

世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題

平成 28 年 5 月 12 日
杉田浩治
(日本証券経済研究所)

世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題

(要約)

世界各国の投資信託協会が組織する国際投資信託協会 (IIFA) の第 30 回記念総会が今年 (2016 年) 日本で開催される。

これを機に、過去 30 年間に世界の投信は量的・質的にどのように変化したかを分析し、今後の課題は何かを考察してみた。

世界の公募証券投信残高は過去 30 年間に 28 倍に拡大し、15 年末には 34.1 兆ドル (約 4,000 兆円) となった。今や世界の証券発行残高の 2 割弱が投信を通じて保有されている。

上記の拡大を可能にした要因としては、(1) 株式・債券市況の長期的上昇、(2) 家計金融資産の蓄積の進展、(3) 米・豪などの確定拠出年金の拡大、(4) 新興国における投信の拡大、(5) 投信販売チャネルの拡充、(6) 全天候型の品揃えが挙げられる。

そして、この間の質的变化の潮流としては (1) グローバル化、(2) コスト意識の高まり (ETF の拡大)、(3) IT 化の進展があった。

今後の課題としては、(1) 投資家に一層貢献していくために、①ニューノーマル下での運用リターン確保②投資家利回りの向上③投資収益以外の付加価値の提供④フィデューシャリー・デューティの遂行⑤国境を超えたファンド販売の推進などが挙げられ、(2) 大きくなった投信が社会的責任を果たしていくために、①証券市場の質的向上への貢献②ESG 投資の定着③世界金融システムの安定性への配慮、そして (3) ビジネス拡大のために、①新興国投信市場への着目②フィンテックの活用などが挙げられる。

世界の投資信託 30 年の変化と今後の課題

公益財団法人 日本証券経済研究所
特別嘱託調査員 杉田浩治

はじめに

世界各国の投資信託協会が組織する国際投資信託協会（IIFA）の第 30 回記念総会が今年（2016 年）日本で開催される¹。

そこで、この機に過去 30 年間に世界の投資信託（以下「投信」）は量的・質的にどのように変化したか、それをもたらした要因は何かなどを、日本の状況と比較しながら振り返るとともに、変化の潮流、今後の課題について考察を試みた。

なお、本稿中の事実認識・意見は筆者の私見である。

1. 残高は 30 年間で 28 倍に増加

先ず量的変化を見ると、世界の公募証券投信残高（ETF 込み、以下「投信残高」）は図表 1 に見るとおり、85 年末の 1.2 兆ドルから 15 年末に 34.1 兆ドル（15 年末の 1 ドル 120 円で換算すると 4,090 兆円）へ 28 倍に拡大した。途中、00 年代初頭の IT バブル崩壊、08 年のリーマンショック、11 年の欧州危機により残高は一時的に減少したものの、ほぼ一貫して拡大基調を維持してきた。なお、国際投資信託協会（以下「IIFA」）は 15 年から集計方法を変更し、機関投資家向け私募ファンドを含めた残高を発表しており、私募ファンドを含めた 15 年末の残高は 37.2 兆ドルである。

そして世界の GDP²に対する投信残高の比率を計算すると、85 年の 6.3%から 15 年に 46.6%（私募ファンドを含めると 50.8%）へ上昇している。

また、世界の投信が保有する株式時価総額を <株式投信残高×90%+バランス投信残高×50%>により簡便計算すると 15 年末現在で 16.9 兆ドル³となり、同時点の世界株式市場

¹ 10 月 24 日から 28 日まで大阪・京都で開催。その前週 21 日に東京で国際投信セミナーの開催が予定されている。

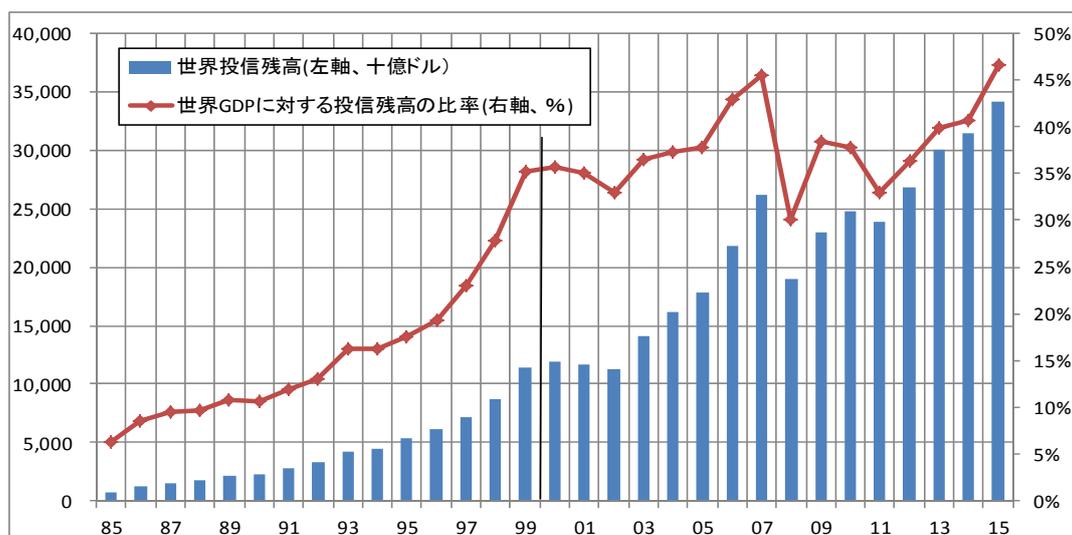
² IMF の World Economic Outlook Database October 2015 による各国の名目 GDP の合計値は 85 年が 12.27 兆ドル、15 年は 73.18 兆ドルと計算される。

³ IIFA は、世界の投信残高を商品別に集計しており、15 年末現在の残高 37.19 兆ドルの内訳（単位：兆ドル）は、株式投信 15.91、債券投信 7.83、バランス型 5.15、MMF 5.07、元本確保型 0.07、不動産 0.44、その他 2.72 である。これには機関投資家向け（私募）ファンド 3.18 兆ドルが含まれているが、その商品別内訳は不明であるため私募ファンドを含む数字で計算している。

時価総額（62.8兆ドル⁴）に対する比率は27%となる。同様に、世界の投信が保有する債券時価総額を＜債券投信残高×90%＋バランス投信残高×50%＋MMF残高×90%＞で計算すると15年末で14.2兆ドルとなり、世界の債券発行残高（100兆ドル程度⁵）に対する債券投信残高の比率は14%程度となる。

したがって、株式と債券を合わせた世界の証券発行残高（160兆ドル程度）のうち、2割弱（31兆ドル程度）が投信を通じて保有されていると見ることができよう。

〔図表1〕世界の公募投信残高と世界GDPに対する割合の推移



〔出所〕投信残高は国際投資信託協会、世界GDPに対する比率は IMF Wprld Economic Outlook Database 2015 October の世界GDPデータを用い計算した。

〔日本との比較〕

日本の公募投信の残高は、85年の19.97兆円から15年の97.76兆円へ30年間で5倍の増加に止まり、増加倍率は世界の28倍より著しく低かった。また、GDPに対する投信残高の比率は85年の6.1%から15年に19.6%へ上昇した⁶が、これも世界の6.3%→46.5%に比べ小さい。以上のとおり日本の投信の伸びが世界より低かった主因は、後述するように20年以上におよぶ日本の株価下落・低迷にあったと考えられる。

なお、15年末の投信が保有する国内株式時価総額の東証株式時価総額に対する割合は3.9%（23.27兆円／589.79兆円⁷）、投信保有国内債券時価総額の日本の債券発行残高に対する割合は0.9%（10.25兆円／1,101.35兆円⁸）と計算される。

⁴ 国際取引所連合（WFE）データによる。

⁵ BISは15年6月末の世界の債券発行残高を国内発行分87.9兆ドル、国際発行分21.5兆ドルと推計している。そして両者の間には一部重複があるとしており、合計値を発表していないが、BIS Quarterly Report 15年2Q発行資料の図からは合計ではほぼ100兆ドルと読み取れる。

⁶ 日本の名目GDPは85年が325.4兆円、15年は499.1兆円である。

⁷ 東京証券取引所統計月報・内国株式総括表より。

⁸ 日本証券業協会「公社債発行額・償還額（2016年1月更新分）」の公社債合計現存額。

2. 拡大をもたらした要因

前記のように過去 30 年間に世界の投信が大きな発展を遂げた要因としては (1) 株式・債券市況の長期的上昇、(2) 世界的な家計金融資産の蓄積の進展、(3) 米・豪などの確定拠出年金の拡大、(4) 新興国における投信の新規導入および拡大、(5) 投信販売チャネルの拡充、(6) 全天候型の品揃えなどが挙げられる。

