

世界の投信ビジネスの動向

—二〇〇〇年以降の変化を中心に—

杉田 浩 治

はじめに

杉田でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

本日は「世界の投信ビジネスの動向」というテーマでお話をさせていただきます。来年の二〇一八年は、世界で最初に投資信託が生まれてから一五〇周年に当たります。世界最初の投信は、一八世紀のオランダで誕生したという説もあります。が、今日の投信につながるものとしては、一八六

八年にイギリスで生まれたフォリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラストというファンドが最初のものとなります。一八六八年と言いますと、日本の元号では明治元年に当たります。来年は明治一五〇年ということで、政府もいろいろな行事を検討していると聞いておりますが、同様に、世界の投信も一五〇年という歴史を経たことになります。

さて、本日は、以下のような流れで報告させていただきます。

まず、二〇〇〇年以降の投信残高の量的な変化

を概観します。その上で、商品、販売、運用という三つの切り口から世界の投信ビジネスの変化を整理し、その後、日本の投信に対してどのような示唆が得られるかということについてお話ししたいと思います。

なお、今日の報告では、世界の公募証券投信に焦点を合わせることとし、私募投信やREITは取り上げないことを予めお断りしておきます。

一、世界の投信残高の変化

(世界の投資環境の変化)

最初に、二〇〇〇年以降の世界の投資環境の変化を振り返った上で、投信残高の変化を見ていきます。

資料4ページをご覧ください。ここでは、二〇〇〇年以降の世界主要五ヶ国の株価と長期債利回り

の推移を掲げています。二〇〇〇年代初頭、株価は、いわゆるITバブルの崩壊によって下落し、二〇〇八年にはリーマン・ショックによって大きく下落しました。その後、欧州危機などもありましたが、二〇一二年以降はほぼ上昇基調をたどってきています。

他方、長期債利回りは、ほぼ一貫して下がってきています。つまり、債券価格はほぼ一貫して上昇してきたわけです。

このように、二〇〇〇年以降の投資環境は、全体としては悪くなかったと思います。しかし、それ以前の十数年間と比べますと、かなり様相が異なります。資料5ページをご覧ください。これは、最近三十年間の世界主要五ヶ国の株価の推移を見ものです。真ん中が一九九九年で、ここから右が資料4ページの上段のグラフになります。一九九九年を境にそれ以前とそれ以後とでは、明らか

に株価の上昇カーブが異なっています。前半、急な右上がりのカーブであったのが、後半はなだらかなカーブに変化しています。ちなみに、アメリカでは、一九八五年を一〇〇としますと一九九九年は六九六で、この間の上昇率は五九六%でした。一九九九年以降は六九六が一〇六一となり、この間の上昇率は五二%にとどまっています。

(投信残高の変化)

そのような中で、投信残高は、資料6ページのとおり、一九九九年の一・六兆ドルから二〇〇六年の三六・八兆ドルへと三・二倍に増えていきます。これは国際投資信託協会（IIFA）のデータによるものです。年率換算しますと七%の増加で、まずまずの伸びとなりました。なお、日本では、この間に五一・四兆円から九六・六兆円へと一・九倍に増えました。年率換算では二・四%の

増加です。

(投信残高増減の要因)

次に、資料7ページでは、世界の投信残高の増減要因を二つに分けて見えています。グレーが投資家からの資金流入によるもので、白が組み入れ資産の時価変動等による部分です。投資家からの資金流入がマイナスになった年はなく、一七年間合計で一三・二兆ドルのプラスとなりました。一方、時価変動等の中には、株と債券の時価変動、組み入れ資産の配当・利子収入などが含まれています。また、運用成果の分配金の支払いはマイナス要因としてカウントされます。

時価変動等について、もう少し詳しく申し上げます。二〇〇〇年から三年間はマイナスで、リーマン・ショックが起きた二〇〇八年には大きなマイナスになりました。しかし、一七年間を合計し

ますと、一一・九兆ドルのプラスになっていきます。この期間に限らず、さらに昔を見ましても、投信組み入れ資産の時価変動等は長期的に見れば必ずプラスになっています。このように、投信資産は、投資家からの資金流入がなくても増える傾向にあります。これを、内部成長と言ったり、自己増殖と言ったりするわけですが、この点は、資産運用ビジネスの非常な強みであると思います。

もう一つ、業者が受け取る信託報酬は、時価評価された資産残高に対して計算されます。したがって、これが増えれば、つまり顧客がもうかれば、業者の収入も増加するという、顧客と業者のウィンウインの関係が成り立ちます。

日本については、二〇〇〇年以降の一七年間の合計で、資金増減は七七・三兆円という大幅なプラスになりました。他方、時価変動等は、世界とは逆に三二・〇兆円のマイナスとなりました。な

お、先ほども申し上げましたように、この中には分配金の支払いによるものも含まれています。投信託協会によりますと、二〇一〇年以降の七年間の合計で三五・四兆円の分配金が支払われたということです。

（日本と米国の長期投信分配率の比較）

資料8ページでは、日本とアメリカの分配率を比較しています。

このグラフは、ETFを除く長期投信について、年間分配金額の平均残高に対する比率の推移を表したものです。日本の分配率は、八%から一〇%程度となっている一方、アメリカの分配率は三%から五%程度となっています。

