

日米の毎月分配型ファンドの違い、 日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと 米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今、 それらをしっかり理解、投信超大国の米国の良い部分を参考にしてほしい

三菱UFJ国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 日本で毎月分配型ファンドの純流入が堅調な一方で純資産が減少傾向となっている。米国では毎月分配型ファンドの純流入が堅調で、純資産は増加傾向で過去最高を更新している。日本では分配再投資を純流入として算入する一方で米国では多くが分配再投資を純流入と見なさないことから生まれる違いである。日本でも米国で多く使われている方法にすると純流出になる可能性がある。
- 純流入の計算方法だけではなく、制度も違う。米国では実現したインカムゲインとキャピタルゲイン(*評価益は除く)の90%以上を毎月、四半期、半年等に分配している。ただ分配頻度や時期、方法はかなり自由で安定分配も可能である。
- ここで日本が米国を参考にするのだが、仮に米国のように分配原資を配当等収益や値上がり益などに限定するとどうなるか? ファンドマネージャーが原資確保のために評価益を値上がり益とする可能性がありこの場合はコストを発生させる可能性が高い。さらに投資上の目的や解約対応で投信保有者に意図せざる税金負担を発生させる可能性もある。こうした事態を回避することも米国でされてはいるが、日本では不要なことである。実は日本では1961年まで分配原資に評価益は含まれていなかった。だが、このような問題を是正することから現在の形となったのである。米国を参考にするのは良いが、こうした歴史を踏まえた上で参考にしたいためである。
- 2007年以降、米国で「日本的な毎月分配型」、日本の「目標払い出し型/元本払い出し型ファンド」や「日本の証券会社による投信の定期売却サービス」に近いマネージド・ペイアウト・ファンドが作られている。だが、その人気はかなり低調である。米最大の投信会社であるバンガードさえ販売に苦勞している。ただ、この業界の期待と思わしくない結果は米国が日本を追っているようでもある。
- 以上、ここで述べたかったことは投信超大国である米国を参考にすることは良いが、その前に日米の毎月分配型ファンドの違い、日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今を理解することの重要性である。それらをしっかりと理解した上で投信超大国である米国の良い部分をぜひ参考にしてほしいものである。

日本で毎月分配型ファンドの 純流入は堅調なのに純資産は減少傾向

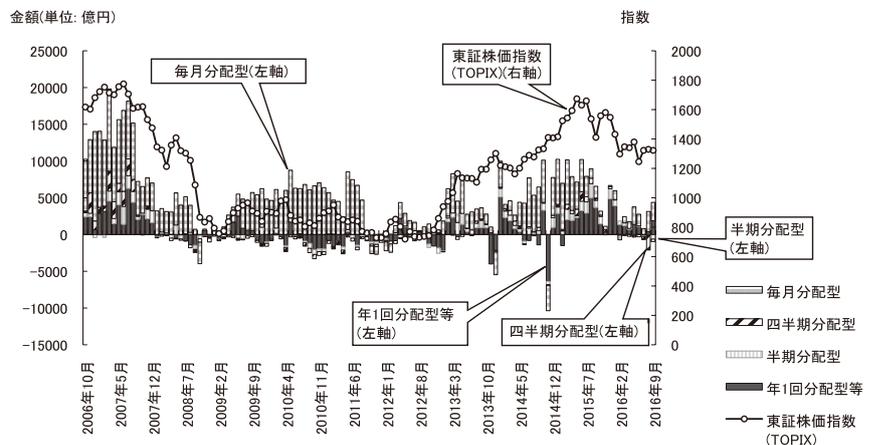
日本で毎月分配型ファンドの純流入が堅調である。2016年9月に毎月分配型の純設定はREITファンドが牽引する形で7ヵ月連続純流入となり、公募投信の純流入を支えている(図表①参照)。四半期分配型は8ヵ月連続純流出、半期分配型は3ヵ月連続純流出となっている。なお、年1回分配型等は2015年3月以来ほとんど(2016年7月を除き)連続純流入である。

毎月分配型だが、純流入が堅調な一方、純資産は2015年5月末をピークに減少傾向となっている(図表②参照)。純流入は7ヵ月連続純流入なのに、2016年9月末の純資産は8ヵ月前から-3.0%となっている。その他の分配型、例えば、四半期分配型の純流入は8ヵ月連続純流出で純資産は9ヵ月前から-17.5%、年1回分配型は2015年3月

以来ほとんど連続純流入で純資産は20ヵ月前から+12.4%となっている。毎月分配型で、このようなことが起こるのは、分配

図表①
●

日本の公募投信の分配回数別純設定推移
*単位型及びETFを除く追加型でMMF等日々決算型は除く。
2006年10月～2016年9月



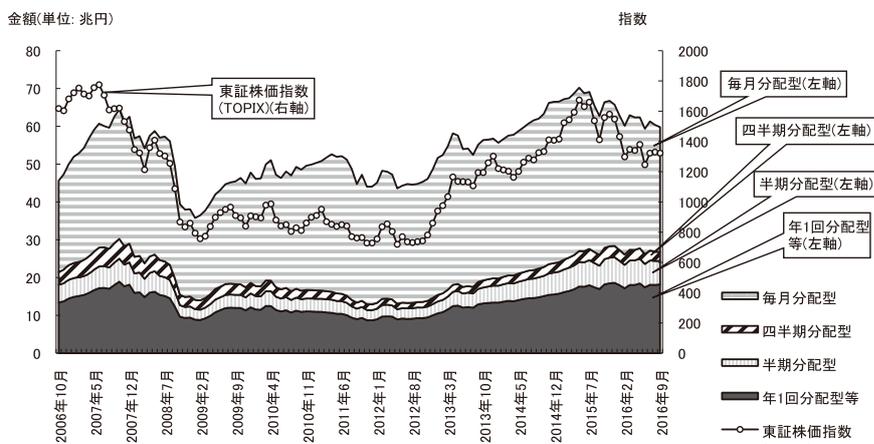
(出所:ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

