

資料：投資信託市場の現状と展望

花 村 泰 廣

要 旨

2003年の投資信託市場は、毎月分配型の外債ファンドや株価指数連動型投資信託（ETF）の設定増と株式の値上がりによる運用増によって大きく残高を増加させた年であった。特に特徴的だったのは、内外の株式市場のV字回復に伴う運用パフォーマンスの改善によって、運用増とともに資金流入の兆しが見られたことである。さらに不動産投信（REIT）のファンド・オブ・ファンズが実質的に解禁となったことで、株式や債券以外の投資先、いわゆるオルタナティブ投資が個人投資家に浸透するきっかけとなったことも注目される。

販売チャネルでは、既に投信販売のメインストリームに踊り出た銀行に対する期待が大きい。日銀の資料によれば、2003年9月時点の個人預金に対する銀行窓販の株式投信は2.9%の規模にすぎず、今後も拡大を続けることに異論を唱える声は少ない。確定拠出年金の普及状況や投資商品の状況などを鑑みると、まだまだ拡大の余地は大きい。

これまで投信のネット販売は振るわなかったが、ブロードバンドのインターネット接続環境が1千5百万世帯に達して、インターネットで金融情報を入手する投資家も増加しているようだ。証券仲介業制度がスタートして、異業種の参入が起こることによって、新たな投信販売手法が出てくる可能性がある。とりわけ昨今のIT企業によるネット証券の買収は非常に注目される。

投資信託は優れたビークルであり、今後の直接金融化、証券化の時代には欠かせない金融商品であると考えている。その商品特性を活かして、顧客のニーズに合った商品を、顧客のニーズに合った方法で提供するという視点が、これからの投信市場拡大に欠かせないのではないだろうか。

目 次

I. 2003年の投資信託市場概況

1. 毎月分配型の外債ファンドが急増
2. 国内株式型ファンドの復活
3. 私募投信が急増
4. 外国投信は債券型が主流

II. 投信販売チャネルの変化

1. 銀行窓販がメインストリームへ
2. 顧客の視点が活かされる銀行窓販

III. 証券仲介業制度の導入

1. ネット販売への期待
2. 投信ネット販売の現状
3. ネット投資家の反応
4. IT 企業が証券仲介業に名乗り

IV. 投資信託市場の展望

1. 直接金融時代に不可欠なピークル
2. 投資信託市場の展望

I. 2003年の投資信託市場概況

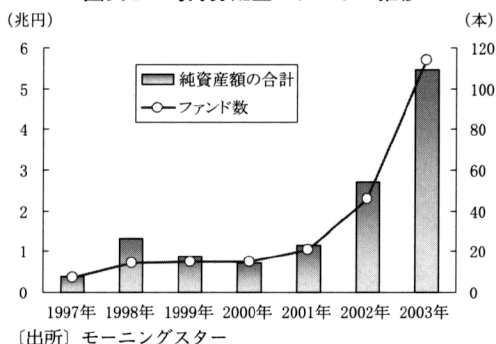
1. 毎月分配型の外債ファンドが急増

2003年の投資信託市場は、外債ファンドや株価指数連動型投資信託 (ETF) の設定増と株式の値上がりによる運用増によって大きく残高を増加させた年であった。

外債ファンドの主流を占めているのがいわゆる毎月分配型で、銀行の窓口販売が大きく飛躍した原動力ともなった。モーニングスターの集計によると、2003年末現在、毎月分配型のファンドは114本（前年末は46本）で、純資産額の合計は前年末比2倍となる5兆4,557億円に上った。毎月分配型の代名詞ともなった「グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）」は2兆4,922億円で、毎月分配型の合計に対して45.7%を占めている計算になる。

毎月分配型には、グローバルに通貨分散を行うものや、一つの通貨に特化したファンドもある。また、信用リスクを取らないソブリン債や政府機関が発行するモーゲージ債に投資をするもの、ハイ・イールド債、エマージング・ボンドを投資対象としたものまで様々だ。不動産投資信託 (REIT) を対象としたものも出てき

