

# アメリカのファンド市場②： ミューチャル・ファンドとETFの最近の動向

東京証券取引所 ニューヨーク駐在員事務所長

木村 亮太



## 1. はじめに

米国投資信託協会（ICI<sup>(注1)</sup>）が発行している「2020 Investment Company Fact Book<sup>(注2)</sup>」の内容の紹介を中心に、適宜日本の状況も織り交ぜつつアメリカのファンド市場を紹介するシリーズ・レポート第1回では、世界のファンド市場と比べた際のアメリカのファンド市場の規模とその主要なカテゴリーであるオープン・エンド・ファンドの最近の傾向を紹介した。

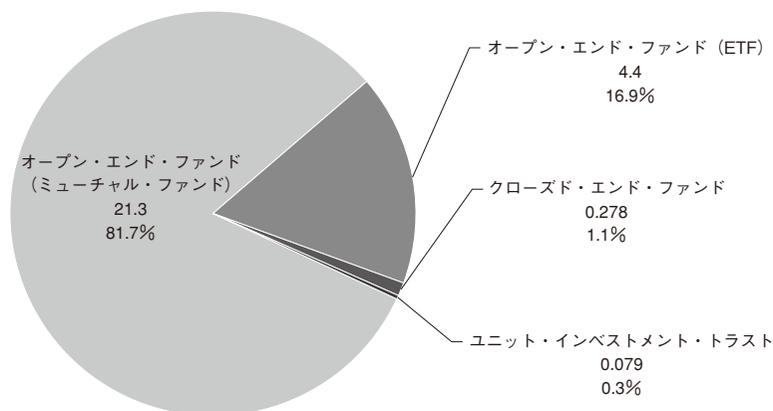
### 〈目次〉

1. はじめに
2. ミューチャル・ファンド
3. ETF
4. おわりに

〈シリーズ・レポート第1回のポイント〉

- ・2019年末時点、世界の規制オープン・エンド・ファンドの運用資産総額は54.9兆ドルであり、アメリカは、その47%を誇る世界最大のファンド市場。
- ・アメリカのファンドを形態別に3つの種類に分けると、運用資産総額の98%超がオープン・エンド・ファンドであり、残るクローズド・エンド・ファンドとユニット・インベストメント・トラストは極めて小さい。
- ・オープン・エンド・ファンドを見ると、特に株式ファンドにおいてインデックス・ファンドへの流れが目立つ。また、ESGファンドの運用資産額内訳においては、宗教的価値フォーカス・ファンドのシェアが高い一方、環境フォーカス・ファンドのシェアが低いという特徴がある。

(図表1) アメリカの公募ファンド市場の商品別内訳 (2019年)



(出典) ICIより筆者作成

ファンド市場では、世界的にアクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへの資金の移動が進んでいるが、その流れをけん引しているのが、アメリカのファンド市場の主要プレイヤーであるオープン・エンド・ファンド、より具体的には、ミューチャル・ファンドとETFである。そこで、今回のシリーズ・レポート第2回では、アメリカのファンド市場の中でも最大のシェアを占めるオープン・エンド・ファンドの内訳であるミューチャル・ファンドとETFに関して、それらの商品の規模の変化や商品間の競争など最近の動向等を紹介したい。なお、本稿中、意見に関わる部分については、筆者の私見であることに留意されたい。

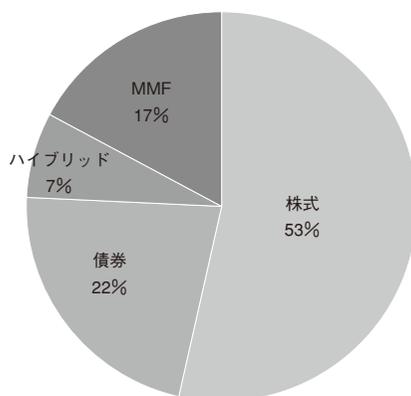
## 2. ミューチャル・ファンド

### (1) 最近のトレンドと概況

図表1のとおり、2019年末時点のアメリカのミューチャル・ファンドの運用資産総額は21.3兆ドルであり、アメリカの公募ファンド市場全体の運用資産総額(26兆ドル)の約82%を占める最大のプレイヤーとなっている。最初にこのミューチャル・ファンドの内訳を見てみると、大部分(53%)が株式ファンドであり、残りの約半分を債券(22%)、マネーマーケット・ファンド(17%)及びハイブリッド・ファンド(7%)がそれぞれ占めているという状況である(図表2)。

