

## 二〇〇〇年代の株価変動下、世界の投信は どう変化しているか

杉田浩治

### はじめに

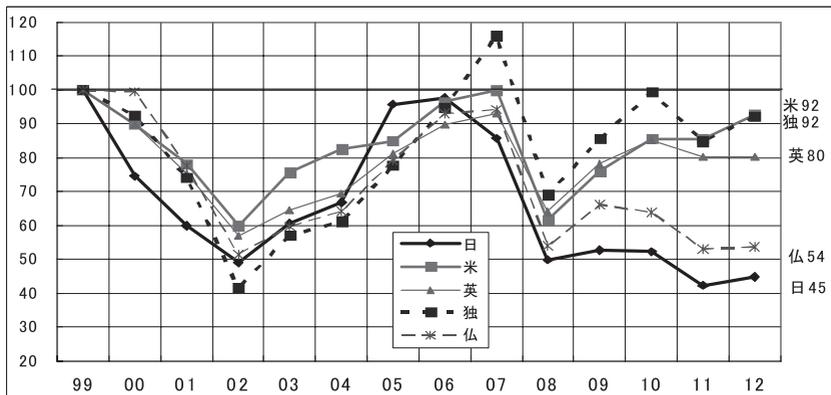
二〇〇〇年代に入って、世界の株式市況はITバブルの崩壊、世界金融危機、欧州不安などに起因する数度のショックを経験し、株価は伸び悩んでいる。

主要五カ国について、九九年末の株価を一〇〇とし各年末の株価の推移を描くと図表1のとおりである。ドイツを除く四か国の株価は年末ベースで九九年末を一度も上回ることなく推移し、一二

年六月末には日本が四五、米国九二、英国八〇、独九二、仏五四に下落している。

こうした中で、世界の投資信託はどのように変化しているのだろうか。二〇〇〇年から最近まで約一二年間の動きを、商品・販売・運用・規制の各側面から分析するとともに、今後の方向・課題について考察した。

図表 1 2000年代に入ってから主要国株価の推移（99年末=100、各年末）



(注) 日はTOPIX、米はS&P500、英はFTSE100、独はDAX、仏はCAC40種をとった。12年は6月末。

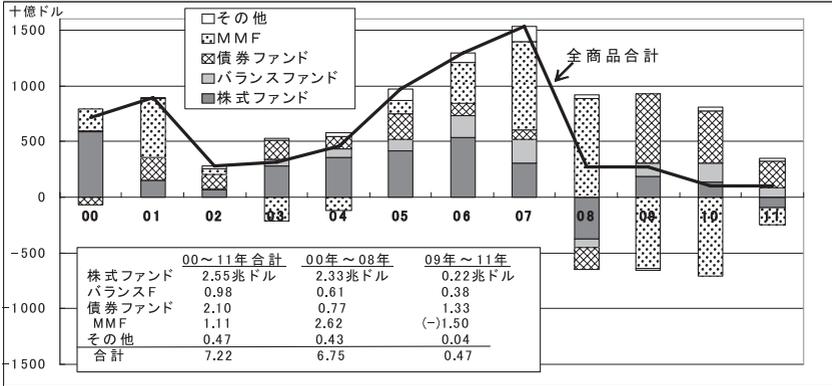
## 一、投信全体として資金純増は継続している

先ず世界の投信への資金流入状況をみると図表2のとおりであり、全体として投資家の投信買越し基調は続いている。

〇〇〇一年の一二年間を通算すると、株式ファンド、債券ファンド、バランスファンド、MFの全てに資金が純流入し（投資家の購入金額が解約金額を上回り）、全商品合計の資金純流入額は七・二兆ドル（一ドル八〇円で換算（以下同じ）して五七六兆円）に達した。

ただし、年別に追うと〇七年の一・五兆ドルをピークに資金流入額は明らかに減少し、一年の純流入額は〇・一兆ドルと〇七年の一〇分の一以下になった。この大きな振れをもたらしている主

図表2 世界の投信への資金流入状況



〔出所〕国際投信協会データより筆者作成

因は、短期金利の変化に依り資金が大きく出入りするMMFにある。図表2でも分かるように〇七年から〇八年（世界金融危機下で投資家の安全資産志向が強まった時期）にMMFへ大量の資金が流入した後、〇九年以降は主要国で短期金利がゼロに近い水準に低下（MMFの利回りもゼロに接近）する中で大量の資金純減が続いている。

しかし、後述するように債券ファンドへの資金流入額が増加している結果、投信全体としてみれば資金純増を維持している。

## 二、商品別の動向

投信の商品別には、債券ファンド、グローバル運用ファンド、ETFの増加が顕著である。また伝統的投資商品（現物の株式・債券）の収益性が低下する中で、代替投資の活用等により絶対収益

を追求するファンド等も増えている。

(1) 投資対象別には、〇九年から債券ファンドの

販売・残高比率が上昇

投信への資金流入状況を、投資対象別に〇八年（リーマンショック）までと〇九年以降に分けて集計してみると、前掲図表2中の枠内のとおりである。

長期ファンド（株式ファンド、債券ファンド、バランスファンドを指し、MMFは含まない、以下同じ）について内訳をみると、〇八年までの九期間は株式ファンドへの資金流入が合計二・三三兆ドル（年平均二、五九〇億ドル）と、債券ファンドの三倍以上に達していた。

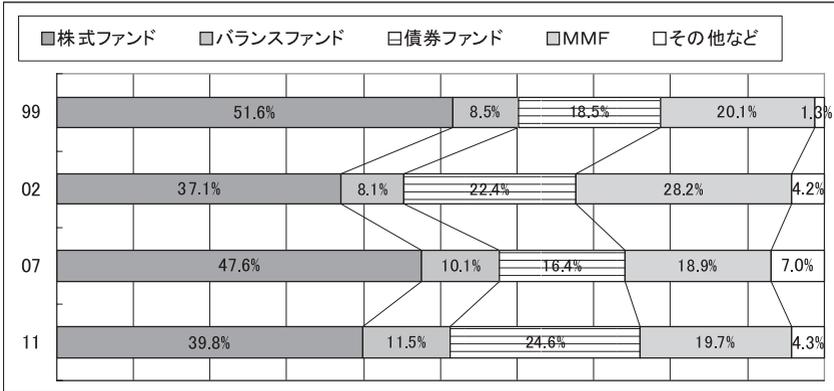
しかし〇九年以降、株式ファンドへの資金流入は年平均七三〇億ドルに減少（一一年は九六〇億ドル資金流出）し、反対に債券ファンドへの資金

