

DCのデフォルトファンドはターゲットデートか、バランスか、株式か？ 米国やオーストラリアの年金運用から学ぶ ～DCのファンドには英投信評価「アセスメント・オブ・バリュー」～

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 (kenji-matsuo@am.mufg.jp)
窪田 真美 (mamii-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●日本の厚生労働省 企業年金・個人年金部会で“英国のアセスメント・オブ・バリュー”、“全世界の主要企業に分散投資する、低コストのインデックスファンドなどの投資信託”

2024年2月27日に厚生労働省が「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会における議論の中間整理(案)」を提示した(https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_35068.html , <https://www.mhlw.go.jp/content/10600000/001214903.pdf>)。その中に次の様な注目ポイントがあった。

3 DC 制度の環境整備



(1)運営管理機関、事業主、加入者本人の各段階における適切な運用の方法の選定

- 運用商品のモニタリングや見直しについて、運営管理機関と事業主側の情報の非対称性が大きいため、
 - ・ 運営管理機関が公開しているユニバースをもっと見つけやすく、一覧性や比較が可能な形にすべき。
 - ・ アクティブ投信はパッシブ投信に比べ、優良な商品なのかを見分けることが格段に難しいため、
英国のアセスメント・オブ・バリューのように自社のファンドそれぞれについて、コストに見合うリターンを提供できているのか等の検証と公表を資産運用会社に促してはどうか。
 - ・ 運営管理機関は従業員ファーストで手数料等において適切な商品を積極的に事業主に選定すべき。
 - ・ 事業主へ提供可能な加入者等のデータを拡充すべきといった意見があった。

…(略)…。

(4)指定運用方法の見直し

- 事業主が指定運用方法の設定を行うことについては、
 - ・ 老後の所得を増やすためには、全世界の主要企業に分散投資する、低コストのインデックスファンドなどの投資信託をデフォルトファンドとしてどうか。

以上は2023年10月17日開催の企業年金・個人年金部会で言及されたものであり、前者“英国のアセスメント・オブ・バリュー”は金子委員(野村総合研究所金融デジタルビジネスリサーチ部 金子久エキスパート研究員)が「英国の運用会社に求められている投信の評価制度、アセスメント・オブ・バリュー」などと話したもの。後者“全世界の主要企業に分散投資する、低コストのインデックスファンドをデフォルトに”は岩城委員(みんなのお金のアドバイザー協会 岩城みずほ副理事長)が「デフォルトファンドを広く全世界の主要企業に分散投資する、低コストのインデックスファンドなどによって資産運用にいざなうことも必要」などと話したものである(https://www.mhlw.go.jp/stf/newpage_35071.html)。

●DC のファンドには英投信評価「アセスメント・オブ・バリュー」

2024 年 2 月 27 日付厚生労働省「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会における議論の中間整理(案)」の中にあった「**英国のアセスメント・オブ・バリューのように自社のファンドそれぞれについて、コストに見合うリターンを提供できているのか等の検証と公表を資産運用会社 に促してはどうか。**」(野村総合研究所金融デジタルビジネスリサーチ部 金子久 エキスパート研究員)は、英国の資産運用会社/Authorised Fund Managers/AFM が「**緑/Green(good value)・黄/Amber(value)・赤/Red(poor value)**」の 3 色(会社によっては grey~too early to assess の 4 色)で示す「**バリュー・アセスメント・レポート/Value Assessment Report**」もしくは**アセスメント・オブ・バリュー・レポート/Assessment of Value Reports、AoV レポート/AoV reports、ファンドごとに決算期末から 4 か月以内に毎年公表**」の事であろう(2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309「日本版資産運用業高度化の道~日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AoV)評価と欧州 MIFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響:課題~」~ <https://www.am.mfg.jp/text/ashirase/200022.pdf>、2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)」~ <https://www.am.mfg.jp/text/ashirase/200017.pdf>、2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「欧州資産運用業界最新動向」日本の金融庁『重要情報シート』が参考にする欧州の『PRIIPs KID』は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から?~欧州の MIFIDII プロダクトガバナンス規制、英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoV レポート(ハーグリーブス・ランスタウン、クリーン・シェア(や ACS)の現況~」~ <https://www.am.mfg.jp/text/ashirase/210322.pdf>)o



バリュー・アセスメント・レポート /Value Assessment Report (もしくはアセスメント・オブ・バリュー・レポート/Assessment of Value Reports、 AoV レポート/AoV reports)

英国では既に多くの資産運用会社がバリュー・アセスメント・レポートを公表している(2019 年 9 月 30 日以降、ファンドの決算期末から 4 か月以内に公表)。 パフォーマンスやリスク等はモーニングスター/Morningstar もしくはリップパー/Lipper もしくは FE ファンドインフォ/FE FundInfo など独立系投信評価会社を参考に算出、分類は英国投資信託協会の IA/Investment Association/投資協会もしくはモーニングスターもしくはフィッツ・パートナー/FITZ Partners 等を利用している(独立系投信評価会社...2023 年 12 月 11 日付日本版 ISA の道 その 392「新 NISA は英国のビジネス(投信評価)を参考に~英国 ISA では高いレーティングのアクティブファンドが人気、ISA 改革で複数販売会社と増株とイベティブ・ファイナンス ISA の非上場株ファンド LTAF 投資が可に~」~ <https://www.am.mfg.jp/report/investigate/column/231211.pdf>)o

日本では 2023 年 5 月 29 日に野村アセットマネジメントが「**緑/Green(価値提供に向けた取り組み)・黄/Yellow(改善を検討すべき点)・赤/Red(改善すべき点)**」の 3 色で示す「**ファンド・レビュー・レポート**」を公表している。 パフォーマンスやリスク等はモーニングスターの Morningstar Ratings や野村総合研究所の Fundmark レーティングを参考に算出、分類は野村総合研究所の Fundmark 分類を利用している(2023 年 4 月 3 日... <https://www.nomuraholdings.com/jp/news/ir/etc/20230403.html>、<https://www.nomura-am.co.jp/corporate/service/fund-review/>)o

英国では**英年金監督当局の TPR/The Pensions Regulator/年金規制当局(日本の厚生労働省年金局に相当)が DC 制度/defined contribution pension schemes の透明性、比較可能性を改善、DC 制度間の競争で年金貯蓄者に対し、最善の価値と長期の成果/best possible value and long-term outcomes をもたらそうとしている。**

英国のバリュー・アセスメント・レポートは 2023 年 7 月 31 日に適用を開始した「**コンシューマー・デューティー/Consumer Duty/消費者保護規制/消費者(リテール顧客)義務規制**」に基づき確認したい 4 つの成果に関する規則の 1 項目「**手数料と価値の成果/price and value outcome**」には対応しているものの、その他の 3 項目である「**プロダクトとサービスの成果/products and services outcome**」、「**顧客の理解の成果/consumer understanding outcome**」、「**顧客サポートの成果/consumer support outcome**」に対応する必要がある。 **ただの価値/value でない、フェアバリューの評価/fair value assessment をして、リテール顧客への提供が義務付けられているのでそれにも対応する必要がある** (2024 年 2 月 26 日付日本版 ISA の道 その 397「英国のファイナンシャル・アドバイザーやネット証券、資産運用会社にコンシューマー・デューティー~バリュー・アセスメント・レポートもコンシューマー・デューティー対応へ~」~ <https://www.am.mfg.jp/report/investigate/column/240226.pdf>)o 日本で DC のファンドにも英投信評価「アセスメント・オブ・バリュー」を資産運用会社 に促す場合、コンシューマー・デューティーも考慮、検討しておくのが良いと思われる。

