

米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか

平成 27 年 1 月 19 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか

(要約)

世界の投信残高の約半分を有する投信王国である米国の投信残高は、投資会社法制定時の 1940 年から 2014 年までの 74 年間に 34,600 倍に拡大した。

そのベースにあるのは、株価上昇（ダウ平均は 130 倍に上昇、S&P500 の配当込み収益率は年平均で 12% 超）と、家計金融資産の増大（1945 年から 2014 年にかけて 110 倍に拡大）であった。

この他、商品の多様化（小さく生んで大きく育てているためファンド数の増加は緩やか）、販売チャネルの拡大（近年は独立 FP の役割も大きい）、確定拠出年金の普及とその運用資産に占める投信比率の上昇などが投信の成長に寄与した。米国の投信普及率は、世帯ベースで今や 4 割を超えており、35 歳未満の若年世帯でも 34% が投信を保有している。一方、投資家が高値買い・安値売りしているため、投資家利回りがファンド利回りより低いという問題は残っている。

米国投信発展の歴史から得られる日本の投信への示唆（実行すべきこと）は、日本株のリターンを高めるために日本企業の投資価値向上を実現すること、確定拠出年金と NISA への取組み（長期資金と若年投資層の獲得）、既存商品の育成（ファンド数の削減）、独立 FP が活躍できる素地を整えること、積立ての推進等による投資家利回りの向上などであると思われる。

米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか

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

米国は世界の投信残高の約半分を有する投信王国であり、2014 年 9 月末の残高は 15.5 兆ドル（同時点の為替レート 109.42 円で換算して約 1,700 兆円）に達している。その米国投信を司る 1940 年投資会社法が制定されてから 2015 年で満 75 年になる。

本稿は米国投信 4 分の 3 世紀の歴史を幾つかの切り口から分析し、日本の投信の今後の発展への示唆を求めようとするものである。なお、データについては多くを米国の投信協会にあたる“Investment Company Institute”（以下「ICI」）の統計・資料に依っており、文中の事実認識・意見は筆者の私見である。

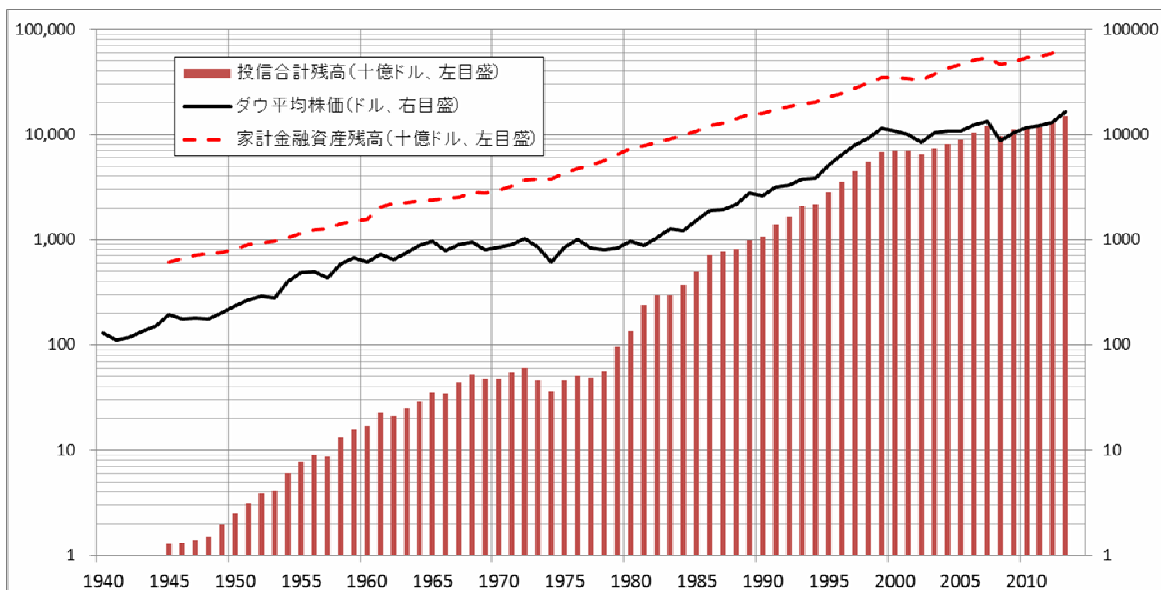
1. 残高は 34,600 倍に拡大

初めに、米国投信純資産残高の推移を、1940 年から示すと図表 1 棒グラフの通りである。ここでは比率の変化を判別するため対数目盛を使用している。なお市場環境を示すものとしてダウ平均株価（実線で表示）、投信の成長基盤を示すものとして家計（個人）金融資産残高（データ入手可能な 1945 年以降、点線で表示）を同じく対数目盛でプロットした。

1940 年末から 2014 年（9 月）までの 74 年間に、ダウ平均株価は 131 ドルから 17,000 ドルへ 130 倍に上昇し、家計金融資産残高は 1945 年の 6,080 億ドルから 66 兆 7,560 億ドルへ 110 倍に増加した。このような株価上昇と家計金融資産の増加が米国投信の成長の基盤となったことは言うまでもない。

そして後述する他の要因も寄与して、米国投信残高は 1940 年末の 4.5 億ドルから 2014 年 9 月末の 15 兆 5,585 億ドルへ実に 34,600 倍に増加した。この結果、家計金融資産に占める投信の比率は 1945 年の 0.2%から 13.1%へ拡大した。

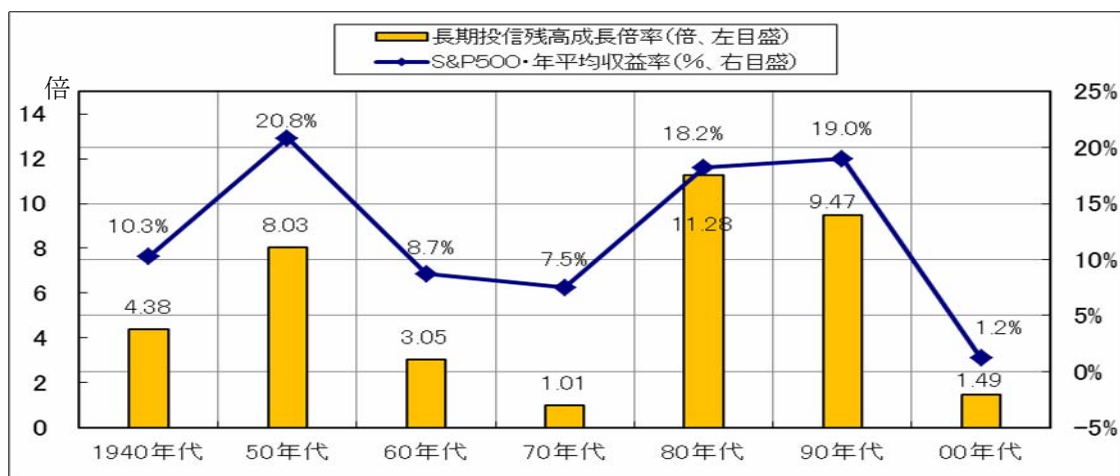
[図表 1] 米国投信残高とダウ平均株価・家計金融資産残高の推移 (対数目盛)



