

## 2008 年米国投資信託市場の回顧 — 株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性 —

三宅 裕樹

### ■ 要 約 ■

1. サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の深刻化は、米国投資信託市場にも影響を及ぼした。2008 年末の純資産残高は 9.6 兆ドルとなり、評価損の計上を主な理由として前年より 20.1%の減少となった。種類別では、特に株式ファンドでの純資産残高の急落が目立った。
2. こうした状況は、運用会社ランキングやファンド別ランキングにも反映されている。運用会社の首位がバンガードとなったほか、ピムコやブラックロックといった債券ファンドに強みをもつ運用会社の順位上昇が目立つ。また、ファンド別ランキングでも、ピムコが運用する債券ファンドが首位となった。
3. 資金純流出入の動向をみると、2008 年前半には、株式ファンドや債券ファンドにおいても資金純流入の傾向が続いていた。しかし、リーマン・ショックを受けて、9月には全ての投資信託で資金純流出となった。
4. 株式ファンドから流出した資金の一部は、MMF、特に財務省証券などを主な投資対象とする政府債 MMF に向かった。ただし、MMF においては、その後の金利引き下げなどを受けて、利回りの低下に苦しむ状況に至っている。
5. 今後の注目点としては、株式ファンドや債券ファンドで、資金純流入基調への回帰が早期に実現することとなるか、という点が挙げられよう。この点に関して、2009 年 1 月・2 月と、債券ファンドで資金純流入が続いている。

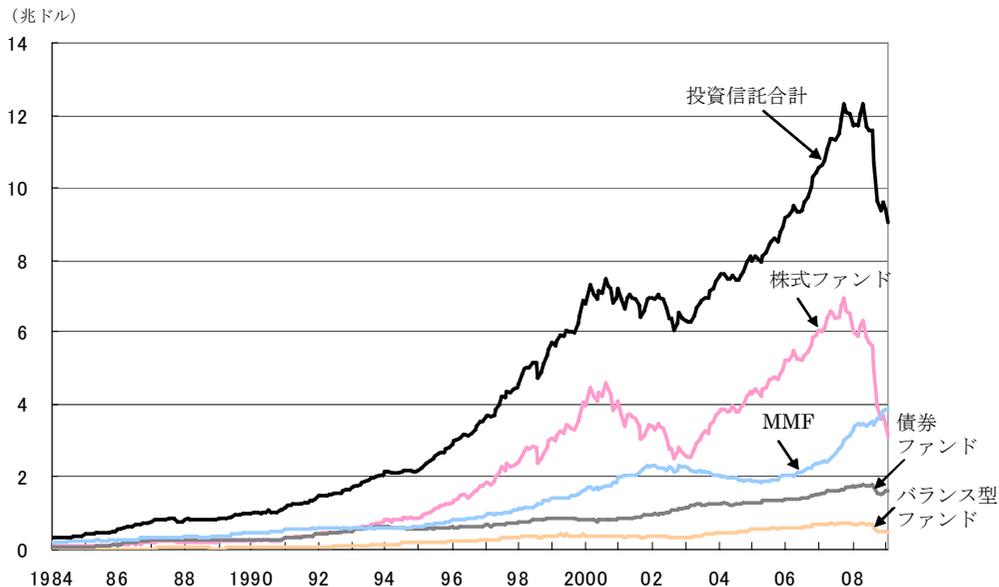
## I 残高 10 兆ドルを割り込んだ米国投資信託市場

### 1. 株式ファンドの純資産残高の急落

2007 年後半以降の、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機は、米国投資信託市場にも大きな影響を及ぼした。

米国では、2000 年代前半の一時期を除いて、投資信託の純資産残高は基本的に増加傾向にあった（図表 1）。特に 2003 年以降は、株式ファンドの増加に支えられてこの傾向を強め、2006 年 10 月に 10 兆ドルの大台を突破すると、ちょうど一年後の 2007 年 10 月に

図表1 米国投資信託の純資産残高の推移



(注) 2009年2月末まで。

(出所) ICI (Investment Company Institute) 資料より、野村資本市場研究所作成

は 12.3 兆ドルのピークに達した<sup>1</sup>。ところが、金融危機の進行とともに、その後、投資信託の純資産残高は急速に下落した。2008 年末時点の残高は 9.6 兆ドルと、前年末時点より 2.4 兆ドル、20.1%の減少となった。これは、2001 年から翌 2002 年にかけての 0.5 兆ドル、8.4%を大きく上回る、1984 年以降最大の下落幅である。

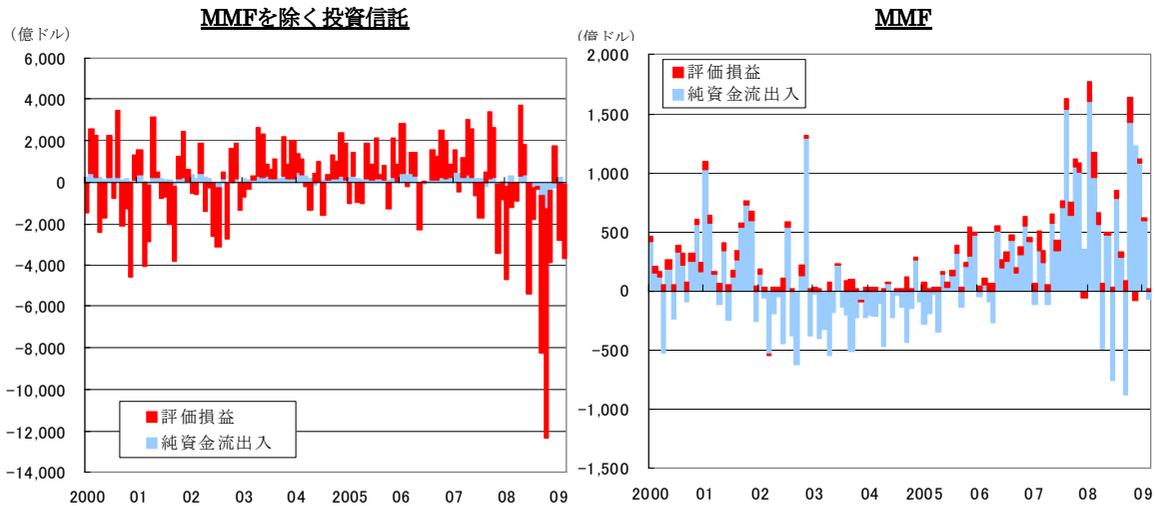
各種ファンド別にみると、特に株式ファンドにおける純資産残高の急落が顕著である。2008 年末時点の株式ファンドの純資産残高は 3.7 兆ドルと、直近 1 年間で 2.8 兆ドル (43.2%) も減少した。これに対して、債券ファンドやバランス型ファンドの減少は各々 0.1 兆ドル (6.7%)、0.2 兆ドル (30.4%) と、株式ファンドに比して小幅にとどまった。

