

米国投信一〇年の軌跡（付、日本との比較）

杉田 浩治

米国投信残高は〇六年に一〇兆ドル（一一〇〇兆円）の大台に乗せ、〇七年に入っても大幅な増加を続けている。米国全世帯の五割は投信を保有し、証券市場における重要性も八〇年代の年金基金を上回る状況になっている。

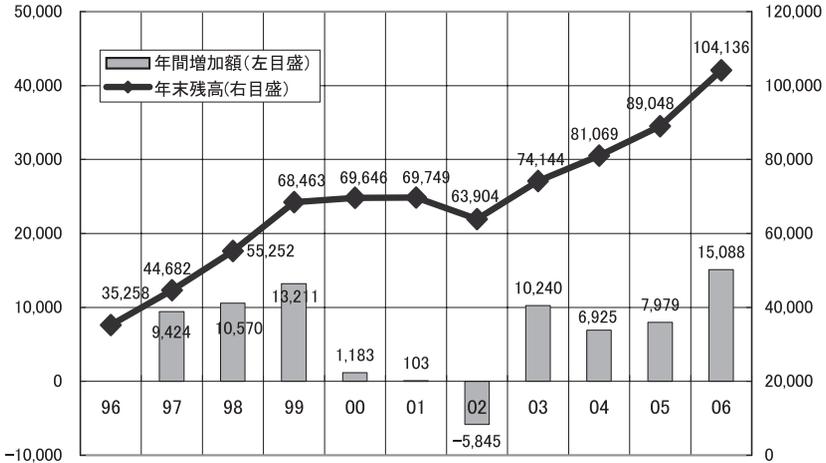
そこで〇六年末に至る一〇年間を中心に、何が米国投信成長の原動力であったのか、運用・販売の動向、最近の制度・環境の変化などを、日本の状況との比較を織り込みながらまとめてみた。

（注）データは原則としてICI（米国投信協会）統計によった。

一、残高は一〇年で三倍に拡大

〇六年末に至る一〇年間の残高および各年の増加額の推移は図表1のとおりである。九六年末に三・五兆ドルであった残高は〇六年末に一〇・四兆ドルへ増加し、一〇年間で三倍に拡大した。ちなみに国際投信協会の集計によると、世界の投信残高は九六年末の六・一〇兆ドルから〇六年末に二一・七六兆ドルへ三・六倍に拡大している。投信の成長は米国だけでなく世界的な傾向である。

図表1 米国投信の残高と増加額の推移(単位:億ドル)



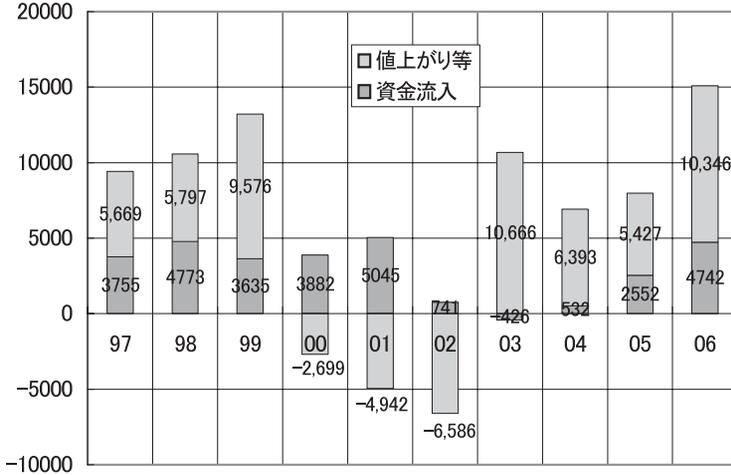
日本との比較 日本 の投信残高は九六年末の四八・七兆円から〇六年末の六八・九兆円へ一〇年間で一・四倍の拡大に止まった(ただし〇五年、〇六年の残高増加率はそれぞれ三五・〇%、二四・五%を記録し、米国の九・八%、一六・九%を上回った)。

二、株価の値上がりが大きく寄与

残高増加の要因を、投資家からの資金流入(販売額から解約額を差し引いた額)と、組入れ証券の価格変動とに分けてみると図表2のようになる。この一〇年間、株価が大きく上昇(ダウ平均は九六年末の六、四四八ドルから〇六年末に一、四六三へ上昇)したこと等による組入れ証券(債券を含む)の値上がりが残高増加に大きく寄与した。

米国投信10年の軌跡（付、日本との比較）

図表2 残高増加額の内訳(単位:億ドル)

