

米国投信 10 年の軌跡

(付：日本との比較)

平成 19 年 7 月 12 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

米国投信 10 年の軌跡（付：日本との比較）要約

米国投信残高は 06 年末に至る 10 年間に 3 倍へ拡大した。株価など組み入れ資産の価格上昇による寄与度が 6 割近くを占めており、株価が低迷した日本と対照的である。資金純増面では 401 k・IRA など確定拠出年金が原動力となった。

商品別では株式投信の貢献度が高い。その株式投信は最近 2 年間、海外株式ファンドへの資金流入額が米国株ファンドを上回る状態がつづいており、米国投資家のグローバル投資志向が定着する気配を見せている。また ETF のバラエティの広がりが急であることが注目される。

販売面では団塊の世代の退職がふえるなかで証券マンなどプロの投資アドバイザーの果たす役割が増すという見方が多い。なお米国株ファンドの運用パフォーマンスは小型株効果もあって日本と同様に概して好調である。

2006 年の年金改革法成立により投信のビジネス・チャンスはさらに広がると見込まれており、米国投信の展望はひきつづき明るい。

米国投信 10 年の軌跡

(付：日本との比較)

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

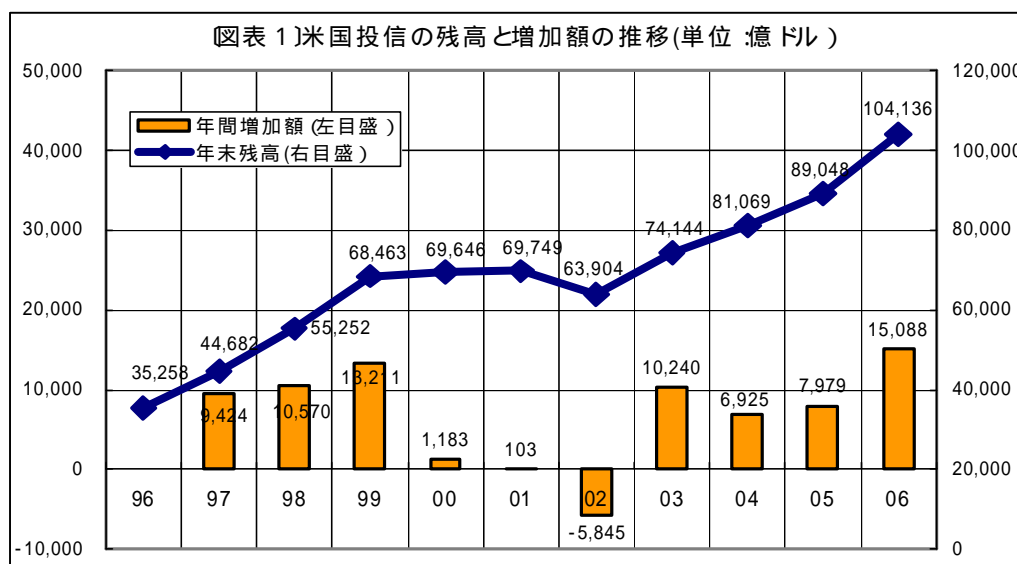
米国投信残高は昨年に 10 兆ドル (1,200 兆円) の大台に乗せ、今年に入っても大幅な増加を続けている。米国全世帯の 5 割は投信を保有し、証券市場における重要性も 80 年代の年金基金を上回る状況になっている。

そこで最近 10 年間を中心に、何が米国投信成長の原動力であったのか、運用・販売の動向、最近の制度・環境の変化などを、日本の状況との比較を織り込みながらまとめてみた。

(注)データは原則として ICI (米国投資会社協会) 統計によっている。

1. 残高は 10 年で 3 倍に拡大

最近 10 年間の残高および各年の増加額の推移は図表 1 のとおりである。96 年末に 3.5 兆ドルであった残高は 06 年末に 10.4 兆ドルへ増加し、10 年間で 3 倍に拡大した。ちなみに国際投信協会の集計によると、世界の投信残高は 96 年末の 6.10 兆ドルから 06 年末に 21.76 兆ドルへ 3.6 倍に拡大している。投信の成長は米国だけでなく世界的な傾向である。