要因が大きい。純流入の計算方法は日本では「設定－(解約+償還)」(*純資産と基準価額から推計可)ではほぼ統一されているが(図表①でも採用)、この方法は算式に示される通り、分配を純流出と見なさず、値下がりと同じに見なしている。つまり、分配を再投資すると純資産は同じでも(減少しても)純流入として算入される。こうして毎月分配型のように、純流入が堅調なのに純資産が減ることが起こるのである。なお、米国で使われることが多い計算方法の「設定－(解約+償還+分配)」(*純資産とリターンから推計可)とすれば、分配は純流出と見なされ、分配を再投資しても純流入として算入されない。

図表②
●

日本の公募投信の分配回数別純資産推移
*単位型及びETFを除く追加型でMMF等日々決算型は除く。

2006年10月31日～2016年9月30日



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

金融庁は金融レポートと税制改正要望で分配再投資についての課題を考慮

2016年9月15日に金融庁が「平成27事務年度 金融レポート」を公表した。そこには「当面現金を必要とせずに中長期での資産形成を考えている顧客も含め、一律に収益分配頻度の高い商品を提案する機会が多いということは、販売会社において、必ずしも顧客のニーズに沿った対応がとられていない」と書かれていた(後述※1参照)。これは、先述の分配再投資を示しており、それが顧客のニーズと合っていない場合があるということである。こうしたこともあり、2016年8月31日に金融庁が公表した「平成29年度 税制改正要望」では、創設要望を出した「積立NISA」において中長期での資産形成を目的とし、投資対象商品の例として「非毎月分配型ファンド」が挙げられ、毎月分配型を当初から対象外としている(後述※2参照)。

米国で毎月分配型ファンドの純流入は堅調で純資産は増加傾向

投信超大国の米国ではどうだろうか？ 米国でも毎月分配型ファンドの純流入が堅調である。2016年8月に毎月分配型の純設定は債券ファンドが牽引、7ヵ月連続大幅純流入となり米国ミューチュアルファンド全体を支えている(図表③参照)。四半期分配型は8ヵ月連続小幅純流入で、半期分配型は21ヵ月連続小幅純流出、年1回分配型等は株式ファンド(特に国内グロース株ファンド)が牽引、6ヵ月連続大幅純流出となっている。日本ではREITファンドが毎月分配型及び公募投信全体の純流入を牽引していたが、米国では債券ファンド(特に中長期の投資適格社債ファンド)が毎月分配型ファンド及び米国ミューチュアルファンド全体を牽引している。

日本では毎月分配型ファンドの純流入は堅調なのに純資産は減少傾向だったが、米国では純資産は増加傾向にある(図表④参照)。日本と対照的に毎月分配型ファンドは過去最高を更新している(*四半期分配型も過去最高を更新している)。先述した通り、日本で投信の純流入の計算方法は、分配再投資を純流入と見なす「設定－(解約+償還)」(*純資産と基準

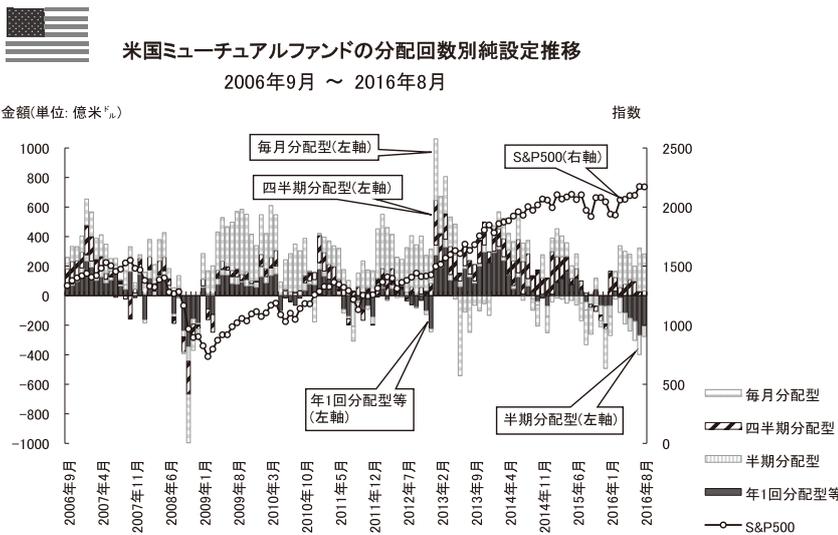
※1: 平成27事務年度 金融レポート: 金融庁はこれまで金融機関への検査を踏まえた分析や問題意識などを「金融モニタリングレポート」にまとめ、年1回公表してきた(*2014年7月4日に初公表で昨年は2015年7月3日公表)。それが2015年9月18日公表の「金融行政方針」において、金融機関の検査・監督方針に加え、企画部門や国際部門など金融庁の全部局の指針を網羅することで「平成28年6月を目途に『金融レポート(仮称)』として公表するとともに、その評価を翌事務年度の金融行政方針に反映させることとする」とした。それがようやく3ヵ月遅れの2016年9月15日に「金融レポート」として公表された。

