

1999年12月17日

個人マネーの今後の行方

—投資信託編—

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会

第3研究分野(金融市場の将来像と機能強化)

財政金融研究所研究部 中田 悟

1. 日米独の家計における投資信託の保有状況

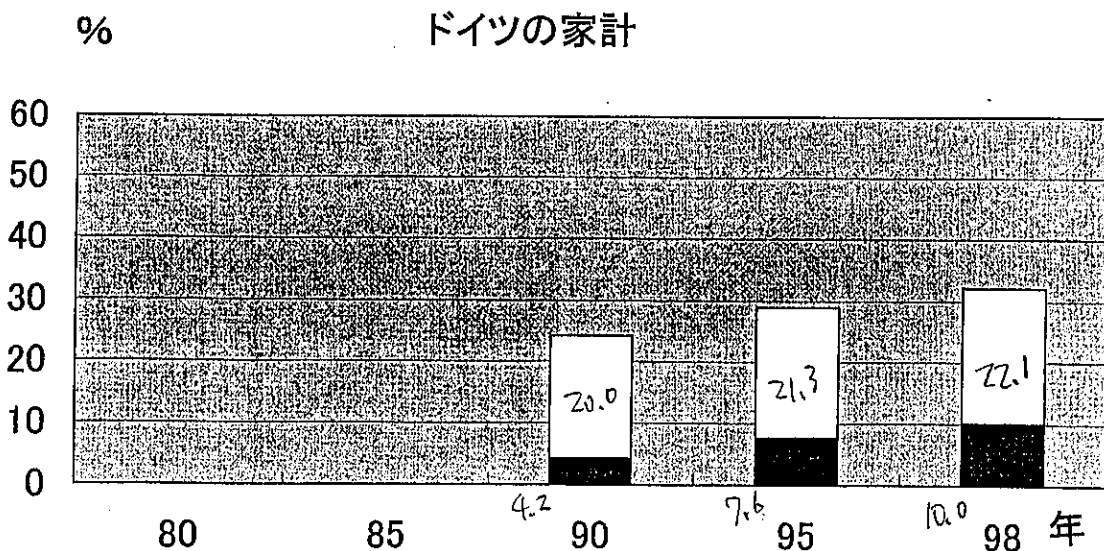
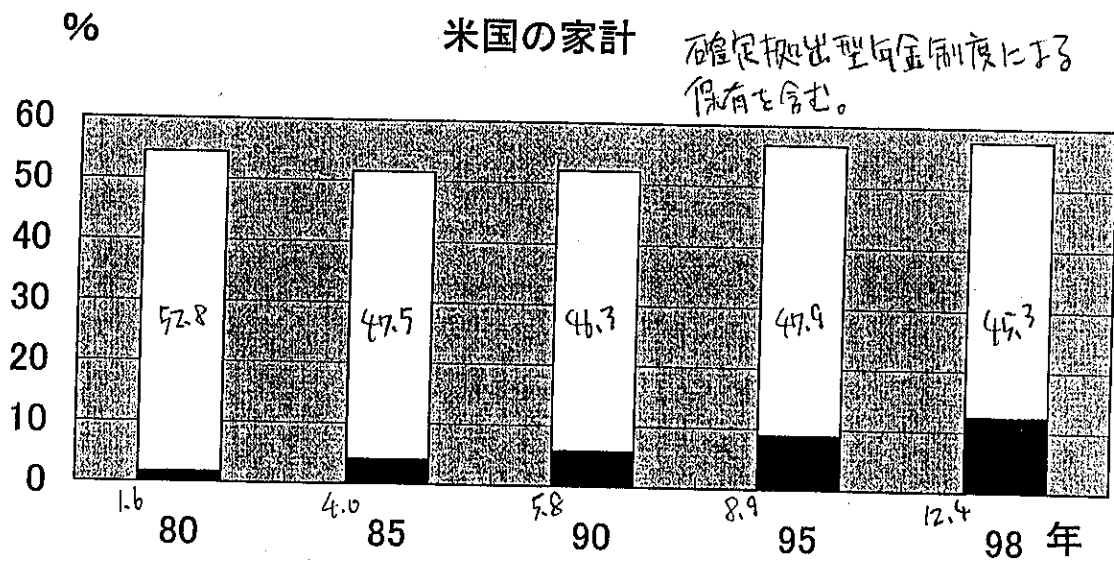
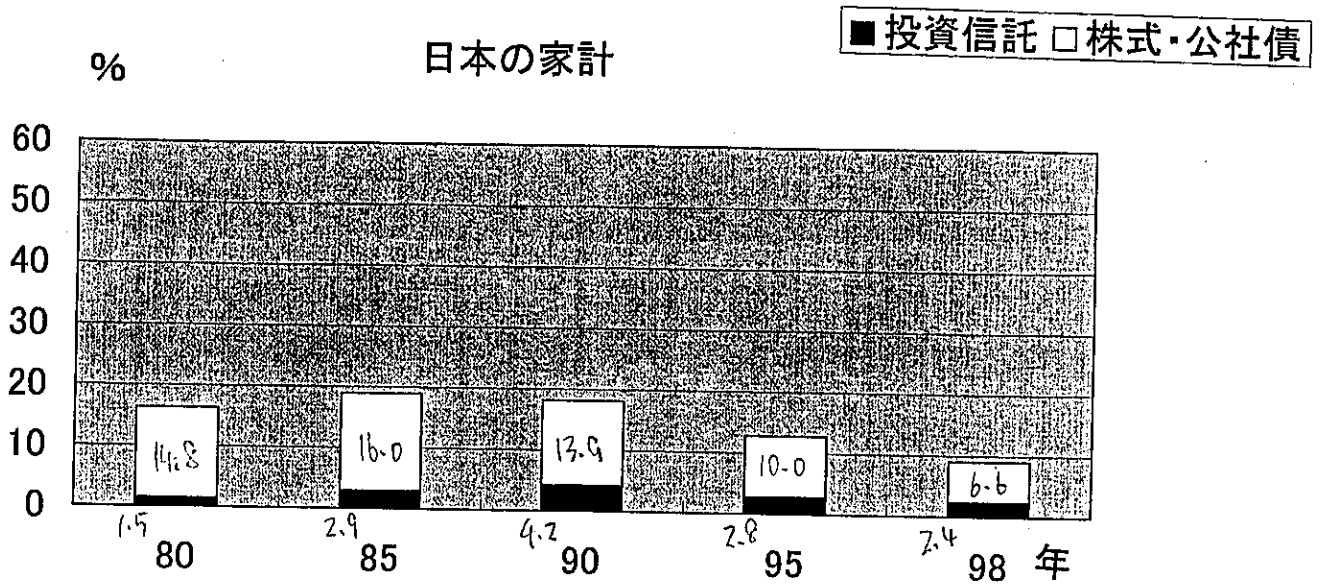
投資信託は米独の家計では主要な資産運用先となってきたが、日本ではそうになっていない。

