

世界の投資信託の潮流

—ゼロ年代の動きからみえるもの—

杉 田 浩 治

はじめに

日本証券経済研究所・専門調査員の杉田でございます。よろしく願いたします。

早速でございますが、本題に入らせていただきます。

本日は、目次にありますように、大きく三つに分けて報告させていただきます。第一に、過去一〇年間に、世界の投資信託の残高および資金フローがどのように変化したかというマクロ的な数

値の御報告、第二に、過去一〇年間の目立ったトレンドの御紹介、そして最後に、投資信託ビジネスの今後の方向・課題といったことについて私見を述べさせていただきますと存じます。なお、投資信託についてのデータは、原則として国際投資信託協会（四十数カ国の投資信託協会が加盟する国際組織）発表の数字を利用しています。

目次

I ゼロ年代(2000～2009年) の世界投信市場の変化

- 1 ゼロ年代の投資環境
- 2 世界投信残高の推移
- 3 残高増減の要因
- 4 資金純増の商品別内訳
- 5 投信残高の国別内訳

II 世界の投信のトレンド

- 1 ETFの伸長
- 2 新興国の台頭

- 3 重要性を増したDC市場
- 4 投資のグローバル化が進展
- 5 ディスクロージャーの改革

III 今後の方向・課題

- 1 一般ファンドの付加価値の追求
- 2 投資家利回りの向上
- 3 新興国投資家の資金獲得
- 4 DC市場への更なる浸透
- 5 退職者のニーズへの対応

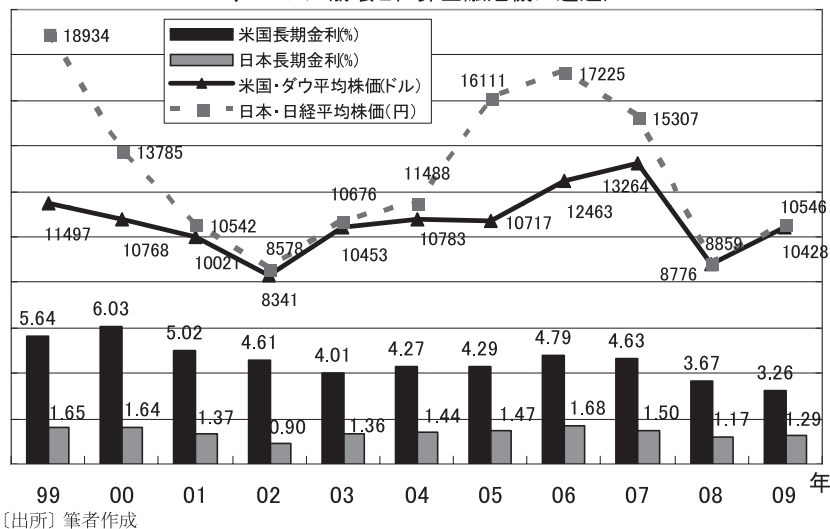
一、ゼロ年代(二〇〇〇～二〇〇九年) の世界投信市場の変化

まず、ゼロ年代、すなわち二〇〇〇年から二〇〇九年の投信市場の変化をご報告します。九〇年代、八〇年代といった呼び方に倣うと、二〇〇〇年から二〇〇九年の一〇年間を何と呼ぶのかなと思っておりましたところ、朝日新聞が本の紹介記事の中で「ゼロ年代」と言っておりましたので、ここでもその表現を使わせていただきました。

(1) ゼロ年代の投資環境

投信の話に入ります前に、まず、過去一〇年間の投資環境を振り返ってみますと図表1のとおりです。代表的な指標として、アメリカの株価と金利、同じく日本の株価と金利を挙げてみました。

図表1 ゼロ年代の投資環境
(ITバブル崩壊と世界金融危機に遭遇)



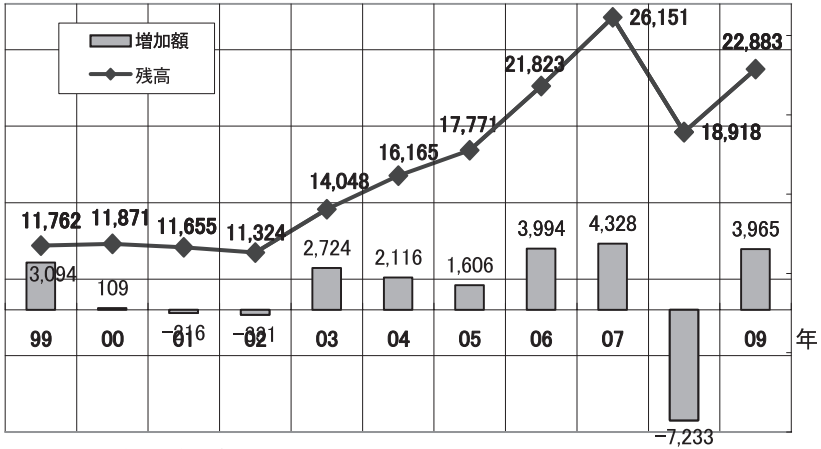
なお、株価につきましては、NYダウ平均株価と日経平均株価を合わせていただいております。プ口の方から言わせますと、株式市場全体をあらわす指標として、ダウ平均は適当でないと御指摘をいただく場合もありますが、ここでは、皆様に過去の変化をイメージしていただきやすいように、あえてニューヨークはダウ平均株価、日本は日経平均株価を使わせていただいております。

さて、ご承知のように株価は過去一〇年間に大きな下げを二回経験しました。ITバブル崩壊にともなう九九年末から〇三年春にかけての大きな下げ、それから、〇七年以降の世界金融危機に伴う暴落です。それでいながら一〇年間を通算しますと、少なくともニューヨーク・ダウの下げは小さくて九%の下落です。しかし日本の株価は四十五%も下げました。本日は日米比較が主題ではありませんので、これ以上は申しあげません。

図表2 世界投信残高の推移

(10年で1.9倍に増加)

世界投信残高と年間増減額の推移(単位:十億ドル)



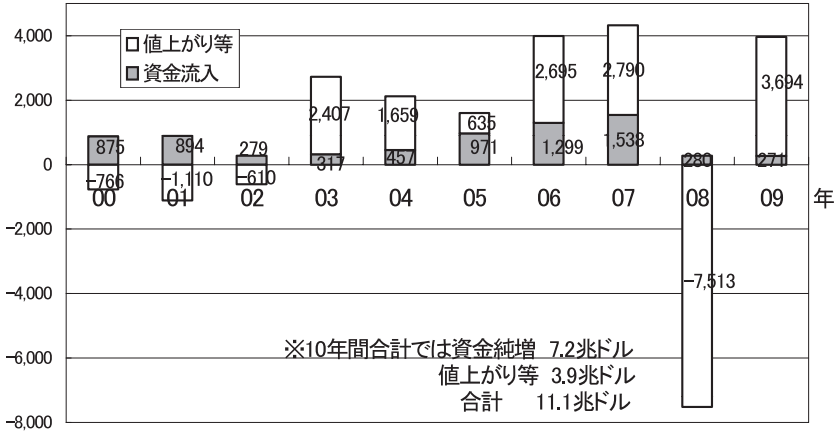
〔出所〕国際投資信託協会データより作成

それから、長期金利、これは一〇年物国債流通利回りをとっていますが、概して言いますと長期金利は低下傾向にありました。言い換えますと、債券価格は上昇傾向にあったということでございます。

(2) 世界投信残高の推移——一〇年で一・九倍に増加

さて、こうした環境の中で、世界の投信残高がどう変化したかを見ますと図表2のとおりです。投信残高の推移を折れ線で示し、各年の前年比増減額を棒グラフで示しています。結論的に言いますと、ゼロ年代の初め(九九年末)には、世界投信残高は一一兆七、六二〇億ドルであったものが、グラフのような推移をたどって、〇九年末に二二兆八、八三〇億ドルになりました。一〇年で一・九倍に増加したわけです。

図表3 残高増減の要因
 (「資金流入」が3分の2、「値上がり等」が3分の1)
 世界投信残高増減額の内訳(単位:十億ドル)



[出所] 国際投資信託協会データより計算

参考までに、同じ期間に世界の株式市場の時価総額はどう変化したかと申し上げますと、九九年末が三六兆ドルで、〇九年末が四八兆ドルでしたから、一〇年間に一・三倍に拡大しました。株式市場は一〇年間で一・三倍、投信残高はこの間に一・九倍にふえたということになります。

(3) 残高増減の要因―「資金流入」が三分の二、「値上がり等」が三分の一

次に、残高増減の要因を分析しました。図表3です。投資信託の残高の増減をもたらす要因は二つあるわけで、一つは顧客からの資金流入ないしは流出(販売額から解約・償還額を差し引いた額)、もう一つは組み入れ資産の値動きです。