※2: 平成29年度 税制改正要望: 「積立NISA」が「非毎月分配型ファンド」と例示される理由だが、NISA独自の理由もある。NISAでは、日本で一般的な純流入の計算方法と同様、分配再投資は「購入」に該当して非課税枠に加算される。そのため、非課税枠(年120万円)を使い切っていると、その年については再投資を非課税にできなくなる。さらに分配金が投信の元本払戻金(特別分配金)の場合、もともと元本払戻金(特別分配金)は非課税であるので、せっかくの非課税枠を無駄に使ってしまうこととなる。これがNISAで無(低)分配、非毎月分配型ファンドが良いとされる理由である。

準価額から推計可)であった。米国では投信会社によって違っており、世界最大の資産運用会社であるブラックロック、ジャナス、PIMCO等のように、日本と同様の方法を使っている会社もある(*PIMCOは2015年初めから)。一方、米最大の投信会社であるバンガード・グループやフィデリティ・インベストメンツなど多くの会社は純流入の計算方法として、分配再投資を純流入と見なさない「設定－(解約+償還+分配)」を使っている(*純資産とリターンから推計可。上記グラフでも採用)。

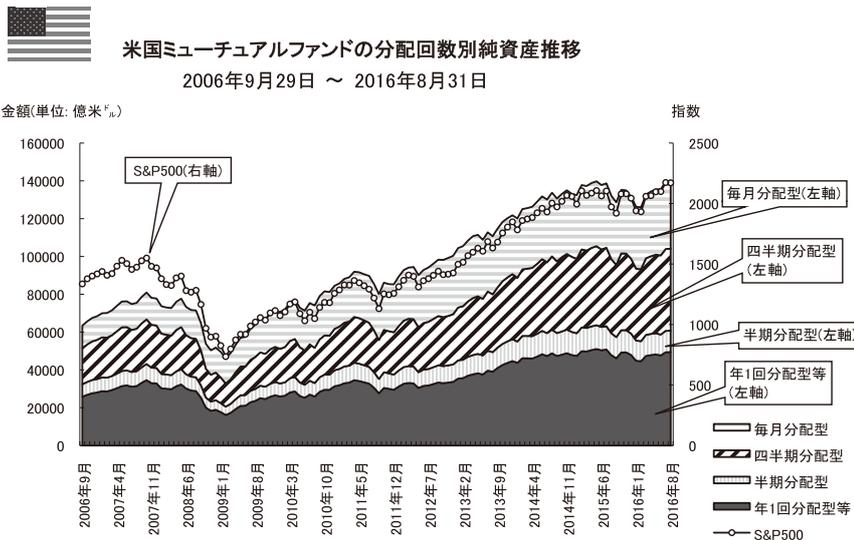
どちらが良いかについては、米国でも「何が新規資金と呼べるのかという資産運用業界の議論」(2016年3月14日付米ブルームバーグ)ということである。米ブルームバーグなどは分配再投資を純流入と見なさない「設定－(解約+償還+分配)」(*

図表③



(出所: プルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表④



(出所: プルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

純資産とリターンから推計可)を使っているようである。このあたり、大事なことはどちらが良いかではなく、その特性をしっかりと理解することである。

**毎月分配型ファンド(とラップ・SMA・ロボアド等)の
日米投信制度の違いを理解する**

投信超大国である米国でも毎月分配型があり、結構大きな存在であることがわかった。例えば米最大の債券ファンドである「Vanguard Total Bond Market II Index Fund」も、かつて世界最大の投信だった「PIMCO Total Return Fund」も毎月分配型である。しかし、日本では毎月分配型というと、古くから日本独自のものとされてきた。「なぜ売れる 異形の投信」(2007年12月8日付日本経済新聞朝刊一面)、「『異形』の毎月分配型流行は問題点が山積。異議ありだ!」(2008年2月5日付週刊東洋経済)、「日本で独自の進化を遂げた『ガ

ラパゴス投信』」(2011年7月6日付日本経済新聞電子版)、「『毎月分配型』のような資産運用として明らかに合理的でない商品に資金が集まっている」(2011年11月21日付ダイヤモンド・オンライン)、そして最近でも「近年は日本独自の不思議な慣行が新たに加わりました。投資家に分配金を毎月支払う『毎月分配型ファンド』ばかりがよく売れるという奇妙な現象です」(2016年8月30日付NIKKEI STYLEマネー研究所)などである。

米国でも毎月分配型があるのに、なぜ日本の毎月分配型は「日本独自」、「異形」、「ガラパゴス」などと言われてきたのだろうか? 単に、日本で米国の毎月分配型投信のことを知らない場合もあると思われるが、同じ「毎月分配型」と言っても、日米では投信の制度が違うからであらう。先の純流入の計算方法と同様、日米毎月分配型ファンドの制度の違いもしっかり理解したい。

まず米国だが、日本のJ-REITと同様、実現したインカムゲインと実現したキャピタルゲイン(*評価益は除く)のほぼ全額(90%以上、実際は100%に近い)を定期的(毎月、四半期、半年等)に分配しなければならない(*確定拠出年金401kやIRA等非課税口座は除く)。「分配は複利効果からして非効率、合理的でない」という理由で、分配しない投信があれば、法人所得課税が課される可能性がある。そのため、米国ではインカムゲインが多い債券ファンドを中心に分配頻度が多くなる。

