

2013年9月11日 全10頁

「貯蓄から投資へ」は投信から進む

「軽減税率」終了の影響は限定的、NISA 導入の効果に期待

金融調査部 兼 経済調査部
研究員 矢作 大祐

[要約]

- 家計の「貯蓄から投資へ」は進展しているのであろうか。本稿では家計金融資産の動向に関して資金流入の進む投資信託を中心に分析するとともに、今後「貯蓄から投資へ」が進展する可能性について論じる。
- 家計の金融資産売買動向を見ると、2013年以降投信への投資を増やしている。株式や公社債の売買は売り越し超になっていることから、投信を経由した株式や公社債の間接保有が進んでいるといえる。
- 投信における資金の流入先の傾向を見ると、①「債券型から株式型へ、債券型の中でも為替ヘッジ無へ」の本格化、②新興国投信から先進国投信へのシフト、という二点が指摘できる。これら二つの傾向は投資家のリスク許容度の高まりを示唆しており、今後も投信へのさらなる資金流入が期待できよう。
- 今後の注目点は、証券投資に関する軽減税率の終了に伴う投信解約の増加であろう。実際に解約額は高水準で推移しており、MRF・流動性預金等の待機資金も増加している。ただし、①分配金増加に伴う基準価格の低下や、②毎月分配型による含み益の抑制という背景から、軽減税率終了に伴う大幅な資金流出は考えにくい。
- 待機資金の受け皿としては、2014年開始の少額投資非課税制度（NISA）の導入が期待される。NISA 導入による投信市場への影響は緩やかなものになると考えられるが、認知度の高まりや制度整備の進展に伴い、NISA を通じた「貯蓄から投資へ」の進展が期待できると言えよう。

1. リスク資産投資は投信が中心

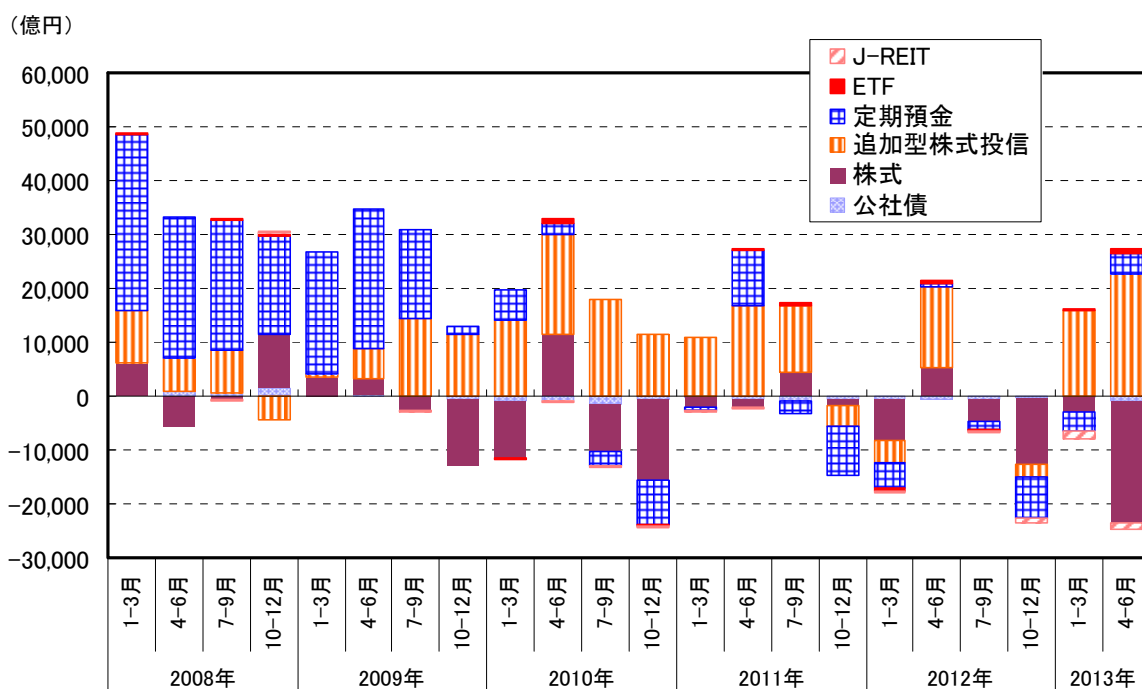
日本の株式市場は、2013年5月以降に株価調整があったものの、リーマン・ショック以降で見れば、相対的に良好な投資環境が続いている。では、家計の「貯蓄から投資へ」は進展しているのであろうか。本稿では家計金融資産の動向に関して、資金流入の進む投資信託（以下、

