

## 直近四半世紀における世界の 投資信託の変貌と今後の展開

杉田 浩 治

はじめに

どう変貌したかを明らかにするとともに、今後の展開について考察しようとするものである。

二〇〇〇年代に入って二五年が経過した。この間、個人の資産形成の代表的商品としての投資信託（以下「投信」）を巡る環境は、インターネットの普及をはじめとする技術革新、ＩＴバブル崩壊・世界金融危機にともなう株価暴落とその後の長期上昇、コロナ禍と収束、グローバル化の進捗と後退など大きな変化があった。

本稿は、こうした環境変化の中で世界の投信は

一、世界の公募投信残高は五・八  
倍に増加、米国投信は他力（株  
価上昇）で拡大

二〇〇〇年代に入る直前（一九九九年末）と二〇二四年末の世界の公募投信残高（ＥＴＦを含む）を比べると、図表１のように一一・八〇兆ドルから六八・四六兆ドルへ五・八倍に増加した。

図表1 直近25年間の世界および日本の公募投信残高の成長とその要因

	残高		残高 成長倍率	残高 増加額	残高増加額の内訳		残高増加への貢献率	
	1999 年末	2024 年末			資金導入	時価変動	資金導入	時価変動
世界全体（十億ドル）	11,802	68,463	5.8倍	56,661	30,087	26,574	53%	47%
米国（十億ドル）	6,846	38,842	5.7倍	31,996	9,963	22,033	31%	69%
米国以外（含む日本、十億ドル）	4,956	29,621	6.0倍	24,665	20,124	4,541	82%	18%
日本（円ベース、十億円）	51,354	246,012	4.8倍	194,658	156,618	38,040	80%	20%

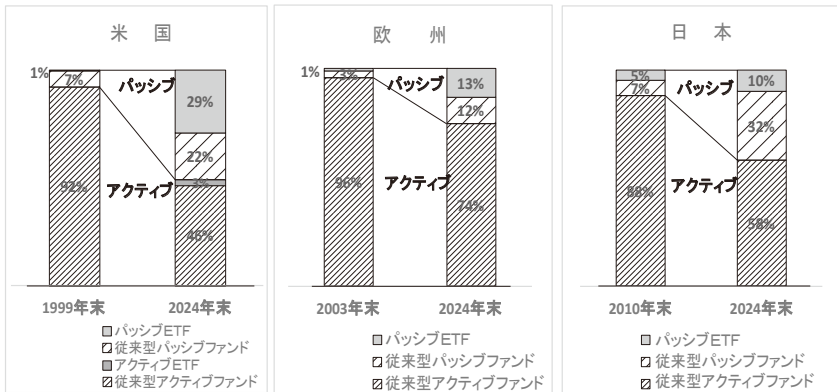
〔出所〕 世界全体の残高・資金導入額について国際投資信託協会（1999年末の残高は原データにETF400億ドルを加算、2024年末残高には協会の集計時点でデータ入手が不可能であった豪州の残高が含まれていない）、米国の残高・資金導入額についてICI、日本の残高・資金導入額について投資信託協会のデータを用い、筆者作成

日本の公募投信はドルベースで三・一倍、為替変動の影響を除いた円ベースでも五一・三五兆円から二四六・〇一兆円へ四・八倍の増加に止まった。

さて、この間の残高成長の要因を、①投資家資金の導入による部分（自力要因）と、②組入れ資産の時価変動による部分（他力要因）の二つに分けて計算して見ると、図表1右側のように、世界全体については①…②が五三％…四七％、日本は八〇％…二〇％であったのに対し、米国は②の時価変動による部分が六九％を占めていた。

米国投信の成長は、米国株の大幅な値上がり（一九九九年末→二〇二四年末にS&P500株価指数は二八八％上昇）という他力要因に支えられた部分が大きく、反対に日本の投信の低成長は日本株の伸び悩み（TOPIX上昇率は五七％）が響いたと言えよう。

図表2 アクティブ対パッシブ、およびETFの比重の変化



〔出所〕 米国の1999年末はICI統計、2024年末はICI統計およびモーニングスターのETF統計から1940年法に基づく長期投信について計算、欧州の2003年末はBroadridge“EUROPEAN FUND MARKET DATA DIGEST 2016 EDITION”、2024年末はLSEG“European Fund Industry Review 2024”（いずれもMMFを含む全投信対象）。日本は投資信託協会統計等から長期投信について、ETFの日銀保有分を除いて筆者計算。