流入は〇八年までの年平均八六〇億ドルから〇九年以降は年平均四、四三〇億ドルへ五倍に増加している。投資家の安全志向の高まり、世界的な金利低下（債券価格上昇）の中での債券の高リターンを反映していることは言うまでもない。（なおMMFについては前述したとおり、利回り低下により〇九年以降大量に資金が流出し、年平均では五、〇〇〇億ドルもの流出となった）。

この結果、世界の投信残高の商品別構成比率は図表3のように変化している。九九年末と一一年末を比べると株式ファンドの比率が五二%から四〇%以下へ縮小し、債券ファンドが一九%から二五%へ拡大した。また、後述する確定拠出年金市場におけるターゲットイヤー・ファンドの増加<sup>(3)</sup>によりバランスファンドの比重が九%から一二%へ高まっている。

なお、債券ファンドの中では、運用の付加価値

図表3 世界の投信の商品別残高構成



〔出所〕国際投信協会データより筆者作成

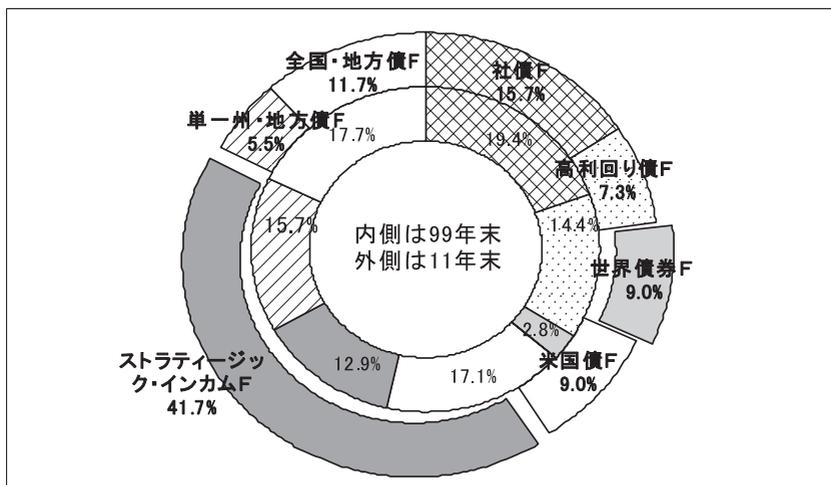
の高いファンドが資産を増やしている。その例として、豊富な商品バラエティが用意されている米国の債券ファンドの種類別残高内訳とその変化を見ると図表4のとおりである。

九九年末と一一年末を比較すると、米国債ファンド、地方債ファンド、社債ファンドなど、投資対象を狭い範囲に限定するファンドの比重が減って、代わりに幅広い債券を対象に積極的に高収益を追求する（運用の自由度が高い）「ストラテジージック・インカムファンド」の比重が一・九％から四一・七％へ、また「外債（世界債券）ファンド」の比重が二・八％から九・〇％へ大きく増加している。

また日本でも、新興国債券や米国のハイイールド債など外債に積極投資する―言い換えれば運用の付加価値の高い債券ファンドの比重が高まっていることは周知のとおりである。

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか

図表4 米国の債券ファンドの種類別残高構成



〔出所〕ICI(米国投信協会)データより筆者作成

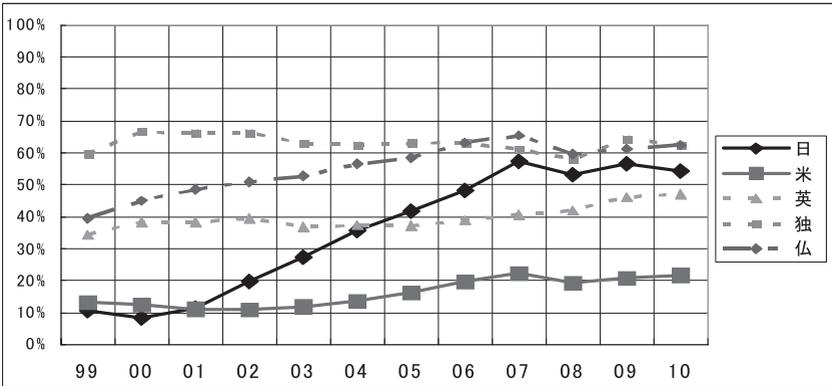
(2) グローバル運用型の増加

次に内外投資先別に見ると、株式をふくめ投資先を幅広く世界に求めて国際分散投資をおこなうファンドの残高が増加している。

主要国について、投信の資産のうちの海外投資比率、または全ファンドのうちの海外投資ファンドの比率の推移をみると図表5のとおりである。

二〇〇〇年代に入ってから日本の海外投資比率が急増し〇七年に五割を超えたほか、以前は国内投資が中心であった米国においても海外投資ファンドの比率が一割台から二割台に高まった。図には示していないが、米国株式ファンドについて国内株ファンドと外国株ファンドに分けて資金流入実績を見ると、国内株ファンドは〇七年から資金が純流出する(投資家の購入額が解約額を下回る)傾向が続いている一方、新興国ファンドなど外国株ファンドは〇八年を除き資金が純流入している

図表5 主要国投信の海外投資比率



(注) いずれも株式・債券合計の海外投資比率である。米・仏は海外投資ファンドの残高比率をとった。  
 (米国は株式ファンド・債券ファンド(免税地方債ファンドを除く)合計のうちの世界株式ファンド・世界債券ファンド合計の比率、仏は株式ファンド・債券ファンド合計のうち国際株式ファンド・非ユーロ債ファンド合計の比率である)。

〔出所〕各国投信協会資料等より筆者作成

(投資家の購入額が解約額を上回っている)。

また欧州諸国は自国市場が小さいこともあって従来から外国投資の比率が高かったが、現在も英・仏で外国投資比率が強含みに推移し、五〇六割程度を占める状況が続いている。

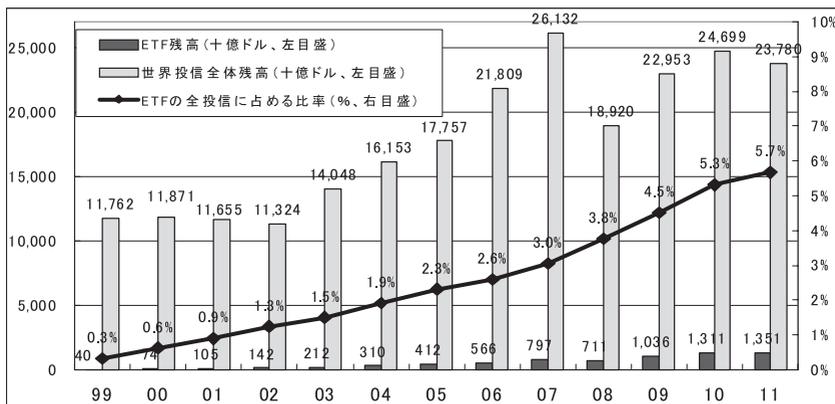
### (3) ETFの拡大

一方、投資対象とは異なる切り口であるが、取引所上場ファンドであるETF (Exchange Traded Funds) の増加が目覚ましい。

九九年末から一二年末にかけて、世界のETF残高は四〇〇億ドルから一兆三、五一〇億ドルへ三四倍に増加した。この間の世界投信全体の残高は一兆七、六二〇億ドルから二三兆七、八〇〇億ドルへ二倍の増加であり、投信全体残高に対するETF残高の比率は〇・三%から五・七%へ拡大した(図表6)。

