

金融危機発生後の世界の投資信託の動向

杉 田 浩 治

要約

○七年夏の金融危機発生時以降の世界の投資信託動向は次のように整理される。

第一に世界の投信残高の推移を四半期末ベースで追うと、ピーク時（○七年第4四半期）の二六・四五兆ドルから○八年第4四半期には一八・九七兆ドル（約一、七〇〇兆円）へ七・四八兆ドル、率にして二八％減少した。商品別には当然株式投信の減少率が大きいが、○九年春から投資家

資金が株式投信へ戻る兆しを見せている。

第二にBRICs四カ国の状況を見ると、ロシアを除いて残高減少率が小幅に止まっている。投信残高と経済規模（GDP）との相对比较からBRICs投信の潜在成長性を計算すると、先進五カ国並みの対GDP比率になった場合、四カ国合計の投信残高は三〇〇兆円程度になることが想定される。

第三に○八年九月のリーマン・ショックをうけて元本割れが発生した米国MMFは、政府の機敏な対応により投資家の信頼を失うことなく残高は

拡大している。しかし政府にはMMFがシステミック・リスクの一因となることへの懸念があり、MMFの流動性・安全性を強化するための措置が導入される見通しである。

第四に投信の重要な販売市場である確定拠出年金市場との関連では、ライフサイクル・ファンド（「ターゲットイヤー・ファンド」）について、投信会社によって資産配分の考え方が大きく異なりパフォーマンスの差も大きいことから、投資家の混乱を防ぐためデイスクロージャーの強化などが導入される可能性がある。

第五に成長著しいETFの長期トレンドを分析すると、米国では商品バラエティが充実した結果、ファンド数の面で頭打ち傾向が見られる。しかし金額的には「世界のETF資産が二年以内に一兆ドルを超える」という予測がある。

最後に当面の世界投信動向を展望すると、五〇

〇兆円以上に積み上がったMMFの資金がいつ株式投信等に回帰するかが一つの焦点であり、〇九年春から米国等でその兆しが表れている。

はじめに

本稿は、米国サブプライムローン問題に端を発した世界金融危機の中で、世界の投資信託がどう変化したかを概観するものである。

今回の危機は、〇七年八月にフランスの大手銀行BNPパリバが、証券化商品を組入っていた傘下三ファンドの換金を凍結したことから世界的レベルの問題であることが表面化し、〇八年九月のリーマン破たんにより更に深刻化した。本稿は金融危機第一段階の〇七年夏以降の世界投信動向を分析する。

まず、投資家からの資金流入および運用残高の

変化を四半期ベースで追跡し、今回の金融危機が世界の投信に与えた影響度を分析する。第二に新興国の代表としてBRICs四カ国の投信市場を分析し、その潜在成長性を探る。第三に〇八年九月のリーマン破たんが投信に与えたショックの象徴ともいえる米国MMFの元本割れを取り上げ、その経緯と米国内における規制強化の議論を紹介する。第四に投信の最重要市場ともいえる確定拠出年金市場に株価急落が与えた影響等について米国の状況を分析する。第五に投信の成長分野であるETFについて、今後の日本の参考とする観点から長期的な変化を整理する。そして最後に世界のMMF残高が大きく積み上がっていることについて株式市場への潜在的インパクトを考えることとする。

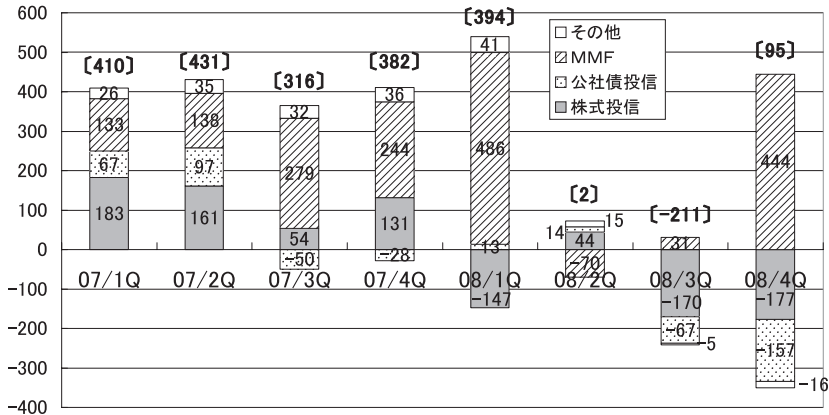
一、世界全体の資金増減・残高の状況

(1) 〇八年に世界の投信残高は二八%減少して年末残高は一、七〇〇兆円

世界の投信市場全体を網羅するデータとしては、国際投資信託協会（世界各国の投資信託が加盟する国際組織で二〇〇八年末現在四四カ国が加盟）が四半期毎に発表する資金流出入および残高の統計がある。発表が四〜五ヶ月遅れとなる難点があり、本稿執筆時点で明らかになっているのは〇八年第4四半期までである。

まず資金流出入（販売額から解約額を差し引いた資金純増減額）の状況を商品別に見ると図1のように推移している。ここでは金融危機発生（〇七年第3四半期）前の状況と比較する意味で、〇

図1 商品別資金増減の推移(単位:十億ドル)



(注) []内の数字は全商品合計。株式投信にはバランスファンドを含む。分類不能ファンドなどがあるため、内訳の合計は全体の残高と一致しない。

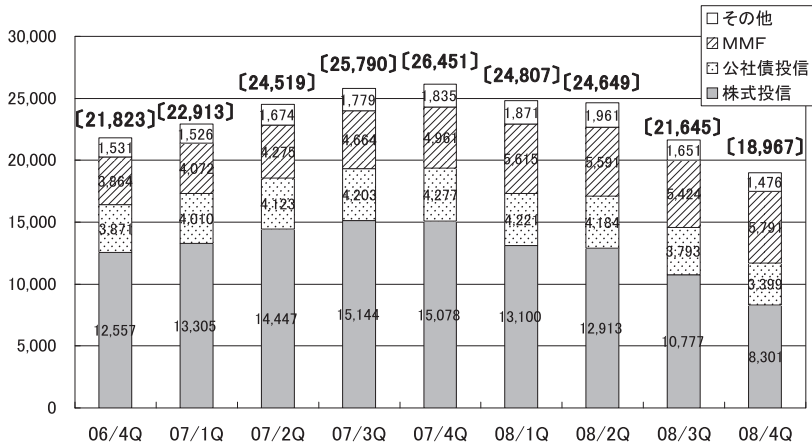
(出所) 国際投資信託協会

七年初頭を出発点とし直近の〇八年第4四半期(以下「四半期」を「Q」と表示する)まで掲載した。また日本の分類に合わせて、バランスファンドを株式投信に含めて計算している。

