

世界の投信ビジネスの動向

一〇〇〇年以降の変化を中心にして

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ひいたします。

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。

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。

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。

が、今日の投信につながるものとしては、一八六六年にござります。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、運用といふ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ページをご覧下さい。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います。

他方、長期債利回りは、ほぼ一貫して下がっています。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ページをご覧下さい。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たものです。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

世界の投信ビジネスの動向

に株価の上昇カーブが異なっています。前半、急

増加です。

な右上がりのカーブであったのが、後半はなんだら
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・六兆ドルから二〇一六年の三六・八兆ドルへと三・二倍に増えています。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%

(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ています。グレーが投資家の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つています。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とも増える傾向にあります。これを、内部成長と言つたり、自己増殖と言つ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計算されます。したがいまして、これが増えれば、つまり顧客がもうかれど、業者の収入も増加するという、顧客と業者のウイ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%程度となつてゐる一方、アメリカの分配率は三%から五%程度となつていています。

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

世界の投信ビジネスの動向

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。非常にもつたいたいことではないかと思います。

(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ページをご覧下さい。一九九九年から二〇〇二年のI T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、債券ファンダ、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ようかと思います。

(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ていきます。資料10ページをご覧下さい。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います。今、I I F A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、新興一七ヶ国と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

(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、アメリカよりも低くなります。

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

世界の投信ビジネスの動向

(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、ETF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ETFの毎年の資金純増額を表しています。斜線が、ETF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ETFに資金が振り替わるという事態が生じているわけです。

(ETF成長の要因)

それでは、なぜETF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「コミニッシュョンからファイー」への転換、アメリカにおける税のメリットの存在が挙げられます。の中でも、最大の要因は、ETFのコストが低いことです。普通の投信ですが、ETFの購入コストは、株式売買委託手数料と同様、わずかなものにとどまります。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、ETFが急成長している最大の要因ではないかと思います。

昨年、プライスウォーターハウス・クーパース（PwC）が出したレポートでは、ETF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ています。この期間中、金利は世界的にはボトムとなり、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きます。

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%に上つ

(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ページをご覧下さい。アメリカではDCが発達しております。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（IRA）のうち投信で運用されている割合を表した

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

(コミッショングからファイーへの流れ)

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つて、コミッショングからファイーに転換してき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グ、つまり販売手数料を受け取つています。一九八〇年代以降、コミッショングに加え、ファンドの資産から販売会社に、残高に対するファイーを支払うことが認められるようになります。「12b-1ファイー」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、ファンシシャルアドバイザー（FA）が預かり資産残高の一%ないし一・五%のアドバイスファイーを、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つてきています。

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つて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、ストラテイジック・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、「FAが顧客から直接受け取る対残高ファイーは、年一・〇から一・五%、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二%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收受している」とされています。さらに、「ブローカーは、

ファイーベース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、ファイーベース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。

「プ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、ファイーベース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%の販売手数料をとっても、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、毎年一%の残高フリーを取つ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。

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、残高ファイーベースの方が顧客の利益に合致すると指摘しています。

ストラテイジック・インサイト社のレポートのその後の部分では、「ファイーベースへの移行の結果、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。

こうした認識を背景に、販売会社が積極的に

(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、相場が上がつてファンドの基準価格が上がれば買い、相場が下がつ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。棒グラフは株式投信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すに株式のリターンが上がると株式投信に資金が流入し、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。

アメリカのモニニングスター社の分析によりますと、昨年末までの一〇年間、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%であったのに對し、投資家リターンは六・八七%にとどまつたとされています。

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つています。

(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になります。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、平均単価を下げる事ができるためです。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つてしまふからです。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つ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、ファンドによつても、会社によつても異なつていました。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。これにも、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シャツ」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。バック分がカットされ、純粹に運用会社に対する

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シエアの販売手
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（12b-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、つい先日の六月九日に施行
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、金融庁がファイデューシヤリー・
デューティーを強調するようになつており、今年
三月には「顧客本位の業務運営に関する原則」が
公表されたことは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
ページをご覧下さい。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・パー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

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。

次に、資産運用の変化について見てていきます。

（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が七・九%であったのに対し、今後の二〇年間は四・〇%（六・五%）以下にな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

（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ページをご覧下さい。ここでは、アメリカの株式投信だけを見ておりますが、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ページをご覧下さい。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、二〇一二年までの増加率の見通しを掲げています。アクティブ運用が三一%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、二〇一二年の残高内訳は、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

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、今年はよかつたと言つても、投資家からはたまたまそうだったよう位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リピートできるような、投資プロセスを確立しておく必要があるということを言つておるわけです。

(ファクター投資の増大・A I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ページをご覧下さい。

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

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エートを高めるなど、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です。なぜなら、投信はDCの運用手段として最も適性を發揮するからです。資料34ペー

ジに書いてありますように、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えます。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つてくること、二つ目

は、退職時にまとまつた資産の運用に関わることができるのこと、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つて、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、放つておきますと、高値

で買って安値で売ることになります。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。定額積立投資によつて、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。

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づつ投信に振り向けてもらうことによつて、投信保有率の向上につなげることが可能になるはずです。

(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ことになります。

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

世界の投信ビジネスの動向

当込TOPIX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、この一六年間の年平均で、配当込TOPIX騰落率は五・四%、国内株ファンド騰落率は六・五%となつており、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つてきました。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つてくれるようになりました。日本につい

(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うことです。もう一つは、もしそれができるなら、ETF市場に参画するし

かないだろうと言つています。

それでは、日本はどうすればよいのでしょうか。PWCも言つておりますように、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。ファインテックや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、こ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、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ことが考えられるのではないかと思ひます。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つてくる資金であると言つています。

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。その報酬率を見ると、運用会社以外の報酬も含めて〇・八八%となつており、ETFの平均が〇・一二三%であるこ

