

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!!

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治

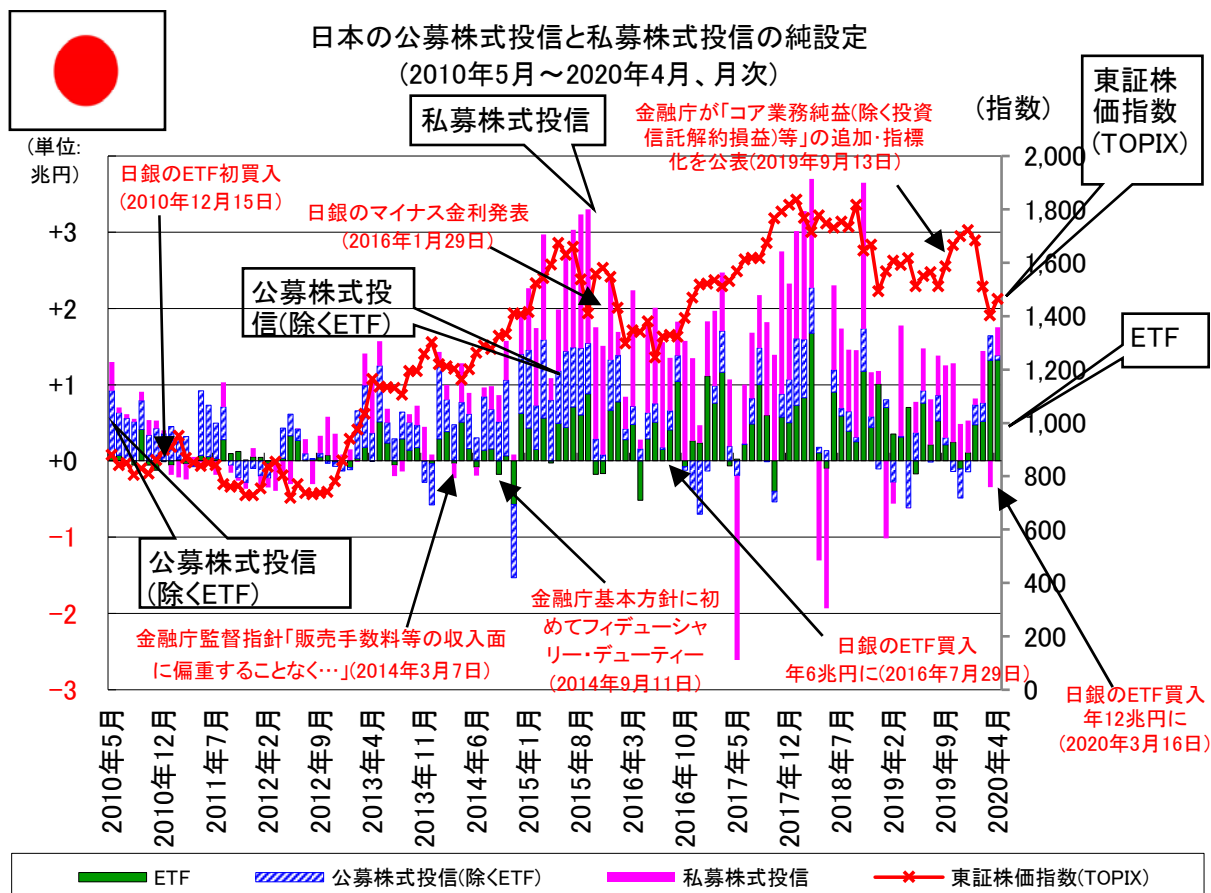
※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

窪田 真美

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!!

コロナ禍の日米投信動向を見る。まず日本である。投資信託協会によると、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 **2020年4月に+1兆7,563億円の純流入と5カ月連続純流入で2020年4月は2019年3月以来の大きな純流入だった**(2020年5月18日付投資信託協会・統計データ~URLは後述[参考ホームページ]①参照)。尚、MRF等公社債投信を加えた全体では+1兆4,765億円。

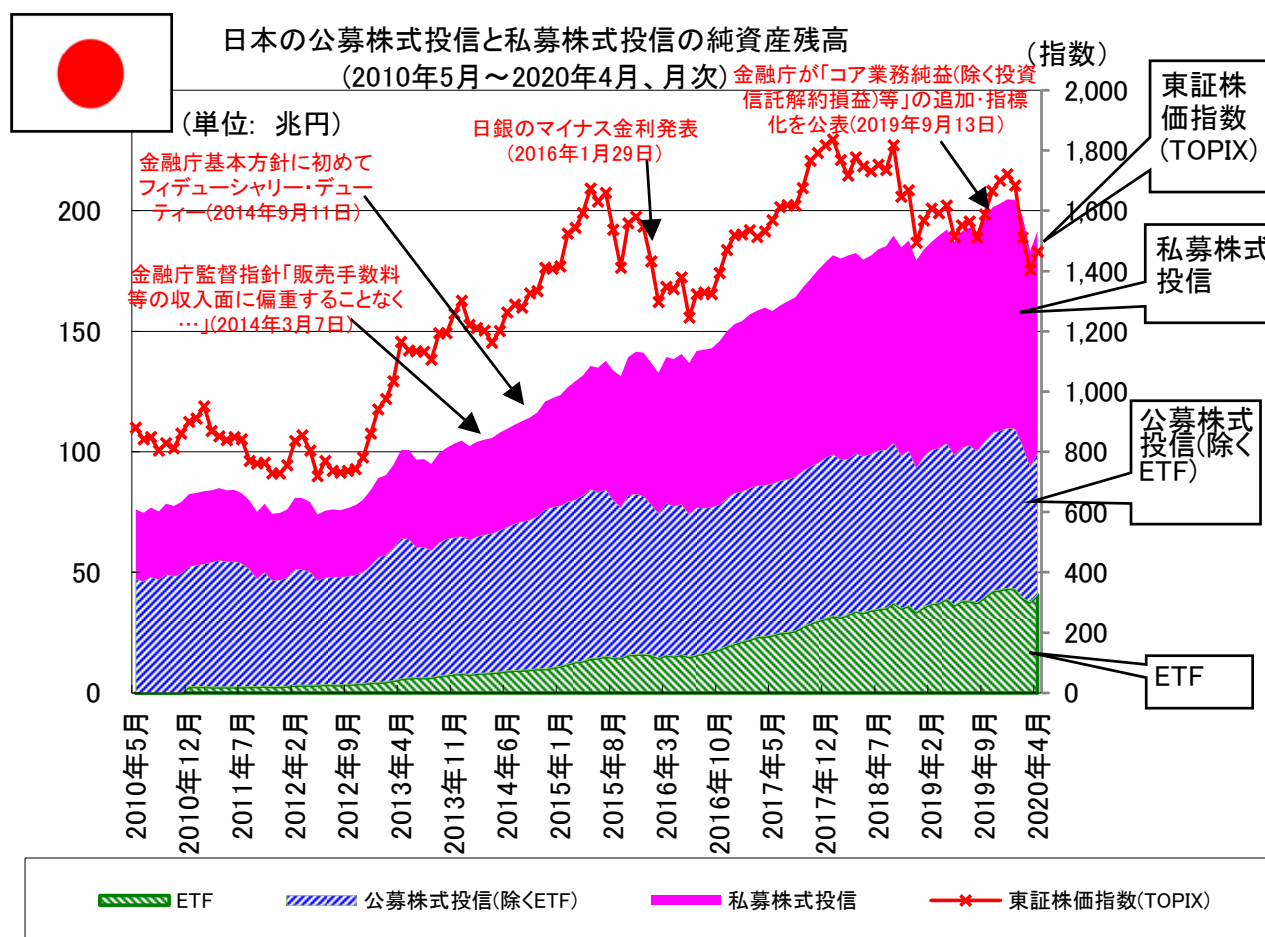
公募株式投信(除くETF)は+562億円の純流入と4カ月連続純流入だが急速に鈍化(←2020年3月+3,223億円)、私募株式投信は+3,747億円の純流入(←2020年3月-3,418億円の純流出)となる中、**ETFが+1兆3,253億円と5カ月連続純流入で2020年4月は2018年3月以来の大きな純流入と投信全体の約4分の3を占めた**。



