

\*\*\* 提 言 \*\*\*

## 選択の自由と個人の資産運用の課題

～日本の投信市場の資金動向を踏まえて～

日興フィナンシャル・インテリジェンス  
資産運用研究所長 西川 卓男

一昨年来、話題を集めている「白熱教室」というNHKの番組がある。HarvardのMichael J.Sandel教授の「Justice 正義とは何か？」から始まり、昨年12月は、ColombiaのSheena Iyengar教授（インド系の盲目の女性教授）が「選択こそ力なり」をテーマに学生相互との活発な討論形式で授業を展開し、日本では目新しいこともあってご覧になられた方も多かったことと思う。その概要は、人生の幸福は、偶然に左右される部分に加えて、人生の様々な場面で現れる“選択”の機会に自らの意思を持ってどのような選択をしたのかが重要である、ということであった。

さて、これを個人の資産運用の世界にあてはめて考えてみよう。個人の金融資産の選択がもたらす結果も、人生の幸福に影響を及ぼす。では、主要国の個人は、どのような選択をしているのであろうか？ 図表1に、「A.貯蓄」「B.投資」「C.保険」に区分けして示す。

図表1 個人金融資産の構成状況

区 分	小 区 分	日 本	米 国	欧 州
		個人金融資産総額*	48兆ドル (約3,659兆円)	18兆ユーロ (約1,867兆円)
		1,471兆円		
		保有構成比(%)		
A. 貯蓄	現金・預金	56.0	14.5	37.5
B. 投資	1. 投資信託	3.1	11.7	7.0
	2. 株式・出資金	5.6	30.9	15.2
	小計(1+2)	8.7	42.6	22.2
	3. 債券	2.5	10.5	7.6
	投資合計(1+2+3)	11.2	53.1	29.8
C. 保険	保険・年金準備金	28.6	28.9	30.6
D. その他		4.2	3.5	2.1
	合 計	100.0	100.0	100.0

\* データは2011年9月末。資産総額は、1\$=¥76.65, 1Euro=¥104.11で換算

(出所) 日本は、日銀「資金循環統計」、米国は、FRB"Flow of Funds Accounts of the US"、欧州は ECB" Euro Area Accounts"より NFI 作成。

日本、米国、欧州ともに、個人の金融資産に占める「C. 保険」の割合はほぼ同じ約3割である。しかし、残りの7割の部分の様相がかなり異なる。日本においては、長期にわたるデフレの影響もあり、「A. 貯蓄」（銀行預金）が過半を占めており、残りの「B. 投資」割合は、11.2%と、欧米と比べるとかなり小さい。

投資は貯蓄に比べて、“何を選択するか”が非常に重要である。投資の対象と言えば、株式、債券と投資信託（投信）が主体となろうが、投信は、今から15年ほど前の金融ビッグバンの施策の一つ、“貯蓄から投資へ”の看板商品として焦点が当てられ、以来、様々な規制改革がなされてきた。個人投資の形態として、投信は主役の座となるはずだったが、日本ではいまだ個人の金融資産全体の3.1%であり、この割合もむしろ停滞気味にある。また、株価の低迷もあり、資本市場への投資マインド自体も薄れている。ここでは、個人投資の形態として主役になるはずだった投信市場の現状の課題を、“選択の自由度”とその環境という観点から考察してみよう。

### 【現状認識】

日本の投信市場の推移を図表2に示す。ここ10年を見れば、市場規模としては堅調な成長を遂げてきた。ただし、10年前と比べると、公社債投信、MMFが激減している。市場全体の規模拡大の背景には、リスクの高いカテゴリーとなる「株式投信」の高い成長がある。「株式投信」は、株式も組み入れることができるという制度上の定義に過ぎないが、リスクの高い投信カテゴリーに運用資産が集中していると言えよう。

