

# 金融危機発生後の世界の投資信託の動向

平成 21 年 6 月 16 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## 金融危機発生後の世界の投資信託の動向

(要約)

07年夏の金融危機発生時以降の世界の投資信託動向は次のように整理される。

第一に世界の投信残高の推移を四半期末ベースで追うと、ピーク時(07年第4四半期)の26.45兆ドルから08年第4四半期には18.97兆ドル(約1,700兆円)へ7.48兆ドル、率にして28%減少した。商品別には当然株式投信の減少率が大きい、09年春から投資家資金が株式投信へ戻る兆しを見せている。

第二にBRICs 4カ国の状況を見ると、ロシアを除いて残高減少率が小幅に止まっている。投信残高と経済規模(GDP)との相対比較からBRICs投信の潜在成長性を計算すると、先進5カ国並みの対GDP比率になった場合、4カ国合計の投信残高は300兆円程度になることが想定される。

第三に08年9月のリーマン・ショックをうけて元本割れが発生した米国MMFは、政府の機敏な対応により投資家の信頼を失うことなく残高は拡大している。しかし政府にはMMFがシステミック・リスクの一因となることへの懸念があり、MMFの流動性・安全性を強化するための措置が導入される見通しである。

第四に投信の重要な販売市場である確定拠出年金市場との関連では、ライフサイクル・ファンド(=ターゲットイヤー・ファンド)について、投信会社によって資産配分の考え方が大きく異なりパフォーマンスの差も大きいことから、投資家の混乱を防ぐためディスクロージャーの強化などが導入される可能性がある。

第五に成長著しいETFの長期トレンドを分析すると、米国では商品バラエティが充実した結果、ファンド数の面で頭打ち傾向が見られる。しかし金額的には「世界のETF資産が2年以内に1兆ドルを超える」という予測がある。

最後に当面の世界投信動向を展望すると、500兆円以上に積み上がったMMFの資金がいつ株式投信等に回帰するかが一つの焦点であり、09年春から米国等でその兆しが表れている。

# 金融危機発生後の世界の投資信託の動向

日本証券経済研究所  
専門調査員 杉田浩治

## はじめに

本稿は、米国サブプライムローン問題に端を発した世界金融危機の中で、世界の投資信託がどう変化したかを概観するものである。

今回の危機は、07年8月にフランスの大手銀行 BNP パリバが、証券化商品を組入っていた傘下3ファンドの換金を凍結したことから世界的レベルの問題であることが表面化し、08年9月のリーマン破たんにより更に深刻化した。本稿は金融危機第1段階の07年夏以降の世界投信動向を分析する。

まず、投資家からの資金流入および運用残高の変化を四半期ベースで追跡し、今回の金融危機が世界の投信に与えた影響度を分析する。第二に新興国の代表として BRICs 4カ国の投信市場を分析し、その潜在成長性を探る。第三に08年9月のリーマン破たんが投信に与えたショックの象徴ともいえる米国 MMF の元本割れを取り上げ、その経緯と米国内における規制強化の議論を紹介する。第四に投信の最重要市場ともいえる確定拠出年金市場に株価急落が与えた影響等について米国の状況を分析する。第五に投信の成長分野である ETF について、今後の日本の参考とする観点から長期的な変化を整理する。そして最後に世界の MMF 残高が大きく積み上がっていることについて株式市場への潜在的インパクトを考えることとする。

## 1. 世界全体の資金増減・残高の状況

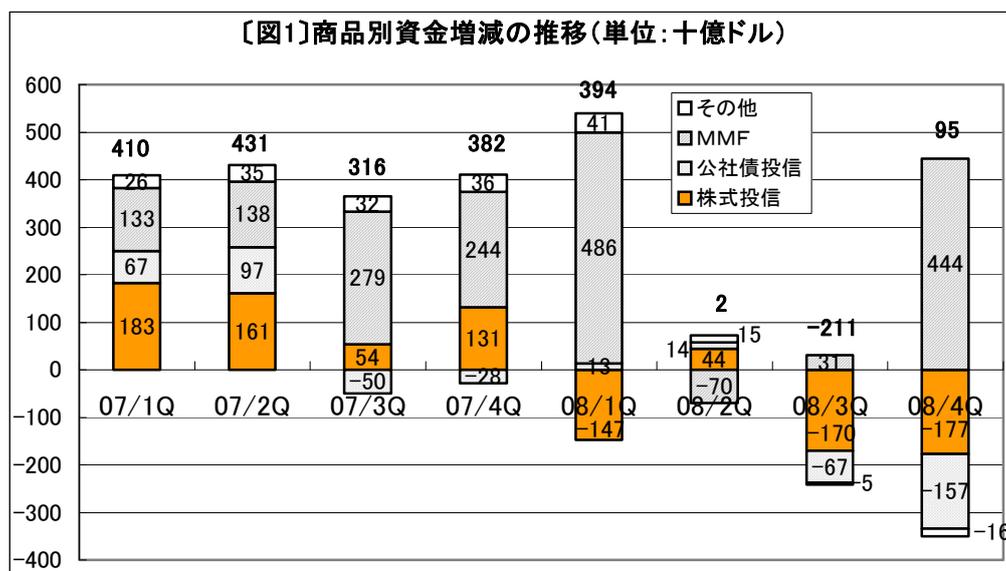
### (1) 08年に世界の投信残高は28%減少して年末残高は1,700兆円

世界の投信市場全体を網羅するデータとしては、国際投資信託協会（世界各国の投資信託が加盟する国際組織で2008年末現在44カ国が加盟）が四半期毎に発表する資金流入および残高の統計がある。発表が4~5ヶ月遅れとなる難点があり、本稿執筆時点で明らかになっているのは08年第4四半期までである。

まず資金流入（販売額から解約額を差し引いた資金純増減額）の状況を商品別に見ると図1のように推移している。ここでは金融危機発生（07年第3四半期）前の状況と比較する意味で、07年初頭を出発点とし直近の08年第4四半期（以下「四半期」を「Q」と表示する）まで掲載した。また日本の分類に合わせて、バランスファンドを株式投信に含め

