

アメリカのファンド市場①： オープン・エンド・ファンドの規模と傾向



東京証券取引所 ニューヨーク駐在員事務所長

木村 亮太

1. はじめに

近年、アメリカでは、株券等の売買手数料の無料化、端株を活用した少額投資サービスの充実化等により、個人投資家による有価証券の分散投資や少額投資のハードルが以前と比べて低下してきている。かつては少額投資や分散投資を可能とする商品として、ミューチャル・ファンドに代表される公募ファンドがその役割を担ってきたことから、ここ最近の新しいサービスの台頭を受けてアメリカの

ファンド市場が縮小しているかという点、実はそうではなく、逆に目覚ましい勢いで規模が拡大し、競合するサービスにも呼応する形で手数料も安くなっていることが見てとれる。

アメリカのファンドといっても、一言でその内容を紹介することは難しい。その歴史は100年近くにわたるとされており、外形的な種類、募集の形態、投資対象となる資産も多様であるため、その全体像を簡易に説明することは困難である。とはいえ、現在のアメリカのファンド市場における主要なファンド形態や規模、そしてその特徴や変化のトレンドを理解しておくことは、相対する日本のファンド市場を考察するうえでも有意義であると考えられる。そこで今回は、米国投資信託協会（ICI^{（注1）}）が発行している「2020 Investment Company Fact Book^{（注2）}」より、多くの市場関係者にとって身近な公募ファンドに関する内容の紹介を中心に、適宜日本の状況も織

〈目 次〉

1. はじめに
2. 世界のファンド市場におけるアメリカのファンド市場の規模等
3. オープン・エンド・ファンドの最近の様相
4. おわりに

(図表1) 各地域のファンド銘柄数比率及び運用資産総額 (2019年)

	運用資産総額 (兆ドル)		ファンド数 (銘柄)	
		(比率)		(比率)
アジア・パシフィック	7.3	13%	35,260	29%
(うち日本)	(2.1)	(4%)	(12,863)	(10%)
ヨーロッパ	18.8	34%	56,924	46%
アメリカ	25.7	47%	10,041	8%
その他	3.1	6%	7,440	17%
合計	54.9	100%	122,528	100%

(出典) ICIより筆者作成

り交ぜつつ、①オープン・エンド・ファンドの規模と傾向、②(オープン・エンド・ファンドの内訳である) ミューチャル・ファンドとETFの最近の状況、そして③運用コストのトレンドという3つの切り口から、アメリカのファンド市場の概要を見てみることにする。なお、本稿中、意見に関わる部分については、筆者の私見であることに留意されたい。

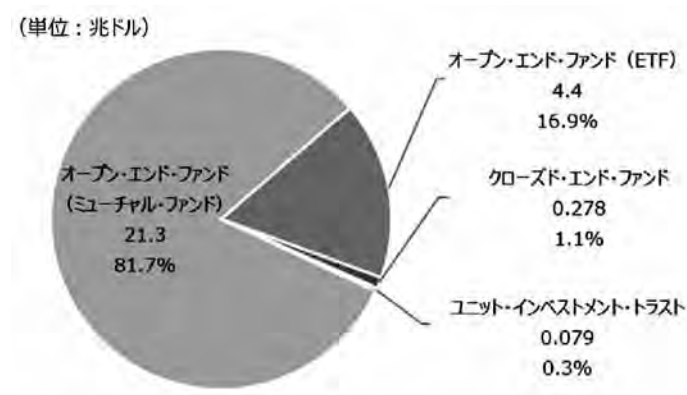
2. 世界のファンド市場におけるアメリカのファンド市場の規模等

ICIによると、2019年末時点、世界の規制オープン・エンド・ファンド(注3) 市場にはファンド数で122,528銘柄、運用資産総額で54.9兆ドルの資産が運用されている。このうち、アメリカのオープン・エンド・ファンドに関しては、銘柄数ベースでは10,041銘柄(8%)に過ぎないものの、運用資産総額ベースでは25.7兆ドル(46%)を占める世界最大のファンド市場となっている(図表1)。

アメリカのファンドの多くは1940年投資会社法(注4)(1940年法)に基づく登録投資会社(RIC(注5))である。ICIでは、これらRICを大きく「オープン・エンド・ファンド」、「クローズド・エンド・ファンド」及び「ユニット・インベストメント・トラスト」の3つのカテゴリーに大別している(注6)。