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか

図表6 世界のETF残高と全投信残高の推移



[出所] ETFはBlackRock “ETF Landscape”、全投信は国際投資信託協会のデータを用いて筆者作成

ETF急拡大の理由としては、二〇〇〇年代に入ってからの品揃えの充実とともに、コストの安さや、売買のしやすさが投資家に認識され、①ヘッジファンドをふくむ機関投資家がポートフォリオの組成・入替えに積極活用していること、②米国で個人顧客の資産を管理するファイブベースの投資アドバイザーが、コスト節約により管理資産の運用パフォーマンスを上げるため低コストのETFの活用度を高めていることなどが挙げられる。<sup>(6)</sup>

(4) **絶対収益追求型、インカム志向型なども増加**

そのほか、投資家ニーズの変化を反映して商品の多様化が進んでいる。すなわち株価変動下で、①市況に関係なく一定の収益を得たいとする絶対収益ニーズ、②株式・債券など伝統的投資手段との収益相関度が低い（分散効果のある）投資手

段を求めるうごき、③キャピタルゲインより定期的インカム（分配金収入）へのニーズなどに対応するファンドが増加している。

具体的には①、②のニーズに対応し、デリバティブなどを活用してヘッジファンド的運用を行うファンドや、不動産投信（REIT）やコモディティを組入れるファンドの増加、③のニーズに対応する高配当株ファンドや、日本における毎月分配型ファンドの増加が目立つ。

たとえば、米国モーニングスター社によれば、米国でデリバティブなど代替投資をおこなう公募ファンド（alternatives mutual funds）は〇八年に一五〇本であったものが今や三〇〇本を超えている。<sup>(7)</sup> また、米国REITの時価総額も〇八年末の一、九一六億ドルから一一年末には四、五〇五億ドルに増加し、年末ベースでは史上最高となっている。

### 三、販売面の変化

販売面では、確定拠出年金市場の拡大、新興国投信市場の拡大が特筆される。

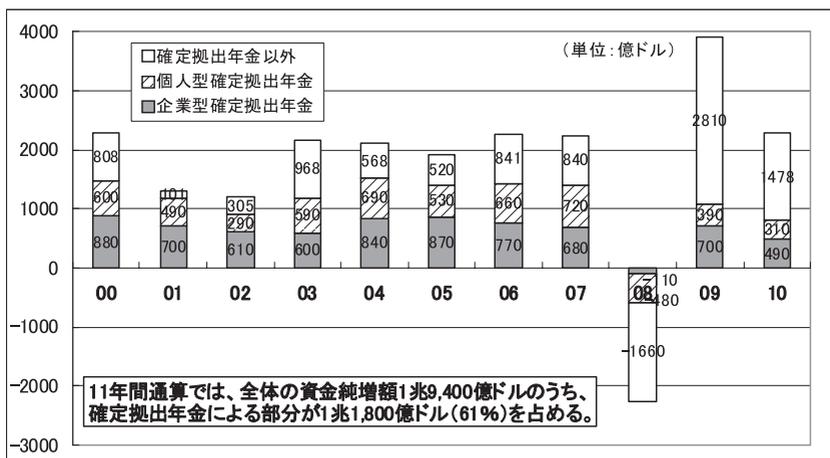
(1) 確定拠出（DC）年金からの資金流入が効いている米国

一一年末の世界の投信残高二三・七八兆ドルのうち米国が一・六二兆ドルと約半分を占めており、世界の投信動向は米国が左右するといっても過言ではない。その米国では、投信販売市場として確定拠出（Defined Contribution、DC）年金が<sup>(8)</sup>益々重要性を増しつつある。

米国の長期ファンド全体への資金流入額を、DC年金からの部分とそれ以外の一般買付け分に分けて推移を追ってみると図表7のとおりである

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか

図表 7 米国長期投信の資金純増額の内訳（確定拠出年金資金とそれ以外）



[出所] ICI資料より筆者作成

( )ここではDC年金を401(k)などの企業型と、個人型のIRAとに分けている。

一見してDC年金口座からの資金流入がそれ以外の一般買付け分に比べ安定的であり、特に給与天引きで積立てをおこなう企業型DC年金からコINSTANTに資金が入っていることが分かる。○年から一〇年までの一一年間を通算すると、図中の枠内に示しているように、DC年金からの資金流入が全体の六割以上を占めている。

また図には掲げていないが、債券ファンドを除いて株式ファンドとバランスファンドの合計(広義の株式投信)について集計すると、一一年間合計で純増資金の九三%をDC年金が占めていた。

米国投信にとってDC年金は正に資金純増を維持する頼みの綱となっている。

図表8 G20諸国の国内籍投信残高と成長率

		2011年末 投信残高 (十億ドル)	日本を100と した値	GDPに対する 投信残高の 割合	1人あたり 投信保有額 (万円)	99年末比 投信残高 増加率
先進国	アメリカ	11,621	1,560	77.0%	289.0	70%
	日本	745	100	12.7%	45.2	48%
	ドイツ	(注) 293	39	8.2%	27.8	24%
	G 7	1,382	186	49.8%	169.9	111%
	イギリス	(注) 817	110	33.8%	101.2	118%
	イタリア	(注) 181	62	8.2%	23.2	-62%
G 7以外	カナダ	754	101	43.4%	169.8	179%
	オーストラリア	1,440	193	96.8%	491.4	288%
	韓国	227	30	20.3%	35.9	36%
先進9カ国平均		1,940	260	38.9%	150.4	90%
BRICs	中国	395	53	5.4%	2.3	6271%
	ロシア	31	4	1.7%	1.7	15400%
	ブラジル	999	134	40.1%	39.8	747%
	インド	88	12	5.3%	0.6	577%
BRICs 平均		378	51	13.1%	11.1	5749%
その他 新興国	メキシコ	93	12	8.1%	6.3	389%
	トルコ	14	2	1.8%	1.5	567%
	アルゼンチン	7	1	1.6%	1.3	0%
	南アフリカ	125	17	30.6%	19.2	594%
その他新興国平均		60	8	10.5%	7.1	388%
G20合計		19,212	2,579	35.4%	35.2	91%
(参考) 世界合計		23,780	3,192	-	-	102%

