

世界の投資信託の動向

杉 田 浩 治

はじめに

杉田でございます。よろしくお願いいたします。

時間ありませんので、早速、説明に入らせていただきます。

本日お話し申し上げることは、大きく分けまして四つございます。第一パートは投信の世界全体のトレンド、ややマクロ的なこと、残高のふえ方等を中心に御報告いたします。(資料2頁、文末

参照)

二番目に主要五カ国の実態比較です。ややミクロ的などころにも踏み込んで、日本の投信の特徴なり問題点なりをとらえるために、データ等がそろっております日本、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスの五カ国について、実態比較をしていきたいと思ひます。

三番目に、投資信託の幾つかの課題を申し上げます、最後に簡単にまとめたいと思っております。

一、世界全体のトレンド

まず、世界全体のトレンドです。このパートにつきましては、データは、資料の（注）に書いてありますように、国際投資信託協会、これは現在、四二カ国の投信協会が加盟している国際組織でございますけれども、その集計数字でございます。（資料3頁）

お断り申し上げますが、このデータは公募の証券投資信託の数字でございますして、私募ファンドや不動産投信は入っておりません。

(1) 世界の投信残高の推移

まず、世界全体の投信残高の推移を見たいと思います。（資料4頁）

このグラフは、過去一〇年間の世界の投信残

高。このグラフの中の上の折れ線グラフが投信残高の数字、下の棒の部分は各年の増加額ないしは減少額を示しております。

直近二〇〇六年の残高は二一兆七六四九億ドルで、昨年末のレート一一九円で換算いたしますと、約二六〇〇兆円になります。

過去一〇年間の伸び率を見ますと、このグラフの一番左側が九六年で、そのときの残が六兆一〇〇億ドルですから、一〇年間で三・六倍にふえたということになります。これを、年平均の成長率に換算しますと一四％になります。

二六〇〇兆円という数字をほかのものと比較したらわかりやすいかと思えます。二〇〇六年の世界のGDPはIMFベースの数字で円換算五七〇兆円です。したがって投信残高は世界のGDPに対して四五％ということになっています。

ちなみに、一〇年前の世界のGDPは三六〇〇

兆円で、一〇年前にはGDPに対する投信残高の比率というのは二〇%であったわけですから、それが今、四五%まで高まってきています。

これは、先ほど申し上げました投信の年平均成長率が一四%、一方、世界のGDP成長率は過去一〇年間平均で五%ですので、この成長率の差を反映している訳です。

(2) 残高増加の要因

次に、このようにふえてきた残高増加の要因を見ておきたいと思います。(資料5頁)

この数字は、データが二〇〇〇年以降しかとれませんので、この七年間について見ております。七年間で一〇兆ドルふえていますけれども、その増加の要因を二つに分けました。

一つが投資家からの資金流入額、残りの部分が、組入資産の値上がり等ということになります。

す。正確にいいますと、値上がり以外に運用努力によるプラスもあるわけで、日本の投信協会の統計では、これを運用増減と呼んでおりますけれども、一応ここでは端的に値上がり等といったしました。

この二つは、年によってかなり動きが違います。二〇〇〇年から二〇〇二年ぐらいのところは値下がりがあつて、資金流入をある程度相殺してしまっているんですが、二〇〇三年以降は株価の上昇等で値上がり等が効いています。

御承知のことと存じますが資産運用ビジネスというのは、顧客からの資金流入だけではなくて、組み入れている資産の値上がりによっても純資産がふえる。いわば資産の自己増殖作用があるというのが一つの特徴です。

そして、このビジネスに携わっている運用会社なり、証券会社を含めて販売会社なりの収入も、

対純資産で受けとっておりますから、普通の場合ですと、あるいは長期的に見ますと、収入も自己増殖的にふえるということになります。

(3) 資金増加の商品別内訳

次に、二つの要因のうちの資金流入部分の内訳を見ましたのが、三番目のグラフです。商品別に見ました。(資料6頁)

一番内訳がわかりやすいのは二〇〇六年ですけれども、一番下の部分が株式投信、その上がバランス型、その上に債券型ファンドとMMFがあつて、一番上がその他等でございます。この内訳も、年によってかなり違います。

ここで申し上げたいことは、この三つの商品、三つの商品といえますのは、スライドのタイトルの下に括弧で書いております株式投信・債券投信・MMFですが、これらが補完的に増加してき

ているということです。グラフではバランス投信というのがありますが、日本の場合にはバランス型を含めて株式投信といっておりますから、それをひっくり返して株式投信といいますと、投信には三つの種類がある。株式投信、債券投信、MMFがあるわけです。

そして例えば二〇〇一年の場合には、MMFが大幅にふえた。株式投信は余りふえていない。株価値下がり期であり、短期金利上昇期です。二〇〇三年あたりになりますと、債券投信もかなりの純増を記録しています。最近はまだ株式投信の増加が多いわけですが、二〇〇六年でもMMFがかなりふえているということで、この三つの商品があることによって、それが補完的にはたらいで、投信全体とすれば純増基調を維持してきているということです。

なお、このグラフの下に書いておきましたけれ

ども、六年間通算すると純増額の内訳は株式投信四三%、バランス投信一一%、債券型が二三%、MMFが一七%ということになっております。バランス投信を株式投信に加えますと五四%になります。

今回は、残高の内訳を出していないんですけれども、大体残高も六・二・二。株式投信が六割、債券投信が二割、MMFが二割という内訳で推移しています。

(4) 投信残高の国別内訳

次に、残高の地域別といえますか国別の内訳を見ますと、このようになっております。(資料7頁)

直近、二〇〇六年末の残高でランキングをしました。一番大きいのがアメリカで、一〇兆ドルある。以下、ルクセンブルグ、フランスときまし

て、日本は八位です。

次に残高シェアを見ます。世界全体の残高合計が一番下に二・一兆七・四九億ドルとありますけれども、これを二〇〇%としてシェアを計算しますと、アメリカが四七・八%です。要は、世界の投信の半分はアメリカだということです。

それから、上位一〇カ国で約九割を占めていて、その他三二カ国はあわせて一二%です。

一番右側の欄は、最近五年間の各国の資産増加率を見たものです。一番大きいのは残高で六番目のアイルランドが三〇〇%、つまり五年間で四倍にふえております。残高上位のほうで見ますと、ルクセンブルグは一八八%と二・八倍です。ルクセンブルグ、アイルランドというのは、御承知のようにオフショアファンドの設立国で、ここの伸びが大きいという状態が続いています。つまり、世界的に見ますと、外国にファンドをつくって国

内に持ってくるのか、ファンドの輸出入がある程度進んでいるというふうに見られると思います。

それから、アメリカの増加率は、実は四九・三%ということで、この中では非常に低い方の部類に入っています。投信といいますとアメリカだということになり、たしかにアメリカで伸びているんですけれども、最近五年間の増加率で見ると、むしろアメリカよりもほかの国が非常に伸びていて、結局投信の成長はアメリカに限ったことではない、世界的な傾向だということを改めて申し上げたいと思います。

(5) 投信が成長した理由

以上、量的な成長、あるいは増加の状況を見てきたわけですが、ここで、世界的に投信が大きく伸びた理由を整理しておきたいと思っています。私の独断と偏見も入っておりますけれども、

一応、要因とすれば五つぐらいあるかなと思います。(資料8頁)

一番大きいのは、堅調な証券市況。特に株式市況がずっとよかったということです。

後からまた出てくるグラフですが、過去二〇年間の主要五カ国の株価の推移を見ますと、こういうことになっております。(資料17頁)

日本は、まだ二〇年前、一九八七年の株価水準に戻っていない状況ですが、ほかの国はドイツが八倍とか、アメリカは六倍とかいうようなことになっております。各国とも株価は非常に堅調であった。これはやはり一番大きな要因かと思っています。

そのほか、投資信託の「しくみの合理性」というのが基本的な要因としてあろうかと思っています。(資料8頁)

「しくみの合理性」という意味は、多数の投資

家から資金を集めて、非常に大きな資金にすることによって分散投資ができる、もう一つは、専門家を雇って運用に専念させられるということですから。つまり投資信託の仕組みの三要素といわれております共同投資、分散投資、専門家運用という仕組みが非常に合理的だなということを、特にアメリカのベビーブーマーなどは、理解して買っていると聞いております。

三番目に、品ぞろえの充実です。これは、先ほど株式投信、債券投信、MMFと申し上げましたが、特に品ぞろえの充実として効いていますのはMMFです。

一九七〇年代にアメリカでMMFができました。それまでの株式投信、債券投信には共通の弱みがありました。それは金利上昇期には株式も債券もやられることが多いわけで、投信というのは金利上昇に弱かったわけです。しかし、このMM

Fができたことによって、金利上昇に強い商品ができた。そういうことで、よく全天候型の品ぞろえが整ったといわれております。

そして全天候型品ぞろえということから派生することなんですが、株式市況が一時的に大きく下げた場合、例えば八七年のブラックマンデーといった時期に、もしMMFがなかったらどうなっていたかということです。MMFができる以前は、株式投信を持っていた人が一時避難的に一遍売った場合にどこにお金が行ったかというと、銀行に行っていたということです。銀行預金にして、株価が安定すれば証券に戻るといことなんですが、銀行から証券に移すということが必ずしもスムーズに行かなかった面があるかと思えます。しかし、MMFができたがゆえに、株式投信を売ってMMFを持つ。これは同じ証券会社の口座にあるわけですから、ある程度市況が安定すれ

ば、スムーズに株式投信とか債券投信に戻る。

いってみれば、投資家のお金が、市況が悪化したときにも銀行には行かないで、投信から逃げない。証券界にキープしておくという効果ができたということです。現在、日本ではMRFがそういう機能を負っています。このMMFの発足ということが、投信全体といたしますと、残高の成長に非常に寄与したと考えられます。

四番目に、販売チャネルの拡充。これは日本でも進んでいる銀行等への拡がりということですが、そのほかアメリカ、ヨーロッパ等では、独立フィナンシャルプランナーといいますか、インディペンダント・フィナンシャル・アドバイザー（IFA）という言い方もされますけれども、そういう独立のフィナンシャルプランナー等もかなり販売チャネルとして大きくなってきていると伝えられております。