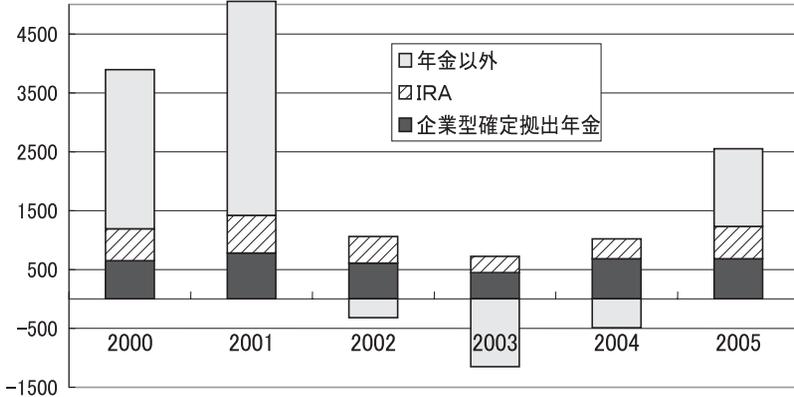


一〇年間を通算してみると、残高増加額六・九兆ドルのうち資金増加によるものが二・九兆ドル（四二％）、値上がりによるものが四・〇兆ドル（五八％）である。

日本との比較 九六年末から〇六年末に至る一〇年間の日本の投信残高増加額は二〇・二兆円であった。このうち投資家からの資金流入によるものが一八・八兆円（九三％）であり、組み入れ証券の値上がりによるものは一・四兆円（七％）に過ぎなかった。

言い換えれば日本の市況環境が米国にくらべ格段に厳しかった（日経平均株価は九六年末の一・九、三六一円から〇六年末に一七、二二五円に下落した⁽¹⁾）ことを指摘できよう。

図表3-1 資金流入額の内訳(全商品計、単位:億ドル)

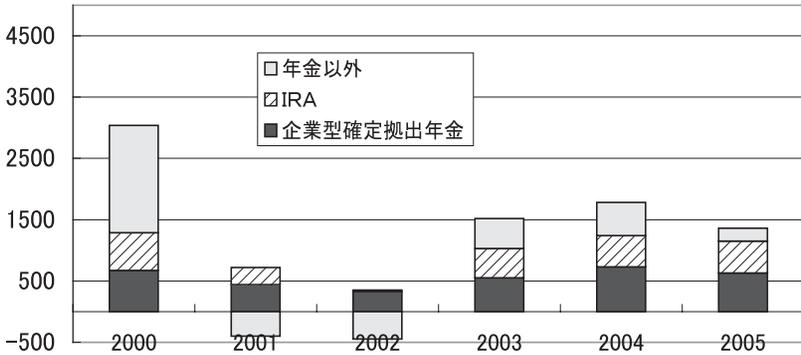


三、資金増加の原動力はDC（確定拠出年金）

米国では、投信が40—45%（企業型確定拠出年金）やIRA（個人型確定拠出年金）など税優遇のある年金プランを通じ購入されている部分が大きいことは良く知られている。

図表2に示した資金流入額のうち、確定拠出年金と通じた部分と、そうでない一般買付けによる部分の内訳を示すと図表3の通りである。図表3—1のように投信全体でみて〇二年、〇四年は確定拠出年金による資金流入が一般買付けの資金流出を補い、全体としての資金純減を防いでいた（〇三年は全体として資金純減）。また株式投信について見ると図表3—2のように、〇一年以降一貫して確定拠出年金による資金流入部分が半分以上

図表3-2 資金流入額の内訳（株式投信、単位：億ドル）



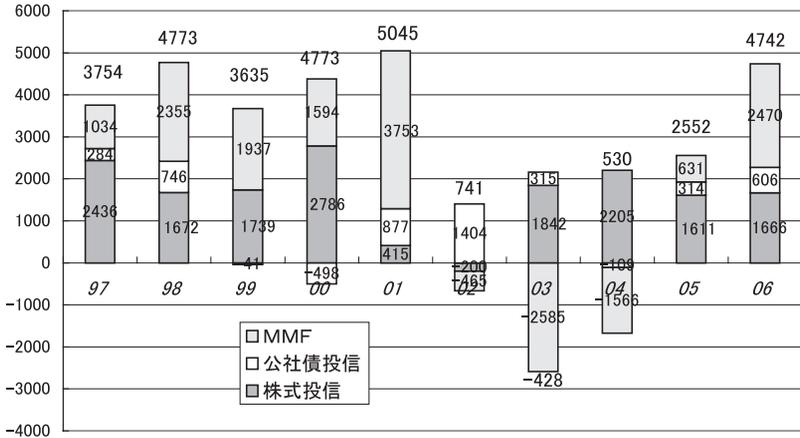
を占めており、年金関連資金が米国投信の資金安定化に大きく寄与している。

日本との比較 日本では確定拠出年金制度が二〇〇一年にスタートしたばかりで、その運用資産残高は〇六年末で三兆円程度と推定され、同制度専用投信の残高も〇六年末にやっと一兆円に達したばかり（モーニングスター調べ）であり、まだ確定拠出年金の寄与度は小さい。