## 二、パッシブ運用ファンドの拡大とETFの急増（商品の変化）

次に投信残高の構成を、投資手法別にアクティブ運用ファンドとパッシブ運用ファンドに分けて、米国・欧州・日本の変化を見ると図表2の通りである（データ入手の制約上、出発時点は異なる）。

どの地域もパッシブファンドが増加している。特に米国では二〇二四年末には長期投信（MMF以外のファンド）のパッシブ比率が五割を超えるに至った。日本の長期投信もパッシブ比率が四割を超えたと推計される一方、欧州はパッシブ化のスピードは遅く、MMFを含めた全投信ベースであるが二五%と推計される（なお出所は異なるが、欧州について、投信調査機関モーニングス

ターは長期投信に限定すると二〇二四年末現在のパッシブ比率は二九・六%としている。

また、ファンドの形態別に、従来型（非上場型）とETF（上場型）に分けてみると、世界全体の公募長期投信に占めるETFの割合は九九年末の〇・四%から二〇二四年末に二五・四%へ上昇した。特に米国でETF化が凄まじい勢いで進んでおり、最近急増しているアクティブ運用ETFを加えると、二〇二四年末に米国長期投信の三二%がETFとなった（図表2）。同時点の日本のETF残高比率は統計上三九%であるが、日銀保有分を除いて計算すると長期投信残高の一〇%程度であり、欧州（一三%）より若干低い。

米国でETF化が進んでいる主因は、米国においては(i)ETFが従来型ファンドより税制上有利である、(ii)個人の資産運用においてFA（個人相手の投資顧問業者をふくむファイナンシャルアド

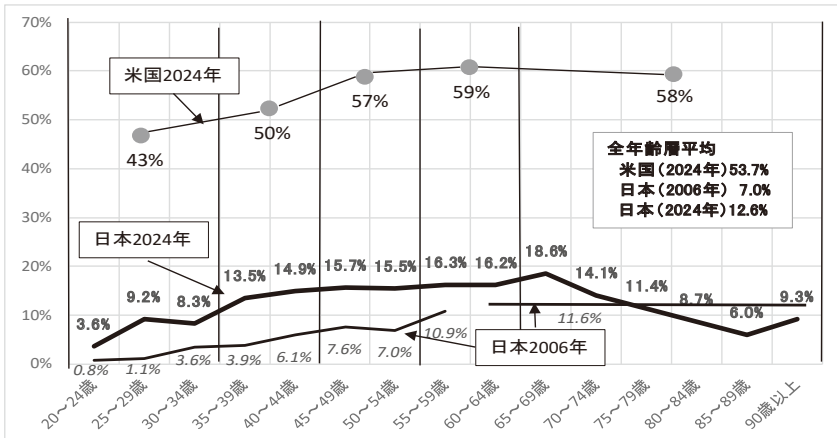
バイザー）の果たす役割が大きく、そのFAのビジネスモデルが、顧客からの預かり資産残高に対するフィーを得る方式に変化していることにある。これは欧州や日本とは異なる米国特有の要因である。<sup>(2)</sup>

### 三、ネット取引の増加と若者の投信保有率上昇

九〇年代半ば頃から、世界的にネット証券が台頭し、証券のネット取引が拡大してきたことは周知の通りである。

筆者が投信のネット取引高のデータを得られた日本の実績（日本証券業協会が行っている「インターネット取引に関する調査結果」を見ると、現行集計方式に変わった二〇〇六年（九月に終わる一年間）のネット経由の募集額は〇・四九兆円で

図表3 日本の年齢別投信保有率と米国との比較



〔出所〕 日本は日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」各年の男性・女性のデータを単純平均した。2006年調査は65歳以上については一括りにしている。

米国はICI "Ownership of Mutual Funds and Shareholder Sentiment, 2024"

あった。それが二〇二四年(同)には一〇・一二兆円へ二〇倍に増加し、株式投信設定額に占める割合を計算すると、二〇〇六年の二・〇％から二〇二四年には二四・四％へ大きく拡大した。

このようにネットを通じ簡単・低コストで投信の買付けができるようになったことに加え、新型コロナウイルスの影響で若者を含む人々の在宅時間が増加したことなどを背景に、世界的に若年層の投資が伸びている。

日本の年齢別の投信保有率の変化を見ると図表3の通りである。ここでは、日本証券業協会が三年毎に実施しているサンプル数の多い「証券投資に関する全国調査」について、現行の個人調査に切り替わった二〇〇六年と二〇二四年のデータを比較した(男性・女性のデータを単純平均した値を用いた。また二〇〇六年は六〇歳以上について一括りにしており、現在のように細区分していない

