

私募投信やSMAからETFへ!? 米国ではファンドマネジャーも ファイナンシャル・アドバイザーもETF志向、日本(欧州)では?

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)

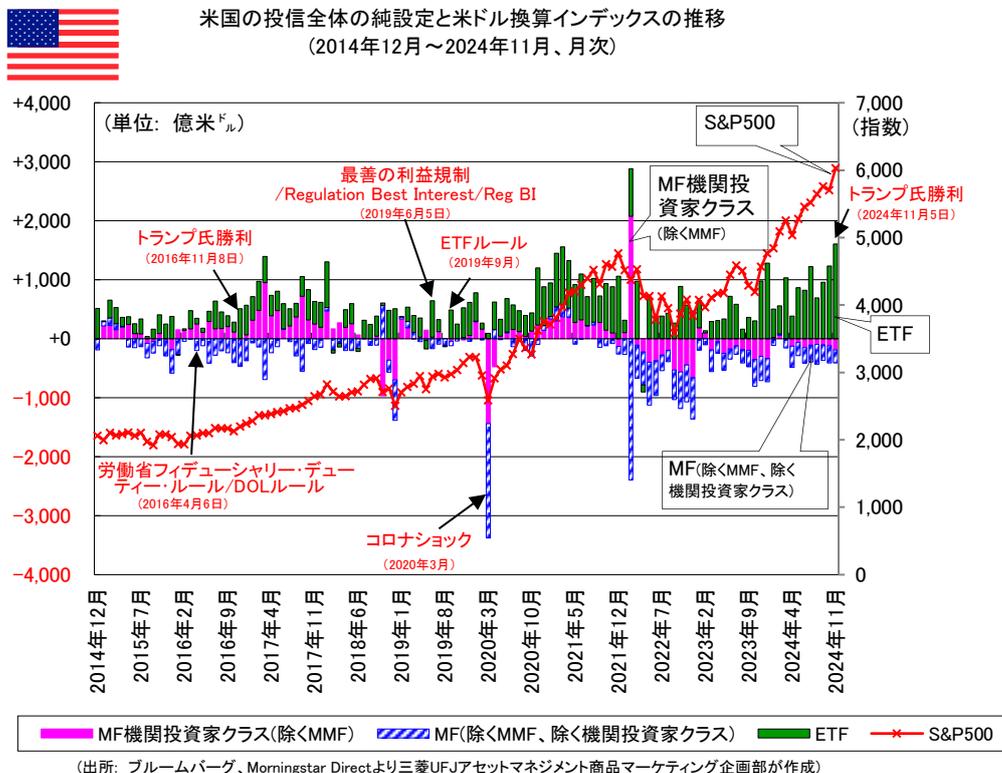
※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●米国(欧州)のETFが純流入も純資産も過去最大! 米国では今や「ETF一強」

2024年12月6日に米国モーニングスター/Morningstarが2024年11月に米国のETFが+1,606億ドル/約24兆円の純流入と月間純流入額過去最大を記録、2024年1~11月に+9,805億ドル/約148兆円以上と年間純流入額過去最大(2021年の9,000億ドル)を大きく上回りそうであることを発表した(2024年12月6日付Morningstar「ETFs Shatter Monthly and Annual Inflow Records in November」

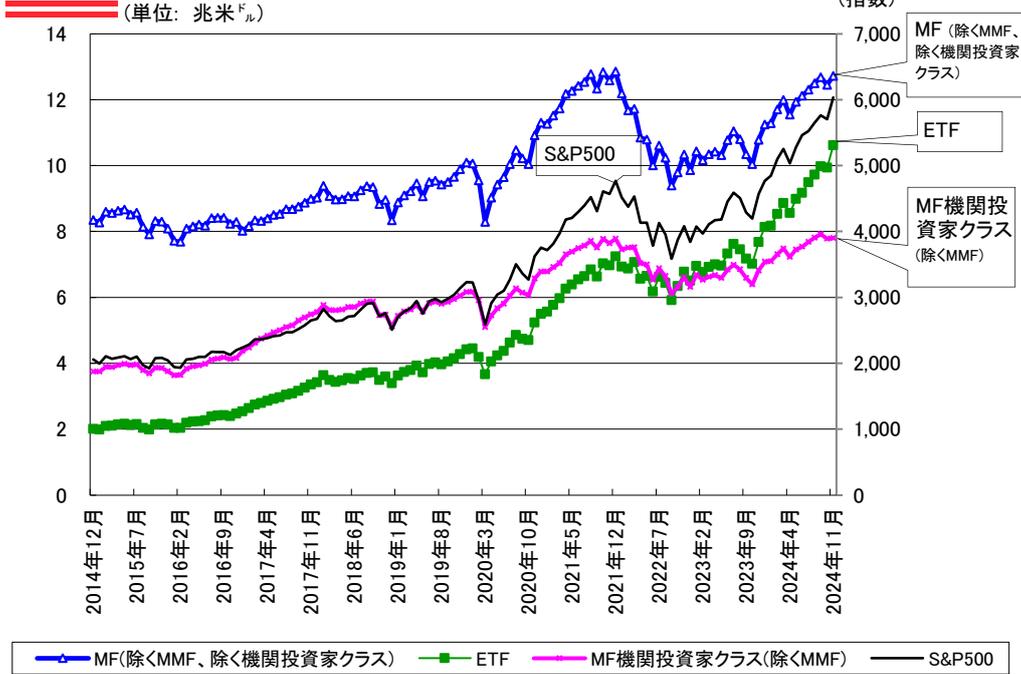
~ <https://www.morningstar.com/funds/etfs-shatter-monthly-annual-inflow-records-november>)。個別ファンドで2024年11月の純流入額を見ると、1・3・4位がS&P500連動ETF、2位がナスダック100/NASDAQ100連動ETF(ハイテク株比率50%超)、5位がビットコイン現物ETF/spot bitcoin ETFsとなっている(2024年11月11日付投信調査コラムNo.413「ビットコインETFの道〜トランプ氏は米国を世界のビットコイン超大国にすると言い、日本の国民民主党・玉木氏は暗号資産ETF導入を公約にし、日本の金融庁は暗号資産規制見直しに着手〜」~ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column/241111a.pdf>)。米国ETFの純資産額は10兆6,118億ドル/約1600兆円である。

同日(2024年12月6日)、欧州のLSEGリッパー/LSEG Lipperが欧州のETFは純流入額が過去最大水準、純資産は過去最大を更新している事を発表した(2024年12月6日付LSEG「Friday Facts: The Dark Side of the European ETF Industry」~ <https://lipperalpha.lipper.com/2024/12/friday-facts-the-dark-side-of-the-european-etf-industry/>)。





米国のミューチュアルファンド/MFとETFの純資産残高
(2014年12月～2024年11月、月次)



(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作成)

