

日米毎月分配型(予想分配金提示型)ファンド最新動向

- 日本の予想分配金提示型～予想でも実績でも無分配でも分配金提示が鍵～
- 米国の日本的毎月分配型ファンド「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」

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
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。

●日本で毎月分配型ファンドが復調! 高配当株式(含む REIT・MLP)、予想分配金提示型の牽引!!

日本で毎月分配型ファンドの資金流入が復調している。

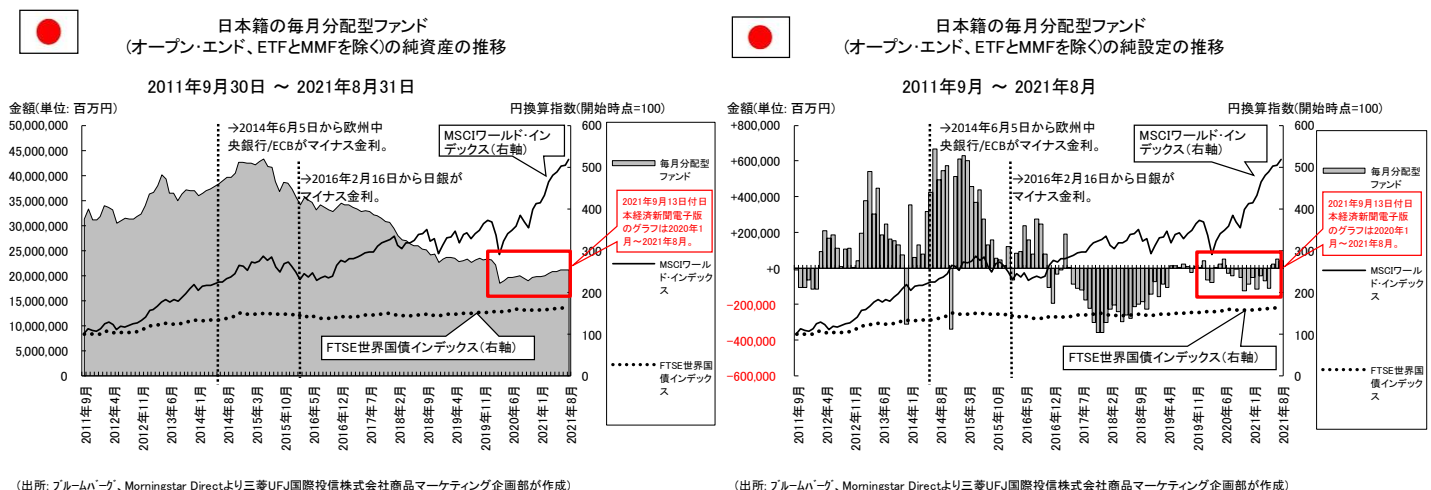
2021年9月13日付日経電子版に「**毎月分配型の投信は8月末時点で3カ月連続の資金流入となった。3カ月続けて流入超となるのは2020年4～6月以来だ。…(略)…。流入超をけん引したのは、投信の基準価格の水準に応じて分配金が決まる『予想分配金提示型』という商品だ。かつて人気を集めた毎月分配型の商品は、元本を取り崩して高水準の分配金を維持するといった手法が問題視されていたが、予想分配金提示型は分配ルールが明確で、運用が振るわない月は分配金を支払わないこともある。老後資金で購入し、年金の感覚で分配金を受け取りたいというニーズが強い。**」(2021年9月13日付日本経済新聞電子版「分配型投信に資金流入 3カ月連続、株高追い風」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB09A3H0Z00C21A900000/>)と出ている(下線はコラム筆者)。

毎月決算型投信の人气が復調



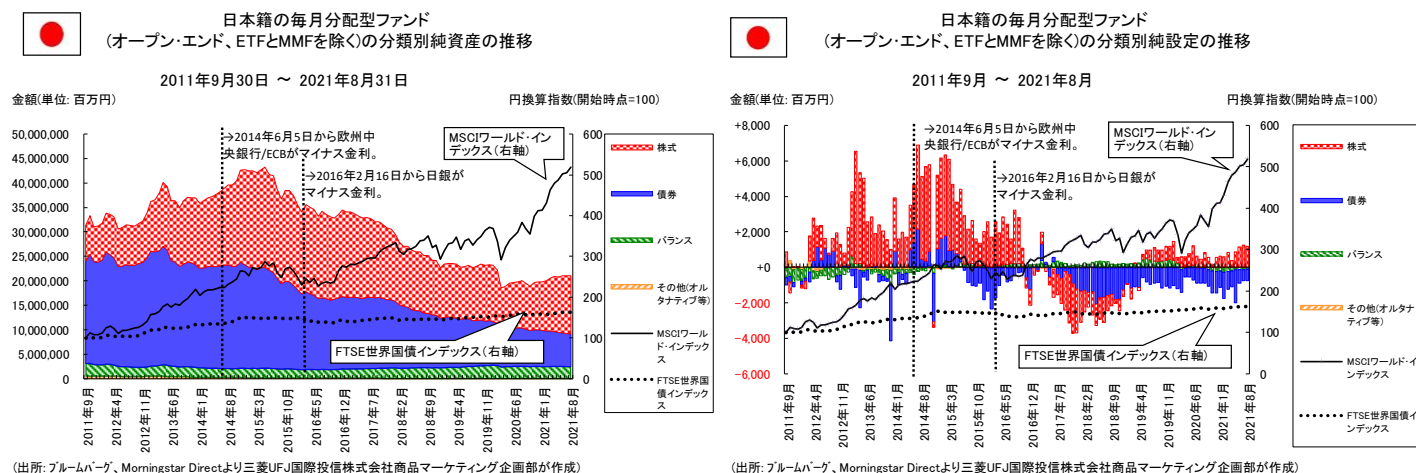
上記記事は2020年1月～2021年8月の1年8カ月なので、2011年9月～2021年8月の10年で見たのが図表①(日本籍の毎月分配型ファンドのオープン・エンドでETFとMMFを除く)。左側が純資産、右側が純設定(以下の図表も同様のものが多い)。上記記事の期間を四角い枠で囲んである。

図表①



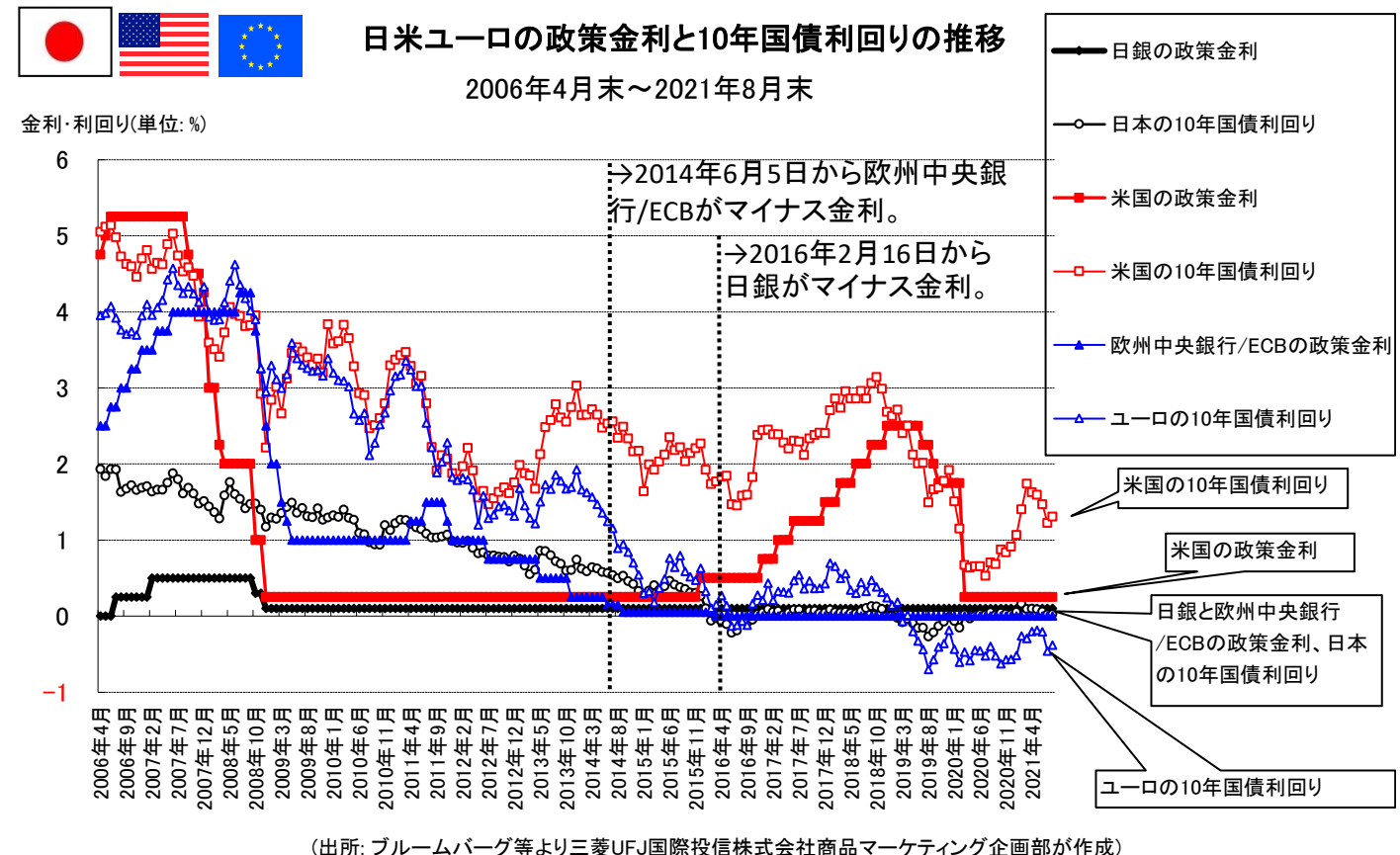
四角い枠の 2021 年 8 月にかけての復調より、2014 年にかけての復調がはるかに大きい。 分類別で見た図表②に示される通り、毎月分配型の高配当株式ファンド(含む REIT・MLP)による所が大きい(MLPについては 2014 年 11 月 10 日付日本版 ISA の道 その 79～ <https://www.am.mufjg.jp/text/141110.pdf>)。

図表②



図表③に示される通り、世界的な利回り低下により(2014 年 6 月 5 日から欧州中央銀行/ECB がマイナス金利、2016 年 2 月 16 日から日銀がマイナス金利)、日本の毎月分配型ファンドで中心的存在だった債券ファンドは運用難となり、元本等由来の分配金(元本の払い戻し)を中心とし分配金を払い続けてきた(後述※1 参照)。その後、**インカムゲインを原資とする「本来の」分配金を増加すべく、リスクは高まるが毎月分配型の高配当株式ファンド(含む REIT・MLP)に資金をシフトしてきた。2021 年 8 月にかけて日本で毎月分配型ファンドが復調した背景には高配当株式(含む REIT・MLP ファンド)、さらに予想分配金提示型の牽引がある**と言えよう。