日本の家計では、投資信託を含め有価証券の保有は少なく、バブル期に一時的に高まったが、90年代には減少した（ただし、足元では増加傾向）。

米国の家計では、以前より有価証券の直接保有が多かったが、80年代半ば以降、投資信託の保有が増加している。これは、有価証券の直接保有から投資信託を通じた間接保有へのシフトが起こるとともに、投資信託がこれまで有価証券を保有したことのない家計にまで広く普及してきているため。

ドイツの家計では、かつては日本のように有価証券の保有は少なかったが、90年代に入って投資信託を中心に有価証券の保有が増加している。

①日米独の家計金融資産に占める割合の推移



②日米の家計の保有割合から見た場合

ア. 日米の家計の投資信託保有割合(全家計に対する割合)

米国		日本	
80年	5.7%	82年	8.2%
88年	24.4%	88年	16.7%(ピーク時)
99年	47.4%	97年	8.8%

(注)株式投信のほか、公社債投信、MMFを含む。

(ICIレポート、証券広報センターレポートより)

イ. 米国の家計の株式(株式投信を含む)保有割合 (全家計に対する割合)

83年 19.0%

99年 48.2%

うち 個別株式のみ保有	7.2%
株式投信のみ保有	22.7%
両方保有	18.3%

(参考)個別株式保有25.5%(日本98年18.5%)

株式投信保有41.0%(日本98年3.0%)

うち 最初に株式のみ保有	14.9%
最初に株式投信のみ保有	28.4%
最初に両方を保有	4.8%

平均金融資産保有額

個別株式の保有家計	\$ 125,000
株式投信の保有家計	\$ 87,500

(注)確定拠出型年金制度を通じた保有を含む。

(ICI&SIA レポート、総務庁貯蓄動向調査報告レポートより)

米国

figure 1

U.S. Households That Own Mutual Funds, 1980-1999¹



(percent)