[出所] ICI 統計、FRB 統計等より筆者作成

しかし、米国投信は一直線で成長してきた訳でない。MMF を除いた長期ファンド（株式ファンド、債券投信、バランスファンドの合計）の成長度を、10 年単位で区切って株式収益率の変化と比較してみたのが図表 2 である。10 年間にわたって株価が低迷した 70 年代、および 2 度の暴落（IT バブルの崩壊とリーマンショック）を経験した 00 年代には、投信残高の伸びも 2 倍以下（70 年代は 1.01 倍、00 年代は 1.49 倍）に鈍っている。米国投信の成長は株式収益率にかなり左右されてきたと言えよう。

[図表 2] 10 年単位で区切った米国長期投信の成長倍率と株式収益率の関連



(注) 1940 年代の長期投信残高成長倍率は 40 年末～49 年末の 9 年間の実績、株式投資収益率は全て配当に値上がりを加えた総合収益率。[出所] ICI 統計、Ibbotson SBBI Classic Yearbook より筆者作成。

2. 歴史を刻んだ主な出来事

ここで米国投信の質的变化を見る意味で、英国から投信制度が輸入された 1920 年代まで遡って投信歴史年表を作成してみると図表 3 の通りである。以下、筆者が重要と考える事項について解説する。

(1) 大恐慌の教訓を生かして 1940 年法を制定

米国には 1920 年代初頭に英国から投資信託制度が輸入された。それは、借り入れや社債発行によりレバレッジを効かせた運用を行えるクローズドエンド¹・会社型ファンドであった。

1929 年初め（大恐慌前）における米国ファンド全体の資本構成は、普通株 3.37 億ドル、優先株 4.39 億ドル、社債 2 億ドル、その他 0.58 億ドル、合計 10.34 億ドルとなっており²、普通株に対し 3 倍程度のレバレッジを効かせていた。このため、ファンドの純資産価格は 1929 年 10 月に至る市況上昇時には株価を大幅に上回る値上がりを示した一方、その後の市況下落（ダウ平均株価は 1929 年から 32 年にかけて 10 分の 1 に下落した）過程では当然、株価以上に大暴落した。

また、クローズドエンド型であるファンドの持分は、証券取引所で需要・供給を反映した価格で取引されていたから、恐慌前の市況活況時にはファンド純資産価格を上回るプレミアム付き価格で取引されていたが、株価暴落後は一転して純資産価格を下回るディスカウント価格で取引されることになった。

以上の二つの要因—①レバレッジ作用も加わったファンド純資産価格の暴落、②需給を反映したファンドの取引価格の変動（プレミアム付きからディスカウントへの変動）が重なって、ファンドの市場価格は暴落前にくらべ 40 分の 1 以下に下落した例もあった³。

以上のような事態についての SEC の詳細な調査・分析に基づいて 1940 年に制定された投資会社法は、それまで主流であったクローズドエンド型だけでなく、オープンエンド型⁴ファンドを法の枠組みに取り込んだ。そしてオープンエンド型ファンドにおいては社債発行（レバレッジ投資）を禁止するとともに、投資家が常時ファンドの純資産価値で換金できるよう義務付けた。

元 ICI 理事長フィンク氏は、その著書⁵の中で、オープンエンド型ファンド（一般的にミューチュアルファンドとはオープンエンド型ファンドを指す）の「レバレッジなし、いつも純資産価値で換金可能」という特性は投資家に安心感を与え、米国投信発展の大きな原動

¹ ファンドによる持分の買戻しは行われず、取引所等において需給を反映した価格にもとづいて持分の売買が行われるタイプ。社債発行等が認められている。

² 江口行雄著「投資信託発展史論」（1961 年、ダイヤモンド社）114 頁。

³ Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp 17

⁴ ファンド持分の追加発行および買い戻しが純資産価値により常時行われるタイプ。社債発行は禁止されている。

⁵ 注 3 と同じ。

力となったと指摘している。

(2) 1954年に個人の投信純買付額が株式純買付額を上回った

ICI ファクトブックの歴史年表は「1954年に米国家計による投信純買付額が株式純買付額を上回った」ことを特筆している。すなわち、米国投資家は株式投資について、今から60年も前に、直接投資主体から投信を通じる間接投資主体へ転じていたことになる。

(3) MMF 開発 (1971年) の意義

1971年にMMFの第1号と言われるリザーブファンドが発足した。MMFの発足は投信・証券界にとって三つの意義があった。

第一に金利上昇に強いファンドを持てたことである。それ以前の投信は株式ファンドと債券（長期債）ファンドであり、いずれも金利上昇時には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）商品を開発したことによって、全天候型の品揃えが整い、それ以降の米国投信の成長を支えた。

第二に、証券界にとって強力な新規顧客導入商品ができたことである。それ以前には、株式などリスク商品を嫌って証券会社を敬遠していた顧客（特に若年層）を、「元本の安定性が高く、換金自由、利回りは預金を大きく上回る商品＝MMF」によって証券会社に誘導できるようになった意義は大きい。それだけに銀行の反発は凄まじいものがあり、80年代初頭に20を超える州でMMF排斥キャンペーンが繰り広げられたことが前掲のフィンク氏著書に紹介されている⁶。

第三に、証券会社が「株価急変時における顧客資金の一時退避の受け皿」を持てたことである。すなわち、それまでは株価暴落時に銀行預金に資金が流出していたものを、MMFで受けることにより証券会社の預かり資産内に留め置くおくことができるようになった。

(4) 2003年の投信不祥事発覚後の変化に見る「信頼」の重要性

2003年に一部の投信会社が大口顧客と不正取引を行った事実が発覚した。

「投資家の投信買付・換金の注文は証券取引所の取引終了前に締め切れ、ファンド組入れ証券を当日の証券取引所の終値で評価して得られる当日基準価額により約定が行われること」は先進国共通である。証券取引の公平性・ファンド投資家間の公平性を確保するための仕組みであり、投資家が買付・換金を発注する時点では価額が確定していない（見えない）ことから、日本ではブラインド方式と呼ばれている⁷。

2003年に米国で発覚した不正取引とは、一部の投信会社が、投資家からの注文を締切る所定時刻（午後4時）を大幅に過ぎた夜間になってから、一部の大口顧客（ヘッジファン

⁶ Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp 87～94

⁷ 世界的にはフォワード・プライシングと言うことが多い。

ドと言われる)からの買付注文を受け付けたというものである。すなわち、午後4時以降に株価上昇に結びつく好ニュースが伝わり、翌日に株価が(したがってファンド基準価額が)上がると想定できた時に、その好ニュースをまだ反映していない当日基準価額による買付を容認した。翌日に上がることが分かっているものを当日の値段で買えるのだから、後出しジャンケンのようなもので当該投資家は濡れ手で粟の利益を得た。その分、翌日のファンド純資産価値は希薄化し、既存投資家が不利益を被った。

