

NISAを契機に変わる投資信託の在り方

平成26年3月5日



株式会社資本市場研究所きずな

NISA開始前後での個人投資家動向

個人投資家の動向に関しては、やはりNISA(少額投資非課税制度)開始とともに始まる譲渡益課税の軽減措置撤廃が大きく影響した。

個人の投資待機資金の性格が強いMRF(マネーリザーブファンド)は、昨年末に残高が1兆1,790億円となり史上最高額を更新している一方、過去1年以上のアベノミクス相場の中で、個人株主はほぼ一貫して売り越している。取引所公表による投資部門別売買状況において個人は2013年に約8.7兆円、2012年に1.9兆円と大きく売り越している。特に昨年11月・12月にはそれぞれ2兆円前後の売り越し金額となっており、これらの個人の株式売却資金が、MRFなどに待機していると見られている。ただし、NISA開始後の株式市場は、基本的には調整局面となっているにも関わらず、年明け後個人の買い越し(1月買い越し金額1兆4,270億円)が続いている。

同様の傾向は公募の株式投信についても見られる。投信信託協会が毎月公表している統計データによると、

2013年の株式投信への資金流入は約4.6兆円と前年の約1.1兆円に比べ4倍となったものの、11月・12月は資金流出となり、特に12月は5,731億円の資金流出超過となっている。

また、個人向け国債の大量償還が2012年から始まっているが、本年以降は10年債の償還が本格化し、来年にかけては3ヵ月毎に2兆円を超える償還資金が必要となる。これに対して、財務省による平成26年度の当初の発行計画は2.5兆円とされているので、償還額の3割弱程度となっている。つまり、約6兆円以上の個人の償還資金が別の投資対象を求める可能性もある。

一方、個人の海外投資については財務省が公表する「対外及び対内証券売買契約等の状況」(金融商品取引業者取扱い分)より、外国株式が12月こそ5ヵ月ぶり325億円の売り越しとなったが、外国債券の方は月間で4~5000億円程度の買い越しが続いている。

このような状況下でNISAが開始されており、口座数は

1月末で500万口座を超えたとみられ2020年まで1,500万口座の政府目標に対して好調なスタートとなっている。また証券会社関係者によると、1月のNISAで買い付けた商品の約7割程度が株式だったと言われているが、待機資金の一部がNISAの非課税枠を利用したものが多かったと見られる。今後は5年間の非課税投資枠といったNISAの特徴を活かした投資商品として、投資信託の利用が増えると予想されており、NISA用の商品開発も運用会社では活発化している。

今回はNISAを契機に変わる個人の投資信託利用を考えてみたいが、次のような従来からの投資手法も見直されている。

○ドルコスト法による継続投資(投資目的は、日本の成長戦略や世界経済の回復に合わせた長期投資)

○少額多銘柄による分散投資(投資目的は、個人の好みや戦略に合わせたリスク分散投資)

○投資効率を上げる為の累積投資(従来の毎月分配型から、非課税枠の効率的利用の為の累積投資型の見直し

へ)

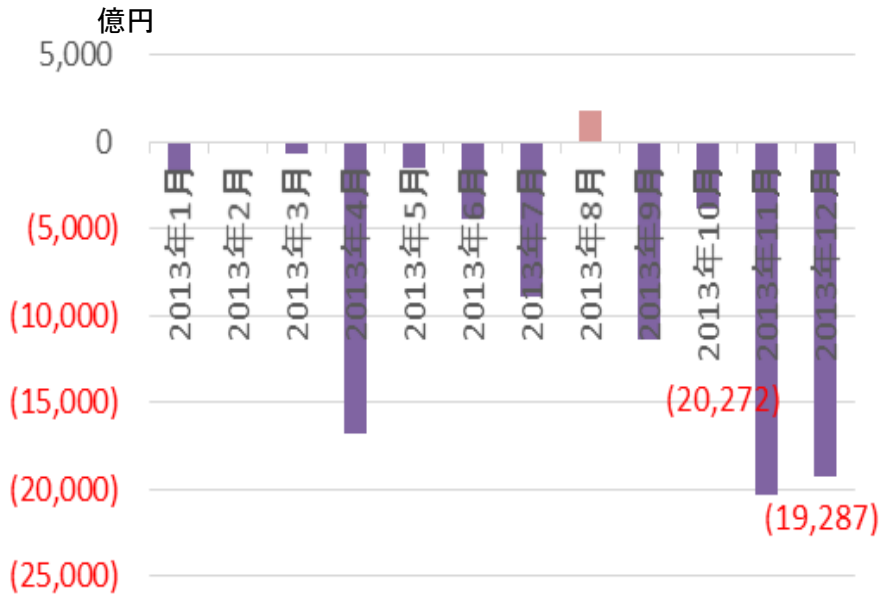
○少額継続投資(若年層や投資未経験層が利用しやすい投資手段として)