投信)を中心に分析するとともに、今後「貯蓄から投資へ」が進む可能性について検討する。

家計の金融資産別売買動向を見ると、2013年4-6月の株式や公社債は売り越し超となった(図表1)。株式に関してはIPO、PO等の発行市場を含めても2兆2,712億円の売り越し超となった。公社債に関しては、個人向け社債や個人向け国債の発行が堅調であり、発行市場も含めれば債券に関しては買い越し超となっている可能性もある。他方で、大幅に保有を増やしたリスク資産として、追加型株式投信¹が挙げられる。2013年4-6月の買い越し額(資金流入額=設定額-解約額・償還額)は2兆2,703億円と、2007年10-12月以降で最大規模となった。2013年7月には、米国の金融緩和縮小に関する議論に伴うリスク・オフの流れから2,209億円と買い越し額が減少したものの、依然として投信市場への資金流入は継続している。

株式相場が堅調に推移した場合、株式に関しては含み損を抱えていたものが売却され、流出超となる傾向があるのに対し、投信には新規の資金も含めて流入しやすい(図表2)。2012年末以降も同様の傾向を示しており、株式の直接保有を増やすというよりは投信を経由した株式等リスク資産への間接投資が進んでいると言えよう。

図表1 家計の金融資産別売買動向

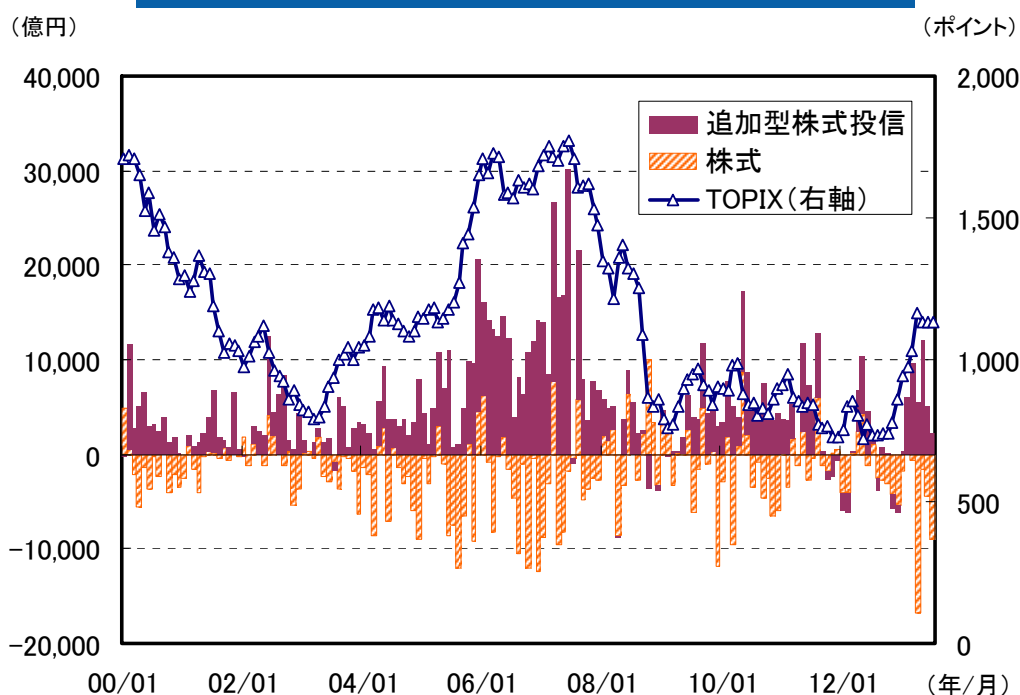


(注) J-REIT、ETFは東京証券取引所、大阪証券取引所における個人売買代金差額の合計。定期預金は残高の前期差。株式は三市場ベース。

(出所) 日本取引所グループ、日本証券業協会、日本銀行、投資信託協会より大和総研作成

¹ 本レポートにおいて、「追加型株式投信」は公募追加型株式投信全体を指す。また、「(～)株式型(投信)」と表現した場合は、追加型株式投信の中でも株式を中心に運用しているファンドを指す。特記がない場合、追加型株式投信に関しては投資信託協会のデータを、「(～)株式型(投信)」に関しては大和ファンド・コンサルティングが集計したデータを利用している。なお、大和ファンド・コンサルティングが集計したデータは、投資信託協会のデータを基に、より詳細な区分で再構成したものである。

