

# 世界のオープンエンド投信一〇〇年の 軌跡と今後の展開

杉田浩治

## はじめに

を幾つかの切り口から分析するとともに、今後の展開について日本との関連から考察しようとするものである。

二〇二四年は、いまや世界中で個人の資産形成・運用手段の主流となったオープンエンド型投資信託（ファンドがいつでも投資家からの換金請求に応じて資金を払い戻すとともに、恒常的に追加販売をおこなうファンド、以下「オープンエンド投信」）が一九二四年に米国で誕生してから一〇〇周年にあたる。

## 一、ボストンの証券セールスマン が発想（発足の経緯）

オープンエンド投信が生まれた一九二〇年代の米国においては、株式投資は富裕層による個別銘柄への直接投資が主流であり、一部の投資家が英国から輸入されたクローズドエンド型の投資信託

本稿は、オープンエンド投信の一〇〇年の軌跡

国から輸入されたクローズドエンド型の投資信託

(ファンドが投資家からの換金請求に応じず、日常的な追加募集も行わない固定資本型ファンド)を利用していった。

そうした中で、ボストンで証券セールスをしてきたエドワード・レフラー氏は、小口投資家の資産増殖を助けるために、四つの要素から成る投資の仕組みが必要だと考えた。その四つとは①プロが運用する②リスク軽減のため分散投資する③コストを許容範囲に抑える④投資家の持分をいつでも買い取ること(オープンエンド)であった。

このアイデアを採用したボストンの証券会社リアロイド・フォスター・アンド・カンパニーが彼を雇い入れ、一九二四年に設立したファンドがマサチューセッツ・インベスターズ・トラスト(略称MIT)である。<sup>(1)</sup>

従来のクローズドエンドファンドは、ファンドが換金請求に応じない仕組みであるため、ファン

ド持分証券を証券取引所に上場して投資家に換金の場(流動性)を付与していた。しかし、取引価格は市場の需給に左右されるため、ファンドの純資産価値と乖離することが多かった(時期的には後になるが、一九二九年の大恐慌時にはクローズドエンドファンドの市場価格が平均して純資産価値を三五%も下回ったことがあった<sup>(2)</sup>)。また、ファンドが社債発行・借入れにより運用資金を増幅して梃作用(レバレッジ)を効かせる運用をしていた。

これに対しオープンエンド型ファンドは、持分証券をいつでも純資産価値(日本の投信業界では「基準価額」と表現)で買い戻すので投資家の安心感があり、また、恒常的に追加販売を行うためファンド規模の拡大が可能となった。そして、頻繁に資金が入り出す性格上、クローズドエンド型のようなレバレッジ運用は行わなかった。この

ため、大恐慌時にもクローズドエンド型（市場取引価格が暴落前に比べ九八%も下落したファンドも存在<sup>3)</sup>）に比べ投資家の損失を軽微に抑えることができた。

以上の経緯を踏まえると「オープンエンドの仕組みは、投信を従来の株式的投資商品と異なる新しい金融商品に衣替えさせた」と評価できよう。

## 二、米国中心に成長し、

### 世界に伝播

さて、オープンエンド投信は前述のように米国で大恐慌を経て長所が認識され、一九三〇年代以降、徐々に拡大していった。一九三一年には、米国から投信の発祥地である英国に逆輸出され、そこでは「ユニットトラスト」として発展し、日本では一九四一年に戦前の投信が発足した際の手本と

なった。

その後の展開をふくめて世界のオープンエンド投信の歴史を概観すると図表1のとおりである。

主要項目については後述するが、量的には第二次大戦終了後に本格的に拡大した。二〇二三年末現在、国際投資信託協会加盟国だけでも四六カ国において運営され、その純資産額は公募ファンド（ETFをふくむ）だけで六三・三兆ドル（約八、九〇〇兆円）に達している。