ミューチャル・ファンド市場は、非常に競争が激しい。ここ10年間顕著に見られるアクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへの資金の移動に伴い、特に株式ミューチ

(図表 2) ミューチャル・ファンドの運用資産の内訳 (2019年・合計21.3兆ドル)



(出典) ICIより筆者作成

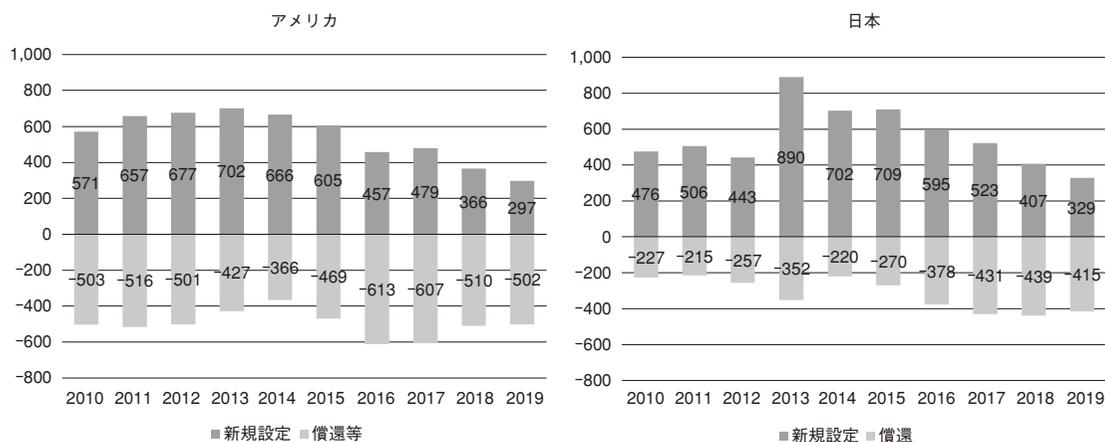
ャル・ファンドを中心に多くのアクティブ・ファンドが閉鎖に追い込まれていること、また、昨今のETFの台頭によって、インデックス連動のミューチャル・ファンドであってもETFや競合ミューチャル・ファンドとの競争に立ち行かなくなり、閉鎖や統合を余儀なくされるファンドも多い。同時に、大型シリーズ・トラストの寡占化の進展<sup>(注3)</sup>に伴い、上位ファンドはコスト面での競争力を高めつつある一方で、下位のファンドはコスト競争についていけなくなり、閉鎖に追い込まれるファンドも見られている。

図表3の左のグラフは、2010年以降のミューチャル・ファンドの新規設定銘柄数と償還及び統合銘柄数をグラフ化したものである。公募ファンド市場は、投資家ニーズを吸い上げて新しいファンドを立ち上げ、やがてニーズの変化等からファンドが縮小してくると速やかにファンドを閉鎖・統合したうえで次の

ファンドを検討するという、スクラップ・アンド・ビルドの考え方が一般的であり、その意味でももともと新陳代謝が高い市場である。それに加えて、昨今はETFとの競争が激化していることもあって、近年では新規設定されるミューチャル・ファンドの数よりも閉鎖・統合されるミューチャル・ファンドの数のほうが多くなってきていることが分かる。例えば2019年においては、297銘柄のファンドが新規設定された一方で、502銘柄が償還等となっている。

