

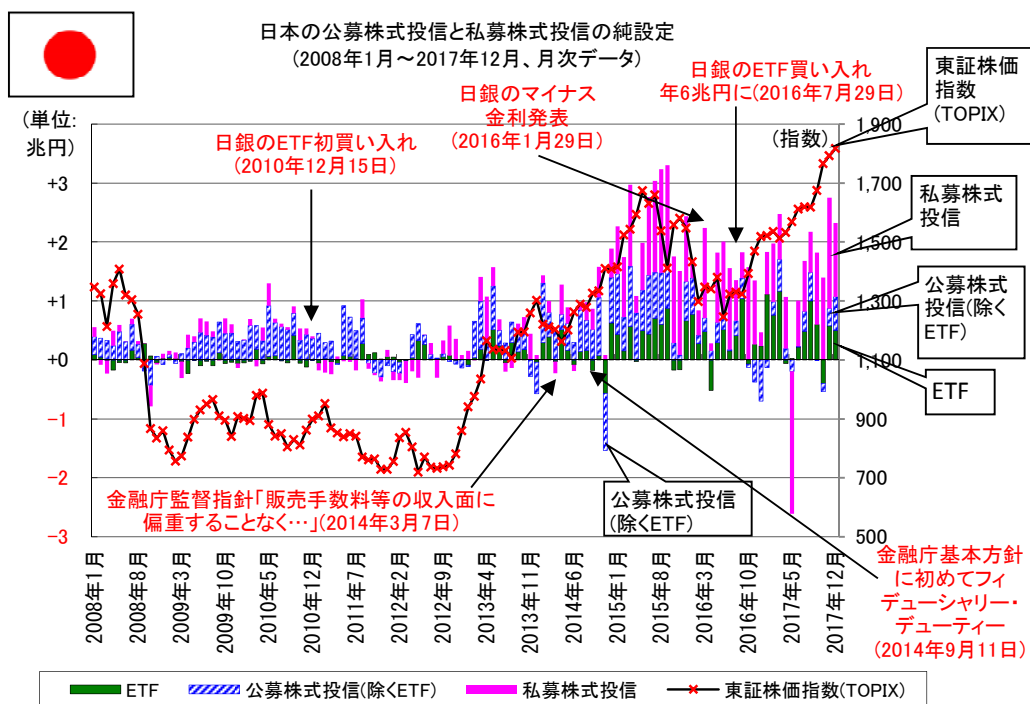
～日本は銀行・信金の私募投信・日銀のETFが主導する拡大、
米国は機関投資家・大規模投資アドバイザー・超富裕層のETFや
パッシブファンド(パッシブ投資の王・バンガード)が主導する拡大～

商品企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

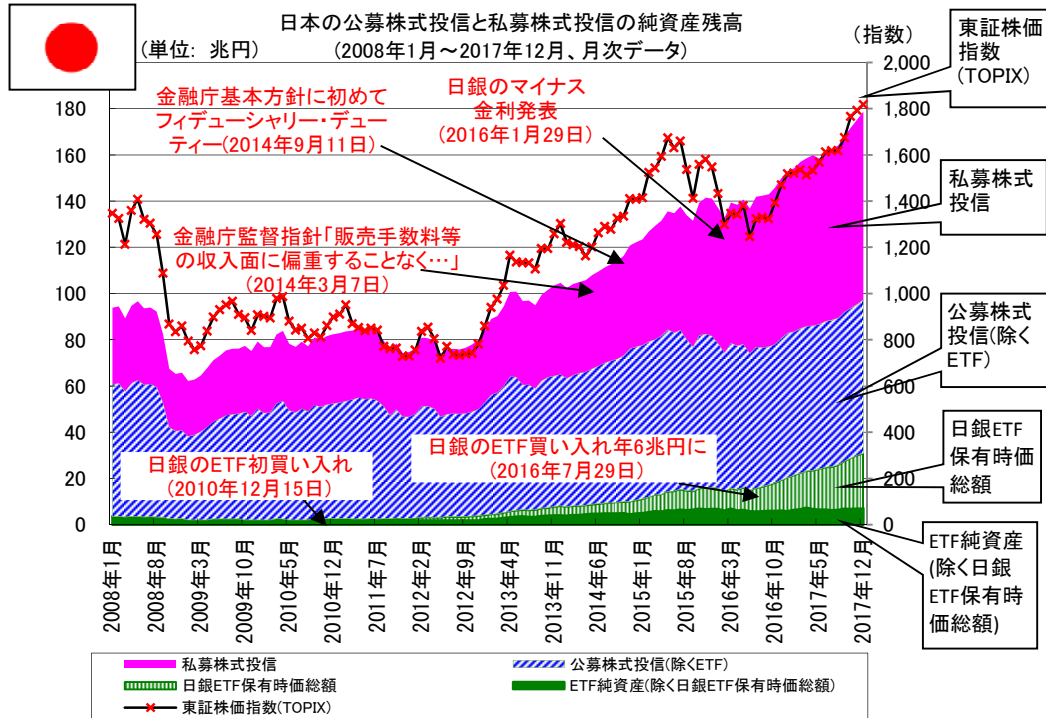
日本の投信の最新動向: 銀行・信金の私募投信・日銀のETFが主導する拡大

日米投信の最新動向を見る。まず日本である。日本の投信全体/公募・私募株式投信(含むETF)の純設定(設定額-解約額-償還額)は、2017年の年間(1~12月)に+17兆1784億円の純流入だった(*米国の4~5分の1)。公募株式投信(除くETF)が+2兆1706億円、ETFが+5兆9810億円、私募株式投信が+9兆268億円の純流入と、私募株式投信主導となっている(投資信託協会~URLは後述[参考ホームページ]①参照)。投信の純設定を示す下記グラフに示される通り、最新月2017年12月だけで見ても、投信全体が+2兆3257億円と7カ月連続純流入で、公募株式投信(除くETF)が+5649億円と2カ月連続純流入、ETFが+5023億円と2カ月連続の純流入、そして、私募株式投信が+1兆2586億円と大きく7カ月連続純流入となっている。



私募株式投信が主導する拡大は、銀行や保険会社等機関投資家が投資をしている証である。私募投信には2人以上50人未満の個人富裕層や事業法人を対象として勧誘する少人数私募もあるが、今、増えているのは、銀行や保険会社等機関投資家を対象として勧誘する「プロ私募」だ。「プロ私募」は総じて低コストで、商品設計の機動性が高くオーダーメイドに近い運用が可能であり、自主運用のアウトソーシングとして使い勝手が良い。さらにインサイダー規制(*2014年4月から個別Jリートも対象)や大量保有報告義務の対象外にもなる。加えて、会計上のメリットである。私募投信を投資事業組合等と同様に「その他有価証券」(の「その他」)とし、貸借対照表には反映されるものの、評価(含み)損益を損益計算書に影響しない様に出来る。また、売買益や分配金を(本業の儲けを示す)業務純益に計上出来る(詳しくは、後述※1および2017年6月26日付【投信調査コラム】日本版ISAの道[特別号]~URLは後述[参考ホームページ]②参照)。私募投信は情報開示上の問題が指摘されているが、こうして銀行等の金融機関は私募投信を選んでる。

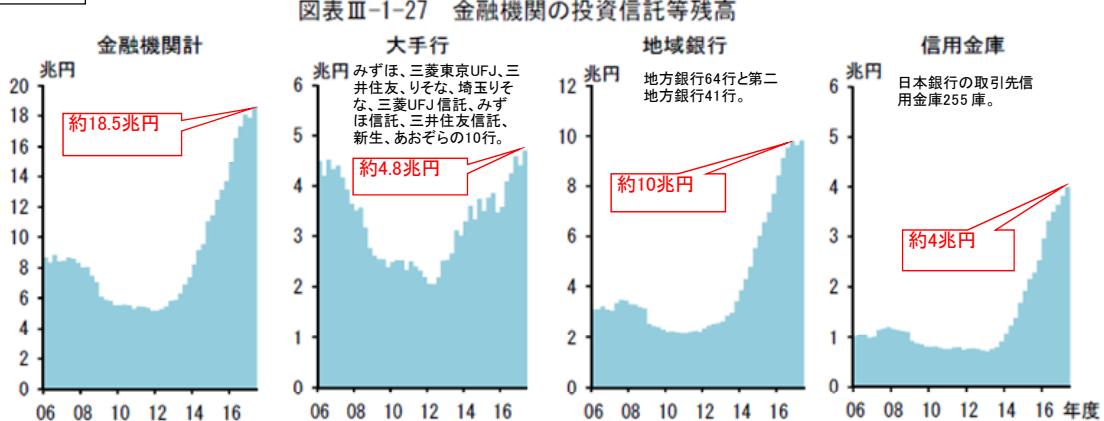
投信の純資産を示す下記グラフに示される通り、投信全体/公募・私募株式投信(含むETF)の純資産は2017年12月末において178兆7380億円と1989年1月からのデータで最高となった(*米国の約11分の1)。公募株式投信(除くETF)が66兆6380億円と2015年7月末以来最高(2015年5月末の70兆1300億円が最高)、ETFが30兆7945億円と2001年7月末からのデータで最高、私募株式投信が81兆3055億円と1999年1月末からのデータで最高である。2016年5月末に、私募株式投信の純資産は公募株式投信(除くETF)を抜いた。以降、その差は拡大し続け、2017年12月末時点で14兆6674億円と過去最大となっている。