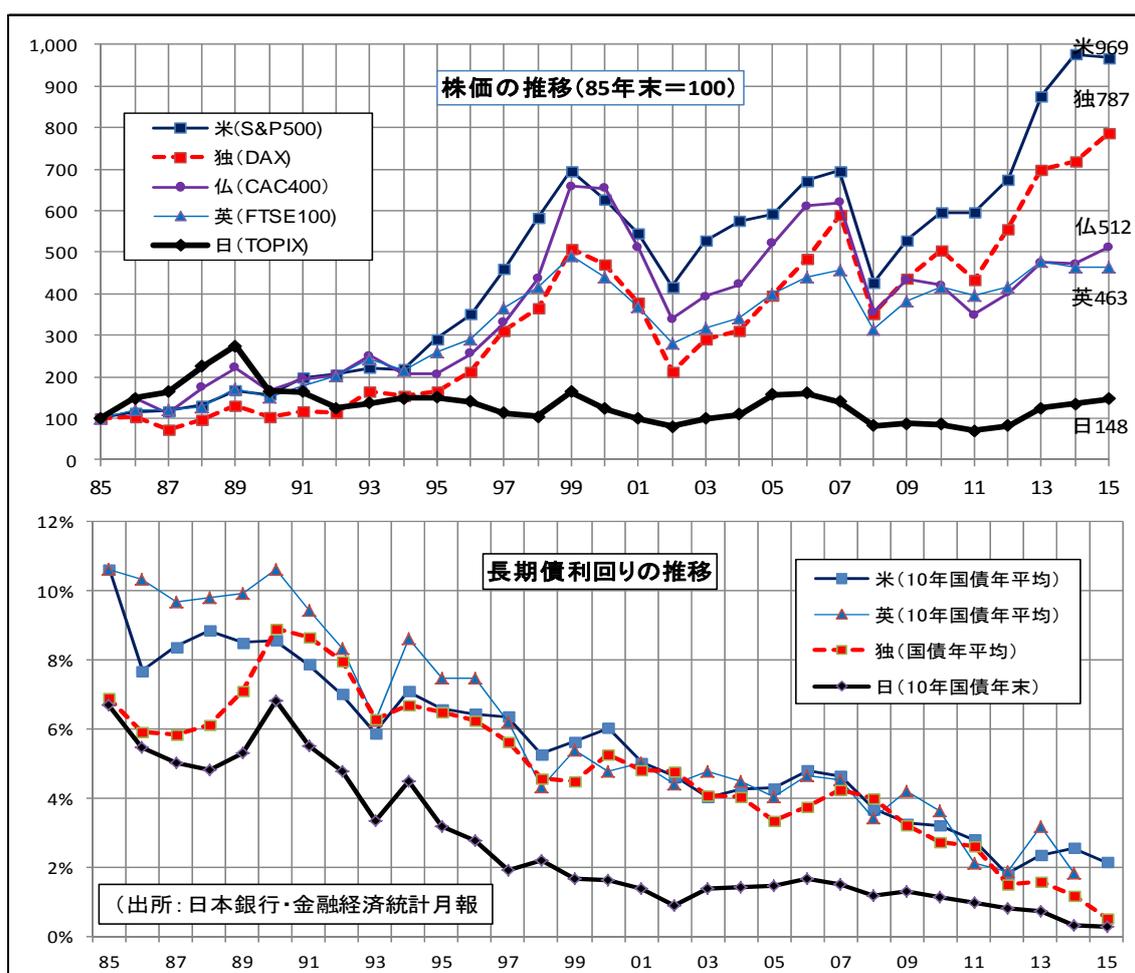
(1) 証券市況の上昇

過去 30 年間の主要先進国の株価と長期金利の推移を見ると図表 2 のとおりである。

海外株価は、何度か大きな下げを経ながらも 85 年末から 15 年末に至る 30 年間に米が 9.69 倍、独が 7.87 倍、仏が 5.12 倍、英が 4.63 倍に上昇した。

また、先進国の長期金利は、ほぼ一貫して低下をたどり、米が 10.62%から 2.14%へ、英が 10.61%から 2.01%へ、独が 6.87%から 0.50%へ大幅に低下（債券価格は大幅に上昇）した。

【図表 2】 主要先進国の株価と長期金利の推移



以上のような証券価格の上昇は、投信の好パフォーマンス（投資家への良好なリターンの還元）と、それにとまなう投資家からの資金流入の増加に結び付いた。

ちなみに世界の投信残高増加額のうち、投資家からの資金流入による部分⁹と、それ以外の時価変動等による部分の内訳を、筆者の手元で同一基準データを取れる 00 年から 14 年の 15 年間について計算すると、残高増加額 19.8 兆ドルのうち、投資家からの資金流入による部分は 10.5 兆ドル（53%）で、残りの 9.3 兆ドル（47%）は時価変動等によりもたらされた。

[日本との比較]

日本の株価 (TOPIX) は、図表 2 に示すように 85 年末から 15 年末に至る上昇倍率が 1.48 倍と、米の 9.69 倍の 6 分の 1 に止まった。なお、日本の株価ピーク時（89 年末）を 100 として国際比較すると、15 年末現在で日本は半値（54）であるのに対し、米は 579、独は 600 に上昇している。

一方、長期債利回りは図表 2 に示すように日本も 6.68% から 0.27% へ大きく低下（債券価格は上昇）したが、低下幅は 6.41% であり、米の 8.48%、英の 8.60% に比べ小さい。また、日本の長期債利回りは他国に先駆けて 99 年に 2% を下回る水準に低下し、以後、債券へ新規投資しづらい状況が続いてきた。

なお、前述の世界の投信残高増加額の要因分析にならって、残高増加額のうち投資家からの資金流入部分と時価変動等部分の内訳を計算すると、00 年から 14 年の 15 年間の残高増加額 46.4 兆円のうち、投資家からの資金流入による部分は 74.7 兆円、残りの時価変動等はマイナス 28.3 兆円（分配金支払をふくむ）であった。日本の場合、株価低迷に加えて多額の分配金支払い¹⁰により時価変動等がマイナスになったことが、世界のうごき（前述のように時価変動等部分が大幅なプラスで残高増加額の半分を占めていたこと）とは著しく異なっている。

(2) 家計（個人）金融資産の増大

過去 30 年間に、投信の主たる顧客層である家計（個人）が保有する金融資産が増大し、リスク資産を持てる層が広がった¹¹ことは投信拡大の基盤となった。

たとえば世界の投信残高の半分を占める米国では、家計金融資産残高は 85 年の 10.89 兆ドルから 15 年には 70.33 兆ドルへ 6.5 倍に増加した¹²。家計金融資産残高の対 GDP 比は 2.5 倍から 3.9 倍に拡大しており、リスク資産をより多く保有できる状況になったと言える。

⁹ 販売額－解約額で計算され IIFA では Net Sales と表現している。

¹⁰ 毎月分配型ファンドの影響によることは言うまでもない。投資信託協会統計のある 10 年以降で見ると 15 年までの 6 年間で 30 兆円の分配金支払いがあった。なお、日本銀行は 16 年 3 月に行った資金循環統計の見直しの際、投資信託の元本やキャピタルゲインを原資とした分配金について、投信から投資家への資金流出として計上することに取り扱いを変更している。

¹¹ 米国の元 ICI 理事長フィンク氏は、著書“*The Rise of Mutual Funds*”(Oxford University Press, 2011)の中で、米国投信拡大の要因として「中間層の拡大」と表現している。

¹² FRB “*Financial Accounts of the United States*” より(15 年 4 月 5 日参照)。

欧州についてはユーロエリア 19 か国の合計で 04 年末（ユーロスタット統計の遡れる年）の 15.28 兆ユーロから 15 年 9 月末に 21.67 兆ユーロに 11 年間で 1.4 倍に増加した¹³。また 92 年以降のユーロ建て統計が入手可能なドイツの家計金融資産残高は、92 年の 2.19 兆ユーロ¹⁴から 15 年 9 月に 5.37 兆ユーロ¹⁵へ 23 年間で 2.5 倍の増加となっている。

[日本との比較]

日本の家計金融資産残高は 85 年の 572 兆円から 15 年末に 1,741 兆円¹⁶へ 30 年間で 3.0 倍に増加したが、成長スピードは米国の 6.5 倍に比べると大きく見劣りする。また独をふくめた比較が可能な 92 年と 15 年を比べると、独が 2.5 倍、米が 3.8 倍に対し、日本は 1.7 倍に止まっている。

さて金融資産残高（ストック）の増減をもたらす要因は二つある。それは①資金フロー（金融資産の取得から処分を差し引いた純取得）と、②金融資産の時価上昇である。

そして日本の家計金融資産残高の伸びが鈍い理由は、①の資金フローが縮小していること、②の時価上昇も鈍いことにある。

図表 3 は、①日本の家計の金融資産純取得率（前年末金融資産残高に対する当年の金融資産純取得額の割合）、および②金融資産の時価上昇率（金融資産残高の年間増加額から年間資金フローを差し引いた額（＝価格変化部分）の前年末金融資産残高に対する割合）を米・独と比べたものである。

図上段の日本の金融資産純取得率は 90 年代までは米を上回っていたが、2000 年代に入ってから 2%以下に落ち込み、独だけでなく米をも下回っている¹⁷。

また、図下段の金融資産時価上昇率も米に比べると著しく低い。86 年から 15 年までの 30 年間の時価上昇率を算術平均すると米の年 3.9%に対し日本は年 0.7%に止まっている¹⁸。