図表1 毎月分配型ファンドの推移



た。為替リスクと信用リスクをどのように取っていくか、投資家の選択肢が広がることは好ましいことだ。

株式投信の資産運用状況をみると、株式に投資をしている金額が10兆9,025億円に対し、債券は8兆3,754億円。この内、外貨建て債券には6兆7,187億円を投資しているので、株式投信の中身は31.5%が外債ということになる。外貨建て債券の投資は前年末に比べて2兆3,211億円増加しており、2003年の株式投信は2兆6,947億円純増となったが、この大部分が説明できてしまうほどだ。

2. 国内株式型ファンドの復活

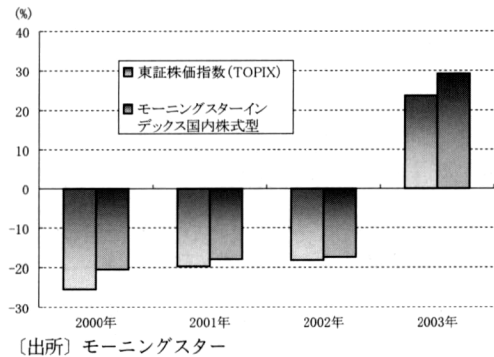
2000年から2002年にかけて株式よりも債券が優位な相場環境が続いたが、2003年はパフォーマンスや資金の流れに変化の兆しが見られた年

と言えそうだ。モーニングスターインデックス国内株式型の2003年の年間パフォーマンスは29.3%と、TOPIXの23.8%を上回り、2000年から2003年で最大のアウトパフォーマンス幅となった。「インベスコ店頭・成長株オープン」を筆頭に中小型株に投資をするアクティブ運用のファンドのパフォーマンスが高く、運用手腕を発揮するファンドが増えてきた。

2003年末現在、協会分類で国内株式型（一般型、大型株型、中小型株型、店頭株型）に属するファンドが536銘柄あった。そのなかで、2003年年間パフォーマンスを見ると、計測可能な503本のうち、300本がTOPIXのパフォーマンスを上回った。約6割のファンドがTOPIXを上回ったことになる。2001年の53%、2002年の49%に比べても高い。この傾向が続くかどうかは分からないが、小型株の運用助言のみを行うブティック型の投資顧問会社が出てきたことや、評価機関等のサードパーティの存在等によって、運用パフォーマンス競争に拍車がかかっていることは否定できない。

「ノムラ日本株戦略ファンド」や「日興ジャパンオープン」、「アクティブ・ニッポン」といった、大手投信会社のいわゆる旗艦ファンドの資金流出が止まらないなか、一際目を引くのは「フィデリティ・日本成長株・ファンド」と「フィデリティ・ジャパン・オープン」が資金流入となったことだ。特に前者は株式相場が低迷していた2003年1～4月に資金流入が続いており、銀行を主な販売チャネルとしている日興アセットマネジメントの「インデックスファンド225」や第一勧銀アセットマネジメントの「株式インデックスファンド225」などの設定・解約状況と同じような資金流入傾向が見られる。銀行窓販における株式でアクティブ運用

図表2 モーニングスターインデックス国内株式型の期間収益率



を行うタイプのファンド販売が増えつつあることを示唆している。

さらに、2003年7月に設定された「日興グローバル・ベンチャーファンド」を始めとして、「中国関連・日本株オープン」、「野村リアルグロース・オープン」、「ダイワ大潮流（ジャパン・エクイティ）」など、日本株に投資をするファンドの新規設定が相次ぐなど、株式ファンド復活の兆しも窺える。

3. 私募投信が急増

1998年12月の投信法改正によって誕生した私募投信が、2003年末に10兆円を突破した。2004年3月末現在、11兆3,494億円となっており、公募投信の39兆310億円に対して約3割に達する。2003年年間では、公募投信の純資産額が3.9%の増加に止まったのに対して、私募投信は40.7%の伸びを見せ、今後も拡大しそうな勢いである。

