

残高 10 兆ドルの大台に乗った米国投資信託

井潟 正彦、岩井 浩一

要 約

1. 2006 年末に米国投資信託の純資産残高が 10 兆ドルの大台に乗った。米国名目国内総生産の 8 割に匹敵する残高の大きさもさることながら、投資信託が資金仲介面で果たしている役割の大きさも注目される。家計金融資産に占める投資信託の比率は 1990 年代半ば以降、常に預金を大きく上回っているほか、投資信託は企業部門等への主要なリスク・キャピタル供給ルートとなっている。
2. 投資信託は 1980 年代以降、着実に一般家計にまで広がっていったが、その背景には 401(k)プランや IRA (Individual Retirement Account) といった確定拠出型年金の存在があった。小口資金でも専門家による運用や分散効果を得られるという投資信託の機能が、自助努力により退職後の生活に備えようという家計の資産形成ニーズに合致したのである。最近では、教育費の積立を行う 529 プランや医療積立口座 (HSA、Health Savings Account) といった税制優遇口座も導入されている。
3. 米国では、2006 年 8 月の企業年金改革法の制定や全米商工会議所が設けた「21 世紀の米国資本市場規制に関する委員会」での議論など、年金制度や資本市場の更なる発展を目指す動きが進んでおり、投資信託が果たしている役割が今後益々注目されよう。
4. わが国の投資信託市場は、純資産残高が今年 3 月末に 73 兆円となるなど、近年急速に拡大しているが、米国に比べると、その成長はまだ緒に就いたばかりといえるだろう。銀行部門にリスクが集中し過ぎているわが国金融システムにとって、投資信託市場の育成・拡充を進めていくことは、現預金に偏った家計部門の資産配分を改善させると同時に、複線的な資金仲介メカニズムを構築する上で、急務の課題といえるだろう。

I. 資金仲介面で大きな役割を果たす米国投信市場

1. 対名目 GDP 比率にして 8 割という規模
米国の投資信託の残高が昨年末に 10.4 兆ドル (1 ドル 120 円換算で約 1,250 兆円) と

なり、年末値として初めて 10 兆ドルの大台に乗った (図表 1)。2006 年の米国・名目 GDP (国内総生産) 13.2 兆ドルに対し 78.6% の規模であり、その存在感の大きさがわかる。日本の個人金融資産 (約 1,541 兆円) 全体と比べても見劣りしない。

投信の種類別に見ても、株式ファンド 5.9

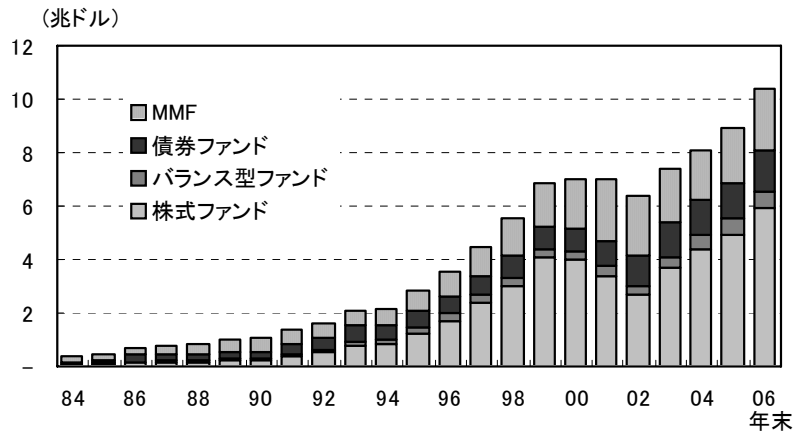
兆ドル（約 708 兆円）、マネー・マーケット・ファンド 2.4 兆ドル（約 288 兆円）、債券ファンド 1.5 兆ドル（約 180 兆円）、バランス型ファンド 0.7 兆ドル（約 84 兆円）と、それぞれが過去最高の残高を記録した。

