

金融財政 ビジネス Business



時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2020

2020年(令和2年)
8月24日[月]
第10923号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 8.24

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	オンライン講義 大阪経済大学経済学部教授 高橋 亘	
解説	4	コロナが与える働き方改革への影響 テレワーク活用、ニューノーマルに備える 三菱UFJリサーチ&コンサルティング シニアコンサルタント 米村紀美	
column 照一隅	8	介護列車でGO！～廃線鉄道、奇跡のアセット戦略～ 蝸牛	
探針(Probe)	9	「プッシュ型」で被災地支援—内閣府 九州豪雨、コロナ対策も	
連載	10	【中国商務必携?失敗学 Case2】 スーツケースが宙を舞う車内で絶句 華麗なるビジネスツアーの裏側 ジャーナリスト 山口亮子	
column 藤原作弥のカラム・コラム	12	先輩・井上ひさし	
インタビュー	13	地銀連携で「地方との共生」追求 新井聡・野村証券副社長に聞く	
解説	14	定額購入増える指数連動ファンド 長期投資でどのような株価指数を選ぶべきか 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
IPLリーダー	19	知財業界における最新のAI事情 正林国際特許商標事務所 所長弁理士 正林真之	
デジタル教室講義	20	民間デジタル通貨発行主体 国立情報学研究所准教授 岡田仁志	

定額購入増える指数連動ファンド 長期投資でどのような株価指数を選ぶべきか

株価指数に連動する低手数料の投資信託（インデックス・ファンド）を毎月定額方式で購入する動きが日本でも増えている。インデックス・ファンドが長期・分散投資の手法として、効率的であることは、米国では年金運用などを通じて個人投資家にもよく知られ、実践されてきたことだ。ところが日本では過去なかなか普及してこなかった。その意味で近年のこうした動きは希望が持てる変化だ。ただし、どのような株価指数に連動した投資信託や上場投資信託（ETF）を買うかによって、長期の運用成績にはかなりの違いが出る。その点を過去20年間の実績に基づいて紹介、解説しよう。

伸びるつみたてNISA

内外の株価指数に連動する投資信託に流入する日本の個人資金は、今年1～6月の累計で1兆1670億円と過去最高になったと報じられている。この変化は、今年の2月から3月にかけて新型コロナウイルスの世界的な感染爆発で内外の株価が急落し、待機資金が殺到したという一時的なものではなさそうだ。

この点を金融庁が公表している一般NISA（少額投資非課税制度）とつみたてNISAのデータで見てもみよう。ご承知の方も多いだろうが、一般NISAとは2014年から開始された個人投資家対象の非課税制度で年間120万円まで5年間にわたって運用益が非課税対象になる。つみたてNISAは18年から始まった個人投資家向けの同様の非課税制度だが、年間40万円まで定額積み

立て投資できる仕組みで、その非課税期間は20年間にわたる。また、金融庁が同制度の対象となる投資信託を厳選し、低手数料の株価指数連動型投信が主たる対象になっていることが特徴だ。金融庁の公開データによると（20年3月末現在）、〈図表1〉の通り、先行して開始された一般NISAは口座数と残高で後発のつみたてNISAを大きく上回っている。と

龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさる 79年東大
経卒、東京三菱銀行（現三菱UFJ銀行）為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士（経済学）。最新著作「稼ぐ経済学」『黄金の波』に乗る知の技法（光文社）。

ころが過去1～2年間の増加率で見ると、つみたてNISAの伸びが口座数（20年3月末、前年比72%増）でも残高（同180%増）でも顕著であり、一般NISAを大きく上回っている。

また、保有の年齢層別の買い付け額（残高）で見ると、両者は対照的だ。一般NISAの74・5%が50代以上の高齢者層の保有である一方、つみたてNISAは20代から40代の若手・中堅層が67・

1 「『指数連動型』投信に1兆円、若年層が流入、1～6月最高」日本経済新聞、2020年7月16日付

〈図表1〉一般NISAとつみたてNISAの口座数と残高

	一般 NISA				つみたて NISA			
	口座数	前年比%	残高 (億円)	前年比%	口座数	前年比%	残高 (億円)	前年比%
2020年3月	11,859,048	2.7%	191,706	17.2%	2,196,808	72.4%	3,733	180.2%
2019年3月	11,550,823	3.4%	163,533	17.4%	1,274,188	151.1%	1,332	1100.0%
2018年3月	11,170,196	3.7%	139,276	32.1%	507,462		111	
2017年3月	10,771,391	6.4%	105,469	36.1%				
2016年3月	10,120,809	15.1%	77,513	75.7%				
2015年3月	8,791,741		44,109					

