

世界の投資信託の動向と日本の課題



公益財団法人 日本証券経済研究所 特任リサーチ・フェロー

杉田 浩治

はじめに

今年(2018年)は明治150年である。その明治元年(1868年)にロンドンで世界初の投資信託(以下「投信」)「フォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト」が誕生した(注1)。今年(2018年)は投信150周年でもある。世界の投信は紆余曲折を経ながら発展してきた。本稿においては2000年代に入ってからの変化を概観し、日本の投信への示唆を求める。なお、本稿中の事実認識・意見は筆者の私見である。

〈目次〉

はじめに

1. 世界投信残高の変化
2. 成長商品
3. 販売面の動き
4. 資産運用の変化
5. 日本の投信ビジネスへの示唆
おわりに

1. 世界投信残高の変化

(1) 18年間に3.7倍へ増加

世界の公募証券投信残高は、2000年代に入ってから18年間で3.7倍に拡大した(1999年末11.6兆ドル→2017年9月末43.1兆ドル)。年率7.5%の増加率であるから、まずまずの成長であったと言える。2017年9月末の残高を同時点の為替レート112.46円で換算すると4,800兆円となる。

日本の2017年9月末の残高は105.2兆円で、18年間の伸びは2.0倍、年率4.0%であるから、世界全体に比べ見劣りしていた。その理由は次の通りである。

世界全体の投信残高の増減要因を、資金要因(投資家資金の流出入)と、その他要因(組入れ証券の価格変動、分配金支払等)の二つに分けてみると、資金要因は18年間通算では15.0兆ドルのプラス(資金流入)であった。一

(図表1) 世界の国別公募証券投信 (ETFを含む) 残高の変化 (残高の単位は十億ドル)

		1999		2008	2017 (9月)		残高増加率	
		残高	シェア	残高	残高	シェア	99→17	08→17
先進国	アメリカ	6,846.3	59.1%	9,602.9	21,231.9	49.2%	210%	121%
	ルクセンブルグ	661.1	5.7%	1,860.8	4,224.3	9.8%	539%	127%
	フランス	656.1	5.7%	1,591.1	2,280.9	5.3%	248%	43%
	アイルランド	95.2	0.8%	720.5	2,150.3	5.0%	2,159%	198%
	オーストラリア	371.2	3.2%	841.1	2,086.7	4.8%	462%	148%
	イギリス	375.2	3.2%	527.0	1,821.0	4.2%	385%	246%
	カナダ	269.8	2.3%	416.0	1,253.1	2.9%	364%	201%
	日本	502.8	4.3%	575.3	935.3	2.2%	86%	63%
	オランダ	94.5	0.8%	77.4	905.2	2.1%	858%	1,070%
	その他先進20か国計	1,525.4	13.2%	1,684.5	3,074.4	7.1%	102%	83%
	先進29か国計	11,397.7	98.4%	17,896.6	39,963.0	92.7%	251%	123%
新興国	中国	na		276.3	1,583.3	3.7%	na	473%
	ブラジル	117.8	1.0%	479.3	767.3	1.8%	552%	60%
	インド	13.1	0.1%	62.8	288.3	0.7%	2,107%	359%
	その他新興15か国計	51.4	0.4%	327.6	531.1	1.2%	933%	62%
	新興18か国計	182.2	1.6%	1,146.0	3,170.0	7.3%	1,640%	177%
世界合計		11,579.9	100.0%	19,042.6	43,133.0	100.0%	272%	127%

(出所) IIFA統計より作成

方、その他要因も18年間通算で16.3兆ドルのプラスとなった。この間、ITバブルの崩壊、リーマンショックなどがあったが、通算すれば世界の株価は、米国 (S&P500) が72%上昇、独 (DAX) が84%上昇など概して堅調であった。