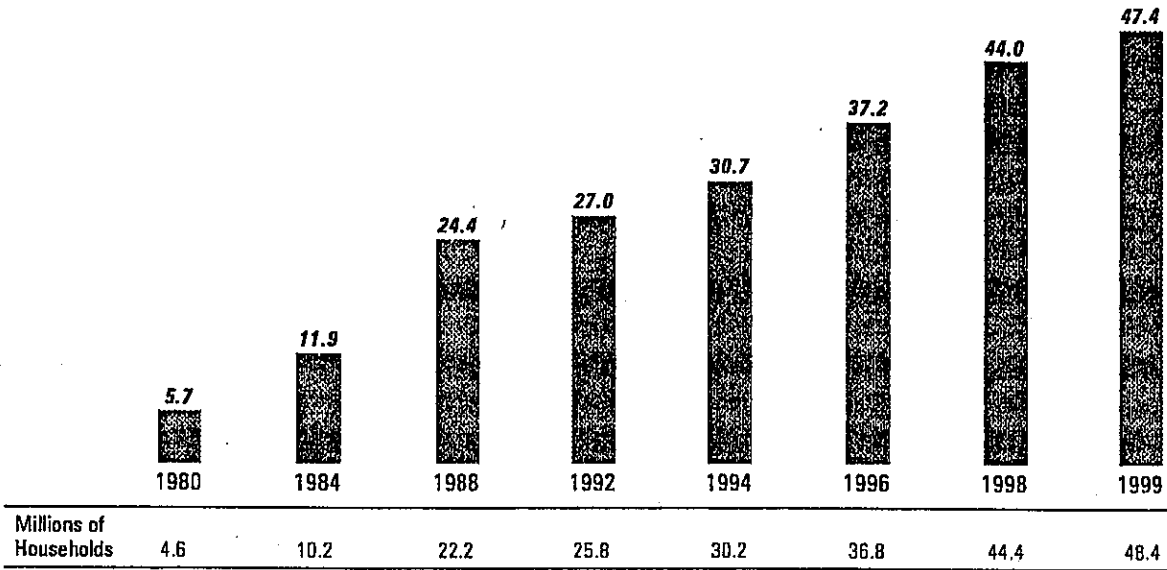


figure footnotes:

¹ Households owning mutual funds in 1980 and 1984 were estimated from data on the number of accounts held by individual shareholders and the number of funds owned by fund-owning households; data for 1980 through 1992 exclude households owning mutual funds only through employer-sponsored retirement plans; data for 1994 through 1999 include households owning mutual funds only through employer-sponsored retirement plans. Data for 1998 and 1999 include fund ownership through variable annuities. An estimated 1.9 million households owned mutual funds solely through variable annuities in 1999.

日本 (証券広報センター調べ)

貯蓄保有状況の推移(重複回答・%)

	銀行等の普通預金	郵便局の通常貯金	銀行等の定期預金	郵便局の定期貯金	貸付信託金銭信託	社内預金	財形貯蓄	株式	国内の投資信託	公社債	外国	銀行等の大口定期預金	郵便局の他の定期性貯金	ワイド
'97	86.3	55.6	61.6	49.3	7.4	9.8	14.8	19.2	8.8	6.7	2.1	5.3	9.4	1.2
'94	87.0	51.5	68.0	51.0	11.1	15.2	20.5	20.5	12.1	7.9	1.3	6.8	12.1	2.2
'91	88.4	47.1	71.9	51.0	13.0	15.8	21.3	19.6	15.1	9.5	1.4		8.7	3.0
'88	87.4	47.0	73.0	49.2	12.7	17.7	21.3	18.5	16.7	10.8	1.0			
'85	86.8	44.8	80.1	48.9	13.7	18.2	20.0	15.8	12.8	10.5	0.6			
'82	87.7	48.3	83.8	52.1	12.1	20.1	20.5	18.0	8.2	10.9	0.3			
'79	87.9	51.6	68.4	42.5	11.2	18.6	18.0	16.0	6.4	7.2	0.3			
'76	94.6		79.3		10.3	18.0	10.6	16.2	5.4	7.6	0.3			
'73	90.1		77.2		8.2	14.7	3.2		4.8	7.9	0.5			

2. 日米独における投資信託制度等の整備

日本では、金融ビッグ・バンなどにより投資信託制度を含む証券市場整備が急速に行われている。投資信託制度はほぼグローバル・スタンダードに近づいた(業界関係者の意見も同様)。

米国では、投資信託が普及した80年代半ば前後以降に特段の投資信託制度の整備は行われていないが、確定拠出型年金の普及は投資信託の増加に寄与している。自由な競争の中で自然に投資信託が増加したという面が強い。

ドイツでは、90年代に入って3度の資本市場振興策がとられ、その中で投資信託制度の整備が図られた。

● 魅力的な投資信託のための制度改革

投資信託が魅力的であるためには、商品設計、運用、販売が三位一体となって運営されることが大切です。新投信法等でそのための様々な整備が行なわれましたが、その主なものをご紹介します。

(1) 魅力的な商品設計

① 信託約款の届出制

承認制から届出制のもとでタイムリーに商品を企画・販売できることとなります。

② 私募投信の導入

少人数の投資者を対象とした投資信託の設定が認められました。

商品設計の自由度が高いと同時に、コストも低く機関投資家等のニーズに対応できます。

③ 会社型投信の導入

現在の契約型投信に加え、欧米で主流になっている会社型投信が認められました。

投資者は株主の立場で意見を反映できます。

(2) 最善の運用

① 投資信託委託業者の認可制

免許制から認可制のもとで、他業種からの参入も可能になり一層の競争が促進されパフォーマンスの向上が期待できます。

② 運用の外部委託

1ファンドの全部または一部を外部に運用委託することができるようになりました。

たとえば、外国市場に詳しい会社はその部分の運用を仕せて、そのノウハウを利用するなどの運用ができます。

(3) 販売

① 販売窓口の拡大

証券会社や投資信託会社だけでなく、銀行・生損保等投資信託を取扱う窓口が大きく広がりました。

販売窓口が増えたことにより、投資信託が身近なものになり利便性が増します。

(4) 透明で充実した情報開示

① 目論見書の交付

販売に際して利用されていた「受益証券説明書」にかえて、内容の詳しい「目論見書」の交付が義務付けられました。(ただし、98年11月までに認可を受けた投資信託は、2000年11月まで従前の「受益証券説明書」の使用が認められます。)