(出所: 投資信託協会、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

2017年10月23日付日銀・金融システムレポート(URLは後述[参考ホームページ]③参照)では、金融機関が投資している「投資信託等」の残高が増えており、地域銀行や信用金庫で急増していることを示していたが、これは(公募株式投信ではなく)私募株式投信への投資と思われる。尚、年金基金はプロ私募の適格機関投資家ではないが、信託銀行と特定金銭信託契約を結んで信託銀行名義で私募投信を購入出来る。銀行同様、マイナス金利で運用難になっている生命保険会社は現状、外債中心の自主運用をしていて、投信は緩やかな増加だが、今後は期待出来そうである(日銀・金融システムレポート~URLは後述[参考ホームページ]③参照)。

日銀・金融システムレポートの「金融機関の投資信託等残高」



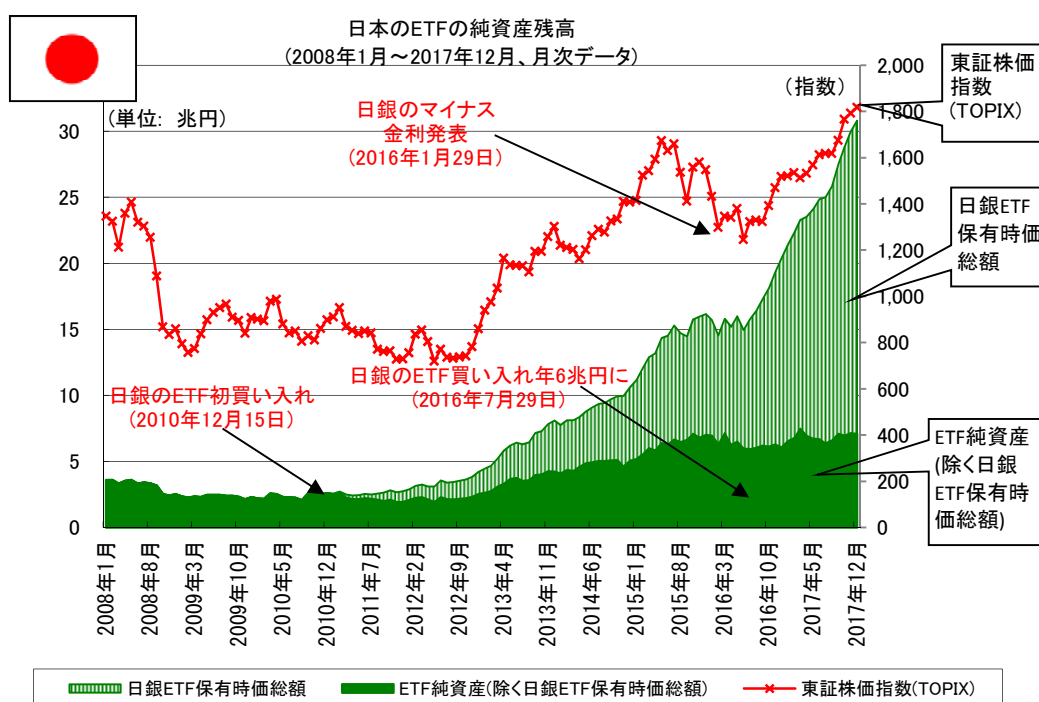
(注) 1. 直近は17年8月末。
2. 国内店と海外店の合計。国内店は平残ベース、海外店は末残ベース。

(資料) 日本銀行

(出所: 日銀・金融システムレポート2017年10月号のp.23、吹き出し等は三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部)

私募株式投信と同様に資金を集めているのがETFである。ETFは2017年の年間(1~12月)で見て、+5兆9810億円の純流入となっているが、これは日本銀行のETF買入れが大きい(2016年7月29日から年6兆円ペース)。日本銀行ETF保有時価総額は2017年9月末で簿価が16兆747億円、時価が20兆3457億円(含み益は4兆2710億円)となっている(2017年11月28日付日銀発表)。投資信託協会が発表するETFの純資産は2017年9月末で27兆5074億円なので、日銀保有ETFは74.0%を占める(URLは後述[参考ホームページ]①参照)。

ちなみに、2014年11月末に50%を超え、2016年6月末に60%、2017年9月末に74.0%、そして2017年12月末で77.0%となっている(=日銀ETF保有時価総額推計23兆7043億円÷ETF純資産30兆7945億円)。尚、日本の上場株式の時価総額は2017年12月末で713兆円なので(ブルームバーグ)、日銀ETFは3.3%を占める。



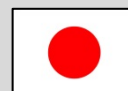
(出所: 投資信託協会、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信商品企画部が作成)

日銀以外では、地銀や信金がETFを購入している様である。2017年12月5日付週刊エコノミストによると、「信用金庫が相対的に高い利回りを取れるよう、運用の多様化を進めている。最近では地方債のほか、政府保証付きの公社公団債や、ETF(上場投資信託)など投資信託の運用残高が顕著に増加している。…(略)…。信用金庫全体の2017年3月末の保有有価証券残高で、国債は8兆6227億円と前期比7.3%減。また、地方債は9兆2158億円と2.7%減少する一方、投資信託は38.9%増の3兆5403億円と大幅に増加した。有価証券全体は42兆6196億円と1.4%減、公社公団債も5.1%減となる中で、投資信託の伸びが際立っている。」と報じていた(URLは後述[参考ホームページ]④参照)。

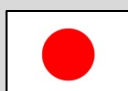
金融機関の中には、レバレッジ型・インバース型ETFを(ETF以外の公募投信や私募投信も)活用している所もある。これは金融機関にとって重要な利益を確保する為とされるが(後述※2)、「株価の値上がり、または値下がり

で利益が出るファンドを両方購入し、利益が出たほうだけを売却して業績をかき上げる一方、含み損が発生しているファンドの損失確定は先送りに」(2017年6月6日付ダイヤモンド・オンライン~URLは後述[参考ホームページ]⑤参照)する事も行われている様だ。

※1: 私募投信の歴史…私募投信は1998年12月1日の金融ビッグバンで解禁されているが、拡大したのは2002年10月1日に銀行窓口で個人年金保険(変額年金保険や定額年金保険等)が解禁(*金融ビッグバンの一環)されて以降である。この頃から変額年金保険専用私募投信が牽引、私募投信が拡大した。しかし2016年1月29日発表のマイナス金利政策などから銀行の収益が縮小、銀行は「外貨建て変額保険の販売に熱心だ。この保険で銀行は一時払い保険料の『5~9%』という高い販売手数料を得ることができる。円建てのそれは3%程度で、その差は歴然。」(2016年5月14日付週刊東洋経済~<http://toyokeizai.net/articles/-/116912>)、「銀行が販売する投資信託の手数料は1~3%程度なのに対し、変額年金保険や外貨建て保険など市場リスクを伴う保険では5~8%、中には10%程度の手数料を保険会社から得ている商品もある。」(2016年6月7日付週刊エコノミスト)と、外貨建て変額保険に活路を見出した。しかし2016年10月から銀行窓口販売の外貨建て変額保険等の手数料開示が始まり、さらに今、「金融庁の次の標的は保険業界、地銀と同列扱いの憂鬱」(2017年11月27日付週刊ダイヤモンド~<http://diamond.jp/articles/-/150687>)などと言われ、規制強化が進む中、変額年金保険専用私募投信は縮小傾向にある。かつて2010年3月末に344万件/19兆6643億円だった変額年金保険は最新2017年6月末で216万件/12兆3154億円となっている(生命保険協会~<http://www.seiho.or.jp/data/statistics/summary/>)。



※2: 日本の金融機関にとってのETF及びそれ以外の投信のメリットとデメリット…日本の金融機関にとって日本のETFは、比較的lowコストかつ容易に分散投資が出来、インサイダー規制(*2014年4月から個別Jリートも対象)や大量保有報告義務の対象外にもなるメリットを持つ。しかし(日銀以外で)設定が増えず(*いくら売買されても設定は増えない)、値上がりでしか純資産が伸びなくなっている。2018年3月12日には3本のETFが繰り上げ償還となる(2018年2月8日付日興アセットマネジメント~<http://www.nikkoam.com/news>)。



日本のETFは、より一般的な現物拋出型のETFの場合、(該当金融機関の会計士の判断にもよるが)分配金は「コア業務純益」の「有価証券利息配当金」となり(*ETFの分配はインカムゲインから信託報酬等を控除したものに限られて全額分配)、売却益はJリートETF等なら「業務純益」の「国債等債券売却損益」となり、その他の株式ETFなら(コア業務純益でも業務純益でもない)「臨時損益」の「株式等売買損益」となる。もし売却益を「コア業務純益」としたいならETFではない国内投信(含む金銭信託型のETF)とする。ETFではない国内投信の分配金は普通分配金が「コア業務純益」となるが、外国投信の分配金は特別分配金(元本払戻金)も含む。それで外国投信に向かう(先述してきたグラフは全て国内投信)。