図表2 株式・投信の資金流入額と株価



(注) 株式は三市場ベース。2013年7月以降は二市場ベース。TOPIXは月末値。
 (出所) 日本取引所グループ、投資信託協会より大和総研作成

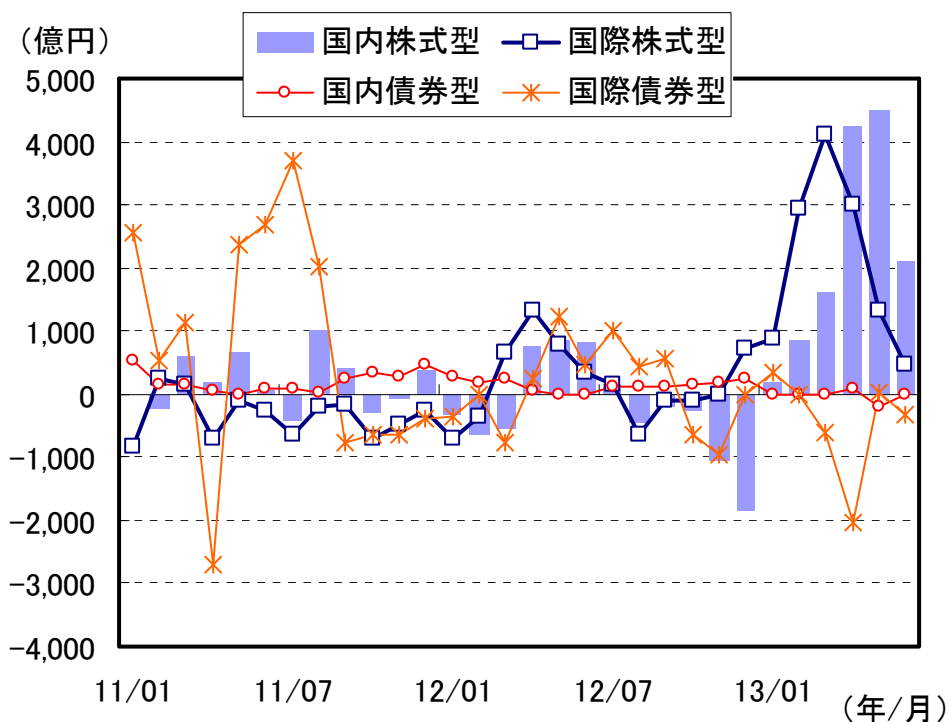
2. リターン志向が強まる投信への資金フロー

「債券型から株式型へ、債券型の中でも為替ヘッジ無へ」の本格化

では、追加型株式投信の中でも資金はどこへ向かったのであろうか。資金の流入先は、リスクを取りリターンを求める傾向を強めており、それは以下の2点に象徴される。第一に、「債券型から株式型へ、債券型の中でも為替ヘッジ無へ」と資金が向かう動きが本格化している²。2013年1-6月の資金流入額は、国内株式型が1兆3,468億円の流入超、国際株式型が1兆2,727億円の流入超、国内債券型が177億円の流出超、国際債券型が2,558億円の流出超となっている。そもそも近年の傾向として、株式型は年前半(1-6月)の方が年後半(7-12月)よりも資金流入額が大きい(流出しても流出額が小さい)。これは、年前半の株価が堅調に推移しやすいことなどが背景にあると考えられる。それを考慮したとしても、2013年前半の株式型への資金流入額は近年の中で突出して大きい。また、債券型はリーマン・ショック以降初めて半年間の流入額がマイナスになった。つまり、債券から株式への流れが本格化していると言えよう。

² 「債券型から株式型へ、債券型の中でも為替ヘッジ無へ」という資金流入先の変化に関しては、以下のレポートを参照のこと。矢作大祐「リスクオンが強まる投信への資金フロー」(2013年5月13日、大和総研レポート) (http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130513_007154.html)

