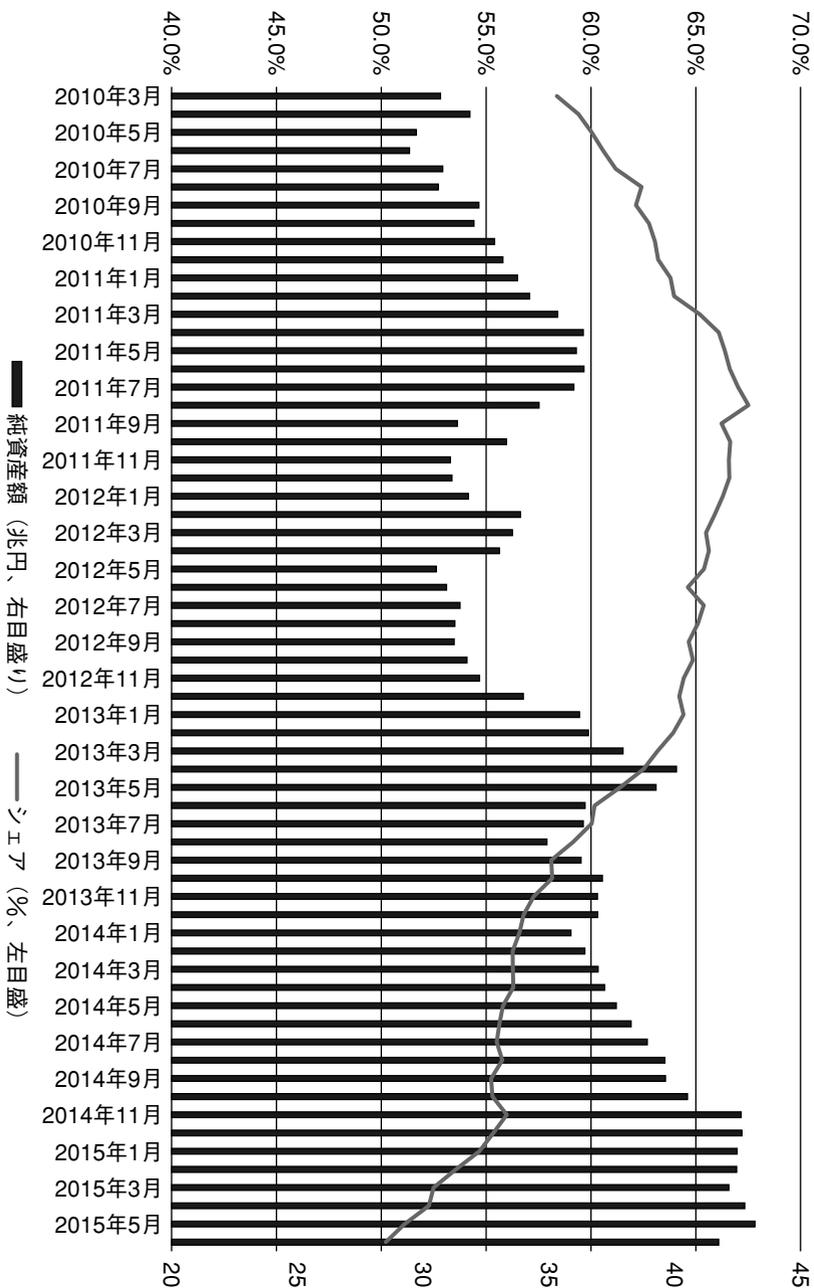
その時々には人気のあった売れ筋投信を二年ごとに乗り換え売買した場合の一〇年間の収益は年平均マイナス〇・三%であったという。これに対し、英米両国で販売されている投資信託のうちで国内と国外、株式と債券で分散投資を行うバランス型投信を購入し一〇年間保有した場合の収益は、年平均一二・一六%であったとされる。

ここから金融庁は、売れ筋投信を短期に乗り換え売買させることは顧客の長期的・安定的な資産形成には役立っていないこと、そうなった原因は販売員に対する収益重視の業績評価にある、と結論付けている。また、こうした売れ筋商品のほとんどが毎月分配型であった理由は、高い分配金を毎月支払う商品設計にすることで「分配金利回り」の高さをアピールすることができるからであった。