日本でも同様のことが芽生えていることが、数日前の日本経済新聞で伝えられていました。この販売チャネルの拡充ということ、つまりお客様との接点がふえたということも、投信の成長に大きく寄与しました。

五番目は、特にアメリカについていえることですが、確定拠出年金市場、401k等ですね。この市場が大きくなって、そこに浸透していったということがあります。

後からまた御報告いたしますが、アメリカでは、今、投資信託の残高のうちの四割は、この確定拠出年金制度から来ているということでございます。

ちょっと長くなりましたが、成長した要因としては、以上のようなことが考えられるかなと思います。

(6) 拡大するETF

次に、商品につきまして、最近ETFが非常に注目されておりますので、ETFの世界的な数字等を簡単に申し上げたいと思います。

ETFの残高は、ここにありますように、二〇〇一年には世界全体で一〇四八億ドルでしたけれども、二〇〇六年には五七三九億ドルということで、五年間で五・五倍にふえております。(資料9頁)

それから、このグラフでもう一ついえることは、その内訳を見ますと、アメリカのETFが全体の七割を占めているということです。

次に、このETFの株式投信全体における位置づけ、シェアですが、ここではETFと普通のインデックスファンド、取引所には上場していない、従来から証券会社を通して売っているインデックスファンドを加えて、いわゆるパッシブ運

用型のファンドというのがどんなウエートになっているのかというのを地域別に見ました。(資料10頁)

一番左がアメリカで、これは三年間の推移ですが、直近二〇〇六年では、アメリカでは株式型ETFが六・六%、つまりアメリカ全体の株式投信残高に対して六・六%のシェアを持っています。それから、従来型の、非上場の株式インデックスファンドが一割のシェアで、両方合わせるとパッシブ運用型で約一七%です。

欧州は、この比率が余り高くなって、合わせて八%程度。

日本については、二〇〇四年のときにはETFが一七・七%、普通のインデックスファンドが九・三%で、合わせて二七%も株式投信のうちにあったわけですが、二〇〇五年、二〇〇六年と、いわゆるアクティブ運用型ファンドもかな

り資金が入り、比率的には下がってきております。残高そのものはふえておりますが、比率的には下がったということです。

ただ、日本におけるETFのシェアは一〇・六%ですから、アメリカの六・六%、ヨーロッパの三・一%よりもまだ高いという状況です。

(7) パッシブ運用とアクティブ運用

ETF、インデックスファンドをパッシブ運用型という括りで申し上げましたので、投信のトレンドの中で、運用のトレンドといえますか、パッシブ運用とアクティブ運用というのが、今までどういうふうに変化してきたのかを見ておきたいと思います。(資料11頁)

この表は、非常に長い期間、投信発足時以来の状況を取り上げています。投資信託が世界で初めて生まれたのは、イギリスで、一八六八年です。

フォーリン・アンド・コロンIAL・ガバメント・トラストというのがイギリスで生まれました。一八六八年というのは、日本の年号でいいますと明治元年です。ちょうど明治維新のときに、世界で初めて投資信託が生まれたわけです。

この最初にイギリスでできたフォーリン・アンド・コロンIAL・ガバメント・トラストは、世界の国債を入れるファンドでした。そして、ここにも書いておりますように、当初は銘柄選択を行います、その後は、その銘柄を基本、ホールドしていくということ、中身は入れかえない。いわゆるバイ・アンド・ホールド型といえますか、固定型運用のファンドで発足しております。

しかし、その後、株式等を組み入れるものも出てきて、ここでは管理型ないし運用型という表現を使っておりますが、銘柄入れかえ等の運用を行うタイプにだんだん移っていった。

さらに投信がアメリカに輸入されて、大恐慌の前、非常に熱狂的に株価が値上がりしたときに、アメリカではどういうことをやっていたかといえますと、アメリカは会社型投信でございますが、そのファンドが、ここで「上位証券」と書いておりますけれども、要は社債を発行して調達した資金でまた株を買いに行くということで、数%の金利を払って一割、二割の株価値上がりを取るという、レバレッジを効かせた運用がはやっておりました。この辺は、ガルブレイスの「大恐慌」などにも書いてあります。

ところが、その後、御承知のように株価が大暴落をして、そういうファンドはレバレッジを効かせていたことが裏目に出たわけです。株価が半分になったときに、こちらのファンドは、例えば一〇分の一になってしまふとかいうことになり、投資家から非常に不信感が出ました。運用型に対す

る不信感が出て、アメリカでは一たん固定型運用に戻っています。

固定型というのが何年間かあったんですが、しかし株価がまだ引き続き下がる過程で、固定型でも持つていれば当然下がるわけで、やはりある程度入れかえた方がいいんじゃないかということで、徐々にまた管理型、運用型に戻っていききました。一九四〇年ごろから、普通の管理型、今のような運用型ファンドが主流を占めるようになりました。

戦後、モダン・ポートフォリオ・セオリーなども開発され、そういうものを受けて、七〇年代にはインデックスファンドができました。それが今日のE T Fの発足につながったわけです。逆に、超アクティブといえますか、デリバティブの活用が進んで、ヘッジファンドが生まれ、御承知のとおり、今ヘッジファンドがかなり多様化し、人気

もあるという状態です。

しかしながら、表の左側にも書いておきましたけれども、要約すれば、両者、つまりパッシブとアクティブの間で振り子は極端から極端に振れてきました。主軸はオーソドックスなアクティブ運用にあったといえると思います。現在、アメリカでETFやインデックスファンドがふえていますが、その比率は、先ほど申し上げましたように一割台に過ぎません。

一方、ヘッジファンドの資産が、いま一兆数千億ドルといわれておりますが、世界の公募証券ファンドは、先ほど申し上げましたように二一兆ドルですから、公募証券ファンドの残に比べれば一割以下にすぎないということです。やはり、世界の投信の主流は、現物の証券に分散投資するオーソドックスな運用型ファンドであると思います。

ちょっと駆け足になりましたが、以上で世界全体の投信のトレンドについての説明は終わらせていただきます。

二、主要五カ国の実態比較

次に、主要五カ国（日・米・英・独・仏）の実態比較に入らせていただきます。

ここでは、日本の投信の特徴なり課題なりをとらえていきたいと思っておりますので、話があちこちに飛ぶことになってしまいますけれども、御了承のほどお願いしたいと思います。

(1) 残高規模と普及度合い

まず、五カ国の投信の規模、普及度合いを見ました。（資料13頁）

二〇〇六年末で日本は六八兆円、アメリカは一

二〇〇兆円です。フランスでも二一〇兆円あるということ、人口一人当たりの投信保有額を見ますと、日本は五十四万円です。アメリカが四十一万円、あるいはフランスは三四六万円ですから、日本はいかにも小さいといえます。

下のグラフ、GDPに対する投信残高の比率で見ましても、アメリカは八三%、フランスは七八%に対して、日本は一三%です。

それから、よく出ます個人金融資産に占める投信の比率で見ますと、アメリカが一四%台、日本は四・三%で、ドイツ、フランス等に比べても低い状況です。裏返せば日本の投資信託の潜在的な成長余力は大きいといえるかと思えます。

(2) 証券市場における投信の比重

それから、証券市場における投信の比重でございませうけれども、これも二〇〇六年の数字で、株

式市場における投信の比重が左側でございませう。各国の株式市場の時価総額を分母として、投信が持っている国内株式の総額を分子に置いて比率を出しております。(資料14頁)

アメリカでは、国内株式の二四%は投信が持っていて、フランスでも投信が一三%持っておりますが、日本は二〇〇六年末では投信の保有比率は二・九%にすぎません。

右側は債券市場です。これも、債券の発行残高に対する投信が持っている債券の割合でございませうけれども、日本は非常に低いという状況にあります。

何でこんな数字を申し上げているかといいますと、先ほど日本の投信の成長余力はあるんだ、潜在的には伸びるんだと申し上げましたけれども、もし国内証券市場の規模の制約がありますと、それが引つかかってくるわけですが、そうい

うことはないということです。

大昔、一九六〇年代の初めぐらいに、御承知の方もおられるかと思うんですが、投信は「池の中のクジラ」だといわれたことがありました。日本の株式市場は非常に小さい池、特に持ち合い等がありますので、実際に流通している株式の量は非常に小さい。そういう小さな池の中で、投信が、上場時価総額全体に対して一割以上のシェアを持つておりました。投信が動くとき市場が攪乱されるということ、池の中のクジラだなんていう言い方をされたことがあります。

現在は全くそういう心配はなくて、投信が大きくなることについて、証券市場に何か悪影響を及ぼすようなことはないと考えます。

(3) 最近五年間の成長状況

次に最近五年間の成長状況を国別に見ます。

(資料15頁)

左側の図は二〇〇一年末、五年前の残高を一〇〇として指数化しています。これでごらんいただきますように、二〇〇二年、三年、四年までは、日本は非常に伸び率が悪いわけです。ようやく二〇〇五年、二〇〇六年は増加してきました。この理由は後からまた申し上げたいと思います。

右側の図は、残高増加の要因です。世界全体のところで先ほど申し上げましたように、資金純増の部分と値上がりの部分に分けて寄与率を見ますと、日本の場合には五年間合計で、資金純増によるものが六四%、値上がり部分が三六%で、アメリカと非常に対照的です。アメリカは、値上がりによるものが七六%あって、非常に値上がりが効いています。日本の場合には値上がりの寄与は余りなかった。これは、いうまでもなく株式市況が良くなかったことを反映しております。

(4) 最近の投信制度および環境の変化

先ほど申し上げたとおり、日本は特に二〇〇四年ぐらいまで投信の伸びは悪かった訳ですが、制度面あるいは投信をめぐる環境の変化はどうであったかというのを振り返りましたのが、この表です。(資料16頁)

過去一〇年間ほどについて、日本、アメリカ、ヨーロッパにおける主な出来事を挙げてみました。一見してわかりますように、日本は多くのことが並んでおります。つまり、大きな出来事がたくさんあったということです。これは、御承知のようにビッグバンということで、金融制度が大きく変わったということにほかなりません。

