

## 投資信託のフロンティア

淵田 康之

### 140年の歴史の先に広がる地平

世界初の投信<sup>1</sup>が英国で誕生してから、本年で 140 年になる。国家が預金保険を付与する銀行預金が登場したのは 1934 年の米国であるから<sup>2</sup>、個人向け金融資産としての投信の歴史は、今日的意味での銀行預金よりも 60 年以上古いことになる。

しかし投信の本格的な成長は、1980 年代以降になってからであり、それも相当程度、米国に偏った市場拡大だったといっても過言ではないであろう。1996 年時点における世界の投信残高は 6.1 兆ドルであったが、このうち米国の投信が 3.5 兆ドルと、58%を占めていた。その後、今日に至る 10 年間に於いて、後述するようにルクセンブルク、アイルランド、香港、オーストラリア等の投信市場の拡大の結果、米国市場のシェアは低下に向かっているが、それでも 2006 年時点で 48%を占める。

米国における投信市場拡大の背景は、ベビーブーマー世代の資産蓄積ニーズであり、とりわけ確定拠出年金における投信の利用拡大が大きなエンジンとなった。しかし今後は、ベビーブーマー世代が退職期を迎えるにつれ、米国の投信が従来のような成長を持続しうるのか、商品やサービスの性格はどう変化していくのか、注目される段階となっている。

一方、世界を見渡せば、急速な経済発展を遂げる二大国、中国とインドにおいて、ここにきて投信が加速的に普及しはじめた点が特筆されよう。経済規模では米国を上回る勢いの両国の投信市場の動向次第では、世界の投信ビジネスの今後の様相も大きく変化していくことが予想される。

また、経済規模や人口規模に比較して、米国等に比べて投信が普及していない国々は、日本をはじめとして多数ある。こうした国々の今後の動向も注目されることは言うまでもない。

<sup>1</sup> 1868 年設立のフォーリン・アンド・コロニアル・ガバメント・トラスト。

<sup>2</sup> 1933 年預金保険法に基づき FDIC が設立され、1934 年 1 月 1 日より預金保険の適用が開始された。なお、1829 年にニューヨーク州で預金保険制度に相当するものが創設され、1930 年までに 14 州に広まっていたが、これらの州レベルの預金保険はうまく機能せず、失敗に帰したと評価されている。

こうした世界の投信動向をテーマに、野村資本市場研究所は、2007年10月、(財)東京国際研究クラブの支援の下、米国のブルッキングス研究所と共同で投資信託をテーマにコンファレンスを開催した。同コンファレンスから得られた一つの示唆は、米国に相当程度偏在していた投信という金融商品が、今後新興国にも急速に普及していくという意味で、投信市場に新たなフロンティアが広がりつつあるという点に加え、一見成熟した投信大国である米国においても、これまでとは質的に異なる商品・サービスが普及していくという意味で、新たなフロンティアが生まれつつあるということである。また、このようにフロンティアが拡大する中で、投信市場における投資家保護のあり方を巡る、根本的なチャレンジも浮かびあがっていることも、最新の学術研究を踏まえた議論を通じて明らかになった。以下、これらの点について、概観することとしたい<sup>3</sup>。

## デモグラフィックな変化が米国投信市場にもたらす影響

米国の投信市場発展の大きな原動力となった8000万人のベビーブーマー層が退職年齢を迎えていくことは、同市場の将来にどのような影響をもたらしていくのであろうか。アトランタ連銀のPaula Tkac氏は、次の4つの点を強調する<sup>4</sup>。第一に、米国の場合、生産年齢層の移民の流入が続くため、高齢化の影響が緩和される。65歳以上の年齢層の人口増加率が最も高くなるが、より若い年齢層の人口も増加を続ける。第二に、寿命が延びていく一方、退職年齢が65歳程度そのままとすれば、退職後に備えて蓄積すべき資産額は増大せざるをえない。第三に、公的年金の破綻や医療費増大が予想されることも資産蓄積ニーズを強める方向に働く。第四に、確定給付年金から確定拠出年金への潮流は持続するため、個人は従来世代に比べて、より自分の退職後に向けた資産形成に自ら取組まなければならないが、引き続き、投信が重要な運用対象となる。以上より、同氏は投信に対する堅調な需要は続くと予想する。