これら三種のファンドの純資産残高の減少のほとんどは評価損の計上によるものである。純資産残高の増減を評価損益と資金純流入に分けると、そもそも株式ファンドなどでは歴史的にみて前者が後者を大きく上回る場合が一般的である (図表 2)。2008 年一年間でみても、例えば株式ファンドの純資産残高の減少分 2.8 兆ドルのうち、2.5 兆ドルは評価損の計上によるものであった。

一方で、資金純流入の推移に注目すると、2007 年よりサブプライム・ローン問題、およびその金融市場への影響に対する懸念が浮上し始めてもしばらくは、特に債券ファンドやバランス型ファンドでは資金純流入の状況が基本的には続いていた点が注目される (図表 3)。株式ファンドでも、2008 年前半までは資金純流入の月の方が多く、純流出し

<sup>1</sup> 米国投資信託市場の拡大やその背景については、野村資本市場研究所編著『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社、2008 年、井瀧正彦・岩井浩一「残高 10 兆ドルの大台に乗った米国投資信託」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年春号など参照。

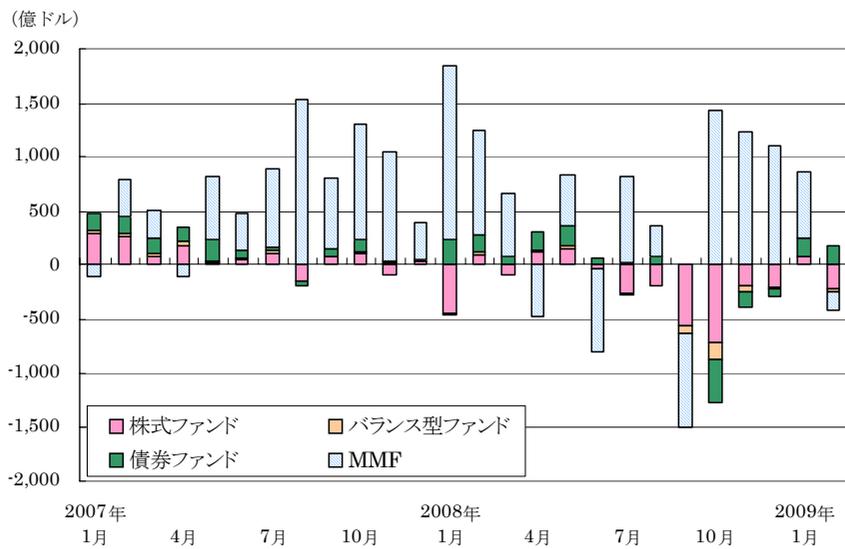
図表2 米国投資信託の純資産残高の増減の内訳



(注) 2009年2月末まで。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

図表3 2007年以降の各種ファンドの資金純流入額の推移



(注) 2009年2月末まで

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

た場合も、2008年1月を除いてその額は比較的小さかった。

しかし、2008年後半にはこうした動向も一変することとなった。9月・10月と、株式ファンド・債券ファンド・バランス型ファンドの三種全てで資金純流出となり、その規模も合計ベースで638億ドル(9月)・1,275億ドル(10月)と過去最大規模となった。MMF以外の投資信託全てが月ベースで資金純流出となる状況は、1990年以降では例がない。ただし、純流出額は11月・12月には縮小し、10月の3割以下の水準となった。

## 2. 運用会社ランキングでの首位はバンガード

株式ファンドの純資産残高の急落は、運用会社ランキングの動向にも反映されている。2008 年末時点における各運用会社の運用ファンド（MMF・ETF 除く）の純資産残高をみると、バンガード（Vanguard）が首位となった（図表 4）。バンガードは、純資産残高では昨年度より 25.2%の減少となっているものの、資金純流入額では運用会社として最高の 347 億ドルのプラスとなった<sup>2</sup>。

この背景には、他の上位運用会社と比べて、運用するファンドに占める債券ファンドの割合が 28.6%と大きいことが挙げられる。バンガード以外に順位が上昇した運用会社の顔ぶれをみても、ピムコ（Pacific Investment Management Co., PIMCO）が前年 6 位から 4 位に、またブラックロック（BlackRock）が 14 位から 11 位にそれぞれ上昇しているように、債券ファンドに比較的強みをもつ運用会社が目立つ。ピムコに至っては、上位 20 社の中で唯一、運用ファンドの純資産残高が増加した。

また、バンガードの場合には、インデックス・ファンドの運用に比較的注力していることも、順位上昇の一因となっているものと思われる。2008 年一年間の株式アクティブ・ファンドと株式インデックス・ファンドの平均運用パフォーマンスをみると、後者は 39.1%のマイナスと、前者の 40.5%のマイナスに対して、やや悪化の幅は抑えられた。また、両ファンドの資金純流出入の状況を見ると、株式アクティブ・ファンドからは 2,218 億ドルの資金が純流出したのに対して、株式インデックス・ファンドは逆に 176 億ドルの

図表 4 2008 年米国運用会社ランキング

順位		運用会社名	純資産残高			債券ファンドの比率
2008	2007		2008	2007	変化率	
1	2	バンガード	8,658.5	11,571.3	-25.2%	28.6%
2	1	キャピタル・リサーチ	7,166.9	11,582.2	-38.1%	10.5%
3	3	フィデリティ・インベストメント	6,221.5	10,148.7	-38.7%	17.5%
4	6	ピムコ	2,709.7	2,109.6	28.4%	89.1%
5	4	フランクリン・テンブルトン	2,210.8	3,407.2	-35.1%	35.9%
6	5	Tロー・プライス	1,735.7	2,715.2	-36.1%	18.4%
7	7	ジョン・ハンコック	1,251.9	1,747.8	-28.4%	20.8%
8	8	オープンハイマー	994.8	1,706.5	-41.7%	45.2%
9	9	ドッジ・アンド・コックス	867.5	1,594.1	-45.6%	15.9%
10	10	コロンビア	830.0	1,372.4	-39.5%	25.3%
11	14	ブラックロック	775.5	1,033.3	-24.9%	24.9%
12	12	ディメンショナル・インベストメント	740.9	1,107.4	-33.1%	18.6%
13	11	ハートフォード	698.5	1,145.7	-39.0%	16.4%
14	15	INGファンド	686.7	981.9	-30.1%	17.6%
15	13	ジャナス	597.4	1,082.2	-44.8%	3.2%
16	19	JPモルガン	586.1	814.0	-28.0%	43.6%
17	16	MFS	561.5	889.0	-36.8%	19.3%
18	23	プリンシパル・インベストメント	525.8	774.3	-32.1%	18.8%
19	18	GMO	516.2	824.3	-37.4%	13.6%
20	22	アメリカン・センチュリー	514.7	787.1	-34.6%	24.3%