四、三商品が交互に貢献

次に資金純増の商品別内訳を見ると図表4の通りである。株式投信・公社債投信・MMFが相補いあつて投資家資金の導入に貢献してきたことが分かる。すなわち九〇年代後半の株価上昇期には主に株式投信が大きな資金を獲得し、二〇〇〇年

図表4 米国投信資金純増減の推移(億ドル)



(注) 株式投信にはハイブリッド・ファンドを含む

から〇一年の短期金利ピークアウト期にはMMF、〇一年から〇二年の長期金利下落(債券価格上昇)期には公社債投信が資金を獲得していた。そして〇三年以降の株価回復↓上昇局面では再び株式投信が主役となって米国投信の成長をリードしてきた。

この中で日本との比較上注目されるのはMMFである。すなわち〇二年から〇四年に短期金利が1%台で低迷し資金が流出した時期にも、無理な運用等を行うことなく元本安全第一という商品性を堅持し、〇五年・〇六年の短期金利上昇とともに資金量を拡大して残高は過去のピークを更新するに至っている。

なお〇〇年間を通算すれば全体の資金純増額二・九兆ドルのうち株式投信が一・六兆ドル、MMFが一・九兆ドル、公社債投信が一・四兆ドルとなるから、株式投信を中心に成長を遂げてきた

と言えよう。

日本との比較　日本の九七年から〇六年まで一〇年間の資金純増額は一八・八兆円であったが、株式投信が四一・二兆円増し、一方、MMFおよび公社債投信から大量の資金が流出した。

その理由は、MMFについては〇一年の元本割れにともなう信頼喪失（投信全体にも大きなダメージを与えた）とゼロ金利継続の影響が大きく、公社債投信は超低金利下の〇一年に完全時価評価制に移行し、その後超低金利が継続したことによる商品魅力の低下にあったと言えよう。

五、株式投信はグローバル化

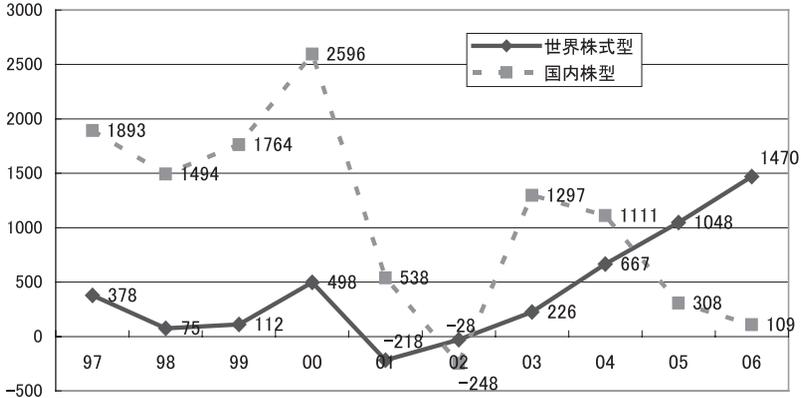
株式投信について、国内株ファンド（値上がり追求型とトータル・リターン追求型の合計^②）と外

国株ファンド（世界株式型）とに分けて資金フローを追ってみると図表5のようになる。国内株ファンドは〇四年から資金流入額が減少しているのに対し、外国株ファンドが〇一年をボトムに資金流入を加速させている。この結果、〇五年からは外国株ファンドへの資金流入額が国内株ファンドのそれを上回るようになっていく。

こうした外国株ファンドの人気上昇の理由は、「外国株のパフォーマンスが相対的に米国株を上回っているから」と見られている。しかし資金フローだけでなく残高ベースで見ても、株式投信全体に占める外国株ファンドの比率は過去最高の九四年（一八・九％）を上回って〇六年末には二二・二％に達しており、米国投資家のグローバル投資志向は定着する気配を見せている。

なお、公社債投信については、外国債券ファンドの比率は〇六年末現在で四・〇％に過ぎず、グ

図表5 米国株式投信資金純増減の内訳(億ドル)



