

投資信託の販売をめぐる世界の動向（要約）

杉田浩治

※ 本稿は日本証券経済研究所ホームページの「出版物・研究成果等 トピックス」欄に二〇一六年九月に掲載したレポートの要約である。紙幅の制約から図表をふくめ省略した部分が多い。詳しくはホームページの原文をご高覧いただければ幸いである。

はじめに

ここ数年、日本では投資信託の販売をめぐる議論が盛んである。曰く「販売会社は手数料の高い

商品を販売している」、「短期間での乗換え売買が続いている」、「既存商品を育てないで新商品を売っている」などの指摘が各方面からなされている。

また別のテーマであるが、若年層によるリスク資産保有比率が低いなど、未だ「貯蓄から投資へ」の進展が十分でないといった問題もある。

そこで、世界に目を向けて、主要国の投資信託（以下「投信」）の保有・販売の実態を幾つかの切り口（顧客層、販売チャネル、平均保有期間、投資家利回り、新商品と既存商品、最近の規制動向

など）から分析し、日本への示唆を求めてみた。
なお、文中の事実認識・意見は私見である。

一、販売対象市場

(1) 各国とも個人資金が中心

まず、主要国における投信の販売対象市場、言い換えれば投信の保有者構成を見ると、日・米では個人の直接保有分が五割以上を占め、保険・年金を通じる間接保有を含めると個人保有分が日本で七割、米国では九割近く⁽¹⁾に達している。一方、欧州では個人の直接保有より保険・年金を通じる間接保有が多いが、直接・間接を合計すればやはり個人が過半を占めている。

なお、日本および欧州大陸（独・仏）では、米・英に比べると金融機関・事業法人の保有比率が高く（一〜二割を占めている）、法人の資産運

用手段としても利用されている。一方、米国では、法人の投信保有は一時的余裕資金を運用するためのMMFが中心であり、本格的資産運用手段である長期投信についての金法・事法合計の保有比率は二%に過ぎない。上場企業の資本活用について、株主から「本業で高収益を得られず財テクに走るくらいなら資本を還元せよ」といった圧力が強いのではないかと思われる。

(2) 若年層への普及度が低い日本

次に投信の主要保有者である個人について、年齢別の保有比率（各年齢層について投信保有者が何%いるか）を、データの得られる日・米で比較すると、日本は特に若年層の保有比率が低いことが目立つ（六五歳以上では米国の三分の一程度であるが、三五歳未満では米国の一〇分の一以下である）。この差は、後述する確定拠出年金の普及

度の違いによるところが大きいと考えられる。

(3) 確定拠出(DC)年金市場の比重が高い米国

世界投信残高の半分を占める米国、および豪州(人口は日本の五分の一だが投信残高は日本の二倍)では、DC年金資金による投資比率が高いことは良く知られている。

統計のある米国について見ると、一五年末にはMMF・債券投信を含む全投信残高のうち四六%がDC年金(四〇一(k)など職域型と個人型のIRA)資金で占められており、株式投信に至っては六一%がDC年金資金となっている。

DC制度へは就職後すぐに加入することが多い。米国ではDCの普及度が高く、しかも資産を投信で運用する割合が高い⁽²⁾ことが、前述の「若年層でも投信保有比率が高い」ことに寄与し、また後述する「米国投資家の平均保有期間が日本より

長い」ことの一因となっている。

また、米国ではDC年金口座の獲得は業者側のメリットも大きいと理解されている。すなわち「四〇一(k)ビジネスは収益機会が三度ある」と言われる。「第一に、契約を取れば毎月しかも長期にわたって安定資金を導入できる、第二に契約者が退職した時に大きな資金の運用に関われる、そして第三は相続(顧客の家族との取引につながること)である」。

(4) 重要性を増す退職者(高齢者)マーケット

(3)のDC年金は、退職前の資産形成段階(現役世代)の市場であるが、一方で、①世界的に団塊世代の退職が進み、②平均余命が伸長する中で、退職後世代(高齢者)市場の重要性が増している。言い換えれば、①高齢人口の増加、②退職後の生存年数(資産管理年数)の長期化という二つ