(注) MMF と ETF を除く。純資産残高の単位は億ドル。

(出所) モーニングスター・プリンシパルより、野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> Sree Vidya Bhaktavatsalam, "Fidelity, Franklin Led Mutual Fund Outflows in 2008," *Bloomberg*, 01/13/2009 参照。

純流入であった<sup>3</sup>。後述するとおり、バンガードが運用する主力インデックス・ファンドは、ファンド別ランキングで順位を伸ばしている。

バンガードなどの順位が上昇したのに対して、逆に株式ファンドの運用に比較的力量を入れている運用会社は順位を落とした、あるいは次にランクする運用会社との差が縮まった。このうち、第3位のフィデリティ（Fidelity Investments）は、2008年1月にマゼラン・ファンド（Magellan Fund）、12月にコントラファンド（Contrafund）の新規募集を再開し、金融危機の深刻化に伴う資金の純流出に対応しようとしている<sup>4</sup>。

### 3. ファンド・ランキングではピムコの債券ファンドが首位へ

ファンド・ランキングでも、債券ファンドの順位上昇が目立つ（図表5）。ピムコが運用するピムコ・トータル・リターン・ファンド（PIMCO Total Return Fund）が、前年5位から首位となったのを始め、バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンド（Vanguard Total Bond Market Index Fund）が18位から8位へ、キャピタル・リサーチ（Capital Research）が運用するボンド・ファンド・オブ・アメリカ（Bond Fund of America）も27位から20位へと、それぞれ順位を上げた。他方、株式ファンドは、

図表5 2008年米国ファンド・ランキング

順位		ファンド名	分類	パフォーマンス			運用会社	純資産残高
2008年	2007年			1年	3年	5年		
1	5	ピムコ・トータル・リターン	債券ファンド	4.33	5.45	4.67	ピムコ	1,608.28
2	1	グロス・ファンズ・オブ・アメリカ	国内株式ファンド	-39.07	-9.15	-0.83	キャピタル・リサーチ	1,165.02
3	3	バンガード・500インデックス・ファンド	国内株式ファンド	-37.02	-8.44	-2.29	バンガード	748.86
4	7	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	国内株式ファンド	-37.04	-8.45	-1.76	バンガード	727.20
5	6	キャピタル・インカム・ビルダー	海外株式ファンド	-30.06	-1.88	3.09	キャピタル・リサーチ	709.61
6	2	ユーロ・パシフィック・グロス・ファンド	海外株式ファンド	-40.53	-4.82	4.56	キャピタル・リサーチ	663.62
7	4	キャピタル・ワールド・グロス・アンド・インカム・ファンド	海外株式ファンド	-38.38	-3.95	3.96	キャピタル・リサーチ	645.31
8	18	バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンド	債券ファンド	5.05	5.41	4.57	バンガード	624.69
9	9	インカム・ファンド・オブ・アメリカ	国内株式ファンド	-28.85	-3.88	0.73	キャピタル・リサーチ	549.37
10	8	インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ	国内株式ファンド	-34.74	-7.10	-1.22	キャピタル・リサーチ	524.81
11	12	バンガード・インスティテューショナル・インデックス	国内株式ファンド	-36.95	-8.35	-2.18	バンガード	491.87
12	10	ワシントン・ミューチュアル・インベスター・ファンド	国内株式ファンド	-33.10	-6.36	-1.35	キャピタル・リサーチ	490.59
13	11	フィデリティ・コントラ・ファンド	国内株式ファンド	-37.16	-5.67	2.34	フィデリティ	484.73
14	16	アメリカン・バランス・ファンド	バランス型ファンド	-25.73	-3.98	-0.12	キャピタル・リサーチ	421.59
15	20	バンガード・ウェリントン・ファンド	国内株式ファンド	-22.30	-1.08	2.82	バンガード	383.63
16	15	フランクリン・インカム・ファンド	バランス型ファンド	-30.52	-4.48	-0.08	フランクリン・テンプレート	373.49
17	14	ニュー・バース・バクティ・ファンド	海外株式ファンド	-37.83	-4.73	1.91	キャピタル・リサーチ	335.78
18	21	ファンダメンタル・インベスターズ	海外株式ファンド	-39.70	-6.53	0.76	キャピタル・リサーチ	331.75
19	13	ドッジ・アンド・コックス・ストック・ファンド	国内株式ファンド	-43.31	-12.37	-2.59	ドッジ・アンド・コックス	327.42
20	27	ボンド・ファンド・オブ・アメリカ	債券ファンド	-12.25	-1.34	0.72	キャピタル・リサーチ	312.68

- (注) 1. 12月末時点の純資産残高に基づくランキング。純資産残高の単位は億ドル。MMFとETFは除く。  
2. パフォーマンスは、クラスAのものを原則採用しているが、一部リテール向けクラス・シェアのものなどを採用している場合がある。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> Sam Mamudi, "Active vs. Passive: Indexing Wins '08," *The Wall Street Journal*, 03/04/2009 参照。なお、2008年末時点における株式アクティブ・ファンドと株式インデックス・ファンドの総資産残高は、各々3.2兆ドル・4,900億ドルであった。

<sup>4</sup> Muralikumar Anantharaman, "Fidelity's Magellan fund buys big US banks in Sept," *Reuters*, 10/31/2008、Christopher Condon, "Fidelity Reopens Funds to Offset Investor Withdrawals," *Bloomberg*, 12/02/2008、Tim Gray, "Two Funds Reopen, Should You Enter?," *The New York Times*, 01/11/2009 参照。