い)。

図に示すように、全年齢層の平均保有率が二〇〇六年の七・〇％から二〇二四年に一二・六％へ上がった中で、特に若年層の上昇が著しい。たとえば二五～二九歳では一・一％から九・二％へ、三五～三九歳では三・九％から一三・五％へ上がっている。

しかし、二〇二四年における米国の状況と比べると、図のように大きな差がある。すなわち米国では三四歳以下の層で四三％が投信を保有しているのに対し、日本では三・六％～九・二％に止まっている。

米国で若年層の投信保有率が高い主因は、後述する確定拠出年金（以下「DC」）の普及度が高いことにある。日本でもこれからDCおよびNISAの拡大とともに若年層の投信保有率がさらに高まることが期待される。

## 四、DCなど「積立て」市場の成長

米国では日本の個人型DCに相当するIRAが一九七四年、企業型DCに相当する401(k)プランが一九八一年にスタートし、一九九九年末にはIRAの資産残高が二・六五兆ドル、401(k)など職域型DCの資産残高が三・〇九兆ドル、合計五・七四兆ドルとなっていた。それが二〇二四年末にはそれぞれ一七・〇〇兆ドル、一・二・四兆ドル、合計二九・四四兆ドルに拡大した。合計残高は二五年間で五・一倍となり、二〇二四年末には家計金融資産一二八・八七兆ドルの二三％を占めるに至っている<sup>(3)</sup>。

また、豪州のDC制度であるスーパーアニュエーションの資産残高は一九九九年末に〇・四九

兆豪ドルであったが、二〇二四年末には三・八五兆豪ドルへ七・九倍（二〇二四年末の家計金融資産の四八％）に拡大した。<sup>(4)</sup>

さらに英国は、二〇一二年から全被用者を対象にDCへの自動加入方式（対象者を全員自動的に制度に加入させ、脱退を認める方式）を段階的にすすめた結果、直近のDC資産残高は〇・六兆ポンド（二〇二三年<sup>(5)</sup>）に達したほか、日本のNISAの手本となったISA（個人貯蓄口座）の残高が〇・七三兆ポンドあり（二〇二三年四月初<sup>(6)</sup>）、積立制度資産の合計は一・三三兆ポンド、二〇二三年末家計金融資産六・四三兆ポンドの二一％を占めている。

これに対し、日本の積立制度は、財形貯蓄が一九七二年から存在しているが、長期積立の住宅財形・年金財形の残高は二〇二四年三月末現在三・八兆円である。<sup>(8)</sup>そして二〇〇一年から始まったD

Cの残高は二〇二四年三月末現在二九・〇兆円（企業型二一・八兆円・個人型六・二兆円<sup>(9)</sup>）、二〇一四年にスタートしたNISAの残高は、一般NISA（積立でも可能）を含めて二〇二三年末現在一八・四兆円（つみたて五・二兆円・一般一三・二兆円<sup>(10)</sup>）であり、前述の財形・DCを含めて積立資産合計は四五・四兆円である。この合計残高は二〇二三年末の家計金融資産残高二一四四・五兆円の二％を占めるに過ぎない。日本の積立資産形成はこれからと言えよう。

## 五、投資家コストの低下

世界中で、投信のコスト低下が進んできた。

株式ファンドを取ってみると、年間経費率の単純平均は、地域によってデータを遡れる期間が異なるが、米国（ETFを除く）で二〇〇〇年の

一・六〇%から二〇二三年に一・一一%<sup>12)</sup>へ、欧州(ETFを除く)では二〇一三年の一・七三%から二〇二三年に一・三五%<sup>13)</sup>へ、また日本の追加型株式投信(ETFを含む)の信託報酬率は二〇一七年末の一・〇九%から二〇二三年に〇・九四%<sup>14)</sup>へ低下した。このように単純平均では地域差は小さい。

一方、ファンドの規模で加重した平均値を見ると、前述の期間に米国が〇・九九%から〇・四二%<sup>15)</sup>へ急低下し、欧州は一・四九%から一・一七%<sup>16)</sup>へ低下した。日本については、加重平均データが限られるが、QUICK資産運用研究所の調べで公募追加型ファンド(ETFを除く)について二〇一七年の一・四六%から二〇二二年に一・一六%<sup>17)</sup>へ低下している。

以上のように、加重平均で見ると米国の直近のコスト(〇・四二%)は欧州(一・一七%)、日

本(二〇二二年一・一六%)と比べ著しく低い。その理由は、ファンド規模の差、販売費用のファンド負担の有無、パッシブファンドの割合、投資家行動の違いなどにあるが、詳細は筆者の別稿<sup>18)</sup>をご参照いただきたい。