株式投信は〇八年1Qから資金純減となり、代わってMMFへ大量の資金が流入している。従来は株式投信から資金が流出する時期には公社債投信へ資金が流入していたが、今回(〇八年3Q以降)は公社債投信からも資金が流出し、より安全なMMFに資金がシフトしている。それだけ投資家の心理的不安が大きかったことを指摘できよう。

次に資産残高は、全商品合計で見ると図2のとおり〇七年末に二六・四五兆ドルでピークをつけ、〇八年末に一八・九七兆ドル(〇八年末の一度九〇円で換算すると一、七〇〇兆円)へ七・四八兆ドル、率にして二八%減少した。この残高

図2 世界の投資信託残高の推移(四半期末、単位:十億ドル)



(注) []内の数字は全商品合計。株式投信にはバランスファンドを含む。分類不能ファンドなどがあるため、内訳の合計は全体の残高と一致しない。

(出所) 国際投資信託協会

減少額七・四兆ドルの中身を、①投資家の売買（資金増減）による部分と②組入れ証券の時価下落による部分とに分けると、①は〇・二兆ドルのプラス（資金純増）、②は七・六兆ドルのマイナスであり、投資家資金は若干純流入となったが、時価の値下がりが大きかったために残高が減少したことが分かる。

この中で、株式投信（バランスファンドを含む）の残高は、〇七年末の一五・〇兆ドルから〇八年末の八・三〇兆ドルへ六・七八兆ドル、率にして四五%も減少した。前記と同様に、①資金増減による部分と②時価下落の影響とに分けてみると、①がマイナス〇・四五兆ドル、②がマイナス六・三三兆ドルとなり、やはり②の時価下落の影響が圧倒的に大きい。①の投資家の純売付額〇・四五兆ドルは、〇七年末の株式投信残高一五・〇兆ドルに対して四%と計算されるから、

投資家の純売付は小幅に止まったといえよう。なお、同期間（〇七年末→〇八年末）における日本の状況を記すと、株式投信残高は六六・七八兆円から四〇・八四兆へ二五・九五兆円、率にして三九%減少していた。ただし資金増減は二・三八兆円、〇七年末残高に対して四%のプラスであり（投資家の買付が売付を上回っていた）、時価下落の影響をより大きく受けたことが世界全体の状況と異なる。

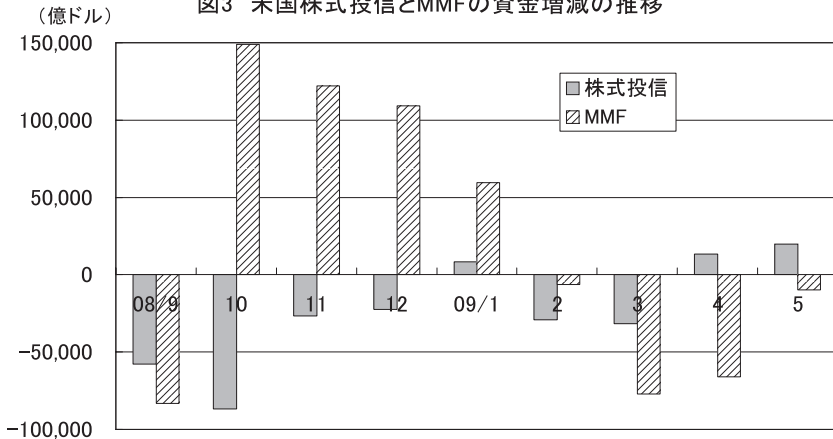
(2) 株式投信の資金流入は〇八年4Qが最悪で、その後は改善している

〇九年1Qの世界全体の数字は未発表であるが、既に判明している米国・欧州・日本の残高変化の状況（〇八年末にくらべ〇九年三月末の残高は米国が二%減、欧州は一%減、日本は一%減）からみて、〇九年1Qの世界投信残高は〇八年末

よりさらに減少したと見込まれる。

しかし、株式投信に焦点をあてて資金流入を見ると改善傾向にあると推定される。先ず世界全体の株式投信残高の五割以上を占める米国の状況を、ICI（米国投信協会）の発表値によって見ると、図3のように〇八年一〇月をボトムに回復傾向にある。〇九年四月は資金純増に転じ、五月も週次ベースの集計で純増を維持している（一方、MMFからは資金が流出しており、一部が株式投信に向かっていると考えられる）。欧州についてもEFAMA（欧州投信・投資顧問業協会）は「株式投信の資金流出は〇八年一〇月がピークでその後は大きく改善している」との見解を示している。また日本の株式投信も〇八年一〇月の三、六二七億円の資金流出の後、〇九年は一〇四月合計で八八七億円の資金流入に転じている。したがって世界の株式投信の資金流入は〇八

図3 米国株式投信とMMFの資金増減の推移



(注) バランスファンドを含む。09年5月は4月30日から5月27日までの週単位速報の合計から推定。

(出所) ICI

年4Qに底をつけ、その後は改善傾向にあると見られる。

二、BRICs四カ国の状況

国際投資信託協会は二〇〇七年から中国の投信についても集計対象に含めるようになった。この結果、BRICs四カ国の投信販売・残高の状況を統一的に（ドルベースで）把握できることになった。以下、四カ国の最近の動向と潜在成長性について述べる。

(1) 四カ国合計の残高減少は軽微

〇七年1Q以降のBRICs四カ国の投信残高推移は図4のとおりである。四カ国の中で残高が最も大きいのはブラジルで〇八年末現在四、七九〇億ドル（約四三兆円）、次いで中国の二、七六