直近一年間のパフォーマンスの大幅な悪化が目立ち、順位も軒並み低下している。

今回首位となったピムコ・トータル・リターン・ファンドは、投資適格債への投資を中心として、米国内外を問わず、国債や社債、住宅ローン担保証券（Mortgage-Backed Securities, MBS）、資産担保証券（Asset-Backed Securities, ABS）など幅広い債券をポートフォリオに組み入れている債券ファンドである<sup>5</sup>。同ファンドは、金融危機の深刻化が進む中で、ファニーメイ（Federal National Mortgage Association, Fannie Mae）やフレディマック（Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac）が発行・保証する MBS（保証 MBS）の運用でリターンを獲得したことで注目された<sup>6</sup>。すなわち、同ファンドは、ファニーメイ・フレディマックの両社に対してコンサーバティブが適用される直前に保証 MBS の保有を拡大する戦略を採り、運用ポートフォリオに占める MBS の比率を 8 月末時点の 69%から 9 月末には 79%にまで引き上げた<sup>7</sup>。これにより、保証 MBS の信用リスクの低下、価格上昇の恩恵を受けて、指標となる旧リーマン・ブラザーズ・米国アグリゲイト・インデックス（the Lehman Brothers U.S. Aggregate Index）を 0.51%ポイント上回る 1.32%のリターンを獲得することに成功したのである<sup>8</sup>。その後、年末にかけて MBS の保有割合を 62%にまで引き下げたものの、①米国財務省証券に比して約 2~3%ポイント利回りが高い点や、②12 月末には連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board, FRB）が保証 MBS を流通市場より最大 5,000 億ドル購入する方針を示した点などを踏まえて、引き続き MBS への投資機会を模索している模様である<sup>9</sup>。

その他、インデックス・ファンドの順位が上昇している点も注目される。例えば、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）が 7 位から 4 位に、また、先述のとおり、バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンドが 18 位から 8 位へ、それぞれ順位を上げた。

<sup>5</sup> 目論見書では、①B 格以上のハイ・イールド債への投資はポートフォリオの 10%を上限とすること、②外貨建て債券の投資上限は 30%、新興国市場関連の債券の上限は 15%とすること、といった運用方針が掲げられている。

<sup>6</sup> Daisy Maxey, “Winners Exist in Fannie-Freddie Rescue –Pimco Fund Rises In an Exception To the Losing Rule,” *The Wall Street Journal*, 09/10/2008、Min Zeng, “Pimco Bets on Mortgage-Backed Debt –Bond-Fund Giant Shows It’s Favoring High-Quality Paper,” *The Wall Street Journal*, 10/21/2008 参照。

<sup>7</sup> ファニーメイやフレディマックをめぐる動きについては、関雄太・三宅裕樹「ファニーメイ・フレディマックを巡る金融不安と GSE 規制改革の動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

<sup>8</sup> 現在、同指数はバークレイズ・キャピタル・アグリゲイト・債券インデックス（Barclays Capital Aggregate Bond Index）と改称している。

<sup>9</sup> Bryan Keogh and Sree Vidya Bhaktavatsalam, “Gross Bets on Washington After Housing Collapse Wage,” *Bloomberg*, 01/12/2009、“PIMCO’s Total Return Fund cuts MBS, adds Treasuries,” *Reuters News*, 01/17/2009 参照。

## II 株式ファンド・債券ファンドの個別動向

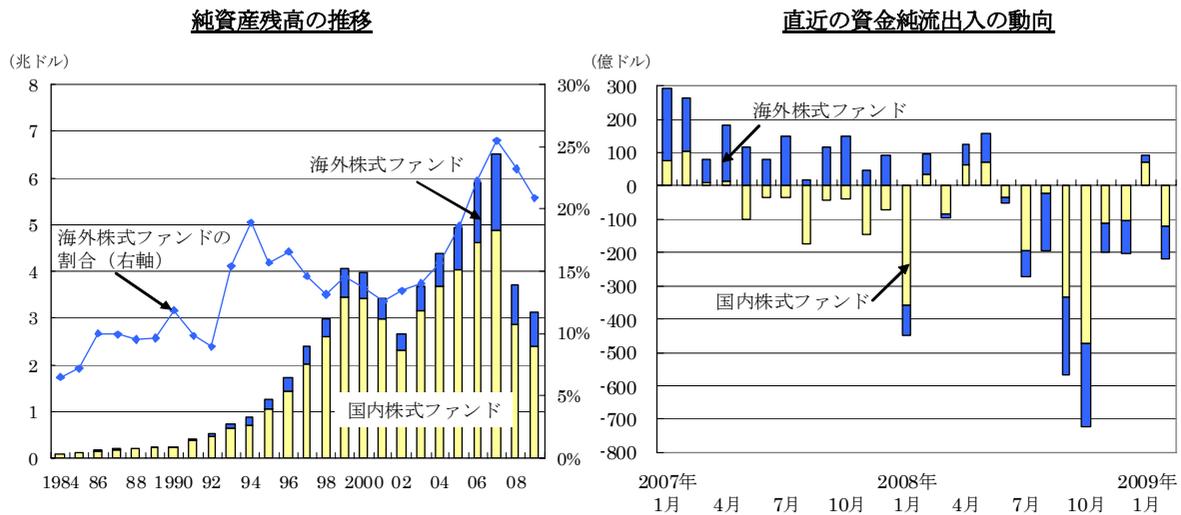
### 1. 国内株式ファンドと同様に資金純流出となった海外株式ファンド

株式ファンド市場についてみると、これまで人気を集めていた海外株式ファンドにおいても、2008 年後半には資金が純流出する状況に転じたことがわかる。

2000 年代前半より、海外株式ファンドは米国株式ファンド市場における位置づけを急速に拡大させていた（図表 6）。海外株式ファンドが同市場に占める割合は、純資産残高ベースで 2001 年末時点の 12.5% から、2007 年末には 25.4% にまで急上昇した。資金純流出入額の推移をみても、国内株式ファンドでは 2003 年以降、純流入額の減少が続き、2007 年にはついに 463.5 億ドルの純流出となった一方、海外株式ファンドの資金純流入額は逆にこの間、増加基調をたどり、2007 年には 1,390 億ドルとなった<sup>10</sup>。

ところが、2008 年に入ると、徐々に海外株式ファンド市場の状況も変わった。1 月に 92.3 億ドルの純流出を経験すると、海外市場にも金融危機の影響が波及し、パフォーマンスが低下したことなどをを受けて、6 月からは資金が純流出する状況が続くこととなった<sup>11</sup>。その後の、9 月・10 月における資金純流出額の拡大と、11 月・12 月の縮小という動向は、国内株式ファンドと傾向を同じくしている。2008 年末時点における海外株式ファンドが株式ファンド市場全体に占める割合は 23.3% と、2007 年から若干の減少となった。