- ・オープン・エンド・ファンド：1940年法Section 5 (a) (1)の規定に基づくファンド。発行者が投資家の要求に従って、原則として、いつでも1口あたりの純資産額で設定や償還に応じる一方、非流動的資産への投資制限や借入の制限等がある。ミューチャル・ファンドとETFに二分される。
- ・クローズド・エンド・ファンド：1940年法Section 5 (a) (2)の規定に基づくファンド。組み入れ資産の時価に基づく純資産価格での買い戻しや解約を原則として認めておらず、一般的には取引所に上場して流通する。
- ・ユニット・インベストメント・トラスト：

(図表 2) アメリカのファンド市場の商品別内訳 (2019年)



(出典) ICIより筆者作成

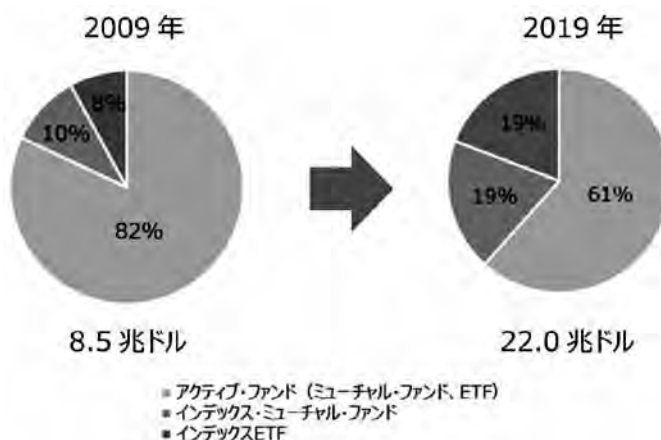
1940年法Section 4 (2) の規定に基づくファンド。あらかじめ選択したポートフォリオを原則として固定的に一定期間保有する仕組みであり、SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY) のような初期の一部のETFなどが含まれる。

冒頭で説明のとおり、2019年末時点において、アメリカのオープン・エンド・ファンドの運用資産総額は25.7兆ドルであったわけであるが、ここで同時点のクローズド・エンド・ファンドとユニット・インベストメント・トラストも加えてみると、2019年末のアメリカのファンド市場の運用資産総額は約26兆ドルとなる (図表 2)。実に運用資産総額の98%超がオープン・エンド・ファンドである一方で、クローズド・エンド・ファンドとユニット・インベストメント・トラストの運用資産総額は極めて小さいことが分かる。さらに、

オープン・エンド・ファンドの大部分はミューチャル・ファンドとなっている。急成長を続けるアメリカETF市場の資産規模が2019年末に4.4兆ドルに達して大きな話題になったことも記憶に新しいが、それでもミューチャル・ファンドの運用資産規模と比較すると、まだまだETFのシェアは小さいと言えよう。

初回のレポートでは、この3つのファンドのカテゴリーのうち、特に規模の大きなカテゴリーであるオープン・エンド・ファンド (ミューチャル・ファンド + ETF) に関して、ここ最近日本でも同様に話題にあがるインデックス・ファンドの増加とESGファンドの状況について紹介する。

(図表 3) オープン・エンド・ファンドの運用手法別運用資産額シェアの変化



(出典) ICIより筆者作成

3. オープン・エンド・ファンドの最近の様相

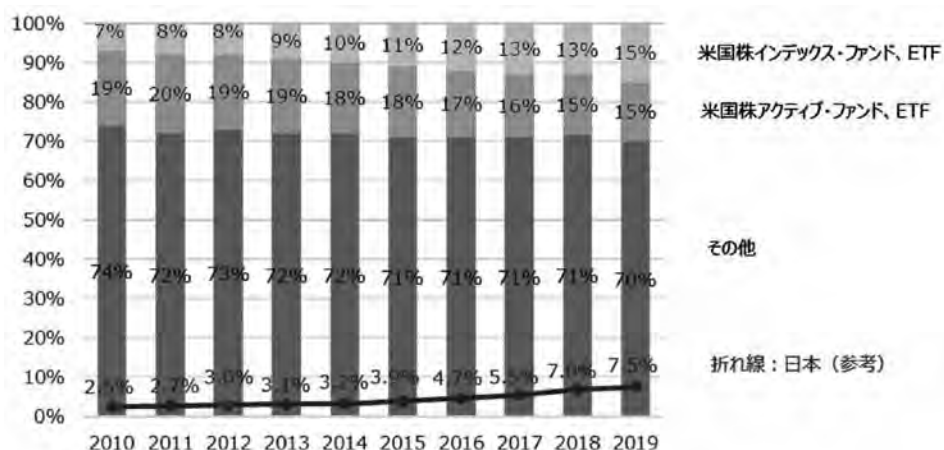
(1) インデックス・ファンドの増加

昨今の傾向として、世界のファンド市場においてインデックス・ファンドが増加しているという声が聞かれるところであるが、アメリカも例外ではない。ICIによると、今から約10年前の2009年、インデックス・ファンドの運用資産総額がアメリカのファンド市場全体の運用資産総額に占める割合は20%にも満たなかったところ、2019年ではこの割合は40%弱とほぼ倍増しているとのことである (図表 3)。