日本の金融機関の国内投信の会計処理			
区分	追加型	単体型	ETF
売却益	コア業務純益		株式等売買損益、 (債券やJリート)は国債等 債券売却損益
分配金	普通分配金はコア業務純益、特別分配金(元本払戻金)は収益計上できない(*2)	全額コア業務純益(*3)	全額コア業務純益(*4)

※1: 金融機関の決算…
 ・当期純利益=経常利益+特別損益-法人税等。
 ・経常利益=業務純益+臨時損益。
 ・業務純益=コア業務純益+国債等債券関係損益-一般貸倒引当金繰入額。
 ・コア業務純益=資金利益+投資取引等利益+その他業務利益(除く国債等債券関係損益)-経費。
 資金利益=預金-貸出金-有価証券利息配当金(投資収益分配金を含む)。
 投資取引等利益…投資や保険など金融商品の販売手数料、為替手数料、口座振替手数料などの事(*そこから支払い手数料を除く)。
 *コア業務純益は業務純益から特殊な要因で変動する一般貸倒引当金繰入額及び国債等債券関係損益の影響を除いたもので、より実質的な銀行本来の業務による収益力を表す。投信は資金利益に投資収益分配金、投資取引等利益に販売手数料が含まれる。
 ・臨時損益=株式等買戻損益+貸倒引当金戻入益+償却債権取立益+その他臨時損益-不良債権処理額。
 ※2: 外国投信は分配金を業務純益に全額計上出来る。 ※3: 該当企業の会計士の判断による。
 ※4: ETFは契約型の追加型株式投信であるもの、分配はインカムゲインから信託報酬等を控除したものに限られ、租税特別措置法施行令により全額分配。(出所:金融庁・地銀協等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

他に、現物拋出型のETFの設定・交換で通常のT+3(約定日の3営業日後)より長くなり(T+6等)、そこに設定・交換不可日が挟まれるとさらに長くなる(*営業日の6割が不可日のETFもある~<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2010/05.pdf>)。米国ではNational Securities Clearing Corporation/NSCCと言った決済機関が存在する。

米国は機関投資家・大規模投資アドバイザー・超富裕層のETFやパッシブファンド(パッシブ投資の王・バンガード)が主導する拡大

続いて米国である。日本において私募株式投信とETFが増えていたが、下記グラフに示される通り、米国ではETF主導である。2018年2月の世界の株価乱高下の局面でも、大きく反応したのがETFである(後述※3参照)。これは、機関投資家、大規模投資アドバイザー、超富裕層が投資をしている証でもある(後述※4参照)。

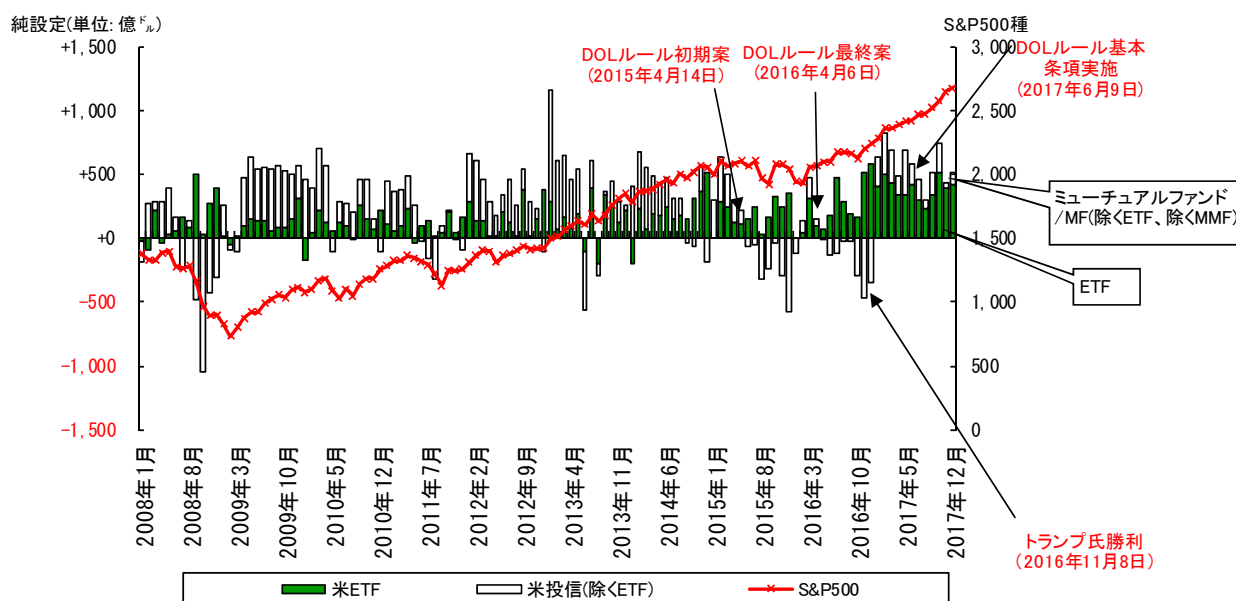
米国の投信全体の純設定は、2017年の年間(1~12月)に+6859億米ドル/約76兆8740億円(*日本の約4.5倍)。ミューチュアルファンド(除くETF、除くMMF~下記グラフの米投信(除くETF))が+2225億米ドル/24兆9208億円(*割合は32.4%)、ETFが+4634億米ドル/約51兆9532億円(*割合は67.6%)。最新月2017年12月に投信全体は+508億米ドル/約5兆7257億円と12カ月連続純流入(*日本の約2.5倍)、ミューチュアルファンド(除くETF、除くMMF)が+88億米ドル/約9952億円と12カ月連続純流入で、ETFが+420億米ドル/約4兆7304億円と23カ月連続純流入である。



米国の投信全体の純設定とS&P500種の推移

(2008年1月 ~ 2017年12月、月次データ)

*償還済みを含む。DOLルール…労働省/DOLのフィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール。
米ドル換算インデックス…S&P500



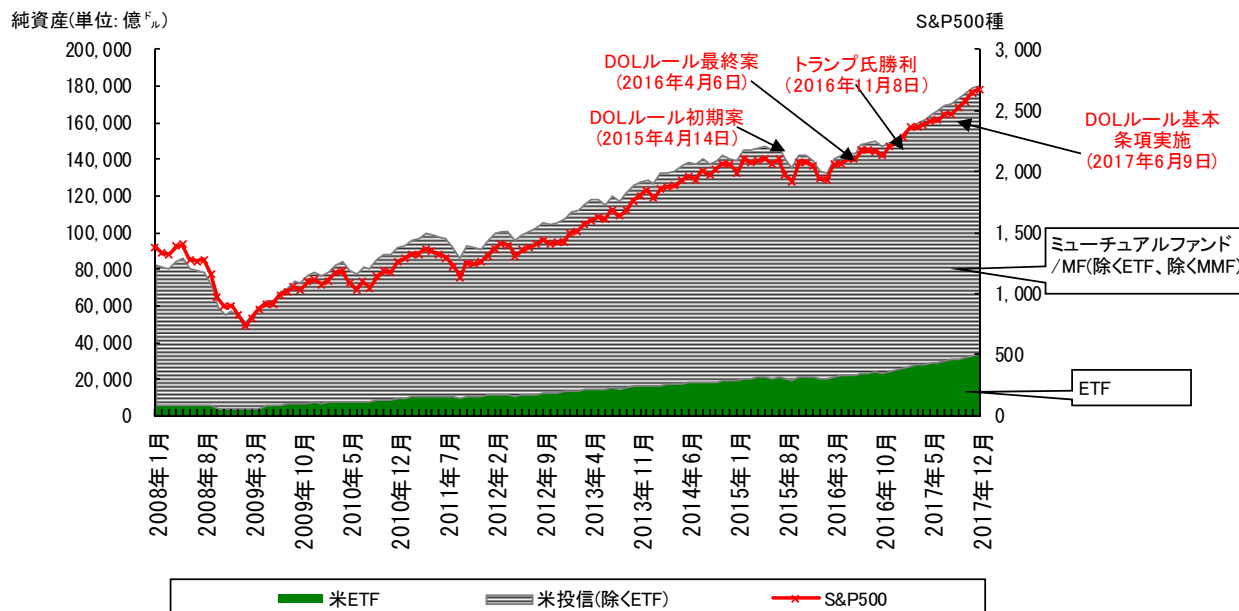
(出所: Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

純資産は、2017年12月末に18兆738億米ドル/約2036兆7323億円と1993年2月からのデータで最高となっている(*日本の約11倍)。ミューチュアルファンド(除くETF、除くMMF)が14兆6545億米ドル/1651兆4103億円と最高(*割合は81.1%と最低)、ETFが3兆4193億米ドル/約385兆3220億円と最高となっている(*割合は18.9%と最高)。



