

図説アメリカの投資信託市場
(2020 年データ更新版)
と
2020 年のアメリカ投資信託動向レポート

(概 要)

日本証券経済研究所は 2019 年 6 月に「図説アメリカの証券市場 2019 年版」を発行した。

http://www.jsri.or.jp/publish/market/market_30.html

この本の「第 14 章 投資信託」は、歴史的経緯も踏まえて現在のアメリカの投資信託市場の制度や運用と投資家状況などを 2017 年末までのデータを基準にして解説したものである。

本稿の前半は 2019 年版の図表部分（奇数ページ）のデータを 2020 年末基準に更新したもので、文章部分（偶数ページ）の参考としてご活用いただくことを意図したものである。

なお、2020 年 6 月には 2019 年末基準のデータ更新版である次のレポートを発行している。

https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2006_01.pdf

本稿の後半には「2020 年のアメリカ投資信託動向レポート」を付した。これは過去 1 年間のアメリカの投資信託に関する主な制度改正や業界の話題とファンドの純資産額および資金流入額の動向（投信ヒートマップ）についてまとめたものである。2020 年はコロナ危機の 1 年であった。おのずとコロナ危機下でアメリカの投信信託がどのような状態であったのかが焦点となっている。

アメリカ投資信託市場の理解の一助となれば幸いである。

2021 年 5 月 31 日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

1. 歴史

アメリカ投信年表

年	米国投信に関連する環境・制度の変化	米国投信の商品・販売・運用等の変化
1921		英国の仕組みを取り入れたクローズド・エンド投資会社発足
1924		世界最初のオープン・エンド型投資信託(いわゆるミューチュアル・ファンド)であるマサチューセッツ・インベスターズ・トラストが発足
1929	世界大恐慌発生	大恐慌前の株価上昇期にレバレッジを利用したクローズド・エンド型ファンドが盛行 上記レバレッジ型ファンドが大暴落 大恐慌後、一時、原則として組入れ銘柄を入れ替えない固定型ファンドが盛行
1933	投信をふくむ新規発行証券の登録・募集を規制する1933年証券法成立	
1934	SECに証券市場監督権限を与え、証券流通市場を規制する1934年法成立	
1940	投資信託を規制する1940年投資会社法、および投資顧問を規制する1940年投資顧問法成立	この頃から、徐々に銘柄入替え等を行う管理型ファンドに戻る
1944		オープン・エンド型の資産がクローズド・エンド型を上回る
1951		ミューチュアル・ファンド数が100を突破
1954		米国個人の投信純買付額が株式の純買付額を上回る
1955		米国初の国際投資ファンド発足
1971		マネーマーケット・ファンド(MMF) 発足
1974	ERISA(従業員退職所得保障法)制定によりIRA(個人型年金) 発足 (1970年代に株式市況低迷)	(この頃、投信の直接販売増加)
1976		地方債ファンド設定可能となる。 初の個人向けインデックスファンド募集
1978	1978年歳入法により401(k) 制度発足	
1980		12b-1フィー導入
1981	IRS(内国歳入庁) が401(k)規則提案	(80年代後半頃から銀行が投信販売に参画)
1989		ミューチュアル・ファンド資産が1兆ドルを突破
1993		米国初のETF発行
1994	IRA資産が1兆ドルを突破	
1996	401(k)資産が1兆ドルを突破	
2001	エンロン事件発生	
2003		投信会社と一部顧客との投信不正取引明るみに出る
2004	投信スキャンダルを受け、SECは2003年から2004年にかけて1940年投資会社法規則を大幅に改正し、ファンドガバナンス、関係者の行為規制、ディスクロージャー要件等を強化	
2006	年金改革法により401(k)制度充実(自動加入方式、デフォルト・オプション導入など)	ミューチュアル・ファンド資産が10兆ドルを突破
2008	世界金融危機発生	個人向けMMFで初の元本割れ発生
2009	ICIボードがMMFの新しい規制および監視基準を承認	
2010	SECがMMFに関する新しい規則を採用	
2014	SECが2010年導入のMMFに関する規則を大幅変更	
2018	SECが投資家向け報告書のオンライン配布を許可	
2020	COVID-19危機発生、MMF規制見直しへ	

〔出所〕 杉田浩治氏作成の年表に、ICIのInvestment Company Fact Book等を参考に筆者が加筆

2. 制度的枠組み

1940年投資会社法による規制の要点

- ・ 投資会社は、所定の様式に従ってSEC に登録を行うこと（第8条）
- ・ 取締役と利害関係者……取締役会は、その構成員の60%超が投資会社の利害関係人であってはならない。また、役職員またはその関係人を原則としてブローカー、元引受人としてはならない（第10条）
- ・ 投資会社の機能および活動……公益または投資家保護のためSEC が定める規則等に反して、証拠金を払って証券を買い入れること、共同して証券の取引勘定に参加すること、空売りを行うことを禁止している（第12条）
- ・ 投資政策の変更……発行済証券の過半数の決議によらなければ、オープン・エンド型とクローズド・エンド型の変更、分散型から非分散型への変更、登録届出書に記載された方針に合致しない金銭の借入、上位証券の発行等を行ってはならない（第13条）
- ・ 投資会社の規模……公募を行う場合には10万ドル以上の純資産を有する必要がある（第14条）
- ・ 投資顧問契約……発行済議決権証券の過半数の承認を得たうえで、所定の条件を備えた書面で投資顧問契約を締結しなければならない。また、同契約の更新は投資会社と利害関係を有しない独立取締役がそのために招集された取締役会に自ら出席し、その過半数の同意を必要とする（第15条）
- ・ 特定の関係人や引受人との取引の禁止……投資会社の関係人等との間で証券等の売買、金銭等の借入を行ってはならない（第17条）
- ・ 資本構成……クローズド・エンド型の上位債務証券、優先株の発行の制限、オープン・エンド型の上位証券発行の禁止、借入の制限を規定している（第18条）
- ・ 発行株式の相互保有および循環保有の禁止（第20条）
- ・ 買取請求権付証券の分売、償還および買戻し……登録証券業協会は、協会員の報酬、投資家の手数料について規制を設けることができる。また、投資会社は、特定の場合を除き、買取請求権を停止してはならない（第22条）
- ・ 投資会社および関係人の報告書……所定の報告書に、年次財務諸表については独立の公認会計士の証明書を付して、半期毎にSEC に提出しなければならない（第30条）
- ・ 会計および記帳……所定の計算書類等を維持・保存しなければならない（第31条）

〔出所〕 杉田浩治氏作成

3. 形態

1940年投資会社法による投資会社の分類

投資会社 (Investment Company)
(1) 額面証書会社 (Face-amount Certificate Company)
(2) ユニット投資信託 (Unit Investment Trust)
(3) 管理型投資会社 (Management Company)
A オープン・エンド会社 (Open-end Company)
B クローズド・エンド会社 (Closed-end Company)

1940年投資会社法による投資会社の定義

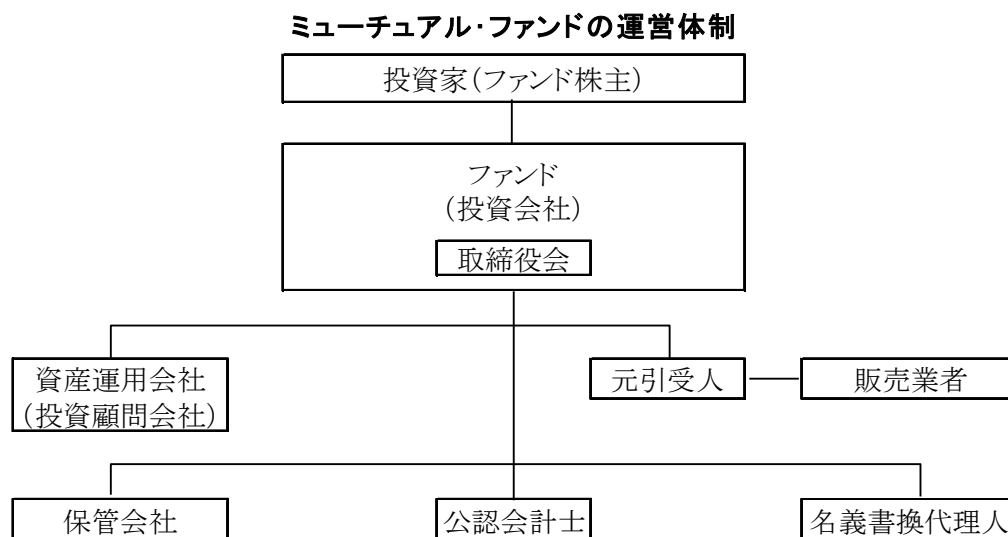
第4条 (投資会社の種類)
この法律における投資会社は次の各号に定義する3つの主たる種類に分類される
(1) 「額面証書会社」とは、分割払型額面証書の発行業務に従事しもしくは従事しようとしている投資会社または当該業務に従事していたことがあり、かつ、当該証書を既に発行している会社をいう
(2) 「ユニット投資信託」とは、信託契約書、管理・代理契約書またはこれに類似する証書に基づいて設立され、取締役会を有さず、かつ特定の証券において不可分の利益を表示している買取請求権付証券のみを発行する投資会社をいう。ただし、議決権信託を含まない
(3) 「管理型投資会社」とは、額面証書会社、ユニット投資信託以外の投資会社をいう
第5条 (「管理型投資会社」の細分類)
この法律の管理型投資会社は次に定義するオープン・エンド会社およびクローズド・エンド会社に分類される
(1) 「オープン・エンド会社」とは、当該会社が発行者である買取請求権付証券を売出しまたは当該証券をすでに発行している管理型投資会社をいう
(2) 「クローズド・エンド会社」とは、オープン・エンド会社以外の管理型投資会社をいう

形態別のファンド数と残高の状況(除くETF)

	管理型投資会社				ユニット投資信託	
	オープン・エンド会社 (ミューチュアル・ファンド)		クローズド・エンド会社		ファンド数	残高(十億ドル)
	ファンド数	残高(十億ドル)	ファンド数	残高(十億ドル)		
1995	5,724	2,808	499	143	12,979	73
2000	8,134	6,956	482	150	10,072	74
2005	7,967	8,889	635	276	6,019	41
2010	7,546	11,831	626	239	5,971	51
2011	7,581	11,630	634	244	6,043	60
2012	7,596	13,054	604	265	5,787	72
2013	7,721	15,049	601	282	5,552	87
2014	7,934	15,877	570	292	5,381	101
2015	8,121	15,658	561	263	5,188	94
2016	8,073	16,353	534	265	5,100	85
2017	7,965	18,765	532	277	5,035	85
2018	8,093	17,710	504	252	4,917	70
2019	7,943	21,291	501	279	4,572	79
2020	7,636	23,896	494	279	4,310	78

[出所] ICI, 2021 Investment Company Fact Book.

4. 運営体制

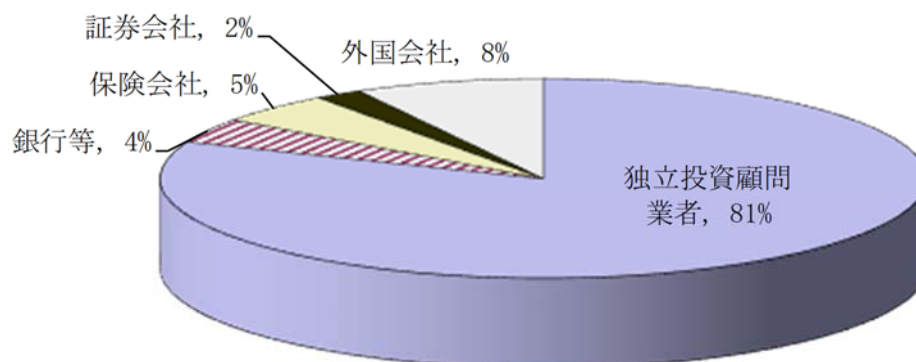


米国投信運用ビジネスへの参画状況

	新規参入会社数	退出会社数	年末現在参加会社数
2008	51	62	700
2009	37	53	684
2010	76	53	707
2011	88	39	756
2012	77	43	790
2013	82	50	822
2014	79	29	872
2015	53	48	877
2016	51	77	851
2017	42	47	846
2018	42	41	847
2019	41	63	825
2020	28	49	804

〔出所〕 ICI, 2021 Investment Company Fact Book.