その上で、彼女は、高齢化により投信市場において次のような質的な変化が進むという。すなわち、退職に向けて資産を積み立てる(accumulation)ということだけではなく、退職後、いかに資産を取り崩して行くか(decumulation)というニーズが高まることへの対応が重要になっていくという点である。完全なアニュイタイゼーションを行えば、長生きリスクには対応できるが、流動性リスクに直面する。

<sup>3</sup> 同コンファレンスの内容を紹介する書籍は、米国及び日本において2008年刊行予定である。

<sup>4</sup> Paula A. Tkac, "Mutual Fund Innovation: Past and Future", paper presented at the Tokyo-club conference on October 18, 2007

そこで最適なモデルを模索する研究が続いている。この選択においては、個々人の長生きリスクと流動性リスクのトレードオフについての選好、遺産へのニーズ、寿命や医療費の予想、いざという時に家族がどの程度セイフティネットとしてあてにできるか、資産価値や将来の消費についての不確実性についてどの程度リスクをとりたいか、再び就労することへの意思等々が勘案されることになる。accumulation ステージに比べ、個々人の固有の事情が影響する要素が大きい点がこのステージの特徴とされる。

従来の投信市場におけるイノベーションは、accumulation にフォーカスされたものであった。すなわち確定拠出年金化が進む中で、投信ビジネスにおいて、資産形成年齢層のニーズを踏まえた低コストで適切な分散が可能な商品の導入や、中立的なアドバイスや情報の提供が重要になった。インデックス・ファンドの誕生、ライフサイクル・ファンドの導入、販売チャネルの変化、それに伴う手数料体系の多様化、投信評価会社の台頭、オープン・アーキテクチャー化等もこうした資産形成年齢層のニーズを反映して実現してきた。

今後は decumulation へのフォーカスも重要になり、これを反映したイノベーションが進むことが考えられるのである。このステージにおいては、保険が投信の重要な競合相手となり、場合によっては投信を通じて形成された資産が、退職を契機に保険にシフトすることも生じうる。ただし現状、個人向けアニュイティ市場はまだまだ小規模に止まっており、個人は理論研究が示唆するような最適 decumulation の姿からはほど遠い状況にある。

decumulation が重要になる時代に対応した投信のイノベーションの例として、Tkac 氏は最近フィデリティやバンガードが発表した、資金引き出しのあり方にも配慮した投信商品をあげている。個人が退職時に投信を全額引き出し、安易に消費に回してしまうような事態を回避できる効果を持つ商品と言える<sup>5</sup>。

また投信会社において買収、子会社設立、ジョイントベンチャー等の形態で、保険ビジネスに進出し、アニュイティを提供する動きが強化されることも考えられるという<sup>6</sup>。

この他、Tkac 氏は、確定拠出年金プランのアドバイザーにおいて、decumulation 関連のアドバイスを提供する動きがある点も指摘している<sup>7</sup>。先述の通り、accumulation ステージと異なり、個々人固有の事情の影響が大きいため、アドバイスがより重要であるが、その分コストがかかるため、

<sup>5</sup> これらの商品の詳細な紹介は、野村亜紀子「米国のリタイアメント・インカムをめぐる動き」『資本市場クォーターリー』2008年冬号を参照。

<sup>6</sup> 例えば Fidelity Growth and Guaranteed Income Annuity は、フィデリティ・グループの Fidelity Investments Life Insurance Company が提供する変額年金である。

<sup>7</sup> Financial Engines Inc.や TIAA-CREF の例。

前記のようなパッケージ商品や IT の利用が重要になっているという。  
T.Rowe Price では、退職後の所得に関するモンテカルロ・シミュレーションをウェブ上で提供しているという。