ICIの統計からは、2010年から2019年までの10年間に於いて、アクティブ運用のミューチャル・ファンド全体では約1.2兆ドルの資

金流出が見られた。ただし、その中身を細かく見てみると、むしろ債券・ハイブリッドファンドは約0.8兆ドルの資金流入を記録していることから、アクティブ運用のミューチャル・ファンドの資金流出は、むしろ株式ファンド (約2.0兆ドルの資金流出) に集中していたと言える。一方、同期間のインデックス運用のミューチャル・ファンドを見てみると、株式ファンドは0.8兆ドル、債券・ハイブリッドファンドは約0.5兆ドルの共に資金流入となっている。また、この時期は株式ETFに関して約1.7兆ドルの資金流入が見られたとのデータもある^(注7)ことを踏まえると、アメリカのオープン・エンド・ファンド市場におけるこの10年間は、主に株式ファンドを中心に、アクティブ運用からインデックス運用へのシフトが見られた期間だったと言えるだろう。

(図表 4) 株式市場の時価総額に占めるインデックス・ファンドとアクティブ・ファンドの比率



(出典) ICI、投資信託協会及び東証より筆者作成

このような動きが見られた株式のオープン・エンド・ファンドに関して、株式市場全体の視点から眺めてみたい。前述のとおり、株式市場ではアクティブ・ファンドからインデックス・ファンドに向けて、大きな資金の移動が起きたわけであるが、両者のサイズは株式市場全体の時価総額から見ると果たしてどの程度なのだろうか。図表 4 はアメリカの株式市場全体の時価総額のうち、米国株に投資するオープン・エンド・ファンドのインデックス・ファンドとアクティブ・ファンドのそれぞれの運用資産の比率の変化を示したものである。この10年間、オープン・エンド・ファンドの運用資産が株式市場全体の時価総額に占める比率は26%（2009年）から30%（2019年）で概ね安定的に推移しており、その内訳としてアクティブ・ファンドのウェイトが低下する一方、インデックス・ファンド

のウェイトが上昇し、2019年においては両者がほぼ同水準になっていることがわかる。

なお、図表 4 にて、「日本（参考）」として記載している折れ線グラフは、日本の公募株式投信の日本株投資額が東証の時価総額合計に占める比率である。日本の場合、この比率は2.5%（2009年）から7.5%（2019年）と約3倍に増加しているが、それでもアメリカの30%（2019年）の水準には遠く及ばない。これは株式市場のサイズと比較した場合、日本の株式ファンド市場がアメリカの株式ファンド市場よりもはるかに小さいこと、そしてそれは同時にまだ多くの成長余地を残していると言えるのではなかろうか。

ところでアメリカでは、インデックス・ファンドを含むインデックス運用のプレゼンスは年々拡大傾向にあると言われており、それは上の図表 4 から明らかなである。ただし、

この比率はあくまでオープン・エンド・ファンド形態をとっているインデックス運用商品の運用資産の比率を示しているに過ぎず、例えば機関投資家が個別株を直接保有してインデックス運用をしている場合、その運用資産は2019年に関してはインデックス・ファンドの15%のほうではなく、その他の70%のほうに含まれている。したがって、アメリカの株式市場におけるインデックス運用の実質的な割合は上のデータよりもはるかに大きいものであることが推察でき、かつそのウエイトが今後も徐々に増えていくことが見込まれているとなると、インデックス・ファンドを含むインデックス運用が株式市場に与えるインパクトはますます無視できないものになるだろう。

アメリカの株式市場におけるインデックス投資合計の比率には諸説ある。例えば、Acadianによると、2018年3月時点でインデックス投資のミューチャル・ファンドや機関投資家が保有する運用資産は、株式市場の時価総額の約30%とのことである^(注8)。同様に、The Economistは、2019年8月時点、機関投資家によるインデックス投資の運用資産の比率は株式市場の時価総額の14.7%であるとし、同時期のミューチャル・ファンドとETFの合計比率（15.1%）とほぼ同水準であると推定している^(注9)。両見解が概ね正しいと仮定した場合、アメリカ株式市場の約30%の資産がインデックス運用で投資されているということになる。この比率が今後どのよ