図表③



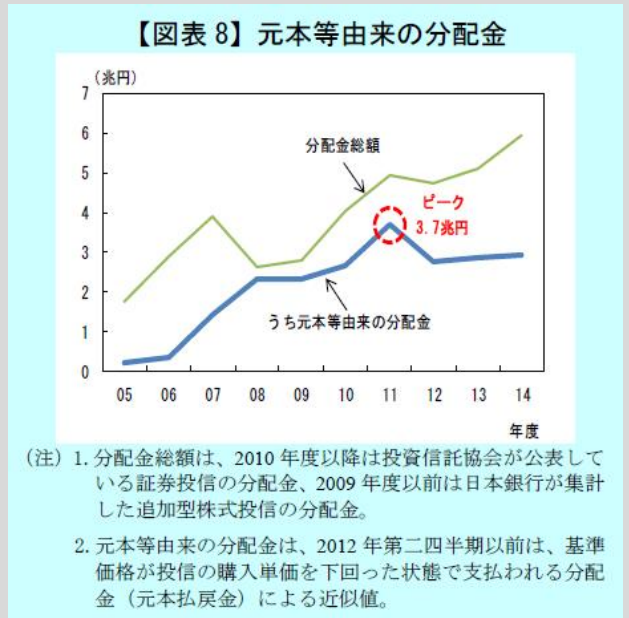


※1: 分配金総額と元本等由来の分配金(元本の払い戻し)...

日銀は 2016 年 5 月 25 日に発行した「2008SNA を踏まえた資金循環統計見直しの勘所」において、投資信託の分配金のうち、毎月分配型投信で一般化している「元本を原資とした分配金」(特別分配金)について取り上げている(下記は抜粋引用)。

「(元本等由来の分配金の推移)

新しく算出された元本等由来の分配金の推移をみると、①リーマンショック後の米欧・新興国の株式・債券相場の下落や円高の急速な進展から、利子・配当収入が大きく減少し、それを穴埋めするかたちで元本等由来の分配金(元本の払い戻し)が 2007 年度ごろから急激に増加し、2011 年度にはピークの年間 3.7 兆円に達したこと、②同時期には投信の分配金の 7 割強が元本を原資としていたことが分かる(図表 8)。外貨建て資産を中心に運用する投信が運用成績の悪化に見舞われながらも、顧客離れを防ぐため相応の分配を続け、運用資産の大幅な目減りを加速させたことが裏付けられた。その後、2012 年度以降については、円安等の進展に伴う運用成績の改善からインカムゲインを原資とする『本来の』分配金が次第に増加してきている。もっとも、元本等由来の分配金は、直近でも 3 兆円程度となお全体の半分を占めている。」(2016 年 5 月 25 日に発行した「2008SNA を踏まえた資金循環統計見直しの勘所」

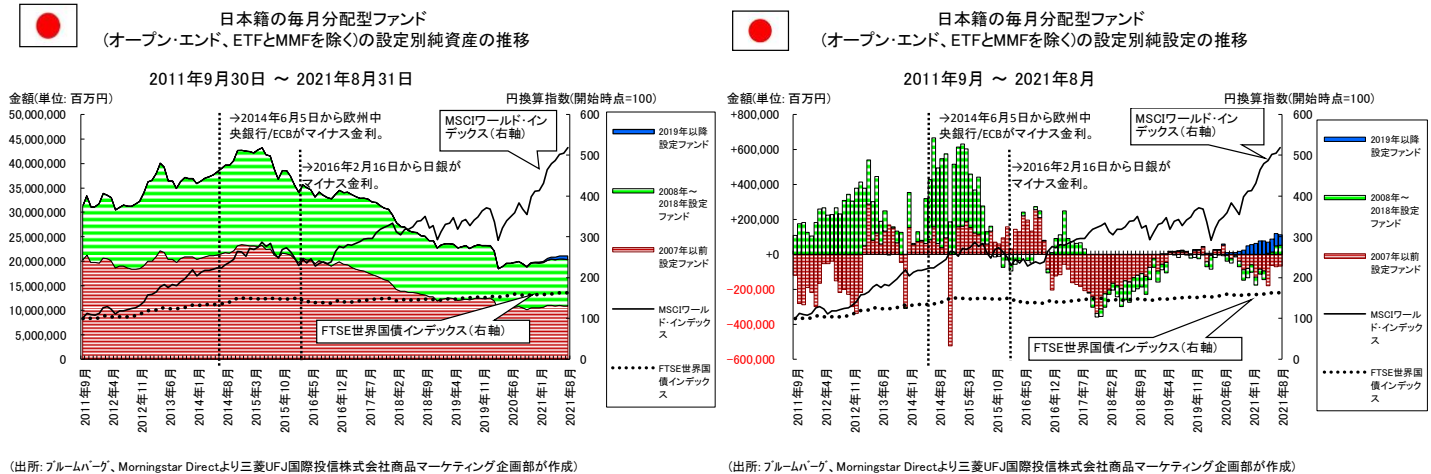


において(https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2016/data/rev16j08.pdf)。

2016 年 6 月 27 日付日本版 ISA の道 その 146「マイナス金利政策で利息や配当金などインカムゲインに大きな変化が起きている。その中、投信の分配や利回りは?」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160627.pdf)も参照の事。

2014 年にかけての復調について、設定別で見た図表④に示される通り、その当時に設定された 2008 年～2018 年設定のファンドが牽引するものであった。そして、今回の 2021 年 8 月にかけての復調は 2019 年以降設定のファンド及び 2008 年～2018 年設定の予想分配金提示型ファンドが牽引するものである。

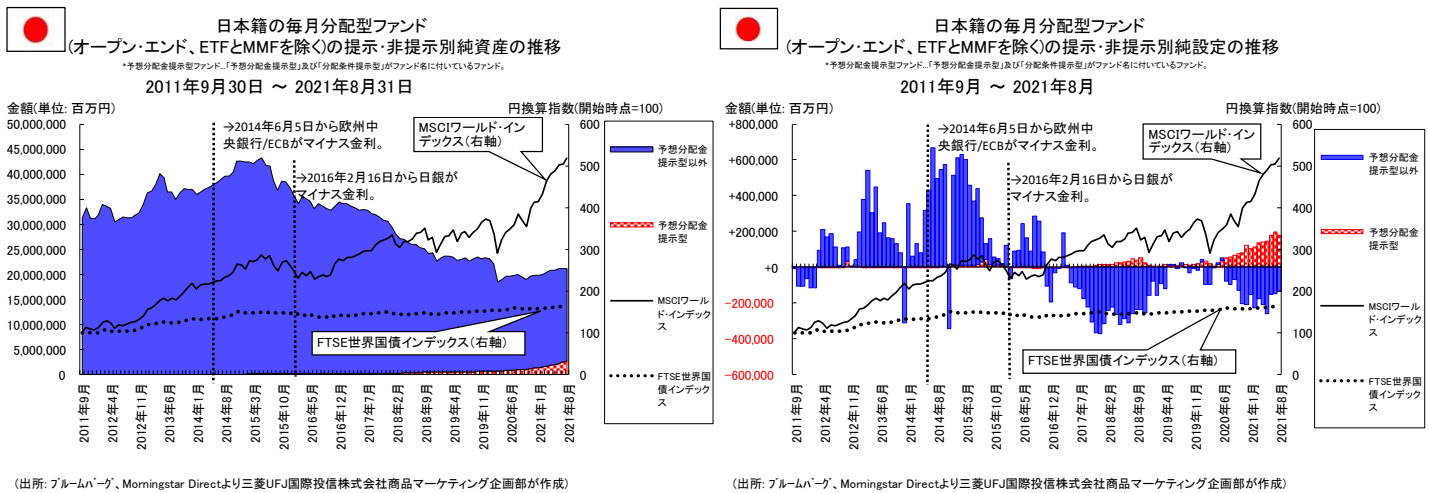
図表④



日本では新規ファンドの設定を抑制、類似ファンドの組成防止をする事が顧客本位のプロダクトガバナンスにおいて良い事とされているが、これについては後述する。

毎月分配型ファンドの中で、予想分配金提示型ファンドかどうかを見たのが図表⑤である(予想分配金提示型ファンド…「予想分配金提示型」及び「分配条件提示型」がファンド名に付いているファンド)。2021年8月にかけて予想分配金提示型ファンドの牽引が顕著である。その下の図表⑥は日本籍の毎月分配型ファンド(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)純資産の大きい順である。毎月分配型ファンドの中で予想分配金提示型ファンドの占める割合は2021年8月末現在の純資産で12.4%だが、純資産1位は予想分配金提示型ファンドである(毎月分配型ファンド以外も含めても1位、ETFを含めると9位)。

図表⑤



図表⑥

日本籍の毎月分配型ファンド(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)純資産の大きい順 (2021年8月末現在)