## 成長期を迎える米国以外の投信市場

ジョージア工科大学の Ajay Khorana 氏とロンドン・ビジネス・スクールの Henri Servaes 氏は、グローバルに見た投信市場の将来を展望する場合、今後の成長は、米国以外の諸国からの寄与が大きくなると指摘した<sup>8</sup>。とりわけ、台頭著しい新興国、中でも経済規模が大きい割に投信市場が発達途上の国々の動向が注目される。両氏は、こうした潜在的な投信大国となりうる新興国として中国、インド、ロシア、トルコをあげている。

最新のデータを用い、彼らの主張を吟味してみよう。図表 1 は、過去 10 年で投信市場が急拡大した国を示したものの、また図表 2、図表 3 は各国の投信市場の規模を、それぞれ名目 GDP と人口との対比で比較したものである。

図表 1 国別投信市場成長状況（2006 年末／1996 年末）

	伸び率(倍)	2006年末残高(100万ドル)
1 ロシア	943.2	5,659
2 アイルランド	99.2	767,520
3 ポーランド	61.0	28,957
4 フィンランド	27.0	67,804
5 オーストラリア	18.1	864,254
6 香港	15.4	631,055
7 デンマーク	10.2	95,620
8 南アフリカ	8.3	78,026
9 台湾	6.7	55,571
10 ルクセンブルグ	6.5	2,188,278
(参考) 全世界	3.6	21,764,912
日本	1.4	578,883
米国	3.0	10,413,617

(注) 1996 年時点で統計無し、ないし N/A であった国は以下の通り。( ) 内は 2006 年時点の残高(百万ドル)。

韓国 (251,930)、メキシコ (62,614)、リヒテンシュタイン (17,315)、トルコ (15,463)、ハンガリー (7,141)、チェコ (6,842)、スロバキア (3,171)、パキスタン (2,164)、フィリピン (1,544)、コスタリカ (1,018)、ルーマニア (247)

(出所) ICI Factbook 2001 年及び 2006 年より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> Khorana, Ajay and Henri Servaes, On the Future of the Mutual Fund Industry around the World, paper presented at the Tokyo-club conference on October 18, 2007

図表 2 経済規模と投信規模

	投信残高／名目GDP(%)	名目GDP(百万ドル)
1 ルクセンブルグ	5152.9	42,467
2 アイルランド	350.2	219,165
3 香港	332.5	189,798
4 オーストラリア	110.5	782,135
5 米国	79.3	13,132,900
6 フランス	78.7	2,247,975
7 スウェーデン	45.0	393,000
8 カナダ	44.4	1,274,998
9 スイス	41.1	387,751
10 オーストリア	39.6	323,528
(参考) 日本	13.3	4,364,145
ドイツ	11.7	2,913,161
メキシコ	7.5	839,503
インド	6.4	906,268
トルコ	3.8	403,460
フィリピン	1.3	116,931
ロシア	0.6	986,940

(注) データは 2006 年。

(出所) ICI Factbook 2006、OECD、世銀資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 人口と投信規模

	一人当たり投信(ドル)	人口(千人)
1 ルクセンブルグ	4,830,636	453
2 リヒテンシュタイン	509,265	34
3 アイルランド	189,792	4,044
4 香港	91,683	6,883
5 オーストラリア	42,974	20,111
6 米国	35,466	293,623
7 フランス	29,302	60,381
8 スウェーデン	19,669	7,790
9 カナダ	17,711	31,974
10 デンマーク	17,704	5,401
(参考) 日本	4,534	127,670
ブラジル	2,306	181,586
メキシコ	670	105,350
トルコ	217	71,152
インド	54	1,085,600
ロシア	39	163,821
フィリピン	19	82,664

(注) 投信残高は 2006 年末。人口は 2004 年末推計。

(出所) ICI Factbook 2006、UN Demographic Yearbook 2004 より野村資本市場研究所作成

これらのデータから第 1 に指摘できることは、この 10 年間で、アイルランド、香港、ルクセンブルクなど、比較的小国の金融センターが、クロスボーダーに販売される投信の基地として急成長したことである。