日本で起こった内容、出来事を見えますと、例えば九八年の銀行の投信窓販開始、二〇〇一年にはファンド・オブ・ファンズ発足、二〇〇一年にはETFの上場、あるいは日本版401kもス

タート、二〇〇五年には郵便局での投信販売が始まったなどのことがありました。

概していえば、投資信託にとっては非常にプラスの要因であったはずでございませうけれども、先ほどいいましたように、二〇〇四年ぐらいまでほとんどそれが投信の量の成長には結びつきませんでした。

その理由を考えてみますと、表の横にも書いておきましたが、一つは二〇〇一年にMMFが元本割れを起こして、これはMMFそのものにももちろんダメージを与えたわけですけれども、投資信託全体のイメージを悪くしたと思います。

それから、これは少し技術的なことになりますが、二〇〇一年に公社債投信が完全時価評価へ移行しました。それまで毎月募集の公社債投信が理論価格評価で、ある程度含み益を活用しながら安定的な分配を維持していたわけですが、そういう

ものが完全にできなくなり、完全時価評価に移行しました。

その時価評価に移行した時期が二〇〇一年という金利が非常に低い時期で、そのときに長期債は魅力はないし、むしろ金利が上がれば債券の値段が下がってしまう、また元本割れを起こすかもしれないということですから、非常に公社債投信の魅力がうすれて、大量の資金が流出したということは、御承知のとおりです。

この辺がかなり効いていたのかなと思います。もっと大きかったのが、先ほどもいいました株価です。ほかの国に比べますと、日本の株価はまだ二〇年前の株価にも戻っていません。最近五年間ぐらいはかなりよくなってきたわけですが、やはり投信を買われるお客様はその前の状況をずっと踏まえていらっしゃるのです、長期的な株価低迷の影響が大きかったのではないかと思います

す。(資料17頁)

(5) 投信会社数、一社あたり運用額など

次に投信運用業市場といいますが、投資信託会社の数とか一社当たり運用額というのを簡単に申し上げます。(資料18頁)

表の右から三番目に、投信会社の数を掲げてあります。日本は七四社。これは不動産投信をやっている会社は入っておりません。アメリカは約五〇〇社あり、フランスも四八四社あるということで、日本は割に会社数が少ないといえます。

したがって、一社当たり運用額で見ますと、日本はアメリカに比べれば小さいんですが、ヨーロッパに比べれば大きな数字になっているということです。

さらに、運用会社について、日本には独立系会社が少ないということを申し上げておきたいと思

います。(資料19頁)

ここに掲げております表は、まず各国の運用会社の規模の上位五社の全体に占めるシェア、それからそれぞれの会社の資本系列がどうなっているのかというのを見ております。

まず、シェアのほうで見ますと、日本の場合には五社合計で六四%。日本の投信運用資産全体の六四%は五社で運用している。つまり、上位への集中度が高いということです。アメリカの上位五社の比率が三七・九%、イギリスの二七・三%に比べるとかなり集中度が高いということがいえると思います。

それから、会社名の横に書いてあります資本系列について、日本は御承知のとおり証券系、銀行系というのが上位を占めているわけですが、それでも、アメリカはフィデリティを初め独立系の会社が上位を占めている。イギリスもそういう状況

にあります。ドイツ、フランスは、いわゆるユニバーサルバンクでございまして銀行系等が多いんですけども、アメリカ、イギリス等、資産運用ビジネスが發展している国に比べますと、日本の場合には独立系の会社が少ないといえると思います。

これも、裏返していいますと、先ほど見ましたように会社数も余り多くないですから、独立系を含めて、今後新規参入の余地が十分にあるということだと思えます。

(6) ファンド数と一本あたり規模

次に、日本のもう一つの特徴は、ファンド数が非常に多いことだと思えます。(資料20頁)

それは規模に比較してということですが、この表の一番右側に、ファンド一本当たりの金額を出しております。日本の場合にはファンド一本当た

り二五〇億円です。アメリカは一五〇〇億円。

ヨーロッパの各国に比べても、日本は一番小さい。つまり、ファンド数が多いということです。

この辺は、今度法律が変わってファンドの統合も可能になってきました。あるいは、過去、新商品ラッシュがあつたことの影響もありますけれども、今後考えるべきことかなと思います。

このファンド規模に関連して、アメリカの例を御紹介したいと思います。(資料21頁)

このグラフは、ちよつと数字が古いんですが、二〇〇二年末現在で存在しているファンドについて、そのファンドが生れた年別に規模を見ております。

一番左側の一九九〇年以前にできたファンド、つまりファンド設立後十数年以上たっているものが、一本あたり約二〇億ドルの規模があり、右に行くほど、つまりファンド設立後日が浅いものは

ど規模が小さいということです。

逆に右から左に見ていきますと、タイトルに書いてありますけれども、「ファンド設定後、期間の経過とともに規模が拡大している」というのがアメリカのファンドだということです。

日本の場合にも、最近は随分変わってきていますが、数年前までは、新商品をわーっとやる、キャンペーンで売るということがあつて、設定が終わってしまうと後は余り売らないということがあつたわけです。その辺がアメリカと違うところですよ。

アメリカの場合には、むしろファンドができたばかりでは、つまりパフォーマンスが出ていない段階では、投資家は買ひづらい。ファンドができから五年、一〇年たつて、パフォーマンスが見えてきた段階で、投資家は買ひやすくなるという姿になっています。

言い方をかえますと、このグラフの右から左への変化に見られる通り、「小さく生んで大きく育てている」と、アメリカの場合にはいえるということ、この辺は、ひとつ参考になるのではないかと思います。

(7) 投資家意識の違い（日・米比較）

話はまたがらつと変わるんですが、投信を買う投資家の意識の違いを見たいと思います。これは日本とアメリカしかデータがないのですが、上の表は投資信託の購入目的です。どういう目的で買っているかということです。（資料22頁）

左側がアメリカです。アメリカの投資家は、投信を買う目的は、退職後の資金に充てるんだというのが圧倒的です。七二％はそういうふうと考えて買っているということです。

これに対して日本、右側ですが、一番多いのは

無目的の余裕資金だということです。特に目的はないけれども、ちょっと余裕金があるから買うんだ、買ったんだというのが一番多くなっています。

このように目的意識がはっきりしている・していないという違いが、下の表の「投資信託の保有期間目標」というところにもはっきり出ております。これは、投資家に投資信託を買うときに何年ぐらい持つつもりですかというのを聞いているわけです。

アメリカの場合には、一番多いのは一〇年以上持ちますという方で四二％います。日本は、一番多いのは、一番下に書いてあります「特に期間を決めていない」というのが三五％。期間を決めている場合でも、五年未満の短いところが五割以上を占めている。これは、無目的の余裕資金で買っていると、そういうことから来ていることだと

思います。

このあたり、つまり目的が明確でないというのは、実は日本人の場合、投信を買う場合だけではなくて、貯蓄・投資目的全般にいえる話であることは御承知のとおりです。日銀傘下の金融広報中央委員会の家計の金融資産に関する世論調査などを見ていまでも、大体貯蓄目的というのは「病気や不時の災害に備えて」なんていうのが多いわけです。

こういうお金の運用目的、何となくとにかく積んでおきたいんだということから多分預貯金にしておくと人が多くなるわけです。これが、結局日本人の金融資産の運用効率を下げているというのではないかと思います。

くり返しになりますが、貯蓄・投資目的をもっとはつきりさせてもらって、例えばこれは老後に備えるお金だとか、もちろんその前に不時の災害

や病気に備えるお金も要るんですが、そういう目的別の箱を幾つか考えていきますと、相当長期に運用できるお金の量はもっと多いはずなんです。

つまり目的を明確にすると投資期間が決まってきた、目的の整理・明確化により、相当長期に持てるお金が多いことがはつきりすると思います。

そうすると、長期運用手段、つまり証券などをかなり買えるということになって、資産の運用効率が上がるんじゃないかと思えます。この辺は、投資家教育というのはちょっとおこがましいんですけども、それが必要なんじゃないかと思えます。

(8) 資金フローとストックの関係

それからまた話はちょっと変って、投資信託の資金のフローとストックの関連です。(資料23頁)

ここでは、上に「株式投信の設定率」、下に

「株式投信の解約率」を掲げてあります。設定率といえますのは、株式投信の残高に対して年間設定額が幾らあったかというのを計算しています。解約率も同じく、残高に対して年間の解約額が何%あったかというのを見ています。これで日本、アメリカ、イギリスを比較いたしますと、設定率も解約率も日本は高いということです。言葉は余りよくないんですけども、大飯食らいの何とかという傾向がまだあるかなと思われれます。

ただ、解約率がかなり落ち着いてきたことは事実です。二〇〇〇年あたりに比べますと非常に改善して三割台で推移しています。しかし、アメリカ、イギリスに比べればまだ高い状況にあります。

(9) 運用のグローバル化

それから、運用のグローバル化の状況を掲げて

見ました。(資料24頁)

左上のグラフは、各国の投信資産のうち海外に投資されている部分の比率が何%あるかということです。二〇〇六年末現在ですが、日本は投信純資産のうち四割は海外に行っています。ドイツ、フランスはEU域内への投資も含めてですから、自国外投資比率が高いのは当たり前なので、そういう意味では日本の投信の海外投資、運用のグローバル化はかなり進んだように見えます。

ただ、右下のグラフで、株と債券を別々に見ますと、ちょっと事情は違います。日本の場合には、投信が持っている株式のうち海外の株式の割合というのは二六%です。一方、債券は、既に六五%が外債になっています。

ところが、ほかの国を見ますと、状況は反対です。アメリカは株が二二%で債券が四%だけ、イギリスもドイツもフランスも、株のほうがグロー

バル化しています。債券は株式ほどには外国に行っていないということです。

これはもちろん、日本の今の状況、超低金利であるとか、日本人のいわゆるインカム志向・分配志向を反映しているのかなと思われる。

以上、話がいろいろ飛びましたが、主要五カ国の比較により、日本の投信の特徴、こんなところがほかの国と違うところだということを述べてみました。

三、投資信託の幾つかの課題

駆け足で申しわけありませんが、次に、投資信託の課題です。「幾つかの課題」と書いています。幾つかのといっている意味は、投資信託の課題というのは本当はもっといろいろあるかと思うんですが、一応私が今思っていることを幾つか取り