この事実が明らかになった後、不正取引に関与した投信会社の中には顧客資金が大量に流出し、以後の新規資金流入も細った会社もあった。当時存在した約500の投信会社のうち20社程度が関わったといわれ、その中には歴史のある某大手投信会社も含まれていた。同社は不正発覚前の02年末には米国第9位の投信運用資産を持っていたが、その後13年末までに、(米国投信全体の規模が2.4倍に拡大したにも拘わらず)同社の投信運用資産額は半減し、資産額ランキングは42位に転落している。

資産運用ビジネスにおいて、信用・レピュテーションが如何に大事であるかを物語っていると言えよう。

[図表 3] 米国投信年表

年	米国投信に関連する環境・制度の変化	米国投信の商品・販売・運用等の変化
1921		英国の仕組みを取り入れたクローズドエンド投資会社発足
1924		世界最初のオープンエンド型投資信託である マサチューセッツ・インベスターズ・トラストが発足
1929	世界大恐慌発生	大恐慌前の株価上昇期にレバレッジを利用したクローズド エンド型ファンドが盛行 上記レバレッジ型ファンドが大暴落
1933	投信をふくむ新規発行証券の登録・募集を 規制する1933年証券法成立	大恐慌後、一時、原則として組入れ銘柄を入れ替えない 固定型ファンドが盛行
1934	SECに証券市場監督権限を与え、 証券流通市場を規制する1934年法成立	
1940	投資信託を規制する1940年投資会社法、および 投資顧問を規制する1940年投資顧問法成立	この頃から、徐々に銘柄入替え等を行う管理型ファンドに戻る
1944		オープンエンド型の資産がクローズドエンド型を上回る
1951		ミューチュアルファンド数が100を突破
1954		米国個人の投信純買付額が株式の純買付額を上回る
1955		米国初の国際投資ファンド発足
1971		MMF発足
1974	ERISA(従業員退職所得保障法)制定 によりIRA(個人型年金)発足 (1970年代に株式市況低迷)	(この頃、投信の直接販売増加)
1976		地方債ファンド設定可能となる。 初の個人向けインデックスファンド募集
1978	1978年歳入法により401(k)制度発足	
1980		12b-1フィー導入
1981	IRS(内国歳入庁)が401(k)規則提案	(80年代後半頃から銀行が投信販売に参画) ミューチュアルファンド資産が1兆ドルを突破
1993		米国初のETF発行
1994	IRA資産が1兆ドルを突破	
1996	401(k)資産が1兆ドルを突破	
2001	エンロン事件発生	
2003		投信会社と一部顧客との投信不正取引(投信スキャンダル) 明るみになる
2004	投信スキャンダルを受け、SECは2003年から 2004年にかけて1940年投資会社法規則を 大幅に改正し、ファンドガバナンス、関係者の 行為規制、ディスクロージャー要件等を強化	
2006		ミューチュアルファンド資産が10兆ドルを突破
2008	世界金融危機	個人向けMMFで初の元本割れ発生

[出所] ICI発行 "2014 Investment Company Fact Book"等を参考に筆者作成

3. 商品は多様化、小さく生んで大きく育てる

商品の変化を概観すると次の通りである。

(1) 商品ラインアップは充実・多様化

米国投信の種類は、1970年まではアクティブ運用型の株式ファンドと債券（長期債）ファンドに限られていた。しかし前述のように71年にMMFが生まれ、76年には地方債の免税措置を活用した免税地方債ファンドが発足した。また76年には米国で初めてインデックス・ファンドが公募され、さらに93年に米国初のETFが上場された。

このように、商品ラインアップは70年代以降急速に充実し、投資家の多様なニーズに応えられるようになり、また次に述べるように環境変化にも対応できるようになった。

(2) 残高構成は株価・金利の変動を反映して変動

次に、ファンドの投資対象（株式・債券・マネーマーケット）別の商品構成の変化を、連続データの得られる1960年以降について見ると図表4の通りである。ここではバランス型ファンドを日本流に株式投信に含めて計算している。

結論を先に述べれば、株価や金利の変動を反映して商品構成は大きく変化しており、3商品が補完し合う格好で投信全体の成長を実現してきた。以下、時系列的に商品構成の変化について記述する。

株価が長期低迷した70年代には株式投信の残高が大きく減少し、投信全体に占める株式投信の比率は70年末の95%から81年末には17%に落ち込んだ。そして80年前後の短期金利の急上昇（81年には3か月TB利回りが14%台へ上昇）時にはMMFに大量の資金が流入し、81年末には米国投信全体に占めるMMFの比率が77%（史上最高）に高まった。

その後、82年から86年にかけて長期金利が13%台から7%台へ低下（債券価格が上昇）した時には債券投信の残高が増加し、86年には投信全体に占める債券投信の比率が34%（史上最高）に達した。

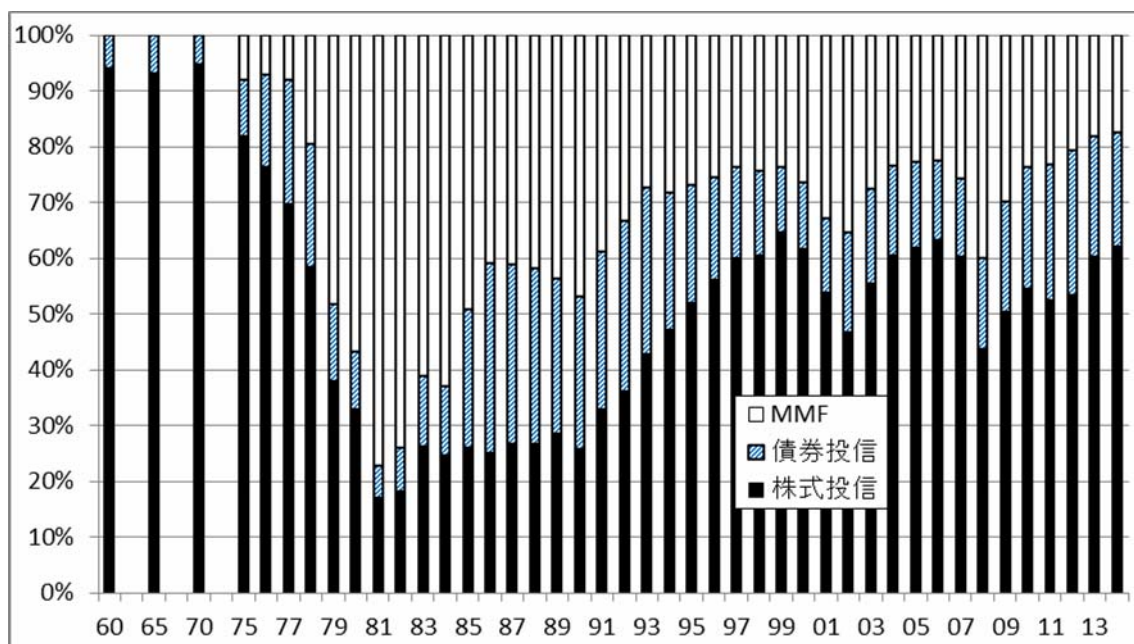
そして米国株価が82年から長期上昇に転じたことを受け、90年代は一貫して株式投信が急成長した（株式投信残高は90年末の2,756億ドルから99年末に4兆4,207億ドルへ16倍に増加した）。2000年代に入ると、株式投信は00年代初頭のITバブルの崩壊、08年のリーマンショックなどにより一時的に打撃を受け、特に08年には1年間で残高が42%減少した。しかし、その後の株価回復とともに14年にかけて堅調な伸びを示し、14年9月末の株式投信残高は9兆4,900億ドルと08年末比2.2倍に増加した。