(出所: 投資信託協会、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

2018年10月に+1兆9,148億円と言う過去最大の純流入を記録するまで拡大した私募株式投信が鈍化している。この一因に金融庁の銀行開示変更があると思われる。金融庁が「コア業務純益(除く投資信託解約損益等)」を開示項目に追加し、さらにこれを銀行の基礎的な収益力を示すとした事である(後述※1参照)。

日本の投信全体/公募・私募株式投信(含むETF)を純資産で見ると、2020年4月末は191兆4,954億円だった(*MRF等公社債投信を加えた全体では203兆7,416億円)。2019年12月末の204兆6,838億円が1989年1月からのデータで最大だった。公募株式投信(除くETF)が58兆9,901億円(2015年5月末の70兆1,300億円が1989年1月からのデータで最大)、ETFが40兆6,525億円(2019年12月末の43兆3,451億円が2001年7月末からのデータで最大)、私募株式投信が91兆8,528億円(2020年1月末の95兆507億円が1999年1月末からのデータで最大)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、2020年4月末時点で私募株式投信91兆8,528億円-公募株式投信(除くETF)58兆9,901億円で32兆8,627億円となっている(2020年3月末の33兆2,188億円が1999年1月末からのデータで最大)。**



(出所: 投資信託協会、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

2020年4月21日付日本銀行・金融システムレポートで**金融機関の有価証券投資残高で投資信託の残高が2019年度末(2020年3月末)で30兆円近くまで急増している**事が示されていた(2020年4月21日付日本銀行・金融システムレポート～URLは後述[参考ホームページ]①参照)。これは**私募株式投信や(以上では含まれない)外国籍投信**と思われる(後述※2参照)。

私募株式投信と違い、勢いが止まらないのがETFである。先述通り、ETFは2020年4月に+1兆3,253億円と5カ月連続純流入で2020年4月は2018年3月以来の大きな純流入となり、投信全体の約4分の3を占めた。**日本銀行のETF買入が大きい。日銀は2010年10月5日にETF買入計画を表明、2010年12月15日にETFを初めて買入れて以降、その買入を拡大している**(日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権(ETF)および不動産投資法人投資口(J-REIT)の買入結果」～URLは後述[参考ホームページ]①参照)。

2020年4月において日銀は月間計1兆2,272億円のETF買入を発表している。これはETFの純設定+1兆3,253億円の93%も占めている(←2020年3月のETF買入1兆5,484億円←2020年2月のETF買入5,840億円←…←2019年4月のETF買入3,060億円←2019年3月のETF買入5,154億円)。少し注意として、日本のETFは設定までの日数がT(約定)+6以上あり、上記のETF買入発表額とETF設定額には時間の遅れが生まれる事を覚えておきたい(*日銀の買入注文を受けた指定参加者/証券会社が業者間取引で株式バスケットを調達して現物拋出による設定をする為～米国はNSCC/National Securities Clearing Corporationと言う決済機関があり時間がかからない)。

