

2000年代の株価変動下、 世界の投信はどう変化しているか

平成24年9月14日
杉田浩治
(日本証券経済研究所)

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか
(要約)

2000年以降、金融危機をはじめとする数度のショックにより世界の株価が長期的に伸び悩む中で、世界の投信は全商品合計で毎年資金純増を維持してきた。

その中で主な変化・特徴を掲げると次のとおりである。商品については債券ファンド、グローバル運用ファンド、ETF、さらに絶対収益追求型・分配重視型などが拡大し、販売面では確定拠出（DC）年金および新興国市場の重要性が増している。また運用面ではファンド・オブ・ファンズの活用が進んでいるほか、日米の国内株ファンドのパフォーマンスは市場指数を上回っている。一方、グローバルな金融規制改革との関連において、投信についてはMMFの商品性見直しが行われている。

今後、投資環境が変化（債券価格が下落・株価が上昇）すれば、投資家資金が株式ファンドへ回帰することも考えられるが、投資家のリスク回避志向は強く、タイム・ラグを生じよう。一方、販売面ではDC年金市場、新興国市場の重要性がさらに増すほか、団塊の世代の退職にともない「資産を運用しながら引出す仕組み」に対するニーズも拡大すると見込まれる（引出しについて「定額」は平均売却単価を引下げてしまう効果があるので工夫が必要である）。

当面の大きな課題は、投資対象（株式・債券）の収益性が低下していることへの対応であり、アクティブ運用の復権が望まれるほか、商品が多様化・複雑化する中での「分かりやすい商品説明」の徹底、投資家利回り向上のための「積立投資の推進」が必要であると思われる。

2000年代の株価変動下、世界の投信はどう変化しているか

公益財団法人 日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

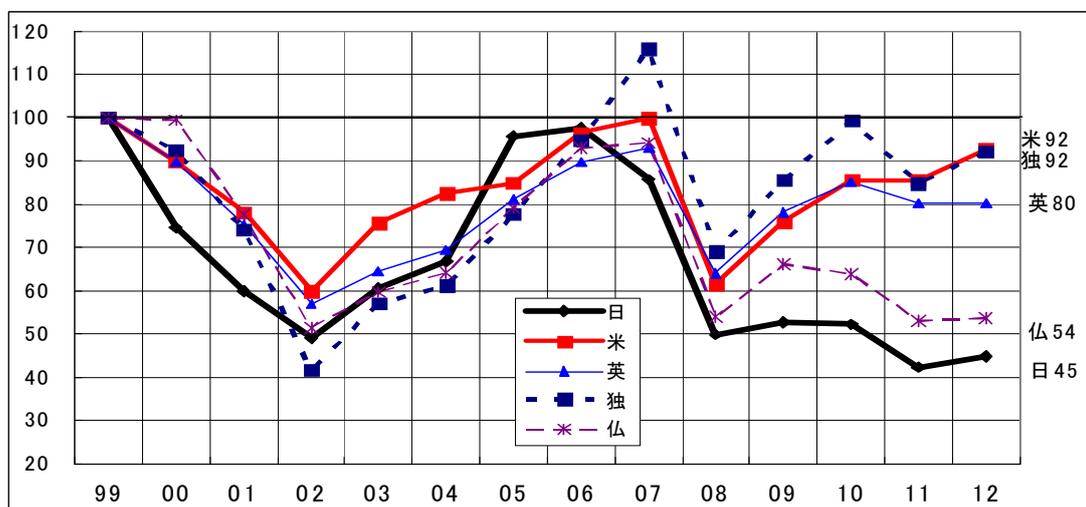
はじめに

2000年代に入って、世界の株式市況はITバブルの崩壊、世界金融危機、欧州不安などに起因する数度のショックを経験し、株価は伸び悩んでいる。

主要5カ国について、99年末の株価を100とし各年末の株価の推移を描くと図表1のとおりである。ドイツを除く4カ国の株価は年末ベースで99年末を一度も上回ることなく推移し¹、12年6月末には日本が45、米国92、英国80、独92、仏54に下落している。

こうした中で、世界の投資信託はどのように変化しているのだろうか。2000年から最近まで約12年間の動きを、商品・販売・運用・規制の各側面から分析するとともに、今後の方向・課題について考察した。

〔図表1〕2000年代に入ってから主要国株価の推移（99年末=100、各年末）



(注)日はTOPIX、米はS&P500、英はFTSE100、独はDAX、仏はCAC40種をとった。12年は6月末。

1. 投信全体として資金純増は継続している

先ず世界の投信への資金流入状況をみると図表2のとおりであり、全体として投資家の

¹ 図表1は年末ベースであり、年の途中では99年末を上回っている時期もある。

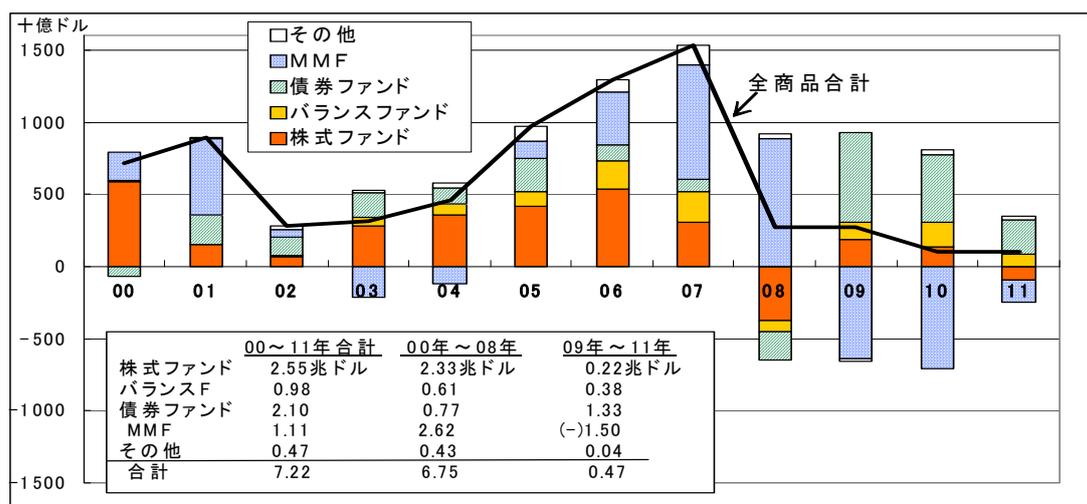
投信買越し基調は続いている。

00～11年の12年間を通算すると、株式ファンド、債券ファンド、バランスファンド、MMFの全てに資金が純流入し（投資家の購入金額が解約金額を上回り）、全商品合計の資金純流入額は7.2兆ドル（1ドル80円で換算（以下同じ）して576兆円）に達した。

ただし、年別に追うと07年の1.5兆ドルをピークに資金流入額は明らかに減少し、11年の純流入額は0.1兆ドルと07年の10分の1以下になった。この大きな振れをもたらしている主因は、短期金利の変化に応じ資金が大きく出入りするMMFにある。図表2でも分かるように07年から08年（世界金融危機下で投資家の安全資産志向が強まった時期）にMMFへ大量の資金が流入した後09年以降は主要国で短期金利がゼロに近い水準に低下（MMFの利回りもゼロに接近）する中で大量の資金流出が続いている。

しかし、後述するように債券ファンドへの資金流入額が増加している結果、投信全体としてみれば資金純増を維持している。

〔図表2〕世界の投信への資金流入状況



〔出所〕国際投信協会データより筆者作成

2. 商品別の動向

投信の商品別には、債券ファンド、グローバル運用ファンド、ETFの増加が顕著である。また伝統的投資商品（現物の株式・債券）の収益性が低下する中で、代替投資の活用等により絶対収益を追求するファンド等も増えている。