こうした毎月分配型投信は、純資産ベースで現在でも絶対額では増え続け、相対的にも株式投信の過半を占めているのだが、二〇一一年を境に、徐々にその割合を低下しているのである。今、投信協会の統計資料によって「毎月決算型」ファンドの<sup>(3)</sup>絶対額と公募株式投信全体の中で占める割合をみてみると、図2のようになる。

毎月決算型の公募株式投信全体に占める割合がピークを迎えたのは、二〇一一年八月(六七・五%)であるが、これを境に低下し続け、直近(二〇一五年六月)では、五〇・二%となっている。ちなみにピークの二〇一一年八月から現在(六月)までの四七カ月間につき、毎月決算型ファンドへの資金純流出入(「設定額」マイナス「解約および償還金額」と収益分配金支払の累計額をみると、ネットで一〇・六兆円の資金流入であるが、他方で分配金支払として一九・三兆円が流出している。<sup>(4)</sup>したがって分配金支払を含めれば、毎月決算型ファンドから累計八・七兆円が流出していたのであるが、にもかかわらず純資産が増えているのは組み入れ銘柄の運用益と評

図2 毎月決算型の残高とシェア（純資産ベース）



(出所) 投資信託協会『統計資料』より作成

価値によるのである。

では、毎月分配型に代わってどのようなファンドが増えているのであろうか。

### 3 ファンド・ラップ

ラップ口座は、投資顧問業協会の定義によれば、顧客が投資顧問業務に係る報酬と売買執行手数料及び口座管理料等の手数料を運用資産残高に応じて一括して支払う口座をいう、とされる。この口座数と残高が急速に伸びており、二〇一五年三月末現在、約三〇万口座、三・九兆円となっている(図3)。

これは、顧客のリスク許容度を聞き取って、資産配分計画を作成し、これに沿って複数資産への分散投資ならびに再分配を行うサービスである。運用状況によって組み入れ資産の値上がり・値下がり不均等に生じて、当初の資産配分比率から乖離してくると、その乖離を是正すべく、値上がり資産を部分売却し、値下がり資産を買い増すりバランスを代行して初期の配分比率に戻すのである。こうすることでリスクは初期水準に維持できるため、中期の資産形成には望ましい、とされる。その際に発生する入れ替え売買の手料はその都度、徴収せず、残高に応じて支払うラップ手数料に前もって含まれているわけである。そして、顧客に最適のリスク・リターンを追求するため、投資対象資産としては、内外の株式、債券、不動産、キャッシュなど多種類の資産に分散投資されるわけである。

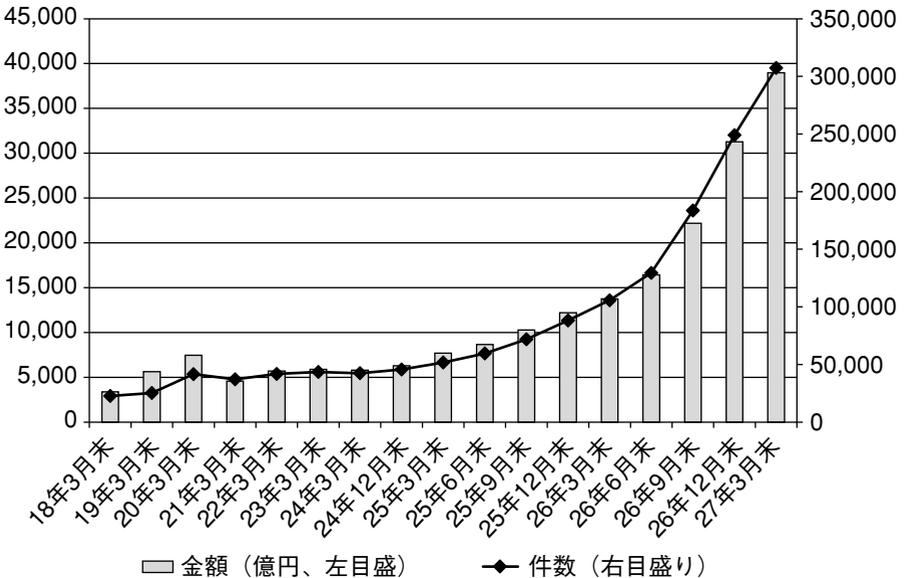
このラップ口座の組み入れ資産として個別銘柄ではなく、投資信託を用いるものを「ファンド・ラップ」と呼ぶが、現状、ラップ口座のほとんどはファンド・ラップである。したがって、ファンド・ラップの残高が増えているとすれば、そこに組み入れられる投信の残高も増えているということになる。