図表2 日本の投資信託全容と推移

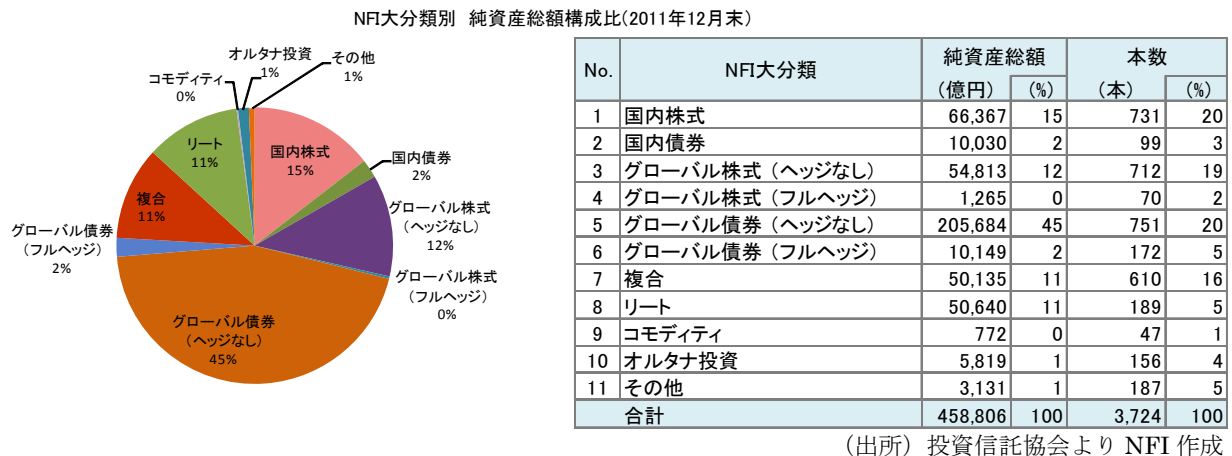
国内の投資信託 純資産総額の状況				2011		2008		2006		2001		
				純資産 総額 (兆円)	構成比	純資産 総額 (兆円)	構成比	純資産 総額 (兆円)	構成比	純資産 総額 (兆円)	構成比	
国内籍 投資信託	公募	証券投資信託	株式投信	単体型	0.9	1%	1.3	2%	1.9	2%	0.6	1%
			追加型	45.9	48%	39.6	47%	53.8	49%	14.3	26%	
		公社債投信	単体型	0.0	0%	0.1	0%	0.2	0%	0.5	1%	
			追加型(※)	8.5	9%	8.6	10%	10.3	9%	22.2	40%	
		MMF	2.0	2%	2.6	3%	2.7	2%	7.7	14%		
		金銭信託	0.0	0%	0.0	0%	0.0	0%	-	-		
	証券投資法人	0.0	0%	0.0	0%	0.0	0%	0.0	0%			
	不動産投資法人	4.1	4%	4.0	5%	3.1	3%	0.2	0%			
	私募	証券投資信託	株式投信	27.9	29%	22.5	27%	29.2	26%	4.9	9%	
			公社債投信	0.6	1%	0.6	1%	0.8	1%	1.1	2%	
証券投資法人		0.1	0%	0.1	0%	0.1	0%	-	-			
外国籍投資信託(日本販売分)				5.2	5%	5.1	6%	8.7	8%	4.1	7%	
国内の投資信託全体				95.3	100%	84.5	100%	110.8	100%	55.7	100%	

(※)MMFを除く

(出所) 投資信託協会、日本証券業協会より NFI 作成

個人にとっての投資の中心は、公募の株式“追加型”投資信託（黄色部分：以降、オープン投信と言う）である。図表3で、このオープン投信のNFI大分類別の構成状況を確認する。この図表は、投資家の“選択”結果を表しているとも言える。純資産総額ベースでは、グローバル債券のウェイトが高く、株式まで含めると全体の6割をグローバル資産が占めることになる。

図表3 日本のオープン投信の状況（2011年12月末時点）



この資産構成に至る過去7年の推移を図表4に示す。ここでは、図表3におけるグローバル債券の中でも、近年の純増が著しいエマージング債券は別に区分けした。

図表4 NFI 分類別構成比の推移

(単位: 億円, %)

