

投信ビジネスの国際比較

改訂・要約版

2007年6月

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

目 次

： 投信市場の概況	
1 . 残高規模と普及度合い	2
2 . 証券市場に占める投信の地位	4
3 . 顧客層（個人・法人の内訳、個人投資家のプロフィール）	5
4 . 投信会社の数、1社当たり運用額、上位への集中度、資本系列	10
： 最近の残高変動とその要因分析	
1 . 最近5年間の伸びとその要因	12
2 . 資金増減の商品別内訳	12
3 . 最近数年間の主な出来事	15
： 商品	
1 . 投資対象別商品構成	17
2 . ファンド数と1本あたり規模	18
3 . 商品バラエティ	20
： 販売	
1 . 販売チャネルの多様化比較	22
2 . 資金フローとストックの関係	26
3 . 市況変化と資金増減の関係	27
4 . 米国における年金市場と投信の結びつき	28
5 . 販売のグローバル化動向	31
6 . 投資家コスト	32
： 運用	
1 . 運用のグローバル化度	33
2 . 株式売買回転率	36
3 . パフォーマンス	38
4 . アクティブ運用とパッシブ運用	40
： まとめと日本への示唆	42

： 投信市場の概況

1. 残高規模と普及度合い

図表 1-1-1 にみる通り、日本の投信の現在規模は米国の 18 分の 1 であり、仏・英と比べても小さい。

国民一人あたり投信保有額でみると、日本は 54 万円で米国の 8 分の 1、仏の 6 分の 1、英の 3 分の 1 である。

[図表 1 - 1 - 1] 投信の残高規模と一人当り保有額

	投信純資産(A) (2006年末)	投信純資産(A) (円換算)	人口(B) (2006年)	一人当り投信保有額 (円換算)
日	68.93兆円	68.93兆円	128百万人	54万円
米	104,137億ドル	1,238.39兆円	301百万人	411万円
英	4,100億ポンド	95.52兆円	60百万人	159万円
独	(注)2,766億ユーロ	43.42兆円	83百万人	52万円
仏	13,434億ユーロ	210.89兆円	61百万人	346万円

(注) 公募証券ファンドのみの数字であり、スペシャルファンドおよび公募の不動産ファンドを含んでいない
円換算レートは06年末レート： 1ドル = 118.92円、1ポンド = 232.98円、1ユーロ = 156.98円

(注) 独は公募の証券ファンドだけを取れば日本より小さいが、私募投信、不動産投信が発達しており、その全体像を示せば次の通りである (図表 1-1-1 では、国際比較のため公募・証券ファンドのみの数字を示している)。全ファンドの合計で日本の規模は独の 3 分の 2 である。

(参考) ドイツ投信の全体像 (2006年末現在)

	公募ファンド		私募ファンド		総合計
	証券ファンド	不動産ファンド	証券ファンド	不動産ファンド	
ドイツ (円換算)	2,766億ユーロ 43.4兆円	779億ユーロ 12.2兆円	6,531億ユーロ 102.5兆円	197億ユーロ 3.1兆円	10,273億ユーロ 161.3兆円
(参考) 日本	68.9兆円	3.2兆円	33.1兆円	na	105.2兆円

GDP に対する投信残高の比率でみると、図表 1-1-2 の通り日本は 13.7% で、これも米・仏・英を大幅に下回っている。

世帯普及率は日本の 7% に対し、米国では約 5 割に達している（図表 1-1-2）。

【図表 1 - 1 - 2】 投信残高と GDP、世帯普及率

	GDP (C)	GDP (円換算)	GDPに対する投信 純資産の比率(A/C)	投信の世帯普及率
日	501.4兆円	501.4兆円	13.7%	7.0%
米	124,870億ドル	1,485.0兆円	83.4%	48.0%
英	12,250億ポンド	285.4兆円	33.5%	na
独	22,470億ユーロ	352.7兆円	12.3%	na
仏	17,100億ユーロ	268.4兆円	78.6%	na

(注) 各国ともGDPは2005年現在。普及率は日本、米国とも2006年。

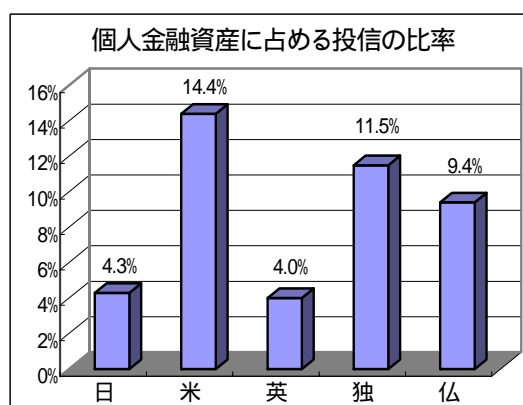
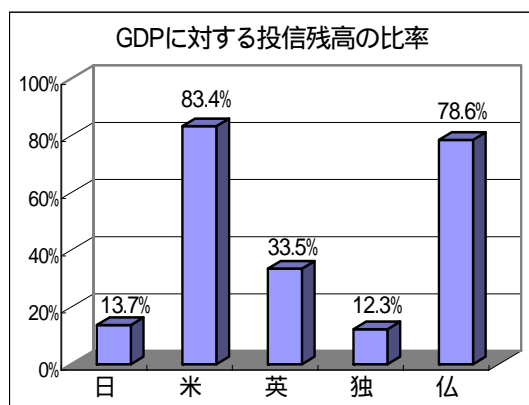
個人金融資産に占める投信の比率は日本の 4% 台に対し、米・独では 10% 以上である。

【図表 1 - 1 - 3】 個人金融資産に占める投信の比率

	個人金融資産(2006年末)		個人金融資産 円換算 ()内は投信	個人金融資産 に占める投信の比率
	総額	うち投信		
日	1,541兆円	66兆円	1,541兆円(66兆円)	4.3%
米	42.12兆ドル	6.07兆ドル	5,077兆円(722兆円)	14.4%
英	38,465億ポンド	1,549億ポンド	896兆円(36兆円)	4.0%
独	(注1)44,301億ユーロ	(注2)5,089億ユーロ	695兆円(80兆円)	11.5%
仏	(注3)33,636億ユーロ	3,165億ユーロ	528兆円(50兆円)	(注4) 9.4%

(注1) 2006年9月末。(注2) ブンデスバンクの数字であり、不動産ファンドのほかスペシャルファンドの一部を含むと推定される。(注3) 2006年9月末 (注4) フランス投信協会資料によれば、このほか株式貯蓄プラン経由の投信保有が2%、保険契約経由の投信保有が10%程度ある(いずれも05年3Q現在)。

以上、いずれの角度から見ても日本の投信普及度は低く、逆に言えば潜在成長性がまだ高いと言える。



2. 証券市場に占める投信の地位

株式市場に占める投信持ち株の比率は日本の3%弱に対し、米では20%以上、仏は10%以上になっている。

債券市場における投信保有債券のウエイトも日本は現時点では1.1%と、米国の11.9%などより小さい。独は債券市場の規模が大きいこともあって公募投信だけをとれば投信の比重は日本並みである。

したがって日本の投信が拡大することについて国内証券市場の規模からくる制約は少ないと考えられる。

(図表1 - 2) 証券市場に占める投信の地位(2006年末)

	投信の国内株式保有額 (F)	国内株式時価総額 (G)	F/G
日	15.74兆円	549.8兆円	2.9%
米(注1)	5.02兆ドル	20.60兆ドル	24.4%
英	(注2) 1,567億ポンド	(注3) 18,969億ポンド	8.3%
独	(注4) 454億ユーロ	(注5) 12,518億ユーロ	3.6%
仏(注6)	2,051億ユーロ	15,680億ユーロ	13.1%

(注1) FRBマネーフローベース、(注2) Financial Statistics掲載Unit trusts資産構成より

(注3) UK summary accounts(National Statistics;Bank of England)のQuoted UK sharesをとった

(注4) 公募の証券ファンドのみの数字であり、スペシャルファンドを含んでいない。

(注5) 2006年9月末、ドイツ、Financial accounts(Bundesbank)から企業liabilitiesのSharesをとった

(注6) National Financial Accounts(Bank of France) ベース

	投信の国内債券保有額 (F)	国内債券時価総額 (G)	F/G
日	9.73兆円	(注1) 879.9兆円	1.1%
米(注2)	2.77兆ドル	23.19兆ドル	11.9%
英	(注3) 539億ポンド	(注4) 20,648億ポンド	2.6%
独	(注5) 314億ユーロ	(注6) 28,639億ユーロ	1.1%
仏	n.a.	9,800億ユーロ	n.a.

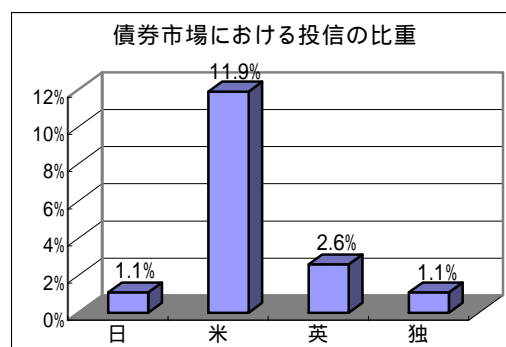
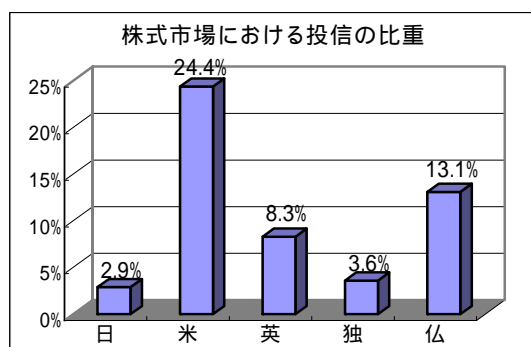
(注1) 日本証券業界ホームページ「公社債合計 現存額」

(注2) FRBマネーフローベース (注3) Financial Statistics掲載Unit trusts資産構成より

(注4) UK summary accounts(National Statistics;Bank of England)の株式以外の証券をとった

(注5) 公募の証券ファンドのみの数字であり、スペシャルファンドを含んでいない。

(注6) 2005年末、ドイツ、Financial accounts(Bundesbank)からLiabilitiesの国内部門Bond発行残高



3. 顧客層

投信の保有者構成を各国のマネーフロー表によってみると図表 1-3 の通りである。

日・米は個人の保有比率が全体の 3 分の 2 を占めているが、欧州では個人の直接保有は 5 割以下である。

日・独・仏は金法・事法の保有比率が高いが、米・英は低い。

なお、下表の通り米国の法人保有は MMF 中心であり、長期投信についての法人保有比率は 5% 以下である（株主資本主義の徹底している国では、企業は本業で高収益を獲得することを期待されており、株主資本を余資運用などで遊ばせておくことは本来行われぬ）。

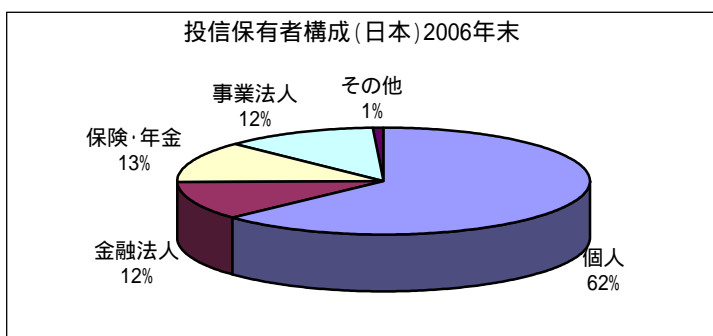
[米国の長期投信とMMFの保有者構造 2006 年末]

(単位:十億ドル、%)	長期ファンド		MMF		合計	
個人	4,962.8	70.0%	1,109.6	59.0%	6,072.4	64.6%
私的年金	1,507.1	21.2%	90.2	4.8%	1,597.3	17.0%
金融法人	144.1	2.0%	508.3	27.0%	652.4	6.9%
事業法人	182.0	2.6%	444.1	23.6%	626.1	6.7%
その他	297.4	4.2%	160.3	8.5%	457.7	4.9%
計	7,093.4	100.0%	2,312.5	123.0%	9,405.9	100.0%

[出所]FRB資金循環統計

また、各国とも日本以上に年金・保険による保有比率が高いことを指摘できる。

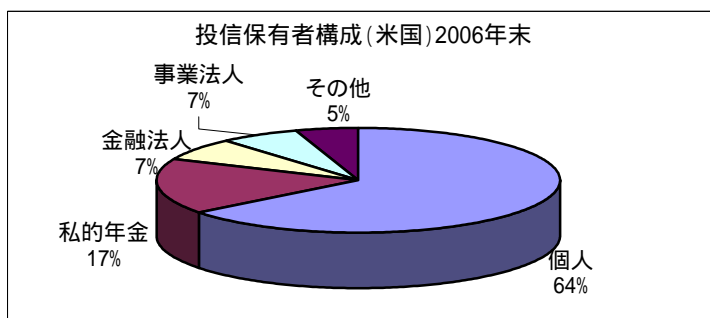
[図表1 - 3] 投信の保有者構成



日本(私募投信込み、単位:兆円)

個人	66.2	63.0%
金融法人	12.2	11.6%
保険・年金	13.2	12.6%
事業法人	12.6	12.0%
その他	0.9	0.9%
計	105.1	100.0%

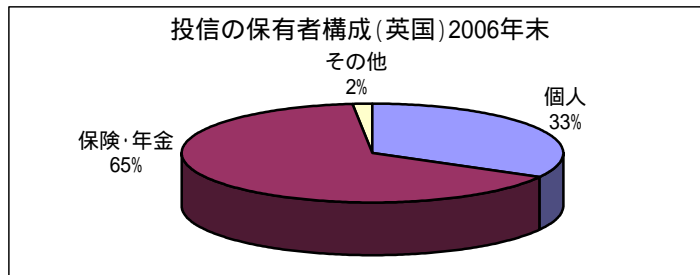
[出所]日銀資金循環統計



米国(一般ファンドとMMFの合計、単位:十億ドル)

個人	6,072.4	64.6%
私的年金	1,597.3	17.0%
金融法人	652.4	6.9%
事業法人	626.1	6.7%
その他	457.7	4.9%
計	9,405.9	100.0%

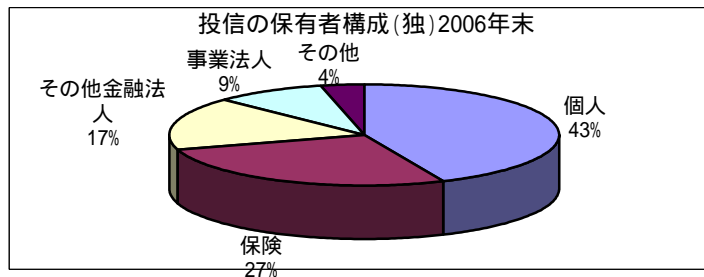
[出所]FRB資金循環統計



英国(単位:十億ポンド)