の要因が重なって退職者市場が急拡大している。

そして②に関しては二つのテーマがある。

(イ) 資産を「運用しながら」取崩すニーズの拡大

数十年前のように、引退後の生存年数が短い
えに金利が高かった時代には、老後の資産運用は
預金等の安全資産で良かった。しかし、平均余命
が劇的に伸びて「退職時の資産を枯らさずに維持
すべき期間⁽³⁾」が長くなる一方、金利は著しく低下
してしまった。

したがって、退職後も資産を預金など安全資産
一辺倒でなく「効率的に運用しながら」取り崩し
ていく必要に迫られている。このニーズに対する
ソリューション（解決手段）を提供することは、
資産運用業界に課せられた大きなテーマであり、
見方を変えれば資産運用業界に大きなビジネス
チャンスをもたらしている。⁽⁴⁾

(ロ) ファインシヤル・ジェロントロジー（金融老

年学）の活用

日本の個人金融資産の約六〇％は六〇歳以上が
保有していることが示すように「高齢者の保有金
融資産が大きい」一方で、高齢者の金融リテラ
シーが低いうえに加齢とともに認知・判断機能が
低下する（認知症も増える）ため、「高齢者の資
産運用能力が不十分だ」という問題がクローズ
アップされている。

この問題に対処するため、「高齢投資家保護」
の必要性が高まっていることは先進国共通であ
る。米国では〇〇年代中ごろから金融規制当局や
業界団体が様々な取り組みをしている。日本でも
一三年に日本証券業協会が「協会の投資勧誘、
顧客管理等に関する規則」の中に「高齢顧客に対
する勧誘による販売」の規定（第五条の三）を設
けるとともに、会員向けに詳細なガイドラインを

制定して、七五歳以上の顧客向け投資勧誘に丁寧な取り組みを求めることにした。銀行・保険業界でも自主規制を強化している。

上記は、金融機関の営業規制に関わることだが、一方で高齢者の資産を詐取などの被害から守るため、金融機関の協力態勢を整えようとする法整備や、新商品開発の動きもある。

米国では一六年七月五日に「Senior Safe Act 2016（意識すれば「高齢者資産安全確保法」となるか）」が下院を通過した。これは、米国で高齢者の金融資産詐取の半分以上が実は家族・友人・介護者によって行われている事実⁽⁵⁾をふまえて、高齢者の資産移動等について異常な動きがあった場合（詐取などの被害にあったと想定される場合）に、金融機関等が当局に通報することについて個人情報保護の例外とし、通報を促そうとするものである。

また新商品開発について、日本で三菱UFJ信託が一六年六月三〇日から「認知症へ備え資産保護を図る」ねらいから、厳重な解約制限のある信託商品の販売を開始したなどの動きがある。

さらに、米国金融サービス業界においては、老齢期および老齢化プロセスの研究であるジェロントロジー（老年学）と、ファイナンス（金融）を組み合わせた「フィナンシャル・ジェロントロジー」（金融老年学）への取り組みが進んでおり、ジェロントロジーを冠する大学との提携などを通じ、投資家の高齢期を包括的に捉え、支えようとする動きが広がっているとのことである⁽⁶⁾。

(5) 外国市場への進出もすすむ

略

二、販売チャネル（販売主体と販売方法）

投信の販売チャネルの分析にあたっては、(1)証券・銀行といった販売主体別の切り口と、(2)人の助言付きか、インターネット活用かなど、販売方法別の切り口とがある。

(1) 販売主体

投信の販売主体について、米国では前述のようにDC年金経由の販売が増加していることから、ICI（米国投信協会）は、投資家の購入経路を、先ず①四〇一（k）など職域DC年金プラン経由と②それ以外に分けたうえで、②について誰を経由しているかを調査している