2. 米国の投資信託は預金を上回る地位

残高の大きさもさることながら、米国において、投資信託が果たしている資金仲介の役割の大きさも注目される。

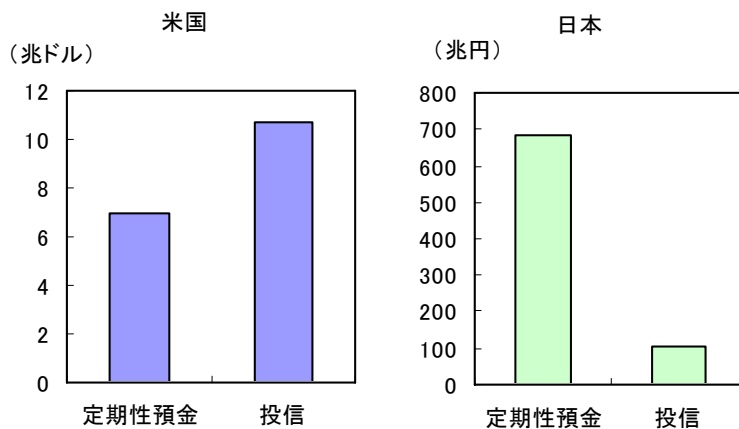
第一に、投資信託の残高が定期性預金を大きく上回っていることがあげられよう。図表 2 に示すように、投資信託は定期性預金の約 1.5 倍の規模に達している。そして、図表 3 は、定期性預金残高（米国内分）の上位ランキング 10 行と、投資信託会社の運用残高（MMF を除く）の上位ランキング 10 社である。投資信託が定期性預金を凌駕している状況は、個社ベースでみると一層歴然としている。バンク・オブ・アメリカや JP モルガン

図表 1 米国・投資信託純資産残高の推移



(出所) 米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 投資信託と定期性預金の規模 (2006 年 12 月末)



(注) 米国の投資信託には変額年金経由の保有分も含む。

(出所) FRB 資料、米国投資会社協会資料、日本銀行資料より野村資本市場研究所作成

チェースが各々保有する定期性預金の残高約 1,300 億～1,600 億ドル（約 15.6 兆円～19.2 兆円）は、投資信託会社のランキングでせいぜい 9～10 位の規模に過ぎず、1～3 位のキャピタルリサーチやバンガード、フィデリティが運用する投資信託の残高約 9,000 億～11,000 億ドル（約 108 兆円～132 兆円）には遠く及ばない。さらに、図表 4 は米国の投資信託の運用残高上位 20 本である。ここに掲げられている投資信託の一本分の残高が、前

掲の銀行ランキングの一行分の定期性預金残高にほぼ匹敵、ないし上回る水準であると言っても過言ではないだろう。

この背景には、投資信託が米国の家計資産の受け皿として代表的な地位を占めるようになったことがあげられる。家計金融資産に占める投資信託の割合は、個人退職勘定（IRA）や 401(k)プランといった確定拠出型年金および変額年金を経由した保有分も含めると 20%に達している。現預金の構成比

図表 3 定期性預金残高と投資信託純資産残高の上位 10 社ランキング

(億ドル)		(億ドル)	
銀行持ち株会社	定期性預金残高	投資信託会社	投資信託残高
バンク・オブ・アメリカ	1,586	キャピタルリサーチ	10,675
JPモルガンチェース	1,310	バンガード	9,380
ウェルズ・ファーゴ	795	フィデリティ	8,962
ワコビア	601	フランクリン・テンプルトン	3,275
シティグループ	475	TIAA-CREF	2,034
サントラスト・バンク	457	T・ロウ・プライス	1,962
ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド	431	オッペンハイマー	1,942
BB&T	316	ピムコ	1,847
USバンコープ	295	モルガンスタンレー	1,585
カントリーワイド・フィナンシャル	280	ドッジ&コックス	1,365

(注) 1. 定期性預金残高は米国内分で 2006 年 6 月末時点。
 2. 投資信託残高は MMF を除く純資産残高で 2006 年 12 月末時点。
 (出所) FDIC 資料、米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 上位 20 ファンド (2007 年 1 月時点)

(億ドル)		
順位	ファンド名	残高
1	キャピタル・グロースファンド・オブ・アメリカ	1,665
2	バンガード500インデックス	1,212
3	キャピタル・ユーロパシフィック・グロース	1,008
4	ピムコ・トータル・リターン	999
5	キャピタル・インベストメントカンパニー・オブ・アメリカ	901
6	キャピタル・インカムビルダー	868
7	キャピタル・ワールドグロース&インカム	859
8	キャピタル・ワシントンミューチュアル・インベスターズ	858
9	バンガード・トータルストックマーケットインデックス	817
10	キャピタル・インカムファンド・オブ・アメリカ	802
11	フィデリティ・コントラファンド	699
12	ドッジ&コックス・ストック	682
13	バンガード・インスティテューショナル・インデックス	671
14	キャピタル・アメリカン・バランスト	568
15	キャピタル・ニューパースペクティブ	540
16	フランクリン・インカム	537
17	バンガード・ウィンザー II	495
18	フィデリティ・ダイバーシファイド・インターナショナル	484
19	バンガード・ウェリントン	463
20	フィデリティ・マゼランファンド	452