〇億ドル（二五兆円）、インドの六三〇億ドル（六兆円）、ロシアの二〇億ドル（〇・二兆円）となっている。

今回の金融危機の影響を見る意味で、危機発生直前の〇七年2Qの残高と〇八年4Qの残高を比べてみると、四カ国合計で八、三五〇億ドルから八、一八〇億ドルへ二%の減少に止まった。同期間における世界全体の投信残高は二四・五二兆ドルから一八・九七兆ドルへ二三%減少していたから、BRICS四カ国の投信は総じて底堅い動きを示したと言えよう。

国別に見ると、ロシアの残高が七〇億ドルから二〇億ドルへ落ち込んで減少率は七一%と最も大きく、次いでインド（七一〇億ドルから六三〇億ドルへ一一%の減少）、ブラジル（五、二八〇億ドルから四、七九〇億ドルへ九%の減少）となり、中国は逆に残高が増加（二、三六〇億ドルか

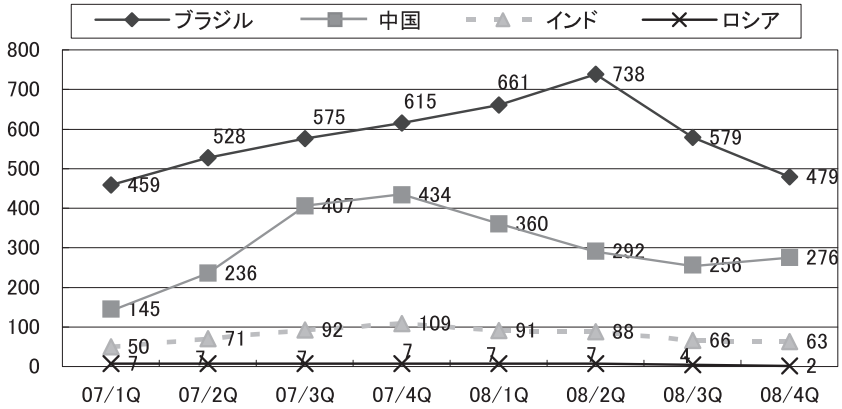
ら二、七六〇億ドルへ一七%増加）した。

この原因の一つとして商品構成の相違が挙げられる。図5は〇八年末における四カ国投信の商品構成を比較したものである。ロシアは株式投信が五五%を占めているのに対し、ブラジルは逆に公社債投信が五六%を占めており株価下落の影響を受けにくい商品構成になっている（なお、図4においてブラジルの投信残高が〇八年2Qから〇八年4Qにかけ大きく減少しているが、通貨レアルの対ドルレートが一・六一から二・三九へ下落した影響であり、レアル・ベースでは残高減少率は六%に止まっている）。

(2) 潜在的市場規模は三〇〇兆円？

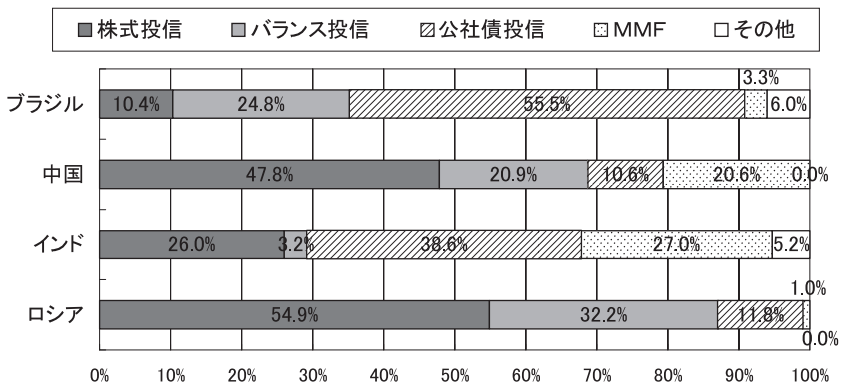
次にBRICS四カ国の投信残高を各国の経済規模（GDP）と比較し、また国民一人あたりの投信保有額を計算すると表1のとおりである。な

図4 BRICs4カ国の投信残高の推移(単位:十億ドル)



(出所) 国際投資信託協会

図5 BRICs4カ国投信の商品構成(08年末現在)



(出所) 国際投資信託協会データより計算。

表1 BRICs 4カ国の投信残高の経済規模との比較等

	08年末 投信残高 (A)	円換算 投信残高 (B)	08年 GDP (C)	A / C	08年人口 (D)	一人当たり 投信保有額 (B/D)
	十億ドル	億円	十億ドル		百万人	万円
ブラジル	479.32	432,731	1,572.84	30.5%	192	22.5
中国	276.30	249,446	4,401.61	6.3%	1,328	1.9
インド	62.81	56,700	1,209.69	5.2%	1,190	0.5
ロシア	2.03	1,829	1,676.59	0.1%	142	0.1
(参考) 日本	(52.1兆円)	521,465	(507.5兆円)	10.3%	128	40.7
米国	9,601.10	8,667,873	14,333.40	67.0%	305	284.2

(注) 円換算は08年末の1ドル=90.28円で行った。

〔出所〕 日本以外の投信残高は国際投資信託協会、GDPおよび人口はIMF統計。日本の投信残高は投資信託協会、GDPは内閣府、人口は総務省統計局。

お参考までに日本・米国の数字を併記した。
ブラジルはGDP比三割の投信残高を有しているが一人当たり保有額では日本の半分であり、その他三カ国の投信残高はGDP比一〇%以下、ロシアに至っては〇・一%に過ぎない。

見方を変えればBRICs諸国の投信市場の潜在成長性は途轍もなく大きいことになる。仮に投信残高のGDPに対する比率が先進五カ国(〇八年現在、日一〇・三%、米六七・〇%、英二四・八%、独七・五%、仏五八・五%)の平均並みの三四%になるとすれば、〇八年のGDPに対して計算しても、ブラジル五、三〇〇億ドル(一ドル一〇〇円換算で五三兆円)、中国一兆五千億ドル(同一五〇兆円)、インド四、一〇〇億ドル(同四一兆円)、ロシア五、七〇〇億ドル(同五七兆円)、四カ国合計で三兆ドル(同三〇〇兆円)と計算される。これは〇八年末の日本の投信残高の