成長の中心的役割を果たしたのは米国であり、二〇二三年末現在で世界全体残高の五三%を米国が占めている。

## 三、株式市況との相関性が高い残高変動

長期統計を入手できる米国のオープンエンド投

図表1 世界のオープンエンド投信の歴史

	環境/制度	投信のうごき
1924		米国で世界初のオープンエンド投信発足
1929	世界大恐慌発生	
1931		米国のオープンエンド型が英国へ輸出されユニットトラスト発足
1940	米国で1940年投資会社法制定	
1941		日本で英国のユニットトラストを範とした投信発足
1971		米国でMMF発足
1974	米国でエリサ法制定、IRAスタート	
1976		米国でインデックスファンド発足
1980	米国でファンド資産から販売費用を支弁できる12b-1制度始まる	米国で販売者の報酬が販売手数料から残高報酬へ向かう
1981	米国で企業型DC(401(k))スタート	
1985	EUの投信統一基準指令(UCITS指令)制定	
1993		米国でETF発足(世界最初のETFは1990年にカナダで発足)90年代半ばから米国投信へのDC資金流入が本格化
2000年頃	世界的に資産運用のグローバル化が進展	世界的に販売会社と運用会社が系列を超えて結びつくオープンアーキテクチャー化が進む
2008	世界金融危機(リーマンショック)	
2010年代		金融当局による投信の流動性規制始まる

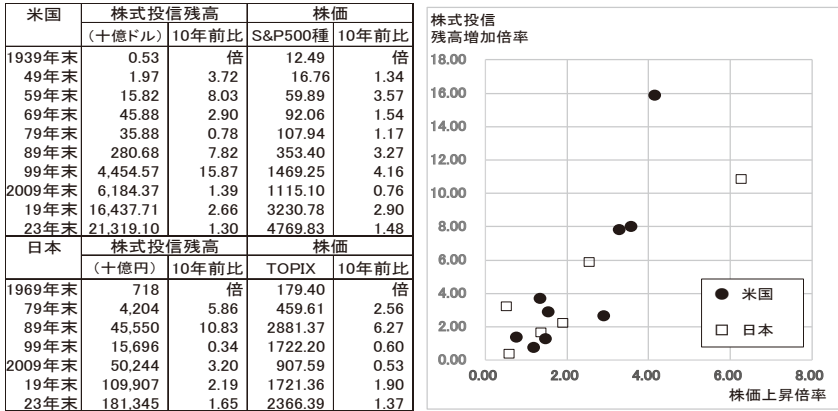
〔出所〕 各種資料から筆者作成

信残高の推移を追うと、一九二〇年代末に一・三億ドル、三〇年代末に五・三億ドルに過ぎなかった。

その後、米国投信発展の基礎となる投資会社法が制定された一九四〇年以降について、十年単位で主力商品の株式投信(バランス型を含む)残高の推移と、株価(市場全体の動きに近いS&P500種指数)の変化を示すと図表2の左表のとおりである。参考として日本についても、時価ベースの残高統計が整備され、十年単位の変化を計算できるようになった一九七〇年代以降の状況を表した。

表に見るとおり、株式投信残高は当然のことながら株式市況によって大きく振れてきた。組入れ証券の時価変動による残高増減に加え、投資家からの資金流入量も市況によって変動するからであり、米国でさえ株価が長期低迷した七〇年代には

図表2 米国・日本の株式投信の10年単位で見た残高成長と自国株価の関係



〔出所〕 株式投信（ETFを含む）残高は米国・ICI、日本・投資信託協会統計（米国はバランス型を含む）、株価は米国・S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、日本・東京証券取引所。10年前比について2023年末は2019年末比。

残高が二割も減少した。

図表2の右図は、左表のデータを用いて株価の変化率と株式投信残高の変化率の関係を示したものである。米国・日本とも右上がりの分布、すなわち横軸の株価上昇倍率が高い時期は縦軸の株式投信の残高増加倍率も高くなっており、株式投信の残高変動は自国の株式市況との相関性が高いことを示している（サンプル数は少ないが、参考までに相関係数を計算すると、米国が〇・八六、日本は〇・九四である）。

筆者は、一九九〇年代以降に米国投信が大成長を遂げた（一九八九年末から二〇二三年に至る三四年間に株式投信残高は七六倍に拡大した）のに対し、日本の投信は低成長（同期間に株式投信残高は四倍）に止まった主因は、米国株と日本株の値動きの差（米国S&P500は一三・五倍に値上がり、TOPIXは〇・八倍に値下がり）にある