（1）投資対象別には、09年から債券ファンドの販売・残高比率が上昇

投信への資金流入状況を、投資対象別に08年（リーマンショック）までと09年以降に分

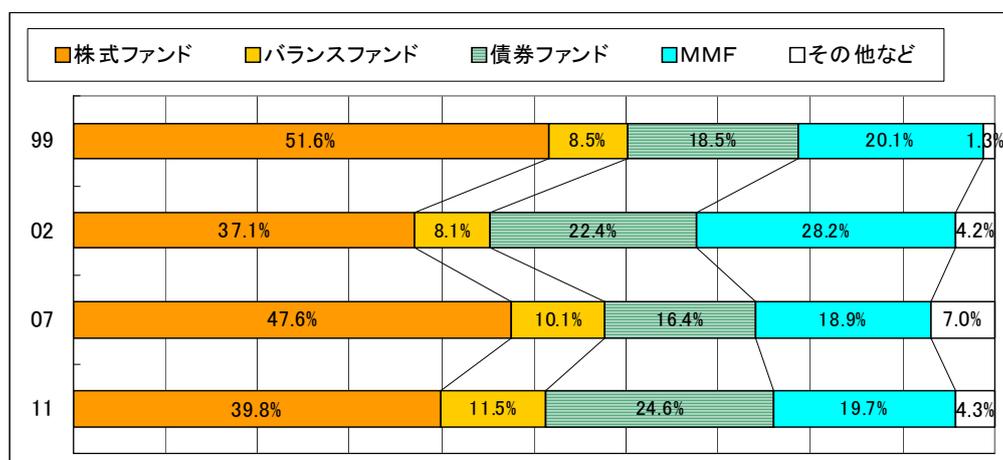
けて集計してみると、前掲図表 2 中の枠内のおりである。

長期ファンド（株式ファンド、債券ファンド、バランスファンドを指し、MMF は含まない、以下同じ）について内訳をみると、08 年までの 9 年間は株式ファンドへの資金流入が合計 2.33 兆ドル（年平均 2,590 億ドル）と、債券ファンドの 3 倍以上に達していた。

しかし 09 年以降、株式ファンドへの資金流入は年平均 730 億ドルに減少（11 年は 960 億ドル資金流出）し、反対に債券ファンドへの資金流入は 08 年までの年平均 860 億ドルから 09 年以降は年平均 4,430 億ドルへ 5 倍に増加している。投資家の安全志向の高まり、世界的な金利低下（債券価格上昇）の中での債券の高リターン²を反映していることは言うまでもない。（なおMMFについては前述したとおり、利回り低下により 09 年以降大量に資金が流出し、年平均では 5,000 億ドルもの流出となった）。

この結果、世界の投信残高の商品別構成比率は図表 3 のように変化している。99 年末と 11 年末を比べると株式ファンドの比率が 52%から 40%以下へ縮小し、債券ファンドが 19%から 25%へ拡大した。また、後述する確定拠出年金市場におけるターゲットイヤー・ファンド³の増加によりバランスファンドの比重が 9%から 12%へ高まっている。

〔図表 3〕世界の投信の商品別残高構成



〔出所〕国際投信協会データより筆者作成

² 米国の投信最大手会社バンガード社は、同社ウェブサイトのブログ記事（12年7月30日）の中で「99 年末～12 年 6 月末までの通算で、米国債券は年率 8.1%のリターンをもたらした（米国株は年率 2.4%）」と述べている。

<http://www.vanguardblog.com/2012.07.30/the-outlook-for-bonds-and-what-to-do-about-it.html>

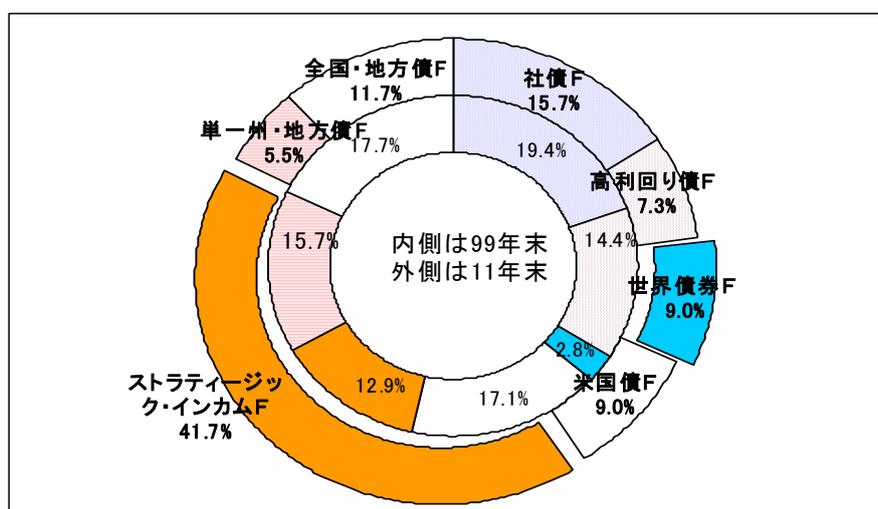
³ ターゲットイヤー・ファンドとは次のような仕組みのファンドである。投信会社が、投資家の退職予定時期（ターゲットイヤー）別に（たとえば 2020 年、2025 年、2030 年、2040 年・・・など）数本以上のファンドを用意し、投資家は自分の退職時期に近いファンドを購入する。各ファンド内の資産配分は投信会社が時間の経過に合わせて変更していく（当初は株式の比重を高くし、ターゲットイヤーが接近するにつれ債券など安定資産の比重を高めていく）ため、投資家は何もする必要がない。ターゲットイヤー・ファンド、ライフサイクルファンドと呼ばれることもある。国際投信協会の商品別統計においてはバランスファンドの中に入っている。

なお、債券ファンドの中では、運用の付加価値の高いファンドが資産を増やしている。その例として、豊富な商品バラエティが用意されている米国の債券ファンドの種類別残高内訳とその変化を見ると図表4のとおりである。

99年末と11年末を比較すると、米国債ファンド、地方債ファンド、社債ファンドなど、投資対象を狭い範囲に限定するファンドの比重が減って、代わりに幅広い債券を対象に積極的に高収益を追求する（運用の自由度が高い）「ストラテジック・インカムファンド」の比重が12.9%から41.7%へ、また「外債（世界債券）ファンド」の比重が2.8%から9.0%へ大きく増加している。

