

発足から70年—投資信託の現状と課題

元 日本証券経済研究所特任リサーチフェロー 杉田浩治

現在規模は米国の22分の1

1951年の証券投資信託法施行によりスタートした日本の投資信託（以下「投信」）は、今年で満70年を迎える。

この間、1989年までは概ね拡大を続け、同年末の公募投信残高は米国の半分近くに達して、世界第2位の地位を占めていた。また、同時点で野村アセットマネジメントは約16兆円の投信資産を運用し、米国フィデリティの約14兆円を上回る世界の投信運用会社であった。

しかし、1990年以降は残高の減少・伸び悩みが著しく、2020年末の規模は139兆円で米国の22分の1、世界第9位（公募ベース）に落ち込んでいる。家計金融資産における投信の位置づけも低く、2020年末には4%を占めるに過ぎない。

成長度と成長要因の日米比較

1990年代以降の投信の成長度を米国と比べてみよう。米国投信残高は1989年末の0.98兆ドルから2020年末には29.34兆ドルへ29.9倍に拡大した。一方、同時期に日本の公募投信残高は58.6兆円から139.4兆円へ2.4倍の増加に止まった。

この成長の違いをもたらした要因は何か。

第一に、投資環境が大きく異なっていた。株価を見れば、1989年末を100とすると、2020年末に米国のS&P500は1,064へ10倍以上に値上がりしたのに対し、日本のTOPIXは63へ4割近くも値下がりした。債券金利は、米国では2~7%程度で推移したが、日本では1990年代末から2%未満に低下してしまった。このため日本の投信は海外投資に活路を求めたが、為替レートが1990年代初の1ドル143円から、2011年には70円台まで落ち込み、保有海外資産の価値下落に見舞われた。以上のように米

国の投信には順風が吹き、日本の投信は超株安・超低金利・超円高が重なって、世界の投信史上でも稀に見る逆風が吹き続けた。

第二に、米国では個人が資産運用を行うDC（確定拠出型）年金が早くから発達し、長期資金を投信へ安定的に導入することができた。すなわち、個人型（IRA）が1976年から、職域型（401(k)など）が1981年からスタートして、2020年末には合計資産額が21.8兆ドルに達している。そして、制度加入者が「短期的リスクはあっても長期的に高リターンが期待できる投信」への投資割合を高めた結果、2020年末には11.1兆ドルが投信で運用され、ETF以外の米国投信残高の47%を占めるに至っている。一方、日本では米国から20年遅れて2001年にDC制度が発足したものの、その資産残高は2020年3月末現在で16兆円弱（米国の140分の1）に止まり、投信への投資額は約7兆円（ETF以外の投信残高の10%）に過ぎない。

第三に、投信の販売にかかわる問題である。米国では、投信販売に重要な役割を果たすFA（ファイナンシャル・アドバイザー）の収入源が、以前は「販売手数料」であったが、1990年代頃から徐々に「時価評価残高に対する定率フィー」に変化した。これは「顧客資産が増えれば、業者の収入も増える」という顧客とウィンウィンの関係になったことを意味し、投資家との信頼関係が確立され、更なる販売増・残高増につながった。一方、日本では、販売業者が前述の悪環境下、長期的に残高フィーを得るよりも短期的に高収入を得られる販売手数料の獲得に注力し、そうした販売姿勢への批判もあって投資家の信頼を確立できず、残高増加につながらなかった。

コロナ禍の下で世界の投信は拡大

ここで世界の投信の動向を確認しておこう。コロナ禍の下でも世界の投信は拡大しており、

2020年末の公募投信残高は57.37兆ドルに達し、前年比15%増加した。

最近の顕著なトレンドとしては環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の増大が挙げられる。投資のESG化は機関投資家が先行していたが、2019年頃から個人を主顧客とする投信においても急速に進行し、米国モーニングスター社によれば、世界のESGファンドの残高は2020年6月末に1兆ドルを突破、2020年末には1.65兆ドルに達した。

なお、世界の投信残高の半分を占める米国においては、数年前からETF化が進み、従来型ファンドから資金が流出する動きが加速している。その背景には、①米国ではETFについて従来型ファンドより税の優位性があること、②FAの運用・助言報酬の受取方法が、販売商品の発行者からでなく顧客から別枠で受け取る方式に移行している中で、FAが顧客資産の運用の効率化のため低コストで品揃えの豊富なETFの活用度を高めているという米国特有の要因がある。

また近年、個人の資産運用のカスタマイゼーション（個人別の状況に合わせたオーダーメイド化、以下「個別化」）が進展している。そのため、米国ではラップ口座などマネジアカウント（個人向け投資一任勘定）が普及・多様化し、日本でもラップ口座が伸びたことは周知のとおりである。

日本の投信の課題

さて、以上のような過去の推移、最近の世界の動向を踏まえて、今後、投信が日本人の資産形成・運用に大きく貢献するための課題について述べたい。

第一に、投信会社には運用リターンの更なる向上が求められよう。日本の国内株ファンドの最近のパフォーマンスは（意外に感じる向きが多いかもしれないが）良好である。投信の評価機関である三菱アセット・ブレインズのデータによると、日本籍国内株ファンドの2020年末に至る10年間の平均累積リターン（経費控除後）は157%で、配当込みTOPIXの150%を上回っている。しかし、運用実績の向上は運用会社の永遠の課題である。その達成に向けて、運用手法の高度化と併せ、主要投資対象である日本企業の価値向上を実現するため、

二つのコード（スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード）の履行・拡充に努力すべきであろう。このほか、ESG投資の定着を図ることは当然として、収益機会を拡げるためプライベート・エクイティなどオルタナティブ投資への進出も考えられよう。

第二に販売改革である。長期投資促進の観点から、投信販売のビジネスモデルが販売手数料依存型から残高報酬重視型に移行することを期待したい。時価評価残高をベースとする定率残高報酬は、販売業者と顧客の利益が合致することは前述したとおりである。そして、優遇税制が適用されるDC・NISAを活用しての「長期・積立・分散投資」を徹底的に推進し、若年層の投資への参加を促したい。

第三に商品政策である。数年前まで見られたような新商品重視でなく、既存商品を大事に育成する姿勢を強めたい。言い換えれば、投信会社は製造者責任を認識して、米国のように「小さく生んで大きく育てる」ことを目指すべきであろう。

第四に中長期的課題として、投信会社は、①成長が見込まれるETFを日本の投信ビジネスにどう取り込んでいくか（従来型ファンドとの仕切りをどうするか）、②前述のとおり資産運用の個別化が進行する中で、合同運用・均一商品である投信をどう生かしていくかを詰めておく必要がある。②については、投信運用会社の選択肢として、(イ)ポートフォリオの部品としての投信（銘柄選択機能）の提供に徹する、(ロ)バランス型ファンドのバラエティを増やして資産配分の個別化に対応する（私募投信の活用も検討）、あるいは(ハ)資産運用会社として、個別管理の投資一任業務（日本の大手投信会社は既に兼営）により対応する、などが考えられよう。

さらに、投信の世界では1990年代前半のETF開発を最後に大きなイノベーションが起きていないことから、テクノロジーの進歩を活かして、資産運用の個別化に対応できるような画期的な投信の開発、あるいは投信と投資一任口座との効率的な融合システムの開発等に挑戦することも望まれる。