(出所) 金融庁 NISA利用状況調査(2020年3月末時点)

0%を保有している。さらに、つみたてNISAでは75・5%が低手数料のインデックス(株価指数)連動型投信で、手数料の高いアクティブ型は15・1%にとどまっている。一般NISAについては同様の内訳が

開示されていないが、投資信託が55・7%、上場株式が41・5%となっている。

こうした両者の違いは次のように理解できる。14年に開始された一般NISAは証券会社など金融機関が総じて金融資産保有額の多い高齢者層を対象に口座開設の積極的な営業を行い、既存の金融資産のシフトを行った結果、口座数でも残高でも後発のつみたてNISAを上回っている。また、金融機関の積極営業の結果、同口座で保有されている投資信託は、総じて手数料の高いアクティブ型が比較的多いはずだ。

一方、まだまとまった金額の金融資産を持たず、月間の所得から1万円、2万円と定額で積み立てるつみたてNISAは、若手・中堅年齢層に適した制度設計になっている。しかも、金融庁が高手数料率の投信を対象にしないよう選定した結果、必然的に低手数料の内外の株価指数連動型の投信が選ばれるようになったのだ。

また、iDeCo(個人型確定拠出年金)について19年3月末時点を見ると(確定拠出年金統計資料、厚生労働省)、企業型と個人型合計で

加入者数は812万人(15年3月末比54%増)、運用資産額は14・4兆円(同42%増)、約50%弱が投資信託・金銭信託、残りが預貯金、保険となっている。ただし、長期で高いリターンが見込まれる内外の株式投信は、運用資産に占める比率で20%弱にとどまっている。

今後、将来にわたって現在の現役世代の資産形成に大きく資するだろうと筆者が考えているのは、株価指数連動型の定額積み立てを、非課税iDeCoで行うことだ。

定額積み立て投資の優位性

毎月定額で投資する定額積み立て方法は、米国ではドルコスト平均法と呼ばれ、古くから行われている投資手法であり、米国の確定拠出年金401kプランなどで株価指数に連動した投信などを対象に広く普及した。米国では株価指数に連動したファンドを対象にした定額積み立てによる長期・分散投資が、国民的な資産形成に寄与してきた。その最大の特徴は、投資のタイミングを平準化できることで

〈図表2〉円ベースS&P500の定額積み立て投資(毎月1万円)の実績

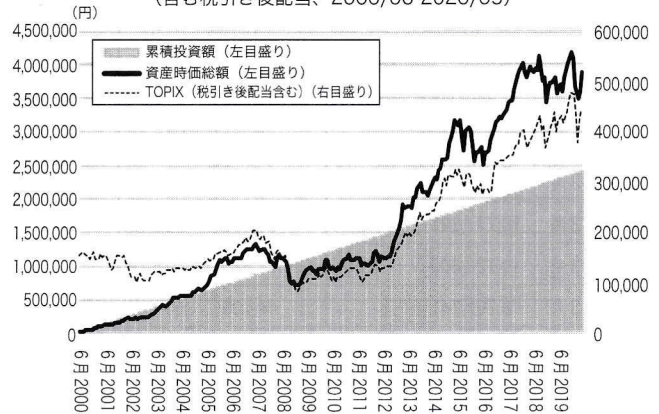


あり、ブーム時の株価が割高な時に買って、不況期などの株価下落時に失望して売ってしまうような大衆的な投資家層に見られる、非合理的な投資行動を回避できることだ。

ところが日本では、投資信託が証券会社の回転売買で個人投資家相手に手数料稼ぎをする道具となってきた悲しむべき過去がある。また、90年代以降は、バブル経済の崩壊と日本経済の成長率の下方シフトで、株価の右肩上がりのトレンドが約20年間にわたって失われた。こうした事情で、株式を対象にした長期・分散

〈図表3〉TOPIXの定額積み立て投資(毎月末1万円)の実績

(含む税引き後配当、2000/06-2020/05)