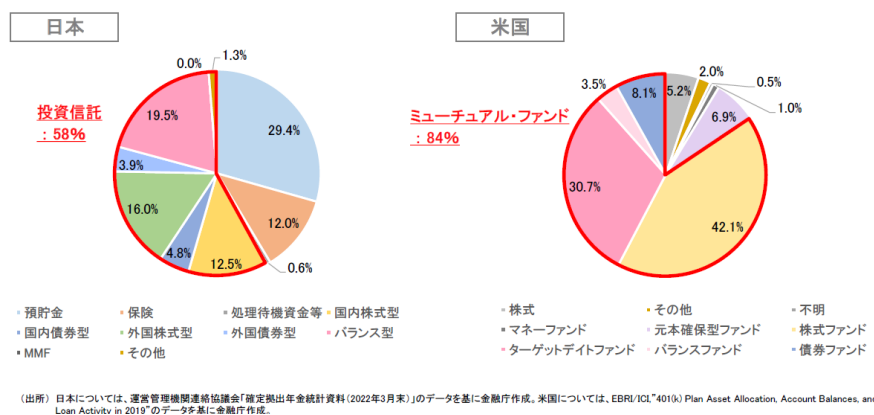
●DC のデフォルトファンドはターゲットデートか、バランスか、株式か？ 日本、米国、オーストラリアなど世界の年金は今

2024 年 2 月 27 日付厚生労働省「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会における議論の中間整理(案)」の中
にあった「**全世界の主要企業に分散投資する、低コストのインデックスファンドなどの投資信託をデフォルトファンドと
してはどうか。**」(みんなのお金のアドバイザー協会 岩城みずほ副理事長)は、2023 年 4 月 21 日に日本の金融庁より公表された
「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」(p.64)に近いものである。

金融庁は「**加入者があらかじめ運用方法を指定しない場合に自動で選択される『指定運用方法』については、特
定の運営管理機関において、企業が元本確保型商品を設定している割合が高い。一方、米国においては、
2007 年の労働省規則で、401(k)プラン加入者の運用指図がなかった場合の『デフォルト・オプション』を、ターゲッ
ト・デート・ファンド、バランスファンド、投資顧問による運用商品の 3 種類に限定しており、MMF や保険会社の元本
確保型商品については、『加入者が退職時に十分な資産を形成できないおそれがある』として、除外している。…
(略)…。わが国においても、2018 年に指定運用方法の制度が任意で導入されたものの、企業による指定運用方法
が未設定であることによる運用未指図状態が継続し、2022 年 3 月末時点で加入者全体の 0.7%、約 179 億円の
DC の資金が現金保有となっている。今後の物価上昇のリスクも考慮し、全ての加入者が資産形成に向けて企業
型 DC の制度を有効活用できるよう、**企業による指定運用方法の設定を義務化し、企業が加入者の資産形成に
資する指定運用方法の設定を検討することが望ましい。**また、金融リテラシーの欠如等から、企業型 DC では、
20 代の加入者であっても、資産残高の 38.5%を預貯金・保険の元本確保型商品で保有しており、継続的な投資
教育が必要である。」と言っている(強調下線は当コラム筆者、2023 年 5 月 8 日付日本版 ISA の道 その 379「首相の資産運用業抜本的改革と金融庁の資産運用業高度化プログレスレポート〜アドバイス、手数**

料、非上場株、インデックスプロバイダー、公販ネットワーク、一者計算、DB(OCIO)、DC(デフォルト、教育)〜」
https://www.am.mof.go.jp/text/eshirase_230308_3.pdf)。

【図表35】日本の企業型確定拠出年金の運用商品構成の比較(残高ベース)



(出所: 2023 年 4 月 21 日付金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023 概要版」p.20〜 <https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421.html>)

米国についての詳細は後述するが、日本と同じアジアパシフィック/Asia-Pacific のオーストラリア/Australia では
米国を参考にデフォルト商品を分散投資戦略としている(スーパーアニュエーション/Superannuation のマイスーパー/MySuper 制度で 2014 年 1 月から新規従業員で 2017 年 7 月か

ら全加入者に対し、2023 年 3 月 24 日付日本版 ISA の道 その 377「オーストラリアでファンド規制見直し! プロダクトガバナンス/投資家保護強化を投資信託協会は歓迎! 投信大国、世界投信・年金高評価国、金融規制先進国オーストラリアで年金
資産が倍増! 日本の資産所得倍増プランも参考に」〜 https://www.am.mof.go.jp/text/eshirase_230324_2.pdf)。

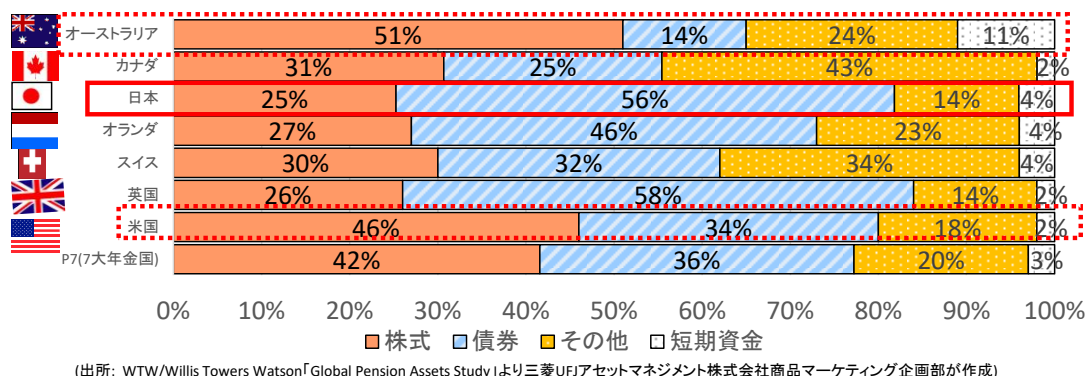
**分散投資戦略には、資産配分が変わらない「単一分散投資戦略
/Single diversified investment strategy(バランス型ファンド)」と資産配分が年齢と共に保守化する「ライフサイクル投
資戦略/Lifecycle investment strategy(ターゲットデート・ファンド)」があり、オーストラリアでは、圧倒的に単一分散投資
戦略(バランス型ファンド)が選ばれている。「バランス型ファンド」と「ターゲットデート・ファンド」のリターン・リスクは結論的
に「グライドパス/glide path とほぼ同じ効果を持つ固定資産配分が存在する。」「必ずしも大きな差は無い」と言う
調査結果があり、オーストラリアではバランス型ファンド、米国ではターゲットデート・ファンドが選ばれている(グライドパス等の**

意味も含め、2019 年 9 月 30 日付日本版 ISA の道 その 282「『年金・投信、家計金融資産の国際比較(米英豪中心)』オーストラリアはスーパーアニュエーションで『貯蓄から投資へ』を進め、家計金融資産を増やし、老後資金の不足問題を解決へ!〜タ
ーゲット・デート・ファンド vs バランス型ファンド〜」
https://www.am.mof.go.jp/text/eshirase_190930.pdf)。この件については後述 p.11 でまた取り上げる。

オーストラリアはバランス型ファンド、米国はターゲットデート・ファンドと違いはあるが分散投資戦略をデフォルト商品としている事は共通している。その為もあり年金の資産構成で株式の割合が高い(2023 年末、下記図表)。2024 年 2 月 26 日公表の WTW/Willis Towers Watson/ウィリス・タワーズ・ワトソン「グローバル年金資産調査/Global Pension Assets Study」の **7 大年金国の年金の資産構成割合(2023 年末)**で、**最高がオーストラリアの 51%で次が米国の 46%である。なお、最低が日本の 25%で次に低いのが英国の 26%**(2024 年 2 月 26 日付 WTW「Global pension assets rebound past USD 55

Trillion)～ <https://www.wtw.com/en-us/news/2024/02/global-pension-assets-rebound-past-usd-55-trillion>、2024 年 2 月 26 日付 Thinking Ahead Institute「WTW Global Pension Assets Study - 2024」～ <https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2024/>)

7大年金国の年金の資産構成割合(2023年末)