ローバル化は進んでいない。

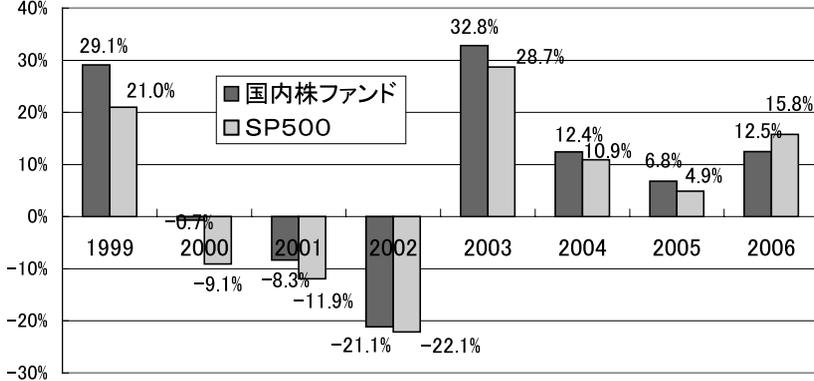
日本との比較 日本について、投信の運用資産のうち外国に投資されている資産の比率をみると、〇六年末現在、全体で四〇・二%、株式は二六・二%、債券は六五・一%となっている。すなわち米国とは反対に債券投資のグローバル化が著しく進んでいる。超低金利のもとでの日本人の毎月分配などインカム志向を反映していると言えよう。

六、好調なパフォーマンス

運用パフォーマンスは概して好調である。国内株ファンドの騰落率をSP500株価指数と比べると図表6のとおりで、〇六年はSP500を下回ったが、それ以前の九九年から〇五年まで七年連続してSP500をアウトパフォーマンスしている。

米国投信10年の軌跡（付、日本との比較）

図表6 米国の国内株ファンド騰落率



（出所） モーニングスター（資産額加重平均）、SP500騰落率は配当落ち分修正

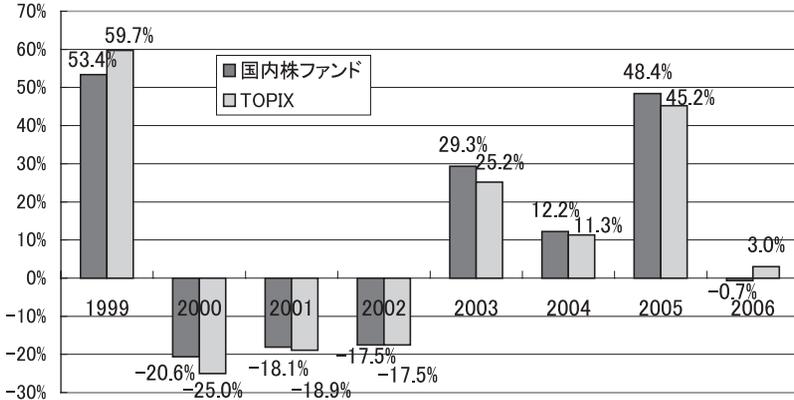
た。その一つの理由は後述のとおり小型株効果があったことによると思われる。

日本との比較 日本についてもパフォーマンスは米国と似た状況にある。すなわち国内株ファンドの騰落率は図表7のとおりであって、〇六年はTOPIXを下回ったが、二〇〇〇年から〇五年まで六年連続してTOPIXをアウトパフォームしていた。

なお最近五年間（〇二〜〇六年）の平均収益率を計算すると、日本は国内株ファンドが一四・三％、TOPIXが一三・四％、米国は国内株ファンドが一八・七％、SP500が一七・六％となる。

（参考）日・米の好パフォーマンスについては、小型株の値動きに一因があると思われる。すなわち、両国の小型株指数は参考表のように過去数年間、TOPIX、SP500の動きを上回ることが多かった。投信は小型株も組入れるので、小型株の値動きが良いときには投信の平均パフォーマンス

図表7 日本の国内株ファンド騰落率



(出所) モーニングスターインデックス(単純平均)、TOPIX騰落率は配当落ち分修正

証券市場における投信の地位の変化を株式につ

七、証券市場における地位

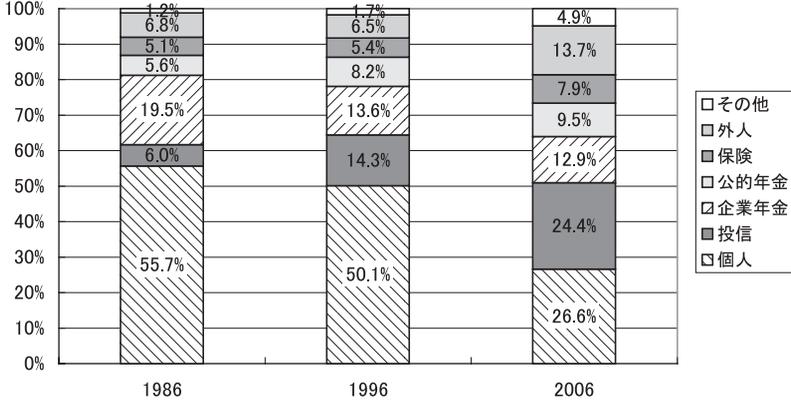
参考表 日・米の株価騰落率
(%、米国は配当落ち修正)