六倍に相当する金額である。これら諸国の今後の経済成長を勘案すればもっと大きな金額になるう。

三、米国MMFの元本割れと その後の動向

(1) MMFの元本割れの経緯と資金流入動向

○八年九月一六日、米国MMFの創設者といわれるブルース・ベント氏が経営するリザーブ・マネジメント社の個人向けMMF「リザーブ・プライマリー・ファンド」が元本割れした。その前週末の同ファンド規模は六二六億ドル（約六兆六千億円）であり、このうち七・八五億ドルをリーマン・ブラザーズ発行のコマーシャル・ペーパー（CP）に投資していた。九月一五日のリーマンの破綻にともない、同ファンドは、このCPの評

価額を九月一六日にゼロに評価替えした結果、基準価額は九七セントと元本一ドルを割り込んだ。

米国では九四年に機関投資家向けの小規模MMFが元本割れを起こしたことがあったが、個人向けMMFについては七〇年代初頭の創設以来、一度も元本割れを経験したことはなかった。元本割れの恐れを生じた場合には、スポンサーである銀行等がファンドの組入れ証券を理論価格で買い付けるなどにより、それを防いでいた。しかしリザーブ・ファンドの場合は、創業者が運用する独立系ファンドであり、バックに強力な金融機関が存在しなかったこともあって特別の支援措置はなく元本割れに至った。

この日の前後から米国MMFは機関投資家向けファンドを中心に大量解約に見舞われ、九月一七日と一八日の二日間で二、一〇〇億ドル（約二兆円）の資金がMMFから流出した⁽²⁾（ICIIは毎

週水曜日現在でMMF残高を公表しており、直前週九月一〇日の残高は三兆五、八一〇億ドルであつたから、この残高に対し二日間で六%の資金が流出したことになる。またMMFは米国コマースシャルペーパー(CP)市場において、発行残高の四七% (二〇〇七年末現在) を保有する有力な買い手であつたから、MMFからの大量資金流出はCP市場の混乱を招いた。

この事態に対して、米国政府(財務省)は九月一九日にMMFの元本保証制度の導入を打ち出した。米国のMMFは、保有者が預金と同様にファンド保有残高に対して小切手を振り出すことが可能であり、決済手段として使われている。

このため、政府は①MMFの信頼が揺らいで大量の資金が流出することは信用不安にもつながる恐れがある、②CP市場の混乱は企業金融にも支障をきたすと判断し、元本保証制度の導入に踏み

切つたものと思われる。財務省のMMF元本保証制度は、①個人向け・機関投資家向けを問わず全ての公募MMFを対象とする(ただし、全ファンドに強制適用するのではなく、財務省にファイを支払つて保証制度に参加したファンドに適用)、②制度適用期間は最長で一年間、③保証財源として為替安定基金(Exchange Stabilization Fund)の資産を活用、④個別投資家への保証額について預金保険のように「一人二五万ドルまで」といった制限は設けないというものである。

また同時にFRB(連邦準備制度理事会)もMMFの流動性を確保するため、「米国金融機関がMMFから資産担保CPを理論価格で買い付けることに対して連邦準備銀行が特別融資を行う措置」を実施した(この後、FRBはCP以外のMMF組入れ証券をも特別融資の対象に加えた)。

こうした措置の結果、MMFに対する投資家の

信頼は維持されるとともに、株価暴落の中で投資家が「フライト・トゥ・セーフティ」志向を強めてMMFに資金を移す動きも加速した結果、〇八年九月下旬以降、MMFの残高は急増に転じた（MMFの月間資金増減額は〇八年九月にマイナスイス八三一億ドルとなった後、一〇月はプラス一、四九〇億ドル→一月プラス一、二二〇億ドル→二月プラス一〇九四億ドルと推移した）。

(2) MMF改革についてG30が抜本改革を提案

以上のように、米国MMFは政府の迅速果敢な措置もあってリーマン・ショックを乗り切ったが、その後、銀行・証券などに対する一連の金融規制強化策が検討される過程で、政府関係者等の中には、MMFが金融システム・リスクの一因となることを防ぐため、抜本的改革が必要だと

いう見方も生まれた。

事実、米国オバマ政権の経済顧問ポール・ボルカー氏（元米国連銀総裁）、ガイトナー財務長官、サマーズ国家経済会議委員長を含む世界のトップ経済人から構成される「グループ・オブ・サートイー（G30）」が〇九年一月に発表した「世界金融改革の骨組み（“FINANCIAL REFORM: A Framework for Financial Stability”）」のレポートの中に、MMF改革についての一項目が盛り込まれた。同レポートは基本認識として「MMFをめぐる一連の出来事は、大規模に満期変換⁽³⁾を行って流動性リスクを取りながら、資本規制や監督、セーフティネットの全くない商品^①の孕む危険を浮き彫りにした。この危険は、MMFの商品性が、決済手段として使え、元本価格でいつでも引き出せること^②など、規制された銀行預金と類似しているために一層増幅された」と述べたうえ

で、「規制・監督下にある銀行が提供するにふさわしいサービス（特にいつでも元本価格を引き出せること）」と、短期確定利付証券に投資するファンドが提供するサービスとの間には、明確な規制区分が引かれるべきである」として、具体的には次の提案を行った。

① 銀行類似のサービス、すなわち決済手段として使え、元本価格でいつでも引き出せ、純資産価値を元本価格に維持することを保証するMMFは、特別目的銀行（special-purpose banks）として再編成され、適切な健全性規制と監督、政府保証、中央銀行の最後の貸し手機能へのアクセスの下に置かれるべきである。

② 他方、MMFとして存続するファンドは、「相対的に低リスクで若干の値上がり可能性を持つ保守的投資物件」としてのみオフアーされるべきである。すなわち銀行が提供するMMDF