第 2 に、G7 のメンバーである大国、オーストラリアにおいて 10 年で 18 倍という高い伸びが示されていることが注目される。図表 2、3 にも示されるように、GDP 比や人口比でみた数字も、オーストラリアが米国を上回っている。

ただしこの数字はオーストラリア統計局が発表している **Managed Funds** の総額であり、企業年金、公務員年金を含む各種の運用資産が含まれているため、ミスリーディングである点に注意すべきである。急増の背景にあるのは 1992 年に、スーパーアニュエーションという雇業者拠出の強制加入退職年金制度が導入され、これがその後制度改革を経つつ急拡大していることである<sup>9</sup>。同制度で年金基金が多数設立されているが、年金基金と言っても普及しているのは、個人勘定的なものが多く、ここから投資信託への投資が活発に行われている。従って、オーストラリアで投信が急成長していることは間違いない。

図表 1～3 より読み取れる第 3 のポイントは、先進国においても投資信託市場が経済規模や人口に比べて小さいままの国があるということである。日本のほか、ドイツもこの範疇に入ろう。

第 4 のポイントは、この 10 年の間に、ロシアや中・東欧諸国やアジア、中南米の新興国、そして南アフリカなど、従来は、統計上にすら現れていなかったような国も含め、世界の様々な地域で、投信市場が生まれ、成長していることである。

図表 1 には示されていないが、中国、インドにおける投信の成長も注目される。両国とも人口や経済規模の大きさ、そして高い経済成長率から考えて、世界の投信市場における存在感を中長期的に大きく高めていくことになるだろう。

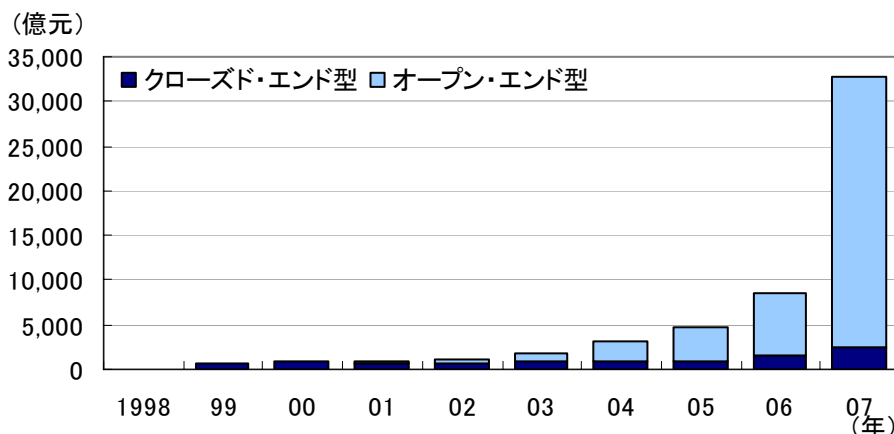
中国では、オープン・エンド型投信の規定が整備され、第 1 号が設定されたのが 2001 年であるが<sup>10</sup>、その後急拡大し、2007 年末時点でクローズド・エンド型 2365 億元、オープン・エンド型が 3 兆 466 億元（うち QDII が 1084 億元）、合計 3 兆 2831 億元（約 49 兆円、4530 億ドル）の残高となっている。図表 4 に示されるように、2006 年に前年比 1.8 倍となった後、2007 年にはさらに前年比 3.8 倍という急増ぶりである。

中国の名目 GDP が 21 兆元、人口が約 13 億人であるから、直近の数字

<sup>9</sup> 梅森雅宏「成長する豪州の退職年金資金」『ファンドマネジメント』野村アセットマネジメント、2007 年夏季号参照。

<sup>10</sup> 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、日本経済新聞社、2007 年参照。

図表 4 中国の投資信託純資産残高



(出所) 中国証券監督管理委員会、Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

を用いて計算しても、投信残高は名目 GDP の 15.6%、一人当たり投信残高は 2497 元 (345 ドル) 程度であり、まだまだ大きな潜在力を秘めていると言えよう。ちなみに、名目 GDP との対比では、中国の投信市場の相対規模は、既に日本を上回っているということになる。現状のペースが続けば、絶対規模で日本を凌駕するのもそう遠くないこととなる。