一方で債券投信も特にリーマンショック以降根強い人気を維持している。反対にMMFはFRBのゼロ金利政策の影響を受け、09年頃から商品魅力が低下しているが、株価急落時の一時退避手段としての機能は維持しているように思われる。

以上のように、米国投信が紆余曲折を経ながらも株式投信中心に過去数十年間に大きな

成長を実現できた（14年に至る40年間で投信全体の残高は434倍に拡大した）主たる要因は、（特に82年以降の）株価の長期的上昇にあり、元ICI理事長フィンク氏も前掲著書の中で、「米国投信成長の主たる要因は、未曾有のマーケットの上昇にあった」と述べている⁸。

〔図表4〕米国投信の商品別構成の変化



〔出所 ICI 統計より筆者作成〕

(3) 「小さく生んで大きく育てている」ため、ファンド数の増加は小幅に止まる

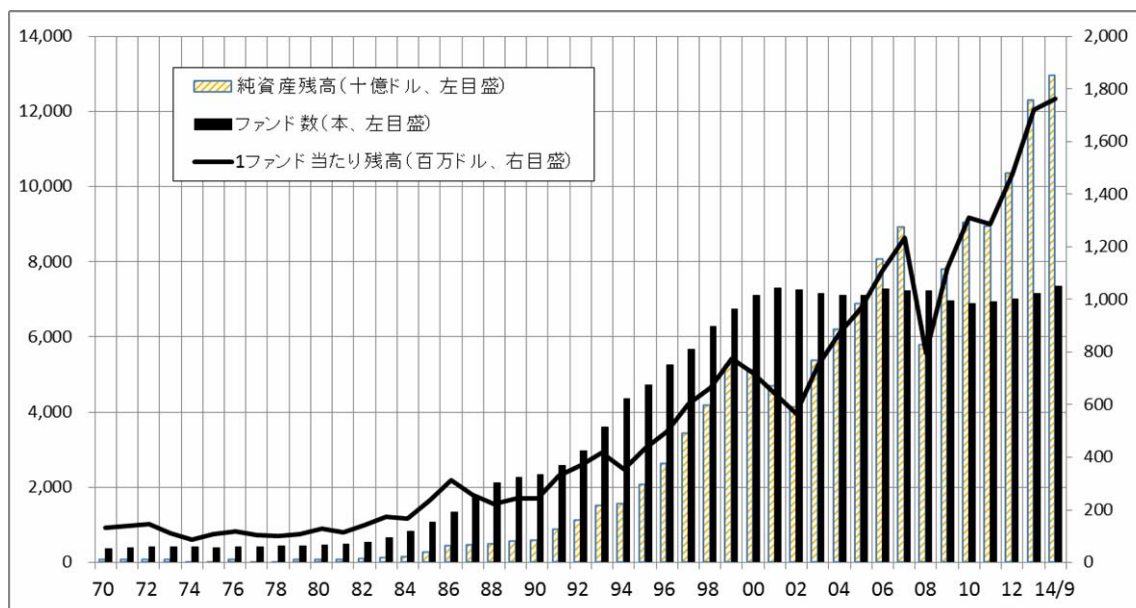
次にファンド数の推移を見よう。連続データの入手できる1970年以降の長期投信の残高、ファンド数と1ファンド当りの規模は図表5のように推移している。

残高の伸びに比べファンド数の増加は緩やかであり、特に2000年代に入ってから残高が2.5倍に拡大している間に、ファンド数は7,000本台で推移し殆ど増えていない。したがって1ファンド当たりの残高は70年末の1.32億ドルから14年9月末には17.64億ドル（約2,000億円）へ13倍に拡大した。

これは、投資家が新品よりも最低3年程度の運用実績のあるファンドを購入することが多い（特にフィナンシャルプランナーなど投資助言者経由の場合、助言者は「実績をきちんと分析したうえで投資ファンドを選択した事跡」を残す意味からも、数年間の実績のあるファンドを投資家に奨めることが多い）こと、投信会社側も「小さく生んで大きく育てる、すなわち既存商品を大事にする」商品政策を貫いていることによるとと思われる。

⁸ Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp 144

[図表 5] 米国長期投信の純資産残高・ファンド数と 1 本当り規模



[出所] ICI 統計より筆者作成

4. 販売チャネルも拡大・多様化

米国投信は 1960 年代までは殆どが証券会社の外務員によって販売されていた。しかし、70 年代以降、投信の販売チャネルは拡大・多様化し、投資家との接点は大きく広がっている。

米国投信の販売チャネル別内訳（残高ベース）の推移を、ICI 資料により見ると図表 6 の通りである（ICI はこの分類によるデータを 08 年以降について発表していないため 07 年まで掲載）。なお、図表 6 の「投資助言者」とは、証券・銀行・保険会社等に勤務しているフィナンシャルプランナー（FP）のほか、独立 FP（Independent Financial Advisor、略称 IFA とも呼ばれる）を含んでいる。また「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）。