前述グラフの通り、米国の投信は 2010 年頃からミューチュアルファンド/MF(除く機関投資家クラス、前頁グラフ青色部分)から資金が純流出傾向にあり、資金は MF の機関投資家クラス(プロ私募投信に近い、前頁グラフピンク色部分)と ETF(前頁グラフ緑色部分)に向かった。**DOL/労働省「フィデューシャリー・デューティー・ルール/DOLルール」から SEC/証券取引委員会「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」への流れの中、販売手数料および代行手数料(誘因報酬)をバンドリング/bundling している MF(除く機関投資家クラス)は特に避けられ流出傾向となった**(2016年8月1日付投信調査コラムNo.151「最新版: フィデューシ

ャリー・デューティー(FD)強化はグローバルなトレンド!~米国や英国、カナダやオーストラリア等のFD最新事情と各国ファンドのチャネル別フロー~」https://www.ammf.co.jp/text/odhira_10081.pdf、英国等でも~2024年10月28日付投信調査コラムNo.412「世界のETF~暗号資産(仮想通貨)ETF、ヘッジファンド保有ETF、アクティブETF、テーマ&パフパーETF~、欧州のETF~債券ETF、アセットオーナー保有ETF~、日本のETF~日銀保有ETF~」https://www.ammf.co.jp/report/investigate/column_241028.pdf)。

2020年頃からETFの純設定が加速、2022年頃からはMFの機関投資家クラス(除くMMF)も純流出傾向に転じ、「ETF一強」となっている。これには**2019年のトランプ共和党政権下SECがETFルール/ETF Ruleを採択、カスタム・バスケット/custom basketsを承認した事から、ETFのイノベーションが進み、ミューチュアルファンドからETFへの転換/mutual fund conversionsが加速した事がある**(2023年11月27日付投信調査コラムNo.391「アクティブ運用型ETFが米国を中心に世界で急増! 米国はミューチュアルフ

ァンド・コンバージョン(転換)が寄与~米国と日本のアクティブファンドとパッシブ(インデックス)ファンド~」https://www.ammf.co.jp/report/investigate/column_231127.pdf)。 **「米国ETFルールがイノベーションの激しい一幕を引き起こした。従来の標準的パッシブ運用ファンドに流入する一方、テーマ型ETF/thematic ETFs、ファクターETF/factor ETFs、マルチアセットETF/multi-asset ETFs、アクティブETF/active ETFs、デリバティブベースETF/derivatives-based ETFsもしくはオプションベースETF/Option-based ETFs、暗号資産(仮想通貨)ETF/Cryptocurrency ETFsの普及が加速している。」**と言われている(2024年7月15日付Financial Times「The increasing complexity of the ETF universe」<https://www.ft.com/content/484e5b39-2f65-41bc-b420-3ba7423f88a1>、2024年10月28日付投信調査コラムNo.412「世界のETF~暗号資産(仮想通貨)ETF、ヘッジファンド保有ETF、アクティブETF、テーマ&パフパーETF~、欧州のETF~債券ETF、アセットオーナー保有ETF~、日本のETF~日銀保有ETF~」https://www.ammf.co.jp/report/investigate/column_241028.pdf)。

ファンドマネジャーもファイナンシャル・アドバイザーも一層、ETF志向となっている。世界最大級のヘッジファンドであるブリッジウォーター・アソシエーツ/Bridgewater Associatesも、2024年6月末保有上場株式・ETFの時価総額1位は「iシェアーズ S&P500 ETF/iShares S&P 500 ETF」(6.00%)で2位は「iシェアーズ・コア MSCI エマージング・マーケット/iShares Core MSCI Emerging Markets ETF」(5.22%)、その保有ETFは17本あって、全体の17.30%を占めている(2024年10月28日付投信調査コラムNo.412「世界のETF~暗号資産(仮想通貨)ETF、ヘッジファンド保有ETF、アクティブETF、テーマ&パフパーETF~、欧州のETF~債券ETF、アセットオーナー保有ETF~、日本のETF~日銀保有ETF~」https://www.ammf.co.jp/report/investigate/column_241028.pdf)。



●私募投信や SMA から ETF へ!?

米国ではファンドマネジャーもファイナンシャル・アドバイザーも ETF 志向

ファンドマネジャーもファイナンシャル・アドバイザーも一層、ETF 志向となる中、**私募投信や個別一任勘定/Separately Managed Account/SMA からも ETF へのシフトが見られる様になっている**(SMA/Separately Managed Account…ラップ口座や総合一任勘定/Unified Managed Account/UMA

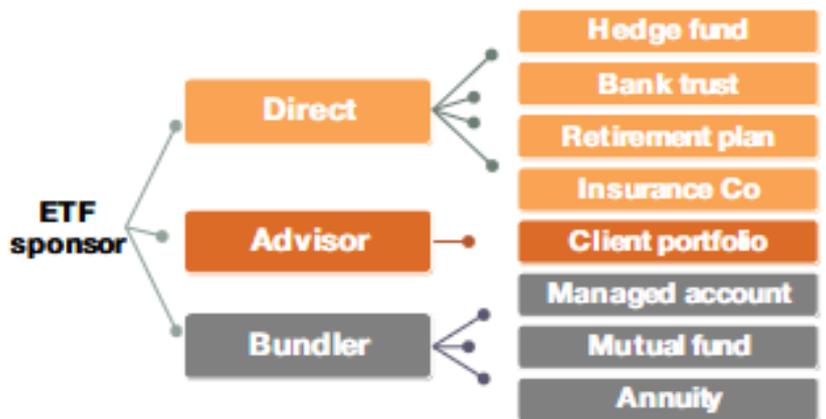
の中で MF や ETF と共に使われる投資戦略やモデル・ポートフォリオの事で、日本では SMA 専用投信に近い、2022 年 6 月 27 日付日本版 ISA の道 その 359「米国インデックス法 vs 12 人の新皇帝たち(パッシブ投資の権力者)、SEC vs インデックス&モデル・ポートフォリオ(IFA 等が多用!)」~ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrase_220427_2.pdf、2022 年 8 月 29 日付投信調査コラム No.363「ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継? SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)? 議決権も暗号資産(仮想通貨)も可! ~米国ではモルガン・スタンレー、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、シュワブなど続々参入~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrase_220829_2.pdf)o

その理由については、2023 年 11 月の PwC「次世代の ETF~資産運用会社が ETF 戦略を必要とする理由~/The next generation of ETFs - Why every asset manager needs an ETF strategy」に出ている通り。 **そのごく一部を下記に引用する。**

「米国における ETF の価値は主に次の 5 つ、**1. 流動性/Liquidity, 2. 透明性/Transparency, 3. 低コスト/Low cost, 4. 税務効率/Tax efficiency, 5. 日中価格設定**

/Intra-day pricing である。ETF のスポンサー/sponsor(出資者)は主に次の 3 つ、**A. ヘッジファンドやバンクトラスト/bank trust, 退職プラン/retirement plan, 保険会社/Insurance による直接利用(*), B.ファイナンシャル・アドバイザー/financial advisers の戦術・サテライト保有/tactical vehicles and satellite holdings や戦略・コア保有/strategic and core holdings(**), 3. バンドラー/Bundler(***)**。ETF は当初、ヘッジファンドなど機関投資家/institutional investor がトランジション・マネジメント・ツール/transition management tools(運用機関変更などで