図表3の塗りつぶしてある部分が資金要因、すなわち顧客からの資金流入です。それから、白い部分が値動き要因です。先ず資金要因は、一〇年

間のうちでマイナスになった年は一度もありません。すべての年で資金純増を記録し、図の中に書いてありますように一〇年間通算では七・二兆ドルのプラスでした。

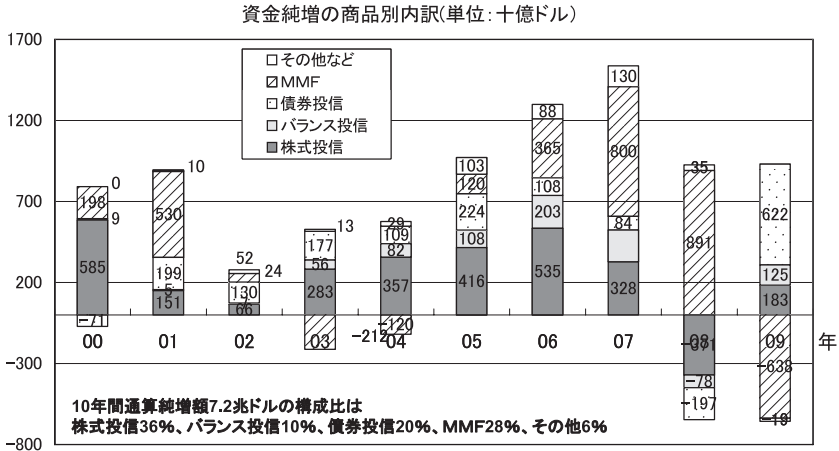
一方、値動き要因は当然のこととして年により大きく変動しています。二〇〇〇年から〇二年はマイナスが続き、〇三年から〇七年まではプラス、そして〇八年は一挙に七兆ドルもの大きなマイナスでした。しかし、一〇年間を通算してみますと、値動き要因も三・九兆ドルのプラスになっています。これだけの大きな株価の下げがあったにもかかわらずです。値動き要因の中には、株価変動以外に債券価格の変動も入っておりますし、配当金・利子収入等も入っているわけですが、そういうものを入れて組み入れ資産のトータルリターンはプラスになったということです。

これは、現物証券が長期に持てばプラスのリ

ターンになる傾向が強いということによります。

債券はもちろん、株式も長期的・平均的にみれば経済成長・企業収益の増加を反映してプラスサムのリターンをもたらします。したがって、投資信託あるいは投資顧問も含めて、アセット・マネジメント・ビジネスの預かり資産は、仮に顧客からの資金流入がなくても、値動き要因といえますか、内部要因だけで平均的にはプラスに動く性格を持っている、自己増殖作用があるといってもいいと思います。そして、投信事業に携わっております運用会社あるいは販売会社の報酬は資産に対していただくわけですから、これら投信ビジネスに携わっている関係者の収入も、ならしてみれば自己増殖作用があるといえますか、増える傾向をもっているビジネスだといえると思います。

図表4 資金流入の商品別内訳
(株式投信・債券投信・MMFが補完的に増加)



〔出所〕国際投資信託協会データより作成

(4) 資金流入の商品別内訳—株式投信・債券投信・MMFが補完的に増加

さて、ただいま申し上げましたように、顧客からの資金の出入りは毎年プラスでした。どうしても毎年資金純増を実現できたかということですが、それを商品別に見ましたのが図表4です。ちょっと細かくてわかりづらいんですが、投資信託は大きく分けると、株式投信、債券投信、MMFの三つに分かれます。毎年資金純増を記録できたというのは、結論的に言いますと、この三商品が補い合ってお客様の資金を吸収できたということでございます。

たとえば、二〇〇〇年は圧倒的に株式投信の資金流入が多く、〇一年はMMFがかなり資金を吸収していた。〇三年から〇六年あたりは再び株式投信が資金を吸収し、〇七年から〇八年の世界金融危機のときには投資家の安全性志向といえます

か、フライト・トゥ・クオリティを反映してMMFに大きく資金がシフトしました。そして〇九年は証券価格が戻る段階でMMFから資金が流出しました。私は、この資金が株式投信に向かうかと思いましたが、世界の投資家はまだ慎重で、債券投信に大きな資金が入ったということです。

以上のように、投信には、種々の局面で資金を吸収できる商品がそろっている、つまりリスク・リターン特性の違う三種類の商品があるので、投信全体として見れば顧客の資金を安定的に吸収できることになっているということです。

(5) 投信残高の国別内訳―新興国とオフショアファンド基地国の増加が目立つ

次に、国別の状況を御報告申し上げます。図表5に載せておりますのは、二〇〇九年末の残高上

位一〇カ国について、それぞれの残高、世界全体の投信残高に占めるシェア、そして、最近一〇年間の増加率のデータです。

まず、残高シェアを見ますと、世界合計二兆八、八三〇億ドルのうち、約半分はアメリカが占めており、次いでルクセンブルグ、フランスという順番です。日本は第八位で、シェアは二・九%です。経済規模といえましょうか、GDPのシェアは、日本は世界の中で大体八%程度ですから、その経済規模に比べると日本の投信の世界に占めるシェアは相対的に小さい、普及度が低いということになります。裏返せば、成長余地は大きいとも言えるわけです。

次に、ゼロ年代の増加率を見ますと、一番伸びているのは、オフショアファンドの基地国の一つであるアイルランドで八〇四%増加しています。増加率八〇四%ということは、九倍に増えたこと

図表5 投信残高の国別内訳
(新興国とオフショアファンド基地国の増加が目立つ)

順位	国	2009年末残高		最近10年間 の増加率
		(十億ドル)	残高シェア	
1	アメリカ	11,120	48.6%	62.4%
2	ルクセンブルグ	2,294	10.0%	247.0%
3	フランス	1,806	7.9%	175.2%
4	オーストラリア	1,199	5.2%	223.0%
5	アイルランド	861	3.8%	804.1%
6	ブラジル	784	3.4%	565.7%
7	イギリス	729	3.2%	94.3%
8	日本	661	2.9%	31.4%
9	カナダ	565	2.5%	109.5%
10	中国	381	1.7%	na
世界合計		22,883	100.0%	94.2%

[出所] 国際投資信託協会データより作成

を意味します。同様にルクセンブルグも増加率二四七%、三・五倍にふえており、この一〇年間にオフショアファンド基地国の投信残高が大きく伸びました。

もう一つの成長グループは新興国です。典型的なのがブラジルで、五六五%増加し、〇九年末の残高は七、八四〇億ドルと日本を上回りました。

また中国が一〇位に入ってきました。中国は一〇年前にはまだ国際投資信託協会に加盟していなかったのですが、このベースでは一〇年前との比較ができないんですが、投信の歴史が浅い中国が既に上位一〇カ国に入っていることは特筆されると思います。

以上、ゼロ年代の世界の投信の残高及び資金フローについて簡単に振り返ってみました。

二、世界の投信のトレンド

次に、世界の投信について、過去一〇年間の変化の中から目立った動き、トレンドと呼べるものを幾つか御紹介したいと思います。四つの切り口から見ました。商品、販売、運用という三つの要素と、制度・規制という側面からです。

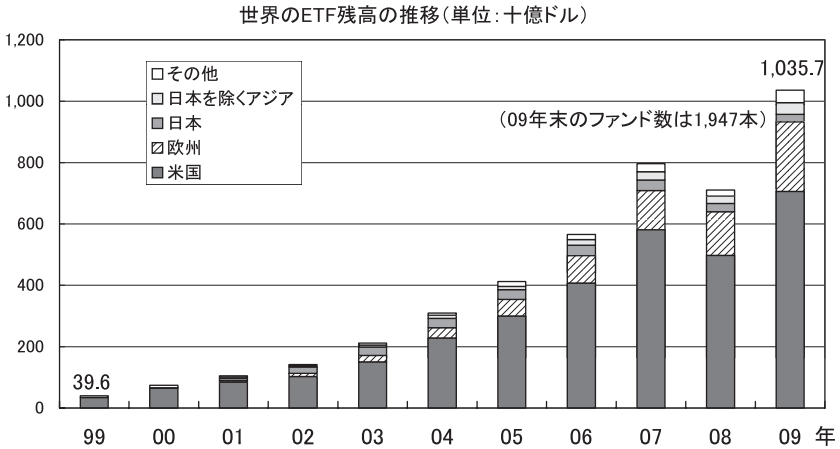
最初の三つ、商品、販売、運用というのは、投信ビジネスの三要素です。投資信託事業とは、どういう商品をつくって、それをどういうふうに販売し、どういうふうに運用するかということです。から、この三つの要素に分けて見ました。そして、制度・規制は、投信ビジネスを行う上でのインフラともいえるべき要素です。以上の四つの側面から、大きな変化を見ていきたいと思います。

(1) ETFの伸長——一〇年で二六倍、残高の七割は米国で組成

まず、商品については、ETFが非常に大きく伸びたことを指摘しなければなりません。図表6はブラックロックさんの資料から引用させていただいているゼロ年代の世界のETF残高の推移です。一〇年前、九九年末のETF残高は三九六億ドルでした。これが一〇年末には一兆ドルを超えて一兆三七億ドルに達しました。一〇年間で二六倍です。先ほど申し上げた世界の投信全体の残高は、一〇年間で二倍弱でした。その中でETFは二六倍と非常に大きな伸びを示したわけです。ちなみにファンド数は、九九年末にわずか三三本であったものが、〇九年末は一九〇〇本を超えて、五九倍にふえました。

ということ、商品の面では、ETFが、まず量的に非常に増えました。そして、ファンドのバ

図表6 ETFの伸長
(10年で26倍、残高の7割は米国で組成)