私募投信の内訳を見ると、9割以上が株式投信である。私募投信は、年金基金やファンド・オブ・ファンズ、変額年金保険等に利用されている適格機関投資家向けの投信（プロ私募）と、地方金融機関や富裕層の個人投資家を対象として、50名未満の投資家に販売される投信

(小人数私募)がある。ファンド・オブ・ファンズや変額年金保険が拡大している現状を見ると、個人投資家の資金が間接的に流入しているのである。

ファンド数は2000年末に338本だったが、2001年末には668本、2002年末は1,096本、2003年末は1,316本と増加の一途をたどっている。ファンド1本当たりの純資産額は2000年末が最も高く、その後減少している。2002年10月に変額年金保険の銀行窓販が解禁されたことで、変額年金向けの私募投信の設定が相次いだためと考えられる。

4. 外国投信は債券型が主流

2004年2月末現在、外国投信509本の純資産残高の合計は5兆7,857億円に達する。その内訳を見ると、毎月分配や3カ月分配などを中心に外債に投資をする債券型(通常型)が141本で、残高の58%を占めている。しかし、2003年までは外国投信の売却益や為替差益は非課税となっていたが、2004年からは国内の投資信託と課税面では統一されることから、今後は国内投信よりも課税面で有利だからという理由による設定はなくなるだろう。

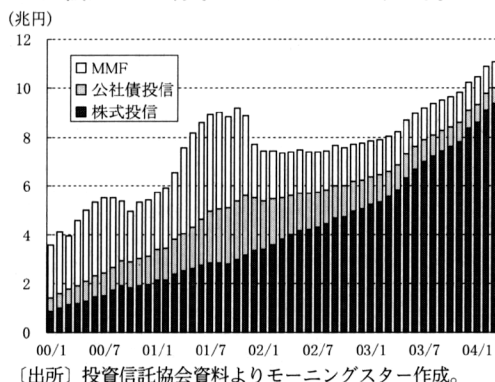
II. 投信販売チャネルの変化

1. 銀行窓販がメインストリームへ

1998年12月1日に銀行窓販がスタートして5年が経過したが、当時、現在の状況を予想した人はどれほどいたのだろうか。

2004年3月末現在、公募投信の販売態別純資産残高の状況を見てみよう。純資産残高の合計は39兆310億円で、そのうち株式投信は23兆

図表3 銀行等窓口販売による投信残高



2,759億円となっている。株式投信の証券会社は13兆5,731億円であるのに対して、銀行窓販は9兆3,752億円に達する。シェアにして40.3%となる。これに私募投信を含めると、株式投信のうち実に47.1%が銀行等金融機関経由で販売されているのだ。

日銀の資料によれば、2003年9月時点の個人預金(普通預金+貯蓄預金+定期預金+据置貯金)は320兆245億円であり、それに対して銀行窓販による株式投信は2.9%の規模にすぎない。この比率の適正水準には様々な意見もあろうが、現在の経済状況や2005年4月に予定されているペイオフ完全解禁等を鑑みると、株式投信に占める銀行窓販の比率が今後も増加していくことは間違いなさそうだ。

また、投資信託協会が2003年11月に公表したアンケート調査によると、投資信託の購入意向窓口は証券会社が30.5%、銀行が30.1%、通信・インターネットが10.9%だった。しかし、保有未経験世帯に限ってみると、銀行が30.9%とほぼ変わらないものの、証券会社が15.9%に低下する。新たに投資信託に投資を始める投資家は、銀行で購入するケースが増えていくことを表している。

2. 顧客の視点が活かされる銀行窓販

また、投信販売をする場合、投資家のニーズに応える商品は何か、という投資家の視点がとりわけ重要である。毎月、分配金を支払うファンドが投資家のためになるかどうか、という議論もされている。勿論、毎月分配よりも年1回分配のファンドの方が、再投資効果や節税の効果によって有利であるということは、周知の事柄である。にも係わらず、これだけ毎月分配型のファンドの人気の衰えないのは何故だろうか。それは投資家が「どういう投資をしたいのかということ考えた上で選んだ商品だ」ということが言えるのではないだろうか。つまり、投資信託という金融商品の中から選んだわけではなく、あまたある投資商品の中から毎月分配型の投資信託を選んだということである。

