

# 米国投信 四分の三世紀の歴史から何を学ぶか

杉田浩治

## はじめに

米国は世界の投信残高の約半分を有する投信王国であり、二〇一四年九月末の残高は一五・五兆ドル（同時点の為替レート一〇九・四二円で換算して約一、七〇〇兆円）に達している。その米国投信を司る一九四〇年投資会社法が制定されてから二〇一五年で満七五年になる。

本稿は米国投信四分の三世紀の歴史を幾つかの切り口から分析し、日本の投信の今後の発展への

示唆を求めようとするものである。なお、データについては多くを米国の投信協会にあたる

“Investment Company Institute”（以下「ICI」）の統計・資料に依っており、文中の事実認識・意見は筆者の私見である。

## 一、残高は三四、六〇〇倍に拡大

初めに、米国投信純資産残高の推移を、一九四〇年から示すと図表1棒グラフの通りである。ここでは比率の変化を判別するため対数目盛を使用

図表 1 米国投信残高とダウ平均株価・家計金融資産残高の推移 (対数目盛)



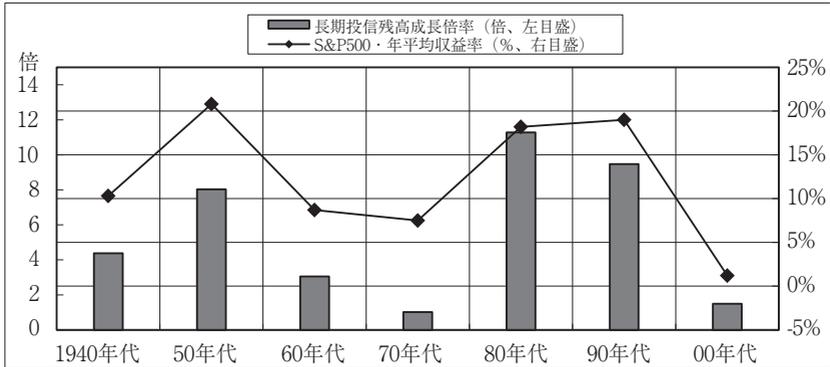
(出所) ICI 統計、FRB 統計等より筆者作成

している。なお市場環境を示すものとしてダウ平均株価（実線で表示）、投信の成長基盤を示すものとして家計（個人）金融資産残高（データ入手可能な一九四五年以降、点線で表示）を同じく対数目盛でプロットした。

一九四〇年末から二〇一四年（九月）までの七四年間に、ダウ平均株価は一三〇ドルから一七、〇〇〇ドルへ一三〇倍に上昇し、家計金融資産残高は一九四五年の六、〇八〇億ドルから六六兆七、五六〇億ドルへ一一〇倍に増加した。このような株価上昇と家計金融資産の増加が米国投信の成長の基盤となったことは言うまでもない。

そして後述する他の要因も寄与して、米国投信残高は一九四〇年末の四・五億ドルから二〇一四年九月末の一五兆五、五八五億ドルへ実に三四、六〇〇倍に増加した。この結果、家計金融資産に占める投信の比率は一九四五年の〇・二％から一

図表 2 10年単位で区切った米国長期投信の成長倍率と株式収益率の関連



(注) 1940年代の長期投信残高成長倍率は40年末～49年末の9年間の実績、株式投資収益率は全て配当に値上がりを加えた総合収益率。(出所) ICI統計、Ibbotson SBBI Classic Yearbookより筆者作成。

三・一％へ拡大した。

しかし、米国投信は一直線で成長してきた訳でない。MMFを除いた長期ファンド(株式ファンド、債券投信、バランスファンドの合計)の成長度を、一〇年単位で区切って株式収益率の変化と比較してみたのが図表2である。一〇年間にわたって株価が低迷した七〇年代、および二度の大暴落(ITバブルの崩壊とリーマンショック)を経験した〇〇年代には、投信残高の伸びも二倍以上(七〇年代は一・〇一倍、〇〇年代は一・四九倍)に鈍っている。米国投信の成長は株式収益率にかなり左右されてきたと言えよう。

## 二、歴史を刻んだ主な出来事

ここで米国投信の質的变化を見る意味で、英国から投信制度が輸入された一九二〇年代まで遡っ

て投信歴史年表を作成してみると図表3の通りである。以下、筆者が重要と考える事項について解説する。

(1) 大恐慌の教訓を生かして一九四〇年法を制定

米国には一九二〇年代初頭に英国から投資信託制度が輸入された。それは、借り入れや社債発行によりレバレッジを効かせた運用を行えるクロウズドエンド・会社型ファンドであった。

一九二九年初め（大恐慌前）における米国ファンド全体の資本構成は、普通株三・三七億ドル、優先株四・三九億ドル、社債二億ドル、その他〇・五八億ドル、合計一〇・三四億ドルとなっており、普通株に対し三倍程度のレバレッジを効かせていた。<sup>(2)</sup> このため、ファンドの純資産価格は一九二九年一〇月に至る市況上昇時には株価を大幅に上回る値上がりを示した一方、その後の市況

下落（ダウ平均株価は一九二九年から三二年にかけて一〇分の一に下落した）過程では当然、株価以上に大暴落した。

また、クロウズドエンド型であるファンドの持分は、証券取引所で需要・供給を反映した価格で取引されていたから、恐慌前の市況活況時にはファンド純資産価格を上回るプレミアム付き価格で取引されていたが、株価暴落後は一転して純資産価格を下回るディスカウント価格で取引されることになった。

以上の二つの要因①レバレッジ作用も加わったファンド純資産価格の暴落、②需給を反映したファンドの取引価格の変動（プレミアム付きからディスカウントへの変動）が重なって、ファンドの市場価格は暴落前にくらべ四〇分の一以下に下落した例もあつた。<sup>(3)</sup>

以上のような事態についてのSECの詳細な調

査・分析に基づいて一九四〇年に制定された投資会社法は、それまで主流であったクローズドエンド型だけでなく、オープンエンド型<sup>(4)</sup>を法の枠組みに取り込んだ。そしてオープンエンド型ファンドにおいては社債発行（レバレッジ投資）を禁止するとともに、投資家が常時ファンドの純資産価値で換金できるよう義務付けた。