¹³ Eurostat database より(15 年 4 月 5 日参照)。

¹⁴ ドイツ Bundesbank 統計より(15 年 4 月 5 日参照)。

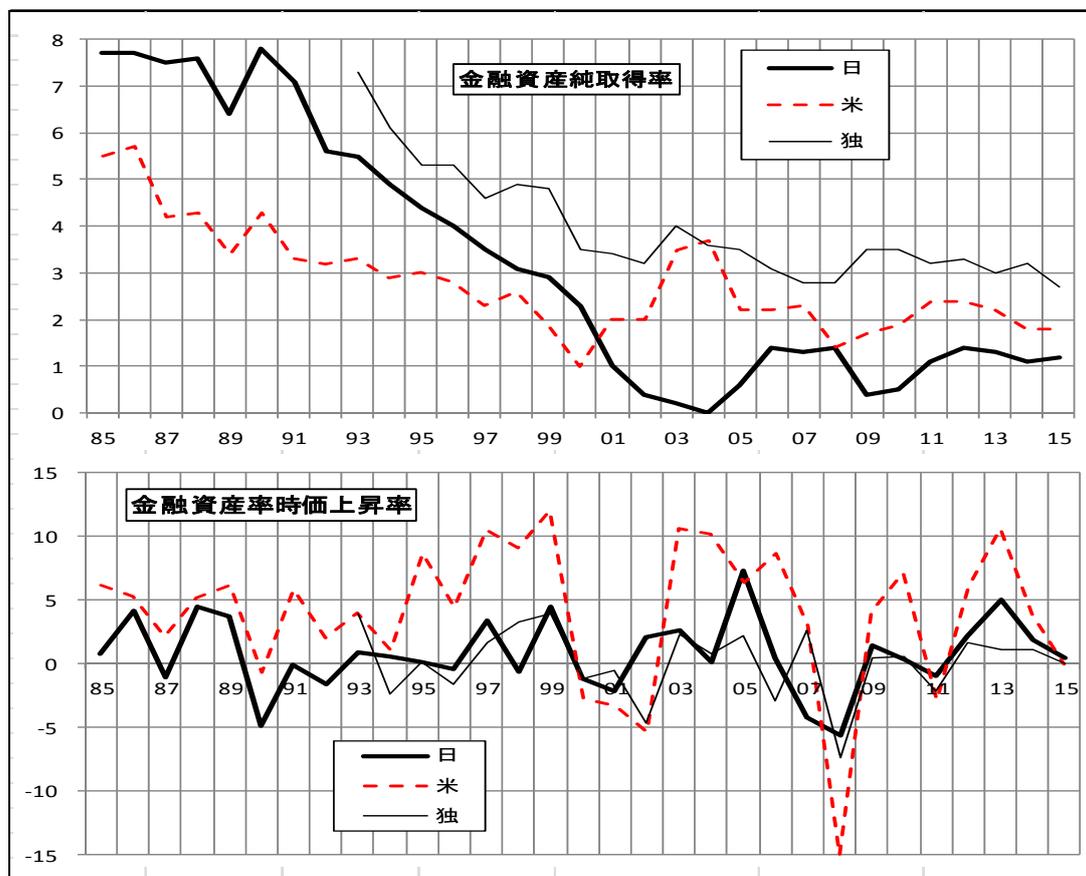
¹⁵ 出所は注 13 と同じ。

¹⁶ 日本銀行資金循環統計（15 年 3 月発表の新体系速報値）。

¹⁷ 日本の資金フロー減少の理由について、筆者は経済成長の鈍化（個人所得の伸び悩み）、高齢化の進展（金融資産を取り崩す層の増加）に伴うものと考えているが、「個人の財産については金融資産だけでなく不動産や負債を含めて考えるべきだ。金融資産の取得減少の背景には不動産の値下がりを受けて負債の相殺に資金フローが向かっている影響がある」と指摘する識者もおられる（フィデリティ退職・投資教育研究所 野尻哲史所長）。

¹⁸ 日本の金融資産の時価上昇率が低い理由について、筆者は金融資産が預貯金に偏っていることにあると考える。

[図表 3] 日・米・独の家計金融資産純取得率および時価上昇率の推移 (単位: %)



[出所] 各国資金循環統計より作成

(3) DC (確定拠出) 年金制度の拡大

15年末現在の世界の国別投信残高(後掲図表4)を見ると、1位が米国で世界全体の約半分を占め、6位に人口2,400万人の豪州が入っている(オフショア・ファンドの設立基地国であるルクセンブルグとアイルランドを除くと豪州は第4位である)。

米・豪の両国はDC年金制度が発達していることで知られ、まさにDCが投信発展のエンジンとなっている。

たとえば米国のDC資産残高は、個人型(IRA)と職域型(401kなど)を合わせると85年の0.74兆ドルから15年末には14.07兆ドルへ19倍に成長した。そしてDC資産のうち投信で運用されている金額は、85年のIRAによる0.03兆ドル(職域型の数字は不明)から、15年末にはIRAが3.50兆ドル、職域型が3.63兆ドル、合計7.13兆ドルに増加した。

この結果、15年末のDC資産による投信保有額は投信合計残高の約46%、株式投信残高の61%を占めるに至っている。

また、豪州では80年代半ばに制度化された強制的DC企業年金¹⁹であるスーパー・アニ

¹⁹ APRA Insight 2 2007 Special edition “Celebrating 10 years of data collection 1996—2006”

ュエーションの資産が、最近 20 年間（95 年 6 月→15 年 6 月）に 0.23 兆豪ドルから 2.02 兆豪ドルへ 9 倍に拡大した。

このスーパー・アニュエーション口座の資金が豪州投信残高の何割を占めるかについて正確な統計は見出せないが、15 年末時点の投信残高が 2.09 兆豪ドルであることなどから、米国以上に DC 年金による部分が大きいと考えられよう。

ちなみに、米ドルベースの豪州投信残高は図表 4 のとおり、85 年の 0.0033 兆米ドルから 15 年末に 1.60 兆米ドルへ 480 倍に拡大している。

[日本との比較]

日本では 01 年に確定拠出年金制度がスタートしたが、15 年 9 月現在の DC 資産残高は 9 兆円程度に止まっており、また投信への投資額は 4 兆円程度²⁰であるから同時点の投信残高 93 兆円の 4%程度を占めるに過ぎない。

(4) 新興国の投信市場の拡大

IIFA の投信統計の集計対象国は 85 年当時には 12 か国であり、新興国は一つも入っていなかった。それが 15 年には集計対象国が 46 か国に広がり、うち 17 か国を新興国²¹が占めるに至っている。

85 年以降の節目となる年について、国別の投信残高、世界全体に占めるシェアおよび成長率を、先進国と新興国とに分けて掲げると図表 4 のとおりである。

米国の投信残高が世界全体の半分以上を占める構図は 30 年間変わっていないが、2000 年代に入ってから（99 年末→15 年末）の米国の増加率は 159%と世界合計の 194%を下回っており、さすがに米国投信市場が成熟化する気配を見せている²²。

その他の主要先進国では、オフショア・ファンドの設立基地国であるルクセンブルグ・アイルランドの増加率が高く（99 年末→15 年末の増加率はそれぞれ 375%、1,612%）、後述するように投信の設定地や販売市場がグローバル化していることを窺わせる。

また ISA²³を導入している英国（99 年→15 年の増加率は 321%）、金融センターのスイス（同じく 454%）も増加率が高い。なお、オーストラリアの伸びが大きい（同じく 310%）理由はスーパー・アニュエーションの拡大にあることは（3）で述べたとおりである。

一方、新興国において次々と投信制度が導入されているほか、インド、中国などの残高伸び率が高いことが目立ち、07 年から IIFA の集計対象に入った中国の 15 年末残高は世界第 7 位にランクされるに至っている。またリーマンショック後（08 年→15 年）の中国の増

pp3 <http://www.apra.gov.au/Insight/Documents/07-Insight-issue-2.pdf> の記述による。

²⁰ DC 残高・投信への投資額とも格付投資情報センター発行『年金情報』16 年 1 月 18 日号「DC の大手販売別 2015 年 9 月末商品残高」より引用させていただいた。

²¹ 先進国・新興国の分けは IMF の“World Economic Outlook Database October 2015”の分類にしたがった。

²² 米国における投信の世帯普及率も 00 年に 4 割台に乗せて以降は横ばいで推移している。

²³ ISA (Individual Savings Account) は、99 年に導入された英国の貯蓄・投資優遇税制（資産形成促進制度）であり、日本の NISA のモデルになった制度である。

加率（357%）は、15年末の残高上位20か国の中で最も高い。

この結果、新興17か国の合計値を見ると、15年末の残高シェアでは未だ世界全体の6.6%に過ぎないものの、2000年代に入って（99年末→15年末）の残高増加率は1,139%に達し、先進29か国合計の179%を大きく凌駕している。