日本は、資金要因は18年間通算で83.6兆円の大規模なプラスであったが、世界と違って、その他要因がマイナス29.7兆円であった。株価不振 (TOPIXは3%下落) など市況要因が世界と異なったほか、毎月分配型を中心とする分配金の大量流出 (投信協会統計のある2010年以降だけで39.1兆円) も響いている。

(2) 新興国の成長が目立つ

国別に残高増加率を見ると新興国が高い。

図表1は、国際投信協会 (IIFA) の統計にもとづき、1999年末・2008年末 (リーマンショック時)・直近時点の国別投信残高、世界全体

に占めるシェアおよび残高増加率 (18年間通算と、その内書きとして2008年以降の増加率) を、先進国と新興国に分けて掲げたものである。

残高増加率は新興国が高いことが目立つ。新しく投信を導入した国があるほか、中国、インドなどの残高伸び率が高い。2007年からIIFAの集計対象に入った中国の直近残高は日本を上回り、世界第7位にランクされるに至った (私募投信込みでは日本が8位、中国は9位)。この結果、新興18か国の合計値を見ると、直近の残高シェアは世界全体の7.3%に過ぎないものの、増加率は非常に高く、1999年末→2017年9月末の残高増加率は1,640%に達し、先進29か国合計251%の6.5倍となっている。

以上のように、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。

(図表 2) ETFの国別残高 (2017年 9 月末現在)

国	ETF残高 (百万ドル)	各国公募証券投信に占める ETFの比率	世界のETF市場に 占めるシェア
アメリカ	3,137,263	14.8%	73.3%
アイルランド	393,901	18.3%	9.2%
日本	244,486	26.1%	5.7%
ルクセンブルグ	114,960	2.7%	2.7%
フランス	99,247	4.4%	2.3%
ドイツ	65,986	6.2%	1.5%
中国	55,237	3.5%	1.3%
韓国	26,295	6.2%	0.6%
台湾	10,900	15.6%	0.3%
インド	9,240	3.2%	0.2%
その他15か国	123,037	0.5%	2.9%
世界合計	4,280,552	9.9%	100.0%

(出所) IIFA統計より作成

2. 成長商品

商品については、ETFの急成長が特筆される。

世界のETF残高はIIFA集計ベースで2017年9月末に4.3兆ドルとなり、1999年末(0.4兆ドル)に比べ11倍に増加した。国別残高は図表2の通りであり、世界合計の公募証券投信残高に占めるETFの比率は9.9%に達している。この比率を国別に見ると日本が26.1%と高くなっているが、日銀のETF保有(2017年9月末現在15.8兆円で日本のETF残高27.5兆円の57%を占める)の影響が大きく、日銀保有分を除けば日本の公募証券投信全体に占めるETFの比率は13%となり、米国より低い。

世界のETF市場で圧倒的なシェアを持つのは米国であり、世界全体残高の4分の3を占めている。その米国では2015年以降、従来型ミューチュアルファンドから資金が純流出

してETFへ振り替わる動きとなっている。

米国でETFへ資金が集まっている理由としては、①投資家のコスト意識・パッシブ運用志向の高まりの中で低コストのETFの人気が高まった、②ETFの品揃えが充実し、独立ファイナンシャル・アドバイザー(IFA)を含めFAが顧客ポートフォリオの部品としてETFを使う傾向にあること、③税のメリットもある(現物交換型ETFは証券の売却がないためファンド内で売買益が発生せず、従来型ファンドのようなキャピタルゲイン分配にともなう投資家課税を生じない)ことが挙げられる。

3. 販売面の動き

(1) 確定拠出年金市場の拡大

販売マーケットについて、米国などで確定拠出年金(以下「DC」)市場の重要性が増している。

ICI(米国投信協会)統計によれば、米国

のDC資産残高は、401 (k) など職域型と個人型のIRAを合わせると、2017年9月末で16.3兆ドル(職域型7.7兆ドル、IRA8.6兆ドル)、ざっと1,800兆円に達している。米国では2006年の年金法改正後、401 (k) プランについて企業が全従業員を対象にプランに自動的に加入させる(希望者は脱退を選択できる)「自動加入・オプトアウト方式」を採用できるようになった。このためプラン加入率が一層高まっていると見られる。