世界の投信ビジネスの動向

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E.T.F.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シスポイントであったのが、二〇一五年には六八ベーシ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

（販売報酬）

五つ目は、販売手数料から対残高フリ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ぬことがあります。それは、アメリカでも、全てが販売手数料から対残高フリ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いになつていて思われます。

対残高フリーの長所は、フリ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リーの水準です。いずれであっても、適正な水

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。

準を見出すのがこれからの大きな検討課題になりります。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、ストラテイジック・インサイト社のデータでは、アメリカにおけるFAの対残高フリーは、一%～一・五%と言われています。また、先ほど申し上げましたが、アメリカにおけるTシャエアでは、販売手数料率が一・五%，毎年の販売会社報酬が〇・二五%とされています。この他、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リーは〇・七%～一・七%で、標準が一%程度と言われています。

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。だつ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げてないじゃないか」と言っています。最近話題になつてているファイデューシャリー・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、それに見合つたフリーを受け取ることはファイデューシャリー・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、高所得者の代表例でもあります。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した。

(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つてきました。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、G20諸国の一人当たりG

D Pと投信残高の対GDP比率の関係を見たものです。ここでは、G20諸国の中、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GDP（ドル）、縦軸が投信残高の対GDP比率です。ここからも明らかのように、一人当たりGDPが増えると、投信残高の対GDP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GDPが増加しますと、投信残高の対GDP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GDPは、PWCが二〇一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GDP比は一%です。イギリスでは、今、一人当たりGDPが四万ドルで、投信残高の対GDP比は五八%です。仮に二〇五〇年の中国の投信残高の対GDP

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。

いずれにしましても、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。

若干時間がございますので、何か御質問等、ござりますでしょうか。

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した。

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 おつしやるとおりでして、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、株価が上がつても、すぐには投資家が戻つ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つたが、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つたのですが、いろいろな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デに人格がない、アメリカのファンデ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、日本だけではなく、ヨーロッパのファンデ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せん。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つています。さらに、受託銀行が大きな役割を担つております。また、単に資産を保管するだけではなく、委託者の指図が法律に則つ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、ファンデごとに取締役会が置かれているわけではなく、全ファンデ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、投信運用会社自身の取締役会とファンデ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。

したがいまして、日本でも、あえて会社型にしなくとも、契約型ファンデにおいて、ファンデ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つて、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ヤ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F R B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つている状態で、その日の引け値で購入することが可能になるのです。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つてしまふ（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、夜間になつて、その日の引け

世界の投信ビジネスの動向

値で注文を受けるという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。大スキヤンダルであり、不正に加担した投信会社からは、その後まとまつた資金が流出しました。

つまり、幾らガバナンスの形を作つても、魂が入らないことにはうまくいかないということです。

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ヤンダルを見ておりますと、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いました。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が、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できること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、業者と顧客の間でワイン・ワイ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。

その他に御質問等は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。

「資本市場を考える会」資料

世界の投信ビジネスの動向 －2000年以降の変化を中心に－

2017年6月12日

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 杉田浩治

1

本日のご報告の流れ

1. 世界の投信残高の変化
2. 商品の動向
3. 販売面の変化
4. 資産運用の変化
5. 日本の投信ビジネスへの示唆

(注)報告中の事実認識・意見等はすべて私見です。

2

1. 世界投信残高の変化

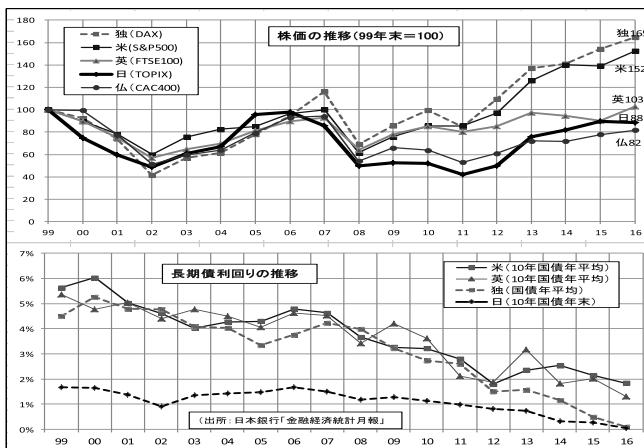
(参考)2000年以降の投資環境

- ①残高全体の変化
- ②増減の要因
- ③商品別の変化
- ④地域別の変化

(注)投信についての原データは、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

(参考)2000年以降の投資環境

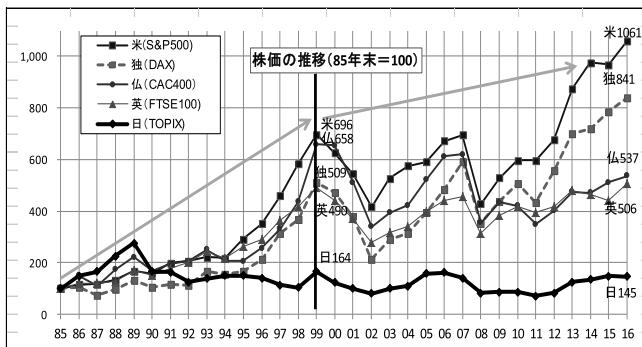


4

世界の投信ビジネスの動向

(参考)2000年以降の投資環境

(その前の十数年と比べると…)