個人	148.9	33.0%
保険・年金	294.8	65.4%
その他	7.0	1.6%
計	450.7	100.0%

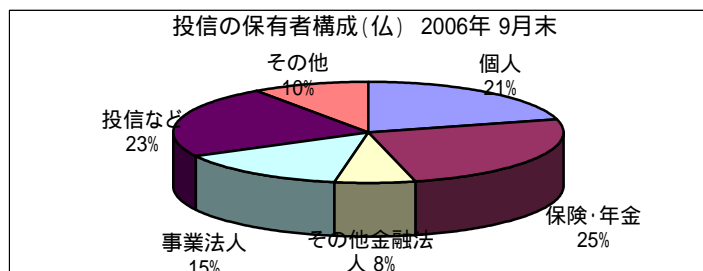
[出所]National Statistics;Bank of England"UK summary accounts"



独(単位:十億ユーロ)

個人	516.3	43.3%
保険	320.6	26.9%
その他金融法人	201.3	16.9%
事業法人	108.8	9.1%
その他	44.4	3.7%
計	1,191.5	100.0%

[出所]ブンデスバンク資金循環統計



仏(単位:百万ユーロ)

個人	316,546.0	20.7%
保険・年金	389,439.0	25.5%
その他金融法人	98,320.0	6.4%
事業法人	222,449.0	14.6%
投信など	352,247.0	23.1%
その他	148,580.0	9.7%
計	1,527,581.0	100.0%

(参考) 個人投資家のプロフィール

個人投資家について、典型的投信保有者像を米国と日本とで比較すると次の通りである。米国の投信保有者については、保有金融資産に占める投信の割合が 38%であり、日本の 27%と比べて高いことなどが目立つ。

[図表1 - 4] 投信保有者の平均像

	米国(中位数)	日本(平均)
年齢	48歳	na
年収	68,700ドル(713万円)	754万円
金融資産保有額(A)	125,000ドル(1,297万円)	1,537万円
投信保有額(B)	48,000ドル(498万円)	420万円
(B)/(A)	38%	27%
保有ファンド数	4本	2種類

(注)ドル換算は04年末の1ドル=103.78円による。

[出所]米国はICI "Profile of Mutual Fund Shareholders"(2004年)

日本は投信協会「投資信託に関するアンケート調査」2004年。

また個人投資家の年齢別投信保有率を米国と日本で比較すると次の通りである。日本は全般に低いが、特に中若年層の保有率が低いことが目立つ。

(参考) 年齢別投信保有率

米国		日本	
年齢	保有率(%)	年齢	保有率(%)
35歳未満	35	24歳以下	1
		25~29歳	1
		30~34歳	4
35~44歳	55	35~39歳	4
		40~44歳	6
45~54歳	60	45~49歳	8
		50~54歳	7
55~64歳	57	55~59歳	11
		60歳以上	12
65歳以上	38		

[出所]米国はICI "Household Ownership of Mutual Funds and Use of the Internet, 2006"

日本は証券広報センター「証券投資に関する全国調査」2006年。

投資目的

米国と日本の個人投資家の投信購入目的を比較すると次の通りである。

米国の投資家が「退職後の資金に充てる」という明確な目的をもっているのに対し、日本の投資家は「無目的の余裕資金」と答えている人が多い。金融広報中央委員会の「家計の金融資産に関する世論調査」において日本人の「貯蓄目的」が「病気や不時の災害の時に備えるため」が67.4%を占めていることと共通すると言えよう。

米国(主たる理由)		日本(複数回答)	
退職後の資金	72.0%	無目的の余裕資金	48.5%
教育資金	9.0	老後の生活資金	33.9
現在の収入の補完	4.0	教育資金	12.0
不時の出費	4.0	住宅資金	8.6
節税	4.0	レジャー資金	7.6
住宅または高額商品購入	3.0	耐久消費財の購入資金	4.0
その他	3.0	その他	7.0

保有期間

上記の保有目的に対応して保有期間の目標が決まっているように思われる(下表)。すなわち米国では「退職後にそなえて」投資している結果、「株式・債券投信の投資リスクを考える際の期間」を「10年以上」と考える投資家が多いのに対し、「無目的の余裕資金」を投資している日本の投資家は「投信を購入する際の保有期間」として「5年以内」を考える投資家が5割を占め、保有期間を決めていない投資家も多い。

日本人の金融資産の蓄積が進み、不時にそなえる保険のカバーも行き渡った今、「貯蓄から投資へ」の流れを進めるためにも、日本人の「投資目的を明確にすること」を促進し、その結果、「長期に投資できる資金が多いこと」の認識を高めるべきではないだろうか。

米 国		日 本	
期間目標	比率(%)	期間目標	比率(%)
1年未満	4	1年未満	4.3
1年～5年	27	1年以上2年未満	16.6
		2年以上3年未満	13.3
		3年以上5年未満	20.3
6年～10年	27	5年以上	7.0
10年超	42		
		特に期間は決めない	35.0

[出所] とも米国はICI「Profile of Mutual Fund Shareholders」(2004年)、日本は投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査」(2004年)。 について日本は上記のほか無回答が3.3%ある。

4. 投信会社の数、1社あたり運用額、上位への集中度、資本系列

投信運用会社数（図表 1-5-1）は、日本の 74 社（不動産投信運用会社は除く）に対し、米・仏が約 500 社と多い。したがって 1 社あたり運用額でみると日本の 9,315 億円は米国の 3 分の 1 であるものの、英・仏より大きい。

【図表 1 - 5 - 1】 投信会社の数、1社あたり運用額 (2006 年末)

	投信純資産	投信会社の数	1社あたり運用額	1社あたり運用額 (円換算)
日	68.93兆円	(注1) 74	9,315億円	9,315億円
米	104,137億ドル	(注2) 500	208億ドル	24,735億円
英	4,100億ポンド	(注3) 113	36.28億ポンド	8,453億円
独	2,766億ユーロ	(注4) 44	62.86億ユーロ	9,869億円
仏	13,434億ユーロ	(注5) 484	27.76億ユーロ	4,358億円

(注1)不動産投資法人の運用業者を含まない。

(注2) ICI・Investment Company Fact Book 2007 における記述

(注3) IMA資料

(注4) ドイツ投信協会の07年3月現在・証券ファンド会社別統計よりドイツ籍会社のみ集計

(注5) フランス投信協会資料より2005年現在

ファンド数（図表 1-5-2）は、日本の 2,700 本に対し、米・仏が 8,000 本程度と多く（会社数が多いことを反映している）一方、英・独は少ない。

ファンド 1 本あたりの規模でみると、日本の 250 億円は米の 6 分の 1 で、他の諸国に比べても小さい。なお、ファンド数の問題については、「商品」のところでさらに詳しく分析したい。

【図表 1 - 5 - 2】 ファンド数、1本あたり金額 (2006 年末)

	投信純資産	ファンド数	1本あたり金額	1本あたり金額 (円換算)
日	68.93兆円	2,753	250億円	250億円
米	104,137億ドル	(注) 8,120	12.82億ドル	1,526億円
英	4,100億ポンド	2,033	2.02億ポンド	470億円
独	2,766億ユーロ	1,475	1.88億ユーロ	294億円
仏	13,434億ユーロ	8,092	1.66億ユーロ	261億円

(注) 同一ファンドの手数料前取り口・後取り口などクラス別のシェア数をカウントすると21,260である。

[出所] 日本: 投信協会、米国: ICI、英: IMA、独: プンデスバンク月報、仏: AFG - ASFFI

運用会社について、上位会社への集中度（図表 1-5-3）は日・独で高く（上位 5 社が市場全体の 6～7 割のシェアを持つ）、逆に米・英では低い（競争が激しい）。

上位会社への集中度を十年前と比べると、日・独・仏でやや低下しており（会社数が日本で 39 社から 74 社へ、仏で 232 社から 484 社へふえたことなどを反映している）、米はやや高まっている。

運用会社の資本系列を証券系・銀行系・保険系・独立系に分けた場合、米では独立系が多く、一方、日本の上位会社は証券系、独・仏は銀行系が多い。

[図表 1 - 5 - 3] 運用会社上位 5 社とシェア(2006 年末、仏は 2002 年末)

日本	会社名	資本系列	運用資産 (億円)	シェア	米国	会社名	資本系列	運用資産 (億ドル)	シェア
1	野村	証券系	151,815	22.0%	1	Fidelity	独立系	11,715	11.2%
2	大和	証券系	91,817	13.3%	2	Vanguard	独立系	10,860	10.4%
3	日興	証券系	77,102	11.2%	3	Capital Research	独立系	10,807	10.4%
4	国際	銀行系	72,208	10.5%	4	Franklin Temple.	独立系	3,345	3.2%
5	三菱UFJ	銀行系	51,223	7.4%	5	PNC Financial	銀行系	2,694	2.6%
5社計			444,165	64.4%	5社計			39,421	37.9%
業界全体			689,276		業界全体			104,137	
(参考) 96 年末の上位 5 社のシェア				76.8%	(参考) 96 年末の上位 5 社のシェア				33.7%

[出所]投資信託協会

[出所]ICI

英国	会社名	資本系列	運用資産 (億ポンド)	シェア	独 (注)	会社名	資本系列	運用資産 (億ユーロ)	シェア
1	Fidelity	独立系	312	7.6%	1	DWS	銀行系	604	22.1%
2	Invesco	独立系	247	6.0%	2	Union	組合銀行系	392	14.3%
3	Legal & General	保険系	216	5.3%	3	Allianz Global	保険系	332	12.1%
4	Threadneedle	総合金融系	176	4.3%	4	Deca	貯蓄銀行系	326	11.9%
5	Halifax	銀行系	169	4.1%	5	Indexchange	na	182	6.6%
5社計			1,120	27.3%	5社計			1,836	67.1%
業界全体			4,100		業界全体			2,737	
(参考) 96 年末の上位 5 社のシェア				28.2%	(参考) 96 年末の上位 5 社のシェア				73.4%

[出所]IMA

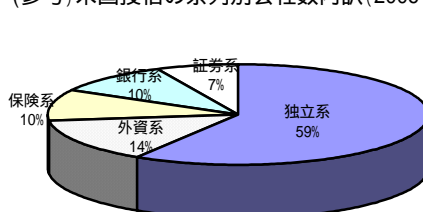
(注) ドイツ国内籍会社のみ資産であり、ルクセンフェンドなどは含まない [出所]DVI

仏	会社名	資本系列	運用資産 (億ユーロ)	シェア
1	CDC Group	政府系	875	10.9%
2	BNP Paribas	銀行系	685	8.5%
3	Credit Agricole	農林系	677	8.4%
4	Societe General	銀行系	673	8.4%
5	Credit Lyonnais	銀行系	458	5.7%
5社計			3,368	41.9%
業界全体			8,038	
(参考) 96 年末の上位 5 社のシェア				52.5%

(注) リテール資産のみ

[出所] FERI 刊 "European Fund Market Yearbook 2003"

(参考) 米国投信の系列別会社数内訳 (2006 年)



[出所] ICI 刊 "2007 Investment Company Fact Book" ("資産額でも独立系が 5 割以上") と ICI は述べている

：最近の残高変動とその要因分析

1．過去5年間の残高の伸びとその要因

最近5年間（01年末～06年末）の残高の伸びを比較すると、図表2-1のように日本は5年前にくらべ5割増加し米国並みの成長を遂げた。特に05年・06年の増加率は5か国中最高になった。ただし5年間通算の成長率は仏が6割、英が7割を超えているほか、国際投信協会集計の世界の投信残高は01年末の11.65兆ドルから06年には21.76兆ドルへ5年間で87%増加しており、投信の成長は世界的傾向である。

残高増減の要因を資金増減額と運用増減額（時価変動等による増減（注））とに分けてみると、日本は04年以降ようやく資金増減がプラスに転換したことが大きく、米・英の残高成長は時価値上がりが大きく寄与している。

（注）運用増減額には分配金支払が減少要因として含まれている。

2．資金増減の商品別内訳

次に資金増減の商品別内訳をみると（図表2-2）日本はMMFの01年の元本割れ以降の大量資金流出と、02年以降の公社債投信の資金減を広義の株式投信の資金増で補ってきた。MMF・公社債投信の資金流出が山を越えたことから投信全体として急拡大期を迎えている。米・英・仏も株式投信中心の拡大を続けている。

（注）短期公社債投信について、日本はMMF、MRF、中国ファンド、フリーファイナンシャルファンドの合計をとった。

米国は資金純増商品が時期により入れ替わっている。（これは80年代からの中長期の動きの中でも見られる）。言い換えれば、ある商品が不振のときには他の商品が資金を吸収して全体として純増を維持してきた（ただし03年は、MMFの減少を他商品が補いきれず、1988年以来15年ぶりに全ファンド合計で資金減少となった）。

[図表2 - 1]最近5年間の残高の伸び

日本	残高(兆円)	2001年末 = 100 とした指数	前年比	残高増減の要因別内訳(兆円)		
				純資産増加額	うち資金増減額	うち時価変動等
2001	45.28	100.0				
2002	36.02	79.5	-20.5%	-9.26	-6.82	-2.44
2003	37.44	82.7	3.9%	1.42	-0.84	2.26
2004	41.00	90.5	9.5%	3.56	2.41	1.15
2005	55.35	122.2	35.0%	14.35	8.67	5.68
2006	68.93	152.2	24.5%	13.58	11.61	1.97
5年間累計金額(A)				23.65	15.03	8.62
(A)の2001年末残高に対する比率				52.2%	33.2%	19.0%

米国	残高(億ドル)	2001年末 = 100 とした指数	前年比	残高増減の要因別内訳(億ドル)		
				純資産増加額	うち資金増減額	うち時価変動等
2001	69,749	100.0				
2002	63,904	91.6	-8.4%	-5,845	741	-6,586
2003	74,144	106.3	16.0%	10,240	-426	10,666
2004	81,069	116.2	9.3%	6,925	532	6,393
2005	89,051	127.7	9.8%	7,982	2,552	5,430
2006	104,137	149.3	16.9%	15,086	4,742	10,344
5年間累計金額(A)				34,388	8,141	26,247
(A)の2001年末残高に対する比率				49.3%	11.7%	37.6%