以上のように、新しく投信を導入する国があることを含めて新興国の投信残高の成長率は高く、それが世界全体の投信の成長に貢献していることを指摘できる。

〔図表4〕 国別公募投信残高の変化（残高の単位は十億ドル）

	1985		1999		2008	2015		残高増加率			
	残高	シェア	残高	シェア	残高	順位	残高	シェア	85→99	99→15	(08→15)
先進国											
アメリカ	495.5	63.7%	6,846.3	59.1%	9,602.9	①	17,752.4	52.1%	1282%	159%	85%
ルクセンブルグ			661.1	5.7%	1,860.8	②	3,141.8	9.2%		375%	69%
フランス	84.6	10.9%	656.1	5.7%	1,591.1	③	1,832.1	5.4%	676%	179%	15%
アイルランド			95.2	0.8%	720.5	④	1,629.8	4.8%		1612%	126%
イギリス	29.4	3.8%	375.2	3.2%	527.0	⑤	1,578.4	4.6%	1178%	321%	200%
オーストラリア	3.3	0.4%	371.2	3.2%	841.1	⑥	1,521.3	4.5%	11149%	310%	81%
カナダ	7.4	1.0%	269.8	2.3%	416.0	⑧	889.6	2.6%	3545%	230%	114%
日本	99.0	12.7%	502.8	4.3%	575.3	⑨	813.1	2.4%	408%	62%	41%
スイス			82.5	0.7%	135.1	⑩	457.2	1.3%		454%	239%
ドイツ	20.6	2.6%	237.3	2.0%	238.0	⑫	377.0	1.1%	1054%	59%	58%
韓国	7.1	0.9%	167.2	1.4%	222.0	⑬	343.3	1.0%	2243%	105%	55%
スウェーデン			83.3	0.7%	113.3	⑭	280.0	0.8%		236%	147%
スペイン			207.6	1.8%	271.0	⑮	274.7	0.8%		32%	1%
イタリー	16.3	2.1%	475.7	4.1%	263.6	⑯	200.0	0.6%	2820%	-58%	-24%
デンマーク	2.5	0.3%	27.6	0.2%	65.2	⑰	116.7	0.3%	1002%	323%	79%
ノルウェー			15.1	0.1%	41.2		102.5	0.3%		579%	149%
ベルギー	2.8	0.4%	65.5	0.6%	105.1		92.1	0.3%	2205%	41%	-12%
フィンランド			10.3	0.1%	48.8		88.4	0.3%		756%	81%
オーストリア			56.3	0.5%	93.3		68.2	0.2%		21%	-27%
オランダ	9.1	1.2%	94.5	0.8%	77.4		64.3	0.2%	940%	-32%	-17%
台湾			31.2	0.3%	46.1		63.1	0.2%		103%	37%
リヒテンシュタイン					20.5		44.9	0.1%			119%
ニューージーランド			8.5	0.1%	10.6		41.9	0.1%		393%	295%
ポルトガル			19.7	0.2%	13.6		21.6	0.1%		10%	59%
チェコ			1.5	0.0%	5.3		7.8	0.0%		430%	49%
スロバキヤ					3.8		6.2	0.0%			60%
ギリシャ			36.4	0.3%	12.2		4.3	0.0%		-88%	-65%
マルタ					0.0		3.5	0.0%			
スロベニア					2.1		2.4	0.0%			18%
先進29か国計	777.6	100.0%	11,397.7	98.4%	17,922.5		31,818.6	93.4%	1366%	179%	78%
新興国											
中国					276.3	⑦	1,263.1	3.7%			357%
ブラジル			117.8	1.0%	479.3	⑪	456.6	1.3%		288%	-5%
インド			13.1	0.1%	62.8	⑰	168.2	0.5%		1187%	168%
南ア連邦			18.2	0.2%	69.4	⑱	122.1	0.4%		569%	76%
メキシコ			19.5	0.2%	60.4	⑳	105.9	0.3%		444%	75%
チリ			4.1	0.0%	17.6		39.9	0.1%		875%	127%
ポーランド			0.8	0.0%	17.8		32.3	0.1%		4137%	82%
アルゼンチン			7.0	0.1%	3.9		16.4	0.0%		135%	325%
ハンガリー			1.7	0.0%	9.2		14.3	0.0%		727%	55%
トルコ					15.4		12.8	0.0%			-17%
トリニダードトバゴ					0.0		7.0	0.0%			
ルーマニア					0.3		5.0	0.0%			1445%
フィリピン			0.1	0.0%	1.3		5.0	0.0%		4198%	298%
パキスタン					2.0		4.2	0.0%			110%
コスタリカ					1.1		2.5	0.0%			131%
クロアチア					0.0		2.0	0.0%			
ブルガリア					0.2		0.4	0.0%			95%
新興17か国計	0	0	182.2	1.6%	1,017.0		2,257.8	6.6%		1139%	122%
世界合計	777.6	100.0%	11,579.9	100.0%	18,939.5		34,076.4	100.0%	1389%	194%	80%

〔出所〕 国際投資信託協会データを用い、機関投資家向けファンドを除いた数字により作成。1985年は日本投資信託制度研究所発行「世界投資信託統計要覧」。(ファンドマネジメント2000年特別増刊号)掲載データによった。

(5) 販売チャネルの拡大

投信の販売チャネルは、金融自由化の先端を行く米国においても 80 年代半ば頃までは(一部投資会社の直販を除き) グラス・スティーガル法の制約などから証券会社に限定されていた。しかし 80 年代後半から銀行が投信販売に参画し、さらに 90 年代頃から IFA (独立フィナンシャルアドバイザー) が増加、2000 年前後には IT を活用したファンドスーパー²⁴ が出現、一般投資家によるインターネット経由の投信買付も増大した。また 80 年代以降の DC 年金の普及とともに DC プランを通じた投資が一貫して拡大してきた。

一方、ユニバーサル・バンキング制度を取る欧州大陸では、銀行が投信販売の担い手になっているが、最近では IFA による販売も増えているといわれ、またインターネットの活用が進んでいることは米国と同様である。なお、英国においては、税理士・会計士・弁護士などを母体とする IFA が投信販売の主力的地位を占めているが、最近では「ファンドプラットフォーム」(多数の投信会社の多数のファンドを低コストで買付・売却でき、またポートフォリオの一括管理もできるシステム) の活用度が高まっている。

以上のように投信の販売取扱者が増え、購入方法もインターネットなど多様化した(言い換えれば投資家の投信へのアクセス手段が広がった) ことが投信の普及を促す効果があった。

[日本との比較]

日本では 98 年から銀行等による投信販売が始まり、投資家と投信の接点が飛躍的に拡大したことは周知のとおりである。15 年末現在、全公募投信残高の 31% が銀行など登録金融機関の販売分で占められている。

(6) 全天候型の品揃え

投信の商品バラエティは 70 年代初めに MMF が開発されたことにより飛躍的に充実した。すなわち、以前から存在していた株式投信と債券(長期債)投信は、いずれも金利上昇時にパフォーマンスが悪化する弱みがあった。しかし MMF という短期金利追随(金利が上がればファンド利回りも上がる)商品ができたことによって、全天候型の品揃えが整い、株式投信・債券投信・MMF の三本柱が相補いあって投信の成長を支えてきた。

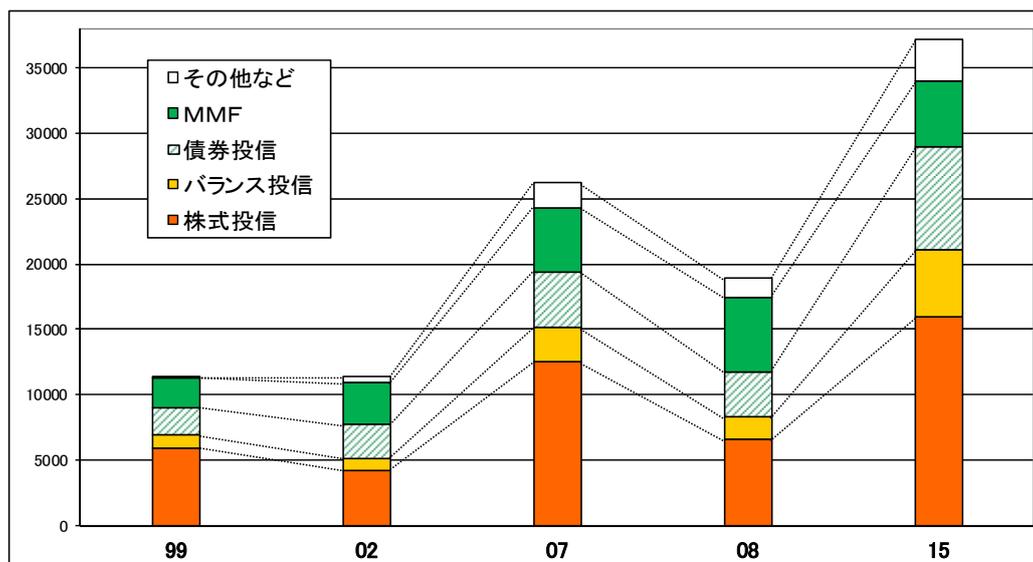
また、MMF はリスクに不慣れな投資家の証券投資の入口商品としての役割を果たすとともに、株価急変時における顧客資金の一時退避の受け皿となる機能も果たしてきた。

99 年末以降、すなわち 2000 年代に入ってからの世界の商品別投信残高の推移は図表 5 のとおりである。00 年代当初(00 年→02 年)の IT バブル崩壊時には、債券投信・MMF の拡大が株式投信残高の減少をカバーした。また 08 年のリーマンショック時には株式投信残高が前年比 48% も減少したが、MMF が株式投信から流出した安全指向資金の一部を吸

²⁴ 「ファンドスーパー」とは、ディスカウントブローカーが多数の投信会社のファンドを並べ、低コストで販売する方式である(品揃えが豊富で価格が安いことからスーパーマーケットになぞらえている)。

収し、投信全体の残高減少率を28%に食い止めた。その後15年にかけての市況回復期には、株式投信・債券投信中心に伸びている。また、米国のDC市場でターゲット・デート・ファンド²⁵が増加していることなどから、ここ数年はバランス投信（日本では株式投信に分類される）の伸びも大きい。

〔図表5〕 世界の商品別投信残高の推移



〔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15年は私募投信込み。

〔日本との比較〕

日本でも80年に開発された中期国債ファンド、92年に発足したMMFが投信残高拡大に一定の役割を果たしてきた。しかし90年代以降は株式市況の暴落・低迷時に、債券利回り・短期金利も低下してしまったことから、国内債ファンドやMMFが株式投信からの資金流出の受け皿となる機能を十分に果たすことはできなかった。