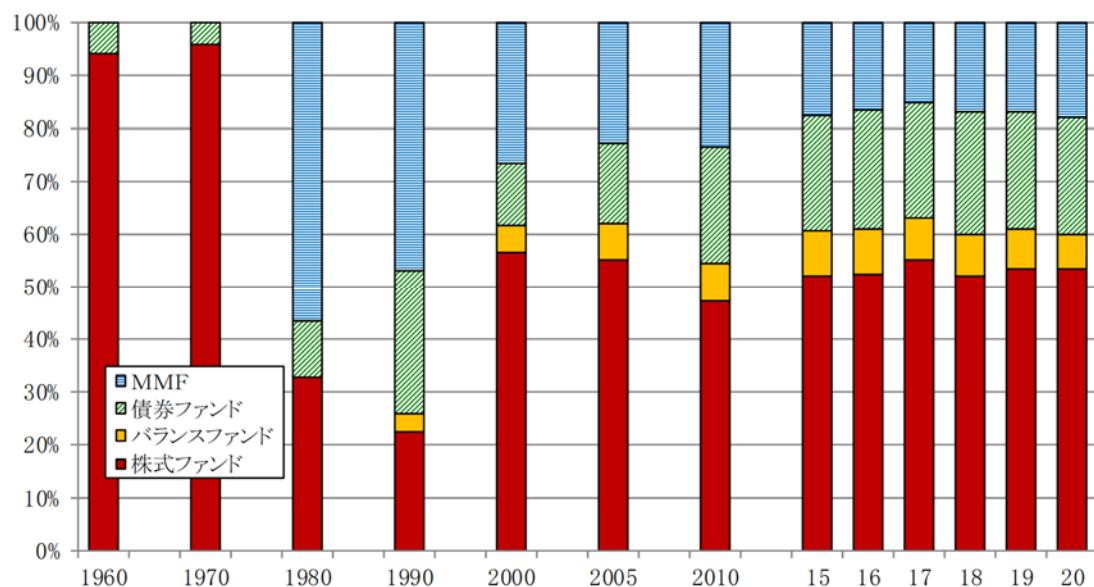
米国投信運用会社の母体別内訳(2020年末現在)



〔出所〕 ICI, 2021 Investment Company Fact Book.

5. 商品

ミューチュアル・ファンド(除くETF)の商品別残高構成比率の推移



〔注〕 上図においてMMFは1980年から、バランスファンドは1990年から独立分類表示。

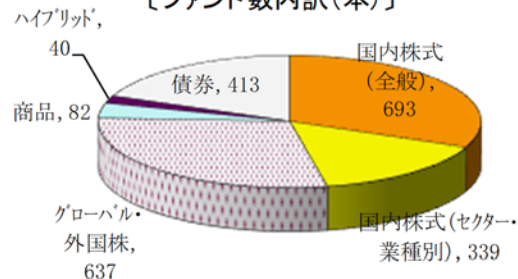
〔出所〕 このページの図表すべてICI資料より作成。

2020年末の商品種類別残高(除くETF)の内訳

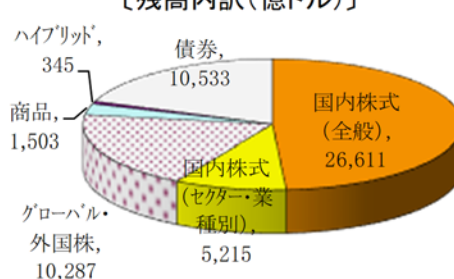
大分類	残高 (十億ドル)	大分類 構成比	中分類	残高 (十億ドル)	中分類 構成比
株式ファンド	12,728	53.3%	値上がり追求株式型	3,021	12.6%
			トータルリターン型	6,503	27.2%
			世界株式型	3,205	13.4%
バランスファンド	1,620	6.8%	ハイブリッド型	1,620	6.8%
債券ファンド	5,214	21.8%	投資適格社債型	2,518	10.5%
			ハイイールド債型	355	1.5%
			世界債券型	541	2.3%
			政府債型	394	1.6%
			マルチセクター型	530	2.2%
			地方債型	877	3.7%
MMF	4,333	18.1%	課税債型	4,228	17.7%
			非課税債型	105	0.4%
合 計	23,896	100.0%	合 計	23,896	100.0%

ETFの本数と金額(2020年末)

〔ファンド数内訳(本)〕



〔残高内訳(億ドル)〕



6. 販売

米国の投信販売方法の歴史的変化

	環境・制度	ダウ平均 (各年代末)	販売主体	販売方式	販売担当者(FA)の 投信営業手法	手数料收受方法
60年代	株価好調(黄金の60年代)	679→800	証券会社中心	営業マンによる対面販売	個別商品販売営業	顧客から販売時に コミッション收受
70年代	株価長期低迷、 手数料規制の強化 株式売買委託手数料自由化	838	証券会社の投信 販売意欲後退、 投信会社の直販勃興	通信販売(コールセンター) 始まる		
80年代	ファンド資産から販売経費を 支弁する12b-1フィー認可 401(k)スタート 株価上昇基調へ転じる	(10年で 3.3倍) 2753	再び証券会社の 比重が高まる 銀行が参加	401(k)プラン外交本格化		販売コミッションに加え、 ファンドから対残高フィー (12b-1フィー)を收受
90年代	株価上昇継続 (ITバブルへ)	(10年で 4.2倍) 11497	ネット証券が参加	ファンドスーパー出現 ラップアカウント成長 変額年金保険経由も増加		
00年代	株価暴落 (ITバブル崩壊、 リーマンショック)	10428	IFAの増加		資産管理型営業 へ変化	顧客から預かり資産 に対するフィーを別途 收受の方向へ →ファンドはノーロード化
10年代	IT化の進展 利益相反防止規制の強化 (コストの透明化促進)	28538		ロボアドの成長	ゴールベース(人生 設計のサポート)助言 を志向する動きも出る	00年代の動きが加速

[出所] 杉田浩治、「投資信託の制度・実態の国際比較」、2018年3月、日本証券経済研究所(ダウ平均の10年代末の値は更新)

投信を保有する家計の購入経路(複数回答、%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
雇用者退職給付制度経由	80	81	81	80	82	83
雇用者退職給付制度以外	60	63	64	63	65	63
投資専門家(合計)	47	50	50	49	50	47
フルサービス・ブローカー	27	27	26	27	26	26
独立ファイナンシャル・プランナー	22	26	26	24	28	22
銀行・貯蓄金融機関	17	19	18	19	21	17
保険会社	10	10	11	10	9	9
会計士	7	6	6	7	7	7
直接販売(合計)	34	34	36	33	32	31
投信会社の直販	19	20	20	19	19	16
ディスカウント・ブローカー	24	22	24	22	21	21

[出所] ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders 2020"

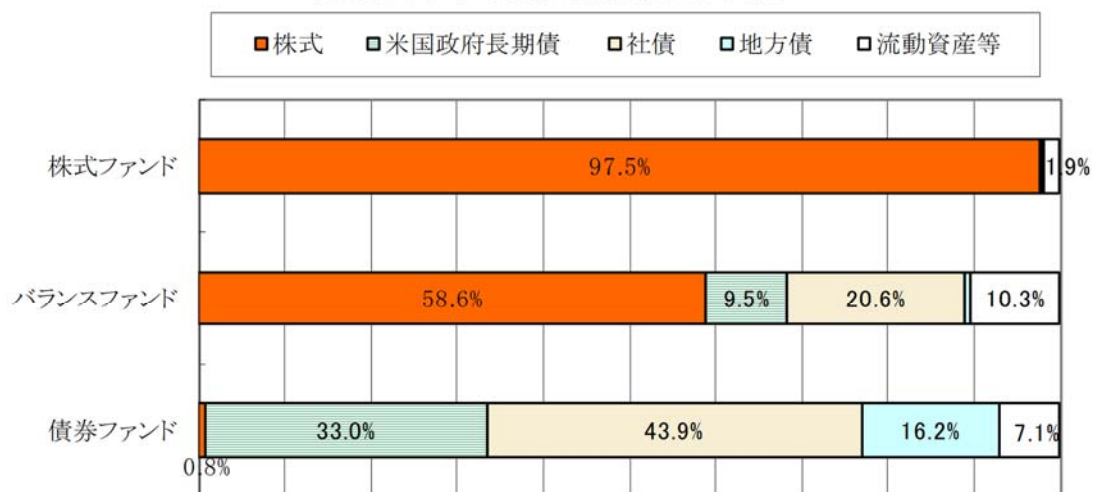
家計の主たる投信購入経路(%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
雇用者退職給付制度	63	61	60	62	63	59
投資専門家(合計)	27	27	28	27	27	29
フルサービス・ブローカー	10	9	8	9	9	12
独立ファイナンシャル・プランナー	8	10	11	10	10	8
銀行・貯蓄金融機関	6	6	6	5	6	6
保険会社	2	1	2	2	1	2
会計士	1	1	1	1	1	1
直接販売(合計)	10	12	12	11	10	12
投信会社の直販	5	5	4	5	4	5
ディスカウント・ブローカー	5	7	8	6	6	7

[出所] ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders 2020"

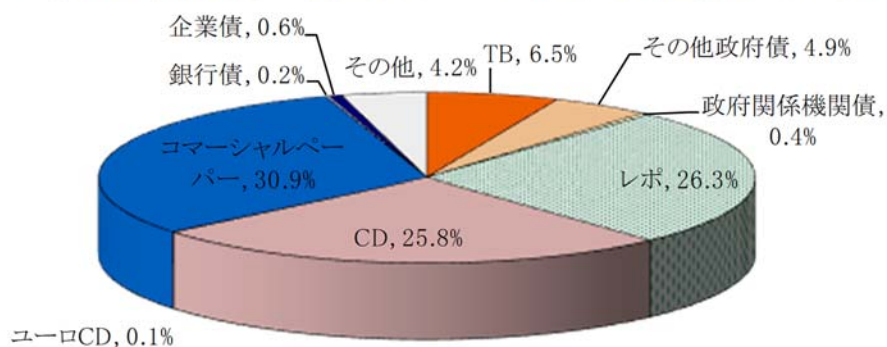
7. 運用

長期ファンドの資産構成(2020年末)

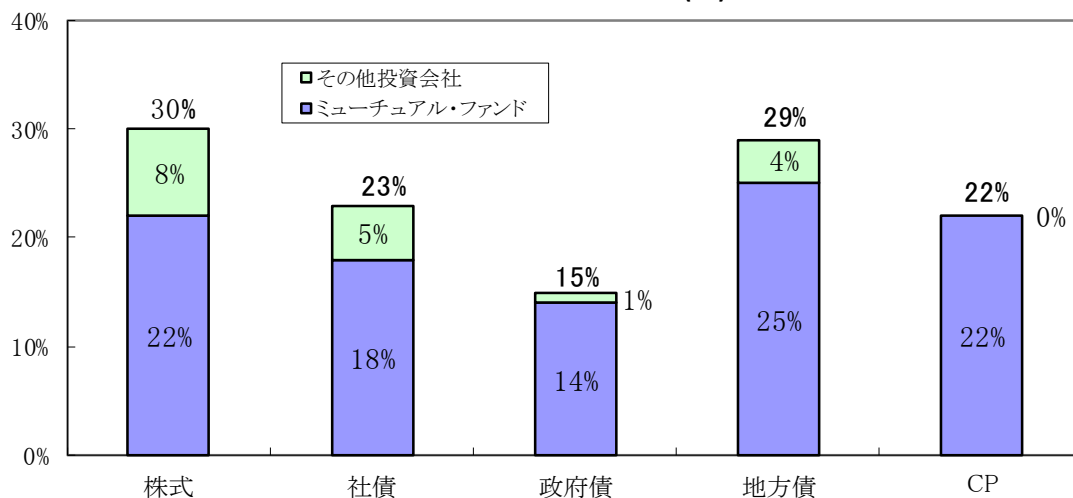


〔出所〕このページの図はすべてICI、2021 Investment Company Fact Bookより作成

MMF(投資対象を政府債に限定しないプライムMMF)の資産構成(2020年末)



米国証券・金融市場における投信の地位
(証券発行残高に対する投信の保有比率(%))・2020年末



8. ディスクロージャー

アメリカの投信ディスクロージャー制度の概要

	監督当局向けと公衆縦覧開示		投資家向け個別交付開示	
	1933年証券法	1940年投資会社法	1933年証券法	1940年投資会社法
発行開示 (募集時開示)	FORM N1-A (1940年法にもとづくファンド登録 届出書の様式と1933年にもとづく 公募の届出書の様式を兼ねる)		要約目論見書 目論見書 SAI(注)	
	1934年証券取引所法	1940年投資会社法	1934年証券取引所法	1940年投資会社法
継続開示 (運用中開示)	株主向け報告書の写し 半期報告書(FORM N-SAR) (年次)議決権行使記録報告書 (四半期)保有証券報告書		年次報告書 半期報告書	