しかしながら、これはアメリカに限った話ではなく、この点に関しては実は日本も似た状況にあると言えるかもしれない。図表3の右のグラフは、同期間における契約型公募投信の新規設定数と償還数を示したものであるが、新規設定数と償還数の規模感、そして近年は新規設定数が減少し、償還数が増加トレンドにあるという傾向は、概ね日本も似た状

(図表3) ミューチャル・ファンド（米）及び契約型公募投信（日）の新規設定・償還等の推移



(注) アメリカの「償還等」の数は、償還と統合の合計値  
(出典) ICI、投資信託協会より筆者作成

況にあると言っても良いだろう。

## (2) アセットクラス別の状況

図表4は、株式ミューチャル・ファンドと公社債（債券）ミューチャル・ファンドに関して、2019年各月の資金純流入・純流出の状況を示したものである。

これを見ると、株式ミューチャル・ファンドに関しては、1月を除く全ての月において資金純流出となっており苦戦している様子が伺える一方で、債券ミューチャル・ファンドに関しては、いずれの月においても資金純流入となっている点が興味深い。この点について、ICIは、主に以下の理由を掲げている。

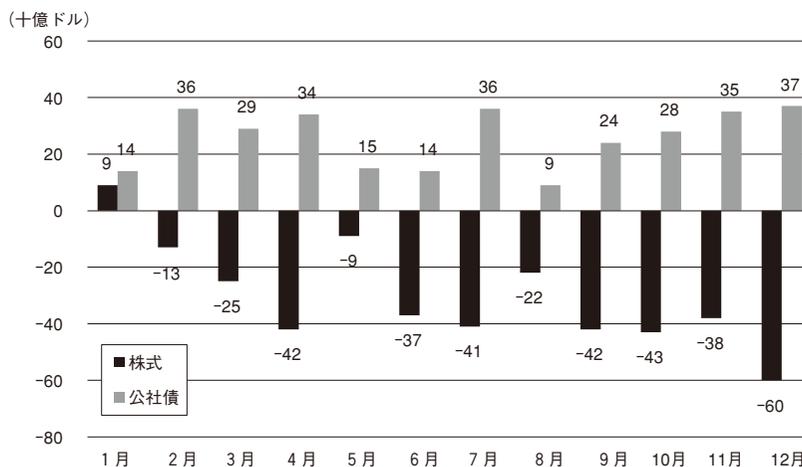
- ・2019年は、グローバル・エクイティのリターンは27%に達した一方で、米国債のリターンは9%程度であったことから、

投資家のポートフォリオ内でエクイティが占める比率が大きくなったことを受け、ポートフォリオ内のアセット・アロケーション比率を一定に保つために、株式ミューチャル・ファンドの解約が進んだこと。

- ・特に米国株に関して、よりコストの低廉なETFへの資金シフトによって、株式ミューチャル・ファンドの解約が進んだこと。
- ・投資家のデモグラフィックの変化が起きており、多くの投資資産を有するベビーブーマー世代が退職に向けた準備をする中で、投資先を高リスクの株式から低リスクの債券に振り替えつつあること。

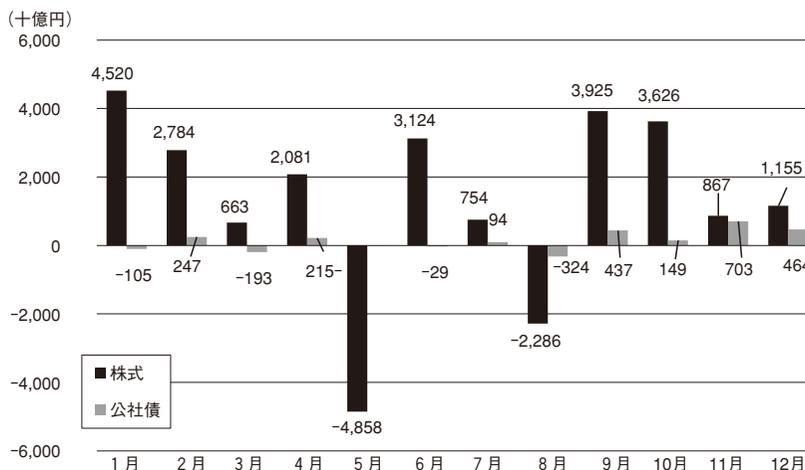
いずれの観点も、アメリカのファンド市場を考察するうえで示唆に富んでいると思われる。