図表 6 米国株式ファンド市場の動向



(注) 1. 「純資産残高の推移」における 2009 年の値は 2 月末時点。  
2. 「直近の資金純流入の動向」は 2009 年 2 月まで。

(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> ICI 資料より算出。

<sup>11</sup> モーニングスターによれば、2008 年の海外株式ファンドの平均パフォーマンスは 45% のマイナス、中でも最も低かったのはラテン・アメリカを対象としたファンドのマイナス 60% であった。Sam Mamudi, "International Funds Look to Recover - Market Drops Offer Buying Opportunities," *The Wall Street Journal*, 01/07/2009 参照。

## 2. いち早く純流入に転じたハイ・イールド債ファンド

債券ファンド市場に関しては、ハイ・イールド債ファンド市場の動向が注目される。

債券ファンドは、全体としては株式ファンドやバランス型ファンドに比して評価損はこれまでのところ抑えられているが、個別にみると、特にハイ・イールド債ファンドの中には大幅にパフォーマンスを悪化させたものもある。

例えば、オープンハイマー・チャンピオン・インカム・ファンド（Oppenheimer Champion Income Fund）は、運用資産の60%以上をBBB/Baa格未満の債券、すなわちハイ・イールド債で運用して高いリターンを獲得を図るという運用方針を有しており、必要に応じてデリバティブの活用も行うファンドである。2008年9月末時点の状況をみると、クレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap, CDS）やトータル・リターン・スワップ、金利スワップなどを活用してレバレッジを効かせて運用ポートフォリオを純資産残高の1.23倍に拡大させた上で、BB格（ポートフォリオ全体の25.5%）やそれ未満（同35.0%）の格付けの社債・MBSを中心に運用を行っていた。

同ファンドは、すでに2007年10月から2008年9月までの一年間のパフォーマンスがマイナス27.70%と（クラスA）、指標としているインデックス（マイナス11.58%、マイナス4.79%）を大きく下回っていた。これに、リーマン・ショックをきっかけとした金融危機の深刻化の影響が加わることとなった。MBSへの投資の拡大や、デリバティブ商品の活用が裏目に出たことで、同ファンドのパフォーマンスはさらに悪化し、2008年一年間の実績は78.53%のマイナスと、米国債券ファンド全体で2番目に低い水準となった。これを受けて、オープンハイマーは、同ファンドに対して流動性の低い証券の投売りを回避するべく、同ファンドに対して1.5億ドルの資金を注入した<sup>12</sup>。

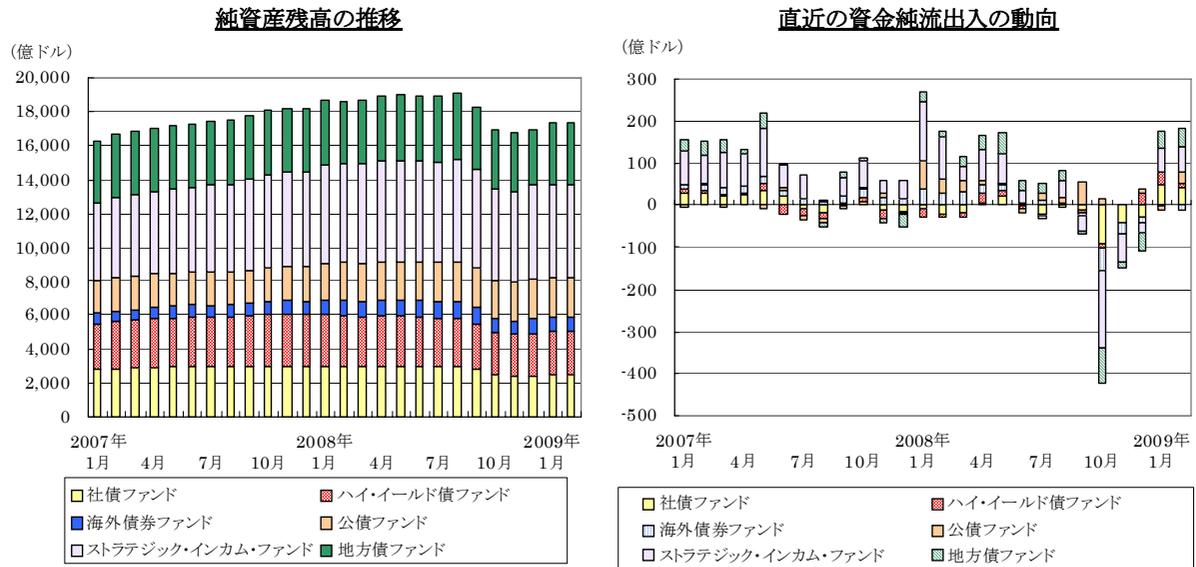
しかし、ハイ・イールド債ファンド市場でもう一点、注目されるのは、2008年9月以降、公債ファンド（Government Fund）<sup>13</sup>を除いて、各種債券ファンドで資金純流出となったが、その中でいち早く12月に純流入に回帰したのがハイ・イールド債ファンドであったという点である（図表7）。この背景には、①多くの投資家が「質への逃避」傾向を強めたことによる財務省証券に対する需要の拡大や、FRBによる緊急利下げなどを受けて、財務省証券の利回りが大幅に低下したこと、あるいは②財務省やFRBなどによる一連の政策対応の効果もあって、金融市場が一応の落ち着きを取り戻しつつあることなどが挙げられるものと考えられる<sup>14</sup>。実際、ハイ・イールド債市場の動向をみると、一時はヘッジ

<sup>12</sup> Sree Vidya Bhaktavatsalam, "Oppenheimer High-Yield Fund Battered by Mortgage-Backed Debt," *Bloomberg*, 12/10/2008, Diya Gullapalli, "Oppenheimer Funds Officer Steps Down - Overseer of Leveraged-Betting Strategy Leaves With Firm's Flagship Down 82%," *The Wall Street Journal*, 12/16/2008 参照。なお、オープンハイマーのシニア・ヴァイス・プレジデントの Angelo Manioudakis 氏は、こうした事態を受けて2008年12月に辞任した。

<sup>13</sup> 公債ファンドとは、財務省証券やファニーメイ・フレディマックの関連債券（社債・保証 MBS）を主な運用対象とする債券ファンドのことを指す。

<sup>14</sup> Vikas Bajaj and Michael M. Grynbaum, "Eager Investors Buying U.S. Debt With Zero Yield," *The New York Times*, 12/10/2008, Caroline Salas and Pierre Paulden, "Junk Debt Showing Great Depression Defaults Lures TCW," *Bloomberg*, 01/13/2009 参照。