ファンド名 (最も設定の古いクラス名となっている)	大分類	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	販売手 数 計 (百万株)	信託報酬 (%)	直近配 当利回 り(%)	分配 回数/ 年	予想分配金提示型
1 アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投資D毎月(ヘッジなし)予想分配金提示	株式	米国大型グロース株	アライアンス・バーンスタイン	2014/9/16	1,254,002	3.00	1.57	22.66	12	予想分配金提示型
2 ビグテック・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)	株式	公益セクター株	ビグテック投資顧問	2005/2/28	947,565	3.50	1.10	13.66	12	
3 ダイワ・US-REIT・オープン(毎月決算型)Bコース(為替ヘッジなし)	株式	不動産セクター株	大和アセットマネジメント	2004/7/21	674,328	3.00	1.52	15.40	12	
4 フィデリティ・USリート・ファンドB(為替ヘッジなし)	株式	不動産セクター株	フィデリティ投資	2003/12/9	666,598	3.50	1.40	12.07	12	
5 東京海上・円資産バランスファンド(毎月決算型)	アロケーション	コア・アロケーション	東京海上アセットマネジメント	2012/11/9	611,097	1.50	0.84	3.42	12	
6 アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投資C毎月(ヘッジあり)予想分配金提示	株式	米国大型グロース株	アライアンス・バーンスタイン	2014/9/16	563,272	3.00	1.57	24.95	12	予想分配金提示型
7 フィデリティ・USハイ・イールド・ファンド	中長期債	米国債券	フィデリティ投資	1998/4/1	499,939	3.00	1.58	7.93	12	
8 新光 US-REIT オープン	株式	不動産セクター株	アセットマネジメントOne	2004/9/30	491,311	3.00	1.53	13.20	12	
9 ダイワ・J-REIT オープン(毎月分配型)	株式	不動産セクター株	大和アセットマネジメント	2004/5/18	431,259	2.00	0.72	24.40	12	
10 J-REIT・リサーチ・オープン(毎月決算型)	株式	不動産セクター株	三井住友トラスト・アセットマネジメント	2005/1/17	413,867	3.00	1.00	10.03	12	
11 スマート・ファイ(毎月決算型)	アロケーション	フル・アロケーション	日興アセットマネジメント	2013/7/16	354,964	2.00	1.00	5.06	12	
12 財産3分法ファンド(不動産・債券・株式)毎月分配型	アロケーション	モレラト・アセットアロケーション(株50/70%)	日興アセットマネジメント	2003/8/5	352,189	3.00	0.95	9.13	12	
13 グローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)	中長期債	グローバル債	三菱UFJ国際投信	1997/12/18	343,925	1.50	1.25	1.50	12	
14 ラサール・グローバルREITファンド(毎月分配型)	株式	不動産セクター株	日興アセットマネジメント	2004/3/26	342,892	3.00	1.50	8.45	12	
15 しんきんリートオープン(毎月決算型)	株式	不動産セクター株	しんきんアセットマネジメント投資	2005/2/1	290,075	2.00	0.95	14.43	12	
16 グローバルAIファンド(予想分配金提示型)	株式	テック/ソフトウェア株	三井住友DSアセットマネジメント	2019/10/7	241,049	3.00	1.75	41.18	12	予想分配金提示型
17 ダイワ米国リート・ファンド(毎月分配型)為替ヘッジなし	株式	不動産セクター株	大和アセットマネジメント	2004/5/20	236,272	3.00	1.52	11.94	12	
18 野村日本債券インデックス(野村投資一任口座向け)	中長期債	日本債	野村アセットマネジメント	2008/2/27	215,186	0.00	0.23	0.93	12	
19 JPMベスト・インカム(毎月決算型)	アロケーション	フル・アロケーション	JPモルガン・アセット・マネジメント	2014/9/17	202,777	3.00	0.93	3.77	12	
20 DIAM世界リート・インデックスファンド(毎月分配型)	株式	不動産セクター株	アセットマネジメントOne	2006/6/12	202,561	2.50	0.85	8.20	12	
21 野村外国債券インデックス Bコース(野村投資一任口座向け)	中長期債	グローバル債	野村アセットマネジメント	2008/2/27	189,644	0.00	0.30	2.27	12	
22 LM・オーストラリア高配当株ファンド(毎月分配型)	株式	オーストラリア&ニュージーランド株	フランクリン・テンプレット・ジャパン	2011/9/29	169,096	3.50	1.66	10.05	12	
23 アジア・オセアニア好配当成長株オープン(毎月分配型)	株式	アジア株(除く日本)	岡三アセットマネジメント	2005/10/27	159,575	3.00	1.05	14.50	12	
24 ハイグレード・オセアニア・ポンド・オープン(毎月分配型)	中長期債	豪・ニュージーランド債	大和アセットマネジメント	2003/6/13	157,009	2.00	1.25	2.40	12	
25 ワールド・リート・オープン(毎月決算型)	株式	不動産セクター株	三菱UFJ国際投信	2004/7/2	156,066	2.50	1.55	6.50	12	
26 ダイワ日本国債ファンド(毎月分配型)	中長期債	日本債	大和アセットマネジメント	2006/6/12	144,811	1.00	0.70	2.68	12	
27 ニッセイ豪州・ハイインカム株式ファンド(毎月決算型)	株式	オーストラリア&ニュージーランド株	ニッセイアセットマネジメント	2012/6/18	127,110	3.00	1.10	21.87	12	
28 ニッセイJ-REITファンド(毎月決算型)	株式	不動産セクター株	ニッセイアセットマネジメント	2006/6/21	123,180	2.00	1.00	9.84	12	
29 ニッセイ世界リートオープン(毎月決算型)	株式	不動産セクター株	ニッセイアセットマネジメント	2013/10/31	119,073	3.00	1.03	24.78	12	
30 短期豪ドル債オープン(毎月分配型)	中長期債	豪・ニュージーランド債	三井住友DSアセットマネジメント	2003/4/18	114,786	2.00	0.90	2.17	12	

1187本 *純資産は合計、その他は単純平均。
(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)

予想分配金提示型ファンドは2021年8月末現在の純資産で年12回決算の毎月分配型が98.9%を占めている(年2回が0.5%、年4回が0.4%、年6回が0.2%)。また、株式ファンドが99.3%を占めており(バランスが0.5%、債券が0.2%)、グローバル分類(モーニングスター分類)で見ると、1位が米国大型グロース株69.7%、2位がテクノロジー・セクター株16.7%、3位はグローバル大型株8.0%となっている。

●日本の予想分配金提示型ファンドの定義・効果・歴史

～60年前からずっと投信は予想でも実績でも無分配でも分配金提示が人気の鍵～

予想分配金提示型(一部で「分配条件提示型」と言う場合もあり)ファンドの定義については下記の通り(記事の古い順)。

✓「投信業界では最近、あらかじめ提示した分配金額を一定の期間変えない『元本払い出し型』の投信が話題を集めているが(2012年)10月、こうしたタイプとはまた異なる特殊な毎月分配型投信が誕生した。大和証券投資信託委託が開発した豪州投信『ダイワ豪ドル建て高利回り証券ファンド』だ。『予想分配金提示型』という従来とは異なる配分方針を取り入れ、大和証券の販売で取り扱い開始から1カ月で350億円超の運用残高を積み上げた。」(2012年11月8日付日本経済新聞電子版「分配金額をあらかじめ示した豪州投信－大和が『予想分配金提示型』を開発」～

https://www.nikkei.com/article/DGXNMSFK05036_V01C12A1000000/)。

予想分配金提示型の配分方針

基準価額	分配金額
10,500円未満	利子・配当収入相当分 (経費控除後)
10,500円以上 11,000円未満	100円
11,000円以上 11,500円未満	150円
11,500円以上 12,000円未満	200円
12,000円以上 12,500円未満	250円
12,500円以上	300円

✓「予想分配金提示型ファンドは、基準価格の水準を勘案して分配金を出す仕組み。基本的に、ファンドの組み入れ資産のインカムゲインやキャピタルゲインから分配する。例えば、基準価格が1万円から1万1000円の場合、分配金は100円。基準価格が1万1000円から1万2000円の場合、分配金は200円。基準価格が1万2000円から1万3000円の場合、分配金は300円というふうに、基準価格のレベルにより分配金が決まる。」(2021

年1月27日付日本経済新聞電子版/QUICK 資産運用研究所「予想分配金提示型ファンドが残高増加」～

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOFL1940Y0Z10C21A1000000/>)。

✓「予想分配金提示型とは、基準価額の水準に応じて決定する分配金の額を予め提示しているタイプのファンド。例えば、決算日前営業日の基準価額が1万1000円未満の場合は分配なし、1万1000円以上1万2000円未満では200円(1万口あたり、以下同)、1万2000円以上1万3000円未満では300円などである。」(2021年4月23

日付モーニングスター「毎月決算型で異彩放つ『予想分配金提示型』、資金流入ペース加速、既存ファンドで追加の動き」～

https://www.morningstar.co.jp/market/2021/0423/fund_01256.html)。

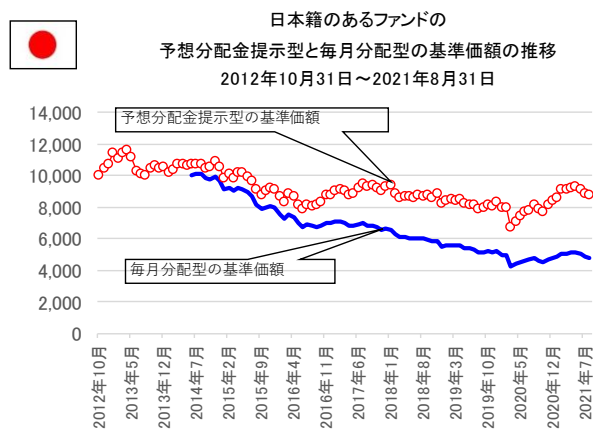
✓「予想分配金提示型の一般的な分配ルールは、基準価額が高ければ分配金が多く、値下がりがしたら分配金が少なくなるしくみです。ある投信を例に見てみましょう。決算期末の前営業日の基準価額が、1万1千円以上1万2千円未満なら分配金は200円、1万2千円以上1万3千円未満なら300円です。1万1千円に満たなければその水準に応じた分配額になり、分配金が支払われないこともあります。1万4千円以上なら、どれだけ高くても分配金は一律500円としています。」(2021年6月25日付朝日新聞/リフィニティブ「(知りたい投信 なるほどリッパ)予想分配金提示型つ

て?上 運用成績に応じて分配金を決定」～ <https://www.refinitiv.com/ja/lipper-asahi-column/distribution-decided-by-investment-performance>)。

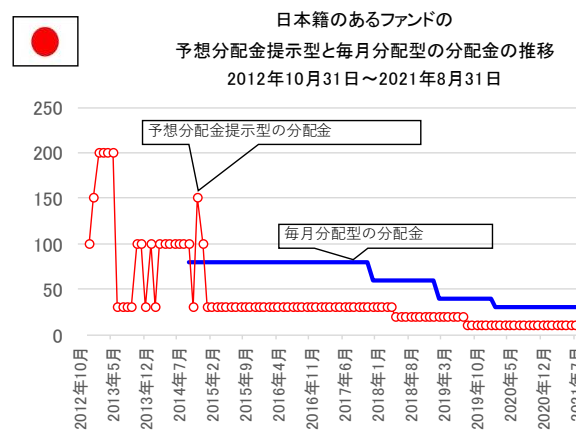
予想分配金提示型(一部で「分配条件提示型」と言う場合もあり)ファンドは基準価額の水準により分配金が決まり、基準価額が高ければ分配金も多くなるが、分配金額は基準価額の水準に応じて「無し、利子・配当収入相当分(経費控除後)、100円、150円、200円、300円、350円、400円、450円、500円」等のどれかを使い、基準価額の値上がりに比べて額は少な目だ。

予想分配金提示型ファンドは、会社型(REIT等)でなく、ETFでもなく、契約型社投(公社債投資信託)でもなく、**契約型の株投(株式投資信託)なので、元本払戻金/特別分配金を使える**(後述の図表⑧参照)。つまり従来の毎月分配型ファンドの様に安定分配の為の元本取り崩しも可能だ。ただ、従来の毎月分配型ファンドの様な元本取り崩しを無くす工夫がある。図表⑦に示される通り、**予想分配金提示型の基準価額は従来の毎月分配型の基準価額より下落しにくくなる。ただ、その代わりに、予想分配金提示型の分配金は従来の毎月分配型の分配金より不安定になりやすくなる。**