(注) オープンエンド型投資信託 (MMF を除く) の上位 20 ファンド。
 (出所) セルリー・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

13%よりも高い。

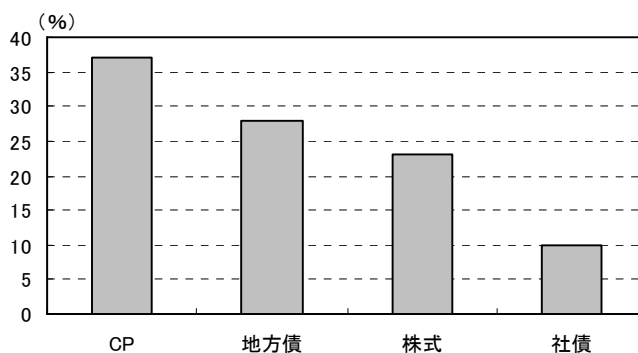
3. 家計からのリスク・キャピタル供給ルート

第二に、米国の投資信託は、企業部門などに対して重要な資金供給源となっている。2005 年末時点で既に、投資信託は株式の 23%、地方債の 28%、コマーシャル・ペーパーの 37%などを保有するに至っている（図表 5）。投資信託は小口の資金に対しても分散投資によるリスク軽減効果を提供できる金融機能であり、まさに一般の家計による

有価証券投資にふさわしい手段と位置づけられよう。米国においては、投資信託こそが、家計からのリスク・キャピタル供給の一翼を担っており、市場型金融モデルの要になっている。

一方、日本の投信市場では、今年 3 月末に純資産残高（契約型公募投信）が 73 兆円となった。しかし、これは 2006 年の名目 GDP の約 14%に過ぎないほか（図表 6）、家計金融資産に占める投信の構成比（06 年 12 月）は約 4%（図表 7）、上場企業の株式発行残高に占める投信保有割合（06 年 3 月）

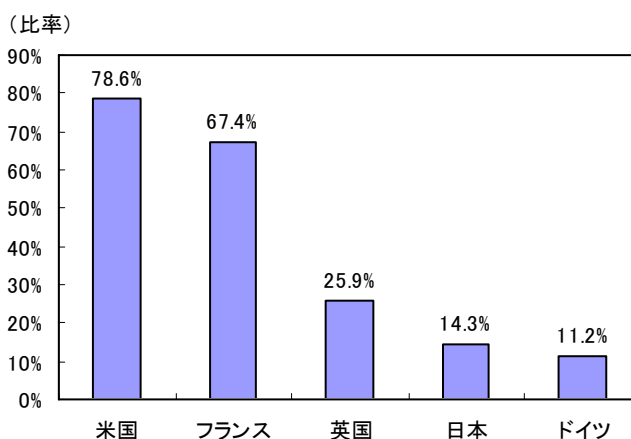
図表 5 米国投資信託の証券別保有割合



(注) CPはコマーシャル・ペーパー。

(出所) 米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

図表 6 投資信託純資産残高の対名目 GDP 比率



(注) 1. 日本は 2007 年 3 月時点の投資信託残高の 2006 年名目 GDP に対する比率。

2. 米国のデータは 2006 年末時点。フランス、英国、ドイツのデータは 2005 年末時点。

(出所) 米国投資会社協会資料、各国政府資料、ブルンバークから野村資本市場研究所作成

は約 6%（図表 8）と、いずれも米国に比べ低い水準である。日本の投資信託は近年急速に拡大しつつあるが、米国に比べるとまだ緒に就いたばかりと言わざるを得ない。

II. 投信市場の発展に不可欠であった確定拠出型年金

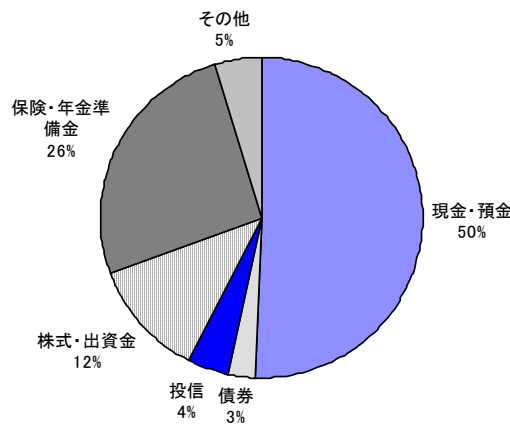
1. 90 年代半ばに投資信託と預金の地位が逆転

投資信託の規模を巡るこうした日米間の格

差については、国民性の違いなどで片づけるきらいがある。しかし、実は今からおよそ 20 年前、1986 年末の米国の家計金融資産に占める投資信託の割合は、今の日本とほとんど変わらない 5%にすぎなかった（図表 9）。この割合はその後、1996 年末までの 10 年間で 10%に、さらに、その後の 10 年間で 20%に達したのである。