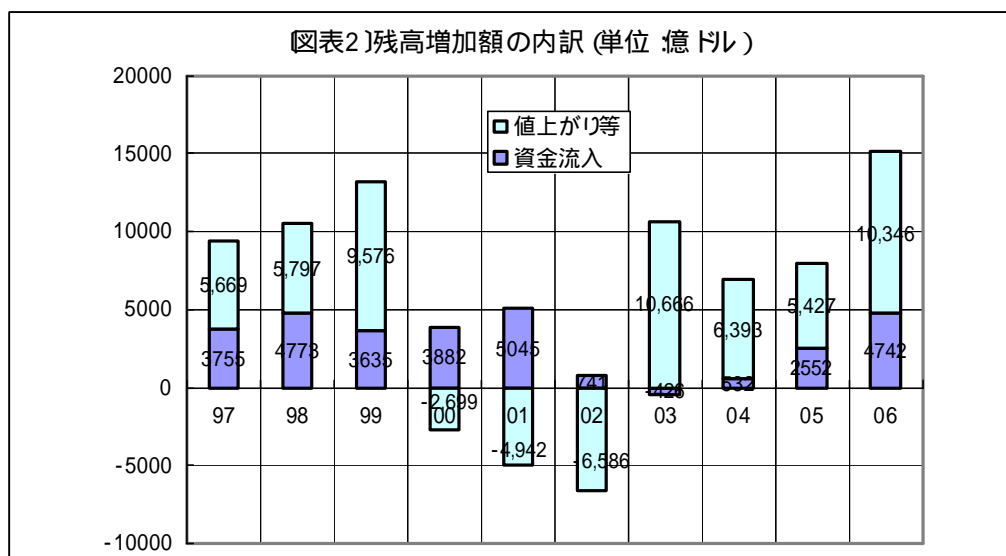


日本との比較 日本の投信残高は 96 年末の 48.7 兆円から 06 年末の 68.9 兆円へ 10 年間で 1.4 倍の拡大に止まった (ただし 05 年・06 年の残高増加率はそれぞれ 35.0%・24.5% を記録し、米国の 9.8%・16.9% を上回った)

2. 株価の値上がりが大きく寄与

残高増加の要因を、投資家からの資金流入（販売額 - 解約額）と、組入れ証券の価格変動とに分けてみると図表2のようになる。この10年間、株価が大きく上昇（ダウ平均は96年末の6,448ドルから06年末に12,463へ上昇）したこと等による組入れ証券（債券を含む）の値上がりが残高増加に大きく寄与した。

10年間を通算してみると、残高増加額6.9兆ドルのうち資金増加によるものが2.9兆ドル（42%）、値上がりによるものが4.0兆ドル（58%）である。



日本との比較 96年末から06年末に至る10年間の日本の投信残高増加額は20.2兆円であった。このうち投資家からの資金流入によるものが18.8兆円（93%）であり、組み入れ証券の値上がりによるものは1.4兆円（7%）に過ぎなかった。

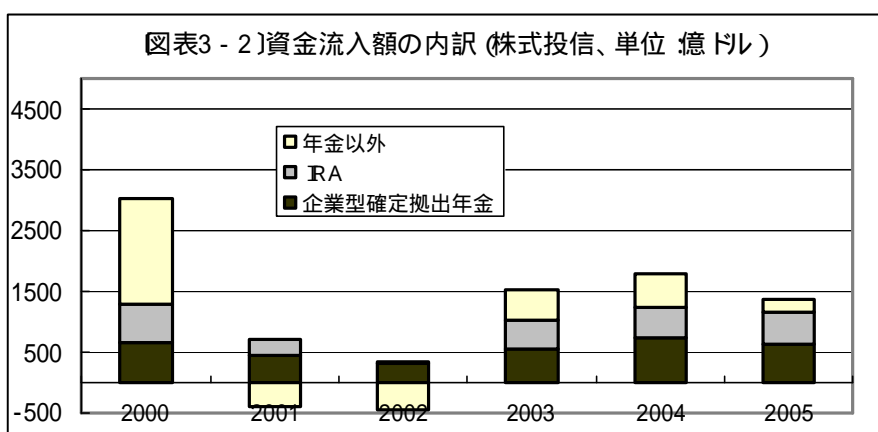
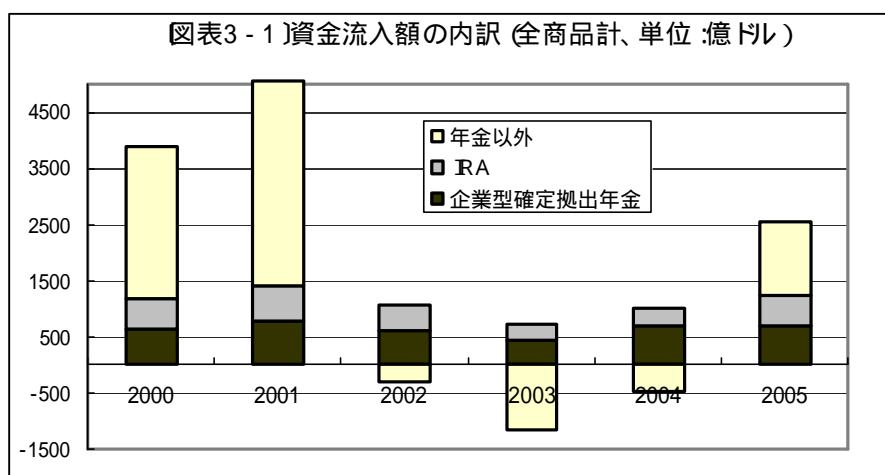
言い換えれば日本の市況環境が米国にくらべ格段に厳しかった（日経平均株価は96年末の19,361円から06年末に17,225円に下落した¹）ことを指摘できよう。

