

# オルカン一辺倒に感じること

マーケットエッセンシャル 主筆 **前田 昌孝**



**前田 昌孝**（まえだ まさたか）  
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、2022年1月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年2月に独立して新メディアを立ち上げ。

2024年から少額投資非課税制度（NISA）が一新され、若年層を中心に投資信託積み立てを始める人が急増しているという。ただ、対象投信の選択には大きな偏りがあり、米国株や全世界株式を組み入れる低コストのインデックス投信に資金が集中している。合理的な選択との見方の一方、証券市場を育てる機能が弱まるのではないかと懸念もある。

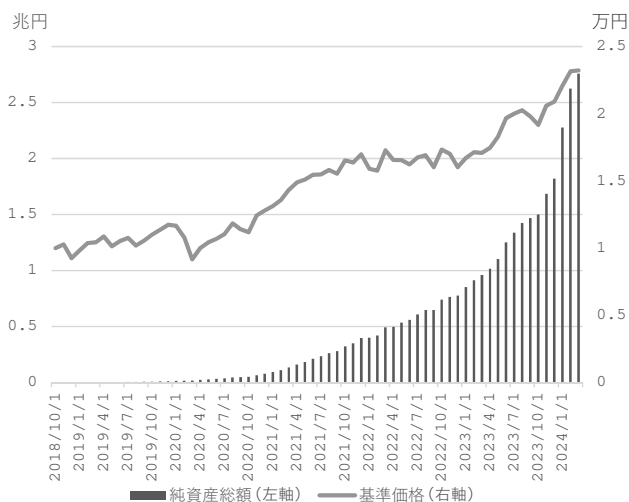
## 〈「オルカン」の純資産3兆円に〉

大型化したNISAには、従来のつみたてNISAの後釜の「つみたて投資枠」と、一般NISAを引き継いだ「成長投資枠」がある。若年層がもっぱら取り組んでいるのは「つみたて投資枠」を利用した投信積み立てだ。年間投資上限が3倍の120万円に増額され、20年だった非課税期間も無期限になったため、本格的な資産形成に活用する人

が増えた。

選択商品の一番人気は三菱UFJアセットマネジメントが運用する「eMAXIS Slim全世界株式（オール・カントリー）」だ。略して「オルカン」と呼ばれている。つみたてNISAの制度が始まった2018年に設定され、純資産総額は2023年末でも1兆8,205億円に達していたが、図表1に示す通り、2024年に入ってから1兆円近く増え、3月19日現在で2兆

(図表1) 「オルカン」の基準価格と純資産総額



(注) 各月末、直近は2024年3月13日現在  
(出所) 三菱UFJアセットマネジメント

7,964億円に膨らんだ。

金融庁が認めている「つみたて投資枠」の対象投信は2月29日現在、指定インデックス投信227本、指定インデックス投信以外の投信（アクティブ運用投信等）47本、上場投信（ETF）8本で、合計では282本になる。3月13日現在の純資産総額が大きい順に並べると、5,000億円を超えているのは図表2に示す11本だ。

NISAの枠外で購入されることも多いため、純資産総額の首位と2位は日本の株価指数に連動するインデックス投信だが、2024年に入ってからの投資元本の流入ぶりを示す理論口数の伸びはオルカンが最も多い。次いで米S&P500指数に連動するインデックス投信の理論口数がオルカンの6割程度伸びている。

### 〈「長期」「分散」「積み立て」への誤解〉

オルカンも米S&P500連動投信も、商品性がわかりやすいうえに、信託報酬が極めて低いため、若年層が資産形成目的で購入するのは、もっともな面がある。オルカンはMSCI全世界株指数（配当込み、円ベース）への連動を目指しているが、この指数のこれまでのパフォーマンスがよかったからというのも、人気の理由の一つだろう。

どんな投資が いいかを考えるのが面倒な人も買っているだろうし、単に売れ行きがいい

(図表 2) 純資産総額5000億円以上のNISA「つみたて投資枠」対象投信

ファンド名	運用会社	3月13日現在		年初来	
		基準価格	純資産総額	純資産総額 増減	理論口数 増減
iFreeETF TOPIX (年1回決算)	大和アセット	28,016	101,947	11,277	159
iFreeETF 日経225 (年1回決算)	大和アセット	40,006	48,534	6,594	3
eMAXIS Slim 米国株S&P500	三菱UFJアセット	27,393	39,012	9,024	1,891
eMAXIS Slim 全世界株式 (オール)	三菱UFJアセット	23,222	27,579	9,373	3,165
SBI・V・S&P500インデックスF	SBI	25,065	14,579	2,323	303
楽天・全米株式インデックス・ファンド	楽天	27,897	13,834	1,701	88
G・ハイクオリティ成長株式F (ヘッジなし)	AM One	38,156	6,983	812	▲48
eMAXIS Slim 先進国株式インデ	三菱UFJアセット	28,101	6,696	888	77
(購入・換手数料なし) 外国株式インデF	ニッセイ	37,132	6,647	714	8
ひふみプラス	レオス	59,888	5,679	464	▲28
たわらノーロード 先進国株式	AM One	30,284	5,004	746	84