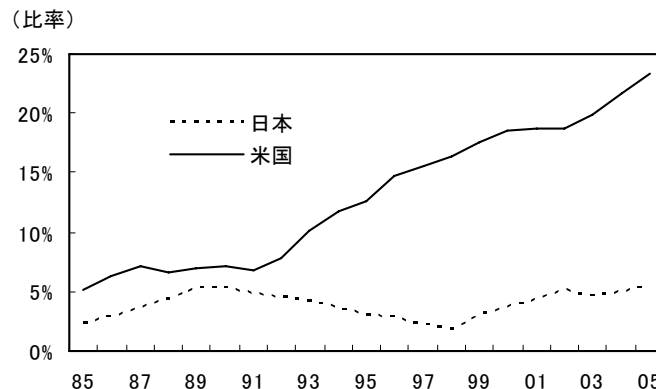
一方、家計金融資産に占める現預金の割合は、80 年代半ばには 20%以上で推移していたが、その後低下を続け、90 年代半ばには

図表 7 日本・家計金融資産（2006 年 12 月末）



（出所）日本銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 投資信託の株式保有割合



（注）日本は年度末、米国は年末の値。

（出所）東京証券取引所資料、FRB 資料より野村資本市場研究所作成
資本市場研究所作成

投資信託の割合を下回って、現在に至っている。そして、こうした家計金融資産における投資信託の地位上昇に伴い、86 年末には約 7,157 億ドルに過ぎなかった投資信託は 1996 年末までの 10 年間で約 5 倍、その後の 10 年間でさらに約 3 倍、すなわち、およそ 20 年間の通算で約 15 倍に拡大し、10 兆ドルの残高となった。

2. 普及に貢献した確定拠出型年金

このように米国において投資信託が、家計の資産運用手段としての地位を確立するに至った大きな要因として、個人がいわゆる自助努力で退職後に備えるための税制優遇プランである確定拠出型年金の存在が大きかったことはよく知られている。いわゆる 401(k)プラン（従業員ごとに設けられた口座の資金運用先を、従業員が自ら指図する制度）と IRA（一般の個人が口座を開き、資金運用先を個人が自ら指図する制度、Individual Retirement Account）である。

図表 10 は、米国の家計が 401(k)と IRA を

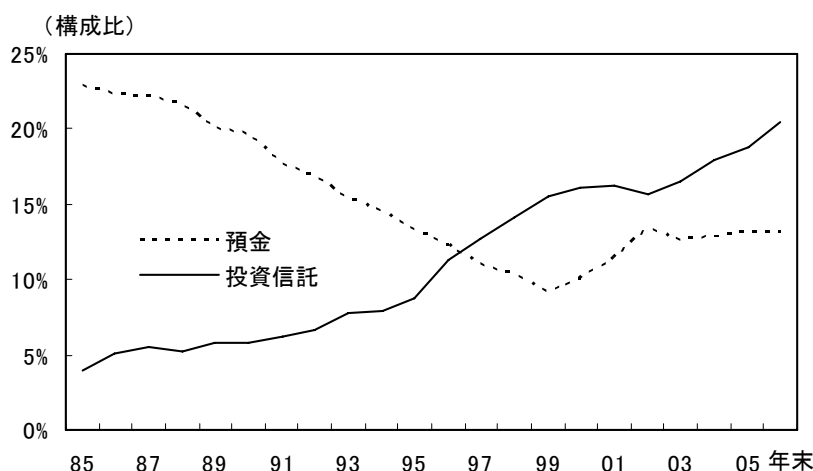
入口として、どれだけ投資信託を保有しているかと、家計がとくに税制優遇のない一般的なチャネルを経由して保有している投資信託の残高とを比べてみたものである。

80 年代後半以降、とりわけ 90 年代に入ってから、もちろん一般的なチャネルを経由して保有される投資信託の残高も拡大しているが、それ以上に 401(k)プランと IRA を入口として保有されている投資信託の残高が大きく拡大していることが目をひく。家計が保有する投資信託全体に占める 401(k)プランと IRA を入口として保有された投資信託の割合（図表 10 の折れ線グラフ）を見ると、80 年代半ばには 10%強に過ぎなかったが、その後、大きく上昇を続け、90 年代半ば以降は、35~40%で安定的に推移するようになった。米国では家計が保有する投資信託の 3 分の 1 以上が、確定拠出型年金を経由したものである。