なお、特筆すべきは、米国ではファンド残高が大成長していることから、経費率(裏返せばファンド運営に係わる業者の収益率)が二十数年前の半分以上になっても、業者の収入金額は増大していることである。すなわち業者が株式投信から得る収入金額を計算すると、二〇〇〇年には平均残高三・九八兆ドル(一九九九年末と二〇〇〇年末の平均)に前述の加重平均経費率〇・九九%を乗じた三九五億ドルであったが、二〇二三年には平均残高一四・一五七兆ドル(二〇二二年末と二〇二三年末の平均)に加重平均経費率〇・四二%を乗じた五九五億ドルへ五割増大している。



## 六、今後の展開

### (1) 技術革新をどう生かすか

過去数十年間に起きたコンピューター・通信技術の大進化は投信をはじめとする資産運用ビジネスに大きな好影響を与えた。たとえば、前述のように投信販売のインターネット化、若者の投信保有の増加を実現したほか、FAおよび投資家向けの資産運用プラットフォームの整備、ラップアカウンツなど個人向け投資一任口座(SMA)やロボアドの普及が進んで、投資家の便益向上・コスト削減に貢献した。

今後も、フィンテック(金融サービス分野における情報技術の活用)は業界の成長を促進する要因となろう。ここでは、①生成AIをふくむAI、②ブロックチェーン(分散型台帳)の活用を

取り上げたい。

### ① AIの投信ビジネスへの影響

AIは、資産運用の業務フロー全般の効率向上を実現させる<sup>(19)</sup>ほか、「新しいアセットクラスの創造・構築に寄与する」と予想する向きもある<sup>(20)</sup>。

一方、AIは投信販売に重要な役割を果たしているFA(ファイナンシャルアドバイザー)の業務を補完するだけでなく、中長期的にはFAに取って代わる(FAの存在を危うくする)という見方もある。

AIのプラットフォームを提供するパール(本社・米国)が市場調査機関センサスワイドに委託して二〇二四年一二月に一六歳以上の米国の消費者二、〇〇〇人を対象に行った調査<sup>(21)</sup>によると、AIがFAの役割を代替するようになると考える人が多く、「AIがFAに取って代わることは絶対

にない」と考える米国人は二六％に過ぎなかった。他の専門職と比較すると、AIが医者に取って代わることは絶対にはないと考える人は三九％、弁護士については三四％であり、FAは医者や弁護士よりも「AIで代替できる」と考える米国人が多い。特に中若年層においては、AIへの信頼度が高く、米国のジェネレーションZ（一九九〇年代半ばから二〇一〇年代前半生まれの世代）とミレニアル世代（一九八〇年代前半～一九九〇年代半ば生まれの世代）の約三分の二は、退職に関するAIの助言に従う意向を持っているという。

一方、世界最大の投信運用会社であるバンガードは、FAが提供する価値を分析したレポート（バンガード・アドバイザーズ・アルファ二〇二五年版）において、「FAはemotional circuit breakerの機能（筆者訳：市況暴落時における顧客の感情的混乱にともなう狼狽的行動を止める役

割）を果たすことにより、顧客資産の大損傷を防ぐことができる」とし、従来からの「FAの（顧客行動のコーチ役）としての機能が年二％以上の付加価値をもたらす」という主張を継続している。

このような人間の感情的側面におけるサポートをAIが出来るようになるか否かが、FAの存在価値に大きく影響しよう。

## ②ブロックチェーン活用の可能性

ブロックチェーンは、(イ)投信のポートフォリオ管理の分野、および(ロ)投信受益権（会社型でいえば株主権、以下「持分権」）のトークン化（≡ブロックチェーン上で取引可能なデジタル資産への変換）による投資家の便益性向上、販売促進などの分野で大きな可能性がある。

まず(イ)のポートフォリオ管理については、プ

ロックチェーンにスマートコントラクト（あらかじめ設定した条件に適合した場合に自動的に一定の指示を実行するプログラム）を埋め込むことにより、多数ポートフォリオのリバランス・投資制限の管理などを自動的かつ正確に実行させることが考えられる（金融庁「ブロックチェーン国際共同研究プロジェクト」の研究報告書（株式会社クニエとの合同研究）の中に紹介されている）<sup>23</sup>。

ただし、その実現のためにはポートフォリオを構成する株式・債券などの個別証券がトークン化される必要がある。現状は、世界の債券、株式市場の時価総額がそれぞれ一〇〇兆ドルを超えている中で「トークン化された現実世界の投資の在庫総額は約一三億ドル（<https://apprwaxyz/as-of-October-6-2023>）」に過ぎないという指摘もあり、投資対象証券の多くがトークン化されるまでには相当の年数が必要であろう。