(注) 単位億円、億口、▲は減少

(出所) 各ファンドのホームページ上の情報ほかをもとに筆者試算

からという理由で買っている人もいる。分散投資をすればリスク調整後のリターンが大きくなるはずだという効率市場仮説の信奉者や、株価の先行きは誰にも予想できないというランダム・ウォーク理論の信奉者にも、合理的な商品選択だと受け止められている。

とはいえ資産形成には「長期」「分散」「積み立て」の3原則が鉄則だという思い込みには誤解がある。第一に長期投資すればよいときと悪いときとが均等に出てきて、リスクが相殺されるといったことはない。確かにリターンを年率換算したときの振れは小さくなっていく。しかし、ちょっとした年率の違いが複利効果を発揮し、大きな実額の差をもたらすから、当たり外れの差は驚くほど大きい。

分散効果があるという人も、オルカンの購入は株式という一つの資産のなかでの銘柄分散にすぎないことを忘れている。本来の分散は資産分散だ。株式以外にも債券、不動産投信、商品など株式とは価格特性の異なる資産に分散しておかなければ、卵を複数のバスケットに入れたことにはならない。

家計の都合でまとまった資金が必要になったときに、オルカンの一部あるいは全部解約する以外に選択肢がないという状態も、不都合ではないだろうか。オルカンの価格動向次第では、資金捻出のために、一部を泣く泣く解約して、実現損を出さざるをえないかもしれない。全世界の株式に分散投資しているといっても、しょせんは一つの金融商品にすぎないからだ。

積み立ては月々の収入から計画的におカネを貯めようとすれば、好むと好まざるとにかかわらず、実行せざるをえないだろう。価格が変動する商品への等金額投資は平均買いコストを引き下げる効果もある。月々の積立額を適切に設定すれば、いつの間にかまとまっ

(図表3) 株価指数に勝てたアクティブ運用の投信の割合

市場	過去1年	過去3年	過去5年	過去10年	過去15年
米国	40.32	20.22	21.32	12.58	12.02
カナダ	21.79	35.21	5.48	5.43	
メキシコ	32.56	29.27	22.73	15.00	
ブラジル	23.95	23.44	25.45	7.69	
チリ	75.61	31.11	32.65	6.98	
欧州	17.97	10.71	6.65	7.16	
中東・北アフリカ	81.82	58.62	41.38	15.15	
南アフリカ	49.00	46.34	50.00	30.82	
インド	16.67	13.79	7.14	38.76	
日本	16.56	18.02	6.87	15.54	
オーストラリア	23.51	42.57	19.14	20.86	19.11

(注) 単位%。2023年6月末現在(米国は12月末現在)

(出所) S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

た資産ができるという利点もある。

しかし、一括投資だろうが積み立て投資だろうが、まとまった資産が形成された後に抱える価格変動リスクが違うわけではない。将来の家計の金融資産が1つの商品で埋め尽くされてしまうのは、それがこけたときのことを想像すると、危ういのではないだろうか。

### 〈アクティブ運用の否定でいいのか〉

こうしたリスクは先刻承知という人も多いだろうから、これ以上、オルカンなどへの傾斜の潜在的な問題点を強調するつもりはないが、インデックス投信の有効性を語る人のなかに、「アクティブ運用投信はとにかくダメ」と決め付けている人が多いのは気になる。

アクティブ運用否定論者は、「アクティブ運用投信の過半はベンチマークのインデックスに勝てない」「アクティブ運用投信の成績はばらつきが大きく、当たり外れがある」とよく主張する。表面的にはそう見えるかもしれないが、これは決してプロの運用者が下手だからではないことに注意が必要だ。

図表3はアクティブ運用投信の有効性を示す米指数算出会社S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの集計結果だ。世界の11カ国・地域の投信市場を分析し、2023年6月末現在(米国は2023年12月末現在)で、アクティブ運用投信の何パーセントが株価指数を上回るリターンを出せたかを示している。

例えば日本市場のデータは、大型株を投資対象にする日本のアクティブ運用投信のうち、ベンチマークであるS&P/TOPIX150に勝てた投信の割合を示している。2023年6月末に至る過去1年では勝率が16.56%、過去3年では18.02%、過去5年では6.87%、過去10年では15.54%だったというわけだ。

---

他の国・地域をみても、過半のアクティブ投信がインデックスに勝てたというケースは例外的である。サンプリング誤差なども大きそうで、すべてのケースで必ずしも成り立っているわけではないが、運用期間が長くなればなるほど、インデックスに勝てたアクティブ運用投信の割合が下がっている印象もある。

### 〈リターンの分布特性を考えれば当然〉

しかし、この統計はアクティブ運用投信のリターンの「平均値」がインデックスを下回ることを示しているわけではない。投信の購入者が享受できる信託報酬控除後のリターンについては後段で触れるとして、信託報酬控除前のリターンで考えるのならば、投信に限らず、あらゆるアクティブ運用のリターンの平均値がインデックスを下回るはずがない。そもそもインデックスはあらゆるアクティブ運用の平均値として算出されるものだ。

5本のアクティブ運用投信以外に市場に運用者はいないと仮定してみよう。ファンドAのリターンが6%、ファンドBが4%、ファンドCとDがとも2%、ファンドEが1%だったとすると、5つのファンドの平均リターン、つまりインデックスは3%になる。しかし、インデックスに勝てた投信は5本中2本（40%）にすぎない。