図表3 追加型株式投信の資金流入額内訳

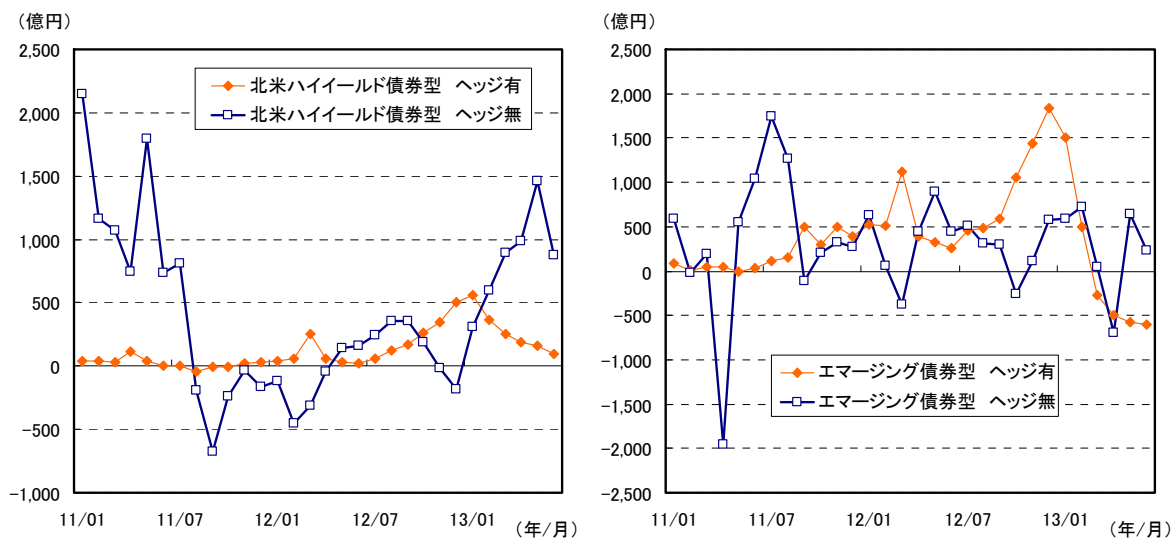


(注) 資金流入額は設定額から解約額を差し引いて算出。
 (出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

債券型の中では、ヘッジ無へと資金が向かっており、為替差益を狙う動きが本格化している。その動きは、北米ハイイールド債券型やエマージング債券型で顕著である。具体的には、2012年7-12月の資金流入額は、北米ハイイールド債券型のヘッジ有が1,452億円の流入超、ヘッジ無が941億円の流入超であったのに対し、2013年1-6月はヘッジ有が1,623億円の流入超、ヘッジ無は5,127億円の流入超となった。エマージング債券型も同様に2012年7-12月は、ヘッジ有が5,846億円の流入超、ヘッジ無が1,551億円の流入超であったが、2013年1-6月はヘッジ有が43億円の流入超、ヘッジ無が1,529億円の流入超であった。

2013年5月以降の米国金融緩和縮小に関する議論の盛り上がりを受け、リスク・オフ傾向が再燃、また円安傾向も一服した結果、北米ハイイールド債券型やエマージング債券型のヘッジ無はリターンが悪化した。そのため、ヘッジ有に資金が再流入する可能性も考えられたが、7月・8月もヘッジ無への資金流入は続いており、為替でリスクを取る動きは継続している。

図表4 北米ハイイールド債券型、エマージング債券型（ヘッジ有/無）の資金流出入額



(注) 資金流出入額は設定額から解約額を差し引いて算出。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

資金の流入先は新興国から先進国へシフト

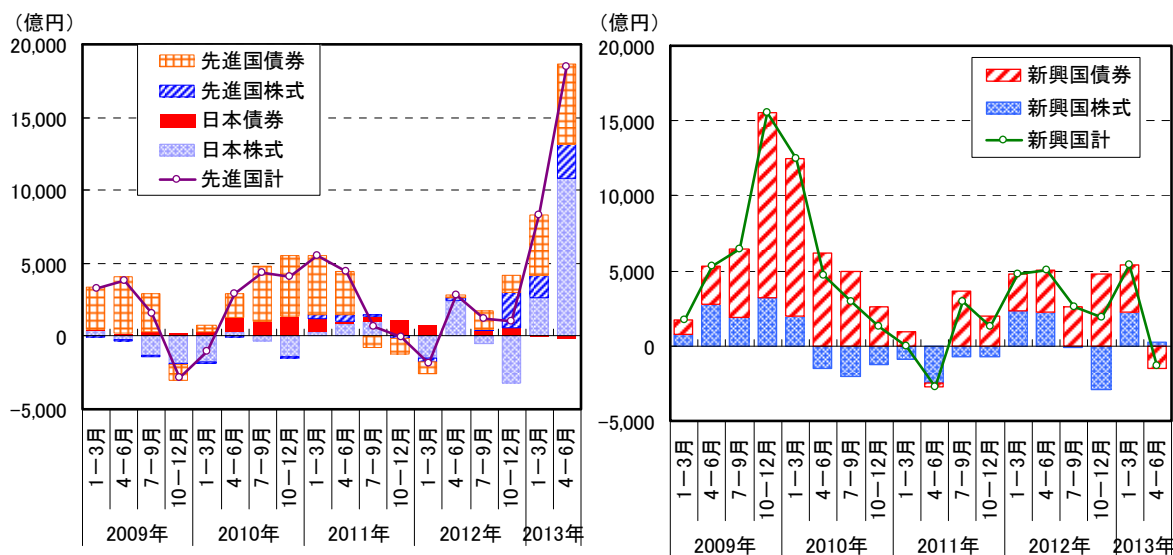
前述の「債券型から株式型へ、債券型の中でも為替ヘッジ無へ」に加えて、二点目の傾向としては、資金の流入先が新興国から先進国へシフトしつつあることが挙げられる（図表5）。リーマン・ショックや欧州債務危機の発生、それに伴う金融緩和を背景に、2008年以降欧米の株式や債券で運用する投信のリターンが低迷し、結果的に資金流入額も低迷した。他方で、相対的に高リターンを期待できる新興国の債券で運用する投信に資金は流入した。しかし、2013年に入り日本や米国の株価が堅調に推移したことや、4-6月には欧州の株式で運用する大型ファンドが新規設定されたことから、先進国株式ファンドに資金が流入した。他方で、新興国は債券型への資金流入が低調であったことから、トータルでも流出超となっている。