図表⑦



(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)



(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)

予想分配金提示型ファンドには9年近くの歴史しかない。しかし、現在のタイプでない予想分配金提示型ファンドは60年以上の歴史がある。**日本では60年前からずっと投信は予想でも実績でも無分配でも分配金提示が人気の鍵となってきた**(無分配型投資信託については後述※2参照)。下記の通り。

✓1960年12月に業界統一商品「長期公社債投信/ボンド・オープン」設定。1月号から12月号まで12本あり、募集する1カ月間、1年後の**予想分配率を表示**。1カ月に1回来る当該月号の決算日(19日)翌日に分配後の1万円で設定。預金より高い予想分配率で大ヒット。当時は基準価額の調整(売買)が可能で非上場債の時価評価をしなくて済んだ。ただ2000年4月2日以降、非上場債が時価評価となり(例外あり)、金利が大幅低下、純資産はどんどん縮小、受付停止続出(2013年8月5日付日本版ISAの道その23~ <https://www.am.mufg.jp/text/130805.pdf>)。既存受益者の分配金は今、「**目標分配額0円**」、信報もほぼゼロ。

後述する中期国債ファンド等もそうだが、長期公社債投信は社投(公社債投資信託)で、分配は基準価額が決算日に1万円で設定出来る様、1万円にする(その様に分配する)。株投(株式投資信託)の様な元本払戻金/特別分配金が無いので1万円を下回ると分配出来ない。ただ、日々決算型以外の追加型社投について、2002年4月から基準価額が1万円を下回る場合でも設定可となった。だが、決算日に1万円を下回った場合は分配出来ない。

✓1980年1月に業界統一商品「中期国債ファンド(チューコク・ファンド)」設定。購入後1カ月過ぎれば手数料なしで解約出来る。預金より高い**予想分配率**で大ヒット。一週間ごとに見直される予想分配率はあくまで運用目標利回り、元本は保証されていないが、過去に元本割れが無かった事で人気を集める。2000年4月2日以降、非上場債が時価評価となり(例外あり)、2001年4月から予想分配率に代わり**直前1週間の実績分配率の揭示**へ。金利が大幅低下、マイナス金利にもなり純資産はどんどん縮小、償還続出。残高は2016年7月以降ゼロ(<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/#>)。大口投資家向け「フリー・ファイナンシャル・ファンド/FFF(スリー・エフ)」も同様。

✓1981年に法人向け業界統一商品「新国債ファンド(アキュミュレーション方式)」、1982年に個人向け業界統一商品

「ジャンボ(収益満期一括払い方式)、1983年に個人向け業界統一商品「ミニ・ジャンボ(収益満期一括払い方式)」設定。高い**予想分配率**でヒット(2013年7月16日付日本版ISAの道その20～ <https://www.am-mufg.jp/text/130716.pdf>)。

✓1986年3月に5年単位型社投(公社債投資信託)業界統一商品「長期国債ファンド〈愛称:トッパ〉」設定。当初「**無分配型**」で、1987年4月から「分配型」が出来、中期国債ファンドに続くヒット商品となる事が期待された(同時に株投にも追加型にも「無分配型」登場)。単位型社投で**実績分配型**(後述※2参照、2013年4月15日付日本版ISAの道その8～ <https://www.am-mufg.jp/text/130415.pdf>、2013年7月16日付日本版ISAの道その20～(<https://www.am-mufg.jp/text/130716.pdf>)。長期国債ファンド〈愛称:トッパ〉は1994年5月末には純資産が過去最高の3兆797億円に達した。だが、超低金利の下、常に1万円を割らない運用を続けにくくなり、成績が悪化、解約続出(後述※2参照)。

✓1991年以降、追加社投(追加型公社債投資信託)ブーム。業界統一商品名は無いが(名前は各社で違う)、スキームは似る。1991年1月に日興証券が発売した「チャンス」が人気のきっかけ。決算期間は3カ月、6カ月、1年の3通りがあり、決算日であれば手数料なしで換金出来る(米国のインターバルファンドに似る～2021年8月30日付日本版ISAの道その340～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)。決算時の**実績分配率**を掲示、元本割れの無い事を宣伝効果とする。償却原価法/アキュム・アモチ方式(償還まで保有した場合の理論価格で評価を行う方式)で可能となる。金利低下基調の中、預金より高い利回りが実績分配率を掲示しヒット。

✓1992年5月にマネー・マネジメント・ファンド/MMF設定。1カ月の据置期間で手数料無しで換金出来、**実績分配率**が預金金利より高く人気。ただ、2000年4月2日から非上場債が時価評価(例外あり)となり含み益による分配も難しくなり、2001年11月に投資不適格となった米エンロン(総合エネルギー最大手)に投資していたものが多く、償却原価法も困難となり元本割れ続発、償還も続出。ゼロ金利(1999年2月12日～2000年8月10日)、量的緩和(2001年3月19日～2006年3月8日)、実質ゼロ金利(2010年10月5日～2016年2月15日)、マイナス金利(2016年2月16日～現在)で純資産はどんどん縮小、償還続出(2013年8月5日付日本版ISAの道その23～ <https://www.am-mufg.jp/text/130805.pdf>)。MMFの残高は2017年5月以降ゼロとなっている(<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/#>)。

✓1994年12月1日に**毎月分配型**ファンド(米国籍)のパトナム・インベストメント・マネジメント「パトナム・ディバースィファイド・インカム・トラスト(クラスM)」設定。1997年1月31日に日本籍で初の毎月分配型ファンドアライアンス・キャピタル・アセット・マネジメント「アライアンス・ハイ・イールド・オープン」設定。

✓2000年10月25日に単位型社投の日興アセットマネジメント「日本国債ファンド(3年・**無分配型**)」設定。先述通り、予想分配率提示が出来なくなり**満期時利回り提示**とした。2001年9月27日の設定で最後。

✓2009年1月30日に**実績分配型**「ピクテ日本ナンバーワン・ファンド(毎月決算実績分配型)」設定。「**決算時の基準価額が1万円を超えている場合は、1万円を超える部分の額の範囲内で分配金額を決定。4月および10月の決算時には、上記に加え利子・配当等収益を勘案したうえで分配金額を決定する。**」(2008年12月26日付ロイター「ピクテ、『日本ナンバーワン・ファンド(毎月決算実績分配型)』を09年1月30日設定」～ https://www.nikkei.com/article/DGXNMSFK05036_V01C12A100000/)。実績分配型がファンド名に付いていないファンドでもっと古いファンドがある。例えば、2004年2月27日設定の「グローバル・ヘルスケア&バイオ・ファンド〈愛称:健次〉」で、収益分配方針には「**決算日の基準価額水準が当初元本額10,000円を超えている場合には、当該超えている部分について、分配対象額の範囲内で、全額分配を行います。**」とある。

2013年7月16日付日本版ISAの道その20「NISA(日本版ISA)向け投信はDC(日本版401k)の様な無(低)分配へ? 5年間無分配の投信の現状と無分配型投信史～ジャンボ&トッパ(マル優)、LLF、日本国債ファンド～(<https://www.am-mufg.jp/text/130716.pdf>)も参照の事。

※2: 無分配型の投資信託…



「投資信託には、『分配型』と『無分配型』の二つのタイプがあります。」(2020年12月4日付朝日新聞朝刊

「投信の税金を正しく知ろう:3 同じ分配金でも課税と非課税が」～ <https://www.refinitiv.com/ja/lipper-asahi-column/lipper-asahi-20201204>)、

「分配型と無分配型では、資産形成の観点では文句なしに無分配型に軍配が上がる。…(略)…。低コストの無分配型投資信託を買っておいて、『投信自動売却サービス』を利用すればいい。」(2014年6月3日付週刊エコノミスト「どっちがお得? 分配型vs無分配型」～ <https://www.amazon.co.jp/エコノミスト-2014年-6-3号-雑誌/dp/B00JXQU6VK>)と無分配型が推奨される事がある。

「無分配/収益満期一括払い方式」提示ファンドはかつて人気を集めた事がある。例えば、1986年3月設定の5年単位型社投(公社債投資信託)業界統一商品「長期国債ファンド(愛称:トッパ)」である。当初「無分配型」だけで、1987年4月から「分配型」も出来た。トッパは1994年5月末には純資産が過去最高の3兆797億円に達した。だが、超低金利の下、常に1万円を割らない運用を続けにくくなり、成績が悪化、解約続出。

無分配型は「信託期間中に分配をしない無分配型は、実質的な税の支払い繰り延べに当たるとして税当局が反発することも予想される。」(1991年7月3日付日経金融新聞「証券界の個人年金型投信案、無分配・追加型に——実質的に複利運用効果」と言われ続けており、現在、日本の国内籍投信に無分配型を提示するファンドは無く、日本で販売されている外国籍投信(ルクセンブルク籍及びケイマン諸島籍)に外貨建てのみ7本(通貨を考慮すると10本)の無分配型がある(2021年8月末現在の純資産で1312億円)。国税庁は2011年、「それまで(1998年12月1日の金融システム改革法施行の一環として行われた投信法改正)監督官庁が無分配型の商品に付してきた4年ないし5年という無分配期間の制限が付されないこととなった。これにより、オーダーメイド型の証券投資信託や信託期間が長期となる**無分配型**の証券投資信託の設定も可能となったが、税制上、証券投資信託については依然として受益者段階課税(受領時課税)が採用されており、過度な課税繰延べが行われるおそれが生じることとなった。…(略)…。5年を超えるものを過度な課税繰延べが行われるものと位置付けることが適当であると思われる。そこで、**無分配型**の投資信託には信託期間が5年以内という適格性の要件を課し、これを超えるものは法人課税信託に分類し、これに類する外国投資信託については外国子会社合算税制の対象となるようその適用範囲を拡大してはどうかと考える。」と言う論文をホームページに出している(<https://www.nta.go.jp/about/organization/ntc/kenkyu/ronsou/71/04/04.pdf>)。

無分配型については2013年4月15日付日本版ISAの道 その8「日本版ISAと無(低)分配志向と日本株ファンド～軽減税率打ち切り前に検討すること、無分配投信のこと～」(<https://www.am-mufg.jp/text/130415.pdf>)も参照の事。

●日米の毎月分配型ファンドを比較

日本ではメディアを中心に毎月分配型ファンドが批判的に言われる事が多い。日本のメディア等は、分配は少なく、出来れば無い方が良いと言う(ただ色々ある事は先述通り)。

✓「なぜ売れる 異形の投信」(2007年12月8日付日本経済新聞朝刊1面「『不思議の国』映すブーム)、「世界的にまれ、機能的にも『異形』。…(略)…。『日本特有の現象』と専門家もあきれ顔だ。」(2008年2月6日付週刊東洋経済「『異形』の毎月分配型流行は問題点が山積。異議ありだ!」)、「