米国の 投信全体の純資産とS&P500種の推移 (2008年1月 ~ 2017年12月、月次データ)

*償還済みを含む。DOLルール…労働省/DOLのフィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール。
 米ドル換算インデックス…S&P500



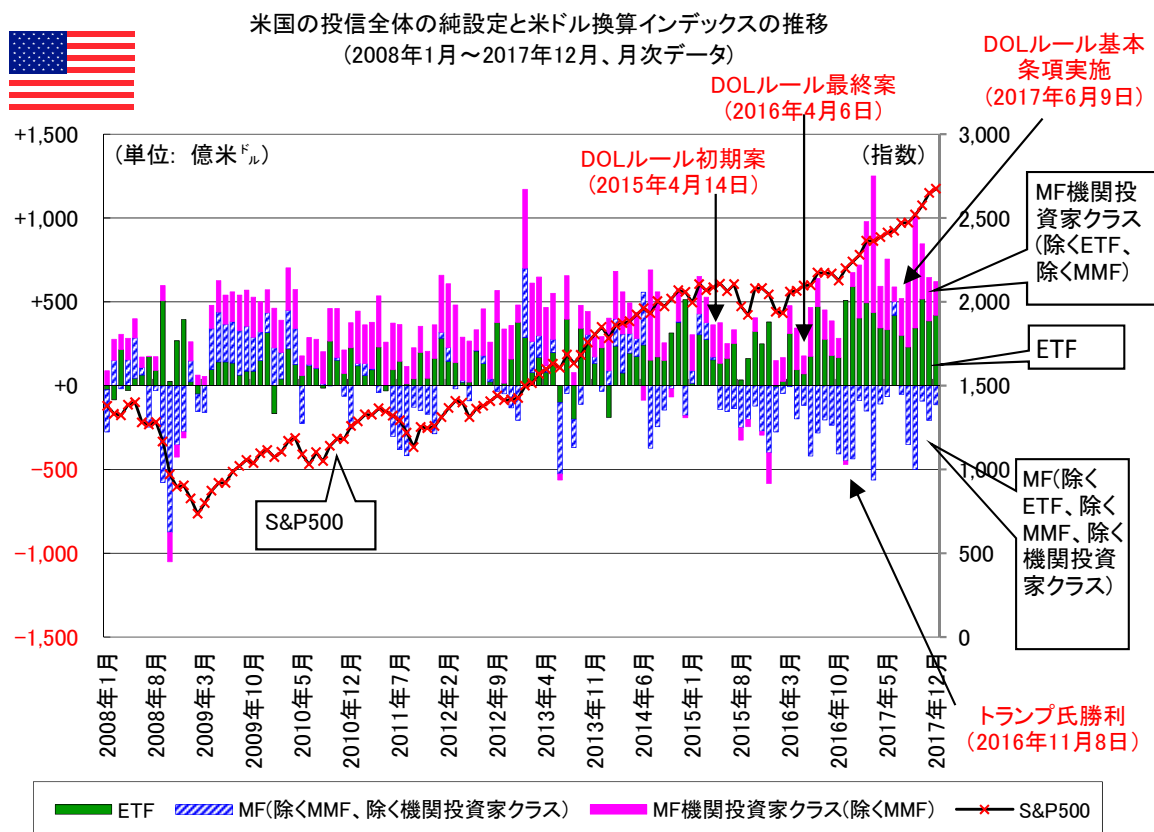
(出所: Morningstar Direct, ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

ETFにおされ気味に見えるミューチュアルファンドの中でも、機関投資家クラスは堅調な純流入である。次頁グラフは上記グラフのミューチュアルファンドを機関投資家クラスとそれ以外とに分けて見たものだ。

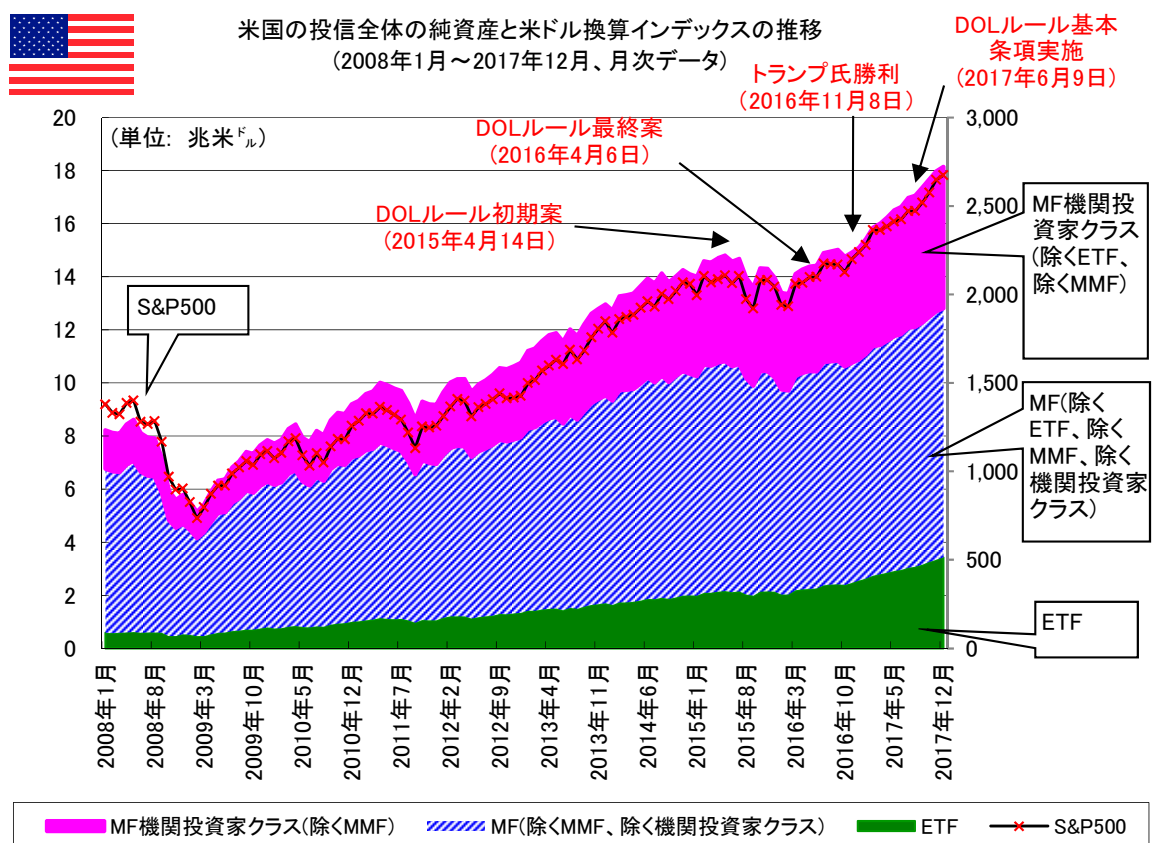
ミューチュアルファンドの機関投資家クラスは、2010年以降、堅調な純流入で、2016年以降、ETFを上回るほどの純流入も見られる。一方、機関投資家クラス以外のミューチュアルファンドは純流出傾向である。

冒頭の日本のグラフと比べると、日本の私募株式投信・ETFへのシフトが、米国では機関投資家クラス・ETFへのシフトという形でより鮮明に見られる。

尚、日米で比べやすいよう、米国のミューチュアルファンドの機関投資家クラスは、日本の私募株式投信にほぼ相当するとし、機関投資家クラス以外のミューチュアルファンドは、日本の公募株式投信(除くETF)にほぼ相当するとし、色を揃えて表示している。



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



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

ETF やミューチュアルファンドの機関投資家クラスヘシフトが起きている背景として、2010年7月21日に米国で成立したドッド=フランク法/金融規制改革法/ウォールストリート改革/消費者保護法がある。証券会社・銀行の私募ファンド(ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなど)への出資が原則禁止され、私募ファンドを運用する投資顧問会社は米 SEC/証券取引委員会への登録が義務付けられた。その為、資金を返還する私募ファンドが続出、一部は登録不要の特定富裕層向けファミリーオフィスに転換した。こうした資金はETF やミューチュアルファンドの機関投資家クラスヘシフトした。

世界最大級のヘッジファンド、ブリッジウォーター・アソシエーツの様に大量にETFに投資している場合も増えている。今や「ヘッジファンドはETFのヘビーユーザー」(2017年2月16日付ブルームバーグ)とも言われている様になった。

また、ドッド=フランク法や欧州のMiFID IIにも関連、2017年6月9日から基本条項が実施されている労働省/DOLのフィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(以下、DOLルール)が策定された事もある。退職年金で投信や保険を販売する際にコミッションやフィーの説明責任を厳格化する規制であり、アクティブ投信の販売が事実上難しくなるルールだ(後述※7参照)。

ETFの拡大において「パッシブ投資は既にアクティブ運用者の資産を奪っている」(2017年10月12日付ブルームバーグ)とあるので、アクティブ・ファンドとパッシブ・ファンドに分けて見る。