(図表4) アセットクラス別資金純流出入額 (2019年・アメリカ)



(出典) ICIより筆者作成

(図表5) アセットクラス別資金純流出入額 (2019年・日本)



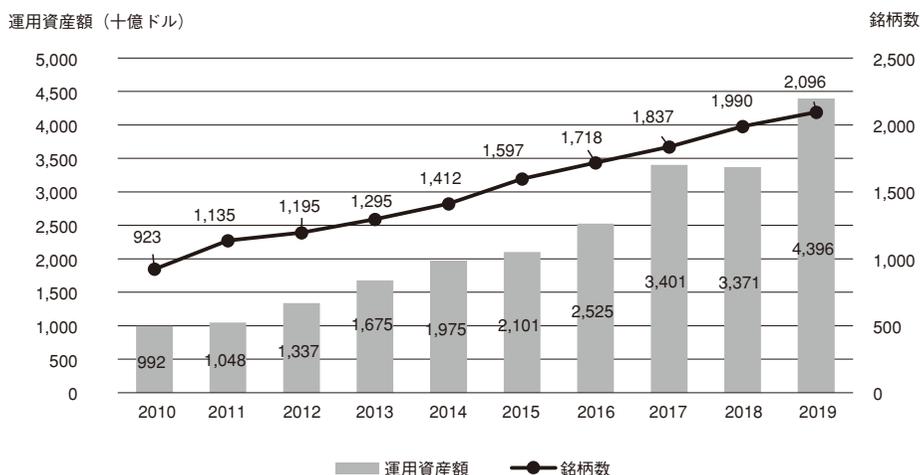
(出典) 投資信託協会より筆者作成

るが、ここでは比較の観点から、同時期における日本の公募投資信託の状況についても触れておきたい。図表5は、公募株式投資信託と公募公社債投資信託に関して、2019年各月の資金純流入・純流出の状況を示したもので

ある。

アメリカとの違いとして、日本では月のバラつきはあるが、2019年の年間では株式投資信託は資金純流入を達成している。また、株式と債券を比較した場合、債券投資信託の資

(図表 6) アメリカのETF市場の運用資産額及び銘柄数の推移



(注) グランター・トラスト法に基づくSPDR? Gold Shares (GLD) など、1940年投資会社法以外の法律に基づく一部のETFを含む。

(出典) ICIより筆者作成

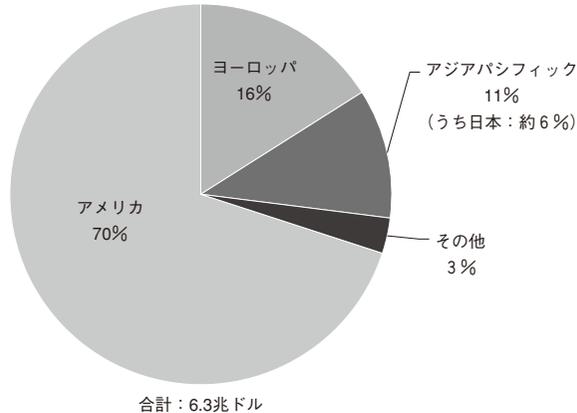
金の動きは株式投資信託と比較してはるかに小さい規模であることが言えるだろう。2019年末時点における株式投資信託の純資産総額は109兆円、債券投資信託の純資産総額は13兆円である<sup>(注4)</sup>ことから、運用資産規模の違いもあると思われるが、いずれにせよ日本では、同時期のアメリカほどドラスティックな資金シフトは起こらなかったと言えるだろう。