(注) SAIは「追加情報書」"Statement of Additional Information"の略

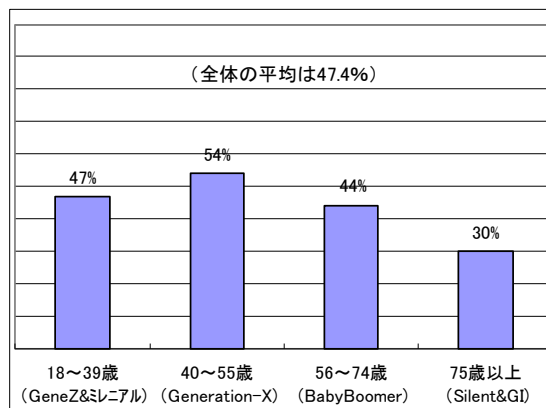
〔出所〕 杉田浩治氏作成

2009年3月から実施された「要約目論見書」の記載事項

- (イ) ファンドの投資目的
- (ロ) 手数料・報酬の一覧表(ポートフォリオ回転率を付記)
- (ハ) 投資戦略・リスク・パフォーマンス
- (ニ) 投資顧問会社・サブアドバイザー・運用担当者(担当年数を含む)
- (ホ) 購入・売却方法、税制
- (ヘ) 投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述

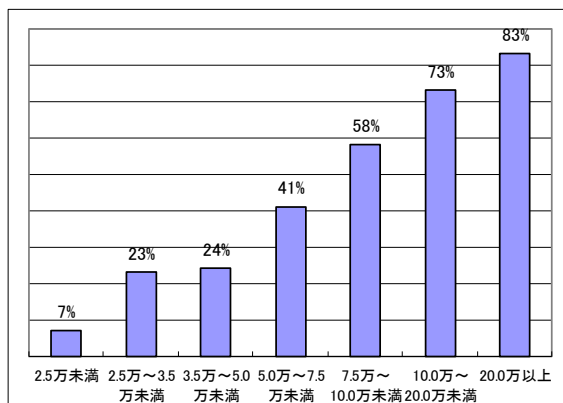
9. 保有者像

年齢別投信保有率



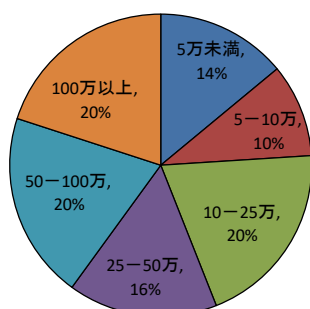
〔出所〕 ICI, 2021 Investment Company Fact Book.

世帯年収別投信保有率(金額はドル)



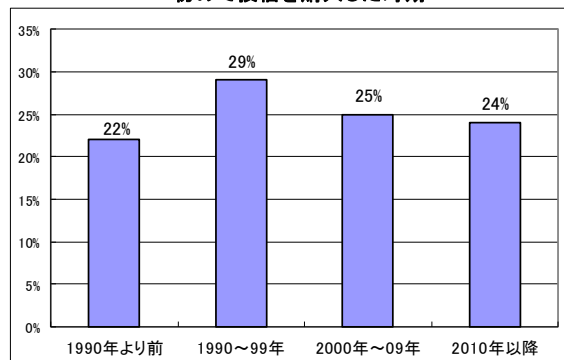
〔出所〕 ICI, Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment, and Use of the Internet, 2020

投信保有者の金融資産保有額(ドル)



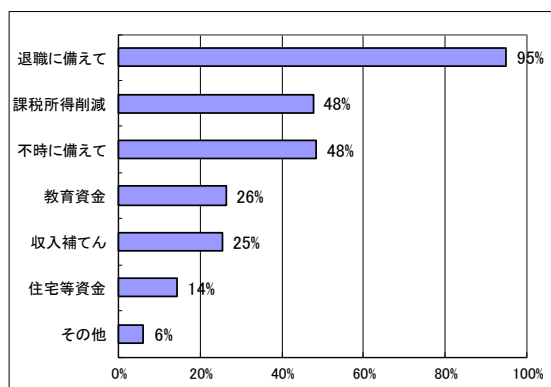
〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2020

初めて投信を購入した時期



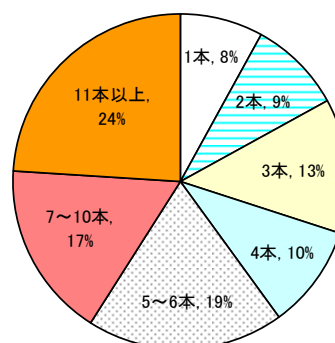
〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2020

投信の購入目的



〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2020から筆者が計算

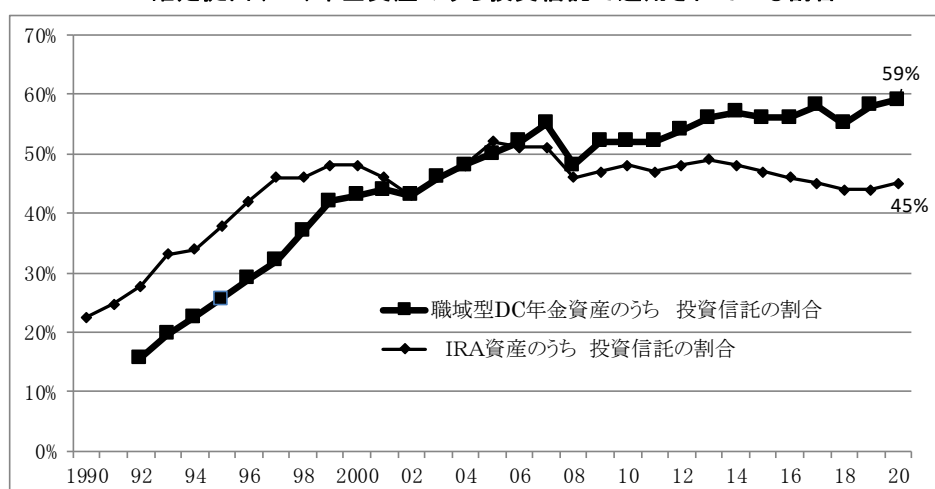
保有しているファンド数



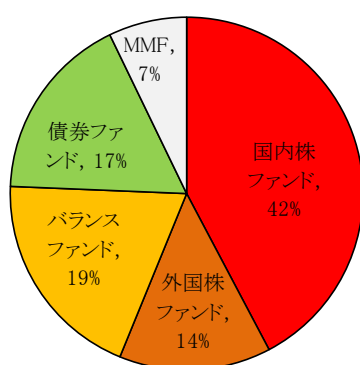
〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2020

10. 確定拠出(DC)年金と投信

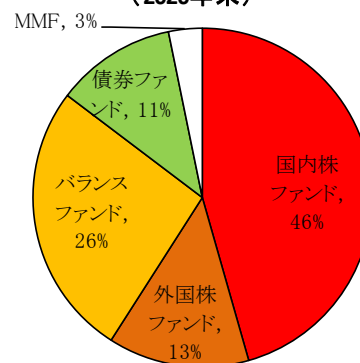
確定拠出(DC)年金資産のうち投資信託で運用されている割合



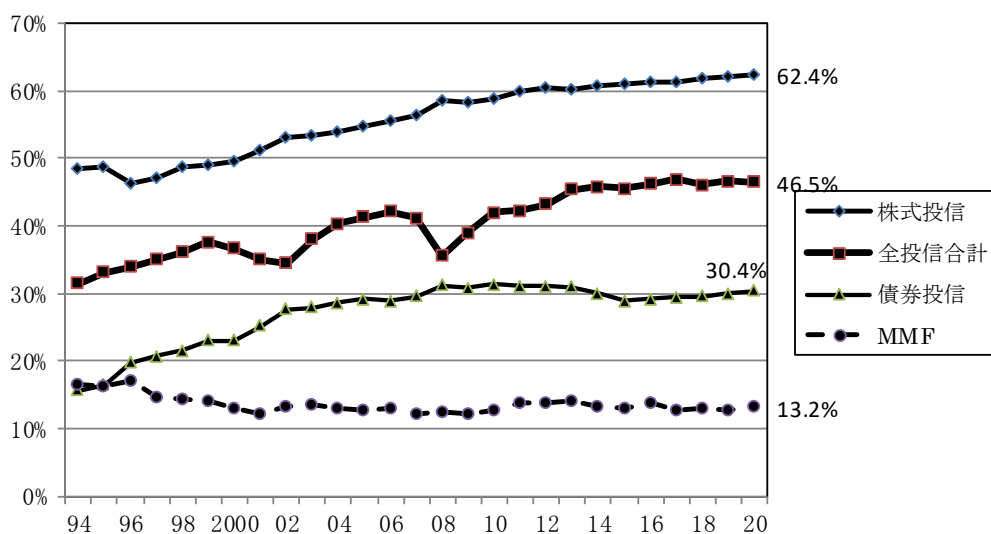
IRA口座で保有されている投信の内訳
(2020年末)



職域型DC口座で保有されている投信の内訳
(2020年末)



米国投資信託残高に占める確定拠出(DC)年金資金の割合(%)



〔出所〕 このページの図はすべてICI, 2021 Investment Company Fact Book より作成

2020 年のアメリカ投資信託動向レポート

目 次

はじめに

1. COVID-19 と投資信託
2. 投資信託業界のトレンド
3. 投資信託に関する制度や慣行の変化
4. 純資産額と資金流入額の出向（投信ヒートマップ）

はじめに¹

本稿は 2020 年のアメリカの投資信託の動向をまとめたものである。1 章から 3 章は米国投資会社協会（ICI : Investment Company Institute）の News Release を主たる出発点として関連情報を収集することで著した。4 章は ICI が公表している統計データに基づく。

概要は以下のとおりである。

第 1 章では、COVID-19 が投資信託、とりわけ MMF に与えた影響を概観する。2020 年 3 月に COVID-19 感染拡大下でのロックダウンに誘発されて短期金融市場が逼迫し、非国債 MMF（主として非政府債務証券に投資する MMF で、プライム MMF と非課税 MMF）に大量解約が発生した。非国債 MMF の解約が短期金融市場の逼迫を先導したのかについて規制当局と業界団体で意見が分かれているが、2021 年に入って規制当局は MMF 制度改革案を提示し、その議論が始まっている。

第 2 章では、「投資信託業界のトレンド」と銘打って、ICI がサステナブル・ファイナンスと業界の多様性・包摂性を促進する様子を紹介した。

第 3 章では、2020 年に起きた制度や慣行の変化のうち重要なテーマを紹介した。具体的には、クローズドエンドファンドを保護するためのボルダーレターの撤回、新デリバティブルール（Rule 18f-4）、ファンド評価慣行の新フレームワーク（Rule 2a-5）、米国籍ファンドに不利な国際税制の解消、オープンエンドファンドのディスクロージャー制度に関する包括的な近代化案の議論、の 5 つを取り上げている。

第 4 章では、ミューチュアルファンドと ETF についてファンド種類別の動向を年間、四半期、月間の純資産額と資金流出入額の統計を用いて確認した。3 月に極めて大きな変動があったが、4 月以降回復し、通年でみると平常年とあまり変わらなかったことが分かる。比較のために 2 月から 5 月にかけての日本の投資信託の動向についても簡単に確認した。欧米では「安全資産への逃避」が起きたが、日本では「リスク資産買いの機会」という投資家反応であった。

本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

¹ 本稿の原稿段階で、日本証券経済研究所の先輩である杉田浩治氏と同僚である佐志田晶夫氏より貴重なコメントをいただき、原稿の改良に役立てることができました。この場を借りて両氏に感謝申し上げます

1. COVID-19 と投資信託

1) 3月の市場混乱と CARES 法²

2020 年 3 月 11 日、世界保健機構（WHO）がコロナウイルス（COVID-19）のパンデミック宣言を行い、時を同じくして主要国は次々とロックダウンを始め世界的に経済活動が大幅に制限される状況に陥った。これに伴い金融市場では流動性に対する需要が急増し、ボラティリティが高まった。そして、特に短期金融市場で大きな混乱が発生した。

ICI は 3 月 18 日に「COVID-19 による混乱下でも金融市場が開いていることは、市場で取引をしたい投資家、資金調達をしたい企業などにとって極めて重要である。市場を維持している取引所、規制当局を賞賛する」との声明を出した。3 月 23 日には議会に向けて「議会は、焦点を絞った重要な救済を提供するために、超党派的な方法で直ちに行動する必要がある」と対応を要請した。

3 月 25 日には ICI は、米国上院が「コロナウイルス援助、救済、および経済的安全保障法（CARES 法：Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security）」という救済策を可決したことを賞賛した。この超党派の法案は、この困難な時期に連邦準備制度と財務省が、公的および私的の両方の雇用者にとって不可欠な市場であるクレジット市場に必須の流動性を注入し続けることを保証している。また、IRA および 401（k）からの必要最小限の引き出し義務（RMDs：Required Minimum Distributions）を 1 年間一時停止し、金融面で困難に直面している人の融資限度額を引き上げることで、退職後貯蓄者を救済する。総合すると CARES 法は、アメリカの家族、企業、医療提供者および金融市場に支援と安心を提供するものと評価できる。ICI はこの重要な法律をできるだけ早く最終制定に移すための迅速な行動を要請するとした。3 月 27 日にはトランプ大統領が CARES 法に署名したことを受けて ICI は議会と大統領の迅速な行動に深く感謝する旨のコメントを発表した。