また、リスク限定型ファンドに関しても同様のことが言えるだろう。イデックスファンドと先物やオプションといったデリバティブを組み合わせた方が手数料も安くなるに違いない。それでもこうしたファンドが人気となる背景には、個人投資家の運用ニーズを満たすファンドであるからだと思われる。販売サイドから見るのではなく、投資家サイドから見るこそが大切なのである。

Ⅲ. 証券仲介業制度の導入

1. ネット販売への期待

ネット專業証券では、株式の購入に備えた資金がMRFを購入したためとするコメントも聞かれるが、投信会社からはインターネット專業証券を通じて着実な資金流入があるとの意見も

聞かれる。さらに、この統計においては、インターネット專業銀行を含む金融機関のデータは含まれておらず、これらがインターネット経由の募集取扱高に上乘せられる。

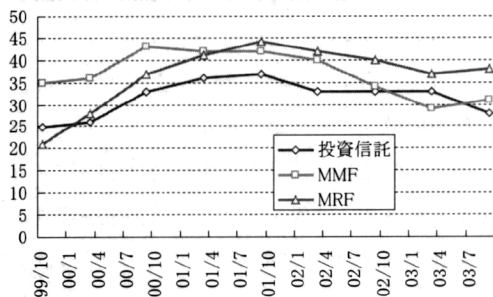
2001年に証券会社などの販売会社や投信会社がインターネット等を通じて目論見書を投資家に交付できるようになっていたが、当時はまだ、ブロードバンドが普及していなかった。しかし、現在では電子交付を受けられるネット環境が整ってきた。また、これまで、インターネットにおける投信販売というと、一覧表に基準価額や運用パフォーマンス、月次報告書などがダウンロードできるようになっていたり、投資スタイルやファンド名から検索できる機能がある程度だったが、販売会社側にインターネット経由を将来的な販売チャネルと位置付けて、投資家にファンドをより深く理解してもらおうとする試みが見られ始めているのではないか。

勿論、投資信託は株式とは異なり、商品の仕組み自体が複雑な面も多く、対面営業が必要なくなるということはないだろう。しかし、インターネット上には投資信託に関する情報も数多く存在し、投資経験が豊富で能動的な投資家にとっては十分な情報量であろう。投資家同士の情報交換も可能だ。積み立て型の投資をインターネット経由で行うことができるようにするなどすれば、前述のシェアも上昇していくと思われる。

2. 投信ネット販売の現状

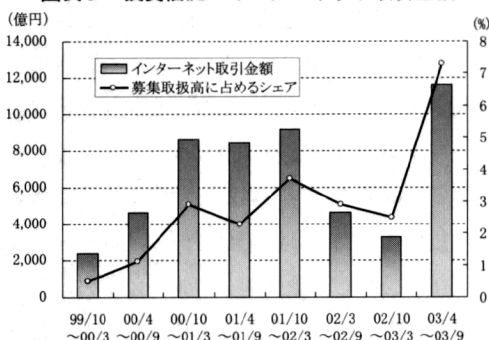
証券仲介業制度の導入をきっかけに投信のネット販売が増加するのではないかと考えている。日本証券業協会は、半年毎にインターネット取引に関する調査を行っており、2003年9月末時点で、インターネット取引を行っている証

図表4 投信ネット販売の取り扱い証券会社数



(出所) 日本証券業協会資料よりモーニングスター作成。

図表5 投資信託のインターネット取引金額



(出所) 日本証券業協会資料よりモーニングスター作成。

券会社は55社である。そのうち実際に投資信託を取り扱っているのは28社のみ。MMFは31社、MRFでさえも38社にとどまっている。ピーク時には37社が投資信託を取り扱っていたことから、投信のネット販売は難しいと判断して撤退した証券会社もあるようだ。

