

*** レポート ***

オープン投信レビュー 2013

～ 運用会社・販売会社・個人投資家の動きとともに振り返る ～

資産運用研究所 藤原 勤也
資産運用研究所 呂 潔

要 約

2013年末のオープン投信市場の純資産総額は63.5兆円となり、2007年末の64.9兆円に迫る水準まで回復した。純資産総額は前年末より約12兆円増加しており、その内訳は、設定額から解約償還額を差し引いた純流入額が4.6兆円、収益分配額を除いた運用増額が7.4兆円であった。特に運用増額は、国内外の株式市場の上昇と為替相場が一段と進んだことで過去最高水準となった。

制度面の変化をみると、少額投資非課税制度（NISA）が2014年にスタートすることとなり、NISA向けの商品組成、販売ラインナップの強化など、運用会社や販売会社は2013年初から本格的に動き出した。また、2013年末時点で既に約440万件のNISA口座が開設されるなど、個人投資家の間にも積極的な動きが見える。しかし、個人投資家の間でオープン投信に対して理解が不十分な点や保有期間の短期化といった近年の傾向を踏まえると、NISA口座の活用にはまだ課題が多い。

オープン投信市場の更なる発展のためには、NISAが広く普及し個人の中長期的な資産形成ツールとして活用されること、またそのために業界全体で金融リテラシーをより一層積極的に取り組むことを期待したい。

目 次

1. はじめに
2. オープン投信市場に関する動向
3. オープン投信市場の主要参加者の動き
 - 3.1 運用会社サイド
 - 3.2 販売会社サイド
 - 3.3 個人投資家サイド
4. 2014年への展望

1. はじめに

リーマンショックから5年が経ち、米国をはじめ、世界各国で景気回復の兆しが見え始めている。国内に目を向けると、2013年4月に日銀による異次元金融緩和の導入が決定し、9月には2020年の夏季オリンピック・パラリンピックの東京開催が決定した。また、ドルをはじめ主要通貨に対して円安が進行する中、日経平均株価が年間57%の上昇で先進国の中で最も高い上昇率を記録するなど世界から注目を浴びた1年となった。こうした株高、円安を追い風に、2013年のオープン投信市場は活気に沸いた¹。2013年末の純資産総額は63.5兆円と、2007年末のピーク(64.9兆円)に迫る水準まで回復し、収益分配額を除いた年間の運用増額は7.4兆円と過去最高である。

本稿では、以下の構成で、国内のオープン投信市場の2013年を振り返る。第2章では、オープン投信関連の制度および法令を中心に整理する。第3章では、オープン投信市場の主要参加者である運用会社、販売会社および個人投資家それぞれの動きに焦点を絞り、その動向や特徴を説明する。最後に、オープン投信市場の現状と課題を踏まえ、今後の展望について述べる。

2. オープン投信市場に関する動向

2013年の流行語大賞の候補に選ばれるなど、NISAは、オープン投信市場で話題の中心だった²。1月の「平成25年度税制改正大綱」の閣議決定により「少額投資非課税制度(日本版ISA)」の創設が本格的にスタートした。4月にNISA推進・連絡協議会が「少額投資非課税制度(日本版ISA)」の愛称(NISA)を決定し、金融機関は顧客口座獲得に向けて一斉に動き出した。その結果、10月の口座開設開始から年末までの僅か3か月で口座開設数が約440万件に達した³。

そのような中、NISAの普及・拡大に向けて、業界団体は相次いでNISA向けの投資信

¹ ここでは、契約型公募投資信託の追加型株式投信を対象とする。

² 当初、2014年1月から2016年までの3年間に、年間100万円を上限として取得した上場株式や公募株式信託の配当や譲渡益等を非課税とする内容で導入される予定だった。金融庁や業界団体などの要望により、現在口座開設可能期間は2014年から2023年までの10年間、非課税期間は5年とされた。また、平成26年度税制改正によって口座開設の金融機関の変更、NISA口座廃止後の再開設も認められる予定である。

³ 日本証券業協会の発表によると、2014年1月1日時点で証券会社全体で320万口座、銀行など証券会社以外は約120万口座の開設があった。

託商品提供についての提言や、NISA の勧誘及び販売時における留意事項などの報告書を公表し、NISA の制度の周知、実務上の取扱い、資産形成に資する金融商品の提供など業界関係者が取り組むべき課題を取りまとめた。また、金融庁も「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の改正案に、「少額投資非課税制度を利用する取引の勧誘に係る留意事項」を追加し、顧客に対する説明態勢の整備や制度設計・趣旨を踏まえた金融商品の提供を各金融機関に要望した。

一方、2012 年末に金融審議会が公表した「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告」を受け、業界団体はそれぞれの規則や規定について、パブリックコメントを募集し議論を重ねてきた。

交付目論見書については、近年急増した通貨選択型投資信託の仕組みの説明用語をより投資家に分かりやすいものとするよう、投資信託協会で見直しが行われた。交付運用報告書も同様に、説明用語の改善やリスク表示について有識者会議で検討された。また、日本証券業協会は、2014 年末に導入予定の通知制度に係る規制を改正した。近年、分配金の多寡だけでファンドが選ばれる傾向があり、投資家が分配金と基準価額の変動の両方を捉えるトータルリターンを把握できるようにするためである。このように、運用会社や販売会社が投資家に情報を提供するだけでなく、投資家も投資判断を行う際に必要とする投資情報を容易に把握できるよう、自発的な取組みを業界団体が促した。

さらに、高齢顧客に対する勧誘・販売に関するトラブルの発生等を踏まえ、金融庁は高齢者向け金融商品販売の監督を強化し、仕組みが複雑な商品販売に一定の規制を金融機関に求めた。これを受け、日本証券業協会も高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドラインを制定し、75 歳以上の高齢顧客に仕組みの複雑な商品を勧誘するには役席者による事前承認を義務づけることを求めた。