英国	残高(億ポンド)	2001年末 = 100 とした指数	前年比	残高増減の要因別内訳(億ポンド)		
				純資産増加額	うち資金増減額	うち時価変動等
2001	2,358	100.0				
2002	1,946	82.5	-17.5%	-412	80	-492
2003	2,411	102.2	23.9%	465	98	367
2004	2,754	116.8	14.2%	343	57	286
2005	3,474	147.3	26.1%	720	117	603
2006	4,100	173.9	18.0%	626	207	419
5年間累計金額(A)				1742	559	1183
(A)の2001年末残高に対する比率				73.9%	23.7%	50.2%

独	残高(億ユーロ)	2001年末 = 100 とした指数	前年比	残高増減の要因別内訳(億ユーロ)		
				純資産増加額	うち資金増減額	うち時価変動等
2001	2,471	100.0				
2002	2,058	83.3	-16.7%	-413	107	-520
2003	2,263	91.6	10.0%	205	55	150
2004	2,268	91.8	0.2%	5	-60	65
2005	2,602	105.3	14.7%	334	101	233
2006	2,766	111.9	6.3%	164	-62	226
5年間累計金額(A)				295	141	154
(A)の2001年末残高に対する比率				11.9%	5.7%	6.2%

仏	残高(億ユーロ)	2001年末 = 100 とした指数	前年比	残高増減の要因別内訳(億ユーロ)		
				純資産増加額	うち資金増減額	うち時価変動等
2001	8,002	100.0				
2002	8,059	100.7	0.7%	57	1039	-982
2003	9,093	113.6	12.8%	1034	920	114
2004	10,065	125.8	10.7%	972	549	423
2005	11,551	144.4	14.8%	1486	588	898
2006	13,434	167.9	16.3%	1883	1057	826
5年間累計金額(A)				5,432	4,153	1,279
(A)の2001年末残高に対する比率				67.9%	51.9%	16.0%

[図表2 - 2] 資金増加額の商品別内訳

日本 (兆円)	合計	株式投信	長期 公社債投信	短期 公社債投信
2002	-6.82	3.89	-5.27	-5.44
2003	-0.84	2.69	-2.48	-1.05
2004	2.41	4.94	-1.56	-0.97
2005	8.67	7.72	-0.63	1.58
2006	11.61	12.85	-0.53	-0.71
5年間累計	15.03	32.09	-10.47	-6.59

(注)短期公社債投信は、MMF、中国ファンド、MRF、FFFの合計。

米国 (億ドル)	合計	株式投信	長期 公社債投信	短期 公社債投信
2002	741	-200	1,406	-465
2003	-426	1,842	316	-2,585
2004	532	2,206	-108	-1,566
2005	2,552	1,608	313	631
2006	4,742	1,666	606	2,470
5年間累計	8,141	7,122	2,533	-1,515

英国 (億ポンド)	合計	株式投信	長期 公社債投信	短期 公社債投信
2002	80	35	43	2
2003	98	35	62	1
2004	57	39	23	-5
2005	117	57	55	5
2006	207	138	59	10
5年間累計	559	304	242	13

独 (億ユーロ)	合計	株式投信	長期 公社債投信	短期 公社債投信
2002	107	31	33	43
2003	55	11	49	-5
2004	-60	-17	24	-67
2005	101	42	66	-6
2006	-62	-50	-16	4
5年間累計	141	17	156	-31

仏 (億ユーロ)	合計	株式投信	長期 公社債投信	短期 公社債投信
2002	920	405	75	440
2003	662	342	108	212
2004	549	209	173	167
2005	936	332	227	377
2006	1057	681	78	298
5年間累計	4124	1969	661	1494

3. 最近数年間の主な出来事

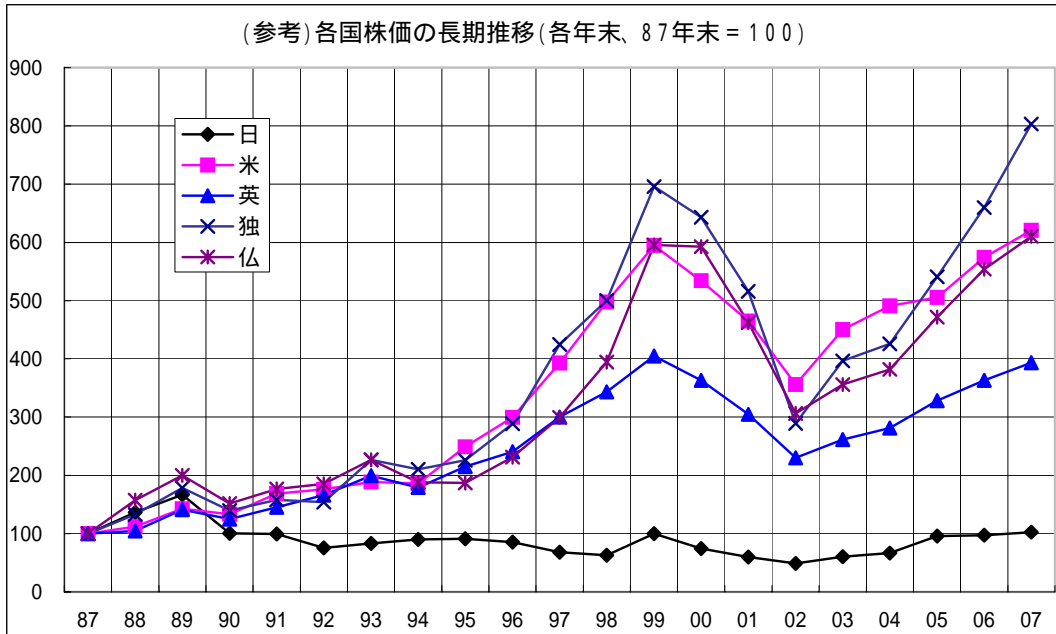
以上は量的変化の状況であるが、そのベースとなった各国投信の質的、あるいは環境変化（制度変更その他の出来事）を掲げると次の通りである。

年	日本	米国	欧州
1999	銀行の投信窓販始まる(98/12) 私募投信発足		独で AS ファンド(年金ファンド) 導入(98年) 仏・独でファンド・オブ・ファンズ 導入(98~99年) 英 PEP から ISA へ移行 英でステークホルダー年金導入
2000	株式投信大量設定(2月) ファンド・オブ・ファンズ制度導入	IT バブル消滅	
2001	公社債投信時価評価へ移行 現物出資型 E T F 上場 不動産投信発足 日本版 4 0 1 (k) スタート MMF 元本割れ	ヘッジファンド盛行 401(k)等の拠出限度額引上げ	
2002			UCITS 新指令公布
2003		投信不祥事明るみになる	独で確定拠出年金導入
2005	ペイオフ実施 郵便局での投信販売開始		
2006		年金改革法成立	
2007	金融商品取引法施行		

(注)世界的に2000年頃から資産運用業界でも、オープンアーキテクチャー化(販売業者が自社系列運用会社以外のファンドをも幅広く選択して販売する傾向)が進んだ。

日本はビッグバンにより大きな制度変化があり、銀行の投信販売開始、日本版 401(k) スタートなど、投信には多くの部分でプラスに働いたはず(ただし公社債投信の時価評価移行はマイナスに作用)であるが、そのプラスを 2004 年までは十分に生かしきれなかった。

その理由は主として MMF の元本割れ、超低金利下での公社債投信の商品性変更、十数年にわたった株価不振(別図)の影響にあったと思われる。



(注) 日はTOPIX、米はSP500、英はFTSE100、独はDAX、仏はCAC40種をとった。
07年は6月15日現在

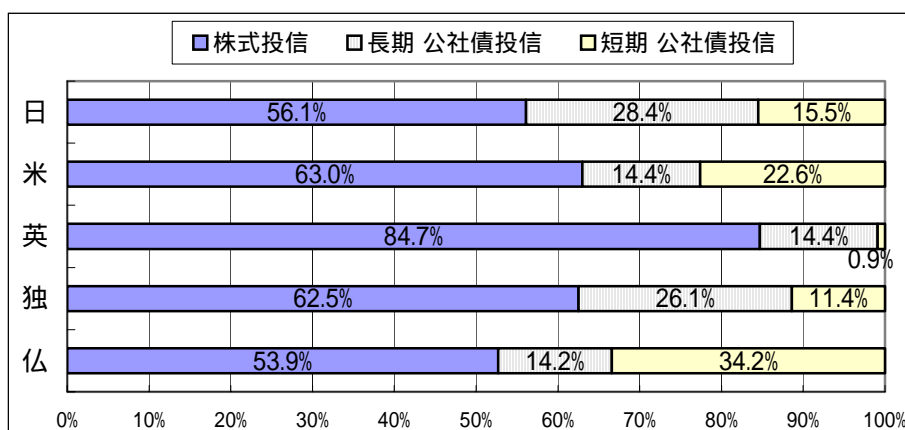
：商 品

1 . 投資対象別商品構成

各国の商品別残高構成を 2006 年末で比較すると、図表 3-1 の通りであり、各国とも株式投信が主流を占めている。中でも英は株式投信のシェアが 8 割以上を占めている。

日本の商品構成は、株式投信のうち実態的には債券中心に運用しているファンドを長期公社債投信に区分すると、株式投信シェアは 56%程度となり、5 カ国の中では最も債券に偏った構成となっている。

[図表3-1]各国の商品別残高構成(2006年末)



(注1)ここでは、日本について、株式投信のうち実質的に債券で運用しているファンド(株式組入れ比率0から6%のファンド)を株式投信から除いて長期公社債投信に分類した。また短期公社債投信には、MMFのほかMRF、中国ファンド、FFFをふくむ。

(注2)他の4カ国について、株式投信にはバランス型をふくむ。

2. ファンド数と1本あたり規模

図表3-2-1のとおり、日本は残高規模の割にファンド数が多く、1本あたり規模が小さい。ただし短期公社債投信は5カ国の中で本数が最少、1本あたり規模は最大となっている。

一方、米国はファンド1本あたり規模が日・仏の6倍、独の4倍と大きい。

[図表3 - 2 - 1] ファンド数と1本あたり規模(2006年末の国際比較)

[全商品合計]

	ファンド数	純資産	1本当り金額	1本当り金額 (円換算)
日	2,753本	68.93兆円	250億円	250億円
米	8,120本	104,137億ドル	12.82億ドル	1,526億円
英	2,033本	4,100億ポンド	2.02億ポンド	470億円
独	1,475本	2,766億ユーロ	1.88億ユーロ	294億円
仏	8,092本	13,434億ユーロ	1.66億ユーロ	261億円

[株式投信]

	ファンド数	純資産	1本当り金額	1本当り金額 (円換算)
日	2,533本	55.66兆円	170億円	170億円
米	5,278本	65,648億ドル	10.83億ドル	1,272億円
英	na	2,923億ポンド	na	na
独	1,104本	1,730億ユーロ	1.57億ユーロ	246億円
仏	6,270本	7,236億ユーロ	1.15億ユーロ	181億円

(注) 各国ともバランス型を含む。独は年金ファンド、FoF等を含む。

仏は元本確保型を含む。

[長期公社債投信]

	ファンド数	純資産	1本当り金額	1本当り金額 (円換算)
日	186本	2.58兆円	158億円	158億円
米	1,993本	14,944億ドル	6.73億ドル	791億円
英	na	523億ポンド	na	na
独	328本	722億ユーロ	2.20億ユーロ	345億円
仏	1,214本	1,906億ユーロ	1.57億ユーロ	246億円

[短期公社債投信]

	ファンド数	純資産	1本当り金額	1本当り金額 (円換算)
日	34本	10.69兆円	3,353億円	3,353億円
米	849本	23,545億ドル	23.46億ドル	2,757億円
英	na	27億ポンド	na	na
独	43本	314億ユーロ	7.30億ユーロ	1,146億円
仏	608本	4,292億ユーロ	7.06億ユーロ	1,108億円

(注) 日本の短期公社債投信はMMF(14本)、中国ファンド(3本)、

MRF(13本)、FFF(4本)の合計

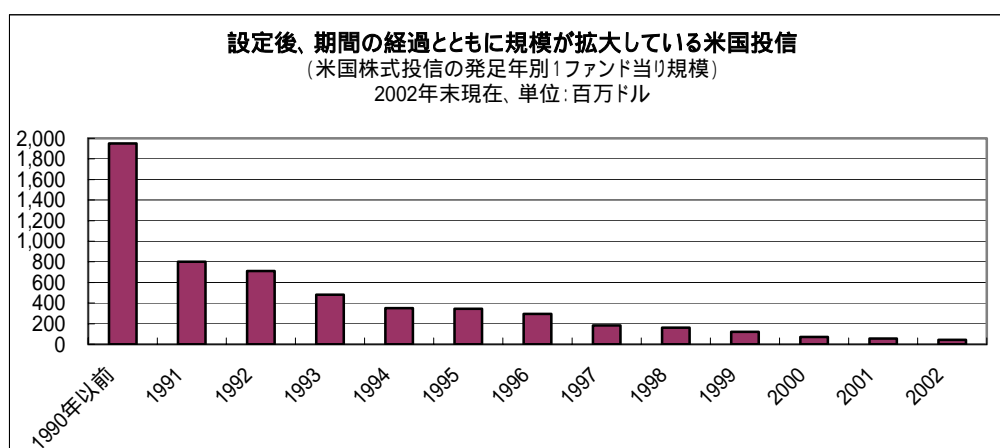
なお、1ファンドあたりの規模に関連して、米の株式投信についてファンド発足年別に1本あたり残高を比較し、全体の残高のうちに占めるファンド発足年別残高内訳をみると図表3-2-2の通りである。発足時期の古いファンドの1本あたり規模が大きい(すなわち時の経過とともにファンド規模が拡大する)姿がきれいに出ている。その結果、90年以前に発足した歴史あるファンドの残高が全体の3分の2を占めている。

[図表3 - 2 - 2]米国株式投信の発足年別残高内訳(2002年末現在,金額の単位は百万ドル)

当初設定年	本数	1本当たり 平均純資産 (2002年末)	合計純資産	2002年末 総本数に 占める比率	2002年末 純資産に 占める比率
1990年以前	1,009	1,949	1,966,541	19.3%	65.8%
1991	135	801	108,135	2.6%	3.6%
1992	228	711	162,108	4.4%	5.4%
1993	276	480	132,480	5.3%	4.4%
1994	365	350	127,750	7.0%	4.3%
1995	309	345	106,605	5.9%	3.6%
1996	335	295	98,825	6.4%	3.3%
1997	466	182	84,812	8.9%	2.8%
1998	458	161	73,738	8.8%	2.5%
1999	488	120	58,560	9.3%	2.0%
2000	555	70	38,850	10.6%	1.3%
2001	418	55	22,990	8.0%	0.8%
2002	181	44	7,964	3.5%	0.3%
合計	5,223	572	2,989,358	100.0%	100.0%

(注)ハイブリッドファンドを含む

[出所]ICI PERSPECTIVE "The Expenses of Defined Benefit Pension Plans and Mutual Funds"(Dec. 2003)