では、この先進国シフトは家計にとってどのような意味を持つのであろうか。投信保有者は平均2.3銘柄の投信を保有し、分散投資を行っている³。そこで、投信保有者が足元で資金流入の進む日本株式型と先進国の金融資産で運用する投信（ここでは、主要な資金流入先である北米株式型・ハイイールド債券型）、また、日本株式型と近年資金が流入していた新興国の金融資産で運用する投信（エマージング株式型、エマージング債券型）に分散投資していると仮定し、リスク分散ができていないのかリターンの相関係数から測ってみると、以下の2点が指摘できる（図表6）。第一に、為替ヘッジ無は総じて日本株式型と正の相関関係があり、先進国の株式型やハイイールド債券型との相関が強い。日本の株式相場と円ドルレートとの間に強い相関関係があることが背景として考えられる。第二に、ヘッジ有は総じてヘッジ無よりも相関が弱いと言えるが、中でも新興国のヘッジ有は株式型・債券型ともに相関が弱い。つまり、先進国へのシフトは分散を図るというよりもリスク志向への傾斜を意味していると言えよう。

³ 平均保有銘柄数は2012年の調査結果を参考としている。日本証券業協会「平成24年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」53頁。

家計による投信への投資は、株価上昇等リターン向上への期待が高まり、投資家のリターン追求の傾向が強まったときに積極化する⁴。2013年以降に強まった二つのリスク志向、リターン追求の傾向は、5月以降の米国金融緩和縮小に関する議論の盛り上がりを経ても継続していることから、定着しつつあると考えられ、今後も投信へのさらなる資金流入が期待できよう。

図表5 先進国（左図）・新興国（右図）で運用する投信の資金流入額内訳



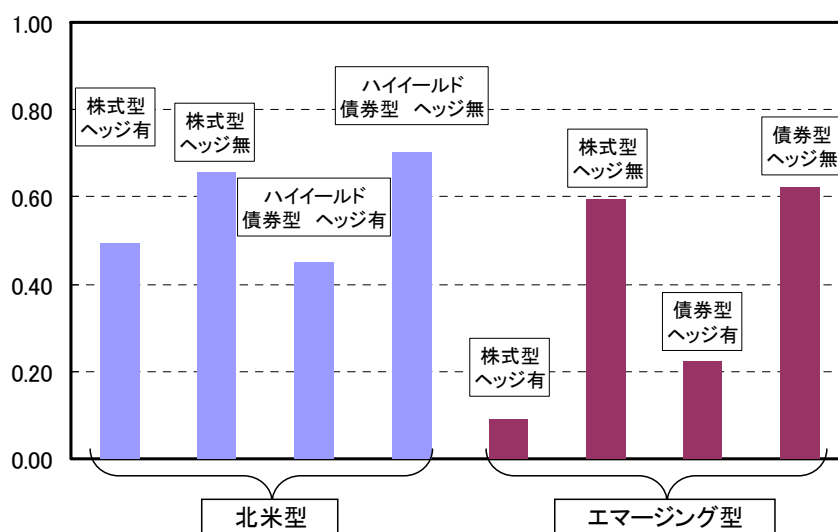
(注1) 資金流入額は設定額から解約額を差し引いて算出。

(注2) 先進国債券は、北米債券型・欧州債券型が含まれる。また先進国株式は、北米株式型・欧州株式型が含まれる。先進国計は先進国債券と先進国株式、日本債券、日本株式の資金流入の合計。

