

投資信託の投資について～ETF との比較～

【ポイント】

1. 金融マーケットにおけるグローバルな潮流の 1 つとして、ETF への大幅な資金流入及び伝統的な投資信託からの資金流出が挙げられる。
2. ETF は、投資信託などのファンド投資と違い、手数料が割安なことや流動性の高さなどが好感され、また、昨今の ETF のラインナップが充実されたことにより、急速に取引残高が増加した。一方で、アクティブファンドの成績不振や ETF の台頭により機関投資家にとって投資信託の存在意義が薄れてきたと言われている。
3. しかしながら、当社のような安全運用を第一とした長期投資家にとっては、ETF の利点を認識しつつも、投資信託投資（外部マネージャーの活用）の意義は今後もあるのではないかと考える。

1. ETF と投資信託の比較

ETF は、Exchange Traded Fund の略であり、「取引所に上場し、上場株式のように売買できる」投資信託のことである。そのため、ETF は、伝統的な投資信託（以下、投資信託は ETF を除いた投資信託を指す）と同様に、複数の銘柄に一括して投資することができる上に、投資信託と比較して、①取引所で売買できるため流動性が高く、②投資銘柄が日次で公開されているため透明性が高く、③コストが割安となっている（図表 1）。

図表 1. ETF と投資信託の比較

| | 株式 | ETF | 投資信託 |
|--------|--------------|------------------|---------------|
| 投資対象 | — | 多様な銘柄バスケット・資産 | 多様な銘柄バスケット・資産 |
| 売買方法 | 取引所 | 取引所 | 設定または解約の申込 |
| 価格 | 市場価格 | 市場価格 | 基準価額 |
| 発注先 | 証券会社 | 証券会社 | 販売会社または運用会社 |
| 経費率 | — | 一般的には投資信託と比較して割安 | 運用手法により様々 |
| 透明性 | — | 保有銘柄は日次開示 | 保有銘柄の開示は月次～年次 |
| 取引の柔軟性 | 指値・成行などの取引方法 | 指値・成行などの取引手法 | 基準価格での取引のみ |

（資料）各種資料より富国生命作成

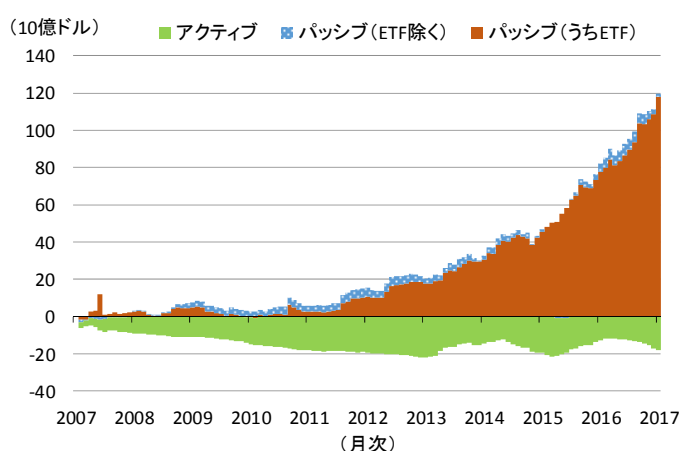
特にパッシブ型の投資信託と比較すると、ETFの方が明らかに優れている点が多く、さらに、アクティブ型の投資信託のパフォーマンスが低調であったこともあり、近年 ETF の取引増加及び投資信託からの資金流出が継続している。

2. ETF と投資信託の資金流入について

日本株を投資対象とする ETF 及び投資信託では、2007 年より ETF への資金流入が継続しており、取引額も増加している一方で、アクティブ型の投資信託では、2007 年からの累計では資金流出超となっていることがわかる（図表 2）。日本銀行の量的緩和政策による ETF 買入の影響が無視できなくなっているが、それを差し引いてもこの傾向は変わらない。

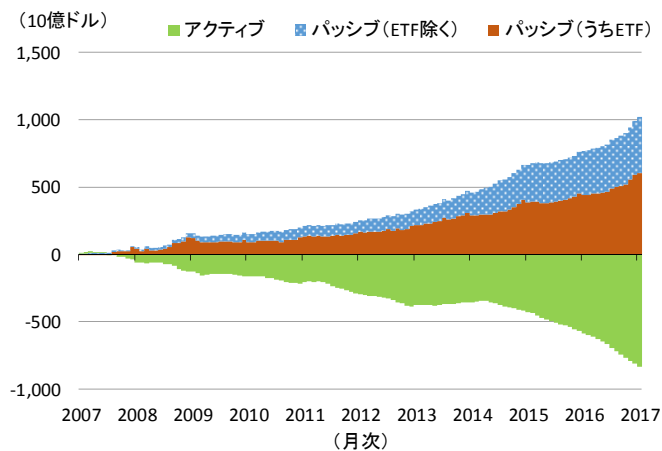
また、米国株を投資対象とする ETF 及び投資信託も同様であり、2007 年より ETF への資金流入が継続している。また、アクティブ型の投資信託から資金が流出しているが、パッシブ型の投資信託への資金流入が一定程度伸びていることがわかる（図表 3）。これは、米国では退職者の資産形成向けなどにパッシブ型の投資信託が一般的に活用されているため、投資信託からの資金流出と ETF への資金流入という事実は変わらない。