② 外部監査の適用

それぞれの投資信託は公認会計士による監査を受けることになり、透明性が高まります。

③ 運用報告書の交付

運用報告書の交付につきましては、法律に基づき交付されることとなります。

この他にも、国内の投資信託会社による外貨建投信の設定、外国で設定される円建投信の国内販売、運用面では有価証券店頭オプション、店頭金融先物取引等の利用が新たに認められるなど投資信託が一段と魅力的になりました。

米国での投資信託制度等の変遷

- 40年 投資会社法の成立(厳しい情報開示・ガバナンス面での規定、
ファンドの登録制)
- 70年 投資会社法改正(手数料に関するルールの修正など販売面
での競争促進)
- 71年 MMF 導入(決済性なし)
- 75年 株式売買委託手数料の自由化、証券取引所集中義務の撤
廃(メーデー)
- 77年 MMF に決済性付与
- 80年 401K プラン導入(78年法律成立、81年第1号誕生)
通期型の販売関連手数料(12b-1 fee)の解禁
- 83年 レーガンの公的年金制度改革
- 86年 年金の未積立債務の B/S 計上の開始
- 80年代後半 企業再編の活発化
- 90年代 ベビーブーマー(46~64年生まれ)が老後資金の貯蓄を活
発化

米国家計の投資信託の形態別保有状況

(保有家計全体に対する割合、99年)

①確定拠出型年金制度の内外別

確定拠出型年金制度の内でのみ保有	38%
確定拠出型年金制度の外でのみ保有	28%
確定拠出型年金の内でも外でも保有	34%

②最初に保有した際の形態別

確定拠出型年金制度の中で	50%
販売員の勧誘によって	34%
直販で	16%

(ICIレポートより)

米国の雇用者年金保障法(ERISA 法)

確定拠出型年金制度の運営者である企業に対し、その参加者である従業員への情報提供の義務と受託者としての責任を課している。

具体的には、次の3点からなるガイドラインが示されている。

- ①従業員にリスク・リターンの特性の異なる3種類以上の選択肢を提供する。
- ②従業員に少なくとも3ヶ月に1回は投資内容を変更できる機会を与える。
- ③従業員が適切な投資判断を下せるように十分な情報を提供する。

ドイツでの投資信託制度等の整備

90年 第1次資本市場振興法

- 私募投信の明文化
- 有価証券取引税の廃止
- 先物取引所の設立
- 証券取引所の電子取引・情報システムの導入

94年 第2次資本市場振興法

- MMF 導入
- インサイダー取引規制の明文化
- 連邦証券取引監督庁の設立
- 取引所に対する監督の強化
- 株式の額面の引き下げ

98年 第3次資本市場振興法(投信改革が目玉の一つ)

(投資信託関係)

デリバティブでの運用の解禁

ファンド・オブ・ファンズの解禁

会社型投信の導入

株式インデックス・ファンド、有価証券・不動産混合ファンド、高齢化対策
ファンドの導入

投資会社に対する監督当局の監督権限の整備

運用資産リストの届出制の導入

(その他)

上場基準の緩和、上場廃止規定の法制化

目論見書に対する監督当局の検査権限の付与

瑕疵のある情報やアドバイスに対する損害賠償責任の時効期間の短縮

3. 投資信託市場での競争促進の状況

一連の制度改革などにより、投資信託市場での競争は促進されてきている(“仏作って魂入れず”ではない)。競争を通じて、個人投資家は自らのニーズに合った商品やサービスを手軽に利用できるようになると期待される。

- ①外資系、銀行、保険会社からの新規参入により投資信託委託会社数は大幅に増加。

89年末:証券会社系15社

現在:外資系、銀行系、保険会社系含め68社

- ②評価会社による評価が徐々に定着しつつあり、パフォーマンスがよいファンドが売れるようになってきた。

評価会社第1号は97年4月に開業、現在18社

- ③直販や銀行・保険会社による販売により、販売ルートが多様化するとともに、販売拠点数が大幅に増加。また、一つの投資信託商品が複数の証券会社によって販売されるようになってきている。