¹ ただし TOPIX は 1470 から 1681 へ上昇している。

3. 資金増加の原動力は DC (確定拠出年金)

米国では、投信が 401k (企業型確定拠出年金) や IRA (個人型確定拠出年金) など税優遇のある年金プランを通じ購入されている部分が多いことは良く知られている。

図表 2 に示した資金流入額のうち、確定拠出年金を通じた部分と、そうでない一般買付けによる部分の内訳を示すと図表 3 の通りである。図表 3 - 1 のように投信全体でみて 02 年、04 年は確定拠出年金による資金流入が一般買付の資金流出を補い、全体としての資金純減を防いでいた (03 年は全体として資金純減)。また株式投信について見ると図表 3 - 2 のように、01 年以降一貫して確定拠出年金による資金流入部分が半分以上を占めており、年金関連資金が米国投信の資金安定化に大きく寄与している。



日本との比較 日本では確定拠出年金制度が 2001 年にスタートしたばかりであり、その運用資産残高は 06 年末で 3 兆円程度と推定され、同制度専用投信の残高も 06 年末にやっと 1 兆円に達したばかり (モーニングスター調べ) であり、まだ確定拠出年金の寄与度は小さい。

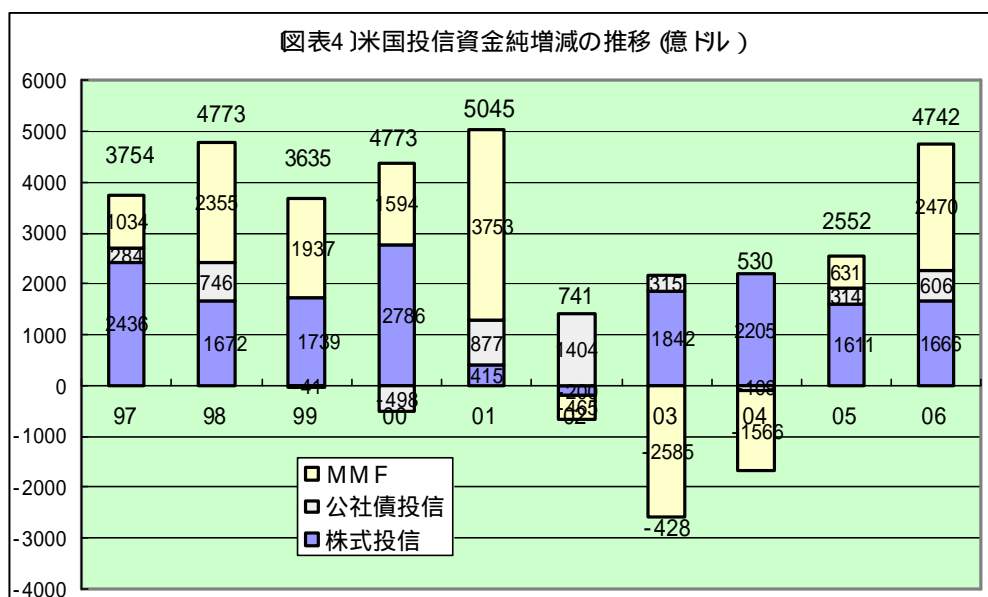
4. 三商品が交互に貢献

次に資金純増の商品別内訳を見ると図表4の通りである。株式投信・公社債投信・MMFが相補いあって投資家資金の導入に貢献してきたことが分かる。

すなわち90年代後半の株価上昇期には主に株式投信が大きな資金を獲得し、00年から01年の短期金利ピークアウト期にはMMF、01年から02年の長期金利下落（債券価格上昇）期には公社債投信が資金を獲得していた。そして03年以降の株価回復・上昇局面では再び株式投信が主役となって米国投信の成長をリードしてきた。

この中で日本との比較上注目されるのはMMFである。すなわち02年から04年に短期金利が1%台で低迷し資金が流出した時期にも、無理な運用等を行うことなく元本安全第一という商品性を堅持し、05年・06年の短期金利上昇とともに資金量を拡大して残高は過去のピークを更新するに至っている。

なお10年間を通算すれば全体の資金純増額2.9兆ドルのうち株式投信が1.6兆ドル、MMFが0.9兆ドル、公社債投信が0.4兆ドルとなるから、株式投信を中心に成長を遂げてきたと言えよう。