2) 3月の市場混乱に関する ICI の分析³

ICI はワーキンググループ（COVID-19 Market Impact Working Group）を組成して 3 月の市場混乱を分析することとした。このワーキンググループは 10 月から 11 月にかけて、3 本のレポート⁴を発行した。テーマは各々、金融市場全般、ETF、MMF である。以下に分析結果の概要を紹介する。

² 本節の内容は ICI の 2020/3/18、2020/3/23、2020/3/25、2020/3/27 の News Release に基づく

³ 本節の内容は ICI の 2020/10/14、2020/10/22 の News Release に基づく

⁴ “The Impact of COVID-19 on Economies and Financial Markets,” 14 October, “Experiences of US Exchange-Traded Funds During the COVID-19 Crisis”, 22 October, “Experiences of US Money Market Funds During the COVID-19 Crisis”, 5 November. 更に 12 月には欧州の UCIT に関する分析レポートである “Experiences of European Markets, UCITS, and European ETFs During the COVID-19 Crisis” も発行している

(1) 金融市場全般に関する分析：3月の危機勃発ではMMFや債券ファンドが解約圧力に晒される数日前に国債市場で不均衡が始まった。投資家が国債・政府機関債を売って現金保有に走った原因は様々で、証拠金追加が必要になった、市場環境の変化に基づきリバランスが必要になった、レバレッジ取引の巻き戻しが必要になった、テレワークが進むことでマーケットメーカー機能が落ちることを心配した、などがあるとしている。そして、この国債市場の混乱が地方債、CP、CD、社債に拡散していき、これらの短期および長期の非国債証券への大きな売り圧力が発生した。3月中旬には短期および長期の信用市場の流動性が枯渇する事態となった。そこで中央銀行の最後の貸し手機能の発揮が必要になった。中央銀行による金利ゼロ%への誘導、国債市場への資金注入などの政策実施と CARES 法の制定が市場を落ち着かせて信用市場における流動性が回復したとしている。

(2) ETF に関する分析：このボラティリティが異常に高騰した困難な時期であっても、ETF についてはその組成、償還、取引は、ETF の発行者、指定参加者、マーケットメーカーなど流動性供給者のおかげで大量の取引発生にもかかわらず耐性を証明し、特に大きな問題は生じなかったとしている。ETF への純資金流入は、株式 ETF で2月比1.3%増の310億ドル、債券 ETF は2.1%減の▲180億ドルと中庸な水準であった。債券 ETF での資金流出は投資適格債 ETF に集中していた。流通市場での ETF 取引は登録マーケットメーカーなど流動性供給業者のおかげで、ETF 取引をしたい投資家に十分な流動性を供給できていた。ETF の取引価格は ETF が保有する証券の価値 (NAV) と比べて十分に合理的な範囲に収まっていた。政策立案者や批判者たちは指定参加者が少数に偏っていることを問題視してきていたが、今回の危機に当たり ICI はヒアリングも含めて調査分析した結果、そのような批判は当たらないことを確認した。ETF は市場の安定性に寄与し、保有債券についてリアルタイムで流動化コスト情報を提供して、価格発見機能の役割を果たしたとしている。

(3) MMF に関する分析：機関投資家向けのプライム MMF に償還圧力がかかる前に短期および長期の債券市場に重大かつ広範な市場不均衡が発生していた。すなわち、MMF が債券市場の混乱の引き金を引いたのではない。これはデータに裏付けられた主張である。市場の混乱は国債、長期機関債、地方債、社債、外国為替の分野で始まったが、プライム MMF はこれらの市場の主要プレイヤーではない。しかも、これらの市場の混乱はプライム MMF が解約圧力に晒される数日前から始まっていた。当時のメディア報道でも連邦準備制度が流動性対策を発動する3月19日より前に MMF はほとんど言及されていない。

世界金融危機と COVID-19 危機で MMF に起こったことは確かに似ている部分もあるが、明確に異なっている部分もある。SEC による2010年と2014年の MMF 改革のおかげで、今回の方が MMF の流動性が高かった。週次で現金化可能な資産は、機関投資家向けで当時は33%であったが、今回は43%に高まっていた。個人投資家向けでは27%から41%になっていた。今回の資金流出額は前回よりも少なく、連邦準備制度の流動性対策の利用も小規模で済んだ (2008年の時は1,520億ドルであったが、今回は530億ドルであった)。ただし、過去2度に渡って行われた MMF 改革の一部が、今回、危機を中和するのではなく悪化させる

方向に作用した可能性がある。具体的には週次で 30%以上の解約が生じた際に、ファンド取締役会に流動性手数料とゲートを課すオプションを与えていたことが、機関投資家向けプライム MMF からの資金流出を加速させたと考えられる。実際、データ分析によると閾値が 35%以上のファンドと 35%未満のファンドを比較すると、3 月 17 日から 24 日までの間に前者の方が大量の解約にあっている。これは機関投資家が 35%以上のファンドの方がオプション発動に関して不利になると考えた結果であろう。

政策立案者は、COVID-19 危機は 2007-2009 年の世界金融危機とは異なることを理解すべきである。世界金融危機は信用危機であったが COVID-19 危機はグローバルなパンデミックと感染を防ぐための手段から発生した流動性危機であった。

3) 国際機関のレポート

11 月に入って金融安定理事会 (FSB) と証券監督者国際機構 (IOSCO) がそれぞれ 3 月の市場混乱に関する分析レポートを発行した。

FSB のレポート⁵は「2020 年 3 月の市場混乱についての包括的レビュー」と題するもので、11 月のサミットに先立って G20 首脳に提出された。レポートの要点の仮訳が金融庁ウェブサイト⁶で公開されている。3 月に発生した世界的な金融市場の流動性ストレスの状況を確認し発生要因の分析を行っている。世界金融危機の後に導入された規制の評価もした上で今後の対応に向けた作業計画なども含んだものになっている。発生要因の一つに「オープンエンド型投資ファンドの一部の投資家は、他の投資家に先んじて換金するインセンティブに直面したとみられる」としており、非銀行金融仲介 (NBFI : Non-Bank Financial Institution、投資信託はその代表例) の頑健性強化の必要性が強調されている。なお、FSB レポートの内容の詳細については佐志田[2020.12]⁷を参照されたい。

IOSCO のレポート⁸は「3 月-4 月の MMF エピソード」と題するもので、これもレポートの要点の仮訳が金融庁ウェブサイト⁹で公開されている。IOSCO は MMF の強靱さを強化するための勧告を 2012 年に発出していたが、主要国はこの勧告に従い制度を見直していた。今回の 3 月の市場の混乱で MMF セクターにも大きな負担となったが、「全ての非公債系 MMF は償還請求に応じることができ、償還手数料やゲート、償還停止といった流動性管理ツールの発動を余儀なくされることはなかった」としている。そして、「にもかかわらず、3 月の市場の混乱は、一定の種類の非公債系 MMF において脆弱性は存続していることと、さらなる改革の必要性を明らかにした」としている。

⁵ FSB, "Holistic Review of the March Market Turmoil", 17 November 2020, IOSCO "Money Market Funds during the March-April Episode", November 2020

⁶ https://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20201119_2/karivaku.pdf

⁷ 佐志田晶夫、「FSB レポート「2020 年 3 月の市場の混乱についての包括的レビュー」の紹介」、トピックスレポート、日本証券経済研究所、2020 年 12 月 22 日

⁸ IOSCO, "Money Market Funds during March-April Episode Thematic Note", November 2020

⁹ <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20201124.pdf>

ICI は FSB と IOSCO に感謝の意を伝え、今後、協力していきたい旨の表明を行っているが、3 月の流動性逼迫の原因については認識がかなり異なるようであった。

欧州投資協会（EFAMA, European Fund and Asset Management Association）も11月に「Covid-19危機時の欧州のMMFの状況および将来の規制改革」に関するレポート¹⁰を発行した。今回のパンデミック危機は、世界金融危機の経験に基づいて実施したMMFの制度改革（Money Market Fund Regulation (MMFR) of 2017）にとって、最初かつ真の「ストレステスト」になったとしている。欧州のMMFは年初からの市場環境の悪化を受けて流動性を高めていて、3月以降の混乱下でも十分な耐性を示し、投資家の償還ニーズに対応できたとしている。規制当局は欧州中央銀行の緊急市場救済策（PEPP：Pandemic Emergency Purchase Programme、3月18日）がMMFを救ったと考えているようだが、PEPPの影響は限定的で、その主張には根拠がない（is unfounded）と断言している。今後の制度改革検討では、MMF向けよりも他の短期金融市場参加機関向けの方が必要だと主張している。EFAMAのスタンスはICIと同じである。

4）大統領ワーキンググループのMMF改革案

12月に大統領ワーキンググループ（PWG：Presidential Working Group on Financial Markets）がMMFの改革案に関するレポートを発行した¹¹。このレポートは、MMFが2009年の金融危機の反省に立って2010年と2014年の2度にわたって改革を行い金融・信用危機に対して高い耐性をもっていたはずであるにもかかわらず、この3月に再び短期金融市場にストレスを発生させ増幅させたとしている。具体的には機関投資家向けのプライムMMFへの大量解約がCPやCD市場に売り圧力となって流動性を低下させたとの認識である。その上で、更なる改革のための政策オプションを提示するものであった。

SECから要請を受けて2021年4月にICIが改革案に関するコメントレターを発表した¹²。MMFの改革案のうち30%流動性ゲートおよび解約手数料に関するものは危機耐性向上に効果があると認めるものの、他の多くの施策オプションについては政策立案者の目標達成に役立たないだけでなく、MMFが投資家にもたらすメリットを減じることになると反論している。2020年3月の短期金融市場の混乱からの教訓に基づく市場改革案は、MMFに関する改革案を検討する前に、市場構造やすべての市場参加者の行動がどのようにストレスを発生させたかを調べてから行うべきであると主張している。ICIとPWGでは短期金融市場混乱の原因に関する認識と改革の方向性の考え方が一致していないのである。今後の展開を注視していきたい。

¹⁰ EFAMA, "European MMFs in the Covid-19 market turmoil: Evidence, experience and tentative considerations around eventual future reforms", November 2020

¹¹ "Report of the President's Working Group on Financial Markets Overview of Recent Events and Potential Reform Options for Money market Funds", December 2020

¹² ICI の 2021/4/12 の News Release に基づく

5) COVID-19 危機に対する DC プラン投資家の反応¹³

レコードキーパーのデータによれば、DC プランの投資家は脱退することなく投資を継続していた。2020 年第 1 四半期に拠出を中止したのは 1.4% である。前年同期は 0.9%、世界金融危機の 2009 年第 1 四半期では 2.7% であった。第 2 四半期までみても離脱者はわずかに増えただけであった。第 3 四半期と第 4 四半期も同様に、年間を通じて COVID-19 の影響は軽微であった。年間の DC プランにおける拠出停止は 2.3% であったが、これは 2019 年の 2.3% と同じであり、過去 12 年と大きな差はなかった。なお、2009 年には 3.4% だった。投資行動としては既存資産の配分を変更した投資家は 10.6%、拠出時の資産配分を変更した投資家は 6.3% で、各々 2019 年の 8.3%、4.4% より多かった。

2. 投資信託業界のトレンド

1) サステナブル・ファイナンスの促進¹⁴

ICI はサステナブル・ファイナンスの促進に積極的である。

7 月 23 日に ICI の取締役会は、協会内に設置した ESG ワーキンググループが作成したホワイトペーパー：「ファンドにおける ESG インテグレーションの活用とサステナブル投資戦略：入門編 (Funds' Use of ESG Integration and Sustainable Investing Strategies: An Introduction)」¹⁵ を全会一致で支持する声明を出している。このホワイトペーパーは ESG インテグレーションとサステナブル投資戦略を促進するために統一的な用語を使用することの重要性を強調し、投資信託会社は同じ用語を使って、株主および公衆に向かって ESG 投資の重要性を語るべきであるとしている。ESG 投資とサステナブル・ファイナンスは Integration から Inclusion を経て Impact まで連続性をもつ各種の投資戦略の集合であり、典型的なものとして、①兵器製造・販売、ギャンブル、たばこ、アルコール、原子力エネルギー関係の企業に投資しないという ESG exclusionary investing、②クリーンエネルギー生成、サステナブルなインフラ、廃棄物管理やその他環境に優しい企業に選択的に投資する ESG inclusionary investing、③社会や環境にプラスの影響を与える企業に投資する Impact investing など掲げている。いずれも投資がリターンを度外視あるいは犠牲にしたものではなく、投資リターンを生み出しながら社会的・環境的な成果に結びつくものと考えている。