と考えている。

#### 四、DCが米国の投信成長の推進力となった

米国の全投信残高は一九九〇年に一兆ドルの大きさに乗せ、以後大きく成長したが、その大きな推進力となったのはDC（確定拠出年金）制度の普及であったことは良く知られている。

米国のDC制度は一九七四年に従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act）の頭文字をとって通常エリサ法と呼ばれる）が制定されて個人型DCのIRAがスタートし（二〇二四年はエリサ法制定五〇周年にあたる）、八一年には職域型DCである401（k）プランも稼働した。

IRAと職域型DCを合わせたDC資産額は一

九九〇年末に一・五兆ドルであったが、二〇三三年末には二四・一兆ドルに拡大し米国家計金融資産の二〇%を占めるに至っている。

そして、制度加入者の拠出資産の運用について、八〇年代までは銀行預金・生保商品中心であったが、九〇年代から投信の比重が高まった。その理由は、米国の株価が八二年から長期上昇に転じ、株式の長期リターンが高水準で安定化する中で、米国民の間に「退職準備のような長期運用の場合は、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株式組入れ商品に投資すべし」との認識が九〇年代から浸透したことにあった。

この結果、一九九〇年から二〇一四年に至る二五年間にDC口座から米国の長期投信（ここではMMF、ETFを除く投信）へ流入した資金量は二・四兆ドルに達し、同期間の長期投信全体の

資金流入額四・一二兆ドルの六割を占めていた。

ただし、二〇一五年頃から状況は変化し、DC口座から投信への資金フローはマイナス（解約が買付を上回る状態）に転じた。この変化の背景には、ベビーブーマーの退職が本格化してDC資産を取り崩す局面に入っていること、企業が401(k)資産の運用対象として従業員に提示する主力商品であるターゲット・デット・ファンド（投信）<sup>(4)</sup>を、銀行との個別契約によりターゲット・デット投資を行う合同運用信託（Collective Investment Trust、略称「CIT」）<sup>(5)</sup>へ切り替える動きを強めていることがある。

しかし、世界的に見れば、豪州でスーパーニュエーションと呼ばれる強制加入のDC制度が投信を成長させているほか、米国と異なりDCの発達が遅れた日本においては、これからDCの普及と投信の活用が本格化する段階にあることは周

知のとおりである。

五、商品ではMMF、インデックスファンド、ETFが発展に

### 貢献

オープンエンド投信一〇〇年の歴史の中で、世界的に大きな影響を与えた新商品として一九七〇年代に開発されたMMF、インデックスファンド、一九九〇年代に生まれたETFを挙げることはできる。

MMFは（毎日決算を行って利益を全額分配することににより）常に元本価格で資金を受け入れるという「預金的な仕組み」に特色があり、インデックスファンドはパッシブな「運用方法」の採用による低コスト運用、そしてETFは現物受入れ・引き出しという「ファンド組成方法」と、取

引所市場によりリアルタイムで売買約定可能という「取引手法」に特色がある。

以上の三商品のうち、インデックスファンドおよびETFについては、筆者の既刊レポート<sup>6)</sup>に詳述しているので、ご関心のある方はこれを参照いただければ幸いである。

本稿においてはMMFの意義について述べる。MMFは一九七一年に、預金金利規制が残っていた米国において、短期金融市場の実勢金利を小口資金でも得られる「高利回り預金的商品」として開発された。筆者は、投信・証券業界の立場から見てMMFの導入には次の三つの意義があったと考えている。

① MMF発足前に存在していた投信（株式ファンド・長期債ファンド）は、いずれも金利上昇時にパフォーマンスが悪化する弱みを持つっていた。これに対しMMFは短期金融商