(出所)Investing.comに基づき筆者作成

参考になる。そこで内外の代表的な株価指数に連動したファンドに投資した場合、過去20年間にどのようなリスクとリターンになったかを、次にご紹介しよう（以下の試算は特に断りがない限り、配当を含み、運用機関による手数料を差し引く前のリターンである）。

株価指数として何を選ぶか

〈図表2〉は米国株価指数S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）500に連動するファンド（為替リスクヘッジなし）に毎月末円資金1万円を投資した

投資が国民の資産形成手段としてなかなか根付かなかった。しかし、近年のつみたてNISAやiDeCoなどを通じた株価指数連動型の定額積み立て投資の増加には、日本の家計資産形成の変革として希望が感じられる。

ただし、どのような株価指数に連動する投信を選ぶかで10～20年の運用結果は大きく異なる。将来のことは不確定ではあるが、過去の長期にわたる、株価指数ごとのリスクとリターンは将来を考える上で、やはり

数（TOPIX）に連動するファンドに同様に20年間にわたる定額積み立て投資を行った場合である。資産時価総額は累積投資額の1・62倍、IRRは4・1%となる。日本株のリターンは米国株に劣後しているが、90年代から00年代中盤まではあったような日本株式のゼロ、あるいはマイナスイターン時代は、既に終わ

〈図表4〉インデックス投資(定額積み立て)のリスクとリターン(含む配当)

期間：2000/06-2020/05	年率リターン (IRR)a	リスク(年率 換算標準偏差) b	Sharp Ratio a/b
①TOPIX	4.1%	17.1%	0.241
②円ベース S&P500	8.4%	18.3%	0.462
③円ベース MSCI-Emerging	4.8%	23.3%	0.204
④合成ポートフォリオ	5.6%	19.0%	0.293
⑤三菱UFJ ライフ・バランス F (積極型)	3.7%	11.7%	0.321
⑥円ベース MSCI-W	5.9%	18.3%	0.324
⑦円ベース NASDAQ	11.9%	23.1%	0.513
⑧TOPIX 小型株	6.4%	17.2%	0.371

(注)リターンはいずれも配当を含むベース、ただし⑥⑦については信頼できる配当データを公開サイトから得られなかったため、想定配当利回りMSCI-W 1.5%、NASDAQ 1.0%として簡易的な計算を行った。

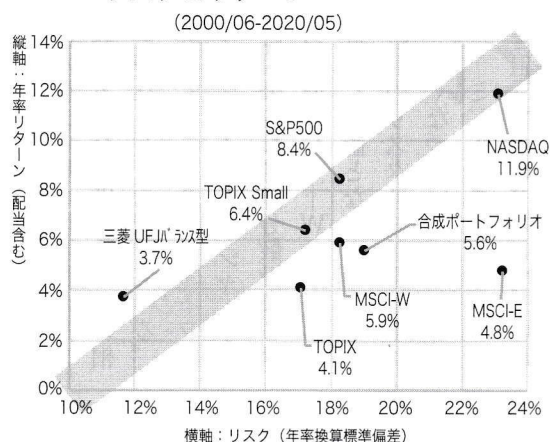
(出所)yahoo! finance, Investing.com, SPEEDA, Morningstar, BOJに基づき筆者計算

ついていると筆者は判断している。同様の計算を八つの株価指数（並びにバランス型投信）について行った結果のリスクとリターン、投資パフォーマンスを〈図表4〉の一覧にした。使用した指数などについて順番に簡単に説明すると以下の通りである。

①TOPIX ②円ベース S&P500 (S&P500にドル円相場を掛けて円建て換算、ドル建て指数は以下同様) ③円ベース MSCI-Emerging (新興国の株式市

場を対象にした代表的な株価指数、時価ベースで中国株が約40%を占める) ④合成ポートフォリオ(上記①②③の株価指数連動ファンドに毎月均等に投資した場合の合成ポートフォリオ) ⑤三菱UFJ ライフ・バランス ファンド(積極型)(バランス型投資信託の例として過去20年間履歴があり、過去10年のリターンが最も高かった投資信託、信託報酬手数料差し引き後のリターン) ⑥円ベース MSCI-World (先進国から途上国までの株式を対象にした国際分散投