また日本でも、新興国債券や米国のハイイールド債など外債に積極投資する一言い換えれば運用の付加価値の高い債券ファンドの比重が高まっていることは周知のとおりである。

〔図表4〕米国の債券ファンドの種類別残高構成



〔出所〕JICI(米国投信協会)データより筆者作成

(2) グローバル運用型の増加

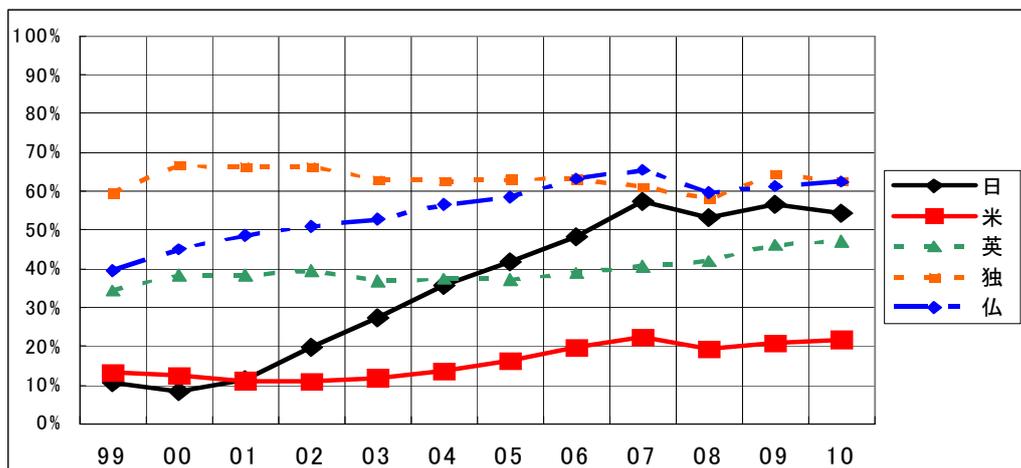
次に内外投資先別に見ると、株式をふくめ投資先を幅広く世界に求めて国際分散投資をおこなうファンドの残高が増加している。

主要国について、投信の資産のうちの海外投資比率、または全ファンドのうちの海外投資ファンドの比率の推移をみると図表5のとおりである。

2000年代に入って日本の海外投資比率が急増し07年に5割を超えたほか、以前は国内投資が中心であった米国においても海外投資ファンドの比率が1割台から2割台に高まった。図には示していないが、米国株式ファンドについて国内株ファンドと外国株ファンドに分けて資金流入実績を見ると、国内株ファンドは07年から資金が純流出する（投資家の購入額が解約額を下回る）傾向が続いている一方、新興国ファンドなど外国株ファンドは08年を除き資金が純流入している（投資家の購入額が解約額を上回っている）。

また欧州諸国は自国市場が小さいこともあって従来から外国投資の比率が高かったが、現在も英・仏で外国投資比率が強含みに推移し、5～6割程度を占める状況が続いている。

〔図表 5〕 主要国投信の海外投資比率



(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〕各国投信協会資料等より筆者作成

(3) ETFの拡大

一方、投資対象とは異なる切り口であるが、取引所上場ファンドであるETF(Exchange Traded Funds)の増加が目覚しい。

99年末から11年末にかけて、世界のETF残高は400億ドルから1兆3,480億ドルへ34倍に増加した。この間の世界投信全体の残高は11兆7,620億ドルから23兆7,800億ドルへ2倍の増加であり、投信全体残高に対するETF残高の比率は0.3%から5.7%へ拡大した(図表6)。

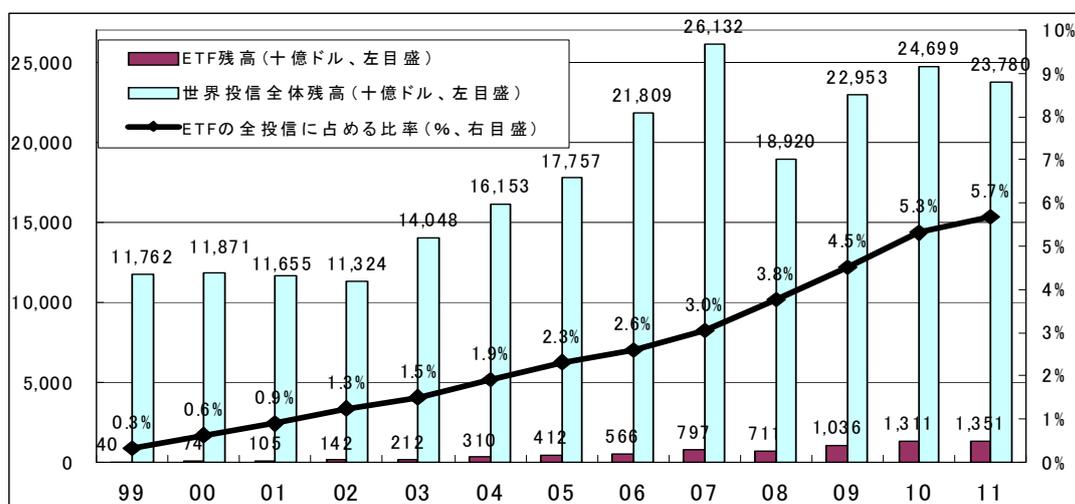
ETF急拡大の理由としては、2000年代に入ってから品揃えの充実とともに、コストの安さや、売買のしやすさ⁴が投資家に認識され、①ヘッジファンドをふくむ機関投資家がポートフォリオの組成・入替えに積極活用していること、②米国で個人顧客の資産を管理するフィーベースの⁵投資アドバイザーが、コスト節約により管理資産の運用パフォーマンスを上げるため低コストのETFの活用度を高めていることなどが挙げられる。⁶

⁴ 一般ファンドは証券取引所の取引終了後に算出される基準価額で売買されるため、投資家が売買を発注する時点では約定価格が分からないのに対し、ETFは株式と同様に取引所で刻々変化する価格を確認しながら売買でき、指値注文・信用取引も可能である。

⁵ 顧客の証券売買注文によるコミッションの形で収入を得るのではなく、顧客からの預かり資産残高に対する毎年のフィー(年1%程度)の形で収入を得る投資アドバイザーのこと。個人相手の一任投資顧問業者ともいえる。

⁶ ETFの発足後20年間の変遷等については、杉田浩治「世界のETF・20年の変遷と今後の展望」日本証券

〔図表 6〕世界のETF残高と全投信残高の推移



〔出所〕ETFはBlackRock “ETF Landscape”、全投信は国際投資信託協会のデータを用いて筆者作成

（４）絶対収益追求型、インカム志向型なども増加

そのほか、投資家ニーズの変化を反映して商品の多様化が進んでいる。すなわち株価変動下で、①市況に関係なく一定の収益を得たいとする絶対収益ニーズ、②株式・債券など伝統的投資手段との収益相関度が低い（＝分散効果のある）投資手段を求めらるうごき、③キャピタルゲインより定期的インカム（分配金収入）へのニーズなどに対応するファンドが増加している。

具体的には①、②のニーズに対応し、デリバティブなどを活用してヘッジファンド的運用を行うファンドや、不動産投信（REIT）やコモディティを組入れるファンドの増加、③のニーズに対応する高配当株ファンドや、日本における毎月分配型ファンドの増加が目立つ。

たとえば、米国モーニングスター社によれば、米国でデリバティブなど代替投資をおこなう公募ファンド（alternatives mutual funds）は08年に150本であったものが今や300本を超えている⁷。また、米国REITの時価総額も08年末の1,916億ドルから11年末には4,505億ドルに増加し、年末ベースでは史上最高となっている。

3. 販売面の変化

販売面では、確定拠出年金市場の拡大、新興国投信市場の拡大が特筆される。

経済研究所『証券レビュー』2012年1月号を参照いただきたい。

⁷ “Advisers still investing in alternative strategies”

<http://www.investmentnews.com/article/20120729/REG/307299996>

(1) 確定拠出 (DC) 年金からの資金流入が効いている米国

11 年末の世界の投信残高 23.78 兆ドルのうち米国が 11.62 兆ドルと約半分を占めており、世界の投信動向は米国が左右するといっても過言ではない。その米国では、投信販売市場として確定拠出 (Defined Contribution、DC) 年金⁸が益々重要性を増しつつある。