上記一連の動向は、文末に付表としてまとめたので、参照されたい。

3. オープン投信市場の主要参加者の動向

オープン投信市場には多くの参加者が存在している。今回は、①商品組成、運用および情報提供を行う運用会社、②募集・販売を手掛ける証券会社や銀行などの販売会社、③保有のメインである個人投資家の3点に焦点を当て、それぞれの2013年における動向を概観しつつ紹介する。

3.1 運用会社サイド

2013年は運用会社の経営統合、新規登録や業務廃止の動きがあったものの、オープン投信（以下、ファンド）を運用している会社数は前年末と同じく72社である⁴。本章では、商品組成の視点から2013年における新規設定ファンドの状況、運用の視点から（2013年以前に設定された）既存ファンドの運用状況について詳しく見ていく。

3.1.1 新規設定ファンドの状況

2013年に810本のファンドが新たに設定された。これは2012年（378本）の2倍強、過去10年で最多である。運用会社72社のうち、7割が2013年にファンドの新規設定を行った。また、既存ファンドのラインナップと異なる特性のファンドを2013年に手掛けたか確認するため、NFI大分類を用いて調査した結果、そのうちの3割が既存ファンドのラインナップ以外のものを新規設定していることがわかった。

では、2013年における新規設定ファンドはどのような特徴があるのだろうか。まず、ファンドの当初申込期間における設定額⁵の内訳を見ると、1億円未満のファンドは全体の50.7%、10億円未満は22.3%、100億円未満は19.4%、100億円以上は7.6%の比率となっている。全体の7割以上のファンドが10億円未満の規模で運用を開始したことがわかる。また、全体の設定額の平均は29.8億円と、2012年の54.5億円に比べて金額が小さい。

次に、新規設定時の販売会社の状況について調べた。2013年における新規設定ファンドのうち、販売会社未定（自己設定）のファンドは1割程度ある。国内で運用会社による直販は全体の1%にも満たない実態を考えると、自己設定ファンドもいずれ販売会社を通じて販売されると考えられる。ファンド設定数の多さ、設定額の低さ、自己設定数の多さ等の背景には、2014年のNISA開始に備え、早期にファンドラインナップの強化が必要だと運用会社が判断したものと推測される。

また、新規設定ファンドの分類を見ると、2012年⁶に比べ、国内株式、複合、リート

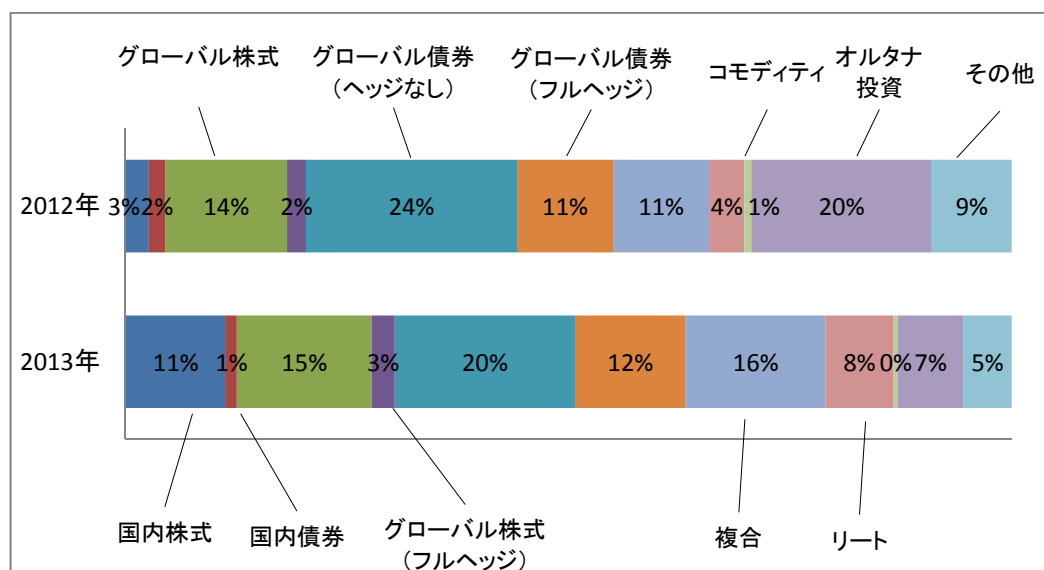
⁴ 投資信託協会に新規登録しているが、オープン投信を設定していない運用会社を除く。

⁵ オープン投信の場合、当初申込期間と継続申込期間に購入することができる。ここでは当初申込期間に投資家から集まった資金を指す。

⁶ 詳細は藤原（2013）を参照されたい。

の割合が顕著に増え、オルタナ投資、グローバル債券（ヘッジなし）などが減っている（図表1）。日経平均株価、東証リート指数ともに年間で40%以上の上昇率となるなど高パフォーマンスが国内株式やリートタイプの新規設定に追い風となった。一方、複合タイプには、従来の株式、債券、リートなど基本資産配分が一定であるタイプに加え、機動的に資産配分を変更するようなタイプの増加も目立つ。この複合タイプの増加はNISAと大きく関係していると思われる。なぜなら、第2章で触れた金融庁や業界団体の指針や提言の中に、NISAの普及・拡大に向けた金融商品の提供について、投資時期の分散と投資対象の分散を図るよう業界関係者に求めているため、複合タイプの新規設定の増加に繋がったと考えられる。