✓「日本で独自の進化を遂げた『ガラパゴス投信』がいま、世界で存在感を高めている。運用資産の一部を取り崩して投資家に現金を毎月支給する『毎月分配型投信』は日本で14年前に誕生した商品。当初は『複利効果を生まず運用効率が悪い』と海外から冷ややかな視線を浴びたが、残高が36兆円を超える『大ヒット』を目の当たりにして、ここ1年で香港や台湾で本格的に売り出されるようになった。」(2011年7月5日付日本経済新聞朝刊4面「運用不振、浸透道半ば——個人金融資産の4%どまり。」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXNZO31608810V00C11A7EE1000/>)、

✓「近年は日本独自の不思議な慣行が新たに加わりました。投資家に分配金を毎月支払う『毎月分配型ファンド』ばかりがよく売れるという奇妙な現象です。」(2016年8月30日付 NIKKEI STYLE マネー研究所「まだ続く? 投信業界の不思議な慣行」～ <https://style.nikkei.com/article/DGXMZ006602850Z20C16A800000/>)、

✓「毎月分配型投信のように明らかにダメな商品」(2019年9月25日付ダイヤモンド・オンライン「毎月分配型投信にまた復活の気配、何度でも『害虫駆除』の必要あり」～ <https://diamond.jp/articles/-/215597>)など、

投信業界では、投信超大国(先進国)の米国の例を言う事が多いが、その米国でも毎月分配型がある。日本の予想分配金提示型が「あくまでも運用の果実を分配することを重視する。当然、月々の分配金は収益次第で変わらる。」(2012年11月8日付日本経済新聞電子版「分配金額をあらかじめ示した豪州投信－大和が「予想分配金提示型」を開発」～

https://www.nikkei.com/article/DGXNMSFK05036_V01C12A1000000/)と言うが、これは米国の毎月分配型ファンドに近付いている事を示す。米国の投信は会社型が主流で、日本の会社型(REIT)と同様、毎年、実現したインカムゲインとキャピタルゲイン(※評価益は除く)のほぼ全額(90%以上、実際は100%に近い)を定期的(毎月、四半期、半年等)に分配する(米国外投資家向け IRIC/International Regulated Investment Company/国際規制投資会社等、例外あり)。分配しない投信は法人所得課税が課される可能性がある(日本も? 2013年4月15日付日本版ISAの道その8～ <https://www.am.mufg.jp/text/130415.pdf>)。分配が不定期に大きく変わる「実績分配型」と思われるが、分配頻度はファンドにより毎月、四半期、年2回、年1回と自由に出来る(※不規則な月、決算日以外、日本の日々決算型の様に毎日分配を発表して1ヵ月分を分配する事も可、月刊「投資信託事情」2016年11月号<Strategic Vistas>～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase161121.pdf>)。図表⑧に示される通り、日米での大きな違いは実現したキャピタルゲインしか分配出来ず、評価益が分配出来ない事である(その問題等については2020年2月10日付日本版ISAの道その296～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200210.pdf)。

図表⑧

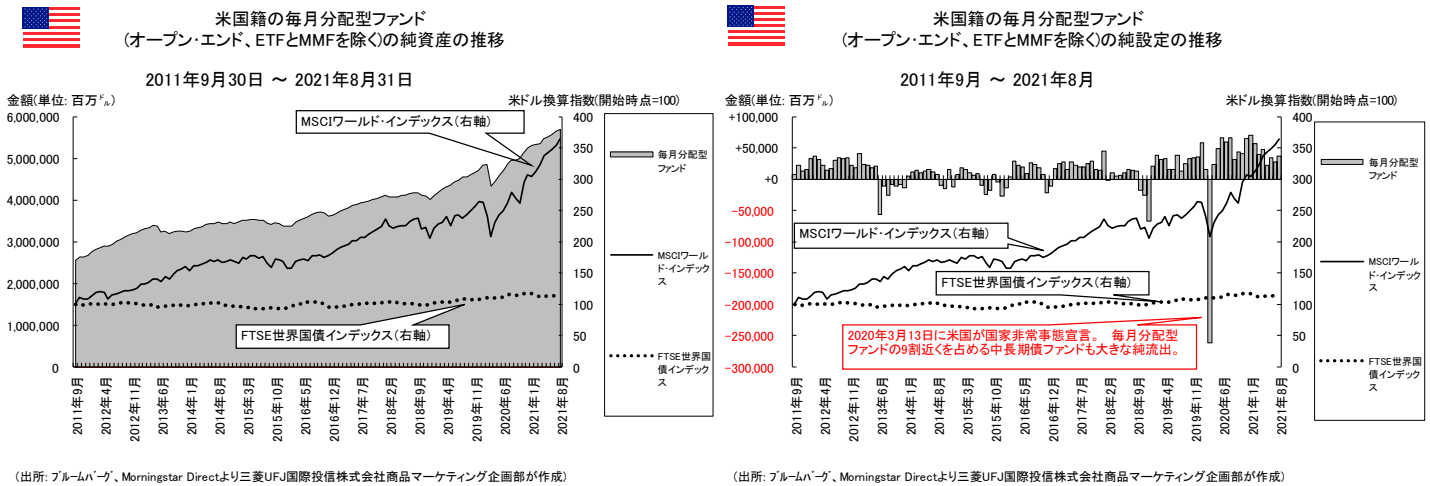
分配原資	日本		米国	
	契約型		会社型	会社型
	追加型株式投信(除くETF)	追加型株式投信(ETF)	クローズドエンド型不動産投資法人(J-REIT)	ミューチュアルファンド、ユニットインベストメントトラスト、ETF、クローズドエンド・ファンド、REIT、BDC/Business Development Company (米国外投資家向けIRIC/International Regulated Investment Company/国際規制投資会社等、例外あり)
分配義務	無し	インカムゲイン(費用控除後)全額	税引前当期利益の90%超	純投資所得/Net Investment Incomeの90%以上
インカムゲイン(費用控除後)	有り	有り	有り	有り
キャピタルゲイン	実現益	有り(1956年まで無し)	無し	有り
	評価益	有り(1961年まで無し)	無し	無し
収益調整金及び元本払戻金(特別分配金)、利益超過分配金	有り(収益調整金)	無し	有り(利益超過分配金)	無し
分配金の希薄化・濃縮化	無し	有り	有り	有り

(出所: 日本の投資信託協会と国税庁、米国のICI/米国投資信託協会とIRS/内国歳入庁等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●米国では毎月分配型ファンド人気継続! 債券が牽引するものの陰りもあり高分配株へ

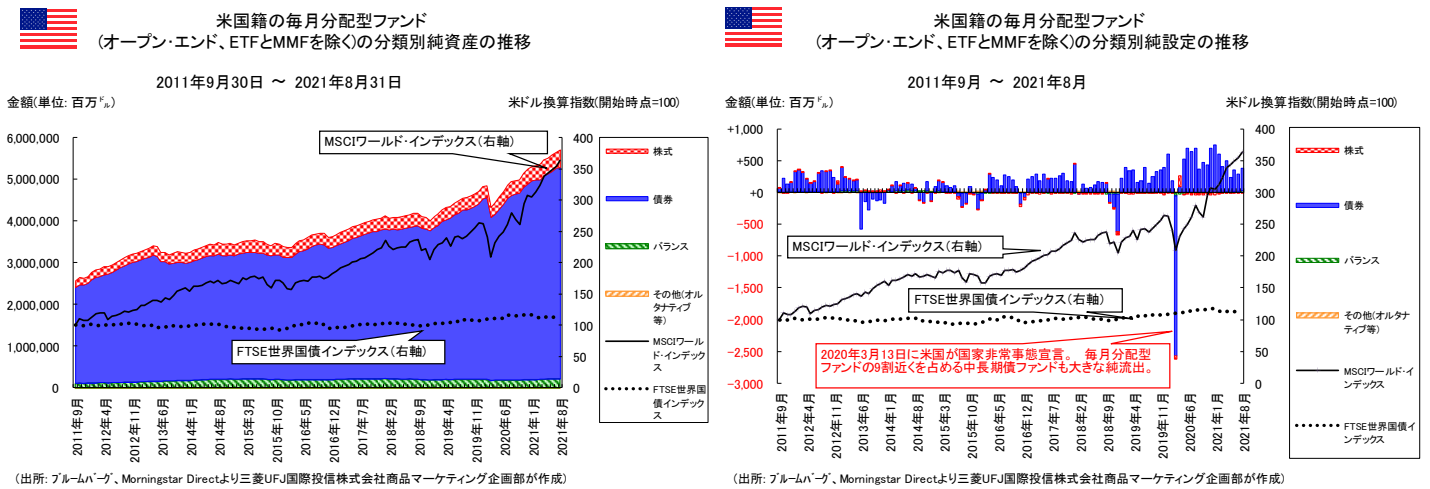
先の日本のグラフと同様、米国籍の毎月分配型ファンドについて、2011年9月～2021年8月の10年で見たのが図表⑨である(米国籍の毎月分配型ファンドのオープン・エンドでETFとMMFを除く)。左側が純資産、右側が純設定は日本と同じである。図表①(日本の毎月分配型ファンド全体)と図表⑨(米国の毎月分配型ファンド全体)を比べてわかるのが、日本では株式ファンド、米国では債券ファンドが圧倒的に人気と言う事だ。日本の毎月分配型ファンドに比べて、その好調さがよくわかる。