(注3) 新興国債券は、エマージング債券型が含まれる。また、新興国株式はアジア・オセアニア株式型とエマージング株式型が含まれる。なお、新興国計は新興国債券と新興国株式の合計。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表6 日本株式型投信と先進国・新興国の株式や債券で運用する投信とのリターンの相関



(注) 2010年1月～2013年6月のリターン（月次）の相関係数。リターンは基準価額の騰落率（分配金込み）。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

⁴ リターン向上への期待と、投資家のリターン追求傾向の高まりの関係性は、前述の矢作大祐「リスクオンが強まる投信への資金フロー」（2013年5月13日、大和総研レポート）を参照。

3. 今後の注目点①：軽減税率終了による投信への影響は限定的

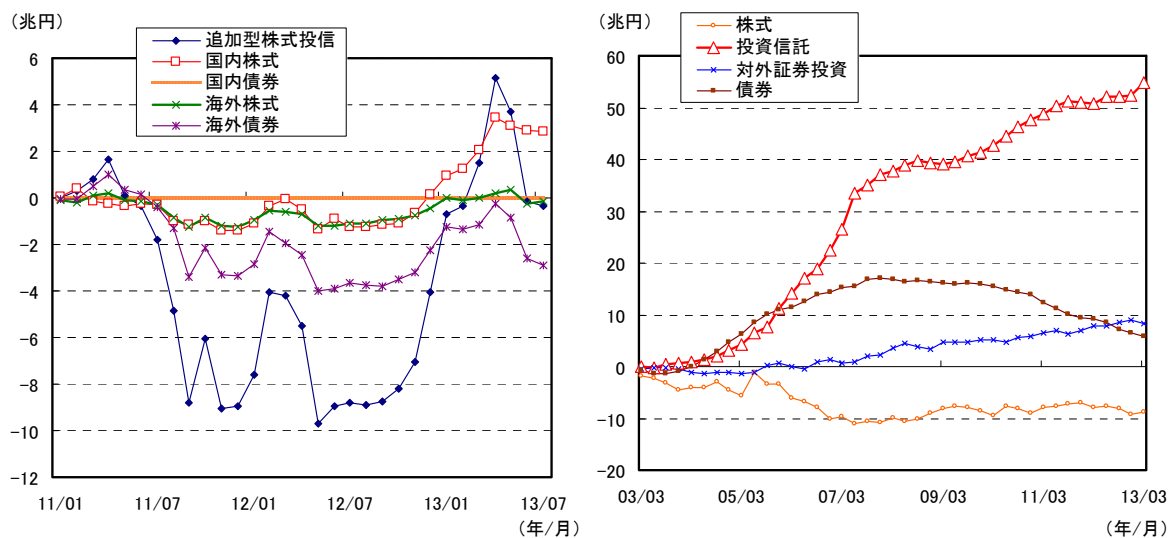
では、今後も家計による投信への投資は継続するのであろうか。注目点の一つとして、証券投資に関する軽減税率（以下、軽減税率）の終了が挙げられる。2012 年後半以降に日本や米国といった先進国の株価が堅調に推移したこと、さらには上述したように家計のリスク志向が強まったことから、家計が保有する投信の収益状況が改善している。具体的には、投信の平均保有期間は約 2.2 年⁵であることを前提に 2011 年以降の資産運用による残高増減（累積）を見ると、足元悪化しているものの、2013 年以降は過去に比べて含み益のある投信を保有している投資家が増えたと考えられる（図表 7 左図）。結果的に、軽減税率が 2013 年 12 月に終了することを背景に、含み益のある投信が解約され、資金が流出するのではないかと注目されている⁶。特に、2003 年 1 月の軽減税率導入以降、リスク資産の中で資金の流入先であった投信への影響が懸念されている（図表 7 右図）。実際に投信への資金流入額は高水準にあるが、取引額（設定額・解約額・償還額の合計）の水準も高いことから、一部ではすでに利益確定売りも出ていることがうかがえる（図表 8 左図）。結果的に、2013 年 5 月の MRF 残高は 8 兆 9,011 億円とリーマン・ショック以前も含めて最大となったほか、流動性預金残高の伸びも 2013 年の 1-3 月、4-6 月は加速している（図表 8 右図）。つまり、待機資金も増加しており、軽減税率終了の影響が表れ始めているとも考えられる。