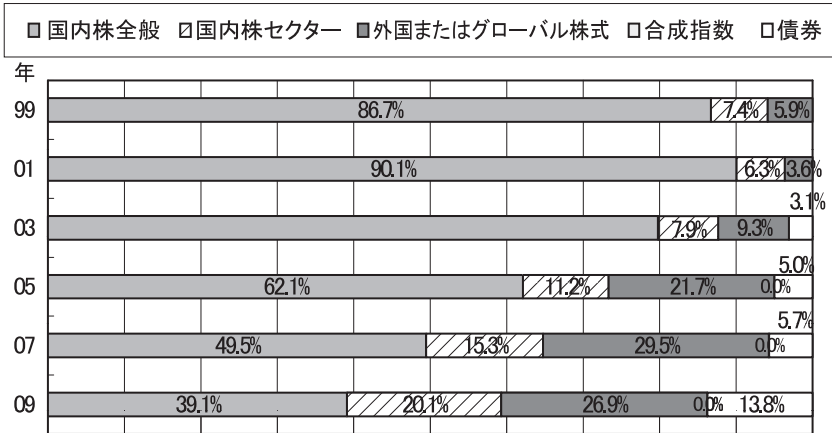


[出所] BlackRock "ETF Landscape Industry Review Year End 2009"

ラエティといいましうか、種類の面でもETFは非常に多様化しています。

ETFの種類別残高、これはアメリカについての統計があります。図表7は、アメリカの投信協会(ICI)発表データから作成したもので、ETFの種類別残高の構成比です。一〇年前の九九年末には、国内株全般、つまりSP500株価指数やダウ平均株価など、アメリカ株全般的の指数に連動するものがほぼ九割を占めていました。そのあと図に示すような変化をたどって、〇九年末で見ますと、国内株全般に連動するものは四割以下です。代わりに国内株のセクター、セクターといえますのは業種別、大型・小型など規模別、さらに最近では環境関連株など種々の指数をつくっておりますが、そういうセクター指数に連動するものが二割、さらに、外国の株式指数―国別の指数ないしはグローバル株価指数に連動するものが

図表7 バリエティ広がるETF
米国ETFの種類別残高構成の推移



〔出所〕ICI資料より作成

二七％に達しています。そのほか、債券の価格に連動するものが一四％など、ETFの種類は非常に多様化しています。また最近はアクティブ運用型のファンドをETFとして上場するという動きも出ています。

ということで、ゼロ年代のトレンドの一番目は、商品についてETFが大きく伸びた、量的にだけでなく商品バラエティの面でも非常に充実したということです。

(2) 新興国の台頭—新興国投信残高は一〇年で五倍に拡大

第二のトレンドは販売面、販売マーケットに係ること、新興国市場が急拡大したということです。図表8は、新興国の投信について国際投資信託協会のデータがない一〇年前について、IOSCO（証券監督者国際機構）、これは日本の

図表8 新興国市場の台頭
(投信残高は10年で5倍に拡大)

		1999年末投信残高 (十億ドル)	2009年末投信残高 (十億ドル)	10年間の 増加倍率 (倍)
アジア・中東	中国	6.22	381.21	61.3
	韓国	176.68	264.75	1.5
	インド	12.24	130.25	10.6
	台湾	32.09	58.29	1.8
	パキスタン	0.33	2.22	6.7
欧州	ロシア	0.18	1.41	7.8
	ポーランド	0.69	23.21	33.6
	トルコ	2.13	19.43	9.1
	ハンガリー	0.91	11.05	12.1
米州	ブラジル	122.08	783.97	6.4
	アルゼンチン	0.69	4.47	6.5
アフリカ	南ア	17.64	106.26	6.0
上記新興国計		371.88	1,786.52	4.8
(参考)	日本	502.70	662.05	1.3
	米国	6,846.30	11,120.73	1.6

〔出所〕1999年はIOSCO,2009年は国際投資信託協会。

金融庁、アメリカのSECなど各国の証券監督機関が加盟している機構ですが、その資料を使わせていただいて作成したものです。

新興国の中で比較的投信残高の多い一・二カ国について、IOSCO調べの九九年末の残高と国際投資信託協会調べの〇九年末の残高を比較しました。一〇年間に中国は六一倍に拡大しています。

一〇年前は、中国はまだクローズド・エンド型（ファンド自体は投資家の換金請求に応じない固定資本型で、取引所に上場することにより換金性を付与しているファンド）しかなかったことにもよりますが、それにしても、六一倍という大きな伸びです。そのほか、インドが一〇倍、東欧諸国はもともと残高が小さいので伸び率が高いのは当然ですが、残高の大きいブラジルも先ほど申し上げたように六倍です。それから、サッカーのワールドカップがある南アでも六倍ということで、一

二カ国を合計すると一〇年間で四・八倍という伸びになっております。

参考までに、表の下に先進国の例として日・米の数字を載せています。日本はこの間に一・三倍、アメリカは一・六倍ということですから、新興国合計の四・八倍という数字は、先進国の三倍ぐらいのスピードで増加していることを示しています。

これが販売マーケットとしての新興国の台頭というトレンドです。

(3) 重要性を増したDC（確定拠出年金）市場

続いてもう一つ、販売マーケットに関連するところで、確定拠出年金市場の重要性が増していることが挙げられます。確定拠出年金は「ディファインド・コントリビューション」、よく「DC」と約されますので、以下「DC」と言わせていただきます。

きます。

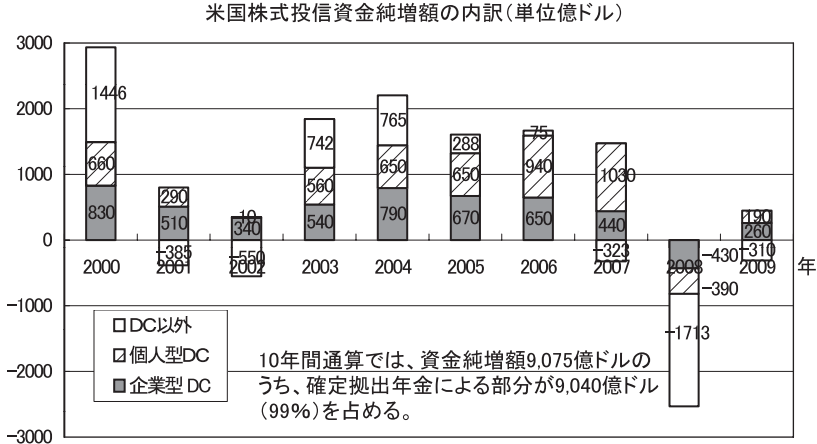
例として日本と米国を挙げます。日本は〇一年にDC制度が入り、〇九末のDC専用ファンドの残高は、格付け投資情報センター発行の「年金情報」（二〇年三月十五日号）によりますと、一兆三、六〇〇億円に到達しています。

DC市場からもっと猛烈な勢いで資金が流入しているのがアメリカです。図表9は、アメリカの株式投信の過去一〇年間の資金純増額の推移を見ものです。三つに分かれていて、色で塗りつぶしてある部分が企業型DC、これは四〇一kなどです。それから斜線の部分が個人型DC、アメリカでは「IRA」と言っております。この二つがDC市場からの資金流入部分です。

白い部分がDC以外の、いわば一般口といいたいしょうか、確定拠出年金勘定以外で買ってきている資金です。この白い部分、つまりDC以外の資

世界の投資信託の潮流—ゼロ年代の動きからみえるもの—

図表9 米国株式投信のゼロ年代資金純増額の99%は
確定拠出年金の資金

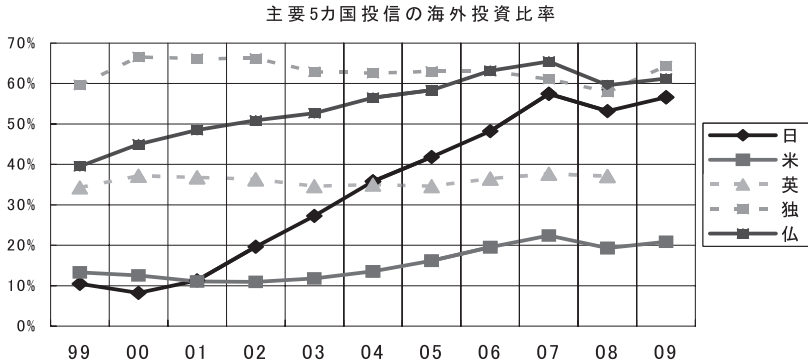


[注]株式投信にはバランスファンドを含む。[出所]ICI資料より作成

金はかなり大きく振れていて、二〇〇〇年は猛烈な勢いで資金が入ったけれども、〇一年、〇二年はマイナスである。そして〇七年、〇八年もまた大きなマイナス、〇九年もまだマイナスになっていました。一方、企業型DCや個人型DC、特に企業型DCからは安定的に資金が流入しています。

結論として申し上げたいのが、図の下部に書いてある数字です。一〇年間を通算すると、アメリカの株式投信全体の資金純増は九、〇七五億ドルでした。このうち確定拠出年金による部分、つまり個人型DCと企業型DCを合わせた部分が九、〇四〇億ドルを占めています。株式投信全体の資金純増額の九九%はDC資金であったということになります。裏返して言うと、もし確定拠出年金がなければ、過去一〇年間、アメリカの株式投信にはほとんど資金が入っていなかったという見方

図表10 投資のグローバル化が進展
(日本の海外投資比率は11%から57%へ上昇)



(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の国際株式ファンド・非ユーロ債ファンド合計の比率である)。