元ICI理事長フィンク氏は、その著書<sup>(5)</sup>の中で、オープンエンド型ファンド（一般的にミューチュアルファンドとはオープンエンド型ファンドを指す）の「レバレッジなし、いつも純資産価値で換金可能」という特性は投資家に安心感を与え、米国投信発展の大きな原動力となったと指摘している。

(2) 一九五四年に個人の投信純買付額が株式純買付額を上回った

ICIファクトブックの歴史年表は「一九五四年に米国家計による投信純買付額が株式純買付額を上回った」ことを特筆している。すなわち、米国投資家は株式投資について、今から六〇年も前に、直接投資主体から投信を通じる間接投資主体へ転じていたことになる。

(3) M M F 開発（一九七一年）の意義

一九七一年にM M Fの第一号と言われるリザーブファンドが発足した。M M Fの発足は投信・証券界にとって三つの意義があった。

第一に金利上昇に強いファンドを持てたことである。それ以前の投信は株式ファンドと債券（長期債）ファンドであり、いずれも金利上昇時にはパフォーマンスが悪化する弱みがあった。しかし

MMFという短期金利追随（金利が上がればファンド利回りも上がる）商品を開発したことによって、全天候型の品揃えが整い、それ以降の米国投信の成長を支えた。

第二に、証券界にとって強力な新規顧客導入商品ができたことである。それ以前には、株式などリスク商品を嫌って証券会社を敬遠していた顧客（特に若年層）を、「元本の安定性が高く、換金自由、利回りは預金を大きく上回る商品＝MMF」によって証券会社に誘導できるようになった意義は大きい。それだけに銀行の反発は凄まじいものがあり、八〇年代初頭に二〇を越える州でMMF排斥キャンペーンが繰り広げられたことが前掲のフィンク氏著書に紹介されている。<sup>(6)</sup>

第三に、証券会社が「株価急変時における顧客資金の一時退避の受け皿」を持てたことである。すなわち、それまでは株価暴落時に銀行預金に資

金が出していたものを、MMFで受けることにより証券会社の預かり資産内に留め置くことができるようになった。

(4) 二〇〇三年の投信不祥事発覚後の変化に見る「信頼」の重要性

二〇〇三年に一部の投信会社が大口顧客と不正取引を行った事実が発覚した。

「投資家の投信買付・換金の注文は証券取引所の取引終了前に締め切られ、ファンド組入れ証券を当日の証券取引所の終値で評価して得られる当日基準価額により約定が行われること」は先進国共通である。証券取引の公平性・ファンド投資家間の公平性を確保するための仕組みであり、投資家が買付・換金を発注する時点では価額が確定していない（見えない）ことから、日本ではブラインド方式と呼ばれている。<sup>(7)</sup>

図表3 米国投信年表

| 年            | 米国投信に関連する環境・制度の変化  | 米国投信の商品・販売・運用等の変化  |
|--------------|--|--|
| 1921<br>1924 |  | 英国の仕組みを取り入れたクローズドエンド投資会社発足<br>世界最初のオープンエンド型投資信託である<br>マサチューセッツ・インベスターズ・トラストが発足 |
| 1929         | 世界大恐慌発生  | 大恐慌前の株価上昇期にレバレッジを利用し<br>たクローズドエンド型ファンドが盛行<br>上記レバレッジ型ファンドが大暴落                  |
| 1933         | 投信をふくむ新規発行証券の登録・募集<br>を規制する 1933 年証券法成立  | 大恐慌後、一時、原則として組入れ銘柄を入<br>れ替えない固定型ファンドが盛行  |
| 1934         | SEC に証券市場監督権限を与え、証券流<br>通市場を規制する 1934 年法成立   |  |
| 1940         | 投資信託を規制する 1940 年投資会社法、および<br>投資顧問を規制する 1940 年投資顧問法成立   | この頃から、徐々に銘柄入替え等を行う管理型ファンドに戻る   |
| 1944         |  | オープンエンド型の資産がクローズドエンド型を上回る  |
| 1951         |  | ミューチュアルファンド数が 100 を突破  |
| 1954         |  | 米国個人の投信純買付額が株式の純買付額を上回る  |
| 1955         |  | 米国初の国際投資ファンド発足   |
| 1971         |  | MMF 発足   |
| 1974         | ERISA (従業員退職所得保障法) 制定に<br>より IRA (個人型年金) 発足<br><br>(1970 年代に株式市況低迷)                                      | (この頃、投信の直接販売増加)  |
| 1976         |  | 地方債ファンド設定可能となる。<br>初の個人向けインデックスファンド募集  |
| 1978         | 1978 年歳入法により 401 (k) 制度発足  |  |
| 1980         |  | 12b-1 フィー導入  |
| 1981         | IRS (内国税務庁) が 401 (k) 規則提案   | (80 年代後半頃から銀行が投信販売に参画)<br>ミューチュアルファンド資産が 1 兆ドルを突破                              |
| 1993         |  | 米国初の ETF 発行  |
| 1994         | IRA 資産が 1 兆ドルを突破   |  |
| 1996         | 401 (k) 資産が 1 兆ドルを突破   |  |
| 2001         | エンロン事件発生   |  |
| 2003         |  | 投信会社と一部顧客との投信不正取引 (投信<br>スキャンダル) 明るみに出る  |
| 2004         | 投信スキャンダルを受け、SEC は 2003 年から<br>2004 年にかけて 1940 年投資会社法規則を大<br>幅に改正し、ファンドガバナンス、関係者の<br>行為規制、ディスクロージャー要件等を強化 |  |
| 2006         |  | ミューチュアルファンド資産が 10 兆ドルを突破   |
| 2008         | 世界金融危機   | 個人向け MMF で初の元本割れ発生   |