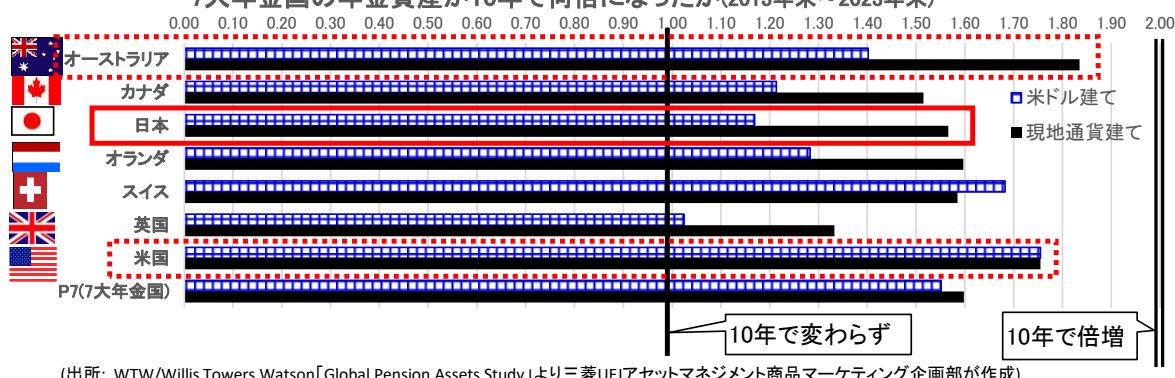


株式の割合が高い事が大きく影響、**7 大年金国の年金資産が 10 年で何倍になったか(2013 年末～2023 年末)の現地通貨建ての最高がオーストラリアの 1.83 倍で次に高いのが米国の 1.75 倍となっている。そして、最低が英国の 1.33 倍で 3 番目に低いのが日本の 1.57 倍**(2023 年 10 月 30 日付日本版 ISA の道 その 389「資産運用立国分科会の企業年金改革(運用力向上等)」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_231030.pdf、

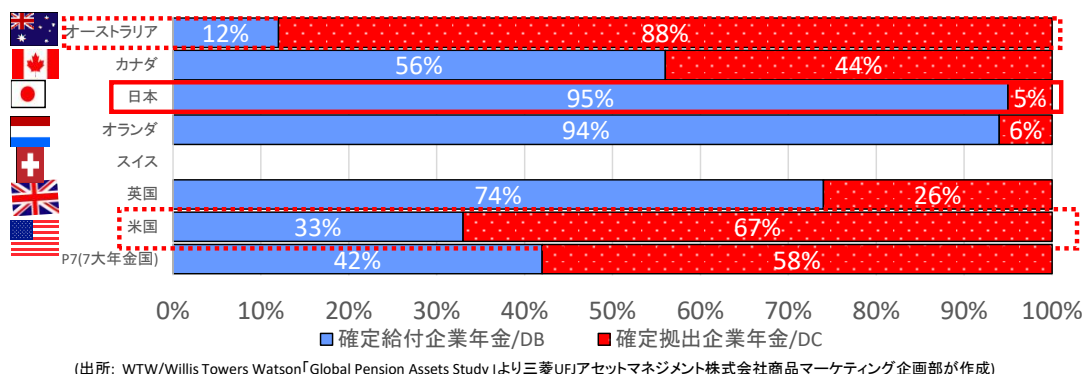
2022 年 4 月 11 日付日本版 ISA の道 その 354「世界の年金資産が過去最高を更新、DC は 5 割超へ！ その中、米国、日本、日米の DC 投信はどうなっている？」～ https://www.am.mof.go.jp/text/colbase_220411_2.pdf)。株価が 10 年(2013 年末～2023 年末)で、オーストラリア(ASX 全普通株指数トータルリターン) 2.50 倍、米国(S&P500 トータルリターン) 3.12 倍、日本(TOPIX トータルリターン) 2.28 倍、英国(FTSE オールシェア指数トータルリターン) 1.68 倍であった。日本は米国やオーストラリアなど年金資産が急増している国を参考にしたいものである(2022 年 6 月 13 日付日本版 ISA の道 その 358「資産所得倍増プランに『DeCo』の改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備!!」

～ https://www.am.mof.go.jp/text/colbase_220613_2.pdf)

7大年金国の年金資産が10年で何倍になったか(2013年末～2023年末)

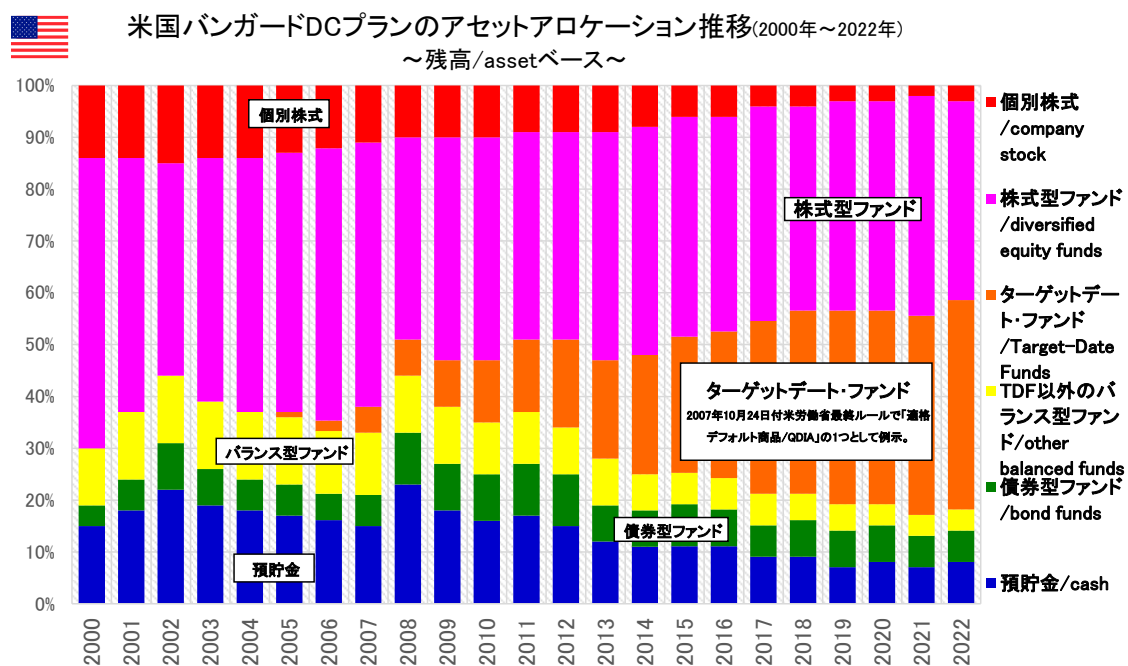


7大年金国のDBとDCの構成割合(2023年末)