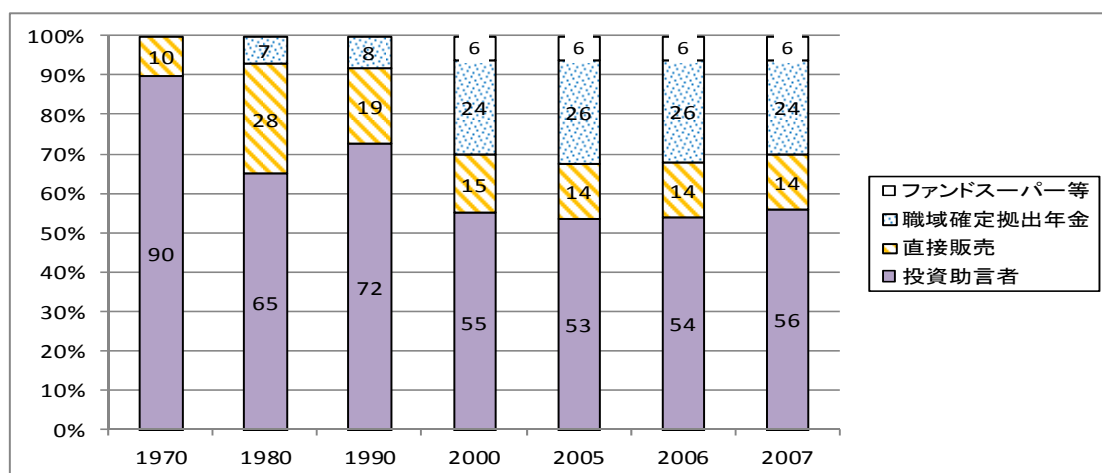
さて、販売チャネル別の変化を見ると、70 年頃までは主に証券会社が販売していたが、80 年にかけて（すなわち 70 年代に）投信会社の直接販売の比重が急速に高まった。その背景には、70 年代に株価の長期低迷（投信の実績不振）、投信販売手数料引き下げ、株式売買委託手数料の自由化（証券会社がファンドから株式売買を受注するメリットの低減）などがある。このため、証券会社が投信を積極的に販売しなくなったことがある。このため、大手投信会社中心に販売維持のため止むにやまれず直接販売に踏み切る会社が現れるとともに、71 年にノーロード（無手数料）型の MMF が開発されたこともあって 70 年代に直接販売が伸

びた。

しかし、80年にSECがファンド資産から販売費用（12b-1フィーと呼ばれる）を控除することを認めた⁹ため投信販売が行いやすくなった（販売手数料を毎年分割して、あるいは換金時に徴収することも可能になった）ことや、82年以降に株価が回復したことを受け証券会社が投信販売に復帰した。また、銀行も80年代半ば頃から投信販売に参画した。更に90年代から証券会社のビジネスモデルが「コミッションからフィーへ」転換する中で、証券会社にとって投信販売の重要性が増し、また一部の証券外務員が独立して投資アドバイスを行う（IFAになる）動きも現れた。

この結果、80年代から直接販売の比重が低下して再び投資助言者経由一言い換えれば対面販売が増加する一方、90年代からは確定拠出（Defined Contribution、略称DC）年金の普及とともに職域DCプランを通じる投資が増えた（DCと投信の関係については後に詳述する）。さらに90年代後半からはITを活用したファンドスーパーも現れ、投信の販売チャンネルは拡大・多様化している。

〔図表6〕米国投信の販売チャンネル別残高構成の推移（長期ファンド、個人保有分、%）



〔出所〕ICI “Ownership of Mutual Funds Through Professional Financial Advisers, 2007”

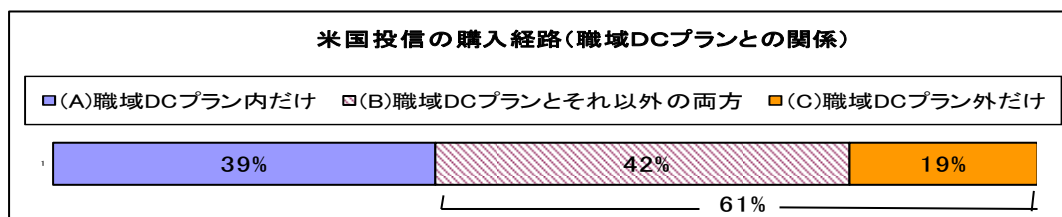
なお、前述のとおり図表6は07年までのデータしかないため、投資家の投信購入経路について最近の状態を示したものが図表7である（ただし、これは金額の内訳ではなく利用者数のデータであり、図表6と連続するものではない）。図表7の上図は「職域DCを通じる・通じない」の別を示しており、13年現在で（A）職域DCを通じてのみ投信を購入している人が39%、（B）職域DC以外でのみ投信を購入している人が19%、（C）職域DCとそれ以外の両方を通じて投信を購入している人が42%存在している。

そして（B）と（C）の合計、すなわち職域DC以外で投信を購入している61%の人に利

⁹ SECは「ファンドの販売が増えて新規資金が入ってくることはファンドの既存株主の利益に資する」として12b-1の導入を認めた。

用チャネルを尋ねたのが図表 7 の下図である。ここでは、「投資助言者」の属性内訳を聞いているため、証券・銀行・独立 FP などの内訳が分かる。利用経路の全部を挙げる複数回答であるが、証券会社の利用者が 28%、独立 FP の利用者が 26%で、銀行等は 18%となっており、独立 FP の重要度がかなり高いことを窺わせる。

[図表 7] 投信の購入経路 (2013 年調査、利用者数の内訳)



職域DCプラン以外での購入経路(複数回答)

購入経路	利用率
投資助言者	49%
証券会社	28%
独立FP	26%
銀行など	18%
保険代理人	10%
会計士	6%
直接購入	31%
投信会社直販	19%
ディスカウントブローカー(ファンドスーパー)	18%

(出所) ICI Research Report "Profile of Mutual Fund Shareholders, 2013"

5. 確定拠出 (DC) 年金の普及が投信残高を押し上げた

米国投信の 1990 年代以降の成長は、確定拠出年金（以下、この項において「DC」と記述）によってもたらされた部分が多い。

米国の DC 制度は、74 年のエリサ法制定とともに発足した個人退職口座 (IRA=Individual Retirement Account) をもってスタートした。IRA は、主として企業年金でカバーされていない自営業者等のための制度で、日本の個人型 DC に類似している。一方、企業年金について 81 年に従来の確定給付 (Defined Benefit、略称 DB) 型に加え DC 型の 401(k)プランが発足し、現行の DC 制度が確立された¹⁰

米国の DC 資産残高は 90 年代以降に飛躍的に拡大し、14 年 6 月末には IRA が 7 兆 1,710 億ドル、401(k)など職域 DC が 6 兆 5,860 億ドル¹¹、合計で 13 兆 7,570 億ドルに達し、その家計金融資産に対する比率は 21%に拡大している。

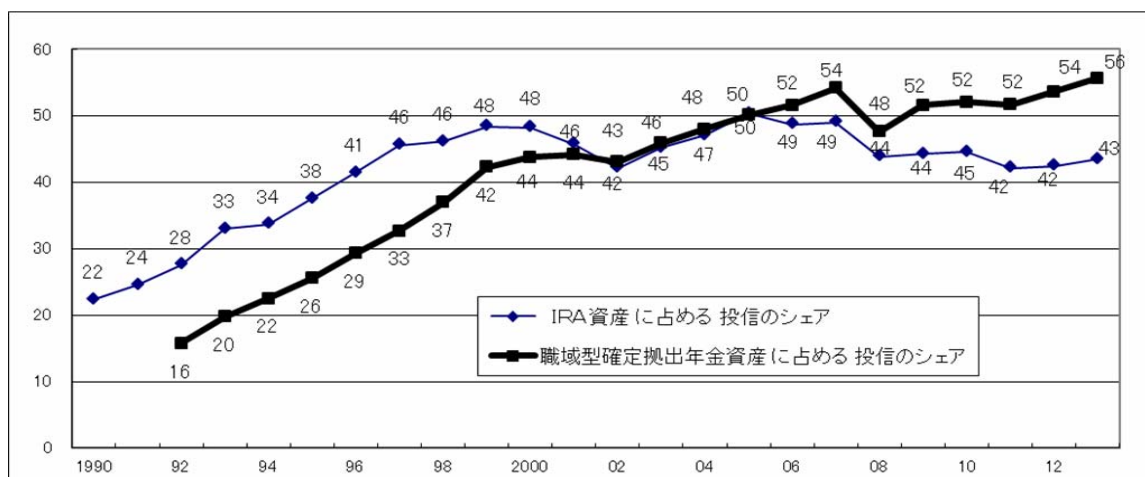
そして、DC 資金の運用先として 90 年代以降、投信の割合が傾向的に高まった (図表 8)。