3. 「貯蓄から投資へ」の牽引車

401(k)プランと IRA は制度としては 80 年

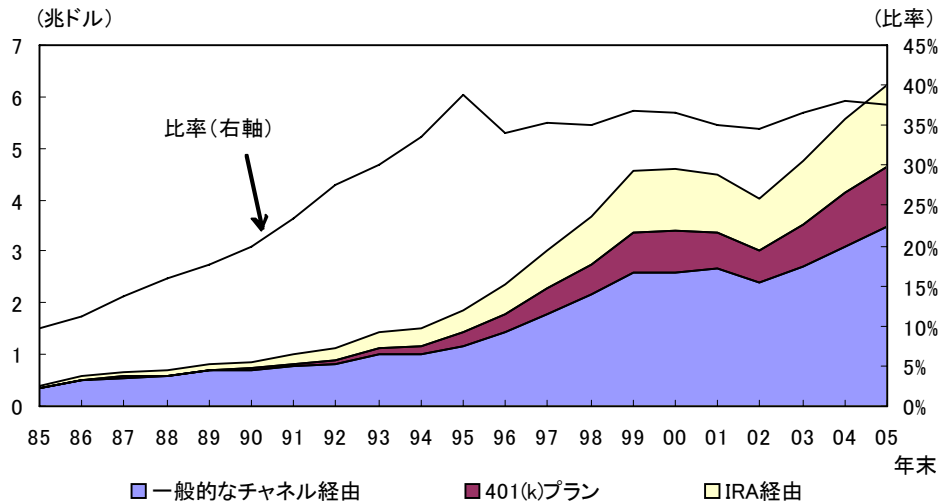
図表 9 米国・家計金融資産に占める投信と現預金の比率



- (注) 1. 家計金融資産に占める構成比。
 2. 投資信託は、一般チャネル経由（含む IRA 経由）、401(k)プラン、変額年金経由の合計を利用。
 3. 変額年金については、1996 年末以降のデータを利用。

(出所) FRB 資料、米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

図表 10 米国・家計による入口別投資信託保有残高



(注) 比率 = (401(k)プラン経由分 + IRA 経由分) ÷ 家計が保有する投資信託残高。

(出所) FRB 資料、米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

代前半から本格的に普及が始まり、その後広く定着して現在に至っている。401(k)プランに代表される確定拠出型は、米国企業年金制度としては現在、すでに加入者数も運用資産残高のいずれも、伝統的な制度である確定給付型を上回っている¹。また、2006年1月の米国投資会社協会の調査によると、米国家計のほぼ2世帯につき1世帯が何らかのタイプのIRAを保有している。

401(k)プランとIRAでは、退職後への備えという将来の資金ニーズに個人自らが備えるという目的においては、ある程度の時間を味方につけられるがゆえに、口座資産の運用は現預金ではなく、長期的には比較的高い収益率が期待できる有価証券投資がふさわしく、なかでも、小口の資金で分散投資の効果と専門家の運用が手に入る投資信託が主たる投資対象でありソリューションになる、という考え方が基本と位置づけられている。米国の一般的な家計は、401(k)プランとIRAへの加入を通じて投資信託に対する理解・経験を積み重ねてきた部分が大きいと考えられている。図表11は、初めて投資信託を購入したのが

401(k)プラン経由だったという家計の割合を世代別に見たものであるが、ほとんどの世代において過半に至っている²。また、米国民による証券投資拡大の経緯を詳しく記述している「アメリカ金融革命の群像³」によると、「IRAの人気」が「中流階級の預金者から投資家への移行」を引き起こしたとされ、米国で現在最大手の一角を占める投資信託会社フィデリティは当時、「IRAは中流階級のための税制優遇措置で、誰もが利用すべきである」、「投資信託はIRAの投資先としてベストである」というメッセージをキャンペーンで広く訴えたとのことである。