〔出所〕日・米・仏は各国投資信託協会、英はONS "Financial Statistics"、独はBundesbank月報のデータから作成。

もできるわけです。

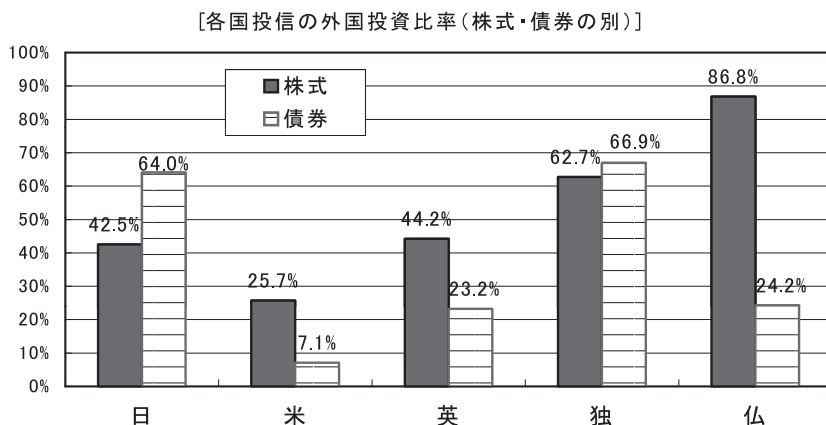
というところで、販売に関しては、先ほど述べた新興国市場と、いま述べましたDC市場の拡大が目立ったトレンドであったということです。

(4) 投資のグローバル化が進展—日本の海外投資比率は—%から五七%へ上昇

次に運用については、グローバル化の進展を指摘することができます。図表10は、主要五カ国—日本、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランスの長期投信(株式投信と債券投信の合計)について、海外投資比率の推移をプロットしたものです。

日本は、九九年末には—%が海外に投資されていましたが、その比率がウナギ登りに上昇して〇九末には五七%になりました。海外投資比率は五倍に上がったということです。それから、もう

図表11 日本以外は概して株式の外国比率が高い



(注1) 英は2008年末、他は2009年末

(注2) 外国投資について、米・仏は外国投資ファンド(仏の債券は非ユーロ債ファンド)の残高により計算
〔出所〕前頁と同じ。

一つ注目されるのはアメリカです。アメリカは自国市場が大きいことや、アメリカ株のパフォーマンスが比較的良かったので、グローバル投資は盛んではありませんでした。が、ゼロ年代に入ってじりじりと上がってきました。九九年末に一三%であったものが、〇九年末には二一%へと高まっています。ヨーロッパは以前から外国投資比率が高いですが、さらに上昇している傾向にあります。

以上は、株式と債券の合計で見えています。

次に、株式と債券に分けて、どちらが海外に行っている比率が高いかを直近現在で見たのが図表11です。日本は株式のうち四二・五%が海外に投資され、債券は六四・〇%が外に行っていますから、債券の方が海外投資比率が高い。しかし、他の国は概して日本と反対です。たとえば、アメリカは株式が二五・七%で債券は七・一%です。イギリスもフランスも同じことがいえます。ほか

の国は株式の方が外に行っているのに対し、日本は債券の方が外に行っているという度合いが強いということです。

いま運用の問題として海外投資比率と申し上げましたが、投信の資産配分、たとえば海外に行くとか、そうした資産配分を決めているのは実は運用者ではなく投資家です。なぜなら、いま世界どこでも、投資対象を幅広くとり、「株も債券も、国内も外国も全部対象にして、そのアセットアロケーションを運用者が決めます」というタイプのファンドはほとんどありません。多くのファンドは、たとえば国内株重点型、外債重点型など、あらかじめ主要投資資産を限定しており、そうしたファンド群の中からどれを買うかを選んでいるのは投資家であるということです。したがって、海外投資比率の上昇という動きも、運用者が決めているというよりは投資家が決めている、投資家の

選択の結果であるといえます。

そう考えると、日本の投信は債券の海外投資比率が高いということも十分説明が付きまします。なぜなら、日本では毎月分配型ファンドが売れに売れています。分配金へのニーズが高い。毎月分配するためには、どうしても高い利子収入を確保できる外債を組み入れるファンドを設計して販売することが多くなる。その結果、外債の比率が高いということになっていると考えられます。

(5) ディスクロージャーの改革

次に、ゼロ年代のトレンドの最後に、規制・制度に関する事柄を取り上げます。一番大きく変わったのは、ディスクロージャーの改革が進んだということです。

内容的には三つあります。一番目は、目論見書の改革が全世界的に進んだということです。日本

でも今年の七月から、かなり簡略化された交付目論見書が出る予定です。目論見書の改革については、ともすればページ数が減ることが大きく取り上げられます。しかし本来の目的は「投資家に読んでもらえる目論見書にする」ことにあるわけで、そのために簡潔でページ数も少ない目論見書にする、ページ数を減らすのは手段であるということを忘れてはいけないと思います。

目論見書の簡素化についてはヨーロッパが先行しており、九〇年代の初めに既に簡易目論見書制度を採用しています。その後、アメリカが〇九年から要約目論見書制度というのを取り入れ、日本も非常に急ピッチで検討が進んで、一〇年七月から新しいものが出るようになりました。従来の数十ページのものから、八〜一〇ページ程度になると聞いています。

ディスクロージャーの変化について、二番目

に、日・米における「組み入れ株式についての議決権行使結果の開示」が挙げられます。投資信託が組み入れている株式の議決権は、ずっと前から投信会社が行使しているわけですが、その行使結果をディスクローズすることです。アメリカが先行して始まりましたが、そのねらいは「上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善のために、機関投資家にその役割を担わせる」ことにありました。アメリカでは二〇〇一年にエンロン事件が起きました。あの後でサーベンス・オクスレー法が制定されるなど、コーポレート・ガバナンス改革が進みました。その一連の動きの中で、SECがミューチュアルファンドについての「適切な議決権行使」を促進するために、行使結果をディスクローズさせるということになったわけです。

日本でも今年から始まります。アメリカと少し

違いますのは、アメリカの場合には最大の機関投資家が投信であることから、投信だけが議決権行使結果を開示して保険や信託は入っていませんが、日本の場合には、投信、投資顧問、信託、生保の四業態で始まると聞いています。

それから、あえて言いますと、アメリカの場合には開示が徹底していて、組み入れ株式について、たとえば「IBMの株主総会で、この議案について賛成した、反対した」というように、個別組み入れ企業ごと、個別議案ごとに開示しています。日本の場合は、各機関投資家が自分のところで組み入れている株式全部の議決権行使結果を合計して、会社側提案と株主提案に分けて賛成が何件、反対は何件だったといったことを開示することになりました。

ディスクロージャーについての三番目は、まだ提案段階の話ですが、IOSCOが昨年末に「集

団投資スキームの販売時点における開示」について新たな提案を出してきています。IOSCOで最終的に何か決まると、各国の監督機関が、それに沿った規制等を設けるということになるうかと思えますので、影響が結構大きいわけですが、今回IOSCOが出してきましたのは、販売仲介者すなわち販売会社と投資家との間の潜在的な利益相反の可能性の開示を求めているということですが、これはアメリカのSEC流に言いますと、「販売会社や販売員が販売報酬の多いファンドを売ろうとして、投資家にとって必ずしも最適でないファンドを勧める可能性がある、そういう利益相反の可能性があること」を目論見書に書きなさいということですが、まだ提案段階ですけれども、こうした動きがあるということだけ御紹介申し上げます。

大変駆け足でしたが、以上がゼロ年代の世界の

投信のトレンドでございます。

三、今後の方向・課題

最後に、今後の投信ビジネスの方向・課題と
いったことについて幾つか取り上げてみたいと思
います。

(1) 一般ファンドの付加価値の追求

「一般ファンドの付加価値の追求」というと、
分かりづらいんですが、要は、先ほどからご紹介
しておりますETFの拡大に対して、アクティブ
運用ファンドはどのように対処していくのか、お
客様に何を付加価値として提供していくべきかと
いう問題意識です。

①投資家からみたETFのメリットとデメリット (一般の投信との比較)

ETFとの対比の問題ですので、まず投資家か
らみて、ETFは一般ファンドと比較してどんな
メリットとデメリットがあるかを整理しておきた
いと思います。

メリットの一番目は、ファンドの経費が安いと
いうことです。その中身は二つあります。一つは、
信託報酬が安いということです。もう一つは、
ポートフォリオの組成あるいは取り崩しコストも
安いことがあります。後者について少し付け加え
ます。一般ファンドの場合は、ご承知のように金
銭信託ですから、お客様からはお金で入ってきま
す。運用会社はそのお金で市場に株を買いに行く
わけですから、買い付け手数料もかかるし、場合
によると、買いに行ったら値段が上がってしまう
という市場インパクトの問題もある。解約につい

でも同じことで、お客様にお金でお返しするため組み入れ株式を市場で売却する結果、買いと同样にコストや市場インパクトがあるということなんです。これに対しETFの場合には、株式の現物を受け入れる。出ていくときも株式そのものを渡すということですから、株の売買を市場で行う必要がない、したがって売買コストがかからないわけです。運用会社の手間も省けるので先ほど述べましたように信託報酬も安いということで、ファンド経費が安いことがメリットとして言われております。

メリットの二番目に、ザラ場取引といいますが、市場の取引時間中に刻々動く値段で買ったり売ったりできる、あるいは信用取引もできる、指値注文もできるといったことが挙げられます。トレードイングにも向いていますということです。それから、三番目にETFの場合には毎日ポート