運用ビジネスの観点から重要なのが流出率です。これは、年間分配金のうち、再投資されずに流出した金額の平均残高に対する比率です。これ

を見ますと、アメリカでは分配金の九割以上が再投資されるため、流出率は〇・五％程度となっています。他方、日本では毎月分配型ファンドが多いため、再投資率が低いのが実情です。いろいろな情報を踏まえて、私なりに再投資率を三割と仮定して計算した結果、日本では流出率が六％程度となりました。残高で勝負するのが資産運用ビジネスであるにもかかわらず、日本では、これだけ大量の分配金を流出させてしまっています。非常にもったいないことではないかと思えます。

(商品別残高の変化)

次は世界の商品別残高の変化です。資料9ページをご覧ください。一九九九年から二〇〇二年のITバブルの崩壊のときは、株式投信が大幅に減っています。このときは、債券ファンド、MMFが増えたため、投信全体ではほぼ同じ残高を維持し

ています。二〇〇八年のリーマン・ショックのときも、株式投信は約半分に減りましたが、MMFがその一部を吸収したため、投信全体の減少率は二八％にとどまりました。その後の市況回復期には、再び株式投信が増加しています。要は、株式投信、債券投信、MMFという投信の三本柱が互いに補い合って、投信の成長を支えてきたと言えるかと思えます。

(投信残高の地域別変化)

最後に、投信残高の地域別変化を見ていきます。資料10ページをご覧ください。ここでは、特に新興国の伸びが大きいことを指摘したいと思えます。今、IIFAに数字を報告しておりますのは、先進国が二九ヶ国、新興国が一七ヶ国で、合わせて四六ヶ国となっています。二〇一六年末における新興一七ヶ国の投信残高は二兆五〇〇億

ドル、世界全体に占めるシェアは六・九%で、現状、決して大きくはありません。しかし、一九九九年から二〇一六年の間の増加率は一二・九六%で、目を見張る伸びとなっています。この間の先進国の伸びは二〇一%でしたので、新興一七ヶ国の伸びの大きさがよくわかります。中でも、中国の投信残高は昨年時点で日本を上回り、世界第七位に入っています。新興国の投信の成長が、世界の投信の成長に大きく寄与していると言えます。

二、商品の動向

次に、商品の動向についてお話をさせていただきます。

(ETFの急成長)

この一七年間の変化で特筆すべきものは、ET

Fの急成長です。資料12ページのグラフは、連続した数字がとれる二〇〇三年以降のETFの残高と本数の推移を表しています。ETFの残高は、二〇〇三年の約二〇〇〇億ドルから二〇一六年の三兆三〇〇〇億ドルへと一六倍に増加しています。

(ETFの国別残高)

ETFの残高を国別に見ますと、資料13ページのとおり、アメリカが二兆五〇〇〇億ドルで、世界の四分の三を占めています。各国の公募投信残高に占めるETFの比率を見ますと、日本が二一・一%と非常に高くなっています。ただし、これは、日銀がETFを保有していることの影響が大きく、それを除きますと、日本の公募投信に占めるETFの比率は一〇・八%で、アメリカより低くなります。

(米国で起きていること)

資料14ページのグラフは、投信先進国であり、E T F先進国でもあるアメリカで、どのようなことが起きているかを表したものです。黒がE T Fの毎年の資金純増額を表しています。斜線が、E T F以外の従来型ファンドの資金流入額を表しています。従来型ファンドは、二〇〇九年をピークに資金流入が減少し、二〇一五年、二〇一六年にはついにマイナスになりました。従来型ファンドからE T Fに資金が振り替わるといふ事態が生じているわけです。

(E T F成長の要因)

それでは、なぜE T Fが増えているのでしょうか。資料15ページに、その要因を四つ挙げています。具体的に申しますと、投資家のコスト意識・パッシブ志向の高まり、品揃えの充実、アメリカ

中心に証券ビジネスモデルの「コミッションからフィー」への転換、アメリカにおける税のメリツトの存在が挙げられます。その中でも、最大の要因は、E T Fのコストが低いことです。普通の投信ですと、投資家の購入時に数%の手数料がかかりますが、E T Fの購入コストは、株式売買委託手数料と同様、わずかなものとどまります。毎年の信託報酬も、販売会社に回る分がありませんので、非常に低くなります。このように、コストが低いことが、E T Fが急成長している最大の要因ではないかと思えます。

昨年、プライスウォーターハウス・クーパーズ(P W C)が出したレポートでは、E T Fは、二〇二一年までに七兆ドル以上に達すると予測されています。昨年末の残高が三兆三〇〇億ドルでしたので、五年で二倍以上になると見込まれているわけです。

(根強い債券ファンド・MMFの人気)

資料16ページで、最近二年間の商品別残高の変化を見ています。この期間中、金利は世界的にはポトムとなり、アメリカ等では上がり始めています。これから債券価格が低下することが見込まれる、債券の投資にとつてはよくない環境です。

そうした中、足元、債券ファンドやMMFのシェアが上昇しています。世界の投資家が、今も、保守的で、リスク回避的な投資行動をしていることを反映しているのではないかと思います。

三、販売面の変化

次に、販売面の変化について見ていきます。

(確定拠出年金市場の拡大)

まず指摘できるのは、確定拠出(DC)年金市

場が拡大しているということです。資料18ページ

をご覧ください。アメリカではDCが発達しており、昨年末の資産残高は一五兆ドルとなっています。DCの資産運用は加入者が行います。運用先は、銀行預金や保険会社の商品でもよいのですが、投信で運用する割合が高まってきています。