¹⁰ 401(k)プランは、78 年歳入法に新たに設けられた 401 条(k)項に基づくものであるが、内国歳入庁が具体的な実施規則を設けたのは 81 年であり、ここから実質的に 401(k)プランがスタートした。

¹¹ 職域年金には教職員年金などを含む。

その理由は、82年以降の株価の長期上昇を背景に、DC加入者の間に「老後に備える長期の資産運用については、預金など元本安全商品でなく、短期的リスクはあっても長期的には高いリターンを期待できる株式組入れ商品を中心とすべし」という認識が高まったことにある。

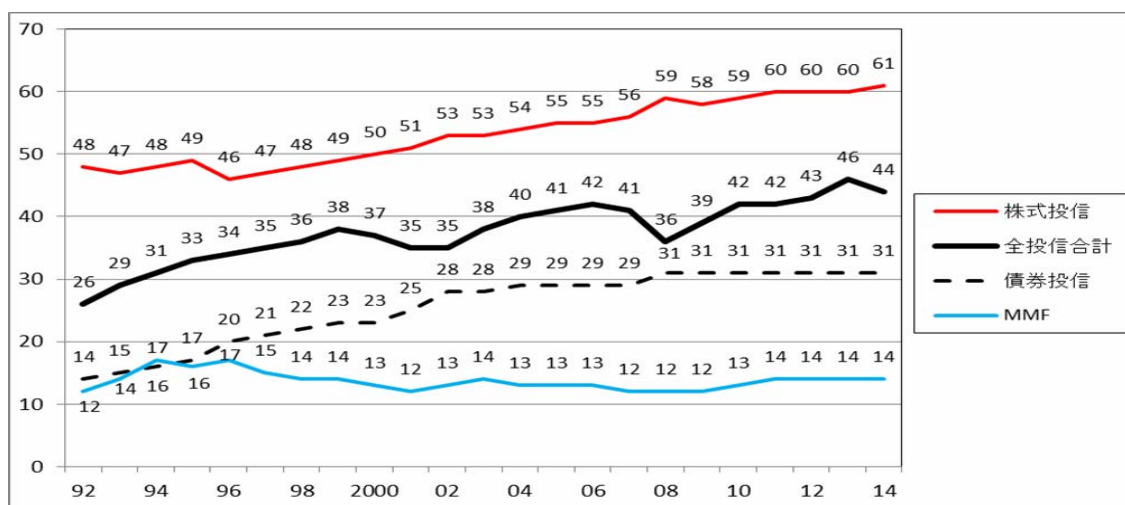
〔図表8〕 確定拠出年金資産のうち投信で運用されている割合（単位：％）



〔出所〕 ICI 統計より筆者作成

この結果、DC資金の投信への流入量が増え、米国投信残高に占めるDC資金の割合は図表9のように上昇した。14年6月末現在では全投信残高の44%、株式投信については61%がDC資金で占められるに至っている。DC資金は言うまでもなく長期安定資金であり、米国投信の安定的成長を可能にしている効果は大きい。

〔図表9〕 米国投信残高に占める確定拠出年金資金の割合（単位：％）



〔出所〕 ICI 統計より筆者作成

今後、米国投信における DC の重要性はさらに高まると思われる。何故なら 06 年の年金保護法制定により米国の DC 年金資産は益々拡大し、その運用対象として株式組入れ商品がさらに増加すると見られるからである。

すなわち 06 年年金保護法は、①企業型 DC である 401(k)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にのみ加入する（＝企業が従業員の拠出金を給料から天引きできる）オプトイン方式」となっていたのを、「企業は、従業員が特に加入を拒否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オプトアウト方式」に改めるとともに、②401(k)プランの資産運用について、加入者が運用方法の選択を行わなかった場合、企業は、加入者が労働省の定める規制に沿った資産を選んだとみなすことができるようにした。

そして②について労働省は、「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（ターゲット・イヤー・ファンド¹²などとも呼ばれる）、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規則で定めた。この三つはいずれも株式組入れ可能商品であり、言い換えると MMF や GICs（Guaranteed Investment Contracts＝保険会社が提供する元利保証商品）など元本安定商品をデフォルト・オプションに含めなかった。その理由として労働省は「401(k)プランの下での投資は長期であり、元本安定商品は長期で見た場合に三商品のような好リターンを生まないため、加入者が退職時に十分な資産形成を達成できない恐れがあること」などを挙げていた¹³。

以上のように 06 年の年金保護法は、①米国の DC 年金を益々拡充させ、②その運用対象として株式組入れ投信を増加させる効果を持つと考えられる。

6. 投信普及率は 80～90 年代に急上昇、現在は 35 歳未満の若年層も 34%が投信を保有

米国投信の保有者は家計（個人）が中心であることは昔も今も変わらない¹⁴。そして投信の世帯普及率（全世帯のうち投信を保有している世帯の割合）の推移を見ると図表 10 の通

¹² ターゲット・イヤー・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資信託である。退職時期をターゲットにした運用が行われることから、ターゲット・イヤー・ファンドあるいはターゲット・デート・ファンドとも呼ばれる。具体的には、投資信託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、当初は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。

¹³ Federal Register /Vol. 72, No. 205 /Wednesday, October 24, 2007 /Rules and Regulations pp 60463

¹⁴ FRB 資金循環統計により、長期投信の保有者構成（金額ベース）を見ると、60 年は家計が 100%、80 年は家計 84%・私的年金 8%・その他 8%、13 年は家計 58%・私的年金 25%・その他 17%となっている。私的年金には 401(k)など職域型確定拠出年金が含まれており、最近においても投信は実質的に個人主体で保有されていると言えよう。

