

投資信託による個人の資産形成への貢献を測る

日本の投資信託全体が顧客である投資家にどれくらいの収益をもたらしてきたのかを過去に遡って計算すると、米国に比べ期間ごとの変動が大きかった。この計算方法は、国民や顧客の資産形成に安定的に貢献できているのか継続的に確認するのに有用だ。

投信の資産形成貢献額を定義する

投資信託は個人の資産形成に貢献することが期待されている。資産所得倍増プランやそれに続く資産運用立国実現プランでも、個人の資産形成への貢献という観点から投資信託に注目している。国の重要政策として取り挙げられている以上は、政策の観点にあわせた貢献度を測る方法を考えることは重要であろう。貢献度の測り方は、様々な観点から行われるべきであろうが、まずは簡明直截に個人にどれくらいの資産運用収入をもたらしてきたのかを考えたい。

この観点から参考になるのは、「投資信託に係るトータルリターンの通知制度」だろう。この制度では投資信託の販売会社が投資家に保有している投資信託ごとに、実際に受け取った分配金額や一部換金した際の売却額を含めた損益額（トータルリターン）を通知している。計算方法は、基準日における評価金額及び累計受取分配金額

（税引後）並びに累計売付金額の合計から累計買付金額（税込買付手数料を含む）を引いている。このトータルリターンの計算方法を参考に、公募追加型株式投信（ただしETFを除く¹⁾）が投資家の資産形成に貢献した金額（以下、資産形成貢献額）の計算を試みた。定義は図表1の通りで、トータルリターン通知制度における計算式との違いは、①既に償還された投資信託を含め公募追加型株式投信（ETFを除く）全体を対象としていること、②分配金に対する税金を控除していない²⁾こと、③一定期間毎の測定を可能とするため、測定期間の期首の時価評価額を差し引いていること、の3点である。なお、この指標は、いわゆる「投資家リターン」の一種として扱われる場合もあるが、投資家リターンは金額加重収益率のように「率」で示される場合が多く、これらと明確に区別するため、本稿では「資産形成貢献額」とする。

投信の資産形成貢献額は直近5年で30兆円を超える

このように定義した資産形成貢献額について直近5年のケースで説明する。2023年末とその5年前（2018年末）との時価評価額（純資産総額）はそれぞれ105.8兆円（図表1の①）、59.4兆円（⑤）であった。この差額（①－⑤）に加算する分配金は12.0兆円（②）、解約額（解約時の売却手数料等の推計値を差し引いた金額）は102.5兆円（③）、また減算する設定額（購入時の買付手数料等の推計値を加えた金額）は130.2兆円（④）と

図表1 投資信託全体の資産形成貢献額の定義と計算例

資産形成 貢献額	=	①時価評価 額(期末)	+	②期中分配 金額の合計	+	③期中解約 額の合計	-	④期中設定 額の合計	-	⑤時価評価 額(期首)
(30.6兆円)		(105.8兆円)		(12.0兆円)		(102.5兆円)		(130.2兆円)		(59.4兆円)
トータルリターン	期首から期末までの投資成果									
①時価評価額(期末)	期末における投資信託の純資産残高の合計									
②期中分配金額の合計	期中の分配額の合計(分配金に対する税金を控除していない)									
③期中解約額の合計	期中の解約の合計 *解約時の売却手数料の推計額・消費税等を差し引いた金額									
④期中設定額の合計	期中の設定額の合計 *購入時の買付手数料の推計額・消費税等を含む金額									
⑤時価評価額(期首)	期首における投資信託の純資産残高の合計									