〈図表5〉インデックス投資(定額積み立て)の
リスクとリターン



(出所)図表4と同様

また、リスクを年率換算した標準偏差で表示されても、具体的にイメージしにくい方のために、①②③については、定額積み立てでの資産時価総額を累積投資額で割った比率が、過去20年間どのような推移したかを〈図表6〉に示した。この比率は評価損益の程度を示すわけだが、同比率の最も大きな下落は08年のリーマン・ショック時に起こっており、MSCI-Eはピーク

資の代表的な株価指数)⑦円ベースNASDAQ株価指数(米新興企業を主としたNASDAQ市場の株価指数)⑧TOPIX Small(日本の中小時価総額の企業を対象にした株価指数)

〈図表5〉は以上八つのケースのリスク(月次データで年率換算したリターンの変動性)を横軸に、年率リターンを縦軸に分布させた散布図である。投資のリターンにばかり目を奪われるのは合理的ではない。投資のパフォーマンスはリスク対比のリターンで計測するのが金融・投資の常識だ。それにはシャープ・レシ

オと呼ばれる年率リターンを資産リターンの変動性を計測した年率換算標準偏差で割る手法が用いられる。シャープ・レシオを計測する際の分子は「対象資産のリターンー無リスク資産(国債など)リターン」であるが、日本では短期国債は00年代以降平均ほぼゼロ利回りなので、無リスク資産リターンをゼロ%で計算してある。

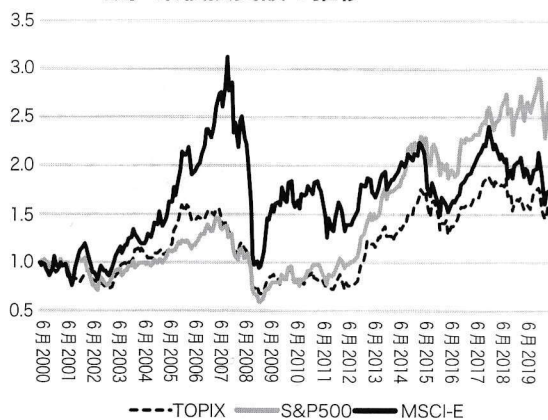
シャープ・レシオが高いケースほど図表5の散布図上で左上に位置し、投資パフォーマンスが良いことを意味する。逆に散布図上の右下の位置するほど、投資パフォーマンスは悪い(シャープ・レシオは低い)。

米国株価指数の長期にわたる優位性

図表5を見て分かることは以下の通りだ。まず全体の分布は、右肩上がりであり、高リスク・高リターンという金融・投資の原理が大局的には働いていることが分かる。

ただし、その中でMSCI-Eの投資パフォーマンスが最も悪く、右下に位置しており、全体のトレンドに照らすと「外れ値」的な存在になっている。中国を中心とする新興国は、経済成長率については先進国より高く、株価上昇率も先進国より高くなるイメージが一般にあるかもしれない。しかし、株価指数を見る限り、当該国(あるいは地域)の株価とマクロの経済成長率の関

〈図表6〉定額積み立てをした場合の時価資産総額/累積投資額の推移



(出所)Investing.com Rober Shiller Online Data
SPEEDA, BOJに基づき筆者作成

係性は、それほど強くはない。

最も高いリターンが出るのはNASDAQ指数の場合だが、リスクも高く、図表上最も右上に位置している。ただし、シャープ・レシオも最も高く、投資パフォーマンスとしても過去20年間では8ケースの中で最高だ。

また、TOPIX、S&P500、MSCI-Eに均等に定額積み立て投資した④合成ポートフォリオの場合、もし国際分散投資の効果があればリスクが低減し、その結果、シャープ・レシオが向上、図表上やや左上に位置するのだが、そのような

っていない。これは、過去20年間で世界的な株式市場の同調性が高まり、世界の主要な株価指数の正の相関が高まったことを示唆している。筆者が計測したこの合成ポートフォリオのリスク、リターン、シャープ・レシオは代表的な国際分散投資の指数である⑥MSCI-Wのケースと極めて近似した値となっており、国際分散投資のリスク低減効果はやはり極めて弱くなっている。