上の図で、太線は、401(k)など職域型確定拠出型年金のうち投信で運用されている割合を表したグラフで、昨年末で資産の五五%が投信で運用されています。細線は、個人型確定拠出年金(IRRA)のうち投信で運用されている割合を表したグラフで、こちらも昨年末で資産の四七%が投信で運用されています。

下のグラフは、アメリカの投信残高に占めるDC資金の割合を表しています。昨年末で、投信全体の四六%がDCの資金となっています。株式投信の場合は、特にこの割合が高く、六二%に上っ

ています。アメリカでは、多額のD C資金が投信に入ってきていることがわかります。

(コミッションからフィーへの流れ)

次に、アメリカでは、販売会社が販売報酬を受け取るに当たって、コミッションからフィーに転換してきていることが指摘できます。資料19ページの表は、一九六〇年代以降のアメリカにおける投信販売方法の変化を整理したものです。

この表の一番右側で、手数料收受方法の変化を整理しています。一九六〇年代から一九七〇年代は、顧客に投信を売ったときに顧客からコミッション、つまり販売手数料を受け取っていました。一九八〇年代以降、コミッションに加え、ファンドの資産から販売会社に、残高に対するフィーを支払うことが認められるようになりました。「12 b ー1フィー」と言われるものです。

さらに、二〇〇〇年代以降になりますと、フィンシヤルアドバイザー (F A) が預かり資産残高の1%ないし1・5%のアドバイスフィーを、顧客から直接受け取るような形に変わってきました。その結果、投信についてはノーロードファンドと呼ばれる、販売時無手数料ファンドのウエートが高まっています。

このような変化が進む中で、投資家のコストがトータルでどうなっているのかを分析したレポートがあります。資料20ページの下段に、ストラテジージック・インサイト社のレポートの要約を載せています。それによりますと、「F Aが顧客から直接受け取る対残高フィーは、年1・0から1・5%、ファンドの経費率を加えた投資家のトータルコストは年2%程度で、このうち三分の一を運用者が、三分の二を販売会社が収受している」とされています。さらに、「ブローカーは、

ファイバーの方がコミッションベースより収入が多くなるとの認識を高め、ファイバーに移行するよう努めている」とされています。

これに関連して、資料では引用しておりませんが、レポートでは次のようなことが書かれています。

「ブローカーの一部は短期売買によりコミッションを稼いでいるかもしれないが、全体としてコミッションベースで売ったファンドの解約率と、ファイバーで売ったファンドの解約率を比べると、前者の方が後者より低くなっている。」
つまり、仮に5%の販売手数料をとつても、顧客が一〇年間、その投信を持ち続ければ、年当たりの手数料率は〇・五%にとどまる、それに比べれば、毎年1%の残高フィーを取った方がより高い報酬を得ることができるというわけです。

こうした認識を背景に、販売会社が積極的に

ファイバーに転換してきたとレポートは述べています。

なお、このレポートには書かれていませんが、こうした動きの背景には、規制当局の動きもあつたとも言われます。実際、一九九五年に出たタリー・レポートでは、コミッションベースでは販売会社が回転売買で稼ごうとするため、残高ファイバーの方が顧客の利益に合致すると指摘しています。

ストラテジック・インサイト社のレポートのその後の部分では、「ファイバーへの移行の結果、多くの長期投資家にとって投信保有のトータルコストは上昇している」と書いています。

以上のように、アメリカの場合、日本とはかなり事情が異なっているように思います。

(投資家の平均保有期間)

次に、資料22ページをご覧下さい。これは、英、米、独、日の四ヶ国における投資家の平均保有期間の推移を見たものです。日本では、二〇一三年に一・七年まで短期化し、問題視する見方が強まりました。その後、改善が見られ、昨年は三・三年になりました。昨年のアメリカの平均保有期間が三・五年ですので、日本もアメリカ並みになってきています。

(投資家利回りがファンド利回りより低い)

次に、投資家利回りがファンド利回りより低いことについてお話しします。投資家は、相場が上がってファンドの基準価格が上がれば買い、相場が下がって基準価格が下がれば売る傾向があります。資料23ページでは、ICI(米国投信協会)のファクトブックに掲載されている図を掲げてい

ます。折れ線グラフは株式のリターンを表しています。一年前と比べ配当込みで株が何%上がったか下がったかを表しています。棒グラフは株式投資への資金流入額を表しています。ここから概して言えるのは、二〇〇三年、二〇〇四年頃のようには株式のリターンが上がると株式投資に資金が流入し、リーマン・ショックが起きた二〇〇八年頃は大量の資金が流出していることです。高値で買って安値で売っているわけで、結果的に、投資家利回りがファンド利回りより低くなっているという分析結果が出されています。

アメリカのモーニングスター社の分析によりますと、昨年未までの一〇年間、アメリカの株式ファンドの投資家リターンは四・三六%となっています。他方、ファンドの平均リターンは五・一五%で、投資家リターンはこれを下回っています。この他、アメリカの研究者によるより長期間

を対象とする分析もあり、それによりますと、一九九三年から二〇一五年までの二三年間で、株式ファンド平均リターンが八・八一%であったのに対し、投資家リターンは六・八七%にとどまったとされています。

モーニングスター社は、今年からグローバルな投資家リターン分析結果を出し始めましたが、概して言えば、各国ともアメリカと同様、ファンドリターンより投資家リターンの方が低いという傾向になっています。