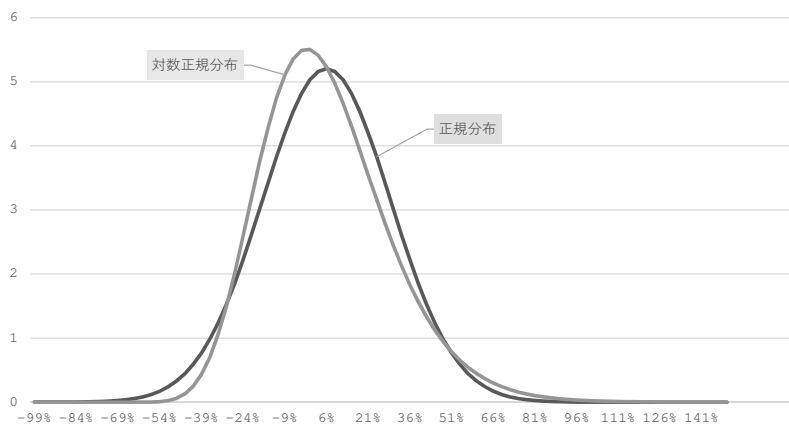
リスク商品への運用では、もっとファンドの数が多くても、インデックスに勝てるファンドの割合が半数未満なのは自然である。なぜかというと、投資リターンの分布は平均値をピークにした左右対称の正規分布ではなく、平均以下の成績にとどまるファンドの割合が過半を占める対数正規分布になるからだ。

図表4と図表5は正規分布と対数正規分布のイメージを示している。期待リターンと想定リスクを年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国内株式運用の前提としている6%、および23%としたうえで、1年間運用した場合と10年間運用した場合に想定されるリターンの確率分布を描いてみた。

1年間運用した場合の2つの折れ線グラフには大差がないため、一般に株式投資のリターンは正規分布だと仮定されることが多いが、厳密には対数正規分布と考えるほうが合理的だろう。正規分布だとリターンの分布は平均値の6%をピークに左右対称になるため、例えばプラス106%とマイナス94%とが同じ確率で起きることになる。

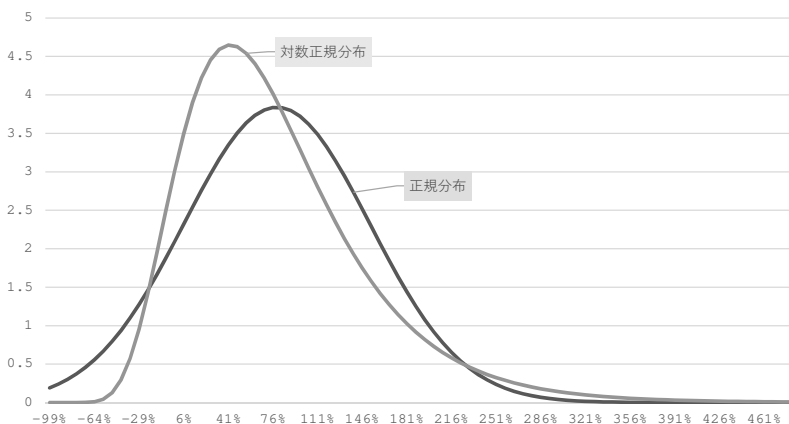
しかし、さすがに株価指数が2倍強になる確率のほうが、わずか6%になる確率よりも大きいのではないか。対数正規分布ならば、グラフのピークは平均よりも左側に寄り、中央値の2倍になる確率と中央値の半値になる確率が同じになる。正規分布と異なり、運用成果がマイナス100%（元本がすべて消えること）よりもマイナス域に入ることもない。

(図表4) 1年リターンの分布



(注) 期待リターン6%、想定リスク23%を前提に運用した場合  
(出所) 筆者作成

(図表5) 10年リターンの分布



(注) 期待リターン年率6%、想定リスク年率23%を前提に運用した場合  
(出所) 筆者作成

正規分布ならば最頻値=中央値=平均値だが、対数正規分布ならば最頻値<中央値<平均値である。これは過半のファンドの運用成績が平均値に届かないことを意味している。平均値よりも左側に多数のファンドが寄る度合いは、運用期間が長くなればなるほど、また、想定リスクに比べて期待リターンが小さければ小さいほど大きくなる。

前段の図表3でも示した通り、運用期間が長期化するにつれて、インデックスに負ける

---

アクティブ運用投信の割合が大きくなるのは、理屈上も自然なことなのだ。

ただし、アクティブ運用投信のリターンの平均値はあくまでもインデックスに一致することは覚えておきたい。対数正規分布のグラフをみると、グラフのピークの右側のすそ野は極めて長くなっている。過半のファンドが平均以下の一方で、抜群の運用成績をたたき出すファンドも出てきて平均値を引っ張り上げることを示している。

### 〈信託報酬の差の分は負ける〉

ここまでの議論は信託報酬控除前でのリターンの比較だから、信託報酬を差し引いた後の投信購入者の手取りベースでは、やはりアクティブ運用投信の平均値はインデックス投信を下回るのではないかとの指摘もあろう。

この点は理屈上も否定できない。アクティブ運用投信とインデックス投信との信託報酬差が仮に1%だとすると、年間の平均リターンに1%程度の差が出てきてもおかしくない。長期投資の複利効果を考えると、この1%の違いは決して小さくないから、投信積み立ての第一選択をインデックス投信にすべきだという主張はよくわかる。