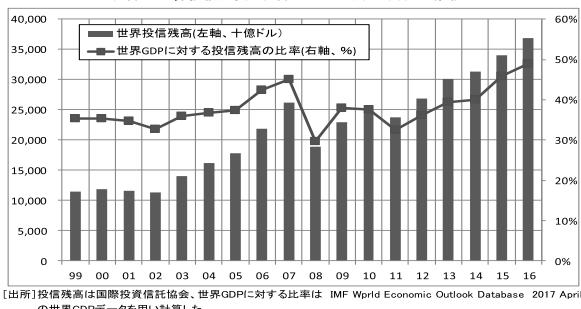


5

1-①世界全体の投信残高の変化

世界の公募投信残高は99年末の11.6兆ドルから、16年末に36.8兆ドルへ3.2倍に増加し、世界GDPに対する比率は35.3%から48.9%へ拡大した。

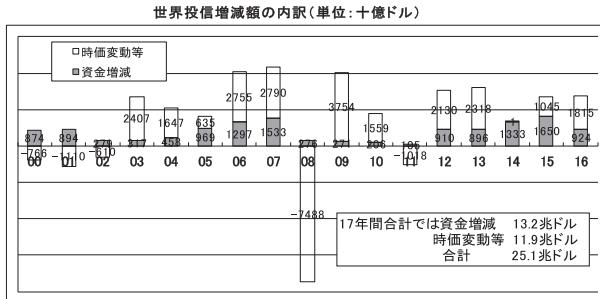
世界の公募投信残高と世界GDPに対する割合の推移



日本の公募投信残高は99年末の51.4兆円から、16年末に96.6兆円へ1.9倍の増加、GDPに対する比率は9.9%から18.0%へ拡大に止まった。

6

1-② 投信残高増減の要因 （「資金流入」と「値上がり等」がほぼ半々）



〔出所〕国際投信協会データより作成

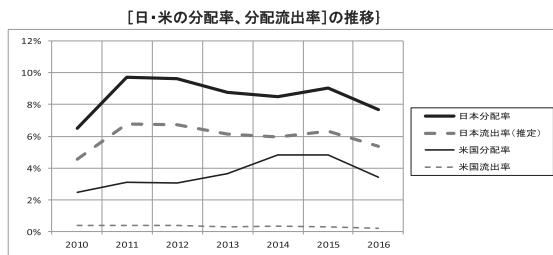
日本は17年間合計で、資金増減が(+77.3兆円)、時価変動等が(-32.0兆円)であつた。ただし時間変動等には分配金支払い(10年～16年合計で35.4兆円)を含む。

7

（参考）日本と米国の長期投信分配率の比較

長期投信(ETFを除く)の「年間分配金額の平均残高に対する比率」を日米比較すると下図にようになる。なお、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」を流出率として併せて掲載した。

日本は分配率が米国より高い。また米国では最近、分配金の9割以上が再投資されているため流出率が極めて低いものに対し、毎月分配型ファンドの多い日本では流出率が高い(ここでは再投資率を3割として計算した)。

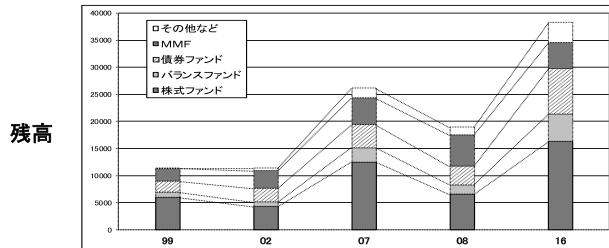


(注)分配率は〔年間支払分配額／年間平均純資産〕、流出率は〔(年間支払分配額－再投資額)／年間平均純資産〕により計算。
年間平均純資産は前年末と当年末の平均による簡便計算。日本の流出率は分配金の再投資率を3割とみて計算。

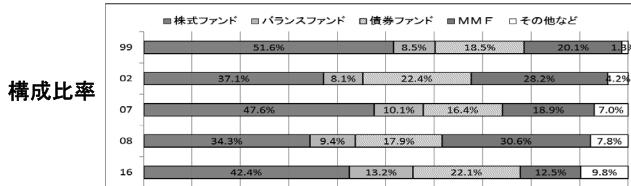
8

世界の投信ビジネスの動向

1-③商品別残高の変化



[出所]国際投資信託協会資料より作成、データの制約により16年は私募投信込み。



9

1-④ 投信残高の地域別変化 (新興国、オフショアファンド基地国との増加が目立つ)

国別公募投信残高の変化(残高の単位は十億ドル)

	1999	2008	2016	残高増加率		
				残高	シェア	
先進国						
アメリカ	6,846.3	59.1%	9,602.9	①	19,868.1	51.3%
ルクセンブルグ	661.1	0.7%	1,860.8	②	3,454.0	9.4%
フランス	656.1	0.7%	1,591.1	③	1,880.3	5.1%
アイルランド	35.2	0.8%	720.5	④	1,741.1	4.7%
オーストラリア	371.2	3.2%	841.1	⑤	1,610.0	4.4%
イギリス	375.2	3.2%	527.0	⑥	1,511.0	4.1%
カナダ	269.8	2.3%	416.0	⑦	996.1	2.7%
日本	502.8	4.3%	575.3	⑨	826.3	2.2%
オランダ	94.5	0.8%	77.4	⑩	772.0	2.1%
スイス	82.5	0.7%	135.1	⑫	457.2	1.2%
ドイツ	237.3	2.0%	238.0	⑬	377.0	1.0%
韓国	167.2	1.4%	222.0	⑭	343.3	0.9%
スウェーデン	83.3	0.7%	113.3	⑮	280.0	0.8%
スペイン	207.6	1.8%	271.0	⑯	274.7	0.7%
イタリー	475.7	4.1%	263.6	⑯	200.0	0.5%
デンマーク	27.6	0.2%	65.2	⑰	116.9	0.3%
その他先進国13か国計	244.4	2.1%	402.4		560.3	1.5%
先進29か国計	11,397.7	98.4%	17,922.6		34,271.2	93.1%
新興国						201% 91%
中国	na		276.3	⑦	1,227.5	3.3%
ブラジル	117.8	1.0%	479.3	⑪	660.6	1.8%
インド	13.1	0.1%	62.8	⑯	216.8	0.6%
南ア連邦	18.2	0.2%	69.4	⑯	145.8	0.4%
その他新興国13か国計	33.2	0.3%	258.2		293.7	0.8%
新興17か国計	182.3	1.6%	1,146.0		2,544.5	6.9%
世界合計	11,580.0	100.0%	19,068.6		36,815.7	100.0%
						218% 93%