て計算している。

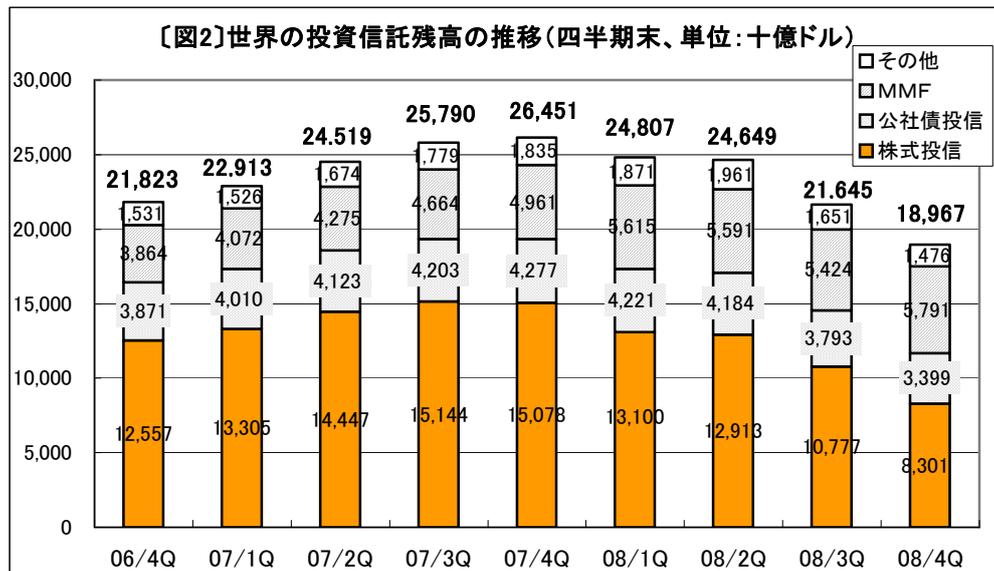
株式投信は08年1Qから資金純減となり、代わってMMFへ大量の資金が流入している。従来は株式投信から資金が流出する時期には公社債投信へ資金が流入していたが、今回(08年3Q以降)は公社債投信からも資金が流出し、より安全なMMFに資金がシフトしている。それだけ投資家の心理的不安が大きかったことを指摘できよう。



〔注〕株式投信にはバランスファンドを含む。分類不能ファンドなどがあるため、内訳の合計は全体の残高と一致しない。〔出所〕国際投資信託協会

次に資産残高は、全商品合計で見ると図2のとおり07年末に26.45兆ドルでピークをつけ、08年末に18.97兆ドル(08年末の1ドル90円で換算すると1,700兆円)へ7.48兆ドル、率にして28%減少した。この残高減少額7.48兆ドルの中身を、①投資家の売買(資金増減)による部分と②組入れ証券の時価下落による部分とに分けると、①は0.28兆ドルのプラス(資金純増)、②は7.68兆ドルのマイナスであり、投資家資金は若干純流入となったが、時価の値下がりが大きかったために残高が減少したことが分かる。

この中で、株式投信(バランスファンドを含む)の残高は、07年末の15.08兆ドルから08年末の8.30兆ドルへ6.78兆ドル、率にして45%も減少した。上記と同様に、①資金増減による部分と②時価下落の影響とに分けてみると、①がマイナス0.45兆ドル、②がマイナス6.33兆ドルとなり、やはり②の時価下落の影響が圧倒的に大きい。①の投資家の純売付額0.45兆ドルは、07年末の株式投信残高15.08兆ドルに対して4%と計算されるから、投資家の純売付は小幅に止まったといえよう。なお、同期間(07年末→08年末)における日本の状況を記すと、株式投信残高は66.78兆円から40.84兆へ25.95兆円、率にして39%減少していた。ただし資金増減は2.38兆円、07年末残高に対して4%のプラスであり(投資家の買付が売付を上回っていた)、時価下落の影響をより大きく受けたことが世界全体の状況と異なる。



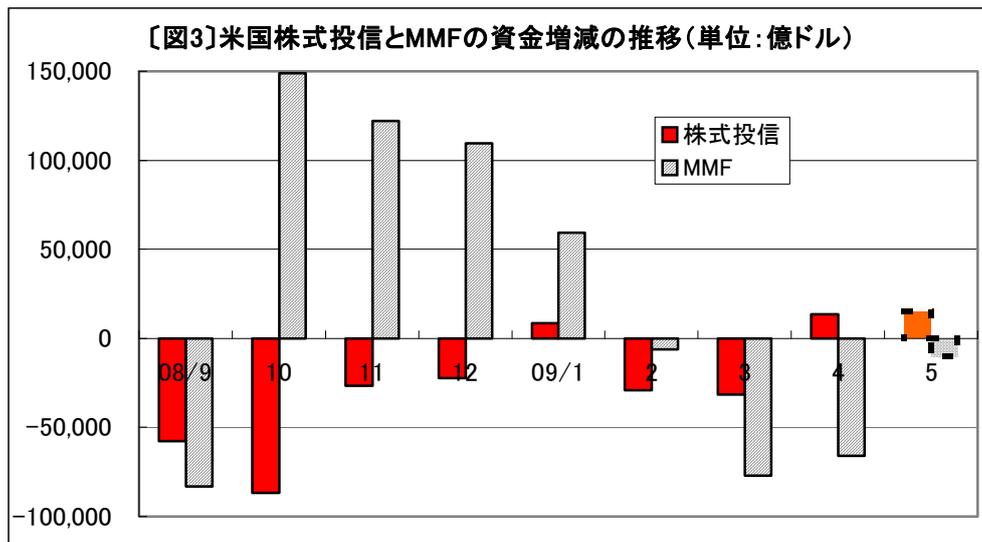
〔注〕株式投信にはバランスファンドを含む。分類不能ファンドなどがあるため、内訳の合計は全体の残高と一致しない。〔出所〕国際投資信託協会

## （2）株式投信の資金流入は08年4Qが最悪で、その後は改善している

09年1Qの世界全体の数字は未発表であるが、既に判明している米国・欧州・日本の残高変化の状況（08年末にくらべ09年3月末の残高は米国が2%減、欧州は1%減、日本は1%減）からみて、09年1Qの世界投信残高は08年末よりさらに減少したと見込まれる。

しかし、株式投信に焦点をあてて資金流入を見ると改善傾向にあると推定される。まず世界全体の株式投信残高の5割以上を占める米国の状況を、ICI（米国投信協会）の発表値によって見ると、図3のように08年10月をボトムに回復傾向にある。09年4月は資金純増に転じ、5月も週次ベースの集計で純増を維持している（一方、MMFからは資金が流出しており、一部が株式投信に向かっていると考えられる）。欧州についてもEFAMA（欧州投信・投資顧問業協会）は「株式投信の資金流出は08年10月がピークでその後は大きく改善している」との見解を示している。また日本の株式投信も08年10月の3,627億円の資金流出の後、09年は1～5月合計で3,841億円の資金流入に転じている。

したがって世界の株式投信の資金流入は08年4Qに底をつけ、その後は改善傾向にあると見られる。



〔注〕バランスファンドを含む。09年5月は4月30日から5月27日までの週単位速報の合計値から推定。  
〔出所〕ICI

## 2. BRIC s 4 カ国の状況

国際投資信託協会は 2007 年から中国の投信についても集計対象に含めるようになった。この結果、BRIC s 4 カ国の投信販売・残高の状況を統一的に（ドルベースで）把握できることになった。以下、4 カ国の最近の動向と潜在成長性について述べる。