図表⑨



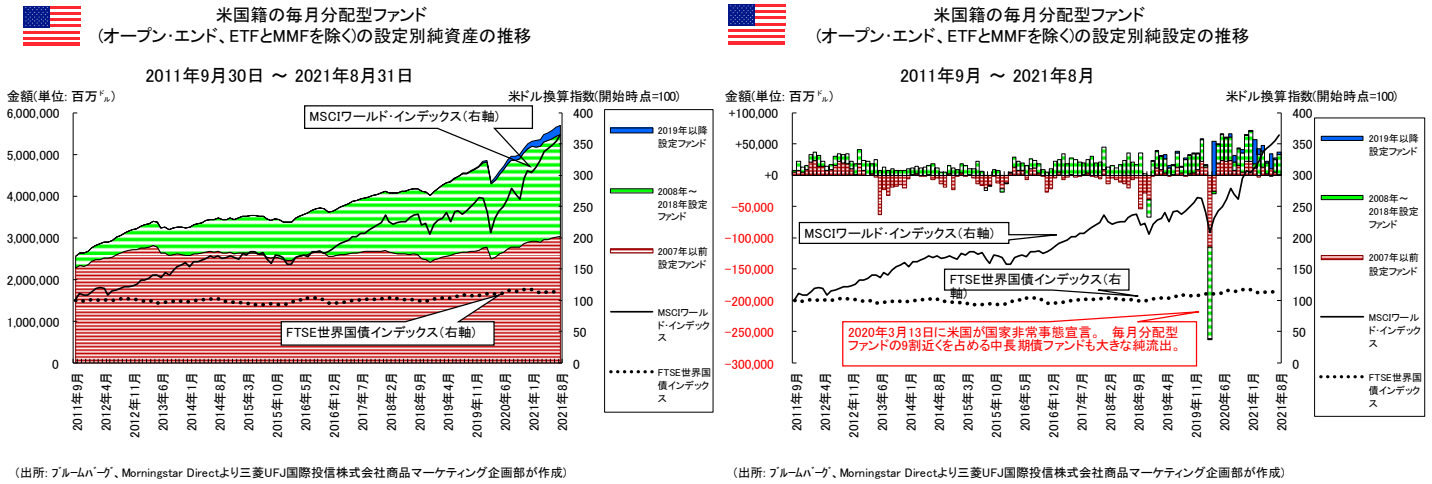
分類別で見たのが図表⑩で、債券ファンドが圧倒的だ。日本では、世界的な利回り低下により(2014年6月5日から欧州中央銀行/ECBがマイナス金利、2016年2月16日から日銀がマイナス金利～前述の図表③)、日本の毎月分配型ファンドで中心的存在だった債券ファンドは運用難となり、インカムゲインを原資とする「本来の」分配金を増加すべく、(リスクは高まるが)毎月分配型の高配当株式ファンド(含むREIT・MLP)に資金をシフトしてきた。しかし**米国の連邦準備制度理事会/FRBはマイナス金利をせず、国内(米国)債券利回りも日欧よりは高く/マイナスにもならず(前述の図表③)、日本の様な債券ファンドよりも株式ファンドと言う事があまり起きなかった**のである。

図表⑩



設定別で見たのが図表⑪で、日米共に2007年以前設定ファンドは純流出、2008年～2018年設定のファンドが純流入を牽引(日本では純流出を牽引、米国では純流入を牽引)、2019年以降設定ファンドも純流入傾向の兆しだ。米国では古いファンドが多いと言われるが、米国でも新規ファンドは増えている。日本では新規ファンドの設定を抑制、類似ファンドの組成防止をする事が顧客本位のプロダクトガバナンスで良い事とされているが(2021年6月27日付日本版ISAの道その336～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)、**米国では類似の新規設定ファンド(シェアクラス)をより低コスト等で顧客に提供する事こそが顧客本位のプロダクトガバナンスで良い事とされ、自動乗り換え(クラス転換)さえある。乗り換えをさせず既存ファンド(レガシー・シェアクラス/legacy share classes/時代遅れのシェアクラス)に留めておいたり、既存ファンドを推奨したりする事こそ問題視している**(米国の新規設定ファンドについては2018年6月18日付日本版ISAの道その226～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180618.pdf、米英のプロダクトガバナンスについては2020年9月17日付日本版ISAの道その315https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。ただし、米国は会社型が主流で(日本は投信法だけではなく信託法にも縛られる契約型が主流)、後述の「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」の様な統合、投信の根本的な変更(撤退)等も容易に出来る。トランスファー・エージェントの存在も大きい(2018年6月18日付日本版ISAの道その226～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180618.pdf)。

図表⑩



米国の毎月分配型ファンドの純設定で日本の毎月分配型ファンドに無かった大きな純流出がある。毎月分配型ファンドに限った事ではなく、米国の投信(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)全体が2020年3月に-3368億ドル/約36兆2150億円の純流出となった(1993年2月以来のデータで最大の純流出)。特に債券ファンドが記録的な純流出となった(1993年2月以来のデータで最大の純流出)。米国の毎月分配型ファンドで89.1%を占める中長期債ファンドも大きな流出となった。債券が大きな売り(利回り上昇)に見舞われた為である。これは、2020年3月11日に世界保健機関/WHOがコロナウイルスのパンデミック(世界的流行)を表明、2020年3月13日に米国が国家非常事態宣言(日本は2020年4月7日に緊急事態宣言、2020年4月16日付日本版ISAの道その302~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200416.pdf)をした事が大きい。これで、投資不適格債券中心に債券ファンドが軒並み記録的な純流出となったのである(1993年2月以来のデータで最大の純流出)。当時、「中長期債ファンドで最も大きい分類である米国中長期コアプラス債ファンド/US Fund Intermediate Core Bondは主として米国の投資適格債券にフォーカスしているが、資産の35%まであらゆるセクターの投資不適格債券を保有する事が可能である。…(略)…。しかし、2020年2月20日から2020年3月20日までの間に、中期コアプラス債券ファンドは平均6.5%下落した。概してハイイールド債への投資比率が高いほど下落も大きかった。」(2020年4月3日付Barron's「Most Bond Funds Have Been Beaten Up. It's Time for a Gut Check.」~ <https://www.barrons.com/articles/bond-fund-strategies-volatile-markets-51585781169>)と報じられていた。

図表⑫に示される通り、米国籍の毎月分配型ファンド(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)は中長期債ファンドが2021年8月末現在の純資産で89.1%を占める(株式ファンドが7.1%、バランス型ファンドが3.7%)。グローバル分類(モーニングスター分類)で見ると、1位が米国債券64.9%、2位が米地方債16.9%、3位が米国大型グロース株3.7%となっている。

図表⑫

米国籍の毎月分配型ファンド(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)の2021年8月末現在の
大分類とグローバル分類(モーニングスター分類)の純資産の大きい順

順位	大分類	ファンド(クラス)本数	純資産(百万ドル)		順位	グローバル分類(モーニングスター分類)	ファンド(クラス)本数	純資産(百万ドル)	
			純資産	比率(%)				純資産	比率(%)
1	中長期債	5,770	558,369,424	9801.7	1	米国債券	3,280	405,827,435	7123.9
2	株式	529	44,530,391	781.7	2	米地方債	1,722	105,583,609	1853.4
3	バランス	542	23,044,684	404.5	3	米国大型グロース株	40	22,938,594	402.7
4	オルタナティブ	36	485,222	8.5	4	グローバル債	234	22,886,028	401.7
5	商品	6	37,897	0.7	5	コーポレート・アロケーション	209	16,549,201	290.5
6	その他	6	20,905	0.4	6	債券その他	256	16,086,608	282.4
					7	米国大型バリュー株	86	7,477,824	131.3
					8	エマージング債	253	6,964,312	122.3
					9	米国大型フレッド株	68	5,429,649	95.3
					10	モテリート・アセットアロケーション(株50%70%)	150	5,242,549	92.0
	全6分類計	6,889	5,696,674	100.0		全33分類計	6,869	5,696,674	100.0

(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)

尚、最大の純流出は、図表⑬に示される通り、米国籍の毎月分配型ファンド(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)最大の純資産を持ち、世界の債券ミューチュアルファンドでも最大の純資産を持つ中長期債ファンド「Vanguard Total Bond Market II Idx Inv」である(オープン・エンドでETFとMMFを除く)。

図表⑬



米国籍の毎月分配型ファンド(オープン・エンド、ETFとMMFを除く)純資産の大きい順

2021年8月末現在

ファンド名 (最も設定の古いクラス名となっている)	大分類	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) 直近月末	販売手 数料 (%)	信託報 酬 (%)	直近配 当利回 り(%) <small>直近の分配 金率を算 算。現在の 基準価額で 算出した値。</small>	分配 回数/ 年
1 Vanguard Total Bond Market II Idx Inv	中長期債	米国債券	Vanguard	2009/1/26	15,872,625	144,480	0.00	0.08	1.80	12
2 Fidelity® Contrafund®	株式	米国大型グロス株	Fidelity Investments	1967/5/17	14,267,967	129,874	0.00	0.30	0.00	12
3 Vanguard Total Bond Market Index Adm	中長期債	米国債券	Vanguard	2001/11/12	13,061,839	118,895	0.00	0.04	1.93	12
4 Vanguard Total Bond Market II Idx I	中長期債	米国債券	Vanguard	2009/2/17	12,066,300	109,833	0.00	0.02	1.87	12
5 Vanguard Inter-Term Tx-Ex Adm	中長期債	米地方債	Vanguard	2001/2/12	9,287,705	84,541	0.00	0.08	2.21	12
6 PIMCO Income Instl	中長期債	米国債券	PIMCO	2007/3/30	8,802,718	80,127	0.00	0.25	3.97	12
7 Fidelity® US Bond Index	中長期債	米国債券	Fidelity Investments	2011/5/4	6,561,745	59,728	0.00	0.03	1.82	12
8 Metropolitan West Total Return Bd I	中長期債	米国債券	Metropolitan West Funds	2000/3/31	6,192,207	56,365	0.00	0.35	1.26	12
9 Vanguard Short-Term Investment-Grade Adm	中長期債	米国債券	Vanguard	2001/2/12	6,111,894	55,633	0.00	0.09	1.82	12
10 PIMCO Total Return Instl	中長期債	米国債券	PIMCO	1987/5/11	6,060,040	55,161	0.00	0.25	2.07	12
11 Vanguard Total Bond Market Index I	中長期債	米国債券	Vanguard	1995/9/18	5,554,191	50,557	0.00	0.03	1.94	12
12 Strategic Advisers® Core Income	中長期債	米国債券	Fidelity Investments	2007/9/27	5,028,009	45,767	0.00	0.60	2.32	12
13 DoubleLine Total Return Bond I	中長期債	米国債券	DoubleLine	2010/4/6	4,685,178	42,647	0.00	0.40	3.13	12
14 Strategic Advisers® Fidelity® Core Inc	中長期債	米国債券	Fidelity Investments	2018/10/16	4,442,385	40,437	0.00	0.60	2.02	12
15 Fidelity® Series Investment Grade Bond	中長期債	米国債券	Fidelity Investments	2008/10/8	4,413,750	40,176	0.00	0.00	2.05	12
16 Vanguard Total Bond Market Idx InstlPls	中長期債	米国債券	Vanguard	2010/2/5	4,249,146	38,678	0.00	0.03	1.95	12
17 Vanguard Total Intl Bd II Idx Instl	中長期債	グローバル債	Vanguard	2021/2/18	4,222,965	38,440	0.00	0.06	0.00	12
18 Vanguard Ltd-Term Tx-Ex Adm	中長期債	米地方債	Vanguard	2001/2/12	4,066,594	37,016	0.00	0.08	1.41	12
19 PIMCO Income I2	中長期債	米国債券	PIMCO	2008/4/30	4,031,274	36,695	0.00	0.25	3.87	12
20 Franklin Income A1	バランス	コア・アロケーション	Franklin Templeton Investments	1948/8/31	4,008,954	36,491	3.75	0.63	4.57	12
21 Baird Aggregate Bond Inst	中長期債	米国債券	Baird	2000/9/29	3,935,540	35,823	0.00	0.25	1.95	12
22 Vanguard Inter-Term Investment-Grde Adm	中長期債	米国債券	Vanguard	2001/2/12	3,916,666	35,651	0.00	0.08	2.29	12
23 Bridge Builder Core Plus Bond	中長期債	米国債券	Bridge Builder	2015/7/13	3,679,942	33,497	0.00	0.36	2.16	12
24 Vanguard Instl Intrm-Term Bd Instl Plus	中長期債	米国債券	Vanguard	2015/6/19	3,648,985	33,215	0.00	0.02	1.32	12
25 BlackRock Strategic Income Opps Instl	中長期債	債券その他	BlackRock	2008/2/5	3,516,521	32,009	0.00	0.55	2.59	12
26 Vanguard Total Intl Bd Idx Investor	中長期債	グローバル債	Vanguard	2013/5/31	3,432,842	31,247	0.00	0.12	0.84	12
27 Baird Core Plus Bond Inst	中長期債	米国債券	Baird	2000/9/29	3,360,609	30,590	0.00	0.25	2.36	12
28 American Funds Bond Fund of Amer A	中長期債	米国債券	American Funds	1974/5/28	3,326,311	30,278	3.75	0.30	1.39	12
29 Vanguard Total Intl Bd Idx Admral	中長期債	グローバル債	Vanguard	2021/2/26	3,322,450	30,243	0.00	0.00	0.00	12
30 Vanguard Total Intl Bd Idx Admral™	中長期債	グローバル債	Vanguard	2013/5/31	3,269,174	29,758	0.00	0.10	0.86	12
6891本 * 純資産は合計、その他は単純平均。				2007/12/15	625,836,551	5,696,674	3.76	1.28	2.38	12