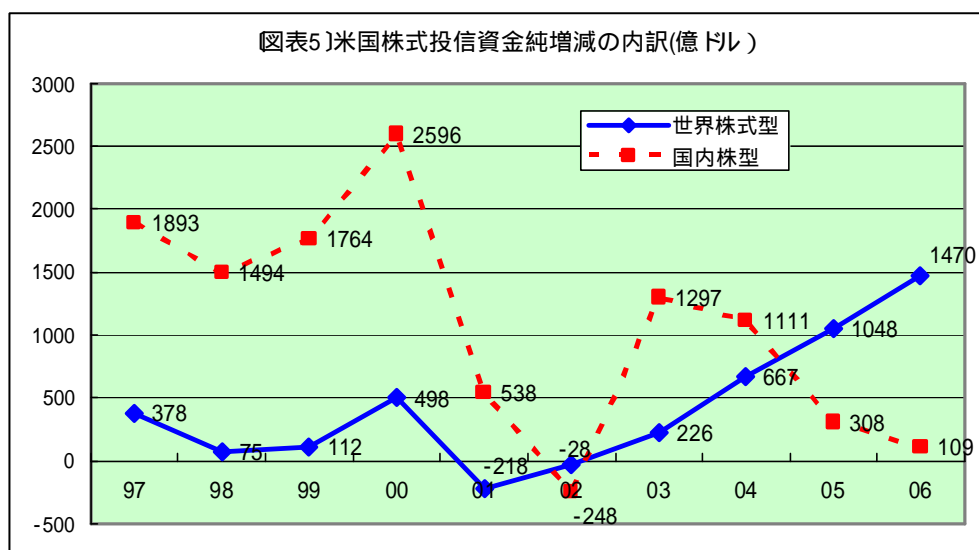


注)株式投信にはハイブリッド・ファンドを含む

日本との比較 日本の97年から06年まで10年間の資金純増額は18.8兆円であったが、株式投信が41.2兆円純増し、一方、MMFおよび公社債投信から大量の資金が流出した。その理由は、MMFについては01年の元本割れにともなう信頼喪失（投信全体にも大きなダメージを与えた）とゼロ金利継続の影響が大きく、公社債投信は超低金利下の01年に完全時価評価制に移行し、その後も超低金利が継続したことによる商品魅力の低下にあったと言えよう。

5. 株式投信はグローバル化

株式投信について、国内株ファンド（値上がり追求型とトータル・リターン追求型の合計²）と外国株ファンド（世界株式型）とに分けて資金フローを追ってみると図表5のようになる。国内株ファンドは04年から資金流入額が減少しているのに対し、外国株ファンドが01年をボトムに資金流入を加速させている。この結果、05年からは外国株ファンドへの資金流入額が国内株ファンドのそれを上回るようになっている。



こうした外国株ファンドの人気上昇の理由は、「外国株のパフォーマンスが相対的に米国株を上回っているから」と見られている。しかし資金フローだけでなく残高ベースで見ても、株式投信全体に占める外国株ファンドの比率は過去最高の94年（18.9%）を上回って06年末には22.2%に達しており、米国投資家のグローバル投資志向は定着する気配を見せている。

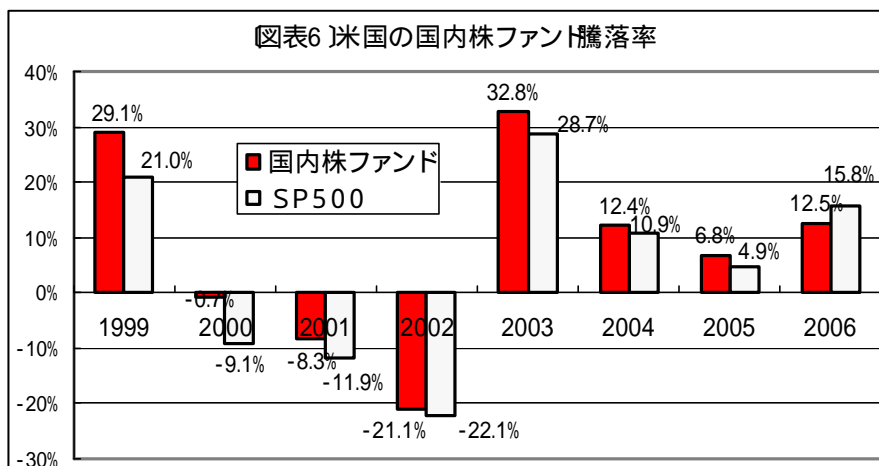
なお、公社債投信については、外国債券ファンドの比率は06年末現在で4.0%に過ぎず、グローバル化は進んでいない。

日本との比較 日本について、投信の運用資産のうち外国に投資されている資産の比率をみると、06年末現在、全体で40.2%、株式は26.2%、債券は65.1%となっている。すなわち米国とは反対に債券投資のグローバル化が著しく進んでいる。超低金利のもとでの日本人の毎月分配などインカム志向を反映していると言えよう。

²値上がり追求型とトータル・リターン追求型にも一部外国株に投資しているファンドがある。ここでは外国株専門ファンドである世界株式型に対して国内株ファンドとして位置づけた。