### （1）4 カ国合計の残高減少は軽微

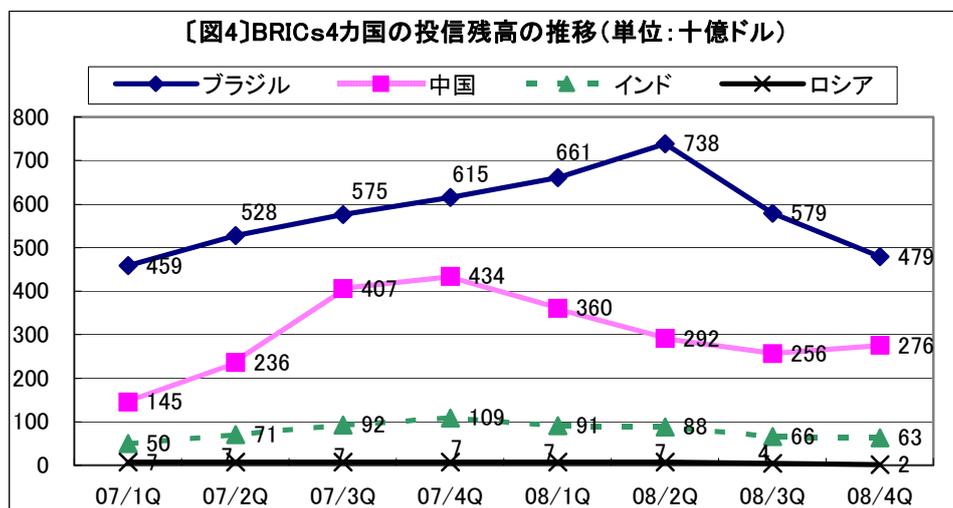
07 年 1 Q 以降の BRICs4 カ国の投信残高推移は図 4 のとおりである。4 カ国の中で残高が最も大きいのはブラジルで 08 年末 現在 4,790 億ドル（約 43 兆円）、次いで中国の 2,760 億ドル（25 兆円）、インドの 630 億ドル（6 兆円）、ロシアの 20 億ドル（0.2 兆円）となっている。

今回の金融危機の影響を見る意味で、危機発生直前の 07 年 2Q の残高と 08 年 4Q の残高を比べてみると、4 カ国合計で 8,350 億ドルから 8,180 億ドルへ 2% の減少に止まった。同期間における世界全体の投信残高は 24.52 兆ドルから 18.97 兆ドルへ 23% 減少していたから、BRIC s 4 カ国の投信は総じて底堅い動きを示したと言えよう。

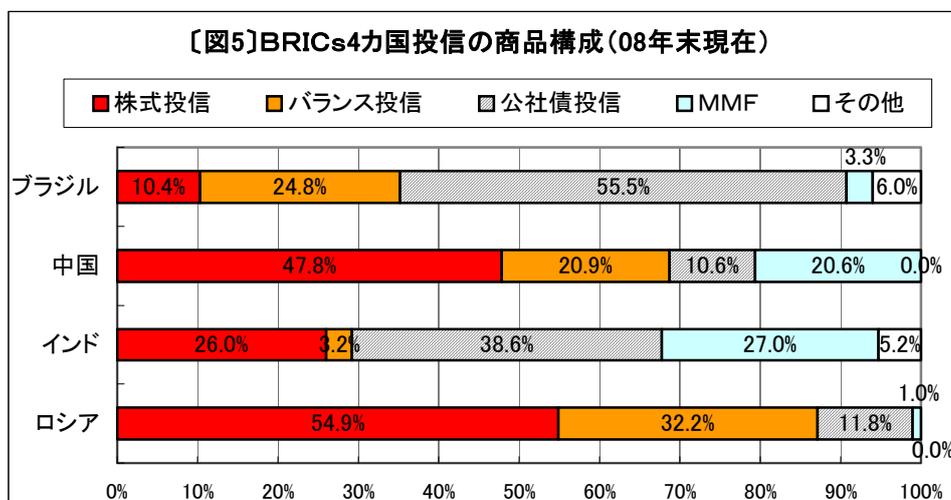
国別に見ると、ロシアの残高が 70 億ドルから 20 億ドルへ落ち込んで減少率は 71% と最も大きく、次いでインド（710 億ドルから 630 億ドルへ 11% の減少）、ブラジル（5,280 億ドルから 4,790 億ドルへ 9% の減少）となり、中国は逆に残高が増加（2,360 億ドルから 2,760 億ドルへ 17% 増加）した。

この原因の一つとして商品構成の相違が挙げられる。図 5 は 08 年末における 4 カ国投信の商品構成を比較したものである。ロシアは株式投信が 55% を占めているのに対し、ブラ

ジルは逆に公社債投信が56%を占めており株価下落の影響を受けにくい商品構成になっている（なお、図4においてブラジルの投信残高が08年2Qから08年4Qにかけ大きく減少しているが、通貨レアルの対ドルレートが1.61から2.39へ下落した影響であり、レアル・ベースでは残高減少率は6%に止まっている）。



〔出所〕国際投資信託協会



〔出所〕国際投資信託協会データより計算

## (2) 潜在的市場規模は300兆円?

次にBRICs4カ国の投信残高を各国の経済規模(GDP)と比較し、また国民1人あたりの投信保有額を計算すると表1のとおりである。なお参考までに日本・米国の数字を併記した。

ブラジルはGDP比3割の投信残高を有しているが一人当たり保有額では日本の半分であり、その他3カ国の投信残高はGDP比10%以下、ロシアに至っては0.1%に過ぎない。

見方を変えればBRICs諸国の投信市場の潜在成長性は途轍もなく大きいことになる。仮

に投信残高の GDP に対する比率が先進 5 カ国(08 年現在、日 10.3%、米 67.0%、英 24.8%、独 7.5%<sup>1</sup>、仏 58.5%) の平均並みの 34%になるとすれば、08 年の GDP に対して計算しても、ブラジル 5,300 億ドル (1 ドル 100 円換算で 53 兆円)、中国 1 兆 5 千億ドル (同 150 兆円)、インド 4,100 億ドル (同 41 兆円)、ロシア 5,700 億ドル (同 57 兆円)、4 カ国合計で 3 兆ドル (同 300 兆円) と計算される。これは 08 年末の日本の投信残高の 6 倍に相当する金額である。これら諸国の今後の経済成長を勘案すればもっと大きな金額になろう。