2003年9月末までの半年間において、ETF（上場投資信託）やREIT（不動産投資信託）を除く国内の投資信託の募集取扱高は、15兆8,278億円となったが、そのうちインターネット取引が1兆1,618億円となり、そのシェアは7.3%であった。

3. ネット投資家の反応

昨年、投資信託協会が行ったアンケート調査によると、インターネット経由で投資信託を購入したことがあると答えた投資家は4.1%であ

り、毎年、増加傾向が見られる。インターネットで良さそうだったから購入した投資家は1.9%に過ぎないものの、年齢別で見ると、30歳代は6.1%、40歳代は4.1%と、インターネットを使いこなしている年齢層では、情報収集もインターネットで行っているようだ。

さらに、今後、投資信託をどこから購入する意向があるかとの問いには、9.4%の投資家がインターネット経由と答えている。購入意向については、ITバブル時に一時高まったが、最近、再び増加傾向にあるようだ。年齢別では、20歳代は27.3%、30歳代は24.6%、40歳代は12.5%がインターネット経由で購入したいと答えている。

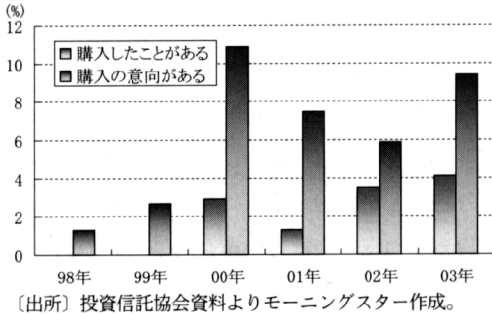
また、現在、投資信託を保有している投資家は11.6%がインターネットによる購入を考えているなど、商品知識を持った投資家にとっては、インターネットを利用して購入するようになっていく可能性が高い。

ITバブル時には、インターネットによる金融取引を「やってみたい」という希望が先行していたと思われるが、最近、株式投資の状況を見ても分かるように、実際に「やっている」投資家が増加しているようである。

この背景には、ADSLを始めとした常時接続の可能な世帯数が1千5百万世帯に達し、総務省によると2005年度には3千万世帯がブロードバンド接続環境になると予測しているなか、インターネットによる金融情報の収集が容易になったこともあろう。また、インターネットにおいては、目論見書や運用報告書、月次レポートをダウンロードできるなど、金融機関の窓口と同等の情報を得ることができるようになっていくこともあげられる。

銀行が投資信託のネット販売を開始したり、

図表6 投信のネット販売に関するアンケート調査



確定拠出年金においては、インターネット経由で売買指図を可能としている運営管理機関もあり、インターネットで投資信託を購入することに対して、敷居が低くなっている。

4. IT 企業が証券仲介業に名乗り

さらに、2004年4月1日に証券仲介業制度がスタートすることも、投資信託のインターネット販売に拍車を掛けると思われる。昨年、仮想商店街大手の楽天がインターネット専業証券大手のDLJ ディレクト SFG 証券を買収した上、自ら証券仲介業者となり、同社の専用投信を設定して、仮想商店街で販売することを計画している。また、インターネット関連事業のライブドアが日本グローバル証券の買収を発表し、事業ポートフォリオの中に金融事業を描いている。今後、同社がインターネットを活用した証券取引も視野に入れているのではないだろうか。

このようなインターネット企業による証券仲介業への参入がどのような効果を生むかを考えてみよう。まず、証券取引の未経験者にリーチをすることが可能となろう。前述のアンケートにもあったように、インターネットで投資信託を購入する意向のある投資家は、現在保有している投資家がほとんどであり、投資未経験者の

囲い込みができていないのではないのか。

また、投資信託を販売するためのコンテンツ作りに大きな変化が見られるのではないと思われる。これまでは、銘柄検索が出来たり、目論見書や月次レポート等が見られるようになっている程度で、購入したいと投資家にインセンティブを与えるようなコンテンツではなかった。しかし、インターネット企業は、移り気なネットユーザーの心を捕らえる術に長けており、これまで、インターネットによる投信販売には見られなかったような演出も期待できるのではないのか。