(定額投資の効果)

この投資家リターンを如何にして高めるかが問題になります。結論を申しますと、積立投資、それも定額の積立投資を推進することが、問題に対処する手がかりになります。いわゆるドルコスト平均法を生かすということです。資料24ページの

図において、四期の平均株価は一〇〇〇円ですが、毎期、定額で投資しますと、平均単価八五五円でこの株式を買うことができることとなります。なぜなら、安いところで多く買い、高いところで少なく買うため、平均単価を下げることができるとです。これがドルコスト平均法の効果です。資料に書いていますように、モーニングスター社による実証分析でも、このことを裏付ける結果が出ています。

なお、資料24ページの一番下で、(付記)として、「定額」は売却には向かない旨を書いています。定額で売りますと、安いときに多く売り、高いときに少なく売ることになってしまうからです。このため、退職後、資金が引き出し段階に入るときに、値が動く商品を、毎月例えば一〇万円ずつ売っていくようなことはお勧めできません。

(欧米の販売規制の変化)

次に、欧米の販売規制の変化について見ていきます。資料25ページに三つ挙げています。

一つ目は、イギリスにおけるリテール投資商品販売制度改革です。以前、イギリスでは、投信の運用報酬に販売会社へのキックバック分が含まれていました。その料率は、ファンドによっても、会社によっても異なっていました。このとき、販売会社は、できるだけキックバック率の高いものを売ろうとすると考えられます。こうした販売会社の行動は投資家の利益に相反することになります。このため、「金融商品の販売会社は、金融商品の発行会社からコミッション等を受け取ってはならない」という規制が導入されました。この規制が導入された結果、イギリスでは、これまで投信の運用報酬に含まれていた販売会社へのキックバック分がカットされ、純粋に運用会社に対する

報酬に限られることになりました。

二つ目は、欧州連合（EU）における第二次金融商品市場指令（MiFID II）の制定です。ここにも、販売会社と投資家の利益相反を防止するための規制が含まれています。この指令は、来年一月から実施される予定です。

三つ目は、アメリカの労働省による、退職準備投資に関して証券会社などにもフィデューシャリー・デューティーを適用するという規則の制定です。販売会社と顧客の利益相反を避けようとして定められたものです。

もし販売手数料率が高いものと低いものがあるとしみますと、販売会社は、手数料率が高い商品を売ろうとすると考えられます。そのようなことから、米国では労働省規則への対応策として「Tシェア」と呼ばれる、株式投信も債券投信も販売手数料率が等しいシェアクラスが生まれました。

異なる投信会社のファンド間でも手数料をそろえるような動きが出そうです。今、Tシェアの販売手数料率は一律二・五%、ファンドの残高から毎年支払われる販売会社報酬（12 b ー1 ファイ）が〇・二五%です。最近このようなシェアクラスが出てきています。

この労働省規則は、つい先日（六月九日）に施行されました。なお、この労働省規則は、今後、見直される可能性があります。

日本でも、金融庁がフィデューシヤリー・デューティーを強調するようになっており、今年三月には「顧客本位の業務運営に関する原則」が公表されたことをご承知のとおりです。

（販売のクロスボーダー化）

販売のクロスボーダー化が進んでいます。ここでは、いわゆるオフショアファンド（最初から本

国以外で販売することが想定されているファンド）の残高の推移に着目することとし、その一つの指標として、ルクセンブルグ籍とアイルランド籍のファンド残高の推移を見てみます。資料26ページをご覧ください。点線で示したとおり、二〇一五年現在、世界の投信残高の一四・六%が両国のファンドとなっています。

なお、アメリカは、外国ファンドの販売を禁止しています。このため、世界の投信残高からアメリカの残高を除いて、外国ファンドが売れる地域の投信残高に対する比率を見ますと、両国のファンドのシェアは三割程度になっています。

最近、アジアにおいても、国境を超えたファンドの販売を容易にするため、アジア地域ファンド・パスポートの導入が進められており、早ければ来年にも動き出すと予想されます。

四、資産運用の変化

次に、資産運用の変化について見ていきます。

(証券リターンは低下)

まず、証券リターンの低下を取り上げます。先ほども申し上げましたように、長い目で見て、株式のリターンが落ちてきており、今後についても厳しい見方が多くなっています。資料28ページに、マッキンゼー社のレポートに掲げられた数値を挙げています。例えばアメリカ株を見ますと、物価上昇率を控除した年平均実質リターンは、一九八五年から二〇一四年の三〇年間で七・九%であったのに対し、今後の二〇年間は四・〇%、六・五%に下がると予測されています。その背景としては、金利低下の時代が終わり、また、今後

は高い経済成長が見込まれないなどの事情が指摘されています。

ただし、預金より債券のリターンが高く、債券より株式のリターンが高いという相対関係は変わらないと考えられます。このため、長期の平均値で見ても、預金と比べ、投信がよりよいリターンをもたらしことに変化はないと思われます。リスク商品であることをきちんと説明した上で、投信を販売していくことは今後とも可能であると思えます。

(パッシブ運用の比率上昇)

アクティブ運用と比較して、パッシブ運用の比率が傾向的に上昇してきています。資料29ページをご覧ください。ここでは、アメリカの株式投信だけを見ておりませんが、二〇〇〇年代初頭では、パッシブ化率は一〇%程度でした。それが、昨年