（money market deposit funds）など政府支払保証のある商品と明確に区分し、投資家に対し（明示的・非明示的を問わず）いつでも元本価格で引き出せることを保証すべきでない。またMMFは組入れ証券をアモチ方式（取得価格±取得価格と償還価格の差の日割り計上）で評価することを許されるべきでなく、「純資産価値は1ドルに固定されるのではなく変動する」ことを投資家に示すべきである。

(3) 業界は「**現行の商品性を変えない範囲で
規制強化**」を提案

一方、投信業界は、〇八年一月からICII内に「マネーマーケット・ワーキンググループ」（リーダーは米国第二の投信会社バンガード・グループのブレナン会長）を設置し、MMF改革の検討を進めていた。

同グループは〇九年三月に二〇〇頁を超える報告書を発表、その中で十数項目におよぶ規制強化（SEC規則の改正および自主的規制）を提案した。この提案は、前述のG30提言のようなドラスタックな変更は避け、あくまで現行商品の枠組み（いつでも元本価格で購入・換金できることなど）を維持しつつ、「MMFの安全性」と「顧客間の公平性」を強化することに主眼を置いている。

主な提案内容は次の通りであり、多くはSEC規則の改正を要するものである。しかしICIIは三月一七日のICII理事会において、各投信会社がこの提案内容を自主的に、直ちに実施に移すことを採択している。

（筆者注…ICIIは業者団体であって、日本の投資信託協会のような法定の自主規制団体ではない。したがって、ICIIの上記提案実施の申し合わせは法的なものではなく、自主的決議である。）

ICII「マネーマーケット・ワーキンググループ」の提案内容

① MMFの流動性確保のため、ファンドが常に（イ）当日換金可能な証券を純資産の5%以上保有する（日次流動性基準）とともに、（ロ）七日以内に換金可能な証券を純資産の20%以上保有する（週次流動性基準）という二つの流動性基準を満たすことを義務付ける。

② MMFの金利変動リスクへの対応を強化するため、組入れ資産の加重平均残存期間の制限を、現行の「九〇日以内」から「七五日以内」に短縮する。

③ MMFの信用リスクの低減をはかるため次の措置を導入する。

（イ）MMF運用会社に対し、新しい種類の証券組入れに関して、事前にその仕組み等を精査したうえ組入れを承認する組織として「新種証券審査

委員会」(“new products” or similar committee) の設置を義務付ける。また現在はファンド純資産の5%まで組入れが認められている格付け第二位の証券の組入れを禁止し、組入れ適格証券を格付け第一位のみに限定する。

(ロ) (昨年SECは「ファンドが組入れ証券の信用リスク分析に関し、格付け機関への依存を避けるため、MMFの組入れ可能短期証券をNRSROが⁽⁴⁾一定水準以上の格付けをしているものに限る」としている現行SEC規則の撤廃」を提案していたが)、SECはMMFの組入れ対象証券について格付要件を維持すべきである。さらにMMF運用会社に対し、最低三社の格付け機関を指名する(これにより格付け機関間の競争強化を図る)とともに、その社名を公開することを義務付けるべきである。

④ MMFの顧客による集中的解約リスクに備え

るため、ファンドに対し「顧客のデューデリジェンス」の実施または「顧客を知る手続き」の採用を義務付ける。具体的には、(イ)可能な範囲で顧客のファンド解約の可能性・流動性ニーズ(たとえば保有見込み期間など)を把握するか、またはその情報が得られない場合には解約予測の不可能性もたらず悪影響を軽減する措置の採用(たとえば一顧客によるファンド保有限度を設定するなど)を義務付ける。また(ロ)各ファンドのホームページに、顧客の保有集中度およびそのリスクを月ベースで開示することを義務付ける。

⑤ MMFの顧客間の公平性を維持するため、ファンド取締役会が(イ)基準価額が元本割れする事態になった時には一部顧客の抜け駆け解約を防ぐため五日以内の一時解約停止措置を取るようにし、(ロ)ファンドの解散を決定

した時には、無期限に解約を停止（そして五日以内に全顧客に解散予定を通知）できるようにする。

⑥ M M F のリスクについての開示を改善するとともに、ファンドのホームページに運用内容を毎月公開することを義務付ける。

⑦ （M M F の元本割れの恐れがある場合などに）ファンドの関係会社から組み入れ証券を買い取ることについて、現在は S E C による個別許可制となっているが、（S E C 規則一七 a ー 九の改正により）関係会社がファンドから組み入れ適格証券を買い取るとを一律に（個別許可の必要なく）可能にするよう変更するとともに、関係会社がそれを行ったときには S E C への非公開報告を義務付ける。

以上のような G 30 および I C I の提案に対し、S E C は規制見直しの必要性を表明しているもの

の、○九年五月末現在、規則変更の提案などは行っていない。投信業界内には、政府の M M F 元本保証制度を○九年九月の期限切れ時に終了させるべきだという意見があり（既に、政府債を投資対象とする M M F について元本保証制度から離脱している会社もある）、この制度の存廃との関連で何らかの動きが生じることも考えられる。

四、米国確定拠出年金市場の動向

(1) 投信にとつての確定拠出年金市場の重要性

米国の確定拠出年金（D C）プラン残高は、○七年末現在で、四〇一 k など企業等による D C プランが四兆五千億ドル、I R A（個人型 D C）が四兆七千億ドル、合計で九兆二千億ドルに達していた。

また二〇〇六年に成立した年金改革法により四

○一k市場は一層拡大のテンポを速めるものと思われた。何故なら同法は、①四〇一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）」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否（オプアウト）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」に改めた（ただしオプアウト方式の採用を企業に強制するものではない）うえ、②四〇一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したからである。

このようにDC市場が拡大する中で、長期・分散投資を特長とする投信は、超長期で運用するDCプランにピッタリの投資対象であり、特に一九九〇年代から市場シェア（確定拠出年金資産残高

のうち投信により運用されている割合）を高めてきた。たとえばIRA市場における投信のシェアは九〇年の二二%から〇七年には四九%へ、また四〇一k市場においては投信のシェアが同時期に九%から五四%へ拡大していた。