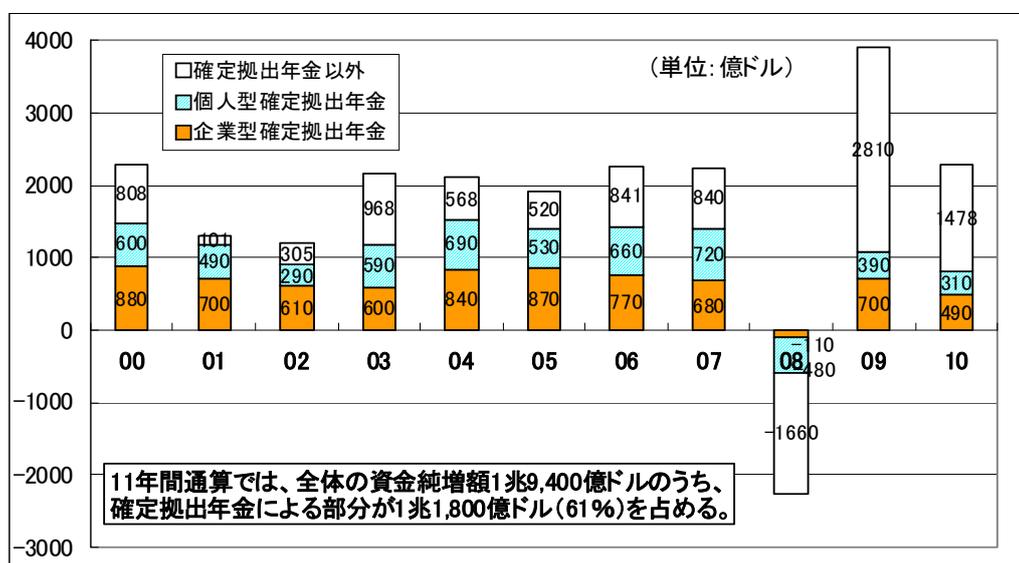
米国の長期ファンド全体への資金流入額を、DC 年金からの部分とそれ以外の一般買付け分に分けて推移を追ってみると図表 7 のとおりである (ここでは DC 年金を 401(k)などの企業型と、個人型の IRA とに分けている)。

一見して DC 年金口座からの資金流入がそれ以外の一般買付け分に比べ安定的であり、特に給与天引きで積立てをおこなう企業型 DC 年金からコンスタントに資金が入っていることが分かる。00 年から 10 年までの 11 年間を通算すると、図中の枠内に示しているように、DC 年金からの資金流入が全体の 6 割以上を占めている。

また図には掲げていないが、債券ファンドを除いて株式ファンドとバランスファンドの合計 (広義の株式投信) について集計すると、11 年間合計で純増資金の 93% を DC 年金が占めていた。

米国投信にとって DC 年金は正に資金純増を維持する頼みの綱となっている。

〔図表 7〕米国長期投信の資金純増額の内訳 (確定拠出年金資金とそれ以外)



〔注〕ICI(米国投資会社協会)資料より筆者作成

(2) 新興国市場の拡大

⁸ 米国の確定拠出年金の歴史・現状などについては、杉田浩治「米国の確定拠出年金 30 年の推移から日本の DC ビジネスを考える」日本証券経済研究所『証券レビュー』2012 年 5 月号を参照いただきたい。

次に、投信残高の国別状況を G20 諸国についてみると図表 8 のとおりである（国際投信協会による投信データの無いインドネシアとサウジアラビアは記載していない。また各国の国内籍・公募投信についてのデータであるため、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ドイツ・イタリアは残高が少なめに出ている）。

この中で、投信残高の GDP に対する割合や 1 人あたり投信保有額でみた「投信の普及度」は、当然、資本蓄積の進んでいる先進国において高く、新興国は低い。しかし、「残高成長率」（表の最右側）は、当然、規模の小さい新興国の方が高い。

この結果、表には示していないが、G20 諸国の投信残高合計のうち新興国の占める割合を、データの得られる新興 8 か国の合計により計算すると、99 年末に 3.5%であったものが、11 年末には 9.1%に拡大している⁹。

〔図表 8〕 G20 諸国の国内籍投信残高と成長率

		2011年末 投信残高 (十億ドル)	日本を100と した値	GDPに対する 投信残高の 割合	1人あたり 投信保有額 (万円)	99年末比 投信残高 増加率
先進国	アメリカ	11,621	1,560	77.0%	289.0	70%
	日本	745	100	12.7%	45.2	48%
G7	ドイツ	(注) 293	39	8.2%	27.8	24%
	フランス	1,382	186	49.8%	169.9	111%
	イギリス	817	110	33.8%	101.2	118%
	イタリア	(注) 181	62	8.2%	23.2	-62%
	カナダ	754	101	43.4%	169.8	179%
G7以外	オーストラリア	1,440	193	96.8%	491.4	288%
	韓国	227	30	20.3%	35.9	36%
先進9カ国平均		1,940	260	38.9%	150.4	90%
BRICs	中国	395	53	5.4%	2.3	6271%
	ロシア	31	4	1.7%	1.7	15400%
	ブラジル	999	134	40.1%	39.8	747%
	インド	88	12	5.3%	0.6	577%
BRICs平均		378	51	13.1%	11.1	5749%
その他 新興国	メキシコ	93	12	8.1%	6.3	389%
	トルコ	14	2	1.8%	1.5	567%
	アルゼンチン	7	1	1.6%	1.3	0%
	南アフリカ	125	17	30.6%	19.2	594%
その他新興国平均		60	8	10.5%	7.1	388%
G20合計		19,212	2,579	35.4%	35.2	91%
(参考)世界合計		23,780	3,192	-	-	102%

(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残高が少なめに出ている

[出所]投信残高は国際投信協会（中国・トルコの99年末はIOSCO）、GDP・人口はIMFのデータを用い筆者計算。

先進国・新興国の区分は、IMF“World Economic Outlook Database April 2012”の区分による。

先進9カ国平均など区分別の平均はいずれも各区分の合計値を国数で除した単純平均である。

⁹ 新興国の投資信託の実態等については、杉田浩治「新興国の投資信託市場」日本証券経済研究所『証券レビュー』2010年5月号を参照いただきたい。

4. 運用面の変化

投信の資産運用面では、①海外投資や代替投資をおこなうファンドの増加（投資対象の多様化）に対応して運用のアウトソーシング（サブアドバイザーへの委託）が進展しており、また②運用形式としてファンド・オブ・ファンズ（FoF）の活用が進んでいる。

②のFoFの増加は、「2. 商品別の動向」で述べた米国等におけるターゲットイヤー・ファンドの拡大を反映しており¹⁰、また①の運用の外部委託をスムーズに行う（管理事務を容易にする）ためにFoFを用いている場合もある。

FoF 残高を米国について見ると、99 年末の 483 億ドルから 11 年末に 1 兆 479 億ドルへ 22 倍に増加し、長期ファンド全体に占める比率も 0.9%から 11.7%へ拡大した。日本についても、株式投信追加型残高のうちの FoF 残高は、データの遡れる 04 年末に 2.5 兆円であったものが 11 年末には 19.9 兆円へ 8 倍に増加し、株式投信追加型残高に占める比率は 04 年の 9.8%から 11 年に 43.3%へ拡大した。