そして、DC資産の運用方法について、1990年代中頃から預金や保険商品よりも投信へ多くの資金が向かうようになった。2017年9月末には職域型DC資産の57%、IRA資産の48%が投信で運用されている。そうなった理由は、米国株の長期リターンが高いことを背景に、勤労者の間に「年金資金のように長期運用の場合は、短期的リスクはあっても長期的に高いリターンの見込める商品に投資すべし」との認識が浸透したことによると考えられる。

以上のようにDC資金の投信への流入が増えた結果、2017年9月末現在で米国投信(除くETF)残高の47%、株式投信(バランス型を含む)に至っては61%がDC資金で構成されている。このDC市場における投信の拡大が、米国で若者の投信保有率が高いこと(2016年現在で35歳未満の投信保有率は35%、日本は2%程度)に寄与している。

(2) 米国中心に「販売コミッションから残高フィーへ」の流れ

投信販売者の顧客からの報酬受取方法が「販売手数料から残高報酬へ」変化している。

米国では1980年以降、ファンド資産から12b-1フィーと呼ばれる販売経費を支弁することが認められ、販売者は販売手数料だけでなく、顧客の保有ファンドから毎年残高報酬を得られるようになった。そして1990年代中頃から、証券会社およびFAのビジネスモデルが個別商品販売型から資産管理型営業に変わって、FAの収入源は、顧客から管理資産残高に対し定率で受け取るフィーが中心を占めるようになってきた。また、ラップアカウントも拡大し、顧客に対するアドバイスの報酬を(ファンドからでなく)顧客から別途受け取る方式が増えている。

(3) 投資家利回りがファンド利回りより低い

世界的に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。

米国モーニングスター社は、以前から米国投資家の投資家リターンとファンドリターンを比較した分析を発表しているが、2017年に初めてグローバルな調査結果を発表した^(注2)。これによると多くの国で投資家リターンがファンドリターンを下回る結果になっている。米国の例で見ると、株式分散型ファンドの場

合、2016年末に至る10年間の年平均ファンドリターンは5.15%であったが、投資家リターンは4.36%となっていた。

■ 4. 資産運用の変化

(1) パッシブ化の進行、ファクター投資・スマートベータの普及

資産運用については、パッシブ運用の拡大と、ファクター投資・スマートベータ指数運用の増加が挙げられる。

パッシブ化について言えば、米国では株式投信（ETFを含む）残高のうちパッシブ運用ファンドは1999年末には1割程度であったが、2016年末には4割に拡大した。日本のパッシブ化率も、2017年末現在、投信協会の商品分類別統計によれば、株式投信97.4兆円のうちインデックスタイプ（ETFを含む）の残高は39.5兆円で41%と計算される（なお、日本株ファンドだけをとれば75%以上である^{（注3）}）。

世界の運用資産全体についてのパッシブ化率について、プライスウオーターハウス・クーパーズ（PwC）の最近のレポート^{（注4）}は、投信以外の運用資産を含めてであるが2016年現在で17%（その他はオルタナティブ12%、アクティブ71%）と推定しており、それが2025年には25%に高まる（オルタナティブ15%、アクティブ60%）と予測している。

そして近年、ファクター投資あるいはスマートベータという言葉が頻繁に聞かれるようになった。ファクター投資とは、銘柄選択や

投資配分の決定にあたり、バリュー・ボラティリティ・サイズ・モメンタムといった投資ファクターを活用するものであり、この投資ファクターを使って運用者が合成する指数（従来の時価総額加重ではない指数）がスマートベータ指数であると筆者は理解している。言い換えれば、投資ファクターはアクティブ運用にあたっても活用される「運用ツール」であり、スマートベータ指数に連動させる運用は、従来のアクティブとパッシブの中間的な「運用手法」と考えて良いであろう。