(注) ドイツ・イタリアはルクセンブルグなど自国外にファンドを設立して国内に持ち込んでいるケースが多いため残高が少なめにしている  
 [出所] 投信残高は国際投信協会（中国・トルコの99年末はIOSCO）、GDP・人口はIMFのデータを用い筆者計算。

先進国・新興国の区分は、IMF “World Economic Outlook Database April 2012”の区分による。  
 先進9カ国平均など区分別の平均はいずれも各区分の合計値を国数で除した単純平均である。

## (2) 新興市場の拡大

次に、投信残高の国別状況をG20諸国についてみると図表8のとおりである（国際投信協会による投信データの無いインドネシアとサウジアラビアは記載していない。また各国の国内籍・公募投信についてのデータであるため、ルクセンブルグなど自国外にファンドを設立して国内に持ち込んでいるケースが多いドイツ・イタリアは残高が少なめに出ている）。

この中で、投信残高のGDPに対する割合や一人あたり投信保有額でみた「投信の普及度」は、当然、資本蓄積の進んでいる先進国において高く、新興国は低い。しかし、「残高成長率」（表の最右側）は、当然、規模の小さい新興国の方が高い。

この結果、表には示していないが、G20諸国の投信残高合計のうち新興国の占める割合を、デー

夕の得られる新興八か国の合計により計算すると、九九年末に三・五%であったものが、一一年末には九・一%に拡大している。<sup>(9)</sup>

#### 四、運用面の变化

投信の資産運用面では、①海外投資や代替投資をおこなうファンドの増加（投資対象の多様化）に対応して運用のアウトソーシング（サブアドバイザーへの委託）が進展しており、また②運用形式としてファンド・オブ・ファンズ（FofF）の活用が進んでいる。

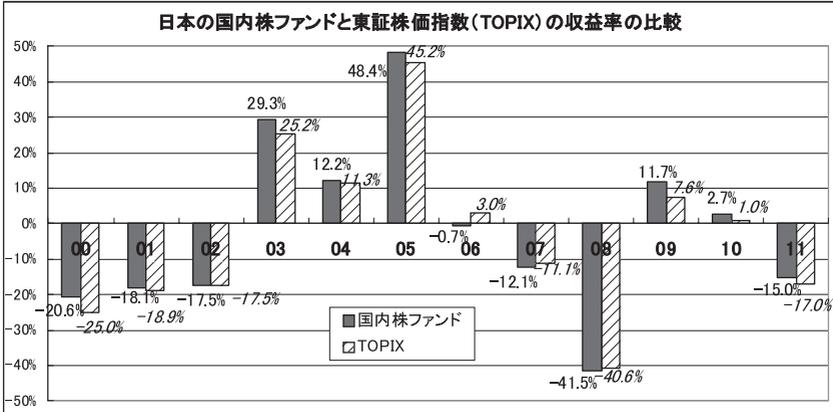
②のFofFの増加は、「二、商品別の動向」で述べた米国等におけるターゲットイヤー・ファンドの拡大を反映しており、また①の運用の外部委託をスムーズに行う（管理事務を容易にする）ためにFofFを用いている場合もある。

FofF残高を米国について見ると、九九年末の四八三億ドルから一一年末に一兆四七九億ドルへ二二倍に増加し、長期ファンド全体に占める比率も〇・九%から一・七%へ拡大した。日本についても、株式投信追加型残高のうちのFofF残高は、データの遡れる〇四年末に二・五兆円であったものが一一年末には一九・九兆円へ八倍に増加し、株式投信追加型残高に占める比率は〇四年の九・八%から一一年に四三・三%へ拡大した。

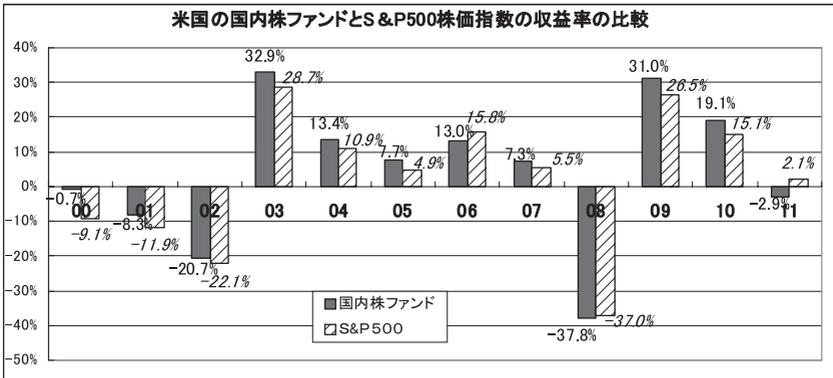
次に運用パフォーマンスについて、日・米の国内株投資ファンドの〇〇年から一一年までの二二年間の実績を掲げると図表9のとおりである。

国内株ファンドの平均リターンと代表的株価指数の配当込み騰落率を比較してみると、日本についてはファンドの方がTOPPIXより良かった（値上がり大きい、または値下がり小さい）年が一二年中八年、ファンドの方が悪かった年が

図表9 日・米の国内株ファンドのパフォーマンス  
(インデックスとの比較)



(出所) 国内株ファンドはモーニングスターインデックス(分配金再投資、単純平均)、TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIXの投資収益率)



(出所) 国内株ファンドは10年まではモーニングスター(分配金再投資、資産額加重平均)、11年はリップラーの米国株分散型平均。S&P500騰落率は配当込み。

三年、同一の年が一年である。米国については一二年中、ファンドの方がS&P500より良かった年が九年、ファンドの方が悪かった年が三年である。

新聞等で時々「インデックスを上回る実績を挙げているファンドの数は全体の五割以下」といった形で「ファンドの運用実績は悪い」と報道されることがある。しかし、ファンドの数ではなく、図表9のように平均収益率の比較で見ると、少なくとも日・米の国内株ファンドはインデックスを上回っている。<sup>11)</sup>

## 五、規制の変化

○八年の世界金融危機の後、グローバルに金融規制改革が進んでいることは周知のとおりである。投信については以前から規制整備が進んでい

たため、大きな見直しの対象にはなっていない。

広義の「ファンド」に関連する規制については、シャドーバンキング（銀行システム以外で行う信用仲介）の規制強化の一環として、ヘッジファンドが取りあげられている。

そして公募投信についてはMMFの見直し作業が進行中である。特に米国では、○八年のリーマンショック時に有力MMFが元本割れを起こし、システミックリスクの発生を防止するために政府が一時的にMMFの元本保証措置等を取らざるを得なかった経験があり、「それを繰り返さないようにするため」SECが中心となって一二年にMMFの抜本的な商品性変更を提案した。その内容は、(イ)ファンドが資本準備を持つとともに、顧客の換金請求に制限を設ける（換金請求額の九五〜九七%は即時に支払うが、残りの三〜五%は三〇日以内に支払う）ことにする）、または