これら個人の投資ニーズを取り入れて運用会社各社で組成されるNISA用投資信託の最近の特徴として、買付手数料のノーロード化や信託報酬を引き下げる動きも強まっている。

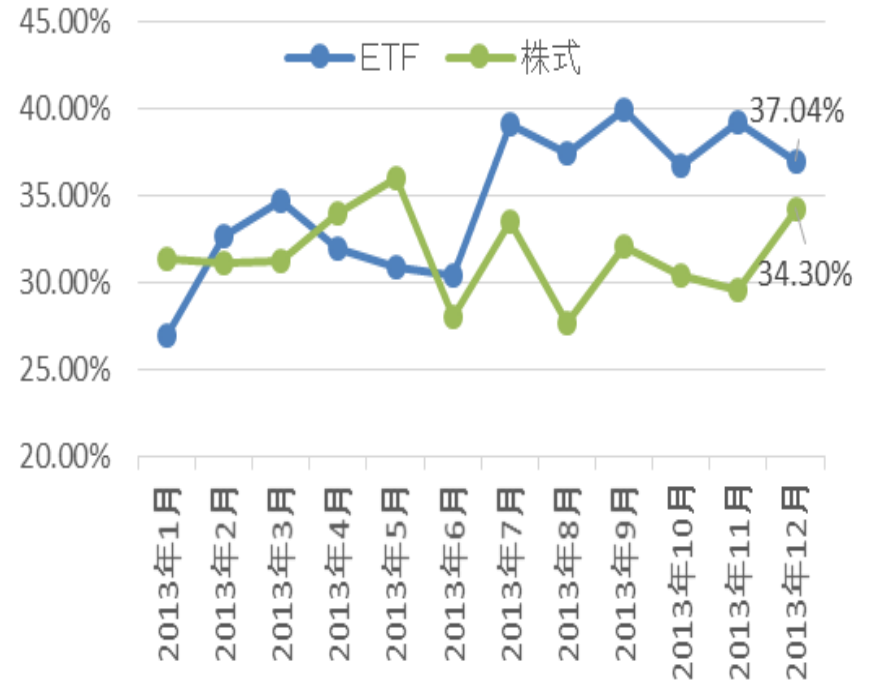
一方、上場投信であるETFの個人投資家の利用も進んでいるが、2013年のETF・ETNの年間売買金額が約25.1兆円と前年の5倍に増加する中、個人投資家の売買シェアも昨年後半は4割近くまで上昇している。これは、レバレッジ型やインバース型のETFが大きく取引量を伸ばす中、個人トレーダー層によって先物や指数オプション取引の代替投資手段として利用されている様だ。

2013年の個人投資家売買動向

個人の株式売り越し、買い越し



個人の売買シェア(金額ベース)



投資信託の在り方の変化

最近、よく個人投資家の逆張り投資のことが話題となるが、個人が相場のトレンドや材料に反して投資行動をとることが可能なのは、期間収益を求める機関投資家と異なり投資の時間軸が異なることと、投資ニーズが多様なことがその理由である。例えば、個人の選好しやすい投資テーマとしては次のようなものが挙げられる。

○高配当や配当増額企業への投資（個人投資家は、高配当の裏付けとして企業経営者の業績への自信と見做す傾向が強い）

○株主優待による実質的配分増加への興味（最近、長期保有の個人株主に手厚く報いる企業も増加。配当と異なり、必ずしも株主間平等を守る必要はない）

○社会貢献度が高い企業や地元企業への投資（個人の興味や、企業行動の理解しやすさ）

勿論、経済環境や市場のトレンドに合わせた投資テーマが個人投資家でも投資の中核になるのだが、上記の様

に機関投資家とは異なる投資ニーズは、投資家全体の多様性を確保し、市場全体の健全性にも貢献する。NISAを契機として、このような個人の長期投資力に注目した投資信託の新規設定も活発化している。

一方、上場された投資信託であるETFでも個人投資家による利用が進んでいるが、昨年12月の銘柄別売買代金では、ソフトバンクやトヨタに次いで月間売買金額1兆5,570億円でNEXT FUNDS日経平均レバレッジ・インデックス連動型ETFが第3位となっている。1月末現在で、ETFは150銘柄上場されており、取引は日経平均やTOPIX・ジャスダックやマザーズなどの株価指数物（含むレバレッジ・インバース型）が取引の中心となっているが、ETFが上場株式と同様の取引手数料で、かつ信用取引も利用できることから、個人トレーダー層の短期的売買の対象ともなっていることが大きく影響しているようだ。