上げてみたということでございます。これは、日本の投信の課題でもありますし、世界的に見ても投信の課題ではないかと思っています。

(1) ファンドパフォーマンスの向上

まず一番目がファンドパフォーマンスの向上です。これは当たり前のことで、ファンドの実績を上げるということは、投信の運用者にとっては絶えることのない永遠の課題であるわけです。(資料26頁)

御参考までに、最近の実績を、日本とアメリカについて掲げてみました。左側が日本ですが、これは日本の国内株ファンドの実績です。外国株等ではなくて、国内株に投資するファンドの騰落率をTOPIXの騰落率と比べたものです。

入手可能な九九年以降のデータです。九九年は、TOPIXは五九・七%上がった。それに対

して、国内株ファンドは五三・四%で、ここはファンドが負けています。二〇〇〇年から二〇〇二年は下げ過程で、ここの下げ率はTOPIXよりもファンドが小さくなっています。二〇〇三年は上昇に転じ、TOPIXが二六%上がって、ファンドは二九%です。二〇〇四年の上昇率はTOPIX一一%でファンドが一二%。二〇〇五年は大きく値上がりしておりますが、TOPIXが四五%でファンドは四八%という値上がりになっています。しかし二〇〇六年はファンドが負けているという状況です。

アメリカのほうも似たような状況でして、二〇〇五年まではファンドのほうでSP500株価数を上回っている。しかし二〇〇六年はSP500に負けたという状況になっております。

これは各年ごとでちよつとわかりづらいので、下に最近五年間の平均値の表を入れておきまし

た。日本は、国内株ファンドの収益率が平均で一四・三%、TOPIXは平均で一三・四%でした。アメリカは、ファンドが八・七%でSP500は七・六%であったというところでございます。こういうことで、過去数年は平均値で見ますとパフォーマンスは割にいい状況になっております。

なお、このような状況をもたらした明らかな要因が一つありますのでそれを挙げておきます。
(資料27頁)

それは小型株の値動きです。下の表で、TOPIXと東証小型株指数を見ますと、九九年は小型株は非常に悪いわけですが、二〇〇〇年から二〇〇五年までは、ずっと小型株がTOPIXを上回っていた。二〇〇六年は小型株はどーんと下がったということで、この辺が先ほどのファンドパフォーマンスとTOPIXの関連にはつきりあ

らわれています。

すなわち、投信は小型株も入れていますし、あるいは小型株ファンドというのここには入っておりませんので、TOPIXという大型株のウェイトが高い指数と比べれば、小型株がよければファンドパフォーマンスのほうがよくなるということですし、小型株が悪いときにはファンドも悪くなるというのも当たり前といえは当たり前なんです、一つこういう要因があるということを申し上げておきます。

(2) 投資家パフォーマンスの向上

課題の一番目はファンドのパフォーマンスですが、二番目は投資家のパフォーマンスです。

(資料28頁)

「投資家のパフォーマンスというのは何か」ということですが、要はファンドを買っている、投

信を買っている投資家の実際のパフォーマンスはどうなんだろうかということです。ここに出ているグラフは、アメリカの投信協会の今年のファクトブックに出ているグラフです。折れ線が株式のリターンで、これはMSCIの世界株式指数のリターンです。

アメリカでは二年ぐらい前から、アメリカ株ファンドよりも外国株ファンドの方がよく売れていますので、アメリカの投資家の動きを見るために世界の株価を見ているということだと思えます。その世界株価の一年前と比較した上昇率を月単位で折れ線が示しています。

それから、棒グラフのほうは、株式投信への資金流入ないしは資金流出の動きです。これも月単位です。

一見してわかると思うんですけども、株式のリターンと株式投信への資金流入というのはほぼ

パラレルに動いています。株式のリターンが高く
なれば、株式投信への資金流入もふえますし、株
式のリターンがマイナスだというときには資金流
入も減るとか、流出するということになっていま
す。

一年ほどタイムラグがある、資金流入の変化が
遅れているところもありますが、大体パラレルに
動いているといえます。

その結果どういうことが起きるか。つまり、パ
ラレルに動いているということは、高値になれば
買って安値になれば売っているということです。

したがって、次に述べるように投信を買ってい
る投資家の利回りは、ファンドそのものの利回り
よりも低くなっています。(資料29頁)

投資家が高値買い・安値売りしているため、売
買タイミングを考慮した実際の投資家利回りは
ファンドの運用利回りより低いという分析結果が

あります。二〇〇三年にボストンの調査会社 Dai-
bar 社が発表したレポートによりますと、一九八
四年から二〇〇二年まで約二〇年間の期間で、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%であつたということです。この間、
ファンドそのものは年平均九・三%のリターンを
上げていました。結局、投資家が上がったところ
で買って、下がったところでは売ってしまったとい
る、あるいは資金を入れていないということであ
る、こういう結果になっている訳です。

したがって、アメリカでも、投資家教育の重要
性がいわれています。上がれば買う・下がれば売
るということは、最近はやりの行動心理学などで
もそうなってしまふんですけれども、その辺を直
さなくちゃいけないとか、そして毎月積み立てな
どの定期・定額投資、こういうものを進めていく
ことの有用性を示唆しているということでごさ

ます。

(3) 確定拠出年金市場への浸透

次に、この定期・定額投資と関係するんですが、確定拠出年金市場への浸透。これが投信のもう一つの課題かと思います。(資料30頁)

ここに書きましたように、投資信託というのは確定拠出年金の運用手段として最も適性を発揮すると思われます。なぜならば、勤労者は投資信託を毎月購入して退職時まで保有することによってどういう効果を得られるかといえ、一つは分散された証券ポートフォリオに投資できます。証券はいうまでもなく短期的にはリスクがあるけれども、長期的には預貯金よりも高いリターンを期待できる訳で、それも投信を通じて分散されたものを持てます。二番目に時間分散投資できます。確定拠出年金を通じ毎月買っていくということは、

時間分散効果が働きます。そして、それを退職時まで保有するということは、長期保有のメリット、つまり収益が安定化するというメリットを得ることができることになります。

それから、やや繰り返しになりますが、401kプランによる投信買い付けは、いつてみれば強制的に月掛け投資を行うことと同じことになりますので、前にも述べた投資家が恣意的行動によって高値買い・安値売りを行ってしまうことを排除できる。かつ、定額投資していきますと、ドル平均法の効果でコストが下がっていくことになりまして、多分、投資家利回りのほうが先ほどのファンド利回りよりも高くなるはずですよ。

ということで、強制的に月掛け投資を行えるシステムが確定拠出年金でもあるわけで、この市場への浸透というのが非常に重要であろうと思います。

ここで、アメリカの401kあるいは確定拠出年金市場と投信の関連を申し上げておきたいと思っています。(資料31頁)

上はアメリカの確定拠出年金市場における投信のシェアです。確定拠出年金の資産残高のうち投信に投資されている金額の割合です。実線が401kの状況で、二〇〇六年現在で401k資産の五五%は投信で運用されています。IRAつまり個人年金勘定のほうでも四七%が投信で占められています。この比率は一九九〇年以降、十数年間にわたって傾向的にずっと上がってきていることが分かります。これは、確定拠出年金の運用商品として、投資信託が適しているんだという認識が広がっていることのあらわれではないかと思われます。

下のグラフは、反対の見方といましようか、今度は投信残高の中に確定拠出年金絡みのお金が

幾らあるかという比率を示しています。太い線が全投信合計で、二〇〇六年では投信残高のうち、この確定拠出年金、つまり401kと、IRAのお金が三九%を占めている、株式投信に至っては五三%が確定拠出年金で占められているということです。こういう年金関連の安定資金が投信の残高の多くを占めているということであり、この辺がアメリカの投信の拡大につながっているということだろうと思います。

それから、401kに関連して、最近、アメリカで非常に注目される提案が行われておりますので、御紹介しておきます。(資料32頁)

それは何かといいますと、昨年二〇〇六年に、アメリカでは年金改革法が成立して、確定拠出年金をもっと充実するという動きになっています。それに対応して、アメリカの労働省が次のような提案を行っております。

401k加入者である企業従業員の運用指示がなかった場合、つまり「私はこれこれで運用します」という指示がなかった場合に、企業主がその従業員の資金を組み入れる商品、これを適格投資商品といいますが、この適格投資商品を三つに絞ることを労働省が提案しています。ライフサイクルファンド、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（セパレート・マネージメント・アカウント）の三つです。

ライフサイクルファンドというのは日本でも設定されていますので御承知かと思いますが、ターゲット・イヤー・ファンドとも呼ばれているものです。そのしくみは、投信会社が例えば二〇四〇年ファンドとか二〇五〇年ファンドという目標時期（ターゲットイヤー）の異なる数種のファンドをつくって、企業の従業員は自分の退職時期に近いターゲットのファンドに投資します。各ファン

ドはターゲットまでの期間が長い、いい換えれば運用残存期間の長い間は株式のウェイトが高い資産配分をとっているんですが、だんだんターゲットが近づくとつれて株式のウェイトを減らして債券の比率を高めていきます。逆にいえば運用残存期間が短くなる、ゴールインが近づくとつれて自動的に安定資産をふやしていくというのがライフサイクルファンドです。このファンドとバランスファンド、投資顧問勘定を投資適格商品とすることを提案中です。

ここでいいたいののは、むしろ逆に、投資適格商品として何が入っていないかということです。MMFとか、保険会社のGICSといわれる元本と利息が保証されている商品など、元本確保商品を入れていないんです。

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、401k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りターンを生まないおそれがある」といっています。

もしこれがそのまま規則化されますと、多分そうなると思いますが、日本の確定拠出年金法の規則と、ある意味で逆になります。なぜなら、日本では「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ぬ」となっており、元本確保商品を重視しているわけです。

ところが、アメリカでは、極端にいいますと、確定拠出年金の対象として元本確保商品はだめだということ役所がいつているということです。アメリカでこの制度変更が通った場合には、日本でも今後確定拠出年金制度について考えていく必要があるのではないかと思います。

四、まとめ

長々と申しましたが、最後にまとめを簡単に申し上げます。(資料33頁)