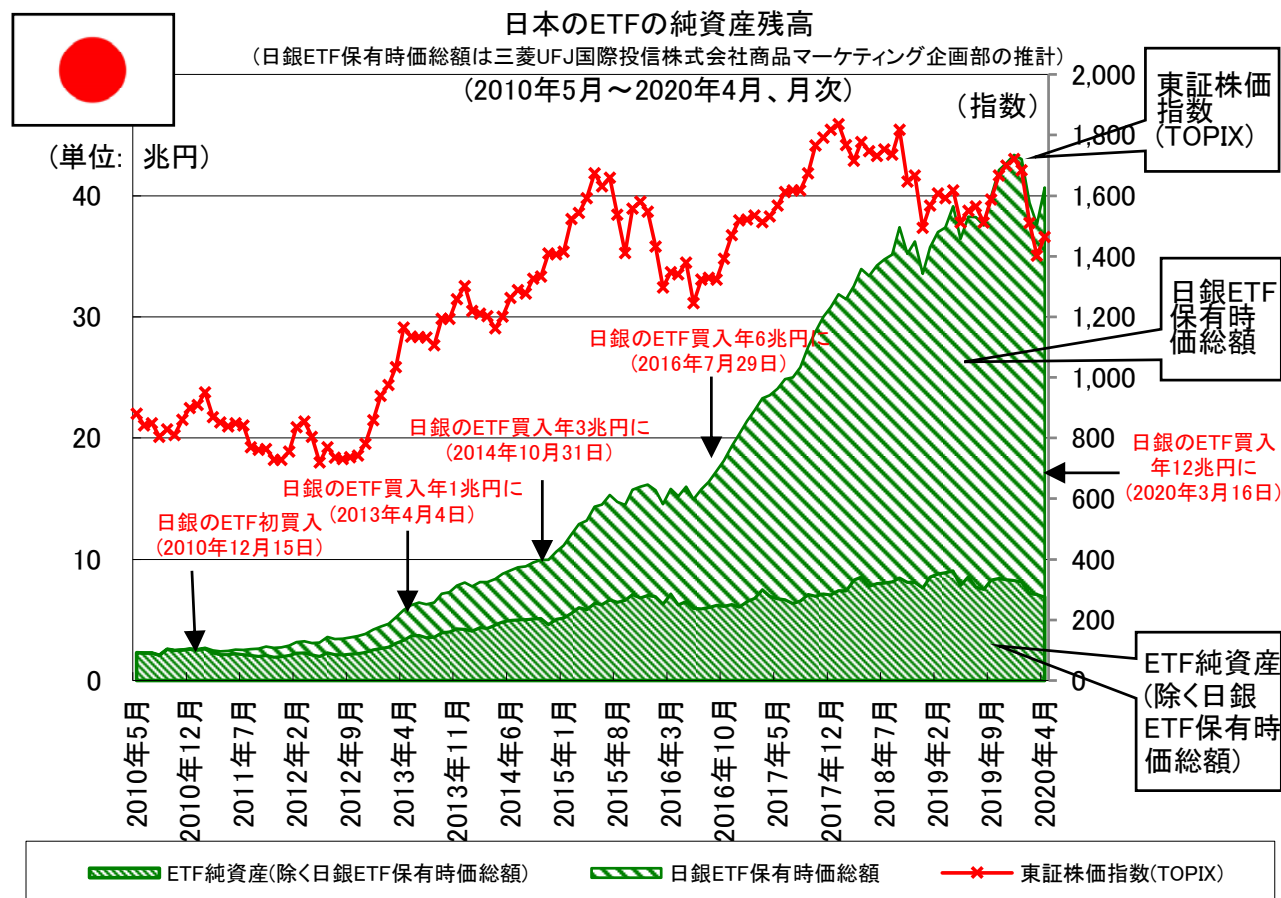
● 日本銀行のETF及びJ-REIT買入に関する事項 2020年5月25日作成

| 月日 | ETF及びJ-REITに関する事項 |
|-------------|--|
| 2010年10月5日 | 日本銀行は包括緩和策で「資産買入等の基金(※1)」を創設し、TOPIXと日経平均に連動するETFを 4500億円 程度、AA格相当以上のJ-REITを500億円(2011年12月末を目途に)買入れる計画を表明。2010年12月15日にETF142億円、2010年12月16日にJ-REIT22億円、初めて買入。 |
| 2011年3月14日 | ETFを4500億円程度増額し 9000億円 程度に、J-REITを500億円程度増額し1000億円程度に増額(2012年6月末を目途に)。 |
| 2011年8月4日 | ETFを5000億円程度増額し 1.4兆円 程度に、J-REITを100億円程度増額し1100億円程度に増額(2012年12月末を目途に)。 |
| 2012年4月27日 | ETFを2000億円程度増額し 1.6兆円 程度に、J-REITを100億円程度増額し1200億円程度に増額(2012年12月末を目途に)。 |
| 2013年4月4日 | 「バズーカ砲」とも呼ばれた量的・質的金融緩和(QQE)。ETFの保有残高を 年間約1兆円ペース で、J-REITの保有残高を年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入を行う(2013年12月末のETFの残高見通し2兆5000億円でJ-REITの残高見通し1400億円、2014年12月末のETF |
| 2014年10月31日 | 「バズーカ2」と呼ばれた量的・質的金融緩和(QQE)第二弾。ETFの保有残高を 年間約3兆円ペース で(JPX日経400連動ETFも加え)、J-REITの保有残高を年間約900億円ペースで増加するよう買入(2014年12月末のETFの残高見通し3兆8000億円、J-REITの残高見通し1800億円)。 |
| 2015年12月18日 | ETFの保有残高を 年間約3.3兆円ペース へ。年3000億円の買入枠で「設備や人材に積極的に投資している企業」の株式を組み込んだETF(設備・人材ETF)を買入。2016年4月4日の12億円(JPX日経インデックス400)から開始。 |
| 2016年7月29日 | ETFの保有残高を 年間約6兆円ペース へ。通常ETF年5.7兆円、設備・人材ETF3000億円。 |
| 2020年3月16日 | ETFの保有残高を 年間約12兆円ペース へ。J-REITを年1800億円ペースへ。2020年3月19日にETF2016億円(=通常ETF2004億円+設備・人材投資企業支援ETF12億円)の買入を発表、J-REIT40億円の買入を発表、1日の購入額としては過去最大とした。 |

(出所: 日本銀行の金融政策決定会合議事要旨などより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)
※1: 「資産買入等の基金」は2013年4月4日をもって廃止され、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」及び「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」に定める信託の受託者選定基本要領が制定されている。

こうして日銀のETF残高は膨れ上がり、**2019年9月末における日銀のETF残高は、価額(簿価)で27兆6,213億円、時価で31兆6,112億円(評価損益+3兆9,898億円)**となっている(2019年11月27日に日銀が発表した財務諸表等の「金銭の信託(信託財産指数連動型上場投資信託)」～URLは後述[参考ホームページ]①参照)。**2019年9月末のETFの純資産は39兆9,119億円なので、約79.2%が日銀のETFとなる。**

これも少し注意として、日銀の「営業毎旬報告」(2019年10月7日付日本銀行「営業毎旬報告」)や「時系列統計データ検索サイト」(URLは後述[参考ホームページ]①参照)のデータ、例えば、2019年9月末の27兆4,694億円は時価でない事を覚えておきたい。

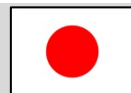


(出所: 投資信託協会、日本銀行、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

日銀以外のETF、上記グラフの下方にある「ETF純資産(除く日銀ETF保有時価総額)」が低調である。値下がりもあるが、ETFの純流入に寄与出来る機関投資家等大口投資家があまりいない事が要因である。ただ、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。」(URLは後述[参考ホームページ]①参照)と報じている。地銀や信金はこれまでETFより(メリットのあった)私募投信を志向してきたが、私募投信について金融庁が銀行開示変更した事で「ETFより私募投信」というインセンティブは少なくなり、今後、ETFへのシフトが期待される(生命保険などの動向も含め後述※1、※2参照)。

日本の投信動向の最後に、どの様なファンドが買われたかも見たいが、それについては、2020年5月8日付日本版ISAの道その304で書いている。また、私募投信とETFについては、2018年2月13日付日本版ISAの道その214及び月刊「投資信託事情」2017年6月号<Strategic Vistas>でもっと詳しく書いている(URLは後述[参考ホームページ]①参照)。インターネット/Googleで「日米投信動向」と検索すると日本版ISAの道その214、「私募ETF」と検索すると月刊「投資信託事情」2017年6月号が一番上に出てくる(2020年5月25日現在)。

※1: 日本の金融機関にとっての私募投信…



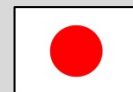
私募投信には2人以上50人未満の個人富裕層や事業法人を対象として勧誘する少人数私募もあるが、大きく拡大している私募投信は、銀行や保険会社など機関投資家を対象として勧誘する「プロ私募」である。年金基金についてはプロ私募の適格機関投資家ではないものの、信託銀行と特定金銭信託契約を結んで信託銀行名義で私募投信を購入出来る。「プロ私募」は総じて低コストで、商品設計の機動性が高くオーダーメイドに近い運用が可能で、自主運用のアウトソーシングとして使い勝手が良く、インサイダー規制(*2014年4月から個別Jリートも対象)や大量保有報告義務の対象外にもなる。会計上のメリットもある。私募投信を投資事業組合等と同様に「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なる。また、日本の金融機関は、投信の売買益や分配金を、業務純益に計上出来る。金融機関の中にはこれを利用し、「株価の値上がり、または値下がり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さ上げする一方、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「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>)、「金融庁の調査では、例えば、株式相場の動きと連動したり、逆に動いたりするタイプの異なる2投信に投資し、利益の出た方だけを売却するという事例も見つかった。ある地銀関係者は『決算の数字を意識して投信を使ってきたのは事実だ』と認める。』(2019年12月11日付日本経済新聞朝刊「地銀、危うい投信依存 決算優先で運用にゆがみ」～ <https://www.nikkei.com/article/DGKKZ053168970Q9A211C1EE9000/>)と言う所も増えてきた。

それに対して、「金融庁は今年度から地銀各行に対し、有価証券利息配当金に含まれる投信解約損益を除くことで“お化粧”を剥がした状態、つまり、より『本業のもうけ』に近い数値を公表するよう求めた。今中間決算のコア業務純益(除く投信解約損益)を見ると、18年9月期比で減少した地銀が103行中72行にも上った。つまり、過半数の地銀が19年度上期に本業のもうけを減らしていたわけだ。…(略)…金融庁は、今後経営悪化が懸念される金融機関に早めの経営改善を促す『早期警戒制度』の対象となる銀行を、スクリーニングする際の指標の一つとして『コア業務純益(除く投信解約損益)』を導入した。』(2019年12月17日付週刊エコノミスト「特集:勝つ負ける地銀弱まり続ける『稼ぐ力』 “利益率かさ上げ”のツケ」～ <https://weekly-economist.mainichi.jp/articles/20191217/se1/00m/020/047000c>)とした。