こうなると、米国では「ある月は高分配、ある月は無分配」なので、分配が不定期に大きく変わる「実績分配型」と思われそうである。だが、株式の安定配当と同様、分配額の裁量には自由度がかなりある。米投信の分配頻度はファンドにより毎月、四半期、年2回、年1回と自由にでき(*不規則な月で可)、さらに「決算月」(*決算というよりSECに定められた最低年1回の年次報告書の月)とは別に分配できる。日本の日々決算型のように毎日分配を発表して1ヵ月分を分配することも可能である。

そのため、「日本的な毎月分配型」と同様、安定分配している投信もある。例えば米最大級の毎月分配型グローバル債券ファンド「Templeton Global Bond Fund」は、1年以上毎月同額の分配を出し、毎年12月に特別配当としてキャピタルゲインを分配してきた(*特別配当は「キャピタル・ディストリビューション」のことでファンド・マネージャーの実現したキャピタルゲイン/値上がり益)。キャピタルゲインの分配は、10月、11月、12月に分配金の支払いを宣言すれば、実際の投資家への分配金

支払いが翌年になっても良いものである(*課税年度中に分配されたものと見なされる~税当局のIRS規則)。そのため、米投信は年末までキャピタルゲインの分配を先送りし、それを年末年始など一度にまとめて分配することが多い。このように、米投信の制度は日本の一般の投信の制度と違う(J-REIT等とは似る)こと、よく覚えておきたい。

米国では実現したキャピタルゲインしか分配できず、評価益が分配できないことも大きな差である。投信超大国の米国を参考にして「毎月分配型については、配当の原資を利回りや値上がり益など運用益に限定する規制を検討する。…(略)…」。米国では原則、金利収入と値上がり益に配当原資を限っているため、運用悪化時にも高額な配当を出すことはできない(2012年1月27日付日本経済新聞朝刊1面トップ)という意見もある。

しかし、米国の方法であると、ファンドマネージャーが分配原資確保のために評価益を値上がり益とするための売買、つまり投資上の目的ではない売買をする場合がある。大きな投信の場合には投信が投資する市場を動かす要因となり、さらに投信自身にコスト負担を発生させる可能性がある。

実は、日本でも昔(1961年まで)、分配原資に値上がり益(評価益)は含まれていなかった(*1956年まではインカムゲインだけだった)。1961年に分配原資に値上がり益(評価益)が含まれたのだが、理由は「株価上昇時に売買益を捻出するために、さらに値上がりの期待できる銘柄をも売却する現象が起りがちだったので、これを是正する意味も含まれていた」(野村アセットマネジメント「FUND MANAGEMENT」2009年秋季号)である。日本が今の米国に習うことがあれば、それは1961年以前の日本に戻すことを意味する。

分配原資確保以外でも米投信の場合、ファンドマネージャーによる投資上の目的や解約への対応で値上がり益を実現させてしまう場合がある。この場合、投信保有者に意図せざる税金を負担させることがある。投信保有者が保有していない期間の値上がり益(評価益)まで負担させられる場合さえある(後述※3参照)。もちろん、米国でも、これを回避するため、ファンドマネージャーが評価損のある銘柄を売ってその値上がり益(評価益)の損益通算をすることがある。ファンドマネージャーが節税売買をしない場合は投信保有者が(アドバイザーのアドバイス等で)別途保有している投信や株などの中から評価損のある銘柄を売ることが行われる(*できない場合、忘れた場合は意図せざる課税をされることもある)。これが米国で昔から言われている「タックス・ロス・セリング」で、例年秋から12月末にかけて起こりやすく、株価押し下げ要因となっている(後述※4参照)。

さらに米国ではこうした事態をできる限り避ける「タックスマネージドファンド」(税金対策ファンド)もある(月刊「投資信託事情」2008年8月号<Strategic Vistas>参照)。インカムゲインの多い投資を避け、キャピタルゲイン実現を回避すべく売買回転率

を最小化するなどを行う投信だ。しかしこの場合、高利回り債や高配当株に投資したい場合など、投資家のニーズと合わないことも多々出てくる。

この通り、米投信では、日本では不要な問題が結構起きている。「米国は違う」と言って、すべて日本を問題視する前に、しっかり日米の違いや歴史を知っておきたいものである。

※3: 分配金権利落ち: 米投信には一般的な株式と同様の「分配金権利落ち」がある。特に年に1度の分配の場合、1年分の分配金や値上がり分の基準価額が下落する。問題は分配金の権利落ち直前に投信を購入した投資家である。日本の株式市場ではこうした購入を「配当取り戦略」と呼び、「数日から数週間の投資で2%前後の利回りを確保できるとすれば効率がいい」(2012年2月29日付本経済新聞朝刊)などと評価されてきたが、米国ではそうではない。先述した通り、投信保有者が保有していない期間の値上がり益(評価益)まで負担させられる場合もある。分配金の権利落ち日以降に投信を購入することも考えられるが、市場次第で購入価格が上がってしまう可能性もある。