代わりに、毎月分配型ファンド（為替リスクをとともなう外債ファンドが多かった）、さらに円高進行後は為替を収益源とする通貨選択型ファンドなど複雑な商品の設定に向かわざるを得なかったことは周知のとおりである。そして、16年には日銀のマイナス金利導入の影響を受けて全社がMMFを償還するうごきとなっている。

²⁵ ターゲット・デート・ファンドとは、「若いうちはリスク資産を多く保有して積極的に収益を追求し、退職が近づくにつれ安定資産をふやしていく」というライフサイクル投資理論を取り入れた投信（ライフサイクル・ファンド）の一種で、ターゲット・イヤー・ファンドとも呼ばれる。具体的には、投信会社が顧客の退職予定時期別に（たとえば2020年、25年、30年、35年・・・など5年おき程度に）多数のファンドを用意し、顧客は自分の退職時期（ターゲット・デート）に近いファンドを購入する。そして各ファンドは、途中までリスク資産の比重を高くし、ターゲット・デートに向けて徐々に安定資産の比重を高めていく仕組みを取り入れている。

3. 変化の潮流

以上、世界の投信の量的拡大の状況と、それを可能にした要因について述べてきた。次に過去 30 年間の投信の質的变化について述べる。大きな潮流として、(1) グローバル化、(2) コスト意識の高まり (ETF の拡大)、(3) IT 化の進展の三点を指摘できる。

(1) グローバル化

過去 30 年間、投信は資産運用・資金獲得 (販売) の両面でグローバル化が進んだ。

① 資産運用面では、各国とも海外投資が急速に進展した。

たとえば、自国の証券市場が大きくなりターンも良好な米国においてすら、株式投信残高のうち海外株式ファンドの比率が 85 年の 7.1% から 15 年には 25.8% に上昇した。また、資金純増減 (販売額 - 解約額) で見ると 05 年以降、海外株式ファンドの方が国内株式ファンドより純増額が多い (または純減額が少ない) 状態が続いている。

また、自国市場が小さいことから元々外国投資比率が高かった欧州においても、ますます外国投資比率が高まっている。たとえば独の公募証券ファンドの資産のうち、外国証券比率は 92 年の 52.1% から 15 年に 67.9% へ (株式だけをとれば 25.8% から 64.4%) へ²⁶高まった。

日本については株式・債券合計で外貨建ての比率が 85 年末の 8.8% から 07 年末に 58.5% へ高まり、15 年末現在でも 34.5%²⁷となっている。このような日本の投信の海外投資の増加は、90 年以降の長期にわたる国内株価の低迷と債券の超低利回りを反映していることは言うまでもない。

②販売面 (外国投資家資金の獲得) についてもクロスボーダー化が進んでいる。

世界におけるファンド輸出入の進捗度を測るには、もっぱら外国で販売することが想定されているオフショア・ファンドの設立基地国のファンド残高の数字が参考となる。

そのオフショア・ファンド設立基地国としては英領のケイマン諸島等も有名である²⁸が、筆者が残高統計を得られたのは IIFA の加盟国であるルクセンブルグとアイルランドである。この 2 か国で設立された UCITS 指令適格ファンド²⁹残高の世界全体の投信残高に対する割合は図表 6 のように傾向的に上昇してきた。15 年末では 14% を超えているほか、実質的に

²⁶ 独ブンデスバンク統計より計算。

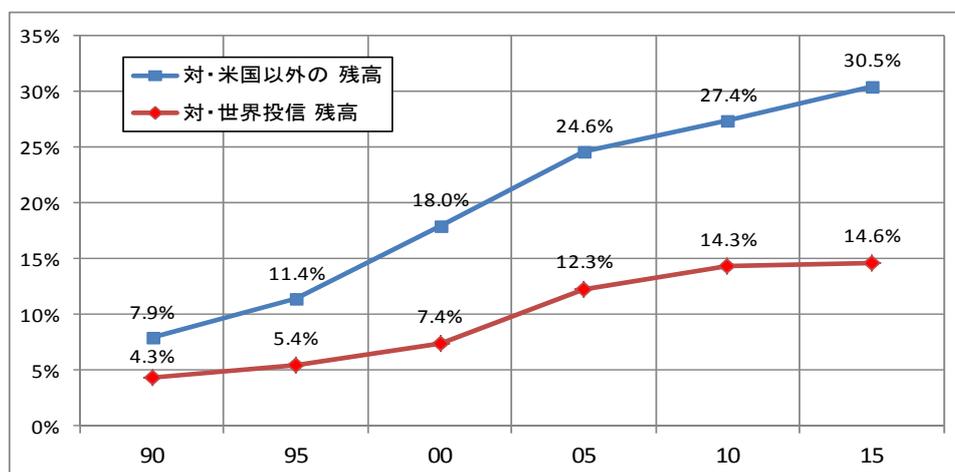
²⁷ 日本では最近ファンド・オブ・ファンズが増えており、組み入れ対象の円建て投信が保有する外貨建て証券は投資信託協会集計の外貨建て資産にカウントされていないため、実質的な外貨建て証券比率は 34.5% より高いと思われる。ちなみに、投資信託協会の商品分類で見ると、15 年末現在で広義の株式投信のうち主に海外資産に投資するファンドが 35.9%、内外資産に投資するファンドが 23.8% を占めている。

²⁸ たとえば、日本証券業協会統計により日本で公募されている外国投信の設立国別内訳を見ると、15 年 3 月末現在でルクセンブルグ籍が 46.1%、ケイマン諸島籍が 41.5% を占めている。

²⁹ UCITS は Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (譲渡可能証券への集合投資事業) 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 UCITS 指令に沿って作られたファンドが UCITS 適格 ファンドである。

外国ファンドの販売を禁止している米国³⁰を除いた（すなわち外国ファンドの販売が可能な国の）投信残高に対する割合では 30%に達している。

[図表 6] ルクセンブルグ・アイルランド籍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

ただし、この 2 か国ファンドの中には、たとえばドイツの運用会社が、ファンド設計上の自由度が高いルクセンブルグに設立したうえ、ドイツに持ち帰って販売する一すなわち自国販売を意図しているファンド（「round-trip funds」と呼ばれる）がある。EFAMA (European Fund and Management Association、欧州投信投資顧問協会)は、14 年末現在で 2 か国のファンド残高のうち round-trip funds が 4 分の 1 程度を占めており、これを除いたファンドが真に「外国」で販売しようとするファンドの金額であると述べている。この記述に従えば、前記 2 か国の投信残高からみた世界におけるファンド輸出入比率は直近で 11%程度 (14.6%×3/4)、米国を除いた外国ファンドの販売が可能な国の投信残高に対する割合では 23%程度 (30.5%×3/4) となる。

なお、EFAMA は、2 か国ファンドの販売先として、欧州のほかカナダ・日本・韓国・ニュージーランド・台湾・香港が含まれるとしており³¹、UCITS 指令適格ファンドは欧州以外へも進出していることが確認できる (UCITS 指令適格ファンドは、運営当事者の要件、投資対象・信用リスク規制、ディスクロージャー要件などを満たすファンドとして、域外投資家にとっても安心感があるとされる)。

以上のような UCITS 制度の成功を参考に、近年、アジアにおいても国境を超えてのファ

³⁰ 米国は 1940 年投資会社法 7 条(d)項により原則として外国投信の公募を禁止しており、外国業者が米国で自社ファンドを販売したいのであれば、米国法に基づくファンドを米国内に設立して販売すればよいではないかというスタンスをとっている。なお、ICI (米国投資信託協会) 発行 Investment Company Fact Book 2015 の記述によれば、14 年末現在で米国の投信運用会社 867 社のうち外国会社は 8%である。

³¹ EFAMA 発行 Fact Book 2015 の 46 頁、61 頁における記述。

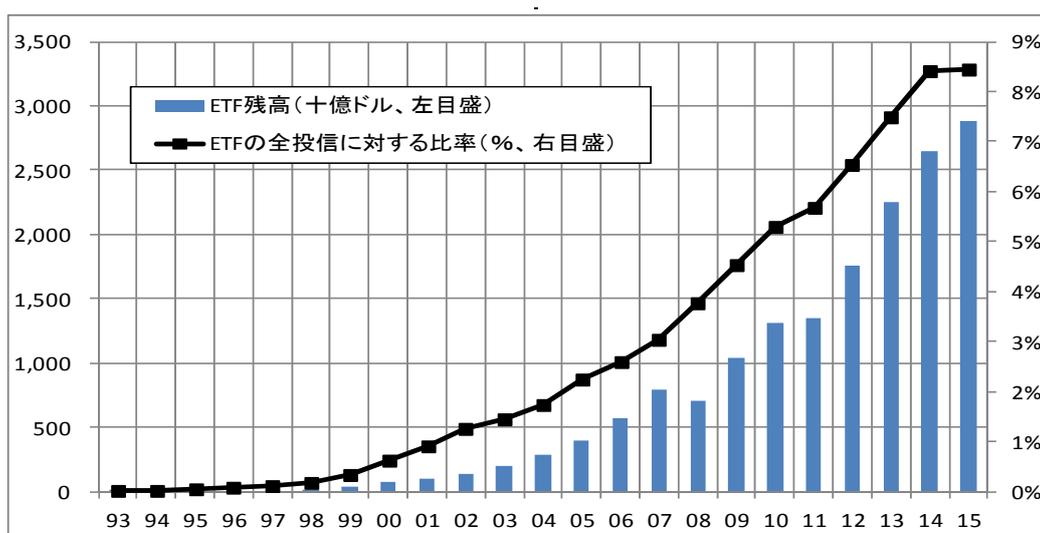
ンド販売を容易にするための制度（①アジア地域ファンドパスポート、②アセアンファンドパスポート、③中国・香港のファンド相互乗り入れ制度）の導入が進みつつある³²ことは周知のとおりである。