(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)

米国の毎月分配型ファンドは債券ファンドが牽引してきた。ただ低い利回りで純流入に陰りも出ている。日本では、世界的な利回り低下により(前述の図表⑬)、債券ファンドは運用難となり、毎月分配型の高配当株式ファンド(含む REIT・MLP)に資金をシフトしてきた。これが米国でも起きつつある。

そこで 2021 年 9 月 3 日付米国モーニングスター/Morningstar は次の様に言う(和訳及び下線はコラム筆者)。「高配当 ETF/High-yielding dividend exchange-traded funds はインカム重視の投資家には魅力的だ。だが、多くのファンドが継続的な配当支払い/ongoing dividend payment の原資不足になりがちな株式に多々投資している。高配当維持の為に、配当が困難になるリスクを持つ株をコントロールする事や配当の高さと企業の安定のバランスを取る事が重要である。モーニングスターでシルバー格付け/Morningstar Analyst Rating of Silver を持つ『フレックスシェアーズ・高格付け・配当 ETF/FlexShares Quality Dividend ETF(QDF)』や『シュワブ米国配当株式 ETF/Schwab U.S. Dividend Equity ETF(SCHD)』はどちらも共通の目標を共有するが、アプローチは大きく異なる。QDF は平均以上の格付けを持つ高配当株をターゲットとする最適化をしており、SCHD は 10 年以上の長期配当実績を持つ株式をユニバースとして高配当利回り/high yields、高収益率/high profitability、高配当成長率/high dividend-growth rates で絞り込む。」(2021 年 9 月 3 日付 Morningstar「What Characteristics Are Linked to Consistent Dividend Payments?」~ <https://www.morningstar.com/articles/1056858/what-characteristics-are-linked-to-consistent-dividend-payments>)。

いち早く日本の毎月分配型ファンドは債券ファンドで運用難となり、毎月分配型ファンドを高配当株式(含む REIT・MLP)、予想分配金提示型に資金をシフトしてきたが、米国の投信業界が日本の投信業界を追う可能性がある。ずっと投信超大国(先進国)の米国の後を追っている日本の投信業界が米国に先行する事など考えにくい、これは日本の金融環境(低金利で日本は米国に先行)や人口動態(高齢化で日本は米国に先行)による所が大きい先行なので自然な事である。そして既に十数年前に米国の投信業界が日本の投信業界を追った事がある。それがマネージド・ペイアウト・ファンド」である(後述)。

●米国の日本的毎月分配型ファンド「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」 ～撤退/事実上の償還には指数連動型年金保険/RILA 人気も影響～

投信超大国(先進国)の米国にも毎月分配型があり、大きな存在である事は先述通りである。米国の(世界の)債券ミューチュアルファンド最大の純資産を持つ中長期債ファンド「Vanguard Total Bond Market II Idx Inv」も毎月分配型だ(オープン・エンドでETFとMMFを除く)。だが、「元本を取り崩しても毎月の分配金額を安定させる元本払い出し型」

(2012年11月8日付日本経済新聞電子版「分配金額をあらかじめ示した豪州投信一大和が「予想分配金提示型」を開発」～

https://www.nikkei.com/article/DGXNMSFK05036_V01C12A1000000/)と言われる日本の毎月分配型ファンドどうか? 実はこれも米国にある。

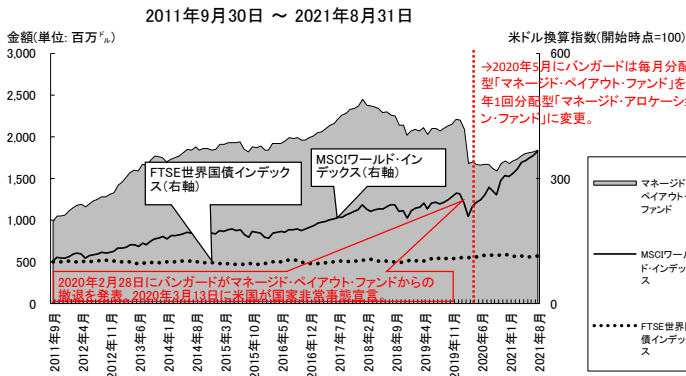
それは米国籍バランス型ミューチュアルファンド「マネージド・ペイアウト・ファンド/Managed payout funds」である(リ

タイメント・インカム・ファンド/retirement income fund、マンスリー・インカム・ファンド/monthly income fund、インカム・リプレイス・ファンド/income replacement fund などとも言われている)。日本で毎月分配ファンドが大人気だった2007年から2008年の間に米国で設定された。それも米国で投信会社最大級のバンガード・グループ/Vanguard Groupとフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investmentsが代表的存在である。だが、バンガードは撤退した(撤退発表前2019年12月末現在、マネージド・ペイアウト・ファンド純資産22億682万ドル/約2400億円)の約85%を占めてた。次いでシュワブ1億9500億ドル/8.8%、フィデリティ1億2700万ドル/5.8%)。

マネージド・ペイアウト・ファンドは2021年8月末現在の純資産で18億ドル/約2015億円しかない。さらに、ここには日本の毎月分配型ファンドと言えない「バンガード・マネージド・アロケーション・ファンド/Vanguard Managed Allocation Fund」(14億ドル/約1523億円、後述)等を含んでおり、これを除くと、4億ドル/約491億円となる。2018年1月末に付けた純資産24億ドル/約2668億円で頭打ちとなり、そのまま人気とはとても言えない状態となっている。

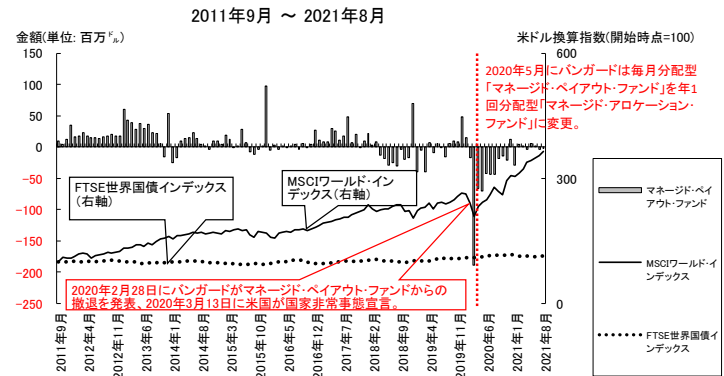
図表⑭

米国籍のマネージド・ペイアウト・ファンド
(Vanguard Managed Allocation Investor、非毎月分配型ファンドを含む)
の純資産の推移



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

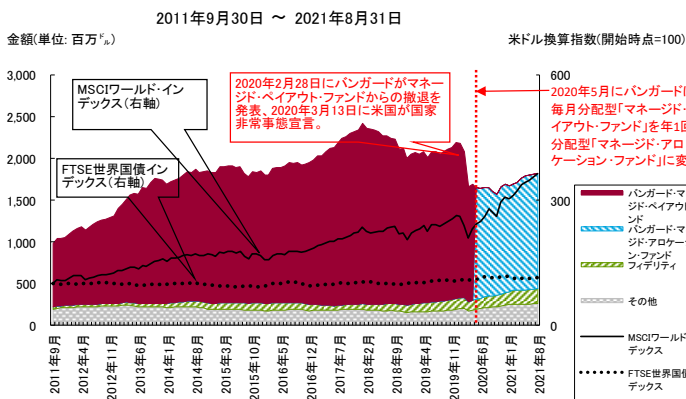
米国籍のマネージド・ペイアウト・ファンド
(Vanguard Managed Allocation Investor、非毎月分配型ファンドを含む)
の純設定の推移



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

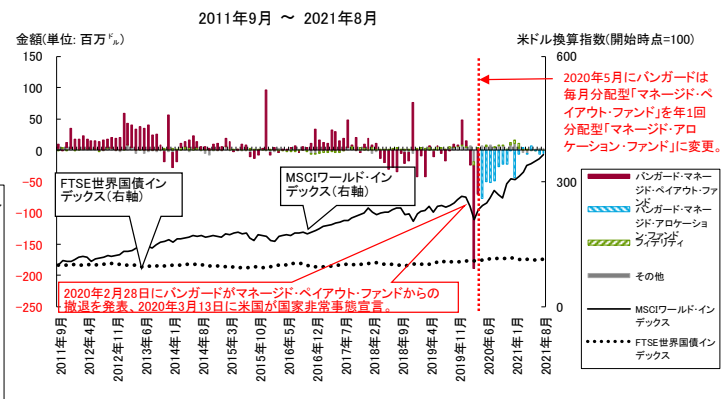
図表⑮

米国籍のマネージド・ペイアウト・ファンド
(Vanguard Managed Allocation Investor、非毎月分配型ファンドを含む)
の分類別純資産の推移



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

米国籍のマネージド・ペイアウト・ファンド
(Vanguard Managed Allocation Investor、非毎月分配型ファンドを含む)
の分類別純設定の推移



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

なぜバンガード・グループは撤退したか？ バンガードは 2007 年 12 月 11 日以降、株式・債券・REIT・商品・インフレ連動債に投資する(市場中立型戦略もする)アクティブファンド「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド/Vanguard Managed Payout Funds」を設定した。