- ④手数料は、一部に割引の動きもあり、今後引下げや体系の見直しが進むと考えられる。

運用会社入会の経緯

平成元年末			
証券系	15社	野村アセット・マネジメント, 日興, 山一, 大和, 太陽, 新和光, 三洋, 第一勧業アセット・マネジメント, 朝日, 日本, 長期信用, 国際, コスモ, 東京, ユニバーサル, 太平洋	小計15社
平成2年末			
外資系	3社	マーキュリー(英), ヨーティン・フルミン(番), インベスコ(英)	小計13社
平成3年末			
証券系	1社	東洋	小計19社
平成4年末			
外資系	1社	シュローダー(英)	小計20社
平成5年末			
外資系	1社	クレディ・スイス(スイ)	
銀行系	5社	エフ・ビ・アイ・エム, さくら, 三和, 農中, 富士	小計26社
平成6年末			
銀行系	2社	日本興業, 東海	小計28社
平成7年末			
生保系	1社	ニッセイ	
外資系	5社	エル・ジー・ティー(英), モルガン・スタンレー(米), フィデリティ(米), ベアリング(英), ドイツ・モルガン・グレンフェル(英)	小計34社
平成8年末			
外資系	4社	ゴールドマン・サックス(米), ロスチャイルド(英), バンカース・トラスト (米), アライアンス・キャピタル(米)	
銀行系	1社	エヌ・シー・ジー	小計39社
平成9年末			
外資系	3社	エイミック(米), ピクテ(スイ), メリルリンチ(米),	
銀行系	1社	東京三菱	小計43社

平成10年末

外資系	14社	コメルツ(ドイツ), クレディ・リヨネ(スイス), パークレイズ(英), ユー・ビー・エス(スイス), エイチ・エス・ビー・シー(英), スカダー(米), ソロモン(米), プルデンシャル三井(米), ステート・ストリート(米), ウォーバーグ・ピンカス(米), インドカム(仏), エスジー山一(仏), チェース(米), ビー・エヌ・ピー(仏)	
銀行系	1社	しんきん	
生・損保系	3社	安田火災グローバル, 第一ライフ, 東京海上	
退会	3社	マーキュリー, 三和, エル・ジー・ティー	小計58社

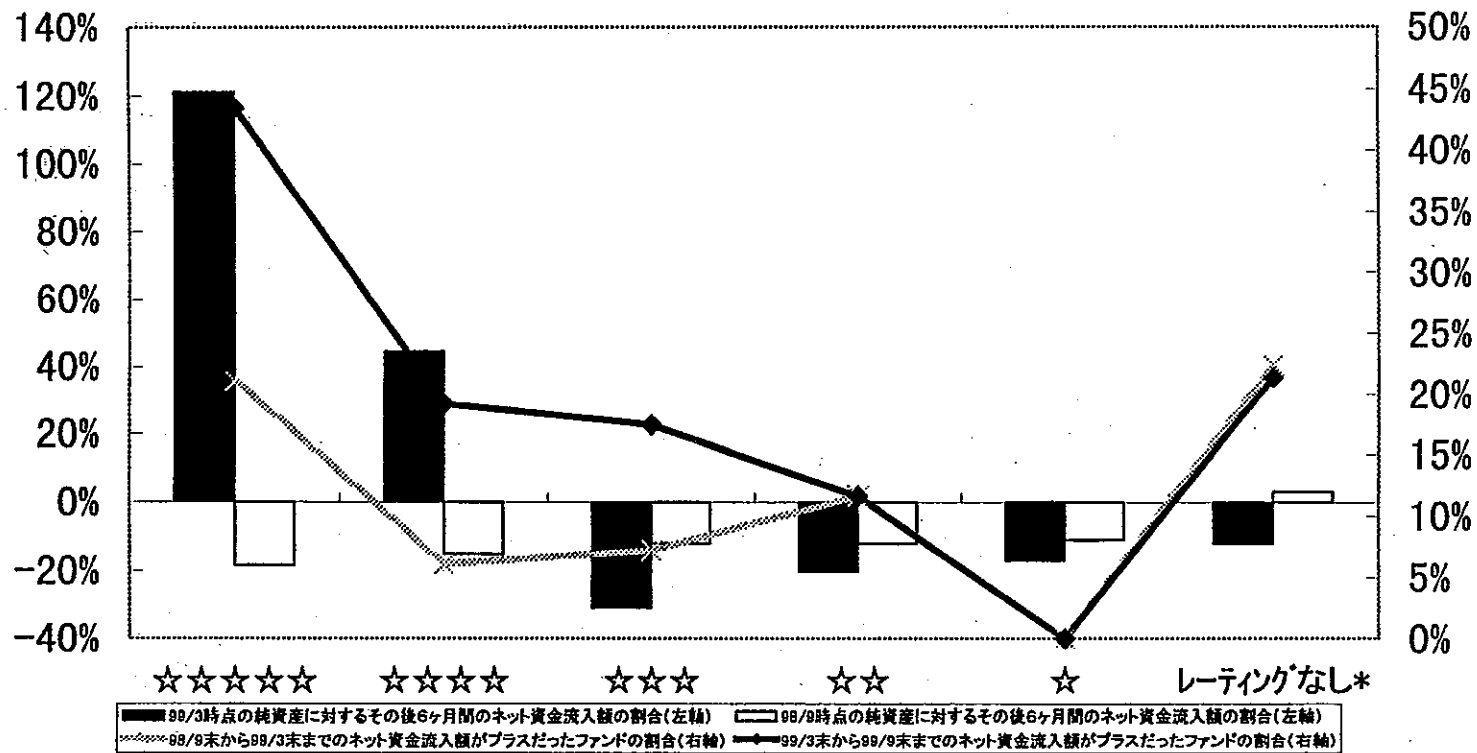
平成11年(現在)