図表 7 米国債券ファンド市場の動向



(注) 2009年2月まで。  
 (出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

ファンドなどによる投売りが進んだこともあって債券価格が下落し、利回りは 2008 年 6 月の 9%から 10 月には 18%にまで上昇した。しかし、その後、GM (General Motors) の金融子会社である GMAC に対して公的資金が投入されたことなどをを受けて、市場の混乱もやや収まり、12 月には平均利回りも 13%にまで低下した。これにより、ハイ・イールド債ファンドの平均パフォーマンスは、キャピタル・ゲイン獲得の効果を反映して 2009 年 1 月には 4.7%のプラスと、株式ファンドのマイナス 7.4%を大きく上回ることとなった<sup>15</sup>。

また、ハイ・イールド債ファンド以外の債券ファンドでも注目される動きがある。例えば、これまで財務省証券で運用していた資金の一部を、保証 MBS や、連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) が 2008 年 10 月に創設を発表した一時流動性保証プログラム (the Temporary Liquidity Guarantee Program) で保証されている金融機関の債券、あるいは高格付けの社債への投資に回すことで、安全性を確保した上で、少しでも高いリターンの獲得を図ろうとする債券ファンドも、一部で現れている模様である<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> Larry Light, "Junk Funds Dabble in Best of the Worst," *The Wall Street Journal*, 02/10/2009 参照。

<sup>16</sup> "Top Bond-Fund Managers Buying Corporate Debt, Selling Treasuries," *CNN Money.com*, 01/29/2009, "As Treasury Yields Wither, Funds & Other Investors Turn to Junk Bonds," *mmexecutive.com*, 01/30/2009 参照。

### Ⅲ MMF 市場への資金純流入と利回りの低下

#### 1. 第一の米国投資信託となった MMF

株式ファンドや債券ファンドなどで、特に 2008 年後半に資金純流出が基調となり、純資産残高も大幅に減少したのとは対照的に、MMF は、現下の金融危機の中で純資産残高を大幅に増加させた（前掲図表 1）。

MMF は、2005 年後半以降の金利引き上げによる利回りの上昇に支えられて資金純流入傾向が基本的に続いており、2007 年には過去最大となる 6,544 億ドルの純流入額を記録した。この傾向は 2008 年も維持された。月ベースで見ると、9 月にはリーマン・ショックを直接的な契機として史上二度目の元本割れ事例が発生し、一時的に 876 億ドルもの資金が純流出した（前掲図表 3）。とはいえ、直後に創設・実施された財務省・FRB による政策対応によって、翌 10 月には再び 1,435 億ドルの純流入に転じ、その後 12 月までこの基調は続いた<sup>17</sup>。この間、株式ファンドや債券ファンドなどでは資金の純流出が続く中で、少なくとも計算上は、そこから流れた資金、そしてそれを補って余りある資金が MMF に流入し、結果として米国投資信託市場全体としては資金純流入の状況となっていたのである。最終的に 2008 年の資金純流入額は、前年とほぼ同水準の 6,364 億ドルに上った。また、同年末時点の純資産残高は 3.8 兆ドルとなり、大幅な評価損が発生した株式ファンドに代わって米国第一の投資信託の地位を占めることとなった。

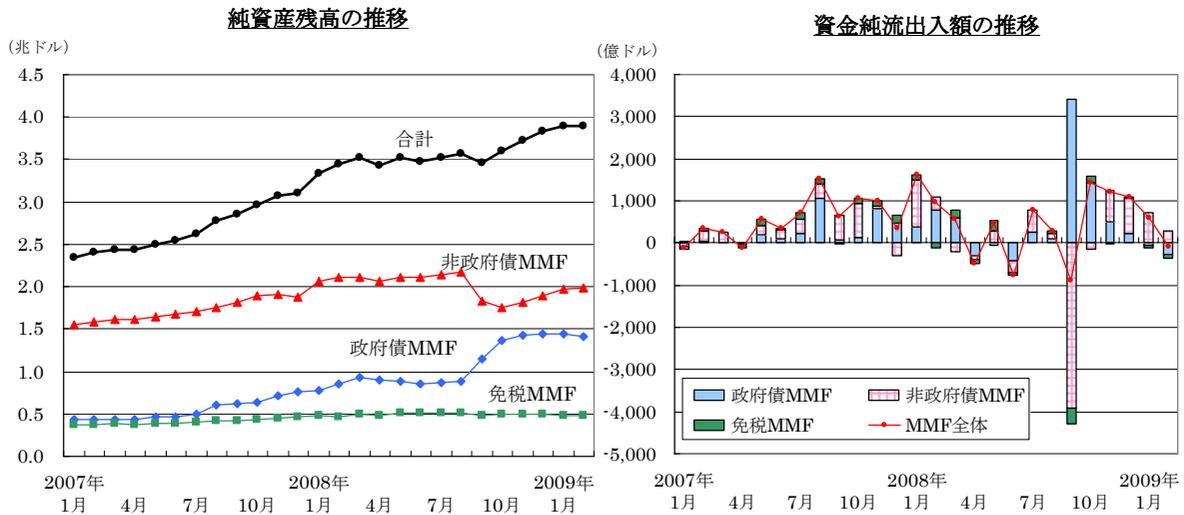
#### 2. 人気を集めた政府債 MMF

ただし、こうした状況は、各種 MMF で一様に起きたわけではない。MMF 市場の動向を、免税 MMF（地方債を主な運用対象とする MMF）・政府債 MMF（財務省証券や政府保証付き債券を主な運用対象とする MMF）・非政府債 MMF（それ以外の MMF）に分けてみると、2007 年から 2008 年前半にかけては、政府債 MMF と非政府債 MMF に資金が向かっていた（図表 8）。ところが、リーマン・ショックや MMF 元本割れ、あるいはコマーシャル・ペーパー（Commercial Paper, CP）市場など短期金融市場における流動性の枯渇が生じた 2008 年 9 月には、両 MMF 市場の状況は対照的なものとなった。すなわち、非政府債 MMF から 3,921 億ドルもの資金が純流出する一方で、政府債 MMF では 3,419 億ドルの純流入が起きたのである。

実際、この時期に一部の MMF では、元本割れしたリザーブ社（The Reserve）のプライマリー・ファンド（Primary Fund）以外にも、運用ポートフォリオに組み入れていた債券で損失が発生したものがあつた模様である。例えば、レグ・メイソン（Legg Mason）

<sup>17</sup> 米国 MMF を対象とした一連の政策対応については、三宅裕樹「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年秋号、同「米国 MMF を対象とした政策対応の現状」同 2009 年冬号参照。また、その米国 CP 市場への影響などについては、同「変化の兆しがみえる米国資金循環と今後の展望 一 個人金融資産、MMF・CP 市場の動向を中心に」同 2009 年冬号参照。