うに変化していくのか、そしてそれは株式市場の価格形成等にどのような影響を与えることになるのか。これら点は将来の研究課題として極めて興味深い分野であると考ええる。

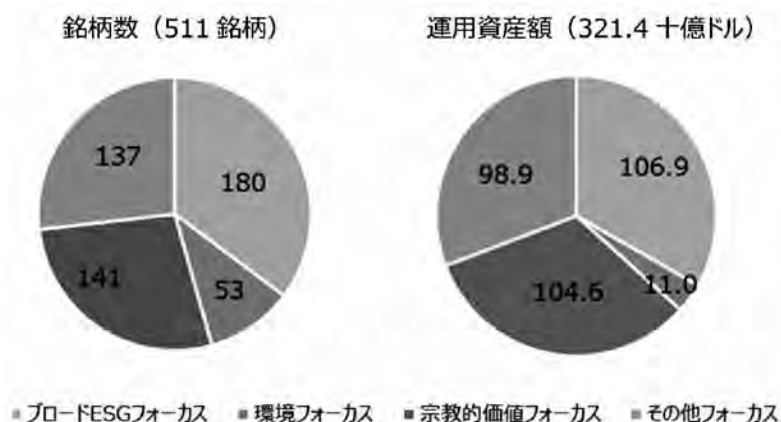
(2) ESGファンドの状況

ESG投資、社会的責任投資、インパクト投資といった、社会の問題点に言及し、その改善を見いだすことを目的の一つに置いた投資（以下、総称して「ESG投資」）は、近年アメリカでも注目を集めている投資手法であり、オープン・エンド・ファンドにおいても、アクティブ運用、インデックス運用を問わず、このようなESG投資の手法を用いたファンド（以下、「ESGファンド」）が多く組成されている。

しかしながら、ファンドがESGの各要素のうちどの要素にフォーカスするか、何を基準にフォーカス分野をポートフォリオに反映させるのか、問題があるとみなす企業を除外するのか、それとも投資をして積極的にエンゲージしていくことで改善を促すのかなど、ESG投資に関する確立された投資手法や定義は存在せず、あくまでファンドによって様々である。それゆえに、ESGファンドとそれ以外のファンドを選別する基準についても明確なものがあるわけではなく、世に多くの基準が存在していることも事実である^(注10)が、ここでは一つの例として、ICIの選別方法とそれに基づく集計結果を紹介したい。

まず、ICIのESGファンドの選別方法であ

(図表 5) ICIの定義に基づくESGファンドの銘柄数・運用資産額内訳 (2019年)



(出典) ICIより筆者作成

るが、“可能な限り客観的に分類するために、目論見書を通じて、特に「投資目的」と「主たる投資戦略」に着目したうえで、あらかじめ決められたESGに関連する用語が用いられているかどうかをもってESGファンドを選別”しているとのことである。さらにICIは、このように選別されたESGファンドに関して、以下の4つのサブカテゴリーに分類している。

- ・ブロードESGフォーカス：ESGファクター全般に関してフォーカス。投資に際してESGの3要素全てを考慮しているか、ファンド名に“ESG”の用語を有している。インデックス・ファンドに関しては、例えばMSCI KLD 400 Social Indexのような社会的責任投資指数をトラックするファンドなど。
- ・環境フォーカス：より環境面に特化して

フォーカスしたファンド。例えば“代替エネルギー”、“気候変動”、“クリーン・エネルギー”、“環境問題解決”、“ロー・カーボン”といった用語などを基本的な投資原則の中で用いている、又はそれらの用語をファンドの名前に有しているもの。

- ・宗教的価値フォーカス：何か特定の宗教的価値に従って投資を行うファンド。
- ・その他フォーカス：環境、社会又はガバナンスのどれか1つか2つの組合せ（ただし3つすべてではない）にさらにフォーカスしたファンド。多くのファンドが、特定の種類の投資をネガティブスクリーニングしている。