(出所) ICI 発行 “2014 Investment Company Fact Book” 等を参考に筆者作成

二〇〇三年に米国で発覚した不正取引とは、一部の投信会社が、投資家からの注文を締切る所定時刻（午後四時）を大幅に過ぎた夜間になってから、一部の大口顧客（ヘッジファンドと言われる）からの買付注文を受け付けたというものである。すなわち、午後四時以降に株価上昇に結びつく好ニュースが伝わり、翌日に株価が（したがってファンド基準価額が）上がると想定できた時に、その好ニュースをまだ反映していない当日基準価額による買付を容認した。翌日に上がる事が分かっているものを当日の値段で買えるのだから、後出しジャンケンのようなもので当該投資家は濡れ手で粟の利益を得た。その分、翌日のファンド純資産価値は希薄化し、既存投資家が不利益を被った。

この事実が明らかになった後、不正取引に關与した投信会社の中には顧客資金が大量に流出し、

以後の新規資金流入も細った会社もあった。当時存在した約五〇〇の投信会社のうち二〇社程度が関わったといわれ、その中には歴史のある某大手投信会社も含まれていた。同社は不正発覚前の〇二年末には米国第九位の投信運用資産を持っていたが、その後一三年末までに、（米国投信全体の規模が二・四倍に拡大したにも拘わらず）同社の投信運用資産額は半減し、資産額ランキングは四位に転落している。

資産運用ビジネスにおいて、信用・レピュテーションが如何に大事であるかを物語っていると言えよう。

### 三、商品は多様化、小さく生んで大きく育てる

商品の変化を概観すると次の通りである。

## (1) 商品ラインアップは充実・多様化

米国投信の種類は、一九七〇年まではアクティブ運用型の株式ファンドと債券（長期債）ファンドに限られていた。しかし前述のように七一年にMMFが生まれ、七六年には地方債の免税措置を活用した免税地方債ファンドが発足した。また七六年には米国で初めてインデックス・ファンドが公募され、さらに九三年に米国初のETFが上場された。

このように、商品ラインアップは七〇年代以降急速に充実し、投資家の多様なニーズに答えられるようになり、また次に述べるように環境変化にも対応できるようになった。

## (2) 残高構成は株価・金利の変動を反映して変動

次に、ファンドの投資対象（株式・債券・マネーマーケット）別の商品構成の変化を、連続

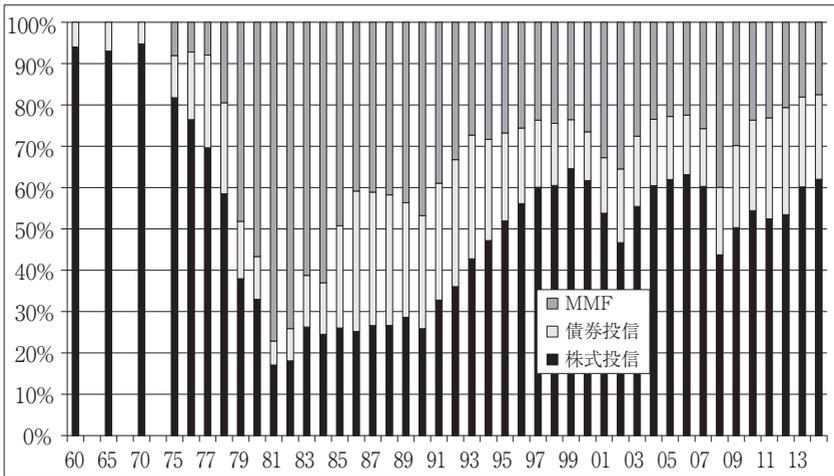
データの得られる一九六〇年以降について見ると図表4の通りである。ここではバランス型ファンドを日本流に株式投信に含めて計算している。

結論を先に述べれば、株価や金利の変動を反映して商品構成は大きく変化しており、三商品が補充し合う格好で投信全体の成長を実現してきた。以下、時系列的に商品構成の変化について記述する。

株価が長期低迷した七〇年代には株式投信の残高が大きく減少し、投信全体に占める株式投信の比率は七〇年末の九五%から八一年末には一七%に落ち込んだ。そして八〇年前後の短期金利の急上昇（八一年には三か月TB利回りが一四%台へ上昇）時にはMMFに大量の資金が流入し、八一年末には米国投信全体に占めるMMFの比率が七七%（史上最高）に高まった。

その後、八二年から八六年にかけて長期金利が

図表 4 米国投信の商品別構成の変化



(出所) ICI統計より筆者作成

一三%台から七%台へ低下（債券価格が上昇）した時には債券投信の残高が増加し、八六年には投信全体に占める債券投信の比率が三四%（史上最高）に達した。

そして米国株価が八二年から長期上昇に転じたことを受け、九〇年代は一貫して株式投信が急成長した（株式投信残高は九〇年末の二、七五六億ドルから九九年末に四兆四、二〇七億ドルへ一六倍に増加した）。二〇〇〇年代に入ると、株式投信は〇〇年代初頭のITバブルの崩壊、〇八年のリーマンショックなどにより一時的に打撃を受け、特に〇八年には一年間で残高が四二%減少した。しかし、その後の株価回復とともに一四年にかけて堅調な伸びを示し、一四年九月末の株式投信残高は九兆四、九〇〇億ドルと〇八年末比二・二倍に増加した。

一方で債券投信も特にリーマンショック以降根

強い人気を維持している。反対にMMFはFRBのゼロ金利政策の影響を受け、〇九年頃から商品魅力が低下しているが、株価急落時の一時回避手段としての機能は維持しているように思われる。

以上のように、米国投信が紆余曲折を経ながらも株式投信中心に過去数十年間に大きな成長を現できた（一四年に至る四〇年間で投信全体の残高は四三四倍に拡大した）主たる要因は、（特に八二年以降の）株価の長期的上昇にあり、元IC理事長フィンク氏も前掲著書の中で、「米国投信成長の主たる要因は、未曾有のマーケットの上昇にあった」と述べている。<sup>8)</sup>