（２）コスト意識の高まり（ETFの拡大）

米国を中心に投資家のコストへの関心が高まり、それを反映してETFが急速に拡大しているほか、米国では一般ファンドにおいてもノーロード販売が増加している。

1990年にトロント証券取引所が開発した「TIPS35」を嚆矢とするといわれるETFは、図表7のように特に2000年代に入って世界で急速に拡大した。残高は08年のリーマンショック時に一度だけ前年比減少したが、この時も資金フローはプラスを維持していた。連続統計のとれるドイツ銀行調べによると15年末の世界ETFの残高は2.88兆ドル³³に達し、99年末の72倍に拡大した。世界の投信残高全体に対する割合は99年末の0.3%から8.4%へ増加している。

〔図表7〕世界ETF残高と投信全体に対する比率の変化



〔出所〕ETFは03年以降についてDeutsche Bank “ETF Annual Review & Outlook” 21 January 2016、02年以前はBlackRoc “ETF Landscape”、全投信は国際投資信託協会のデータを用いて作成

ETF 拡大の要因としては、第一にファンドの運営コストが安い³⁴（したがって従来型インデックスファンドより高いリターンを期待できる）ことがあり、そのほか、00年代か

³² 日本も参加するアジア地域ファンドパスポートについては、2016年4月28日にオーストラリア、日本、韓国、ニュージーランドが協力覚書に署名している。

³³ 国際投資信託協会統計では15年末のETF残高は2.74兆ドルとなっている。

³⁴ ETFのコストが安い理由については、杉田浩治「発足から40年を迎えるインデックスファンド—その軌跡と今後の展開—」（日本証券経済研究所ホームページ 出版物・研究成果等→トピックス欄掲載レポート http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1601_01.pdf）をご覧ください。

ら急速に品ぞろえが充実した結果、機関投資家および FA(フィナンシャル・アドバイザー)が、ポートフォリオ構築のための部品として積極的に利用し始めたこと、また米国では税制上のメリット³⁵も挙げられている。

また、米国では ETF 以外の一般ファンドにおいても投資家の購入時に販売手数料を収受しないノーロード化が進んでおり、長期投信 (MMF 以外の投信) 残高のうちノーロード・ファンドの占める割合は 01 年の 44%から 14 年には 66%へ拡大している³⁶。また、ファンドの総経費率も年々低下している。

この背景には、証券会社および FA がビジネスモデルをコミッションベースからフィーベースに転換している (ファンド販売時に販売手数料を収受する、あるいはファンドから毎年 12b-1 と呼ばれる販売経費を収受する形ではなく、ラップアカウントのように顧客から別建てで毎年、預かり資産に対するフィーを収受する形になっている) ことがある。このため、顧客の総コストは必ずしも大きく下がっていないという見方もある³⁷。

さらに、最近のロボアドバイザーの台頭も低コスト選好の表れと見ることもできる。

(3) IT 化の進展

投信ビジネスにおいても IT (情報技術) の活用が急速に進んだ。

資産運用面では、コンピューターをフルに活用するクオンツ投資を発展させた。最近ではスマートベータを活用した指数 (時価総額加重方式ではなく企業利益で加重した指数、有配当銘柄を投資対象として配当利回りで加重した高配当株指数、あるいは低ボラティリティといった投資ファクターにより加重する指数など) の開発・利用も進んでいる。

投信販売面では、米国でファンドスーパーが 90 年代から導入されたほか、最近では、販売促進にあたってソーシャルメディアの活用が進み、また簡易フィナンシャル・アドバイスの手段としてのロボアドバイザーの出現も IT の発達が可能にしたことは言うまでもない。

一方、IT 化の影の部分としてのサイバーセキュリティ問題への対応が投信ビジネスにおいても大きな課題となっている³⁸ことは周知のとおりである。

³⁵ 従来型ファンドのように解約にともなう証券売却がなく (解約は現物引出しにより行われる)、通常、ファンド内で売買益が発生しないためキャピタルゲイン分配も発生しない (したがって投資家は自己保有分を売却するまでキャピタルゲイン課税を繰り延べできる) というメリット。

³⁶ ICI 資料より。

³⁷ たとえば、EFAMA の依頼により 2011 年に Strategic Insight 社 (米国を本拠とする投信専門の調査・コンサルティング会社) が作成したレポート ("Fund Fees in Europe: Analyzing Investment Management Fees, Distribution Fees, and Operating Expenses") においては、「株式投信の年間総経費率平均は欧州で 1.75%、米国で 0.95%であるが、その差の大部分は、米国の投資家が別途ラップフィーを支払っていることで説明できる」と記述されている (同レポート 11 頁)。

³⁸ IIFA には 15 年にサイバーセキュリティ・ワーキンググループが設置された。また ICI グローバル (米国 ICI の国際組織) は、投信業界のサイバーセキュリティ対策について独自の実態調査を行うとともに、世界各地でセミナーを実施している。

4. 今後の課題

以上のように、世界の投信は過去 30 年間に量的にも質的にも大きな変貌を遂げた。今後についても、たとえばプライスウオーターハウス・クーパーズ(PwC)は、14 年に発表した“Asset Management 2020 A Brave New World”において「今後、資産運用業が金融ビジネスの中心に躍り出る」と述べたうえで、世界の投信残高は 12 年の 27 兆ドルから 20 年に 41 兆ドルに拡大すると予測している。

そうした中で、今後の投信の課題は何であろうか。当然のことであるが(1)「投資家に如何に貢献していくか」は永遠のテーマであり、そして(2)「大きくなった投信が社会的責任をどう果たしていくか」、(3)業界として「ビジネスを如何に拡大していくか」などが課題であろう。

(1) 投資家に如何に貢献していくか。

ここでは、①運用リターンの確保、②投資家リターンの向上、③投資収益以外の付加価値の提供、④フィデューシャリー・デューティの遂行、⑤国境を超えたファンド販売の推進を取り上げる。

① (投資環境の変化の中で) 如何に運用リターンを確保していくか

近年、世界的に株式・債券の期待リターンが低下していることは周知のとおりである(昔とは異なる新しい常態という意味で「ニューノーマル」と表現されることもある)。

前掲図表 2 において過去 30 年間の株価上昇を示したが、実は 99 年までと 00 年代以降とは全く様相が異なっている。たとえば米国株は 99 年までの 14 年間に 596%上昇したが、その後 15 年までの 16 年間は 49%しか上昇していない。(この影響だけではないが、世界公募投信の残高成長率も 85→99 年の 1,389%から、99→15 年には 194%に鈍化したことは図表 4 のとおりである。)

債券利回りについても図表 2 のように低下し、たとえば米国 10 年国債利回りは 99 年までの平均 8.29%から、00~15 年の平均は 3.67%に下がり、直近では 2%以下になっている。

このように証券の期待リターンが低下する中で、投信は如何にして預金等を上回る良好なパフォーマンスを提供していくことができるだろうか。

(イ) リターンの相対的關係(株式>債券>預金)は変わらない

先ず言えることは、証券の絶対リターンは低下しても、預金等とのリスク・リターンの相対的關係は変わらないということである。

すなわち有価証券投資はリスクがあるため「平均リターンは預金より債券が高く、株式はもっと高い」という關係は変わらないから、投信のリターンは長期・平均値でみれば預金等より高く維持できるであろう。

したがって、投資家に対し有リスク商品であることを十分に説明したうえで、長期投資商品として引き続き投信の保有を訴えていくことが可能であると考えられる。

(ロ) 機関投資家として株式価値の向上に貢献する

次に主要な投資素材である株式について、機関投資家としての厳しい銘柄選択、議決権行使をふくむ「スチュワードシップ」の履行を通じ、企業の株式価値（端的にいえば ROE）の向上を図っていく—それによって投信のパフォーマンス向上を実現していくことが考えられる。

また、単純に市場時価総額に応じて投資するインデックス運用では「高収益会社の資本調達を助け、低収益会社に市場からの脱退を迫る」と言う証券市場に期待される資本配分機能が十分に発揮されない。したがって、中長期的な視点から運用者やアナリストが主体的判断と分析に基づいて銘柄を選択するアクティブ運用ファンドが高い投資成果を収め、投資家の支持を得ていくことが望まれる。

(ハ) AI の活用

投信の資産運用にあたって IT の活用が進んでいることは 3. (3) で述べたとおりである。ただし、今のところ既存データの大量処理にもとづくクオンツ運用が中心であり、クリエイティブな AI（人工知能）の活用にはまだ踏み込んでいないように思われる。

最近、英フィナンシャルタイムズ紙が、「英国の大手資産運用会社が共同で、ビットコインで使われる“ブロックチェーン”の活用により流動性の小さい証券を運用会社間で直接取引をすることの研究を進めている³⁹⁾」ことを伝えていた。これはトレーディングにおける AI の活用であるが、資産配分・銘柄選択といった運用のフロントの分野でも AI を活用して、投資パフォーマンスの向上につなげることが考えられよう。