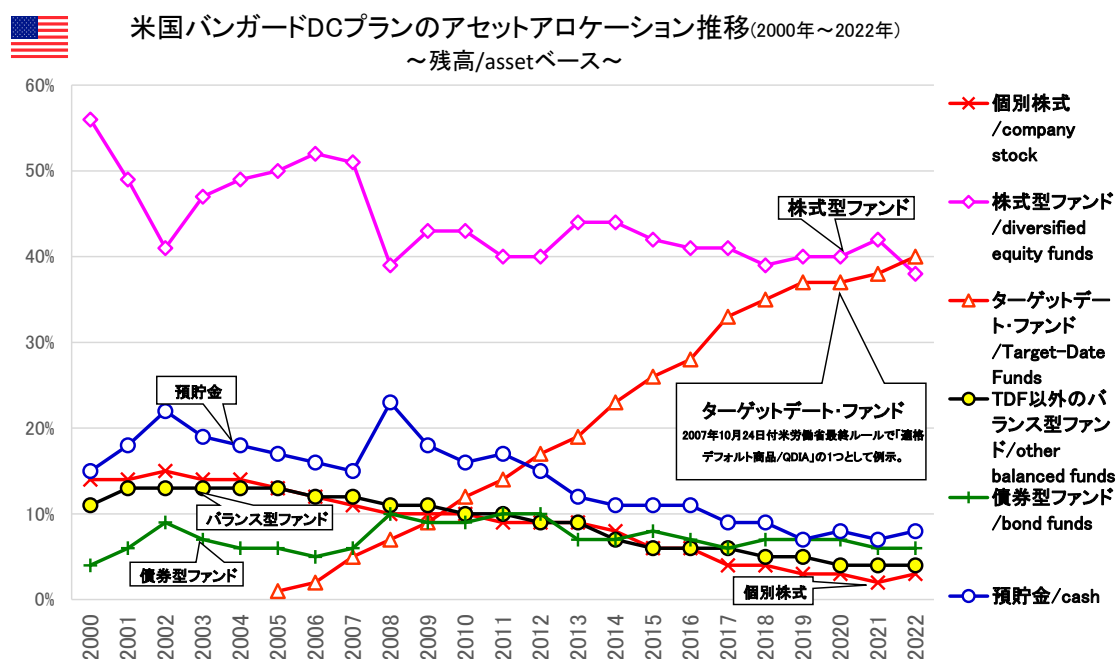


●DC のデフォルトファンドはターゲットデートか、バランスか、株式か？ 米国(バンガードやフィデリティ)やオーストラリアの年金運用から学ぶ

米国 DC の動向を詳しく見る。まず、米投信会社最大手でターゲットデート・ファンド最大手のバンガード/Vanguard の 2023 年 6 月 15 日付 Vanguard「How America Saves 2023」である。
(<https://institutional.vanguard.com/how-america-saves/overview.html>、
<https://institutional.vanguard.com/content/dam/inst/tsp-transformation/bes/2023/pdf/how-insights/how-america-saves-report-2023.pdf>)。2022 年における米国バンガード DC プランの残高/asset はバランス型ファンド/Balanced funds 44%(←2012 年 26%←2002 年 13%)で、うち**ターゲットデート・ファンド/Target-Date Funds/TDF 40%(←2012 年 17%←2002 年 0%)**、**TDF 以外のバランス型ファンド/other balanced funds 4%(←2013 年 9%←2002 年 13%)**、**株式型ファンド/diversified equity funds 38%(←2012 年 40%←2002 年 41%)**、**預貯金/cash 8%(←2012 年 15%←2002 年 22%)**、**債券型ファンド/bond funds 6%(←2012 年 10%←2002 年 9%)**、**個別株式/company stock 3%(←2012 年 9%←2002 年 15%)**となっている。

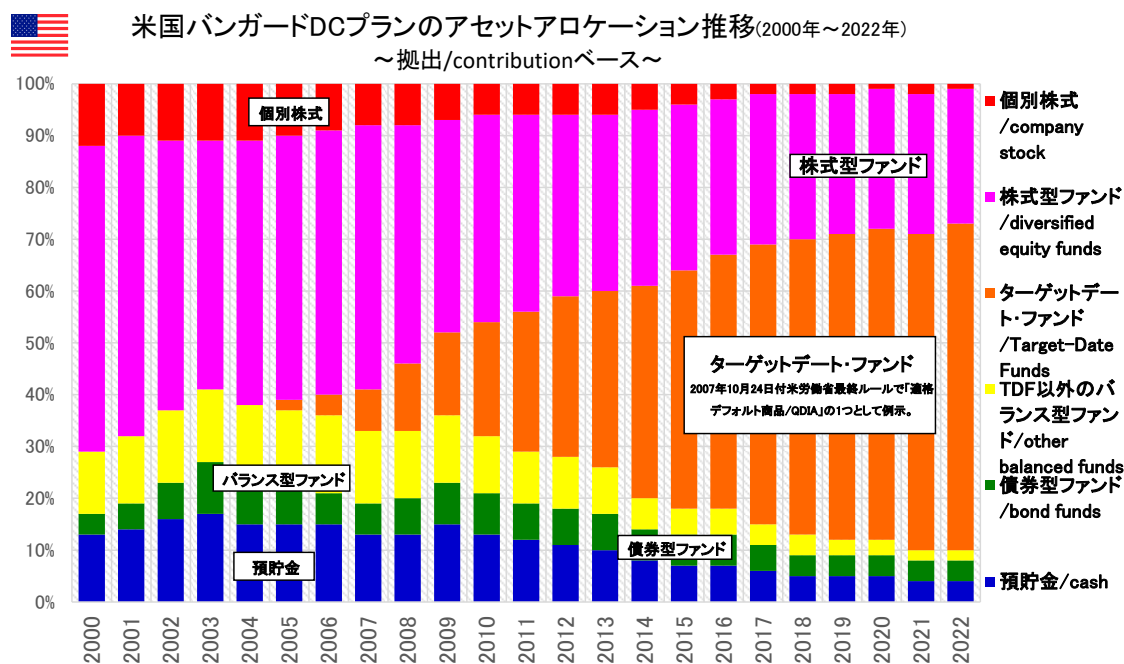


(出所: Vanguard「How America Saves」より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

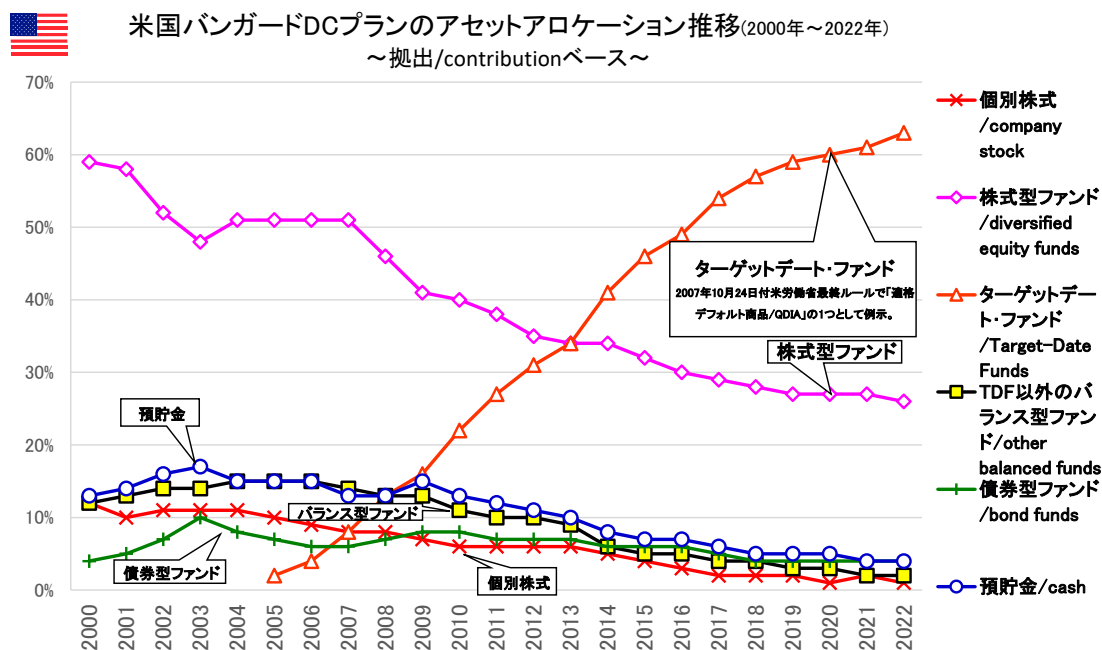


(出所: Vanguard「How America Saves」より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

前頁は DC プランの残高/asset ベースだったが、DC プランの拠出/contribution ベースを見ると、ターゲットデート・ファンドがもっと伸びる。2022 年における米国バンガード DC プランの拠出/contribution はバランス型ファンド/Balanced funds 65%(←2012 年 64%←2002 年 22%)で、うちターゲットデート・ファンド/Target-Date Funds/TDF 63%(←2013 年 54%←2002 年 8%)、TDF 以外のバランス型ファンド/other balanced funds 2%(←2012 年 10%←2002 年 14%)、株式型ファンド/diversified equity funds 26%(←2012 年 35%←2002 年 52%)、預貯金/cash 4%(←2012 年 11%←2002 年 16%)、債券型ファンド/bond funds 4%(←2013 年 7%←2002 年 7%)、個別株式/company stock 1%(←2012 年 6%←2002 年 11%)となっている。



(出所: Vanguard「How America Saves」より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)



(出所: Vanguard「How America Saves」より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