さらに、二〇〇七年に投信にとってプラスの材料が新たに出現した。前述の年金改革法により、「四〇一k加入従業員の運用指示がなかった場合、米国労働省の定める『適格投資商品（デフォルト・オプション）』に投資しておけば、企業主など関係者は結果責任を問われない」こととなり、米国労働省は二〇〇七年一〇月に「デフォルト・オプションをライフサイクル・ファンド（ターゲットイヤー・ファンドとも言う）⁽⁵⁾、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（SMA）の三つに限定する」規則を制定した。言い換えると適格投資商品の中にMMFや保険会社のGIC

S（元利保証投資契約）に代表される元本安定商品を含めなかった。労働省はその理由を「四〇一kプランの下での投資は長期であり、元本安定商品は長期で見た場合に三つの商品のような好リターンを生まないため、加入者が退職時に十分な資産形成を達成できない恐れがあること」などを挙げていた（日本の確定拠出年金が元本確保商品を重視していることと対照的である）。この制度改正は株式ファンド中心に投信にとって追い風となるものである。

このようにDC市場で投信がシェアを高めてきた結果、DCプラン（公務員等の確定拠出プランおよびIRAをふくむ）による投信保有額は二〇〇七年末に約四兆六千億ドルに達し、米国投信全体の残高の三八%を占めるに至っていた。特に、資金の性格上「短期的にはリスクはあっても長期的には高いリターンが期待される株式投信」が利

用されるケースが多いため、株式投信については残高の五三%をDC資金が占めていた。

(2) 株価暴落に対し加入者は冷静？

以上のようにDC市場が拡大し、投信がこの市場でのシェアを高めてきた中で〇八年の株価暴落が起こった。DC資産も大きく目減りし、〇七年末の九・二兆ドルから〇八年末には七・一ドル（企業等のDCプランが三・五兆ドル、IRAが三・六兆ドル⁽⁶⁾）に二三%減少した。一部の新聞等は「投資家は今回の株価急落に反応して、退職準備貯蓄口座への資金積立てを止めたり、積立額を減らしたり、あるいは資産配分を変更したりしている」と報道した。また〇八年一〇月に行われた議会における公聴会では「DCを抜本的に見直し、新しい制度を作る（たとえば全勤労者を対象に政府が資金を拠出して元利保証付きのプランを

新設する)べきだ」などの声もあがった。

①ICI調査

こうした制度見直し論等に対しICIは〇八年一月に「確定拠出年金加入者は株式市況急落に対し冷静に対処している」との調査結果を発表した。これは(i)四〇一kなど企業等DCプラン総加入者のうち四割にあたる二、二五〇万人の口座を管理する機関を対象とした口座動向調査と、(ii)米国の三、〇〇〇家計を対象にIRA(個人型DC)口座についての口座動向調査を併せて実施した結果の報告である。

この中でICIは、(i)の企業等DCプラン口座について、「(a)二〇〇八年(一〇月まで)に積立を停止したプラン加入者は全体の三・〇%、資金を引き出した加入者は三・七%であって、今までの年とあまり変わっておらずITバブル崩壊直

後の二〇〇〇年とほぼ同様である。(b)投資配分についても新規積立分について投資配分を変えた加入者は九・一%、既積立分の投資配分を変えた加入者は一三・五%に過ぎない」とコメントしている。また(ii)のIRA口座対象の家計調査の結果については「既積立分について投資配分を変えた家計は全世帯のうち一四%、計画になかった資金引き出しをした家計は六%に過ぎず、一切変更していないと答えた家計が七三%を占めている」と述べている。また既存のDCプラン制度についての評価を家計に尋ねた結果、「長期的視野で考えることに役立っている(九〇%)」、「給料天引きなので貯蓄しやすい(八八%)」、「節税のメリットが大きい八一%」など現行DCプランの役割・長所が非常に高く評価されていると強調している。

②その他の調査

DCプラン加入者のみを対象とした調査ではないが、コンサルタント会社マッキンゼー社が〇九年一月に全米の消費者二、〇〇〇人を対象として行った“2009 McKinsey retirement survey of 2,000 US Consumers”の報告書によると、「金融危機に対応して過去六ヶ月間に投資ポートフォリオを変更したか」との質問に対し「変更した」と回答した人は三七%、「変更しなかった」と回答した人が五九%となっていた。

さらに四〇一k口座の動きを毎月追いかけているHewitt社は、「〇九年四月に、確定利付き商品から株式へ資産を移し変える動きが（差し引きで）〇八年六月以来初めてプラスに転じた。また口座資産のうちの株式への配分割合が三月末の四九・一%から四月末に五一・七%に高まった」との調査結果を〇九年五月に発表した。

(3) 今後の展開

DCプランをめぐる議論については、株式市況が落ち着きを取り戻せば過激な制度変更論等が鎮静化する可能性もある。

しかし（DC制度の根幹にかかわる問題ではないが）ライフサイクル・ファンド（＝ターゲット・イヤヤー・ファンド）の取り扱いについて何らかの手当てが行われる可能性が高い。何故なら、ターゲット・イヤヤー・ファンドの商品性が投信会社によって大きくばらついていることを問題視する声が高まっているからである。たとえば議会上院・加齢特別委員会（Special Committee on Aging）が四十数社のターゲット・イヤヤー・ファンドを対象に調査したところ、同じ二〇一〇年をターゲットとするファンドについて、二〇〇八年時点における株式組入比率が、最低八%～最高六八%までばらついており、したがって二〇〇八年のパフォー

マンスはマイナス三・六%からマイナス四一%の差を生じていたという。⁽⁷⁾

前述のとおり、政府（労働省）は四〇一kプランの三つのデフォルト・オプションの一つとしてターゲットイヤー・ファンドを指定して（いわばお墨付きを与えて）おり、現実と同ファンドをデフォルト・オプションとして採用する企業が増えている。したがって政府としても何らかの措置をとる必要があると思われ、SECと労働省はこの問題について六月に共同公聴会を開催すると伝えられる。今のところ同ファンドのデフォルト・オプションとしての位置づけには変更はないものの、少なくとも資産配分決定方法についてのディスクロージャーの強化、場合によっては運用規制が行われるのではないかと観測が出ている。