Figure 16. ETF Distribution Channels



Source: Alphabut, 2013

低下するエクスポージャー維持)として利用し始めたが、**現在は中核的資産配分の手段で長期保有をする様になっている。**」(強調下線は当コラム筆者、2023 年 11 月 PwC「The next generation of ETFs Why every asset manager needs an ETF strategy」~ <https://www.pwc.com/jp/en/japan-knowledge/archive/assets/pdf/ef-asset-manager-strategy1111.pdf>)o

*バンクトラスト/bank trust…米国の銀行信託部門/bank trust departments が管理する CITs/Collective Investment Trusts/合同運用信託(2024 年 5 月 27 日付投信調査コラム No.402「米国のインデックスファンド! バンガードとフィデリティ、ブラックロックとステートストリートのミューチュアルファンド、ETF、CIT/合同運用信託」~ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_240527.pdf)o
**チャールズ・エリス/Charles D.Ellis 氏のニュー・パラダイム・マネジャー/new paradigm manager 化である(2018 年 10 月 29 日付投信調査コラム No.243「米国でアドバイザー・ファイが値下げ! 残高手数料カリテイナー・フィーか? 顧客の話を聞きリレーション向上!! ~ニューパラダイム・マネジャーの道~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrase_181029.pdf)o
***バンドラー/Bundler…束ねるものと言う意味で、ラップ口座などマネージド・アカウント/managed account やミューチュアルファンド/mutual funds、個人年金/Annuity 等を指す(2022 年 8 月 29 日付投信調査コラム No.363「ダイレクト・インデックスは次世代インデックス投資 3.0 で ETF 後継? SMA 最新版(アドバイザーの希望、ESG 投資の進化)? 議決権も暗号資産(仮想通貨)も可! ~米国ではモルガン・スタンレー、ブラックロック、バンガード、フィデリティ、シュワブなど続々参入~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrase_220829_2.pdf)o

ファンドマネジャーが ETF 志向となる理由に設定・解約に伴うリターン低下回避がある。 設定・解約は手間暇がかかるだけでなくリターン低下要因である。オープンエンド・ファンド/open-end funds(ミューチュアルファンド/mutual funds、日本の ETF を除く追加型投信)は解約に備え運用資産全体の 3~5%前後キャッシュ・ポジションで持つ必要があり、それがリターンの低下要因となる(“キャッシュ・ドラッグ/cash drag”)。解約が 3~5%前後を超えれば、原証券を売却せざるを得なくなり、取引コストでリターン低下要因となる(設定も同様)。それが現物設定・現物交換型 ETF/in-kind ETF では取引所の買値と売値の差であるビッド・アスク・スプレッド/bid-ask spreads などに転嫁出来る(2023 年 11 月 27 日付投信調査コラム

No.391「アクティブ運用型 ETF が米国を中心に世界で急増! 米国はミューチュアルファンド・コンバージョン(転換)が寄与~米国と日本のアクティブファンドとパッシブ(インデックス)ファンド」~ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_231127.pdf)o

ミューチュアルファンドや私募投信とETFのトータルリターンと経費率/エクスペンズレシオを比較する。ここでは、かつて「債券王」として君臨したビル・グロス/Bill Gross氏が運用し、ピーク時(2013年4月)には純資産3,176億ドルと世界最大のミューチュアルファンド/MFとなった「PIMCO Total Return」を見る(2019年2月18日付投信調査コラムNo.256「SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である投信のモデル・ポートフォリオ化～米国セパレート・アカウントで最大の運用規模を誇る米国PIMCOと販売規模を誇る米国モルガン・スタンレーの実例」～ <http://www.am.frb.net/online/191215.pdf>)。下記テーブル3段目にある(3番目に純資産が大きい)「PIMCO Active Bond ETF(ティッカー: BOND)」は設定日2012年2月29日から2017年5月8日まで「PIMCO Total Return ETF(ティッカー: BOND)」というファンド名で2014年9月にビル・グロス氏が退職するまで運用していたファンドである。

「PIMCO Active Bond ETF」の経費率は年0.69%で信託報酬・投信会社分/Max Management Feeは年0.55%である。最も純資産の大きいMF機関投資家クラス(プロ私募投信に近い)「PIMCO Total Return Instl」の経費率は年0.46%で信託報酬・投信会社分は年0.25%。2番目に大きい変額年金保険専用の私募投資信託(変額年金サブアカウント/VA Subaccount)「AUL VA Q-PIMCO Total Return Instl」の経費率は年0.56%で信託報酬・投信会社分は年0.25%。「PIMCO Active Bond ETF」の経費率は平均より低めだが、信託報酬・投信会社分はやや高めだ。

「PIMCO Active Bond ETF」のトータルリターンが1年と5年と10年で+8.54%と+0.30%と+1.87%であり、平均の+7.50%と-0.68%と+0.84%よりも高い(トータルリターンについて米SECは投信評価に「1, 5, 10年」を義務付け～ <http://www.sec.gov/rules/final/33-7512f.htm#E12E2>)。特に10年では、(Long Duration Total Returnを除けば)最高レベルのリターンだ。信託報酬・投信会社分も低過ぎずトータルリターンも高く、ファンドマネジャーがETF志向となるのは自然でもある。

「PIMCO Active Bond ETF」のトータルリターンが1年と5年と10年で+8.54%と+0.30%と+1.87%であり、平均の+7.50%と-0.68%と+0.84%よりも高い(トータルリターンについて米SECは投信評価に「1, 5, 10年」を義務付け～ <http://www.sec.gov/rules/final/33-7512f.htm#E12E2>)。特に10年では、(Long Duration Total Returnを除けば)最高レベルのリターンだ。信託報酬・投信会社分も低過ぎずトータルリターンも高く、ファンドマネジャーがETF志向となるのは自然でもある。

「PIMCO Total Return」の米国籍ミューチュアルファンド・変額年金/VAおよび変額保険/VL専用私募投信等に「PIMCO Active Bond ETF(*)」を加えた純資産上位20本

2024年12月8日入手、2024年11月末現在(例外あり)

*「PIMCO Active Bond ETF(ティッカー: BOND)」は設定日の2012年2月29日から2017年5月8日まで「PIMCO Total Return ETF(ティッカー: BOND)」というファンド名だった。ベンチマークは全て「BBgBarc US Agg Bond TR USD」。