	日本		米国	
	TOPIX	東証小型株 指数	SP500	Russell 2000
1999	58.4	19.5	21.0	21.3
2000	-25.5	-11.8	-9.1	-3.0
2001	-19.6	-4.0	-11.9	2.5
2002	-18.3	-9.7	-22.1	-20.5
2003	23.8	29.8	28.7	47.3
2004	10.2	30.1	10.9	18.3
2005	43.5	64.7	4.9	4.6
2006	1.9	-12.2	15.8	18.4

ンスは、大型株の比重が高いTOPIXやSP500をア
ウトパフォームすることになる。

米国投信10年の軌跡（付、日本との比較）

図表8 米国株式の保有者構成



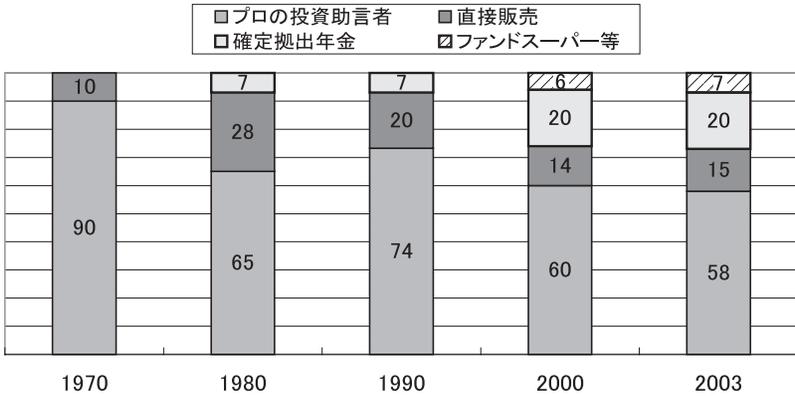
（出所）FRB“Flow of Accounts”より筆者作成

いてみると図表8のとおりである。米国株式発行残高のうち投信が保有する株式の割合は二〇年前の六％から〇六年には二四％へ高まり、八〇年代における年金基金の地位をも上回るに至っている。

この間に個人の保有比率は五六％から二七％へ減少しており、個人が株式を直接保有する形から、分散ポートフォリオである投信を通じて間接保有する形に移行していることを窺わせる。

日本との比較 日本の株式時価総額に占める投信保有株式時価総額の割合は八六年二・一％↓九六年二・一％↓〇六年二・九％（最近二〇年間でのピークは九〇年の三・七％、ボトムは九八年の一・四％）と推移している。

図表9-1 米国の販売チャネル別残高の推移(%)



(注) 図表9-1, 9-2とも長期投信対象

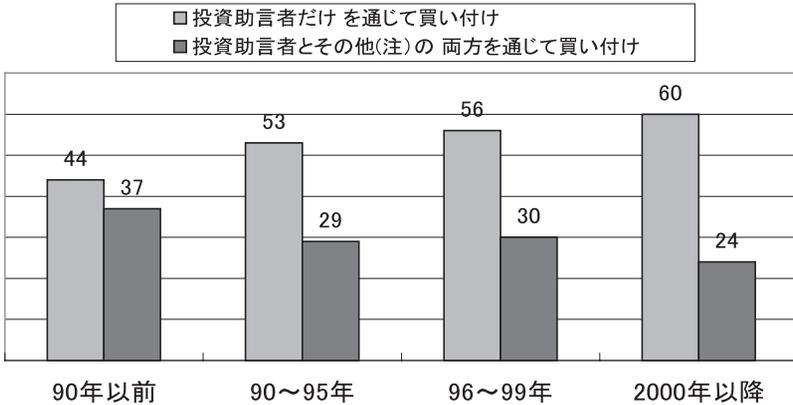
八、販売チャネルはF Aの役割 増大

米国における個人向け販売チャネル別残高内訳の長期的変化は図表9-1の通りである。九〇年代以降、確定拠出年金やファンドスーパー等の新しいチャネルによる販売残高が増えており、逆に七〇年代〜八〇年代に大きく伸びた直販はシェアダウンしている。

一方、証券マンなどプロの投資助言者（F A）による販売残高はシェアが低下しているように見えるが、図表9-2の通り、最近の新規購入者は投資助言を求める傾向が強まっている。団塊の世代が退職を迎える今後は益々この傾向が高まるという見方が多い。