ラップ口座のコンセプトが多種類の資産への分散投資であることから、ファンド・ラップに用いられる投信も、多種類のアセットクラスのものからなり、リバランスの際には投信の乗換売買が必要となるが、その都度、販売手数料は徴収しないのである。ちなみに、毎月分配型投信はラップ口座のコンセプトにはそぐわないため、組み入れられるのは毎月分型以外の投信ということになる。ファンド・オブ・ファンドの形式を利用する場合には、ラップ専用の投信が組成される場合が多い。

#### 4 ラップ型ファンド

ラップ口座は、顧客の投資目標とリスク許容度を把握したうえで資産配分計画を作成していくコンサルタント・サービスのほかに、顧客プロフィールに合致したファンドを適切に選択できるように、ファンドやその運用会社の分析・評価をあらかじめ済ませておく必要がある。そのためにはできるだけ幅広くにファンドを

図3 ラップ口座の推移



(出所) 投資顧問業協会『統計資料』より作成。

渉猟し、トラックレコードを集めて、定性・定量的な評価を下して、資産クラスごとに複数のファンドを品備えしておく必要がある。

このため、ラップ口座を提供するためには、かなりの初期投資とスケール・メリットが求められる。そのこともあって、三月末で四兆円に上らんとするラップ口座を提供している業者はほんの一握りに過ぎない。そこで、ファンド内部で分散投資を行い、状況によってリバランスする「ラップ型投信」と呼ばれるものが昨年後半から出始めてきた。このラップ型投信は、多種類の資産に分散投資されており、リスク・リターンの組み合わせごとに資産配分比率を異にした最低三種類（積極型・普通型・保守型）が用意されている。そして相場環境に合わせ、リバランスをしていくもので、大手の運用会社が組成している。これを投信営業に使っているのは、地方銀行が多い。

当初、ラップ口座の最低預かり残高はかなり大きかった。業者によって異なるとはいえ、最低一〜三億円であった。しかしそれでは顧客は広がらないということで、徐々に最低残高は引き下げられていき、ファンド・ラップの最低預かり残高は現状、三〜五百万円までさがっている。それより少額の顧客に対しては、ラップ型ファンドで対応するということなのであろう。

## 5 おわりに

昨年あたりから、投信市場での販売商品に変化が生じ始めてきた。毎月分配型に代わって、ファンド内部でリバランスを行う「ラップ型ファンド」や「ファンド・ラップ」専用投信などが増えつつある。これは金融庁からの批判も受けての対応であろうと思われるが、望ましい動きであることは間違いない。

ファンド・ラップやラップ型投信は、アロケーションやリバランスを顧客に代わって行うもので、中長期の資産形成のお任せファンドとしてはよくできた商品である。もともとその反面、投信の信託報酬も含めれば、預かり残高に連動する実質的なコストはかなり大きいものがある。にもかかわらず、この種のファンドが増えているのは、現在はたまたま相場環境がよく、顧客にとつてのリターンが、実質負担の手数料コストをカバーして余りあるからであろう。資産配分にせよリバランスにせよ、それを自分でできる能力を持つ顧客からすれば不要なサービスが付いた商品と映るかもしれない。

したがって、この種の商品を今後も拡販しようと思えば、一般大衆化が必要となってくるし、これに伴って運用ならびに販売の両サイドでより一層のコスト削減が必要となろう。

#### 注

- (1) 金融庁『金融モニタリング・レポート』二〇一四年七月、八六〜九三ページ。
- (2) 同『金融モニタリング・レポート』二〇一五年七月、九七〜一〇〇ページ。
- (3) いわゆる「毎月分配型」とは、投信協会の新分類では「毎月決算型」を指すものと思われる。毎月決算型のなかでも分配金を再投資に回す選択肢もあるが、募集時のうたい文句は分配金利回りの高さである。
- (4) ちなみに、同じ期間について公募株式投信全体の収益分配金の累計は二〇・六兆円であった。つまり、毎月分配型の収益分配金は九三%を占めていたのである。

(にかみ きよし・大阪研究所長)