各年末 時点	国内株式		国内債券		グローバル株式 (ヘッジなし)		グローバル株式 (フルヘッジ)		グローバル債券 (ヘッジなし)		グローバル債券 (フルヘッジ)		エマージング 債券		複合		リート		コモディティ		オルタナ投資		その他		合 計	
	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比	純資産 総額	構成比
2005	132,081	34.0	2,439	0.6	27,732	7.1	2,565	0.7	155,396	40.0	6,438	1.7	7,318	1.9	33,001	8.5	14,586	3.8	487	0.1	4,192	1.1	2,604	0.7	388,839	100.0
2006	145,246	27.0	2,266	0.4	71,908	13.4	2,526	0.5	178,200	33.1	4,424	0.8	11,195	2.1	84,666	15.7	29,472	5.5	683	0.1	5,043	0.9	2,198	0.4	537,826	100.0
2007	118,793	18.3	2,691	0.4	137,350	21.2	2,445	0.4	188,350	29.0	3,446	0.5	24,675	3.8	134,850	20.8	29,580	4.6	932	0.1	3,597	0.6	2,372	0.4	649,083	100.0
2008	71,269	18.0	3,013	0.8	50,826	12.9	1,019	0.3	146,764	37.1	2,210	0.6	29,003	7.3	74,907	18.9	11,039	2.8	749	0.2	2,685	0.7	2,000	0.5	395,482	100.0
2009	71,506	14.7	3,849	0.8	83,957	17.2	1,351	0.3	161,594	33.2	3,398	0.7	53,573	11.0	72,293	14.8	28,324	5.8	1,385	0.3	3,202	0.7	2,773	0.6	487,207	100.0
2010	71,243	13.9	7,686	1.5	76,765	15.0	1,315	0.3	165,178	32.3	5,276	1.0	70,645	13.8	64,426	12.6	41,951	8.2	971	0.2	2,941	0.6	3,587	0.7	511,984	100.0
2011	66,367	14.5	10,030	2.2	54,813	11.9	1,265	0.3	147,751	32.2	6,390	1.4	61,693	13.4	50,135	10.9	50,640	11.0	772	0.2	5,819	1.3	3,131	0.7	458,806	100.0
2011年末 本数	731	19.6	99	2.7	712	19.1	70	1.9	466	12.5	135	3.6	322	8.6	610	16.4	189	5.1	47	1.3	156	4.2	187	5.0	3,724	100.0

(出所) 投資信託協会より NFI 作成

過去から現在に至る資産選択の流れを整理してみよう。2007年までは、「複合型」の投信が人気を集め、同時に「グローバル株式」がBRICS諸国への成長期待から純資産総額も増加していることがわかる。この背景には、国際分散投資の考え方が浸

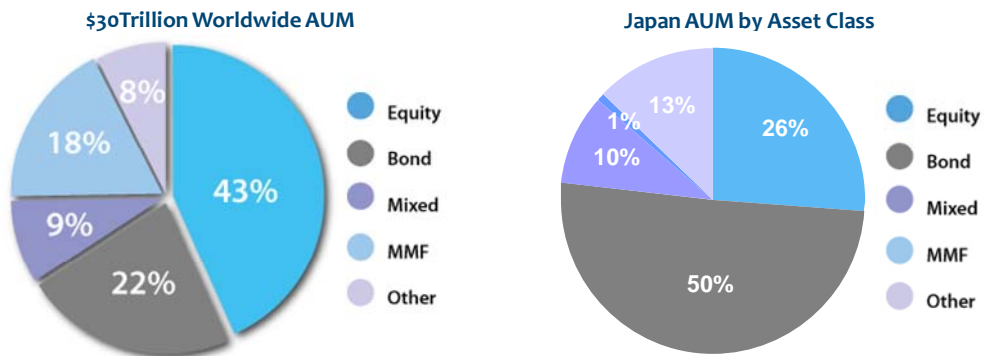
透してきたことがある。ところが、2008年のリーマンショック後は、分散効果自体への疑問から、資金が流出に転じる。替わって、それまでも人気を集めていた分配型の中でも、更に高い利回りを求めてエマーシング債券、リートが急浮上している。2009年以降は、新しいタイプとして、金利差によるヘッジプレミアムが享受できる“通貨選択型”に資金が集まっている。通貨選択型の主な購入層は、インカム収入のニーズが高い高齢層（準富裕層を構成する）に偏っていると言われるが、現在ではその多層的なリスクを投資家が理解していたのかが問題となっている。