品で運用するため、金利が上がればファンド利回りも上がるという「金利上昇に強い商品」であり、MMF導入により投信の品揃えが全天候型に充実した。

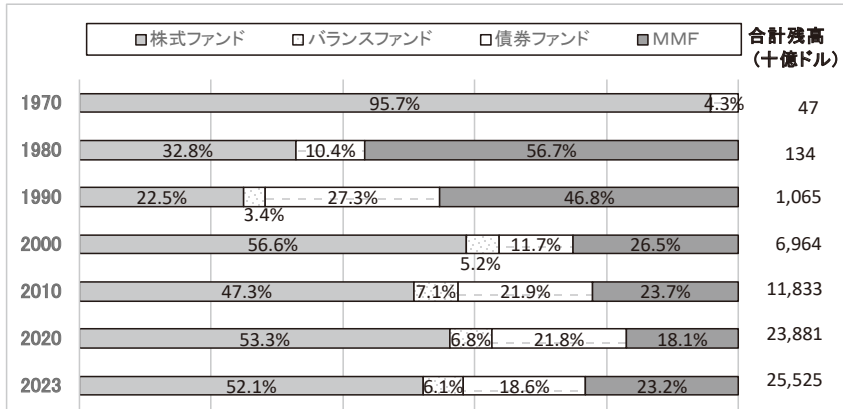
② リスク回避志向の強い個人にも勧められる投信ができた。言い換えると証券会社にとって有力な新規顧客導入商品ができた（日本では一九八〇年にMMFを範として生まれた中期国債ファンドが証券会社の顧客層を広げることに貢献した）。

③ MMFを活用した証券総合口座の整備により、従来は株価暴落時などに証券会社から銀行に流出した顧客資金を証券会社内に留め置けるようになった。

MMFはその後、金利上昇時に多額の資金を吸収し、オープンエンド投信全体の残高を維持することに貢献してきた。米国の例をとると、ETF



図表3 米国の従来型投信 (= ETF 以外の投信) の商品構成の推移 (各年末)



〔出所〕 ICI 統計より作成

以外の投信の商品別残高構成は図表3のように推移しており、一九八〇年代の高金利期にはMMFが投信全体の五割程度を占めていた（一九八一年末にはMMFのシェアは七七%に達した）。

また、二〇二二年から始まった直近の金利上昇下でも、投資家を得る分配金利回りが四〜五%に上昇した二〇二三年の年間資金流入額は九、六四一億ドルと史上最高に達し、長期投信の六、五四九億ドルの資金流出をカバーして投信全体の残高維持に貢献した。

業者の収益性も悪くない。たとえばフィデリティのMMFおよび政府債MMFの運用報酬率は年〇・二五%であり、同社が運用する株式インデックスファンド (Fidelity 500 Index Fund) の運用報酬率〇・〇一五%の一七倍である（いずれも二〇二四年三月末現在）。

## 六、米国では販売者報酬が「残高 に対する継続フィー」へ移行

オープンエンド投信の販売者が受け取る報酬は、発足以来、世界的に「販売時に、販売額に対する手数料として收受する方式」が一般的であった。しかし、米国では一九八〇年にファンドからの販売経費（Distribution Fee）と呼ばれる）支払いが認められ、販売者がファンドの販売残高に対し報酬を受け取る「ファンドからの残高フィー」が導入された。

さらに二〇〇〇年代頃から「FA（ファイナンシャルアドバイザー）が、顧客から直接、預かり資産（投信以外をふくむ）に対しフィーを受け取る方式」へ変わりつつある。この背景には、FAの営業手法が個別商品販売営業から資産管理型営

業に進化したこと、個人相手の投資顧問業者が増大したことなどがある。

以上の変化をふくめ、米国の投信販売方法の遷を示すと図表4のとおりである。

## 七、運用・販売のグローバル化の 進展と停滞

一九八九年のベルリンの壁崩壊を契機に活発化した世界経済のグローバル化を反映して、オープンエンド投信についても資産運用および販売の国際化が進行した。

資産運用面においては、バブル崩壊・超低金利に見舞われた日本において海外投資の拡大が著しい。日本の投信資産の海外投資比率は、一九八九年末に株式が三・一%、債券が二二・〇%であったが、二〇二三年末にはそれぞれ二九・九%、五