現代投資理論は 1950 年代のマルコウィッツの分散投資理論の発表から数えると 60 年、ウィリアム・シャープの CAPM（資本資産評価モデル）の誕生から起算しても 50 年以上経過しており、製造業などに比べると資産運用の世界では技術革新が進んでいないと見ることもできる。この間にデリバティブをはじめとする新たな投資手段の利用が進み、一方、前述のように証券リターンが低下するとともに国際分散投資の有効性が薄れるなど投資環境は大きく変化している。

モノやサービスの世界で人工知能の活用を含め技術革新が次々と進む中で、資産運用の世界でも（ファクター投資⁴⁰⁾理論等は開発・利用されているものの）さらに画期的イノベーションが起こってもよいのではないか⁴¹⁾。

② 投資家利回りの向上

運用者がいくら頑張っても良いファンド・パフォーマンスを出しても、肝心の投資家が成

³⁹⁾ FTfm Feb.8 2016

⁴⁰⁾ 株式・債券といった資産クラスでなく、バリュー、ボラティリティ、サイズ、モメンタムなどのファクターに注目する投資手法。

⁴¹⁾ 16 年 1 月 21 日付英フィナンシャルタイムズ紙は BIG READ 欄において、“Search for a super-algo”と題する Robert Wigglesworth 氏の署名入り 1 面記事を掲載し、その中で「運用担当者のだれもコンピューターに勝てない時代が来る」、「AI は、人間が絶対に見抜けないパターンを探し出す助けになる。それがとてつもない優位性をもたらす」（16 年 2 月 29 日付の同紙特別日本版における翻訳）といった論調を展開している。

功体験を持たなければ投信は成長しない。その投資家はファンドを高値で買って安値で売ってしまう傾向があるため、投資家リターンがファンドリターンより悪いという問題が存在している。

たとえば、世界の中で投資知識レベルが高いと思われる米国においてすら、モーニングスター社の分析によれば、15年末に至る10年間の米国投資家の長期投信への投資実績は加重・年平均リターンで4.35%と、長期ファンドの平均リターン4.88%を下回っていた⁴²。また最近のフィナンシャルタイムズ紙は、独ゲーテ大学の分析として、小口投資家のETFへの投資リターンが（頻繁に売買し、そのタイミングが悪かったため）市場平均を大幅に下回っていたという事実を伝えている⁴³。

このように投資家利回りがファンド利回りより低い理由は、①投資家の平均買付コストがファンドの平均基準価額より高いか、②投資家の平均換金価額がファンドの平均基準価額より低い、またはその両方にある。

これを改善するには、積立て投資をさらに推進すべきであろう。定額投資を継続すれば、「安い時に多くの量を買ひ、高い時に少ない量を買う」ドルコスト平均法の効果⁴⁴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、（②の換金の問題は残るが）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。

なお、DCは一種の強制的積立て投資であるから、その普及は投資家利回りの向上にも貢献しよう。事実、前述のモーニングスター社による投資家利回り分析においても、401(k)プランを通じる継続買付が多いターゲット・デート・ファンドについては、10年間の投資家平均リターンが5.16%で、ファンド利回りの4.42%を上回っていたことが示されている。

③投資リターン以外の付加価値の提供

投信が金融商品として投資家に提供できる付加価値は、投資パフォーマンスが全てではない。便益性も重要であり、分配金を自動的に再投資する仕組みや、少額からできる積立て投資システムなどは各国とも数十年前から取り入れてきた。

資産運用業界が今後、充実すべき一つの分野は「退職後の資産運用・取崩しサービス」であろう。なぜなら、今までは多くの投資家にとって「退職に備える資産形成」が重要なテーマであったが、世界的にベビーブーマーの引退がすすみ、かつ長寿化が進行する中で、「退職後の資産運用・取崩しを如何に効率的に行うか」が多くの投資家の課題となっていくと思われるからである。

⁴² “Encouraging Signs for Target-Date Funds”

<http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=748653>

⁴³ 16年2月1日付フィナンシャルタイムズ紙

<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/0c4278aa-c366-11e5-808f-8231cd71622e.html#axzz46F6hXHyR>。原典は”The Dark Side of ETFs and Index Funds” Utpal Bhattacharya, Benjamin Loos, Steffen Meyer Andreas Hackethal and Simon Kaesler, March 2013.である。

⁴⁴ 日経平均株価の例で計算すると、15年に至る30年間の各年末の日経平均株価の平均値は16,792円であるが、定額投資を行ってきた場合の平均買付コストは14,682円と計算される。

しかし資産取崩しは、資産形成よりずっと難しい。なぜなら、退職時の資産総額、退職後の収入見通し、リスク許容度、子供に遺産を残すかなどが個人によって大きく異なるため、汎用性のある取崩し公式を見出しづらいからである。そして何より「あと何年生きるか分からない」という問題がある。

また、資産形成は前述のように「定額積立て（ドルコスト平均法）」によって効率的に行えるが、資産取崩しにあたって「定額引出し」は効率的でない（高値で少ない量を売り、安値で多くの量を売ってしまうから）」という問題もある。

これらの問題に対する解決手段（ソリューション）を提供することは、資産運用業界にとって大きなテーマであろう。

③ フィデューシャリー・デューティの遂行

近年、資産運用関連業者の投資家に対するフィデューシャリー・デューティ（受託者責任）が問われている。運用会社については、日・米などで従来から法的に忠実義務が規定されているが、最近、欧米では販売業者に対して投資家との利益相反を避けるための措置が導入されている。

具体的には（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 年末から実施済み）、（ロ）欧州連合（EU）の第 2 次金融商品市場指令（Mifid II、実施日未確定）、（ハ）米国労働省による「退職準備投資に関して証券会社などにも受託者義務を適用する規則」の制定（18 年 1 月に完全実施予定）である。

いずれも投資勧誘にあたって「販売者が自らの収入の多い商品売る、などによる投資家との利益相反を防ぐこと」を意図している。上記（イ）においては非独立をふくむアドバイザーが、（ロ）においては独立アドバイザーが、それぞれ商品の発行者からコミッションを得ることを禁止している。また（ハ）においては、投資商品販売者に対し、従来からの「適合性原則」だけでなく、自らの利益より投資家利益を優先する“忠実義務”をふくむ「受託者責任」を課すこととしている。

これらの実施により、販売商品が低コスト商品にシフトすることが想定されているほか、欧州の一部では、販売業者の取扱商品が限定されるため 00 年前後から進んできた「オープン・アーキテクチャー⁴⁵」が後退するという見方もある。

しかし、フィデューシャリー・デューティの典型として挙げられる例は、医者と患者、弁護士と依頼人の関係である。乱暴な言い方であるが、医者も弁護士も高所得者であることを考えれば、「低料金」がフィデューシャリー・デューティの要ではなく、投資ビジネスにおいても、関係者が専門的能力・サービスに対して妥当な報酬を得ることが否定されるものではないだろう。

そして「フィデューシャリー・デューティの遂行」と「投資関連業者の収入の確保」を両立させる一つの手段は、当然のことであるが、運用者はパイ（投資から得られる経費控

⁴⁵ 投信においては、販売者と運用者が系列関係などを超えてオープンに結び付くビジネススタイルを指す。

除前収益)を大きくする(前記4.(1)①で述べた)ことであり、販売者はアドバイスの価値・顧客の信頼を高めることであろう。事実、前述の英国 RDR に関し、英国金融行為規制機構(FCA)が行った実施2年後調査報告書(14年12月公表)においても、「アドバイザーを選ぶ際、消費者は、コスト以上に、信頼(trust)や評判(reputation)などのクオリティ指標を評価している」という結果が示されている⁴⁶。

⑤国境を超えたファンド販売を推進し、投資家の幅広い商品へのアクセスを可能とする

投信販売のクロスボーダー化が進んでいることは3.(1)②で述べたとおりである。ただ、この動きは欧州域内だけ、あるいはアジアの特定国内だけというように「ブロック化」である。

投資家のために望ましい究極の理想像は、「世界中の人々が、世界中のファンドを、世界中の業者から自由に購入できるようになること」であろう。そうなれば、いま世界で8万5千本⁴⁷もあるファンド数が減ってコスト削減効果も期待できる。

その方向に進むためには、EU内だけ、アジア内だけといったブロックを越えて、正に地球ベースでファンド輸出入や業者参入の自由化が進むことが望ましい⁴⁸。

(2) 社会的責任をどう果たしていくか

ここでは、①証券市場の質的向上への貢献、②ESG投資の定着、③世界金融システムの安定性への配慮を取り上げる。

①機関投資家として証券市場の質的向上に貢献する

4.(1)①(ロ)において、投信のパフォーマンス向上の観点から、機関投資家として上場企業の株式価値の向上に貢献すべきであると述べた。

しかし、上場企業の株式価値の向上は、投信のためだけではなく証券市場全体の質的向上(市場の平均リターンの向上)に資する一すなわち社会的責任を果たすことでもあることは言うまでもない。

その実現のためには、アクティブ運用が一層より高い投資成果を収めて拡大すること、パッシブ運用をふくめて議決権行使をはじめとするスチュワードシップ・コードの積極的履行が望まれることは前述のとおりである。

②ESG投資の定着

1980年代頃から本格化したSRI(社会的責任投資)は、近年、ESG(Environment, Social, Governance)投資とも呼ばれ、機関投資家の果たすべき責任の一環として捉えられている。