一番目に、投資信託は仕組みの合理性、堅調な株価、商品・販売チャネルの拡充などによって世界的に成長してきた。

二番目に、しかし、投資家の資金は高値期に多く流入し、安値期に流出するため、投資家利回りがファンド利回りより低くなる傾向にある。

三番目、上記の問題を解決するために、投資家が市況に関係なく時間分散投資を行う定期・定額投資―定期というのはたとえば毎月、定額というのはたとえば三万円といった一定金額、そういう定期・定額投資の普及が望まれるということでございます。

これとも関連しますが、四番目に401kなど確定拠出年金制度の拡充を実現して、その市場への浸透を図ることが、投信の大きな課題といえるのではないかと思います。

話があちこちに飛びましたが、以上で私の話は終わらせていただきまして、何か御質問があればお受けいたします。

ありがとうございます。(拍手)

高橋理事長 杉田さん、どうもありがとうございます。投信の問題につきましていろんな観点から触れていただきまして、大変参考になったかなと思います。

何か御意見なり御質問のある方、ぜひ御発言をいただきたいと思います。いかがでしょうか。

日本の投信も最近伸びているのですけれども、やっぱり家計の金融資産に占める割合はまだまだ

低いかなと思います。このまともにも出てくるような点が非常に参考になるかと思います。定期・定額投資というものを伸ばしていくことによって、ドル平均法による安定的な長期的な運用ができるのではないかと御提案だと思っておりますけれども、具体的に、投信会社あるいは投信の販売会社がそういうものを実現していこうと思っているのかどうか、あるいはそうすべきということをおっしゃられるのか。あるいは、日本の確定拠出年金制度、これは税制改革要望で毎年証券界として出しているのですけれども、もっと確定拠出年金を使いやすいようにするような制度的な仕組みづくりがいいのか、その辺のところをどう思っておられるのか、もう少し突っ込んでお願いいたします。

杉田 最初のほうの定期・定額投資の推進について。これは、先ほどもちよつと申し上げたと思う

んですが、証券界でも最近月掛け投資を推進する動きが出ております。

話は飛びますが、九八年に銀行窓販が始まるに
きに、多分銀行の投信販売が相当伸びるだろうな
と私が思いましたのは、何といっても銀行は給与
振り込み口座を押さえているわけです。その口座
からの毎月振り替えでファンドを買っていくとい
うようなことをやったら、銀行は非常に強いだろ
うなと思いました。実際に銀行はかなりそういう
ことをやっておられますね。ただ、金額的にまだ
大きくないと思います。

それから、郵便局もかなり力を入れておられま
す。郵政公社の旗振り役の方のお話を聞きます
と、公社の記者発表資料に、今月は月掛け投資を
これだけ獲得したよということを入れたりして、
月掛け投資に非常に熱心だと聞いております。実
際にやっておられると思います。

ですから、業界もそういうふうに進んでいると
思います。ただ、証券界の場合には、昔、財形を
非常に一生懸命やった時期があるんですけれど
も、長続きしなかった経験があります。

これは余談になりますが、今も日曜日の夕方に
あるTV番組「笑点」大喜利の中で三遊亭円楽氏
だったと思いますが、答えの中に、当時、野村證
券が集中的にやっていた財形貯蓄のコマーシャル
のセリフを使って「……何もない、だけど財形貯
蓄があるんだ」というようなことを落ちに使って
いました。それ位財形貯蓄の宣伝も一生懸命やつ
て、財形貯蓄営業に一時期力を入れたのですが、
その後しぼんでしまいました。結局、一度にまと
まったお金を投資してもらうことに比べて営業効
率が悪いということであつたかと思います。
いずれにしても、定期・定額投資を業界は進め
ていると思いますし、もっとやるべきだと思いま

す。先ほど申し上げましたように、それが強制的にできるのは確定拠出年金なので、定期・定額投資の手段としても、私は確定拠出年金がいんじゃないかと思っています。

次に401kの使い勝手のほうの話ですが、今度に従業員積み立てもできるようにしようという提案が行われています。ただ、それは、現在の拠出限度額の範囲内で従業員積み立てもやるという案になっておりますので、それですと、企業主の分が減って従業員がふやすということになりかねない。そうではなく、やはり、従業員積み立てをプラス分として考えるべきじゃないかなと思います。

海外では、アメリカのほか、他の国でも確定拠出年金拡充のうごきがあります。先ほど国別の投信残高の表がございました。(資料7頁)

オーストラリアの投信残高が大きく伸びて、

今、世界第四位になっています。これは、オーストラリアで、数年前に強制的な確定拠出年金を入れた影響と聞いております。公的年金の一部を確定拠出年金化した、昔、チリがやったことと似ているのかと思いますが、非常に伸びているということ聞いております。ヨーロッパでも、ドイツ等、制度は一応できたというところでございます。

いずれにしても、この401kの使い勝手なり積み立て限度は、ぜひ改善・充実することが必要かと思えます。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかにどなたか御意見等ございませんでしょうか。

質問者 貴重なお話をありがとうございました。

今、オーストラリアという話が出てきたのですけれども、ここに出てきますのも大体欧米です。聞くとここによりますと、中国ではスーパード投

信を売っているとか。ついては、アジアの状況と
いうのを教えていただければと思います。

杉田 実は、資料7の表で下の三三カ国の中に出
てくるのですが、インドとか中国だとか、RIC
sの一角も伸び率は高いのですが、中国はまだた
しか数兆円とか、そういう単位だと思っています。

アジアの中で割に投信が進んでいるのは韓国で
す。残高等は、もし必要でしたら後で確認して申
し上げてもいいのですけれども。それから、この
表で香港が世界第七位になっています。ただし、
香港の数字には、かなり外国籍のファンドが入っ
ていると聞いております。いずれにしましても、
日本の次に残が多いのは、多分韓国だと思いま
す。それからインドあたりになりますか、台湾も
多いですね。香港は別格なのですから。

今後伸び率が多分高いであろうというのは、確
かに中国です。中国では、いわゆるクローズエン

ド型の上場投信みたいなのは大分前にできたので
すが、オープンエンド型という解約自由のタイプ
も数年前にできて、かなり進んでいると聞いてお
ります。

今日の資料には出していないのですけれども、
世界の投信の歴史というのを見えますと、投信
はイギリスで最初に生まれて、それがアメリカに
移って、日本はイギリスから輸入したという格好
ですけれども、発展している歴史はイギリスから
始まってアメリカに移ってアジアに来ている。地
球を西へ西へ回っているという動きで、アジアと
いうのは今後も大きいかなと思います。

具体的数字等がもし必要でしたら、また後から
御紹介いたしますが、今ここでは探さないといけ
ないものですから。一応、こんな程度でよろしい
でしょうか。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに何か御意見なり御質問、ございませんでしょうか。

さつき、定時・定額というのがいいんだというお話がありました。毎月分配型、多数分配型の投信というのが最近かなり普及していると思います。そういう見方からすると、そういう商品の位置づけというのはどういうふうに考えるか伺いたいと思います。

つまり、定時・定額の逆を行くような毎月分配をしてしまうわけなので、どういうことかなという気もします。別な役割ももちろんあるんだろうと思うのです。その辺は、投信のプロとしてどういうふうに見ておられますか。

杉田 今の定時・定額との関連で行きますと、定時・定額が良いのは積み立てのほうです。分配について、たしか毎月分配型の批判に対して一部の毎月分配支持者の方が、いやあればむしろ保有し

ている人は定期的に一部解約しているつもりなのだという見方をされる方もおられます。もしその後値下がりしても、その利益はちゃんと確保できるのだということです。

しかし、定時・定額との絡みでいくと、実は毎月同じ額を引き出していくというのは合理的ではないわけです。買いは、定時・定額で行きますと、高いときに少なく買い、安いときには多く買う。ところが、もし引き出しのほうを同じことでやりますと、高いときに少なく引き出して、安いときに多く引き出すことになってしまいます。

積み立ては定時・定額がいいのですが、引き出しは定時・定額というのはまずいのだと思います。

話は違いますが、アメリカでも401kなどが、ベビーブーマーの大量退職時期を迎えて、引き出しの時期に入ってきているわけで、この引き

出しをどうやっていくかというのが一つのテーマになっていきます。いずれにしても、毎月分配は、定期的に解約する、定時・定額引き出しだと考えたと、余り合理的ではないと考えます。

定時・定額との関連でなくて、毎月分配をもらうことについての是非については、よくいわれているとおりでございます。本当は、ふやす目的でしたら、毎月分配で税金をそこで払ってしまうというのとは、税の負担も多いし、複利効果も働かないので、ふやす目的には合わないということは事実だろうと思います。

ただ、今お買いになっている方が、例えば年金の補充的に買いになるとか、ある程度インカムをとっていくというニーズによるものでしたら、毎月分配はそのニーズに対応するものなので、もちろんそれでよろしいのかと思います。

今日は「世界の投信の動向」という国際比較の

話をしておりますので、参考までにほかの国の状況を申し上げますと、毎月分配を売り物にしているファンドがある国は一つもないと思います。少なくとも先進国では、アメリカ等は特にそうですが、投資家は、分配を嫌がるほうです。

なぜならば、税金を払わなくてはいけないということです。ですから、モーニングスターなどがファンドの評価をするときに、このファンドは多額の分配が出る可能性があるぞということについては、マイナス要因として見ているぐらいです。アメリカでも債券ファンドは毎月分配しているケースが多いと思いますが、別にそれを売り物にしているわけではなくて、これはむしろ税のほうの関係で出さざるを得ないところだと思えます。

ですから、毎月分配をどういう目的で利用するかということ。とにかく毎月分配が欲しいの

だ、自分の収入を補完する意味でインカムが欲しいのだという方には、それはぴったりだと思えます。ただ、ふやす目的ですとか、あるいは定期・定額引き出し的に考える場合には、合理的ではないと思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。

質問者 今のお話に関係しまして、各国主要なところで結構なのですけれども、世代別というのですか、そういう投信保有の違いという特徴ですね。日本の場合、高齢者が預けてそのまま毎月分配してもらって消費する。その違いなのかと思いましたが、御紹介いただければと思います。