フォリオを公開するので、ファンドポートフォリオの透明性が高いことを挙げる向きもあります。

一方、デメリットは、第一に、現在のところ売買注文を出せる先が証券会社に限られている（銀行等は取り扱っていない）こと、第二に、現在のところ配当金の自動再投資が困難なこと、第三に、現在のところ積立投資は不便で、コスト高の恐れがあることなどが挙げられます。ただし、これらのデメリットは、将来、時間の経過とともに、あるいはETF関係者の努力によって改善あるいは解消される可能性もあります。たとえば、売買注文を出せる先は、いまは証券会社だけで銀行は取り扱っていないことですが、法的には既に銀行は可能になっています。たぶん、システムの問題とか、費用対効果の問題で、銀行がいまのところは乗り出していないというだけの話で、将来にETFに対する投資家のニーズが高まれ

ば、場合によると銀行の態度も変わるかもしれない、またデメリットの二番目、三番目も、工夫によって解決される可能性もありましょう。

そうしますと、メリットが浮かび上がるわけで、メリットの二番目はトレーディングの話であるとしても、一番目の「低コスト」は、長期保有者にとってもメリットであるわけです。

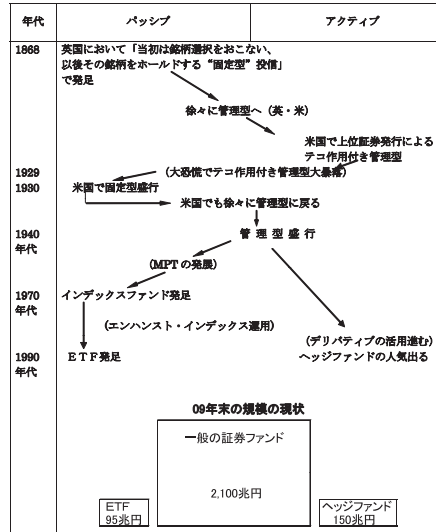
余談ですが、メリットの二番目のザラ場取引に絡んで、アメリカで去る五月六日に市場が乱高下し、ダウ平均が、二〇分間にたしか七〇〇ドルも下げたことがありました。このとき六割以上下がった銘柄については、その時間中の取引がキャンセルされたわけですが、そのキャンセルされた取引のうちの七割はETFの注文だったそうです。それくらいETFの取引量が多いということかと思っています。

これもまた余談ついでに申し上げますと、ET

Fの売買回転率は非常に高いです。世界取引所連合発表の〇九年のデータをを用いて、分子に取引金額、分母に平均時価総額をとって回転率を計算しますと、世界のETFの売買回転率は、〇九年実績で七・五回転程度になっています。ちなみに、一般の上場株式の回転率は二・〇回転程度と計算されますから、ETFは株式よりずっと回転率が高いということになります。ヘッジファンド等が相当頻繁に動いているということでしょうか。

いずれにしても、五月にアメリカで先ほど述べたようなことがあったので、投資助言者等が、「やっぱり引け値一本で取引する普通のファンドのほうがいいんだ」とか「ETFの注文を出すときには、成行注文で出したらだめだ。指値注文にしろさい」とか、そんなアドバイスをする向きもあるようです。しかし、これはトレーディング絡みの話でございまして、先ほど来申し上げて

図表12 投信のアクティブ運用とパッシブ運用の歴史的変化



〔出所〕筆者作成

おりますように、ETFは長期保有にも向いているわけです。そうしますと、コストの安いETFに対して、アクティブ運用型ファンドは、何をお客様に提供していったらいいのでしょうか。当然、第一に挙げられることは、高い運用リターンを出すということです。

② 投信のアクティブ運用とパッシブ運用の歴史的変化

図表12は、世界の投資信託発足以来のアクティブ運用とパッシブ運用の変化を見たものです。投資信託は一八六八年、明治元年にイギリスで生まれています。それ以来百数十年間に、投資信託の運用がパッシブとアクティブの間でどのように振れてきたかを記してみました。

結論的に言いますと、一九二九年の大恐慌を挟んでアクティブとパッシブの間でかなり揺れ動き

ました。しかし、結局、落ちついたところは、現物証券に分散投資して、インデックス・プラスアルファの成果をねらうという非常にオーソドックスな運用というものでした。

あえて言いますと、戦後、ここに「MPTの発展」と書いてありますが、モダン・ポート・セオリーの発展に伴ってインデックスファンドが生まれて、個人向けのインデックスファンドも売り出された。その延長線で、一九九〇年代にETFが出てきています。それと反対に右側のほう、超アクティブ運用としてデリバティブを活用したヘッジファンドが出てきて、人気が高まりました。

しかし、一番下に規模の現状を書いていますように、ヘッジファンドは残高が増えたとはいえないが、一五〇兆円程度です。それに対して、世界の普通の証券投資信託の残高は、先ほどから申し上げておりますように二二兆ドル、二〇〇〇兆円

を超えています。

一方、左側にETFという超パッシブなファンドがあります。これに一般のインデックスファンドを含めて、広い意味のインデックスファンドの残高をアメリカについて計算すると、じりじりと増加して、株式投信と債券投信を合計した残高の二割を超えるに至っています。

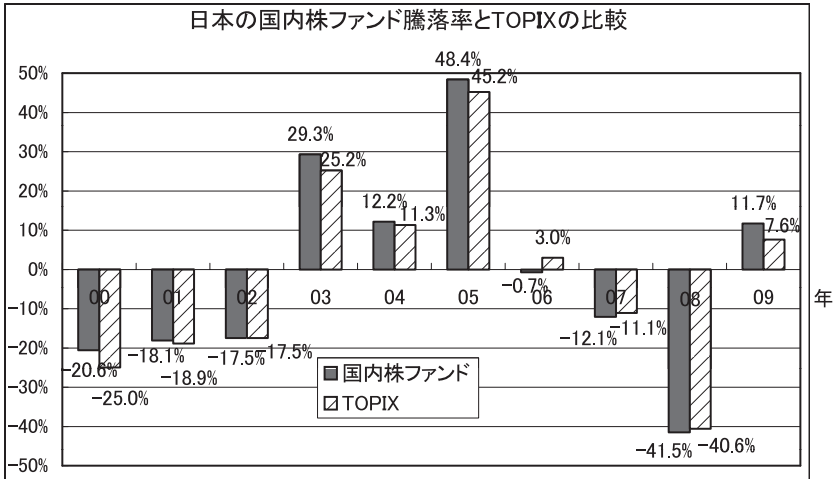
ということ、やはりアクティブ運用ファンドは、パッシブ運用に対して明確に、運用パフォーマンスの有利さ、高さを出していかなければならない。そういうことが求められていると思います。

③ 一般ファンドの運用実績は良好（日本・米国）

ここで、一般ファンドの運用実績をゼロ年代について振り返ってみます。

図表13は日本の状況です。過去一〇年間につい

図表13 一般ファンドの運用実績は良好(日本)

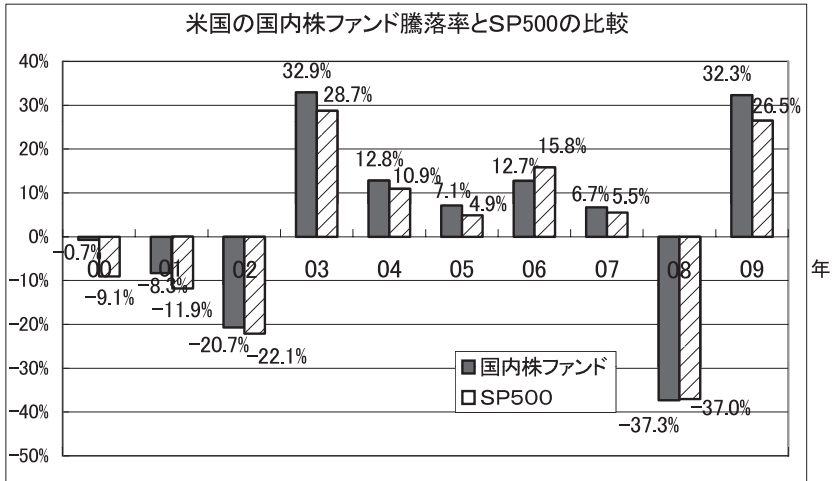


(出所) モーニングスターインデックス(単純平均)、TOPIX騰落率は配当落ち分修正

て、日本の国内株ファンド、つまり国内株で運用するファンドのパフォーマンスとTOPIX（東京証券取引所総合株価指数）のパフォーマンスを比べてみました。

各年別に見ますと、二〇〇〇年、これは下げ相場ときで、この年にはファンドが二〇％下げてTOPIXが二五％の下げですから、ファンドの方が小さい値下がりでした。〇一年も若干ファンドの値下がり小さく、〇二年は全く同率です。〇三年から上げ相場に転じ、〇三年の上昇率はファンドの方が良かった、〇四年も若干ファンドの方が良い。〇五年は大きく上げた年ですが、ここもファンドが四八％、TOPIXが四五％ですからファンドの方が良かった、〇六年は小動きの中でファンドが悪い。〇七年、〇八年の下げはファンドのほうが大きかったということになっています。そして〇九年は、TOPIXが

図表14 一般ファンドの運用実績は良好(米国)



(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

七・六%の上げに対して、ファンドが一・七%の上げということで、ファンドの優越性がかなり高かったということです。何勝何敗という言い方が適切かどうかは別として、この一〇年間を通算すると、六勝三敗一引き分けでファンドが勝っているということになります。

次にアメリカについて見ますと図表14のとおりです。詳しいことは省略しますが、一〇年間を通算するとファンドが八勝二敗でSP500株価指数に勝っています。

ということで、日米とも過去一〇年間、一般ファンドのパフォーマンスは必ずしも悪くないわけですが、「パフォーマンスの向上」は投資信託の永遠の課題であり、今後も引き続きそれを追求していくことは当然です。