図表4 米国の投信販売方法の変遷

	販売主体	販売方式	販売担当者 (FA) の投 信営業手法	手数料收受方法
60年代	証券会社中心	営業マンによる対 面販売	個別商品販売営業	顧客から販売時にコミッ ション收受
70年代	証券会社の投信販売意 欲減退→投信会社の直 販勃興	通信販売（コール センター）始まる		
80年代	銀行が参加	401(k)プラン外交 本格化		ファンドから残高に対す るフィー（12b-1フィー） を收受する方式が始まる
90年代	ネット証券が参加	ファンドスーパ－出 現、ラップアカウント 成長、変額年金保 険経由も増加	資産管理型営業へ変化	
00年代	個人相手の投資顧問業 者など独立FAが増加		ゴールベース（顧客 の目標達成）アプロ ーチの普及	顧客から預かり資産に対 するフィーを別途收受の 方向へ→ファンドはノー ロード化
10年代～ 20年代		ロボアドの成長		00年代の動きが加速

〔出所〕 各種資料から筆者作成

九・七％へ上昇した。株式についてETFを除いて推計すると二〇二二年に海外投資比率は七割を超えている。<sup>(7)</sup>

一方、米国投信のグローバル化状況をICI（米国投信協会）の投資対象別商品残高データから計算すると、株式ファンド全体に占める世界株式ファンドの比重が二一世紀初頭に高まった（二〇〇〇年一四％→二〇一〇年二八％）が、その後は米国株のパフォーマンスが好調なこともあって漸減し、二〇二三年には二二％となっている。また債券ファンドについても、債券ファンド全体に占める世界債券ファンドの割合は、二〇〇〇年代が一〇％以下、二〇一〇年代は一〇％台前半に止まっている。

なお、欧州各国の投信は自国の証券市場が小さいことから、もともとグローバル運用が進んでおり、その状況は変わっていない。

「資産運用のグローバル化は投信全体のパフォーマンスを底上げした」

図表1にも示したとおり、投資家の資産運用のグローバル化は、投信販売会社が投資対象国の市場に熟知した各地投信会社の運用するファンドを顧客に提供する動きを強めた。言い換えると、販売会社は従来の「自社系列の運用会社が運用するファンドを販売するビジネスモデル」から離れ、「多数の投信会社と結びつくオープンアーキテクチャー化」が進行した。このため、運用会社間の競争が激化し、世界の投信全体のパフォーマンスを向上させたと考えられる。

次に、投信の販売面でもクロスボーダー化が進んだが、近年その勢いは弱まっている。

世界におけるファンド輸出入の進み具合を測る

意味で、専ら外国で販売することが想定されているルクセンブルグとアイルランド籍の公募投信残高の世界全体の公募投信残高に対する比率(A)の推移を見ると、一九九〇年代から二〇〇〇年代は一貫して上昇し、二〇一四年には一五%を超えた。また、外国ファンドの販売を禁止している米国を除いた(言い換えれば外国ファンドの販売が可能な国々の)投信残高に対する比率(B)では二〇一四年に三〇%を超えた。しかし、その後は横ばいから若干低下に転じている。特に、ウクライナ戦争が勃発した二〇二二年以降の低下幅は大きく、二〇二三年末で(A)は一三・七%、(B)は二九・〇%となっている。

## 八、今後の展開（特に日本との関連において）

以上、オープンエンド投信の一〇〇年の軌跡を幾つかの切り口から分析してきた。最後に今後の展開について日本と関連が深い事項を中心に考察する。

### (1) AI、ブロックチェーンなど技術革新をどう生かすか

過去数十年間に起きたコンピューター・通信技術の大進化は資産運用ビジネスに大きな影響を与えた。世界的に投信販売のインターネット化、FAおよび投資家向けの資産運用プラットフォームの整備、ラップアカウンタなど個人向け投資一口座 (Separately Managed Account) 略称「S

MA)・ロボアドの普及などが進み、投資家の便益向上・コスト削減に貢献した。

今後も、フィンテック（金融サービス分野における情報技術の革新）は業界の成長を促進する要因となる。具体的には、①生成AIをふくむAI、②ブロックチェーン（分散型台帳）の活用が挙げられる。