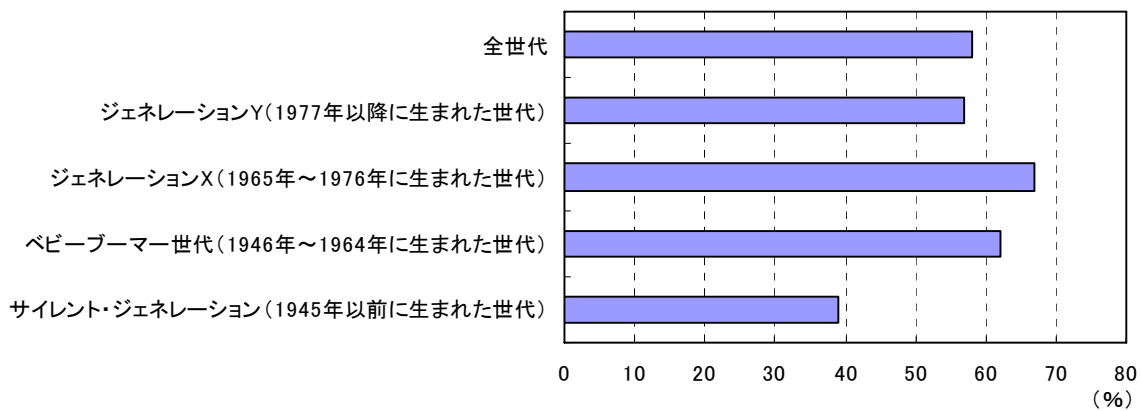
図表12は、401(k)プランとIRAにおける投資選択先の推移を見たものであるが、いずれにおいても投資信託の割合が着々と増加して現在に至っていることがわかる⁴。とくにIRAの投資選択先の推移における90年代半ばの投資信託と預金の地位逆転は、図表9でみた個人金融資産における経緯と重なる。

4. 確定拠出型の仕組みにおける日米の相違点⁵

なお、日本では 2001 年秋に、米国の 401(k)プランと IRA に倣ったとされる企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金が導入されたが、図表 13 に示すように、その使い勝手は米国に比べて大きく見劣りすると言わざ

るを得ない。例えば、米国の 401(k)プランでは企業と従業員双方による拠出が可能であるのに対して、日本の企業型確定拠出年金では従業員からの拠出が認められていない。拠出限度額についても、日本の企業型確定拠出年金は限度額そのものがかなり低いということのみならず、確定給付型の併用の有無で限度

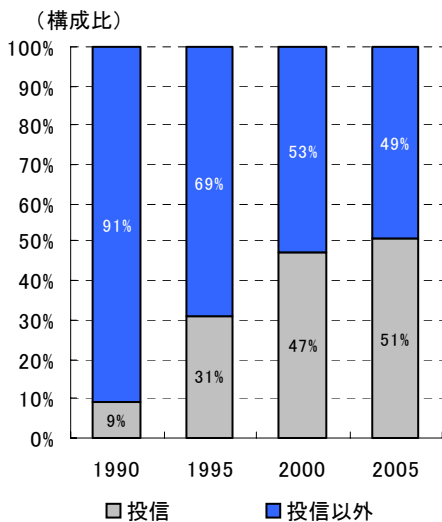
図表 11 初めて購入した投資信託が 401(k)プラン経由だった世帯の割合



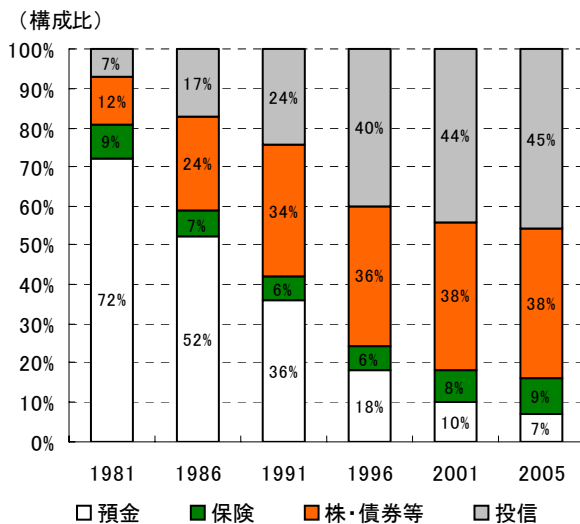
(出所) 米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 401(k)プランと IRA における投資選択先の推移

(1) 401(k)プラン



(2) IRA



(出所) 米国投資会社協会資料より野村資本市場研究所作成

額に違いが生じる。また、米国の IRA と日本の個人型確定拠出年金を比べると、対象者に大きな格差がある。米国では、日本では対象者として認められていない公務員や専業主婦も、IRA を設けて税制優遇を原則享受しながら老後に備えることができる。