次に、(ロ)の投信持分権のトークン化による投資家の便益性向上、販売促進等へのインパクトについて考える。

#### 「投信のトークン化に関する初歩的調査」

日本では、まだ投信のトークン化の例はないが、世界を見渡すと、二〇二一年の米国フランクリンテンプレトンによる米国政府債MMFのトークン化を皮切りに、ブラックロックスの機関投資家向けMMFなどの実例がある。BCG（ボストンコンサルティンググループ）によれば、トークン化されたMMFの資産は二〇二四年後半に二〇億ドルを超えた。<sup>24</sup>

なお、ブロックチェーンは一般的に次の三種類に分類され、前述の海外投信のトークン化はいずれも(ハ)のパブリック型によって行わ

れている。

(イ) システムベンダー一社のみが管理者となり、ブロックチェーン上で移転する特定のトークンを取扱う企業のみが参加する「プライベート型」

(ロ) 当該ブロックチェーンを利用できる特定の複数企業が管理者となつて運営し、取引やアクセスを許可制とする「コンソーシアム型」

(ハ) 誰でも取引・アクセス可能な「パブリック型」(ただし、取引参加はスマートコントラクトで制御される場合がある)

### ★投信トークン化の仕組み(例)

ここでは、CFA Institute (グローバルな証券アナリストの認定団体) 発行の金融資産のトークン化に関するレポートが取り上げた

「ウィズダムツリー・デジタルファンド」の仕組みを、同レポートの記述にもとづき紹介する。

(i) 発行者・ウィズダムツリー(本社米国NY)

(ii) トークン化対象ファンド・ウィズダムツリーが運用するMMF、債券ファンド、株式ファンド、バランスファンド

(iii) 使用ブロックチェーン・ステラーまたはイーサリウム(いずれもパブリック型ブロックチェーン)

(iv) 投資家のファンド購入・換金の流れ

・投資家はウィズダムツリーにデジタル資産取引口座を設け入金すると、米ドルを裏付けとする同社発行のステーブルコインに交換され、当該投資家のウォレット(電子財布)に保管される。

・投資家がファンドの買付注文を出すと、投資家保有のステーブルコインが焼却↓米ドルに変換され、デジタルファンドの買付代金に充当される。直ちにデジタルファンドの持分権を表象するトークンが発行され、投資家のウォレットに預入（ブロックチェーン上の投資家のアドレスにリンク）される。同時に統合ブロックチェーン記帳システムを通じファンドの投資家口座管理機関にファンド所有者として記録される。

・換金の際は購入時の逆となる。すなわち投資家が換金を請求すると、投資家の持分権を記録したトークンが焼却↓ファンドから米ドルが支払われ、投資家のステーブルコインへの変換指図にもとづきステーブルコインが発行され、投資家のウォレットに預け入れられる。

（筆者注）この例においては、購入も換金もステーブルコインを経由することになっている。その理由は、同社が扱う全てのデジタル資産（金トークン、暗号資産、一三本のデジタルファンド）との即時交換（売買・決済）を可能にすることにある。

★投信トークン化の意義・メリット

世界最大の資産運用会社ブラックロックのフィナンクCEOは、二〇二五年三月公表の株主向け年次レターの中で「トークン化は（投資の）民主化である」と題する一節を設けてトークン化の意義を説明し、「トークン化ファンドはいつの日かETFのように投資家になじみ深いものとなるだろう」と述べている。

さて、投信トークン化の基本的意義は、

ファンド発行会社などの関係業者と多数の投資家がブロックチェーン上で結びつくことによる時間と費用の圧縮にあるが、投資家・業者の具体的メリットを挙げれば次の通りである（注<sup>(24)</sup>～<sup>(27)</sup>に掲げた海外のレポートを参考にした）。

(i) 現在は投信の売買約定から決済まで数日を要しているが、トークン化すれば「二四時間・週七日」即時決済できるようになるので、投資家は約定後、換金代金を直ちに活用できるようになる。

（筆者注）海外のレポートはこの点を強調しているが、筆者は疑問がある、何故なら、現在、投信の売買代金決済に数日を要しているのは、設定・解約に対応するためのファンド組入れ証券の売買決済に数日を要しているからであって、この証券売買の決済方法が変ら