アメリカ国旗	ファンド名	ファンド形態	設定日	クラス (オープンエンドファンドの場合)	トータルリターン 1年 (月末ベース) (各通貨ベース) ※1	トータルリターン 5年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース) ※1	トータルリターン 10年 (年率) (月末ベース) (各通貨ベース) ※1	初期最小 購入単位 (米ドル)	信託報酬・投信会社分 /Max Management Fee 税抜最大(%)	経費率/ エクスペンズ レシオ /Net Expense Ratio(%)	販売手数料 抜最大(%)	12b-1手数料 (日本の代行手数料に近い)	純資産 (百万ドル) 最新月末
	1 PIMCO Total Return Instl	ミューチュアルファンド	1987/5/11	機関投資家	+8.58	+0.52	+1.85	1,000,000	0.25	0.46			35,630
	2 PIMCO Total Return I2	ミューチュアルファンド	2008/4/30	機関投資家	+8.47	+0.42	+1.75	1,000,000	0.25	0.56			5,164
	3 PIMCO Active Bond ETF	ETF	2012/2/29	-	+8.54	+0.30	+1.87	-	0.55	0.69			5,158
	4 PIMCO Total Return A	ミューチュアルファンド	1997/1/13	A	+8.21	+0.18	+1.49	1,000	0.25	0.80	3.75	0.25	4,260
	5 PIMCO Long Duration Total Return Instl	ミューチュアルファンド	2006/8/31	機関投資家	+10.94	-1.74	+2.25	1,000,000	0.25	3.00			2,251
	6 PIMCO VIT Total Return Admin	保険向けファンド	1997/12/31	その他クラス	+8.17	+0.23	+1.64	0	0.50	0.75		0.15	2,239
	7 PIMCO VIT Total Return Adv	保険向けファンド	2006/2/28	アドバイザー・クラス	+8.06	+0.13	+1.53	0	0.25	0.85		0.25	1,964
	8 PIMCO Total Return ESG Institutional	ミューチュアルファンド	1991/5/1	機関投資家	+8.29	-0.01	+1.51	1,000,000	0.25	0.82			1,325
	9 AmGen PlCh-PIMCO VIT Total Return Admin	変額年金専用私募投信	2014/12/15	その他クラス	+7.90			0	0.00	0.75		0.15	693
	10 PIMCO Total Return Admin	ミューチュアルファンド	1994/9/8	その他クラス	+8.30	+0.27	+1.60	1,000,000	0.25	0.71		0.25	673
	11 PIMCO Total Return II Instl	ミューチュアルファンド	1991/12/30	機関投資家	+8.25	+0.26	+1.77	1,000,000	0.25	0.57			516
	12 AZL Vis B-PIMCO VIT Total Return Admin	変額年金専用私募投信	2007/6/1	その他クラス	+6.68	-1.16	+0.22	0	0.00	0.75		0.15	386
	13 PIMCO Total Return R	ミューチュアルファンド	2002/12/31	Retirement	+7.94	-0.07	+1.23	0	0.25	1.05		0.50	377
	14 PIMCO VIT Total Return Instl	保険向けファンド	2000/4/10	機関投資家	+8.34	+0.38	+1.79	0	0.25	0.60			317
	15 PIMCO Total Return IV Instl	ミューチュアルファンド	2011/5/26	機関投資家	+7.96	+0.29	+1.71	1,000,000	0.25	0.67			295
	16 PIMCO Total Return ESG I2	ミューチュアルファンド	2009/3/31	機関投資家	+8.19	-0.11	+1.41	1,000,000	0.25	0.92			251
	17 PIMCO Total Return V Institutional	ミューチュアルファンド	2023/5/1	機関投資家	+7.14			1,000,000	0.25	0.53			238
	18 SunAm PP3 B-PIMCO VIT Total Return Adv	変額年金専用私募投信	2019/10/7	アドバイザー・クラス	+6.67	-1.16	+0.22	0	0.00	0.85		0.25	227
	19 NYL Pr2Lv15-PIMCO VIT Total Return Adv	変額年金専用私募投信	2015/5/1	アドバイザー・クラス	+8.06	+0.13	+1.54	0	0.00	0.85		0.25	216
	20 NYL PP2 L15-PIMCO VIT Total Return Adv	変額年金専用私募投信	2015/5/1	アドバイザー・クラス	+8.06	+0.13	+1.54	0	0.00	0.85		0.25	189
	1104本 *純資産は合計、他は平均(ブランク除く)。		2010/4/5		+7.50	-0.68	+0.84	176,926	0.29	0.89	3.74	0.23	65,687
	最新もしくは最大(ブランク除く)		2024/11/18		+10.94	+0.58	+2.26	1,000,000	3.00	4.31	3.75	1.00	35,630
	最古もしくは最小(ブランク除く)		1987/5/11		+1.67	-3.67	-0.54	0	0.00	0.46	2.25	0.15	0

(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)

※1: 米国では過去10年間の年別リターンを表示すると共に過去1年、5年、10年の年平均リターンを表で記載、指数のリターンを併記する事を求めている。

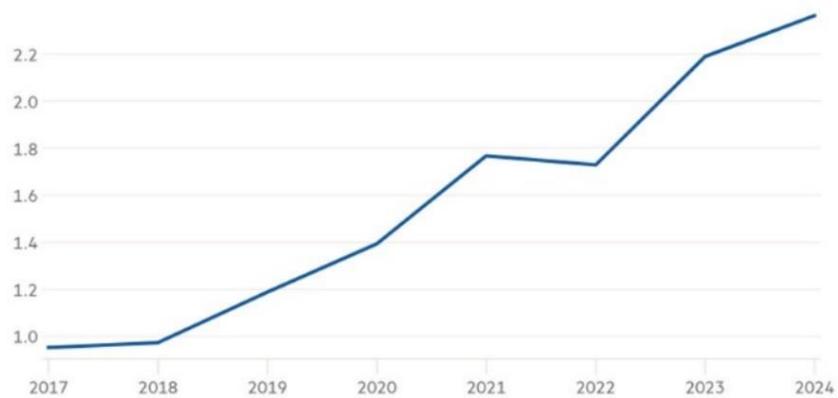
ファイナンシャル・アドバイザーは高トータルリターン以外、米国の場合はミューチュアルファンドやSMAでも起こるキャピタルゲイン課税をETFで避ける事もETF志向の一因となっている。ETFではリバランスの入れ替えで除外する現物証券を、売却でなく現物交換(解約)/in-kind redemptionして、キャピタルゲインの発生を最小限に抑える事などをする(2023年11月27日付投信調査コラムNo.391「アクティブ運用型ETFが米国を中心に世界で急増! 米国はミューチュアルファンド・コンバージョン(転換)が寄与～米国と日本のアクティブファンドとパッシブ(インデックス)ファンド～」～ http://www.am.frb.net/report/investigate/oham_231127.pdf)。

2024年8月12日付 Financial Times は「ETFs' huge appetite extends to SMAs」で次の様に言う。引用すると、「米国を中心に急成長しているETFは、ミューチュアルファンドを食い潰しているが、**SMAも食い潰す**可能性がある。2021年初めから米国ではミューチュアルファンドから1兆ドル以上の資金純流出となる一方、ETFは2兆ドルの純流入となっている。**ミューチュアルファンドからETFへの転換/mutual fund-to-ETF conversions**が続く中、米国では**SMAからETFへの転換/SMA-to-ETF conversion**が起きており、英国でも欧州初のSMAからETFへの転換が起きている。…(略)…。SMAは、米国だけでも資産は2017年の9,520億ドルから2023年末に2.2兆ドルにまで増加している。…(略)…。**ETFへの転換により小規模な顧客への扉が開かれる**。米国では、ミューチュアルファンドと同様、SMAは毎年、実現利益にキャピタルゲイン税を支払わなければならないが、SMAを運用するRIAは行き詰まっているが、ETFへの転換によって改善出来る可能性がある。…(略)…。ただETFは私債やその他の流動性の低い商品を保有出来ない。」(強調下線は当コラム筆者、2024年8月12日付 Financial Times「ETFs' huge appetite extends to SMAs」～ <http://www.ft.com/content/6d610a-3e66-4e11-af5f-0b631292311>)