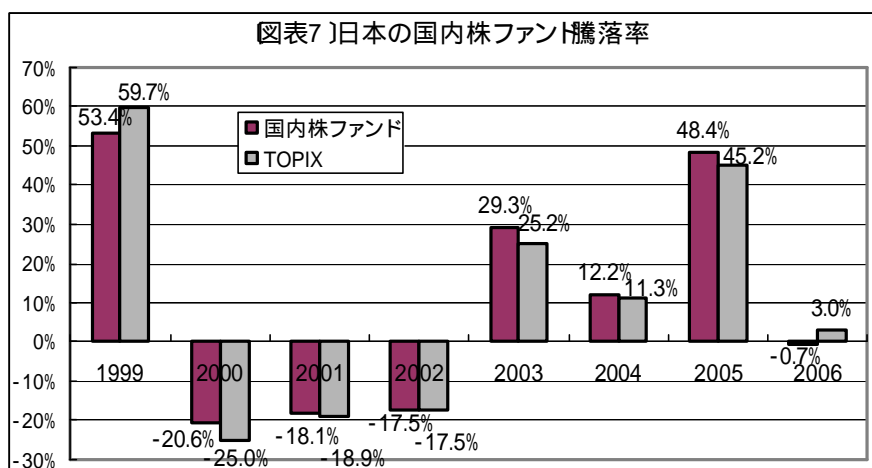
5. 好調なパフォーマンス

運用パフォーマンスは概して好調である。国内株ファンドの騰落率を SP500 株価指数と比べると図表 6 のとおりで、06 年は SP500 を下回ったが、それ以前の 99 年から 05 年まで 7 年連続して SP500 をアウトパフォーマンスしていた。その一つの理由は次ページのとおり小型株効果があったことによると思われる。



(出所) モーニングスター (資産額加重平均)、SP500 騰落率は配当落ち分修正

日本との比較 日本についてもパフォーマンスは米国と似た状況にある。すなわち国内株ファンドの騰落率は図表 7 のとおりであって、06 年は TOPIX を下回ったが、00 年から 05 年まで 6 年連続して TOPIX をアウトパフォーマンスしていた。



(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

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。

(参考)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、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をアウトパフォーマンスすることになる。

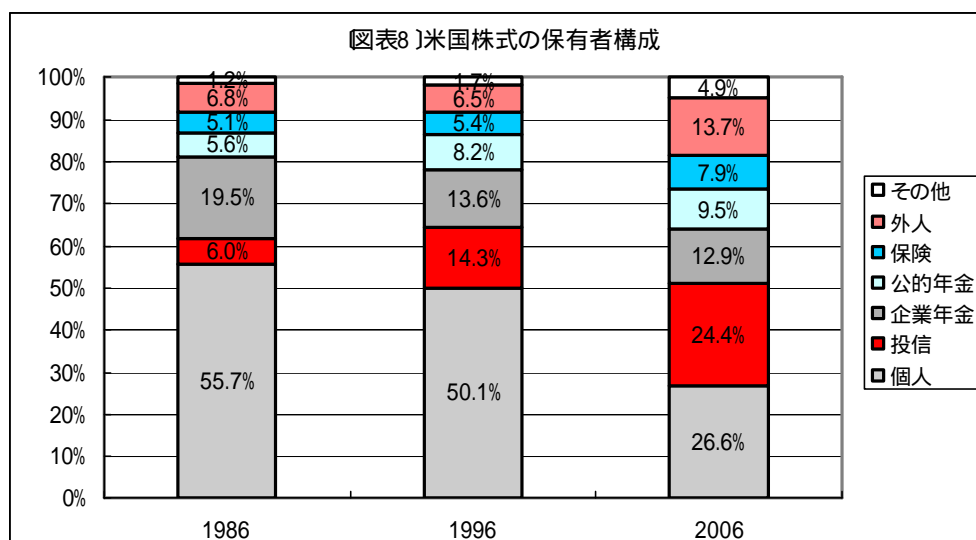
[参考表] 日 米の年間株価騰落率 (%、米国は配当落ち修正)

		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

6. 証券市場における地位

証券市場における投信の地位の変化を株式についてみると図表8のとおりである。米国株式発行残高のうち投信が保有する株式の割合は20年前の6.0%から06年には24.4%へ高まり、80年代における年金基金の地位をも上回るに至っている。

この間に個人の保有比率は55.7%から26.6%へ減少しており、個人が株式を直接保有する形から、分散ポートフォリオである投信を通じて間接保有する形に移行していることを窺わせる。



出所)FRB"Flow of Accounts"より筆者作成

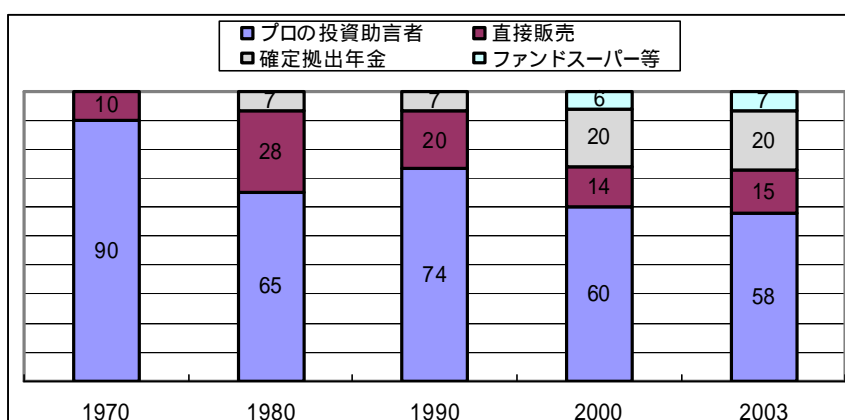
日本との比較 日本の株式時価総額に占める投信保有株式時価総額の割合は86年2.1%、96年2.1%、06年2.9%(最近20年間でのピークは90年の3.7%、ボトムは98年の1.4%)と推移している。