杉田 年代別の投信保有率について私が入手しておりますのはアメリカの数字です。アメリカの場合にはたしか四〇代が一番保有率が高いです。アメリカでは、今平均保有率が約五割です。全世帯

の五割は投信を持っています。四〇代が一番高く、六割を超えているかもしれません。その次が五〇代、三〇代、二〇代という順番で、六〇代はむしろ低いです。

何でそうなっているかというと、一番大きな理由は、やっぱり確定拠出年金です。確定拠出年金で投信を買ってきている。したがって、かなり若い世代も買ってきているということです。アメリカの場合には、二〇代の人でも確定拠出年金残高が数百万円。たしか平均的にそういう数字になっているはずですよ。

日本と比較しますと、日本の年代別保有率は、六〇代が一番高い。日本の場合には、全体の普及率がまだ非常に低いわけですが、その中でも若い層の保有率が低いですね。二〇代に至っては一%とかそんな数字だったですが、今日はちょっと数字を持っています。

ですから、アメリカと日本を比べた場合には、アメリカは四〇代を中心に、割に若年層ないしは中年層の保有率が高い。それに対して日本は高齢層が高い。確かにそれが毎月分配等のニーズに出ているのではないかというのは、そのとおりだろうと思います。

高橋理事長　ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、今日の「証券セミナー」はこれで終了したいと思います。

杉田さん、どうもありがとうございます。

杉田　どうもありがとうございます。(拍手)

(すぎた　こつじ・当研究所専門調査員)

(この講演は、平成一九年九月二六日に開催されました。)

世界の投資信託の動向

2007年9月26日

(財)日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

1

目次

I 世界全体のトレンド

- 1 世界の投信残高の推移
- 2 残高増加の要因
- 3 資金純増の商品別内訳
- 4 投信残高の国別内訳
- 5 投信が成長した理由
- 6 拡大するETF
- 7 パッシブ運用とアクティブ運用

- 5 投信会社の数、1社当たり運用額など
- 6 ファンド数と1本あたり規模
- 7 投資家意識の違い（日・米比較）
- 8 資金フローとストックの関係
- 9 運用のグローバル化

III 投資信託の幾つかの課題

- 1 ファンドパフォーマンスの向上
- 2 投資家パフォーマンスの向上
- 3 確定拠出年金市場への浸透

II 主要5カ国の実態比較

- 1 残高規模と普及度合い
- 2 証券市場における投信の比重
- 3 最近5年間の成長状況
- 4 最近の投信制度および環境の変化

IV まとめ

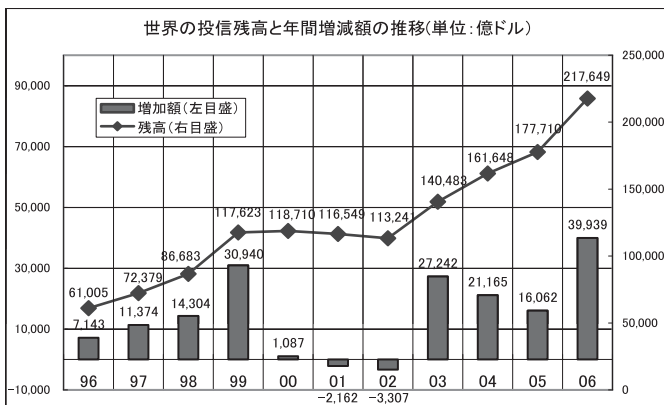
2

I．世界全体のトレンド

(注)原データは、特に断りのある部分を除き、国際投資信託協会
(世界各国の投資信託協会が加盟する国際組織)発表の数字
によっている。

3

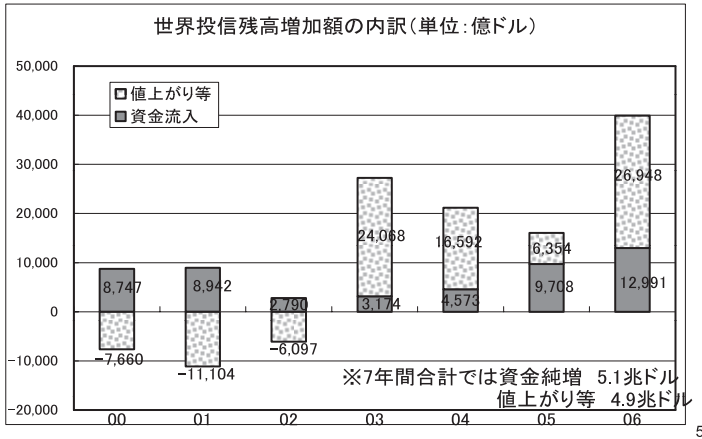
I -1 世界の投信残高の推移 (10年で3.6倍に増加)



4

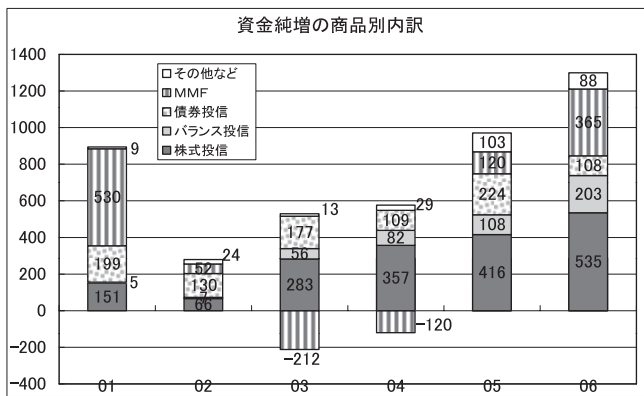
I -2 残高増加の要因

(「資金流入」と「値上がり」が半々)



I -3 資金純増の商品別内訳

(株式投信・債券投信・MMFが補完的に増加)



6年間通算の構成比 株式投信43%、バランス投信11%、債券投信23%、MMF17%、その他6%

I -4 投信残高の国別内訳

(オフショアファンド基地国の増加が目立つ)

順位	国	2006年末残高		最近5年間の 増加率
		(億ドル)	残高シェア	
1	アメリカ	104,136	47.8%	49.3%
2	ルクセンブルグ	21,883	10.1%	188.4%
3	フランス	17,693	8.1%	148.0%
4	オーストラリア	8,643	4.0%	158.7%
5	イギリス	7,865	3.6%	148.3%
6	アイルランド	7,675	3.5%	300.1%
7	香港	6,311	2.9%	271.0%
8	日本	5,789	2.7%	68.3%
9	カナダ	5,663	2.6%	111.4%
10	イタリア	4,528	2.1%	25.8%
	その他32カ国	27,464	12.6%	124.5%
	合計	217,649	100.0%	86.7%

7

I -5 投信が成長した理由

(堅調な株価、品揃えの充実など)

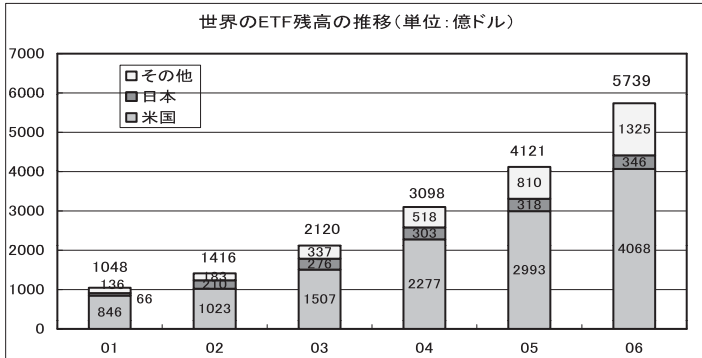
世界の投信残高が大きく増加してきた理由としては次の点が挙げられよう。

- ① 堅調な証券市況
- ② 投信の「しくみの合理性」
- ③ 品揃えの充実
- ④ 販売チャネルの拡充
- ⑤ (米国など)確定拠出年金市場への浸透

8

I -6 拡大するETF

(残高の7割は米国籍)



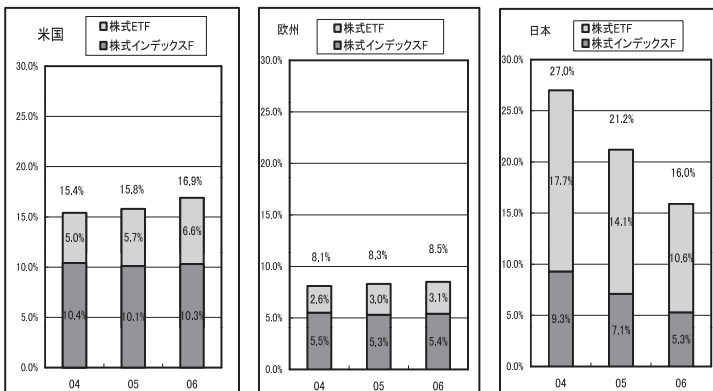
ETFの本数	01年	02年	03年	04年	05年	06年
	202	280	282	336	461	732

〔出所〕モルガンスタンレー “Exchange Traded Funds-1st Quarter 2007 Global Review”

9

I -6 拡大するETF

(株式投信のうちに占める比率は米・欧で上昇)



〔出所〕米国・欧州はモルガンスタンレー、日本は投信協会資料より筆者計算(実態的に債券中心で運用しているファンドを除いた株式投信残高に対して比率を計算した)

10

I - 7 パッシブ運用と アクティブ運用

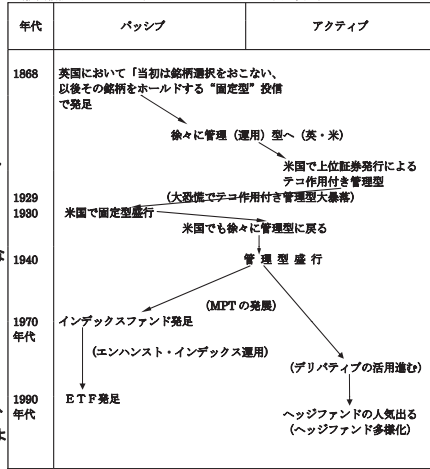
投信の運用についてアクティブ運用とパッシブ運用の盛衰の歴史をみると右図のとおりである。