(ロ) 基準価額を現在の固定価額制(常に一ドルをキープする)方式から一般ファンドと同様の変動基準価額制に変更する、というものである。

SECはこの提案について八月末に採択を目指したが、五人の委員のうち三人が反対の意思を表明したことから同案の表決を断念した。今後、ドッド・フランク法に基づき設立された金融安定監視委員会(FSOC)の場で議論される可能性がある。

このほか国際的にも、金融安定理事会(FSB)の命により証券監督者国際機構(IOSCO)が金融システムリスク抑止の観点からMMFの見直し作業を進めている。前述のSEC提案の内容をふくむ幅広い事項について世界の関係者の意見を求める市中協議書を一二年四月に発表し、意見提出を六月二九日に締め切った。一月一のG20財務相会議には何らかの報告が行われる見

込みである。

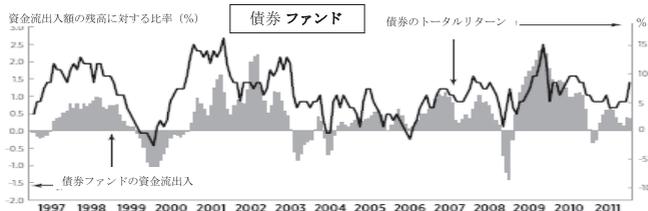
なお、MMFの制度を地域別に見ると、欧州のMMFはもともと変動基準価額制をとっており、米・日が固定基準価額制を採用している。一年末現在で世界のMMF残高三六五兆円のうち米国のMMFが二〇八兆円を占めていて、世界のCP市場等への影響も大きいことを勘案すると、当面は米国のMMFが見直しの焦点となろう。

## 六、今後の方向・課題

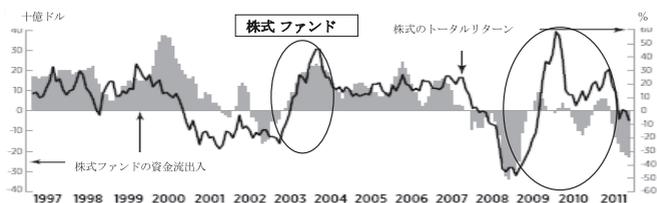
以上、二〇〇〇年代に入っただけの世界の投信の變化を述べてきた。最後に今後の方向あるいは課題について触れてみたい。

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか

図表10 米国におけるリターン変動とファンド資金流入の関係



(注) 債券トータルリターンはCitigroup Broad Investment Grade Bond Indexの前年比変化率  
債券ファンド資金流入は前月末残高に対する当月資金流入額の割合(%)の3ヶ月移動平均値



(注) 株式トータルリターンはMSCI All Country World Daily Total Return Indexの前年比変化率、  
株式ファンド資金流入は6ヶ月移動平均値。

[出所] ICI "Investment Company Fact Book 2012"より転載

(1) 債券ファンドから株式ファンドへ資金が還流するか

商品別に見て、リーマンショック後の〇九年以降は債券ファンドへの資金流入が増加し、株式ファンドは一年に資金が純流出に転じてしまったことは「二、商品別の動向」で述べたとおりである。この傾向は一二年に入っても続いている。国際投信協会による世界全体の数字は未発表であるが、米・欧の実績を見ると、米国では一〇六月に債券ファンドに一、五二八億ドルの資金が流入する一方、株式ファンドは三〇二億ドルの資金が流出、欧州でも一〇六月に債券ファンドは九〇八億ユーロの流入、株式ファンドは一八八億ユーロの流出となっている。<sup>(12)</sup>

この傾向はいつまで続くのであろうか。

債券のリターンと債券ファンドへの資金流入の関係、および株式のリターンと株式ファンドへ

の資金流出入の関係を長期データのある米国について振り返ると図表10のとおりである。トータルリターンが折れ線、ファンドへの資金流出入が縦棒で示されている。基本的には債券・株式の両ファンドとも、リターンが高い時にファンドへの資金流入が増え、リターンが下がると資金流入額が減少ないしは資金が流出している。すなわち投資家は市況変動に対し順張りの動いていることが分かる。

したがって長期金利が上昇（債券価格が下落）に転じ、株価が回復すれば、資金フローが変わることは容易に予想される。

しかし、世界的な人口の高齢化が個人投資家全体としてのリスクテイク志向を弱める方向に作用しているうえ、ゼロ年代以降の長期株価低迷により投資家の株式への信頼がやや揺らいでいる。したがって、図表10下段の株式ファンドにおける○

三〇〇四年のような「株価が反発すれば直ぐに株式ファンドに資金が入る」動きになるとは考えにくく、株式ファンドへの資金移動は、投資家が株価回復に確信を持つまで時間的なズレを生じることが想定される。図表10・株式ファンドの〇九年以降の動き（株式リターンが高まった時期にも株式ファンドへの資金流入は小さかったこと）は、昨今の投資家心理を示しているとも見ることができよう。

なお、欧州では年金基金・保険会社による投信保有も多く、これら機関投資家は二〇〇〇年代に入つての会計制度や規制の変更等により、株式より債券の保有を増やす傾向があることは知られているとおりである。

## (2) 一段と重要性を増すDC年金市場

DC年金の発達している米国において、DC年

金口座からの資金流入が米国投信の資金導入に大きな役割を果たしていることは前述のとおりである。

日本でも一二年から個人拠出が可能となり、DC年金市場の拡大が期待される。また英国では「勤労者全体を対象とするDC年金自動加入制度」<sup>13</sup>が一二年から段階的に導入される。世界的にDC年金市場が投信の主要な販売市場としての重要度を増そう。

もともと投信はDC年金と相性が良い。先ず、投資家（勤労者）にとって、投信はDC年金資産の運用対象として最も適性を発揮する。何故なら、勤労者はDC年金口座を通じて投信を毎月購入し退職時まで保有すれば、①分散されたポートフォリオに、②時間分散投資が出来て、③長期投資の果実を得ることができるからである。

また、業界側からみても、DC年金は長期安定

資金を継続的に導入できる市場である。特に若年層の投信保有率が低い日本においては、若年層に投信を持つてもらおう手段、すなわち「まとまったお金はなくても、積立て」により投信を保有してもらおう手段」としてもDC年金市場は重要であろう。