次に**運用パフォーマンス**について、日・米の国内株投資ファンドの 00 年から 11 年までの 12 年間の実績を掲げると図表 9 のとおりである。

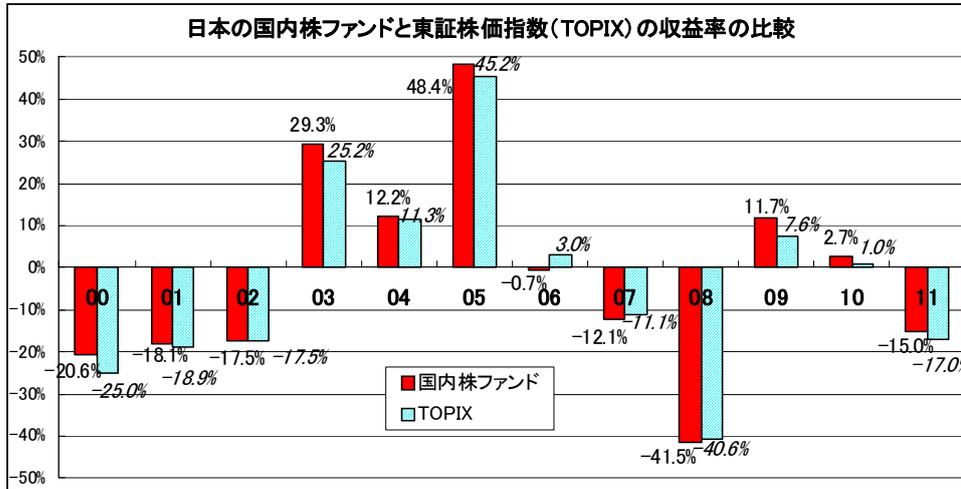
国内株ファンドの平均リターンと代表的株価指数の配当込み騰落率を比較してみると、日本についてはファンドの方が TOPIX より良かった（値上がり大きい、または値下がり小さい）年が 12 年中 8 年、ファンドの方が悪かった年が 3 年、同一の年が 1 年である。米国については 12 年中、ファンドの方が S&P500 より良かった年が 9 年、ファンドの方が悪かった年が 3 年である。

新聞等で時々「インデックスを上回る実績を挙げているファンドの数は全体の 5 割以下」といった形で「ファンドの運用実績は悪い」と報道されることがある。しかし、ファンドの数ではなく、図表 9 のように平均収益率の比較で見ると、少なくとも日・米の国内株ファンドはインデックスを上回っている¹¹。

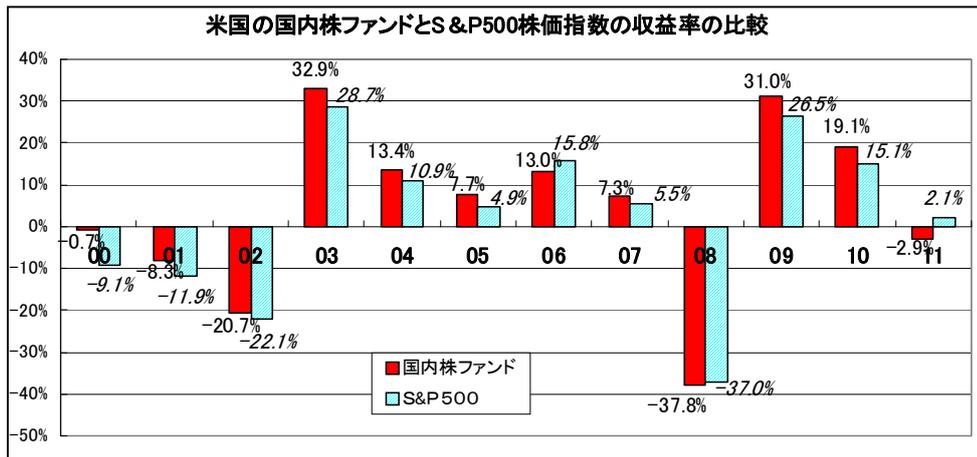
¹⁰ ターゲットイヤー・ファンドを構成する各ファンド（2020 年ファンド、2030 年ファンド・・・など）は、国内株・外国株・国内債・外国債などの資産の配分比率が異なるだけで、銘柄選択運用をおこなう各資産のポートフォリオはそれぞれ一個でよい。このため各資産別ポートフォリオを異なる比率で組み入れる FoF の形式を利用することが多い。

¹¹ なお念のため付記すると、投資信託のリターンは、（分配金を再投資した場合の）基準価額変化率であるから、信託報酬等のファンド経費を控除した後の収益率である。

〔図表 9〕 日・米の国内株ファンドのパフォーマンス（インデックスとの比較）



(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、単純平均)、TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIXの投資収益率)



(出所) 国内株ファンドは10年まではモーニングスター(分配金再投資、資産額加重平均)、11年はリップリーの米国株分散型平均。S&P500騰落率は配当込み。

5. 規制の変化

08年の世界金融危機の後、グローバルに金融規制改革が進んでいることは周知のとおりである。投信については以前から規制整備が進んでいたため、大きな見直しの対象にはなっていない。

広義の「ファンド」に関連する規制については、シャドールバンキング（銀行システム以外で行う信用仲介）の規制強化の一環として、ヘッジファンドが取りあげられている。

そして公募投信についてはMMFの見直し作業が進行中である。特に米国では、08年のリーマンショック時に有力MMFが元本割れを起こし、システムリスクの発生を防止

するために政府が一時的に MMF の元本保証措置等を取らざるを得なかった経験があり、「それを繰り返さないようにするため」SEC が中心となって 12 年に MMF の抜本的な商品性変更を提案した。その内容は、(イ) ファンドが資本準備を持つとともに、顧客の換金請求に制限を設ける（「換金請求額の 95～97% は即時に支払うが、残りの 3～5% は 30 日以内に支払う」ことにする）、または (ロ) 基準価額を現在の固定価額制（常に 1 ドルをキープする）方式から一般ファンドと同様の変動基準価額制に変更する、というものである。

SEC はこの提案について 8 月末に採択を目指したが、5 人の委員のうち 3 人が反対の意思を表明したことから同案の表決を断念した。今後、ドッド・フランク法に基づき設立された金融安定監視委員会（FSOC）の場で議論される可能性がある。このほか国際的にも、金融安定理事会（FSB）の命により証券監督者国際機構（IOSCO）が金融システムリスク抑止の観点から MMF の見直し作業を進めている。前述の SEC 提案の内容をふくむ幅広い事項について世界の関係者の意見を求める市中協議書を 12 年 4 月に発表し、意見提出を 6 月 29 日に締め切った。11 月の G 20 財務相会議には何らかの報告が行われる見込みである。

なお、MMF の制度を地域別に見ると、欧州の MMF はもともと変動基準価額制をとっており、米・日が固定基準価額制を採用している。11 年末現在で世界の MMF 残高 365 兆円のうち米国の MMF が 208 兆円を占めていて、世界の CP 市場等への影響も大きいことを勘案すると、当面は米国の MMF が見直しの焦点となろう。

6. 今後の方向・課題

以上、2000 年代に入っただけの世界の投信の変化を述べてきた。最後に今後の方向あるいは課題について触れてみたい。

(1) 債券ファンドから株式ファンドへ資金が還流するか

商品別に見て、リーマンショック後の 09 年以降は債券ファンドへの資金流入が増加し、株式ファンドは 11 年に資金が純流出に転じてしまったことは「2. 商品別の動向」で述べたとおりである。この傾向は 12 年に入っても続いている。国際投信協会による世界全体の数字は未発表であるが、米・欧の実績を見ると、米国では 1～6 月に債券ファンドに 1,528 億ドルの資金が流入する一方、株式ファンドは 302 億ドルの資金が流出、欧州でも 1～6 月に債券ファンドは 908 億ユーロの流入、株式ファンドは 188 億ユーロの流出となっている¹²。