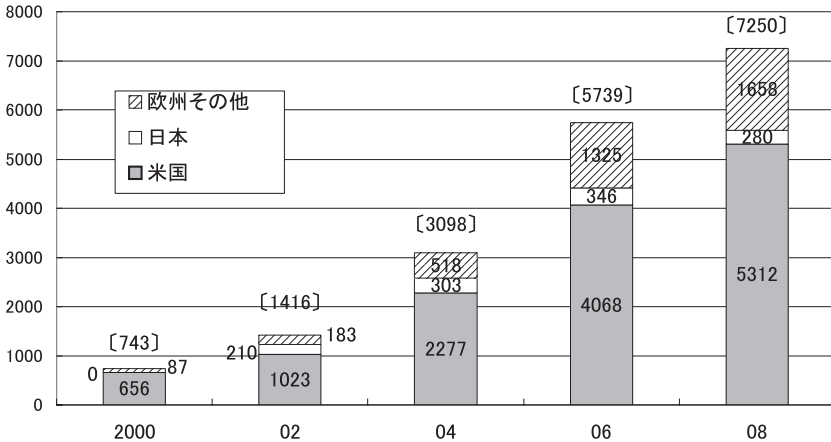
五、ETFの多様化が進捗

(1) 二年以内に一兆ドル突破か

世界のETF残高は、米国ストラテジック・インサイト社によれば〇八年末に七、二五〇億ドルに達したと推定されており、その種類も急速に多様化している。ETFについて日本の今後を考えるためには、〇七年の金融危機以降の短期的動向より長期的変化を見る方が参考になると考えられるので、以下、二〇〇〇年以降の傾向的变化を分析してみた。

一九九〇年にトロント証券取引所で初めて開発されたETFは、九〇年代後半から米国中心に急拡大し、図5に見るような成長を遂げてきた。残高は二〇〇〇年から〇八年へかけて、七四三億ドルから七、二五〇億ドルへ一〇倍に拡大してお

図6 世界のETF残高の推移(単位:億ドル)



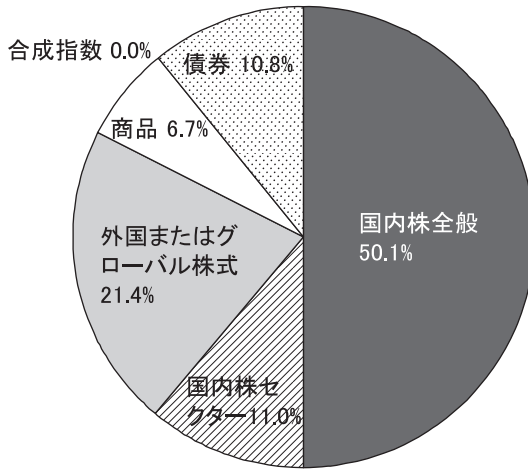
(注) []内の数字は世界合計。

(出所) 2006年まではモルガンスタンレー「Exchange Traded Funds-1st Quarter 2007 Global Review」、08年は米国についてICI、日本について投信協会データを年末レートで円換算、欧州その他は世界合計から逆算、世界合計はStrategic Insight。

り、同期間における世界の投信全体の伸び（一・八七兆ドル→一八・九七兆ドルへ六〇%成長）を遥かに凌駕してきた。この結果、〇八年末のETF残高は、世界の投信全体残高の四%程度を占めるに至っている（なお、同時点における日本のETF残高は二兆五、二四五億円で、株式投信残高四〇兆八、四二二億円の六%である）。前掲のストラテジーック・インサイト社は〇九年二月に発行したレポートの中で「世界のETF残高は二年以内に一兆ドルを上回る」と予測している。

なお、ETFの保有者構成は、年金基金・ヘッジファンド・財団・証券会社の自己勘定などを含む機関投資家が四〇五割、個人が五〇六割と推定されるが、最近は投資アドバイザー経由などで個人の投資がふえている（ストラテジーック・インサイト社）とのことであり、個人を主顧客とす

図7 米国ETFの連動対象指数別の残高構成(08年末)



(出所) ICI

る従来型投信にとつてのライバルになりつつある。

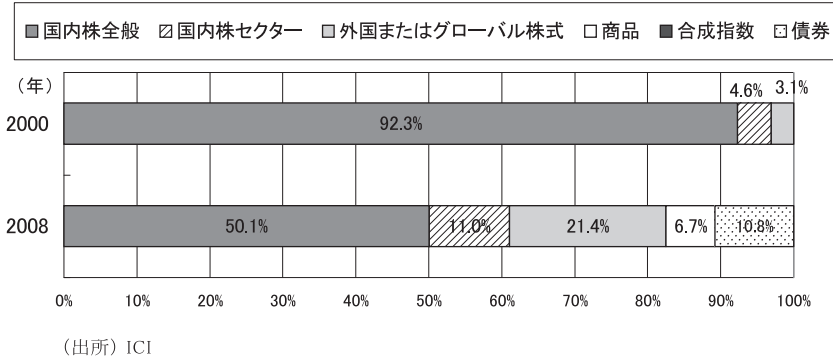
(2) 商品バラエティも拡充

以下、世界のETF残高の七割以上を占め、詳しいデータを入手できる米国のETF市場の変化について述べる。

一九九三年にスタートした米国ETFは、二〇〇〇年末にファンド数八〇本、純資産額六五六億ドルであつたものが、〇九年三月末時点では七一九本、四、八二〇億ドル(〇九年三月末の一ドル九八円で換算して四七兆円)へ、ファンド数で九倍、純資産額で七倍に増加した。

ETF純資産額の内訳を、詳細な数字が入手できる〇八年末現在で見ると図7のとおりであり、SP五〇〇など国内株全般の指数に連動するタイプが二、六六二億ドルで全体の五〇%を占め、次

図8 米国ETF残高の種類別構成の変化



いで外国株またはグローバル株価指数連動型が一、一三六億ドル（二二％）、国内の業種別などセクター指数連動型が五八四億ドル（一一％）、債券指数連動型が五七二億ドル（一一％）、商品指数連動型が三五七億ドル（七％）となっている。