ただ、アクティブ運用投信の1つ1つには、ただインデックスへの追随を目指すのとは異なる独自の運用方針がある。徹底した分析と取材で投資対象を厳選する、長期的な保有者の資産保全を最重視する、社会にすばらしい貢献をしている企業を買うなどさまざま。リターンが上振れする可能性ももちろんある。

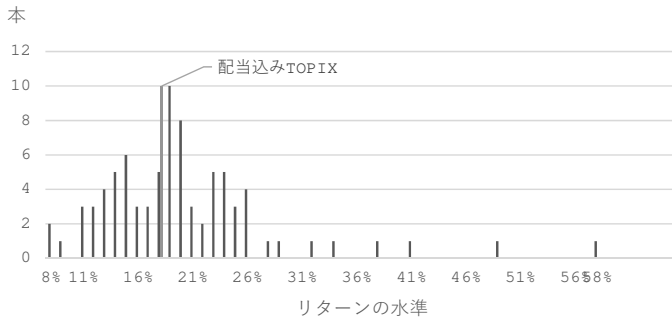
年に1%程度は負担することになるが、上振れの可能性に賭けるコストという考え方もあるし、市場を育てる仕事に取り組んでいるプロへの報酬という考え方もある。市場機能を維持・向上させるための費用を誰かが負担しなければ、市場メカニズムがおかしくなり、回り回ってインデックス投信の資産も守れなくなる恐れがある。

アクティブ運用投信を一概に否定すべきではない視点はほかにもある。運用成績の差が大きく、当たり外れが大きいといわれるが、こうしたばらつきはリスク商品への投資には付き物であり、アクティブ運用投信だけがばらつきが大きいというわけではない。

### 〈現実のデータで見るリターンの振れ〉

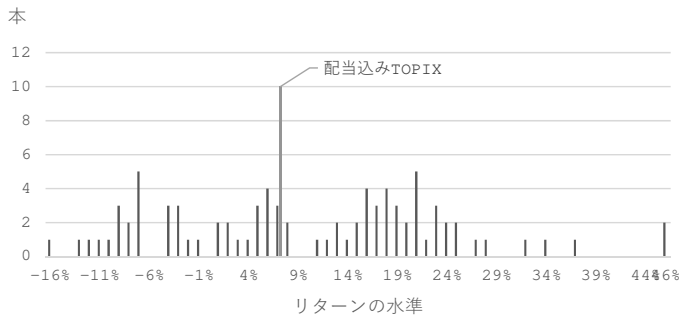
アクティブ運用投信の実際の運用成績の分布を過去5年間にわたってグラフ化すると、図表6から図表10ようになる。いずれも分析対象はNISAの「つみたて投資枠」または「成長投資枠」で購入できる国内株式型のアクティブ運用投信213本のうち、3月13日現在の純資産総額が100億円以上の96本だ。

(図表 6) 2019年の国内株式型アクティブ運用投信のリターン分布



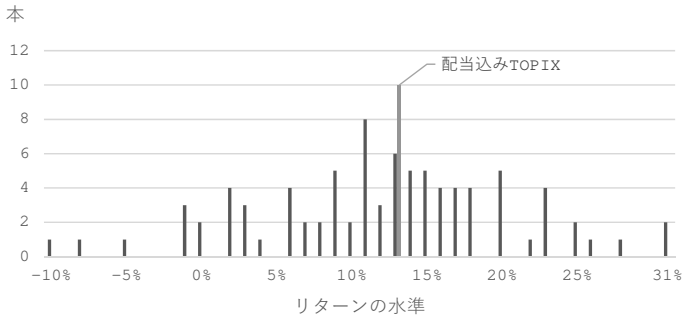
(注) 対象はNISA対象で有効データのある83本  
 (出所) QUICK資産運用研究所、ウェルスアドバイザー