12 月 7 日に ICI の取締役会は、米国の公開企業向けに気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の助言とサステナビリティ会計基準審議会 (SASB) の基準に従って、より高度化された ESG 情報を開示することを奨励する声明を全会一致で採択している。

2021 年 2 月 18 日には ICI は、気候および ESG に関する世界的に統一的な開示基準の促進のために、「サステナブルな低炭素経済へのトランジション金融 (Financing a US Transition

¹³ 本節の内容は ICI の 2020/5/14、2020/8/19、2020/11/19、2020/2/25 の News Release に基づく

¹⁴ 本節の内容は ICI の 2020/7/24、2020/12/7、2021/2/18 の News Release に基づく

¹⁵ https://www.ici.org/system/files/attachments/20_ppr_esg_integration.pdf

to a Sustainable Low-Carbon Economy)」のための原則を開発している金融サービス業界団体に参加した。

2) 資産運用会社の多様性と包摂性に関する調査¹⁶

資産運用会社は企業に対して多様性と包摂性（D&I : Diversity and Inclusion）を求めてきたが、自らもコミットすべく ICI と独立取締役評議会（IDC : Independent Directors Council）は 10 月 8 日に D&I の資産運用業界調査を行うと発表した。そして、翌年 2 月 23 日に最初の調査結果を公表した。

調査対象は 21.9 兆ドル（米国ファンド業界の資産の 84%に相当）を運用する 65 社であった。調査は取締役調査、労働力調査、D&I ポリシー調査に分かれる。2019 年時点で独立取締役のうち女性は 29.7%、マイノリティは 10.7%であったが、新任者に限定するとそれぞれ 45.5%と 22.5%だった。業界全体の労働力については女性が 41.8%、マイノリティが 30.5%を占めていた。取締役調査でも労働力調査でもマイノリティについては、各々 4 分類および 6 分類に細分化した結果も公表している。そして、資産運用業界のあらゆる階層において女性とマイノリティの比率を向上させる必要があると唱えている。D&I ポリシー調査では、CEO レベルで承認・支援されている文書化された D&I ポリシーを有している会社が 83%あり、D&I の実施状況を取締役に報告している会社も 78%あった。

ICI はこのような調査を続けていくと共に、より多くの女性とマイノリティが資産運用業界で活躍できるようなインセンティブ、例えば女性とマイノリティの学生が資産運用業界でキャリアを検討することを支援するなどのイニシアチブも推進していくとしている。

3. 投資信託に関する制度や慣行の変化

1) クローズドエンドファンドに関する制度の見直し¹⁷

クローズドエンドファンド（CEF : Closed End Fund）は、ファンドへの日々の資金流入は制限されているもののファンド証券が上場しているため、ファンド証券を売買することで投資家はいつでも換金することができる。ファンドの運用者の観点にたてば、日々解約請求を受けることがないため、投資先の流動性に関して心配しなくてもすみ、プライベートエクイティなどの投資も可能である。このため、個人投資家にオープンエンドファンドでは提供できない別種類の投資オプションを提供している。このファンド証券は日々基準価格（NAV）を計算しており、この NAV を意識して取引所で価格形成が行われる。

取引価格は NAV よりも相当なディスカウントになっていることがあり、ヘッジファンドなどが裁定取引を行って利益を得ることができた。つまり、裁定取引業者が割安な価格でファ

¹⁶ 本節の内容は ICI の 2020/10/8、2021/2/23 の News Release に基づく

¹⁷ 本節の内容は ICI の 2020/3/12、2020/5/28、2020/11/19 の News Release に基づく

ンド証券を大量に購入し、集中投票権を使用してファンドを清算またはオープンエンド型構造へ転換し、価格と NAV の鞘を抜く（差額を手にする）のである。これにより CEF が本来目指す運用が損なわれる。これはファンドとその長期投資家に重大な害を及ぼすことになる。金融危機以来、CEF の合併または清算が多く行われ、2007 年末から 2019 年末にかけて上場 CEF は 25% 減少し 494 本になったとされる。このような現状に鑑みて CEF のスポンサーはファンドの立ち上げにますます消極的になっているとされる。CEF に関する裁定取引を阻止するための手段として買収防衛策がありえるのだが、2010 年に SEC が発出した Boulder Total Return Fund に関するノーアクションレター（ボルダーレター）によって買収防衛策は禁じられていた。

ICI は 3 月 12 日に SEC に CEF を裁定取引業者から守るためにボルダーレターの撤回を要請した。撤回により可能となる買収防衛策は州法によって承認されている一般的なものであり、その使用は 1940 年投資会社法の文言と目的に適ったものであると主張している。この要請を受けて SEC は 5 月にボルダーレターを撤回する決定を行った。さらに 11 月 19 日には Anthony Gonzales 下院議員によって投資機会拡大法が導入されたが、これは CEF を通じてより大きな投資機会とより強力な投資家保護を提供する法律である。

2) 新デリバティブルール (Rule 18f-4)¹⁸

SEC は 4 月にファンドに関するデリバティブ使用の規則案を提示し、10 月 28 日に最終案を採択した。これは、1940 年投資会社法 18 条の規則にかかわらず、ファンド（MMF を除くミューチュアルファンド、ETF、登録クローズドエンドファンド、事業開発会社）がデリバティブ取引を行うことを認めるものである。新しい規則 18f-4 は一定の条件の下で、投資会社法の免除規則となっており、次の内容を含む。

- ・デリバティブズのリスク管理プログラムの導入：ファンドは書面化されたリスク管理プログラムによって管理されなければならない。ストレステスト、バックテストなどを含むガイドラインの下で標準化された管理方法とファンド固有の特性にあった管理方法が求められる。リスク管理マネジャーはファンド取締役会によって任命されて管理を実行し、取締役会に報告する義務を負う。

- ・ファンド・レバレッジ上限規則：Value at Risk (VaR) に基づいてレバレッジリスクの上限を定め遵守しなければならない。VaR は絶対額と共に、指定参照ポートフォリオの VaR と比較する相対 VaR の両方が求められる。絶対 VaR がファンド純資産の 20% 以内、あるいは相対 VaR が 200% 以内であることが必要である。

- ・この他に、レバレッジ／インバース ETF のリターンが基礎となる指数の日次リターンの 200% に制限されることや、買い戻し契約 (Reverse Repurchase Agreements)、資金提供し

¹⁸ 本節の内容は ICI の 2020/4/20、2020/10/28 の News Release および SEC の 2020/10/28 の Press Release, "SEC Adopts Modernized Regulatory Framework for Derivatives Use by Registered Funds and Business Development Companies" に基づく

ないコミットメント契約（Unfunded Commitment Agreements）、発行時取引（When-Issued）、先渡し決済（Forward-Setting）、非標準決済サイクル証券（Non-Standard Settlement Cycle Securities）などを許可する内容になっている。

- ・記録保持：ファンドは特定の記録要件を満たさなければならない。

3）ファンド評価慣行の新フレームワーク（Rule 2a-5）¹⁹

SECは12月3日にファンドの投資対象資産にかかる公正価値評価に関する新しい規則を採択した。米国のファンドを公正価値によって評価する規則は1970年以来更新されておらず、近年の投資対象資産の多様化、特に非上場企業やデリバティブ資産などの評価に十分な対応が出来ていなかった。今回、ファンド投資家の便益と保護のために、ファンド評価の慣行を改善し取締役会による監督の実効性を高めるべく、公正価値を評価する際の規制枠組みを近代化した。これに伴い会計シリーズ通達113と118は廃止された。

新規則2a-5では取締役会が、取締役会の監督と一定の条件の下で、任命した他者（バリュエーション担当者、投資顧問会社など）に評価業務を行わせることを認めている。新規則は「容易に時価が入手できる証券」の線引きも定義し、公正価値評価がいつ必要になるかも明確にした。SECは新規則31a-4も採用し、公正価値の決定に関連する記録保持と、該当する場合はバリュエーション担当者の任命に関する書類の保持も必須とした。

評価規則では事例を6つあげてバリュエーションリスクを確認するよう求め、直ちに取得可能な相場価格がない場合に使用するバリュエーションモデル（公正価値評価モデル）の適切性や妥当性のテストを求めている。また、プライシング・サービス提供者を選定し契約する場合に義務づける考慮事項も特定している。評価業務をバリュエーション担当者に委託したとしても公正価値評価の責任が取締役会にあることに変わりはなく、バリュエーション担当者が負う取締役会への報告義務（報告内容）についても明記した。

ICIの声明を読むと、取締役会がバリュエーションを外部委託できるようになったことと、両者の役割分担が明確化されたことについて高く評価しているようである²⁰。

4）米国籍ファンドに不利な国際税制の解消²¹

7月27日に米国ミューチュアルファンド税パリティ法（Tax Parity for US Mutual Funds Act of 2020 (H.R. 7772)）が導入され、国際規制投資会社（IRIC：International Regulated Investment Company）が組成可能となり、国際的に不利だった税制が解消された。現行の税制では、米国籍ファンドは米国外投資家にとっては税制上まったく魅力のないものであ

¹⁹ 本節の内容はSECの2020/12/3のPress Release “SEC Modernizes Framework for Fund Valuation Practices”に基づくが、次の記事も参考にさせていただいた。岡田功太、「米国におけるファンド資産の公正価値評価に関する規制改革」、月刊資本市場、2021年4月号。

²⁰ ICIの2020/7/16のNews Releaseに基づく

²¹ 本節の内容はICIの2020/7/27のNews Releaseに基づく

た。米国籍ファンドは発生収益をその年に分配しなければならず、米国外投資家はこの分配金に自国の税金がかかっていた。他の多くの国では収益をファンド内に留保することも可能であることと比べると極めて不利であった。今回の法案で可能になった IRIC では米国籍ファンドのこのような税制上の不利が解消される。IRIC によって米国のファンドスポンサーが外国籍ファンドを組成する必要性も減じられることになるだろう。

5) ファンド開示・配信の近代化案

SEC は 8 月 5 日にミューチュアルファンドと ETF のディスクロージャー制度に関する包括的な近代化案²²を公表した。これは 2018 年 6 月から 10 月にかけて個人投資家および関係者向けに行われたファンド開示に関する意見募集をした結果²³を反映したもので、開示内容と共にテクノロジー進化に応じた情報配信にも関するものである。

SEC の近代化案の概要は以下のとおりである。

- (1) ファンドが株主向けに行っているファンド経費、パフォーマンス、保有銘柄および重要な変化状況等の報告を合理化する。現行では既存投資家は更新目論見書 (Prospectus updates) と株主報告書 (Shareholder report) を受け取っているが、これらは長文かつ内容が複雑である。これを簡潔でタイムリーな合理化された株主報告書 (Streamlined shareholder report) に代替する。SEC はホームページで具体的な新株主報告書のひな形 (3 ページ) ²⁴を提示している。
- (2) ファンドの株主向けの報告書は、個人投資家の関心により焦点をあてて、彼らの期待に沿うよう改善すべきである。分かりやすさのために、図表や箇条書き、Q&A 形式を使って効果的なコミュニケーションになるよう奨励する。
- (3) ファンドの株主向け報告書の中には一般投資家には難しすぎる専門的な内容も含まれているが、これらは切り離してオンライン化する。
- (4) 2021 年 1 月からの適用が決まっている規則 30e-3 により、ファンドの運用に関する報告書はウェブ掲載してその旨を投資家に通知すればよく、必ずしも報告書全体を郵送または送信しなくてもよい (ただし、報告書全体の送付を希望する投資家には無料で対応しなければならない)。オープンエンドファンドにもこの規則が適用されることになっているが適用外に変更する (クローズドエンドファイルやユニット投資信託には適用される)。
- (5) 投資家が最も重要かつ情報開示が不十分であると感じている 2 つの領域がファンド費用とリスクである。これらの情報開示の仕方については、目論見書およびマーケティング資料

²² SEC Press Release, "SEC Proposes to Improve the Retail Investor Experience through Modernized Fund Shareholder Reports and Disclosures", August 5, 2020 および Release Nos. 33-10814; 34-89478; IC-33963; File No. s7-09-20, Tailored Shareholder Reports, Treatment of Annual Prospectus Updates for Existing Investors, and Improved Fee and Risk Disclosure for Mutual Funds and Exchange-Traded Funds; Fee Information in Investment Company

²³ SEC Release Nos. Release No. 33-10503; 34-83376; IC-33113, "Request for comment on retail investors' experience with fund disclosure and ways to enhance such disclosure", June 5, 2018