なければ、投信解約代金の即時払い等是不可能的と考えらるからである。

ただし、投信のトークン化を、投資家間の取引も可能なパブリック型ブロックチェーンを利用して行い、投資家間のファンド売買市場（セカンダリー市場）が成立すれば（＝「ファンド資産の売却等を要しない形の投資家間売買であれば」）即時決済が可能となろう。

(ii) (i)のパブリック型ブロックチェーンを通じた投資家間の売買市場が活発化すれば（個人にまで広がるのは相当先になりそうだが）、投資家は他の投資家との間でファンドを売買することにより、従来の販売会社を通じる購入・換金に比べコストを安くできる可能性がある。

(iii) 投資家はトークン化ファンドを支払い手段として使える（「ファンドを換金して支

払う」というステップを省ける) ほか、貸付、担保としても利用しやすくなる。

(iv) ファンド発行会社が直接販売する場合、前述のスマートコントラクトの活用により、限定投資家への特典の付与(たとえば長期保有者優遇) など個別投資家への対応をきめ細かく行えるようになる。また、口座管理・分配金支払等のコスト削減も期待できる。

(v) 資産運用業者は、トークン化ファンドの数が増えれば、それを組入れるファンドラップ等を低コストで提供できる(前述の「スマートコントラクト」の活用により、ポートフォリオのリバランス等を低コストで自動的かつ正確に行えるようになるため)。

★投信トークン化の規模等の見通し

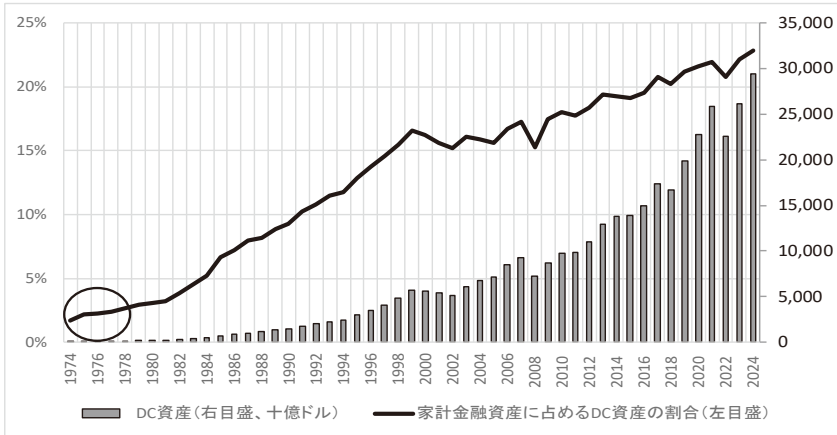
PWC(プライスウォーターハウスクーパース)は、トークン化ファンド(オルタナを含む)が二〇二三年の四〇〇億ドルから二〇二八年までに三、一七〇億ドルに増加すると予測し、マッキンゼーは、二〇三〇年までに世界で四千億ドルのファンド(ETFを含む)がトークン化されると見ている。<sup>26)</sup> また、前述のBCGレポート<sup>28)</sup>は、二〇三〇年までに六千億ドル(兆ドル単位になる可能性がある)と予測している。

(2) 日本ではこれから積立投資が本格化

前述のように、日本の「DCなど積立制度による資産残高」は家計金融資産の二%程度に過ぎず、米・英などに比べ極小である。

ちなみに米国の積立制度の大部分を占めるDC

図表 4 米国 DC 資産残高と家計金融資産に占める比率の推移



〔出所〕 ICI 統計 “Quarterly Retirement Market Data” より作成

（個人型・職域型の合計）資産残高と、その家計金融資産に占める割合の推移を振り返ると図表 4 の通りである。家計金融資産に占める割合が二程度であったのは一九七〇年代半ばであり（図左下）、それが現在の二三％へ拡大した。乱暴な言い方をすると、日本の現在の積立投資普及度（家計金融資産の二程度）は五〇年前の米国並みであり、積立投資の潜在成長性は大きい。

さて、積立投資資産を大きくする方策は、①積立制度の利用率向上、②積立額の引上げ、③積立資産の運用リターンの向上の三つであろう。

DC に関して海外の例を見ると、①、②について豪州では被用者全員を強制的にスーパーアニュエーションの対象とするともに最低拠出率引き上げを実施（二〇二五年七月から給与の一二％）、英国では被用者全員の DC への自動加入方式と最低拠出率の引き上げ（現在は八％）を実施済み



だ。米国でも企業型DCの401(k)について、新設プランは自動加入方式と加入後の最低拠出率の自動引き上げ（3%からスタートして毎年1%ずつ10%に達するまで）を義務付けている。