④ パフォーマンス以外の付加価値の提供

しかし、パフォーマンスはコンスタントにいいというわけにはいかないので、インデックス・プ
ラスアルファの成果をねらう運用技術のほかに、
投資信託は何を投資家に提供できるのかというこ
とを考えていくべきであると思います。

たとえば、先ほどETFとの比較で申し上げま
したが、分配金の自動再投資や毎月積立投資は、
ETFの場合は困難です。できたとしてもコスト
が高くつくということになります。それに対し
て、一般の投資信託は、分配金自動再投資や積立
投資がシステムのできる—そうした便利性を提
供する、これも一つの付加価値かなと思います。

それから、投資家へのきめ細かい情報提供と申
しますか、特に市況が大きく下落したようなとき
に、投資家にいろいろな情報提供やアドバイスを
する、販売会社の担当者がお客様に助言して、狼

狼の中で安値で売ってしまうようなことを避ける
というアフターサービスも今後ますます重要にな
ると思います。

(2) 投資家利回りの向上

今、狼狽売りといった例を申し上げましたが、
その関連で、今後のテーマの二番目として、投資
家利回りの向上を挙げてみました。

① 米国株式投信への資金流入と世界株式市況との 関係（一九九五年～二〇〇九年）

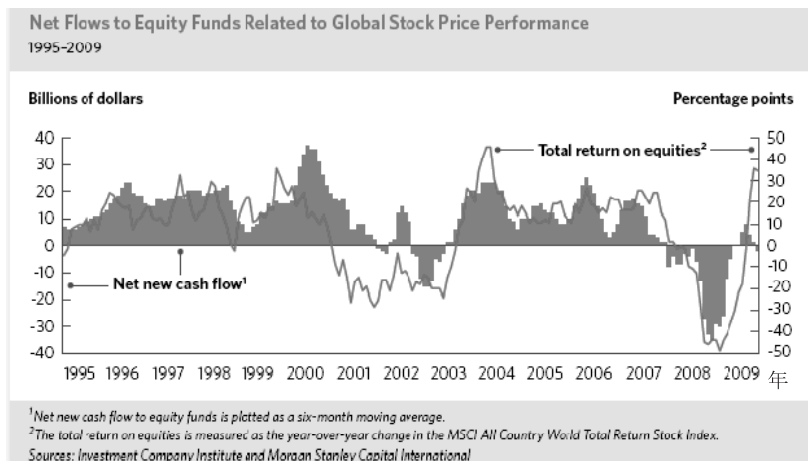
図表15をご覧ください。

これはアメリカのICI（投資信託協会）発行
のファクトブックから引用した図で、アメリカの
株式投信への資金流入額と株価の動きとの関連を
見たものです。棒グラフの部分が、アメリカの株
式投信に投資家の資金が入ってきた額あるいは出

世界の投資信託の潮流—ゼロ年代の動きからみえるもの—

図表15 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～2009年)

—ICI発行 “2010 Investment Company Factbook” より—



ていった額を示しています。折れ線は株式の一年前株価と比べてのトータルリターンを示しています。アメリカの場合は、最近外国株ファンドも売れているので株式のリターンはMSCIの世界インデックスで示されています。

さて、ほぼ一目瞭然といえると思いますが、株式のリターンが上がってきますと、株式投信に資金がどつと入ってくる、株式のリターンが下がると、株式投信の売れ行きが鈍る、あるいは資金が流出しています。つまり、投信先進国のアメリカでも「投資家は順張りの行動している」ということです。

このため、「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」という分析結果が出ています。

一つは、二〇〇三年にボストンの調査会社Dalbar社が発表しているもので、一九八四年か

ら二〇〇二年までの期間に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%であったということです。この間の株式ファンドの平均リターンはリップラー社調べで年率九・三%でした。つまり、ファンド自体は九%のリターンを出しているんですが、投資家が高いところで買って安いところで売ってしまったのがゆえに、投資家のリターンは二%台であったということです。

さらに最近の分析結果をモーニングスターが発表しています。二〇〇九年末に至る一〇年間で、これは株式投信以外に債券ファンドも含め長期ファンド全体で見えますが、投資家リターンが一・六八%、ファンド自体は三・一八%で、やはり投資家リターンがファンド利回りより低いという結果になっています。

先ほど、暴落したときの狼狽売りを防ぐために情報提供・助言サービスということを申し上げま

した。投資家は放っておけば順張りの行動する面があるので、それを防ぐためには、一つには、毎月積立投資していただくことの推進、すなわち、投資家の恣意性を排除し、定期・定額投資によってドルコスト平均法のメリットを生かす、そういうことを推進すること。もう一つは、キメ細かい情報提供や助言が必要であることを示唆していると考えられます。

(3) 新興国投資家の資金獲得―潜在的投信購買力は強い

次に話はガラッと変わって新興国市場です。先ほど来、新興国の投信が伸びていることをご報告しましたが、世界の投信会社全体として、新興国の投資家の資金を獲得することが大きなテーマになっていると思います。

図表16 新興国投資家の資金獲得

(潜在的投信購買力は強い)

		2009年末 投信残高 (十億ドル)	GDPに対する 投信残高の比率 (%)	1人当り投信 保有額 (ドル)
アジア・中東	中国	381.21	7.8	286
	韓国	264.75	31.8	5,403
	インド	130.25	10.5	109
	台湾	58.29	15.4	2,534
	パキスタン	2.22	1.3	14
欧州	ロシア	3.18	0.3	23
	ポーランド	23.21	5.4	252
	トルコ	19.43	3.2	275
	ハンガリー	11.05	8.5	1,105
米州	ブラジル	783.97	49.8	4,105
	アルゼンチン	4.47	1.4	112
アフリカ	南ア	106.26	37.0	2,169
上記新興国計		1,788.29	14.8	531
(参考)	日本	662.05	13.1	5,172
	米国	11,120.73	78.0	36,224

[出所] 国際投資信託協会、IMFデータより作成

①新興国の投信普及度の状況

ご承知のように、中国はかつては世界の工場でしたが、今や世界の販売市場になっています。同じことが、投資信託についても言えるだろうと考え、図表16に、新興国投資家の「潜在的投信購買力は強い」というデータを掲げてみました。ここに載せましたのは、先ほどの図表8に掲げた二二カ国についての、投信残高、それぞれの国のGDPに対する比率、そして国民一人当たりの投信保有額です。

一番下に、図表8と同様に、先進国の例として日本とアメリカの数字を加えています。先に先進国の方を見ますと、日本の投信残高はGDPに対して一三％、アメリカは七八％です。一人当たり保有額は、日本は五、一七二ドル、アメリカは三万六、二二四ドルです。先ほど申し上げましたように、先進国の中では日本は一番普及度が低いほ

うで、アメリカは一番高い状況にあります。他の先進国は大体この間に入っていると考えただけばいいのですが、いずれにしても先進国はこういう状態です。

さて、そういう中で、新興国についてたとえば中国を見ますと、GDPに対する投信残高の比率は七・八%、一人当たり投信保有額がわずか二八六ドルです。日本のまだ何十分の一かという状態で、インドについても同じことが言えます。新興国の投信はかなり大きくなったけれども、まだまだ普及度は低い。今後の潜在成長性といえますか、投信を買っていただけの余地は非常に大きいといえます。

②新興国への進出方法

関連して、新興国への進出手段について少し掘り下げてみたのが図表17です。資金獲得の方法と

して考えられるのは多分三つぐらいあって、一つには、自国で既に存在するファンドを現地に持つていつて売る、言い換えればファンドを輸出するということです。二番目は、現地において、その国の法制・税制に基づいたファンドを設定し販売する、これは本格的に進出することになります。それから、三番目は少し次元が違いますが、現地ファンドの運用の外部委託を受注する方法です。たとえばインドの投信会社が日本株を組み入れるファンドをインドで設定している場合に、「その日本株について当社で運用させてください」というアプローチで、いわゆるサブアドバイザーになるという方法です。

現地に物理的にどういう格好で進出するかについては、たとえば事務所を作るか、支店で行くか、あるいは子会社を作るか、子会社も一〇〇%出資で作るか、現地会社と合弁会社を作るかな

図表17 新興国への進出手段

1. 資金獲得の方法

- ① 自国ファンドの現地販売(輸出)
- ② 現地で、その国の法制にもとづいたファンドを設定し販売する
- ③ 現地ファンドの運用外部委託を受注する

2. 現地への進出形態

- | | |
|---------------|---------------------|
| ①駐在員事務所／支店設置 | ④業務提携 |
| ②子会社設立 | ・現地運用会社と相互に運用外部委託契約 |
| ・100%出資子会社設立 | ・現地販売業者と販売委託契約 |
| ・現地会社と合併会社設立 | |
| ③現地会社に出資または買収 | |

ど、いろいろあるかと思うんですが、これは前述の資金獲得の方法との組み合わせで決まってくる面もあると思います。これらについて詳しいことは省略させていただきます。

③新興国への進出の自由度は高い

つづいて図表18は、先進国が新興国に進出したという場合に、新興国側の参入障壁といえます。外資規制がどうなっているかを示しています。結論的に言いますと、新興国側の自由化はかなり進んでいるということです。中国は今のところ合弁会社で外資は四九%以下となっていますが、その他の国はほとんど一〇〇%出資が可能になっており、相手国側の制約は余り大きくないということです。