図表1 新規設定の商品種類の比較（NFI大分類別）



出所：投資信託協会データより NFI 作成

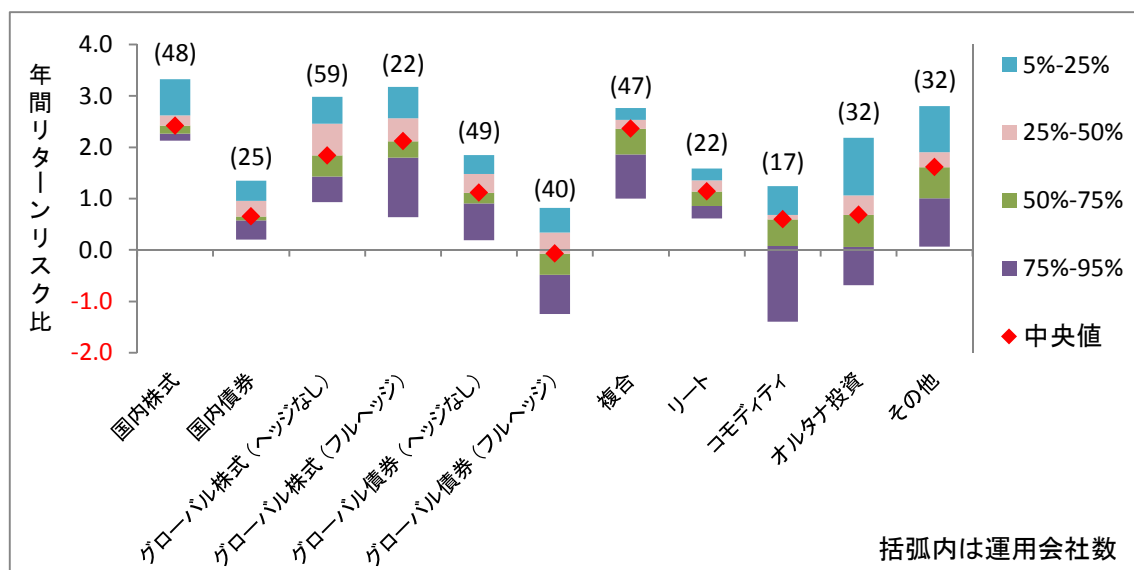
3.1.2 既存ファンドの運用状況

ファンドの組成・運用を行う運用会社は、債券に特化した運用会社もあれば、株式、債券、リート、オルタナ投資などまんべんなく手掛ける運用会社もある。各社が運用しているファンドの運用状況を見るには、取ったリスクに対してどの程度のリターンが得

られているか確認することが重要である。今回は、運用開始から1年以上経過したファンド（3,743本）の2013年における年間リターンリスク比（年間リターン／年間リスク）を計測した上で、NFI大分類、運用会社ごとにまとめた結果から、同一資産クラスにおける運用会社間の運用状況を確認した。

図表2はファンドの年間リターンリスク比を基にNFI大分類、運用会社ごとにまとめたものである。グラフを見やすくなるため、上下5%を除いた四分位としている。棒グラフの長さは同一資産クラスにおける運用会社間の運用状況（年間リターンリスク比）のバラツキを表している。棒グラフが長いほど年間リターンリスク比でみた運用会社ごとのパフォーマンスに格差があることを示している。

図表2 年間リターンリスク比からみた運用状況（NFI大分類別）



出所：投資信託協会データより NFI 作成

図表からは、まずグローバル債券（フルヘッジ）、コモディティ、オルタナ投資以外の分類では、2013年の年間リターンリスク比がすべてプラスであり、中央値から特に国内株式、複合では、年間リターンリスク比が2を超えて全体的に運用状況が良好といえる。運用会社間の運用状況については、リート、国内債券や国内株式ではバラツキは

比較的小さい一方、コモディティ、オルタナ投資では、下位25%は年間リターンリスク比がマイナスとなるなど、バラツキが比較的に大きいと見て取れる。運用会社間の運用スキルの差異のほか、投資資産による影響もあると思われる。例えばコモディティの場合、2013年に原油に投資しているファンドが20%以上の上昇に対して、金に連動するファンドは10%以上下落した。

3.2 販売会社サイド

オープン投信の募集・販売は主に証券会社と銀行等登録金融機関(以下銀行等)によって行われている。ここでは、投信市場の販売動向や、大手販売会社の取扱いファンドのラインナップを調査し、各社の取扱いファンドの傾向を分析する。

3.2.1 販売チャネル別動向

2013年12月末時点の公募株式投資信託の残高⁷は、証券会社が38兆円、銀行等が26兆円で、販売チャネル別残高シェアは、証券会社58.7%、銀行等40.5%となっている⁸。残高の推移をみると、証券会社、銀行等ともに2007年央までは順調に伸ばしていたが、リーマンショックによって大きく減少した。その後、証券会社は通貨選択型ファンド等の新しい商品を投入することにより回復ペースを速め、2010年3月以降のシェアは、銀行等を上回る状態が続いている。金額ベースの差は、2012年央までは最大で3兆円程度であったが、2012年後半以降は拡大傾向にあり、2013年末時点では11.9兆円にまで広がっている。(図表3)

3.2.2 各社取扱いファンドの傾向

各社の取扱いファンドの傾向をみる目的で、今回投資信託協会のデータに基づき、各社のファンドラインナップについて独自の調査を行った。証券会社は大手5社⁹、銀行等は都銀5行¹⁰を選択のうえ、各社の取扱いファンドの延べ本数を集計し、NFI大分類