末では三九・二%に達しています。なお、債券ファンドの場合は、この比率は四分の一程度にとどまっています。

次に、PWCのレポートに基づき、世界全体の状況を見てみます。資料30ページをご覧ください。二〇一二年の残高内訳は、アクティブ運用が八七%、パッシブ運用が一三%となっていました。この表には、二〇二〇年までの増加率の見通しを掲げています。アクティブ運用が三二%増加する一方、パッシブ運用が二〇八%増加すると見込まれています。その結果、二〇二〇年の残高内訳は、アクティブ運用が七五%、パッシブ運用が二五%になると見込まれています。このようにパッシブ運用が拡大することについては、いろいろな問題があると思いますが、今日は時間がありませんので、コメントは控えさせていただきます。

パッシブ運用が拡大する中で、アクティブ運用会社はどうすればよいのでしょうか。アメリカのモーニングスター社は四点を主張しています。他社との差別化、低コストファンドの提供、(成功体験の)再現可能な投資プロセス、変化に適応可能なビジネスモデルの四つです。そのうち、私は、特に(成功体験の)再現可能な投資プロセスを持たなければならないという主張に共感しています。アクティブ運用において、今年はやかったと言っても、投資家からはたまたまそうだったように見えるかもしれません。投資家から、この先もよい結果が得られるだろうと信頼されるためには、再現可能な、よいパフォーマンスをレポートできるような、投資プロセスを確立しておく必要があるということを行っているわけです。

(ファクター投資の増大・AI化の動き)

ファクター投資、あるいはスマートベータ投資という言葉が最近よく使われます。ファクターとは何かについて、アング・コロンビア大学教授は著書において、非常におもしろく、わかりやすい説明をしています。資料31ページをご覧ください。

そこでは、「資産におけるファクターとは、食品における栄養素のようなものである」と言っています。人間は健康を維持するために、食べ物を食べます。ここで、健康維持のために重要なのは食べ物そのものではなく、そこに含まれている栄養素です。資産運用でも同じことで、資産そのものではなく、資産の背後にあるファクターがパフォーマンスに影響を与えるというわけです。

資料31ページのタイトルで「ファクター（スマートベータ）」と書いています。ファクターとスマートベータの意味は同じでしょうか、それと

も異なっているのでしょうか。同じように使われるケースもありますが、私は、ファクターの方がやや幅広い概念ではないかと思っています。

つまり、スマートベータ・インデックスとは、インデックス運用を行うときに、投資対象銘柄の配分を、TOPIXなら時価総額、日経二二五なら等株数など、インデックスの配分にそのまま合わせないで、例えばバリューの高い株や配当利回りの高い株のウェイトを高めるなど、投資配分を変えたものを指しています。他方、ファクター投資とは、インデックス運用の他、アクティブ運用においてファクターの要素を活用するものを含んでおり、その意味で、ファクター投資の方がやや幅広い概念であると言えるように思います。

(制度・規制の変化)

資産運用の分野でも、制度・規制の変化が起き

ています。日本では、二〇一四年にスチュワードシップコードが制定され、今年五月にはその改訂版が出されて、例えば議決権の行使結果について、投資先企業ごと、議案ごとに公表することなどが新たに盛り込まれました。

世界を見渡すと、例えばアメリカにおいて、二〇一六年にSECが流動性規制を導入しました。リーマン・ショック後、FSBなどから、リーマン・ショックのような大きなショックが起きたとき、投信に大量解約が発生し大量の証券が売られて、ショックを加速させることにならないよう、流動性の規制が必要との提言がなされました。

アメリカの投信残高は、世界の投信残高の半分の一八・九兆ドル、約二〇〇兆円に上ります。したがって、投信が証券市場に及ぼす影響が大きいのもやはりアメリカです。そのようなことを踏まえて、SECは、投信の資産を流動性に応じて

四つに区分して管理すること、高流動性資産の最低保有比率を設定すること、非流動性資産の比率を一五%以内に収めることなどを内容とする流動性規制を導入したわけです。

なお、SECはこの他に、レバレッジ規制に関する提案をしています。デリバティブの利用を、ファンド資産の一五〇%以内に抑えることなどを提案していますが、今後、どのように決着するかはまだわかりません。

五、日本の投信ビジネスへの示唆

以下では、これまで申し上げてきたことを踏まえ、日本の投信ビジネスにどのような示唆が得られるかを取り上げていきます。

(DC市場への注力)

一つ目は、日本でもDCに注力すべきであるということだと思います。なぜなら、投信はDCの運用手段として最も適性を発揮するからです。資料34ページに書いておりますように、DC加入者は毎月投信を購入し、退職時まで保有することによって、分散された証券ポートフォリオに時間分散投資して、長期保有のメリットを得ることが可能になります。アメリカでは、このようなことが年金プラン加入者に認識され、投信での運用が増加してきています。

加えて、DCは業者側のメリットも大きいと言いうことができます。私はかつてニューヨークに駐在していた際、アメリカの証券会社幹部が、DCは業者にとって三度おいしいと言っていたのを聞きました。一つ目は、契約を取ると毎月しかも長期にわたって安定資金が入ってくることで、二つ目

は、退職時にまとまった資産の運用に関わることができること、三つ目は、本人が亡くなった後、相続によって家族との新しい取引を始められることです。

DCについて、日本では、毎月何万円という取引では、あまり収益にならないと受け止められがちですが、長期的に見ますと、業者にとってもDCのメリットは大きいと言えます。アメリカの証券会社は、非常に長い視野に立って、DCに取り組んで成果を挙げています。