### 3. ETF

#### (1) 最近のトレンドと概況

続いて、オープン・エンド・ファンドのもう一つのカテゴリーであるETFについて見てみたい。前掲の図表1のとおり、2019年末時点において、アメリカのETFの運用資産額は約4.4兆ドルであり、公募ファンド市場全体の運用資産額の約17%を占める2番目のプレイヤーとなっている。これまでの説明において、この10年間でETFが大きく成長してきたことについて触れているが、具体的にその運用資産額は9,920億ドル(2010年)から4兆3,960億ドル(2019年)と実に4倍以上に成長している(図表6)。2019年末時点

(図表7) 世界のETFの運用資産額シェア (2019年末)



(出典) ICI、投資信託協会より筆者作成

での全世界のETFの運用資産額は約6.3兆ドルであることから、アメリカのETF市場は、世界のETFの運用資産額の70%を誇る巨大市場と言えよう(図表7)。なお、2019年末の日本のETF市場の純資産総額は3,977億ドル(注5)であることから、アメリカのETF市場がいかに大きいかを推察することができる。

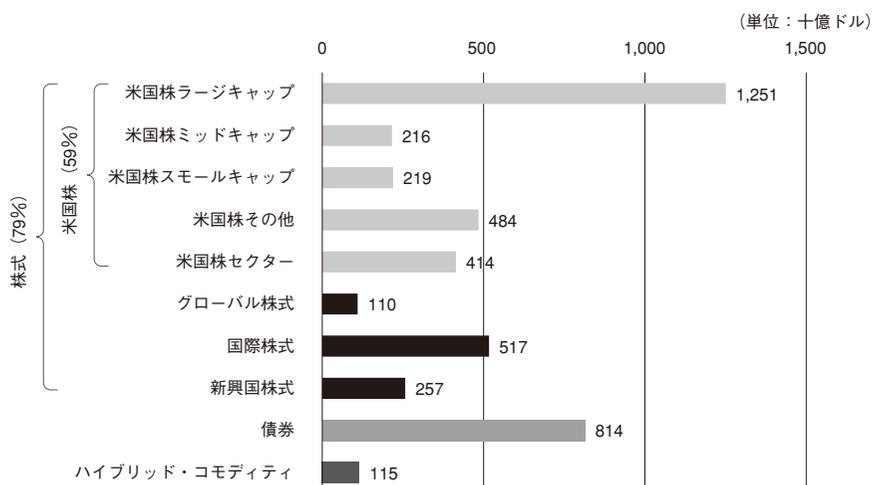
## (2) アセットクラス別の運用資産額の状況

このように急成長を遂げてきたアメリカのETF市場であるが、近年はどのようなアセットに資金が集まっているのであろうか。図表8は、2019年末時点におけるアメリカのETFの運用資産額をアセットクラス別に分解したものである。株式に連動するETFが全運用資産額の79%、そのうち米国株に連動するETFが運用資産額ベースで全体の59%

と大部分を占めており、中でも特に米国株ラージキャップ株式に連動するETFが主要な商品であることが見てとれる。米国株以外に目を引く資産は、ミューチャル・ファンドと同様、やはり債券であろう。一方で、本年4月にWTI原油先物の価格がマイナスになった際に話題になった原油ETFをはじめとするコモディティETFのように、オルタナティブ資産に投資するETFは、まだまだ運用資産額の規模ではマイノリティであることが意外に思われるかもしれない。

次の図表9は、2017年~2019年におけるアセットクラス別の資金の純流出入状況を表したものである。近年の傾向として、米国株ブロードベースETFへの資金流入は概ね横ばいである一方、グローバル・国際株式ETFへの資金流入は急速に減り、反対に債券ETFへの資金流入が増えてきていることが分かる。その理由として、先にミューチャル

(図表 8) ETFのアセットクラス別運用資産額 (2019年)