図表8 米国 MMF 市場の動向



(注) 2009年2月まで。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

は、運用する MMF で、ストラクチャード・インベストメント・ヴィークル (Structured Investment Vehicle, SIV) が発行する住宅ローン関連証券への投資に関する損失が発生したことを受けて、元本割れを回避するべく 27.8 億ドルの資金を注入した<sup>18</sup>。また、モルガン・スタンレー (Morgan Stanley) が運用する非政府債 MMF では、2008 年 9 月後半の 2 週間で、投資家からの資金の引き出し請求が 460 億ドルに上ったことを受けて、当該 MMF から地方債や CP などを買取った<sup>19</sup>。

### 3. 利回りの低下に苦しむ MMF

しかし、2008 年 10 月以降の推移をみると、政府債 MMF の資金純流入額は逡減傾向に向かう一方で、非政府債 MMF は 11 月には純流入に転じ、かつその額は政府債 MMF を上回る水準となった。この背景には、FRB の緊急利下げを受けて短期金利が低下したことにより、政府債 MMF の利回りもこれに連動して下落したことがあると考えられる。FRB は、5 月から 9 月にかけて 2.0% で据え置いていた FF 金利誘導目標水準を、10 月中には 1.0% に、さらに 12 月には 0~0.25% にまで引き下げた。これにより、MMF (免税 MMF 除く) の平均利回りも 12 月には 0.70% にまで低下し、手数料を差し引くと投資家は

<sup>18</sup> Sree Vidya Bhaktavatsalam, "Legg Mason Has Third Quarterly Loss on Money Funds," *Bloomberg*, 10/29/2008 参照。

<sup>19</sup> Miles Weiss, "Morgan Stanley Supported Money Funds With \$23 Billion," *Bloomberg*, 10/27/2008、Joseph A. Giannone, "Morgan Stanley funds suffered \$46 bln net outflow," *Reuters*, 10/28/2008 参照。なお、米国 MMF では、運用会社などが元本割れ回避策を採ることが制度的に可能である。これについて詳しくは岩井浩一・三宅裕樹「米国 MMF の元本割れ懸念とその回避策 —サブプライム問題以降の取り組み事例—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

ほとんどリターンを得ることができない状況となった<sup>20</sup>。

こうした短期金利の低下の影響は、次第に CP 市場などにも及ぶところとなり、それゆえ利回りの低下は、各種 MMF に共通する大きな課題となった。運用会社の中には、例えばチャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメント (Charles Schwab Investment Management) のように MMF の運用手数料を引き下げたり<sup>21</sup>、JP モルガン・アセット・マネジメント (JP Morgan Asset Management) やエヴァーグリーン (Evergreen Investments) などのように新規の投資資金の受け入れを停止するところ<sup>22</sup>、あるいはジャンナス (Janus) のように MMF の運用事業から撤退するところも現れた<sup>23</sup>。

## IV 今後の展望

以上を踏まえれば、2008 年の米国投資信託市場の動向は、①前半における資金純流入基調の継続、②リーマン・ショックを受けた、株式ファンドや債券ファンドからの大量の資金純流出と、政府債 MMF への純流入、③11 月・12 月における、流出資金の受け皿の政府債 MMF から非政府債 MMF へのシフトと、株式ファンドや債券ファンドにおける純流出額の縮小、という三点で特徴付けられよう。

今後の米国投資信託市場の行方をみる上では、株式ファンドや債券ファンドの資金純流出の動向が最大の関心事となろう。この点に関しては、2009 年 1 月・2 月と、債券ファンドにおいて資金純流入が続いていることが注目される (前掲図表 3・7)。この状況は、課税債ファンドと地方債ファンドのいずれにも共通したものである<sup>24</sup>。その一方で、MMF では、2009 年 1 月に政府債 MMF で資金純流出に転じると、翌 2 月には MMF 全体のベースでも 64.4 億ドルの純流出となった。2008 年末より MMF が利回りの低下に苦しみ始めた中で、引き続き予断を許さない状況にあるとはいえ、証券市場がある程度の落ち着きを取り戻した感があることなどが、背景として考えられる。ハイ・イールド債ファンド市場において、こうした動きを先取りするような動きがみられたことは、先述のとおりで

<sup>20</sup> Min Zeng, "Yields Bedevil Money-Market Managers –Dwindling Returns Following Fed Cuts Are Latest Challenge," *The Wall Street Journal*, 10/23/2008、Christophe Condon, "Money-Market Fund Yields May Fall to Less Than Zero," *Bloomberg*, 12/10/2008 参照。

<sup>21</sup> "Schwab began waiving fees on money fund last week," *Reuters*, 01/27/2009 参照。

<sup>22</sup> Miles Weiss and Christophe Condon, "Treasury Money Funds Shun New Investors to Protect Yields, Fee," *Bloomberg*, 12/04/2008、Daisy Maxey, "Low Treasury Yields Buffet Money Funds," *The Wall Street Journal*, 12/10/2008、Sam Mamudi, "Some Funds Bar New Investors," *The Wall Street Journal*, 01/27/2009 など参照。

<sup>23</sup> Christophe Condon, "Janus Drops to Record Low After Earnings Fall in 'Dead' Quarter," *Bloomberg*, 01/22/2009 参照。

<sup>24</sup> 課税債ファンド (taxable bond fund) とは、地方債ファンドを除く債券ファンドのこと。米国では、地方債は通常、連邦所得税の課税を免除されることから免税債とも呼ばれる。よって、逆にその他の債券を課税債と呼ぶ。なお、地方債ファンドについては沼田優子・三宅裕樹「米国地方債ファンド市場の現状 —民間資金を引き付ける市場インフラとしての可能性—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年夏号参照。

ある<sup>25</sup>。

①少額からの投資、②分散投資、③専門家によるポートフォリオ運用という、投資信託が有するメリットが引き続き確認され、米国投資信託市場の資金純流入基調への回帰が早期に実現することとなるのか、注目される。