3. 商品バラエティ

商品バラエティの充実度を日本と海外とで比較してみよう。

図表 3-3 は、「投資信託の商品・サービス革命」(日本投資信託制度研究所編、東洋経済新報社、1997年)に掲載されているファンドの日本における存在の有無を10年前と最近時点とで比較したものである。不動産投信が創設されたことをはじめ、10年前に比べ日本のファンドバラエティはかなり広がった。

今や「海外にあって日本にはないファンド」は、「デュアルファンド」や「複数クラスの証券を発行するファンド」など、法の制約のあるものに絞られているように思われる(米の非課税地方債ファンドなども日本とは異なる税制に由来するものである)。

逆に「日本にあって海外にはないファンド」としては、(イ)単位型株式投信(ロ)ご当地株ファンド(ハ)毎月分配を特色としてうたうファンドなどがある。

(イ)に類似するものとして、米に「ユニット・インベストメント・トラスト」があるが、これは非運用型のいわば「複数銘柄の株式パッケージ商品」であり、日本の単位型株式投信のように組入れ比率・銘柄入れ替えなどの運用を行なうものではない。

欧米では株式投信は無期限追加型が原則である。

(ロ)については、米国で単一州地方債ファンドがあるが、これは地方債の税の恩典を取るための債券ファンドであり、日本のご当地ファンドのように投資対象株式を国内の狭い地域に限定するものではない。

(ハ)の関連では、米の多くの債券ファンドは毎月分配を行なっているが、それを売り物にはしているわけではない。(注：米国ではファンド投資家に対する課税を、収益源泉別にインカムとキャピタルゲインに分けて行なうが、換金時の収益は便宜的に全額キャピタルゲインとして扱っている。この税制との関連で、債券ファンドはインカムをなるべく頻繁に吐き出しておこうとする配慮があるように思われる。)また株式投信等のキャピタルゲイン分配は節税上の理由により投資家から忌避されている。

このほか商品性格の違いとして、日米と欧州とではMMFの仕組みが異なることが挙げられる。日米のMMFが日々決算により販売価額を常に1円または1ドルとしているのに対し、欧州のMMFは通常の債券ファンドなどと同様に日々決算を行わず、基準価額を上昇させていき、その基準価額で販売している。

この違いは、米・日のMMFは、投信の主たる販売者であった証券会社が預金的商品を持つという狙いから生まれたのに対し、欧州大陸では投信の販売チャネルの中心であった銀行はもともと預金を持っており、むしろ預金とは異なる商品を必要とした、というマーケティング上のニーズの違いから来ているように思われる。(なお仏では決済性預金への付利が禁止されていたほか、MMFの収益が「換金による値上がり益」の形で回収される結果、キャピタルゲイン優遇税制を活用でき、それが理由でMMFが大きく伸びた時代があった。)

[図表3 - 3] 日本のファンド・バラエティの広がり

(○ は存在、 △ は類似ファンドが存在、 × は存在せず、05 年は4 月現在)

ファンド	95 年	05 年	ファンド	95 年	05 年
1. 運用対象			4. 投資手法		
デリバティブ・ファンド			空売りファンド	(注 9)	(注 10)
コモディティ・ファンド	×	(注 1)	借り入れによるレバレッジ	×	(注 11)
ゴールド/シルバー・ファンド	(注 2)	(注 2)	貸株・貸債		
モーゲージ証券ファンド	(注 3)	(注 4)	クオンツ運用		
不動産投資信託	×		固定型ファンド	×	×
ベンチャー・ファンド	×	(注 5)			
エマージング国ファンド			5. 発行証券・資本構成		
銀行ローン・ファンド	×	(注 6)	デュアル・ファンド(注 12)	×	×
物価連動国債ファンド	×		ワラントの発行	×	×
			複数クラスの証券発行(注 13)	×	×
2. 投資テーマ			現物出資	×	(注 14)
道徳ファンド	×	(注 7)	現物解約	(注 14)	(注 14)
ライフサイクル・ファンド	×				
民営化ファンド	×	×	6. 税制		
スポーツ・ファンド	×	×	非課税地方債ファンド	×	×
			非課税交換ファンド	×	×
3. 仕組み			非課税投資家専用ファンド	×	×
インデックス・ファンド			外人専用ファンド	×	×
逆インデックス・ファンド			贈与用ファンド	×	×
資産配分ファンド					
ファンド・オブ・ファンズ	×		7. 販売マーケット		
マスター・フィーダー・ファンド			特定グループ向けファンド	×	(注 15)
アンブレラー・ファンド	×	×	企業の従業員向けファンド	×	(注 15)
ミラー・ファンド(注 8)	×	×	機関投資家向けファンド		
元本(利回り)確保ファンド			年金向けファンド	×	(注 15)
ターゲット・マチュリティ・ファンド			投資顧問顧客向けファンド	×	(注 16)

(注 1) ファンド資産の 5 割未満 (注 2) 金鉱株ファンド (注 3) 一部組入れ (注 4) アセット・バケット・セキュリテ
ィーズ・ファンド (注 5) 大証上場ファンド (注 6) 委託者非指図型など (注 7) S R I ファンド (注 8) 外国投信販売
禁止の米国で販売するために、国内ファンドに“生き写し”のファンドを米国で設定するもの (注 9) 保有株式数の範
囲内での信用売り (注 10) ファンド純資産の範囲内での信用売り (注 11) クロ - ズドエンド不動産投信による債券発
行 (注 12) インカム受益権口とキャピタル受益権口を発行するファンド (注 13) 販売手数料前取り口と後取り口など
(注 14) E T F のみ (注 15) 確定拠出年金向けファンド (注 16) 私募投信のほか、ラップアカウント向けファンド

：販売

1．販売チャネルの多様化比較

図表 4-1-1 にみる通り、投信の販売チャネルは各国とも多様化している。
チャネル別の比重は国によって異なるが、「チャネル」の捉え方自体も一様でない。
すなわち日・欧では証券・銀行といった販売主体で分けているのに対し、米 I C I は最近、「投資助言付き」「直販」など販売方法によって分けている（図表 4-1-2 参照）。
なお、米について銀行販売の比重を I C I が調査したのは 96 年であるので、この時に判明した 90 年代前半のデータを図表 4-1-3 に掲げた。

日本は証券主体、ヨーロッパ大陸（独・仏）では銀行主体であることははっきりしているが、これも数年前に比べると状況は変わっている。

図表には掲載していないが、日本では証券の販売残高の比率が 96 年の 99% から 06 年末には 57% に下がっているし、独は銀行の販売比率が 96 年の 80% から 02 年に 65% へ、仏でも銀行の販売比率が 96 年の 74% から 02 年に 69% へ下がっており、代わりに日本では銀行が、独・仏では保険や I F A（独立フィナンシャル・アドバイザー）の比重が高まっている。

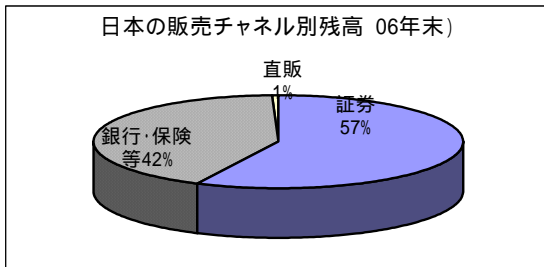
販売ツールとして注目される「インターネット」の活用状況は次の通りである。

日本では、日本証券業協会の 07 年 3 月末現在の調査（308 の証券会社対象）によると、06 年 10 月～07 年 3 月にインターネットを経由した国内投信募集取扱高は 3,400 億円であった。この間の株式投信総設定額は 17 兆 2,6000 億円であったから、ネット取引は 2% 程度と計算される。

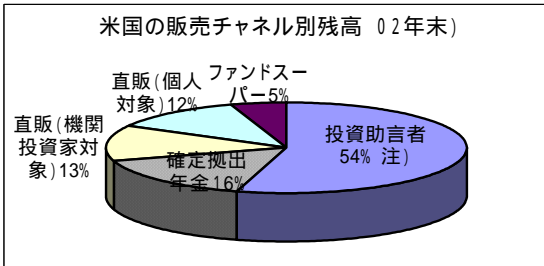
米国では I C I の 06 年調査によると、投信保有者のうち「過去 1 年間にネットを通じて投資物件の売買を行ったことがある」人の割合は 23% であった。米国では「インターネットは、情報提供手段としては極めて有効だが、長期投資を旨とする投信の販売ツールとしては向かない」「投資家はプロの投資助言を求めており、団塊の世代が退職する今後は一層“人”によるアドバイスの重要性が増す」といった見方もあるが、少なくとも件数ベースではネット利用が増加しよう。

欧州ではフィンランドで投信買付の 27% が、ノルウェーでは 20% がインターネット経由で行なわれている」（FEFSI Fact Book 2004）とのことだが、英・独・仏についてはインターネットによる販売統計を見出せなかった。

[図表4 - 1 - 1] 投信販売チャネルの国際比較



[出所]投資信託協会

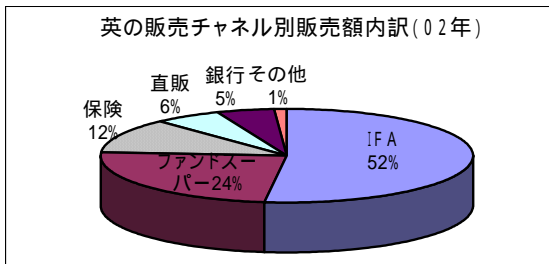


(参考)米国で01年に個人が主に利用したチャネル

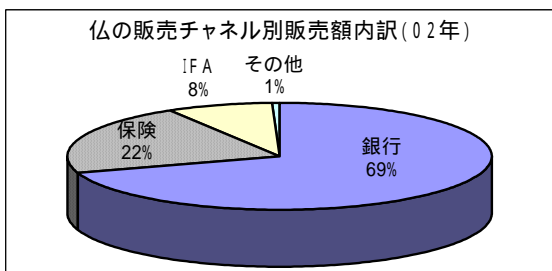
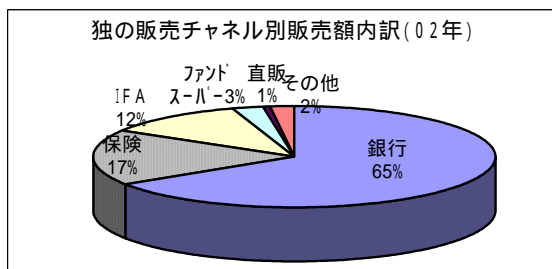
販売員/FP	37%
401(k)プラン	48%
直販(個人対象)	10%
ファンドスーパー等	5%
計	100%

(注)投資助言者には証券・銀行・保険・FP業者等を含む

[出所] ICJ発行 PERSPECTIVE"Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs"(03年7月)



[出所]英、独、仏とも FERI European Fund Market Yearbook 2003



[図表4 - 1 - 2] 米の90年代前半の銀行による長期投信販売比率

	業界全体の 長期投信新規販売額 (A)	うち、銀行による 長期投信新規販売額 (B)	B/A
1991	2156	281	13.0%
1992	3448	438	12.7%
1993	4830	675	14.0%
1994	4387	568	12.9%
1995	4316	609	14.1%

また、ICIは95年末の全投信残高(MMFをふくむ)のうち、15.3%が銀行販売によるものと推定、うち、MMFは、全体残高7707億ドルの30.6%にあたる2360億ドルが銀行販売によるもの、長期投信は全体残高20704億ドルのうち9.6%にあたる1984億ドルが銀行販売によるものと推定していた。

[出所] ICI発行 FUNDAMENTALS"Mutual Fund Statistics for the Bank Distribution Channel"
(96年11月)

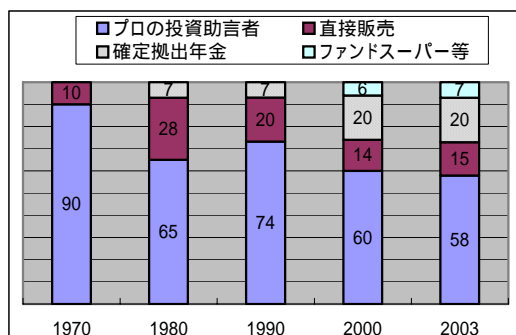
[図表4 - 1 - 3]米国投信・販売チャネルの特性

チャネル	主たる利用者	取引サービス 提供機関	売買受注方法	対象ファンド	投資家に対する サービス	投信会社と 最終投資家 との接触
直販	個人投資家	投信会社	投信会社が受注 (郵便、電話、ネット、 サービスセンター)	直販をおこなう 投信会社の ファンド	投資情報	あり
投資助言者	個人投資家	大証券、 投資顧問(FP)業者、 銀行、保険代理店 など	左記業者の 販売員が受注して 投信会社へ送達	多数の 投信会社の ファンド	投資情報、助言、 継続的サービス、 1口座内で異なる 投信会社のファンド を一括管理	なし
確定拠出 年金プラン	DCプラン 参加者	プランスポンサー である企業(外部の プラン管理者に委託)	プラン管理者が 受注して投信会社 へ送達	企業が選んだ 限定ファンド	投資情報	なし
ファンド スーパー	個人投資家 およびその 代理人たる 投資顧問業者	ディスカウント・ ブローカー	ディスカウント・ブ ローカーが受注して 投信会社へ送達	多数の 投信会社の ファンド	投資情報、 1口座内で異なる 投信会社のファンド を一括管理	なし
機関投資家 向け直販	信託受託者、 事業会社、 金融機関 財団、その他 機関投資家	投信会社	投信会社または そのエージェント (銀行など)	直販をおこなう 投信会社の ファンド	投資情報	あり

[出所]ICI発行 PERSPECTIVE"Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs"(03年7月)

米国における個人向け販売チャネル別残高内訳の長期的変化は図表 4-1-4 の通りである。90 年代以降、確定拠出年金やファンドスーパー等の新しいチャネルによる販売残高が増えており、逆に 70 年代(～1980 年)に大きく伸びた直販はシェアダウンしている。一方、証券マンなどプロの投資助言者による販売残高はシェアが低下しているように見えるが、図表 4-1-5 の通り、最近の新規購入者は投資助言を求める傾向が強まっている。団塊の世代が退職を迎える今後は益々この傾向が高まるという見方が多い。

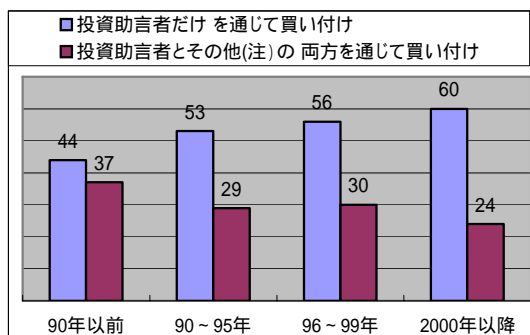
[図表4-1-4]米国の販売チャネル別残高の推移 (%)