(図表 7) 2020年の国内株式型アクティブ運用投信のリターン分布



(注) 対象はNISA対象で有効データのある84本  
 (出所) QUICK資産運用研究所、ウェルスアドバイザー

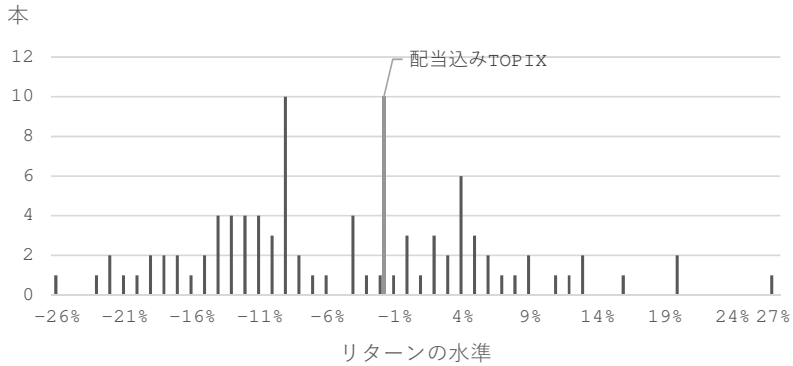
(図表 8) 2021年の国内株式型アクティブ運用投信のリターン分布



(注) 対象はNISA対象で有効データのある86本  
 (出所) QUICK資産運用研究所、ウェルスアドバイザー

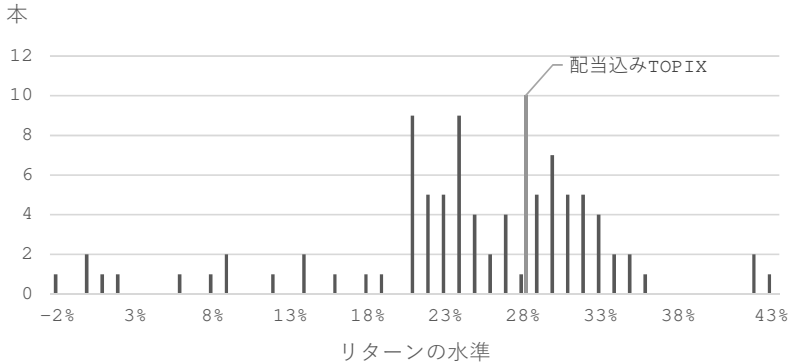


(図表 9) 2022年の国内株式型アクティブ運用投信のリターン分布



(注) 対象はNISA対象で有効データのある87本  
(出所) QUICK資産運用研究所、ウェルシアアドバイザー

(図表10) 2023年の国内株式型アクティブ運用投信のリターン分布

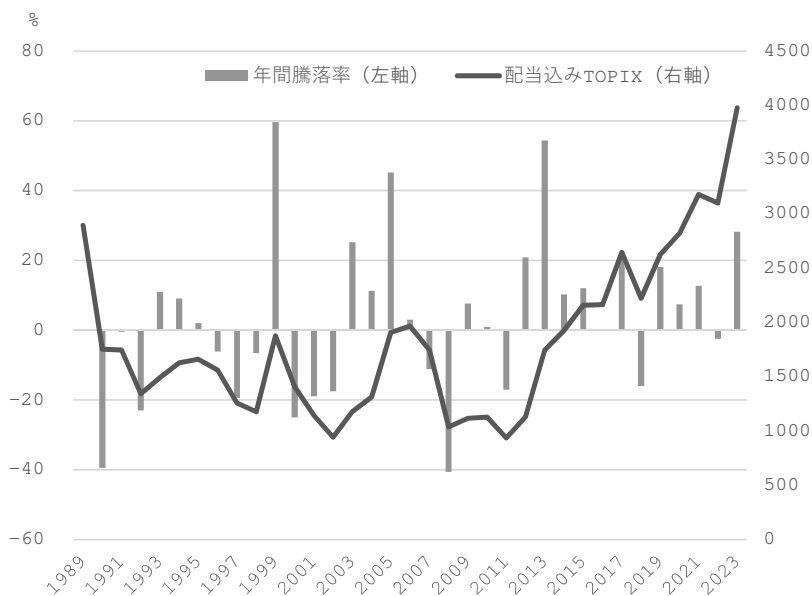


(注) 対象はNISA対象で有効データのある88本  
(出所) QUICK資産運用研究所、ウェルシアアドバイザー

ただ、設定時期が比較的新しい投信は過去5年分のリターンのデータがないから、描画からは除外されている。リターンは税引き前分配金再投資ベースで計算し、ベンチマークは配当込みTOPIXとしている。

5年間ともリターンは配当込みTOPIXを中心に左右に広がって分布している。2019年はプラス8～58%、2020年はマイナス16～プラス46%、2021年はマイナス10～プラス31%、2022年はマイナス26～プラス27%、2023年はマイナス2～プラス44%とどの年ともかなりの振れ幅になっている。

(図表11) 配当込みTOPIXと年間騰落率



(注) 配当込みTOPIXは年末値

(出所) QUICK

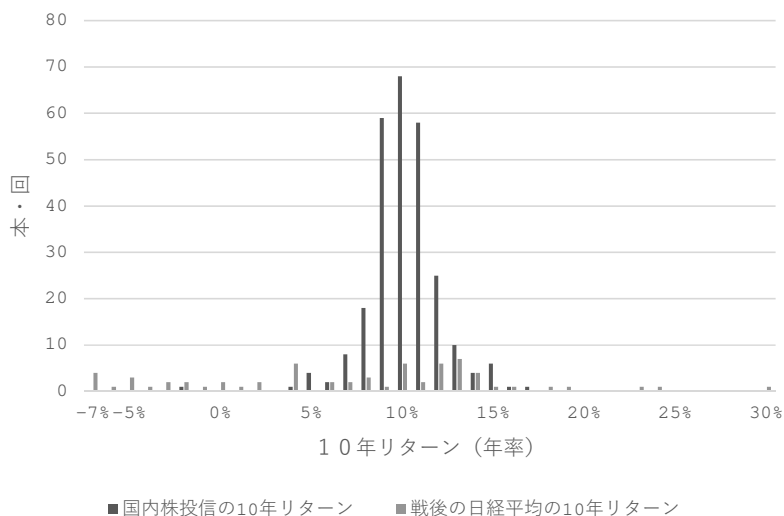
ただ、必ずしもベンチマークである配当込みTOPIXの水準を下回る投信が過半を占めているわけではない。年によって勝ち負けの状況は異なるが、2019年は52勝31敗、2020年は45勝39敗、2021年は44勝42敗、2022年は34勝53敗、2023年は34勝54敗となっている。

当たり外れがあるから買いづらいという考え方もわかるが、ベンチマークを上回っているファンドの数もそれなりにあることを踏まえると、アクティブ運用を否定する投資家はプラスアルファのリターンを得る機会を逸していることにもなる。