(注) 国際株式は、インターナショナル株式、リージョナル株式、単一国株式を含み、新興国株式を除く。  
 (出典) ICIより筆者作成

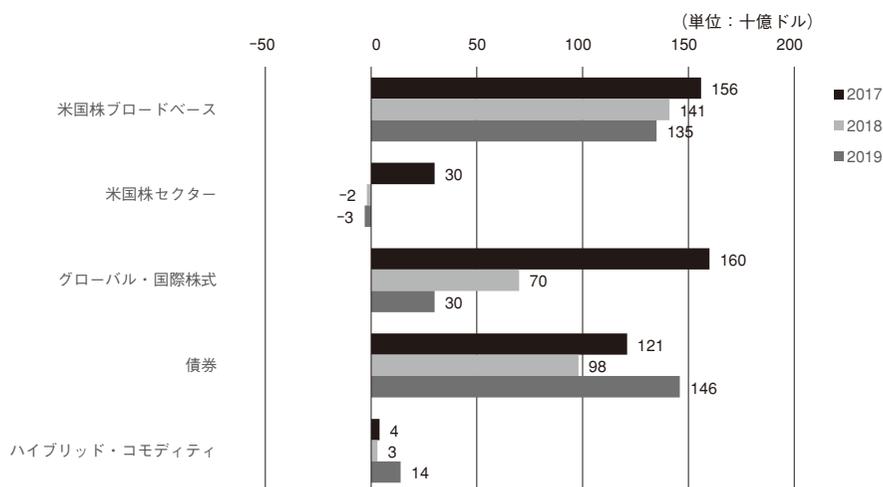
・ファンドの章で述べた理由もあるが、特に債券ETFの成長に関しては、State Street Global AdvisorsのHead of SPDR Americas ResearchであるMatthew J. Bartolini氏の分析が興味深い。同氏は近年の債券ETFの成長に関して、①ミューチャル・ファンドと比較してコストが安いこと、②債券ETFの浸透に伴ってバリエーションが増え、投資家のポートフォリオ構築に際しての選択肢が広がって使いやすくなったこと、③投資家の高齢化に伴ってより安全な資産である債券への投資ニーズが増し、同時に規制の変更によって保険会社が債券ETFを用いた投資戦略を構築するなど投資家ニーズに変化が生じたこと、④最初の債券ETFが登場した2002年以降、運用のトラックレコードを積むことによって、投資家の不安が解消されたこと、の4

点を挙げたうえで今後も債券ETFの成長が期待されるとしているとしており、具体的にその運用資産額は1.1兆ドル (2020年末)、1.3兆ドル (2021年末) 及び1.7兆ドル (2022年末) になると見込んでいるとのことである<sup>(注6)</sup>。

### (3) 銘柄数の変化

先にミューチャル・ファンドの新規設定件数及び償還等件数を紹介した際、この10年間でミューチャル・ファンドの銘柄数自体は純減していることが分かったが、同期間のETFの銘柄数にはどのような変化があったのだろうか。図表10の左のグラフは、2010年から2019年までの期間における各年のETFの新規設定及び償還等の件数の推移を示したものである。ミューチャル・ファンドとは大きく異なり、全ての年において新規設定件数

(図表9) アセットクラス別ETFの資金流入出状況(2017年~2019年)