²⁴ https://www.sec.gov/files/final_2020_im_annual-shareholder%20report.pdf

で透明で明瞭かつ一貫性をもたせるよう大幅に改善する。目論見書上の費用情報については、簡潔・容易なものから詳細・専門的なものまで階層的に開示し、目論見書上での情報の配置や使用する用語を適切に変更する。他のファンドに投資するファンドではファンド費用が多層化するが、この開示の仕方についても改善策を提言している。ファンド費用情報の開示は、マーケティング資料や販売資料では特に不適切であることが目立つので、目論見書などと整合させ適切なものになるよう改善を求める。ファンドが負っているリスクの開示についても充実を求め、従来よりも詳細で、当該ファンドが持つリスクの固有性をより明確にするよう求めている。

SECはこの近代化案に関する意見募集期限を2021年1月4日とした。ICIは12月にこの近代化案に対する意見表明を行った²⁵。全般的な方向性については評価・同意するものの、ICIが行った投資家やファンドの意向調査や実験的な簡易型報告書の試行経験に基づいて、いくつかの問題点を指摘している。主な点は以下のとおりである。

- (1) オープンエンドファンドを規則30e-3の適用外にすることに反対する。ICIの調査ではオープンエンドファンドの投資家のうちフルレポートの配送を希望しているのは0.5%未満にすぎず、レポート掲載の通知だけで十分である。
- (2) 株主向け報告書において、最近あった重要な変化の説明のために具体的な変化の項目リストを詳細に掲載している。このような一律の変化項目リストを掲載することなく、各ファンドが自らの特性に合った変化項目を設定して報告を行うべきである。
- (3) SEC案では、リスク報告においては、元本割れリスクの種類を並べて、10%以上の元本割れが起こる可能性があるか否かを確認するよう求めている。しかし、このようなすべてのリスクの評価を求めることは過重であるし、そもそも10%基準を精度高く測定するのは極めて難しい。同じリスク種類を各ファンドが異なる手法で評価したら投資家は比較できない。厳格な数量基準を置くのではなく、原則ベース（Principle base）として各ファンドの裁量に任せるべきである。

SEC近代化案に対する意見表明はICIのような業界団体、運用会社および個人や匿名者も含めて80以上から寄せられており、これらはSECのホームページで確認できる²⁶。

なお、別の話題だが、ICIは5月に労働省（DOL）が401(k)投資家向けの情報開示を近代化し、希望する者に対しては電子的に配信することが可能にしたこと（紙による送付を希望する投資家はそのまま紙での配送が継続される）について賞賛する旨の声明を出している²⁷。

²⁵ ICIの2020/12/22のNews Release

²⁶ <https://www.sec.gov/comments/s7-09-20/s70920.htm>、2021年5月23日現在で、募集期間終了後に投稿されたものも7本ある

²⁷ ICIの2020/5/21のNews Release

4. 純資産額と資金流入額の動向（投信ヒートマップ）

本章では2020年におけるアメリカの投資信託の純資産額および純流入額の動向を統計図表で確認する。通常の統計表に加えて、本論文の独自コンテンツである「投信ヒートマップ」を用いて、2020年の投資信託動向を振り返る。

1) 年間動向

図表1はファンド種類別の年間統計である。2020年は3月に資産市場の大幅な下落に見舞われたものの4月以降に著しいリバウンドがあった。結果的に通年でみると、ミューチュアルファンドとETFを合わせた合計では純資産額は2019年末の25.69兆ドルから29.35兆ドルへと14.2%増加していた。通年の資金流入額は0.71兆ドルに過ぎず、資産価格の値上がり分が2.95兆ドル（＝29.35－25.69－0.71兆ドル）あってこれが大きく寄与したことになる。ファンド本数は全体で10,040本から9,840本へと200本減った。特にミューチュアルファンドはすべてのファンド種類で本数が減少している。米国株広範型のETFとハイブリッドETFおよび債券ETFでだけ本数が増加した。

純資産額の増加14.2%をどう見るべきか。図表4は過去の趨勢統計である。最終行をご覧ください。過去の年間統計では、投資信託全体では年平均で10.3%成長し、その標準偏差は11.5%であった。14.2%という数字が、どの程度過去趨勢から乖離しているかを表す指標にzスコアがある。これは当該数値から平均値を差し引き、標準偏差で除して計算する。投資信託全体の純資産額増加率については、

$$(14.2\% - 10.3\%) \div 11.5\% = 0.34$$

と計算する。これは14.2%という数字は標準偏差で測って平均値から0.34倍だけ高かったということである。これを指して「0.34σ（シグマ）のイベントであった」という。±1σに入る確率は約68%であるので²⁸、この0.34σというのは過去趨勢でみるとごく普通の水準であったということになる。

純流入額についてはどう評価されるか。図表1の最終行に示した純流入率は2.75%である²⁹。図表4の最終行によれば、過去趨勢では年間の平均値は4.0%で、標準偏差は3.8%であった。zスコアを計算すると－0.50である。これも普通に起こりうる±1σに入る程度のものではあった。

つまり、前半に大きな市場混乱があったが、通年でみると投資信託市場全体では純資産の増加も純流入もごく普通の年並みであったということである。

次にファンド種類別の動向を確認しよう。図表1にあるファンド種類別の純資産増加率と図表4にある過去趨勢統計を用いて、ファンド種類別にzスコアを計算した。その結果が図表

²⁸ 正確には68.26%である。なお、±2σ以内の確率は95.44%、±3σ以内の確率は99.74%である。概数を使って、これらの範囲から外れるのは「3年に一度、20年に一度、400年に一度」ということがある

²⁹ 図表1の最終行にある純流入額0.7059兆ドルを前年末の純資産額25.6877兆ドルで除して算出

1の「純資産・zスコア」の列に記載されている。例えば、ミューチュアルファンドの米国株式 (Domestic equity) は0.09であった。このzスコアを使って、ファンド種類別の過熱・冷却度合いを一目で分かるように工夫したのが図表2と図表3のヒートマップである。この図表では、前年末の純資産額規模に比例してファンド種類別に領域を割り当てている。例えば、米国株式の前年末の純資産額は8.44兆ドルで、これは全体の32.9%を占める(図表1のDomestic Equityの行を参照)。図表2は100個のマス目から構成されているのだが、米国株式には33個のマス目が割り当てられている。そして、zスコアが-0.31から+0.31の間に入る(区間[-0.31,+0.31]に入る)場合は領域を白で塗っている。zスコアが区間[-0.31,+0.31]に入る確率は24%である。つまり、領域が白であるということは、ほとんど過去平均並みであり、4年に一度生じる程度の普通さであることを示している。ヒートマップではzスコアが+0.31より大きければ過熱を示す赤色で塗り、-0.31より小さければ冷却を示す緑色に塗っている。そして、その程度に応じて色を濃くしている。

国債MMFの純資産増加率35.5%のzスコアは+0.69であった(図表1のTaxable Government MMFの行を参照)。図表3の下部にHeat Scaleが示されているが、この+0.69は区間[+0.31,+0.77]にあり、この区間に入る確率は16%である。このような状態のときは赤色の濃さ4段階のうち最も薄い赤色に塗っている。非課税MMFではzスコアは-1.67で、これは区間[-1.88,-1.28]に入るため緑色の濃さ4段階のうち上から2番目の濃さに塗っている。区間[-1.88,-1.28]に入る確率は7%であるが、「-1.28より小さい値になる確率は10%(3%+7%=10%)」という言い方もでき、その場合、非課税MMFの純資産額の減少率は10年に一度程度の起こりにくい現象であったと解釈できる。

さて、改めて図表2を見てみよう。2020年に純資産額の増加率は合計で見ると平年並みであったが、多くのファンド種類でも平年並みだったということが確認できる。そして、過去趨勢と比べて純資産額の減少が目立ったのはプライムMMFと非課税MMFという2つの非国債MMFであり、増加が顕著だったのは国債MMFであった。同じように純流入の状況をヒートマップで示したのが図表3である。全体の純流入率のzスコアは-0.32であった。全体については色塗りしていないが、もし色塗りするとしたら最も薄い緑色ということになる。ファンド種類別でみると「平熱状態」(平年並み)だったのは課税債券と地方債券だけだった。国債MMFのzスコアは0.67となっており流入面でやや過熱状態であった。他のファンド種類は冷え込んでおり、特に米国株式、世界株式、ハイブリッドと非課税MMFの冷え込みは厳しく「(緑だが) 真っ青」だったといえる。

なお、色塗りはいくまで過去趨勢との比較で行っている。このため米国株式ETFのように純流入率が+6.33%であったにもかかわらず、過去平均純流入率が+12.6%もあったためzスコアが-0.80となって2番目の薄さの緑色に塗られている場合もある。

ファンド種類別の動向を総括しよう。純資金流入が顕著にあり、純資産額もその分増加したのは国債MMFだけであった。これとは逆に資金流出が顕著で純資産額も大きく減少した

のはプライム MMF と非課税 MMF だけであった。ただし、国債 MMF と非国債 MMF の純資産規模には差があり、国債 MMF への純流入額 8,345 億ドルと比べると、非国債 MMF からの流出額 1,437 億ドルは小さく、相殺したといえるレベルではなかった。純流入も純資産増加も平年並みだったのは課税債券と地方債である。他のファンド種類では、過去趨勢と比べて純流入の冷え込みは顕著であったが、資産価格の上昇のおかげで、純資産額の伸びは平均的な年と同じ水準（平熱状態）であった。

アメリカの MMF の種類と特徴を説明しておこう。要約したのが次の一覧表である。

アメリカのMMFの種類

MMF種類	投資先	純資産額(10億ドル)	
		2007年	2019年
全MMF	短期で安全性が高く価格変動が少ない負債証券	3,085.5	3,632.0
課税MMF		2,617.7	3,494.4
国債MMF	財務省証券・連邦機関債を含む国債	760.4	2,720.4
プライムMMF	CP、NCDs、社債などを含む民間発行債	1,857.3	774.0
非課税MMF	連邦債や地方債	467.8	137.6

[出所] ICI, 2021 Investment Company Fact Book

MMF は満期が短くて安全性が高い負債証券に投資するファンドである。投資先資産の価格変動は極めて小さく、その結果ファンドの純資産（NAV）の変動も小さくて元本割れは想定されていない。投資家は一時的な資金の預け先として利用していることが多い。MMF は課税 MMF（Taxable MMF）と非課税 MMF（Tax-exempt MMF）に大別され、課税 MMF は国債 MMF（Government MMF）とプライム MMF（Prime MMF）という 2 種類がある。最も安全性が高いのは国債 MMF であり、他の二つは投資先からも分かるように、若干、安全性が低いが利回りは高めとなっている。2020 年 3 月の市場混乱時には、主としてプライム MMF と非課税 MMF に大量の解約が生じ、国債 MMF に大量の資金流入があったとされる。プライム MMF の解約が CP や CD 市場の流動性に大きな悪影響を及ぼしたと規制当局は考えているのである。

2019 年末の純資産額は国債 MMF が 2 兆 7,204 億ドル、プライム MMF が 7,740 億ドル、非課税 MMF が 1,376 億ドルである。2007 年末では各々 7,604 億ドル、1 兆 8,573 億ドル、4,678 億ドルであった³⁰。世界金融危機の頃と比べて 2020 年に入る前に、国債 MMF が大幅に拡大する一方、プライムと非課税の MMF は大幅に縮小していたことが確認できる³¹。

³⁰ ICI, 2021 Investment Company Fact Book の p244

³¹ 非課税 MMF の純資産増加率の算術平均は 1996 年から 2019 年まででは 1.9%（図表 4）であったが、2008 年から 2019 年まででは 8.2%であった

図表1 アメリカの投資信託の種類別統計(2020年)