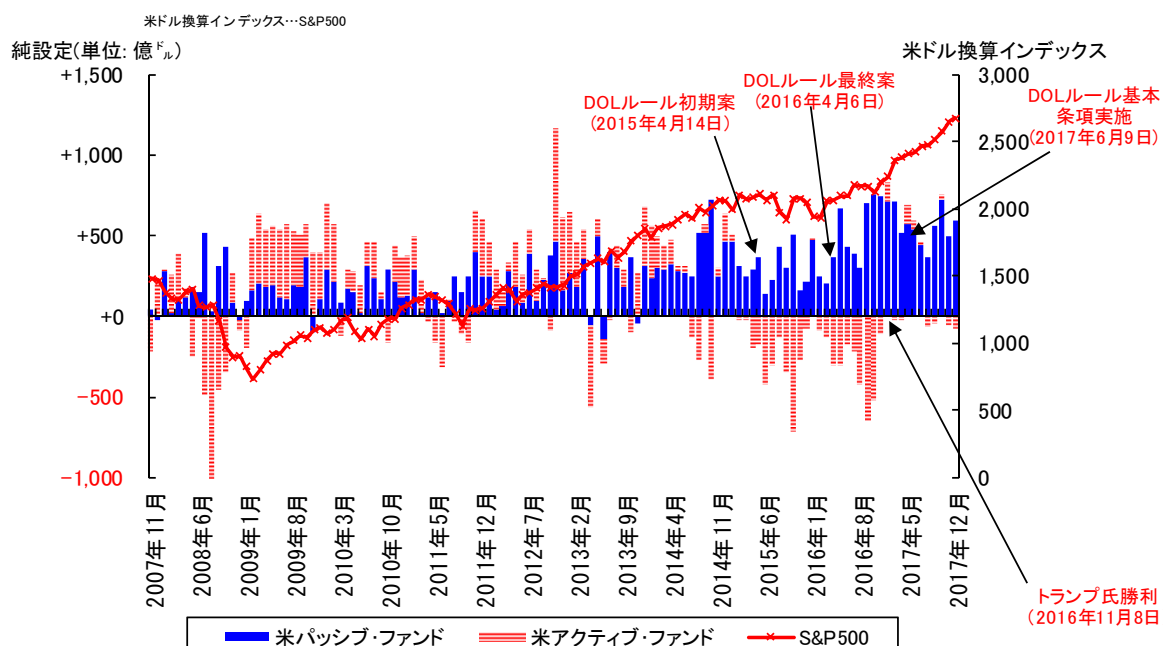
米国の投信全体の純設定は2017年12月に+508億米ドル/約5兆7257億円と12カ月連続純流入で(先述)、アクティブ・ファンドが-78億米ドル/約8801億円と2カ月連続の純流出、パッシブ・ファンドが+586億米ドル/約6兆6058億円と47カ月連続純流入。2017年の年間(1~12月)で見て、投信全体が+6859億米ドル/約68兆5895億円、アクティブ・ファンドが-70億米ドル/約7884億円(*割合は-1.0%)、パッシブ・ファンドが+6929億米ドル/77兆6624億円(*割合は101.0%)。パッシブ・ファンドが圧倒的であるが、これはバンガードによる所が大きい。



米国の投信全体の純設定と米ドル換算インデックスの推移
(2008年1月 ~ 2017年12月、月次データ)

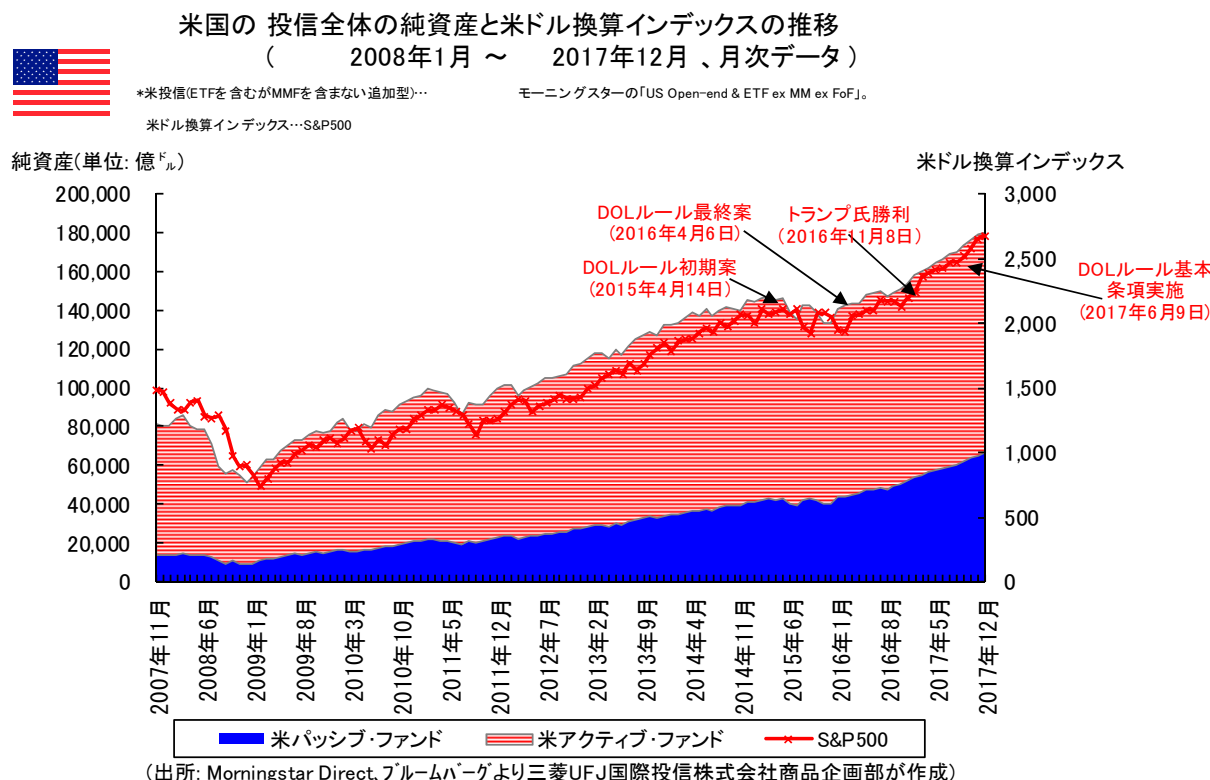
*米投信(ETFを含むがMMFを含まない追加型)...

モーニングスターの「US Open-end & ETF ex MM ex FoF」。



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

バンガードなどは利益を確保し競争力を維持する為に、運用規模を巨大化すると共にコストをさらに低下させて「囲い込み」もしている様である(後述※5 参照)。下記グラフに示される通り、米国の投信全体の純資産は 18 兆 738 億米ドル/約 2036 兆 7323 億円と 1993 年 2 月からのデータで最高(先述)、アクティブ・ファンドが 11 兆 3933 億米ドル/1283 兆 9126 億円と最高(*割合は 63.0%と最低)、パッシブ・ファンドが 6 兆 6804 億米ドル/約 752 兆 8198 億円と最高となっている(*割合は 37.0%と最高)。



ただ、アクティブ・ファンドが今後も低調かと言えば、そうではないだろう。バンガードでさえ現在アクティブ運用を拡大しようとしているのだ。

バンガードは純資産の 77.2%(3 兆 3350 億米ドル/約 375 兆 8212 億円)をパッシブ・ファンドが占め、米国パッシブ・ファンドの半分を占めている。まさに「パッシブ投資の王」である。

しかしそのバンガードの純資産の 22.8%(9870 億米ドル/約 111 兆 2250 億円)はアクティブ運用であり、アクティブ運用で米 3 位と、2 位のフィデリティ(1 兆 1080 億米ドル/約 124 兆 8605 億円)に近い規模となっている。そして、そのバンガードは今、投資アドバイザーと機関投資家向けにアクティブ運用 ETF も設定する(後述※6 参照)。それも通常使われるセクター分類の GICS(後述※4 参照)ではないセクターのアクティブ運用 ETF である。従来のアクティブ・ファンドが GICS よりも柔軟に対応する事でプラス α を狙う事をルール・ベースのクオンタティブ・アプローチで対応しようとしているのだ。この様に、アクティブ・ファンドは今後、新しい形で復活する可能性がある。

以上だが、米国では既にドッド・フランク法も手強い、2010 年から機関投資家クラスと ETF が増加傾向にある事から、マイナス金利等をきっかけに日本でも同様の事が起こる事は想定される。また「パッシブなのかアクティブなのか」という論議もあるなか、引き続き、今後の日本の投信の動向の参考にする為、米国の投信の最新動向をしっかり見ていきたい。