(注) 図表4-1-4, 4-1-5とも長期投信対象

[出所] 図表4-1-4, 4-1-5ともICI発行FUNDAMENTALS "Ownership of Mutual Funds through Professional Financial Advisers" (2005年4月)

[図表4-1-5]当初買付年別の投資助言者利用率 (%)

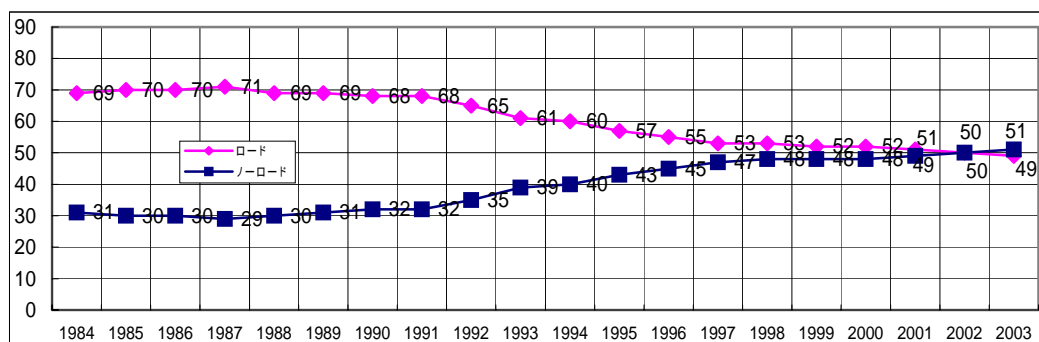


(注) その他には直販、ファンドスーパー等を含む。

米国におけるロードファンドとノーロードファンドの残高内訳をみると、株式投信でも 03 年にノーロードファンド(注)が 50%を超えた(図表 4-1-6)。

(注: ノーロードファンドとは、NASD規制により、「12b-1 フィーが年 0.25%以下のファンド」とされている。)

[図表4-1-6]米国株式投信ノーロード化率の推移(残高内訳、%)



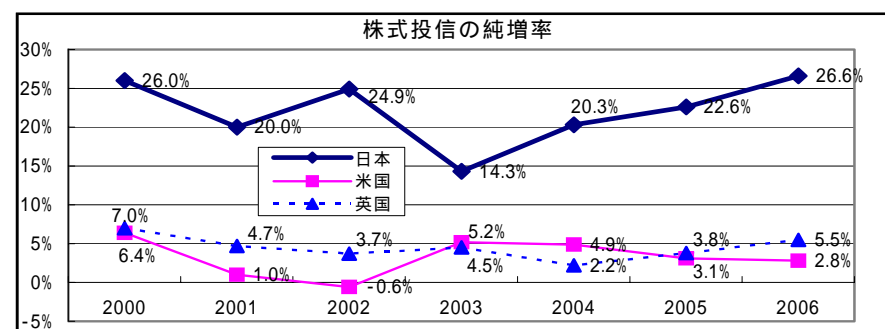
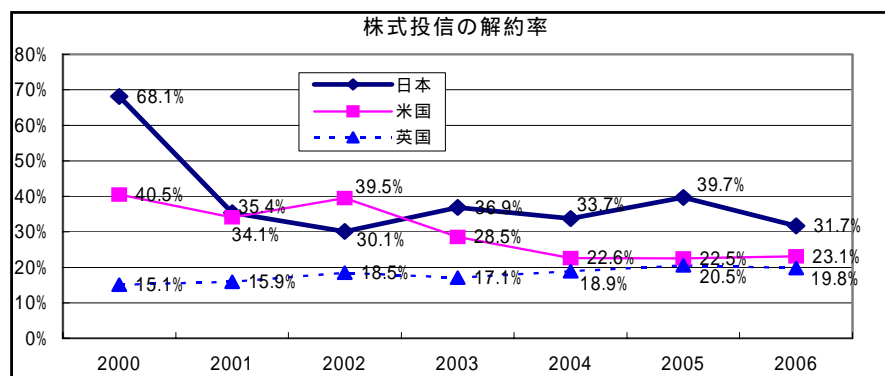
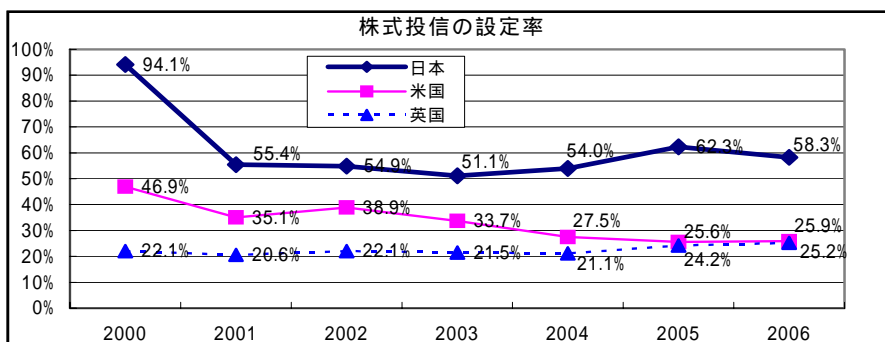
[出所] 2004 Mutual Fund Fact Book

2. 資金フローとストックの関係

投資家資金の出入りの激しさをみる意味で、残高に対する設定金額あるいは解約金額の比率（ストックに対するフローの比率）を比較すると、図表 4-2-1 の通りである。

日本は 2000 年まで設定率、解約率とも米・英に比較して高かったが、解約率は 01 年以降 3 割台で安定している（05 年の解約率上昇は株価急回復の中で、いわゆるヤレヤレ売りが出たと思われる）。解約率低下の原因としては、毎月分配型商品・401k・変額年金向け商品などがふえていること、銀行・郵政等の販売比率が高まっていることなどが挙げられよう。なお販売と解約を相殺した純増率でみると、日本は残高が米・英にくらべ小さいこともあって純増率は高い

(図表 4 - 2 - 1) 資金フローとストックの関係 (株式投信の設定率・解約率・純増率)

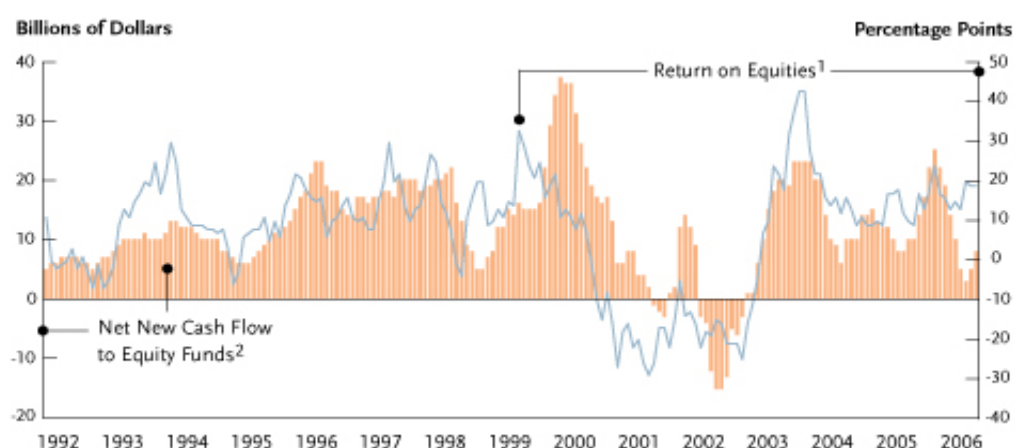


3 . 市況変化と資金増減の変化の関係

投信先進国の米国でも、リターンが上がれば資金が流入し、リターンが下がれば資金流入が減少または資金流出する傾向があり、投資家は順張りの的に行動している。

(参考)米国株式投信への資金流入と世界株式市況との関係(1992年～2006年)

ICI 発行 “ 2007 Investment Company Factbook ” より



¹The return on equities is measured as the year-over-year change in the MSCI All Country World Index.

²Net new cash flow to equity funds is plotted as a six-month moving average.

Sources: Investment Company Institute and Morgan Stanley Capital International

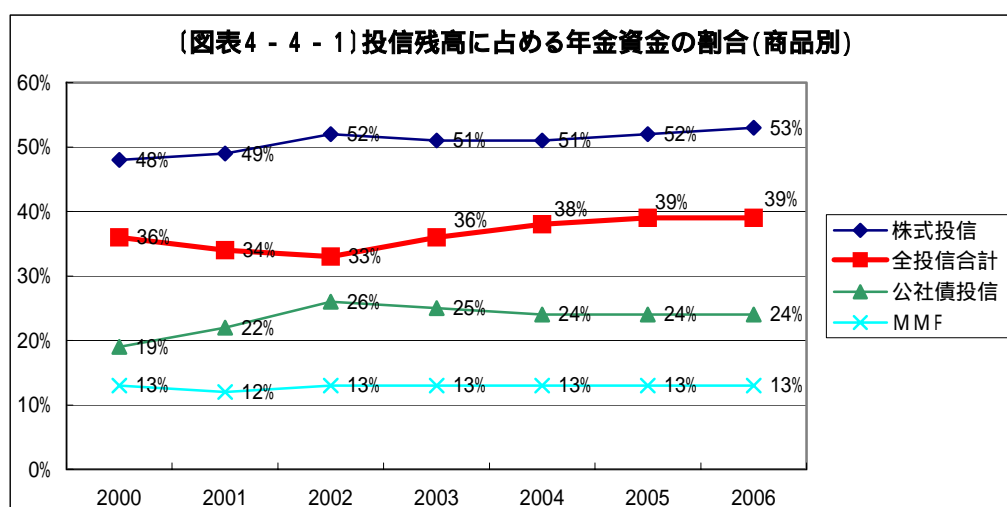
このため、売買タイミングを考慮した実際の投資家利回りはファンドの運用利回りより低いという分析結果がある。すなわち 2003 年にボストンの調査会社 Dalbar 社が発表したレポートによると、1984 年から 2002 年までの期間で、株式ファンドに投資した投資家の平均リターンは年率 2.6%であったという。この間の株式ファンドの平均リターンはリップラー社調べで 9.3%であった。

この事実は、投資家教育の重要性や、毎月積立など定期・定額投資の有用性を示唆している。

4. 米国における年金市場と投信の結びつき

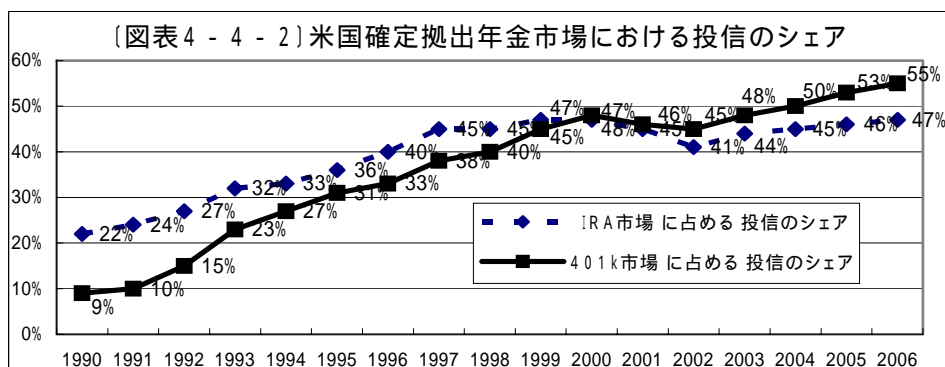
米国の投信残高のうちに占める年金資金（注）の比重は図表 4-4-1 の通りである。06 年末現在で全投信残高の 39%、株式投信残高も 53%は年金資金で占められており、この比率は傾向的に上昇してきた（図表には入っていないが、90 年末では全投信残高のうち年金資金の比率は 19%であった）。

（注）ここで年金資金とは、401k などの企業型確定拠出年金と IRA（個人型確定拠出年金）の合計を指しており、確定給付型年金は含まない。



上記は投信のうちに占める年金資金の比率という見方であるが、視点を変えて「米 国年金市場における投信のシェア」を長期的に追うと図表 4-4-2 の通りである。

「短期的なリスクはあっても長期的に高いリターンを期待できる」という特性を持つ投信は、その特性を生かして超長期の資金運用市場である年金マーケットにおいて着実にシェアを高めている。

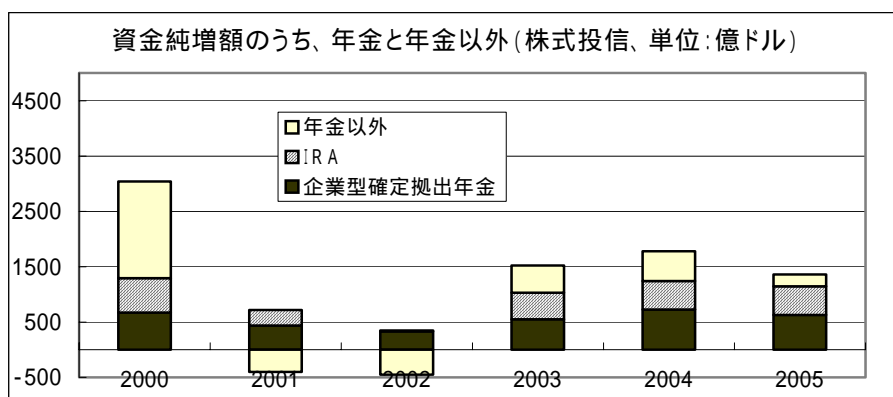
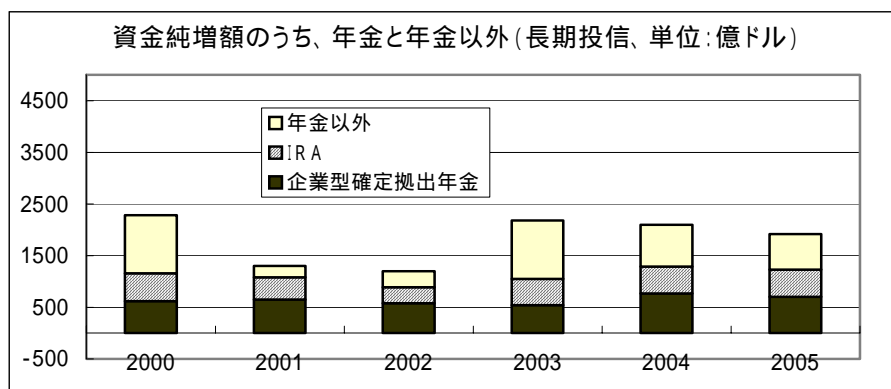
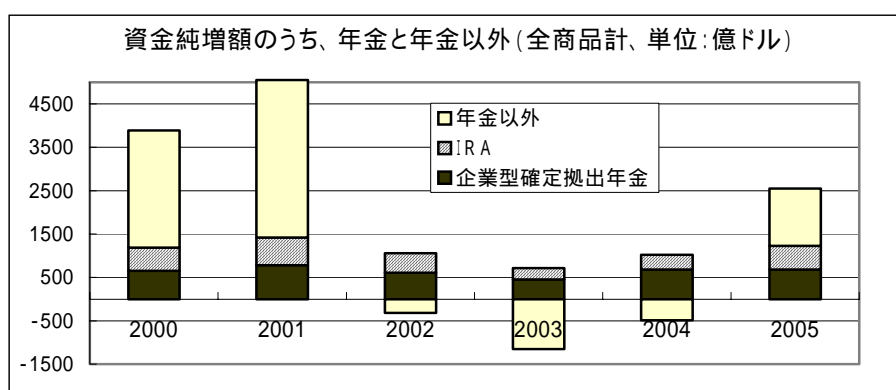