一五年現在では、①職域DC年金プラン内だけ

で投信を購入している投資家が四〇%、②それ以外の投資家が六〇%（職域DC年金プラン外だけで購入している二〇%と、職域DC年金プランとそれ以外の両方で購入している四〇%の合計）となっている。

一方、DC年金が未発達の日本や欧州大陸（独・仏など）では、販売チャネルを銀行・証券など販売主体別で区分することが一般的であり、日本は証券・銀行中心、ユニバーサルバンキング制度をとる欧州大陸では銀行が中心であることは良く知られている通りである。

そして、日本以外では、IFA（独立フィナンシャルアドバイザー）が活躍しており（米国では職域DC以外の購入経路において銀行より独立FPの利用度が高い）、また投信会社の直接販売も一定の役割を果たしている。

図表1 現在の投信販売チャネル

販売方法 販売主体	助言付き		助言なし (ネット取引)	DCプラン経由	他商品経由	
	人	ロボ			ファンドラップ	変額年金保険
証券会社						
銀行						
保険						
IFA						
投信会社(直販)						

〔出所〕 主に米国・日本の状況をふまえて筆者作成。

(2) 販売方法

販売方法（投資家から見れば投信購入方法）については、大きく分けると、(イ)証券・銀行等の外務員やIFAなど「人（米国流に言えば投資助言者）」の助言付きと、(ロ)人の助言がないインターネット経由がある。

そして最近、(ロ)のインターネット経由であるものの、コンピューター・プログラムにもとづく簡単な助言サービスが付く「ロボ・アドバイザー」の利用が急速に広がりつつあることは周知の通りである。

このほか、間接的销售方法として、他のサービスや商品（ラップアカウントや変額年金保険）を通じる経路もある。

(3) 販売チャネルのまとめ

以上述べてきた(1)販売主体と(2)販売方法をマト

リックスの形にまとめると図表1のようになる（網掛けが濃いほど取扱開始時期が早いこと、白地はほとんど存在しないと思われることを示している）。

歴史的にみると、一九六〇年代位までは、投信先進国の米国においてすら投信販売チャネルは左上の箱（証券会社の外務員）に限られていた。その後、投信へのニーズの拡大、規制緩和、ＩＴの進歩などにより、投信販売チャネルは多様化の一途をたどった。言い換えれば、投資家と投信との接点が大きく広がり、それが更なる投信市場の拡大に結び付いた。

さて、今後は図表1の中でどの部分が拡大していくのだろうか。

縦軸の販売主体については、今まで世界的にＩＦＡがシェアを伸ばしてきた。しかし、欧州では後述する規制の変化（ＩＦＡが商品発行会社から

販売報酬を得ることを禁止）により、ＩＦＡの数の減少や、ＩＦＡの対象顧客の絞り込み等が進む可能性がある。

また横軸の販売方法については、ロボ・アドバイザー取引の利用拡大⁽⁷⁾、米・豪・日などでＤＣプラン経由の販売増が見込まれるほか、日本ではファンドラップの急拡大が進行中である。

そして、フィンテックの進展などにより今後、図表1に掲げていない新しいチャネルが生まれる可能性もある。たとえば、販売主体についてグループ・アマゾンなどＩＴ関連企業の参入が考えられ、販売方法として日本で既に職場ＮＩＳＡが始ま⁽⁸⁾っている。これらの販売チャネル拡大によって、今まで貯蓄しか行っていなかった人々が投資に向かうことが期待される⁽⁹⁾。

三、販売規制の変化および投資家

コスト

(1) 販売規制の変化

最近、欧米では金融商品販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための規制が導入されている。

具体的には(i)英国におけるリテール投資商品販売制度改革 (Retail Distribution Review、略称RDR、一二年末から実施)、(ロ)欧州連合 (EU) の第二次金融商品市場指令の制定 (MiFid II、一八年一月実施予定)、(ハ)米国労働省による「退職準備投資に関して証券会社などにも受託者義務を適用する規則」の制定 (一八年一月に完全実施予定) である。