米国投信10年の軌跡（付、日本との比較）

図表9-2 当初買付年別の投資助言者利用度（%）



(注) その他には直販、ファンドスーパー等を含む。

(出所) 図表9-1, 9-2ともICI発行FUNDAMENTALS“Ownership of Mutual Fund through Professional Financial Advisers”(05年4月)

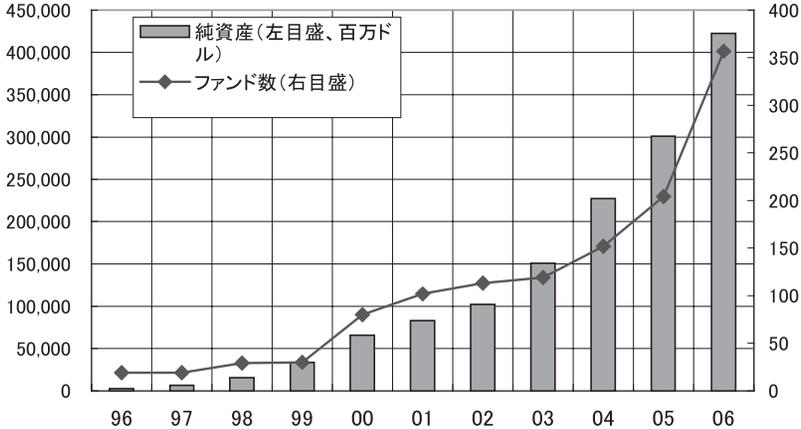
日本との比較 日本では九八年の投信窓販開始以降、銀行等の投信販売シェアが高まっていることは周知のとおりであり、〇六年末現在、公募投信全体の販売残高に占めるシェアは証券五七%、銀行等四二%、直販一%となっている。

九、注目されるETFの充実

なお商品の話に戻るが、ここ数年ETFの商品バラエティの広がりとそれに伴う残高拡大が急である。〇六年末ETFのファンド数は三五七本に達し、ファンド純資産残高は四、二〇〇億ドル（五〇兆円）を超えた（図表10-1）。ちなみに〇六年末の世界のETF残高はモルガンスタンレー社調べで五、七〇〇億ドルといわれており、米国は世界のETF市場の七割以上を占めている。

九三年にSP500株価指数に追随するSPD

図表10-1 米国ETFのファンド数と純資産残高

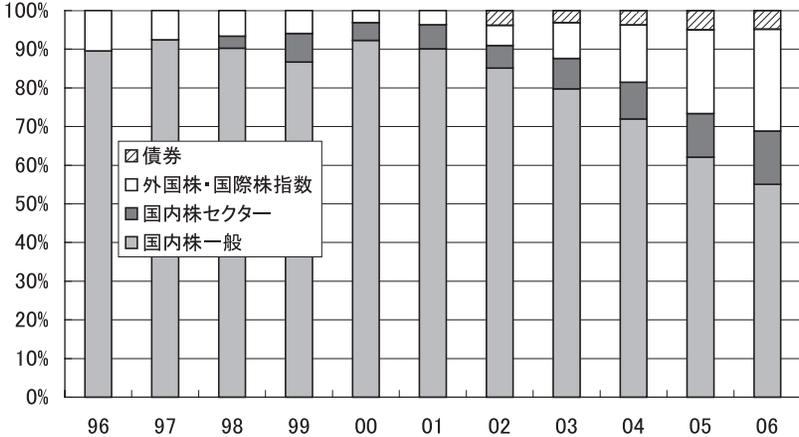


Rでスタートした米国ETFは、九六年には外国株式市場の指数を対象とするタイプ、九八年には国内の業種別指数などを対象とする国内株セクター・タイプ、そして〇二年には債券市場の動きをとらえるタイプが導入するなど商品群を広げてきた。金額ベースの内訳を見ると図10-2のとおりであり、最近では米国以外の国別株価指数あるいは国際的株価指数に連動するタイプの残高増加が目立っている。

日本との比較 日本では九五年に「日経三〇〇株指数連動型上場投資信託」が上場されたが、金銭信託型であったことや、その後の株価低迷などにより残高は大きく伸びなかった。

〇一年に政府の緊急経済対策のなかで「証券市場活性化」策として米国と同様の現物(株式)拠出型のETFが導入された。ただし対象とする指

図表10-2 米国ETF残高の商品別内訳



数が金融庁告示に定めるもの（現在は日本および米国の株価指数一種類）に限定されており、○六年末のファンド数は一三本、純資産残高は四兆一〇〇〇億円である。

一〇、最近の制度変更

○三年に米国では投信史上最大ともいえる不祥事（一部の投信会社がヘッジファンドなど一部の大口顧客から時間外のファンド売買発注を受けたこと、同じく一部の大口顧客が時差を利用した外国株ファンドの短期売買を得ることを容認したこと）が明るみに出て、業界の信頼は揺らいだかに見えた。