7. 販売チャネルではFAの役割増大

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 9-1 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。

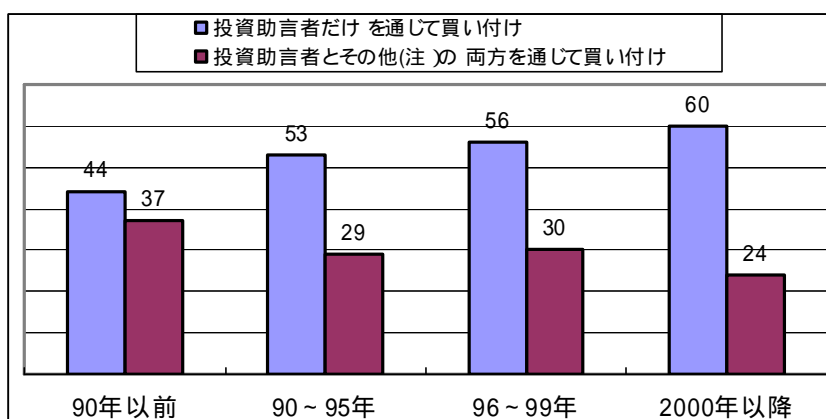
一方、証券マンなどプロの投資助言者（FA）による販売残高はシェアが低下しているように見えるが、図表 9-2 の通り、最近の新規購入者は投資助言を求める傾向が強まっている。団塊の世代が退職を迎える今後は益々この傾向が高まるという見方が多い。

[図表9-1]米国の販売チャネル別残高の推移 (%)



(注 図表9-1, 9-2とも長期投信対象)

[図表9-2]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。

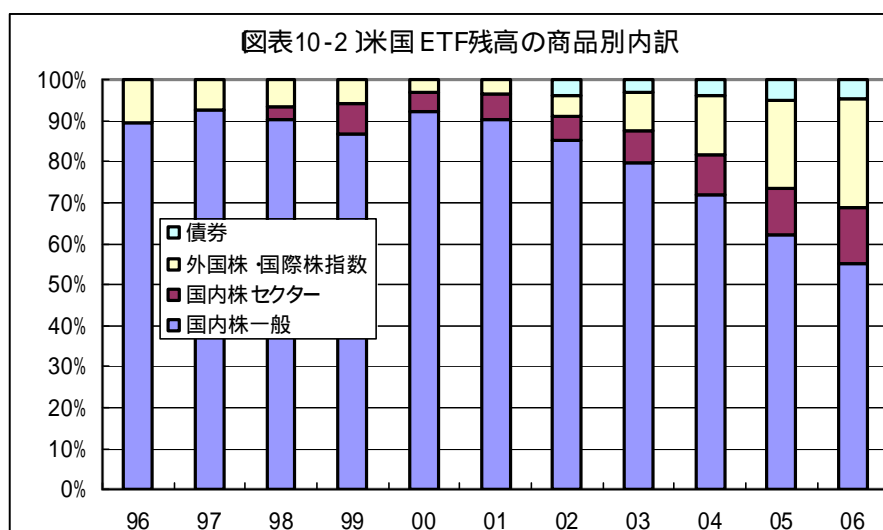
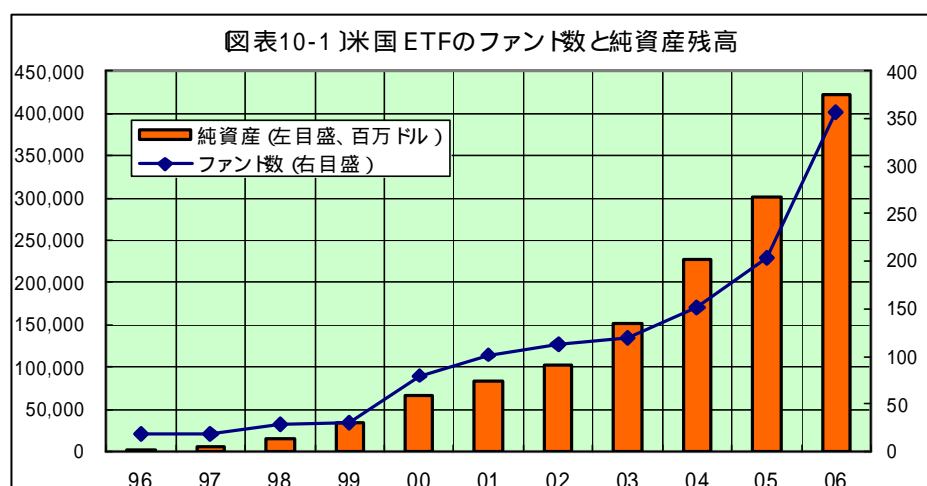
[出所]図表9-1, 9-2ともICI発行FUNDAMENTALS"Ownership of Mutual Funds through Professional Financial Advisers" (05年4月)