いずれも投資勧誘にあたって「販売者が自らの

収入の多い商品を売るなどによる投資家との利益相反を防ぐこと」を意図している。

上記(i) (英国) においては非独立をふくむFA (フィンアンシャル・アドバイザー) が、(ロ) (EU) においては独立FAが、それぞれ商品の発行者からコミッション等を得ることを禁止している。その主旨は、今までFAによる顧客へのアドバイスの対価が、販売商品の発行会社から支払われる販売報酬でまかなわれていたことを止め、アドバイスの対価を顧客から直接受取る仕組みにすることにより、販売報酬率の高い商品を売ろうとする利益相反を排除することにある。

また(i) (米国) においては、退職準備投資商品の販売者に対し、従来からの「適合性原則」だけでなく、自らの利益より投資家利益を優先する「忠実義務」をふくむ「受託者責任」を課すこととしている。

なお、以上のような規制変更に関連し、投資家がどう考えているかは別問題である。たとえばF Aへの報酬支払方法について興味深い調査結果がある。カナダ投信協会の委託により調査会社P O L L A R A社が一五年にカナダの投資家を対象に行った調査⁽⁹⁾によると、F Aを通じて投信を購入する場合、F Aへの報酬支払方法について(イ)「ファンドのフィーとして(投資リターン)の低下は承知のうえで」間接的に支払う方がよいか、(ロ)「F Aの継続的サービスに対するフィーとして、直接支払う方がよいか」の問いに対し、五一%の投資家が(イ)を選択し、(ロ)の方がよいと答えた投資家は三七%であった(一二%は分からないと答えた)という。

英国およびE Uの新規制に対しては「F Aの数が減少する」「小口投資家がアドバイスを受けられなくなる」「販売業者が取扱商品を限定する結

果、〇〇年前後から進んできたオープン・アーキテクチャー⁽¹⁰⁾が後退する(投資家の商品選択肢が狭まる)などのデメリットを指摘する向きもある。規制当局の今後の対応が注目される。

(2) 投資家コストの内容と変化についての考察

略

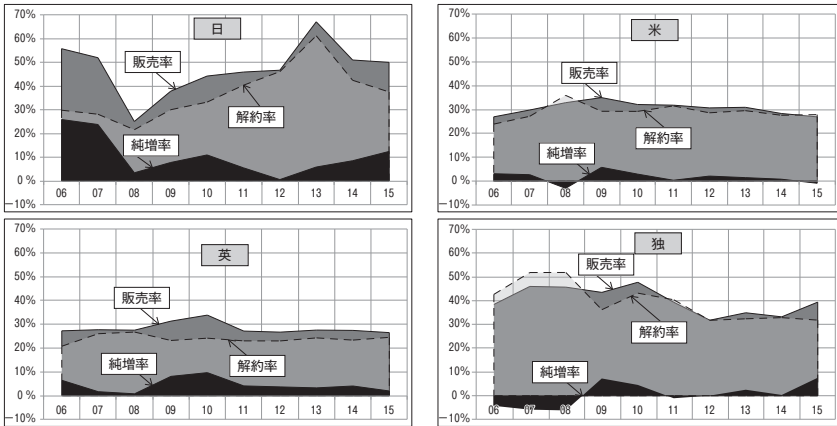
四、平均保有期間、販売額・解約額・純増額の関係

(1) 投資家の平均保有期間

日本では、投信について投資家の平均保有期間が短いと指摘されることが多い。外国ではどうだろうか。

長期投信(株式投信・債券投信・バランスファンド)の合計(ETFを除く)についてデータの入

図表2 長期投信の販売（設定）・解約・純増の関係



(注) いずれも、各年の販売・解約・純増額を平均残高（前年末と当年末の平均）で除して得た率である。英国はデータの制約上全ファンド合計、独の解約額は販売額－純増額によっている。
〔出所〕 日・米・英は各国投信協会データ、独はブンデスバンク統計月報。