より正確には2019年9月13日、金融庁が「コア業務純益(除く投資信託解約損益)等」を開示項目に追加する銀行法施行規則改正を公表した(2019年9月中間決算から適用～ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20190913/20190913.html>)。2019年6月28日に金融庁が公表した「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」の一部改正についての「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」で「コア業務純益(除く投資信託解約損益)」が指標となる事が示されていた(<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20190628-4.html>、<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20190628-4/01.pdf>)。「コア業務純益(投信解約益を除く)」が銀行の基礎的な収益力を示す事となり、金融機関にとって私募投信のインセンティブが減った。

米国では、(銀行より)生命保険会社が投信を利用している(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/text/oshirase_170626.pdf)。日本の生命保険会社は自主運用志向が強く、投信をあまり利用してこなかった。ただ、最近は運用資産の一部を投信会社に移したり、「ドル建てを中心とした為替ヘッジ付きのソブリン債や事業債、海外企業の高い収益力や収益源の多様化を狙ったファンド経由の外国投資信託などの残高を増やす」(2020年4月23日付ブルームバーグ「明治安田生命:国内債残高はやや増加、ヘッジ外債増加-19年度計画 - Bloomberg」～ <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2019-04-23/PQCU9X6JTSE801>)事をしたりする例も見られる。

※2: 日本の金融機関にとってのETF…



日本の金融機関にとってETFは、比較的低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。ただ前述の私募投信の方がインセンティブは大きかった。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」となるものの(*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(債券やJリートは除く)。

もし売却益を「コア業務純益」としたいならETFではない投信(含む金銭信託型のETF)とする(前述※1参照)。

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。私募投信や外国投信に向かう要因である。

ただ、前述※1で述べた通り、**金融庁の銀行開示変更で「ETFより私募投信」と言うインセンティブは少なくなったとも言える。**

米国では機関投資家やRIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者などの

ETF保有が一般的だが、日本も今後近づく可能性がある。

米国のETFと比べ、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事が改善されればETFの日銀以外の拡大にもつながると思われる(*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>)。尚、米国ではNational Securities Clearing Corporation/NSCCと言った決済機関が存在する。

以上、2018年2月13日付日本版ISAの道その214「日米投信の最新動向~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やパッシングファンド(パッシング投資の王・バンガード)が主導する拡大~」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180213.pdf)も参照の事。

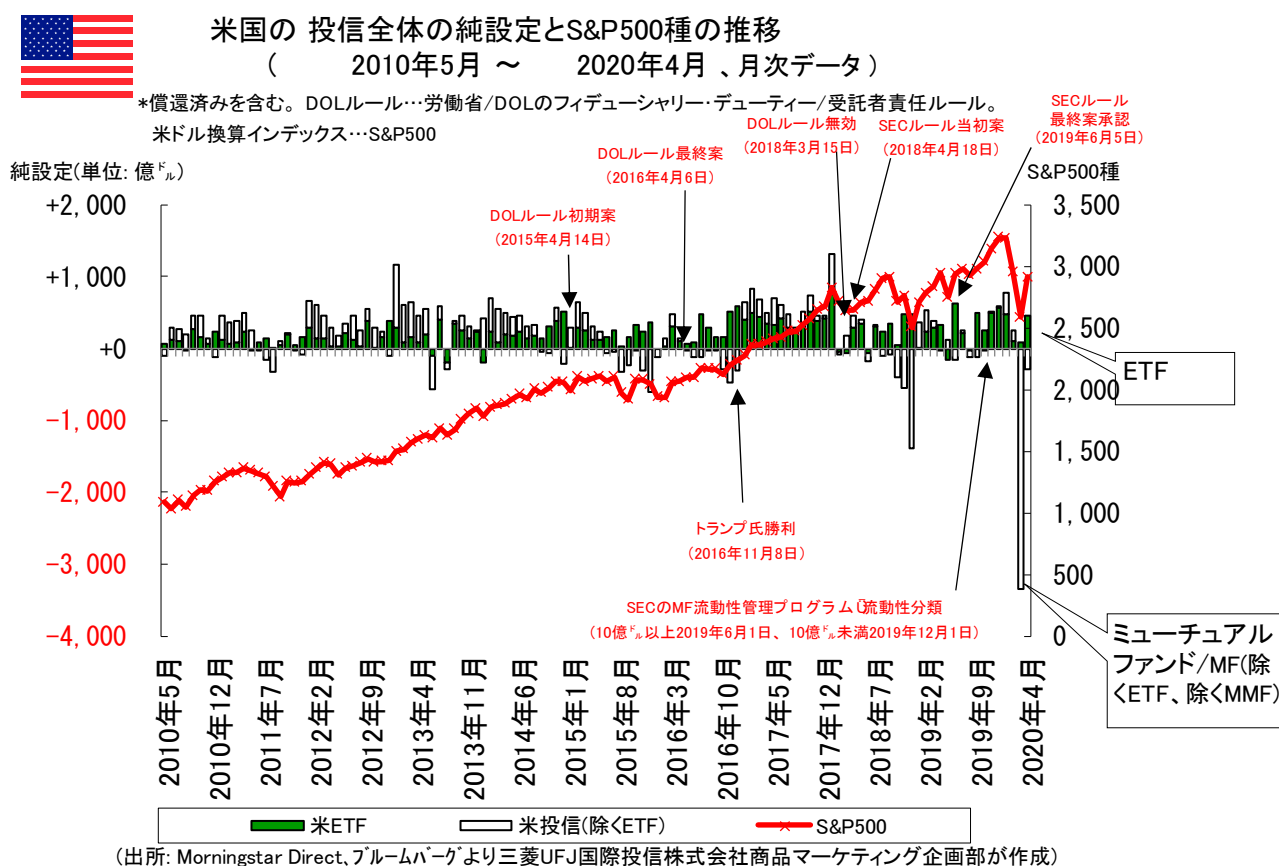
| 区分 | 追加型 | 単位型 | ETF |
|-------------------|---|------------------|-------------------------------------|
| 売却益 (投資信託解約損益) | コア業務純益 (含む投資信託解約損益、 除く債券や株式の売買損益) | | 株式等売買損益、 (債券やJリートは)国債等 債券売却損益 |
| | コア業務純益 (除く投資信託解約損益、 除く債券や株式の売買損益) *2019年9月中間決算から適用。 投資信託解約損益を除くコア業務純益によっ て銀行の収益性を測る。 | | |
| 分配金 | 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 きかない (※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+役員取引等利益+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)、資金利益は貸し出しの金利収入が主体で、「本業の利益」に位置づけられる。
 役員取引等利益…**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、役員取引等利益に販売手数料が含まれる。2019年9月中間決算から「コア業務純益(除く投資信託解約損益)等」が開示項目に追加され、銀行の基礎的な収益力を示すものとなった。
 ・臨時損益=**株式等関係損益**+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(出所:金融庁・地銀協等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

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！！

次に米国である。モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct によると、米国の投信動向/Fund Flows(ミューチュアルファンドとETF、MMFを除く)は2020年4月に+177億ドル/約1.8兆円の純流入だった。前月2020年3月はコロナ禍が大きく-3,258億ドル/約35兆円と言う1993年2月からのデータで最大の純流出。