10

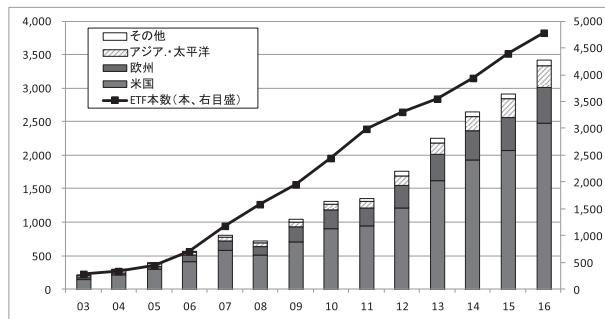
2. 商品の動向

- ①ETFの急成長
- ②根強い債券ファンド・MMFの人気

11

2—① ETFの急成長 (最近10年間で6倍に成長)

世界の ETF 残高(単位:十億ドル、左目盛)と本数の推移



[出所] Deutsche Bank "ETF Annual Review & Outlook" 31 January 2017より講師作成。

12

世界の投信ビジネスの動向

2-① ETFの急成長 (残高の7割は米国が占める)

16年末現在の ETF各国残高、公募ファンド全体に占める割合、世界全体に占めるシェア

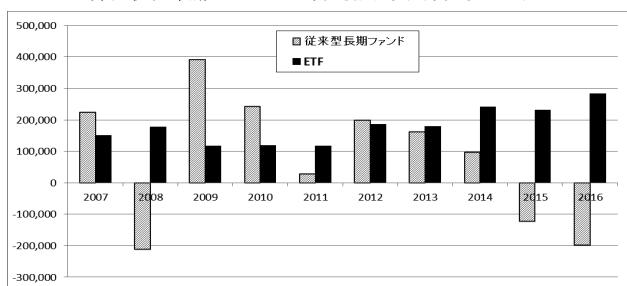
国	ETF残高 (百万ドル)	各国公募投信残高に 占めるETFの比率	世界全体のETF市場 に占めるシェア
アメリカ	2,524,376	13.4%	76.4%
アイルランド	303,621	17.4%	9.2%
日本	173,970	21.1%	5.3%
ルクセンブルグ	86,607	2.5%	2.6%
フランス	73,996	3.9%	2.2%
中国	55,330	4.5%	1.7%
ドイツ	43,979	11.7%	1.3%
韓国	20,809	5.6%	0.6%
台湾	8,047	13.0%	0.2%
インド	5,057	2.3%	0.2%
その他13か国	10,230	0.4%	0.3%
世界合計	3,306,022	9.0%	100.0%

[出所]IIFA統計より講師作成

(注)日本は、日銀のETF保有(16年末現在11.14兆円で日本のETF残高20.35兆円の55%を占める)の影響
が大きく、日銀保有分を除けば日本の公募ファンド全体に占めるETFの比率は10.8%である。 13

2-① ETFの急成長 (米国では従来型ファンドから資金流出)

米国の従来型長期ファンドとETFの資金流入状況(単位:百万ドル)



米国投信会社のうち、16年に従来型ファンドについて資金純増となった会社は32%しかなかった。一方、ETFの運用会社の71%は資金純増を記録した。

14

2-①ETFの急成長

ETF成長の要因

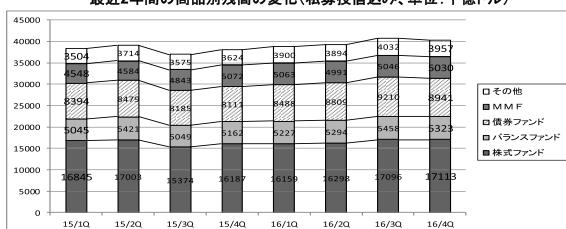
- (1)投資家のコスト意識・パッシブ志向の高まり
- (2)品揃えの充実(ポートオフォリオの部品として使いやすい)
- (3)米国中心に証券ビジネスモデルの「コミッショナからフィー」への転換
- (4)米国では税のメリットもある

ETFの今後について、PwC(プライスウォーター・ハウス・コープ)は、16年に発行したレポート("ETFs: A roadmap to growth")において、「業界関係者はETF残高が5年後の2021年までに7兆ドル以上に達すると予測している」と述べている。

15

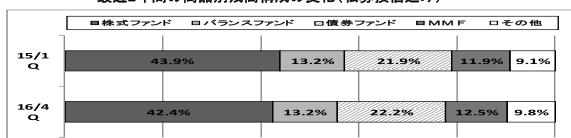
2-②根強い債券ファンド・MMFの人気 (超低金利の中、残高が増加)

最近2年間の商品別残高の変化(私募投信込み、単位:十億ドル)



[出所]投資信託協会発表データより講師作成

最近2年間の商品別残高構成の変化(私募投信込み)