手が可能な米・英・独の過去一〇年間の実績を日本と比較すると、二〇一〇年までは独の平均保有期間が短いことが目立つが、一二年以降はおおむね英が四年台、米・独が三年台で推移している。これに対し日本は、〇九年以降に短期化が目立ち、一三年に一・七年まで落ち込んだ。その後は反転して一五年には二・七年となった。なお、英のISA (Individual Savings Account、日本のNISAが参考にした税優遇のある個人資産形成促進制度) 保有分については、過去一〇年間平均で八・三年と長くなっている。

(2) 販売額・解約額・純増額の関係

次に、各国の長期投信（ETFを除く）の販売額・解約額・純増額の間を見比べると図表2の通りである。国別の規模の違いを調整するため残高に対する比率で比較するとともに、目盛を統一して

視覚的に捉えられるよう試みた。

図表2から指摘できることは次の通りである。

①日本は米・英に比べ、大量販売・大量解約の傾向が見られる。

一〇年間の平均を算出すると、販売率（各年販売額の各年平均残高に対する比率）は日本が四七・六％、米が三〇・五％、英が二八・三％、独が四〇・〇％であり、解約率（各年解約額（日本は償還額を含む）の各年平均残高に対する比率）は、日本が三七・一％、米が二九・一％、英が二三・九％、独が三九・五％となっている。

②次に、販売額から解約額を差し引いた純増額の平均残高に対する比率（純増率）で見ると、日本は他国に比べ圧倒的に高く（一〇年間平均で日本が一〇・五％、米が一・五％、英が四・四％、独が〇・五％）、多くの資金獲得に成功していると見ることが出来る。

③〇八年のリーマンショック時には、他国で解約率が上昇した中で日本は解約率が低下していた。他国のような狼狽売りは¹²⁾少なかったと見ることもできる。ただし、販売額も減っており、日本は全般に模様眺めであった。

④なお、米のETFについてICIが販売・解約のデータを発表していないため、前述の分析はETFを含まないデータで行っている。

しかし、米においては近年、株式ファンドを中心に投資家資金が従来型ファンドからETFヘシフトしている。ETFの設定から解約を差し引いた純発行額データはあるので、これを加えた純増率（「ETF込みの純増額」の「ETF込みの平均残高」に対する比率）を計算すると一〇年間平均で二・九％となり、前述のETFを含まない一・五％より高い値となった。

五、新商品か既存商品か、自社商品と他社商品

日本は米国などと比べると投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模にくらべファンド数が極端に多くなっている。

募集が新商品に偏っているかどうかは、募集金額のうち新商品と既存商品の内訳で見らるべきであるが、金額の国際比較データを入手できなかったため、年間の新商品設定本数を投信市場の大きさ（残高規模）と関連付けて日米比較すると次の通りである。

一五年の新商品設定本数は、日本が七〇九本、米国は八六七本（いずれもETFを含む¹³⁾）であった。一五年末の残高規模は米国の二、一三八兆円を一〇〇とすると日本の九八兆円は五に過ぎない

のに対し、新商品設定本数は米国を一〇〇とすると日本は八二であったことになる。

日本では、消費者が投信に限らず一般的に新商品を好む傾向があることにもよるが、販売会社の意向が強いと指摘される新商品設定数が多い。このため、世界主要五か国の中で日本の現存ファンド数は相対的に多く、したがってファンド一本当りの規模は一六七億円（米国は二、二〇二億円）と五か国の中で最も小さい（コスト高となる）結果を招いている。

しかし、最近では日本でも新商品より既存商品の販売を重視する販売会社や、「製造者責任」を意識する投信会社も現れてきた。こうした傾向がさらに広がることを望みたい。

また蛇足であるが、世界的に証券のリターンが低下している現今の厳しい投資環境下において、新しい投資理論やAIを活用した画期的な商品

（真の意味での新商品）の開発を促進すべきことは当然であろう。

自社商品と他社商品

略

六、投資家利回り

投信販売に関連する問題として、近年「投資家が投信を高値で買って安値で売っている結果、投資家利回りがファンド利回りより低くなっている」ことがよく指摘されるようになった。