外資系	5社	ジー・イー(米), フランク・ラッセル(米), 第一勧業ジェーピーモルガン(米) エービーエヌアムロ(蘭), アイエヌジー(蘭)	
銀行系	3社	東洋信, 大和住銀, 住信	
生・損保系	4社	三井海上, 安田ペインウェバー, 朝日ライフ, 住友ライフ	
独立系	1社	さわかみ	
退会	3社	エス・ビー・アイ・エム, バンカース・トラスト, 日本興業	小計68社

日本の投信販売の現状と今後

日本の投信もようやく評価される時代に

レーティングと資金流入の関係



出所: 野村総合研究所

*1999年3月末時点で3年以上の運用実績があるFundmark評価対象ファンド

14

販売ルート別のシェア(残高ベース)

○日本

	95年9月末	97年9月末	99年9月末
証券会社	99.3%	98.2%	90.9%
直接販売	0.7%	1.8%	5.2%
銀行・保険会社	—	—	3.9%

(参考)直販は93年開始、銀行・保険会社による販売は98年12月開始。

○米国(BERNSTEIN社推計)

	96年
証券会社	39%
直販	36%
銀行	12%
保険ブローカー	5%
フィナンシャル・プランナー	7%

米国での手数料の推移

米国では、手数料全体(販売関連手数料および運営関連手数料の合計)が長期的に低下してきているとともに、販売関連手数料の体系が、販売時に一括して徴収する形から、運用期間を通じて徴収する形(資産管理型の手数料体系)にウエイトが移ってきている。

○株式投信の年間手数料の推移(運用額に対する割合)

	80年	97年
株式投信全体	2.37%	1.99% (単純平均)
ロード型株式投信のみ	3.02%	2.11% (販売高加重平均)

(注)株式投信全体の手数料の低下の背景には、①ロード型の手数料の低下、②ノーロード型の普及、の2つの要因がある。

○ロード型株式投信の販売関連手数料の変化(運用額に対する割合)

	80年	97年 (年間ベース、販売高加重平均)
一括部分	2.28%	0.78%
通期部分	—	0.45%
合計	2.28%	1.23%

(ICILレポートより)

4. 今後の課題

① 投資家啓蒙活動の充実

現状では、個人投資家の投資信託の認知度や投資信託への関心は低い。また、解約率が高く、個人投資家側にも中長期運用の姿勢が弱い面がある。この背景の一つとして、日本の長期にわたる間接金融中心の金融システムの中で、国民の「投資」意識が薄れていることが考えられる。