もう一つ考えておくべきことは、図表10に示すように、ベンチマーク自体のリターンが投資する年によってかなりの差があることだ。今回の分析の対象にした2019年から2023年でも配当込みTOPIXの騰落率にはマイナス2%からプラス28%までの幅があるが、2004年から2023年までの20年間を振り返ると、リーマン・ショックが起きた2008年にはマイナス41%だったが、アベノミクス相場が本格的に始まった2013年にはプラス54%にもなった。

参照期間をバブル崩壊後の34年間に広げると、IT（情報技術）バブルが膨らんだ1999年にはプラス60%の実績を残していた。

(図表12) 国内株投信266本の10年リターンの分布と戦後の日経平均の10年騰落率の分布



(出所) QUICK資産運用研究所、日本経済新聞社

### 〈「インデックス投信は安心」の勘違い〉

過去5年間のアクティブ運用投信のリターンの振れと、過去20年間、あるいは34年間の配当込みTOPIXの騰落率の大小とは、同列での比較ではないから誤解を招くとの見方もあるかもしれない。しかし、アクティブ運用投信の当たり外れのリスクと、今年が当たり年になるか外れ年になるかのリスクは、損得の点では大きな違いはない。

ベンチマークがあくまでも基準だと考えれば、個々のアクティブ運用投信のリターンの振れ幅は大きく見える。しかし、年によるベンチマークの振れ幅はもっと大きいのだから、「インデックス投信は安定していてアクティブ運用投信は差が大きい」との見方は勘違いというほかないであろう。

1年ごとのリターンの振れ幅ではなく、長期的なりターンを測れば、アクティブ運用投信の当たり外れは大きく、ベンチマークリターンは比較的安定しているのではないかという指摘もありそうだが、これもデータをみる限り、正しくない。

小型株型と通貨選択型と除くアクティブ運用の国内株投信266本の過去10年間のリターン（税引き前分配金再投資ベース）の分布と、戦後の日経平均株価の10年騰落率の分布を同じ座標軸上に描くと、日経平均騰落率の分布の方がはるかに大きい。

図表12に示すように、日本株アクティブ運用投信の2024年2月末に至る10年間のトップパフォーマーは野村アセットマネジメントが運用する「情報エレクトロニクスファンド」

---

で、年率16.53%の上昇を記録した。ワーストは三井住友トラスト・アセットマネジメントが運用する確定拠出年金専用の「DC日産株ファンド」で、年率リターンはマイナス1.77%だった。

これに対し、日経平均（配当別）は1950年末の101円91銭から1960年末の1,356円71銭まで13.31倍になった一方、1991年末の2万2,983円77銭から2001年末の1,0542円62銭までは0.46倍になった。リターンを年率換算すると、前者は29.55%の上昇だったが、後者は7.50%の下落である。

これもアップル・トゥー・アップルの比較ではないから、誤解を生むとの見方もあろうが、戦後の高度成長期を含んでいるから、日経平均の振れ幅が大きいのではない。日経平均の10年騰落率の振れは「2014年末に終わる10年間」から「2023年末に終わる10年間」の10ケースを点検しても、年率換算で1%から13%までの幅があるのだ。

10年間の長期投資といえども、アクティブ運用投信の当たり外れのリスクをとるのか、インデックス投信の投資開始年のリスクをとるのかでは似たような状況である。というか、どちらにしても常に大きなボラティリティー（振れ幅）に直面していると言い換えてもいい。

### 〈市場を育てるか歪めるか〉

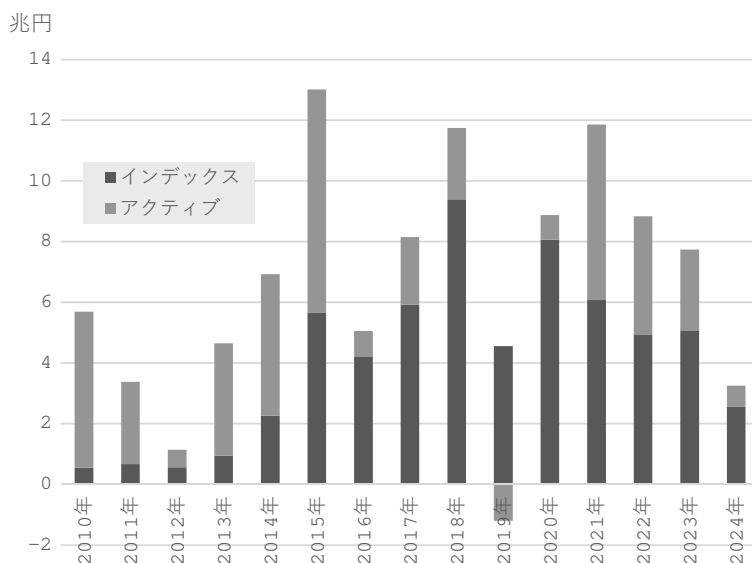
リスクだと強調すると、「避けるべきもの」と受け止められるかもしれないので、「銘柄選択に賭けるか投資開始のタイミングに賭けるかだ」と言い換えてもいい。もちろん一人ひとりの発想や選好まで立ち入るべきことではないが、市場を育てる側に回るか、歪める側に回るかは思案のしどころである。