(積立ての推進)

積み立ての推進に関し、資料35ページで二つの意義を掲げています。

一つ目は、顧客利回りの向上(成功体験)につなげるということです。先ほども申し上げましたように、多くの顧客は、放っておきますと、高値

で買って安値で売ることになりがちです。こうした投資行動を避けるためには、定額積立投資が適しています。定額積立投資によって、平均買付コストをファンドの平均基準価格より低くすることができます。そうしますと、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出てきます。

もう一つは、日本特有の話ですが、若年層の投信保有率向上につながることで、表に、日本とアメリカの年齢別の投信保有率を掲げています。全体の投信保有率は、日本が九%程度であるのに対し、アメリカが四三%で、そもそも差が大きいのですが、特に若年層で日米の投信保有率の差が大きくなっています。例えば、アメリカでは三五歳未満でも三二%の人が投信を持っていますが、日本ではこの年齢層の投信保有率はせいぜい三%程度にとどまっています。こうした状況を改善す

るためには、積立てを推進する以外にありません。給与からの天引き資金を少しずつ投信に振り向けてもらうことによって、投信保有率の向上につながる可能性があります。

（日本株リターン向上への貢献）

三つ目は、投信が、機関投資家として日本株のリターンの向上に貢献すべきだということです。日本株のリターンを高めるためには、日本企業の収益力を高めなければなりません。そのため、機関投資家は、スチュワードシップコードで謳われているように、企業との建設的対話を進めることによって、収益力の向上に努めることが求められています。日本株のリターンが上がりますと、投信のリターンも上がりますので、日本の投信の拡大につながるようになります。

資料36ページのグラフは、二〇〇一年以降の配

当込T O P I X騰落率と、モーニングスター社作
成のインデックスに基づく国内株ファンド騰落率
の推移を表したものです。この一六年間の年平均
で、配当込T O P I X騰落率は五・四%、国内株
ファンド騰落率は六・五%となっており、日本株
のリターンも日本株ファンドのパフォーマンスも
良好であると言えます。ここには出していないの
ですが、五年移動平均もかなり好転しています。

アメリカで投信残高が伸び始めたのは、一九八
〇年代半ば以降です。アメリカでは、一九七〇年
代から一九八〇年代初頭まで株価が低迷していま
した。一九八二年から株価が上がり始め、五年移
動平均も一九八〇年代後半頃からようやく高く
なってきました。五年移動平均が高い状態が五年
ほど続いたところ、つまり通算一〇年ほど市況が
よい状態が続いたところで、投資家が安心して投
信を買ってくれるようになりました。日本につい

て五年移動平均をとりますと、この四年ほどよい
状態になっていますので、もう少しこのような状
態が続きますと、日本の投資家の心理も変わって
くるのではないかと期待しているところです。

(ETFの活用)

四つ目は、ETFをどう活用するかということ
です。世界でETFが増加しているのは、投資家
にとってコストが低いというメリットがあるため
です。他方、業者にとっては、利益の低い商品に
どのように取り組んでいくかが課題になります。

先ほど、PWCが作成したETFに関するレ
ポートを紹介しました。その中で、PWCは、今
ETFを取り扱っていない会社にとって選択肢は
二つあると指摘しています。一つは、ETFより
よい商品を作るといことです。もう一つは、も
しそれができないなら、ETF市場に参画するし

かないだろうと言っています。

それでは、日本はどうすればよいのでしょうか。PWCも言っておりますように、よりよい商品を作ることは資産運用業界にとって永遠の課題であると言えます。フィンテックやAIが進んでいる中、これらを活用してETFよりすぐれた商品を作るため、商品開発部門による積極的な取り組みが求められます。

しかし、そうした商品の誕生を待ち続けるわけにはいきません。そこで、やや書生論的かもしれませんが、ロボアドバイザーとの協働などで新規投資家を導入し、投信市場のパイを大きくするところが考えられるのではないかと思います。資料21ページのA・T・カーニー社のレポートでは、アメリカでも、ロボアドバイザーを使うことで入ってくる資金は、その半分が新たに預貯金から回ってくる資金であると言っています。

資料37ページの棒グラフは、日・米・ユーロエリアの三地域の家計金融資産構成を比較したものです。これによりますと、株式と投信合計の比率は、日本が一三%、アメリカが四六%、ユーロエリアが二五%となっています。日本はこの比率が低く、逆に言うと、株式・投信への投資を伸ばす余地が大きいと考えられます。その意味で、日本は、ロボアドバイザーによる投資誘導効果が大きいと思います。そして、ロボアドバイザーと相性のよいETFを活用することによって、何とか日本の投信市場を拡大することができないものかと考えます。

もう一つ、付加価値の高いETFの組成が課題になります。アメリカでは、既にアクティブ運用型ETFが出てきています。その報酬率を見ますと、運用会社以外の報酬も含めて〇・八八%となっており、ETFの平均が〇・二三%であるこ

とと比較しますと、かなり高くなっています。付加価値の高いETFによって、多くの報酬を得るというのが一つの戦略になると思います。

(米国では投信ビジネスの収益率の低下を量の拡大でカバー)