米国バンガード DC プランのアセットアロケーション推移(2000 年～2022 年)を見ると、2007 年までは株式型ファンドが過半数を占めていたが、2008 年からはバランス型ファンドのターゲットデート・ファンドが大きく増えて、拠出ベースでは 2014 年に、残高ベースでは 2022 年に株式型ファンドを上回っている。

2007 年に大きな転機があった。それは、米国の DC における「指定運用方法」、米国では「適格デフォルト商品 /Qualified Default Investment Alternatives/QDIA」と言うが、2006 年 8 月 17 日に「2006 年年金保護法/The Pension Protection Act of 2006/PPA」が成立、その翌年 2007 年 10 月 24 日に労働省/U.S. Department of Labor が最終規則を出し、そこで適格デフォルト商品として「ライフサイクルまたはターゲットリタイアメントデート・ファンド/Life-cycle or targeted-retirement-date fund」、「バランス型ファンド/Balanced fund」、「投資顧問による運用商品(専門家による投資一任勘定/マネージド・アカウント)/Professionally managed account」を例示したのである(2007 年 10 月 24

日付 U.S. Department of Labor「Regulation Relating to Qualified Default Investment Alternatives in Participant-Directed Individual Account Plans」～ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2007-10-24/pdf/07-3147.pdf>)o

適格デフォルト商品(指定運用方法)

/Qualified Default Investment Alternatives/QDIA

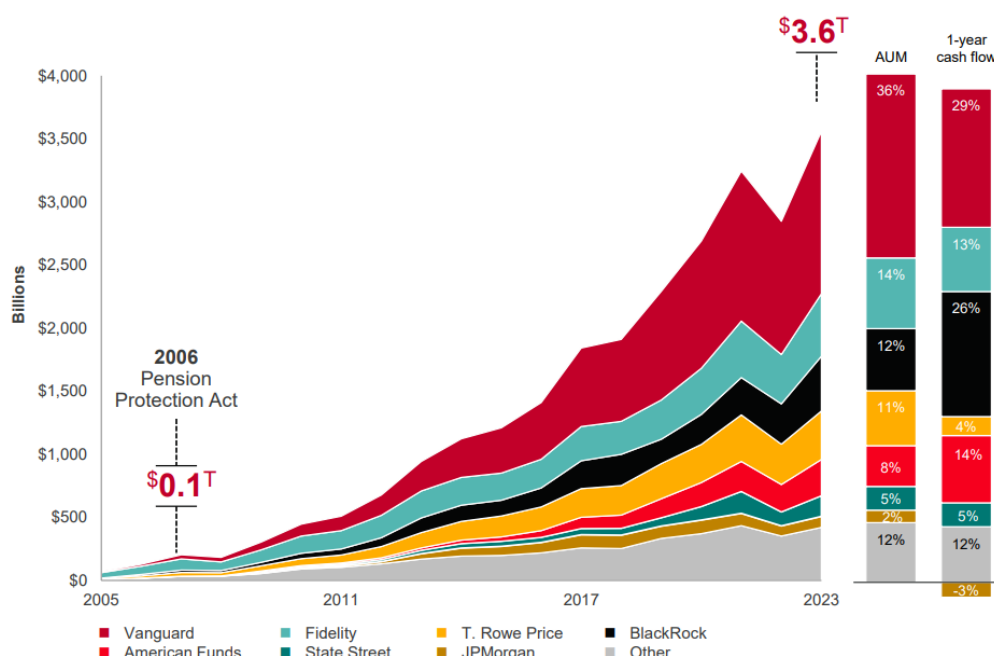
✓ ライフサイクルまたはターゲットリタイアメントデート・ファンド
/Life-cycle or targeted-retirement-date fund

✓ バランス型ファンド
/Balanced fund

✓ 投資顧問による運用商品(専門家による投資一任勘定/マネージド・アカウント)
/Professionally managed account

バンガード以外でもターゲットデート・ファンドは伸びている。2024 年 1 月 31 日付 Vanguard「Target Retirement Funds and Trusts/TDF Quarterly Review」には 2023 年 12 月 31 日までの米国ターゲットデート・ファンド会社別残高が出ている(<https://institutional.vanguard.com/content/tig-transformation/utility/quarterly-reports/tdf-thank-you.html> 、 <https://institutional.vanguard.com/content/dam/inet/tig-transformation/insights/pdf/quarterly-reports/tdf-quarterly-review-4q2023.pdf>)o

Figure 11.1 Growth of target-date fund industry assets and market share



(出所: 2024 年 1 月 31 日付 Vanguard「Target Retirement Funds and Trusts/TDF Quarterly Review」)

以上のターゲットデート・ファンド残高には、CITs/Collective Investment Trusts/合同運用信託がかなり含まれている。CIT は日本の私募投信に近く、既存のミューチュアルファンドや ETF とそっくりの運用をするのに、SEC が規制をしていない(各州の州銀行監督者/state banking supervisor が州ごとに違う規制をしている)。

その為、ミューチュアルファンドやETFの様な詳細な開示等が不要となり手数料を安く出来て、その手数料も企業の年金担当者と運用会社が相対で決める事が出来る為、急速に伸びている(2020年5月26日付日本版ISAの道 その306「コロナ禍でも日米投信の命運を

握る金融当局・日本: 日銀買入でETFが投信の純流入や純資産の4分の3超! 金融庁の銀行開示変更も手伝い「私募投信が減少!!」-米国: FRB買入でハイイールド債ファンドに過去最大の純流入! SECの流動性管理でETF流入、ミューチュアルファンド、私募投信流出!」~ https://www.amamf.co.jp/text/outline_200526.pdf)o

下記はそうした情報の少ないCITsを除くミューチュアルファンドとETFだけで見たターゲットデート・ファンドの純資産と純設定だ。 バンガードのみならず、フィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments やアメリカン・ファンズ/American Funds(キャピタル・グループ/Capital Groupの投信会社)も伸びている。

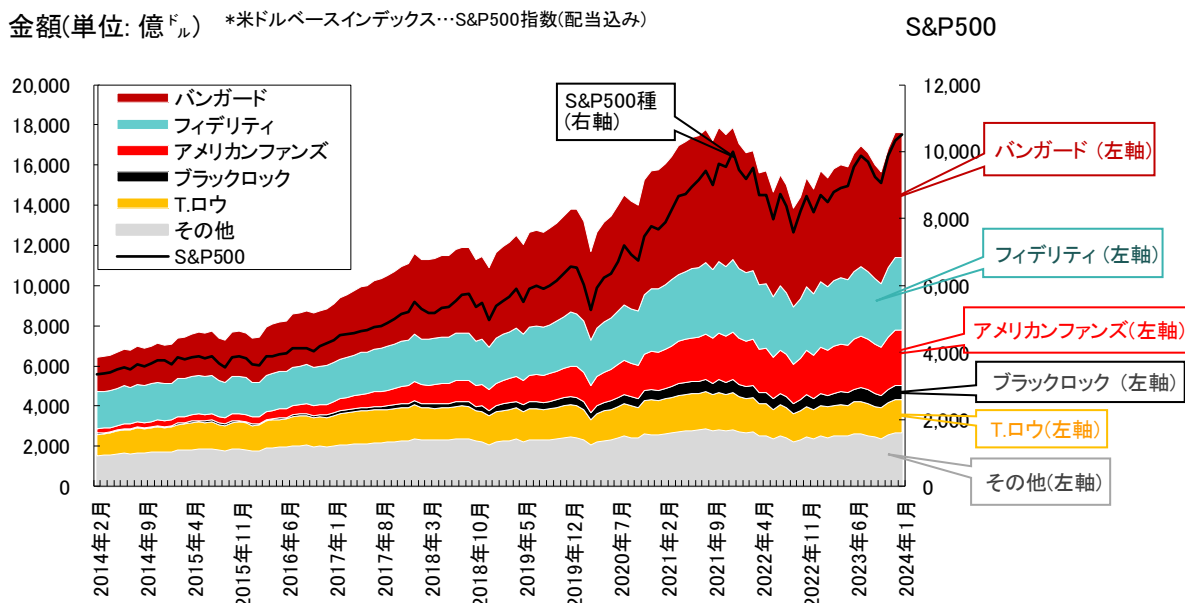


米国のターゲット・デート・ファンドの投信会社別純資産推移推計とS&P500の推移

(2014年2月28日 ~ 2024年1月31日 、月次)