いずれにしても、今やアクティブ運用とパッシブ運用の境界はあいまいになりつつある。

(2) AI活用の進展

ここ1～2年、資産運用にあたってAIの活用が急速に進み、AI運用を標榜したファンドも生まれている。

従来から大量データの処理・分析結果を資産運用に活用することは行われていた。最近では、コンピューター処理能力（計算速度・容量）の進化に加え、活用できるデータが飛躍的に広がった（マクロ経済・企業財務データなど数値情報だけでなく、SNSなどインターネット上の情報を含む言語情報も数値化して取り込めるようになった）結果、AIを資産運用に使える範囲が広がった。また、AIは前述の投資ファクターの進化・改良への貢献も見込まれている。

資産運用の世界では、1961年のCAPM（Capital Asset Pricing Model、資本資産価

格モデル)の誕生以降、数十年間にわたって(前述のファクター投資理論等は開発・利用されているものの)革新的投資理論が現れていないと言われる。将棋の世界で棋士が考えつかなかった指し手をAIが編み出したように、AIが画期的投資理論・手法をクリエイトできないかと無知の筆者は期待している。

■ 5. 日本の投信ビジネスへの示唆

以上の世界投信動向等から日本の投信ビジネス推進への示唆を求めると次の通りである。

(1) DC市場への注力

米国の動きが示すように、投資信託は、DC資産の運用手段としてもっとも適性を発揮する。なぜなら、勤労者は投資信託を毎月購入し、退職時まで保有することにより、①分散された証券ポートフォリオに、②時間分散投資して、③長期保有のメリットを得ることができるからである。

また、DCは業者側のメリットも大きい。米国ではDCには三度ビジネスチャンスがあると言われる。第一に、契約を取れば毎月しかも長期にわたって安定資金を導入できる、第二に、契約者が退職した時に大きな資金の運用に関われる、第三に、相続時(顧客の家族との取引につながること)である。

日本のDC資産残高は2017年3月時点で12兆円弱とまだ小さく、投信への投資額も5兆

円(投信残高の5%)程度と推定される(注5)。DC制度は拡充しつつあるが、企業型の拠出限度額は米国の数分の1に過ぎない。

拠出限度額の引き上げなど制度改善を要望する余地、そしてDC資産の運用にあたって投信の活用をすすめる余地は米国より遥かに大きいと言えよう。

(2) つみたての推進

DCとも共通するが、定額積立ては顧客利回りの向上(成功体験)につながる。

3.(3)で述べた「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。定額積立投資を継続すれば、ドルコスト平均法の効果により、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、投資家利回りをファンド利回りより高くできる可能性がでてくる。

ちなみに、過去30年間(1988年~2017年)の年末日経平均株価の平均は16,813円であったが、各年末に定額投資をしてきた場合には平均14,689円で買えたと計算される。また、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「アロケーション型」については、10年間の投資家平均リターンが年4.31%で、ファンド利回りの4.26%を若干上回っていた。日本でもDC専用ファンドは投

資家利回りがファンド利回りを上回っているという実証分析がある^(注6)。

今年から始まった「つみたてNISA」を活用して、日本で投信保有率の低い若年層への投信の普及を進めることは、日本の投信ビジネスの一つの課題であろう。

なお蛇足であるが、最近日本でも重要性が認識され始めた「退職後の資産取り崩しと資産運用」にあたり、株式など価格変動資産を定額取り崩し（売却）することは、「平均売却単価を下げてしまう」ためお勧めできないことを付言させていただく。

(3) 「販売手数料から対残高フィーへの転換」の検討

販売に関する中長期的問題として、「販売手数料から対残高フィーへの転換」の検討が挙げられる。

日本では、投信販売に関して「新商品中心の短期売買営業」といった批判が繰り返されてきた。前述の通り、米国では証券ビジネスのモデルが「コミッションからフィーへ（売買でなく投資家の長期保有により販売者が収入を確保する仕組みへ）」移行している。日本でもラップアカウントの拡大や一部のFP会社の動きに見られるように、顧客に対するアドバイス報酬を、販売手数料でなく残高フィーで受け取る方向への変化が見られる。