さらに、ミドルリスク・ミドルリターンを狙うファンドとして、いわゆるバランス型投資信託が一般に人気があるようだ。ここでは過去20年間の履歴があり、バランス型投信として最も高いリターンを挙げた三菱UFJライフ・バランス（積極型）のケースを計測した（信託報酬差し引き後リターン）。確かにミドルリスク・ミドルリターンとして図表上の左下に位置している。ただし、シャープ・レシオは八つのケースの中で平均的であり、投資パフォーマンスが高いわけではない。

また、バランス型にほぼ共通する特徴は、株価と長期債券価格の変動の大局的な逆相関の関係性を利用し、株式投資に内外の債券投資を加える

ことで、ファンド全体の価格変動リスクを低減し、ミドルリターンを狙っている。この点では同投信も同様で、次のような運用資金配分になっている。「基本ポートフォリオは、国内債券27%、国内株式40%、外国債券5%、外国株式25%、短期金融商品3%の比率」確かに過去20年は、内外の債券利回り水準がそこそこあったので、そうしたリスクヘッジと利回りの実現が成功した。

しかし、世界的に先進国では長期国債利回りがゼロ%近傍に落ちた現状（中期的にこの超低金利は継続する見込みだ）では、長期債をポートフォリオに加えても、利回りは期待できない一方、債券価格の上昇余地はほぼゼロに近いのでヘッジ効果も期待できない。むしろ将来の金利上昇（＝債券価格下落）のリスクだけが大きい不利なポートフォリオになる公算が大きい。この点には要注意だろう。

そして最後のポイントは、日本株についてTOPIXを大型株（時価総額トップ100銘柄）、中型株（トップ100の次の400銘柄）、小型株（それ以外）で比べると、⑧小型株がリターンもシャープ・レシオ

も最も高いことだ。小型株の長期平均リターンが大型株に比して高い傾向があることは、米国の株式市場で検証されている事実だが、過去20年間の日本でも同じ傾向が見られる。

ただし、小型株を対象にした株価指数連動型投信は、数が極めて限られており、また、履歴も短い点にご留意いただきたい。これは小型株を対象にする場合は、銘柄数が多い一方で、銘柄の流動性が大型株に比して乏しく、指数連動型ファンドとして運用するのが難しいなどの事情によるものと考えられる。

以上のような認識に基づき、筆者自身は米国S&P500に連動するファンドを06年以降自身の株式ポートフォリオの中核に据え、近年はNASDAQ、TOPIX、TOPIX Smallを対象にしたインデックス・ファンドを定額積み立ての対象にしている。ただし、同じ株価指数に連動する投信でも、手数料や調整操作の巧拙次第で完全には同じ利回りにはならない点にご注意いただきたい。もちろん、読者がどのような投資を行うかは各位の自己責任に基づいてご判断いただきたい。

SAVING THE AMERICAS:
The Dangerous Decline of Latin America and What the U.S. Must Do

米州救出

ラテンアメリカの危険な衰退と
米国の憂鬱

アンドレス・オッペンハイマー〔著〕 渡邊尚人〔訳〕

●四六判・372頁●本体価格2800円(税別)

ラテンアメリカは成長し続けるのか、
それとも台頭するアジアに圧倒され
凋落の道をたどるのか!?

マイアミ・ヘラルド紙の名物コラムニストでピューリッツァー賞
受賞ジャーナリストが米州の諸問題について複眼的な視
点で大胆に切り込んでいく。

【主な内容】

日本語版のための序文

第1章 アジアの挑戦

第2章 中国の資本主義熱

第3章 アイルランドの奇跡

第4章 新しいヨーロッパ

第5章 決してなかった「基本的な約束」

第6章 アルゼンチンのマドレーナ症候群

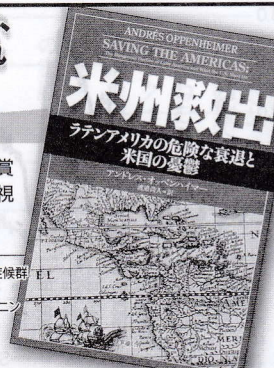
第7章 ブラジル—南の巨人

第8章 チャベスのナリジスト・レーニン

主義革命

第9章 メキシコの政治的麻痺

第10章 新世紀のラテンアメリカ



時事通信社

時事通信出版局

営業企画部

東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

TEL 03-5565-2155

<https://bookpub.jiji.com/>