日本との比較 日本では98年の投信窓販開始以降、銀行等の投信販売シェアが高まっていることは周知のとおりであり、06年末現在、公募投信全体の販売残高に占めるシェアは証券57.3%、銀行等42.1%、直販0.6%となっている。

8. 注目される ETF の充実

なお商品の話に戻るが、ここ数年 ETF の商品バラエティの広がりと共に伴う残高拡大が急である。06 年末で ETF ファンド数は 357 本に達し、ファンド純資産残高は 4,200 億ドル（50 兆円）を超えた（図表 10-1）。ちなみに 06 年末の世界の ETF 残高はモルガンスタンレー社調べで 5,700 億ドルといわれており、米国は世界の ETF 市場の 7 割以上を占めている。

93 年に SP500 株価指数に追随する SPDR でスタートした米国 ETF は、96 年には外国株式市場の指数を対象とするタイプ、98 年には国内の業種別指数などを対象とする国内株セクター・タイプ、そして 02 年には債券市場の動きをとらえるタイプが導入するなど商品群を広げてきた。金額ベースの内訳を見ると図 10-2 のとおりであり、最近では米国以外の国別株価指数あるいは国際的株価指数に連動するタイプの残高増加が目立っている。



日本との比較 日本では95年に「日経300株価指数連動型上場投資信託」が上場されたが、金銭信託型であったことや、その後の株価低迷などにより残高は大きく伸びなかった。

01年に政府の緊急経済対策のなかで「証券市場活性化」策として米国と同様の現物（株式）拠出型のETFが導入された。ただし対象とする指数が金融庁告示に定めるもの（現在は日本および米国の株価指数11種類）に限定されており、06年末のファンド数は14本、純資産残高は4兆1千億円である。

9. 最近の制度変更

2003年に米国では投信史上最大ともいえる不祥事（一部の投信会社がヘッジファンドなど一部の大口顧客から時間外のファンド売買発注を受けたこと、同じく一部の大口顧客が時差を利用した外国株ファンドの短期売買を得ることを容認したこと）が明るみに出て、業界の信頼は揺らいだかに見えた。

その後SECによる大幅な規則変更の提案が行われ、その多くが実施に移された。現在までに変わった点、まだ変わっていない点を整理すると次のとおりである。

(注)下記事項のほか、ヘッジファンドの投資顧問業者についてSEC登録を義務付けたこと（その後、連邦控訴裁判所が無効と判決したため実施されていない）などがあるが、ここでは公募投信の規制変更のみを掲げた。

規則変更をSECが既に採択した事項

関係者の行為規制関連

- ・ファンド販売の見返りとしての証券売買発注(Directed Brokerage)の禁止。
- ・ファンド投資顧問会社に倫理綱領の制定と、その中に運用関係者による証券売買（自社運用ファンドの売買を含む）のCOO（チーフ・コンプライアンス・オフィサー）への報告義務を盛り込むこと等を義務付け。
- ・ファンドが2%以内の短期解約フィーを課すことを認める。

ファンドのガバナンス関連

- ・ファンド取締役の75%以上を社外取締役とし、取締役会議長を社外取締役とする。
(注)本件は、その後、連邦控訴裁判所により無効判決が出て実施されていない。
- ・ファンドに倫理綱領の制定とCOOの任命（COOはファンドの法令遵守状況を直接、取締役会に報告する）を義務付け。

ディスクロージャー関連

- ・投資家のファンド短期売買に対するファンドの方針・手続き等を目論見書に記載する。
- ・ファンドマネージャーの報酬決定方法、当該ファンド保有状況、他ファンド運用状況等をS A I（目論見書の追加情報書）に記載する。

- ・ファンド投資顧問の選任・契約内容について、ファンド取締役会における議論の内容、結論を株主向け報告書等に開示する。
- ・年次・半期報告書におけるファンド経費、パフォーマンス等の開示を強化（投資額 1,000 ドルあたりの経費金額の掲載など）。
- ・前取り手数料の大口割引（ブレイクポイント 割引適用の区切り金額）に関する目論見書への開示を強化。

規則変更の提案はあったが、未だ採択していない事項

- ・ファンド販売・解約受付の締切り時刻を「販売会社段階で 4 時」から「ファンド段階で 4 時」に変更する。
- ・証券会社に対し、ファンド投資顧問会社とのレベニューシェアリング契約がある場合にその会社名 セールスマンへの手数料戻し率がファンド間で異なる場合にその内容、を販売時点で投資家に開示することを義務付ける（NASDルールの変更）。