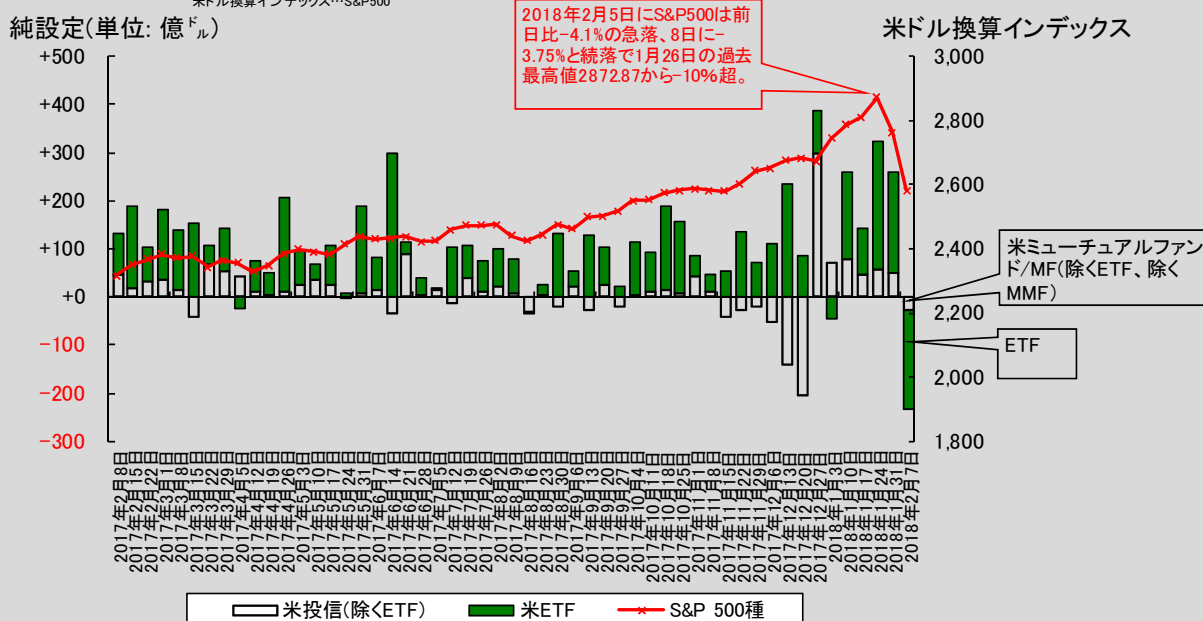
※3: 2018年2月の世界的な株価乱高下の局面で米ETFは過去最大の純流出・・・2017年末にかけて純流入の続いた米国の投信だが、2018年2月の株価急落をうけて、純流出に急転している。米投信全体の純設定は、最新2018年2月7日までの1週間に-233億ドル/約2.5兆円と、過去2番目、3年3カ月ぶりの大きな純流出。米投信(除くETF)/ミューチュアルファンドは-28億ドル/約0.3兆円と2カ月弱ぶりの大きな純流出。ETFは-204億ドル/約2.2兆円と週次ベースで過去最大の純流出となっている(下記は週次ベースで直近1年間の純設定推移)。



米国の投信全体の純設定と米ドル換算インデックスの推移
(2017年2月8日～2018年2月7日、週次データ)

*米投信(ETFを含むがMMFを含まない)・・・モーニングスターの「US Open-end & ETF ex MM ex FoF」。

米ドル換算インデックス・・・S&P500



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

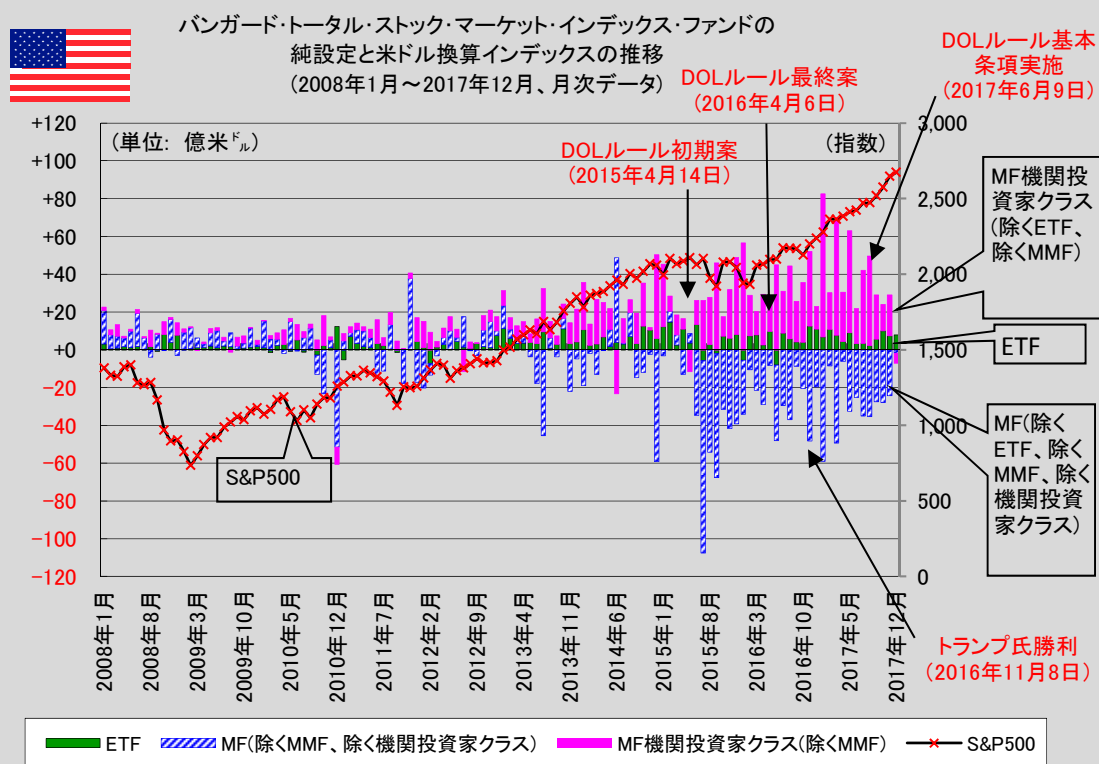
ETFから1週間で2.2兆円という過去最大の純流出だが、世界最大のETF「SPDR® S&P 500 ETF」によるところが大きいようだ。2018年2月8日付ブルームバーグによると「世界市場の動揺に伴い、世界最大規模の上場投資信託(ETF)「SPDR® S&P 500 ETF」から、4営業日で過去最も大きい174億ドル(約1兆9000億円)の資金が流出した。」(<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-02-08/P3TASN6JTSEB01>)と報じていた。この「SPDR® S&P 500 ETF」の純資産は2017年末に2775億ドル/約31兆円なので、4営業日の流出額は約6%を占めることとなる。

※4: ETFへの投資家フローを支配し続ける機関投資家、大規模投資アドバイザー、超富裕層・・・ETFは一般的な現物設定型の設定には(解約に相当する交換も)、数億円、十数億円、場合によっては数十億円が必要だ(*2017年3月末現在の米国上場のETFのクレーション・ユニット×月末基準価額の純資産加重平均は8億7406万円で最大は42億円、ただし数十銘柄から構成される指数に連動する現物設定型や金銭信託型では数千万円から設定・解約が可能なものもある)。その為、「ETFの投資家はヘッジファンドを含む機関投資家を代表し、ミューチュアルファンドの投資家は個人投資家を代表とする。」(2017年4月14日付米ロイター～<http://in.reuters.com/article/investment-mutualfunds-lipper-idINL1N1HL1WK>)、「世界のETFは2020年までに7.6兆ドル、世界の機関投資家がETFへの投資家フローを支配し続ける。」(2017年11月21日付EY「Global ETF Research 2017～<http://www.ey.com/gl/en/industries/financial-services/asset-management/ey-global-etf-survey-2017>)などと言われている。ただ機関投資家と言っても、米国では「個人投資家は大規模な資金を運用する投資アドバイザーに仕事を依頼する事が有効である。多くの販