その後SECによる大幅な規則変更の提案が行われ、その多くが実施に移された。現在までに変わった主要事項、まだ変わっていない事項を整理

すると次のとおりである。

(注)このほか、ヘッジファンドの投資顧問業者についてSEC登録を義務付けたこと(その後、連邦控訴裁判所が無効と判決したため実施されていない)などがあるが、ここでは公募投信の規制変更のみを掲げた。

《規則変更をSECが既に採択した事項》

① 関係者の行為規制関連

- ・ファンド販売の見返りとしての証券売買発注(Directed Brokerage)の禁止。
- ・ファンド投資顧問会社に倫理綱領の制定と、その中に運用関係者による証券売買(自社運用ファンドの売買を含む)のCOO(チーフ・コンプライアンス・オフィサー)への報告義務を盛り込むこと等を義務付け。
- ・ファンドが二%以内の短期解約フィーを課することを認める。

② ファンドのガバナンス関連

- ・ファンド取締役の七五%以上を社外取締役とし、取締役会議長を社外取締役とする。

(注)本件は、その後、連邦控訴裁判所により無効判決が出て実施されていない。

- ・ファンドに倫理綱領の制定とCOOの任命(COOはファンドの法令遵守状況を直接、取締役会に報告する)を義務付け。

③ ディスクロージャー関連

- ・投資家のファンド短期売買に対するファンドの方針・手続き等を目論見書に記載する。
- ・ファンドマネージャーの報酬決定方法、当該ファンド保有状況、他ファンド運用状況等をSAI(目論見書の追加情報書)に記載する。
- ・ファンド投資顧問の選任・契約内容について、ファンド取締役会における議論の内容、

結論を株主向け報告書等に開示する。

・ 年次・半期報告書におけるファンド経費、パフォーマンス等の開示を強化（投資額一〇〇〇ドルあたりの経費金額の掲載など）。

○ドルあたりの経費金額の掲載など）。

・ 前取り手数料の大口割引（ブレイクポイント
— 割引適用の区切り金額）に関する目論見書
への開示を強化。

《規則変更の提案はあったが、未だ採択していない事項》

・ ファンド販売・解約受付の締切り時刻を「販売会社段階で四時」から「ファンド段階で四時」に変更する。

・ 証券会社に対し、①ファンド投資顧問会社とのレベニューシェアリング（報酬割戻し）契約がある場合にその会社名②セールスマンへの手数料戻し率がファンド間で異なる場合に

その内容を販売時点で投資家に開示すること
を義務付ける（NASDルールの変更）。

《SECが「検討中である」と言っているが、具体的な提案は行なっていない事項》

・ ファンドからの販売経費（ニバーフィー）
引き落とし制度の改廃。

（注）ニバーフィーは、ファンド資産から広告費など販売促進費用を引き落とすことを認めた制度（一九四〇年法に基づくSEC規則二条b項一号に規定）である。「ファンドに新規資金が入ることは既存のファンド株主にもプラスになる」という理由で一九八〇年にスタートした。発足後三〇年近く経過して最近では既存株主に対するサービスフィーとして販売会社に支払われるケースもあるなど、当初の目的と掛け離れているとして、SECが抜本的に見直す意向を示している。

・ ファンドの証券取引コストの開示強化する。

これらの規則改正は概して投信業界の信頼性向

上に寄与していると考えられる。事実ICIが毎年行っている「投信保有者の意識（センチメント）調査」によると、投信会社に対する好感度（「大いに好感を持っている」と「やや好感を持っている」の合計）は〇三年の七一%から〇六年には七七%に回復している。

日本との比較 日本における投信および周辺の制度は、過去一〇年間に金融ビッグバンのもとで大きく変わった。銀行・郵便局の投信窓販開始、私募投信・不動産投信発足、日本版四〇一kのスタートなど、投信にとってプラス材料が多かったはずだが、〇四年頃まではそれを大きく生かせなかった。

その理由は米国のような不祥事こそなかったものの、〇一年にMMFの元本割れにより大量の資金流出と投信全体のイメージダウンを招いたこ

と、超低金利下で公社債投信の完全時価評価制移行を余儀なくされたこと、そして何といても株価の長期低迷の影響が挙げられよう。

一一、今後の見通し

(1) まずはDC年金の重要性が増そう

米国投信の過去一〇年間の成長は、前記したように株価値上がりなど組み入れ資産の価格上昇による部分が大きかった。今後の成長を考えると、市況展開は未知数と考えられるが、投資家からの資金導入をどの程度実現できるかがカギとなる。