⁴⁶ 大橋善晃「英国におけるリテール商品販売制度改革 FCAによるRDR実施後調査について」『証券レビュー』2016年3月号 日本証券経済研究所 pp134

⁴⁷ 国際投資信託協会集計の15年末現在の公募ファンド数は85,773本(私募ファンドをふくめると100,494本)である。

⁴⁸ 上記の観点から見れば、同一のETFが世界の多くの取引所に重複上場されることは、「同一商品が国境を越えて幅広い人々に提供される」という点で意義深い。今後、ETFは投信商品の世界共通化に大きな役割を果たす可能性がある。

そして、ESG スクリーニングは、以前のように専門ファンド⁴⁹だけが使う段階から、全てのファンドの銘柄選択スクリーニングに組み込む段階に来ていると言えよう。

③金融システムの安定性への配慮

投信に対する規制は、以前は主に「投資家保護」を意図していたが、最近、特にリーマンショック後においては、「金融システムの維持」の観点から取り入れられているケースが多い。

G20 傘下の FSB（金融安定理事会）によるシャドーバンキング規制の一環として MMF が対象になり、その規模が大きい米国では既に SEC 規則の変更が行われた。

また長期ファンドについても、たとえば IMF が、流動性の低い資産（新興国債券など）へ投資するファンドについて大量解約が発生した場合の当該市場への影響などについて懸念を表明している⁵⁰。また、急拡大した ETF が証券市場の価格形成に与える影響も取りざたされている。こうした中で、15 年に米国 SEC はファンドの流動性規制、およびレバレッジを規制するためのデリバティブ規制を提案した。

これらの規制強化は、投信の規模が拡大し市場で重要な地位を占めるようになったことの反映であり、投信が市場と共存・共栄していけるよう行動することは当然であろう。

そして一方で、「規制強化の中でいかにイノベーションを確保するか」（12 年の第 28 回 IIFA 総会終了後の声明文中の 1 行）も業界の課題であろう。

（3）ビジネスを如何に拡大するか

ここでは①新興国市場への期待、②フィンテックの活用、③商品体系を取り上げる。

① 新興国市場の潜在成長性は大きい

本稿の冒頭に示したように、世界の投信は過去 30 年間に 28 倍に拡大したが、図表 4 で示し、また 4.（1）①で述べたように、2000 年代に入ってから株価の伸び悩みの中で、成長率が鈍化している。特に世界の投信残高の半分を占める米国では投信市場が成熟化の気配を見せている。

今後、長期的に投信の拡大が期待されるのは新興国であろう。

図表 8 は、G20 諸国のうち投信残高統計のある 16 か国の「1 人当たり GDP」と「GDP に対する投信残高の比率」の関係を描いたものであり、「1 人当たり GDP が増えれば、GDP に占める投信残高の比率も上昇する」関係が読み取れる。

したがって、経済成長率が高い国は、「GDP 成長」にともなう投信残高の成長と、「GDP

⁴⁹ 欧米に比べ日本の SRI（あるいは ESG）ファンドの金額が小さいといわれることについて、筆者はスクリーニングの方法の違いによる面も大きいと考えている。すなわち、欧米では基準に合わない企業を外す（その他はすべて投資適格とする）「ネガティブ・スクリーニング」を採用しているのに対し、日本では基準に合う企業だけを投資適格とする「ポジティブ・スクリーニング」によるため投資銘柄が限定されている。

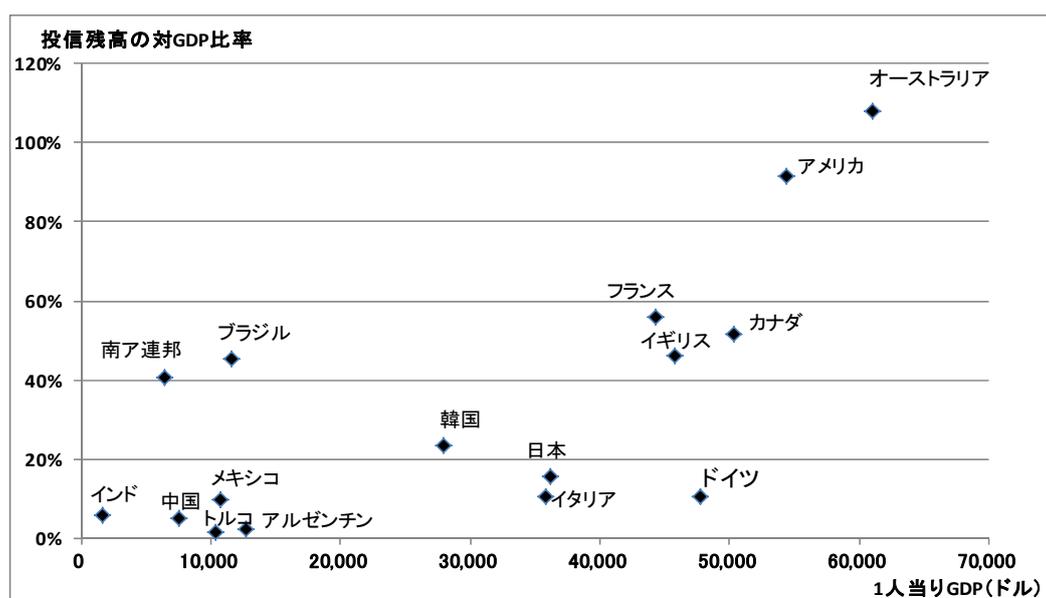
⁵⁰ IMF “Financial Stability Report” April 2015, Chapter 3 The Asset Management Industry and Financial Stability.

に対する投信残高の比率の上昇」との相乗効果で投信残高が急拡大することが見込まれる。

一例として中国を挙げると、PwCが11年1月に発表した“The World in 2050”は、中国の50年のGDPは59.5兆ドルとなり、1人当りGDPは40,000ドルを超えると予測していた（09年基準購買力平価ベース）。もし50年における中国の「GDPに対する投信残高の比率」が現在と同水準の7%であるなら、投信残高は4兆ドル（1ドル110円換算で440兆円）程度となる。しかし、前述のとおり、「1人当りGDP」の成長とともに「GDPに対する投信残高の比率」は上昇すると想定される。図表8を参考にして仮に現在のイギリスと日本の中間（1人当りGDP40,900ドル、GDPに対する投信残高の比率28%）並みに上昇すると見れば、中国の投信残高は16.7兆ドル（同1,800兆円）になると計算される。

以上のように、投信普及度がまだ低い新興国においては、今後、経済成長率の数倍もの投信残高の成長を期待できると考えられる。

【図表8】G20諸国の「1人当たりGDP」と「投信残高の対GDP比率」の関係（2014年現在）



(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 Oct.2015”を用い計算。

②フィンテックの活用

投信の世界で既にIT化が進んできたことは3.(3)で述べた。また、運用パフォーマンスの向上のためのA.I.の活用については、4.(1)①(ハ)で触れた。

今後、投信業界が販売および商品開発においてもフィンテックを十分に活用すべきであることは当然であろう。既に、中国では13年以降アリババグループなどがインターネットを通じMMFに大量の資金を集めた⁵¹ことは良く知られている。

⁵¹ 15年末の中国のMMF残高は6,844億ドル（82兆円）に達している。

そして、フィンテックの進展は投信業界の地図を塗り替えることも想定される。前掲の PwC のレポート「Asset Management 2020」においても、グーグル、フェイスブック、アマゾンといった IT 関連会社が投信業界に参入することを予想している。

従来、投信会社は、もともと資産運用会社であった独立系のほか、銀行系、保険系など広義の金融業界を母体とする会社で占められていた。これからは全く異色の競争者が参入する可能性があり、そうした会社と競争していくために、既存会社は投資家に提供する付加価値の内容を抜本的に見直す必要に迫られるかもしれない。

③（日本について）商品体系は MMF を欠いたままでよいのか

世界的に超低金利状態がつづく中で、MMF が伸び悩んでいる（世界の投信残高全体に占める MMF の比率は 08 年末の 30.6% から 15 年末に 13.6% へ低下した）。そして日本ではマイナス金利下で全社の MMF が償還されようとしている。

しかし、2. (6) で述べたように、1970 年代に開発された MMF は「金利上昇に強い商品」として投信の品ぞろえを強化し、株式投信・債券投信とともに数十年間にわたって世界の投信の成長を支えてきた。

米国・欧州では苦しいながらも MMF を存続させている。日本においても、個別会社ベースでは選択と集中があっても当然だが、業界全体としては全天候型品揃えを持つことが望ましい。環境が変化した後には MMF を復活させ、商品体系の充実をはかるべきではないだろうか。

おわりに

以上、世界の投信の変化と今後の課題等について述べてきた。

本稿においては過去 30 年間を取り上げたが、実は世界の投信は少なくとも 1 世紀半の歴史を持っている⁵²。この間、1890 年のベアリング恐慌、1929 年の世界大恐慌、2008 年の世界金融危機など数々の試練を乗り越えて今日に至っている。

08 年のリーマンショック直後の危機的状況の中で、カナダ・モンリオールにおいて開催された第 22 回 IIFA 総会の最終コミュニケが述べているように、「投信業界は長い歴史の中で何度も危機に直面した経験がある。これまでと同様に、投信は中間投資家のために退職後の資金を蓄え、グローバルな証券市場に参加するための欠くことのできない手段として」発展をつづけていくことを期待したい。

⁵² 世界の投信の嚆矢については、二つの有力説がある。1868 年に英国で生まれた “The Foreign and Colonial Government Trust” を世界初とする説と、1774 年にオランダで生まれた “the Eendragt Maakt Magt” を初とする説である。米国 ICI は近年、Investment Company Fact Book の「ファンド歴史年表」において、後者を世界初のファンドとして掲載している。