資本主義が機能する基本は、市場での価格発見による効率的な資本配分なのだから、個々の企業が発行する株式をどんな価格で売買するかの見極めに知恵を絞る人がいなければ、何も始まらない。まずは投資家の個別株取引があり、それに乗っかるかたちで運用会社のビジネスチャンスが生まれるのである。

個人投資家やプロの運用者が価格発見に知恵を絞ることで市場は育つ。機械的に売買するだけのインデックス運用は、アクティブ運用の個人投資家や機関投資家が知恵を絞った結果にただ乗りしているようなものだといっても過言ではないだろう。

指数に組み入れられていれば、良い企業だろうが悪い企業だろうが一緒くたにして売買しているという点に着目すれば、インデックス運用は市場の価格発見機能を歪めているといっていいかもしれない。

(図表13) インデックス投信とアクティブ運用投信の資金流入



(注) 2024年は1月と2月の合計

(出所) 投資信託協会

世界取引所連合（WFE）の統計では全世界の株式の時価総額は1月末現在で約112兆ドルあるから、オルカンが多少売れたところで、世界の株式の価格発見機能が本当に歪められるといったことはないだろうが、海洋のプラスチック汚染が心配ならば、レジ袋は使わないといった程度の関係はあるだろう。

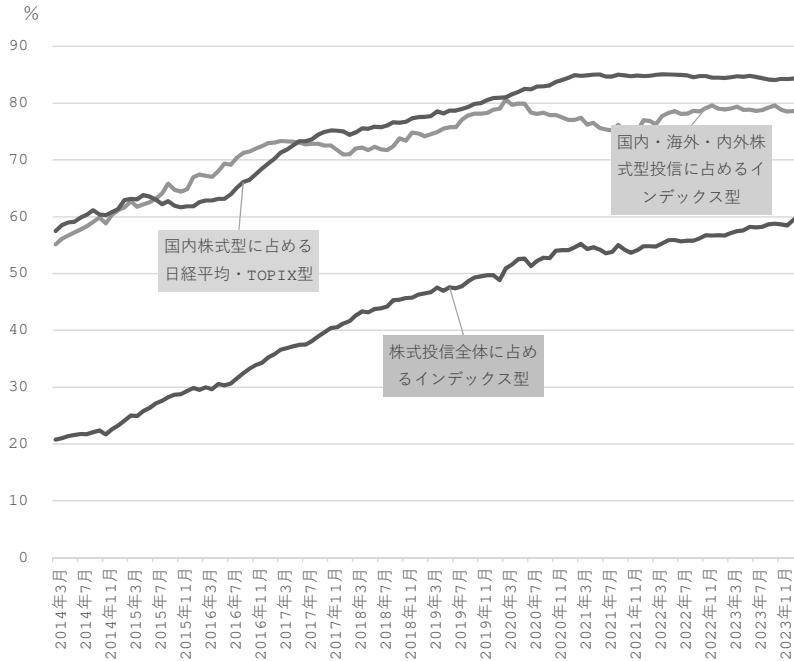
米国でも、もともとインデックス運用などなかったのに、年金基金が株式投資に参入し、プロの運用担当者が足りなくなったために、苦肉の策として生まれたのである。日本政府の施策は何のために国民に証券投資を促すのかの原点を棚上げし、とにかくオルカンを買おうという風潮になっている。何か大切なものを忘れているようだ。

### 〈運用ビジネスがおかしくなる〉

「日本人は水と安全はタダだと思っている」。評論家の山本七平氏が1970年にイザヤ・ベنداサンの筆名で著した『日本人とユダヤ人』の一節である。ここ半年ほどの間に証券市場で起きたことは、「株式売買と資産運用はタダである」といってもいいようなことだった。

オルカンや米S&P500連動インデックス投信の信託報酬率は税込みで0.05775%だ。これを運用会社と販売会社と受託会社（信託銀行）とで山分けするから、仮に1億円販売した

(図表14) 日本のインデックス投信の割合



(出所) 投資信託協会の統計データをもとに筆者試算

ところで、販売会社の実入りは税引きで年1万7,500円にしかない。

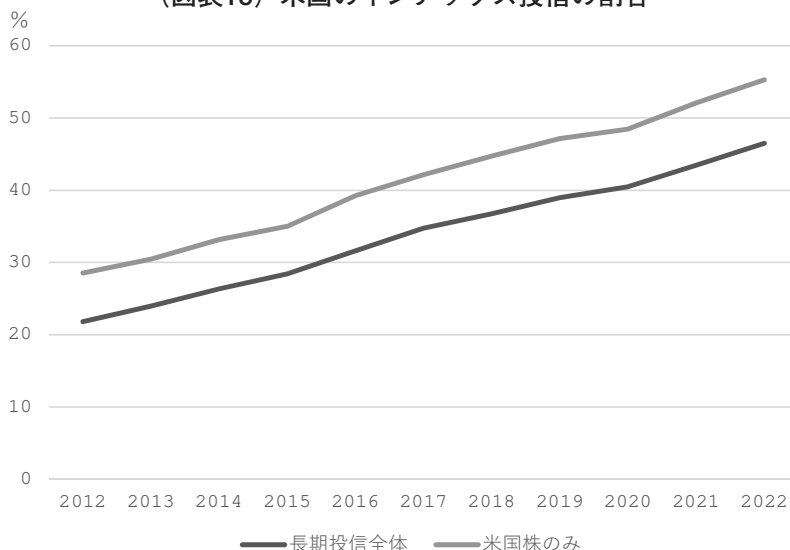
加えて2023年10月からはオンライン証券最大手のSBI証券と第2位の楽天証券が国内株式の売買委託手数料を無料にしてしまった。この結果、両社の2023年10～12月期の売買委託手数料収入は7～9月期に比べて43%も減少した。