これらを概観すれば、リーマンショックの前後における大きな変化は、株式（国内外）、複合型資産から、利回り型資産への一層のシフトである。

### 【日本の投信市場の特色：世界と比較して】

米国の投信調査会社 Strategic Insight の調べによると、世界の公募投信市場は、この数年、約 30 兆ドル規模で推移している。その投資先の資産別構成を図表 5 に示す。左図と比較すると右図日本市場は、Equity（株式）の比率、MMFの比率がかなり低く、Bond（日本はグローバル債券が中心）偏重となっている。

図表 5 世界の投資信託市場と日本市場の対比（投資資産別構成比：2011年12月末）



Source: Strategic Insight Simfund GL, MF

Source: Strategic Insight Simfund GL

図表 6 に、日本を含む主要地域の、過去 3 年間の資金流入の状況を示す。どの地域も Bond（赤色／各種タイプあり）が流入上位を占めるが、日本以外では、Equity（青色）への流入額も大きい。日本市場では、分配／通貨選択型の中心でもある Real Estate（グローバルリート）、Bond High Yield（ハイイールド債券）、Bond Emerging（エマーシング債券）の順に大きく、分配型資産に偏った資金流入だと言えよう。

図表6 世界の投資信託市場の状況：地域別 Best Selling Category (過去3年)

Net Flows: 2009年~2011年 (US\$ Billion)

Ranking	Japan	Local Asia ex-Japan	US	Local Europe	Cross-border
1	Real Estate 59.4	Equity Asia Pacific 24.9	Taxable Bd Short/Intmd 312.0	Absolute Return 38.4	Bond Global 93.3
2	Bond High Yield 58.0	Guaranteed/Protected 9.8	Int'l/Global Equity 259.1	Mixed Flexible 35.3	Bond Emerging Markets 77.1
3	Bond Emerging Markets 54.0	Mixed Conservative 6.8	Corporate/Income Gen'l 180.3	Commodities 23.7	Bond High Yield 64.2
4	Bond Asia Pacific 45.7	Bond Asia Pacific 6.5	Global Bond 141.8	Target Maturity 23.3	Equity Emerging Markets 60.2
5	Bond Convertibles 6.2	Commodities 3.8	Fed Muni Short/Intmd 71.5	Equity Emerging Markets 19.9	Equity Global 50.1