図表 2. 日本株を対象とした投資信託
(ETF を含む) の資金流入



(資料)ウイズダムツリー・ジャパン(株)より富国生命作成
(備考)2007年1月からの累積値

図表 3. 米国株を対象とした投資信託
(ETF を含む) の資金流入



(資料)ウイズダムツリー・ジャパン(株)より富国生命作成
(備考)2007年1月からの累積値

3. 投資信託投資の意義

(1) 投資機会の拡大

当社が投資信託へ投資（外部マネージャーの活用）する意義について考えたい。当社は、安全かつ有利の原則に従い資産運用する長期投資家である。お預かりする保険料（＝運用資産）は、万が一の時にお客さまに保険金や給付金をお支払いするための原資であり、安全運用が基本である。また保険契約は長期にわたるため、資産運用においても、短期的な動向に左右されない長期的な視座が必要となる。

安全運用の基本は、“自分たちで理解できるもの”に投資することである。しかしながら、グローバルに投資機会が広がる中では、自社でモニタリングすることには限界がある。かかる状況下、当社が直接投資できない魅力的な投資対象がある場合、代替的に投資信託へ投資（外部マネージャーの活用）することは、投資機会の拡大につながるのではないかと考えられる。

例えば、新興国株を投資対象とする投資信託においては、現地に拠点があり、言語を理解し、政治状況やマーケットの動向を直接入手できる運用会社は数多く存在している。直接投資はできないが、その投資資産の成長性に魅力がある、または既存のポートフォリオに組み入れることで分散効果が働くなどの場合に、投資信託へ投資（外部マネージャーの活用）することは選択肢の一つとなる。勿論、投資対象のリスク・リターンを評価し、外部マネージャーの投資戦略、投資プロセス、パフォーマンスなどが当社の投資基準を満たす必要がある。

（２）運用ノウハウの蓄積

投資信託への投資は、その投資戦略や投資資産にかかる運用ノウハウの蓄積に繋がると考えている。通常、ETFでは、一定の基準（高配当、セクター別、国別、時価総額別等）による銘柄バスケットとなるため、その対象となる資産全体、つまりユニバース全体の値動きがダイレクトに運用成績に反映される。結果として、ETFの投資判断及びモニタリングにおいては、マクロ動向、政治動向やマネーフローが大きな関心となり、投資判断もトップダウン型の投資プロセスになりやすい。

一方で、投資信託（特にアクティブ型の投資信託）では、一定の投資プロセスに従って、マネージャーの裁量で任意の銘柄に投資される。そのため、アクティブ型の投資信託のモニタリングにおいては、ユニバース（＝ベンチマーク）全体の動きだけでなく、セクター配分、銘柄選択経緯なども対象となる。加えて、四半期ごとにマネージャー等から投資信託の運用報告を受ける際に、投資対象にかかる直近の状況、将来の見通し、個別銘柄の投資理由などについて意見交換をすることができる。そのため、投資信託に投資し、モニタリングやファンドマネージャーとのミーティングを通じて、その投資対象となる資産の将来性、リスク、値動きの特徴など幅広く理解することが可能となる。これは、投資継続や積み増し等を検討する上で非常に有用な情報となり、投資ノウハウの蓄積につながる。

また、昨今グローバルに金融市場が繋がっており、あらゆる資産が互いに影響を受けている中で、直接モニタリングできない特定の資産、地域等についての知見を得ることは、国内及び先進国マーケットなどについても新たな発見を与えるものとなっている。

（３）長期的な成長銘柄への投資

当社は、長期投資家であり、短期的な動向に左右されない長期的な視点が重要である。所謂株式等の価値は、企業が創出するキャッシュ・フローの現在価値であるため、短期的には、マネーフロー等の動向に左右されることがあるが、我々にとって長期的に成長する企業への投資が鍵となる。この意味で、割安かつ成長企業（ファンダメンタルズの強い企業）を丁寧に調査し、銘柄選択するアクティブ型の投資信託に投資する意義は大きい。ETFでは、対象銘柄が一定のルールで投資されるのに対し、アクティブ型の投資信託では、ユニバースの中から業績懸念企業等を外すネガティブな銘柄選択と、長期的な成長企業を選択するというポジティブな銘柄選択がされている。そのため、投資信託への投資（外部マネージャーの活用）は、長期投資において、ポートフォリオの改善に寄与するものではないか。また、割安かつファンダメンタルズが強い企業への投資は、結果としてマーケットが急落した時のポートフォリオへの悪影響を抑えることができる。やはり、長期投資では、相場が急落した時の影響を日頃から管理することが重要であり、それが長期間でのパフォーマンスに差をもたらすと考える。

4. 最後に

確かに、ETFはコストが低く、流動性が高いことなどにより取引量を伸ばしている。また、ETFの取引量が増えることにより、アクティブ型投資信託は超過収益を得ることが難しくなっている。しかし、先述の通り、当社のような長期投資家にとって、今後も投資信託への投資は意義があるものであると考える。ETF、投資信託のどちらにしる、メリット・デメリットを認識しつつ、既存ポートフォリオとのバランスを考えて、長期的な視点での投資判断、目利きが必要になるだろう。

（株式会社グループ 平井 孝政）