以上が三番目のテーマの新興国への進出です。

図表18 新興国への進出の自由度は高い

外国運用会社の進出に対する制限

		外国運用会社が当該国に設置可能な拠点形態			外国資本が当該国に設置可能な資産運用会社の形態		
		駐在員事務所	支店	子会社	100%外資保有	合併会社	合併会社の外国資本制限
アジア・中東	中国	○				○	49%
	韓国		○	○	○	○	
	インド			○	○	○	
	台湾			○	○	○	
	マレーシア			○	○	○	70%
	タイ	na	na	○	○(注1)	○	(注2)
	イスラエル	○	○	○	○	○	
欧州	パキスタン			○	○	○	
	ポーランド	○	○	○	○	○	
	トルコ			○	○	○	
	ハンガリー		○	○	○	○	
	チェコ	○	○	○	○	○	
	クロアチア			○	○	○	
	スロベニア	○(注3)	○	○(注3)	○		
米州	ブラジル		○	○	○	○	
	コロンビア	○	○	○	○	○	
アフリカ	南ア	○		○		○	
	モロッコ	○	○	○	○		
	チュニジア	○	○	○	○		
合計		10	10	18	17	16	3

(注1)5年以上業務運営している投信運営会社に限り100%外国出資可能。

(注2)業務運営経験が5年未満の投信運営会社については49.99%までに制限。(注3)EU加盟国からのみ。

〔出所〕IOSCOレポート

(4) DC市場への更なる浸透―投信にとって追い

風の制度変更が進んでいる

四番目のテーマは、またDC市場です。先ほど投信の販売マーケットとして、DC市場のウェイトが高まったと申し上げました。今後この傾向はますます強まると思いますし、そうしていかなくてはいけないと思います。なぜなら、投資信託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考えられるからです。DCプランをつうじて投資信託に投資する勤労者は次のメリットを享受できます。

まず、分散された証券ポートフォリオを持つことができる、投資信託は分散投資ですので、それを持てる。かつ、毎月給料天引きで購入するので、時間分散投資とドル平均法を生かした投資ができる。さらに、退職時まで持つということは長期保有のメリット、収益が安定するというメリッ

トを得ることができるといふことです。

繰り返しになりますが、DCプランによる投信買付けは、強制的に月掛投資を行うことです。で、投資家の恣意的行動に伴う高値買い・安値売りを排除できるとともに、ドル平均法の効果と相まって、先ほど申し上げました「投資家利回りの向上」にもつなげられるのではないかと存じます。

以上が、DC市場に浸透する意義ですが、幸いにもゼロ年代後半以降、投信に追い風となるDC制度の変更が各国で進んでいますので少し御紹介します。

①アメリカの確定拠出年金制度の変更（二〇〇六年年金改革法）

一番目が〇六年に決まったアメリカの確定拠出年金制度の変更です。ポイントは二つあります。

一つは「オプトインからオプトアウトへ」ということ、二番目は「デフォルト・オプション」です。最初の「オプトインからオプトアウトへ」というのは、次のようなことです。

従来アメリカでは、企業型DCである四〇一kプランへの加入について、プランを実施している企業に新しく従業員が入ってきますと、「四〇一kプランへ入りますか、入りませんか」と聞いて、従業員が「入ります」と手を上げた場合にだけ四〇一kプランに加入する仕組みでした。つまり入ること（イン）を選択（オプト）した場合にのみプランに加入し、企業主はその従業員の給料から掛金を天引きできました。それを二〇〇六年年金改革法で変更して、企業は従業員が特に加入を拒否しなければ、つまり、出ること（アウト）を選択（オプト）しなければ、自動的にプラン加入者に繰り入れることができるという方式になり

ました。これによってアメリカ政府は、D C プラ
ンへの加入率を高めようとしているわけです。

二番目のポイントである「デフォルト・オペ
ション」については次のようなことです。

四〇一k プラン加入者は、掛金の投資先につい
て、各企業が決めている投資対象、十数本とかそ
ういうファンド候補の中から選ぶわけですが、従
業員が選ばない、あるいは選ばないということも
あります。従業員が選ばなかった場合、それを
「デフォルト」と言っているわけですが、その場
合の選択肢として、アメリカ労働省は「従業員が
選択をデフォルトした場合に、企業主は、従業員
の掛金を労働省が選定した対象（オプション）の
うちから選んで投資しておけば、従業員に対して
責任を負わない」というルールを決め、その対象
として三つの商品を選びました。その三つはいず
れも株式組み入れ可能商品です。

重要なことは、三つのオプションに入らなかつ
たものが何であったかということです。労働省
は、M M F ですか、米国の保険会社が提供して
いる G I C S という元利確定商品など、元本確保
商品をデフォルト・オプションに含めませんでした。
その理由として労働省は「M M F 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、四〇一k プラン資産
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
生まない恐れがある」と述べています。要は、確
定拠出年金というのは、二〇年・三〇年と掛金を
積んで運用するわけで、そういう長期運用の場合
には、元本確保商品は適切な投資対象ではない。
背後にある思想はそういうことかなと思います。

これは日本の確定拠出年金と対照的です。日本
の確定拠出年金法には「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ない」と書いてあります。つまり、日本の場合には、元本確保商品を必ず入れなさいということで、アメリカで〇六年に打ち出された考えとは真逆だと感じます。この辺は、今後、日本の確定拠出年金の制度を考えていく場合に、一つの参考材料になるのではないかと思います。

②日本の確定拠出年金に従業員拠出が可能となる方向

DC市場に関する制度変更の二番目は「日本に従業員拠出可能となる方向」です。これはもうご承知のことかと存じます。既に税法変更は通過しています。確定拠出年金法の変更案が今国会に出ています。この政治情勢です。で今国会で通るのか分かりませんが、通らなくても次の国会では

多分提出されることと思いますので、従業員拠出が可能となる方向であることは間違いないと思います。

③イギリスで自動加入方式の確定拠出年金導入（二〇一二年）

それから、もう一つ御紹介しておきたことは、イギリスで二〇一二年から始まる自動加入方式の確定拠出年金です。

ポイントだけ申し上げますと、「全勤労者を対象にして、確定拠出年金に強制加入させようとしている」ということです。厳密に言うとは強制加入というのは間違いで、一遍全員に加入させておいて、嫌な人は出られるオプトアウト方式です。

今までイギリスは、ステークホルダー年金など種々の確定拠出年金制度を取り入れてやってきましたが、あまり加入者がふえていません。行動経

経済的に考えても、人間は何十年も先の老後を考えて積み立てを始めるという決断をなかなか行わない。放っておくといつまでも進まないのも、強制的に加入させて嫌な人は脱退を認めるという制度にしようといギリス政府は考えました。そして新制度を二〇一二年からスタートさせます。先ほどのアメリカとの違いは、アメリカでは四〇一kを導入している企業を対象にオプトアウト方式を採用したのですが、イギリスは全勤労者を対象にオプトアウト方式を採用するという、かなり思い切ったことをやろうとしていることです。

先ほど述べましたとおり、投信にとってDC市場への更なる浸透は望ましいことです。そして、各国がDC制度の拡充に向けて動いていることは、投信にとって追い風となり、DC市場への更なる浸透は可能であると考えられます。

(5) 退職者のニーズへの対応

最後に、「退職者のニーズへの対応」について申し上げたいと思います。いま述べましたDC市場は、働いている年代、現役世代の市場です。その現役から退職した人達のマーケットについて考えるのは当然だろうと思います。特に今、団塊の世代がどんどん退職している、世界どこでも高齢化が進んでいるという中で、退職者市場の重要性が増しています。

退職者のニーズについては、二つあるかなと思います。一つは資産引き出しニーズです。退職者が今まで積んできた資産を引き出したいというニーズが当然あるわけで、アメリカではそのニーズに合わせて、リタイアメント・インカム・プロダクツ（退職後の所得を確保する商品）が発売されています。

その基本コンセプトは、単純に引き出すのでは

なく、「効率的に運用しながら引出す」ということとです。「効率的に」というのは、「ある程度リスクをとってリターンを高める」ということです。

これが基本コンセプトで、それによって長生きリスク、つまり「自分の想定以上に長生きしてしまつて、持っている資産がなくなつてしまう」というリスクに対応する、あるいは「インフレリスク」に対応するという商品を開発しています。こういう引き出しニーズに対応する商品の開発が一つ考えられます。

ちよつと話は跳びますが、日本の毎月分配型ファンドも、リタイアメント・インカム・プロダクトであると考えれば、納得がいく面があると思います。毎月分配型ファンドについては、複利効果が悪まるとか税金を早く取られるので不合理だという批判もありますが、これは退職者の収入を補うための商品であるというふうに考えれば、毎

月分配も合理性があると思われます。以上の「引き出し」が退職者ニーズの一つです。

もう一つは、子どもへ資産を贈与・相続するというニーズです。金融広報中央委員会が毎年行っている「家計の金融行動に関する世論調査」によりますと、日本人が子どもに遺産を残したいというニーズは意外に高いという結果がでています。

直近の平成二十一年調査によると、全世帯主の四二%が「老後の世話をしてくれるか、家業を継ぐか等に関わらず子どもに財産を残してやりたい」と考えています。そのほか「老後の世話をしてくれるならば、子どもに財産を残してやりたい」などを加えると、子どもに遺産を残したいと考えている人が六六%もいるということです。