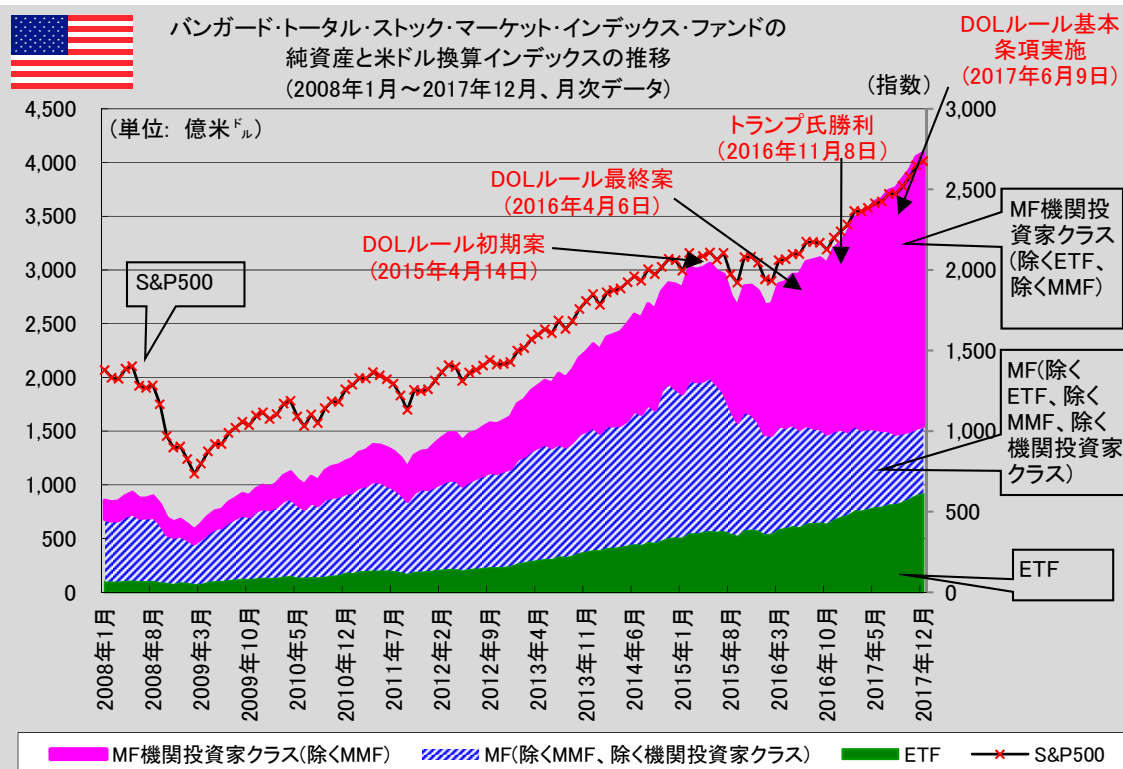
売会社が1000万ドル/約11億円以上などの最小口座単位等を設定しており、この要件に満たない場合、取引手数料が引き上げられたり、投資アドバイザーが販売会社となっている機関投資家向けプラットフォームから個人投資家向けプラットフォームへ(さらにはロボアドバイザー口座へ)勝手に移されたりする事がある。](2017年1月14日付バロンズ～ <http://www.barrons.com/articles/investors-bear-the-brunt-of-merging-brokers-1484379375>)と言う感じで、投資アドバイザーが機関投資家となったり、個人投資家となったりする事がある。さらに「個人投資家は1億ドル/約110億円未満の投資家」(2013年10月28日付 Pensions & Investments～ <http://www.pionline.com/article/20131028/PRINT/310289985/tracking-the-phenomenal-growth-of-the-etf-market>)などと言われている通り、個人投資家の中にはETFの設定が出来る超富裕層もいる。

※5: 世界最大のファンド「バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド」とは…まずバンガードについてだが、2017年12月に+216億米ドル/約2兆4341億円の純流入と投信全体の42.6%を占め1位で、2017年の年間(1～12月)に+3288億米ドル/約37兆9602億円の純流入と、投信全体の50.2%を占め、やはり1位となっている。これをパッシブ・ファンドだけで見ると、2017年12月に+222億米ドル/約2兆5037億円(*アクティブ・ファンドは-6億ドル/約704億円)の純流入と米国パッシブ・ファンド全体の37.9%を占めて当然1位、2017年の年間(1～12月)に+3288億米ドル/約37兆580億円(*アクティブ・ファンドは169億ドル/約1兆9023億円)と米国パッシブ・ファンド全体の47.5%を占めており、ここでも1位となっている。



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

純資産では、2017年12月末現在、バンガードは4兆3220億米ドル/約487兆462億円(含むETF、除くMMF)あり、内、パッシブ・ファンドは3兆3350億米ドル/約375兆8212億円と77.2%を占めている。バンガードのパッシブ・ファンドは米国パッシブ・ファンド全体6兆6804億米ドル/約752兆8198億円の49.9%を占めている。



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

バンガードの純流入を牽引するのがパッシブ・ファンド「バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド」であり、2017年12月末の純資産で6626億米ドル/74兆6658億円と世界最大のファンドである。2017年12月に-4億米ドル/約451億円と2015年10月以来の純流出と鈍化しているものの、年初来2017年1～12月に+451億米ドル/約5兆856億円と世界最大の純流入を記録している。

「バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド」をシェア(クラス)別で見る。2017年12月末の純資産の大きい順に、2000年11月13日設定のアドミラル(1901億米ドル/約21兆4223億円)、1992年4月27日設定(シェア最古)インベスター(1268億米ドル/約14兆2853億円)、インスティチュショナル・プラス(1261億米ドル/約14兆2136億円)等6つから構成され、シェアにより経費率/エクスペンスレシオや初期最小購入単位が違う。経費率はアドミラルが年0.04%、インベスターが年0.15%、インスティチュショナル・プラスが年0.02%となっている(*販売手数料や日本の代行手数料に相当する12b-1Fees等は存在しない)。初期最小購入単位はインベスターが3000米ドル/約34万円と一般個人も購入しやすくそれで経費率が高くても需要は強い。クラス最大のアドミラルは年0.04%だが、1万米ドル/約113万円からだ。インベスターからアドミラルへのシフトもあって、2015年4月末にアドミラルの純資産はクラス最古のインベスターの純資産を上回り(月末ベース)、その後、その差を拡大させている。

しかし一般個人が投資出来るクラスは以上である。それ以外は機関投資家等大口投資家が対象となる。まず**初期最小購入単位500万米ドル/約5億6345万円**の**インスティチュショナル(1997年7月7日設定)**は**経費率年0.03%**と、年0.04%のアドミラルより安くなる。さらに**1億米ドル/約112億円以上になると年0.02%のインスティチュショナル・プラス(2015年4月28日設定)**に**非課税・無手数料(*直販のみ)**で**コンバージョン/転換出来る(*自動執行契約)**。加えて**50億米ドル/約5634億円以上になるともっと安い年0.01%と言う世界最低レベルのインスティチュショナル・セレクト(2016年6月27日設定)**に**コンバージョン出来る(*ただこれは自動執行ではなくバンガードに随時依頼)**。

ただインスティチュショナル・プラスは2015年11月に1カ月で600億ドル弱/約7兆円が一気に自動コンバージョンしたものの、その後は2016年11月や2017年12月に純流出があるなどやや低調である。インスティチュショナル・セレクトは2016年11月に大きな純流入があったものの(*インスティチュショナル・プラスからのコンバージョン)、その後は低調である。その意味で、初期最小購入単位 500 万米ドル/約 5 億 6820 万円のインスティチュショナル(1997年7月7日設定)経費率年 0.03%が安定的な純流入となっている。

尚、ETFクラスは、1372万5000米ドル/約15億円(=上場価格137.25米ドル×10万Creation Units、2017年12月末現在)相当の約3600銘柄分株式現物を用意、バンガードに拠出、ETFを組成してもらおう事となる(*現物が用意出来ないのなら販売会社に別途手数料を払い揃えてもらう)。

※6: パッシブ運用で有名なバンガードが初のアクティブ運用ETFを設定…2017年11月28日にバンガードが「ファクター・ファンドの商品シリーズでアクティブ運用ETFを紹介する」と発表した(<https://pressroom.vanguard.com/news/Press-Release-Vanguard-To-Introduce-First-Actively-Managed-ETFs-With-Suite-Of-Factor-Funds-112817.html>)。

バンガードは「バンガードは本日、6つの新しいファクター・ベースETFと1つのファクター・ベース・ミューチュアルファンド(以下、MF)を申請、2018年1~3月に取引される事を期待する。バンガードが米国で初めて紹介するアクティブ運用ETFだ。現在、加英でアクティブ・ファクターETFの商品シリーズは提供している。5つのシングル・ファクター・ファンドは投資アドバイザーと機関投資家向けに作られ、目標ファクター・イクスポージャーでスペシフィック・リスク/リターンを達成する。ルール・ベースのクウォンタティブ・アプローチを使うアクティブ運用をする。」と言う。

- ①Vanguard U.S. Minimum Volatility ETF/バンガード米国ミニマム・ボラティリティ(低ボラティリティ)株ETF
- ②Vanguard U.S. Value Factor ETF/バンガード米国バリュー・ファクター(割安)株ETF
- ③Vanguard U.S. Momentum Factor ETF/バンガード米国モーメントム・ファクター(強い直近パフォーマンス)株ETF
- ④Vanguard U.S. Liquidity Factor ETF/バンガード米国流動性ファクター(低い売買高・代金)株ETF
- ⑤Vanguard U.S. Quality Factor ETF/バンガード米国クオリティ・ファクター(強いファンダメンタル)株ETF
- ⑥Vanguard U.S. Multifactor ETF/バンガード米国マルチ・ファクター(強い直近パフォーマンス、強いファンダメンタル、割安)株ETF
- ⑦Vanguard U.S. Multifactor Fund/バンガード米国マルチ・ファクター(強い直近パフォーマンス、強いファンダメンタル、割安)株MF