米国モーニングスター社は、数年前から米国投信の投資家利回りとファンド利回りの実績を公表している。一五年末に至る一〇年間の米国投資家の長期投信への投資実績は加重・年平均リターンで四・三五%と、長期ファンドの平均リターン

四・八八%を下回っていた。⁽¹⁴⁾

さらに欧州における分析として、フィナンシャルタイムズ紙は、独ゲーテ大学の研究によると、小口投資家のETFへの投資リターンが（頻繁に売買し、そのタイミングが悪かったため）市場平均を大幅に下回っていたと伝えている。⁽¹⁵⁾

このように世界的に投資家利回りがファンド利回りより低い理由は、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、またはその両方にある。

これを改善するには、積立投資をさらに推進すべきであろう。定額投資を継続すれば、「安い時に多くの量を買ひ、高い時に少ない量を買う」ドルコスト平均法の効果⁽¹⁶⁾により、上記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できる。すなわち、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でくる。

なお、DC口座を通じる投資は一種の強制的積立投資であるから、その普及は投資家利回りの向上にも貢献しよう。事実、前述のモーニングスター社による投資家利回り分析においても、四〇一(k)プランを通じる継続買付が多い「ターゲット・デット・ファンド」については、一〇年間の投資家平均リターンが五・一六%で、ファンド利回りの四・四二%を上回っていたことが示されている。

まとめと日本への示唆

以上述べてきた世界の投信販売に関する動きを要約し、そこから得られる日本への示唆を述べると次の通りである。

(1) ① 販売対象は個人中心

投信の販売対象は各国とも個人中心である。日本や大陸欧州などでは金法・事法の投信保有も一割を占めているが、企業の資本有効利用について株主からの圧力が強い米国では法人の投信保有は少ない。

日本についても、上場企業株式の海外投資家保有比率の上昇、国内機関投資家のスチュワードシップ・コードの履行がすすむ中で、企業の資本利用に関する株主の監視が強まることも想定される。公募投信について個人中心に販売することを貫くべきであろう。

(1) ② 米国では若年層も投信保有比率が高い

日本は米国にくらべ、特に若年層の投信保有率が低い。NISAやDCなどをフル活用して未来の投資家を育てるべきであろう。

(1)―③ D C（確定拠出）年金による投資が増大している

世界の投信残高の半分を占める米国では、株式投信残高の六割がD C年金資金によって保有されている。D C年金は長期安定資金であるうえ、毎月定額投資（ドルコスト平均法）により投資家利回りを高める効果も期待される。さらに若年層の投信保有を高めるうえでも有効である。

また、米国では四〇一（k）ビジネスは業者のメ리트も大きい（前述の通り「収益機会が三度ある」と理解されている）。

日本でも一七年以降、D C年金制度が拡充され、その資産運用方法についても元本確保型に偏重している現状を是正する方向になっている。D C年金市場への本格展開を図る絶好の機会である。

(1)―④ 重要性を増す退職者市場

「高齢人口の増加にともなう市場の拡大」と「退職後の生存年数（資産管理年数）の長期化にともなう市場の拡大」の相乗効果により、退職者（高齢者）市場の有望性が高まっている。

退職者にとっては、「健康寿命」と並んで「資産寿命」を伸ばすことが課題となっており、「フィナンシャル・ジェロントロジー（金融老年学）」も活用して、こうしたニーズへのソリューション（解決手段）を提供していくことは金融サービス業界の使命であり、また大きなビジネスチャンスでもある。

高齢化で世界の先頭を行く日本においてこそ退職者支援ビジネスが充実してもよいのではないか。

(1)―⑤ 外国市場への進出

投信市場が成熟化している先進国の投信会社

は、新興国など外国市場への進出志向を強めている。
る。

投信の普及度がまだ低い日本においては、国内における投信ビジネスの成長余地は大きいと見ることもできる。しかし、日本の家計金融資産は、経済成長の鈍化・個人所得の伸び悩みを反映して米・独などにくらべ大きな増加を期待できない（一五年に至る一〇年間の金融資産年平均増加率は米国四・三%、独二・六%に対し、日本は〇・九%である¹⁷⁾）ため、国内市場の天井は低いと考えざるを得ない。