(3) 「小さく生んで大きく育てている」ため、

ファンド数の増加は小幅に止まる

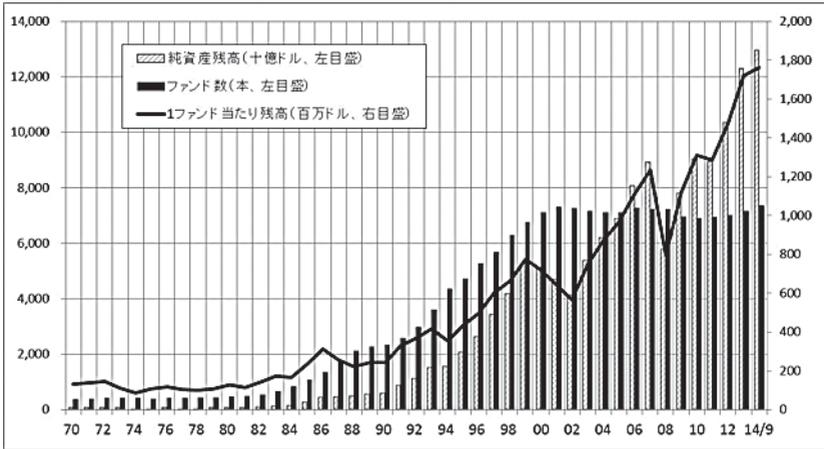
次にファンド数の推移を見よう。連続データの入手できる一九七〇年以降の長期投信の残高、

ファンド数と一ファンド当りの規模は図表5のよう  
に推移している。

残高の伸びに比べファンド数の増加は緩やかであり、特に二〇〇〇年代に入ってから残高が二・五倍に拡大している間に、ファンド数は七、〇〇〇本台で推移し殆ど増えていない。したがって一ファンド当たりの残高は七〇年末の一・三二億ドルから一四年九月末には一七・六四億ドル（約二、〇〇〇億円）へ二三倍に拡大した。

これは、投資家が新商品よりも最低三年程度の運用実績のあるファンドを購入することが多い（特にフィナンシャルプランナーなど投資助言者経由の場合、助言者は「実績をきちんと分析したうえで投資ファンドを選択した事跡」を残す意味からも、数年間の実績のあるファンドを投資家に奨めることが多い）こと、投信会社側も「小さく生んで大きく育てる、すなわち既存商品を大事に

図表 5 米国長期投信の純資産残高・ファンド数と1本当り規模



(出所) ICI 統計より筆者作成

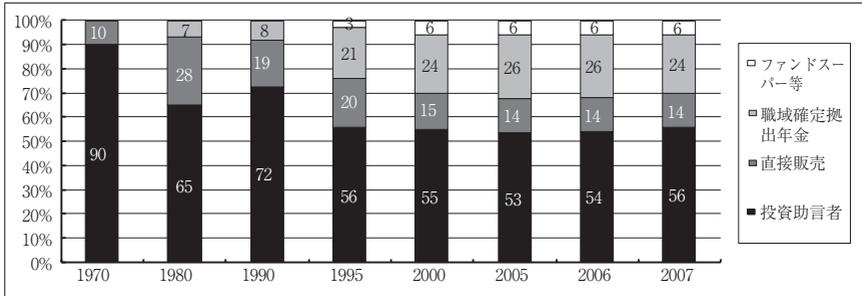
する」商品政策を貫いていることによると思われる。

#### 四、販売チャネルも拡大・多様化

米国投信は一九六〇年代までは殆どが証券会社の外務員によって販売されていた。しかし、七〇年代以降、投信の販売チャネルは拡大・多様化し、投資家との接点は大きく拡がっている。

米国投信の販売チャネル別内訳(残高ベース)の推移を、ICI資料により見ると図表6の通りである(ICIはこの分類によるデータを〇八年以降について発表していないため〇七年まで掲載)。なお、図表6の「投資助言者」とは、証券・銀行・保険会社等に勤務しているフィナンシャルプランナー(FP)のほか、独立FP(Independent Financial Advisor、略称IFAと

図表6 米国投信の販売チャネル別残高構成の推移  
(長期ファンド、個人保有分、%)



(出所) ICI "Ownership of Mutual Funds Through Professional Financial Advisers, 2007"

も呼ばれる)を含んでいる。また「ファンドスーパー」とは、ディスカウントブローカーが多数の投信会社のファンドを並べ、低コストで販売する方式である(品揃えが豊富で価格が安いことからスーパーマーケットになぞらえている)。

さて、販売チャネル別の変化を見ると、七〇年頃までは主に証券会社が販売していたが、八〇年にかけて(すなわち七〇年代に)投信会社の直接販売の比重が急速に高まった。その背景には、七〇年代に株価の長期低迷(投信の実績不振)、投信販売手数料引き下げ、株式売買委託手数料の自由化(証券会社がファンドから株式売買を受注するメリットの低減)などがあった、証券会社が投信を積極的に販売しなくなったことがある。このため、大手投信会社中心に販売維持のため止むにやまれず直接販売に踏み切る会社が現れるとともに、七一年にノーロード(無手数料)型のMMF

が開発されたこともあって七〇年代に直接販売が伸びた。

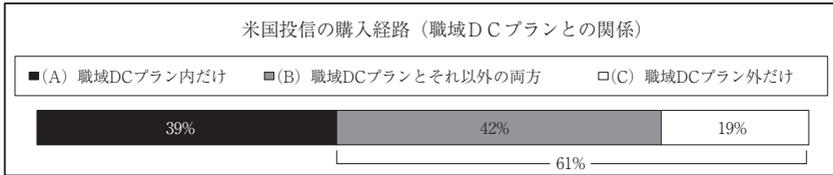
しかし、八〇年にSECがファンド資産から販売費用（12 b-1フィーと呼ばれる）を控除することを認めたため投信販売を行いやすくなった（販売手数料を毎年分割して、あるいは換金時に徴収することも可能になった）ことや、八二年以降に株価が回復したことを受け証券会社が投信販売に復帰した。また、銀行も八〇年代半ば頃から投信販売に参画した。更に九〇年代から証券会社のビジネスモデルが「コミッションからフィーへ」転換する中で、証券会社にとって投信販売の重要性が増し、また一部の証券外務員が独立して投資アドバイスをを行う（IFAになる）動きも現れた。