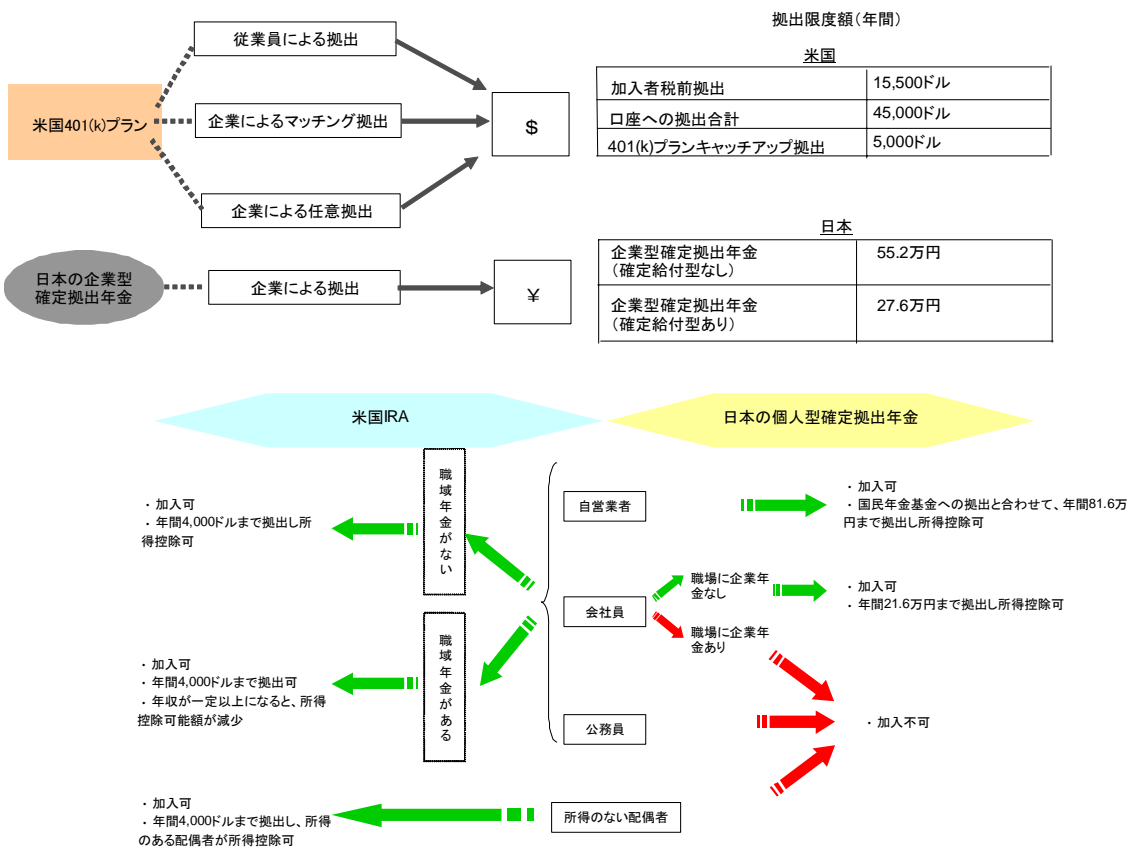
5. 教育費や医療費に備える税制優遇プラン

米国で個人が将来に必要な生活資金などを、税制優遇を得ながら自ら投資先を選んで積立運用して備えるという仕組みは、実は 401(k)プランや IRA だけではない⁶。両親や祖父母が子供や孫のために、大学や大学院など高等教育の支出に備えることを目的に、積立てを行う口座を開く制度がある。この口座は内国歳入法 529 条に基づき税制優遇が付与されていることから 529 プランと呼ばれてい

る⁷。また、医療支出に備えることを目的に積立てを行う口座もある。「医療積立口座（通称 HSA、Health Savings Account）」と呼ばれ、非課税で拠出を行い、適格な医療支出であれば給付も非課税、口座資産の運用も非課税である⁸。

教育や医療といった将来の資金ニーズに個人自らが備えるという目的においても、前述した確定拠出型年金での考え方と同様に、小口・分散に基づく投資信託が主たる投資対象になるという理解の下で、両制度の普及は進みつつある。とくに 529 プランは米国の投資信託ビジネスにおいて、401(k)プランと IRA を継ぐ主戦場の 1 つとして位置づけられている（図表 14）。

図表 13 日米の確定拠出型年金の相違



(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 14 529 プランで利用されている 投資信託の残高ランキング

(百万ドル)		
順位	運用会社名	529ファンド 資産残高
1	アメリカンファンズ(キャピタルリサーチ)	17,822
2	フィデリティ	8,986
3	アライアンス・バーンスタイン	7,260
4	パトナム	4,272
5	レグメーソン	4,112
6	バンガード	2,097
7	ウェルズ・ファーゴ	1,880
8	フランクリン・テンプレートン	1,518
9	アメリカン・センチュリー	1,493
10	オッペンハイマーファンド	1,307