日本の投信会社にとっても地の利のあるアジアなどに大きなビジネスチャンスがあると言えよう。

(2) 多様化する販売チャネル

投信の販売主体は、昔からの証券会社のほか、

投信会社（直販）・銀行・IFAなどに広がり、投資家の購入方法も投資助言者（人）を通じるほか、インターネット経由（ロボアドバイザーを含む）、ラップアカウントや変額年金保険を通じる方法など多様化している。

日本では①IFAの普及度が低く投信販売にほとんど参画していないこと、②投信会社直販の比重が小さいことを指摘できる。①については、投資家がフィーを払って投資アドバイスを得ようとする風土になっていない状況を変えていく必要がある。②については独立系投信会社の更なる増加が望まれるほか、その他の投信会社においてもフィデューシャリー・デューティーを徹底する中で、「投資家と直接結びつく」ことの種々のメリットを再評価しても良いのではないか。

販売方法については、フィンテックの一層の活用が鍵となろう。

(3) 販売規制の変化および投資家コスト

最近、欧米では金融商品販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための措置が導入されている。また、販売業者の収入について「売買コミッションから対残高フィーへ」の変化が続いている。

日本では、金融庁から「投資チェーンに係る全ての主体がフィデューシャリー・デューティーを遂行すべきである」との方針が提示されている。販売会社においては、残高重視の営業などにより、投資家の利益と自社の利益を一致させる方向へ一層の努力が求められる。

(4) 大量販売・大量解約の傾向がある日本

投資家が投信を保有する平均期間は、おおむね英が四年台、米・独が三年台で推移しているのに対し、日本は二年台となっている。

日本は大量販売・大量解約の傾向が見られ、差

引純増率は米・英・独より大きいものの、大量販売によって支えられている側面がある。今後はNISAやDCを活用した積立投資の推進等により長期安定資金の導入を徹底することが望まれる。

(5) 新商品と既存商品

日本は米国などと比べると投信営業が新商品に偏っており、その結果、残高規模にくらべファンド数が極端に多くなっている。

米国では、投資家、販売者とも最低三年程度の運用実績がある既存ファンドを購入・販売することが一般的であり、投信会社も「小さく生んで大きく育てる」商品政策を貫いている。欧州では前述のMifid IIに、金融商品販売会社に対して「販売商品の顧客への適合性を販売後も継続的にチェックすることを義務づける」規定が入る見込

みであり、むやみに販売商品の数をふやせなくな
る可能性がある。

日本でも既存商品の販売を重視する証券会社
や、「製造物責任」を意識する投信会社も現れて
きた。既存商品を大事にする姿勢をさらに徹底す
ることが望まれる。

(6) 投資家利回りの向上

世界的に投資家利回りがファンド利回りより低
いという問題がある。これを改善するには、ドル
コスト平均法のメリットを生かす積立投資の推進
が一つの方策である。

日本でもNISAおよびDC年金制度をフルに
活用して積立投資を一層推進すべきであろう。

(注)

(1) ICI (米国投信協会) は、2016 Investment Company

Fact Bookの中で、米国投信残高の八九%が個人によって
保有されていると記述している (同 Fact Book 29頁)。

(2) ICIによれば、一五年末現在で四〇一(k)など職域型
DC資産の五四%、IRA (個人型DC) の四八%が投信
で運用されている。

(3) 野村資本市場研究所・野村亜紀子氏は「平均寿命」「健康
寿命」と対比して「資産寿命」と表現されている (野村亜
紀子「高齢社会の個人向け投資サービス」『三田評論』慶応
義塾 二〇一五年一月号)。