一方、インドでは投信の誕生自体は 1963 年と古いが、制度が整備され本格的な成長がスタートしたのは 1993 年以降である<sup>11</sup>。図表 5 に示されるように、インドにおいても近年投信が急増しており、2006 年は前年の 1.6 倍、2007 年は 10 月末時点で 5 兆 4861 億ルピー (15 兆円、1399 億ドル) と、2006 年末の 1.7 倍となっている。この直近時点の数字で計算すると、インドの投信残高は、名目 GDP の 6.6%、一人当たり投信残高は、129 ドルとなり、同国の投信市場もまだまだ中長期的な成長余力は大きいと言えよう。

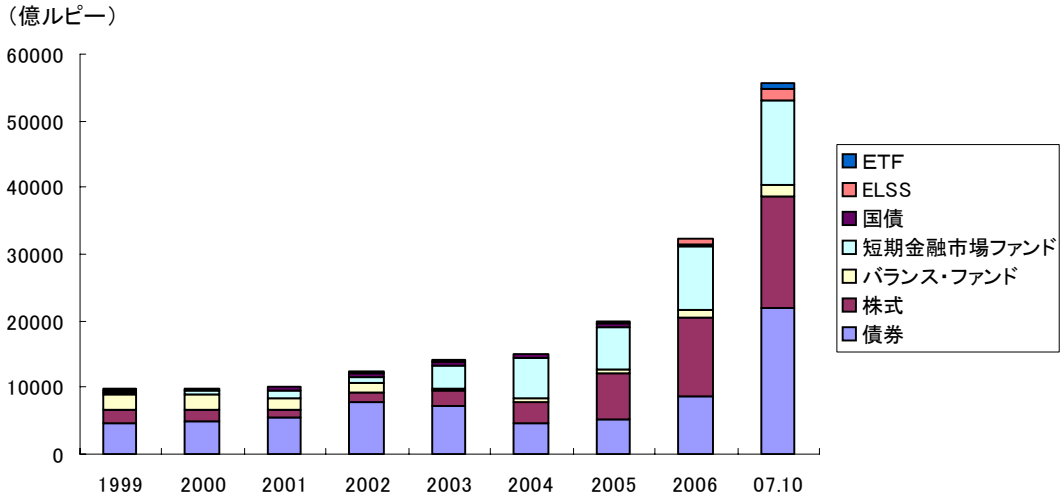
コンファレンスにおける Khorana 氏、Servaes 氏の発表の一つのポイントは、世界各国における投信市場の規模の差は、どのような要因によって説明されるのか、という点であった。彼らの研究によれば、重要な要素として挙げられているのは、法制度の発達度合いや確定拠出年金の導入度合いといった点ということである<sup>12</sup>。

彼らはこの結果を踏まえ、中国、インド、ロシア、トルコ等の諸国で投信市場が将来的に成長することは確かであるが、こうした条件が整備されるまでにはまだかなり時間がかかると主張した。

<sup>11</sup> 神山哲也「インド投資信託業界の現状」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

<sup>12</sup> Khorana, Ajay, Henri Servaes, and Peter Tufano, Explaining the size of the mutual fund industry around the world, *Journal of Financial Economics* 78, 2005

図表5 インドの投信運用資産残高



(出所) Association of Mutual Funds in India より野村資本市場研究所作成

しかし中国、インドの投信市場の過去 1、2 年の急拡大を見ると、それ以前のトレンドとは明らかに異なる段階に入っているように思われる。もちろん現地の株式市場の活況という要因もあろうし、そこにバブル的側面も見出すことは可能かもしれないが、経済・社会の構造改革が進むなか、証券市場を巡る各種制度整備も急速に進んでいる点も見逃せない。中国とインドでは、確定拠出の年金の導入も本格化しつつある。