[出所]投資信託協会発表データより講師作成

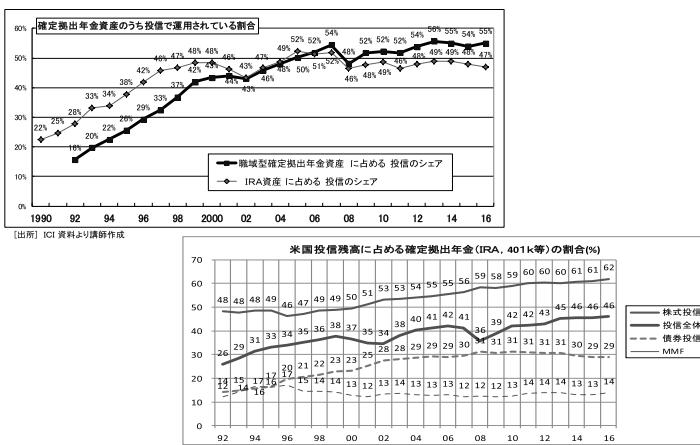
16

3. 販売面の変化

- ①確定拠出(DC)年金市場の拡大
- ②米国中心に「コミッショナからフィーへ」の流れ
- ③ロボアドバイザーの台頭
- ④投資家の平均保有期間は欧米で4年程度
- ⑤投資家利回りがファンド利回りより低い
- ⑥欧米の販売規制の変化
- ⑦販売のクロスボーダー化

17

3-①確定拠出(DC)年金市場の拡大 (米国職域型DC資産の55%を投信が占め、米国株式投信の62%はDC資金)



18

3-②米国中心に「コミッショングからフィーへ」の流れ

(参考) 米国の投信販売方法の歴史的変化

	環境・制度	ダウ平均 (各年代末)	販売主体	販売方式	販売担当者(FA) の投信営業手法	手数料収受方法
60年代	株価好調(黄金の60年代)	679→800	証券会社中心	営業マンによる対面販売	単品販売	顧客から販売時に コミッショング
70年代	株価長期低迷、 手数料規制の強化、 株式売買手数料自由化	838	証券会社の投信販売 意欲後退、 投信会社の直販転換	通信販売(コールセンター) 始まる		
80年代	ファンド資産から販売経費を 支弁する12b-1フィー認可 401(k)スタート 株価上昇基調へ転じる	(3.3倍) 2753	再び証券会社の比重 が高まる 銀行が参加	401(k)プラン外資本格化		販売コミッショングに加え、 ファンドから残高に対する フィー(12b-1フィー)を収受
90年代	株価本格上昇継続 (ITバブルへ)	(4.2倍) 11497	ネット証券が参加	ファンドスーパー出現 ラップアカウント成長 変額年金保険経由も増加		
00年代	株価波乱 (ITバブル崩壊、 リーマンショック)	10428	IFAの増加		ポートフォリオ営業へ 変化	顧客から預かり資産に対する フィー別途収受の方向へ ファンドはノード化
10年代	IT化的進展 利益相反防止規制の強化 (コストの透明化促進)	21080		ロボアドの成長	IAからFAへ、 ゴールベース(人生設計のサポート)営業へ	00年代の動きが加速

〔出所〕各種資料より講師作成

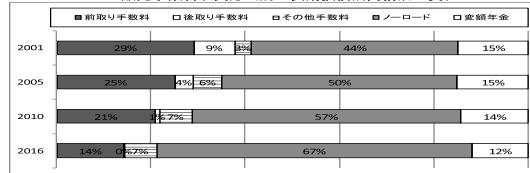
19

米国投信の販売手数料率の変化

	目論見書記載の最高料率(%)			投資家が実際に支払った手数料の平均料率(%)		
	株式投信	バランス投信	債券投信	株式投信	バランス投信	債券投信
1990	5.0	5.0	4.6	3.9	3.8	3.5
1995	4.8	4.7	4.1	2.5	2.4	2.1
2000	5.2	5.1	4.2	1.4	1.4	1.1
2005	5.3	5.3	4.0	1.3	1.3	1.0
2010	5.4	5.2	3.9	1.0	1.0	0.8
2016	5.4	5.2	3.7	1.1	1.0	0.7

〔出所〕ICI “Investment Company Fact Book” より作成

販売手数料収受方式別の長期投信残高構成の変化



〔出所〕ICI “Investment Company Fact Book” より作成

米国の投信調査会社ストラティージック・インサイト社は、2012年発行のレポートの中で「FAが顧客から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3分の1を運用者が、3分の2を販売者が収受している。ブローカーは、フィーベースの方がコミッショングペースより収入が多くなるとの認識を高め、フィーベースに移行するよう努めている。そしてフィーベースへの移行の結果、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」と述べている。

20

3-③ロボアドバイザーの台頭

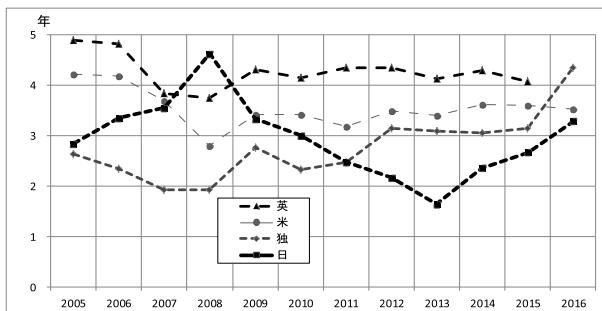
米国のコンサルティング会社 A. T. カーニー社は、全米4,000人の投資家を対象に行った調査にもとづき15年6月に発表したロボ・アドバイザーに関するレポートにおいて、次のように述べている。

- ・米国投資家の投資資産のうちロボ・アドバイザリー・サービスを利用している資産の割合は15年現在で0.5%と推定されるが、5年後の20年には5.6%に増加する。
- ・ロボ・アドバイザリーの普及は、数波に分かれて進む。第1波を主導するのは「35歳以下の洗練されたリスクテイカー」であり、第2波では「少し年長の、洗練度はやや低く慎重な投資家」が参加する。逆にロボ・アドバイザリーを利用しないのは、「55歳以上を中心とした高齢のリスク忌避者」である。
- ・ロボ・アドバイザリーの業者選択にあたって投資家が重視する要素は、第一に価格(利用料)、第二にアドバイザリーの質(投資ノウハウ)、第三に簡便性である。
- ・ロボ・アドバイザリーの普及によって、現預金など今は投資に振り向けてられない金融資産が投資に向かうことが期待される。ロボ・アドバイザーが運用する資産額は16年末の0.3兆ドルから年率68%で成長して20年には2.2兆ドル程度に達する可能性があるが、2.2兆ドルのうち1.1兆ドルは現預金などからシフトする資産である。