そして、③の積立資産の運用リターンの向上について、米国では二〇〇七年に401(k)について「ターゲットデットファンド」<sup>29)</sup>など株式を組み入れる三商品をデフォルトオプション（加入者が運用方法を選択しなかった場合の投資先としてあらかじめ指定する商品）とした。さらに二〇二四年には、政府系機関から「個人型のIRAについてもデフォルトオプション制度を設けるべきだ」という意見が出ている。<sup>30)</sup>

日本では税優遇のある代表的積立制度としてNISAとDCがある。NISAは二〇二四年の新NISAへの移行により制度整備・拡充が進ん

だ。DC制度についても二〇二五年度の制度改正において拠出限度額の引き上げが盛り込まれたが、今後、制度への自動加入方式、資産運用のデフォルトオプションの採用を含めて更なる検討と普及促進に期待したい。

### (3) オルタナティブ投資はエバーグリーンファンドに注目

プライベート・エクイティ（非上場株式）などのオルタナティブ資産（以下「オルタナ」）への投資については、日本の公募投信においても二〇二四年二月から原則としてファンド純資産の一五%以内で未上場株式への投資が認められた（特別の措置を講じたファンドについては一五%超も可能）。

オルタナの流動性リスク等への対応については、オルタナへの投資比率を抑えたファンドを提

供する方法のほかに、投資家の資産の一部で保有してもらうことを前提にオルタナ投資専門ファンドを提供する考え方もあろう。

その「主としてオルタナへ投資するファンド」については、世界的に「換金不可・追加設定なしの有期限クローズドエンドファンドを随時設定していく方式」が主流である。しかし、最近「一定の条件の下で換金を可能とした無期限オープンエンドファンド（エバーグリーンファンドと呼ばれる）を継続募集する方式」が注目されている。このファンドは、一般的に①主として非上場株・インフラ資産など非流動性資産に投資するが、上場証券・現金なども一部保有する、②投資家から継続的に新規資金を受け入れるとともに、あらかじめ定めた枠内（たとえば、四半期毎に六〇〜九〇日前の予告を条件に、ファンド資産の五〜二五％以内）で換金請求にも応じる仕組みとなっている

る。<sup>32)</sup>

米国に本拠を置くオルタナ専門運用会社のハミルトンレーンは二〇二五年三月発行のレポートの中で、「世界のエバーグリーンファンドの資産は現在七千億ドル程度であり、プライベート資産全体に占める比率は五％に過ぎないが、この比率は一〇年以内に二〇％程度に拡大するであろう」と予測している。<sup>33)</sup>

「筆者注」「エバーグリーンファンド」は、米国でよく使われる用語である「インターバルファンド」（一定の間隔を置いて換金が可能なおファンド）とほぼ同一内容のものであると筆者は理解している。

#### (4) コスト引き下げ・パッシブ化・ETF化

前述のように、過去四半世紀にわたって、世界的に投信のコスト引き下げ・パッシブ化・ETF

化が進んできた。

コストについては、今後も競争の熾烈な米国を中心に、ファンドのパッシブ化・ETF化にともなうコスト引下げ効果、投資家の低コストファンド指向の継続により加重平均では低下が続こう。ただし、投資家にとって重要なことは経費率そのものではなく、経費控除後のリターンであることを改めて認識しておきたい。

パッシブ化に関しては、米国の株式アクティブファンドの二〇二一年に至る一五年間の資金流出ペースが続くと、二〇三六年には米国株式ファンド全体に占めるアクティブファンドの比率が一七％に低下するという予測がある。<sup>34)</sup>

またETF化については、米国では前述のように米国特有の要因もあって引き続き拡大が予想されるほか、欧州でもドイツを中心とした個人向けETF積立プランの伸張、機関投資家のアクティ

ブETFへの関心の高まりなどが見られる。投信販売事情が日本と似ている欧州においてETFが今後どう展開していくかは、日本の関係者にとっても参考になると思われる。

(注)

- (1) ETFの日銀保有分は、一九九九年末については資金循環統計の中央銀行の投資信託受益証券保有額〇・一二兆円を用い、二〇二四年末については資金循環統計の中央銀行の投資信託受益証券保有額七四・四二兆円（含むREIT）の九九％（七三・六八兆円）をETFと推計した。
- (2) 米国におけるETF化進行の詳細については、杉田浩治「満三〇歳になった米国ETF—その成長の実態と日本への示唆」（日本証券経済研究所『証券レビュー』（二〇二三年一〇月号）を参照いただきたい。
- (3) ICI “The US Retirement Market, Fourth Quarter 2024 (xls)”
- (4) Reserve Bank of Australia “HOUSEHOLD AND BUSINESS BALANCE SHEETS-EI”<sup>46)</sup>
- (5) Pension Policy Institute “THE DC FUTURE BOOK 2023”<sup>46-47</sup>頁における記述