この結果、八〇年代から直接販売の比重が低下して再び投資助言者経由—言い換えれば対面販売

が増加する一方、九〇年代からは確定拠出（Defined Contribution、略称DC）年金の普及とともに職域DCプランを通じる投資が増えた（DCと投信の関係については後に詳述する）。さらに九〇年代後半からはITを活用したファンドスーパーム現れ、投信の販売チャネルは拡大・多様化している。

なお、前述のとおり図表6は〇七年までのデータしかないため、投資家の投信購入経路について最近の状態を示したものが図表7である（ただし、これは金額の内訳ではなく利用者数のデータであり、図表6と連続するものではない）。図表7の上図は「職域DCを通じる・通じない」の別を示しており、一三年現在で（A）職域DCを通じてのみ投信を購入している人が三九%、（B）職域DC以外でのみ投信を購入している人が一九%、（C）職域DCとそれ以外の両方を通じて

図表7 投信の購入経路（2013年調査、利用者数の内訳）



職域DCプラン以外での購入経路（複数回答）

| 購入経路                   | 利用率 |     |
|------------------------|-----|-----|
| 投資助言者                  | 49% |     |
| 証券会社                   |     | 28% |
| 独立FP                   |     | 26% |
| 銀行など                   |     | 18% |
| 保険代理人                  |     | 10% |
| 会計士                    |     | 6%  |
| 直接購入                   | 31% |     |
| 投信会社直販                 |     | 19% |
| ディスカウントブローカー（ファンドスーパー） |     | 18% |

（出所）ICI Research Report "Profile of Mutual Fund Shareholders, 2013"

投信を購入している人が四二%存在している。

そして（B）と（C）の合計、すなわち職域DC以外で投信を購入している六一%の人に利用チャネルを尋ねたのが図表7の下図である。ここでは、「投資助言者」の属性内訳を聞いているため、証券・銀行・独立FPなどの内訳が分かる。

利用経路の全部を挙げる複数回答であるが、証券会社の利用者が二八%、独立FPの利用者が二六%で、銀行等は一八%となっており、独立FPの重要度がかなり高いことを窺わせる。

### 五、確定拠出（DC）年金の普及が投信残高を押し上げた

米国投信の一九九〇年代以降の成長は、確定拠出年金（以下、この項において「DC」と記述）によってもたらされた部分が大きい。

米国のDC制度は、七四年のエリサ法制定とともに発足した個人退職口座 (IRA=Individual Retirement Account) をもってスタートした。

IRAは、主として企業年金でカバーされていない自営業者等のための制度で、日本の個人型DCに類似している。一方、企業年金について八一年に従来の確定給付 (Defined Benefit、略称DB)型に加えDC型の四〇一 (k) プランが発足し、現行のDC制度が確立された<sup>(10)</sup>。

米国のDC資産残高は九〇年代以降に飛躍的に拡大し、一四年六月末にはIRAが七兆一、七一〇億ドル、四〇一 (k) など職域DCが六兆五、八六〇億ドル<sup>(11)</sup>、合計で一三兆七、五七〇億ドルに達し、その家計金融資産に対する比率は二一%に拡大している。

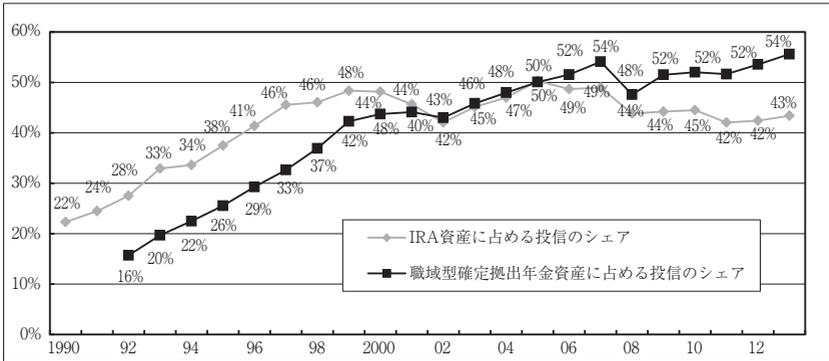
そして、DC資金の運用先として九〇年代以降、投信の割合が傾向的に高まった (図表8)。

その理由は、八二年以降の株価の長期上昇を背景に、DC加入者の間に「老後に備える長期の資産運用については、預金など元本安全商品でなく、短期的リスクはあっても長期的には高いリターンを期待できる株式組入れ商品を中心とすべし」という認識が高まったことにある。

この結果、DC資金の投信への流入量が増え、米国投信残高に占めるDC資金の割合は図表9のように上昇した。一四年六月末現在では全投信残高の四四%、株式投信については六一%がDC資金で占められるに至っている。DC資金は言うまでもなく長期安定資金であり、米国投信の安定的成長を可能にしている効果は大きい。

今後、米国投信におけるDCの重要性はさらに高まると思われる。何故なら〇六年の年金保護法制定により米国のDC年金資産は益々拡大し、その運用対象として株式組入れ商品がさらに増加す