[出所] Insights from the A.T.Kearney 2015Robo-Advisory Services Study "Hype vs. Reality: The Coming Waves of "Robo" Adoption" (June 18, 2015) <http://invest.events/wp-content/uploads/2015/06/Invest15-Hedges.pdf>

21

3-④投資家の平均保有期間 (日本も14年以降は改善、16年はほぼ米国並みに)



(注) 日・米はETFを除いて計算。独はETFの扱い不明。英はデータの制約上全ファンド合計。16年は不明。

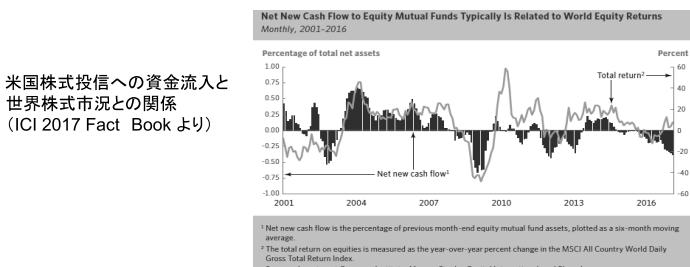
平均保有期間は(年間平均残高／年間解約額)により算出した。年間平均残高は前年末残高と当年末残高を平均した簡便計算値を用いた。独の解約額は販売額-純増額により算出した。

[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データより講師計算。

22

3-⑤投資家利回りがファンド利回りより低い

★ 投資家は、上がれば買い、下がると売る傾向がある。



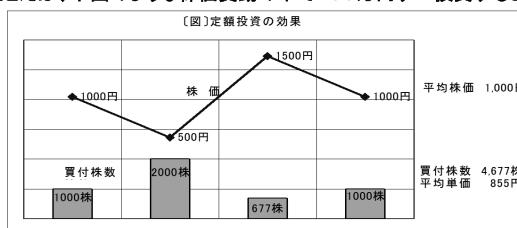
このため、売買タイミングを考慮した投資家利回りはファンド利回りより低いという分析がある。米国モーニングスター社の調査によると、16年末に至る10年間の米国投資家の株式分散型ファンドへの投資実績は加重・年平均リターンで4.36%と、ファンドの平均リターン5.15%を下回っていた。

またジャーナル・オブ・ポートフォリオ誌の16年冬号掲載の米国学者3人の共同研究によると、93年から15年までの23年間にについて、米国株式ファンドの平均リターンが年8.81%であったのに対し、投資家リターンは6.87%であった。

23

(参考)定額投資(ドルコスト平均法)の効果

たとえば、下図のような株価変動の下で100万円ずつ投資すると…



★過去30年間の年末の日経平均株価の平均は16,773円であった。この間、定額投資をしていた場合の平均買付単価は14,671円と計算される。

★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、401(k)プランを通じる継続買付が多い「アセット・アロケーション型」については、10年間の投資家平均リターンが4.31%で、ファンド利回りの4.26%を若干上回っていた。日本でもDC専用ファンドは投資家利回りがファンド利回りを上回っているという実証分析がある(17年5月8日付日本経済新聞、原データはモーニングスター社)。

(付記)「定額」は引出し(売却)には向かない(平均売却単価を低くしてしまうから)。

24

3-⑥ 欧米の販売規制の変化

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を導入

(イ)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、12年末から実施)、

(ロ)欧州連合(EU)の第2次金融商品市場指令の制定(Mifid II、18年1月実施予定)、

(ハ)米国労働省による「退職準備投資に関する証券会社などにも受託者義務を適用する規則」の制定(17年4月実施予定を6月に延期)。

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。

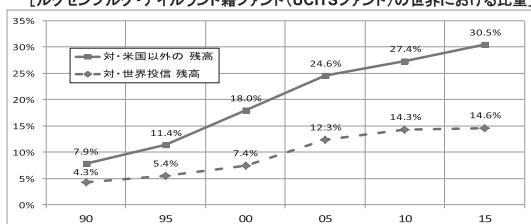
英・米では新しいシェアクラスが生まれている(英のクリーンシェア、米のTシャア、クリーンシェア)

★日本では金融庁が17年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表

25

3-⑦販売のクロスボーダー化 (拡がるファンド・パスポート)

「ルクセンブルグ・アイルランド籍ファンド(UCITSファンド)の世界における比重」



【出所】国際投資信託協会データより作成

※UCITSはUndertakings for Collective Investment in Transferable Securities(譲渡可能証券への集合投資事業=投資信託)の略で、EU加盟国による投信の相互乗り入れ販売の推進にあたっての統一基準を定めたものがUCITS指令、その基準を満たすファンドがUCITSファンドである。

最近、アジアにおいても国境を超えてのファンド販売を容易にするための制度(アジア地域ファンド・パスポートなど)の導入が進みつつある。

26

4. 資産運用の変化

- ①証券リターンは低下
- ②パッシブ運用の比率上昇
- ③ファクター投資の増大、AI化の進展
- ④制度・規制の変化

27

4-① 証券リターンは低下

2000年代に入って、世界的に株価の動きが鈍っていることは、5頁で見た通りである。
今後についても、厳しい見方が多く、マッキンゼー社は、16年5月に発表したレポートの中で、
次のように予測している。

	証券の年平均実質リターン(%)の変化			
	米国株	欧州株	米国債	欧州債
過去30年間(85~14年)	7.9	7.9	5.0	5.9
今後20年間	4.0~6.5	4.5~6.0	0~2.0	0~2.0