*ターゲット・デート・ファンド(ETFを含む)…モーニングスターの「US Open-end & ETF Target Date Funds」。

金額(単位: 億ドル) *米ドルベースインデックス…S&P500指数(配当込み)



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

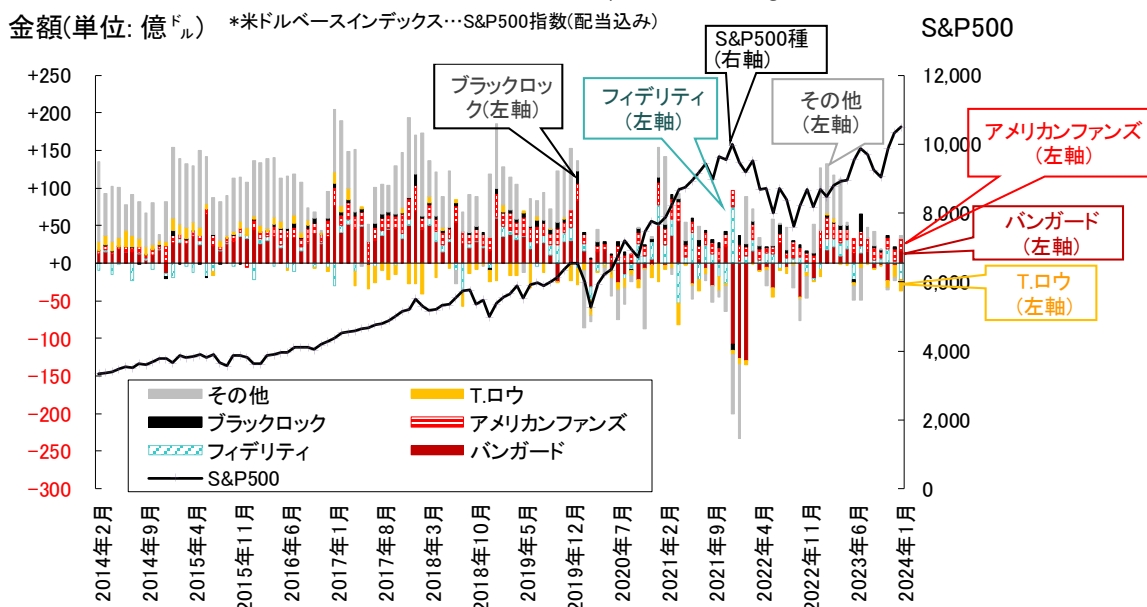


米国のターゲット・デート・ファンドの投信会社別純設定推移推計とS&P500の推移

(2014年2月 ~ 2024年1月 、月次)

*ターゲット・デート・ファンド(ETFを含む)…モーニングスターの「US Open-end & ETF Target Date Funds」。

金額(単位: 億ドル) *米ドルベースインデックス…S&P500指数(配当込み)



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

下記は個別のターゲットデート・ファンドである。

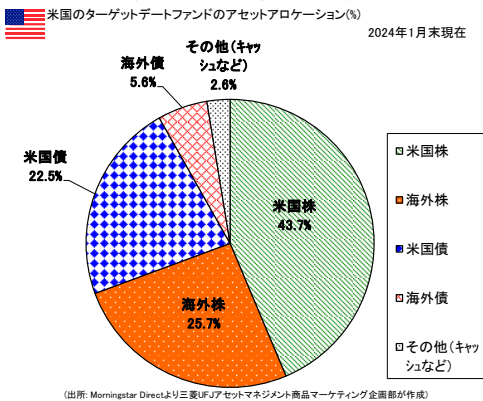
 米国のターゲットデート・ファンド純資産トップ20
*ETFを含み、CITsを除く。

2024年1月末現在

	ファンド/クラス名	グローバル 分類 (モーニング スター分類)	投信会社名	設定日	純資産 (クラス) (百万円) 最新月末	純資産 (クラス) (百万円) 最新月末	Fund of Fund s	アセットアロケーション(ネット)					エクスペンシスレシオ /運用管理費用(信託報酬)(税抜・ 年率%)				
								キャッ シュ (%)	米国 株 (%)	海外 株 (%)	米国 債 (%)	海外 債 (%)	運用 会社 分 /Man agem ent Fees	販売 会社 分 /12b- 1 Fees	その 他 費用	投資 先 ファン ドの費用	合計 (値引 き後)
1	Vanguard Target Retirement 2035 Fund	Target Date	Vanguard	2003/10/27	13,251,092	90,652	Yes	1.86	42.17	26.59	19.23	10.09	無し	無し	無し	0.08	0.08
2	Vanguard Target Retirement 2030 Fund	Target Date	Vanguard	2006/6/7	12,943,232	88,546	Yes	1.89	37.28	24.02	24.10	12.64	無し	無し	無し	0.08	0.08
3	Vanguard Target Retirement 2040 Fund	Target Date	Vanguard	2006/6/7	11,667,122	79,816	Yes	1.78	46.79	29.20	14.50	7.67	無し	無し	無し	0.08	0.08
4	Vanguard Target Retirement 2045 Fund	Target Date	Vanguard	2003/10/27	11,217,770	76,742	Yes	1.90	51.22	31.96	9.70	5.16	無し	無し	無し	0.08	0.08
5	Vanguard Target Retirement 2025 Fund	Target Date	Vanguard	2003/10/27	11,064,828	75,696	Yes	2.16	31.27	20.82	31.53	14.17	無し	無し	無し	0.08	0.08
6	Vanguard Target Retirement 2050 Fund	Target Date	Vanguard	2006/6/7	9,324,246	63,788	Yes	1.77	53.68	34.86	6.45	3.18	無し	無し	無し	0.08	0.08
7	Vanguard Target Retirement 2055 Fund	Target Date	Vanguard	2010/8/18	6,139,537	42,001	Yes	1.67	53.51	35.04	6.51	3.21	無し	無し	無し	0.08	0.08
8	Vanguard Target Retirement 2020 Fund	Target Date	Vanguard	2006/6/7	5,600,068	38,311	Yes	2.22	23.11	15.56	42.43	16.63	無し	無し	無し	0.08	0.08
9	Vanguard Target Retirement Income Fund	Target Date	Vanguard	2003/10/27	5,277,007	36,101	Yes	2.42	17.43	11.67	50.11	18.33	無し	無し	無し	0.08	0.08
10	American Funds 2030 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2009/7/13	4,580,678	31,337	Yes	4.67	42.47	15.95	32.29	4.09	無し	無し	0.01	0.32	0.33
11	American Funds 2035 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2009/7/13	4,311,666	29,497	Yes	4.92	49.42	18.95	23.10	3.06	無し	無し	0.01	0.34	0.35
12	American Funds 2040 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2009/7/27	3,946,229	26,997	Yes	5.18	56.83	23.14	12.58	1.67	無し	無し	0.01	0.36	0.37
13	Vanguard Target Retirement 2060 Fund	Target Date	Vanguard	2012/1/19	3,365,960	23,027	Yes	1.80	53.32	35.17	6.43	3.23	無し	無し	無し	0.08	0.08
14	American Funds 2045 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2009/7/13	3,283,200	22,461	Yes	5.31	59.26	24.61	8.94	1.29	無し	無し	0.01	0.36	0.37
15	American Funds 2025 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2009/7/13	3,255,381	22,270	Yes	4.48	35.92	13.44	40.61	5.01	無し	無し	0.01	0.31	0.32
16	American Funds 2050 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2009/7/13	2,940,177	20,114	Yes	5.34	59.92	24.87	8.11	1.22	無し	無し	0.01	0.37	0.38
17	American Funds 2055 Trgt Date Retire R6	Target Date	American Funds	2010/2/1	2,023,069	13,840	Yes	5.36	59.99	25.46	7.41	1.27	無し	無し	0.01	0.37	0.38
18	Fidelity Freedom 2030	Target Date	Fidelity Investments	1996/10/17	1,931,342	13,213	Yes	-2.74	30.50	28.66	37.33	5.77	0.65	無し	0.01	無し	0.66
19	T. Rowe Price Retirement 2030	Target Date	T. Rowe Price	2002/9/30	1,914,812	13,099	Yes	5.51	45.84	21.50	19.52	7.08	0.57	無し	無し	無し	0.57
20	Fidelity Freedom 2030 K	Target Date	Fidelity Investments	2017/7/20	1,905,027	13,033	Yes	-2.74	30.50	28.66	37.33	5.77	0.57	無し	無し	無し	0.57
2421本 *純資産は合計、他は平均(ブランク除く)。				2014/8/30	246,734,133	1,687,937		5.30	43.05	20.70	25.75	3.68	0.24	0.19	0.00	0.33	0.67