今後、投資信託市場の競争促進によって、販売の前線などでの商業ベースでの活動を通じた投資家啓蒙が一層進むと考えられる。

また、確定拠出型年金が導入されれば、従業員に対する投資家教育の効果が期待できる。ただし、その効果の大きさは、確定拠出型年金制度がどの程度普及するかに依存する。

更に、学校教育で投資家教育が着実に行われていくことが重要。

(参考)確定拠出型年金導入の投資家啓蒙の効果

○従業員の投資信託に関する情報へのアクセスが容易になる。

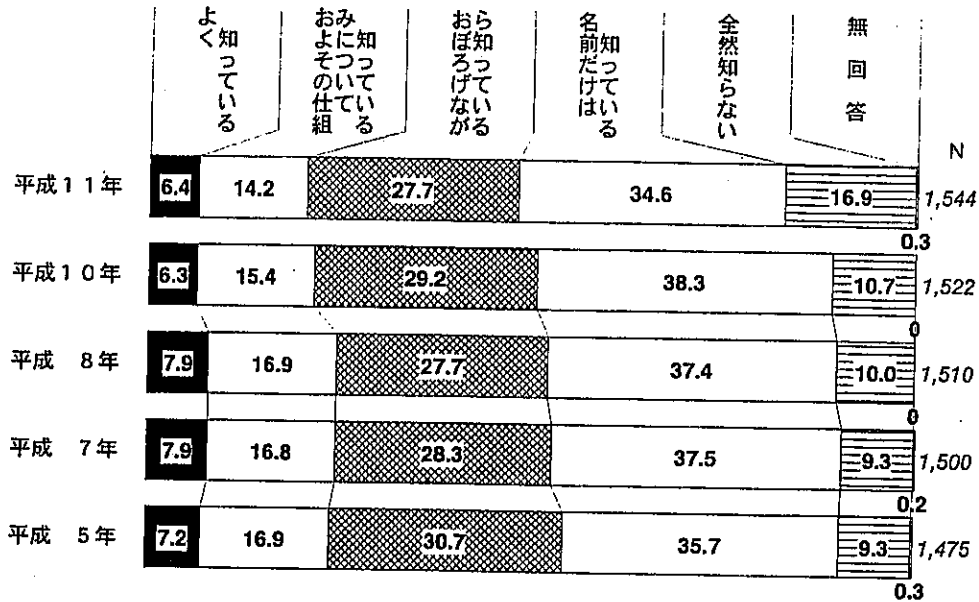
○老後資金の運用に対する自己意識が高まる。

② 日本版金融サービス法の導入

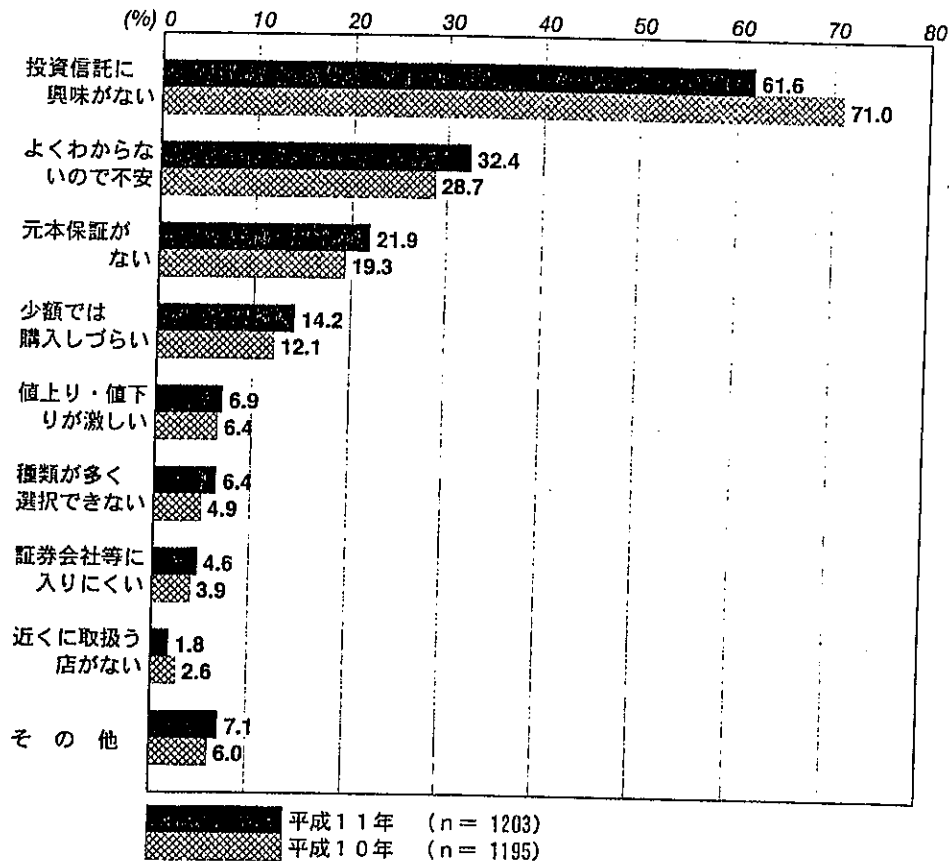
販売勧誘ルールや紛争処理制度の整備など

投資信託に関するアンケート調査 (証券投資信託協会)

投資信託の認知状況



投資信託の非購入理由



投資信託の解約率

(年間解約額／前年末と当年末純資産残高の平均値)

	80年	85年	90年	95年	98年
日本	37%	98%	51%	53%	68%
米国	15%	17%	18%	17%	20%

(注) 日米とも MMF を除く。

投資信託の今後の課題に係る関係業界の見方

(投資信託関係8社からのヒアリング結果)

- 投資家啓蒙活動の充実(中高校レベルでの投資家教育)
- 確定拠出型年金の導入
- 日本版金融サービス法の導入
- 郵貯窓販
- 投資信託の商品性に合った情報開示制度の整備(一般の有価証券と全く同じ取り扱いは馴染まない)
- インターネットなどを通じた非対面販売に適した制度整備
- 運用対象の拡大(土地等)
- 受益証券を含め、有価証券の保管・決済制度の整備
- 投資信託委託会社による投資先での議決権行使を促進するため、議決権行使状況の情報開示を義務付ける。
- 変動利付き国債など MMF の運用先に適した国債の発行
- 投資先企業がIRに一層熱心になることが重要。
- ジャンクボンド市場の整備
- 投資信託の長期保有税制の導入