⁷ ここでは契約型公募投資信託の追加型株式投信と単位型株式投信の合計値となっている。

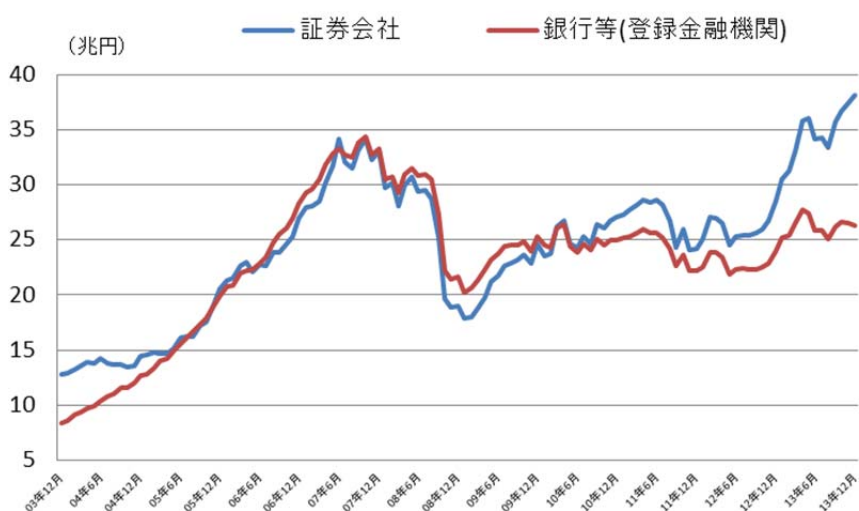
⁸ その他に、直販で0.5兆円(シェア0.8%)の販売額がある。

⁹ 大手5社：野村証券、大和証券、三菱UFJ証券ホールディングス、SMBC日興証券、みずほ証券

¹⁰ 都銀5行：三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行

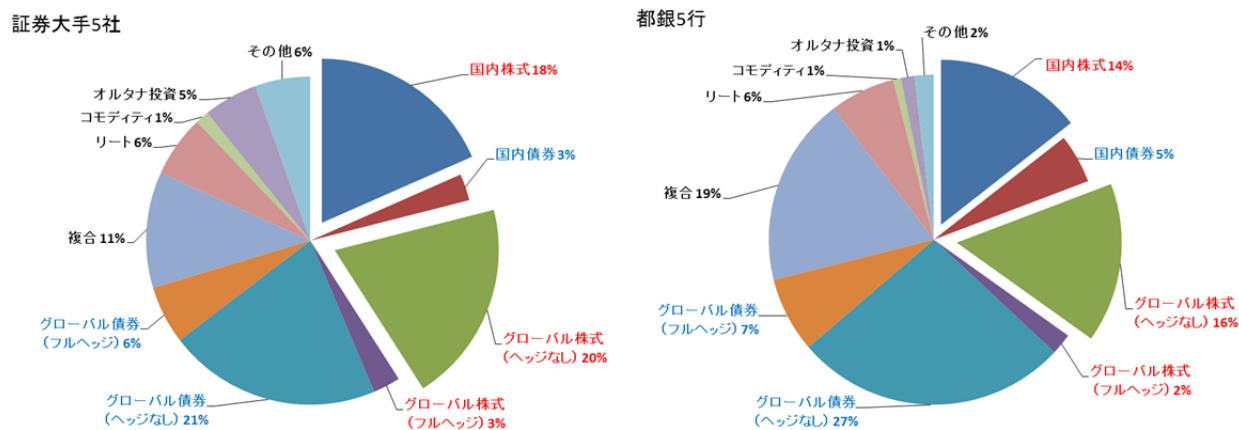
を用いて比率で表した。(延べ本数約 4,000 本。うち証券は約 2,900 本、都銀は約 1,100 本) (図 4)

図表 3 販売チャネル別残高の推移 (単位型含む 直販除く)



出所：投資信託協会データより NFI 作成

図表 4 各社取扱いファンドの NFI 大分類比率 (除く ETF)



出所：投資信託協会データより NFI 作成

証券大手5社では、株式系¹¹で41%、債券系¹²で30%を占める。一方、都銀大手5行では、株式系で32%、債券系で39%を占める。両者を比較すると、証券大手5社は、比較的高いリスクの高い株式や、複雑な戦略を用いるオルタナ投資などの比率が高く、都銀5行は、比較的安全性が高いとされる債券や、複合などの比率が高い。

前述したように、2013年は国内外の株式市場が上昇し、円安基調の一年であった。主要資産の中でパフォーマンスが良かった国内株式やグローバル株式（ヘッジなし）の比率が、証券大手5社のほうが高い。運用面から見れば、純資産の伸びに大きな差が生じた要因のひとつとして、取扱いファンドの傾向の違いが影響しているものと推測される。

3.2.3 各社取扱いファンドの傾向（2013年新規設定分）

次に、2013年の新規設定ファンドに絞って同様の調査を行った（図表5）¹³。

図表5 NFI 大分類別各社取扱いファンド（2013年新規設定分）

	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）		複合		リート		コモディティ		オルタナ投資		その他		合計	
	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率	本数	比率
A社	22	33%	1	1%	4	6%	3	4%	2	3%	4	6%	9	13%	6	9%	0	0%	15	22%	1	1%	67	100%
B社	7	9%	2	2%	12	15%	3	4%	15	18%	4	5%	15	18%	5	6%	0	0%	12	15%	7	9%	82	100%
C社	1	2%	2	4%	11	24%	1	2%	7	16%	7	16%	10	22%	5	11%	0	0%	1	2%	0	0%	45	100%
D社	24	26%	0	0%	15	16%	2	2%	22	24%	6	7%	7	8%	7	8%	0	0%	2	2%	7	8%	92	100%
E社	2	3%	1	2%	10	15%	2	3%	14	21%	2	3%	14	21%	5	8%	2	3%	2	3%	12	18%	66	100%
証券5社	56	16%	6	2%	52	15%	11	3%	60	17%	23	7%	55	16%	28	8%	2	1%	32	9%	27	8%	352	100%
A行	1	4%	0	0%	3	12%	3	12%	8	32%	4	16%	6	24%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	25	100%
B行	1	6%	1	6%	1	6%	0	0%	1	6%	3	18%	8	47%	0	0%	0	0%	0	0%	2	12%	17	100%
C行	3	6%	2	4%	11	23%	5	10%	9	19%	4	8%	5	10%	5	10%	2	4%	2	4%	0	0%	48	100%
D行	2	4%	1	2%	6	11%	1	2%	13	24%	18	33%	6	11%	4	7%	0	0%	0	0%	3	6%	54	100%
E行	2	5%	1	3%	7	18%	1	3%	12	30%	5	13%	6	15%	4	10%	0	0%	0	0%	2	5%	40	100%
都銀5行	9	5%	5	3%	28	15%	10	5%	43	23%	34	18%	31	17%	13	7%	2	1%	2	1%	7	4%	184	100%