[出所]Makinsey Global Institute, "Diminishing Returns: Why Investors May Need to Lower Their Expectations" (May 2016)

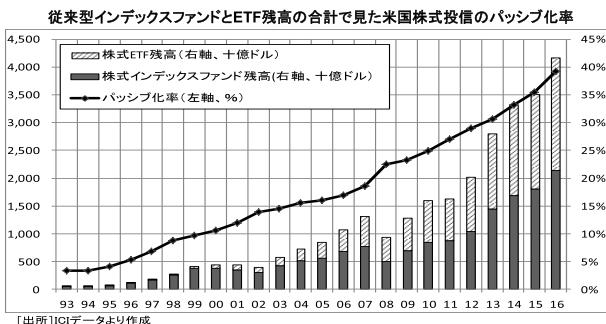
リターン低下を予測する理由…インフレ率低下、金利低下は終わった。
労働力拡大・生産性向上が鈍ることからGDP成長
は弱い、など。

★リターンの相対的関係(株式>債券>預金)は変わらないが……

28

世界の投信ビジネスの動向

4-②パッシブ運用の比率上昇 (米国では株式投信の4割がパッシブ化)



(参考)米国のファンド種類別パッシブ化率

	米国株	株式セクター	外国株	課税債	全ファンド
13年	33%	42%	27%	18%	25%
16年	41%	46%	33%	26%	32%

[出所]米国モーニングスター "Fund Fees Paid by Investors Continue to Decline" May 23, 2017

29

4-②パッシブ運用の比率上昇

世界投信のアクティブ運用とパッシブ運用の構成の変化

プライスウォーターハウス・ケーパーズ(PwC)は、14年に発表した“Asset Management 2020 A Brave New World”の中で、次のように整理している。

世界投信運用額(十億ドル)	2004	2007	2012	2020	2012→2020 増加率	2012 内訳	2020 内訳
投信合計	16.1	25.4	27.0	41.2	53%	100%	100%
うちアクティブ	15.1	23.3	23.6	30.8	31%	87%	75%
パッシブ	1.0	2.0	3.4	10.5	208%	13%	25%

パッシブ運用拡大の問題点

- ・株式市場の資本配分機能(市場の効率性)の低下を招く恐れ

「今後のアクティブ運用ハウスのあり方」(米国モーニングスター社の主張)

- ①他社との差別化、②低コストファンドの提供、③(成功体験の)再現可能な投資プロセス、④変化に適応可能なビジネスモデル

[出所]米国モーニングスター "9 Partners for the Next Decade" Apr. 27, 2017

30

4-③ファクター(スマートベータ)投資の増大 AI化の動き

※ファクターとは何か(コロンビアビジネススクール アンドリュー・アング教授の著書より)

「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」

	食品	栄養素
健康維持	米	炭水化物
	肉	たんぱく質
	魚	脂肪
	野菜	植物繊維

資産運用	資産	ファクター
	株式	バリュー
	債券	サイズ
	不動産	ボラティリティ
	コモディティ	モメンタム

[出所] Andrew Ang (2014) "Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing, First Edition"
(浦壁厚郎監訳『資産運用の本質—ファクター投資への体系的アプローチ』金融財政事情研究会、2016)
236~237頁の記述をベースに講師作成

世界最大の資産運用会社・ブラックロック社のAI活用の動き

31

4-④制度・規制の変化

日本ではスチュワードシップコードの進展

2014年に確定した現行の「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」の改訂版を、17年5月29日に確定した。

議決権の行使結果の開示について、個別の投資先企業及び議案ごとに公表することなどが含まれている。

米国ではSECが流動性規制を導入、レバレッジ規制を提案

16年10月に流動性規制を制定。その中で、各ファンドに対し、

- ①資産を流動性に応じ4つに区分して管理すること、
- ②高流動性資産(現金および3営業日以内に市場価格に大きな変動を与えることなく換金できる資産)の最低保有比率を設定すること、
- ③非流動性資産(市場価格に大きな変動を与えることなく7日以内に換金できないと見込まれる資産)の比率を15%以内に収めること、
- を含む流動性管理プログラムの策定を求めた。
(ETFについては①②について適用を除外)

32

5. 日本の投信ビジネスへの示唆

- ①DC市場への注力
- ②積立ての推進
- ③日本株リターン向上への貢献
- ④ETFをどう活用するか
- ⑤「販売手数料から対残高フィーへの転換」の検討
- ⑥外国投資家の資金獲得への取り組み

33

5-①DC市場への注力

★投資信託は、DC年金の運用手段として、もっとも適性を発揮する。

なぜなら、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、DCプランによる投信買付けは、強制的な月掛投資であるので、投資家の恣意的行動にともなう高値買い・安値売り(前述)を排除し、ドルコスト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。

★DCは業者側のメリットも大きい

米国ではDCには三度ビジネスチャンスがあると言われる

- 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、
- 第三に、相続時(顧客の家族との取引につながること)である

34

5-②積立ての推進

★顧客利回りの向上(成功体験)につなげる

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。

定額積立投資を継続すれば、ドルコスト平均法の効果により、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てくる。

★若年層の投信保有率アップにつなげる

	日本の投信保有率		米国の投信保有率
	男性	女性	
全体	8.7%	8.7%	43%
20～24歳	0.9%	1.1%	
25～29歳	1.4%	3.8%	32%
30～34歳	4.6%	1.0%	
35～39歳	7.3%	4.3%	
40～44歳	7.6%	4.3%	
45～49歳	6.3%	7.6%	
50～54歳	10.7%	8.2%	54%
55～59歳	11.4%	9.5%	
60～64歳	11.9%	12.2%	48%
65～69歳	14.6%	12.6%	
70～74歳	18.4%	11.4%	
75～79歳	11.8%	9.6%	
80～84歳	17.4%	9.7%	36%
85～89歳	16.4%	4.2%	
90歳以上	16.7%	0.0%	