ファイナンシャル・アドバイザーはETFの透明性も歓迎する(多くのアクティブ・ファンドマネジャーは歓迎しない)。「アクティブ

ETFは2020年以降、毎年米国で設定されるETFの60%以上を占め、純資産は1年で約70%増加し約6,700億米/約95兆円になった。アクティブETFはミューチュアルファンドの市場シェアを少しずつ奪っている。興味深い事に透明性の低いETF構造/less transparent ETF structuresにはほとんど関心が無い様である。**非透明および半透明構造/non- and semi-transparent structuresは開始から4年以上が経過した現在でも純資産は僅か107億米ドルでアクティブ運用ETFの純資産の2%未満である。さらに半透明/semi-transparentとして開始されたいくつかのETFは、その後、透明/transparentに変換された。**アクティブETFの大部分は透明アクティブ運用ファンド、T+1受渡でポートフォリオ保有状況を開示するものである。」と言われている(強調下線は当コラム筆者、2024年7月15日付 Financial Times「The increasing complexity of the ETF universe」～ <http://www.ft.com/content/484a6b39-2f41-41be-8429-3b4712918a>)

SMA's smashing it, for now
Assets under management in the US (\$tn)



2024 data as of end Q1
Source: Cerulli Associates

、2024年10月28日付投信調査コラムNo.412「世界のETF～暗号資産(仮想通貨)ETF、ヘッジファンド保有ETF、アクティブETF、テーマ&バップアーETF～、欧州のETF～債券ETF、アセットオーナー保有ETF～、日本のETF～日銀保有ETF～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_241028.pdf)

ファイナンシャル・アドバイザーはETFの品揃えが豊富である事も歓迎する(ミューチュアルファンドに無いものもある)。レバレッジ(ブル)型ETF/leveraged ETFおよびインバース(ベア)型ETF/inverse ETFが典型である****(日本では1995年1月にETF自体が認可されるよりも前に一般個人向

けにブルベア型ファンドが認可されているが、米国ではSECがレバレッジETFおよびインバースETFの一般個人向けファンドを禁じているし、ファイナンシャル・アドバイザー向けに認めているものもレバレッジは低い、2020年4月24日付投信調査コラムNo.303「新型コロナの中、米国でレバレッジ投信に史上最大の純流入! SECは「最善の利益規制」維持とレバレッジ投信の精査を発表!! - SECも投信協会も個人投資家を保護する堅固な保護策が必要で一致。- 投信のレバレッジ上限は旧来の1.5倍か、共和党主導SECの厳しいデューデリジェンス付きの3倍か。」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/whsrse/200424.pdf>)。2019年の米国ETFルールでは、**単一株式ETF/Single Stock ETFsのレバレッジ(ブル)型とインバース(ベア)型**が出来る様になり、例えば、エヌビディア/Nvidia(ティッカー:NVDA)株の日次リターン2倍を目指す「グラニトシェアーズ2倍ロングNVDA・デ일리ETF/GraniteShares 2x Long NVDA Daily ETF(ティッカー:NVDDL)」をファイナンシャル・アドバイザーはアドバイス可能となり、大きな純流入となっている(2024年11月25日付投信調査レポートNo.428「日米印でインド株から純流出! 米国で機関投資家がETFへ!～レバレッジ株(ブル)型ETF・ハイテク株ETF・ビットコインETF～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/report_241125.pdf)。2024年1月10日にSECが承認した**ビットコイン現物ETF/spot bitcoin ETFs**も同様である(2024年10月28日付投信調査コラムNo.412「世界のETF～暗号資産(仮想通貨)ETF、ヘッジファンド保有ETF、アクティブ

ETF、テーマ&バップアーETF～、欧州のETF～債券ETF、アセットオーナー保有ETF～、日本のETF～日銀保有ETF～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_241028.pdf、2024年11月11日付投信調査コラムNo.413「ビットコインETFの道～ランプ氏は米国を世界のビットコイン超大国にする」とい、日本の国民民主党・玉木氏は暗号資産ETF導入を公約にし、日本の金融庁は暗号資産規制見直しに着手～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_241111.pdf)

ファイナンシャル・アドバイザーはETFの流動性も歓迎する。 2024年8月28日にSECが採択した**投信改革案/mutual fund reform proposal「オープンエンド・ファンドの流動性リスク管理およびスウィング・プライシング; フォーム N-PX 報告/Open-End Fund Liquidity Programs and Swing Pricing; Form N-PORT Reporting」**最終案は**ミューチュアルファンドが対象であり、「現物交換出来るETF/“in kind” exchange-traded fund(多くのETFが該当)は除かれる** (2024年11月25日付投信調

査コラム No.414「SEC 委員長退任で投信改革・私募ファンド・略号規制は? トリプルレッドを歓迎するバンクローンやプライベートアセット、歓迎しない ESG、警戒するインデックスファンドとETF!」~ https://www.am.mufg.jp/report/investigate/colom_241125.pdf)

その為、**バンクローン/レバレッジドローン(非投資適格企業向け融資の事で、これを裏付資産とした証券化商品が今人気となりつつある CLO/Collateralized Loan Obligation/ローン担保証券)など非流動性投資/Illiquid investments はETFが圧倒的に多い。**

ETFの流動性は米国では(欧州などでも)、(コンピューターを駆使したマーケットメーカーである)自己勘定トレーディング会社/高頻度取引業者/HFT/High-Frequency Trading が提供している(当コラム筆者が寄稿した月刊「投資信託事情」2017年6月号<Strategic Vistas>「私募投信(プロ私募)とETFが急増中! 日米で市場の環境

や金融の規制・制度が大きく変わる中、投信も大きく変化!!~日米投信の投資主体別動向と日米私募投信の最新動向~」~ https://www.am.mufg.jp/report/investigate/_icsFiles/afidfile/2023/06/13/oshirase_170626.pdf および2015年4

月号<Strategic Vistas>「世界最大級のヘッジファンドが大量に保有するETF! 世界で『真の市場』、『市場の指標』と言われるETF!! 主役は機関投資家とHFT!!! 日本でも機関投資家振興策が考えられるべき。」~