不当に高かった手数料を適正な水準に下げるといふのならば、大いに歓迎したい話だが、バナナのたたき売りのような値下げ合戦を繰り返して、証券ビジネスや運用ビジネスが焼け野原のようにならないのだろうか。

図表13は投資信託協会の統計から、株式投信への資金流入状況を取り出したものだ。2015年ごろまではアクティブ運用投信への資金流入が過半を占め、インデックス投信は脇役にすぎなかったが、その後はインデックスが中心になっている。これは元本ベースで37兆円強にも達した日銀の上場投信（ETF）購入が多かったせいでもある。

しかし、日銀はこの1年間、まったくETFを購入していない。日銀の影がない2024年1～2月は合計で3兆2,480億円の資金流入のうち、インデックス投信が78.7%に当たる2兆5,550億円を占め、アクティブ運用投信は21.3%に当たる6,930億円にすぎない。こんなこ

(図表15) 米国のインデックス投信の割合



(注) 長期投信全体は「長期投信とETF」に占める「インデックス型ミューチュアルファンドとETF」の割合、米国株のみは「米国株型長期投信と米国株型ETF」に占める「米国株インデックス・ミューチュアルファンドと米国株型ETF」の割合

(出所) 米投信協会 (ICI)

とを繰り返しているうちに、低コストのインデックス投信ばかりになり、運用業界は変質を迫られるのではないか。

### 〈国内株式型投信は84%がインデックス〉

オルカンの好調な売れ行きとは直接、関係がないことだが、すでに国内株式投信のうち84%がインデックス投信になっているという現実も頭に入れておきたい。投資信託協会はファクトブックでETFを除く公募株式投信のうち、インデックス型ファンドの割合が純資産総額ベースで2月末に30.8%に高まったと紹介している。

約10年前の2014年12月には10.2%だったから、10年間で比率的に約3倍になった計算だが、分母と分子をどうとるかによっては、この比率はもっと高くなる。図表14に示すように、分母を「ETFを含む公募株式投信」、分子を「インデックスETFを含むインデックス投信」とすると、2月末現在でインデックス投信は全体の60.0%を占めている。

分母を「国内株式型投信・海外株式型投信・内外株式型投信の合計額」とし、分子を「インデックスETFを含むインデックス投信」とすると、比率は78.4%に高まる。分母を国内

---

株式型投信、分子を「日経平均型とTOPIX型のインデックス投信」とすると、比率は何と84.4%になってしまうのだ。

日銀が保有するETFがインデックス投信のウエートを押し上げていることは間違いはないが、それにしても国内株式をもっぱら運用対象にした投信のうち、アクティブ運用投信の割合は15.6%にすぎず、金額ベースでもわずか14兆9,200億円しかないのである。

外国株のアクティブ運用投信などは外国株運用を海外の運用会社に再委託するケースが大半のため、国内の運用会社の実質的な実入りはこの14兆9,200億円の国内株式型アクティブ運用投信に支えられているのかもしれない。ほかに資産複合型（バランス型）などもあるため、これがすべてではないだろうが、米国などに比べ、ビジネスの土俵が小さすぎる印象だ。

#### 〈米国市場では45%がアクティブ運用〉

米国の投信市場の統計を見ると、インデックス投信とアクティブ運用投信を足した純資産総額は2022年末で23兆3,526億ドルと、日本をはるかに上回るが、日本ほどインデックス投信に浸食されてはいない。

米投信協会（ICI）の統計では、「長期ミューチュアルファンド（マネーマーケットファンドを除くミューチュアルファンド）とETF」に占める「インデックス型ミューチュアルファンドとインデックスETF」の割合は46.5%である（図表15）。日本の投信市場でこの定義に近い比率は60.0%だから、まだ米国の投信ビジネスはインデックス運用に席けんされていないと考えることができる。

米国株に運用する投信だけではどうか。分子を「米国株ETFとS&P500に連動するミューチュアルファンドとその他の指数に連動するミューチュアルファンドの合計額」、分母を「米国株ミューチュアルファンドと米国株ETFの合計額」として計算すると、インデックス投信の純資産総額の割合は55.3%になっている。日本の投信市場ではこの比率は前述の通り、84.4%である。

米投信協会の2012年末の統計では投信全体に占めるインデックス投信の割合は21.8%、米国株投信全体に占める米国株インデックス投信の割合は28.6%だったから、比率的には10年間でざっと2倍になったのだが、まだまだアクティブ運用投信は健在だ。

米国市場の統計からは、アクティブ運用を市場機能を支える大切な存在として残したいという市場関係者の強い意思が感じられる。ビジネス上の手詰まり感があってのことかもしれないが、大手運用会社自身が超低コストのインデックス投信を武器に価格破壊に出て、



---

アクティブ運用投信の影がすっかり薄くなった日本市場は、市場機能を育てることの重要性を忘れてしまっているように見える。