※4: タックス・ロス・セリング/Tax Loss Selling: タックス・ロス・ハーベスティング/Tax Loss Harvestingとも言われる。損失の出ている株式・投信等を売却して損出しをし、売却益が出て課税される見込みの株式・投信等と損益通算で相殺して税額を抑えること。米国で成長しているラップやSMA/Separate Manage Account、ロボアドバイザー/Robo-Adviserのメリットは低コストでのカスタマイズ(推奨資産配分・定期リバランス)とされるが、それと並ぶ大きなメリットがこの節税とされる(月刊「投資信託事情」2016年4月号<Strategic Vistas>参照)。日本でも、ラップやSMA、ロボアドバイザーが拡大しているが、日本では税理士法があつて難しいことも多い。ちなみに、米国ではEnrolled Agentという公的税理士資格はあるものの日本のように税理士に独占的権限を与えていないため、税理士ではない投資アドバイザーが他人のために税務申告する等が可能となっている(月刊「投資信託事情」2014年9月号<Strategic Vistas>参照)。日本のラップやSMA、ロボアドバイザーが米国のような拡大をするための課題でもある。

米マネージド・ペイアウト・ファンド登場

日本が米国を追うことは多々あるが、米国が日本を追う場合もある。それが運用悪化時でも毎月分配(や毎年分配等)を目標とする「日本的な毎月分配型」である。日本では2001年前後からこの類の毎月分配型が急増し始めたが、米国ではその7~8年遅れで(*日米の年齢差近く)、「日本的な毎月分配型」に近いマネージド・ペイアウト・ファンド/Managed payout fundsが作り出されている(図表⑤参照、月刊「投資信託事情」2007年11月号<Strategic Vistas>参照)。

米大手の投信会社であるフィデリティ・インベスメンツが2007年8月30日以降設定したマネージド・ペイアウト・ファンド「Fidelity Income Replacement Funds」が古い。毎月分配額を目標率と前年の運用成績に基づき各年設定している(*2016年から2042年までのターゲットデートファンドで計14クラスある)。米最大の投信会社であるバンガード・グループが2008年5月2日に設定した「Vanguard Managed

Payout Funds」というものもある。3クラス(*投信の購入単位別)あり、2008年の設定当初は毎月の分配としてクラス毎に「Growth Focus Fund: 年3%、Growth and Distribution Fund: 年5%、Distribution Focus Fund: 年7%」というものだった(*2014年1月にこれら3クラスが年4%の「Vanguard Managed Payout Fund」へ統合・改名)。投資対象は株式・債券のほか、REIT・商品・インフレ連動債・市場中立型戦略まで含むアクティブファンドである。その目論見書等には「保証されたものではなく、損失を被る場合もあり、分配の幾らかは元本の払い戻しかもしれない」と記載されている。その他、米最大の独立系証券で米最大のネット証券、米最大の

の投資顧問業者/RIAチャネルでもあるチャールズ・シュワブが2008年3月28日に設定した「Charles Schwab Income Funds」3クラスもある。目標年間ペイアウトとしてModerate年3%~4%分配・Enhanced年4%~5%分配・Maximum年5%~6%分配としている。

「Fidelity Income Replacement Funds」などは特にそうだが、「日本的な毎月分配型」というより、日本で2011年9月から販売され当時「業界初」とも言われた「目標払い出し型/元本払い出し型ファンド」に似ている。ここで日本の「目標払い出し型/元本払い出し型ファンド」の過去10年間の純流入と純資産を見た。2016年9月に目標払い出し型/元本払い出し型ファンドの純設定は2013年7月以来3年3か月連続純流出となっており、それ以前も、2013年1月に10か月連続純流出となっている(図表⑥参照)。純資産は2012年3月末と2013年5月末の2つをピークに減少傾向となっている(図表⑦参照)。

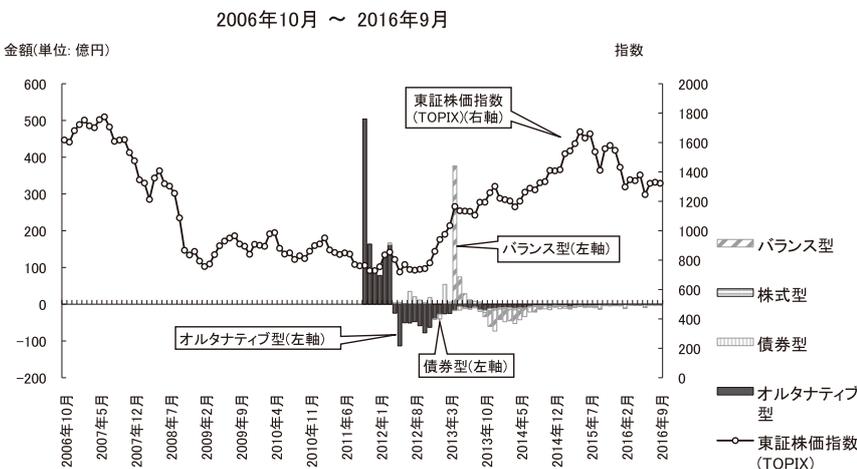
図表⑤ 主な米国のマネーゾ・ペイアウト・ファンド/Managed payout funds(設定順)