①の生成AIは、資産運用業務に関するデータ収集・分析・レポートインテグレーションの合理化・レベラップを実現させるほか、「新しいアセットクラスの創造・構築に寄与する」と予想する向きもある。<sup>10)</sup>

②のブロックチェーンは、幅広い金融業務の効率化、有価証券のトークン化（ブロックチェーン上で取引可能なデジタル資産への変換）を実現させるほか、ビットコインなど暗号資産の分野で大きな可能性がある。

有価証券のトークン化については、今後一〇年以内にS&P500種株価指数がトークン化され、取引所や仲介者なしに取引されるようになる<sup>11)</sup>と予測する向きもある。筆者は、ブロックチェーン技術を投信の分売(distribution)の合理化(直販拡大など)↓投資家コストの削減に結びつけられないかと期待するが見当違いであろうか。

そして暗号資産については、個人だけでなく機関投資家においても、株式・債券など伝統的資産を補完する代替資産として一定の投資ニーズがあると言われる。一方、暗号資産は有価証券のように裏付けとなる資産がなく、需給関係だけで価格が変動する(投機的過ぎる)、マネーロンダリング・テロ資金にも使われているなどの問題もあつて、資産運用手段としての適格性について世界全体の評価はまだ定まっていなように思われる。米国で二〇二四年一月から認められた「ビットコ

イン現物に投資するETF」についても、ブラックロック、フィデリティなどが設定に踏み切った一方、世界最大の投信会社であるバンガード社は「暗号資産は長期投資に向いていない」などの理由から顧客に商品提供しないと表明するなど、資産運用会社の対応は分かれている。

以上の金融技術革新に関しては、二〇二四年のFIN/SUM(「フィンサム」)日本の金融庁が日本経済新聞社との共催により開催したフィンテック等に関する国際シンポジウム)のテーマが「幸福」な成長をもたらす金融」であつたように、フィンテックの進展が資産形成・資産運用に取り組む人々に多くの幸福をもたらすことを期待したい。

## (2) 米国で起こったことは日本でも起こるか？

前述のように、世界の投信の発展は米国がリー

ドしてきた。米国で起こったことは、その後、欧州・日本など他の地域でも発生したことが多い。

オープンエンド投信の発足そのものをはじめ、商品について言えばMMF、インデックス投信、ETFも米国で発達したのち世界各国で導入されている。

一方、米国における変化がまだ欧州や日本に及んでいない現象もある。

たとえば①独立性の高い個人FA（米国では証券会社等に属するFAの場合も地域密着型で会社からの独立性が高い）が投信販売の主役を担い、彼らが受け取る報酬が販売手数料から残高報酬中心に移行↓さらに残高報酬は販売商品経由で受け取る段階を経て、顧客から預かり資産に対して直接收受する方式に移行しつつあること、②ETFが従来型投信に代わって大きく成長していること、③投資家の資産運用がカスタマイズ（個別

化）して、一部に投信離れが起きていることが挙げられる。

これらの動きは、日本でも起こるのだろうか。

① 独立性の高いFAが投信販売の主役となり、販売者報酬が残高フィーに移行するか

日本では独立性の高い個人FAは育っておらず、投信販売は主に証券会社や銀行が会社として行っている。一方、販売会社の受取る報酬は販売手数料主体から徐々に販売商品残高に対する代 hands 手数料に移行する段階にある。図表4に掲げた米国の投信販売の歴史に対応させると、現在の日本の投信販売のビジネスモデルは米国の一九八〇年代〜九〇年代に相当するのかもしれない。

今後、独立FAが育ち、販売者報酬が米国型の「販売商品経由でなく」顧客から預かり資産に対して直接フィーを受け取る」方式に移行するかど

うかは、F Aの助言能力が向上し、投資家が別枠でのファイ支払いを受け入れるかどうかにかかっている。当面は二〇二四年から金融経済教育推進機構が推進する金融教育の充実により「アドバイザーの価値」が投資家にとの程度認識されるか、また同機構の認定アドバイザー制度がどの程度普及するかが鍵となろう。