- (1) 年 3%分配で長期ターゲットリターンは米 CPI/米消費者物価指数プラス 5%以上(Growth Focus, VPGFX)
- (2) 年 5%分配で長期ターゲットリターンは米 CPI プラス 5%(Growth and Distribution, VPGDX)
- (3) 年 7%分配で長期ターゲットリターンは 7%(Distribution Focus, VPDFX)

ただ、図表③に示される世界的な利回り低下もあり、分配率や長期ターゲットリターンの達成が困難となり、2014 年 1 月 17 日に以上の 3 ファンドを年 4%分配の「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」へ統合・改名した(年 5%分配の Growth and Distribution, VPGDX に統合)。年 4%でもまだ高いが、「年間分配目標/annual target distribution 4%と言う Withdrawal Rate/引出率は多くの退職ファイナンシャル・プランナーの長期に合理的とする 4%ルール/4% Rule による。」(2020 年 2 月 28 日付 Barron's「Vanguard Throws in the Towel on Its Managed Payout Fund」~ <https://www.barrons.com/articles/vanguard-throws-in-the-towel-on-its-managed-payout-fund-51582939988>、2020 年 3 月 16 日付日本版 ISA の道 その 301 ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200316.pdf) と言う。

- (4) 年 4%分配の「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」(VPGDX)

しかし、「マネージド・ペイアウト・ファンドは人気を得る事は出来なかった。元本毀損無しで分配目標を達成出来ず、単に元本を支払っていただけとなった。2020 年の毎月分配額の 90%が元本だった。バンガード・ニュースレターズのウィナー/Wiener 氏は「マネージド・ペイアウト・ファンドは失敗した。」と言っている。」(2020 年 2 月 28 日付

Barron's「Vanguard Throws in the Towel on Its Managed Payout Fund」~ <https://www.barrons.com/articles/vanguard-throws-in-the-towel-on-its-managed-payout-fund-51582939988>)と報じられた通り(2020 年 3 月 16 日付日本版 ISA の道 その 301 ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200316.pdf)、2020 年 2 月 28 日にマネージド・ペイアウト・ファンド撤退を発表した。分配機能/income feature と毎月分配/monthly distributions を 2020 年 5 月で終わりにして、年 1 回分配/annual distribution「バンガード・マネージド・アロケーション・ファンド/Vanguard Managed Allocation Fund」にした(2020 年 2 月 28 日付 PRNewswire「Vanguard Announces Changes To Managed Payout Fund」~ <https://www.prnewswire.com/news-releases/vanguard-announces-changes-to-managed-payout-fund-301013369.html>)。「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」の事実上の償還と言える。

- (5) 年 1 回分配の「バンガード・マネージド・アロケーション・ファンド」(VPGDX)

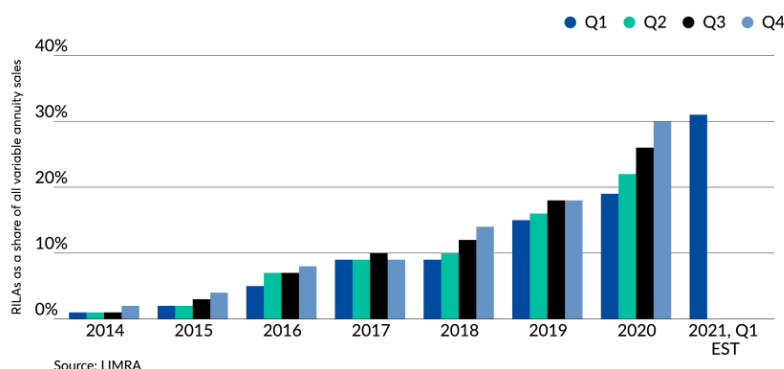
マネージド・ペイアウト・ファンドは本当に失敗だったのか？ 米国のメディアには違う意見を持つ所もある。バンガード撤退後 9 カ月が経過した 2021 年 2 月に、米フォーブス誌(フォーブス・アドバイザー・エディトリアル・チーム/The Forbes Advisor editorial team)はマネージド・ペイアウト・ファンドを個人年金保険/Annuities と比較、メリットを説いていた。その一部を抄訳したのが下記である(下線はコラム筆者)。

「マネージドペイアウトファンドは投信を使い安定した予測可能な支払いの流れを提供する。ただ“目標/target”や“予想/anticipated” regular payout の定期的支払い/regular payout の提供が難しい。1%から 8%まで広く中には退職後家計の構築実行が難しい場合もある。個人年金保険なら一定支払いを保証するが(年金の会社が倒産しても)、マネージドペイアウトファンドは支払いを保証しない。だが、インフレ時、マネージドペイアウトファンドは潜在的にインフレに追い付くが、年金は生計費調整/Cost-of-Living-Adjustment/COLA 付きでない限りインフレには追い付かない。COLA はより多くの手数料を意味/COLA riders mean more fees、支払いを減らす可能性がある。さらにマネージドペイアウトファンドは簡単に換金出来るが、年金は解約控除期間/surrender period に行くと 7%から 20%までペナルティとして没収される可能性がある/forfeiting from 7% up to 20% of your annuity investment。バンガードは撤退したが、全体として、マネージドペイアウトファンドは進化、市場の状況に適応しようとしている。」(2021 年 2 月 18 日付 Forbes Advisor「What Is A Managed Payout Fund?」~ <https://www.forbes.com/advisor/retirement/what-is-managed-payout-fund/>)。

米フォーブス誌がマネージド・ペイアウト・ファンドと個人年金保険/Annuities を比較、マネージド・ペイアウト・ファンド復調を期待している様に見えるのは、**米国では現在、コロナによりアニユイティ(個人年金保険)の販売額が急増している**事もあろう。2021年7月、米フォーブス誌と並ぶ大手メディアの米バロズ誌/Barron's が次の様に書いていた。その一部を抄訳したのが下記である(下線はコラム筆者)。

「**2021年1~3月に年金保険への投資総額は610億ドルと2019年の4~6月以降最も多かった。指数連動型年金保険/Registered Indexed-Linked Annuity/RILAが+89%増、変額年金保険/Variable Annuity/VAが90億ドルと2015年以来の高水準。**RILAにはバッファーまたはフロア/buffer or floorがある。バッファーRILA/Buffer RILAsは一定の損失(例えば10%、15%、または20%)を保険会社が追う一方でリターンにはキャップ/capが設定される。例えば、S&P500をインデックスとしてバッファー10%でキャップ19.5%の場合、12%下落すれば10%を保険会社、2%を契約者が負い、25%上昇したらリターンは+19.5%となる。フロアRILA/Floor RILAはフロアまでの損失が投資家負担となる。フロア10%の場合、12%下落すれば保険会社が2%の負担となる。手数料はキャップに反映されており、インデックスのリターンには配当は含まれない。変額年金保険は条件を詳細に確認する必要がある。株式配分が大きく制限されている可能性がある他、様々な手数料により口座残高がゼロになる可能性もある。最低保証額も変動する可能性があり、自分の望む条件に合うか見極める必要がある。手数料の平均は年率1.4%だが、投資部分のコストとして平均して年率1%が上乗せされる。また、ほとんどの商品は給付保証特約/guaranteed income riders 付きでさらに年率1.3%の手数料が掛かり、**変額年金保険の手数料は合計3.7%以上になりえる/the all-in cost can be 3.7% or more。**」(2021年7月23日付 Barron's「Are The 100 Best Annuities for Today's Market」
 ~ <https://www.barrons.com/articles/best-annuities-51627068402>)。

Sales of RILA contracts are steadily increasing



2021年4~6月も年金保険への投資総額は679億ドルとさらに増加、指数連動型年金保険/RILAも変額年金保険も増加している(2021年7月27日付 Secure Retirement Institute「Second Quarter U.S. Annuity Sales Jump Nearly 40%, Marking the Highest Sales in More than a Decade」
 ~ <https://www.limra.com/en/newsroom/news-releases/2021/secure-retirement-institute-second-quarter-u.s.-annuity-sales-jump-nearly-40-marking-the-highest-sales-in-more-than-a-decade/>)。「**販売手数料は指数連動年金が6~8%変額年金が4~7%。**」(2018年11月25日付 The Balance「The Levels of Commission Agents Earn on Annuities」
 ~ <https://www.thebalance.com/what-levels-of-commission-do-agents-earn-on-annuities-146003>)と言
 う一方、「バンガード・マネージド・ペイアウト・ファンド」のエクスペンスレシオ/Net Expense Ratioは年0.2%だった。手数料の大きい個人年金保険を顧客に奨めた銀行や証券会社のファイナンシャル・アドバイザーも少なくない。

米国は投信超大国(先進国)であると共にフィデューシャリー・デューティー先進国でもある。米国にはSEC/証券取引委員会の「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」がある。しかし、**変額年金は投信同様、SECが規制するが、指数連動年金など年金(変額年金を除く)はドッド・フランク法でSECは規制出来ず、州が規制している**(州には厳しい州と厳しくない州がある~2019年12月16日付日本版ISAの道その291~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf)。労働省が**指数連動年金を規制しようとした事もあるが、2018年に裁判で「DOLは権限が無い」などとされ無効となっている**(2018年9月25日付日本版ISAの道その238~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180925.pdf)。

この様に見ると、米国の投信を席卷し続けてきたバンガードのマネージド・ペイアウト・ファンド撤退、事実上の償還の背景には、一部、個人年金保険/Annuities の人気があった可能性がありそうだ。

因みに、米国の指数連動型年金保険は日本の損失限定型ファンド及び元本確保型ファンドに似た部分がある。例えば、日本の損失限定型ファンドは(米国の指数連動型年金保険のバッファーに相当する)保証価格/プロテクトラインが10%の場合、10%下落すれば短期金融資産100%の運用に切り替えて繰り上げ償還になる事もあるファンドだ(2021年9月8日付日本経済新聞電子版「銀行で人気の投信がマイナス償還 後味悪い損失限定型」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0CD073JP0X00C21A9000000/>)。

以上、投信超大国(先進国)である米国を参考にする事は良いが、その前に日米の毎月分配型(予想分配金提示型)ファンドの違い、日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今を理解することの重要性である。それらをしっかりと理解した上で投信超大国(先進国)である米国の良い部分をぜひ参考にしてほしいものである(5年近く前の月刊「投資信託事情」2016年11月号<Strategic Vistas>～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase161121.pdf> の繰り返し)。

以 上

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:
「各年ごと…<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」、
「2013年2月1日付日本版ISAの道 その1から一気に見る/検索する…
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」もしくは
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ください。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

- ・MSCIワールド・インデックスはMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また、MSCIは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ・FTSE世界国債インデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。
- ・ブルームバーグ(BLOOMBERG)は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)の商標およびサービスマークです。バークレイズ(BARCLAYS)は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー(Barclays Bank Plc)の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス(BLOOMBERG BARCLAYS INDICES)に対する一切の独占的権利を有しています。