(4) 金融サービス業界にとつての退職者マーケットの重要性
については、杉田浩治「重要性高まる「退職後の資産運
用・引出し支援ビジネス」(日本証券経済研究所ウェブサ
イト「出版物・研究成果等 トピックス」欄二〇一四年五
月登録レポート) 参照。

(5) SIFMA (米国証券業金融市場協会) が、Senior Sale
Actの立法を推進する二人の上院議員宛に送った「同法を
支持する」旨のレターの中で指摘している (<http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=8589958260>よりダウンロー
ド)。

(6) フィナンシャル・ジェロントロジーについては、野村亜
紀子、荒井友里恵「米国のフィナンシャル・ジェロントロ
ジーと日本への示唆―高齢投資家への包括的アプローチの

- 模索」『野村資本市場クォーターリー』（野村資本市場研究所 二〇一五秋号）に詳しく解説されている。
- (7) 経営コンサルティング会社A.T.カーニーは一五年六月に発表したレポートの中で、ロボ・アドバイザーが運用する資産額は一六年末の〇・三兆ドルから年率六八%で成長して二〇年には二・二兆ドル程度に達する可能性があるとする想いづゝる (Insights from the A.T.Kearney 2015 Robo-Advisory Services Study “Hype vs. Reality: The Coming Waves of “Robo” Adoption” (June 18, 2015))
- (8) ただし、証券子会社などを設立して参画することになろうから、販売主体の業態は変わらないと想定される。
- (9) A.T.カーニー社は、前述のレポートの中で、ロボ・アドバイザーの普及によつて、現預金などは投資に振り回されていない金融資産が投資に向かうと見ている。すなわち、ロボ・アドバイザーが運用する資産額は二〇年には二・二兆ドル程度に達する可能性があるが、二・二兆ドルのうち一・一兆ドルは現預金などからシフトする資産と計算してゐる。
- (10) “Canadian Investors’ Perceptions of Mutual Funds and Mutual Fund Industry 2015” (<https://www.ifcca/wp-content/uploads/2015/10/IFIC-Pollara-Investor-Survey-October-2015.pdf/11879/>)
- (11) 投信ビジネスにおいてオープン・アーキテクチャーとは、販売者と運用者が系列関係を超えてオープンに結びつく（販売会社が自社系列にこだわらず幅広い投信会社のファンドを販売する）ビジネス・スタイルを指す。
- (12) リーマンショック時に、米国では四〇一（b）口座においてすら株式部分を全部売り払ってしまった加入者が存在した。フィデリティ社の調査によると、同社が管理する四〇一（b）口座において〇八年一〇月〜〇九年三月の間に株式部分を全部売却した人が一七、〇〇〇人いたという。ただし同社の口座管理数は当時七一〇万であったから比率としては二%以下である（“Dumping stocks in 2008 hurt savers, says Fidelity” <http://www.seattletimes.com/business/dumping-stocks-in-2008-hurt-401k-savers-says-fidelity/>）
- (13) 米国のETF新設本数についてICIの統計にはないため、ドイチェバンク “ETF Annual Review & Outlook” January 21 2016の10頁記載の「一五年に二七九本」を利用してみた。
- (14) “Encouraging Signs for Target-Date Funds” <http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=748653>
- (15) 一六年二月一日付フォナンシャルタイムズ紙 <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/0c4278aa-c366-11e5-808f->

8231cd71622ehum1#axzz46F6hXXH yR。原典は“The Dark Side of ETFs and Index Funds” Utpal Bhattacharya, Benjamin Loos, Steffen Meyer Andreas Hackethal and Simon Kasler, March 2013, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2282982>。

(16) 日経平均株価の例で計算すると、一五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、七九二円であるが、定額投資を行ってきた場合の平均買付コストは一四、六八二円と計算される。

(17) 日本の家計金融資産が伸び悩んでいることについては、杉田浩治「世界の投信三〇年の変化と今後の課題」六〇七頁（日本証券経済研究所ウェブサイトに「出版物・研究成果」トピックス」欄掲載レポート）参照。

（すぎた こうじ・当研究所特別嘱託調査員）