2016年8月末現在

| ファンド名 | 運用会社 | 設定年月日 | 分配回数 | 純資産 2016年 8月末 (百万 ^{ドル}) | 純設定 2016年 1~8月 (百万 ^{ドル}) | ファンドの特徴(分配率、資産構成など) |
|--|--------------------------------|---|------|--|---|--|
| 1 Fidelity Advisor Income Replacement <small>2016~2042の隔年毎にあり、各々にAクラス(募集手数料5.75%、信託0.25%)、Cクラス(償還手数料1.00%、信託1.00%)、Inst(機関投資家向け)、Tクラス(募集手数料3.50%、信託0.50%)の4クラスがある</small> | Fidelity Investments | 2007/8/30 (2016~2036) 2007/12/31 (2038~2042) | 12 | 153 | -16 | 2016年から2042年までのターゲットデート型ファンド14本。分配額は目標率と前年の運用成績に基づき、各年設定される。償還期限(ターゲットデート)まで毎月分配される。 |
| 2 Schwab Monthly Income Funds /Moderate Payout | Charles Schwab | 2008.03.28 | 12 | 49 | -1 | 毎月分配で目標年間ペイアウトは年3%~4%(*低金利環境の予想1%~3%、高金利環境の予想は3%~6%) |
| 3 Schwab Monthly Income Funds /Enhanced Payout | Charles Schwab | 2008.03.28 | 12 | 100 | -1 | 毎月分配で目標年間ペイアウトは年4%~5%(*低金利環境の予想1%~4%、高金利環境の予想は4%~7%) |
| 4 Schwab Monthly Income Funds /Maximum Payout | Charles Schwab | 2008.03.28 | 12 | 53 | -0 | 毎月分配で目標年間ペイアウトは年5%~6%(*低金利環境の予想1%~5%、高金利環境の予想は5%~8%) |
| 5 Vanguard Managed Payout Distribution Focus Fund | Vanguard Group | 2008.05.02 | 12 | - | - | 投資対象は株式・債券のほか、REIT・商品・インフレ連動債・市場中立型戦略まで含む。アクティブファンド。分配率はGrowth Focus Fund年3%、Growth and Distribution Fund年5%、Distribution Focus Fund年7%。償還期限はなし。2014年1月17日に3クラスが年4%の「Vanguard Managed Payout Investor Fund」へ統合・改名。 |
| 6 Vanguard Managed Payout Growth and Distribution Fund | Vanguard Group | 2008.05.02 | 12 | - | - | |
| 7 Vanguard Managed Payout Growth Focus Fund | Vanguard Group | 2008.05.02 | 12 | - | - | |
| 8 Vanguard Managed Payout Fund | Vanguard Group | 2008/05/02 (右記参照) | 12 | 1,669 | +7 | |
| 9 PIMCO Real Income Fund | PIMCO | 2009.10.30 | 12 | 0 | +0 | 投資対象はインフレ連動債。償還期限(ターゲットデート)まで毎月分配され、償還期限に清算する。毎月の分配額は主としてインカムから出るが、元本からも出る。またインフレ率も加味するのでインフレなら分配額が増え、デフレなら分配額が減る。 |
| 10 Franklin Retirement Payout Fund | Franklin Templeton Investments | 2015.06.01 | 1 | 20 | +0 | 投資対象は米ドル建て社債等。償還期限(ターゲットデート)まで計画に沿って毎年分配される。 *毎月分配型ではない。 |
| 合計 | | | | 2,043 | -11 | |

(出所: 各社HP、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑥ 日本目標払い出し型/元本払い出し型ファンドの分類別純設定推移
*予想分配金提示型は除く。



(出所: プルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

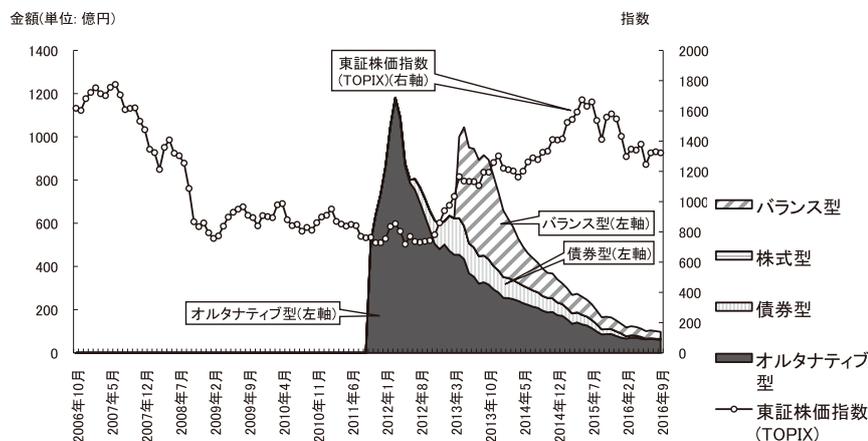
この目標払い出し型/元本払い出し型ファンドの低調さについて、金融庁は既に2015年3月に次のような発言をしている。「年金収入を補完するために高齢者を中心に分配金にニーズがあることは当局も認めている。さらに、分配金の出所が運用の成果な

のか元本の取り崩しなのかを示すトータルリターン通知制度が導入され、個人投資家が分配金の原資を理解していることを前提に投信が販売されており、例えば分配金が元本の取り崩しであっても投資家が納得していれば問題ないことになる。だが、どこまで通知制の趣旨が浸透しているか当局は懐疑的だ。『本当に分配金の原資を理解しているなら目標払い出し型投信がもっと売れるはずだ』とある幹部は話す。目標払い出し型とは運用の成果に関わりなく、毎月一定額を分配金や元本の一部解約で払うことをあらかじめ決めておく投信だ。りそな銀行やみずほ証券が一時、熱心に扱ったが、今ではほとんど存在感がない。別の幹部は目標払い出し型が既存の高分配ファンドの中に埋没してしまっ