② E T Fが従来型投信に代わって大きく成長するか

米国では二〇二三年末に至る一〇年間に従来型投信から二・九兆ドルの大資金が流出し、反対にE T Fへは四・七兆ドルの大資金流入があった。

このように米国でE T Fの人氣が高まった背景には、F Aが顧客資産の運用を担っている、E T Fの税制が従来型投信にくらべ有利という米国特有の要因があり、これらは日本には当てはまらない

い。(米国E T Fの税制については注(6)に掲げたE T Fレポートを参照いただきたい)。

しかしE T Fの低コスト、高い透明性、リアルタイムで取引が可能といったメリットは日本でも共通である。今後、投資家のリテラシー向上、投信販売のビジネスモデルの変化とともに、E T Fの需要が徐々に高まっていくことが想定されよう。

こうした中で、日本の投信関係者はE T Fを商品戦略の中でどう位置づけていくか(従来型ファンドとの仕切りをどうするかなど)を詰めておく必要がある。筆者は、従来型ファンドはD C・つみたてN I S Aといった積立投資、および退職後に資産を運用しながら引き出すプランに適用しており、E T Fは個人のまとまった余裕資金の運用のほか、法人・機関投資家の運用対象として利用価値が高いと考えている(詳細は注(6)のE T Fレ



ポートを参照いただきたい)。

③ 投資家の資産運用がカスタマイズ(個別化)

して、投信離れが起こるか

資産運用の先進国・米国では、近年「資産運用のパーソナライゼーション(個人別の状況に合わせたオーダーメイド化、以下「個別化」)が進んでいる。そのため、ラップアカウントをふくむSMAが普及し、最近では個人単位で個別ポートフォリオを組成するダイレクトインデックシング<sup>12)</sup>も伸びている。また、DCの世界でも前述のようにCIT化が進んでいる。

日本でも証券会社等が、個別商品販売営業から資産管理型営業への転換をはかる中で、ファンドラップアカウントの残高が二〇二三年九月末現在で一五兆円を超えるに至っている。

筆者は、退職に備える資産形成段階では、個人

のニーズは「退職時の資産を大きくする」という点でほぼ一致していると考える。個人別の状況が大きく異なってくるのは退職後の資産取り崩し段階であろう(退職時の資産総額、退職後の収入見通し、リスク許容度、子供に遺産を残すか、など個人差は大きい)。

したがって、個人の商品選択としては、資産形成段階では「若いうちは株式への割合を高くし、退職が接近するにつれ債券の割合を高めていく」というライフサイクル運用を低コストで行える投信(ターゲット・デット・ファンド)を活用し、退職後に資産を運用しながら引き出す段階、あるいはまとまった資金の運用については個別管理のSMAなどを利用するという使い分けが考えられるのではないか。なおSMAにおいても、ファンドラップアカウントにおいては投資対象が投信であり、引き続き投信の活用が統こう。

(3) 投資対象（株式・債券）のリターンの低下への対応

世界的に高齢化が進行し経済成長率が鈍化する中で、グローバルベースで株式・債券など伝統的資産の収益率は以前より低下することが見込まれる。

余談であるが、米国のカリスマ投資家バフェット氏は、二〇一七年に雑誌フォーブス誌のインタビューの中で、「NYダウ平均株価は今後一〇〇年以内に百万ドルを上回る」と予測したという<sup>13)</sup>。その根拠は簡単で、「二〇一七年当時のダウは二二、〇〇〇ドル強で一〇〇年前の八一ドルから二八〇倍になった。一二一、〇〇〇ドルが一、〇〇〇、〇〇〇ドルになるには四五倍で良い」と語っていた。ちなみに一〇〇年で二八〇倍になる年平均上昇率は五・八%、四五倍になる年平均上昇率は三・九%と計算される（いずれも年複利）。言

い換えれば、一〇〇年以内にダウが百万ドルになるとしても、値上がり率は前の一〇〇年の七掛け以下になる。

さて、伝統的資産の収益率が低下するとしたら、投信はどう対処すべきだろうか。

第一に言えることは、証券の絶対リターンは低下しても、預金等とのリスク・リターンの相対的關係は変わらないことである。すなわち有価証券投資はリスクがあるため「平均リターンは預金より債券が高く、株式はもっと高い」という関係は変わらないから、投信のリターンは長期・平均値で見れば預金等より高く維持できるであろう。したがって、投資家に対し有リスク商品であることに十分に説明したうえで、長期投資商品として引き続き投信の保有を勧めていくことが可能であると考えられる。