5. 今後の投資信託への個人マネーの流れについて

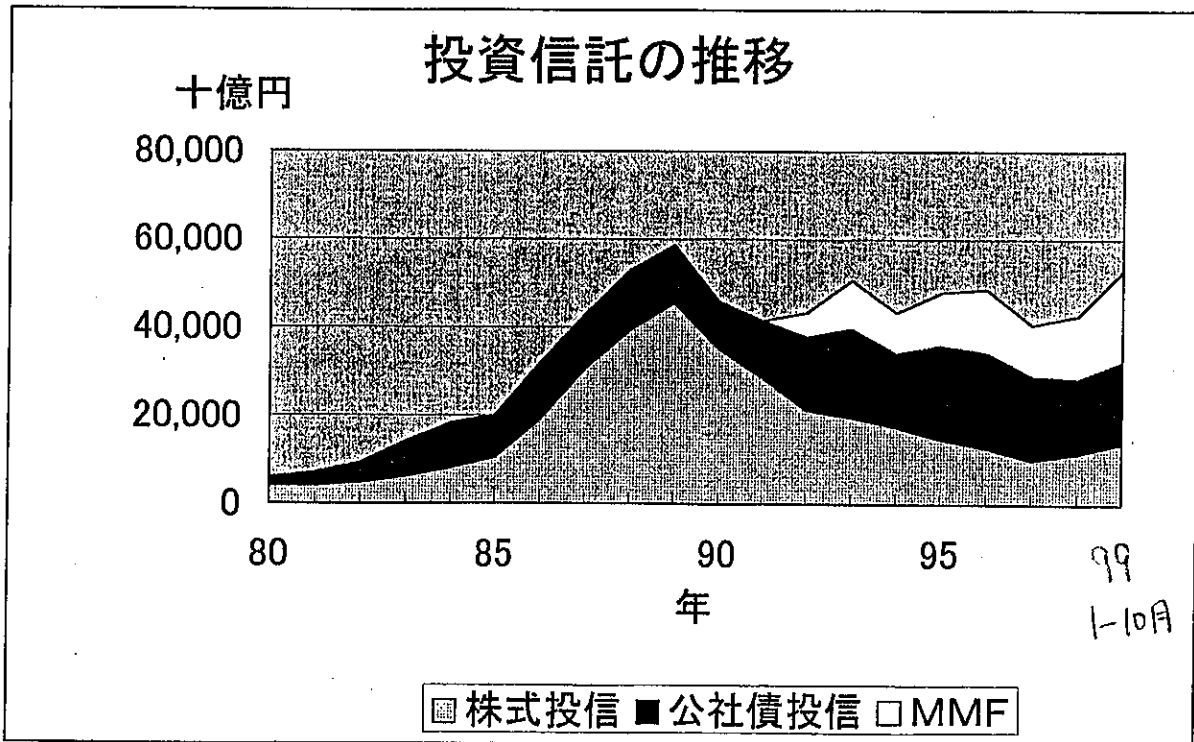
(投資信託関係8社からのヒヤリング結果)

○今後、投資信託への個人マネーの流入は増えるという見方が全ての関係者から示された。

○その速度については、緩やかとの見方が多い。

○当面はMMF、公社債投信を中心に増えるとの見方が多い。

○株式投信は足元で増えているが、これが定着するかどうかは不透明という見方が多い。



補論1. 投資信託を通じた未公開株式投資について

(投資信託関係8社からのヒヤリング結果)

- 97年9月より未公開株式の投資信託への組み入れ(純資産総額の15%以内)が可能になったが、実績なし。
- これは、現状では、未公開株式は流動性が低いことや評価が困難なことから、投資信託の運用先として適さないため。
- 未公開企業の情報開示が進み、未公開株式の流通市場が活発化すれば、比較的小口の企業年金を集めた私募投信などの運用先となると考えられる。この場合、未公開株式の評価や未公開企業の経営指導を行う人材の確保など、運用体制面の整備が必要となる。
- 更にアーリーステージの流動性の低い未公開株式への投資には、長期安定資金が必要であり、会社型クローズドエンド型の投資信託を上場する方式によって、流動性の低い未公開株式を組みこんだ投資信託を作ることは理論的には可能。しかし問題は、上場株式の値付けがうまくいくかということや、会社型投資信託には、株主代表訴訟のリスクが高くて役員のなり手がいないこと、株式総会の開催など運営コストが高いことなどの課題があること。
- 未公開株式を組み入れた投資信託は、ハイリスク・ハイリターン型の金融商品であり、このような投資信託を保有する投資家に対してもエンジェル税制が適用される必要がある。
- 投信委託会社としては、リスクの高い運用を行って大損を出した場合に投資信託全体のイメージが大きく傷つくことを一番おそれており、積極的に取り組めない面がある。

補論2. 投資信託を通じた外国有価証券投資について

(投資信託関係8社からのヒヤリング結果)

- 運用の外部委託の解禁により、海外の運用機関のノウハウを利用することが可能となり、投資信託の運用での外国有価証券が容易になったことは大きい。
- 外貨建て有価証券への投資は、為替リスクが大きすぎるのが問題であるが、コストはかかるものの為替リスクをヘッジすれば、国際分散投資の観点から個人投資家のニーズがあると思われ、今後伸びる可能性がある。
- 外国有価証券への投資促進のためには、為替レートの安定化、円の国際化、日本の証券市場での外国有価証券取引の活発化、アジアなどの証券市場や破産法などの整備が必要。

(参考)

投信資産全体の中での外国証券投資の割合(残高ベース)

98年末 16% 96年末 10%

(資金循環勘定より)