図表⑦

日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドの分類別純資産推移
*予想分配金提示型は除く。

2006年10月31日～2016年9月30日



(出所: フルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

た現状から『分配金の原資が誤認されている可能性は否定できない』と推測する」(2015年3月19日付日本経済新聞電子版)――。

ところで、「目標払い出し型/元本払い出し型ファンド」が日本で2011年9月から販売され「業界初」と言われたということは、2007年8月から始まった米国が先で、日本が米国を追っているようにも見える(後述※5参照)。しかし日本では既に償還済みだが、1988年5月から毎月募集された大和証券販売・大和投信設定の定時定型追加型ファンド「ステップ」がある。設定1年経過後、例えば「毎年4月と9月の2回、1万円ずつ」など、顧客が引き出し額・時期・回数等を指定できるものである(*1か月前の変更も可)。「年金型投信」として年金の補完として使ってもいいし、信託期間10年を引き出さず長期投資も可能という触れ込みだった。目標リターンは年10%、基本的に国内株式50%と国内債50%の資産配分だ。この「ステップ」はバブル相場もあり、設定後1年2か月の1989年8月に残高1兆円を超え(*当時最大規模)、1989年7月には米国版「アメリカン・ステップ」の販売も開始された。だが、その後、バブル崩壊もあって、1991年7月設定の2001年7月償還分が最後となる。「ステップ」の後、株を組み入れず国債だけを組み入れる払い出し型が登場している。こちらも償還済みで、2000年3月から毎月募集された日興証券等販売・日興アセットマネジメント設定の定時定型ファンド「元本確保型国債ファンド(愛称: エッグス)」である。目標総収益率に沿った普通分配金と共に、2000円の元本部分を年1回定期償還する(*5年コースの場合で、3年コースなら2500円の元本部分を定期償還)。これは2000年12月29日の純資産約111億円をピークに、金利急低下を受け純資産は減少傾向となり、2001年6月設定の2006年6月23日償還分が最後となった。

こうして株安と超低金利という逆風下、大きな人気を集めたのが、「日本的な毎月分配型」だったのである。「日本的な毎

月分配型」は既に1994年12月1日に米国籍で設定され日本で販売された米国籍「パトナム・ディバーシファイド・インカム・トラスト(クラスM)」(*2016年8月末国内投資者分の純資産124億円)や1997年1月31日に日本籍で設定された「アライアンス・ハイ・イールド・オープン」(*2016年9月末の純資産130億円)があり人気もあったものの、現在まで続く大きな人気となったのは、先の「ステップ」が償還、「エッグス」が最後の設定をした2001年、これに加え、MMF/マネー・マネージメント・ファンド等が元本割れをして以降のことである。

なお、証券会社による投信の定期売却サービスについては「毎月分配と同じような機能を果すものとして引き出しサービス制度がありますが、これはお客にまったく受けない。『なぜ毎月解約までして取り崩さねばならないのだ』とお叱りを頂戴する。分配金と解約。その心理的な差は非常に大きく、当社でもこのサービスを熱心に勧めたことありますが、本当に人気がなかった」(月刊「投資信託事情」2010年11月号に出ていた大手証券会社商品部長の話)ということで拡大しにくい環境であった。

※5: キャッシュ・フロー・マッチング、デデュケーション、イミュニゼーション: 目標払い出し型/元本払い出し型ファンドや証券会社による投信の定期売却サービスの歴史は日本が先行しているように言った。だが、これは商品面や販売面の話であり、運用面では別である。米国の(年金の)運用方法において、年金給付のLiability Stream/ライアビリティ・ストリーム(払い出し見込み)に対し、できる限りマッチしてリスクを低減する運用の「Cash Flow Matching/キャッシュ・フロー・マッチング」という運用方法がある。これは「Dedicated Portfolio/デデュケートッド・ポートフォリオ」もしくは「Dedication/デデュケーション」とも言われる運用方法でもある。マッチングの度合いを少し緩くし(リスクを少し増やし)、リターンの向上を目指す「Duration Matching/デュレーション・マッチング」もしくは「イミュニゼーション/Immunization」という運用方法もある。この運用方法は米BARRA/バーラ社(現MSCI社)が1980年代に「BARRA/バーラ債券モデル」ということで、日米で実用化し、1980年代において既に日本の投信会社でも運用で活用されていた。その意味で、運用面では米国が先行する。商品面及び販売面で、日本が米国より進んでいたのは日本の高齢化が米国より早く、払い出しニーズが強かったことが大きいと思われる。

米マネージド・ペイアウト・ファンド最新動向

米国のマネージド・ペイアウト・ファンド最新動向を見る。マネージド・ペイアウト・ファンドの純設定は2015年12月に+1億ドル前後の純流入があったのを最後に小幅の純流出と純流入を繰り返している(図表⑧参照)。純資産は2015年4月末に20億ドルに乗せた後、伸び悩んでいる(図表⑨参照)。さらに、「Vanguard Managed Payout」(だけ)が健闘している(図表⑤も参照のこと)。

バンガード・グループが2016年8月末現在17億ドルと全体の8割強を占めるが、米最大の投信会社にはかなり小さい数字である。このことについて、2016年9月20日付米インベストメント・ニュース誌に「マネージド・ペイアウト・ファンドは投資家に売るのが厳しい」という見出しで次の記事が掲載された。