また、新しい指数として日経インデックス400指数が1月より算定されているが、同指数は「資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に

求められる諸要件を満たした、『投資者にとって投資魅力の高い会社』で構成される」としているため、NISAにより新たに日本株投資を始める個人投資家層にとっては海外の長期投資の機関投資家などが好む銘柄などが分かり易い。同指数に連動したETFも1月28日に上場されており、NISAによる個人の資産形成の為の長期投資の受け皿となりことも期待されている。

なおここ1～2年に上場されたETFは、サムスングループの株式指数に連動したもの・米国株の各種株式指数に連動したもの・新興国株式指数に連動したものなど海外株式関連、レバレッジやボラティリティ(株価変動率)を扱った指数関連など海外投資やデリバティブ取引の代替投資機能を果たすものが多かった。

以上から、投資信託の在り方について次のよう動きが強まる可能性がある。

◇個人の長期投資を目指したNISA専用投信や、短期売買にも対応しやすいETFは、いずれも投資家が支払う

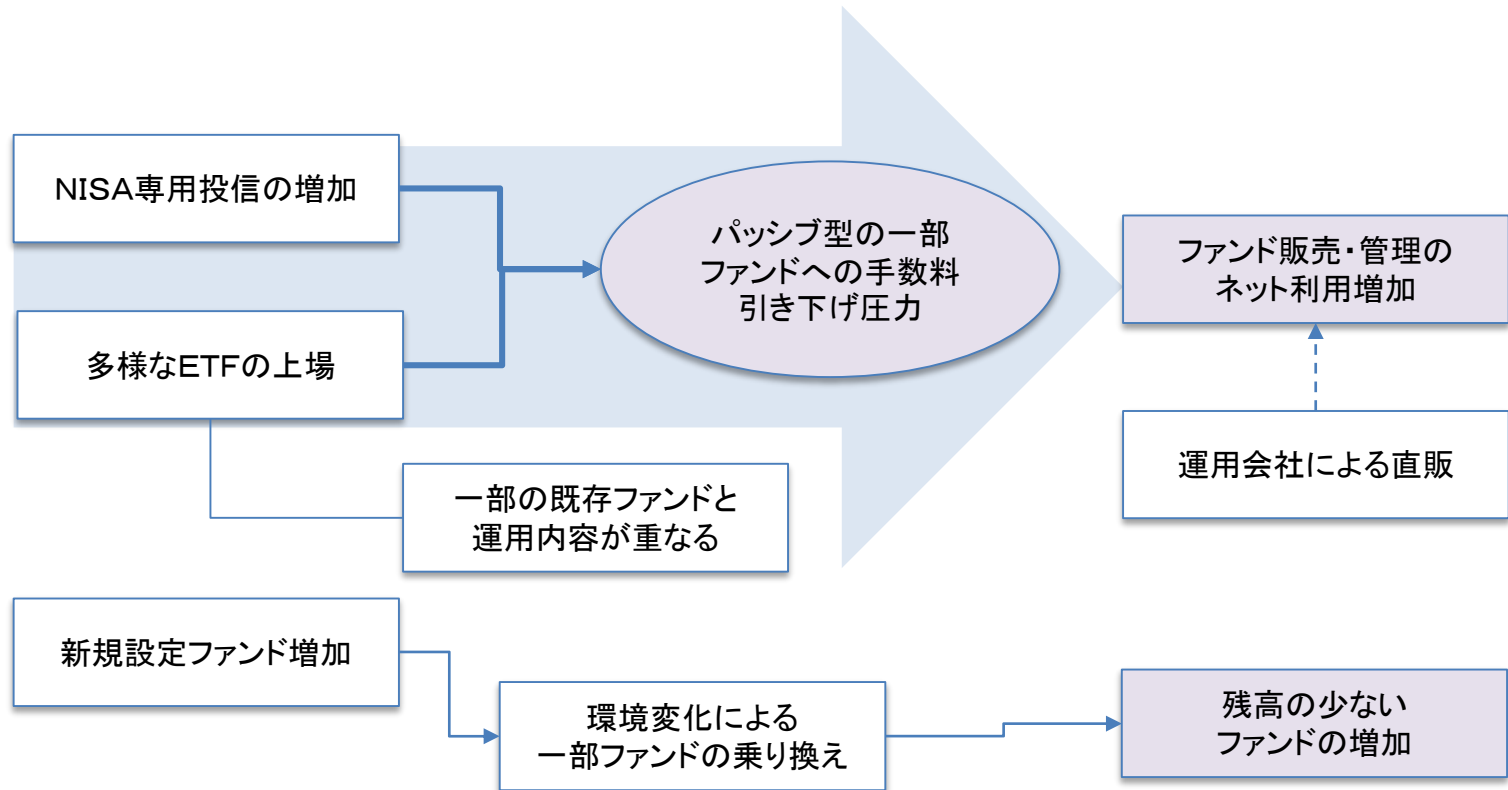
手数料や年間費用の信託報酬が安く設定されているが、現在は投信の商品性や手数料などが比較しやすくなっているため、今後海外投資ものも含めてパッシブ型公募投信を中心に投資家が負うコストの引き下げる傾向が強まる可能性がある。