〔表1〕BRICs4カ国の投信残高の経済規模との比較等

	08年末 投信残高 (A)	円換算 投信残高 (B)	08年GDP (C)	A/C	08年人口 (D)	一人当たり 投信保有額 (B/D)
	十億ドル	億円	十億ドル		百万人	万円
ブラジル	479.32	432,731	1,572.84	30.5%	192	22.5
中国	276.30	249,446	4,401.61	6.3%	1,328	1.9
インド	62.81	56,700	1,209.69	5.2%	1,190	0.5
ロシア	2.03	1,829	1,676.59	0.1%	142	0.1
(参考)日本	(52.1兆円)	521,465	(507.5兆円)	10.3%	128	40.7
米国	9,601.10	8,667,873	14,333.40	67.0%	305	284.2

(注)円換算は08年末の1ドル=90.28円で行った。

〔出所〕日本以外の投信残高は国際投信協会、GDPおよび人口はIMF統計。

日本の投信残高は投資信託協会、GDPは内閣府、人口は総務省統計局。

### 3. 米国MMFの元本割れとその後の動向

#### (1) MMFの元本割れの経緯と資金流入動向

08年9月16日、米国MMFの創設者といわれるブルース・ベント氏が経営するリザーブ・マネジメント社の個人向けMMF「リザーブ・プライマリー・ファンド」が元本割れした。その前週末の同ファンド規模は626億ドル(約6兆6千億円)であり、このうち7.85億ドルをリーマン・ブラザーズ発行のコマーシャル・ペーパー(CP)に投資していた。9月15日のリーマンの破綻にともない、同ファンドは、このCPの評価額を9月16日にゼロに評価替えした結果、基準価額は97セントと元本1ドルを割り込んだ。

米国では94年に機関投資家向けの小規模MMFが元本割れを起こしたことがあったが、個人向けMMFについては70年代初頭の創設以来、一度も元本割れを経験したことはなかった。元本割れの恐れを生じた場合には、スポンサーである銀行等がファンドの組入れ証券を理論価格で買い付けるなどにより、それを防いでいた。しかしリザーブ・ファンドの場合は、創業者が運用する独立系ファンドであり、バックに強力な金融機関が存在しなかったこともあって特別の支援措置はなく元本割れに至った。

<sup>1</sup> 独は隣国ルクセンブルグにファンドを設立して国内に持ち込むケースが多いので、これを加えると、投信残高の対GDP比率は19%程度になる。

この日の前後から米国 MMF は機関投資家向けファンドを中心に大量解約に見舞われ、9月17日と18日の二日間で2,100億ドル(約21兆円)の資金がMMFから流出した<sup>2</sup>(ICIは毎週水曜日現在でMMF残高を公表しており、直前週9月10日の残高は3兆5,810億ドルであったから、この残高に対し2日間で6%の資金が流出したことになる)。またMMFは米国コマーシャルペーパー(CP)市場において、発行残高の47%(2007年末現在)を保有する有力な買い手であったから、MMFからの大量資金流出はCP市場の混乱を招いた。

この事態に対して、米国政府(財務省)は9月19日にMMFの元本保証制度の導入を打ち出した。米国のMMFは、保有者が預金と同様にファンド保有残高に対して小切手を振り出すことが可能であり、決済手段として使われている。

このため、政府は①MMFの信頼が揺らいで大量の資金が流出することは信用不安にもつながる恐れがある、②CP市場の混乱は企業金融にも支障をきたすと判断し、元本保証制度の導入に踏み切ったものと思われる。財務省のMMF元本保証制度は、①個人向け・機関投資家向けを問わず全ての公募MMFを対象とする(ただし、全ファンドに強制適用するのではなく、財務省にフィーを支払って保証制度に参加したファンドに適用)、②制度適用期間は最長で1年間、③保証財源として為替安定基金(Exchange Stabilization Fund)の資産を活用、④個別投資家への保証額について預金保険のように「1人25万ドルまで」といった制限は設けないというものである。

また同時にFRB(連邦準備制度理事会)もMMFの流動性を確保するため、「米国金融機関がMMFから資産担保CPを理論価格で買い付けることに対して連邦準備銀行が特別融資を行う措置」を実施した(この後、FRBはCP以外のMMF組入れ証券をも特別融資の対象に加えた)。

こうした措置の結果、MMFに対する投資家の信頼は維持されるとともに、株価暴落の中で投資家が「フライト・トゥ・セーフティ」志向を強めてMMFに資金を移す動きも加速した結果、08年9月下旬以降、MMFの残高は急増に転じた(MMFの月間資金増減額は08年9月にマイナス831億ドルとなった後、10月はプラス1,490億ドル→11月プラス1,220億ドル→12月プラス1094億ドルと推移した)。

## (2) MMF改革についてG30が抜本改革を提案

以上のように、米国MMFは政府の迅速果敢な措置もあってリーマン・ショックを乗り切ったが、その後、銀行・証券などに対する一連の金融規制強化策が検討される過程で、政府関係者等の中には、MMFが金融システム・リスクの一因となることを防ぐため、抜本的改革が必要だという見方も生まれた。

事実、米国オバマ政権の経済顧問ポール・ボルカー氏(元米国連銀総裁)、ガイトナー財務長官、サマーズ国家経済会議委員長を含む世界のトップ経済人から構成される「グループ・オブ・サーティ(G30)」が09年1月に発表した「世界金融改革の骨組み」(FINACIAL

<sup>2</sup> ICI Money Market Working Group 報告書3ページ

REFORM: A Framework for Financial Stability”)」のレポートの中に、MMF 改革についての1項目が盛り込まれた。同レポートは基本認識として「MMF をめぐる一連の出来事は、“大規模に満期変換<sup>3</sup>を行って流動性リスクを取りながら、資本規制や監督、セーフティネットの全くない商品”の孕む危険を浮き彫りにした。この危険は、MMF の商品性が“決済手段として使え、元本価格でいつでも引き出せること”など、規制された銀行預金と類似しているために一層増幅された」と述べたうえで、「規制・監督下にある銀行が提供するにふさわしいサービス（特にいつでも元本価格を引き出せること）と、短期確定利付証券に投資するファンドが提供するサービスとの間には、明確な規制区分が引かれるべきである」として、具体的には次の提案を行った。

① 銀行類似のサービス、すなわち決済手段として使え、元本価格でいつでも引き出せ、純資産価値を元本価格に維持することを保証する MMF は、特別目的銀行 (special-purpose banks) として再編成され、適切な健全性規制と監督、政府保証、中央銀行の最後の貸し手機能へのアクセスの下に置かれるべきである。