(注) ()内の金額は直近5年間(2019年～2023年)の追加型株式投信(除くETF)の資産形成貢献額の計算例(出所)野村総合研究所

NOTE

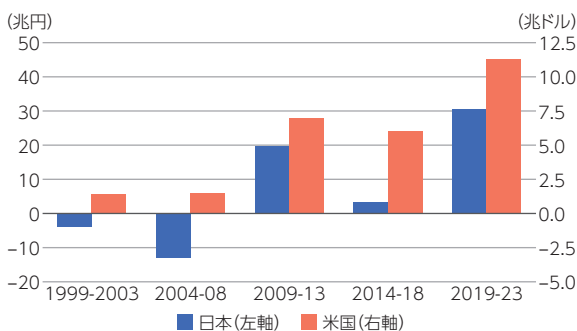
- 1) ETFを除く理由は、日本のETFのうち、個人が保有する割合は少ないためである（「ETF 受益者情報調査」によれば2023年7月時点で2.1%）。
- 2) 分配金に対する税金を控除した方がより投資家の収益を適切に表すが、そのためには、投資家の個別元本に関する情報が必要である。投資家の個別元本に関する情報は公開されていないため、分配金に対する税金を控除していない。
- 3) また、共通KPIとして開示されている「運用損益別顧客比率」では対象に含まれない「基準日以前にすべて売却され残高がゼロになっている取引」も含めて算出できるメリットがある。
- 4) 投信の資産形成貢献額は1年単位など短い期間で計算することも可能だが、短い期間の資産形成貢献額に過度に捉われるべきでない。短い期間に区切って計算した場合、市場価格の影響を大きく受けるため、資産形成貢献額の多くの部分を評価益が占めるはずだからだ。このため、例えば、平均保有年数（近年の場合4～5年）より長い期間で計算することが適当であろう。

なった。なお、購入時の買付手数料等の推計にあたって、各ファンドの目論見書記載の購入時手数料率の上限値を基に計算している。実際には同じファンドであっても販売会社によって購入時手数料率は上限値を下回っている場合も珍しくないため、今回の推計では資産形成貢献額を「少なめ」に計算していることになる。このような計算により、直近5年間の公募追加型株式投信（除くETF）の資産形成貢献額は30.6兆円となる。

変動の大きい日本の投信の資産形成貢献額

図表2の青色の棒グラフは投信の資産形成貢献額の推移を示している。投信の資産形成貢献額は、ITバブルの崩壊やリーマンショックを含む2つの期間（1999-2003と2004-08）でマイナスであった。その後、リーマンショックの反動により20兆円近くまで増加したものの2014-18年には3兆円に減少し、2019-23年には30兆円を超える水準まで再び急増するなど、日本の投信の資産形成貢献額は変動が激しい。これに比べ、米国の長期投信（図表2の赤色の棒グラフ）の場合は、日本より変動は小さい。ITバブ

図表2 日米の投資信託の資産形成貢献額



(注) 日本は追加型株式投信（除くETF）、米国は長期投信。米国の長期投信については買付手数料を考慮していないため、やや過大に推計されている。
(出所) 野村総合研究所推計

ルの崩壊やリーマンショックの影響は日本と同様に及んだのだが、米国長期投信の資産形成貢献額はプラスであった。また2009年以降の15年間の資産形成貢献額は落ち込みも小さい。日本でも米国のように投信保有が多くの人々に受け入れられるためには、資産形成貢献額もプラスが続くなどの条件が整う必要がある。

本稿では、追加型株式投信全体を対象に資産形成貢献額の計算例を示したが、金融機関別にも算出できる。投信会社なら自社が運用してきたファンド全体で顧客の資産形成にどれくらい貢献してきたかを容易に確認できる。販売会社の場合は、既に売却済みの顧客分も含めて集計する必要があるため、簡単ではないが、自社が行っている運用支援サービスの成果ともいえる顧客全体の資産形成への貢献金額を把握できる³⁾。本稿で定義した資産形成貢献額は短期的な評価指標としては適さない⁴⁾。また、資産所得倍増プラン等で実行される様々な施策との直接的な関連性がないため、施策の進捗を管理するKPIとしては適切とは言えない。利用には限界もあるが、政策の最終受益者である国民や資産運用サービスの顧客の満足感に直接的につながるアウトカム指標であることは間違いなく、政策やサービスの最終的な達成度を測るベンチマークとして用いることはできよう。資産形成貢献額を用いて国民や顧客の資産形成に安定的に貢献できているのか、継続的に把握することは重要だ。

Writer's Profile



金子 久 Hisashi Kaneko
金融デジタルビジネスリサーチ部
チーフリサーチャー
専門は個人金融マーケット調査
focus@nri.co.jp