これに関連して注目されるのは昨年の年金保護法 (Pension Protection Act of 2006) の成立である。同法はDC年金に関して次の内容を含んでいる。

① 従来は二〇一〇年までの時限措置として認め

ていたDC（確定拠出）年金の拠出限度額引き上げ（〇七年現在で四〇一kの従業員拠出は一五、五〇〇ドル、IRAは四、〇〇〇ドル。なおIRAは〇八年に五、〇〇〇ドルに引き上げられる予定）を恒久化する。

② 四〇一kプランへの加入について、従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合（オプティン）のみ加入する（＝企業が拠出金を給料から天引きできる）方式」となっているのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否（オプトアウト）しなければ、自動的にプラン加入者に繰り入れることができる方式」に改める（ただしオプトアウト方式の採用を企業に強制するものではない）。

③ 四〇一kプランへ「給料の何%を積み立てるか」という拠出率について、従業員が自ら設定しない限り毎年自動的に引き上げていくことを

可能とする。

④ 四〇一kプラン加入者が、プラン資産の運用方法について選択を行わなかった場合、労働省の定める規制に沿った資産を選んだもののみなすことができるようにする。

（注）この④に関連し、労働省は「加入者の運用指示がなかった場合の適格投資商品（デフォールト・オプション）」として「ライフサイクルファンド⁽³⁾、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（SMA）」の三つとすることを提案中である。言い換えるとMMFや保険会社のGICS（元利保証投資契約）など元本確保商品を含めていない。その理由として労働省は「MMFや元本安定商品は、短期運用手段あるいはポートフォリオの一部とするには有用であるが、四〇一k資産の全部をこれらに投資してし

まうと、加入者が必要な老後資産を形成するた
めに十分なリターンを生まない恐れがある」と
述べている⁴⁾。

この提案が規則化されると、日本の確定拠出年
金法が「運営管理機関は、加入者に提示する運用
対象商品の中に必ず元本確保商品を含めなければ
ならない」としていることと対照的とも言える規
定になる。

以上の法令改正は、企業従業員のDCプラン加
入率の上昇と拠出額の増加を示唆しており、ま
た、従業員の運用指示がなかった場合の投資商品
(デフォルト・オプション)としてのライフサ
イクル・ファンドの利用増加が見込まれる。投信
への資金導入についてフォローの要因となること
は間違いないであろう。

(2) 成長率は鈍化

一方、米国投信は世帯普及率が五割に接近して
成熟段階に入っていることから、率の面からは成
長は鈍化しよう。過去の残高成長率を一〇年単位
で区切ってみると一九八〇年代は年平均二六%、
一九九〇年代は同じく二一%、二〇〇〇年代は〇
六年までの七年間で六%となっている。

世界投信残高の半分を占めるに至った米国投信
は、今後安定的成長を目指していくように思われ
る。

日本との比較 日本投信の規模等を米国と比較
すると図表IIのとおりであり、潜在成長性が高い
ことは言うまでもない。その潜在性を顕在化させ
るには商品・販売・運用の各側面においてさらに
改善を重ねるとともに、投信が最も適性・強みを
発揮できると思われる確定拠出年金分野につい

図表11 投信の規模等・日米比較（2006年現在）

	米国	日本
純資産残高	1,238兆円	69兆円
残高の対 GDP 比率	83.4%	13.7%
国民 1 人あたり保有額	411万円	54万円
個人金融資産に占める投信の比率	14.4%	4.3%
世帯普及率	48%	7%

て、制度の充実（従業員拠出を可能とする、拠出限度額の引き上げなど）を実現させ、また同市場への一層の浸透を果たすことが課題となる。

（注）

(1) ただし T O P I X は一四七〇から一六八一へ上昇している。

(2) 値上がり追求型とトータル・リターン追求型にも一部外国株に投資しているファンドがある。ここでは外国株専門ファンドである世界株式型に対して国内株ファンドとして位置づけた。

(3) ライフサイクル・ファンドとは、投信会社が投資家の退職予定時期別に（たとえば二〇一〇年、二〇三〇年、二〇四〇年など）数本のファンドを用意し、投資家は自分の退職時期に近いファンドを購入する（各ファンド内の資産配分を投信会社が時間の経過に合わせて変更していくので、投資家は何もする必要がない）タイプのファンドである。ターゲッティヤー・ファンドとも呼ばれる。

(4) <http://www.dol.gov/ebsa/regs/fedreg/proposed/2006008282.pdf>

（すぎた 二つじ・当研究所専門調査員）