さらにバンガードは「経費率は5つのシングル・ファクターが年0.13%で、マルチ・ファクターが年0.18%。マルチ・ファクター株MFのシェア(クラス)は初期最小購入単位5万ドル/約560万円のアドミラル。運用はクウォンツ運用経験25年以上の『バンガード・クウォンタティブ・エクイティ・グループ』で、現在35のマンデートと350億ドル/約3兆9400億円を運用、2013年12月設定のバンガード初であるファクターMF『Vanguard Global Minimum Volatility Fund(初期最小購入単位5万ドル/約560万円、アドミラル年0.14%)』も含まれる。」とも言っている。

2017年12月末現在、バンガードの純資産は4兆3220億米ドル/約487兆462億円(含むETF、除くMMF)あり、内、9870億ドル/約111兆2250億円(22.8%)がアクティブ運用。ただ、全てミューチュアルファンドでETFは無かった。そこで今回は初めてアクティブ運用ETF、所謂、スマート・ベータETFを出すと言う事。投資アドバイザーと機関投資家向けと、大口投資家向け。アクティブ運用ETFはかつて特別な審査過程があり、承認に長くかかり、拒否される場合もあった。だが、2016年7月22日に米SECがアクティブ運用ETF上場迅速化ルールを承認、さらに2017年5月4日に共和党のクレイトン委員長が就任、共和党がSECで規則導入時に必要な3人となる予定で、迅速な承認が期待される。

ETF は一般の MF よりコストが総じて低く、リアルタイムで売買出来、透明性が高く、税制上の恩恵もある為(*課税及び損益通算を避けるべく解約に備え運用資産全体の 3~5%前後のキャッシュ・ポジションを持つと言うキャッシュ・ドラッグが避けられる)、ニーズはかなり強い。特に最後の「**キャッシュ・ドラッグを避けたい MF のファンドマネジャーは「アクティブ運用のファンドマネジャーは、ETF の最大の利用者だ。」(2015 年 3 月 14 日付米バロズ)**と言われ、**それなら、最初からアクティブ ETF で良い。**ただ、透明性、日次の保有銘柄開示や取引時間中のインディカティブ NAV/IIV など、運用を真似る者や先回り売買/フロント・ランニングが出てきて成績悪化要因になる。MF なら四半期開示で、さらに 60 日ラグ(遅れ)で良い為、大きな問題は生じない。ただ **ETF で透明性を低下させると、プレミアム/ディスカウントしがちとなる。**ここで登場するのが、**スマート・ベータ ETF で、透明性があり、真似る者や先回り売買がいても、銘柄数は通常のアクティブ運用よりはるかに多く真似しにくいと言われる。**

今回のバンガードの ETF は「**ルール・ベースのクオンタティブ・アプローチを使うアクティブ運用**」と言う。通常、セクターETF は GICS/Global Industry Classification Standard(*S&P と MSCI が共同開発した産業分類)が普通だが、そうではないのだ。従来のアクティブ・ファンドが GICS よりも柔軟に対応する事でプラス α を狙うが、これをバンガードはルール・ベースのクオンタティブ・アプローチで対応しようとしている。ただ 2017 年 11 月 16 日にブラックロックが申請した「iShares Evolved U.S. Technology ETF」など 7 本の ETF も既に GICS ではないものとなっている。

現在、2013 年に米国で設立されたフィンテック企業の Kensho がビッグデータと機械学習による「New Economy Indices: 21st Century Sectors」(2014 年 1 月～、Composite Index/KNEX ほか、5Sector Indices、16Subsector Indices、2Global Indices～ <https://indices.kensho.com/browse>)と言うインデックスを開発して注目されている(*Kensho…禅の見性(けんしょう)の事で CEO の Daniel Nadler 氏が来日して知った言葉からくる)。フィンテックの波は巨大インデックス・ベンダーをも巻き込み拡大している。バンガードもブラックロックもこうした動向に柔軟に対応していると言えよう。

※7: ETF の今後については、2017 年 10 月 12 日付ブルームバーグ「**新しい規則が ETF を止められなくする**」と言う記事がとても参考となる。下記に引用を和訳した(原文… <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-12/the-new-rules-that-could-make-etfs-unstoppable>)。

「パッシブ投資は既にアクティブ運用者の資産を奪っているが、新しい規則によってさらに追い風を受けそう。新しい規制とは、**①米国の DOL ルール、②NAIC ガイドライン、③欧州の MiFID II**である。ブラックロックは「**MiFID II と DOL ルールのおかげで資金流入が加速すると確信している。**」と言い、バンガード・グループは「**あらゆる投資家の役に立てる ETF 業界の土台を築く一歩だ**」と言う。

①米国の DOL ルール/労働省/DOL のフィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール…

2017 年 6 月 9 日から基本条項が実施されている。DOL ルールはアドバイザーに退職口座投資家の最善の利益による投資アドバイスを要求しているが、これはアドバイザーの徴収している全てのコミッションを開示する事を意味し、それには ETF が良い方法となる(*コミッション…販売手数料、代行手数料、リベート、キックバック等)。バンク・オブ・ニューヨーク・メロンは **DOL ルールにより米国 ETF は今後 5 年で 3 倍超の 10 兆ドルになると予想する。**

②NAIC ガイドライン/NAIC Guidelines(もしくは NAIC 指示/NAIC designations/ NAIC の新しい債券 ETF ルール)...NAIC/National Association of Insurance Commissioners/全米保険監督官協会は(ブラックロック等との4年にわたるプロセスを経て)会計ガイドラインの変更で、米国の保険会社が債券ETFを保有しやすくする。それは**ずっと株式ETFと同じクレジットで保険会社はそれだけ資本を必要とした債券ETFを基本的に債券と同じにする事である**。2018年1月1日から適用される。ブラックロックはNAICガイドラインにより今後5年で3000億^{ドル}が債券ETFに向かうと予想する。

③欧州のMiFID II/Markets in Financial Instruments Directive II/第二次金融商品市場指令...2007年11月から施行されているMiFID(I)で既にアドバイザーに対してフィデューシャリー・デューティーを課しているが、報酬開示等を事前に示す事などをすれば運用会社等からのコミッションは受け取れるものであった(*コミッション...販売手数料、代行手数料、リベート、キックバック等)。それがMiFID IIで原則禁止となる。これにはETFが良い方法となる。2018年1月3日から施行される。」。

①の補足だが、DOL ルールの完全実施日(*厳しいディスクロージャーや集団訴訟権利条項などになる)は2018年1月1日から2019年7月1日に延期されている(2017年11月27日正式発表～

<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20171127-0>)。完全実施日までに共和党政権下のDOLは、民主党政権下で作ったDOLルールのレビューを完了し、共和党の委員長である米SECと共にDOLルールを包括する個人投資家全体を対象とした**統一フィデューシャリー・スタンダード・ルール**を策定する(*共和党委員長のSECが規則導入時に必要な3人の票も目途が立っている)。しかし「DOLは退職プランに関わる全ての資産のルールを策定出来るがSECは証券プロダクツに制限されており年金プロダクツについては全50州の州保険監督官がルールを策定するなどDOLとSECの調整は色々難しい。」(2017年10月26日付米インベストメント・ニュース誌

(<http://www.investmentnews.com/article/20171026/BLOG09/171029956/sec-and-dol-should-agree-on-tough-fiduciary-rules>)など、共和党政権は思う様に出来ない可能性がある。

③の補足だが、MiFID IIでは「取引後の透明性」が必要とされる為、「取引所取引のETFに脚光が当たり、欧州のETF拡大は加速するだろう。**MiFID IIでは複数ディーラーを使った最良執行が求められる為、店頭取引/OTCから取引所取引への移行が起きる。**」(2017年1月26日付ロイター～<http://www.reuters.com/article/idUSL5N1FG4ZE>)と言う事もある。店頭取引/OTCから「規制されたプラットフォーム」である取引所取引への移行を進めるMiFID IIが「取引後の透明性」を求めている事から、取引所で取引されるETFが使われると言う事である。

以上

[参考ホームページ]

①投資信託協会...「<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>」、

②2017年6月26日付【投信調査コラム】日本版ISAの道[特別号]「投資信託事情」(2017年6月号)抜粋「**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/text/oshirase.170626.pdf>」、

③2017年10月23日付日銀・金融システムレポート...「<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr171023.htm/>」、

④2017年12月5日付週刊エコノミスト「**信金・信組 信金マネー 低金利で投資信託の運用増 カナダ州政府、欧州機関債に食指**」...「<https://www.weekly-economist.com/20171205backnumber/>」、

⑤2017年6月6日付ダイヤモンド・オンライン「銀行で“素人同然”の証券運用が大量発覚、金融庁調査で」…
「 <http://diamond.jp/articles/-/130574> 」、

⑥2017年10月30日付日本版ISAの道 その202「金融関係者が毎年公表を待ちわびる金融庁・金融レポート」
…「 <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.171030.pdf> 」。

三菱UFJ国際投信【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/market/report/investigate.html> 」。

本資料に関してご留意頂きたい事項

○当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

○当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いませんので、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。

○当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。

○当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。

○当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当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。

○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。

○クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。

○投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

本資料中で使用している指数について

・東証株価指数(TOPIX)に関する知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。