(注) コモディティには、1940年法以外の法律に基づくETFを含む。

(出典) ICIより筆者作成

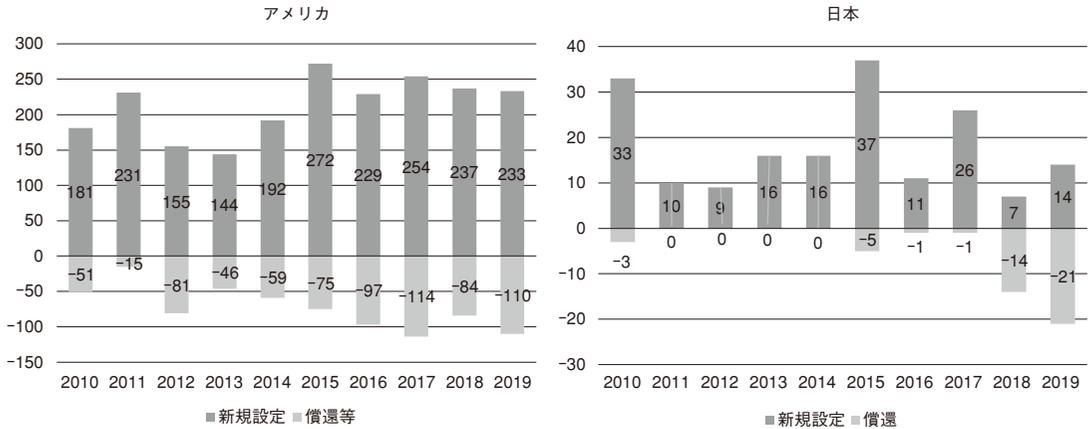
が償還等を大きく上回っていることが分かる。それと同時に、この期間に合計2,128銘柄のETFが新規に組成される一方、合計732銘柄のETFが償還等によって消滅しているということから読み取れるように、アメリカではミューチャル・ファンド市場と同様、ETF市場もスクラップ・アンド・ビルドが一般的であり、極めて新陳代謝が高い市場と認識されていると言うことができるだろう(注7)。

非上場商品であるミューチャル・ファンドのみならず、取引所上場商品であるETFに関しても、次々と新しい商品を上場させる反面、投資家ニーズを満たすことができなかつた商品は速やかに償還して上場市場から退出させたいうで、次の新しい商品を市場に投入していくという考え方は、日本のETF市場

のそれとは大きく異なるのではないだろうか。図表10の右のグラフは、同期間における日本のETFの新規設定及び償還件数である。近年は徐々に変化が表れているとはいえ、まだアメリカほど新陳代謝があるとは言い難いだろう。

先に少し触れた2020年4月にWTI原油先物の価格がマイナスになった際や2018年2月のVIXショックといった市場の急変時(注8)のようなときは当然のこととして、そのような時以外でも、アメリカでは恒常的に運用会社の判断によって多くのETFが上場廃止されている。例えば、最近の例では、5月15日、JP Morganが同社の運用する6つのETFに関して、6月中下旬に償還させることを公表した(注9)。ETFの償還はこれらのETFの投資家にとって影響を与える事象ではあるもの

(図表10) ETFの新規設定・償還等の推移



(注) アメリカの「償還等」の数は、償還と統合の合計値  
(出典) ICI、東京証券取引所より筆者作成

の、注目すべき点として、この償還するという行為そのものが市場でイレギュラーとされることはなく、むしろそもそもETFはミューチャル・ファンドと同様に、ニーズが集まらなければ運用会社の判断で償還する商品であるということが投資家の間でもある程度認知されているように見受けられることである。日本とアメリカにおいて、ETFという上場商品に対する考え方、投資家保護の考え方、投資家に対する啓蒙や投資家の金融リテラシーの違いなどが浮き彫りになっている点だと思われるが、このような違いと効果は日本のETF市場の関係者にとって学ぶべき点があるのではないかな。

#### 4. おわりに

アメリカのファンド市場を紹介するシリーズ・レポートの第2回では、オープン・エンド・ファンドの内訳であるミューチャル・ファンドとETFに関して、それらの規模の変化やその内訳に関して、日米比較も踏まえて紹介した。現在のアメリカにおいて、ミューチャル・ファンド、ETFともに債券ファンドは堅調であるものの、両商品の運用資産総額の大部分を占める株式ファンドに関してはミューチャル・ファンドとETFの間で熾烈な競争が行われていることにより、特にミューチャル・ファンドは年々銘柄数が減ってきていることが特徴的である。冒頭の図表1で紹介したアメリカのファンド市場の商品別内訳のグラフは、数年後には大きく変化してい