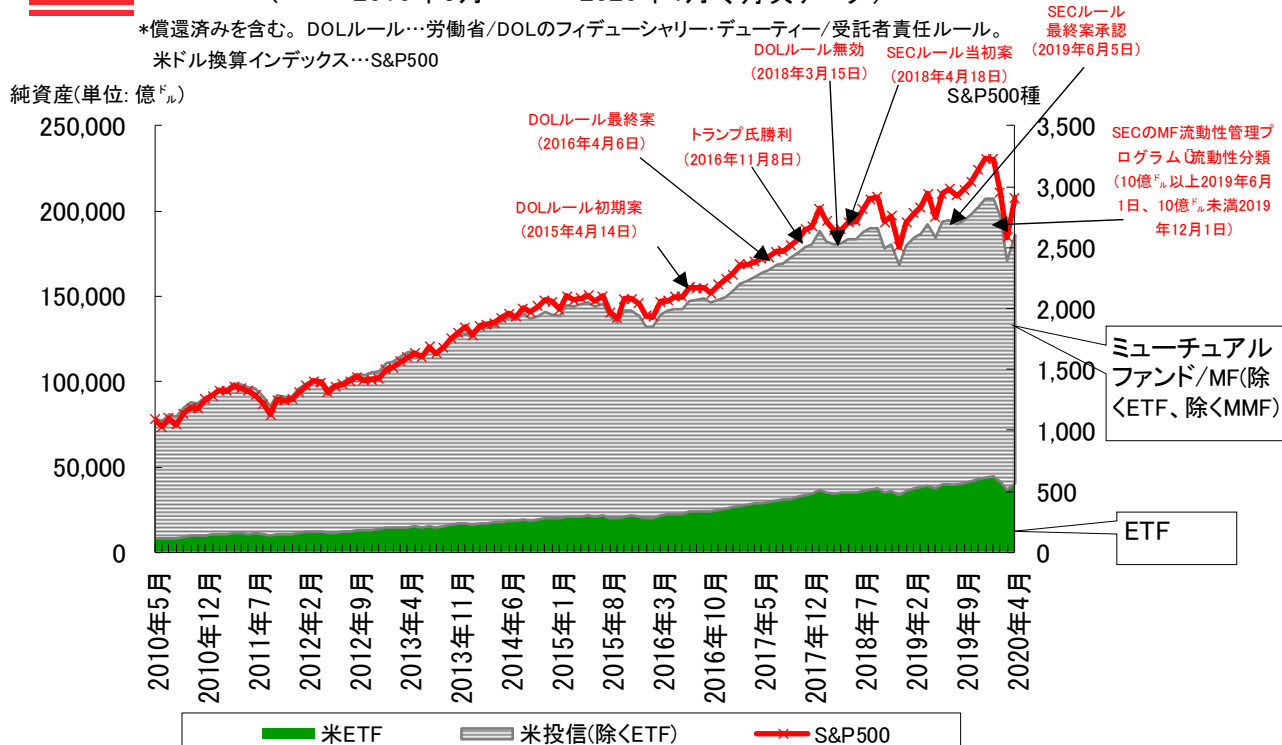
2020年3月はミューチュアルファンド(除くMMF、除くETF)が-3,343億ドル/約36兆円の純流出、ETFが+85億ドル/約0.9兆円の純流入。日本ではETF主導の純流入だったが、米国でもETF主導の純流入である。



純資産は、2020年4月末に18兆5,985億ドル/約1993兆円(2020年1月末の20兆7,454億ドル/約2,248兆円が1993年2月からのデータで最大)。ミューチュアルファンド(除くETF、除くMMF)が14兆5,534億ドル/約1,560兆円(2019年12月末の16兆3,252億ドル/約1,773兆円が最大)、ETFが4兆451億ドル/約434兆円と最大となっている(2020年1月末の4兆4,088億ドル/約479兆円が最大)。



米国の投信全体の純資産とS&P500種の推移 (2010年5月～2020年4月、月次データ)



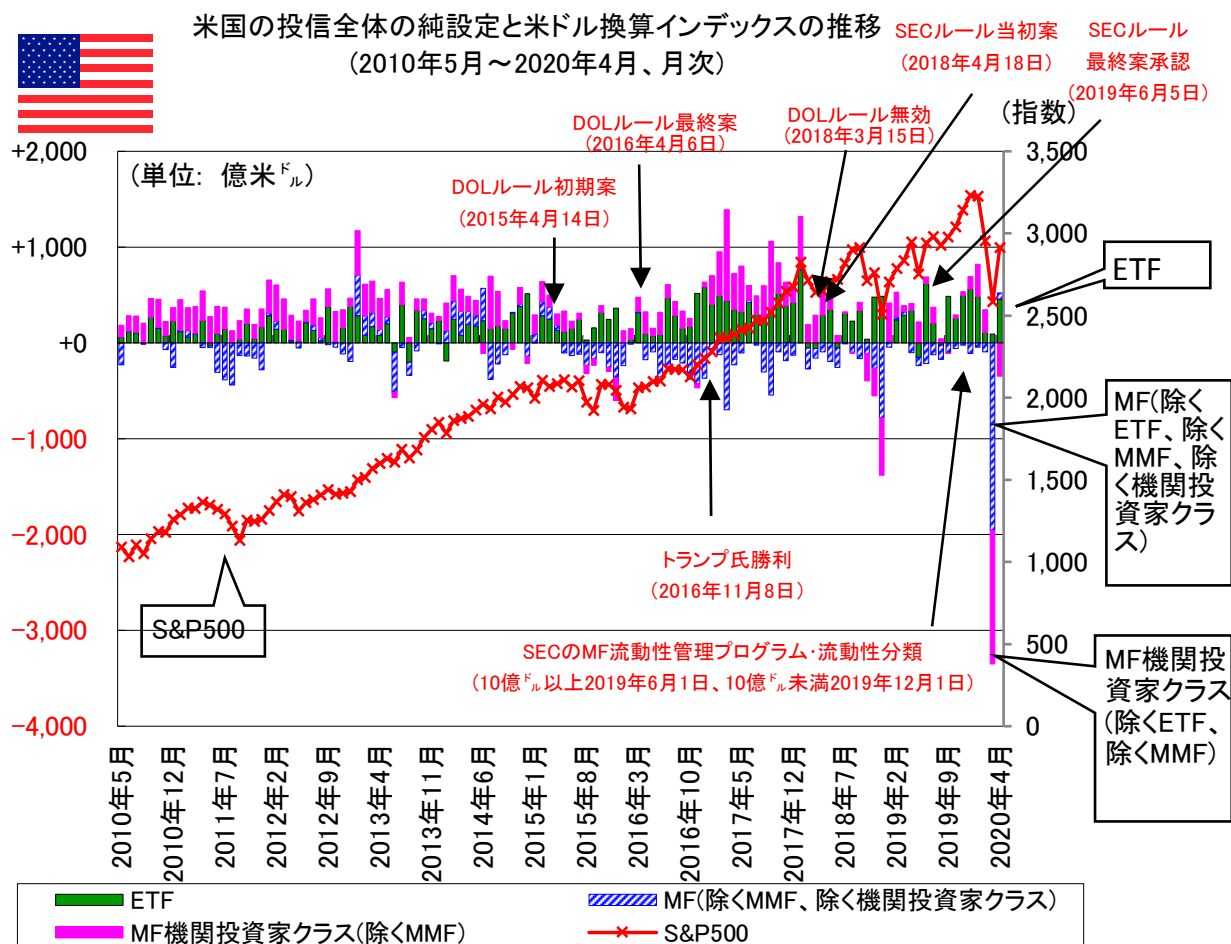
(出所: Morningstar Direct, ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

日本では私募株式投信が鈍化していたが、米国ではどうか？ 日本の私募投信(プロ私募)の米国版に近そうなミューチュアルファンドの機関投資家クラスを見る。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/MFの機関投資家クラス(除くMMF)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た。 この背景として、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(2018年2月13日付日本版ISAの道その214～URLは後述[参考ホームページ]①参照)。ETFも同様である。