② 他方、MMF として存続するファンドは、「相対的に低リスクで若干の値上がり可能性を持つ保守的投資物件」としてのみオファーされるべきである。すなわち銀行が提供する MMDF (money market deposit funds) など政府支払保証のある商品と明確に区分し、投資家に対し（明示的・非明示的を問わず）いつでも元本価格で引き出せることを保証すべきでない。また MMF は組入れ証券をアモチ方式（取得価格±取得価格と償還価格の差の日割り計上）で評価することを許されるべきでなく、「純資産価値は1ドルに固定されるのではなく変動する」ことを投資家に示すべきである。

### (3)業界は「現行の商品性を変えない範囲で規制強化」を提案

一方、投信業界は、08年11月からICI内に「マネーマーケット・ワーキンググループ」（リーダーは米国第2の投信会社バンガード・グループのブレナン会長）を設置し、MMF改革の検討を進めていた。

同グループは09年3月に200頁を超える報告書を発表、その中で十数項目におよぶ規制強化（SEC規則の改正および自主的規制）を提案した。この提案は、前述のG30提言のようなドラスチックな変更は避け、あくまで現行商品の枠組み（いつでも元本価格で購入・換金できることなど）を維持しつつ、「MMFの安全性」と「顧客間の公平性」を強化することに主眼を置いている。

主な提案内容は次の通りであり、多くはSEC規則の改正を要するものである。しかしICIは3月17日のICI理事会において、各投信会社がこの提案内容を自主的に、直ちに実施に移すことを採択している。

（筆者注：ICIは業者団体であって、日本の投資信託協会のような法定の自主規制団体ではない。

---

<sup>3</sup> 顧客からの即日換金請求に応じる仕組みでありながら、資金が平均残存期間数十日のポートフォリオで運用されていること。

したがって、ICI の上記提案実施の申し合わせは法的なものではなく、自主的決議である。）

### ICI「マネーマーケット・ワーキンググループ」の提案内容

- ① MMF の流動性確保のため、ファンドが常に(i)当日換金可能な証券を純資産の 5%以上保有する（日次流動性基準）とともに、(ii)7 日以内に換金可能な証券を純資産の 20%以上保有する（週次流動性基準）という二つの流動性基準を満たすことを義務付ける。
- ② MMF の金利変動リスクへの対応を強化するため、組入れ資産の加重平均残存期間の制限を、現行の「90 日以内」から「75 日以内」に短縮する。
- ③ MMF の信用リスクの低減をはかるため次の措置を導入する。  
(i)MMF 運用会社に対し、新しい種類の証券組入れに関して、事前にその仕組み等を精査したうえで組入れを承認する組織として「新種証券審査委員会」（“new products” or similar committee）の設置を義務付ける。また現在はファンド純資産の 5%まで組入れが認められている格付け第 2 位の証券の組入れを禁止し、組入れ適格証券を格付け第 1 位のみ限定する。  
(ii)（昨年 SEC は「ファンドが組入れ証券の信用リスク分析に関し、格付け機関への依存を避けるため、“MMF の組入れ可能短期証券を NRSRO<sup>4</sup>が一定水準以上の格付けをしているものに限り”としている現行 SEC 規則の撤廃」を提案していたが）、SEC は MMF の組入れ対象証券について格付要件を維持すべきである。さらに MMF 運用会社に対し、最低 3 社の格付け機関を指名する（これにより格付け機関間の競争強化を図る）とともに、その社名を公開することを義務付けるべきである。
- ④ MMF の顧客による集中的解約リスクに備えるため、ファンドに対し「顧客のデューデリジェンス」の実施または「顧客を知る手続き」の採用を義務付ける。具体的には、(i)可能な範囲で顧客のファンド解約の可能性・流動性ニーズ（たとえば保有見込み期間など）を把握するか、またはその情報が得られない場合には解約予測の不可能性がもたらす悪影響を軽減する措置の採用（たとえば 1 顧客によるファンド保有限度を設定するなど）を義務付ける。また(ii)各ファンドのホームページに、顧客の保有集中度およびそのリスクを月ベースで開示することを義務付ける。
- ⑤ MMF の顧客間の公平性を維持するため、ファンド取締役会が(i)基準価額が元本割れする事態になった時には一部顧客の抜け駆け解約（“run”）を防ぐため 5 日以内の一時解約停止措置を取れるようにし、(ii)ファンドの解散を決定した時には、無期限に解約を停止（そして 5 日以内に全顧客に解散予定を通知）できるようにする。
- ⑥ MMF のリスクについての開示を改善するとともに、ファンドのホームページに運用内容を毎月公開することを義務付ける。
- ⑦ （MMF の元本割れの恐れがある場合などに）ファンドの関係会社がファンドから組み

<sup>4</sup> Nationally Recognized Statistical Rating Organization、全国的に認知されている統計的格付け機関

入れ証券を買い取るについて、現在は SEC による個別許可制となっているが、(SEC 規則 17 a-19 の改正により) 関係会社がファンドから組入れ適格証券を買い取ることを一律に (個別許可の必要なく) 可能にするよう変更するとともに、関係会社がそれを行ったときには SEC への非公開報告を義務付ける。

以上のような G30 および ICI の提案に対し、SEC は規制見直しの必要性を表明しているものの、09 年 5 月末現在、規則変更の提案などは行っていない。投信業界内には、政府の MMF 元本保証制度を 09 年 9 月の期限切れ時に終了させるべきだという意見があり (既に、政府債を投資対象とする MMF について元本保証制度から離脱している会社もある)、この制度の存廃との関連で何らかの動きが生じることも考えられる。

#### 4. 米国確定拠出年金市場の動向

##### (1) 投信にとっての確定拠出年金市場の重要性

米国の確定拠出年金 (DC) プラン残高は、07 年末現在で、401k など企業等による DC プランが 4 兆 5 千億ドル、IRA (個人型 DC) が 4 兆 7 千億ドル、合計で 9 兆 2 千億ドルに達していた。

また 2006 年に成立した年金改革法により 401k 市場は一層拡大のテンポを速めるものと思われた。何故なら同法は、① 401k プランへの加入について、従来は「従業員が積極的に加入の意思を示した場合 (オプトイン) のみ加入する (= 企業が拠出金を給料から天引きできる) 方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否 (オプトアウト) 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方式」に改めた (ただしオプトアウト方式の採用を企業に強制するものではない) うえ、② 401k プランへ「給料の何%を積み立てるか」という拠出率について、従業員が自ら設定しない限り毎年自動的に引き上げていくことを可能としたからである。

このように DC 市場が拡大する中で、長期・分散投資を特長とする投信は、超長期で運用する DC プランにピッタリの投資対象であり、特に 1990 年代から市場シェア (確定拠出年金資産残高のうち投信により運用されている割合) を高めてきた。たとえば IRA 市場における投信のシェアは 90 年の 22% から 07 年には 49% へ、また 401k 市場においては投信のシェアが同時期に 9% から 54% へ拡大していた。