### (3) 退職者向け商品・サービスの充実も必要

戦後まもなく生まれたベビーブーマー（日本という団塊の世代）が退職期を迎えていることから、これら世代向けの「資産を運用しながら引出す仕組み」に対するニーズも大きい。

米国ではフィデリティ社やバンガード社などによる「投信で運用しながら、ファンド分配金と一部解約金を組み合わせて毎月支払いを行う商品」や、「投信ラップアカウンツの定期引き出しプラン」などが出現している。

こうしたサービスは高齢化で先行する日本においてこそ発達してよいのではないだろうか。日本では今まで「毎月分配型」投信が利用されてきたが、「分配すれば投信の基準価額は下がることを投資家が理解していない」ことに対する危惧も指摘されている。それならば、分配金にプラスして「元本を取り崩すこと」を明快に打ち出したプランを販売することも、投資家の誤解を避けるための一つの選択肢であろう。

なお、資産取り崩しにあたっては「一ファンドの資産から毎月一定額を引出すこと」は運用効率の観点からは望ましくないことを指摘しておきたい。

何故なら定額換金は「時価が高いときに少量を売り、安いときに多い量を売ってしまう」ため、平均売却単価を下げてしまう効果があるからである。言い換えると、積立て段階における定額

買付は「高いときに少なく買い、安いときに多く買う」からドルコスト平均法の効果により平均買付単価を低くできるので望ましいが、売却段階では定額売却は望ましくないということである。

この「定額引き出しの不合理性」に対処するには、たとえば二種類以上の値動きが異なる資産を保有したうえで、値上がりしている資産の換金割合を多くしながら取り崩していくといった「複数資産の組み合わせ引き出し」が考えられよう。

#### (4) アクティブ運用は復権するか

前述のように二〇〇〇年代に入って、世界の株価は全体として伸び悩むとともに、ボラティリティ(変動性)が増しているといわれる。また債券もこれから投資するには怖いほど利回り水準が低下してしま<sup>14)</sup>った。

こうした中で欧米の一部では「市況全体が右上

がりでない状況、またボラティリティの高い市況の下でこそ、プロ（アクティブ運用）が力を発揮できる」という声が出始めている。日本でも、「インデックスは上がらなくても、たとえば厳選三〇銘柄程度に集中投資すればリターンを得られる」といった銘柄絞込み運用が提唱されている。

日米の国内株ファンドについて見ればファンドの平均リターンがインデックスを上回っていることは前述したとおりである。また債券についても、前述のとおり米国でプロ運用者による付加価値の高い「ストラテジック・インカムファンド」が資産を増やしている。さらに、資産運用会社が株式価値の向上のため、企業に対し議決権行使だけでなく種々の働きかけを積極的におこなう「エンゲージメント投資」増加の動きもある。<sup>15)</sup>

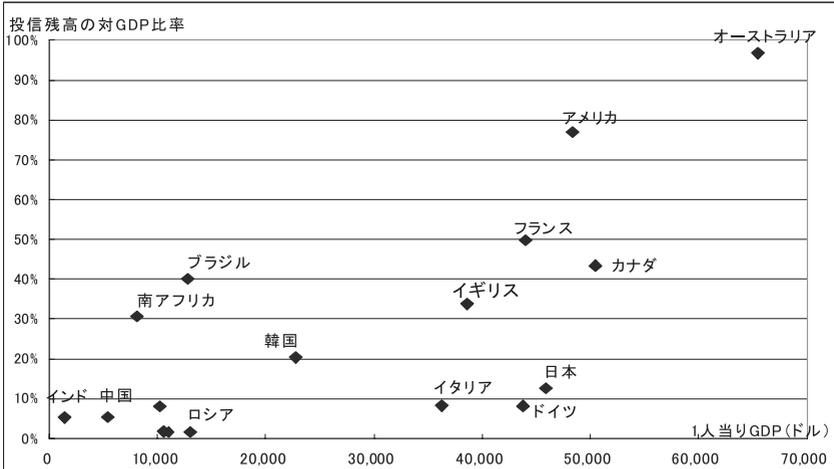
一方で、インデックス連動型が中心であるETFは今後も大きな成長が見込まれている。<sup>16)</sup>しか

し、業者にとってETFは単位当たり収益性が低く量で勝負するビジネスであるだけに、参加できる業者は限定的にならざるを得ない。現に一一年末現在、世界のETF市場残高の三分の二は上位三社（ブラックロック、ステートストリート、バンガード）によって占められている。

そこで、特定分野に特化したブティックをふくめアクティブ運用を行う会社も伸びることにより、ETFなどパッシブ運用会社と共存していければ資産運用業界の厚みが増し、証券市場における機関投資家の企業評価・資金配分機能も維持されよう。

そして、「今まで投資になじみのなかった個人が低コストのETFで投資を始め、その後アクティブ運用型にも魅力を感じて投資するようになる」など、ETFがアクティブ運用型の代替商品でなく補完商品となる（両者がウィンウィンの関

図表11 G20諸国の1人当たりGDPと投信残高の対GDP比率の関係



〔出所〕図表8のデータにもとづき筆者作成。ドイツ、イタリアの「投信残高の対GDP比率」が低い理由は図表8(注)のとおり。

係になる) ことが業界にとっての理想形であるう。

(5) 投信販売市場としての新興国の将来性

製造業の世界で「made in China」から「bought in China」への転換が進んでいるように、投資の世界においても新興国は「投資対象市場」であるとともに「販売対象市場」としての重要性も増している。

過去十数年間について、新興国の投信残高の成長率が先進国よりも高かったことは「三、販売面の変化」で触れたとおりであるが、今後も新興国投信市場の伸びは非常に大きいと想定される。

図表8に掲げたG20諸国について、「一人当たりGDP」と「投信残高の対GDP比率(投信普及度)」の関係を图示すると図表11のとおりで、横軸の「一人当たりGDP」が増えれば縦軸の「投信

残高の対GDP比率」も高まる関係にある（相関係数は〇・六九と計算される）。

したがって今後の新興国投信市場は、「経済（GDP）成長」と「投信残高の対GDP比率の上昇」とが相まって飛躍的に拡大することが期待される。

#### (6) 株式・債券の収益性低下にどう対処するか

投資信託に限らず、資産運用業界において「株式や債券への現物投資という伝統的投資手法の魅力が落ちていることに如何に対処するか」が当面の大きな課題であること言を待たない。

この点については「インフレ率も低下しているので実質リターンは見かけほど悪くない」いう見方、あるいは「ジタバタしないで投資環境の好転を待つ<sup>07)</sup>」という割り切り方もあろう。しかし、能動的に考えれば、新しい環境下で画期的な商品や