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。このあたりについて詳細も2018年2月13日付日本版ISAの道その214等を参照の事(URLは後述[参考ホームページ]①参照)。

しかしそのミューチュアルファンド/MFの機関投資家クラス(除くMMF)が2020年3月に-1393億ドル/約15兆円と1993年2月からのデータで最大の純流出となった。2020年4月も-343億3,616億ドル/約3.7兆円と純流出のままである。



(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マーケティング企画部が作成)

MFの機関投資家クラスで純流出を牽引したのが、バンガード/Vanguard「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/Vanguard Total Stock Market Index Fund」である。 2020年4月末の純資産が8,224億ドル/約88兆1,329億円と米国最大のファンドで(ミューチュアルファンドとETF、MMFを除く)、調整や反転があれば、米国最大の純流出とはなりやすい(2018年2月13日付日本版ISAの道 その214の※5を参照～URLは後述[参考ホームページ]①)。その機関投資家クラスが2020年4月、最も大きな純流出だった。

しかし機関投資家が投資するETFは大きな純流出になっていない。ETFも売りが殺到すれば取引価格は暴落する(2015年8月24日に取引価格が前日比平均-30%となる「ETFフラッシュ・クラッシュ」の例)。だが、**ETFで一般的な現物交換ETF/In-Kind ETFsはミューチュアルファンドと違い、投資家が取引所でいくら売っても、解約(交換)とは限らずETFの投信会社や販売会社/指定参加者の原資産投げ売りに直接繋がるわけではない。**

2019年6月1日にSEC/証券取引委員会が10億ドル以上の資産を持つ会社に施行した(10億ドル未満には2019年12月1日に施行した)「米国のミューチュアルファンド(除くMMF)及びETF(除く現物交換ETF)に対する流動性管理プログラム/Liquidity Risk Management Programs/LRMPs」で当初案は対象だった現物交換ETFが2016年10月13日の最終案で除かれているのはその為だ(URLは後述[参考ホームページ]②参照)。

「オープンエンドファンドはETFの巨大な販売チャネルである/Open-end funds are such a huge distribution channel for ETFs。代表的ETFの「スパイダー・S&P500ETFトラスト/SPDR S&P 500 ETF Trust」は1,200超のオープンエンドファンドにより保有されている。」(2016年5月16日付InvestmentNews～URLは後述[参考ホームページ]②参照)なのである。

ただ、FSB/金融安定理事会(事務局はスイスのBISでIOSCO/証券監督者国際機構も参加)の「資産運用業の活動から生じる構造的な脆弱性に対応する政策提言」最終報告(2017年1月12日)はETFを含んでいるので、日本の金融庁が2022年1月1日に予定している規則はETFを含むのかもしれない(URLは後述[参考ホームページ]②参照)。

2016年10月13日現在

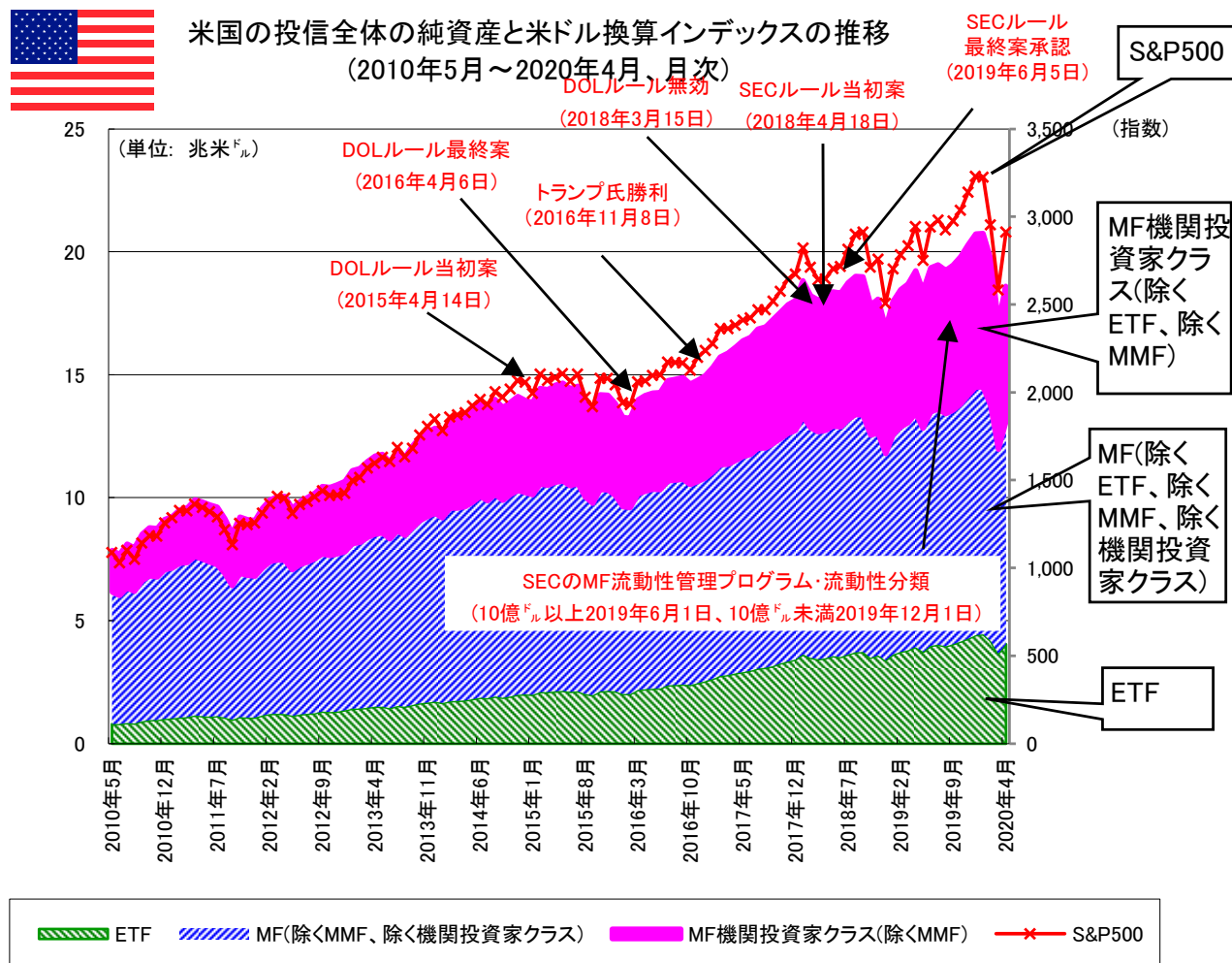
| 米国SEC/証券取引委員会の投信流動性管理プログラム(1940年投資会社法に規則22e-4/Rule 22e-4を新設) | | | | |
|--|--|---|--|--------------------------------|
| 「米国のミューチュアルファンド(除くMMF)及びETF(除く現物交換ETF)に対する流動性管理プログラム/Liquidity Risk Management Programs/LRMPs」(2015年5月20日公表、2015年9月22日改正、2016年10月13日最終案で現物交換ETF/In-Kind ETFsを除く、純資産10億ドル以上の会社は2018年12月1日施行で、純資産10億ドル未満の会社は2019年6月1日施行) | 流動性分類/Classification of the Liquidity(4分類/Four Liquidity Categories) *少なくとも毎月見直す～価格に大きな影響を与えず現金化出来るまでの日数による分類が基本(アセットクラスによる分類も可)～ 流動性スコアは2016年10月13日最終案は公表だったが、2018年3月14日に非公表に(パブコメ後に決定)。 | | | |
| | Highly Liquid Investments | Moderately Liquid Investments | Less Liquid Investments | Illiquid investments /売却が難しい投資 |
| 通常市場環境で価格に大きな影響を与えず 3営業日以内 に現金化出来る資産 *下限/Minimum(%)を設定、下限を下回った時の方針や処理を決定、下限を下回った時はファンド取締役会に報告 | 通常市場環境で価格に大きな影響を与えず 7日以内 に現金化する事に 3日超かかると、7日以内 の資産 | 通常市場環境で価格に大きな影響を与えず 7日以内 に売却や処分の約定が出来るものの現金化に 7日超かか る資産 | 通常市場環境で価格に大きな影響を与えず 7日以内 に売却や処分の出来ない 可能性 がある資産 *15%以下 *上限/Limitation(%)を設定 上限を上回った時はファンド取締役に報告(方法も含め)、30日以内に解決しない場合はファンド取締役会が判断 | |
| *1: NAV/Net Asset Value…純資産総額で一株当たり純資産総額の基準価額は「per share NAV」だがNAVだけで基準価額を指す場合は *2: ストレステスト/健全性審査(市場激変時の換金に対して流動性が十分確保されているか)…2016年6月22日にFSB/金融安定理事会は欧米の規制当局に対し、資産運用会社を対象としたシステム全体のストレステストを実施する事や流動性が低い資産の保有を制限する新たな規則の策定を検討する事を求めている。 (出所: SEC/証券取引委員会より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成) | | | | |