次に資金純増額のうちを占める年金資金の割合は、図表 4-4-3 のとおり投信全体で見ると 02 年から 04 年には 100% を超えていた。すなわち年金資金なかりせば米国投信は資金減に陥っていたことになる。

MMF を除いた長期投信でも 2000 年以降、資金純増の半分以上を年金資金が占める状況が続いている。

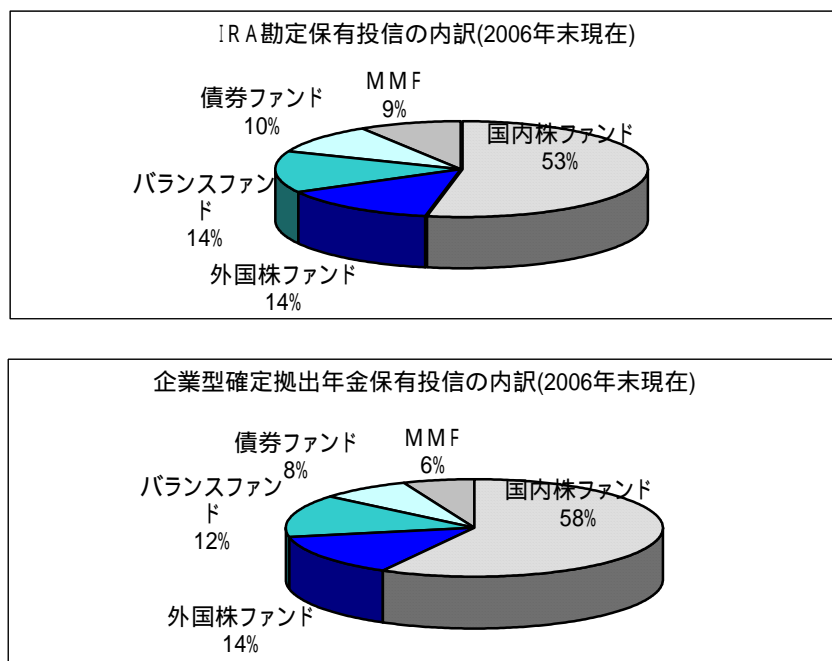
個人型の IRA と、401k などの企業型確定拠出年金とを比較すると、給与天引きで積み立てる後の方が資金の安定性が高い。

(図表4 - 4 - 3) 米国投信資金純増額に占める年金資金の割合



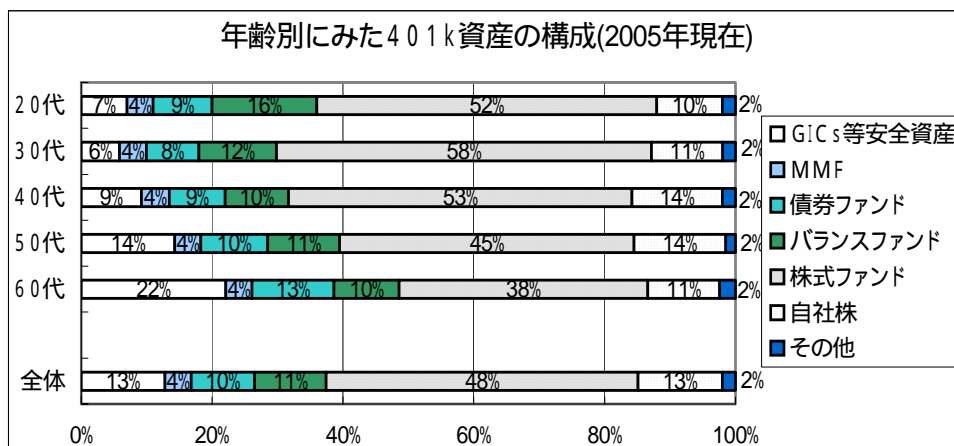
なお、年金資金が保有しているファンドの商品別内訳は図表 4-4-4 の通りである。
個人型の IRA、401k など企業型の両方とも株式ファンドが主力を占めているが、
 IRA は企業型にくらべ、安定的なMMF・債券ファンドの比重がやや高い。

[図表4 - 4 - 4] 確定拠出年金が保有する投信の種類



また、401k 資産の内訳を年齢別に比較すると、図表 4-4-5 の通りである。
30 代を中心に若年層は株式投信など高リスク・高リターン商品の比重が高く、退職
 年齢に近づくほど安定商品の比重を高めるというセオリー通りの資産配分となってい
 る。

[図表4 - 4 - 5] 年齢別・401k資産の構成



5. 販売のグローバル化動向

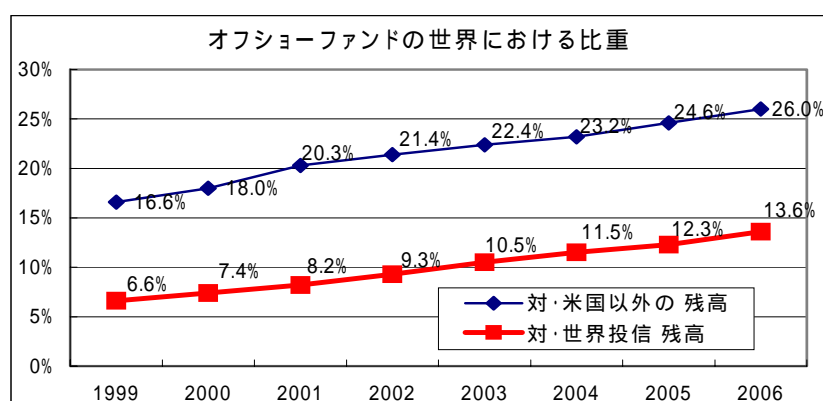
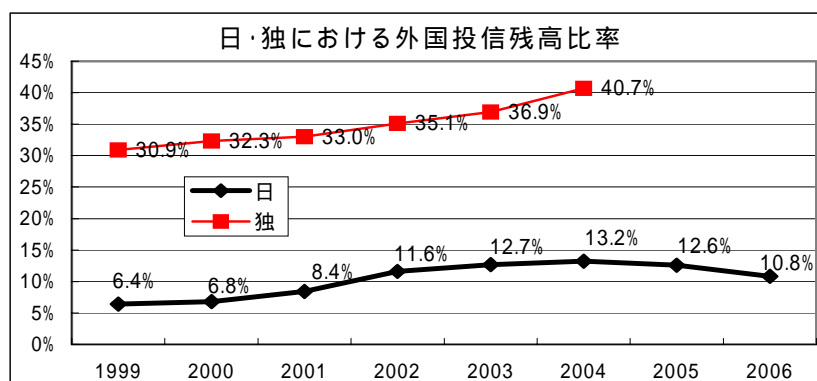
投信販売のグローバル化の動向を、外国投信販売残高の統計がある日・独についてみると、図表 4-5 の通りである。

日本では外国投信残高の投信残高合計（国内投信と外国投信の合計）に対する割合が 04 年の 13% まで傾向的に増加していた（05 年以降は国内投信の伸びが大きかったため外国投信残高の比率は若干低下したが、金額は 04 年末の 6.2 兆円から 06 年末に 8.4 兆円に増加している）。一方、ドイツでは 04 年に 40% を超えるに至っている。

世界の投信販売のグローバル化（ファンドの輸出入）動向については統計がないが、オフショアファンドの基地であるルクセンブルグおよびアイルランドで設立されたファンド残高を、大胆に「本国以外で販売されている投信残高」の概数と捉えると、図表 4-5 下段の通りである。

両国投信残高の世界全体の投信残高に対する割合は傾向的に高まっており、04 年末で 1 割を超えている。また実質的に外国ファンドの販売を禁止している米国を除いた（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 3 割に接近するに至っている。

【図表 4 - 5】投信販売のグローバル化動向



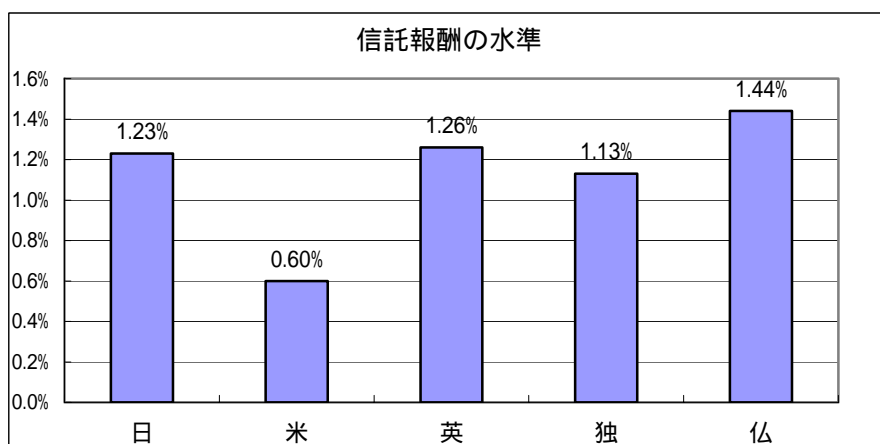
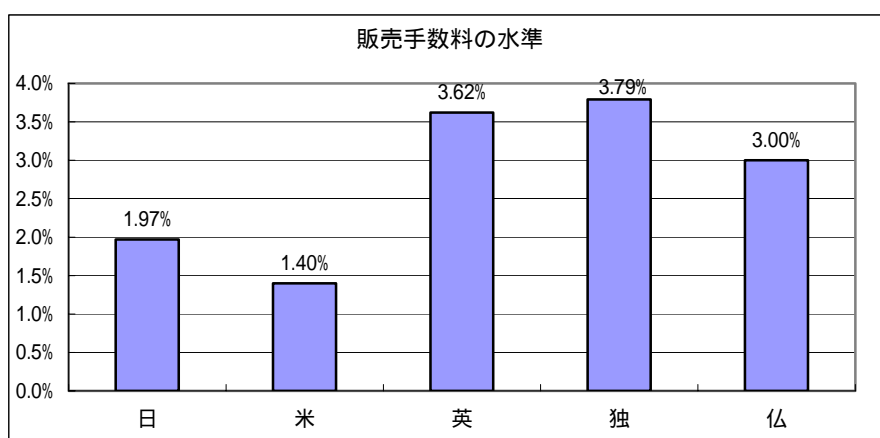
6 . 投資家コスト

各国投信の投資家コストについて、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社シニア・マーケット・アナリスト（元、リッパー・ジャパンのシニア・マーケット・アナリスト）松尾健治氏の分析によると図表 4 - 6 のとおりである。

日本の販売手数料は 5 か国中 2 番目に低く、信託報酬は中位の水準にある。

〔図表 4 - 6〕各国投信の投資家コスト(2006年12月末現在)

MMF・機関投資家向けファンド・純資産欠落ファンド・当該国の外貨ファンドを除く単純平均



〔出所〕松尾健治「アナリストの目：日本の投信手数料はG7最低！ ～日本の資産運用のため、FPのため、さらなる手数料の押し下げをやめるべき～」投資信託事情2006年11月号

（筆者注）上記のうち米の信託報酬は、「マネジメント・フィー（運用会社報酬）のみの数字」である。これに投資家サービスフィー、販売経費（12b-1 フィー）等を加えた「ファンド総経費率」（日本の信託報酬に近い）は 2006 年 ICI 調べで株式投信 1.51%。債券投信 1.10%、ハイブリッドファンド 1.41%（いずれも単純平均）となっている。

：運用

1. 運用のグローバル化度

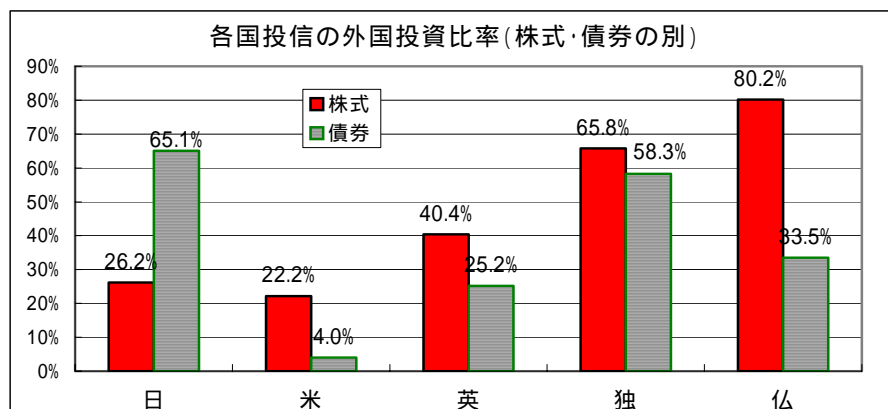
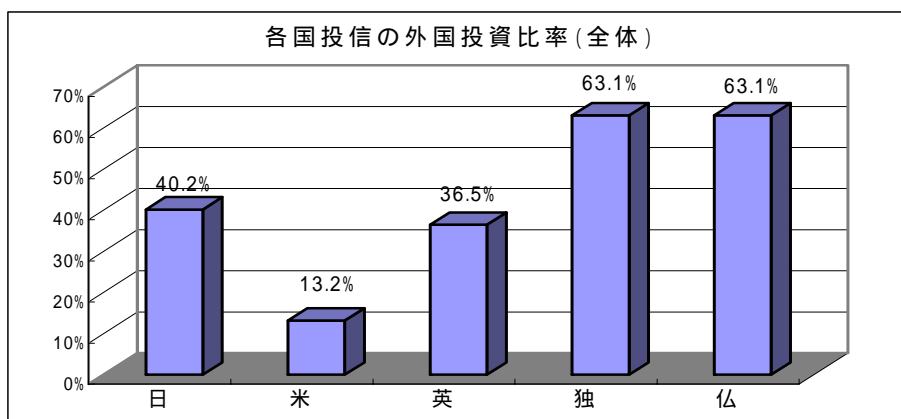
各国投信の外国投資比率(注)を2006年末時点で比較すると、下図の通りである。