(出所) セルーリ・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. わが国への示唆

1. 資本市場の発展に直結

日本に比べて格段に充実していると思われる米国の確定拠出型年金であるが、その制度運営については米国政府・議会は未だ十分に満足しておらず、米国民にとって退職後の備えとしてより一層の位置づけになるべく、議論・改革を進めている。例えば、昨年 8 月には、加入者層がより拡大することや投資先がより適切になることなどを目的として、企業年金改革法の制定を行った⁹。また、本年 3 月 12 日には、米国の資本市場の国際競争力強化を目的に全米商工会議所が独立・超党派の専門家を集めて設けた「21 世紀の米国資本市場規制に関する委員会」によって、米国資本市場の規制改革に関する提言書が発表されたが、その中でも、確定拠出型年金の利便性・実効性を一層向上させるための施策が論じられている¹⁰。

日本でも例えば、金融審議会が主催する「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディ・グループ」で、日本の確定拠出型の拡充について「非課税限度額を超える金額については、雇用者による拠出と、本人による

マッチング拠出を軽減税率で（1～2%）可能に」¹¹することで拡充を図るべきではないか、といった意見が出されている。

日本の金融システムが抱える問題点として、銀行部門にリスクが集中し過ぎていることが指摘されて久しい。また、少子高齢化が急速に進展しており、自助努力による資産形成の必要性も一層高まっている。日本でも確定拠出型年金、ひいては投資信託の市場を拡充・育成していくことは、現預金に偏った家計部門の資産配分を改善させ、同時に、複線的な資金仲介メカニズムを構築する上で、急務の課題といえるだろう。

2. ポールソン財務長官のメッセージ

ちなみに、全米商工会議所による「21 世紀の米国資本市場規制に関する委員会」報告に先立つ 3 月 8 日、米国のポールソン財務長官は上海先物取引所で、中国の金融・資本市場改革に関するスピーチを行った。その中で次のように語った部分がある¹²。

「…発達した資本市場の要は、機関投資家中心の市場であり、投資信託やその運用会社が大きな役割を果たします。機関投資家は、分析・研究をこの上ない徹底さで行い、革新的な新商品や投資戦略の開発をもたらすから

です。しかしながら、中国の市場には、これらの重要な要素が未だ欠けています。機関投資家を意義ある形で礎に位置づけなければ、市場は個人投資家に大きく依存しすぎるようになります。その結果、投機的な環境、ひいてはボラティリティの高い株式市場が形成されます。民間の年金基金や投資信託、保険会社は、長期資金の提供と、コーポレート・ガバナンスの改革という点において不可欠な存在です。機関投資家と資産運用会社による大きな基礎を築くことで、多種多様な市場戦略がもたらされ、ボラティリティと群集心理リスクも減少することでしょう。…」

中国のみならず、日本にとっても傾聴に値するメッセージと考える。

-
- ¹ 野村亜紀子「主たる企業年金となった米国 401(k) プランの課題と対応」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号を参照。
- ² 淵田康之「わが国金融・資本市場の国際化について」『第 2 回我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ資料』を参照。資料は金融庁ウェブサイトから入手可能
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20070216.html)。
- ³ ジョセフ・ノセラ著『アメリカ金融革命の群像』野村総合研究所、1997 年を参照。
- ⁴ 脚注 2 の資料、及び、野村亜紀子「個人型確定拠出年金の課題—米国 IRA の発展からの示唆—」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号を参照。
- ⁵ 野村亜紀子「米国 401(k)プランからの示唆」『第 4 回 企業年金研究会』を参照。資料は厚生労働省ウェブサイトから入手可能
(<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2007/01/s0124-10.html>)。
- ⁶ 欧州にも同様の口座が導入されている。淵田康之「再論 日本市場の競争力と国際金融センター構想」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号を参照。
- ⁷ 宮本佐知子「教育費を誰がどう負担するのか？—投資効果が不確実な中で求められる金融サービスの活用—」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号を参照。
- ⁸ 野村亜紀子「注目が高まる米国の医療積立口座 (HSA)」『資本市場クォーターリー』2007 年春号を参照。
- ⁹ 野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号を参照。

-
- ¹⁰ 関雄太「「21 世紀の米国資本市場規制に関する委員会」が見た課題」『資本市場クォーターリー』2007 年春号を参照。
- ¹¹ 柴田拓美「日本の金融・資本市場の国際化について」『第 5 回我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ資料』を参照。資料は金融庁ウェブサイトから入手可能
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20070313.html)。
- ¹² 原文は米国財務省のウェブサイトから入手可能
(<http://www.treas.gov/press/releases/hp301.htm>)、及び、関根栄一「ポールソン米財務長官による上海スピーチのインパクト」『季刊 中国資本市場研究』2007 年春号を参照。