上記LRMPsの一番の対象とされるバンクローン・ファンドは2018年11月以降純流出続きで、2020年3月も2020年4月も大きな純流出となった(ETFは2020年4月に3カ月ぶりに純流入)。一方、バンクローン・ファンドと近い信用リスクを持つハイイールド債ファンドは2020年1～3月と3カ月連続純流出となったが、2020年4月に+187億7,692万ドル/約2兆125億円と言う1993年2月からのデータで最大の純流入となった。ミューチュアルファンド(除くMMF、除くETF)が+110億57万ドル/1兆1,790億円の純流入、ETFが+77億7,635万ドル/8,334億円の純流入で共に最大の純流入である。

コロナ禍対応の緊急融資プログラムでFRB/連邦準備制度理事会が2020年3月23日、「投資適格債券と一部のETFへの資金供給を検討する」事を公表、2020年5月12日より社債ETFの買入を始めた事が大きい。買入対象となるETFは、米企業の社債に幅広く投資する米国上場ETFとされ、大半は主として投資適格級社債に投資するETFだが、残りは主としてハイイールド社債に投資するETFである。買入上限は発行市場での社債買入れと合算で7500億ドル(2020年4月9日付FRB～URLは後述[参考ホームページ]②参照)。

FRBの3月23日公表緊急融資プログラムは3本あり、「PMCCF/Primary Market Corporate Credit Facility/プライマリーマーケット・コーポレート・クレジット・ファシリティ(社債の発行市場)」、「SMCCF/Secondary Market

**Corporate Credit Facility/セカンダリーマーケット・コーポレート・クレジット・ファシリティ(社債の既発市場)」、
「TALF/Term Asset-Backed Loan Facility/ターム ABS ローン・ファシリティ・メインストリート貸付プログラム(家
計・中小企業向けローン担保証券市場)」だが、**SMCCF でハイイールド債及びハイイールド債 ETF を買う。****



(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マーケティング企画部が作成)

日本の投信動向同様、米国の投信動向も最後に、どの様なファンドが買われたかも見たい。モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Directによると、米国の投信動向/Fund Flows(ミューチュアルファンドとETF、MMFを除く)は2020年3月、コロナ禍で-3,258億ドル/約35兆円と言う1993年2月からのデータで最大の純流出となった事は先述通り。ミューチュアルファンドが-3,343億ドル/約36兆円の純流出、ETFが+85億ドル/約0.9兆円の純流入である。これが2020年4月に投信全体で+177億ドル/約1.8兆円の純流入に転じたのである。

ただし、「投資家は神経質で臆病なまま/skittish。モーニングスターによると、米国課税債券ファンド/taxable bond funds は+366億ドル/約3兆9,253億円の純流入だったが、米国株式ファンド/U.S. equity funds は-181億ドル/約1兆9,513億円の純流出である。この米国株式ファンドの純流出の約3分の2はバンガード『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/Vanguard Total Stock Market Index Fund』の-121億ドル/約1兆3,062億円と言う純流出だった。」(2020年5月20日付ThinkAdvisor「Fund Flows Turned Positive in April, but Investors Favored Safety」～URLは後述[参考ホームページ]②参照)と言われてはいる。

その中、純流出が大きそうな株式ファンドでも、セクター株式ファンド/Sector equity funds は+161 億^{ドル}/約 1 兆 7,284 億円の純流入だった。セクター株式ファンドの約半分が、+75 億^{ドル}/約 8,061 億円)のヘルスケア・ファンド/health care funds セクターによる純流入である。そのヘルスケア・ファンド最大の純流入は SPDR ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ/SPDR State Street Global Advisors の「ヘルスケア・セレクト・セクター・スパイダー・ファンド/Health Care Select Sector SPDR Fund」の+33 億^{ドル}/約 3,565 億円と言う純流入だ。

ヘルスケア・ファンドで資金を最も集めた SPDR ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(以下、ステート・ストリート)は 2020 年 4 月に会社として+160 億^{ドル}/約 1 兆 7,155 億円の純流入があり、米国で最も純流入が大きい投信会社となった(ミューチュアルファンドと ETF、MMF を除く)。ステート・ストリートは 2020 年 4 月末現在の純資産が 6,704 億^{ドル}/約 72 兆円と米国で 5 位の投信会社である。ステート・ストリートは代表的 ETF の「スパイダー・S&P500ETF トラスト/SPDR S&P 500 ETF Trust」を持つが、この ETF は-58 億^{ドル}/約 6,223 億円と米国 2 番目の純流出となった(純資産は 2,618 億^{ドル}/約 28 兆 515 億円と米国 5 位)。先述通り、ステート・ストリートはセクター株式ファンド等の純流入が大きかった。

米投信の投信会社別月間資金純流入上位トップ10とバンガード 2020年4月末現在

| 順位 | 投信会社名 (ブランド名) | 資金 純流入 1ヶ月 (百万 ^{ドル}) | 資金 純流入 年初来 (百万 ^{ドル}) | クラス 本数 | 純資産 (億円) | 純資産 (百万 ^{ドル}) | 摘要 |
|----|------------------------------|---|---|-----------|-------------|----------------------------|--|
| 1 | SPDRステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ | +16,006 | +12,497 | 138 | 743,203 | 670,398 | ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが提供するETFブランド |
| 2 | iシェアーズ | +8,529 | +20,200 | 337 | 1,706,988 | 1,539,769 | ブラックロックが運用するETFブランド世界最大手 |
| 3 | プロシエアーズ | +4,712 | +10,069 | 131 | 40,999 | 36,983 | レバレッジ投資信託最大手プロファンズ/ProFundsのETF部門 |
| 4 | ブラックロック | +3,812 | -2,247 | 383 | 287,769 | 259,579 | 時価総額最大の上場資産運用会社で世界最大の独立系資産運用会社(*iShares除く) |
| 5 | USCFインベストメンツ | +3,361 | +6,465 | 10 | 5,216 | 4,705 | USCFはUnited States Commodity Fundsで米最大の原油ETFあり |
| 6 | JPモルガン | +2,885 | -4,165 | 459 | 358,446 | 323,332 | 米銀JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー傘下 |
| 7 | PGIMファンズ(ブルデンシヤル) | +2,071 | +5,365 | 325 | 138,712 | 125,124 | ブルデンシヤル・ファイナンシヤル傘下の資産運用会社 |
| 8 | ディレクション・ファンズ | +1,792 | +6,450 | 103 | 15,454 | 13,940 | レバレッジ投資信託大手 |
| 9 | MFS | +1,606 | +3,629 | 550 | 274,308 | 247,436 | 1924年米国初のミューチュアルファンド設定会社 |
| 10 | モルガンスタンレー | +1,571 | -6,039 | 243 | 54,641 | 49,289 | モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント |
| 31 | バンガード | +347 | +25,888 | 348 | 5,415,779 | 4,885,242 | 米投信最大手のバンガード・グループ |
| | 全798社の合計 | +17,792 | -203,478 | 23,504 | 20,618,062 | 18,598,288 | |