この傾向はいつまで続くのであろうか。

債券のリターンと債券ファンドへの資金流出入の関係、および株式のリターンと株式フ

¹² なお MMF については、米国では 1～6 月に 1,250 億ドルの資金が流出、欧州では 1～6 月に 209 億ユーロの資金が流入している。

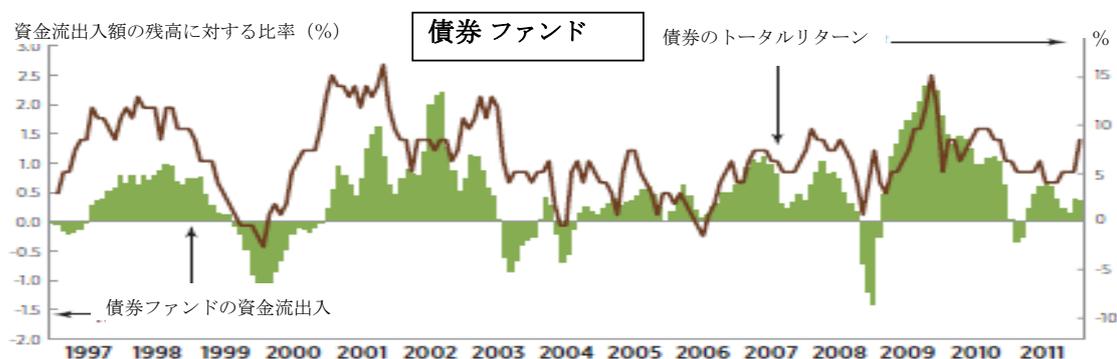
ファンドへの資金流出入の関係を長期データのある米国について振り返ると図表 10 のとおりである。トータルリターンが折れ線、ファンドへの資金流出入が縦棒で示されている。基本的には債券・株式の両ファンドとも、リターンが高い時にファンドへの資金流入が増え、リターンが下がると資金流入額が減少ないしは資金が流出している。すなわち投資家は市況変動に対し順張りの動的に動いていることが分かる。

したがって長期金利が上昇（債券価格が下落）に転じ、株価が回復すれば、資金フローが変わることは容易に予想される。

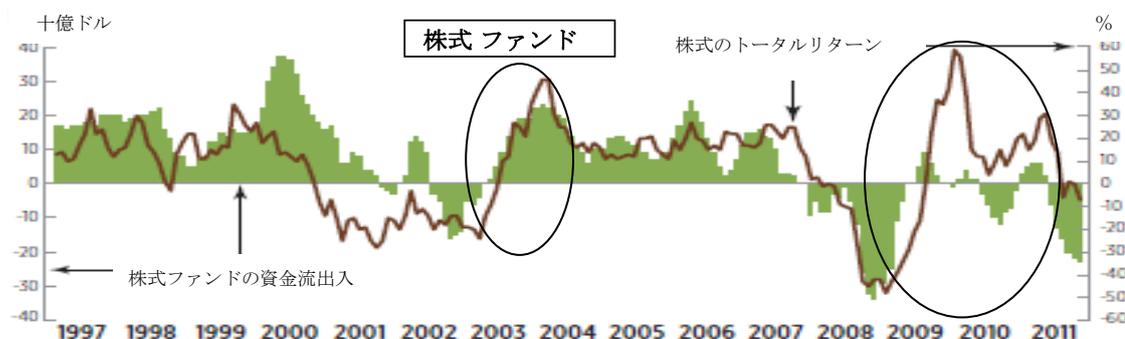
しかし、世界的な人口の高齢化が個人投資家全体としてのリスクテイク志向を弱める方向に作用しているうえ、ゼロ年代以降の長期株価低迷により投資家の株式への信頼がやや揺らいでいる。したがって、図表 10 下段の株式ファンドにおける 03～04 年のような「株価が反発すれば直ぐに株式ファンドに資金が入る」動きになるとは考えにくく、株式ファンドへの資金移動は、投資家が株価回復に確信を持つまで時間的なズレを生じることが想定される。図表 10・株式ファンドの 09 年以降の動き（株式リターンが高まった時期にも株式ファンドへの資金流入は小さかったこと）は、昨今の投資家心理を示しているともできよう。

なお、欧州では年金基金・保険会社による投信保有も多く、これら機関投資家は 2000 年代に入っての会計制度や規制の変更等により、株式より債券の保有を増やす傾向があることは知られているとおりである。

〔図表 10〕 米国におけるリターン変動とファンド資金流入の関係



(注)債券トータルリターンは Citigroup Broad Investment Grade Bond Index の前年比変化率
債券ファンド資金流入は前月末残高に対する当月資金流出入額の割合(%)の3ヶ月移動平均値



(注)株式トータルリターンは MSCI All Country World Daily Total Return Index の前年比変化率、
株式ファンド資金流入は6ヶ月移動平均値。

〔出所〕 ICI "Investment Company Fact Book 2012"より転載

(2) 一段と重要性を増す DC 年金市場

DC 年金の発達している米国において、DC 年金口座からの資金流入が米国投信の資金導入に大きな役割を果たしていることは前述のとおりである。

日本でも 12 年から個人拠出が可能となり、DC 年金市場の拡大が期待される。また英国では「勤労者全体を対象とする DC 年金自動加入制度」が 12 年から段階的に導入される¹³。世界的に DC 年金市場が投信の主要な販売市場としての重要度を増そう。

もともと投信は DC 年金と相性が良い。まず、投資家（勤労者）にとって、投信は DC 年金資産の運用対象として最も適性を発揮する。何故なら、勤労者は DC 年金口座を通じて投信を毎月購入し退職時まで保有すれば、①分散されたポートフォリオに、②時間分散投資が出来て、③長期投資の果実を得ることができるからである。

¹³ 英国の新しい退職準備貯蓄制度については、杉田浩治「自動加入方式を採用する英国の新個人年金制度—行動経済学を取り入れた改革—」日本証券経済研究所『証券レビュー』 2010 年 1 月号を参照いただきたい。

また、業界側からみても、DC年金は長期安定資金を継続的に導入できる市場である。特に若年層の投信保有率が低い日本においては、若年層に投信を持ってもらう手段、すなわち「まとまったお金はなくても“積立て”により投信を保有してもらう手段」としてもDC年金市場は重要であろう。

(3) 退職者向け商品・サービスの充実も必要

戦後まもなく生まれたベビーブーマー（日本でいう団塊の世代）が退職期を迎えていることから、これら世代向けの「資産を運用しながら引出す仕組み」に対するニーズも大きい。

米国ではフィデリティ社やバンガード社などによる「投信で運用しながら、ファンド分配金と一部解約金を組み合わせて毎月支払いを行う商品」や、「投信ラップアカウントの定期引き出しプラン」などが出現している。

こうしたサービスは高齢化で先行する日本においてこそ発達してよいのではないだろうか。日本では今まで「毎月分配型」投信が利用されてきたが、「分配すれば投信の基準価額は下がることを投資家が理解していない」ことに対する危惧も指摘されている。それならば、分配金にプラスして「元本を取り崩すこと」を明快に打ち出したプランを販売することも、投資家の誤解を避けるための一つの選択肢であろう。

なお、資産取り崩しにあたっては「1ファンドの資産から毎月一定額を引出すこと」は運用効率の観点からは望ましくないことを指摘しておきたい。

何故なら定額換金は「時価が高いときに少ない量を売り、安いときに多い量を売ってしまう」ため、平均売却単価を下げってしまう効果があるからである。言い換えると、積立て段階における定額買付は「高いときに少なく買い、安いときに多く買う」からドルコスト平均法の効果により平均買付単価を低くできるので望ましいが、売却段階では定額売却は望ましくないということである。