オーストラリアの「投信」急増は、数字がミスリーディングな面もあるとは言え、制度変化が、非連続的な投信市場の急拡大を生じさせようという一つの証左であろう。また、「投信発展途上国」は、英米での投信市場発展の歴史を単純になぞっていくのではなく、これら先進国の経験を踏まえつつ、ある意味で最も進んだ制度や商品を導入しながらキャッチアップしようという点も重要であろう。例えば中国では、2002 年にインデックス・ファンド、2003 年に元本確保型ファンドと MMF、2004 年に ETF、2006 年にターゲット・イヤー・ファンドと、先進国において数十年の歴史を経て実現してきたイノベーションが一気に導入されているのである<sup>13</sup>。

こうした点も合わせて考えると、Khorana 氏らが想定した以上に着実に、新興国の投信市場が拡大していく可能性を想定しても良いように思われる。

同様に、米国以外の先進国で、投信の GDP 比率はオーストラリアや米国に比べると著しく低い諸国が少なくないが、これらの国々においても、年金制度等の抜本的な見直しが実現すれば、投信の重要性が高まる可能性があるだろう。

<sup>13</sup> 前掲『中国証券市場大全』参照。



## 新たな課題の指摘

投信の世界的な普及が進展する中、コンファレンスでは、最近の研究に基づく新たな課題についての指摘も聞かれた。その一つが、投資家が合理的な行動をしていない可能性である。例えば、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの予測には使えないという点は、実証されているにも関わらず、投資家は過去のパフォーマンスが良かったファンドを選択する傾向があること、またその一方で、パフォーマンスが悪いままのファンドを解約しないまま保有し続ける傾向があることが指摘されている。

さらに大きな議論を呼んでいる研究に、Choi et al.(2006)がある<sup>14</sup>。これは、名門ビジネス・スクールであるペンシルバニア大学ウォートンスクールの学生と、ハーバード・カレッジの学生に、4本のS&P500インデックス・ファンドに関する情報を提供した上で、1万ドルの資産があるとすればこれら4本にどう配分して投資するかを問いかけた結果に基づく研究である。

これによれば、目論見書だけ渡されたグループにおいては、95%の学生が手数料を最小化するような選択をできなかったという。もちろん目論見書には手数料情報が掲載されている。インデックス・ファンドであるから、どれを選んだ所でグロスのパフォーマンスには大差ないはずであり、問題は手数料であるにも関わらずである。

各ファンドの手数料に関するより明快な説明シート1枚と目論見書を渡し、手数料情報のサーチコストを大きく低下させたグループで実験を行ったところ、この場合でも85%の学生が手数料を最小化できなかったと言う。

さらに各ファンドの設定以来のパフォーマンスという、とりわけインデックス・ファンドにおいては無関係な情報と目論見書を与えられたグループでは、学生は設定以来のパフォーマンスが最も良いファンドを選択するという結果が得られたのである。

投信手数料を巡る議論では、投資家がフロントの手数料に関心を払う一方、12b-1フィーには注目を怠りがちであることや、同様なファンドであるにも関わらずフィーの相違がファンド間で非常に大きい点も指摘されている。後者については、競争的市場においては、同一の商品やサービスの間では価格が収斂するはずであるにも関わらず、投信でそれが実現しないのはなぜか、という疑問につながる。AEIのWallison氏とブルッキングスのLitan氏は、投信の取締役が真に投資家の立場に立った意思決定を

<sup>14</sup> James J. Choi, David Laibson and Brigitte C. Madrian, "Why does the law of one price fail? An experiment on index mutual funds", NBER Working Paper 12261, May 2006

行っていないためではないかとして、会社型投信という仕組み自体を見直すべきと主張している。しかし、先述の指摘のように、投資家がそもそも手数料情報を十分勘案しない投信選択を行っているとすれば、手数料競争が正常に機能しえない環境にある可能性がある。

以上の問題は、投信の情報開示や投資家へのアドバイスのあり方、そして投資教育のあり方を根本的に再検討していく必要があることを示唆していると言えよう。これが米国という最も発展した市場の現実なのであるとすれば、今後、投信の成長が見込まれる他の諸国においても、一層の留意が必要だということになる。