図表 8 確定拠出年金資産のうち投信で運用されている割合（単位：％）



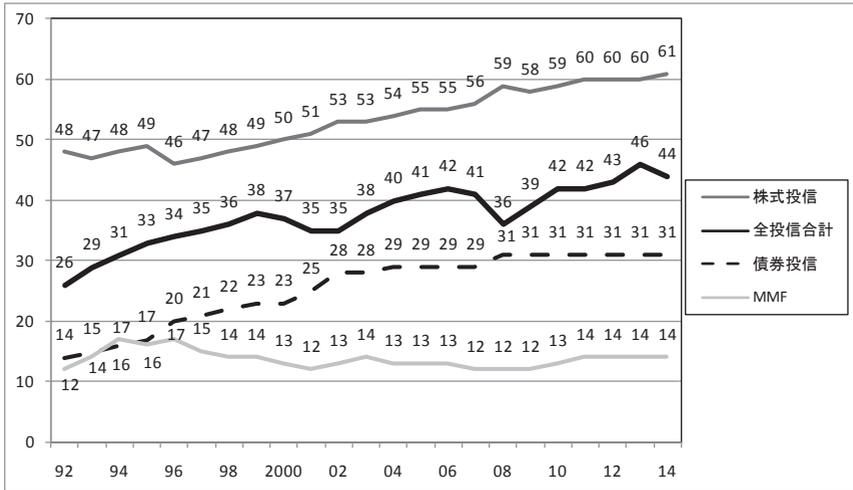
(出所) ICI統計より筆者作成

ると見られるからである。

すなわち○六年年金保護法は、①企業型DCである401(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のみ加入する（＝企業が従業員の拠出金を給料から天引きできる）オプティン方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否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オプアウト方式」に改めるとともに、②401(k)プランの資産運用について、加入者が運用方法の選択を行わなかった場合、企業は、加入者が労働省の定める規制に沿った資産を選んだとみなすことができるようにした。

そして②について労働省は、「加入者の運用指  
示がなかった場合の適格投資商品（デフォルト・  
オプション）」として「ライフサイクル・ファン  
ド（ターゲット・イヤー・ファンドなどとも呼ば

図表 9 米国投信残高に占める確定拠出年金資金の割合 (単位: %)



(出所) ICI 統計より筆者作成

れる)、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規則で定めた。この三つはいずれも株式組入れ可能商品であり、言い換えると MMF や GICs (Guaranteed Investment Contracts = 保険会社が提供する元利保証商品) など元本安定商品をデフォルト・オプションに含めなかった。その理由として労働省は「401(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商品のよい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」などを挙げている。<sup>13)</sup>

以上のように〇六年の年金保護法は、①米国の DC 年金を益々拡充させ、②その運用対象として株式組入れ投信を増加させる効果を持つと考えられる。

## 六、 投信普及率は八〇〜九〇年代に急上昇、現在は三五歳未満の若年層も三四％が投信を保有

米国投信の保有者は家計（個人）が中心であることは昔も今も変わりない。<sup>04</sup> そして投信の世帯普及率（全世界帯のうち投信を保有している世帯の割合）の推移を見ると図表10の通りである。

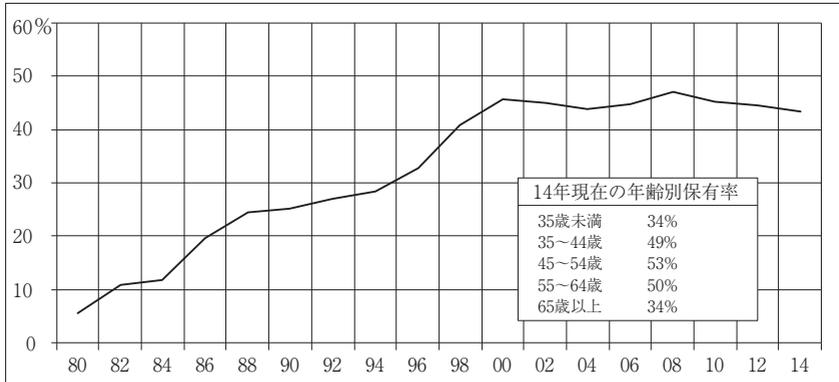
一九八〇年代初頭には五％台であった普及率は、九〇年に二五％、九六年に三三％へ上昇、九八年に四〇％台に乗せた。八二年以降の株価上昇と、前述の九〇年代以降の確定拠出年金の普及の影響が大きいと思われる。

直近一四年央現在の世帯普及率は四三％であり、これを世帯主の年齢別に見ると、図表10の囲み内の通りである。四五〜五四歳の働き盛り世代

の保有率が五三％と最も高いが、三五歳未満の若年層でも三四％が保有していることが注目される。

一般的に、金融資産の蓄積が少ない若年層は流動性制約があつて有価証券等のリスク資産を多く持てないと言われる。しかし米国では若年層の投信保有率が高い。その背景には前述の確定拠出年金の影響がある。すなわち米国の若年層は、まったく資金を運用するほどストックの蓄積は進んでいなくても、フロー（給与）の内から老後に備える資産形成を着実に実行しており、その運用対象として投信を選んでいる結果であると考えられる。

図表10 米国における投信の世帯普及率の推移と、直近の年齢別世帯普及率



## 七、投資家は高値買い・安値売りの傾向

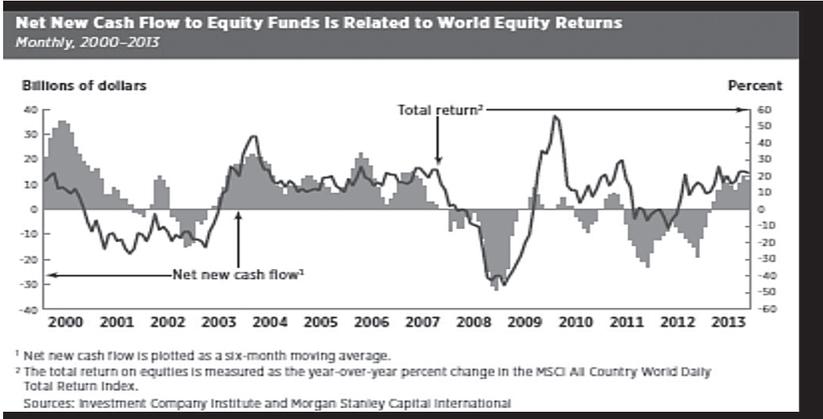
以上のように、投信普及率が高く、確定拠出年金などを通じ投資教育も進んでいると思われる米国においても「株価が上がれば株式投信に資金が流入し、株価が下がれば資金流入が減少または資金流出する」傾向がある。

図表11は、世界株式のリターン（折れ線部分）<sup>(5)</sup> MSCI All Country World Daily Total Return Indexの前年比<sup>(5)</sup>と米国株式投信への資金流入（棒グラフ部分）の関係を示している。概して、投資家は高値で買って、安値で売っていることが分かる（図の掲載は省略したが、債券ファンドについても同様の傾向が見られる）。