さらに、2007 年に投信にとってプラスの材料が新たに出現した。前述の年金改革法により、「401k 加入従業員の運用指示がなかった場合、米国労働省の定める“適格投資商品 (デフォルト・オプション)” に投資しておけば、企業主など関係者は結果責任を問われない」こととなり、米国労働省は 2007 年 10 月に「デフォルト・オプションをライフサイクル・

ファンド（ターゲットイヤー・ファンドとも言う）<sup>5</sup>、バランスファンド、投資顧問による運用勘定（SMA）の三つに限定する」規則を制定した。言い換えると適格投資商品の中に MMF や保険会社の GICS（元利保証投資契約）に代表される元本安定商品を含めなかった。労働省はその理由を「401k プランの下での投資は長期であり、元本安定商品は長期で見た場合に三つの商品のような好リターンを生まないため、加入者が退職時に十分な資産形成を達成できない恐れがあること」などを挙げていた（日本の確定拠出年金が元本確保商品を重視していることと対照的である）。この制度改正は株式ファンド中心に投信にとって追い風となるものである。

このように DC 市場で投信がシェアを高めてきた結果、DC プラン（公務員等の確定拠出プランおよび IRA をふくむ）による投信保有額は 2007 年末に約 4 兆 6 千億ドルに達し、米国投信全体の残高の 38% を占めるに至っていた。特に、資金の性格上「短期的にはリスクはあっても長期的には高いリターンが期待される株式投信」が利用されるケースが多いため、株式投信については残高の 53% を DC 資金が占めていた。

## （2）株価暴落に対し加入者は冷静？

以上のように DC 市場が拡大し、投信がこの市場でのシェアを高めてきた中で 08 年の株価暴落が起こった。DC 資産も大きく目減りし、07 年末の 9.2 兆ドルから 08 年末には 7.1 兆ドル（企業等の DC プランが 3.5 兆ドル、IRA が 3.6 兆ドル）<sup>6</sup>に 23% 減少した。一部の新聞等は「投資家は今回の株価急落に反応して、退職準備貯蓄口座への資金積立てを止めたり、積立額を減らしたり、あるいは資産配分を変更したりしている」と報道した。また 08 年 10 月に行われた議会における公聴会では「DC を抜本的に見直し、新しい制度を作る（たとえば全勤労者を対象に政府が資金を拠出して元利保証付きのプランを新設する）べきだ」などの声もあがった。

### ①ICI 調査

こうした制度見直し論等に対し ICI は 08 年 12 月に「確定拠出年金加入者は株式市況急落に対し冷静に対処している」との調査結果を発表した。これは (i) 401k など企業等 DC プラン総加入者のうち 4 割にあたる 2,250 万人の口座を管理する機関を対象とした口座動向調査と、(ii) 米国の 3,000 家計を対象に IRA（個人型 DC）口座についての口座動向調査を併せて実施した結果の報告である。

この中で ICI は、(i) の企業等 DC プラン口座について、「(a) 2008 年（10 月まで）に積立てを停止したプラン加入者は全体の 3.0%、資金を引き出した加入者は 3.7% であって、今までの年とあまり変わっておらず IT バブル崩壊直後の 2000 年とほぼ同様である。(b) 投資

<sup>5</sup> ライフサイクル・ファンドとは、投資家の退職予定時期別に（たとえば 2030 年、2040 年など）数本のファンドを用意し、ファンドの資産配分を時間の経過（退職時期の接近）に合わせて安定化させていくファンドである。目標年を設定することからターゲットイヤー・ファンドとも呼ばれる。

<sup>6</sup> ICI “2009 Investment Company Fact Book”

配分についても新規積立分について投資配分を変えた加入者は9.1%、既積立分の投資配分を変えた加入者は13.5%に過ぎない」とコメントしている。また(r)のIRA口座対象の家計調査の結果については「既積立分について投資配分を変えた家計は全世帯のうち14%、計画になかった資金引き出しをした家計は6%に過ぎず、一切変更していないと答えた家計が73%を占めている」と述べている。また既存のDCプラン制度についての評価を家計に尋ねた結果、「長期的視野で考えることに役立つ(90%)」、「給料天引きなので貯蓄しやすい(88%)」、「節税のメリットが大きい81%」など現行DCプランの役割・長所が非常に高く評価されていると強調している。

## ②その他の調査

DCプラン加入者のみを対象とした調査ではないが、コンサルタント会社マッキンゼー社が09年1月に全米の消費者2,000人を対象として行った“2009 McKinsey retirement survey of 2,000 US Consumers”の報告書によると、「金融危機に対応して過去6ヶ月間に投資ポートフォリオを変更したか」との質問に対し「変更した」と回答した人は37%、「変更しなかった」と回答した人が59%となっていた。

さらに401k口座の動きを毎月追いかけているHewitt社は、「09年4月に、確定利付き商品から株式へ資産を移し変える動きが(差し引きで)08年6月以来初めてプラスに転じた。また口座資産のうちの株式への配分割合が3月末の49.1%から4月末に51.7%に高まった」との調査結果を09年5月に発表した。

## (3) 今後の展開

DCプランをめぐる議論については、株式市況が落ち着きを取り戻せば過激な制度変更論等が鎮静化する可能性もある。

しかし(DC制度の根幹にかかわる問題ではないが)ライフサイクル・ファンド(=ターゲットイヤー・ファンド)の取り扱いについて何らかの手当てが行われる可能性が高い。何故なら、ターゲットイヤー・ファンドの商品性が投信会社によって大きくばらついていることを問題視する声が高まっているからである。たとえば議会上院・加齢特別委員会(Special Committee on Aging)が四十数社のターゲットイヤー・ファンドを対象に調査したところ、同じ2010年をターゲットとするファンドについて、2008年時点における株式組入比率が、最低8%~最高68%までばらついており、したがって2008年のパフォーマンスはマイナス3.6%からマイナス41%の差を生じていたという<sup>7</sup>。

前述のとおり、政府(労働省)は401kプランの三つのデフォルト・オプションの一つとしてターゲットイヤー・ファンドを指定して(いわばお墨付きを与えて)おり、実際に同ファンドをデフォルト・オプションとして採用する企業が増えている。したがって政

7

[http://www.boston.co/business/markets/articles/2009/05/17/be\\_careful\\_when\\_comparing\\_target\\_date\\_funds/](http://www.boston.co/business/markets/articles/2009/05/17/be_careful_when_comparing_target_date_funds/)