投資手法が開発されることが最も望ましい。それが困難であるとすれば当面、投信については次のような対応が必要であろう。

①商品の多様化・複雑化が進む中で、分かりやすい商品説明を徹底する

「二、商品別の動向」の「(4) 絶対収益追求型・・・なども増加」で触れたように、現下の厳しい投資環境下では、世界的に投信の商品が多様化・複雑化が進むことは避けられないだろう。

そうした中では、投資家に商品を分かりやすく説明し、リスク・リターンの関係等について投資家の理解を深めることが一層重要になる。この「商品の複雑化と、それにとまなう投資家への商品説明の徹底」については、実は世界の中で日本が先行して経験を重ねてきた。

すなわち、九〇年代から日本国内の投資環境が

著しく悪化した中で、外債投資によってインカムを確保する「毎月分配型ファンド」が開発され人気を呼んだ。また、「ノックイン型」のような店頭デリバティブを活用したリスク限定型ファンドも一時販売が増加したが、想定以上の株価下落により元本割れなどの問題を生じた。さらに外債投資についても、特に〇八年以降の一方的円高により為替差損がふくらむ中で、その対応策として〇九年には為替で収益を得るチャンスもある「通貨選択型」が生まれた。しかし投資家の理解が不十分であるとの反省の中から、目論見書など説明用資料の改善、投資家からの確認書の受入れ等が実施された。

こうした動きは欧米でもすすむ可能性がある。なお、ファンドのリスク表示に関し、EUは、ファンドのリスク度を七段階に区分（過去五年間の収益率の標準偏差により区分）したうえで、各

ファンドがどの段階に入るかを投資家向け重要情報書の中で表示する制度を一一年から導入し始めた。一方、米国では九〇年代にリスク表示について徹底的に議論したうえで、「ファンドのリスクを標準偏差など一つの数字で示すことはかえって投資家の誤解も生む」としてその導入を見送り、代わりに「過去一〇年間の年別リターンを图示して、リターンの振れ具合を見せることによりリスク度を説明する」などの方法を採用して今日に至っている。

日本でも一二年三月から行われている金融審議会の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ」の議論の中で、投信のリスク表示の問題が取り上げられており、年内に発表が見込まれる最終報告書に何らかの提案が盛り込まれると見込まれる。

②販売手法の改善（積立て推進）による「投資家利回りの改善」が必要

一方、ファンドの運用利回り向上が厳しい環境の中で、せめて投資家リターンの改善を図る必要がある。

図表10に見るように、米国においてすら投資家は市況変化に対して順張り（上がれば買い、下がると売る）方向で動いている。言い換えると、投資家が高値買い・安値売りをしている訳であり、このため「投資家利回りはファンドの運用利回りより低くなっている」という報告が発表されている。<sup>(19)</sup>

すなわち、〇三年にボストンの調査会社 Dalbar 社が発表したレポートによると、八四年から〇二年までの期間で、米国株式ファンドに投資した投資家の平均リターンは年率二・六%であったという。この間の株式ファンドの平均リ

ターンはリッパード社調べで九・三%であった。また最近のモーニングスター社の分析においても、〇九年末に至る一〇年間の長期ファンドのリターンについて、投資家の年平均リターンは一・六八%で、ファンドの年平均リターン三・一八%を下回っていた。日本についても似たような分析結果が発表されている。<sup>(20)</sup>

以上の事実は、行動ファイナンスが指摘する人間の不合理な行動をなるべく排除して、投信についていえば毎月積立てなど定期・定額投資を推進することの有用性を示唆している。定額投資を続けていけば、ドルコスト平均法の効果により平均買付コストが下がることは前述のとおりである。<sup>(21)</sup>

継続的定額投資を増加させて、投資家の平均買付コストをファンドの平均基準価額より低くできれば、前述の過去実績とは反対に「投資家利回りをファンド利回りより高くできる」可能性があ

る。<sup>22)</sup> 販売サイドにおいても積立て推進の努力が望まれる。

## おわりに

以上、二〇〇〇年代に入ってから世界の投信の變化と、今後の方向・課題について述べてきた。

世界の投信は八〇年代から九〇年代にかけ驚異的成長を遂げた（残高は、統計の遡れる八三年時点の〇・四三兆ドルから九九年に一一・七八兆ドルへ一六年間で二七倍に増加した）が、今や運用対象（株式・債券）の収益性に陰りが見られる中で、厳しい試練期を迎えている。

今後の方向・課題については幾つか既述したが、業界関係者の基本姿勢として最も重要なことは「ビジネス倫理・規律の維持」であろう。

最近LIBORを巡る問題が世界の金融界を揺

るがせているが、投信の分野でも〇三年に米国で「投信産業における史上最悪のスキャンダル」<sup>23)</sup>が発覚した。それは、一部の投信会社がヘッジファンド等の一部大口顧客に利益を与えるため、当該顧客からのファンド買付・換金注文を、所定の締切り時刻（証券取引所の立会い終了時）を数時間も過ぎた後で受け付けた（言い換えれば、翌日の市況に影響を与えるニュースが出た後に、そのニュースをまだ反映していない当日基準価額での売買注文に応じ、当該顧客が利益を得る）他の顧客の不利益になることを容認した）などの不正であった。

不正に関与した投信会社はその後、機関投資家等からの資金引き揚げや新規販売の落ち込みに見舞われて運用資産を大きく減らし、<sup>24)</sup> 逆に不正に関与しなかった多くの会社は順調に資産を拡大した。いわば市場メカニズムが働いて業界の浄化が

すすみ、全体的な運用実績も好調であった(図表9)ことから米国投信全体の信頼が大きく揺らぐことは免れた。

金融サービス業者が顧客に対する受託者責任の遂行を第一義に据えて行動すべきであることはいうまでもない。本稿の最後に、九七年六月に日本の証券取引審議会が「金融ビッグバン」の実施を答申した報告書の中の一節を掲げさせていた。筆者は一一年五月に本誌に掲載した「発足から満六〇年を経過した日本の投資信託」においてもこれを紹介させていただいた。ここに再掲させていただきます。最近の金融不祥事を見るにつけ、日本だけでなく世界の金融サービス関係者がこの一文を改めて噛みしめるべきだと思ふからである。

「自由で効率的な市場の枠組みが真の活性化

をもたらすかどうかは、最終的には市場参加者の行動にかかっている。・・・自由には規律と責任が伴う。すべての市場参加者が自由を最大限に活用し、主体性と高い倫理観に裏打ちされた規律をもって行動することが望まれる。」

九七年六月発表・証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革」豊かで多様な二一世紀の実現のために」より抜粋

(注)