ただし、軽減税率終了による投信への影響は限定的と考えられる。その理由として、分配金の引き上げが挙げられる。投信協会によれば、2013 年 7 月の追加型株式投信の分配金額は 4,925 億円と統計が公表されている期間（2010 年 7 月～2013 年 7 月）では最大となっている。分配金の払い出しは基準価額を引き下げ、含み益を解消させることから、軽減税率終了を背景とした解約圧力の抑制につながる可能性が指摘できる。第二に、追加型株式投信に占める毎月分配型のシェアが、純資産ベースで 6 割と相対的に大きいことが挙げられる。毎月分配型は分配金払い出しの頻度が高いことに加え、特別分配金として元本部分から配当するケースも多く、含み益が出にくいことから軽減税率終了の影響を受けにくいと考えられる。

⁵ 投資信託協会が公表している 2012 年の公募株式投信の純資産残高（年平均）を設定額・解約額・償還額の年計で割ることで算出。

⁶ 上場株式等の配当及び譲渡益に対する軽減税率は 2003 年 1 月に導入されたが、2013 年 12 月末で終了となる。詳細は金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/ordinary/zeisei/index2.html>）を参照のこと。

図表7 追加型株式投信の運用増減額累積（左図）、主なリスク資産の資金流出入額累積（右図）

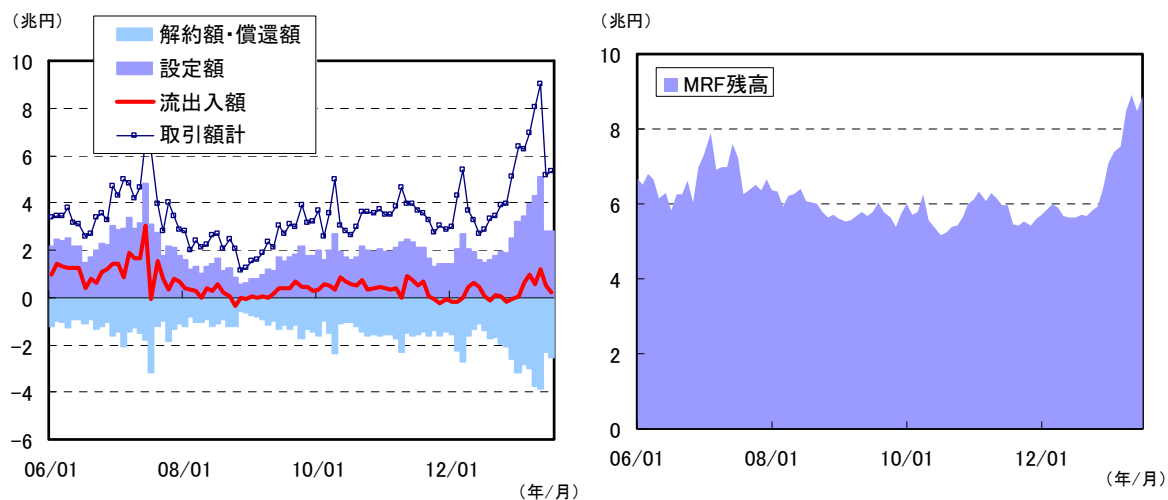


(注1) 追加型株式投信の運用増減額は2011年1月を基準時点に累積して作成。

(注2) 主なリスク資産の資金流出入（累積）は2003年3月を基準時点に累積して作成。

(出所) 投資信託協会、日本銀行より大和総研作成

図表8 追加型株式投信の資金流出入額（左図）、MRF残高（右図）



(注) 取引額計は設定額、解約額、償還額の合計。

(出所) 投資信託協会、日本銀行より大和総研作成

4. 今後の注目点②：待機・新規資金の流入はNISA導入の効果に期待

では、待機資金が投信に今後向かうとすれば、どのような経路が考えられるだろうか。新規の資金も含め、その受け皿として期待されるのは、2014年1月に開始される少額投資非課税制度（以下、NISA）であろう⁷。NISAは幅広い家計に対して自助努力に基づく資産形成を支援・促進するために導入された制度である。政府は2020年までにNISAを利用した投資総額で25兆円という目標を設定しており、政府目標が達成されれば「貯蓄から投資へ」は確実に進展するものと考えられる⁸。では、NISA導入は家計による投信への投資にどのような影響を与えるのだろうか。NISAの参考となっている英国ISAを見ると、投資総額において投信のシェアは高く、主要な構成商品と言える⁹。また、ISAを利用し保有する投信が英国の投信市場に占める割合は2013年6月末時点で16.5%となっている。日本の公募投信市場（2013年6月末時点）に当てはめれば、NISAを利用した投信への投資は12兆2,443億円程度の潜在市場があるという計算になる。