# 直近四半世紀における世界の投資信託の変貌と今後の展開

- (6) GV UK “Commentary for Annual savings statistics : September 2024 Updated 4 December 2024”
- (7) Households (S14) : Total financial assets (AF.A) : Asset : Current price : £m : NSA - Office for National Statistics (ons.gov.uk) (二〇二五年一月三三日参照)
- (8) 財形制度の実施状況―厚生労働省 (mhlw.go.jp)
- (9) 確定拠出年金統計資料 (二〇二四年三月末) 運営管理機関連絡協議会
- (10) NISA・ジュニアNISA口座の利用状況に関する調査結果の公表について：金融庁 (fsa.go.jp) ‘なお二〇二四年の年間買付額はつみたて投資枠四・九九兆円、成長投資枠二二・四六兆円であるが二〇二四年末の残高は未公表
- (11) 日本銀行「資金循環統計」(二〇二五年四月二〇日参照)
- (12) ICI “2024 Investment Company Fact Book” p80
- (13) ICI Research Perspective “Ongoing Charges for UCITS in the European Union, 2023”
- (14) 投資信託協会「投資信託の主要統計 二〇二四年一二月―三頁
- (15) 出所は注(12)と同じ
- (16) 出所は注(13)と同じ
- (17) 金融庁二〇二三年四月二二日発表「国内運用会社の運用パフォーマンスを示す代表的な指標 (KPI) 策定と国内公募投信に関する諸論点についての分析」(QUICK資産運用研究所が受託) の「二二年末 (2a) ファンド分類別・運用会社別の信託報酬平均」の全体平均 (ETFを除外)
- (18) 杉田浩治「世界の投資信託の五大トレンド最新事情と日本への示唆」(日本証券経済研究所『証券レビュー』(二〇二二年六月)
- (19) 生成AIが変える資産運用業務―PwC Japan グループ (二〇二四年二月)
- (20) How Gen AI will change asset management (ft.com) (Feb 15 2024)
- (21) Pearl “The AI Accountability & Trust Report” (February 2025)
- (22) 【金融庁ブロックチェーン国際共同研究プロジェクト】「金融セクターにおけるトークナイゼーションの進展とブロックチェーンの RegTech/SupTech の活用可能性に関する研究」研究結果報告書 (令和六年 一月 株式会社クニエ) 二九―三二頁
- (23) 出所は注(22)と同じ
- (24) Boston Consulting Group “Tokenized Funds : The Third Revolution in Asset Management Decoded” (October 29, 2024) p1
- (25) CFA Institute Research & Policy Center “An

Investment Perspective on Tokenization

Part 1 : A Primer on the Use of Distributed Ledger Technology (DLT) to Tokenize Real-World and Financial Assets" (January 2025) p49～54

- (26) PwC "Asset and wealth management revolution 2024. Unleashing the transformative power of disruptive technology" (November 19, 2024)

- (27) McKinsey & Company "From ripples to waves : The transformational power of tokenizing assets" (June 2024) p5

- (28) 注(24)と同じ

- (29) ターゲットデットファンドの詳細については、拙稿「D C年金の運用対象「ターゲットデットファンド(TDF)」の研究(米国の状況を中心に)」日本証券経済研究所『証券レビュー』(二〇一九年九月号) 参照

- (30) エリサ法五二三条にもとづき設立されている労働省への助言機関であるERISA Advisory Council (EAC) は、二〇二五年一二月に労働省に対して行った提案の中で、個人型確定拠出年金のIRA(個人退職口座)についてデフォルト商品について検討することを求めた

- (31) グーグルで「エバーグリーンファンド 語源」を検索すると、「AIによる概要」として『エバーグリーンファンド

- (Evergreen Fund) という名称は、常緑樹の「Evergreen (エバーグリーン)」に由来しています。朽ちることもなく青々と茂る様子から、継続的な利益をもたらすファンドを指す言葉として使われています」という解説がなっている。
- (32) funds europe intelligence "EVERGREEN FUNDS : Bridging the gap between private and public markets" (January 2025) の解説などを参考にした。

- (33) Hamilton Lane "Market Overview 2025 Edition" (March 12, 2025) p93
- (34) Morningstar "Share of U.S. Active Mutual Fund AUM Could Drop to 17%" ( 11 January 2024)

(すぎた こうじ・当研究所前任リサーチ・フェロー)