出所：投資信託協会データより NFI 作成

¹¹ ここでは、国内株式、グローバル株式（ヘッジなし）、グローバル株式（フルヘッジ）の数値を合算している。

¹² ここでは、国内債券、グローバル債券（ヘッジなし）、グローバル債券（フルヘッジ）の数値を合算している。

¹³ ここでは2012年以前に設定されたファンドの新規取扱いは考慮しないものとする。なお、図表5の証券大手5社、都銀5行は延べ本数で表記、算出している。

全体では、証券大手5社、都銀5行ともにグローバル債券（ヘッジなし）の比率が高い。また、証券大手5社では、国内株式、複合が続き、都銀5行では、グローバル債券（フルヘッジ）、複合が続いている。すべての販売会社が、概ね全分野で新規ファンドを取り扱っているが、その比率を見ると、国内株式の比重が高いところや、複合の比重が5割近くのところもある。このように、販売会社によって重点的に商品を投入する分野が大きく異なっていることが確認される。但し、各販売会社では、新規に設定されたファンドの種類にかかわらず、十分なラインナップがあり、また、単位型や外国投信のかたちでも各種ファンドが提供されている点は考慮する必要があるだろう。

2013年に各社が取扱う新規設定ファンドの特徴をみると、最も比率の高いグローバル債券（ヘッジなし）では、エマージング債券やハイイールド債券に投資するファンドが多くみられ、米国バンクローンなどに投資するファンドも増加傾向にある。グローバル株式では米国株や米国MLP¹⁴に投資するファンドが多く、シェール革命の恩恵を享受しようとする動きが表れていると言える。また、グローバル債券（フルヘッジ）では、世界の金融機関が発行する優先証券などに投資するファンドの取扱いが増えており、株高、円安と比較的堅調な相場環境が続く中、安定的な資産の獲得を狙った動きと考えられる。また、近年各社が主力に取り扱ってきた通貨選択型においては、メキシコペソやトルコリラ等の取扱いが大きく増えており、通貨選択の幅を広げる動きがみられる。

3.2.4 NISA 対応

NISA 導入に合わせて、販売会社それぞれが専用サイトを設け、フローチャートやガイドブック等を用いて商品選択のポイントやリスクについて非常にわかりやすく解説している。また、口座開設顧客への現金のプレゼントや住民票取得代行サービスなどの各種キャンペーンを実施するところや、NISA 口座での投信買付手数料を無料にしているところもある。NISA 制度を活用し、投資未経験者などの新たな投資家層を証券市場に導こうと力を注いでいる。

商品ラインナップでは、インデックス型を中心に構成するところや、投資資産や投資手法ごとに推奨ファンドを選択するところなど違いはあるものの、内外株式、債券、複

¹⁴ Master Limited Partnership の略。米国における事業形態の一つでエネルギー・天然資源に関連する事業が主流。

合等、各社概ねまんべんなく取り揃えており、顧客が自身のニーズに合わせて選べるよう工夫されたラインナップとなっている。各社¹⁵のウェブサイトからNISA専用ファンドやNISA向け推奨ファンドの特徴を調査した結果、次の3点が挙げられる。初めに非分配型ファンド¹⁶の比率が高い点である。特に過去に設定された毎月分配型などの追加シリーズとして設定されたファンドが目立った。2013年末時点で分配型ファンドは全ファンドの約4割を占めるが、NISA向けファンドでは、資産成長型や年1回決算物などの非分配型が全体の9割以上を占め、分配頻度を抑えたラインナップとなっている。NISAでは分配金の再投資は新たな非課税枠を利用するうえ、非課税投資枠に上限があるため、同制度のメリットを活かすための選択と言えよう。次に、インデックス型ファンドの比率が約3割ある。インデックス型は比較的低コストと言われており、中長期運用を見据えたNISA向けとして選択されている点は納得できる。最後に、2013年に新規設定されたファンドの採用が多い点である。運用期間が3年以上のファンドもあるが、5割以上が2013年に設定されている。

3.3 個人投資家サイド

日銀の資金循環統計によれば、ファンドの保有者構成のうち、家計（個人投資家）が約3分の2を占めている。最大の保有者である個人投資家がどのような基準でファンドを保有したか、もしくは保有しているかを、投資信託協会によるアンケート調査の一部結果を踏まえ、その特徴を考えてみる。また、2013年に個人投資家が注目したファンド、そしてファンドの平均保有期間についても分析を試みる。