この結果、投信を購入している投資家の利回り

図表11 米国株式投信への資金流入と世界株式市況との関係  
(1995年～2013年)

- ICI 発行 “2014 Investment Company Factbook” より転載 -



はファンドの運用利回りより低くなっている。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、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プパース社調べで九・三%であった。また最近についても、モーニングスター社の分析によると一三年末に至る一〇年間の米国投資家の長期投信の加重・年平均リターンは四・八一%で、長期ファンドの平均リターン七・三〇%を下回っていた。

この事実は、更なる投資教育の必要性、投資家の恣意的判断に左右されない定期・定額投資（ドルコスト平均法活用）の有用性を示唆しているといえよう。

## 七、まとめと日本への示唆

### (1) まとめ

以上述べてきた米国投信の四分の三世紀の推移と成長要因等の要点をまとめると次の通りである。

①一九四〇年末から二〇一四年九月末に至る七四年間に米国投信残高は三四、六〇〇倍に増加し、家計金融資産に占める投信の比率は一九四五年の〇・二％から一三・一％へ拡大した。直近の世帯普及率は四〇％以上に達し、三五歳未満の若年層世帯でも三四％が投信を保有している。

②こうした成長を可能にした要因としては次の諸点が挙げられる。

(イ) 株価の長期的上昇（ダウ平均株価は一三〇

倍に上昇した。四〇年末から一三年末に至る七四年間のS&P500種株式の年平均・配当収益率を計算すると一二・八％に達している<sup>66)</sup>。

(ロ) 家計金融資産の蓄積の進展（米国では四五年当時から金融資産の蓄積はかなり進んでいったが、家計金融資産の対GDP比率を計算すると、四五年の二・六七倍から一三年に三・九七倍へ更に上昇した。すなわち家計が益々リスク資産を保有できるようになった）。

(ハ) 商品バラエティの充実（各ファンドを「小さく生んで大きく育てている」ためファンド数はあまり増加していない）

(ニ) 販売チャネルの拡充（独立FPの役割も大きい）

(ホ) 確定拠出年金の普及と、運用対象としての投信の上昇

(注) 元ICI理事長のフィンク氏は、前掲著書の中で米国投信の成長をもたらした要因について「証券市況の上昇、中間層の拡大、新商品開発、新しい販売方法、退職貯蓄優遇税制」を挙げており、特に株価上昇について何度も言及している。<sup>47)</sup>

③ 一方、投資家が高値買い・安値売りする傾向は続いており、投資家利回りはファンド利回りを下回っているという問題がある。

## (2) 日本への示唆

(1) に掲げた米国投信の拡大要因のうち、(ロ)の家計金融資産の蓄積については、日本においても一四年九月末現在一、六五三兆円（一四年の予想名目GDP四八八兆円の三・三九倍）に達しており、ほぼ実現していることができよう。

そこで米国投信の発展の歴史から得られる日本の投信への示唆（実行すべきこと）は次の諸点であると思われる。

① 日本株のリターンを高める（日本企業の株式価値向上を実現する）

前述の通り米国投信の発展をもたらした大きな要因は、米国株が長期的に高リターンを実現したことであり、そのベースには米国株の基本価値（企業の収益力）の向上があった。一方、日本の投信は日本株の二〇年にわたる低迷（日本の企業収益力の伸び悩み）の下で長く苦難を強いられてきた。

しかし日本でも、いまコーポレートガバナンスの改革などにより「企業の稼ぐ力」を高めようとする動きが進展している。企業の収益力が高まれば株式リターンの向上も期待できる。投信運用会社は機関投資家として、日本版スチュワードシップの履行などにより日本企業の株式価値向上に貢献することが望まれる。

② 確定拠出年金とNISAへの取組み（長期資金と若年投資層の獲得）

米国では、確定拠出年金の普及と、その運用資産に占める投信の比率上昇が米国投信の成長に大きく貢献したことは前述の通りである。

日本でも年金政策について漸く「公的年金だけを議論するのではなく私的年金も併せて検討する」方向へ進んでおり、確定拠出年金の拡充が議論されている。その資産運用方法についても、デフレ経済からの脱却を視野に元本確保型に偏重している現状を是正する動きも見られる。

そして（米国にはないが）日本にはNISAもある。

確定拠出年金やNISA経由の投信買付を増やせば、長期資金を導入でき（投信の平均保有期間は米国で四年、日本は二年程度）、また若年層資金の獲得にも結び付こう（前述の通り米国では

確定拠出年金などによって三五歳未満の若年層も三四%が投信を保有、日本の三五歳未満の投信保有率は三%以下<sup>9)</sup>）。

投信関係者はこれらの制度の拡充を図る努力とともに、制度加入者に運用対象として投信を選んでもらえるようファンド利回りの向上など商品魅力を高める努力が必要であろう。

③ 既存商品の育成（ファンド数の削減）

前述の通り、米国では二〇〇〇年代に入ってファンド数を殆ど増やすことなく、長期投信残高を二・五倍に拡大させている。既存ファンドを育てているからである。

一三年末現在の日米のファンド数（MMF等を含む）を比較してみると、日本が四、九二二本、米国が七、七〇七本である。同時点の日本の投信残高は八二兆円で米国の一、五八二兆円<sup>10)</sup>の五%で

あるのに対し、ファンド数は米国の六四%と多い。したがって一ファンドの平均規模は日本が一六六億円、米国は二、〇七五億円であり、日本は米国の一三分の一となっている。

日本のファンド経費率が米国に比べ高いことが良く指摘されるが、一ファンド当り規模が日本の一三倍もある米国では規模のメリットが十分働いて経費率が低くなることは当然とも言える。<sup>21)</sup>

日本のファンド数が多い主因は、販売が新商品に偏っている（米国のように既存商品を育てていない）ことにある。もし既存商品に継続的に追加資金が流入する状況になれば、解約時に徴収している信託財産留保金をなくす（投資家コストを下げる）ことも可能になるだろうし、<sup>22)</sup> 銘柄入れ替え等の運用も行いやすくなる（パフォーマンスの向上につながる）だろう。