残高報酬への転換は、上述の日本の投信販売における問題の改善に寄与することは言うまでもない。また、販売者報酬が顧客資産の

時価評価残高に対するフィーになることは、「顧客の資産が増えれば販売者の収入も増える」ことを意味し、「投資家と販売者がウィンウインの関係になる」という観点からも望ましいと考えられる。

(4) 日本株の価値（リターン）向上への貢献

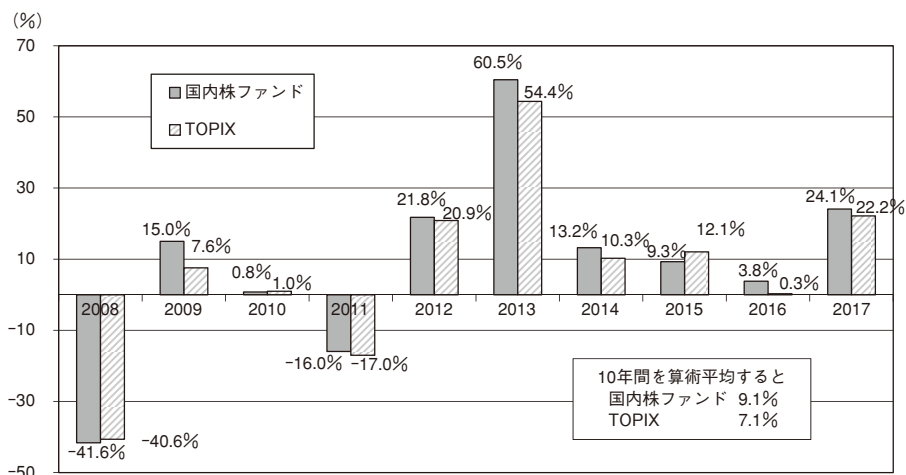
投信運用会社は、機関投資家として日本株のリターンを高めることに積極的に貢献すべきであろう。なぜなら投信ビジネスの基盤は証券市場（証券の収益性）にあるからである。

過去四半世紀にわたって日本の投信が伸び悩んだ主因は、日本の超株安・超低金利・超円高という異常な投資環境にあった。米国との比較で言うと、1989年末から2017年末までに日本の公募証券投信残高が2倍にしか増加しなかった中で、米国のそれは23倍にも増加した。その米国投信拡大の原動力は米国株の長期上昇（1989年末を100とすると米国S&P500は2017年末に758へ上昇、日本TOPIXは63に下落）にあった。

しかし、日本の株価も失われた20年を経て、漸く企業業績、企業の株式価値を反映して動くようになった。その企業価値を高めるための施策（企業のコーポレート・ガバナンス・コード、機関投資家のスチュワードシップ・コード）も充実・定着しつつある。

また、図表3のように、国内株ファンドの過去10年間（2008年～2017年）の収益率を見ると、出発年にリーマンショックの41%下落

(図表3) 日本の国内株ファンドと配当込みTOPIXの収益率比較



(出所) 国内株ファンドはモーニングスターインデックス (分配金再投資、加重平均) より計算、TOPIXは東京証券取引所 (配当込みTOPIXの投資収益率)

があったにも拘わらず、10年間通算では幾何平均で5.9%、算術平均で9.1%のリターンを取めている。投資家に長期投資を勧められるパフォーマンスになってきた。さらに投資優遇税制も拡充し、投資家心理も徐々に好転することが期待される。

こうした状況下、投信運用会社はステewardシップ・コードの履行を通じ、日本企業の価値向上に積極的に貢献し、運用パフォーマンスの更なる向上と個人の資産形成促進に結びつけるべきであろう。