3.3.1 個人投資家マインド

投資信託協会は、ファンドの保有状況や購入意向などを把握するため、定期的に「投資信託に関するアンケート調査」を実施し、その結果をホームページで公表している¹⁷。

ここでは、個人投資家がファンド購入の際に重視した点について、直近3回の一般向

¹⁵ 前出7ページの注記9,10の10社。但し、NISA向けファンドをウェブサイトで確認できないものは除く。

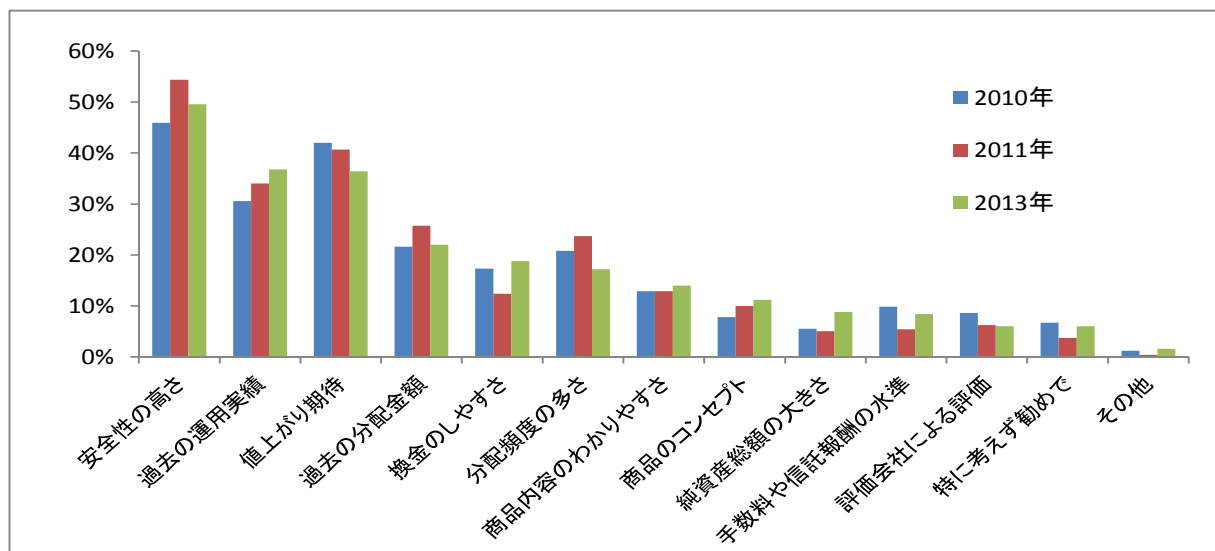
¹⁶ ここでは、分配型ファンドは毎月、隔月、四半期ごとに分配を行うファンド、非分配型ファンドは分配型でないファンドと定義する。

¹⁷ 投資信託協会が一般向け東阪調査（ほぼ毎年）と金融関心層向け全国調査（3年ごと）を実施している。

け東阪調査結果（現在保有層・保有経験層）をまとめた。図表6にあるように、個人投資家は「安全性の高さ」を最も重視している。次に重視しているのは「過去の運用実績」「値上がりの期待」で、時系列でみると、前者は上昇傾向、後者は低下傾向がみられる。そのほか、分配金に関連する項目（「過去の分配金額」「分配頻度の多さ」）も重視されている。

「値上がりの期待」の低下と「過去の運用実績」の上昇傾向から、個人投資家はファンドを購入する際、安全性が高く、かつ過去の運用実績があるファンドをより重視しつつあると考えられる。一方、商品属性に関連している「商品のコンセプト」も重視する傾向が少しずつ高まってきているが、ほかの項目に比べると依然として低い。ファンドの投資対象や運用方針等、「商品のコンセプト」をよく理解しようとする意識はまだ低いと言える。実際、ファンドの目論見書、運用報告書の閲読状況についての回答集計では、「全部読んだ」もしくは「必要と思われる項目を読んだ」を合わせた閲読率はそれぞれ40%、60%程度にとどまっている。

図表6 ファンド購入の際に重視した点（重複回答）



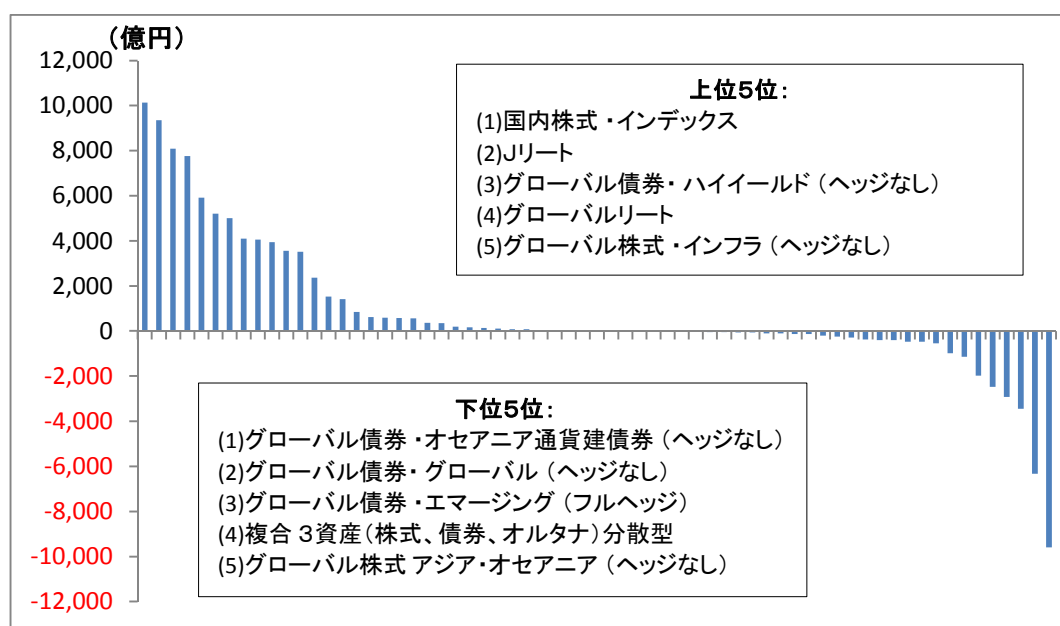
出所：投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査」より NFI 作成