<https://ibbotson.co.jp/research/jitri/>)。ETFで圧倒的な強さを誇る**ジェーン・ストリート/Jane Street(ティム・レイノルズ/Tim Reynolds 氏等)のほか、シタデル・セキュリティーズ/Citadel Securities(ケン・グリフィン/Ken Griffin 氏)、サスケハナ・インターナショナル・グループ/Susquehanna International Group(ジェフ・ヤス/Jeff Yass 氏)などが代表的だ。** この傾向は今や欧州にも波及しており、**アムンディ/Amundi は150を超えるETFの流動性を高める為、ジェーン・ストリートと2024年10月14日からマーケットメイキング契約を締結している**(2024年11月1日付 Funds Europe「Amundi ETF makes market making agreement with Jane Street」~ <https://funds-europe.com/amundi-etf-makes-market-making-agreement-with-jane-street/>)

欧州では2024年10月18日付 Financial Times「Pension fund use of ETFs surges in Europe」で次の様に言われている。一部を引用する。**「ブラックロック/BlackRock が自社ETF『iシェアーズ/iShares』の保有状況を分析した所、2020年以降、欧州では年金基金や保険会社などアセットオーナー/asset owners such as pension funds and insurance companies によるETF導入が加速しているという。…(略)…。欧州16か国では10大年金基金の40%がiシェアーズのETFを保有している。保険会社など他の大規模なアセットオーナーを含めると60%になる。…(略)…。機関投資家がETFの関心を高めている理由は、ETF市場の流動性が大幅に増加している事がある。債券ETFには原資産を取引するよりETFを取引する方が大幅コスト削減出来る場合がある。例えば3か月で5,000万米ドルを取引する場合、経費率20bpの『iShares Core € Corp Bond Ucits ETF (IEAC)』の取引コストはETF3bpに対して原資産は27bpだ。経費率50bpの『iShares € High Yield Corp Bond Ucits ETF (IHYG)』の取引コストはETF5bpに対し原資産は60bpである。…(略)…。その他、小規模なアセットオーナーがバイ・アンド・ホールド戦略/buy-and-hold strategies でのETF利用が増えているほか、大規模なアセットオーナーではポートフォリオのバランスをとる為のツール利用が増えている。…(略)…。今後、DBからのシフトで増えるDCは分散が重要であり、ETF需要がさらに急増すると予想している。大手アセットオーナーのETFへの関心急増はETF市場のトランスフォーメーション(変革)/transformation of the ETF market を示している。最初はウェルス[マネジメント]、その後、アセットマネジャー、そして今、アセットオーナーだ。…(略)…。コンサルティング会社クリエイト・リサーチ/Create-Researchのアミン・ラジャン/Amin Rajan氏は『年金基金のETF保有を促す要因として、アクティブ運用から低コストのインデックス投資への大きなシフトと、原資産価格にあまり影響を与えずヘッジ出来るツール活用がある。』と言う。』(強調下線は当コラム筆者、2024年10月18日付**

Financial Times「Pension fund use of ETFs surges in Europe」~ <https://www.ft.com/content/67d72fac-5f38-46c1-b487-e89d24729907>)

米国では(欧州でも)、**ファイナンシャル・アドバイザーはETFの高いトータルリターン、節税効果、透明性、品揃え、流動性を歓迎する**(変額年金保険専用の私募投資信託も節税効果以外は歓迎するだろう)。



米国のファイナンシャル・アドバイザーが歓迎する

ETFの

高いトータルリターン、節税効果、透明性、品揃え、流動性

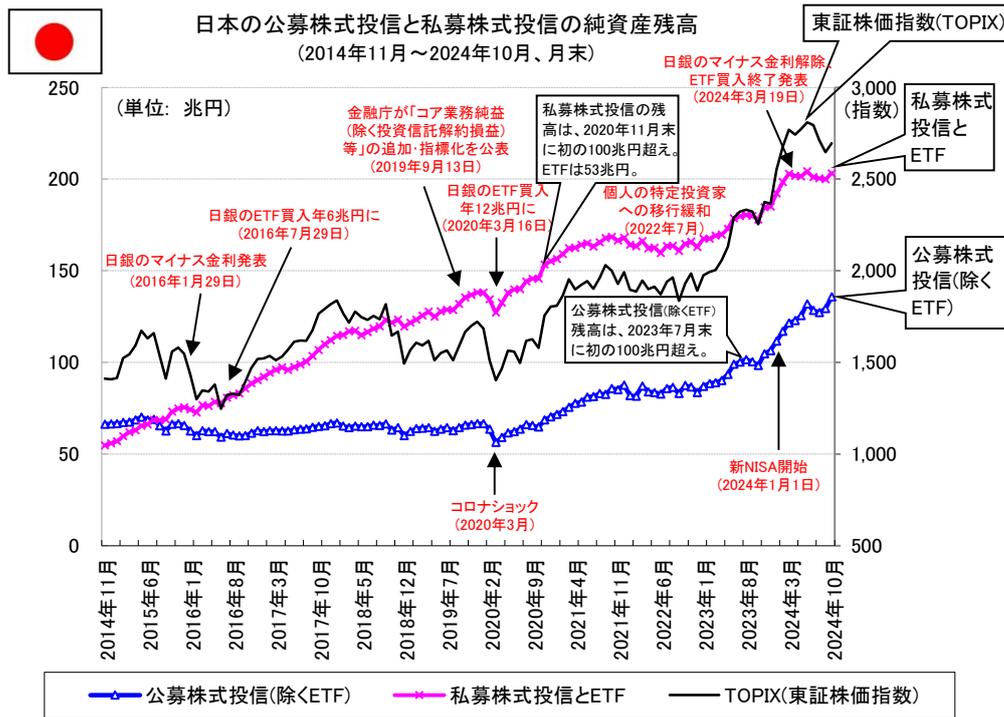
● 私募投信とETF、日本では？

私募投信や SMA から ETF へ向かい、米国では(欧州でも)ファンドマネジャーもファイナンシャル・アドバイザーも ETF 志向である。日本ではどうだろう？ 2024 年 11 月 14 日に日本の投資信託協会は 2024 年 10 月の投信概況を発表、「円安・ドル高の進行と日本株の上昇で運用資産が増加した。…(略)…。上場投資信託(ETF)を除く公募投信の純資産残高は前月比 6 兆 3738 億円増の 135 兆 7434 億円で、過去最高となった。**私募投信は純資産残高が 3 カ月連続で増加し、4 カ月ぶりに過去最高を更新した。** 確定拠出年金(DC)専用ファンドの純資産残高も過去最高となった。」と言っていた(強調下線は当コラム筆者、2024 年 11 月 14 日付日本経済新聞「10 月の投信概況、公募投信残高 238 兆円で過去最高」~ <https://www.nikkei.com/article/DCZQ0UB148Q9U-4A11C200000/>)。

ここで、日本の公募株式投信と私募株式投信の純資産残高を見る。2024 年 10 月末の私募株投の純資産は 115 兆 3,550 億円(過去最高)と公募株投 223 兆 5,350 億円(過去最高)の半分弱である。ただ、公募株投には ETF の 87 兆 7,916 億円が含まれており、その約 8 割(2024 年 10 月末の推計 69 兆 928 億円)は日銀保有 ETF と一般個人保有とは言えない(後述※1 参照、2024 年 9 月末の時価総額 70 兆 2,573 億円 ~ <http://www.boj.or.jp/about/account/zai2411a.htm>、2024 年 10 月 28 日付投信調査コラム No.412「世界の ETF ~ 暗号資産(仮想通貨)ETF、ヘッジファンド保有 ETF、アクティブ ETF、