ることが予想されるだろう。

この熾烈な競争の原因の一つとされているのが、ファンドの運用コストと言われている。ETFは、その構造上、ミューチャル・ファンドよりも安価な運用コストで運用することが可能であり、それは同時に投資家にとってはETFのほうがコストが安いことを意味している。ETFの登場と、それと並行して投資アドバイザーの収益体系が残高フィー体系へと移行してきたこともあって、投資家側はさらに運用コストの安いファンドを追求し、また運用会社側はファンドの規模の経済を活用して次々とコストを引き下げる施策を打つことによって、ファンド間でのコスト率競争、ひいてはファンドの存続競争が激化したと言われている。そこで、今回のシリーズ・レポート第3回では、本日紹介したミューチャル・ファンドとETFを中心に、アメリカのファンド市場における運用コストの変化について紹介する予定である。

(注1) Investment Company Institute

(注2) Investment Company Institute. 2020. 2020 Investment Company Fact Book : A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. Washington, DC : Investment Company Institute.

Available at [www.icifactbook.org](http://www.icifactbook.org).

(注3) 特定のファンド・スポンサーが第三者のファンド・スポンサーに対して監査、受託者サービス、リーガルサービスといった一部のバックオフィスサービス等を提供することで、1つのアンブレラの中でファンドの複合体を構築したもの。新規参

入のファンド・スポンサーは、安価でバックオフィスサービスを楽しむポートフォリオ運用や資金獲得といった本業に専念することができ、その一方で、既存のファンド・スポンサーは、バックオフィス・コストを複数のファンド間で分散させて1ファンドあたりのコストを下げる事が可能となる。シリーズ・トラストは、傘下にあるファンドの数と運用資産が成長するにつれて、コストの分散化が進み、各ファンドは投資家に対して低コストの戦略を提供することが可能となることから、近年では上位のシリーズ・トラストに資金が集中するという状況が続いている。

(注4) 投資信託協会調べ。

(注5) 43.3兆円、176銘柄（いずれも投資信託協会より）、1ドル109円にて換算。

(注6) <https://www.etfstrategy.com/four-factors-are-driving-future-growth-of-fixed-income-etfs-10339/>

(注7) 直近2020年1月～6月の半年間では、ETFの償還等件数が新規設定件数を上回っており、このままのペースで進んだ場合、2020年はETFの償還等件数が新規設定件数を初めて上回る年になるのではないかと指摘もされている。

(注8) 正確には、瞬間的な市場の変動時に上場廃止となった商品の単純な数に関してはETFよりもETNのほうが多い。これは、裏付け資産の有無、運用の有無や方法、そして償還条件等の様々な要素が関係するため当レポートでの詳細説明は割愛するが、例えば2018年2月のVIXショックの際には、VelocityShares Daily Inverse VIX Short - Term ETN (XIV) といった多くのETNが強制償還条項に該当して上場廃止となったものの、XIVと同じパフォーマンスを提供していたETFのProShares Short VIX Short - Term Futures ETF (SVXY) は、レバレッジ比率を-1倍から-0.5倍に低下させることによってファンドを存続させている。

(注9) 同社は、「市場や経済状況の変化に応じて定期的に商品ラインナップをモニタリングしており、顧客の投資目的や市場のニーズにより合致するよ

---

うに商品を最適化する」ことを目的として6銘柄のETFを償還するとした。JPMorgan Diversified Return Europe Equity ETF (JPEU)、JPMorgan Long/Short ETF (JPLS) 及びJPMorgan Managed Futures Strategy ETF (JPMF) の3銘柄は6/12売買最終日で6/19に償還、JPMorgan Diversified

Return Global Equity ETF (JPGE)、JPMorgan Diversified Alternatives ETF (JPHF) 及び JPMorgan Event Driven ETF (JPED) の3銘柄は6/19売買最終日で6/26に償還している。