◇今後予想されるNISA口座増加では、若年層や投資経験のない投資家による少額の継続投資が中核になると見られるが、販売者側のコストを考えるとインターネットでの購入や管理をする対応が増える可能性がある。また、運用会社がNISA口座用に投資を直販することも増えそうだが、昨年末の状況では株式投信の4.16%(残高ベース)が直販分となっており前年度の3%台から僅かに増加している。

◇昨年は新規設定の公募株式投信が869本と前年の2倍以上だった。先進国などの高配当株式や海外リート・日本株ものに資金が集る一方、グロゾブなど外国債券に投資するものからは資金流失が目立った。ファンドの新規設定の一方、僅か数億円と少額残高となったファンドの

在り方もコストや運用上問題となっている。ちなみに公募
のファンド数は昨年末で4,922本もある。

投資信託の在り方の変化



投信・ETFに関わる課題とその取組み

現状において投資信託が抱える課題について、公募ファンドとETFに分けて見直したいが、証券会社や金融機関などで販売される一般的なファンドでは次の様な課題が指摘されている。

【販売上の問題】簡単に言い切ると、投資家のニーズに合わせて適切な人にちゃんと説明して販売しているかということになるが、基本は金商法の金融商品取引業者が負う行為規制のうち適合性の原則と説明義務の履行となる。デリバティブ性の強い商品や通貨選択型などの投信販売を念頭に、以下のような自主規制や行政指導が強化されている。

- ・店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債等の判断基準(ガイドライン) (2011年4月1日～証券業協会)
- ・通貨選択型を念頭に販売時の顧客確認体制の強化(2012年2月15日～金融庁監督指針)
- ・高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン(2013年12月16日～証券業協会)

【投資家への情報を分かり易く】一般の個人に販売されるファンドが、販売時においてその商品性など分かり易く、また運用実態が把握しやすいようになっているか課題とされている。販売時において利用される目論見書の平易化・単純化は、2010年7月より運用会社で取り組まれ一定の成果を上げているが、現在は運用実態を個人に分かり易く伝える取組みが行われている過程であり、本年12月より証券業協会による投資信託等に係るトータルリターンのお知らせに当たってのガイドラインが実施される予定となっている。

【商品性の理解について】個人に人気の高い毎月分配型のファンドは、以前からファンド自体の運用効率を下げることで指摘されていた。しかし、一定の高齢化層にはこれらの商品に対するニーズが強くあるのも一方の事実とされている。問題は、毎月の高額分配金を得る為に投資家がとるリスクがちゃんと理解されているかということに集約されるが、ハイイールド債と新興国通貨の組み合わせた商品のそれぞれのリスクの理解、運用実態を把握しやすくする取組みが行われているところだ。

一方、出来高が急増し個人の利用も増加しているETFだか、次のような課題がある。

【対象となる指数との乖離】ETFの投資対象となる指数と連動する基本的な仕組みは、機関投資家や運用会社自らが指数を構成する原資産とETF間の裁定取引を行うこととされている。しかし、一旦人氣が離散して流動性が低下すると、裁定取引なども行い難い為、指数との乖離が大きい状況が長期間続く銘柄も多いのが実態だ。今後、マーケットメーカー制の導入や運用会社側の裁定義務のようなものが必要かも知れない。

【指数との連動性を高めたETNの課題】上記のような対象指数との乖離問題を補う為に開発されたのがETN(指数連動証券)だが、信用力のある金融機関などが債券を発行し、その債券の償還価格が対象指数と連動することを発行者が保障する仕組みで指数とのトラッキングエラーが原則起きないとされている。2011年から東証でも上場され、現在はバークレイズと野村が発行する22銘柄が上場されている。しかし、発行者の信用リスクと連動させる