(出所: Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

個別のターゲットデート・ファンドの構成比率をそれぞれのファンド残高に掛け合わせて求めたターゲットデート・ファンド全体の資産構成割合は、米国株が4割を超えて最大、海外株25%、米国債22%となっている。



ところで「米国401kで最も人気の投信トップ100」は下記右側図表の通りだ(米国ブライト・スコープ/BrightScope社データを使った米国キプリンガー/Kiplinger

調査、2019年9月29日付 Kiplinger「The 100 Most Popular Mutual Funds for 401(k) Retirement Savings」~

<https://www.kiplinger.com/article/investing/000-c009-c001-most-popular-mutual-funds-401k-retirement-savings.html>)。 **上位1~5位は**

「Vanguard Institutional Index」、「Fidelity 500 Index」、「American Funds EuroPacific Growth」などと株式型ファンドばかりで、ターゲットデート・ファンドは11位の

「Vanguard Target Retirement 2030」以下だ。 先に「米国バンガードDCプランのアセットアロケーション推移(2000年~2022年)を見ると、2007年までは株式型ファンドが過半数を占めていたが、2008年からはバランス型ファンドのターゲットデート・ファンドで大きく増えて、拠出ベースでは2014年に、残高ベースで2022年に株式型ファンドを上回っている。」と言った事と整合性が無い様にも見える。

 米国401kで最も人気の投信トップ100(残高の大きい20本) 2022年4月末

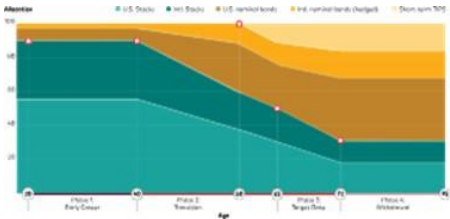
	ファンド名	ファンドタイプ	エクスペンシスレシオ(%)
1	Vanguard Institutional Index	米国大型ブレンド株	0.04
2	Fidelity 500 Index	米国大型ブレンド株	0.02
3	American Funds EuroPacific Growth	EAFE	0.82
4	Vanguard Total Bond Market Index	米国短中期国債	0.05
5	Vanguard 500 Index	米国大型ブレンド株	0.04
6	Fidelity Contrafund	米国大型グロース株	0.81
7	Vanguard PRIMECAP	米国大型ブレンド株	0.38
8	Dodge & Cox Stock	米国大型バリュー株	0.51
9	Vanguard Mid Capitalization Index	米国中型株	0.05
10	Vanguard Wellington	モデルポート・アセットアロケーション(株50~70%)	0.24
11	Vanguard Target Retirement 2030	モデルポート・アセットアロケーション(株50~70%)	0.08
12	Vanguard Target Retirement 2025	コンサバティブ・アセットアロケーション(株15~30%)	0.08
13	Vanguard Total International Stock Index	EAFE	0.11
14	Vanguard Small Cap Index	米国小型株	0.05
15	Vanguard Target Retirement 2035	モデルポート・アセットアロケーション(株50~70%)	0.08
16	Vanguard Total Stock Market Index	米国大型ブレンド株	0.04
17	American Funds Growth Fund of America	米国大型グロース株	0.61
18	PIMCO Total Return	米国短中期国債	0.81
19	Vanguard Target Retirement 2040	モデルポート・アセットアロケーション(株50~70%)	0.08
20	T. Rowe Price Blue Chip Growth	米国大型グロース株	0.69

(出所: BrightScope, Kiplinger, Morningstarより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

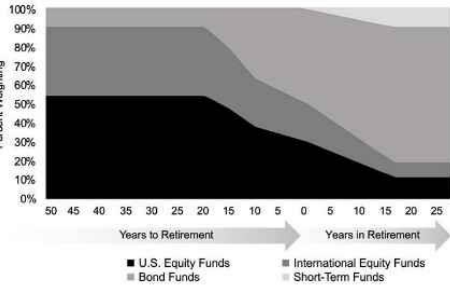
これはターゲットデート・ファンドがリタイアメントデートで5年など細かく分けられ、純資産や人気も細かく分けられている事があるほか、**ターゲットデート・ファンドはほぼファンド・オブ・ファンズ/Fund of Funds**であり、投資先ファンドが「米国 401k で最も人気の投信トップ 100」に登場する事がある為でもある(2024 年 1 月末現在 2403 本のターゲットデート・ファンド・ミューチュアルファンドの内、11 本だけが Fund of Funds ではない)。

例えば、バンガード「Vanguard Target Retirement 2030(グライドパス/glide path は右下の図表)」の投資先ファンドは「Vanguard Total Stock Market Index」、「Vanguard Total Bond Market II」、「Vanguard Total International Stock」、「Vanguard Total International Bond II」と(<https://investor.vanguard.com/investment-products/mutual-funds/profile/vthers2030fndr-composition>)、「米国 401k で最も人気の投信トップ 100」にも登場するファンドである。この「Vanguard Target Retirement 2030」のエクスペンスレシオ/expenditure ratio は合計 0.08%。その内訳は、ファンド・オブ・ファンズとしての運用管理費用(信託報酬)・運用会社分/Management Fees が無く、投資先ファンドのエクスペンスレシオ 0.08% だけである(401k)には一定残高が無い場合に別途

annual account service fees としてファンドごとに最大年 20 米ドル/約 3000 円かかる～ <https://investor.vanguard.com/client-benefits/account-fees>)o



ターゲットデート・ファンドの投資先ファンドのエクスペンスレシオが無い場合もある。例えば、フィデリティ「Fidelity Freedom 2030(グライドパス/glide path は右下の図表)」の投資先ファンドは「Fidelity Series Growth Company Fund」や「Fidelity Series International Growth Fund」など「Fidelity Series ○○ Fund」と言う「Fidelity Freedom Funds」等の専用ファンドと(<https://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/summary/316178704>)、「米国 401k で最も人気の投信トップ 100」には登場しない。専用ファンドにはエクスペンスレシオが基本的に無く(0.01%程度発生する場合はある)、エクスペンスレシオの合計 0.66%の内訳は、ファンド・オブ・ファンズとしての運用管理費用(信託報酬)・運用会社分/Management Fees 0.65%、その他費用 0.01%、投資先ファンドのエクスペンスレシオ無しとなる(バンガードの様な annual account service fees に注意すべきと