勿論、証券仲介業者となるためには、社員に投資教育のみならず、外務員資格の取得やコンプライアンス研修、金融商品販売法の遵守等、超えなければならないハードルも高い。商品説明のための顧客相談窓口やコールセンターの設置等も必要となろう。しかし、証券会社や銀行などの販売会社が、一度はあきらめかけたインターネットによる投信販売が、証券仲介業制度のスタートがきっかけとなって、異業種が参入することで、再度、見直される可能性は高いのではないだろうか。

IV. 投資信託市場の展望

1. 直接金融時代に不可欠なビークル

現在、投資信託というビークルを使えば、世界中の株式や債券に投資をすることが可能となっているし、ヘッジファンドの運用手法を真似たマーケット・ニュートラルやロング・ショートといった市場の動きに連動せず、絶対リターンを目指すファンドもある。さらに、2003年7月には不動産投資信託(REIT)の

ファンド・オブ・ファンズも解禁となり、世界中の不動産にも間接的に投資をすることが可能となるなど、機関投資家並の運用を提供することができる。昨今、毎月分配型の外債ファンドが人気となっているが、これまで投資信託の投資家とは成り得なかった富裕層の投資家のニーズに合った商品も組成されている。

少子高齢化が進み、高度経済成長が期待できない日本において、金融機関や年金などの公的機関から個人にリスクテイクの役割をシフトさせていかなければならず、投資信託の持つ機能がフルに発揮されるのはこれからだろう。税制の見直しや目論見書の改定、ディスクロージャー・ルールの強化といった投資環境の整備を進めていくことによって、誰もが自由に参加できる投資信託市場を育成していかなければならないのである。

2. 投資信託市場の展望

2004年の投信市場については、株式相場や為替相場、金利水準が想定を遥かに超える動きとならなければ、銀行窓販における外債ファンドの人気の衰えることはないだろう。しかし、投資信託の基本は中長期的な信託財産の成長を享受する点にあり、毎月、分配金としてキャッシュアウトしてしまう毎月分配型のみが人気となる現状が望ましいとも思われない。今後、経済環境が変化していく可能性も考えられることから、株式ファンドを販売していないこと自体が金融機関にとってリスクとなるかもしれない。一部の銀行では、株価指数連動型ファンドや運用実績の良い株式ファンド、社会的責任投資(SRI)ファンドに注目する動きも見られる。投資家のみならず、販売サイドもポートフォリオの見直しが必要となってきたりかも

しれない。

長期的な視点に立ってみると、現在は投資信託を取り巻く制度が大きく変わろうとしている過程にあるのだろう。2004年4月に証券仲介業制度がスタートし、年内には銀行も参入する見込みとなっている。それに先駆けてメガバンクでは傘下の証券会社との複合店舗出店の動きも広がっている。個人投資家にとって、購入チャネルの拡大は、証券投資がより身近になるのである。さらには、2005年にも郵便局の投信窓販解禁が見込まれることも、投資家層の裾野が拡大するという点においては、大きな前進である。2002年初より郵便局では個人型の確定拠出年金の取り扱いをスタートさせているが、取り扱い局数が限定されていることやPR不足もあって、必ずしも拡大していると言えない。しかし、投信窓販がスタートすれば、相乗効果も期待できるのではないか。

米国におけるミューチュアルファンドや確定拠出年金、変額年金保険の歴史を見るまでもなく、急激な拡大をするためには、制度改正と株式市場の長期的な上昇が不可欠である。しかし、我が国の制度は始まったばかりで、株式相場の水準も80年代のバブル経済前の水準である。今後数年は、一步一步、投資しやすい環境を整備し、着実に投資家の裾野を広げていく好機であると考えている。

投資信託は今後の直接金融化、証券化の時代には欠かせない金融商品である。その商品特性を活かして、顧客のニーズに合った商品を、顧客のニーズに合った方法で提供するという視点が、これからの投信市場拡大に欠かせないのである。

(モーニングスター取締役調査分析部部長)