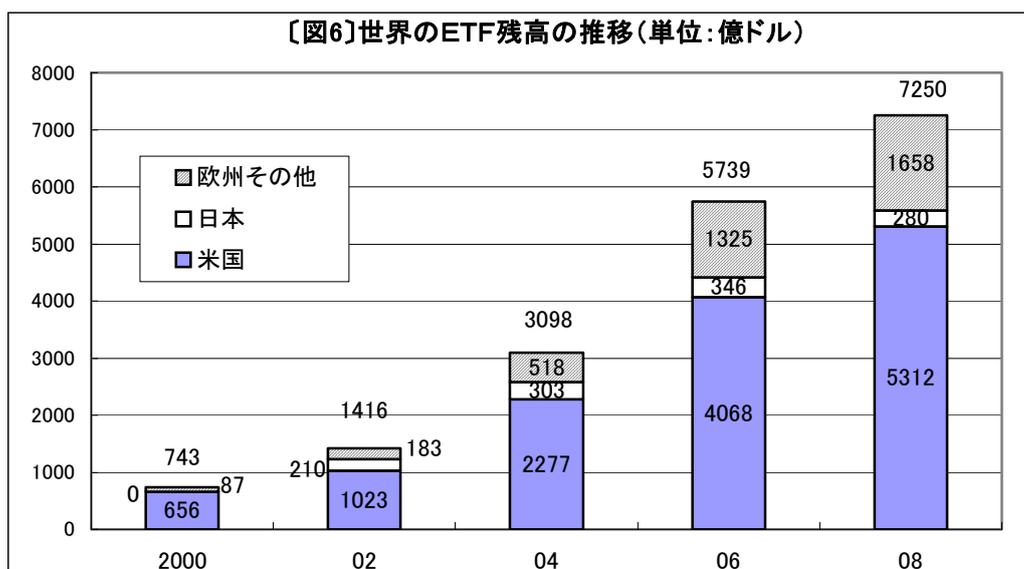
府としても何らかの措置をとる必要があると思われ、SEC と労働省はこの問題について 6 月に共同公聴会を開催すると伝えられる。今のところ同ファンドのデフォルト・オプションとしての位置づけには変更はないものの、少なくとも資産配分決定方法についてのディスクロージャーの強化、場合によっては運用規制が行われるのではないかと観測が出ている。

## 5. ETF の多様化が進捗

### (1) 2 年以内に 1 兆ドル突破か

世界の ETF 残高は、米国ストラテジー・インサイト社によれば 08 年末に 7,250 億ドルに達したと推定されており、その種類も急速に多様化している。ETF について日本の今後を考えるためには、07 年の金融危機以降の短期的動向より長期的変化を見る方が参考になると考えられるので、以下、2000 年以降の傾向的变化を分析してみた。

1990 年にトロント証券取引所で初めて開発された ETF は、90 年代後半から米国中心に急拡大し、図 5 に見るような成長を遂げてきた。残高は 2000 年から 08 年へかけて、743 億ドルから 7,250 億ドルへ 10 倍に拡大しており、同期間における世界の投信全体の伸び (11.87 兆ドル→18.97 兆ドルへ 60% 成長) を遥かに凌駕してきた。この結果、08 年末の ETF 残高は、世界の投信全体残高の 4% 程度を占めるに至っている (なお、同時点における日本の ETF 残高は 2 兆 5,245 億円で、株式投信残高 40 兆 8,421 億円の 6% である)。前掲のストラテジー・インサイト社は 09 年 2 月に発行したレポートの中で「世界の ETF 残高は 2 年以内に 1 兆ドルを上回る」と予測している。



〔出所〕2006年まではモルガンスタンレー“Exchange Traded Funds-1st Quarter 2007 Global Review、08年は米国についてICI、日本について投信協会データを年末レートで円換算、欧州その他は世界合計から逆算、世界合計はStrategic Insight。

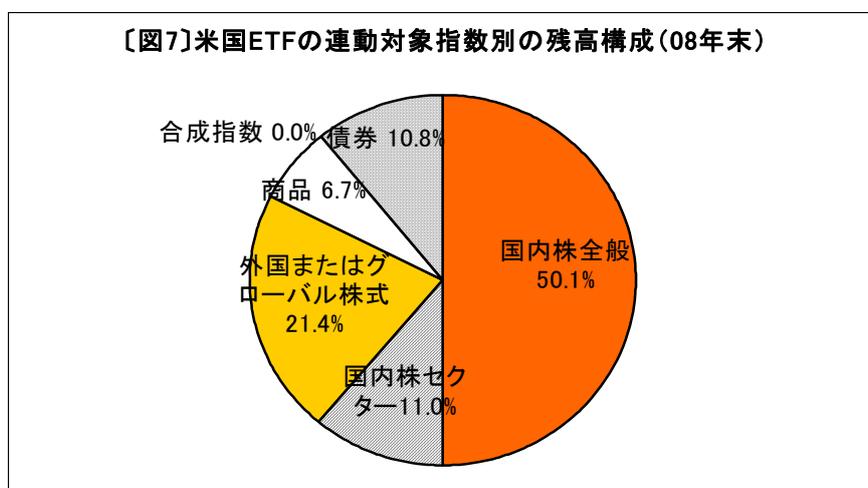
なお、ETF の保有者構成は、年金基金・ヘッジファンド・財団・証券会社の自己勘定などを含む機関投資家が 4～5 割、個人が 5～6 割と推定されるが、最近では投資アドバイザー経由などで個人の投資がふえている（ストラテジック・インサイト社）とのことであり、個人を主顧客とする従来型投信にとってのライバルになりつつある。

## （2）商品バラエティも拡充

以下、世界の ETF 残高の 7 割以上を占め、詳しいデータを入手できる米国の ETF 市場の変化について述べる。

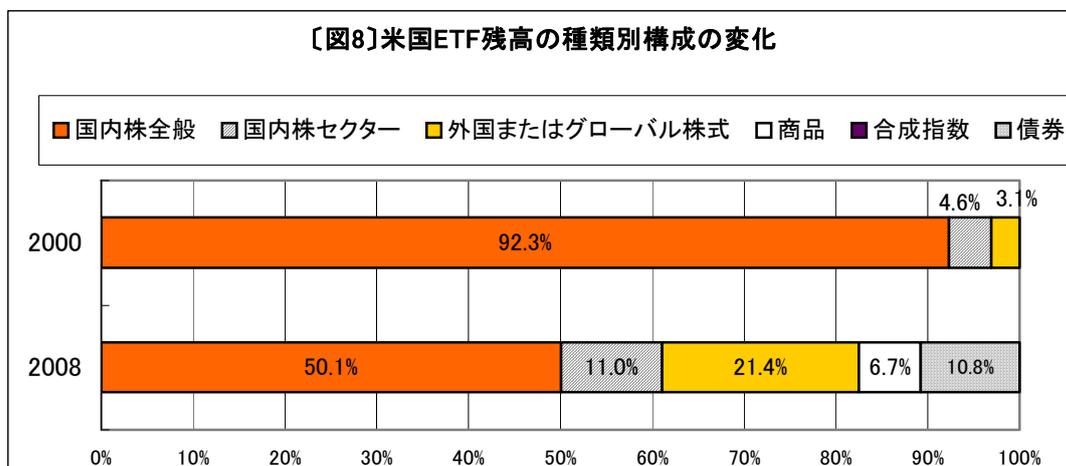
1993 年にスタートした米国 ETF は、2000 年末にファンド数 80 本、純資産額 656 億ドルであったものが、09 年 3 月末時点では 719 本、純資産額 4,820 億ドル（09 年 3 月末の 1 ドル 98 円で換算して 47 兆円）へ、ファンド数で 9 倍、純資産額で 7 倍に増加した。