ただし、NISA導入による投信市場への影響は、緩やかに波及すると考えられる。英国は1999年4月にISAを導入したが、元々PEP（Personal Equity Plans）やTESSA（Tax Exempt Special Savings Accounts）という非課税制度が1987年1月（TESSAは1991年1月）から存在しており、それらを継承・統合する形で導入された¹⁰。ISAを利用し保有する投信が英国の投信市場に占める割合は、PEPのデータが公表されている最終時点の2007年末においてPEPを含めたものが19.4%であったのに対し、ISAのみでは11.6%であった。つまり、英国におけるISAの発展は、1999年の導入を契機に急激に進んだというよりも、1987年のPEP導入開始以降26年間をかけて形成されてきたものと言える。

他方で日本の場合、少額貯蓄非課税制度（マル優）が存在したものの、基本的には安全資産に対する非課税制度であったことから、NISAは証券投資の非課税制度における鐳矢的存在である。日本経済新聞のアンケート調査¹¹によれば、NISAに対する認知度は「内容まで知っている」が33.1%、「名称だけは聞いたことある」が35.6%、「知らない」が31.3%となっている。4月時点の調査ではあるものの、3人に2人がNISAの内容を知らないとのことから、今後も普及

⁷ NISAに関する解説は、鳥毛拓馬「日本版ISAの解説」（2013年4月26日、大和総研レポート）を参照のこと。（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20130426_007100.html）

⁸ 「『日本再生戦略』～フロンティアを拓き、『共創の国』へ～」（平成24年7月31日閣議決定）を参照。

⁹ 日本と英国の投信では分類方法が異なるため単純には比較ができないが、広義ではUnit Trusts、Shares in OEICs、Corporate Bond Funds、Investment Trusts、Units/Shares in Trustsが英国における投信として分類できる。これらがISAの投資残高に占める割合は2012年末において約79%である。

¹⁰ PEPは上場株式銘柄や債券、投信への投資から得られた配当金やキャピタルゲインに対する非課税制度であり、TESSAは預金への非課税制度である。PEPやTESSAに関する情報は、HM Revenue & Customsのウェブサイト（<http://www.hmrc.gov.uk/isa/>）や日本証券業協会「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～」（平成24年11月）、築田優「イギリスの個人貯蓄口座（ISA）の現状と展開」（公益財団法人日本証券経済研究所 大阪研究所編集「証研レポート1679号」（2013年8月））を参照。

¹¹ 日本経済新聞の資産形成応援プロジェクトの特集I「金融庁に聞く 内閣府大臣政務官 金融庁担当 島尻安伊子氏にインタビュー」（<http://ps.nikkei.co.jp/shisankeisei/feature01.html>）を参照。なお、アンケートは、インターネットを通じて東京、神奈川、千葉、埼玉の1都3県の日本経済新聞読者のモニターを対象に2013年4月下旬に実施、成人男女550人から有効回答を得たものである。

活動を継続していく余地があろう。また、利用意向に関しては、「ぜひ利用してみたい」が 30.4%、「利用を検討してみたい」が 45.3%、「利用しようとは思わない」が 14.7%、「わからない」が 9.6%となっている。「利用を検討したい」という割合が最も多いことから、潜在的には多くの人利用する可能性を秘めており、NISA の内容だけでなく投資の基礎的な知識も含めて情報が幅広く行きわたり、NISA を利用するメリット・デメリットが理解できれば「ぜひ利用してみたい」と考える人も増えると思込まれる。つまり、NISA を通じた「貯蓄から投資へ」は、認知度の高まりや投資教育の深まりに伴う漸進的なものと想定されよう。

また、制度自体の漸進的な改善も NISA の利用を促進すると考えられる。英国 ISA に関しても、導入当初は 10 年間の時限措置であったが後に恒久化が決定し、上限金額に関しても 2008 年以降引き上げられた。また、2011 年には親や祖父母などが子や孫の将来のために資産形成を行うことを促進する非課税制度（ジュニア ISA）も導入された。つまり、投資家の利便性を考慮しながら不断に改善されてきたと言える。NISA に関しても、すでに NISA の恒久化や投資対象商品の拡充、口座開設手続きの簡素化といった論点が金融庁によって提起されている¹²。これらの制度整備が着実に進展すれば、NISA を通じた投資は加速し、「貯蓄から投資へ」の本格化が期待できると言えよう。

¹² 金融庁「平成 25 年度 税制改正要望項目」（平成 24 年 9 月）（<http://www.fsa.go.jp/news/24/sonota/20120907-2.html>）、金融庁「平成 26 年度 税制改正要望項目」（平成 25 年 8 月）（<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20130830-6.html>）を参照。