(Billions of dollars)		2019年12月		年間 純流入	2020年12月		純資産		純流入率		ファンド本数		
		純資産	本数		純資産	本数	構成比率	増加率	数値	zスコア	増加本数	増加率	
Mutual Fund													
Total long-term		17,659.1	7,579	-485.8	19,562.6	7,296	68.7%	10.8%	0.01	-2.75%	-1.62	-283	-3.7%
Equity		11,375.6	4,648	-646.2	12,728.4	4,456	44.3%	11.9%	0.00	-5.68%	-1.49	-192	-4.1%
Domestic equity		8,438.8	3,141	-470.8	9,523.9	2,997	32.9%	12.9%	0.09	-5.58%	-1.47	-144	-4.6%
World equity		2,936.8	1,507	-175.4	3,204.5	1,459	11.4%	9.1%	-0.24	-5.97%	-1.54	-48	-3.2%
Hybrid		1,579.1	775	-84.0	1,620.0	723	6.1%	2.6%	-0.51	-5.32%	-1.44	-52	-6.7%
Bond		4,704.3	2,156	244.4	5,214.1	2,117	18.3%	10.8%	0.15	5.19%	0.04	-39	-1.8%
Taxable bond		3,890.2	1,602	205.2	4,337.5	1,567	15.1%	11.5%	0.04	5.28%	0.06	-35	-2.2%
Municipal bond		814.1	554	39.2	876.6	550	3.2%	7.7%	0.22	4.81%	-0.02	-4	-0.7%
Total Money Market Fund		3,632.0	364	690.8	4,333.3	340	14.1%	19.3%	0.89	19.02%	1.18	-24	-6.6%
Taxable MMF		3,494.4	284	723.5	4,227.8	265	13.6%	21.0%	0.92	20.71%	1.21	-19	-6.7%
Taxable Government MMF		2,720.4	211	834.5	3,684.9	199	10.6%	35.5%	0.69	30.68%	0.67	-12	-5.7%
Taxable Prime MMF		774.0	73	-111.0	542.9	66	3.0%	-29.9%	-1.58	-14.34%	-0.95	-7	-9.6%
Tax-Exempt MMF		137.6	80	-32.7	105.5	75	0.5%	-23.3%	-1.67	-23.79%	-1.79	-5	-6.3%
Total		21,291.0	7,943	205.0	23,895.8	7,636	82.9%	12.2%	0.24	0.96%	-0.51	-307	-3.9%
ETF													
Total Domestic Equity		2,583.5	922	189.1	3,182.6	1,032	10.1%	23.2%	0.05	7.32%	-0.76	110	11.9%
Domestic (Broad-Based)		2,169.3	578	137.3	2,661.1	693	8.4%	22.7%	0.07	6.33%	-0.80	115	19.9%
Domestic (Sector/Industry)		414.2	344	51.8	521.5	339	1.6%	25.9%	0.10	12.51%	-0.43	-5	-1.5%
Global/International Equity		883.9	668	62.6	1,028.7	637	3.4%	16.4%	-0.26	7.08%	-0.97	-31	-4.6%
Hybrid		30.1	38	4.2	34.5	40	0.1%	14.6%	-0.97	13.87%	-1.15	2	5.3%
Bond		813.8	380	201.3	1,053.3	413	3.2%	29.4%	-0.24	24.74%	-0.36	33	8.7%
Commodities		84.9	89	43.7	150.3	82	0.3%	77.0%	1.37	51.46%	1.57	-7	-7.9%
Total		4,396.2	2,097	500.9	5,449.4	2,204	17.1%	24.0%	-0.12	11.39%	-0.90	107	5.1%
Mutual Fund + ETF		25,687.3	10,040	705.9	29,345.2	9,840	100.0%	14.2%	0.34	2.75%	-0.32	-200	-2.0%

(注) 上記のうち灰色に塗ってある種別についてzスコア値を図表2および図表3のヒートマップに表示した

[出所] ICI, 2021 Investment Company Fact Bookより筆者作成

2) 四半期および月間動向

四半期および月間の統計データで 2020 年のアメリカの投資信託動向を把握する。

図表 5 はファンド種類別に四半期ごとの期末純資産額と期中純流入額をまとめたものである。これは ICI ホームページに掲載されている毎月の統計を四半期データに変換したものである。ただし、国債 MMF とプライム MMF の年次データは ICI の Fact Book から取得できるが、ホームページで公開されている月次データでは課税 MMF という集計データとしてしか取得できない。このため四半期および月間のヒートマップでは国債 MMF とプライム MMF の状況は分割把握することはできなかった。ETF に関しては ICI がホームページで月次で公開している種類別データでは、純資産は国内株式型が広範型とセクター型に細分されているのだが、純流入額は国内株式型として集計されたものだけになっている。このため、純資産額と純流入額で、内訳内容が若干異なっている。

図表 5 のデータと図表 4 の過去趨勢統計を四半期化した情報を使って z スコアを計算した結果が図表 6 である。この z スコアをベースにして作成した、純資産増加率に関するヒートマップが図表 7、純流入率に関するヒートマップが図表 8 である。

まず、図表 7 で純資産の増加状況を確認する。ミューチュアルファンドと ETF を合わせた投資信託全体でみると、純資産増加率は第 1 四半期に下落幅 3.60 兆ドルで -2.59σ の大暴落で、第 2 四半期は上昇幅 2.85 兆ドルで $+2.06\sigma$ の大暴騰であった。第 1 四半期に課税 MMF だけが大幅に純資産が増えている。第 2 四半期には、ほとんどすべてのファンド種類で著しい純資産増加を見せていた。

次に、図表 8 で資金流出入状況を見ると第 1 四半期は全体では $+1.7\%$ の流入率で 0.36σ というほぼ平熱状態に近かったが、課税 MMF だけに過熱な流入があり、他のファンド種類はほとんどすべてが冷え込んでいたことが分かる。特に課税債券とハイブリッドからの流出度合いが顕著であった。課税 MMF の中の大勢は国債 MMF で占められており、第 1 四半期は非国債の証券から国債 MMF へと「安全への逃避」が発生していた。課税 MMF への流入額は 7,070 億ドルにおよび、ミューチュアルファンド全体への流入額 3,578 億ドルを上回っていた。第 1 四半期で課税 MMF 以外では世界株式だけがわずかであるが 91 億ドルの資金流入があった。第 2 四半期は全体では外部から 1.8% 分の資金流入があった。 0.40σ であるから過去趨勢との比較でいえば、平熱状態に近かったといえる。内訳としては株式とハイブリッドから資金が流出し、課税 MMF と課税債券に流入していることが確認できる。

通年で資金流出入状態を眺めると、課税 MMF（国債 MMF が大層を占める）は上半期に大幅な資金流入があったものの、下半期は流出に転じていた。課税債券は第 1 四半期こそ大幅流出だったが、第 2 四半期以降は流入に転じていた。米国株式は、資金流入面ではすべての四半期で冷え込んでいたが、第 2 四半期以降は強い値上がりを見せていたことが分かってい

次に2月から5月にかけての月次の純流入率に関するヒートマップを図表9に示した。

3月の資金流入額は3,476億ドルで流入率1.4%であった。0.99σなので過熱とは言えないまでもかなり多めの資金流入があった月である。この外部からの流入額と債券を含むファンド（課税債券、地方債券、ハイブリッド）からの資金が課税MMFに流れたものと推察できよう。課税MMFへの流入額は6,948億ドルで、前月の純資産額3兆5,121億ドルに対して19.8%、5.45σという異常な過熱状態であった。まさに「安全への逃避」と言えよう。課税MMFへの流入率は4月でも2.49σと超過熱状態であった。3月の債券ファンドからの資金流出は、課税債券が-3.12σ、地方債券が-2.91σ、ハイブリッドが-2.19σであった。資金流入面で見ると5月にはほぼ平熱状態に戻っていることが確認できる。

2月から5月にかけての商品種類別の資金流出入額は次の表のとおりであった。

ファンド種類別の資金流出入(10億ドル)

	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	4ヶ月計
New Money (Out-In)	-35.4	-347.6	-407.5	-63.5	-854.0
Equity, Hybrid	-20.8	-93.2	-30.1	-41.5	-185.4
Bond	12.7	-255.3	-7.4	43.2	-206.8
Tax-exempt MMF	-1.5	-6.4	7.4	-2.2	-2.8
資金流出	-44.9	-702.5	-437.6	-64.1	-1,249.1
Taxable MMF	31.8	694.8	390.9	32.9	1,150.4
ETF	13.1	7.7	46.7	31.2	98.7
資金流入	44.9	702.5	437.6	64.1	1,249.1

[出所] ICIホームページ公開データより筆者が計算

4ヶ月計で見ると外部からのニューマネー8,500億ドルと、株式ファンド・ハイブリッドファンド・債券ファンドからの約4,000億ドルが課税MMF（国債MMFが大宗を占める）に流れ、流入金額は1兆1,500億ドルに達した。3月に限定してみると、債券ファンドと外部からの資金が課税MMFに殺到したようだ。また、この4ヶ月の間、ETFも資金流入が続いていたことが確認される。

図表5 純資産額と純流入額(2020年四半期別)

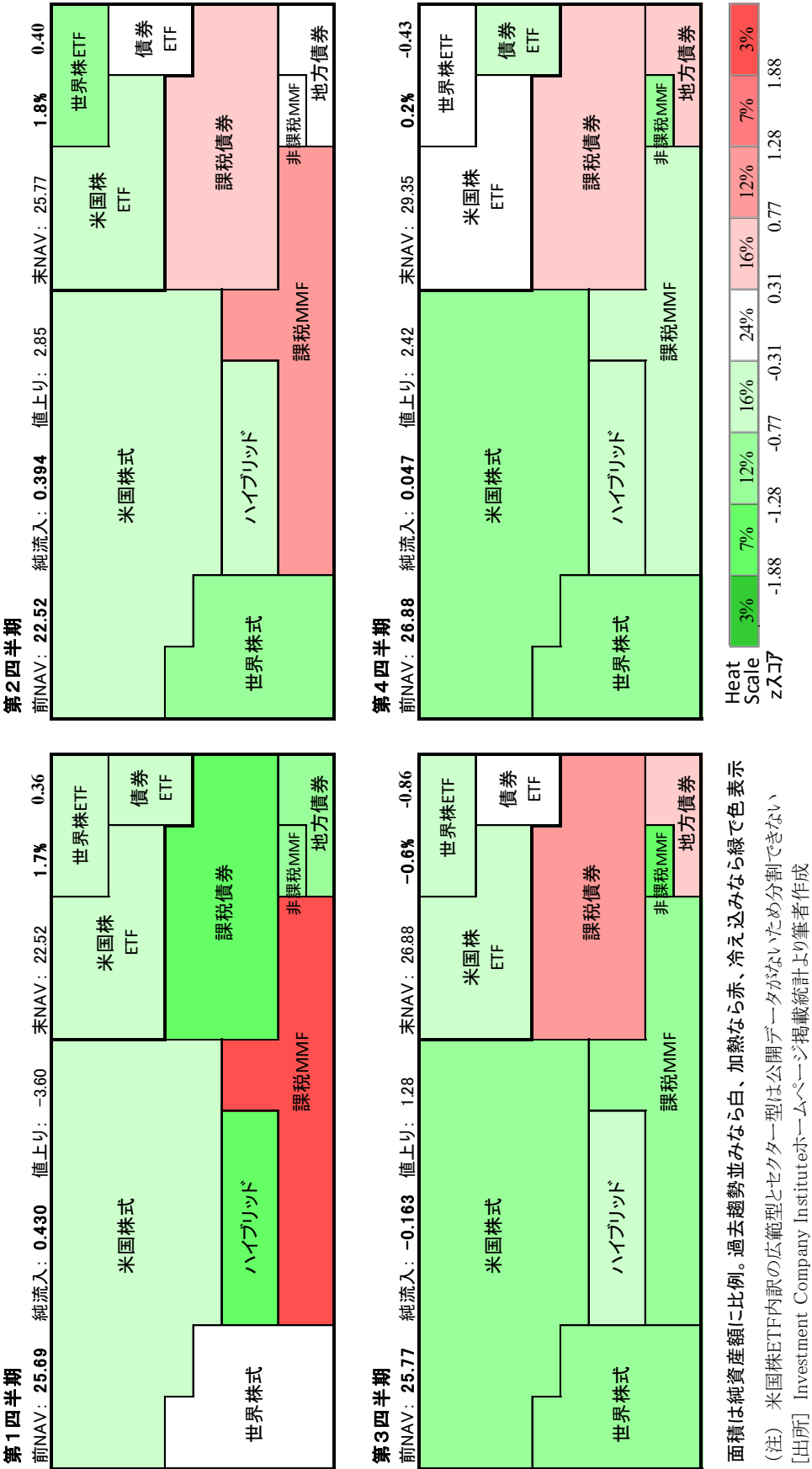
	(Billions of dollars)				純資産額			純流入額			
	2019年12月	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期		
Mutual Fund											
Total long-term	17,659.5	14,543.1	16,776.0	17,749.3	19,562.6	-339.5	-34.2	-44.4	-65.9		
Equity	11,376.2	8,820.9	10,609.3	11,278.0	12,728.4	-101.1	-133.6	-210.8	-199.9		
Domestic equity	8,438.9	6,563.1	7,945.0	8,466.0	9,523.9	-110.2	-82.0	-151.8	-126.9		
World equity	2,937.3	2,257.8	2,664.3	2,811.9	3,204.5	9.1	-51.6	-59.0	-73.0		
Hybrid	1,579.0	1,304.9	1,449.8	1,503.7	1,620.0	-53.0	-3.2	-12.8	-15.2		
Bond	4,704.3	4,417.3	4,716.9	4,967.7	5,214.1	-185.4	102.6	179.2	149.2		
Taxable bond	3,890.2	3,644.0	3,911.1	4,126.1	4,337.5	-164.0	89.5	153.0	128.0		
Municipal bond	814.1	773.3	805.7	841.6	876.6	-21.4	13.2	26.2	21.2		
Total money market	3,632.0	4,337.4	4,634.5	4,404.2	4,333.3	697.4	295.1	-230.7	-69.2		
Taxable money market	3,494.4	4,209.1	4,504.8	4,290.8	4,227.8	707.0	294.1	-214.5	-61.3		
Tax-exempt money market	137.6	128.3	129.7	113.4	105.5	-9.6	1.0	-16.2	-7.9		
Total	21,291.5	18,880.5	21,410.5	22,153.6	23,895.8	357.8	260.9	-275.1	-135.1		
ETF											
Total Domestic Equity	2,583.5	2,035.7	2,502.5	2,709.3	3,182.6	50.0	39.0	18.8	81.4		
Domestic (Broad-Based)	2,169.3	1,721.1	2,096.2	2,277.7	2,661.1						
Domestic (Sector/Industry)	414.2	314.6	406.3	431.6	521.5						
Global/International Equity	883.9	664.2	764.1	837.9	1,028.7	-0.2	-14.6	22.5	54.9		
Hybrid	30.1	25.2	27.9	30.4	34.5	0.6	0.4	1.2	2.0		
Bond	813.8	820.6	933.4	995.7	1,053.3	10.6	85.1	55.9	49.8		
Commodities	84.9	94.0	127.8	151.9	150.3	11.5	23.7	14.0	-5.5		
Total	4,396.2	3,639.7	4,355.7	4,725.2	5,449.4	72.5	133.6	112.3	182.6		
Mutual Fund + ETF	25,687.7	22,520.2	25,766.2	26,878.8	29,345.2	430.3	394.4	-162.9	47.4		