株式・債券の合計値でみると、独・仏が60%を超えている(EU諸国への投資を含む)のに対し、米国は13%に過ぎない。自国市場の大きさ、パフォーマンスの違いを反映しているものと思われる。一方、日・英は40%程度となっている。

(注)外国投資比率は、日・英・独については投信運用資産のうちに占める外国投資資産の比率を取ったが、米・仏はその数字がないため全ファンド残高のうちに占める外国投資ファンドの比率を取った。

株式と債券に分けてみると、米・英・独・仏のいずれもが「株式の海外投資比率が債券のそれより高い」のに対し、日本は逆に、株式より債券の海外投資比率が高くなっている。日本の超低金利と、それを反映した毎月分配型外債ファンドの人気によるものであろう。

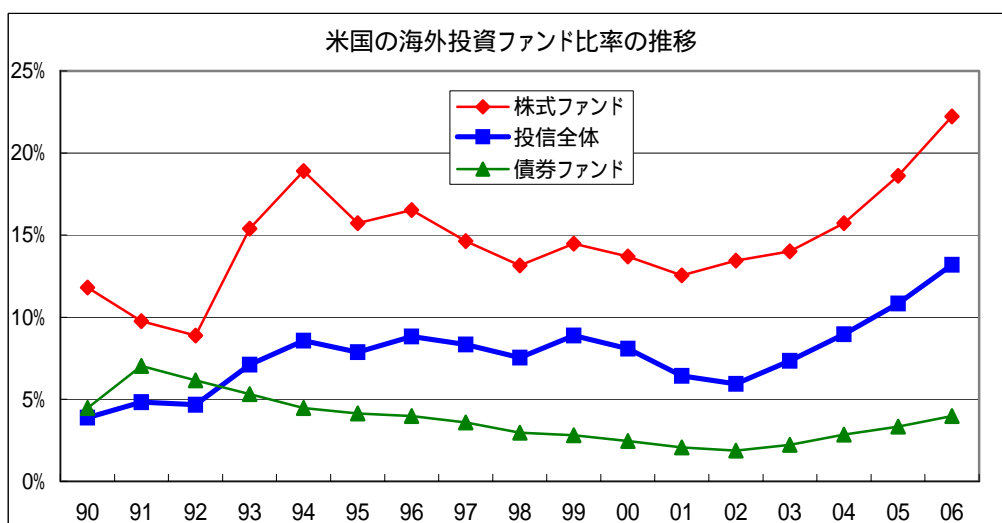
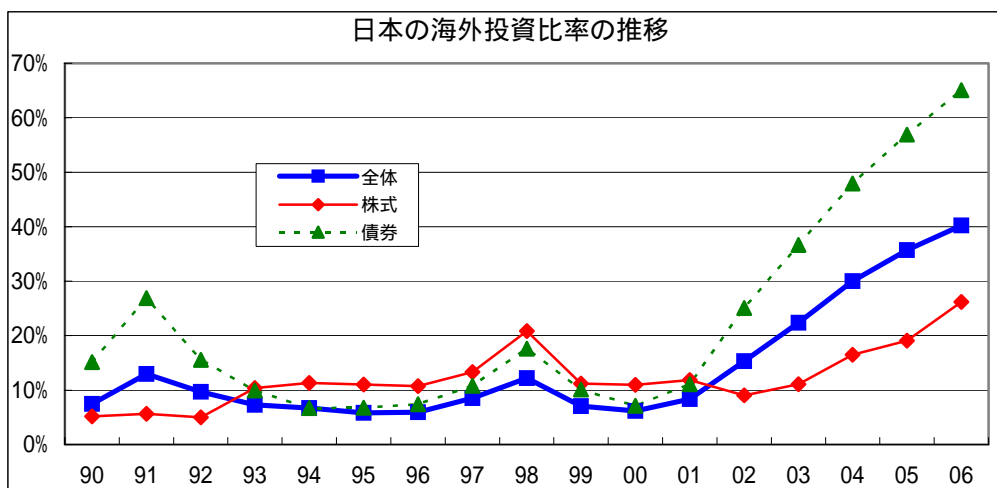
[図表5-1-1]直近時点における各国投信海外投資比率の比較

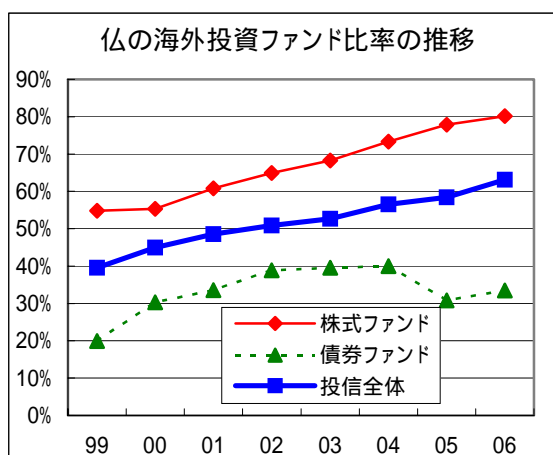
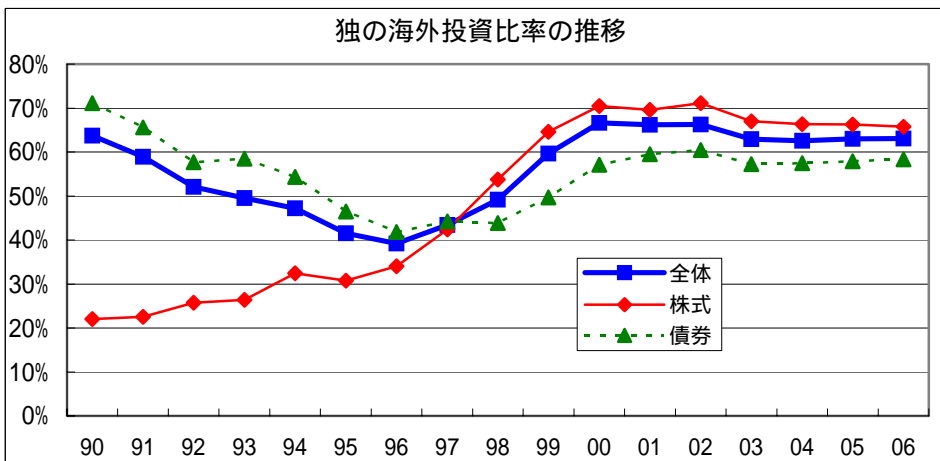
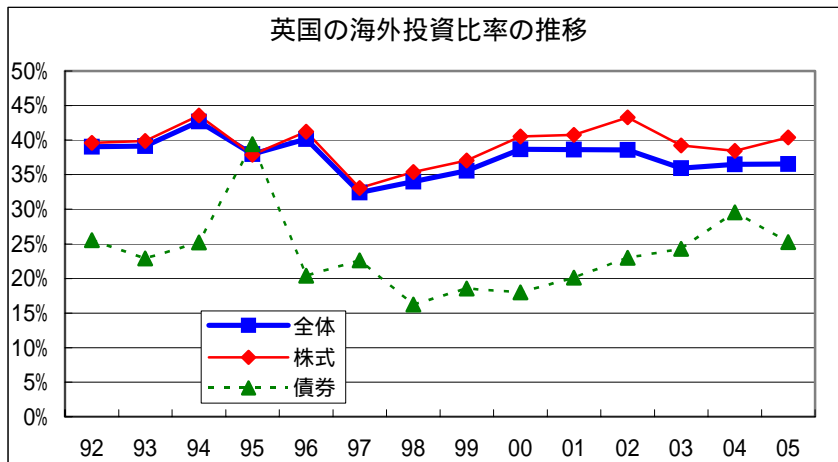


各国投信の海外投資比率の推移は図表 5-1-2 の通りである。
 各国とも概して上昇傾向にあるが、もともと外国投資比率が高かった独は 6 割程度(株式・債券合計)で横ばいに入っている。

また米は株式投信のうちの海外ファンド比率が 94 年に 19%程度まで高まったのち、01 年に 12%台へ低下し、その後また上昇に転じている。06 年には 2 割を超え、グローバル投資が定着しそうな気配を見せている。

[図表 5 - 1 - 2]各国投信海外投資比率の推移



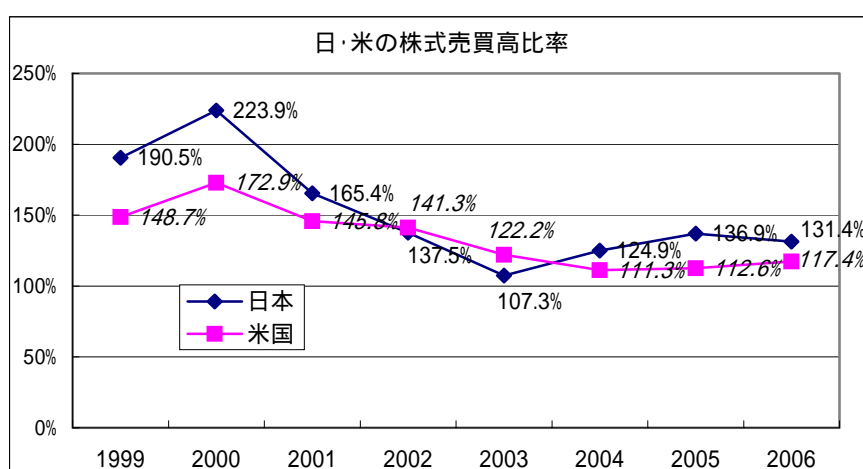


2. 株式売買回転率

株式ポートフォリオの売買回転率をデータが入手可能な日・米で比較すると図表5-2-1の通りである。

これは株式の売買回転度を、日本のファンドの運用報告書で開示している「売買高比率」(計算期間中株式売買金額の期中平均組入株式時価総額に対する割合)でみている。99年～2000年頃は日本の売買高比率が明らかに高かったが、最近は似たような状況となっている。

[図表5-2-1]株式売買高比率



なお株式の売買回転率について、米国ではSECがファンド年次報告書に「(期中の“買い”か“売り”のどちらか小さい方)の(期中平均組入株式時価総額)に対する割合」を記載するよう定めている。その考え方は次のようなことと思われる。

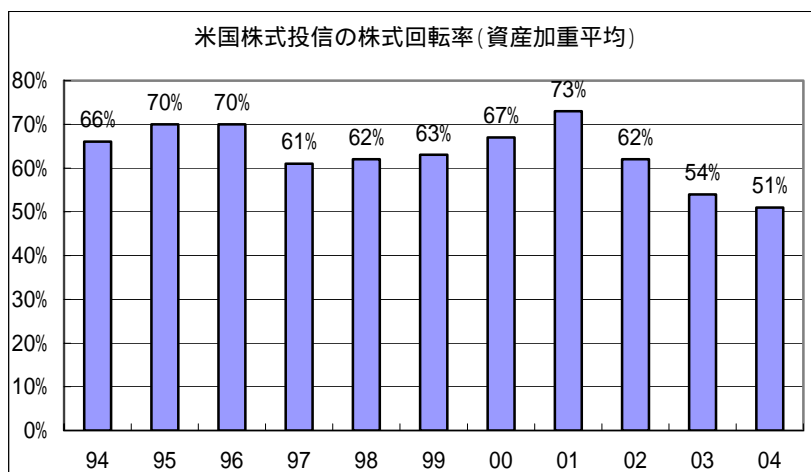
(参考)米国の売買回転率の考え方(ポートフォリオ入れ替え率を売買回転率とみる)

ファンドから資金が流出している(解約が多い)ときは、運用も売りが多くなるであろう。したがって、買いの金額が純運用(ポートフォリオ入れ替え)部分を表すであろう。逆に資金が流入している(設定が多い)ときには、運用も買いが多くなるであろう。したがって、売りの金額が純運用(ポートフォリオ入れ替え)部分を表すことになる。

以上を総合すれば、売りが買いのどちらか小さい金額が、資金変動にともなう売買を除いた純運用(ポートフォリオ入れ替え)部分を表すであろう。

前記の方式により計算した米国株式投信の売買回転率は図表 5-2-2 の通りである。なお、これは 4,500 本余のファンドの資産額により加重平均した値である。04 年の場合、全ファンドの単純平均値は 117% となっており、加重平均値の 51% より高い。

[図表 5 - 2 - 2]米国方式の株式売買回転率



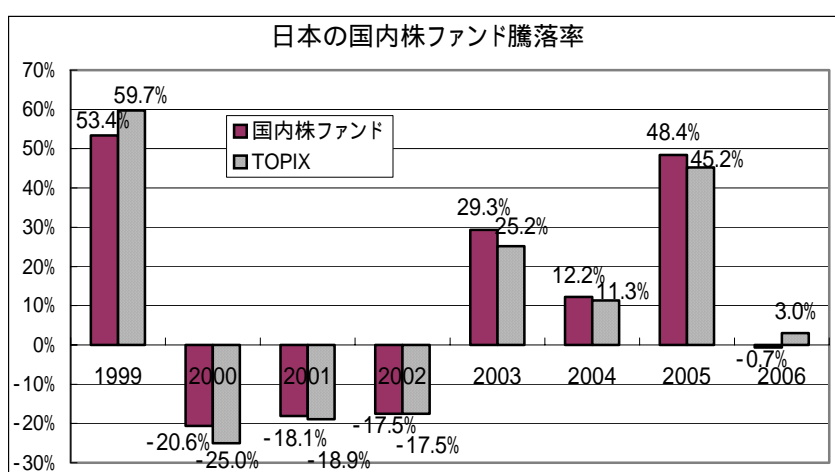
上記の米国方式により、日本の株式投信全体の株式売買回転率を計算することは困難であるが、サンプル的に代表的な日本株アクティブファンドについて最近決算時点における数字を計算すると、N社のNファンド（07年3月決算時純資産 3,438 億円）が 43%、D社のAファンド（06年11月決算時 1,114 億円）が 55%であった。

3. パフォーマンス

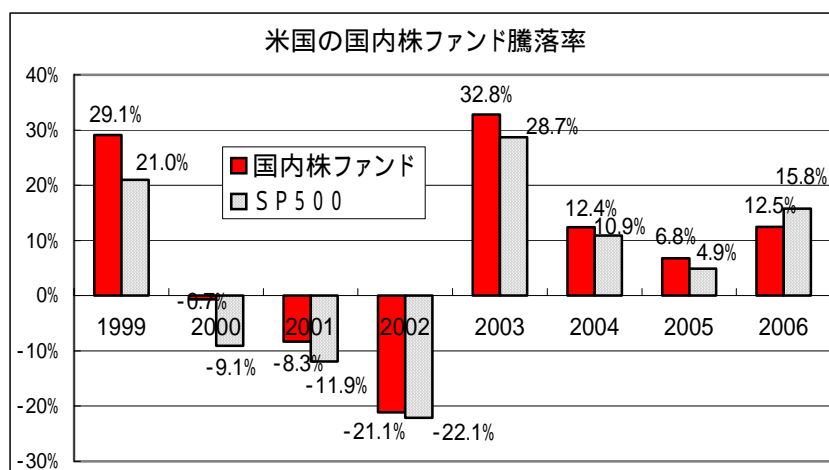
国内株ファンドを例にとって日・米の投信運用実績を比較すると、図表 5-3 の通りである。