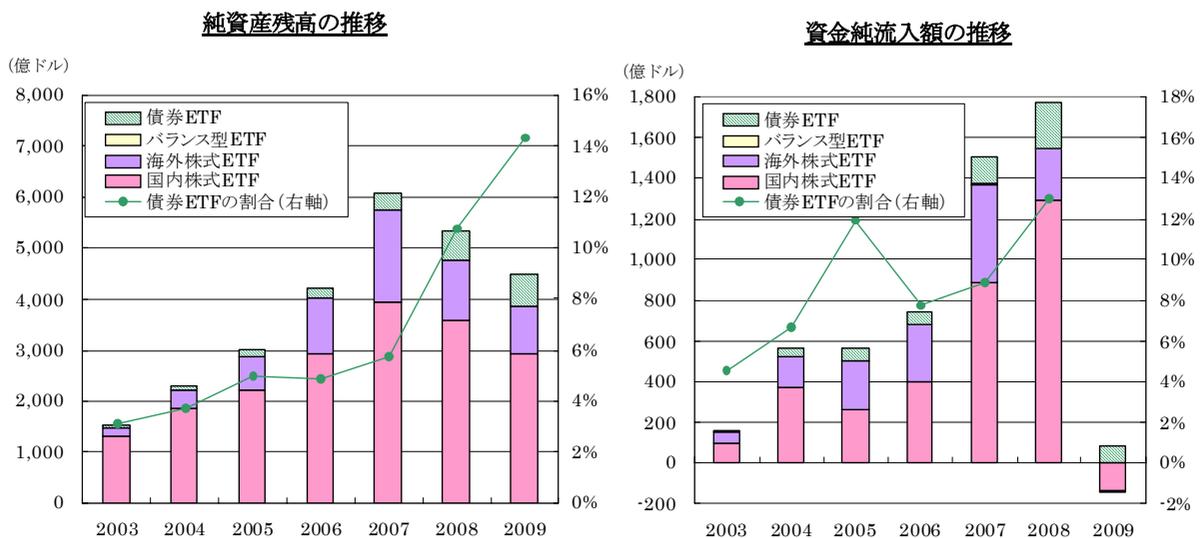
## 【補論：ETF市場動向と政府対応に投資機会をみるファンドの可能性】

### 1. 債券ETF市場の成長

2008年においては、ETF（Exchange-Traded Funds）市場への資金純流入額が1,772億ドルと、前年の1,506億ドルをさらに上回る規模に達した（図表9）。純資産残高は5,312億ドルと、評価損の発生によって前年比12.7%減となったものの、本論でみた株式ファンドなどと比べると、減少幅は比較的軽微であった。ETFが、ここ数年続く投資家からの人気を維持できた背景としては、①運用ポートフォリオの透明性、②低コスト、③税制面でのメリットなどが指摘されている<sup>26</sup>。

特に注目されるのは債券ETFである。債券ETFは、2002年の登場後、しばらくは同市

図表9 米国ETF市場の動向



(注) 2009年は2月末時点での値。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>25</sup> これに関連して、個人投資家の今後の投資行動の行方を見る上では、チャールズ・シュワブがRIA (Registered Investment Advisor) に対して行ったアンケート調査の結果が参考となる。これについて詳しくは、沼田優子「独立系アドバイザーから見た米国の個人向け証券市場 ー2009年1月のチャールズ・シュワブ調査よりー」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

<sup>26</sup> “Kranefuss: ETF Spreads, Flows And The Lehman Indexes,” *IndexUniverse.com*, 11/19/2008 (パークレイズ・グローバル・インベスターズのiShares事業部門CEOへのインタビュー)、Sue Ascii, “Amid gloom, ETFs’ future looks brighter,” *Investment News*, 01/18/2009など参照。また、ETFについては、岩谷賢伸「注目が高まるETFs(上場投資信託)」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2000年夏号など参照。

場の数%を占める存在に過ぎなかった。しかし 2007 年・2008 年と、資金純流入額は 133 億ドル・229 億ドルと急速に伸び、市場シェアも一気に 13.0%に上昇した。純資産残高上位 20 本の ETF をみても、2007 年においては、債券 ETF はわずか 2 本であったが、2008 年には i シェアーズ・リーマン・アグリゲイト・ボンド・ファンド (iShares Lehman Aggregate Bond Fund) の 9 位を最高に 4 本がランクインした。こうした状況を踏まえてピムコは、アクティブ運用の ETF を含む債券 ETF の運用に新たに乗り出すとして、米国証券取引委員会 (the Securities and Exchange Commission, SEC) への申請を行った<sup>27</sup>。

また、直近ではインベスコ (Invesco) が、MBS 市場が全体的に割安との判断から、プライム・ローンやオルト A・ローンを原債権とする MBS に投資するアクティブ ETF の提供を予定するなど、債券 ETF 市場の多様化がさらに進む可能性を示す動きもみられる<sup>28</sup>。

## 2. 米国政府による金融機関への資本注入に注目したファンド

もう一点、注目される動きとしては、米国政府の一連の金融危機対応に投資機会を模索しようとするファンドが登場する可能性である。

ナスダック OMX グループ (The NASDAQ OMX Group) は、2009 年 1 月 8 日に、不良資産買取プログラム (the Trouble Asset Relief Program) を通じて 10 億ドル以上の公的資金の注入を受けた企業の上場証券のパフォーマンスに連動する指標としてナスダック OMX 政府救済インデックス (NASDAQ OMX Government Relief Index) を開発した<sup>29</sup>。その上で現在、同インデックスに連動する ETF の開発に向けて作業を進めている、とされる<sup>30</sup>。ただし、2 月 4 日時点までの段階では、同インデックスのパフォーマンスは、運用開始時点より 39.2%ポイントのマイナスとなっており、S&P500 (マイナス 10.2%ポイント) や S&P500 金融 (マイナス 28.2%ポイント) に比して大きく下げている。

その他、ピムコが、やはり米国政府による金融機関への支援に投資機会を見出して、銀行セクターの債券のみを投資対象とする債券ファンドの提供を検討している模様である<sup>31</sup>。

<sup>27</sup> Ian Salisbury, "Pimco to Offer Actively Managed ETFs – Shrewd Reputation In Bonds, Elsewhere To Aid in Marketing," *The Wall Street Journal*, 09/04/2008, "PIMCO Enters ETF Arena," *fund action*, 11/18/2008 参照。

<sup>28</sup> Ian Salisbury, "PowerShares Goes Bargain Hunting," *The Wall Street Journal*, 01/26/2009 参照。

<sup>29</sup> ナスダック OMX グループのプレスリリース (<http://www.nasdaq.com/newsroom/newsroommain.aspx>) 参照。

<sup>30</sup> Tara Kalwarski, "Stocks: Get Ready for TARP ETFs," *BusinessWeek*, 01/14/2009 参照。

<sup>31</sup> "PIMCO To Enter Stock Biz," *fund action*, 12/15/2008 参照。