テーマ&パフナーETF~、欧州のETF~債券ETF、アセットオーナー保有ETF~、日本のETF~日銀保有ETF~」~ https://www.amaufj.jp/report/investigate/column_241028.pdf)。ETF 87 兆 7,916 億円は受益者数こそ 97.6%が個人・その他だが、純資産残高では金融機関 93.2%(信託銀行 83.8%、都銀・地銀等 4.3%、生損保・その他金融合計 5.0%)で証券会社 0.5%、そして個人・その他 2.4%とも言う(2024 年 11 月 27 日付東京証券取引所公表の「ETF 受益者情報調査(2024 年 7 月)の調査結果について」~ https://www.jse.co.jp/markets/statistics-equities/examination/vol/y000001v07-stu/ETF202407_j.pdf)。

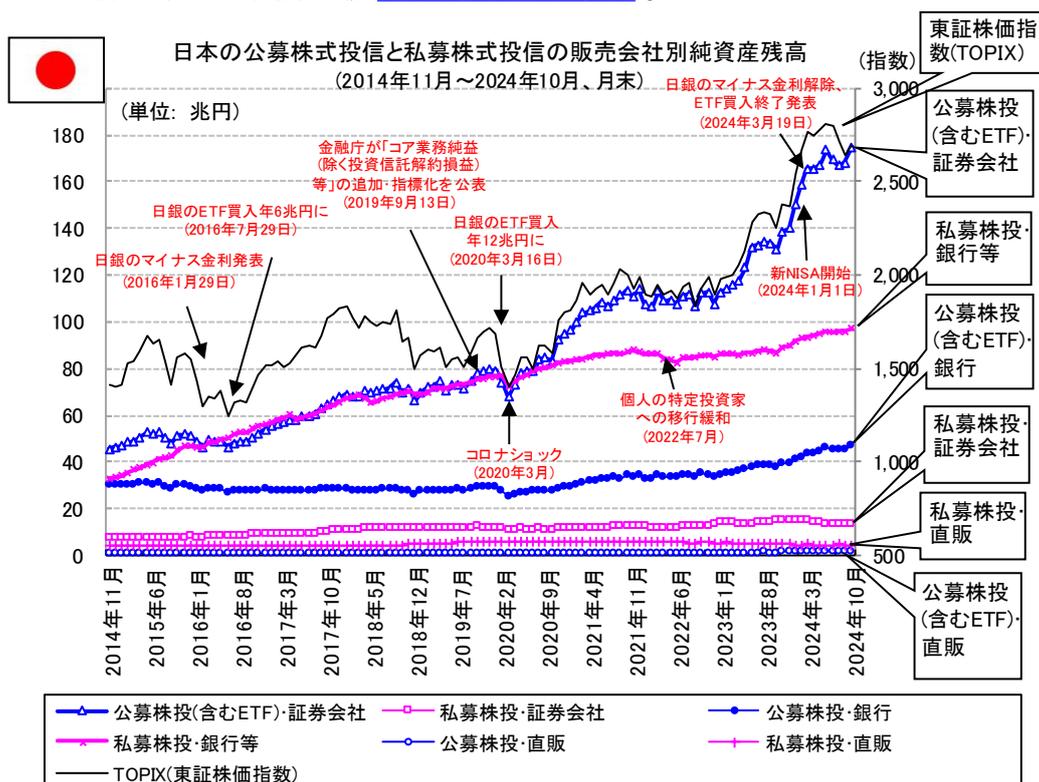
そこで **ETF を非家計が保有する投信として、その純資産を私募株投に含めると 203 兆 1466 億円(=115 兆 3550 億円+87 兆 7916 億円)となり、公募株投(除くETF)135 兆 7434 億円を上回る。**



(出所: 金融庁、日銀、投資信託協会、ブルームバーグより三菱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)

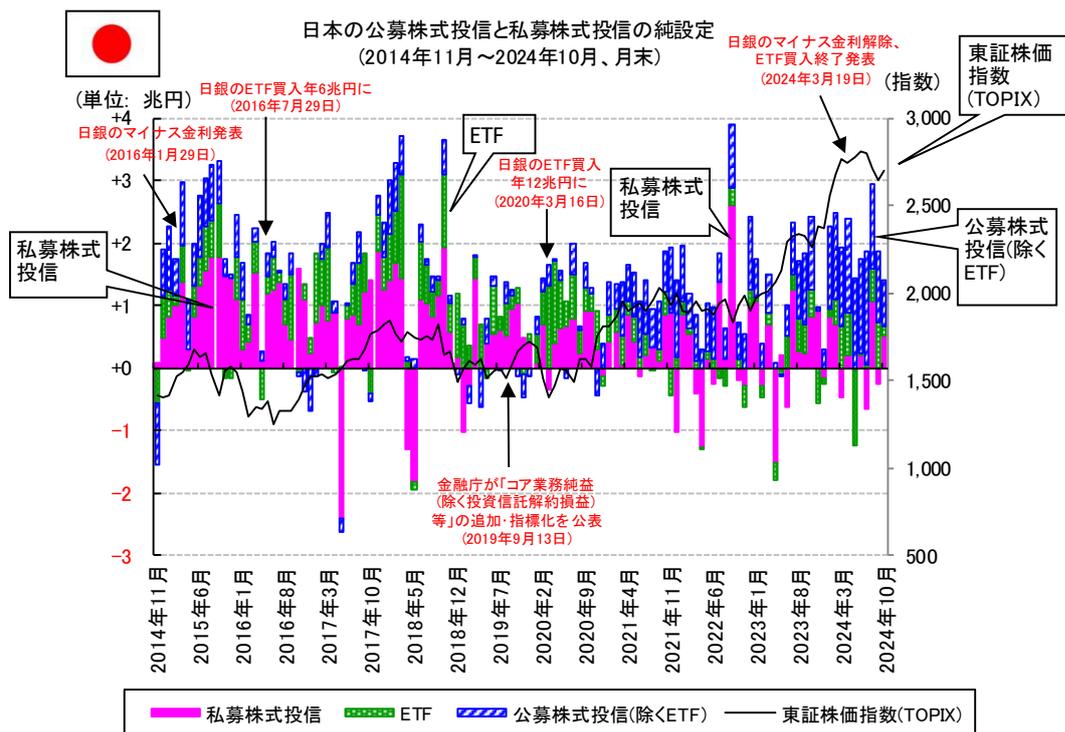
私募投信は地方銀行や信用金庫等の金融機関が主に保有しており、2024 年 11 月 14 日に投資信託協会が発表した投資信託概況(2024 年 10 月)の販売会社別純資産によると、**私募株投の販売会社は銀行等である場合が圧倒的**である。また 2020 年に、「公募株投(含むETF)証券会社」と「私募株投・銀行」の残高規模が 70 兆円台とほぼ同じだったのが、その後、「公募株投(含むETF)証券会社」は残高が足元 2024 年 10 月には約 175 兆円と、2.6 倍に大きく伸びる一方、「私募株投・銀行」は 1.3 倍にとどまり、100 兆円を超えられずにいる。この要因は**公募株投の多くが株式に投資するものが多く、ETF は日本株がほとんどである事**であろう(追加型株投で約 7 割が株式、ETF の 98.2%が日本株~2024 年 10 月末の純資産ベース)。