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

一方、純流出が大きかったのが、先述の 2020 年 5 月 20 日付 ThinkAdvisor でも取り上げられたバンガード「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」である。2020 年 4 月に-121 億^{ドル}/約 1 兆 3,062 億円と言う米国最大の純流出となった。同ファンドは 2020 年 4 月末の純資産が 8,224 億^{ドル}/約 88 兆 1,329 億円と米国最大のファンドであり(ミューチュアルファンドと ETF、MMF を除く)、調整や反転があれば、米国最大の純流出とはなりやすかった(2018 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 214 の※5 を参照~URL は後述[参考ホームページ]①)。機関投資家向けインデックス・ファンドなどを中心に資金を流出させたバンガードは 2020 年 4 月に会社として+3 億^{ドル}/約 372 億円と純流入とはなかったものの、2011 年 7 月以来最も小さな純流入となり、投信会社 31 位の純流入となった。バンガードと言えば、2020 年 4 月末現在の純資産が 4 兆 8,852 億^{ドル}/約 524 兆円と米国で圧倒的 1 位の投信会社で(ミューチュアルファンドと ETF、MMF を除く)、同 2~4 位であるフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments とキャピタル・グループ/Capital Group(アメリカン・ファンズ/American Funds)と iシェアーズ/iShares を合計しても及ばない規模を持つ「覇者」的存在であった。

まだ短期間なので予断を許さないが、ステート・ストリートの躍進とバンガードの不調は注目である。以上では取り上げなかったが、米国には私募投信の一つと言える CITS/Collective Investment Trusts/合同運用信託と言うものがある(後述※3 参照)。この **CITS でもバンガードは拡大してきたが、モーニングスター・ダイレクトによると、2020年1~3月に2018年10~12月以来の純流出**となっている(四半期データのみ)。2019年12月末に3,771億ドル/約41兆円と言う過去最大の純資産だったが、2020年3月末は2,851億ドル/約31兆円と2018年9月末以来の少なさまで減少している。一方、**ステート・ストリートは2020年1~3月に+827億ドル/約9兆円と言う圧倒的な過去最大の純流入を記録**している。純資産は2020年3月末において2,452億ドル/約26兆円である。

以上だが、日米投信の命運を握る金融当局にはもちろん注目は欠かせないが、米国の投信動向もしっかり注目、日本の投信の将来を考えていきたいものである。

※3: 米国の CITS/Collective Investment Trusts/合同運用信託…



米国には CITS/Collective Investment Trusts/合同運用信託と言うものがある。「**税法の要件を満たす企業年金プラン等だけが利用できる非課税信託であり、銀行信託部門が複数口座の資金を合同運用する仕組みである。**1940年投資会社法の適用を受けないため投信のような詳細な情報開示手続きを必要としないこと、運用フィーを企業と銀行が資産規模などに応じて相対で決めることなどから、一般に投信よりコストが低い。資産運用はターゲットデートファンド(TDF)を運用する投信会社が請け負うことが多い。」(2020年5月8日付日本証券経済研究所証券レビュー「米国投信をめぐる5つの謎と日本への示唆 杉田浩治氏」~ <http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/6005/02.pdf>)である。

投信会社が、既存のミューチュアルファンドとそっくりの CITS を低コストで設定(ただし1億ドル以上など大口となる)、投資家を集めるもので、普通のインデックス・ファンドのほか、ターゲットデートファンド(TDF)でもよく使われている。日本の私募投信に近い。SECによって規制されておらず、各州の州銀行監督者/state banking supervisor が州ごとに違う規制をしており、「**モーニングスターのリーソン/Rawson氏は『CITSは規則が厳しくない為に不透明/opaque』**と言う。」(2015年3月4日付ロイター「U.S. mutual funds cut expenses by shifting billions to trusts」~ <https://www.reuters.com/article/us-funds-fees-trusts-insight/u-s-mutual-funds-cut-expenses-by-shifting-billions-to-trusts-idUSKBN0M00D120150304>)と言われている。

以上

[参考ホームページ]

- ①2020年5月18日付投資信託協会・統計データ…「<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>」、
- 2020年4月21日付日本銀行・金融システムレポート…「<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/index.htm/>」、
- 日本銀行「指数連動型上場投資信託受益権(ETF)および不動産投資法人投資口(J-REIT)の買入結果」…「http://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_ETF.htm」、
- 2019年11月27日付日本銀行「第135回事業年度(令和元年度)上半期財務諸表等について」…「<https://www.boj.or.jp/about/account/zai1911a.htm/>」、
- 2019年10月7日付日本銀行「営業毎旬報告(令和元年9月30日現在)」…「<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/release/2019/ac190930.htm/>」、
- 日本銀行「時系列統計データ検索サイト」の「金銭の信託(信託財産指数連動型上場投資信託)」…「<https://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>」、

2017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/>」、

2020年5月8日付日本版ISAの道 その304「新型コロナで株やREITが大きく変動する中、日本の個人投資家はどうか? NISAで何が買われたか?~既存投資家(投信全体)、新規投資家(NISA向けファンド)、つみたてNISA投資家(つみたてNISA 適格投信)の投信フロー~」…「https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200508.pdf」。

2018年2月13日付日本版ISAの道 その214「日米投信の最新動向~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~」…「https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180213.pdf」、

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/text/oshirase_170626.pdf」。

②2020年4月24日付日本版ISAの道 その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.mufg.jp/text/oshirase_200424.pdf」、

2016年10月13日付SEC「Investment Company Liquidity Risk Management Program Rules」…「<https://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/secg-liquidity.htm>」、

2016年5月16日付InvestmentNews「What's in your mutual fund? How about an ETF」…「<https://www.investmentnews.com/whats-in-your-mutual-fund-how-about-an-etf-67617>」、

2017年1月12日付FSB「FSB publishes Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities - Financial Stability Board」…「<https://www.fsb.org/2017/01/FSB-publishes-policy-recommendations-to-address-structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/>」、

2020年4月10日付金融庁「『金融商品取引業等に関する内閣府令及び投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令(案)』の公表について」…「<https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200410.html>」、

2020年4月9日付FRB「Secondary Market Corporate Credit Facility」…「<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200409a2.pdf>」、

2020年5月20日付ThinkAdvisor「Fund Flows Turned Positive in April, but Investors Favored Safety」…「<https://www.thinkadvisor.com/2020/05/20/fund-flows-turned-positive-in-april-but-investors-favored-safety/>」。

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>」、
「<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」~Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索~。

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> 」、

「 <https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」

～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

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。
- 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

- ・TOPIX(東証株価指数)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。