(1) 図表1は年末ベースであり、年の途中では九九年末を上回っている時期もある。

(2) 米国の投信最大手会社バンガード社は、同社ウェブサイトのブログ記事(二二年七月三〇日)の中で「九九年末と二二年六月末までの通算で、米国債券は年率八・一%のリターンをもたらした(米国株は年率二・四%)」と述べている。

(<http://www.vanguardblog.com/2012.07.30/>)

- the-outlook-for-bonds-and-what-to-do-about-it.html
- (3) ターゲットイヤー・ファンドとは次のような仕組みのファンドである。投信会社が、投資家の退職予定時期（ターゲットイヤー）別に（たとえば二〇二〇年、二〇二五年、二〇三〇年、二〇四〇年・・・など）数本以上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は投信会社が時間の経過に合わせて変更していく（当初は株式の比重を高くし、ターゲットイヤーが接近するにつれ債券など安定資産の比重を高めていく）ため、投資家は何もする必要がない。ターゲットデット・ファンド、ライフサイクルファンドと呼ばれることもある。国際投信協会の商品別統計においてはバランスファンドの中に入っている。
- (4) 一般ファンドは証券取引所の取引終了後に算出される基準価額で売買されるため、投資家が売買を発注する時点で は約定価格が分からないのに対し、ETFは株式と同様に取引所で刻々変化する価格を確認しながら売買でき、指値注文・信用取引も可能である。
- (5) 顧客の証券売買注文によるコミッションの形で収入を得るのではなく、顧客からの預かり資産残高に対する毎年のフィー（年一〇程度）の形で収入を得る投資アドバイザーのこと。個人相手の一任投資顧問業者ともいえる。
- (6) ETFの発足後二〇年間の変遷等については、杉田浩治
- 「世界のETF・二〇年の変遷と今後の展望」日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇一二年一月号を参照いただきたい。
- (7) “Advisers still investing in alternative strategies”  
<http://www.investmentnews.com/article/20120729/REG/307299996>
- (8) 米国の確定拠出年金の歴史・現状などについては、杉田浩治「米国の確定拠出年金三〇年の推移から日本のDCビジネスを考える」日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇一二年五月号を参照いただきたい。
- (9) 新興国の投資信託の実態等については、杉田浩治「新興国の投資信託市場」日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇一〇年五月号を参照いただきたい。
- (10) ターゲットイヤー・ファンドを構成する各ファンド（二〇二〇年ファンド、二〇三〇年ファンド・・・など）は、国内株・外国株・国内債・外国債などの資産の配分比率が異なるだけで、銘柄選択運用をおこなう各資産のポートフォリオはそれぞれ一個でよい。このため各資産別ポートフォリオを異なる比率で組み入れるFofFの形式を利用することが多い。
- (11) なお念のため付記すると、投資信託のリターンは、（分配金を再投資した場合の）基準価額変化率であるから、信託報酬等のファンド経費を控除した後の収益率である。

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか

- (12) なおMMFについては、米国では一〜六月に一、二五〇億ドルの資金が流出、欧州では一〜六月に二〇九億ユーロの資金が流入している。
- (13) 英国の新しい退職準備貯蓄制度については、杉田浩治「自動加入方式を採用する英国の新個人年金制度―行動経済学を取り入れた改革―」日本証券経済研究所『証券レビュー』二〇一〇年一月号を参照いただきたい。
- (14) 注釈(3)に掲げたバンガード社のブログ記事を書いた同社チーフ・エコノミストのジョー・デビス氏は、インタビューに答えて「現在の米国債のクーポン利回り(直接利回り)は三〇年債で二・七四%、一〇年債で一・六五%に落ち込んでおり、九〇年代、〇〇年代とは違って、最終利回りが短期間に一%上昇した場合の元本価格の値下がりやインカムが補える状況にはない」と投資家に警告を發している。(http://www.investmentnews.com/article/20120813/FREE/120819969?utm\_source=indaily-20120813&utm\_medium=in-newsletter&utm\_campaign=investmentnews&utm\_term=text)
- (15) 一二年八月一四日付日本経済新聞「一目均衡(編集委員 土屋直也) 機関投資家と企業統治」
- (16) たとえば、コンサルティング会社マッキンゼーが一年八月に発表した「ETFの第二幕が始まる」と題するレポートでは、世界のETP(ETFとETNなどを含めた上場商品全体)の残高は一〇年の一・五兆ドルから一五年に三・一兆ドル〜四・七兆ドルへ増加すると予測している。(http://www.mckinsey.com/App\_Media/Reports/Financial\_Services/ETF\_SecondActFINAL.pdf)
- (17) ちなみに、景気・企業収益変動のベースとなる名目GDP成長率は、IMFの統計および見通し(二〇一二年春発表World Economic Outlook Database)にもとづき計算すると、世界全体で九〇年代の平均が四・二%、〇〇年代の平均が六・七%、一〇年代(予測数字のある一七年まで)の平均が六・二%であり、株価が上昇した九〇年代より〇〇年代以降の方がむしろ高くなっている。ファンダメンタルズは悪くないという見方もできよう。
- (18) 通貨選択型ファンドについて、初めて購入する投資家から「商品内容を理解した旨の確認書」を受け入れること。
- (19) 「ファンドの残高が高値期に大きく安値期に小さくなっていく結果、ファンドの金額加重収益率が時間加重収益率より劣っている」と言及換えることが必要。
- (20) たとえば野村総合研究所発行『日本の資産運用ビジネス二〇一〇/二〇一一』によれば、二〇〇〇年度初〜二〇〇九年度末の期間を対象に、追加型株式投信の中で残高一千億円以上のファンドについて、一六の商品分類別にファンドの加重平均収益率と投資家リターンを表す金額加重収益率を比較したところ、金額加重収益率が低い分類の方が多

かったとのことである。

- (21) ちなみに、確定拠出年金口座による積立てを想定して過去三〇年間の長期データにより計算すると、八二年から一年に至る各年末の日経平均株価の単純平均は一六、一九五円であるが、定額投資をした場合の平均買付単価は二三、九二七円と計算される。

(22) 売却タイミングの問題が残る。

- (23) 元ICI（米国投信協会）理事長 Mathew P. Fink 氏の著書“*The Rise of Mutual Funds*” (Oxford University Press, 2011) 一一二頁。

- (24) たとえば、伝統ある運用会社P社の投信運用資産額は、スキャンダル発生前の〇二年末の一、五九一億ドルから一〇年末には六四二億ドルへ六〇％減少した。この間に米国投信全体の資産額は六兆三、八三五億ドルから一一兆八、二〇六億ドルへ八五％増加しており、P社の資産額ランキングは九位から四二位に下がった。

（すぎた こうじ・当研究所専門調査員）