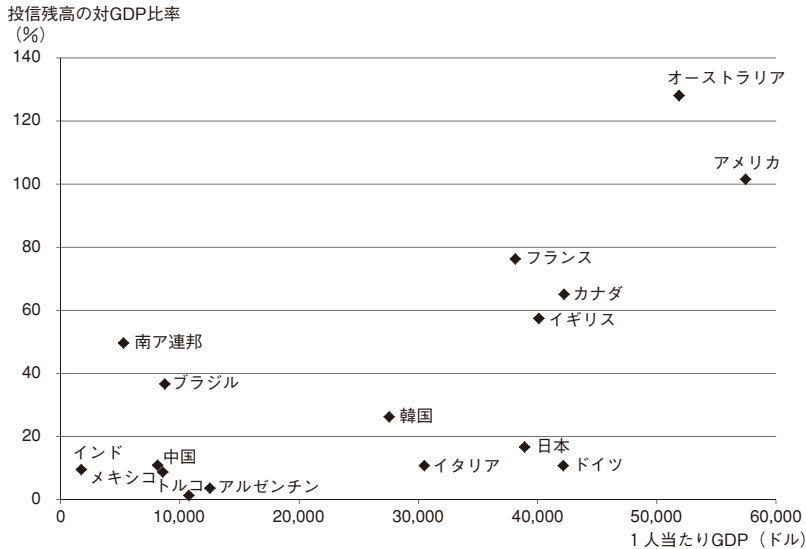
(5) 外国投資家の資金獲得への取り組み

1. (2)で述べたように、新規に投信制度を導入する国があることを含めて新興国の投信市場の成長率は高い。図表4はG20諸国のうち投信残高統計を入手できる16か国の「1人

当たりGDP」と「GDPに対する投信残高の比率」の関係を示したものである。「横軸の1人当たりGDPが増えれば、縦軸のGDPに対する投信残高の比率も上昇する」ことが読み取れる。

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 (図表4の横軸) と、「GDPに対する投信残高の比率の上昇」 (図表4の縦軸) との掛け算効果で投信残高が急拡大することが見込まれる。中国、インドなどアジア諸国がその典型であることは言うまでもない。折から、アジア域内において投信の相互販売を容易にするための制度「アジア地域ファンド・パスポート」が動きだしている。日本の家計金融資産が外国に比べ伸び悩む中で、日本の投信会社は、地の利のあるアジアなどで海外投資家の資金獲得を目指すこともビジネス拡大につながる。

(図表4) G20諸国の1人当たりGDPと投信残高の対GDP比率の関係(2016年)



(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IIFA、GDP・人口はIMF “World Economic Outlook Database Apr. 2017” を用い計算。

■ おわりに

「早く死にすぎて困らぬために保険があり、長生きして困らぬために投信がある」。

これは1961年に野村証券調査部が発行した『成長経済下の投資信託』のむすびの中にある一文である。60年近くも前に書かれたものだが、投信の果たすべき機能を言い得て妙の感がある。

人生100年時代を迎え、[退職後に備える長期的資産形成]に加え、[退職後の効率的資産運用]も重要になっている。そうしたニーズに応えるために「共同投資のしくみにより分散投資と専門家運用を容易にする」投信の役割は益々大きくなっていると言えよう。高

齢化で世界の先頭を走る日本においてこそ、投信が多くの人に活用されることを望みたい。

(注1) 世界の投信の嚆矢については18世紀のオランダという説もあるが、今日の投資信託につながるものは、本文記載のファンドである。

(注2) Morningstar Manager Research “Mind the Gap: Global Investor Returns Show the Costs of Bad Timing Around the World” (May 30, 2017)

(注3) 投信協会統計(2017年末現在)「株式投信の商品分類別内訳」の「国内株式ファンド」残高に対する「インデックス日経225、TOPIX」合計の比率は75%と計算される。

(注4) PwC “Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change” (2017)

(注5) 格付投資情報センター「DC年鑑2017」掲載データより計算。

(注6) 2017年5月8日付日本経済新聞