さて、子どもに資産を相続することを前提にするならば、親子二代にわたつて資産運用が行われるわけですから、数十年単位で運用を考えること

もできる、それならばリスクをとれる運用が可能であるとも考えられるのではないでしょうか。

一般的に、退職者や高齢者の資産運用については安全第一でいくべきであるといわれ、実際にそのように行われています。しかし、あらかじめ子どもへ相続すると決めている場合などでは、親子通算で考えて数十年運用できる、それなら、ある程度リスクをとりながら、リターンを高めることを狙った方がいいのではないか、そういう考え方もできるのではないかと思ったりしています。ただ、これは独り善がりの考えかもしれません。

以上、話があちこちに跳びましたが、世界の投資信託の潮流、そして今後の方向あるいは課題について御報告いたしました。御清聴ありがとうございました。（拍手）

若林常務理事 杉田さん、どうもありがとうございます

いました。

世界の投資信託市場のダイナミックな動きを多面的に分析していただきまして、また、わかりやすく説明していただいたと思います。

それでは、ここで皆様方から御意見や御質問をお受けしたいと思います、いかがでございますでしょうか。

質問者 非常に整理された情報をありがとうございます。
いました。

お話の中で、一般ファンドの運用実績とインデックスの運用実績の比較ですが、私の記憶によると、米国では、過去運用実績が、インデックスのほうが一般ファンドよりいい。それは期間が一年じゃなかったのか、あるいは、一般ファンドの場合は経費がかかりますので、それを引いたものかわかりませんが、二つか三つ書いてありました。日本の場合は余りそう書いてないんですが、

アメリカの場合はそうだったように記憶しています。この辺はいかがでございましょう。

杉田 今のお話の中で、まず事実関係を一つだけ訂正いたしますと、ファンドの実績は基準価格です。当然ですが、経費控除後の実績です。これは日本も同じです。この辺は強調したほうがよろしいかと思います。たとえば投資顧問勘定の運用実績については経費控除前で出す場合もあると思います。投信の場合には信託報酬、それから株の売買コストなど全部引いたものでございす。まず事実関係はそうなっています。

あと、今御指摘のように、よく日本の新聞なんかでも、ファンドのほうが悪いという取り上げ方をされる場合があります。しかし、事実はずしもそうではないと私は思います。

それから、数字の出し方について、平均リターンの比較ではなく、「全ファンドのうちインデッ

クスを上回っていたファンドが何%あったか」という出し方をする場合もあります。ただ、それにしてもファンドが悪いと一概に言えないと思います。

確かにアメリカでは、インデックスファンドの支持者でありますバンガード・グループのボーグルさんなど、一般的にインデックスファンドがいんだ、アクティブ運用は勝てないんだからというふうにおっしゃっています。しかし、少なくとも過去一〇年間について見ますと、事実関係は図表13・14のとおりです。

それから、あえて言いますと、投信が分配金を再投資している計算であるため、株価指数の方も配当落ちを修正した値、つまり配当込みのリターンをとって比較していますので、公平だと思っています。

ですから、アメリカでよくそういう議論はあり

ますが、実態は必ずしもそうではないということ
でよろしいかと思えます。

質問者 ありがとうございます。

若林常務理事 よろしゅうございましょうか。ほ
かにございせんでしょうか。

質問者 今回のお話のところで、ETFについて
少し教えていただきたいことがあります。ETF
は海外で非常に伸びておるといふようなことで、
日本のETF市場は余りふえていないということ
でした。別にふえなきゃいけないということもな
いんですが、資料のほうに、現在のところはETF
がふえるような要因がないかもしれないけれど
も、この先デメリットがなくなれば、ETFは残
高が伸びるかもしれないというお話でした。その
辺をもう少し、たとえばアメリカ市場のETF残
高が非常にふえている要因がどの辺にあったの
か、今後のインプリケーションになるとしたら非

常に有用だと思えますので、教えていただけませ
んでしょうか。

杉田 先ず、先ほど数字は申し上げなかったん
ですが、資料のように世界のETF市場が一兆ド
ル、七割がアメリカという中で、日本のシェアは
二・四％です。一般の投信の日本のシェアが二・
九ですから、それよりもさらに小さいということ
でございます。

なぜETFが日本でふえないのかということに
ついては、三つぐらい理由があるかなと思いま
す。一つは、取り扱い機関が証券会社に限られて
いるということです。一般のファンドは銀行等で
幅広く販売しておりますが、ETFは今、証券会
社だけだという、言ってみれば販売チャネルが狭
いということです。それから、二番目に投資家の
認知度といいますか、ETFというものがあつ
て、こういうコストの安いファンドもあるという

ということについての投資家の認知度が日本ではまだ低いということがあります。それから、三番目に、先ほどのアメリカでETFがどうして増えているかということとの関連ですけれども、正確な統計があるわけではありませんが、ETFを売買している個人と機関投資家の内訳が、アメリカでも大体半々ぐらいと言われています。機関投資家といいますが、売買高で見るとかなりヘッジファンド等も多いと思いますが、そういう機関投資家から見ても、ちよつと差しさわりがあるかもしれません。残念ながら日本株の魅力が薄いのかなという感じもしております。

ETFの売買高について、私はまだ東京証券取引所の数字しか見てないんですが、過去数年間を見ますと、実は外人投資家の比率は下がっていますし、外人投資家による日本のETF売買額そのものが減っております。ということは、ひよつと

すると、例えばTOPIXとか、日本株インデックスに対する魅力がもう一つ足りないのかなという感じもいたします。最後のことは余り一般的には言われている話ではありません。一般的に言われている話は前の二つでございます。それでよろしうございましょうか。

質問者 ありがとうございます。特に三点目の、機関投資家とかヘッジファンドの動向に関連して、アメリカでは、ハイ・フリークエンシー・トレーディング(HFT＝高頻度取引)ファームがETFを個別銘柄との裁定取引の商材にしているので、ETFの売買が非常に伸びているという話も聞いたことがあります。日本の市場では、七月に、日本証券クリアリング機構がハイ・フリークエンシー・トレーディングファームを決済対象にするということです。東証のシステムが東証アローヘッドになり、処理能力が増大しましたか

ら、もしかしたらETFの売買が増える可能性もあるのかと思います。この辺のところは非常に興味がありまして、また、これは先々、数カ月でわかることです。その辺のところも教えていただけたら、非常に興味深いと思います。

杉田 ありがとうございます。数字をウオッチしていききたいと思います。よろしく願います。

質問者 世界の投資信託市場が長期的には非常に順調にふえているというのはよく理解できるんです。しかし、我が日本は、私も四〇年近い経験があるんですが、非常に不幸な育ち方になっているんですよ。それで、海外の投資信託というのは、設定したときは割合小さくて、だんだん大きくなるというふうに記憶しているんですが、日本は逆なんですよ。それから、保有期間も、日本はターンオーバーが多いというふうに感じているんですが、その辺の実態を日本と海外を比較して

教えていただければと思います。

杉田 まず、今の中の個別のお話で、ターンオーバーといいますか、解約率については、去年は日本もちよつと高くなったと思いますが、それまでの数年間は一貫して低下してきております。かなり改善していると思います。アメリカはむしろちよつと高まっているというような動きでございます。しかし、それにもかかわらず、アメリカなどで残高が伸びているというのは、やっぱり販売額も多いということです。

日本で投信が伸びていない一番大きな理由は、私は国内株式市場の不振であると思います。実は、アメリカの投信が非常に伸びているとは言いながら、ずっと昔から追いかけますと、一九七〇年代の一〇年間は長期低迷しております。つまり、アメリカの株価が長期低迷した時期にはアメリカの投信も伸びていません。ほかの国も大体、

自国市場の動きが悪いときには投信はふえていないですね。

今日は図を持ってきてないんですけども、過去二〇年間の主要五カ国の株価を比べてみますと、はつきりすると思います。過去二〇年というと、たまたま一九八九年から二〇〇九年になるので、バブルのピーク期を出発点にすることになってしまいましたが、それにしても、過去二〇年で見ますと、日本の株価は三分の一です。アメリカなど四カ国は全部二倍から三倍、ドイツは三・三倍ぐらいになっています。いかにグローバル投資でいこうと、投資家は毎日見聞きする日本の株価に左右される面があると思います。日本の残高がふえないことの一番大きな理由は、やはり国内株の不振かなと思います。

それから、アメリカは確定拠出年金が非常に効いているというところでございます。ヨーロッパの

ほうは必ずしもまだ大きくありませんが。

結局、ドイツにしてもイギリス・フランスにしても株価がずっと堅調で、要は、投資信託のリターンが預貯金よりも高いという状態が長く続いているということが、投信に対する信頼感といいますか、購買意欲につながっているのではないかと思います。

もちろん、日本の株価がよくなるまで何もしないということではいけないわけで、結果的にといいますか、今はグローバル投資に一つの活路を見出しているということでございます。

もう一つ、日本の株価をよくするために機関投資家として、日本の株式の基本価値、つまり企業の価値を高めるために、議決権行使もその一つですけれども、いろいろなことを企業に迫っていくことが必要でしょう。たとえば配当性向の改善とかそういう問題をふくめて、日本の企業の株式価

値を高めていくということを気長にやっていく必要があるかと思っています。ただ、それは時間がかかりますので、併行的にグローバル投資によって投資家にリターンを返していくというのは投信会社の責務ではないかと思っています。

お答えになっているかどうかわかりませんが、そんなふうに思います。

若林常務理事 よろしゅうございますか。ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで終わらせていただきたいと存じます。

杉田さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(すぎた こうじ・当研究所専門調査員)

(この講演は、平成三二年六月七日に開催されました。)