ことからオペレーションリスクは残っている。

なおファンド数が増加する一方で、ファンド残高が大きく減少し運用にも支障を及ぼす規模(一般的には、20~30億円の運用規模が必要とされている)以下のファンドが全体の8割まで増加している。このため金融審議会の投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキングでは、ファンド間の併合を行いやすくしたり、金銭・現物での償還を促す制度の導入が検討され、今後法制度の改正が行われる予定である。

投信・ETFに関する課題とその取組み

投信販売について

投信販売の在り方に関して
(販売ガイドライン等)

投信情報を分かり易く
(目論見書・運用報告書)

商品性の理解と投資ニーズ

ETFの課題

指数との乖離問題

ETNの活用と発行者リスク

ファンドの運用規模問題

ファンド数の8割を占める小規模ファンド運用効率とコスト

今後予定

併合しやすい仕組みの導入

金銭や現物での償還をより容易に

個人投資家の多様化に合わせた 商品・サービス供給のために

資本市場の健全性を支える為の投資家の多様性確保に、個人投資家の果たす役割は大きいですが、個人投資家そのものもまた多様な投資ニーズをもっていることも事実だ。その多様な投資ニーズの受け皿として、投資信託の商品性やサービス内容は今後も進化していくと思われる。その方向性は投資家の大概のカテゴリーによって、3つほどに分かれる。

【個人トレーダー層に対するトレーディング・ツールとして】仮に月一回以上株式などを売買する個人を個人トレーダー層と仮定すると全体の2%、約30万人程度と推測されるが、個人による株式売買の約8割以上を占めている。ETFは既にトレーディングの対象として利用されているが、今後もレバレッジ型・海外株価や債券指数などトレーダー好みのETFの増加が予想されている。

【一般個人投資家の投資に対して】投資信託に関するアンケート調査報告書-2013年(投信信託協会)によると、投資信託の保有者は、全体の8.3%(成人ベース)で約

800万人程度と推測されるが、平均購入額が473万円となっている。60歳以上と20~30歳台では、平均保有額で5倍以上の開きがあるが、これは投資の目的が異なるからだ。既存個人投資家の投資目的を仮に年代別に、資産運用層(60歳以上)・資産形成層(40~50歳台)・資産形成開始層(20~30歳台)と分けてみたが、当然投資目的によって、投資する対象や投資手法が異なってくる。一般の個人投資家による投資信託購入をサポートする販売チャネルは、金融機関などに窓販解禁で随分増加しているが、前述の調査によると「証券会社の店頭(電話注文を含む)」46.8%、「銀行の店頭(電話注文を含む)」38.8%、「証券会社のインターネット取引」10.0%、「投資信託会社(直販)」7.6%となっている。

【新規に投資を開始する人たちの為に】NISAは、証券会社や金融機関などの営業努力もありスタート時点で500万口座が開設されたが、既存の投資家層が非課税枠を確保するのが中心だったようだ。しかし、今後2020年に向け政府目標達成のために新たに1000万口座を増加させていく為には、新規に投資を始める個人層のNISA利用促進が重要となる。一方、NISAと親和性があるとされる日本版401K(確定拠出年金制度)は、昨年11月末時点で476万人の

加入者だが、今後確定給付型の年金制度から日本版401Kへ制度移行する大企業が増加することは予想されており、また中小企業も利用しやすいように解約制限などが今後緩和されれば参加数が大きく増えるだろう。米国などでは、これら非課税投資制度が個人に浸透していく過程で、個人の投資信託への投資も大きく拡大していったので、投資信託の新たな購入層として期待されている。ただし、既存の個人投資家層とは投資手段が大きく異なり、少額継続投資が中心となるので、それに沿ったサービス提供が求められている。

個人投資家の多様な投資ニーズに応える為、投資信託への投資でも全体としてはインターネット利用が進んでいくとみられるが、個人トレーダー層のETF利用拡大以外は、インターネット利用は当面商品情報・商品比較・運用情報など情報提供面が中心となると予想される。個人が実際に投資判断を行う際の助言は、対面やそれを補うコールセンター対応が個人投資家にとっても重要視されることに変わりはないだろう。逆に言えば、ネットでの投信販売では投資判断に対する助言の在り方が課題となっている。また、対面営業においては、多様な個人ニーズの中で自ら得意とする顧客カテゴリーに特化し、それ以外の部分やインフラを他社と

協働化する戦略も、今後重要になってくるだろう。

個人の投資信託利用の多様化