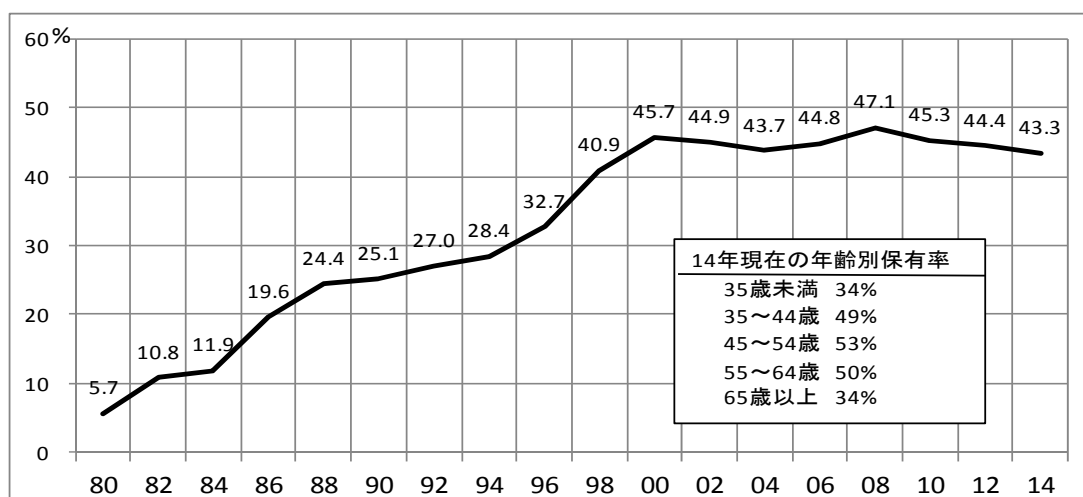
りである。

1980年代初頭には5%台であった普及率は、90年に25%、96年に33%へ上昇、98年に40%台に乗せた。82年以降の株価上昇と、前述の90年代以降の確定拠出年金の普及の影響が大きいと思われる。

直近14年現在の世帯普及率は43%であり、これを世帯主の年齢別に見ると、図表10の囲み内の通りである。45～54歳の働き盛り世代の保有率が53%と最も高いが、35歳未満の若年層でも34%が保有していることが注目される。

一般的に、金融資産の蓄積が少ない若年層は流動性制約があって有価証券等のリスク資産を多く持てないと言われる。しかし米国では若年層の投信保有率が高い。その背景には前述の確定拠出年金の影響がある。すなわち米国の若年層は、まとまった資金を運用するほどストックの蓄積は進んでいなくても、フロー（給与）の内から老後に備える資産形成を着実に実行しており、その運用対象として投信を選んでいる結果であると考えられる。

〔図表10〕米国における投信の世帯普及率の推移と、直近の年齢別世帯普及率（%）



〔出所〕 ICI 統計より筆者作成

7. 投資家は高値買い・安値売りの傾向

以上のように、投信普及率が高く、確定拠出年金などを通じ投資教育も進んでいると思われる米国においても「株価が上がれば株式投信に資金が流入し、株価が下がれば資金流入が減少または資金流出する」傾向がある。

図表11は、世界株式のリターン（折れ線部分＝MSCI All Country World Daily Total Return Indexの前年比¹⁵）と米国株式投信への資金流出入（棒グラフ部分）の関係を示し

¹⁵ 米国株式投信については、05年頃から国内株ファンドより新興国など外国株ファンドへの資金流入量が

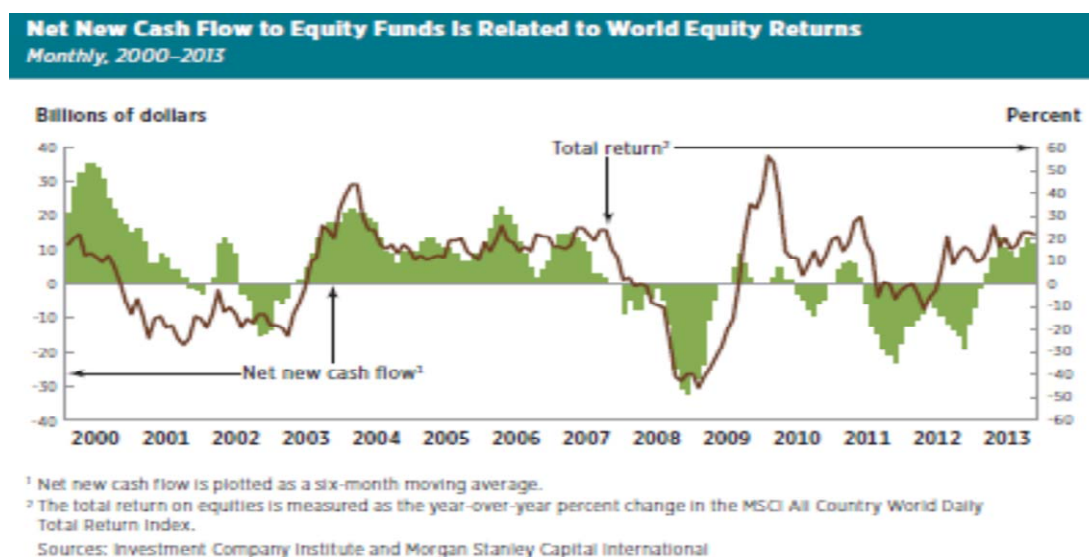
ている。概して、投資家は高値で買って、安値で売っていることが分かる（図の掲載は省略したが、債券ファンドについても同様の傾向が見られる）。

この結果、投信を購入している投資家の利回りはファンドの運用利回りより低くなっている。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02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パー社調べで9.3%であった。また最近についても、モーニングスター社の分析によると13年末に至る10年間の米国投資家の長期投信の加重・年平均リターンは4.81%で、長期ファンドの平均リターン7.30%を下回っていた。

この事実は、更なる投資教育の必要性、投資家の恣意的判断に左右されない定期・定額投資（ドルコスト平均法活用）の有用性を示唆しているといえよう。

〔図表 11〕 米国株式投信への資金流入と世界株式市況との関係（1995年～2013年）

－ICI発行“2014 Investment Company Factbook”より転載－



まとめと日本への示唆

(1) まとめ

以上述べてきた米国投信の4分の3世紀の推移と成長要因等の要点をまとめると次の通りである。

①1940年末から2014年9月末に至る74年間に米国投信残高は34,600倍に増加し、家計金融資産に占める投信の比率は1945年の0.2%から13.1%へ拡大した。直近の世帯普及率

多くなっていることを考慮して、ICIは世界株式リターンと比較しているものと思われる。

は40%以上に達し、35歳未満の若年層世帯でも34%が投信を保有している。

②こうした成長を可能にした要因としては次の諸点が挙げられる。

(イ) 株価の長期的上昇（ダウ平均株価は130倍に上昇した。40年末から13年末に至る74年間のS&P500種株式の年平均・配当込収益率を計算すると12.8%に達している¹⁶⁾。

(ロ) 家計金融資産の蓄積の進展（米国では45年当時から金融資産の蓄積はかなり進んでいたが、家計金融資産の対GDP比率を計算すると、45年の2.67倍から13年に3.97倍へ更に上昇した。すなわち家計が益々リスク資産を保有できるようになった）。