投信協会は「**私募投信の投資対象資産は債券の占める割合が大きい。** 足下の運用増加は主に株式市場の上昇によるものであるため、株式の影響が大きい公募投信と比べ、私募投信はその影響を受けづらいと考えられる。」と説明する(強調下線は当コラム筆者、2024年4月11日付投信協会・定例会見～https://www.asosin.or.jp/files/profile/9/pressconference_20240411.pdf)



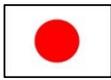
(出所: 投資信託協会、ブルームバーグより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

続いて、日本籍の公募と私募投信の純設定の推移を見る。2024年10月の公募株式投信純設定は+8,871億円と11か月連続純流入、私募株式投信の純設定は+5,197億円と2か月ぶり純流入だ。ETFを公募から除いて私募投信に加えると、公募株投(除くETF)は+7,269億円と17か月連続純流入で私募株投+ETFは+6,799億円と3か月連続純流入となっている。



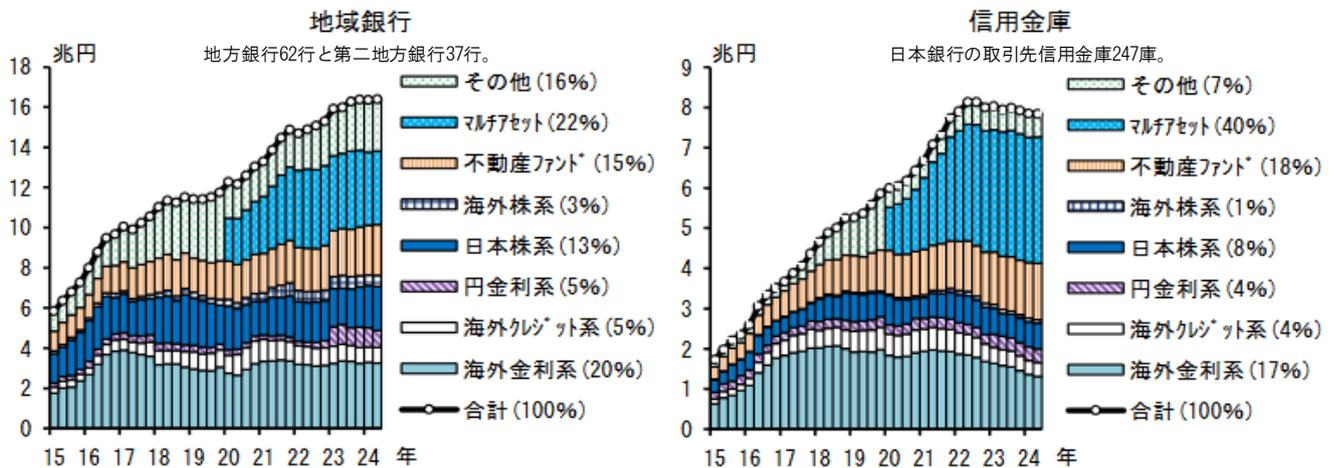
(出所: 投資信託協会、ブルームバーグより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

2024年10月24日に日本銀行が公表した「金融システムレポート(2024年10月号)」(以下、日銀・金融システムレポート)の p.50 「地域金融機関の投資信託残高」で日銀は「**近年、主に地域金融機関が有価証券投資に投資信託を活用しており、多様なリスクファクターを抱えるようになってきている**(図表IV-2-4)。とくに、**マルチアセット型や海外金利系の投資信託**を通じて、外貨金利リスクテイクを進めてきた先が多い。」と指摘している(強調下線は当コラム筆者、http://www.boj.or.jp/press/boj/kyokai/2024/10/24/241024_01.pdf)。



日銀・金融システムレポートの「有価証券投資 — 金融機関の投資信託の残高」

図表IV-2-4 投資信託残高の内訳



(注) 1. 取得原価ベース。凡例内の数字は直近時点での構成比。直近は2024年6月。
2. 2019年12月以前の「その他」には「マルチアセット」を含む。

(資料) 日本銀行

(出所: 日本銀行「金融システムレポート2024年10月号」p.50 吹き出し等は三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部)

私募投信は公募投信(含むETF)に比べ情報があまりにも少ない為に日米比較が難しいが、日本株のインデックスファンド(日銀)が圧倒的な日本のETFより、日本の私募投信は米国にはるかに近付いている様ではある。ただ**日本では日本籍の私募投信だけではなく、分配などの自由度が高いケイマン諸島籍ユニット・トラスト/Cayman Islands Unit Trusts/UT など外国籍投信が使われる事も多く、特にプライベート・アセットなどオルタナティブ投資では「日本の投資家が好む投資手段は引き続きケイマン諸島籍ユニット・トラストである/preferred investment vehicle for many Japanese investors continues to be the Cayman Islands unit trust。」**と言われている(2024年9月12日付 Chambers and Partners「Private Equity 2024 - Cayman Islands」~ <https://practicelguides.chambers.com/practice-guides/private-equity-2024/cayman-islands/trends-and-developments>)。私募投信および外国投信については引き続き調査・分析が必要である。

※1: 日本の公募投信と家計が保有する投信…

日本の投信協会は投信の買い手から公募と私募に区分けし、公募は「多数の投資家に取得させることを目的とした投資信託」、私募は「機関投資家などのみに取得させたり、ごく少数の投資家に取得させることを目的とした投資信託」としている(「投資信託を学ぶ」制度上の種類 ~ <http://www.toshin.or.jp/investmentfund/type/index.html>)。公募投信は個人投資家が購入する事が多いが、金融機関も購入可能。公募株投(除くETF)は大半が家計/個人投資家が保有する投信で一般の個人投資家の動向をみる時に使われる有用なデータであるものの個人投資家以外の投資も含まれている事を覚えておきたい。個人が保有する投信は日本銀行の資金循環統計で把握する事となる。2018年7月12日に「協会では、家計が保有している投資信託のデータを保有していないのか。」と言う記者の質問に対し、投信協会は「本会ではデータを保有していない。運用会社が投資信託を自ら販売しているケースもあるが、多くの場合は銀行や証券会社といった販売会社が商品を取り扱っているため、顧客の口座属性を知ることはできない。個人投資家に販売している場合もあれば、金融機関に販売している場合もある。本会は顧客の口座情報を持っていないので、日銀の資金循環統計や他の機関のレポートで間接的にしか知ることができない。」と回答している。また、私募投信も機関投資家や大口投資家等の限られた投資家を対象にしているものの、個人が保有する年金(変額年金保険を含む)は私募投信で運用する事も多く、個人が間接的に私募投信に投資している場合がある。

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