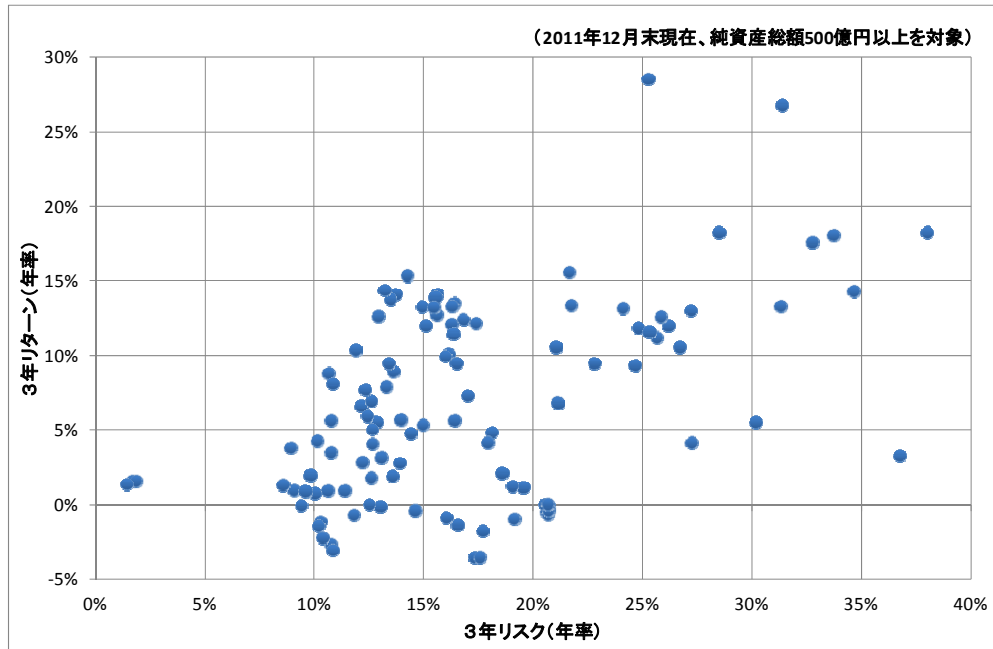
- Equity
- Bond
- Mixed
- MMF
- Other

(出所) Strategic Insight Simfund GL

### 【リスク／リターンで見たプロダクトレンジ】

ところで、投資の王道は分散投資だと言われる。分散投資は、リスクの低いものから高いもの、相関度も異なるリスクプロファイルの資産を組み合わせると、期待される分散効果により、ポートフォリオとしての効率性を高める効果があるとされる。図表7に、純資産額500億円以上の個々のオープン投信の過去3年間のリターンとリスクをプロットした。2011年末では、500億円以上の投信は116本ある。金額全体では31兆円と、オープン投信全体(46兆円)の約7割を占めており、概ね市場全体の姿を反映している。図表を見ると、リスクが10%以内の領域に空白地帯がある。即ち、主力の投信商品が、Low Risk から Middle Risk の領域で欠けており、“貯蓄から投資へ”の導入部となる資金の行き場がないようにも見える(商品があっても、個人投資家にその商品の存在自体が知られていない可能性もある)。これは、公社債投信における純資産総額もこの10年で激減していること(図表2)から、投信市場全体における課題だとも言える。

図表7 日本のオープン投信：リターン・リスクの分布（過去3年：2009-2011）



(出所) 投資信託協会より NFI 作成

ここまでをまとめると、日本の個人の金融資産市場においては、

- ① 長引くデフレの影響もあり、「貯蓄から投資へ」の動きは見られない。投資の主な手段となる投信市場においては、
  - ② Bond を中心とする利回り型への資金流入の偏重が見られ、Equity、とりわけ国内株の地盤沈下が著しい。
  - ③ リスク分散という点で、リスクの低い領域での選択肢が限られている。
- 以上、これら3つの課題が浮き彫りとなる。

## 【提 言】

投資における“選択の自由”という点で、個人が自律的に賢い選択ができる環境については、解決すべき課題がいくつかあり、ここに提言を3つ掲げる。

### 1. “貯蓄から投資へ”の入り口となる、「Low-Middle Risk 型」の投信の充実

1つ目は、投信市場において、Low Risk と Middle Risk 型の商品を充実させることである。日本では、貯蓄から次のリスク段階への投信の選択肢はまだ限られており、預金の次の受け皿としての機能を持つ公社債投信も、かつてのような役割を果たしていない。投信市場が、貯蓄から投資への入り口としても幅広い投資家の支持を得るためには、Low から Middle Risk で仕組みがわかりやすい商品を充実させ、顧客の側に立った選択やアドバイスが必要であろう。

### 2. 共感を呼ぶ「Equity（主に日本株）」投信の開発

2つ目は、冷え込んでいる Equity への投資意欲を喚起する運用商品の開発である。ただし、ここで主張したいのは、割安であるが故の一過性の商品ではなく、長期保有を前提とした持続性の高い商品の開発である。日本株の運用については、市場ベンチマークを念頭に置くよりも、3-5年以上の中長期保有で資産形成に寄与する投資スタイル、例えば、Warren Buffett のファンドのように個人投資家の共感を得る、わかりやすい少数銘柄投資で、投資企業への参加意識が実感できるスタイルが待たれよう。

### 3. 自律した選択ができる早期の金融経済教育の実現

3つ目は、投資選択の自律を促す仕組み作りである。例えば、金融経済教育の早期実現化である。これまでの投信の資金フローの移り変わりを見ると、日本の投資家は、概してトレンド追随型で、熱しやすく冷めやすいように見える。金融経済知識に疎いために、付和雷同型の投資行動になっていないであろうか。個人が自律した選択ができるためには、そのための知識が必須である。金融危機を教訓として活かすべき内容もあり、人生設計を踏まえての資産形成を促すためにも、早い時期からの金融経済教育の重要性を認識すべきであろう。

ちなみに、冒頭の「白熱教室」の Sheena Iyengar 教授の郷里インドでは、結婚式当日に、親の選択による花嫁、花婿が“初めて”会って結婚生活に入るのが自然な姿なのだという。本人達にとっては選択の自由がないのだが、その後の調査によれば、本人同士の恋愛で結婚に至るカップルよりも離婚も少なく幸福度も高いらしい。選択の自由は、ただあれば良いというわけではなく、一定の理性や支えによる環境作りも重要だということである。