(ハ) 商品バラエティの充実（各ファンドを「小さく生んで大きく育てている」ためファンド数はあまり増加していない）

(ニ) 販売チャネルの拡充（独立FPの役割も大きい）

(ホ) 確定拠出年金の普及と、運用対象としての投信の比率の上昇

(注) 元ICI理事長のフィンク氏は、前掲著書の中で米国投信の成長をもたらした要因について「証券市況の上昇、中間層の拡大、新商品開発、新しい販売方法、退職貯蓄優遇税制」を挙げており、特に株価上昇について何度も言及している¹⁷⁾。

③一方、投資家が高値買い・安値売りする傾向は続いており、投資家利回りはファンド利回りを下回っているという問題がある。

(2) 日本への示唆

(1)に掲げた米国投信の拡大要因のうち、(ロ)の家計金融資産の蓄積については、日本においても14年9月末現在1,653兆円（14年の予想名目GDP488兆円¹⁸⁾の3.39倍）に達しており、ほぼ実現していると見ることができよう。

そこで米国投信の発展の歴史から得られる日本の投信への示唆（実行すべきこと）は次の諸点であると思われる。

①日本株のリターンを高める（日本企業の株式価値向上を実現する）

前述の通り米国投信の発展をもたらした大きな要因は、米国株が長期的に高リターンを実現したことであり、そのベースには米国株の基本価値（企業の収益力）の向上があった。一方、日本の投信は日本株の20年にわたる低迷（日本の企業収益力の伸び悩み）の下で長く苦難を強いられてきた。

しかし日本でも、いまコーポレートガバナンスの改革などにより「企業の稼ぐ力」を高めようとする動きが進展している。企業の収益力が高まれば株式リターンの向上も期待できる。投信運用会社は機関投資家として、日本版スチュワードシップの履行などにより日本企業の株式価値向上に貢献することが望まれる。

②確定拠出年金とNISAへの取組み（長期資金と若年投資層の獲得）

米国では、確定拠出年金の普及と、その運用資産に占める投信の比率上昇が米国投信の

¹⁶⁾ Ibbotson Year book 2014 掲載データ等により、各年S&P500収益率を算術平均した。

¹⁷⁾ Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011 pp 7, 76, 144, 277

¹⁸⁾ IMF14年10月予測

成長に大きく貢献したことは前述の通りである。

日本でも年金政策について漸く「公的年金だけを議論するのではなく私的年金も併せて検討する」方向へ進んでおり、確定拠出年金の拡充が議論されている。その資産運用方法についても、デフレ経済からの脱却を視野に元本確保型に偏重している現状を是正する動きも見られる。

そして（米国にはないが）日本には NISA もある。

確定拠出年金や NISA 経由の投信買付を増やせば、長期資金を導入でき（投信の平均保有期間は米国で 4 年、日本は 2 年程度）、また若年層資金の獲得にも結び付こう（前述の通り米国では確定拠出年金などによって 35 歳未満の若年層も 34%が投信を保有、日本の 35 歳未満の投信保有率は 3%以下¹⁹）。

投信関係者はこれらの制度の拡充を図る努力とともに、制度加入者に運用対象として投信を選んでもらえるようファンド利回りの向上など商品魅力を高める努力が必要であろう。

③既存商品の育成（ファンド数の削減）

前述の通り、米国では 2000 年代に入ってファンド数を殆ど増やすことなく、長期投信残高を 2.5 倍に拡大させている。既存ファンドを育てているからである。

13 年末現在の日米のファンド数（MMF 等を含む）を比較してみると、日本が 4,922 本、米国が 7,707 本である。同時点の日本の投信残高は 82 兆円で米国の 1,582 兆円²⁰の 5%であるのに対し、ファンド数は米国の 64%と多い。したがって 1 ファンドの平均規模は日本が 166 億円、米国は 2,075 億円であり、日本は米国の 13 分の 1 となっている。

日本のファンド経費率が米国に比べ高いことが良く指摘されるが、1 ファンド当り規模が日本の 13 倍もある米国では規模のメリットが十分働いて経費率が低くなることは当然とも言える²¹。

日本のファンド数が多い主因は、販売が新商品に偏っている（米国のように既存商品を育てていない）ことにある。もし既存商品に継続的に追加資金が流入する状況になれば、解約時に徴収している信託財産留保金をなくす（投資家コストを下げる）ことも可能になるだろう²²、銘柄入れ替え等の運用も行いやすくなる（パフォーマンスの向上につながる）だろう。

投信営業にあたり、新商品よりも既存商品を継続販売していく方向に重点を移行させることが望まれる。

④独立 FP が活躍できる素地を整える

販売チャネルの広がりについては、日本でも 98 年の銀行等の参入、その後のネット証券

¹⁹ 日本証券業協会「平成 24 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」

²⁰ 13 年末の 1 ドル 105.37 円で円換算した。

²¹ ちなみに、欧州のファンド平均経費率は日本より高く、ファンド数の削減が叫ばれている。

²² 米国には、投資家の換金時にファンド留保金を徴収する制度はない。何故なら、換金はあってもそれを上回る買付けがあってファンド資産が安定的に拡大する（通常、投資家の換金にともないファンド資産を処分する必要はない）ことが想定されており、したがってファンド資産の処分コストを換金者から徴収する必要もない訳である。

の台頭などにより米国との差は縮まったが、独立 FP が投信販売にほとんど参画していない点が米国と異なる。

日本では、「情報と助言はタダで得られる」と考える投資家が多く、FP の独立が難しい状況が続いている。これを変えるには、業界努力だけでは限界があり、投資教育の充実を含め官民一体となった施策が必要であろう。

フィーを払って投資助言を得る習慣が広がって、「販売者の代理人」ではなく「投資者の代理人」として行動する独立 FP が増加すれば、日本の投信販売に関わる問題を解決する一助となると考えられる。

⑤投資家利回りの向上

前述の通り、米国においてすら投資家が「高値で買って安値で売っている」傾向があり、投資家利回りがファンドの運用利回りより低くなっている。日本でも同じ傾向がある²³。

この問題を解決する一つの方法は定期・定額投資（ドルコスト平均法）の活用²⁴であろう。投資家利回りがファンド利回りより低いということは、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、またはその両方であると考えられる。

定額投資は、ドルコスト平均法の効果により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することになるから、(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ある。

この定期・定額投資（積立て投資）の推進に当たっても、確定拠出年金と NISA は大きな武器となろう。

²³ 野村総合研究所・金子久氏によれば、「97年4月～03年9月の調査では国内株式一般型の平均年率リターン-4.7%に対して投資家リターンは-13.2%で、ファンドリターンより年率8.5%低かった」とのことである（金融審議会「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」第2回（2012年4月6日）説明資料。

²⁴ 定額投資を続ければ「安いときに多くの量を買って、高いときには少ない量を買う」から、平均買付単価を引き下げられる。たとえば、14年に至る30年間の各年末の日経平均株価の平均値は16,685円であるが、各年末に定額投資を行ってきた場合の平均買付コストは14,588円と計算される。