この「定額引き出しの不合理性」に対処するには、たとえば2種類以上の値動きが異なる資産を保有したうえで、値上がりしている資産の換金割合を多くしながら取り崩していくといった「複数資産の組み合わせ引き出し」が考えられよう。

(4) アクティブ運用は復権するか

前述のように2000年代に入って、世界の株価は全体として伸び悩むとともに、ボラティリティ（変動性）が増しているといわれる。また債券もこれから投資するには怖いほど利回り水準が低下してしまった¹⁴。

¹⁴ 3頁の注釈3に掲げたバンガード社のブログ記事を書いた同社チーフ・エコノミストのジョー・デビス氏は、インタビューに答えて「現在の米国債のクーポン利回り（直接利回り）は30年債で2.74%、10年債で1.65%に落ち込んでおり、90年代、00年代とは違って、最終利回りが短期間に1%上昇した場合の元本価格の値下がりインカムが補える状況にはない」と投資家に警告を発している。

http://www.investmentnews.com/article/20120813/FREE/120819969?utm_source=indaily-20120813&utm_medium=article

こうした中で欧米の一部では「市況全体が右上がりでない状況、またボラティリティの高い市況の下でこそ、プロ（アクティブ運用）が力を発揮できる」という声が出始めている。日本でも、「インデックスは上がらなくても、たとえば厳選 30 銘柄程度に集中投資すればリターンを得られる」といった銘柄絞込み運用が提唱されている。

日米の国内株ファンドについて見ればファンドの平均リターンがインデックスを上回っていることは前述したとおりである。また債券についても、前述のとおり米国でプロ運用者による付加価値の高い「ストラテジック・インカムファンド」が資産を増やしている。さらに、資産運用会社が株式価値の向上のため、企業に対し議決権行使だけでなく種々の働きかけを積極的におこなう「エンゲージメント投資」増加の動きもある¹⁵。

一方で、インデックス連動型が中心であるETFは今後も大きな成長が見込まれている¹⁶。しかし、業者にとってETFは単位当たり収益性が低く量で勝負するビジネスであるだけに、参加できる業者は限定的にならざるを得ない。現に 11 年末現在、世界のETF市場残高の 3 分の 2 は上位 3 社（ブラックロック、ステートストリート、バンガード）によって占められている。

そこで、特定分野に特化したブティックをふくめアクティブ運用を行う会社も伸びることにより、ETF などパッシブ運用会社と共存していれば資産運用業界の厚みが増し、証券市場における機関投資家の企業評価・資金配分機能も維持されよう。

そして、「今まで投資になじみのなかった個人が低コストの ETF で投資を始め、その後アクティブ運用型にも魅力を感じて投資するようになる」など、ETF がアクティブ運用型の代替商品でなく補完商品となる（両者がウィンウィンの関係になる）ことが業界にとっての理想形であろう。

（5）投信販売市場としての新興国の将来性

製造業の世界で「made in China」から「bought in China」への転換が進んでいるように、投資の世界においても新興国は「投資対象市場」であるとともに「販売対象市場」としての重要性も増している。

過去十数年間について、新興国の投信残高の成長率が先進国よりも高かったことは「3. 販売面の変化」で触れたとおりであるが、今後も新興国投信市場の伸びは非常に大きいと想定される。

図表 8 に掲げた G20 諸国について、「一人当たり GDP」と「投信残高の対 GDP 比率（投信普及度）」の関係を図示すると図表 11 のとおりで、横軸の「一人当たり GDP」が増えれば縦軸の「投信残高の対 GDP 比率」も高まる関係にある（相関係数は 0.69 と計算される）。

[m_medium=in-newsletter&utm_campaign=investmentnews&utm_term=text](#))

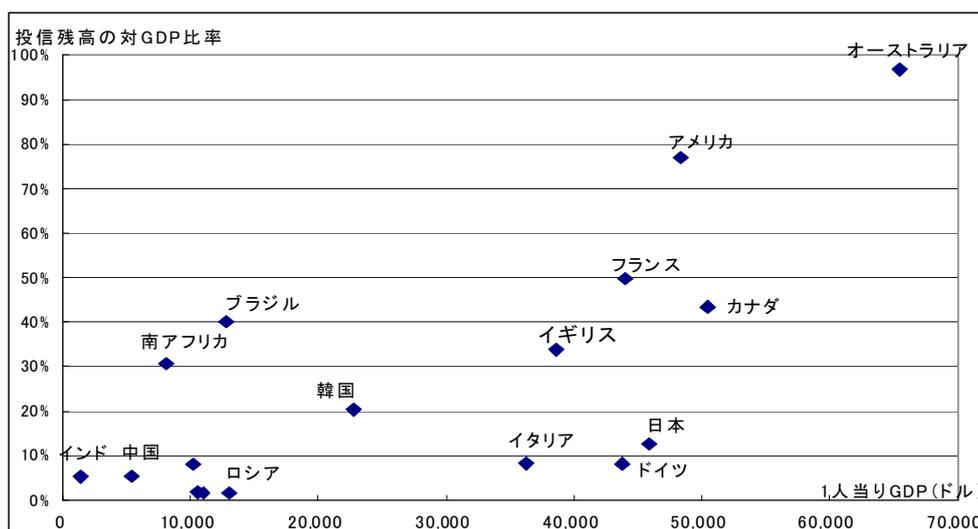
¹⁵ 12 年 8 月 14 日付日本経済新聞「一目均衡（編集委員 土屋直也）機関投資家と企業統治」

¹⁶ たとえば、コンサルティング会社マッキンゼーが 11 年 8 月に発表した「ETFの第 2 幕が始まる」と題するレポートでは、世界のETP（ETFとETNなどを含めた上場商品全体）の残高は 10 年の 1.5 兆ドルから 15 年に 3.1 兆ドル～4.7 兆ドルへ増加すると予測している。

http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf

したがって今後の新興国投信市場は、「経済（GDP）成長」と「投信残高の対 GDP 比率の上昇」とが相まって飛躍的に拡大することが期待される。

〔図表 11〕 G20 諸国の 1 人当り GDP と投信残高の対 GDP 比率の関係



〔出所〕図表8のデータにもとづき筆者作成。ドイツ・イタリアの「投信残高の対GDP比率」が低い理由は図表8(注)のとおり。

（6）株式・債券の収益性低下にどう対処するか

投資信託に限らず、資産運用業界において「株式や債券への現物投資という伝統的投資手法の魅力が落ちていることに如何に対処するか」が当面の大きな課題であると言を待たない。

この点については「インフレ率も低下しているので実質リターンは見かけほど悪くない」という見方、あるいは「ジタバタしないで投資環境の好転を待つ¹⁷」という割り切り方もあろう。しかし、能動的に考えれば、新しい環境下で画期的な商品や投資手法が開発されることが最も望ましい。それが困難であるとすれば当面、投信については次のような対応が必要であろう。

①商品の多様化・複雑化が進む中で、分かりやすい商品説明を徹底する

「2. 商品別の動向」の「(4) 絶対収益追求型・・・なども増加」で触れたように、現下の厳しい投資環境下では、世界的に投信の商品が多様化・複雑化が進むことは避けられな

¹⁷ ちなみに、景気・企業収益変動のベースとなる名目GDP成長率は、IMFの統計および見通し（2012年春発表“World Economic Outlook Database”）にもとづき計算すると、世界全体で90年代の平均が4.2%、00年代の平均が6.7%、10年代（予測数字のある17年まで）の平均が6.2%であり、株価が上昇した90年代より00年代以降の方がむしろ高くなっている。ファンダメンタルズは悪くないという見方もできよう。