3.3.2 資金フロー状況

2013年に4.6兆円の新規資金がオープン投信市場に流入した¹⁸。個人投資家がどうい
うファンドに関心を集めたか、設定・解約による資金フローの状況から確認する。なお、
投資対象、投資地域、運用方針などの違いで分類し、NFI 中分類を用いて集計を行った。

図表7で示したように、国内株式・インデックスへの純流入が1.01兆円と最も多く、
Jリート(9,354億円)、グローバル債券・ハイイールド(ヘッジなし)(8,094億円)、
グローバルリート(7,757億円)、グローバル株式・インフラ(ヘッジなし)(5,918億
円)の順となっている。上位5分類だけで4.1兆円の純流入が見られた。一方、グロー
バル債券・オセアニア通貨建債券(ヘッジなし)など下位5分類から約2.5兆円の純流
出があった。

図表7 年間の資金フロー (NFI 中分類別)



出所：投資信託協会データより NFI 作成

¹⁸ 償還額(0.2兆円)を除き、新規設定ファンド、既存ファンドそれぞれに4.5兆円、0.3兆円の純流入があった。

年間ベースでは、国内株式・インデックスへの流入額が最も多かったが、11月、12月の2か月間では4,106億円の純流出があった。全体の資金フローを月次ベースの推移で見ても、10月までは純流入が続いていたが、11月は3,196億円、12月は6,146億円の純流出と2か月連続で純流出となった。2013年の高いパフォーマンスによる利益の確定と年末の証券優遇税率の終了に合わせたファンドの「駆け込み売却」の増加が指摘されている。但し、Jリート、グローバル債券・ハイイールド（ヘッジなし）、グローバル株式・インフラ（ヘッジなし）は年末の2か月間も純流入が続いており、売れ行きの堅調さを保っている。

3.3.1節で示した個人投資家がファンドを購入する際に重視した点のうち、純資産総額、年間分配額、実質分配利回り、年間リターンリスク比の4つの指標を用いて、既存ファンドの年間の資金フローに与える影響を簡単に検証してみた。2013年末時点のデータからは、各指標ともに平均以上のグループはいずれも純流入、平均以下は純流出となった。また4つの指標すべてが平均以上の場合と、そうでない場合との比較では、前者が1.8兆円の純流入、後者は1.5兆円の純流出である。実際のデータからも個人投資家がファンドを購入する際に重視した点とファンドの資金フローが整合的であったと言える。

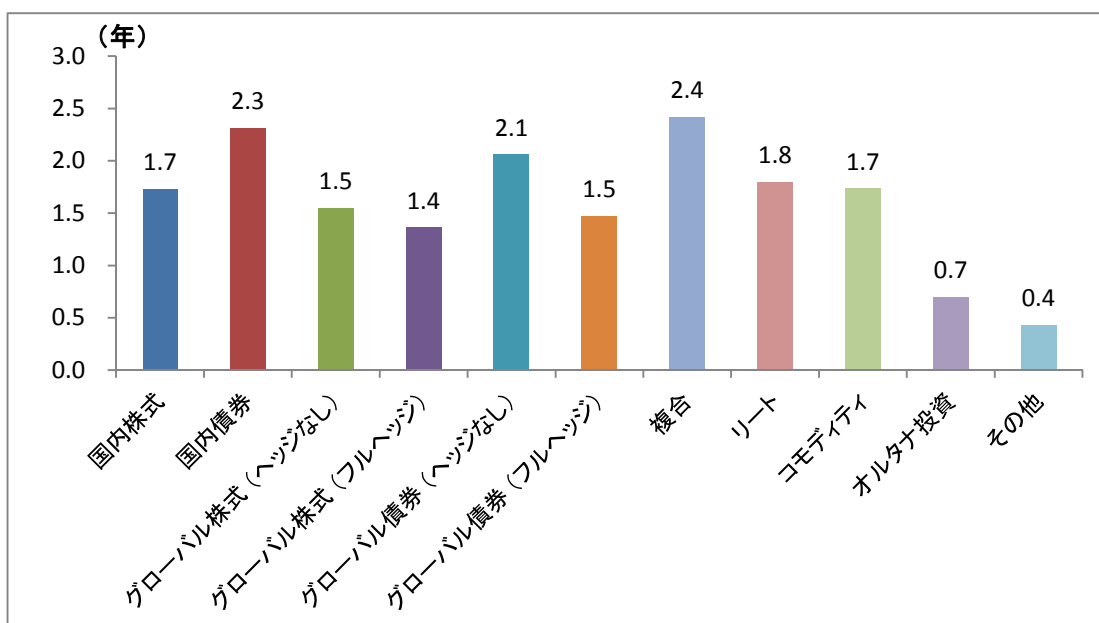
3.3.3 平均保有期間

最後に、ファンドの平均保有期間に焦点を当てる。杉田[2013]に倣い、ファンドの純資産総額の期中平均（前年末と当年末を平均した数値）を年間解約額で割った比率をファンドの平均保有期間と定義する。この比率が低いほど短期売買が集中し、高いほど長期的な保有と解釈できる。

杉田[2013]によると、2012年の主要国の状況では、英国の4.3年、米国の3.5年に対して日本は2.2年であり、日本の投資家の平均保有期間が米英に比べ短いと指摘した。同様な手法で推計した結果、2013年の保有期間は1.7となり、2012年よりさらに短くなっている。次に、投資資産の違いによる保有期間の違いを見るため、NFI大分類ごとの保有期間を推計してみた。図表8で示したように、国内債券、グローバル債券（ヘッジなし）、複合の3分類は平均で2年以上、それ以外の分類は2年未満となっている。中でもオルタナ投資が0.7年、その他が0.4年と1年未満である。オルタナ投資ではブ