この内訳について、二〇〇〇年以降の変化をみると、国内株ではSP五〇〇など市場全体の指数に連動するものよりも、業種別などセクター指数に連動するものの比重が高まっているほか、外国株またはグローバル株価指数連動型、債券指数連動型、そして二〇〇四年に出現した商品指数連動型の割合が拡大している。そして〇八年にはアクティブ運用型のETFや、ETFを組入れるファンド・オブ・ファンズ形式のETFが創設されるなど商品バラエティは一層広がりを見せている（ETFの種類別残高構成の二〇〇〇年と二〇〇

八年の比較については図8参照)。

(3) 一部の会社、一部のファンドに資金が集中

以上のようにファンド数、規模とも急拡大してきたETFであるが、ファンド発行会社の広がりには限られている。インデックス投資専門の *vea* *site* である *indexuniverse.com* のデータによれば、〇八年末で米国ETFの発行会社は二五社存在するが、資産額の四八%はバークレーズ・グローバル・インベスターズ(BGI)、三〇%はステイト・ストリートが占め、上位二社のシェアが七八%に達する寡占市場である。

またファンド規模を見ても、米国ETFのファンダ当りの規模は〇九年三月末現在で七億三千万ドルと計算されるものの、少数の大規模ファンドが平均値を引き上げており(たとえば米国最大のETFでSP500株価指数に連動するSP

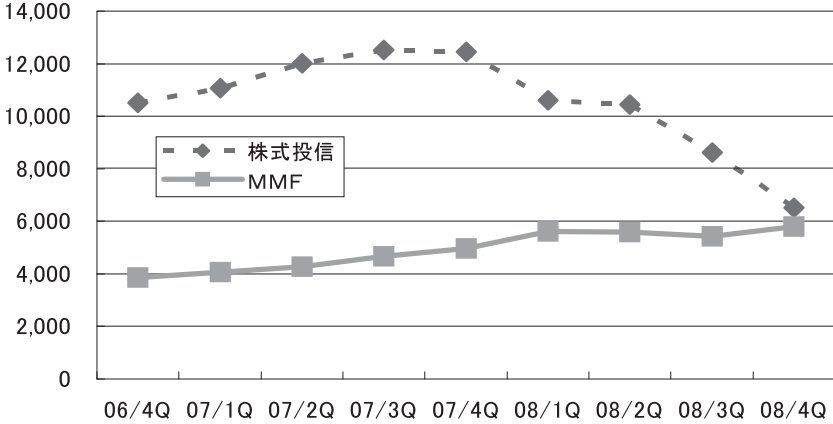
DR「スパイダー」の純資産額は〇九年三月末で五八五億ドル)、一方で小規模ファンドが乱立する二重構造となっている。ステイト・ストリート・グローバル・アドバイザーによれば、米国ETF資産の八四%は上位一二%のファンドで占められており、一方で資産規模が五千万ドル未満のファンドが五四〇本(全体の七割以上)も存在している⁽⁸⁾。

このため、新ファンドが次々に組成される一方で、既存ファンドのうち小規模で取引量が少ないために採算のとれないファンドが解散するケースも増えている。ICI統計によれば〇八年には五〇本のファンドが解散し、〇九年も三月末現在でのファンド数が七一九本と、〇八年末(七二八本)より若干減少する動きになっている。

以上のように、ファンド・バラエティの広がり が相当程度進んだ米国ETFは、ファンド数の面

図9 世界の株式投信とMMF残高の推移

(十億ドル)



(注) ここでは株式投信にバランスファンドを含んでいない。

(出所) 国際投資信託協会データより作成。

ではそろそろ頭打ちに入りつつあると見られる。

六、おわりに

以上、金融危機発生後を中心に世界の投信動向を見てきたが、当面の展開について、「五〇〇兆円以上に積み上がったMMFの資産がいつ、どのように動くか」が注目される。

世界のMMF残高は、金融危機発生前の〇六年末の三兆九千億ドルから〇八年末に五兆八千億ドルへ二兆ドル近くも増加し、史上最高の水準に達している。この間に世界の株式投信残高（バランスファンドを含まない株式専門ファンドの残高）は一〇・五兆ドルから六・五兆ドルへ四兆ドル減少している（図9参照）。

MMFは株式投資待機資金の性格も持っており、一頁で指摘したように米国では既に〇九

年春からMMF資金の一部が株式投信に回帰する動きを見せている。経済危機に対応して世界的に政策金利（短期金利）が引き下げられた中で、短期資産で運用するMMFは利回り面での魅力は薄い。株式市況の底打ちが確認されれば、投資家がMMFから株式投信等へ資金を移し変える動きも顕在化しよう。

ちなみに〇八年末の世界のMMF残高五・八兆ドルは同時点における世界の株式市場時価総額三二・五兆ドルの⁽⁹⁾一八％に相当する。もちろんMMFの全部が株式投資待機資金ではないが、前述のとおり金融危機発生前の〇六年末からの増加分だけをとつても二兆ドル近い金額に達している。大量の資金が株式市場へ還流する可能性を秘めていることは確かであろう。

〔注〕

- (1) 独は隣国ルクセンブルグにファンドを設立して国内に持ち込むケースが多いので、これを加えると、投信残高の対GDP比率は一九％程度になる。
- (2) ICI Money Market Working Group 報告書二ページ
- (3) 顧客からの即日換金請求に応じる仕組みでありながら、資金が平均残存期間数十日のポートフォリオで運用されていること。
- (4) Nationally Recognized Statistical Rating Organization, 全国的に認知されている統計的格付け機関
- (5) ライフサイクル・ファンドとは、投資家の退職予定時期別に（たとえば二〇三〇年、二〇四〇年など）数本のファンドを用意し、ファンドの資産配分を時間の経過（退職時期の接近）に合わせて安定化させていくファンドである。目標年を設定することからターゲットイヤー・ファンドとも呼ばれる。
- (6) ICI "2009 Investment Company Fact Book"
- (7) http://www.boston.co./business/markets/articles/2009/05/17/be_careful_when_comparing_target_date_funds/
- (8) Business Week 電子版, May 11, 2009
- (9) 国際証券取引所連合ホームページ

（すぎた こづじ・当研究所専門調査員）