投信のパフォーマンスが株式市況の動きを反映することは当然であるが、ここ数年、日・米の国内株ファンドの平均パフォーマンスは概してベンチマークとも言うべき代表的株価指数の動きを上回っていた。

(図表5 - 3) 日・米の国内株ファンドパフォーマンス



(出所) モーニングスターインデックス(単純平均)、TOPIX騰落率は配当落ち分修正



(出所) モーニングスター(資産額加重平均)、S P 5 0 0騰落率は配当落ち分修正

なお最近5年間(02~06年)の平均をとると、日本は国内株ファンドが14.3%・TOPIXが13.4%、米国は国内株ファンドが8.7%、SP500が7.6%となる。

日・米の好パフォーマンスについては、小型株の値動きに一因があると思われる
すなわち、両国の小型株指数は下の参考表のように過去数年間、TOPIX、SP500の動きを上回ることが多かった。投信は小型株も組入れるのであるから、小型株の値動きが良いときには投信の平均パフォーマンスは、大型株の比重が高いTOPIXやSP500をアウトパフォームすることになる。

現に下表には入っていないが、米国の1998年の動きは、SP500が+28.6%、小型株指数であるRussell 2000は-2.6%で、同年の国内株ファンドの平均実績は16.1%とSP500を下回っていた。

[参考表] 日・米の年間株価騰落率(%、米国は配当落ち修正)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
日本	TOPIX	58.4	- 25.5	- 19.6	- 18.3	23.8	10.2	43.5	1.9
	東証小型株指数	19.5	- 11.8	- 4.0	- 9.7	29.8	30.1	64.7	- 12.2
米国	SP500	21.0	- 9.1	- 11.9	- 22.1	28.7	10.9	4.9	15.8
	Russell 2000	21.3	- 3.0	2.5	- 20.5	47.3	18.3	4.6	18.4

4. アクティブ運用とパッシブ運用

パッシブファンド(インデックスファンド)についての統計が入手可能であるのは、日米である。

最近における日米のインデックスファンドとETFの残高および株式投信残高に占める比率の推移をみると図表5-4の通りである。日は株式投信残高に占めるインデックスファンドおよびETFの比率が減少傾向にあるのに対し、米はインデックスファンドの比率が1割程度で安定しているとともに、ETFの比率が拡大していることを指摘できる。

世界の投信の歴史を振り返ると、1868年に英国で発足した世界最初の投信”Foreign & Colonial Government Trust”は、ファンド設定時に選択した債券を原則として満期まで保有する固定運用型ファンドであった。以後、投信運用は次頁にみるように、大恐慌前の米国におけるテコ作用を利用した超過激運用とその失敗 反動としての固定型運用 徐々に銘柄入れ替えを行なう管理型運用への復帰 戦後のインデックスファンドの発足 一方でデリバティブを活用するヘッジファンドの出現、といった推移をたどってきた。

一言でいえばパッシブとアクティブの間を行き来してきたが、現時点では現物証券に分散投資するオーソドックスなアクティブ運用が主流を占め、その両脇にインデックス運用とデリバティブ運用とが並存している状態と言えよう。

【図表5-4】日米インデックスファンドとETF残高

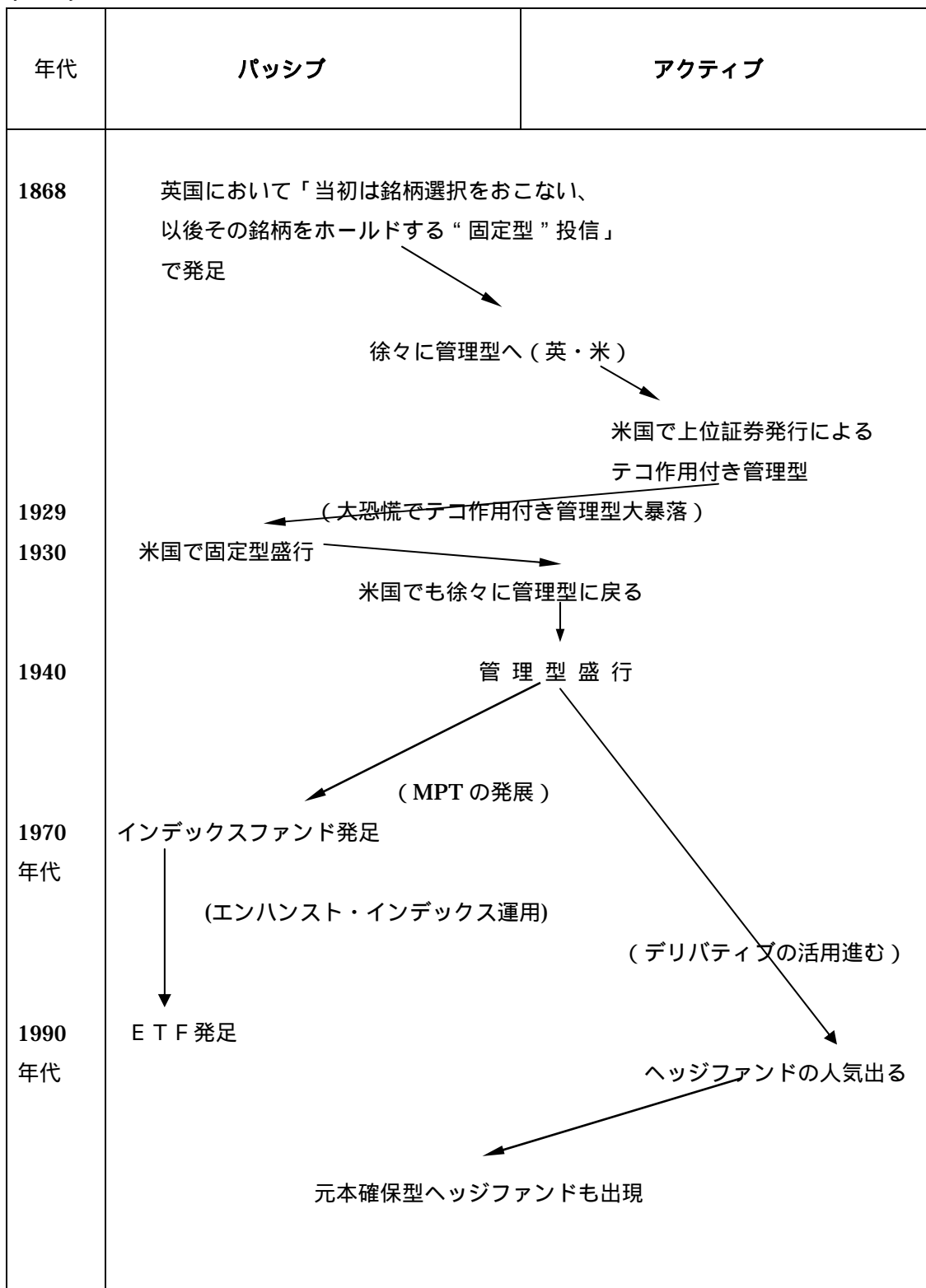
日本 (億円)	株式投信 残高(A)	うちインデックスファンドとETF					
		インデックスF 残高(B)	B/A	ETF 残高(C)	C/A	小計 (B+C)=D	D/A
2004	176,200	16,333	9.3%	31,130	17.7%	47,463	26.9%
2005	263,000	18,693	7.1%	37,036	14.1%	55,729	21.2%
2006	386,800	20,625	5.3%	41,168	10.6%	61,793	16.0%

(注)株式投信残高は、実態的に債券中心に運用しているファンドを除いている。

米国 (億ドル)	株式投信 残高(A)	うちインデックスファンドとETF					
		インデックスF 残高(B)	B/A	株式ETF 残高(C)	C/A	小計 (B+C)=D	D/A
2004	43,841	4,981	11.4%	2,190	5.0%	7,171	16.4%
2005	49,398	5,527	11.2%	2,858	5.8%	8,385	17.0%
2006	59,116	6,654	11.3%	4,020	6.8%	10,674	18.1%

(注)ここでは株式投信残高にバランス型ファンドを含めていない。

(参考)投資信託におけるアクティブ運用とパッシブ運用の歴史的变化



[出所]ファンドマネジメント 2003年春号(野村アセット投信研究所刊)より引用

． まとめと日本への示唆

以上の外国との比較から導き出される「日本の投信についての事実認識」と、「日本への示唆」は次の通りである。

規模・伸び率等

- 1 . 日本の投信残高は経済規模との相対比較でみて諸外国より小さく、証券市場に占める比重も低い。
(言い換えれば) 日本の投信の潜在成長率が高い。
- 2 . 投信保有者は個人中心であることは米国等と類似しているが、金法・事法による保有比率が米国より高く、逆に年金・保険の保有比率が諸外国より低い。
確定拠出年金市場あるいは変額年金保険市場への一層の進出の余地がある。また確定拠出年金の制度充実(拠出限度額の引き上げなど)をさらに働きかけることも必要であろう。
- 3 . 個人投資家像を米と比較すると、特に若年層の保有率が低い。
若年層向け商品・PR等の充実が望まれる。また、商品・仕組み・用語等のシンプル化により、「初心者にわかりやすい投資信託」に変革することも求められよう。
- 4 . 米の投資家が「退職後の資金に充てる」という明確な投資目的をもって
いるのに対し、日本の投資家は「無目的の余裕資金」で保有している傾向が強い。したがって、日本の方が長期保有志向度が弱い。
投資教育の充実を通じ、「金融資産全般について投資目的の明確化と、それによる投資効率の向上」を投資家に働きかけるべきであろう。
- 5 . 投信会社数は米・英・仏より少なく、上位会社への資産集中度が高い。
また米・英に比べると独立系運用会社が少ない。
独立系など新規参入の余地がある。
- 6 . 2000年代初頭の残高成長率は外国より低かったが、その主因はMMF、公社債投信の大量資金流出にあった。

2005 年以降、マイナス要因は小さくなった。日本の投信は本格的離陸が可能な状況に入っている。

- 7 . 最近十年間の金融制度の変化は、外国よりも、ビッグバンを経験した日本において急であり、銀行窓販の開始をはじめ、日本の投信業界にプラスの効果をもたらしていると思われる。

それにもかかわらず 2000 年代初頭に投信残高が減少した理由としては 株式市況の低迷および超低金利の継続という環境要因、 M M F の元本割れ（それに伴う資金流出と投信全体のイメージダウン）の影響、 公社債投信の時価評価移行（それに伴う長期社投の商品性変更と資金流出）などが挙げられる。

株式の投資価値向上を企業に働きかけるなどの環境改善努力、グローバル投資・新しい投資手段の活用等による悪環境への対応努力、商品性格の明確化とそれに応じた運用・販売を堅持する等についての業界コンセンサスの確立等が必要であろう。

商 品

- 1 . 日本の商品構成は、「株式投信の形式をとっているが実態的には債券中心に運用しているファンド」の影響を修正してみると、外国に比べ株式投信の比重が小さい。

株式市況のバブル修正完了・「貯蓄から投資へ」の潮流をベースに、投資家に「株式の投資魅力」を理解してもらうよう投資教育を充実すべきであろう。

- 2 . ファンド数が多く、1本あたり規模は5カ国中最低である。

新商品組成を慎重に行なうとともに、今般の制度改正で可能となった既存ファンドの統合も活用できよう。

- 3 . 米では追加型ファンドの特性を生かして「小さく生んで大きく育てている」ことが数字的にも明らかである。

「既存商品を大事にする」姿勢を徹底すべきであろう。

- 4 . 日本の商品バラエティは外国並みに充実した。今や「外国にあって日本にないファンド」はデュアルファンドなど法改正を要するものに絞られつつある。

異なる種類の受益権の発行が認められることが望ましい。

販 売

- 1 . チャンネルの拡充はかなり進んだ。今後は米・欧のように独立FPの充実が望まれる。

投資家に、個人の状況に合わせたフィナンシャルプランニングの重要性（フィーを払う価値があること）を理解してもらう投資教育が必要であろう。

また将来的には、米のように顧客資産残高に対して報酬を受け取る「フィーベースのFP」、「ラップアカウント」、「ファンドスーパー」、さらに日本で新設された「証券仲介業者」などに向けた商品・手数料設計が必要になるかもしれない。

なお、投信販売ツールとしてのインターネット活用は、金額ベースで増加するかについて米国で疑問視する声があるが、少なくとも件数ベースでは増加が続いている。

- 2 . 高解約率（顧客資金の短期回転）の問題はかなり改善した。今後、さらに長期安定資金の導入が望まれる。

確定拠出年金・変額年金からの資金導入や、毎月積立投資などを一層推進すべきである。

- 3 . 株式市況変動と資金増減の関係をみると、日本のみならず米国でも「市況が上がれば資金が流入し、市況が下がれば資金が流出する」という「順バリの資金フロー」になっている。

タイミング投資ではなく、毎月積立投資などドル平均法を活用した投資を推進すべきである。

- 4 . 年金市場への進出度は、確定拠出年金制度が未成熟なこともあって、米に比べまだ低い。

確定拠出年金市場への浸透を一層進めるとともに、公的年金制度の充実が難しい中で、確定拠出年金の制度拡充（従業員拠出を可能にする、拠出限度額を引き上げるなど）を政府に働きかけるべきである。

- 5 . 国内投信市場における外国籍投信の販売残高が増えている。

外国籍投信の輸入だけでなく、日本の投信会社の運用資産を拡大する観点から、これからは国内籍投信の輸出(外国での販売)など攻めの戦略も検討すべきであろう。

運 用

- 1 . 運用のグローバル化はかなり進んだが、公社債に偏っている。
株式についても対アジアなど日本の地の利を生かした国際分散投資の充実を検討すべきであろう。
- 2 . ポートフォリオの売買回転率は米と比べて大差がないように思われる。
- 3 . 運用パフォーマンスは、国内株ファンドで見ると最近数年間は平均してTOPIXを上回っており、米の状況に劣らない。
引き続きパフォーマンスの向上に努めるとともに、「日本の投信のパフォーマンスは悪い」という固定的観念を払拭するためにも、メディアとの関係強化をふくめPRの充実が必要であろう。