「米国の投信会社はマネージド・ペイアウト・ファンドを通じて、現実にインカムを保証をすること無しで、保証されたインカムマーケットを利用することに懸命な努力をしている。どのようにして、投信会社は年金そのものに太刀打ちして、多くの投資家が望む生涯のインカムの選択肢とするか。マネージド・ペイアウト・ファンドだが、ポートフォリオを毎月均等の支払いとなるように構築する。例えば、「Vanguard Managed Payout」は年4%なので10万ドルなら月313ドルである。「Schwab Monthly Income Funds」は① Moderate、② Enhanced、③ Maximumの3クラスがあり、分配を年1～5%、場合によって年8%としている。「Fidelity Advisor Income Replacement」は投資家のターゲット・デイトの換金時となっている。ファンドと年金を比較すると、インフレ面で、年金はインフレに弱い、ファンドはインフレに強い。保証面で、年金は保証されているが、ファンドは保証されていない。流動性面で、年金は換金が制約されているが、ファンドは毎営業日換金できる。税金面で、年金は拠出時課税の場合、支払い時の元本は非課税だが、ファンドはインカムとキャピタル、短期と長期で違う税率で課税される。チャールズ・シュワブ・インベストメントのCIOは『当社のSchwab's Payout fundsを選ぶ理由は3つある。保険会社の健全性不安、流動性、そして、コストである』と言う。投資家はまだマネージド・ペイアウト・ファンドにラッシュしていない。「Vanguard Managed Payout」は17億ドル/約1700億円しかない。「Schwab Monthly Income Funds」は1億ドルから4900万ドルである。「Fidelity Advisor Income Replacement」は2920万ドルから480万ドルである」(筆者抄訳)。

「マネージド・ペイアウト・ファンドは投資家に売るのが厳しい」ということは、先に述べた日本の過去と似ている。分配金と解約の心

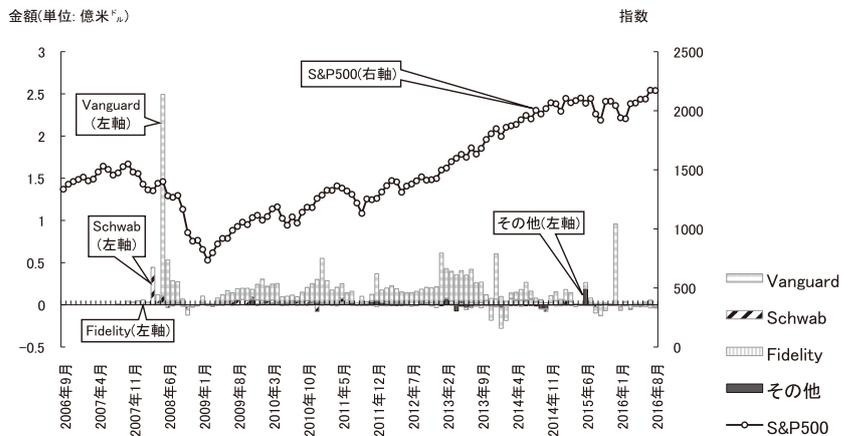
理的な差は非常に大きく、人気が無いということと思われる。この業界の期待と思わしくない結果は米国が日本を追っているようでもある。

以上、ここで述べたかったことは投信超大国である米国を参考にすることは良いが、その前に日米の毎月分配型ファンドの違い、日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今を理解することの重要性である。それらをしっかりと理解した上で投信超大国である米国の良い部分をぜひ参考にしてほしいものである。

図表⑧



米国マネージド・ペイアウト・ファンドの
投信会社別純設定推移
2006年9月～2016年8月

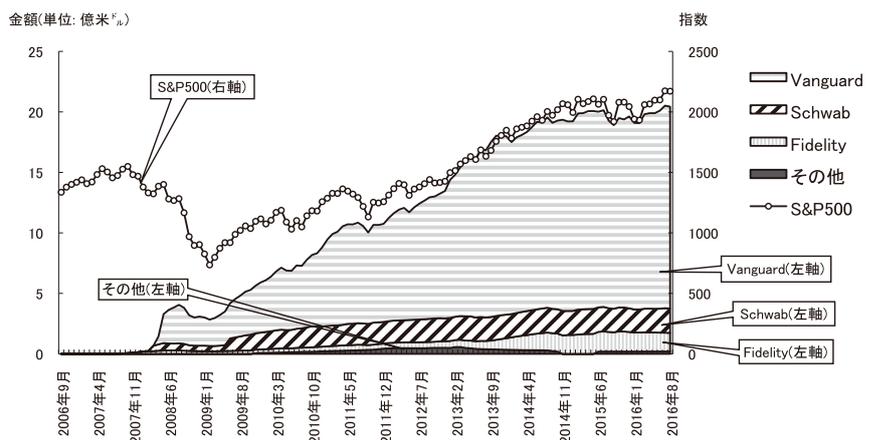


(出所: プルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

図表⑨



米国マネージド・ペイアウト・ファンドの
投信会社別純資産推移
2006年9月29日～2016年8月31日



(出所: プルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

略歴: 1959年生まれ。静岡大学人文学部経済学科卒。日興アセットマネジメントのファンドマネージャー、リッパー・ジャパン(ロイター・ジャパン)のアナリスト、ドイチェ・アセット・マネジメントのストラテジスト、国際投信投資顧問の投信調査室長などを経て2015年7月より現職。1987年より公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。
著書: 日本実業出版社「本当に知りたい投資信託 儲け・手数料・評価のしくみ」(2007年)、青春出版社「図解『為替』のカラクリ」(2003年)、同「図解『為替』のカラクリ 賢く増やす!外貨投資入門編」(2006年)、など。