要約すれば、両者の間で振り子は極端から極端に振れてきたが、主軸はオーソドックスなアクティブ運用であった。

現在、米国でETFやインデックスファンドが増加しているが、その比率は1割台であるし、ヘッジファンドの資産が1兆数千億ドルに達しているといっても、世界の証券投信の規模21.7兆ドルに比べれば数%に過ぎない。

世界の投信の主流は、依然、現物証券に分散投資する一般運用型ファンドであるといえよう。

〔投資信託におけるアクティブ運用とパッシブ運用の歴史的变化〕



〔出所〕 杉田隆雄「世界の投信の動向から何を学ぶか」 ファンドマネジメント 2008 年新春号（資料アセット投信研究所）より引用、一部修正。

11

Ⅱ.主要5カ国(日・米・英・独・仏)の 実態比較

(注)原データは、特に断りのある部分を除き、各国投資信託協会発表の数字によっている。

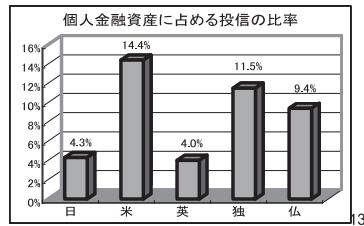
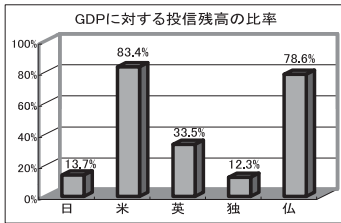
12

Ⅱ-1 残高規模と普及度合い

	投信純資産(A) (2006年末)	投信純資産(A) (円換算)	人口(B) (2006年)	一人当たり投信保有額 (円換算)
日	68.93兆円	68.93兆円	128百万人	54万円
米	104,137億ドル	1,238.39兆円	301百万人	411万円
英	4,100億ポンド	95.52兆円	60百万人	159万円
独	(注) 2,766億ユーロ	43.42兆円	83百万人	52万円
仏	13,434億ユーロ	210.89兆円	61百万人	346万円

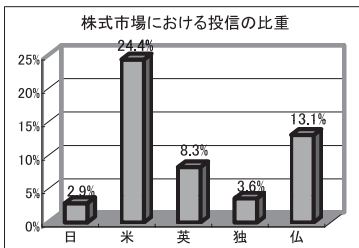
(注) 公募証券ファンドのみの数字であり、スペシャルファンドおよび公募の不動産ファンドを含んでいない

※円換算レートは06年末レート: 1ドル=118.92円、1ポンド=232.98円、1ユーロ=156.98円

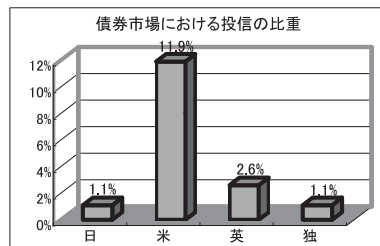


Ⅱ-2 証券市場における投信の比重

(2006年末現在)

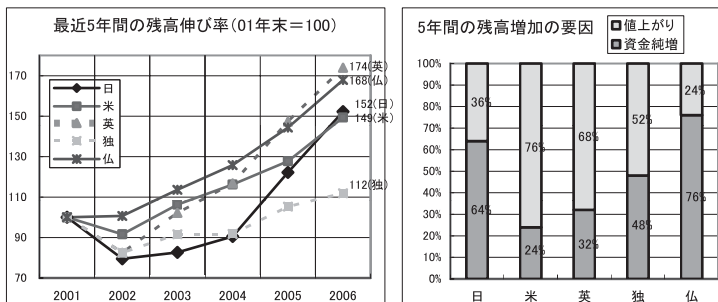


(注) 各国の国内株式時価総額に対する投信の国内株式保有額の割合を各国統計から計算。



(注) 各国の国内債券時価総額に対する投信の国内債券保有額の割合を各国統計から計算。

Ⅱ-3 最近5年間の成長状況



15

Ⅱ-4 最近の投信制度および環境の変化

・日本はビッグバンにより大きな制度変化があり、銀行の投信販売開始、日本版401(k)スタートなど、投信には多くの部分でプラスに働いたはず(ただし公社債投信の時価評価移行はマイナスに作用)であるが、そのプラスを2004年までは十分に生かしきれなかった。

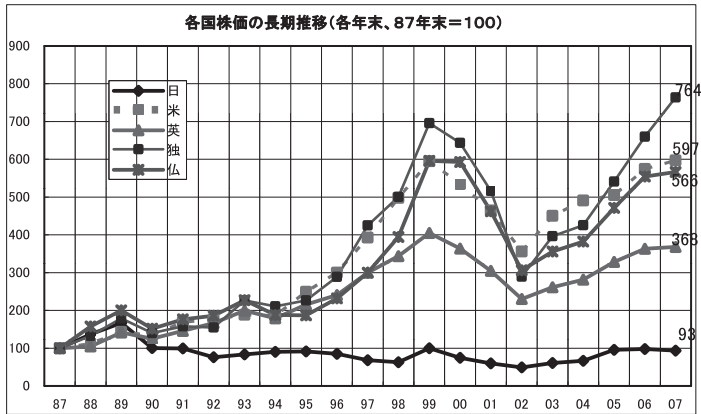
・その理由は主としてMMFの元本割れ、超低金利下での公社債投信の商品性変更、十数年にわたった株価不振(別図)の影響にあったと思われる。

年	日本	米国	欧州
1998	銀行の投信販売開始		英でAS Fidelity(年金ファンド)導入
1999	私募投信解禁		仏・独でFidelityのファンド導入(98~99年)
2000	株式投信大量販売(2月) Fidelityのファンド制度導入	ITバブル崩壊	英 Fidelity から ISA へ移行 英でFidelityの年金導入
2001	公社債投信時価評価へ移行 現物出資型ETF上場 不動産投信発足 日本版401(k)スタート MMF元本割れ	ヘッジファンド盛行 401(k)等の拠出限度額引き上げ	
2002			UCITS 新指令公布
2003		投信不祥事明るみに出る	独で確定拠出年金導入
2005	ペイオフ実施 郵便局での投信販売開始		
2006		年金改革法成立	
2007	金融商品取引法施行		

(注) 世界的に 2000 年頃から資産運用業界でも、オープンアーキテクチャー化(販売業者が自社運用会社以外のファンドをも幅広く選択して販売する傾向)が進んだ。

16

(参考) 過去20年間の各国株価推移



(注) 日はTOPIX、米はSP500、英はFTSE100、独はDAX、仏はCAC40種をとった。07年は8月末現在

17

Ⅱ - 5 投信会社の数、1社あたり運用額等

投信運用会社数は、日本の 74 社（不動産投信運用会社は除く）に対し、米・仏が約 500 社と多い。したがって 1 社あたり運用額でみると日本の 9,315 億円は米国の 3 分の 1 であるものの、英・仏より大きい。

[投信会社の数、1社あたり運用額 (2006 年末)]

	投信純資産	投信会社の数	1社あたり運用額	1社あたり運用額 (円換算)
日	68.93兆円	(注1) 74	9,315億円	9,315億円
米	104,137億ドル	(注2) 500	208億ドル	24,735億円
英	4,100億ポンド	(注3) 113	36.28億ポンド	8,453億円
独	2,766億ユーロ	(注4) 44	62.86億ユーロ	9,869億円
仏	13,434億ユーロ	(注5) 484	27.76億ユーロ	4,358億円

(注1) 不動産投資法人の運用業者を含まない。

(注2) ICI・Investment Company Fact Book 2007 における記述

(注3) IMA資料

(注4) ドイツ投信協会の07年3月現在・証券ファンド会社別統計よりドイツ籍会社のみ集計

(注5) フランス投信協会資料より2005年現在

18

日本は独立系会社が少ない

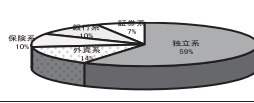
[運用会社上位5社とシェア(2006年末、仏は2002年末)]

日本	会社名	資本系列	運用資産 (億円)	シェア	米国	会社名	資本系列	運用資産 (億ドル)	シェア
1	野村	証券系	151,815	22.0%	1	Fidelity	独立系	11,715	11.2%
2	大和	証券系	91,817	13.3%	2	Vanguard	独立系	10,860	10.4%
3	日興	証券系	77,102	11.2%	3	Capital Research	独立系	10,807	10.4%
4	国際	銀行系	72,208	10.5%	4	Franklin Temple.	独立系	3,345	3.2%
5	三菱UFJ	銀行系	51,223	7.4%	5	FNC Financial	銀行系	2,694	2.6%
5社計			444,165	64.4%	5社計			39,421	37.9%
業界全体			689,276	76.8%	業界全体			104,137	33.7%
(参考)06年末の上位5社のシェア					(参考)06年末の上位5社のシェア				
[出所]投資信託協会					[出所]ICI				

英国	会社名	資本系列	運用資産 (億ポンド)	シェア	独 (注)	会社名	資本系列	運用資産 (億ユーロ)	シェア
1	Fidelity	独立系	312	7.6%	1	DWS	銀行系	604	22.1%
2	Invesco	独立系	247	6.0%	2	Union	組合銀行系	392	14.3%
3	Legal & General	保険系	216	5.3%	3	Allianz Global	保険系	332	12.1%
4	Threadneedle	総合金融系	176	4.3%	4	Deca	貯蓄銀行系	326	11.9%
5	Halifax	銀行系	169	4.1%	5	Indexchange	na	182	6.6%
5社計			1,120	27.3%	5社計			1,836	67.1%
業界全体			4,100	28.2%	業界全体			2,737	73.4%
(参考)06年末の上位5社のシェア					(参考)06年末の上位5社のシェア				
[出所]IMA					(注)ドイツ国内籍会社のみの資産であり、ルクセンブルグなどは含まない [出所]DVI				

仏	会社名	資本系列	運用資産 (億ユーロ)	シェア
1	CDC Group	政府系	875	10.9%
2	BNP Paribas	銀行系	685	8.5%
3	Credit Agricole	農林系	677	8.4%
4	Societe General	銀行系	673	8.4%
5	Credit Lyonnais	銀行系	458	5.7%
5社計			3,368	41.9%
業界全体			8,038	52.5%
(参考)06年末の上位5社のシェア				
(注)リテール資産のみ				