ルベア型、その他ではマネープールの保有期間が特に短いとみられる¹⁹。前述(12 ページ)の投資信託協会が実施したアンケート調査でも、投信購入検討者の希望保有期間が3年以上の回答率は2009年の43.0%から2013年の28.4%まで低下しており、保有期間の短期化を裏付ける結果となった²⁰。

図表 8 平均保有期間 (NFI 大分類別)



出所：投資信託協会データより NFI 作成

4. 2014年への展望

2013年は運用会社による大量の新規ファンドの設定、販売会社によるNISA専用ファンドの立ち上げなど、運用・販売サイドにNISA絡みの動きが多く見られた。個人投資家サイドの動きを見ると、保有期間の短期化や高い分配志向がみられることから、NISA

¹⁹ マネープールは、ファンドの乗換え（スイッチング）をする際に資金を一時的に待機させるために、保有期間が短い特徴がある。

²⁰ 今後投信を購入する場合の希望保有期間を、「1年未満」「1年以上2年未満」「2年以上3年未満」「3年以上5年未満」「5年以上」「特に期間は決めない」「無回答」7つの選択肢で集計した結果に基づく。3年以上の回答率は、「3年以上5年未満」「5年以上」を合わせたものである。

口座を利用した個人の中長期的な資産形成に至るプロセスにはまだ課題が大きいと感じる。

NISA は既存の個人投資家だけでなく、今までリスク資産への投資経験がない個人投資家や、金融資産保有額の少ない若年層の中長期的な資産形成を後押しする制度である。NISA が効果的な制度となるためには、投資未経験や投資経験の浅い個人投資家が投資目的、投資基準などを明確にし、金融商品のコンセプトやリスクを十分理解する必要がある。そのためには、ファンドの組成・販売役である運用会社、販売会社が適切なファンドの提供や情報の発信、また行政と一体となった金融リテラシー活動を積極的に行うことが不可欠である。モデルにした英国の ISA も導入7年後に制度の効果が評価され恒久化となった経緯がある。より多くの個人投資家がこの制度を利用すれば、制度の利便性向上や恒久化など改善にも繋がる。「貯蓄から投資へ」を促進する大きな機会と期待したい。

参考文献

- 日本証券業協会、「英国の ISA (Individual Savings Account) の実施状況等について：～英国の ISA の実態調査報告～」、2012年11月号
- 杉田浩治 (2013)、「投資信託は制度・税制変更でどう変わるか」、証券経済研究所、2012年5月
- 鳥毛拓馬 (2013)、「NISA 創設の背景と活用法」、大和総研調査季報、2013年秋季号 Vol. 12
- 藤原勤也 (2013)「オープン投信レビュー2012」、NFI リサーチ・レビュー2013年1月号
- 投資信託協会、「投資信託に関するアンケート調査」(一般向け東阪調査)
- 投資信託協会、「少額投資非課税制度 (NISA) の普及・拡大に向けた投資信託商品の提供について」
- 投資信託協会、「「NISA」の普及・拡大に向けた投資信託商品に関する調査」
- 日本証券業協会、「高齢顧客に対する勧誘による販売について」
- 金融庁、「平成26年度税制改正について-税制改正大綱における金融庁関係の主要項目」
- 金融庁、「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」
- 日銀、日銀の資金循環統計 (2013年第3四半期速報)

付表： 2013年の投信市場の主な出来事

時期	NISA 関連	NISA 関連以外
1月	・「少額投資非課税制度（日本版 ISA）」の創設及び金融所得課税の一体化の拡充（「平成 25 年度税制改正大綱」）	
2月		・「交付目論見書の作成に関する規則」等の改正（投資信託協会）
3月	・日本証券業協会、投資信託協会、全国銀行協会など業界団体による NISA 推進・連絡協議会が発足 ・「日本版 ISA の円滑な導入に向けた取り組みに係る提言」の公表（日本証券業協会）	
4月	・「少額投資非課税制度（日本版 ISA）」の愛称「NISA（ニーサ）」の発表（NISA 推進・連絡協議会）	・株価指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）の買い入れ額の拡大（日銀・金融政策決定会合）
6月	・「少額投資非課税制度（NISA）の普及・拡大に向けた投資信託商品の提供について」の公表（投資信託協会） ・「NISA の勧誘及び販売時における留意事項」の公表（NISA 推進・連絡協議会） ・「平成 26 年度税制改正に関する要望」の公表（全国銀行協会、信託協会）	・投資信託のトータルリターンのお知らせの導入に係る「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規制」の改正（日本証券業協会）
7月		・「投資信託・投資法人に関する有識者との意見交換会議事要旨」の公表（投資信託協会）
8月	・「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の改正案に「少額投資非課税制度を利用する取引の勧誘に係る留意事項」の新設（金融庁） ・「平成 26 年度 税制改正要望項目」の公表（金融庁）	
9月	・NISA 特設サイトの公開（日本証券業協会より） ・「26 年度税制改正に関する要望」の公表（日本証券業協会、投資信託協会、全国証券取引所）	
10月	・税務署で「少額投資非課税制度（NISA）」の口座開設の申込受付が開始	・高齢顧客への勧誘における販売に係る「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正及び「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第 5 条の 3 の考え方」（高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン）の制定（日本証券業協会）
11月	・「NISA の普及・拡大に向けた投資信託商品に関する調査」の公表（投資信託協会）	・「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」に「高齢顧客への勧誘に係る留意事項」の改正（金融庁） ・「投資信託に関するアンケート調査結果-2013 年」の公表（投資信託協会）
12月	・「平成 26 年度税制改正について税制改正大綱における金融庁関係の主要項目」の公表（金融庁） ・日本証券業協会の発表で年末に NISA の口座開設数が約 440 万件	・「交付運用報告書等に関する有識者との意見交換会の議事要旨」の公表（投資信託協会）

出所：省庁・業界団体のディスクロージャー資料に基づき NFI 作成