SEC が「検討中である」と言っているが、具体的な提案は行っていない事項

- ・ファンドからの販売経費（12b-1 フィー）引き落とし制度の改廃
 (注)12b-1 フィーは、ファンド資産から広告費など販売促進費用を引き落とすことを認めた制度（1940 年法に基づく SEC 規則 12 条 b 項 1 号に規定）である。「ファンドに新規資金が入ることは既存のファンド株主にもプラスになる」という理由で 1980 年にスタートした。発足後 30 年近く経過して最近では既存株主に対するサービスフィーとして販売会社に支払われるケースもあるなど、当初の目的と掛け離れているとして、SEC が抜本的に見直す意向を示している。
- ・ファンドの証券取引コストの開示強化

以上の規則改正は概して投信業界の信頼性向上に寄与していると考えられる。事実 ICI が毎年行っている「投信保有者の意識（センチメント）調査」によると、投信会社に対する好感度（「大いに好感を持っている」と「やや好感を持っている」の合計）は 03 年の 71% から 06 年には 77% に回復している。

日本との比較 日本における投信および周辺の制度は、過去 10 年間に金融ビッグバンのもとで大きく変わった。銀行・郵便局の投信窓販開始、私募投信・不動産投信発足、日本版 401k のスタートなど、投信にとってプラス材料が多かったはずだが、04 年頃まではそれを大きく生かせなかった。

その理由は米国のような不祥事こそなかったものの、01 年に MMF の元本割れにより大量の資金流出と投信全体のイメージダウンを招いたこと、超低金利下で公社債投信の完全時価評価制移行を余儀なくされたこと、そして何といても株価の長期低迷の影響が挙げられよう。

10. 今後の見通し

(1) ますます DC 年金の重要性が増そう

米国投信の過去 10 年間の成長は、3 ページに示したように株価値上がりなど組み入れ資産の価格上昇による部分が大きかった。今後の成長を考えるうえで市況展開は未知数と考えると、投資家からの資金導入をどの程度実現できるかがカギとなる。

これに関連して注目されるのは昨年(2006)の年金保護法(Pension Protection Act of 2006)の成立である。同法は DC 年金に関して次の内容を含んでいる。

従来は 2010 年までの時限措置として認めていた DC (確定拠出) 年金の拠出限度額引き上げ(07 年現在で 401k の従業員拠出は 15,500 ドル、IRA は 4,000 ドル。なお IRA は 08 年に 5,000 ドルへ引き上げられる予定)を恒久化する

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」となっているのを、「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」に改める(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)。

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する。

401k プラン加入者が、プラン資産の運用方法について選択を行わなかった場合、労働省の定める規制に沿った資産を選んだものとみなすことができるようにする。

(注)上記 に関連し、労働省は「加入者の運用指示がなかった場合の適格投資商品(デフォルト・オプション)」として「ライフサイクルファンド³、バランスファンド、投資顧問による運用勘定(SMA)」の三つとすることを提案中である。言い換えると MMF や保険会社の GICS (元利保証投資契約)など元本確保商品を含めていない。その理由として労働省は「MMF や元本安定商品は、短期運用手段あるいはポートフォリオの一部とするには有用であるが、401k 資産の全部をこれらに投資してしまうと、加入者が必要な老後資産を形成するために十分なリターンを生まない恐れがある」と述べている。

この提案が規則化されると、日本の確定拠出年金法が「運営管理機関は、加入者に提示する運用対象商品の中に必ず元本確保商品を含めなければならない」としていることと対照的とも言える規定になる。

³ ライフサイクル・ファンドとは、投信会社が投資家の退職予定時期別に(たとえば 2020 年、2030 年、2040 年など)数本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を投信会社が時間の経過に合わせて変更していくので、投資家は何もする必要がない)タイプのファンドである。ターゲットイヤー・ファンドとも呼ばれる。

以上の法令改正は、企業従業員のDCプラン加入率の上昇と拠出額の増加を示唆しており、また、従業員の運用指示がなかった場合の投資商品（デフォルト・オプション）としてのライフサイクル・ファンドの利用増加が見込まれる。投信への資金導入についてフォローの要因となることは間違いないであろう。

（２）成長率は鈍化

一方、米国投信は世帯普及率が５割に接近して成熟段階に入っていることから、率の面からは成長は鈍化しよう。過去の残高成長率を10年単位で区切ってみると1980年代は年平均26%、1990年代は同じく21%、2000年代は06年までの7年間で6%となっている。

世界投信残高の半分を占めるに至った米国投信は、今後安定的成長を目指していくように思われる。

日本との比較 日本の投信の規模等を米国と比較すると図表11のとおりであり、潜在成長性が高いことは言うまでもない。その潜在性を顕在化させるには商品・販売・運用の各側面においてさらに改善を重ねるとともに、投信が最も適性・強みを発揮できると思われる確定拠出年金分野について、制度の充実（従業員拠出を可能とする、拠出限度額の引き上げなど）を実現させ、また同市場への一層の浸透を果たすことが課題となろう。

図表11)投信の規模等・日米比較(2006年現在)

	米国	日本
純資産残高	1,238兆円	69兆円
残高の対GDP比率	83.4%	13.7%
国民1人あたり保有額	411万円	54万円
個人金融資産に占める投信の比率	14.4%	4.3%
世帯普及率	48%	7%