資料38ページの三つのグラフから、アメリカの投資業界が利益率の低下を量の拡大で補っていることが裏付けられます。一番上のグラフは、アメリカの投信の年間経費率(言い換えれば業者の収益率)の推移を表しています。株式投信について見ますと、二〇〇〇年で九九ベースポイントであったのが、二〇一五年には六八ベースポイントに下がっています。しかし、この間に残高が二倍になりましたので、投信業界の収入は、二〇〇〇年で約五〇〇億ドルであったのが、二〇一五年には八五〇億ドルと七割の増収になりました。ア

メリカでは、収益率の低下を量の拡大でカバーしていると言えます。

(販売報酬)

五つ目は、販売手数料から対残高フィーへの転換の検討です。

なお、ここでお断りしておかなければならないことがあります。それは、アメリカでも、全てが販売手数料から対残高フィーに移行しているわけではないことです。現実には、これらが半々ぐらいになっていると思われれます。

対残高フィーの長所は、フィーが時価評価資産をベースに計算されますので、顧客資産が増えれば業者の収入も増えて、顧客の利益と業者の利益が一致するということです。

問題になるのは、結局、販売手数料又は対残高フィーの水準です。いずれであっても、適正な水

準を見出すのがこれからの大きな検討課題になります。つまり、顧客の経費控除前リターンから経費を引いたものが顧客の利益で、これを増やすためには、経費を少なくしたほうがよいわけですが、顧客の経費は取りも直さず業者の収入でもあります。結局、顧客の利益と業者の収入のバランスをどのように考えればよいのかという問題に帰着することになります。

例を挙げれば、ストラテジージック・インサイト社のデータでは、アメリカにおけるFAの対残高フィーは、1%〜1.5%とされています。また、先ほど申し上げましたが、アメリカにおけるTシェアでは、販売手数料率が2.5%、毎年の販売会社報酬が0.25%とされています。その他、アメリカの業界誌等によりますと、ラップアカウントの対残高フィーは0.7%〜1.7%で、標準が1%程度とされています。

あるアメリカの業者のつぶやきを見ておきますと、「何とかこのレートは維持したいね。だって医者とか弁護士とか会計士なんか、五年前と比べて何も下がってないじゃないか」と言っています。最近話題になっているフィデューシャリー・デューティーの典型的な例は、医者と患者の間の関係、弁護士と依頼人との関係です。専門的な技術やサービスを提供する対価として、それに見合ったフィーを受け取ることはフィデューシャリー・デューティーに反することではありません。事実、医者と弁護士は、高所得者の代例でもあります。このようなことをレポートに書いたことがあるのですが、先ほどのアメリカの業者のつぶやきを見て、アメリカでも同じようなことを考えている人がいるのだと思います。

(外国人投資家の資金獲得への取り組み)

六つ目は、外国投資家の資金獲得への取り組みです。

先ほど来、日本の個人金融資産に占める投信のウエートが低いと言ってきました。そして、日本の個人金融資産は一八〇〇兆円ですから、国内マーケットが大きいことは否定できません。しかし、日本の個人金融資産の伸び率は非常に低い水準にとどまっています。一九九九年末の個人金融資産は一四〇〇兆円でした。昨年末が一八〇〇兆円ですから、この一七年間の増加率は二九%にとどまっています。他方、アメリカでは、この間に三五兆ドルから七五兆ドルへと一一四%増加しています。このような中で、ビジネス拡大のために、国内マーケットだけではなく、海外に目を向けるのも一つの選択肢だと思います。

資料40ページの図は、G 20諸国の一人当たりG

D Pと投信残高の対G D P比率の関係を見たものです。ここでは、G 20諸国のうち、投信残高の統計がある一六ヶ国を取り上げています。横軸が一人当たりG D P (ドル)、縦軸が投信残高の対G D P比率です。ここからも明らかのように、一人当たりG D Pが増えると、投信残高の対G D P比率が上昇するという関係があります。したがって、現状、左下にある中国、インドでも、今後、一人当たりG D Pが増加しますと、投信残高の対G D P比率も上昇することが見込まれます。

今、八〇〇〇ドルの中国の一人当たりG D Pは、P W Cが二〇一一年に出したレポートによりますと、二〇五〇年には四万ドルになる可能性があります。今の中国の投信残高の対G D P比は一%です。イギリスでは、今、一人当たりG D Pが四万ドルで、投信残高の対G D P比は五八%です。仮に二〇五〇年の中国の投信残高の対G D P

比が今のイギリス並みになるとしますと、その時点の中国の投信残高は、今の約二五倍の三〇〇兆円を超える水準に達すると想定されることになります。

いずれにしても、外国市場、特に新興国マーケットの潜在力は非常に大きいと言えます。新興国の中でも、特にアジアは大きな可能性を秘めています。地理的に見て、日本はアジアに強みを持つておりますので、アジア地域ファンド・パースポートなども活用して、積極的に外国への進出を考えてもよいのではないかと思います。

大変な駆け足でしたが、私の説明は以上で終わらせていただきます。ありがとうございました。
(拍手)

増井理事長 世界の投信ビジネスの動向とそれを踏まえた日本への示唆についてご講演いただきました

した。

若干時間がございますので、何か御質問等、ございましたでしょうか。

質問者 内外の投信ビジネスについて御説明いただきありがとうございます。

資料23ページのチャートの見方について、一点お伺いします。ここでは、米国の株式投信への資金の流入状況と世界の株式市況の動向がグラフで示されています。これを見ますと、二〇一一年、一三年、一六年のように、株式市況が上昇する一方で、資金が流出している時期があります。これをどのように読み解けばよいのでしょうか。