ETF 純資産額の内訳を、詳細な数字が入手できる 08 年末現在で見ると図 6 のとおりであり、SP500 など国内株全般の指数に連動するタイプが 2,662 億ドルで全体の 50%を占め、次いで外国株またはグローバル株価指数連動型が 1,136 億ドル（21%）、国内の業種別などセクター指数連動型が 584 億ドル（11%）、債券指数連動型が 572 億ドル（11%）、商品指数連動型が 357 億ドル（7%）となっている。



【出所】ICI

この内訳について、2000 年以降の変化をみると、国内株では SP500 など市場全体の指数に連動するものよりも、業種別などセクター指数に連動するものの比重が高まっているほか、外国株またはグローバル株価指数連動型、債券指数連動型、そして 2004 年に出現した商品指数連動型の割合が拡大している。そして 08 年にはアクティブ運用型の ETF や、ETF を組入れるファンド・オブ・ファンズ形式の ETF が創設されるなど商品バラエティは一層広がりを見せている（ETF の種類別残高構成の 2000 年と 2008 年の比較については図 8 参照）。



〔出所〕ICI

### （3）一部の会社、一部のファンドに資金が集中

以上のようにファンド数、規模とも急拡大してきたETFであるが、ファンド発行会社の広がりには限られている。インデックス投資専門のwebsiteであるindexuniverse.comのデータによれば、08年末で米国ETFの発行会社は25社存在するが、資産額の48%はバークレーズ・グローバル・インベスターズ（BGI）、30%はステイト・ストリートが占め、上位2社のシェアが78%に達する寡占市場である。

またファンド規模を見ても、米国ETFの1ファンド当りの規模は09年3月末現在で7億3千万ドルと計算されるものの、少数の大規模ファンドが平均値を引き上げており（たとえば米国最大のETFでSP500株価指数に連動するSPDR「スパイダー」の純資産額は09年3月末で585億ドル）、一方で小規模ファンドが乱立する二重構造となっている。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーによれば、米国ETF資産の84%は上位12%のファンドで占められており、資産規模が5千万ドル未満のファンドが540本（全体の7割以上）も存在している<sup>8</sup>。

このため、新ファンドが次々に組成される一方で、既存ファンドのうち小規模で取引量が少ないために採算のとれないファンドが解散するケースも増えている。ICI統計によれば08年には50本のファンドが解散し、09年も3月末現在でのファンド数が719本と、08年末（728本）より若干減少する動きになっている。

以上のように、ファンド・バラエティの広がりが相当程度進んだ米国ETFは、ファンド数の面ではそろそろ頭打ちに入りつつあると見られる。

<sup>8</sup> Business Week 電子版, May 11, 2009

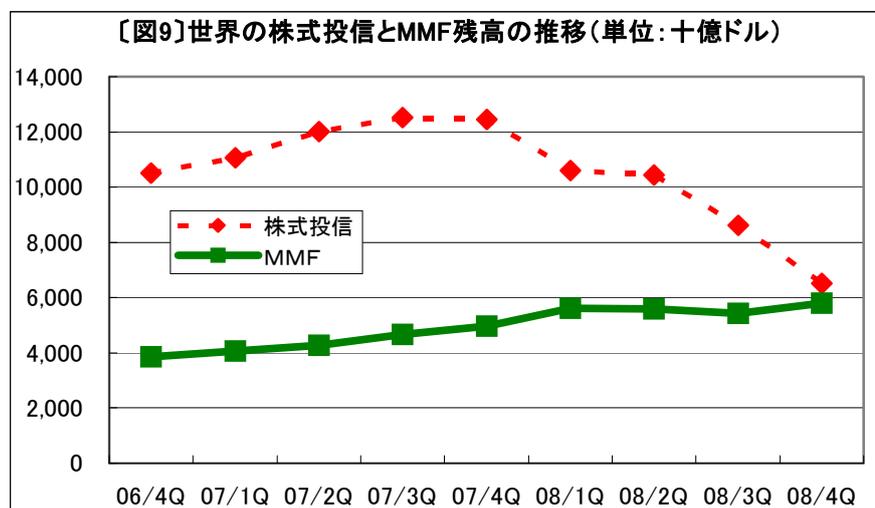
## 7. おわりに

以上、金融危機発生後を中心に世界の投信動向を見てきたが、当面の展開について、「500兆円以上に積み上がったMMFの資産がいつ、どのように動くか」が注目される。

世界のMMF残高は、金融危機発生前の06年末の3兆9千億ドルから08年末に5兆8千億ドルへ2兆ドル近くも増加し、史上最高の水準に達している。この間に世界の株式投信残高（バランスファンドを含まない株式専門ファンドの残高）は10.5兆ドルから6.5兆ドルへ4兆ドル減少している（図9参照）。

MMFは株式投資待機資金の性格も持っており、4頁で指摘したように米国では既に09年春からMMF資金の一部が株式投信に回帰する動きを見せている。経済危機に対応して世界的に政策金利（短期金利）が引き下げられた中で、短期資産で運用するMMFは利回り面での魅力は薄い。株式市況の底打ちが確認されれば、投資家がMMFから株式投信等へ資金を移し変える動きも顕在化しよう。

ちなみに08年末の世界のMMF残高5.8兆ドルは同時点における世界の株式市場時価総額32.5兆ドル<sup>9</sup>の18%に相当する。もちろんMMFの全部が株式投資待機資金ではないが、前述のとおり金融危機発生前の06年末からの増加分だけをとっても2兆ドル近い金額に達している。大量の資金が株式市場へ還流する可能性を秘めていることは確かであろう。



(注)ここでは株式投信にバランスファンドを含んでいない。

【出所】国際投資信託協会データより作成

<sup>9</sup> 国際証券取引所連合ホームページ