(注1) ETFの種類別で米国内株式型とセクター型に細分した純流入額のデータは無料公開情報には無い

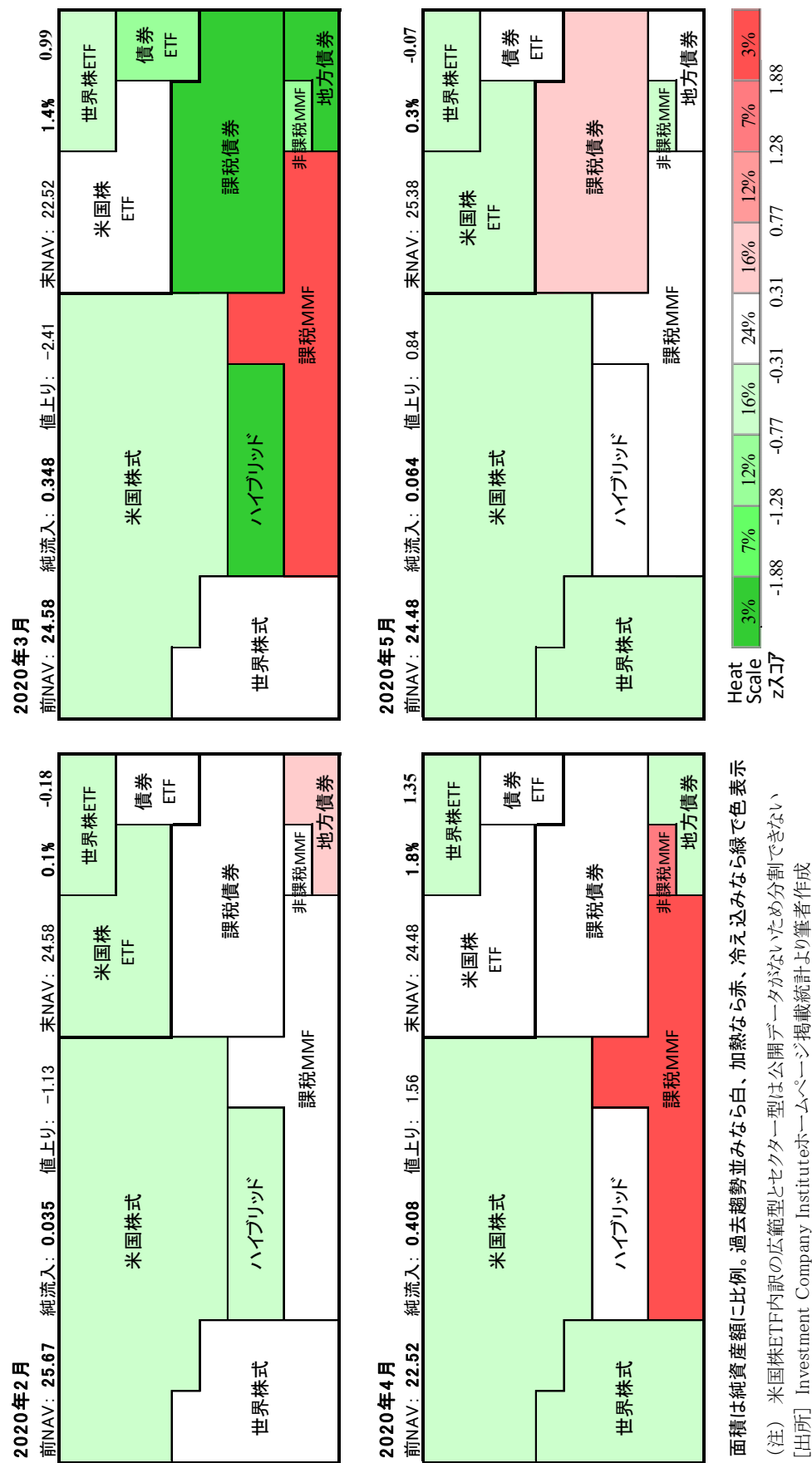
(注2) 本表は月次速報データを基に作成しているもので、年次確報データで作成した図表1と数字が整合していない箇所がある

[出所] Investment Company Instituteホームページ掲載統計より筆者作成

図表8 純流入率(2020年四半期別)



図表9 純流入率(2020年2月～5月)



3) コロナ危機期の日本投資信託の動向（参考）

IOSCO[2020.11]では、欧米のMMFが大きな混乱にある中、中国と日本では特に問題視すべき状況は生じなかったとしている。参考までに日本における同期間の投資信託の資金流入のヒートマップを図表10に掲載した。このヒートマップでは左半分が公募投信で、右半分が私募投信である。公募投信については2019年12月までの60ヶ月データを用いた過去趨勢統計により過熱・冷却状況の色塗りを施している。私募投信については純資産額や設定・解約などのデータの公表が始まったのは2020年1月からで、過去趨勢統計が計算できなかった。このため私募投信については過熱・冷却状況を表す色塗りはしていない（灰色に塗っている）。

各月のヒートマップの上部に掲載してある数値は公募投信の合計値で、金額単位は兆円である。例えば、2月には純資産額が122.6兆円から115.9兆円に減少したが、実は0.60兆円の純流入があった。純資産額の減少は7.29兆円分の値下がりによりもたらされたものであった。3月も純資産額の値下がりが10.70兆円分あった中で、1.19兆円分の純流入があった。純流入率でみると2月は0.5%のプラスで、過去趨勢と比較すると -0.22σ となっていて、平均よりは低水準であった。3月の純流入率の1.0%は 0.72σ と平均的水準を大きく上回っていた。純流入率は4月は 0.79σ 、5月は 0.58σ となっていて、公募投信全体では平時と比べて明確な純流入が続いていた。

商品種類別にみると、MRF（MMFに相当）からは資金が流出している。この4ヶ月間ではMRFと債券ファンドからの資金と外部からの新規資金が、リスク資産である株式および不動産投信に流入していた。この様子を確認したのが次の表である。

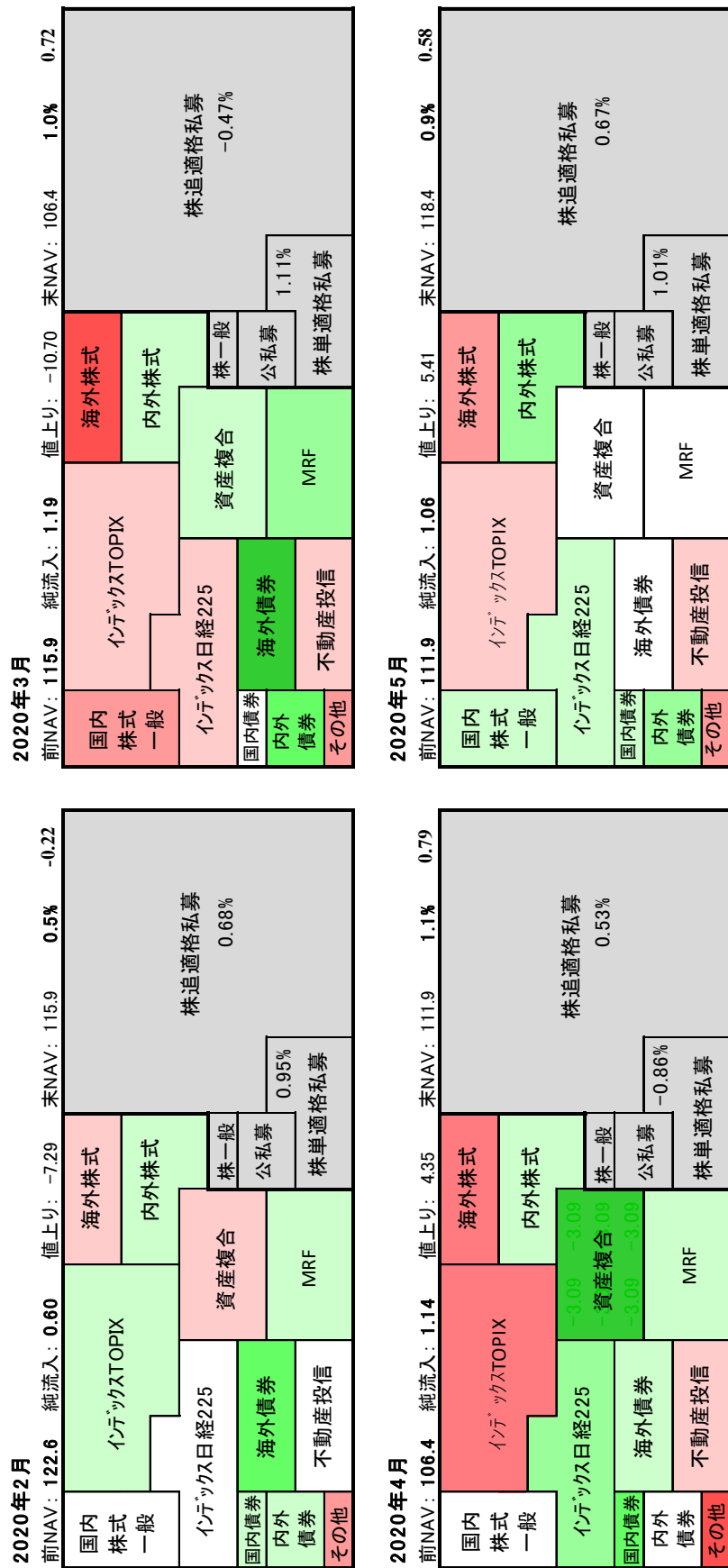
日本投資信託商品分類別の資金流入(10億円)

商品分類	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	4ヶ月計
新規資金(流入=負)	-604	-1,192	-1,136	-1,058	-3,991
MRF	-148	-445	-240	138	-695
債券F	-130	-230	-92	-72	-523
資金流出	-882	-1,867	-1,469	-992	-5,210
株式F+資産複合F	850	1,742	1,238	891	4,721
不動産投信+その他F	31	125	231	101	488
資金流入	882	1,867	1,469	992	5,210

[出所] 投資信託協会公表データより筆者が計算

4ヶ月計でみると、外部からの新規資金4兆円とMRFおよび債券ファンドからの純流出資金1兆円が株式を中心とした高リスク資産投資ファンドに5兆円流入していた。MRFは元本の安全性に配慮した商品で高格付け債券、CP、CD等の短期金融商品で運用する設計になっている。この点では米国のプライムMMFに相当するものであろう。日本のMRFからの資金流出は米国のプライムMMFからの資金流出に似ているかもしれないが、米国ではその資金が安全資産といえる国債MMFに向かったのとは対照的に、日本では株式を中心としたリスク資産に向かった点が全く異なっていた。

図表 10 (参考) 日本の投資信託の純流入率(2020年2月～5月)



・面積は純資産額に比例。過去趨勢並みなら白、加熱なら赤、冷え込みなら緑で色表示

- ・各月の枠上辺にあるNAV、純流入、値上り、値下りは公募投信合計額で、単位は兆円である
- ・太線より右側には私募投信で公開データが短く色塗りができない(2スコア計算できない)
- ・私募投信は、「株式・適格機関投資家向け私募等」の株式単位型と株式追加型、「株式・一般投資家私募」、「公社債投信私募」の4種類が十分な純資産規模がある
- ・2つの株適格私募に表示されている数字は前月比の純流入率

[出所] 投資信託協会の統計より筆者作成