(参考)米国投信の系列別会社数内訳(2006年)



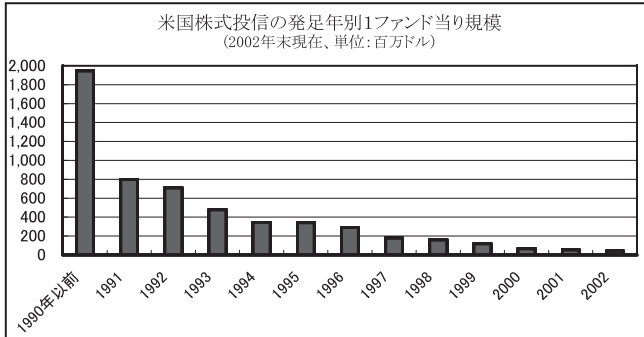
[出所]ICI刊"2007 Investment Company Fact Book"

19

Ⅱ-6 ファンド数と1本あたり規模 (2006年末現在)

	ファンド数	純資産	1本当り金額	1本当り金額 (円換算)
日	2,753本	68.93兆円	250億円	250億円
米	8,120本	104,137億ドル	12.82億ドル	1,526億円
英	2,033本	4,100億ポンド	2.02億ポンド	470億円
独	1,475本	2,766億ユーロ	1.88億ユーロ	294億円
仏	8,092本	13,434億ユーロ	1.66億ユーロ	261億円

設定後、期間の経過とともに 規模が拡大している米国投信



(注)ハイブリッドファンドを含む

[出所]ICI PERSPECTIVE "The Expenses of Defined Benefit Pension Plans and Mutual Funds"(Dec. 2003)

21

Ⅱ - 7 投資家意識の違い(日・米比較)

①投資信託への投資目的

米国(主たる理由)		日本(複数回答)	
退職後の資金	72.0%	無目的の余裕資金	48.6%
教育資金	9.0	老後の生活資金	39.9
現在の収入の補充	4.0	教育資金	12.0
不時の出費	4.0	住宅資金	8.6
節税	4.0	レジャー資金	7.6
住宅または高額商品購入	3.0	耐久消費財の購入資金	4.0
その他	3.0	その他	7.0

②投資信託の保有期間目標

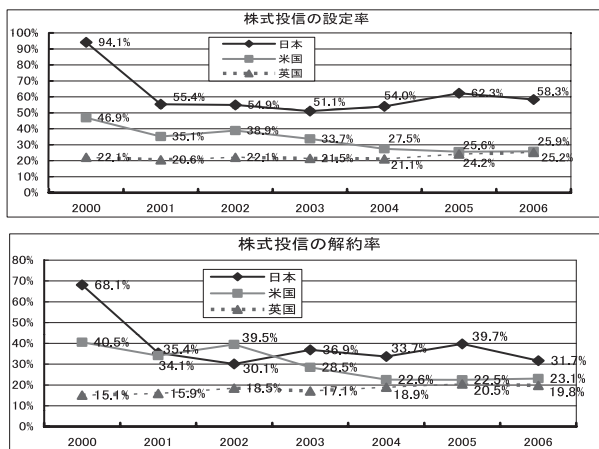
米 国		日 本	
期間目標	比率 (%)	期間目標	比率 (%)
1 年未満	4	1 年未満	4.3
1 年～5 年	27	1 年以上 2 年未満	16.6
		2 年以上 3 年未満	13.3
		3 年以上 5 年未満	20.3
6 年～10 年	27	5 年以上	7.0
10 年超	42		
		特に期間は決めない	35.0

[出所]①②も米国は ICI "Profile of Mutual Fund Shareholders"(2004 年)、日本は投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査」(2004 年)。

22

Ⅱ-8 資金フローとストックの関係

(日本の解約率は低下したが米・英よりまだ高い)

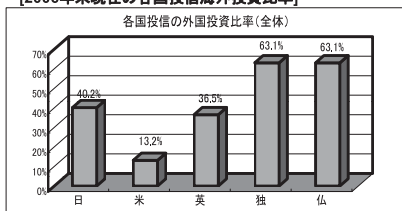


23

Ⅱ-9 運用のグローバル化

(債券に偏った日本の海外投資)

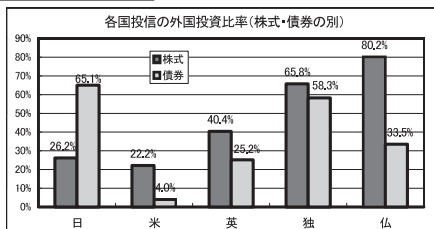
[2006年末現在の各国投資海外投資比率]



(注) 日・英・独は投資運用資産のうちの海外投資比率。

米・仏は運用資産の内訳データがないため、
全ファンドのうちの海外投資ファンドの比率。

[出所] 英はNational Statistics, 独はフンデバンク資料、
他は各国投資協会資料より計算。

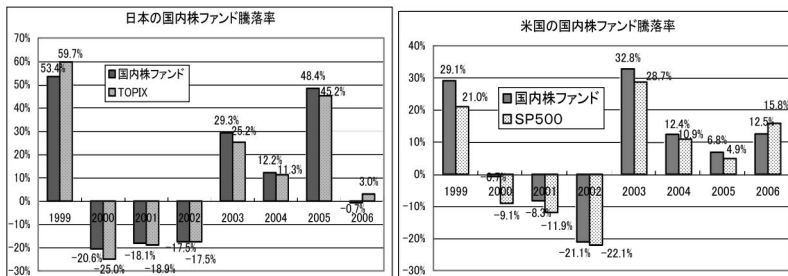


24

Ⅲ. 投資信託の 幾つかの課題

25

Ⅲ - 1 ファンドパフォーマンスの向上 (日・米の最近の実績は好調)



(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 (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

〔最近5年間(02年～06年)の平均収益率〕

	国内株ファンド	株価指数
日 本	14.3%	13.4%
米 国	8.7%	7.6%

(注) 株価指数は日本はTOPIX、米国はSP500

26

好パフォーマンスの一つの要因

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下の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あるから、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。

現に下表には入っていないが、米国の 1998 年の動きは、SP500 が +28.6%、小型株指数である Russell 2000 は -2.6% で、同年の国内株ファンドの平均実績は 16.1% と SP500 を下回っていた。

【参考表】日・米の年間株価騰落率(%)、米国は配当落ち修正)

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

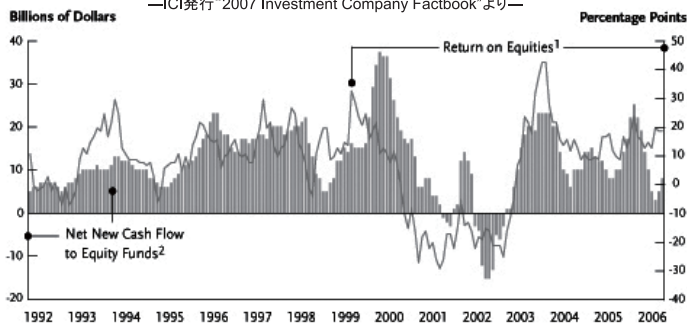
27

Ⅲ - 2 投資家パフォーマンスの向上

(米国でも投資家は順張りで動いている)

米国株式投信への資金流入と世界株式市況との関係(1992年～2006年)

—ICI発行“2007 Investment Company Factbook”より—



1The return on equities is measured as the year-over-year change in the MSCI All Country World Index.

2Net new cash flow to equity funds is plotted as a six-month moving average.

Sources: Investment Company Institute and Morgan Stanley Capital International

28

投資家利回りはファンド利回りより低い

- 投資家が高値買い・安値売りしているため、売買タイミングを考慮した実際の投資家利回りはファンドの運用利回りより低いという分析結果がある。
すなわち2003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、1984年から2002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2.6%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9.3%（リッパース社調べ）であった。
- この事実は、投資家教育の重要性や、毎月積立など定期・定額投資の有用性を示唆している。

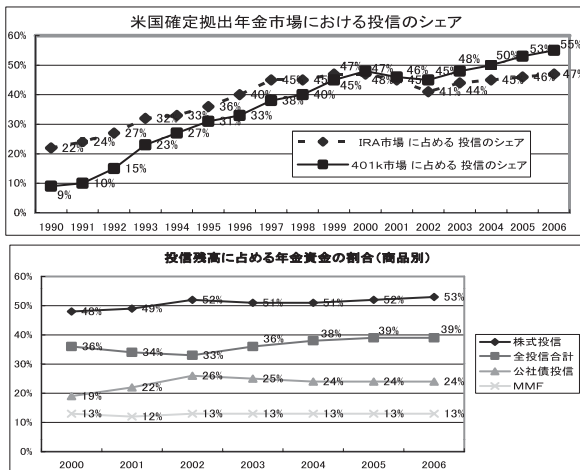
29

Ⅲ - 3 確定拠出年金市場への浸透

- 投資信託は、確定拠出年金の運用手段として、もっとも適性を発揮する。
- すなわち勤労者は投資信託を毎月購入し、退職時まで保有することにより、
 - ①分散された証券ポートフォリオに
 - ②時間分散投資して
 - ③長期保有のメリットを得ることができる。
- また、401kプランによる投信買付けは、強制的に月掛投資をおこなうことであるから、前述の投資家の恣意的行動にともなう高値買い・安値売りを排除するとともに、ドル平均法の効果と相まって、投資家利回りの向上につながる。

30

米国401k市場の55%を投信が占める



[出所]ICI資料より作成

31

米国で401kについて注目される 制度変更提案が行われている

- 米国労働省は「401k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、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、401k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。
- 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。

32

IV まとめ

1. 投信は、しくみの合理性、堅調な株価、商品・販売チャネルの拡充などによって世界的に成長してきた。
2. しかし、投資家の資金は高値期に多く流入し、安値期に流出するため、投資家利回りがファンド利回りより低くなる傾向にある。
3. 上記の問題を解決するために、投資家が市況に関係なく時間分散投資をおこなう「定期・定額投資」の普及が望まれる。
4. 401kなど確定拠出年金制度の拡充を実現し、その市場への浸透を図ることは投信の大きな課題といえよう。