杉田 おっしゃるとおりでして、先ほど申し上げましたように、「上がれば買い、下がれば売る」という行動パターンがきれいに出ているのは、実は二〇〇九年ぐらいまでのことで、その後は、必ずしもそのようにはなっていません。その理由と

して考えられるのは、二〇〇八年のリーマン・ショックのインパクトが大き過ぎて、株価が上がっても、すぐには投資家が戻ってこないところにあるように思います。債券ファンド、MMFへの流入が増えていることを見ましても、リーマン・ショックが投資家に大きな傷を与え、それ以降、投資家の動きが変わったように思います。

(講師注：講演時には触れなかったが、23ページの米国株式投信データにはETFが含まれていないことにもよる。)

増井理事長 そのほかに御質問はございますでしょうか。

まだ若干時間がございますので、私から一つ伺います。今日のお話にはあまり出てこなかったのですが、今いろいろところで議論されております投信のガバナンスについて、講師の御所見をお聞かせいただければと思います。

杉田 先般、当研究所のホームページの「トピックス」において、「投資信託の制度・実態の国際比較」に関するレポートを掲載しました。そこでは、日本、アメリカ、ヨーロッパの三地域の投信について、業界への参入規制、商品などの他、ガバナンスについても取り上げております。

投信のガバナンスが議論される際、日本は契約型でファンドに人格がない、アメリカのファンドのように取締役会も何もない、それが問題だと言われることがあります。

この点に関連し、日米欧を比べますと、日本だけでなく、ヨーロッパのファンドにも取締役会がないケースがあります。契約型はもちろんですが、会社型についても、少なくともEU統一投信指令上は、独立取締役を置くことなどは求められています。つまりヨーロッパの場合、会社型についても、マネジメントカンパニーと呼ばれる投

信運用会社がガバナンスを効かせる形になっています。さらに、受託銀行が大きな役割を担っており、単に資産を保管するだけでなく、委託者の指図が法律に則っているかどうかをチェックするなどの監視機能を果たしています。

また、アメリカの会社型ファンドの取締役会を見ますと、あまり大きくない投信会社の場合、ファンドごとに取締役会が置かれているわけではなく、全ファンドについて一つの取締役会が置かれているにすぎません。すなわち、投信運用会社自体の取締役会とファンドのガバナンスのための取締役会の二つがあるだけなのです。

したがって、日本でも、あえて会社型にしなくても、契約型ファンドにおいて、ファンドのガバナンスをつかさどる第三者機関を置くことなども考えられます。

なお、そのような形式を作ることによって、う

まくいくかどうかはまた別問題です。アメリカでは、会社型の投信でガバナンスを効かせてきたはずですが、二〇〇三年に大きな投信スキャンダルが明るみに出ました。アメリカでは、投信を買うとき、場が引ける四時までに申し込んだら、その日の引け値で計算した基準価額で購入することができます。四時以降に申し込んだ場合は翌日扱いになります。そうしないと、四時以降に例えばFRBが大金融緩和を行うことを発表したような場合、翌日に株が上がるのがわかっている状態で、その日の引け値で購入することが可能になるためです。いわゆるフリーランチで、不当な利益を得ることが可能になってしまう（その分、既存投資家の利益が損なわれる）わけです。にもかかわらず、二〇〇三年に、当時七〇〇社ほどあった投信会社のうち二〇社ほどの会社が、ヘッジファンドなど大口顧客から、夜間になって、その日の引け

値で注文を受けるといふ問題が発覚しました。明日上がるのがわかっているのに、その日の安い値段で注文を受けたわけです。大スキャンダルであり、不正に加担した投信会社からは、その後ままとまった資金が流出しました。

つまり、幾らガバナンスの形を作っても、魂が入らないことにはうまくいかないということですよ。ICI（米国投信協会）の総会などに出ておられますと、しばしばインテグリティ（高潔さ）という言葉が出てきます。しかし、先ほど申し上げたようなスキャンダルを見ておきますと、アメリカの投信関係者全員の腹の中に、本当にインテグリティが備わっていたのかどうかは疑問に思えます。形を整えるだけではなく、インテグリティを保とうとする姿勢と申しますか、魂とも言うべきものが重要ではないかと感じています。

増井理事長 私見ですが、投信ビジネスで重要な

ことは、顧客からどれだけ信頼を得ることが出来るかということだと思います。その意味で、投信のガバナンスについて真剣な議論が求められており、同時に、業者と顧客の間でウィンウィンの関係が築けるような制度設計を追求していく必要があると思います。

その他に御質問等がございますでしょうか。それでは、若干時間もオーバーしておりますので、このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終わります。

杉田 どうもありがとうございました。（拍手）

（すぎた こうじ・当研究所特任リサーチ・フェロー）

（本稿は、平成二九年六月一二日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

杉田浩治氏

略 歴

野村證券投資信託委託（現・野村アセットマネジメント）企画部長・NY駐在員事務所長・業務情報部長、日本投資信託制度研究所取締役、投資信託協会参事などを経て、2006年より日本証券経済研究所に勤務。

早稲田大学ビジネス情報アカデミー講師を兼務。

日本証券アナリスト協会検定会員。

著書に『投資信託の法務と実務・初版』（共著、金融財政事情研究会、2002年）、『図表でみる投信ビジネスの国際比較』（単著、投資信託協会、2005年）、『プロフェッショナル投資信託実務』（共著、経済法令研究会、2000年～2016年）などがある。