投信営業にあたり、新商品よりも既存商品を継

続販売していく方向に重点を移行させることが望まれる。

#### ④ 独立F Pが活躍できる素地を整える

販売チャネルの広がりについては、日本でも九年の銀行等の参入、その後のネット証券の台頭などにより米国との差は縮まったが、独立F Pが投信販売にほとんど参画していない点が米国と異なる。

日本では、「情報と助言はタダで得られる」と考える投資家が多く、F Pの独立が難しい状況が続いている。これを変えるには、業界努力だけでは限界があり、投資教育の充実を含め官民一体となった施策が必要であろう。

フィーを払って投資助言を得る習慣が広がって、「販売者の代理人」ではなく「投資者の代理人」として行動する独立F Pが増加すれば、日本

の投信販売に関わる問題を解決する一助となると考えられる。

### ⑤ 投資家利回りの向上

前述の通り、米国においてすら投資家が「高値で買って安値で売っている」傾向があり、投資家利回りがファンドの運用利回りより低くなっている。日本でも同じ傾向がある。<sup>23</sup>

この問題を解決する一つの方法は定期・定額投資（ドルコスト平均法）の活用である<sup>24</sup>。投資家利回りがファンド利回りより低いということは、①投資家の平均買付コストがファンドの平均基準価額より高いか、②投資家の平均換金価額がファンドの平均基準価額より低い、またはその両方であると考えられる。

定額投資は、ドルコスト平均法の効果により①の投資家の平均買付コストをファンドの平均基準

価額より低くすることになるから、②の換金の問題は残るが）投資家利回りをファンドの運用利回りより高くできる可能性がある。

この定期・定額投資（積立て投資）の推進に当たっても、確定拠出年金とNISAは大きな武器となるろう。

### （注）

- (1) ファンドによる持分の買戻しは行われず、取引所等において需給を反映した価格にもとづいて持分の売買が行われるタイプ。社債発行等が認められている。
- (2) 江口行雄著「投資信託発展史論」（一九六一年、ダイヤモンド社）一一四頁。
- (3) Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp 17
- (4) ファンド持分の追加発行および買い戻しが純資産価値により常時行われるタイプ。社債発行は禁止されている。
- (5) 注(3)と同じ。
- (6) Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp 87 ~ 94

- (7) 世界的にはフォワード・プライシングと言ったことが多い。
- (8) Matthew Fink "The Rise of Mutual Funds" Oxford University Press, 2011 pp 144
- (9) SECは「ファンドの販売が増えて新規資金が入ってくることはファンドの既存株主の利益に資する」として2b-1の導入を認めた。
- (10) 四〇一(k)プランは、七八年歳入法に新たに設けられた四〇一(k)項に基づくものであるが、内国歳入庁が具体的な実施規則を設けたのは八一年であり、ここから実質的に四〇一(k)プランがスタートした。
- (11) 職域年金には教職員年金などを含む。
- (12) ターゲット・イヤー・ファンドとは、「若いうちはリスク資産を多く保有して積極的に収益を追求し、退職が近づくにつれ安定資産をふやしていく」というライフサイクル投資理論を取り入れた投資信託である。退職時期をターゲットにした運用が行われることから、ターゲット・イヤー・ファンドあるいはターゲット・デット・ファンドとも呼ばれる。具体的には、投資信託会社が顧客の退職予定時期別に(たとえば二〇二〇年、二五年、三〇年、三五年…など五年おき程度に)多数のファンドを用意し、顧客は自分の退職時期(ターゲット・デット)に近いファンドを購入する、そして各ファンドは、当初はリスク資産の比重を高くし、ターゲット・デットに向けて徐々に安定資産の比重を高めていく仕組みを取り入れている。
- (13) Federal Register / Vol. 72, No. 205 / Wednesday, October 24, 2007 / Rules and Regulations pp 60463
- (14) FRB資金循環統計により、長期投信の保有者構成(金額ベース)を見ると、六〇年は家計が一〇〇%、八〇年は家計八四%・私的年金八%・その他八%、一三年は家計五八%・私的年金二五%・その他一七%となっている。私的年金には四〇一(k)など職域型確定拠出年金が含まれており、最近においても投信は実質的に個人主体で保有されていると言えよう。
- (15) 米国株式投信については、〇五年頃から国内株ファンドより新興国など外国株ファンドへの資金流入量が多くなっていることを考慮して、ICIは世界株式リターンと比較していると思われる。
- (16) Ibbotson Year book 二〇一四掲載データ等により、各年S & P 500収益率を算術平均した。
- (17) Matthew Fink "The Rise of Mutual Funds" Oxford University Press, 2011 pp 7, 76, 144, 277
- (18) IMF一四年一〇月予測
- (19) 日本証券業協会「平成二四年度証券投資に関する全国調査(個人調査)」
- (20) 一三年末の一ドル一〇五・三七円で円換算した。
- (21) ちなみに、欧州のファンド平均経費率は日本より高く、ファンド数の削減が叫ばれている。
- (22) 米国には、投資家の換金時にファンド留保金を徴収する

制度はない。何故なら、換金があってもそれを上回る買付けがあつてファンド資産が安定的に拡大する（通常、投資家の換金にともないファンド資産を処分する必要はない）ことが想定されており、したがってファンド資産の処分コストを換金者から徴収する必要もない訳である。

(23) 野村総合研究所・金子久氏によれば、「九七年四月～〇三年九月の調査では国内株式一般型の平均年率リターン(-)四・七%に対して投資家リターンは(-)一三・二%で、ファンドリターンより年率八・五%低かった」とのことである（金融審議会「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」第二回（二〇一二年四月六日）説明資料）。

(24) 定額投資を続ければ「安いときに多くの量を買って、高いときには少ない量を買う」から、平均買付単価を引き下げられる。たとえば、一四年に至る三〇年間の各年末の日経平均株価の平均値は一六、六八五円であるが、各年末に定額投資を行ってきた場合の平均買付コストは一四、五八八円と計算される。

(すぎた こつじ・当研究所特別嘱託調査員)