言っている～ <https://www.fidelity.com/mutual-funds/investing-ideas/index-funds>)o

 米国のDCファンド純資産トップ20

2024年1月末現在

*リタイアメントクラスとターゲットデート・ファンドで、ETFとCITsを除き、DC以外でも購入出来る投信は除く。

… Fund of Funds以外

	ファンド/クラス名	グローバル 分類 (モーニング スター分類)	投信会社名	設定日	純資産 (クラス) (百万円) 最新月末	純資産 (クラス) (百万ドル) 最新月末	Fund of Fund s	販売 手数料 税抜最 大(%)	解約 手数料 税抜最 大(%)	運用管理費用(信託報酬)※/ Total Annual Fund Operating Expenses(税抜・年率%)					
										運用 会社分 /Managemen t Fees	販売 会社分 /12b-1 Fees	その他 費用	投資 先 ファンドの費用	合計 (値引き 後)	
1	Vanguard Target Retirement 2035 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2003/10/27	13,251,092	90,652	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
2	Vanguard Target Retirement 2030 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2006/6/7	12,943,232	88,546	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
3	Vanguard Target Retirement 2040 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2006/6/7	11,667,122	79,816	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
4	Vanguard Target Retirement 2045 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2003/10/27	11,217,770	76,742	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
5	Vanguard Target Retirement 2025 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2003/10/27	11,064,828	75,696	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
6	American Funds Europacific Growth R6	グローバル大型株	American Funds	2009/5/1	9,390,664	64,243	No	無し	無し	0.42	無し	0.05	無し	0.47	
7	Vanguard Target Retirement 2050 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2006/6/7	9,324,246	63,788	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
8	JPMorgan Large Cap Growth R6	米国大型グロース株	JPMorgan	2010/11/30	7,225,765	49,432	No	無し	無し	0.45	無し	0.06	0.01	0.44	
9	American Funds American Balanced R6	米国大型グロース株	American Funds	2009/5/1	7,095,510	48,541	No	無し	無し	0.21	無し	0.04	無し	0.25	
10	Vanguard Target Retirement 2055 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2010/8/18	6,139,537	42,001	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
11	American Funds Growth Fund of Amer R6	米国大型グロース株	American Funds	2009/5/1	5,978,054	40,897	No	無し	無し	0.26	無し	0.04	無し	0.30	
12	Vanguard Target Retirement 2020 Fund	ターゲットデート	Vanguard	2006/6/7	5,600,068	38,311	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
13	American Funds Washington Mutual R6	米国大型ブレンド株	American Funds	2009/5/1	5,321,252	36,403	No	無し	無し	0.23	無し	0.04	無し	0.27	
14	Vanguard Target Retirement Income Fund	ターゲットデート	Vanguard	2003/10/27	5,277,007	36,101	Yes	無し	無し	無し	無し	無し	0.08	0.08	
15	American Funds Capital World Gr&Inc R6	グローバル大型株	American Funds	2009/5/1	4,837,557	33,094	No	無し	無し	0.37	無し	0.04	無し	0.41	
16	American Funds New Perspective R6	グローバル大型株	American Funds	2009/5/1	4,688,194	32,072	No	無し	無し	0.37	無し	0.05	無し	0.42	
17	American Funds 2030 Trgt Date Retire R6	ターゲットデート	American Funds	2009/7/13	4,580,678	31,337	Yes	無し	無し	無し	無し	0.01	0.32	0.33	
18	Fidelity Contrafund K6	米国大型グロース株	Fidelity Investments	2017/5/25	4,408,597	30,160	No	無し	無し	0.45	無し	無し	無し	0.45	
19	American Funds 2035 Trgt Date Retire R6	ターゲットデート	American Funds	2009/7/13	4,311,666	29,497	Yes	無し	無し	無し	無し	0.01	0.34	0.35	
20	American Funds American Mutual R6	米国大型バリュー株	American Funds	2009/5/1	4,054,489	27,737	No	無し	無し	0.23	無し	0.04	無し	0.27	
6278本 *純資産は合計、他は平均(ブランク除く)。				2013/5/23	504,218,381	3,449,416		5.17	1.39	0.43	0.19	0.09	0.29	0.84	

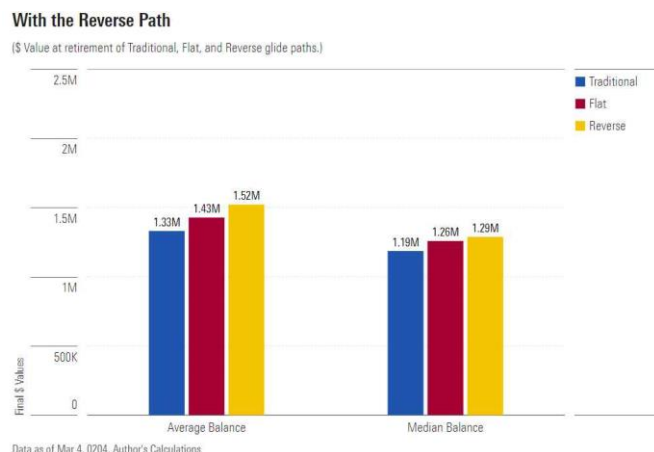
(出所: Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント株式会社商品マーケティング企画部が作成)

2024 年 2 月 27 日付厚生労働省「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会における議論の中間整理(案)」の中にあった「**全世界の主要企業に分散投資する、低コストのインデックスファンドなどの投資信託をデフォルトファンド**」は、米豪の様になると(デフォルトファンドが、ターゲットデート・ファンドやバランス型ファンドになると)、難しい話だ。ただ、低コストの全世界投資インデックスファンドを投資先ファンドとするファンド・オブ・ファンズを設定すれば良い事とも言える。先述のバンガード「Vanguard Target Retirement 2030」やフィデリティ「Fidelity Freedom 2030」などの例を参考にデフォルトファンドを設定する事が期待される。

最後に、資産配分が変わらない「単一分散投資戦略/Single diversified investment strategy(バランス型ファンド)」と、資産配分が年齢と共に保守化する「ライフサイクル投資戦略/Lifecycle investment strategy(ターゲットデート・ファンド)」のどちらが良いかについて見る。既に、バランス型ファンド」と「ターゲットデート・ファンド」のリターン・リスクは「**グライドパスとほぼ同じ効果を持つ固定資産配分が存在する。**」、「**必ずしも大きな差は無い**」と言う調査結果があると言ったが(p.3 下方)、先週 2024 年 3 月 5 日、米国モーニングスター/Morningstar のベテラン・アナリストであるジョン・レクンターラー氏がとても良いシミュレーション結果を出していた。それは「ターゲットデート・ファンドは株式への配分を増やすべき? “逆グライドパス”とはどのようなものか/Should Target-Date Funds Allot More to Equities? What a “reverse glide path” would look like.」という見出しの「レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report」である(2024 年 3 月 5 日付 Morningstar「Should Target-Date Funds Allot More to Equities? What a “reverse glide path” would look like.」~ <https://www.morningstar.com/retirement/what-if-target-date-funds-used-different-glide-path>、レクンターラーレポートは米

国モーニングスターで唯一著者の名前を冠したレポート)。

レクンターラー氏は「**1. 株式の割合を徐々に減らして退職日に 48%になる平均 70%の“トラディショナル/Traditional”**」、「**2. 株式の割合を 70%とする“フラット/Flat”**」、「**3. 株式の割合を徐々に増やして退職日に 85%になる平均 70%の“リバース/Reverse”**(“トラディショナル”を反転させたもの)」をシミュレーションし、結果、退職時の価値は平均「**トラディショナル/Traditional 1.33 百万ドル<フラット/Flat 1.43 百万ドル<リバース/Reverse 1.52 百万ドル**」、中央値「**トラディショナル/Traditional 1.19 百万ドル<フラット/Flat 1.26 百万ドル<リバース/Reverse 1.29 百万ドル**」になったと言う。



(2024 年 3 月 5 日付 Morningstar「Should Target-Date Funds Allot More to Equities? What a “reverse glide path” would look like.」)

先述 p.4 の「年金資産が 10 年で何倍になったか」でターゲットデート・ファンドが選ばれている米国より、バランス型ファンドが多く選ばれているオーストラリアの方が大きく増えていた事の理由の大きな一つになりそうである。

以上、米国やオーストラリアの年金運用から学ぶことは多い。日本の厚生労働省「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会」も、米国やオーストラリアなどから学んだことを十分に活かし、資産所得倍増、資産運用立国に役立させていってもらふ事を強く期待している。

以 上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム】日本版 ISA の道
バックナンバー: 「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部
松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は NISA(少額投資非課税制度)など内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱 UFJ アセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会: 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会