第二に、機関投資家としての厳しい銘柄選択、

議決権行使をふくむスチュワードシップの履行を通じて、投資対象企業の株式価値（端的にいえばROE）の向上を図っていく—それによって投信のパフォーマンス向上を実現していくことが求められよう。特に日本の上場企業に対する日本の資産運用会社の活動の余地は大きい。

第三にプライベート・エクイティ（非上場株）などオルタナティブ資産の活用がある。これは、流動性プレミアム等の獲得により投信の収益機会を拡大させるとともに、非上場株投資については「新興ビジネス等の成長資金供給」という意義もある。本件については、日本において資産運用立国実現プランの一環として、公募投信においても既に進みつつあることは周知のとおりである。

（注）

(1) 以上のオープンエンド投信発足の経緯は、Lee Grenillion

著『Mutual Fund Industry Handbook』（二〇〇五年 John Wiley & Sons, Inc の発行）p.15 の記述から引用した。

(2) Matthew Fink 『The Rise of Mutual Funds』（Second Edition）Oxford University Press, 2011 p. 17

(3) 注(2)と同じ記述の Goldman Sacks Trading Corp. の例

(4) ターゲット・デット・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、退職が近づくと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・デット・ファンドあるいはターゲット・イヤヤー・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（たとえば二〇三〇年、三五五年、…六五年など五年おき程度に）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・デット）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・デッ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。

(5) Collective Investment Trust（略称「CIT」）とは、米国内において税法の要件を満たす企業年金プラン等が利用できる非課税信託であり、銀行信託部門が複数口座の資金を合同運用する仕組みである。一九四〇年投資会社法の適用

を受けないため投信のような詳細な情報開示を必要としないこと、運用フィーを企業と銀行が資産規模などに応じて相対で決めることなどから、一般に投信よりコストが低い。資産運用はTDFを運用する投信会社が請け負うことが多い。

(6) インデックスファンドについては「発足から四〇年を迎えるインデックスファンド」その軌跡と今後の展開」(二〇一六年一月・日本証券経済研究所ウェブサイト掲載)、ETFについては「満三〇歳になった米国ETF」その成長の実態と日本への示唆」(日本証券経済研究所発行「証券レビュー」二〇二三年一〇月号掲載)。いずれもレポートのタイトルで検索してダウンロードが可能。

(7) 二〇二二年末のETFを除く海外投資比率は「(投信協会統計の外貨建て株式保有額合計÷ETFの外貨建て株式保有推計額(A)÷(投信協会統計の株式保有額合計÷ETFの株式保有推計額(B))」により算出した。なお(A)は(ETF純資産)×(ETF全体に占める外国株指数連動型ETF純資産(イ)の比率)により、(B)は(ETF純資産)×(ETF全体に占める株価指数(外国株指数および国内株指数)連動型ETF純資産(ロ)の比率)により算出した。(イ)(ロ)は、東京証券取引所「ETF/ETN Factsheet」二〇二二年の「連動対象のカテゴリー別に見た投資部門別保有純資産総額」

の日本株指数合計、外国株指数合計によった。

(8) アメリカは原則として外国投資信託の公募を禁止しており、外国業者がアメリカで自社ファンドを販売したいのであれば、アメリカ法に基づくファンドをアメリカ国内に設立して販売すればよいではないかというスタンスをとっている。

(9) 生成AIが変える資産運用業務「PwC」Japanグループ

(10) How Gen AI will change asset management (ft.com)

(11) Spot Bitcoin ETFs Are Here! Now What? (fa-mag.com)

(12) ダイレクトインデックスिंगの詳細については、注(6)に記載したETFに関するレポートを参照いただきたい。

(13) “Dow 1 Million? A Possibility in Many Investors’ Lifetime” Danny Noonan Feb 24, 2024, Morningstar

(すぎた こうじ・当研究所前特任リサーチ・フェロー)