

銀行で人気の投信がマイナス償還 後味悪い損失限定型

編集委員 前田昌孝

[マーケット反射鏡](#)

[フォローする](#)

2021年9月8日 2:00 [有料会員限定]

保存済み

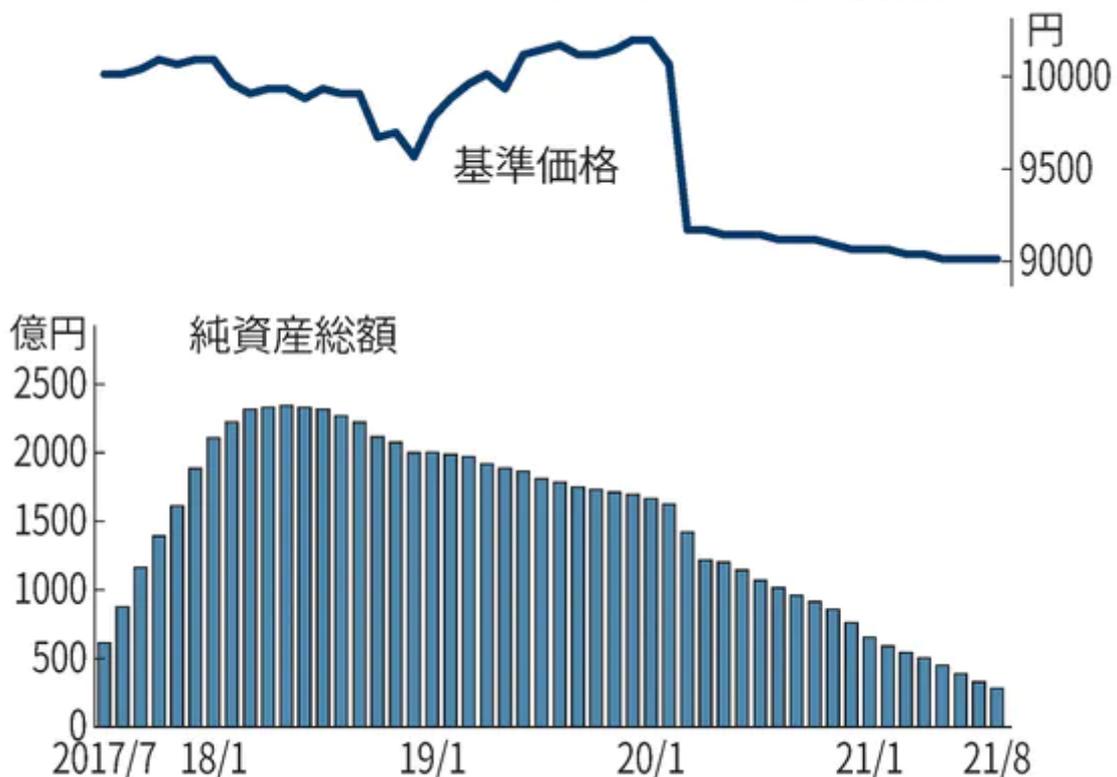


「損失限定型」と称し、4年前に三井住友銀行が発売した投資信託が、9月2日に繰り上げ償還された。株式相場が急落した2020年3月に大幅に基準価格が下落し、その後は回復の機会もほぼないまま、信託報酬（運用管理費用）や保証料が日々差し引かれて保証価格の9000円に到達した。元本割れ償還の可能性は早くから認識できたはずなのに、投資家には途中まで回復シナリオを唱えてきた。不本意と言わざるを得ない結末で、説明が十分だったかどうかも気になる。

ファンド名は「SMBC・アムンディ プロテクト&スイッチ」（愛称=あんしんスイッチ）。運用会社はアムンディ・ジャパン。17年7月28日の設定当初、販売は三井住友銀行だけだったが、18年1月にSMBC日興証券が、同4月末に野村証券が加わった。