(出所)日本は「日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)平成27年度版」

米国はICI「Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet, 2015」

日本の若年人口は、20～34歳20.3百万人、35～44歳18.5百万人、45～54歳16.4百万人。
米国並みの保有率になれば、中若年のうち $(20.3 \times 0.32) + (18.5 \times 0.48) + (16.4 \times 0.54) = 24.2$ 百万人
が投信を保有、この人たちが年40万円積立てれば、年間投資額は9.7兆円、20年間で193.7兆円になる。

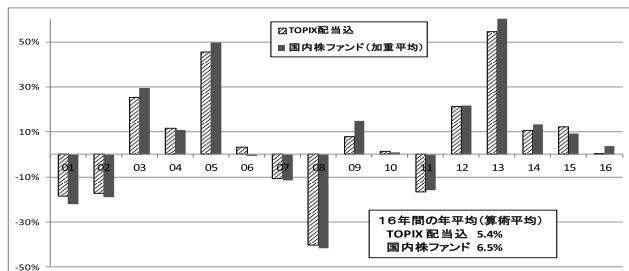
35

5-③日本株リターン向上への貢献

★スチュワードシップコードの履行

★実は日本株のリターンは上がっている、日本株ファンドのパフォーマンスも良好

【日本の配当込TOPIX騰落率と、国内株ファンド騰落率】



(出所)国内株ファンドはモーニングスターインデックス(分配金再投資、加重平均)より計算、
TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIX)の投資収益率)

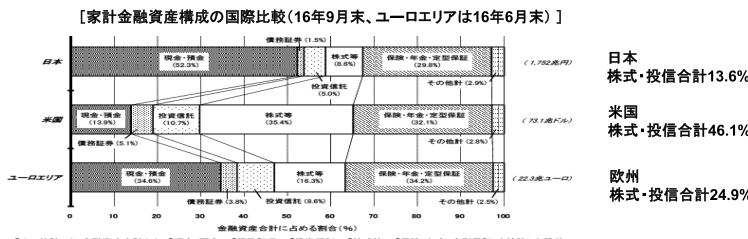
36

世界の投信ビジネスの動向

5-④ ETFをどう活用するか(例)

★ ロボアドとの協働などで新規投資家を導入し、パイを大きくする

※日本は家計の有価証券保有を伸ばせる余地が大きい。

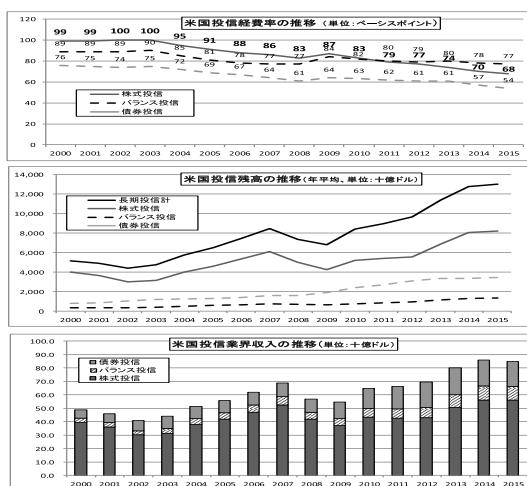


★ 付加価値の高いETFの組成

米国の株価指数連動型ETFの平均経費率(業者収入率)は0.23%に対し、アクティブ運用型ETFは0.88%(従来型の株式アクティブ運用ファンドは0.82%)

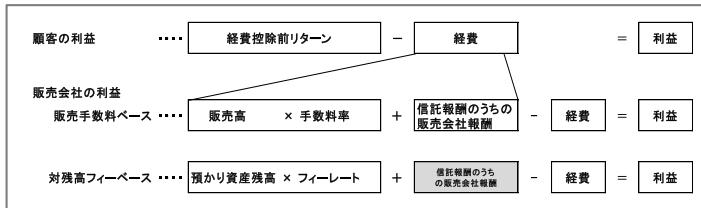
37

(参考)米国では投信ビジネスの収益率は低下したが量の拡大で増収



38

5-⑤販売報酬について 「販売手数料から対残高フィーへの転換」の検討



対残高フィーベースの長所

- ・時価評価資産に対する定率フィーであるので、顧客資産が増えれば業者の収入も増える……顧客の利益と業者の利益が一致する。
- ・乗り換え売買(新商品多発)が改善する。
- ・業者収入は安定的になる。

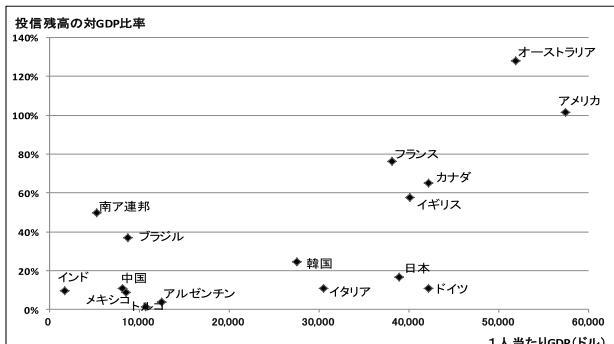
フィー・レートの適正基準を見出すのが課題か

39

5-⑥外国投資家の資金獲得への取り組み

- ★ 新興国への投信に対する潜在ニーズは大きい
- ★ アジアファンドパスポートなどの活用

(参考) G20諸国の人当たりGDPと投信残高の対GDP比率の関係(2016年)



(注)ドイツ・イタリアは、ルクセンブルグなど自国外にファンドを設立して国内に持ち込んでいるケースが多いため。

投信残高が少なめに出ている。

[出所]投信残高は国際投信協会、GDP・人口はIMF "World Economic Outlook Database Apr. 2017"を用いて計算。

40