いだろう。

そうした中では、投資家に商品を分かりやすく説明し、リスク・リターンの関係等について投資家の理解を深めることが一層重要になる。この「商品の複雑化と、それにとまなう投資家への商品説明の徹底」については、実は世界の中で日本が先行して経験を重ねてきた。

すなわち、90年代から日本国内の投資環境が著しく悪化した中で、外債投資によってインカムを確保する「毎月分配型ファンド」が開発され人気を呼んだ。また、「ノックイン型」のような店頭デリバティブを活用したリスク限定型ファンドも一時販売が増加したが、想定以上の株価下落により元本割れなどの問題を生じた。さらに外債投資についても、特に08年以降の一方的円高により為替差損がふくらむ中で、その対応策として09年には為替で収益を得るチャンスもある「通貨選択型」が生まれた。しかし投資家の理解が不十分であるとの反省の中から、目論見書など説明用資料の改善、投資家からの確認書の受入れ¹⁸等が実施された。

こうした動きは欧米でもすすむ可能性がある。

なお、ファンドのリスク表示に関し、EUは、ファンドのリスク度を7段階に区分（過去5年間の収益率の標準偏差により区分）したうえで、各ファンドがどの段階に入るかを投資家向け重要情報書の中で表示する制度を11年から導入し始めた。一方、米国では90年代にリスク表示について徹底的に議論したうえで、「ファンドのリスクを標準偏差など一つの数字で示すことはかえって投資家の誤解も生む」としてその導入を見送り、代わりに「過去10年間の年別リターンを図示して、リターンの振れ具合を見せることによりリスク度を説明する」などの方法を採用して今日に至っている。

日本でも12年3月から行われている金融審議会の「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ」の議論の中で、投信のリスク表示の問題が取り上げられており、年内に発表が見込まれる最終報告書に何らかの提案が盛り込まれると見込まれる。

②販売手法の改善（積立て推進）による「投資家利回りの改善」が必要

一方、ファンドの運用利回り向上が厳しい環境の中で、せめて投資家リターンの改善を図る必要があろう。

図表10に見るように、米国においてすら投資家は市況変化に対して順張り（上がれば買い、下がると売る）方向で動いている。言い換えると、投資家が高値買い・安値売りをしている訳であり、このため「投資家利回りはファンドの運用利回りより低くなっている¹⁹」という報告が発表されている。

すなわち、03年にボストンの調査会社Dalbar社が発表したレポートによると、84年から

¹⁸ 通貨選択型ファンドについて、初めて購入する投資家から「商品内容を理解した旨の確認書」を受け入れること。

¹⁹ 「ファンドの残高が高値期に大きく安値期に小さくなっている結果、ファンドの金額加重収益率が時間加重収益率より劣っている」と言い換えることもできる。

02年までの期間で、米国株式ファンドに投資した投資家の平均リターンは年率 2.6%であったという。この間の株式ファンドの平均リターンはリッパー社調べで 9.3%であった。また最近のモーニングスター社の分析においても、09年末に至る 10年間の長期ファンドのリターンについて、投資家の年平均リターンは 1.68%で、ファンドの年平均リターン 3.18%を下回っていた。日本についても似たような分析結果が発表されている²⁰。

以上の事実は、行動ファイナンスが指摘する人間の不合理な行動をなるべく排除して、投信についていえば毎月積立てなど定期・定額投資を推進することの有用性を示唆している。定額投資を続けていけば、ドルコスト平均法の効果により平均買付コストが下がることは前述のとおりである²¹。

継続的定額投資を増加させて、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れば、前述の過去実績とは反対に「投資家利回りをファンド利回りより高くできる」可能性がある²²。販売サイドにおいても積立て推進の努力が望まれる。

おわりに

以上、2000年代に入ってから世界の投信の変化と、今後の方向・課題について述べてきた。世界の投信は 80年代から 90年代にかけ驚異的成長を遂げた（残高は、統計の遡れる 83年時点の 0.43兆ドルから 99年に 11.78兆ドルへ 16年間で 27倍に増加した）が、今や運用対象（株式・債券）の収益性に陰りが見られる中で、厳しい試練期を迎えている。

今後の方向・課題については幾つか既述したが、業界関係者の基本姿勢として最も重要なことは「ビジネス倫理・規律の維持」であろう。

最近LIBORを巡る問題が世界の金融界を揺るがせているが、投信の分野でも 03年に米国で「投信産業における史上最悪のスキャンダル」²³が発覚した。それは、一部の投信会社がヘッジファンド等の一部大口顧客に利益を与えるため、当該顧客からのファンド買付・換金注文を、所定の締切り時刻（証券取引所の立会い終了時）を数時間も過ぎた後で受け付けた（言い換えれば、翌日の市況に影響を与えるニュースが出た後に、そのニュースをまだ反映していない当日基準価額での売買注文に応じ、当該顧客が利益を得る＝他の顧客の不利益になることを容認した）などの不正であった。

²⁰ たとえば野村総合研究所発行『日本の資産運用ビジネス 2010/2011』によれば、2000年度初～2009年度末の期間を対象に、追加型株式投信の中で残高 1 千億円以上のファンドについて、16 の商品分類別にファンドの加重平均収益率と投資家リターンを表す金額加重収益率を比較したところ、金額加重収益率が低い分類の方が多かったとのことである。

²¹ ちなみに、確定拠出年金口座による積立てを想定して過去 30年間の長期データにより計算すると、82年から 11年に至る各年末の日経平均株価の単純平均は 16,195 円であるが、定額投資をした場合の平均買付単価は 13,927 円と計算される。

²² 売却タイミングの問題が残る。

²³ 元 ICI（米国投信協会）理事長 Matthew P. Fink 氏の著書 “The Rise of Mutual Funds”（Oxford University Press, 2011）221 頁。

不正に関与した投信会社はその後、機関投資家等からの資金引き揚げや新規販売の落ち込みに見舞われて運用資産を大きく減らし²⁴、逆に不正に関与しなかった多くの会社は順調に資産を拡大した。いわば市場メカニズムが働いて業界の浄化がすすみ、全体的な運用実績も好調であった（図表 9）ことから米国投信全体の信頼が大きく揺らぐことは免れた。

金融サービス業者が顧客に対する受託者責任の遂行を第一義に据えて行動すべきであることはいうまでもない。本稿の最後に、97年6月に日本の証券取引審議会が「金融ビッグバン」の実施を答申した報告書の中の一節を掲げさせていただく。筆者は11年5月に本誌に掲載した「発足から満60年を経過した日本の投資信託」においてもこれを紹介させていただいた。ここに再掲させていただく理由は、最近の金融不祥事を見るにつけ、日本だけでなく世界の金融サービス関係者がこの一文を改めて噛みしめるべきだと思うからである。

「自由で効率的な市場の枠組みが真の活性化をもたらすかどうかは、最終的には市場参加者の行動にかかっている。……自由には規律と責任が伴う。すべての市場参加者が自由を最大限に活用し、主体性と高い倫理観に裏打ちされた規律をもって行動することが望まれる。」

97年6月発表・証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」より抜粋

²⁴ たとえば、伝統ある運用会社P社の投信運用資産額は、スキャンダル発生前の02年末の1,591億ドルから10年末には642億ドルへ60%減少した。この間に米国投信全体の資産額は6兆3,835億ドルから11兆8,206億ドルへ85%増加しており、P社の資産額ランキングは9位から42位に下がった。