図表5のとおり、ブロードESGフォーカスのファンドが運用資産額で最大（1,069億ドル）であるのは想定どおりであるが、それと

ほぼ同規模の運用資産額（1,046億ドル）が宗教的価値フォーカスのファンドに投資されていることは、多民族・多宗教から成るアメリカの特徴の一つではなかろうか。この宗教的価値フォーカスに属するとされるファンド2銘柄を例にとって紹介すると、まず、Global Xが組成しているETFに「Global X S & P 500 Catholic Values」（CATH）というETFが挙げられる。このETFは、S&P500構成銘柄をユニバースとしつつ、米カトリック中央協議会^{（注11）}が考えるカトリック価値に合わないビジネス（武器、避妊、妊娠中絶、幹細胞研究、ポルノ制作、チャイルド・レイバー）に係る収益を計上し、又は関与している企業を除いてポートフォリオを構成するというETFである^{（注12）}。もう一つの、Inspireが組成する「Inspire Global Hope ETF」（BLES）というETFは、独自の手法を用いて聖書に書かれている本質的価値の考え方に沿ったビジネス、世の中にポジティブなインパクトを与えるビジネスをスコアリングし、そのスコアに基づいてポートフォリオを構築するETFであり、上のCATHと同様の業種を排除し、そのうえで教育、疫病対策、貧困対策、その他キリスト教関連の商品に携わる企業に重点投資をするETFである^{（注13）}。他にも、詳細は割愛するが、イスラム教の教戒に則したビジネスを行う企業に投資をするファンドなども宗教的価値フォーカスに分類されている。これらを踏まえて考察すると、宗教的価値フォーカスは、ある意味S（社会）

フォーカスのファンドとも言い換えることが可能かもしれない。そういう視点で改めてこの図表を見てみると、宗教的価値フォーカスのファンドが大きなシェアを占めていることは十分理解ができるし、Black Lives Matter運動をトリガーとして各種社会的活動が高まりを見せている現状において、今後アメリカではさらにこのカテゴリーが注目されていく可能性は高いだろう。

もう一つの特徴として、環境フォーカスのESGファンドは銘柄数ベースでは10.4%（53銘柄）であるものの、運用資産額ベースではESGファンドの全体の0.3%（110億ドル）と極めて小さいことが挙げられる。アメリカにおいて環境フォーカスのファンドはESGファンドの中でまだ十分なプレゼンスを発揮できていないということであり、この点は、ヨーロッパ諸国のESGファンドの様相と比較することができたとしたら、両地域の違いとして浮彫りになる点ではなかろうか。ESGファンドに関する統計は世界的にも歴史が浅く、現時点で十分な地域間・時系列の分析ができるわけではないことから、今後のデータの拡充に期待したいところである。

■ 4. おわりに

2019年末現在、アメリカでは、1億人以上、世帯数で見ると5,970万世帯（総世帯数の約半分）が本日紹介したファンド等に投資をしていると言われている。また、しばしば指摘

される統計として、日本の個人金融資産（1,903兆円）のうちファンドが占める割合は3.9%であるのに対して、アメリカの個人金融資産（88.9兆ドル）のうちファンドが占める割合は12.0%とのことである（注14）。これらの数値からは、ファンドという金融商品がアメリカの個人や家計の資産形成において重要な役割を果たしていることは明らかであろう。

アメリカのファンド市場を紹介するシリーズ・レポートの第1回目では、まずは公募ファンドに絞ったうえで、特に規模の大きいカテゴリーであるオープン・エンド・ファンドに関して最近見られる主な特徴を紹介した。次のシリーズ・レポート第2回目では、このオープン・エンド・ファンドの内訳であるミューチャル・ファンドとETFに関して、さらに詳しく見ていくこととする。

存する事例も少ないと思われるため、本稿での説明は割愛する。

（注7） Statista調べ。

（注8） 〈<https://www.acadian-asset.com/viewpoints/passive-investing-and-quant-efficacy>〉

（注9） 〈<https://www.economist.com/briefing/2019/10/05/the-stockmarket-is-now-run-by-computers-algorithms-and-passive-managers>〉

（注10） 2020年5月21日、SECの投資家諮問委員会は、上場企業のESG要素を含む報告要件を改訂する取組みを開始すべく、SECに勧告した。しかし、この勧告には明確なESGの定義が盛り込まれているわけではなく、かつSASB等の特定の報告基準を支持するものではない。本稿執筆時点において、この勧告を踏まえ、SECがどのような対応を採るかは未定であるが、米国の投資コミュニティにおいて、ESGの何らかの定義や開示基準の明確化が求められていることは確かである。

（注11） US Conference of Catholic Bishops

（注12） <https://www.globalxetfs.com/funds/cath/>

（注13） <https://www.inspireetf.com/etf/inspire-global-hope-large-cap-etf/>

（注14） 2020年4月投資信託の主要統計（投資信託協会）より。

（注1） Investment Company Institute

（注2） Investment Company Institute. 2020. 2020 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. Washington, DC: Investment Company Institute.

Available at www.icifactbook.org.

（注3） Regulated Open-end Fund。各国の法体系に基づき規制を受けているファンドのうち、オープン・エンド・ファンドのものを指す。

（注4） Investment Company Act of 1940

（注5） Registered Investment Company

（注6） 制度上は1940年法Section 4（1）の規定に基づくFace-amount certificate companyも存在するが、ここで挙げた3つのカテゴリーと比較して現