「損失を一定限度内に収めるための保証付き」という触れ込みで幅広い顧客に販売した結果、18年5月末には純資産総額が2345億円に達する大型商品になった。

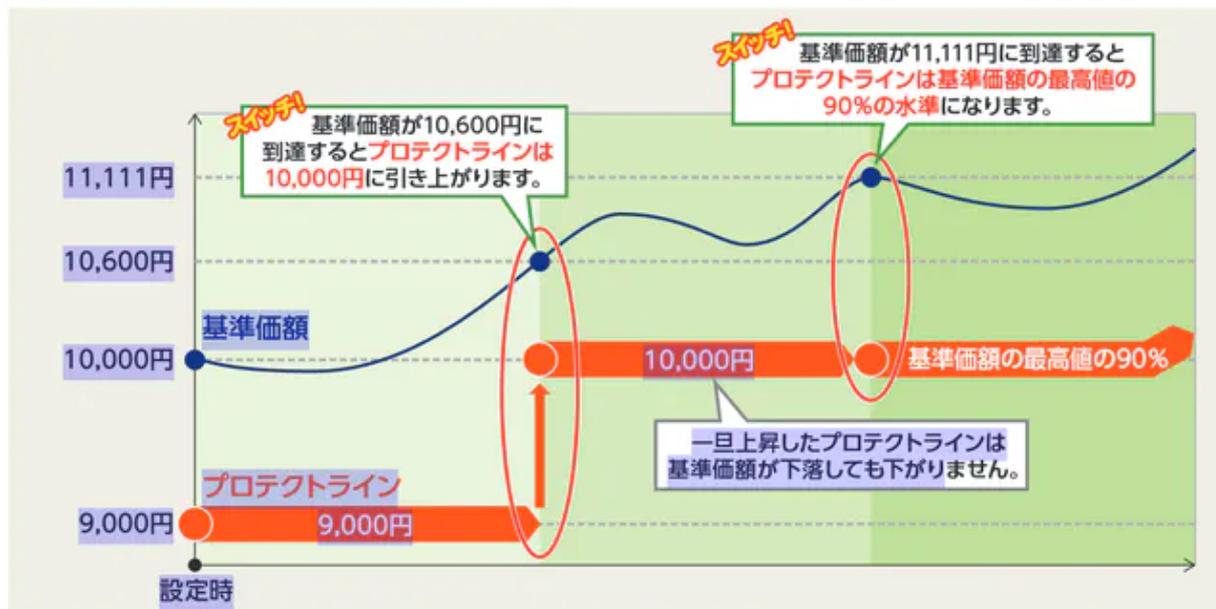
プロテクト&スイッチの設定から償還まで



(注)月末時点

元本割れを嫌う銀行の一般顧客には投信は売りにくい。一般顧客を引きつけたのは、目論見書に載せたイメージ図だ。設定時に1万円で始まった基準価格が一度でも1万600円に達すると、9000円だった保証価格（プロテクトライン）が1万円に引き上げられ、その後、運用状況が悪化しても、最初（設定前に申し込んだ場合）に払い込んだ1万円は保証されることを示している。

【基準価額とプロテクトラインの関係】（イメージ図）

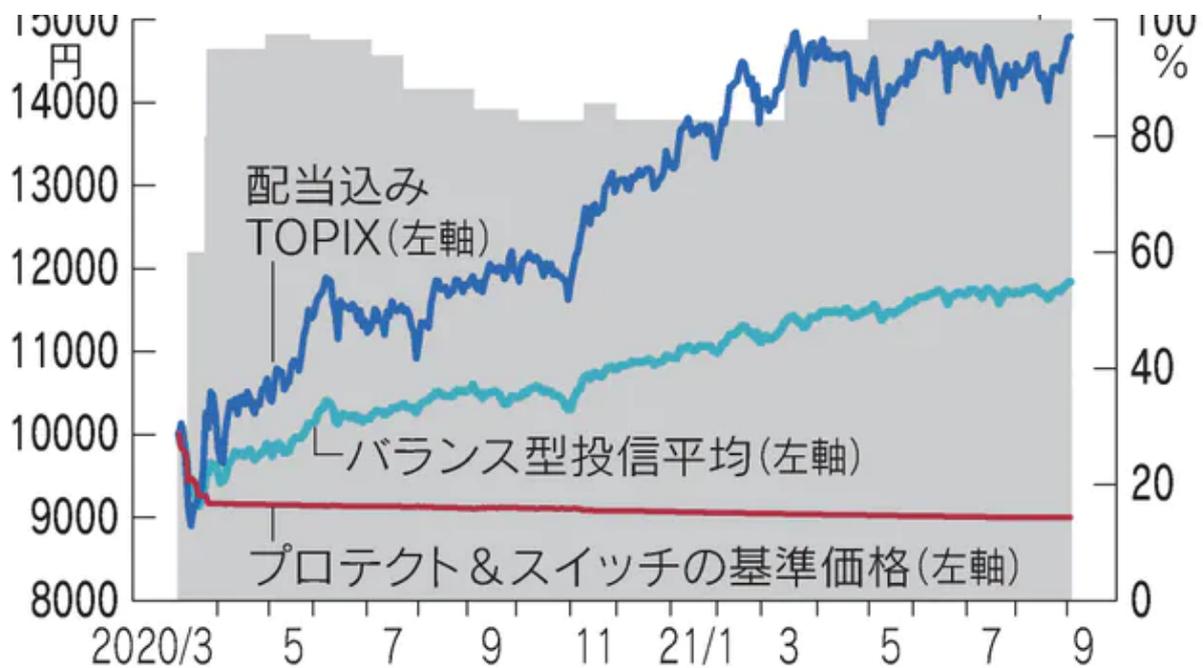


SMBCアムンディ プロテクト&スイッチの運用イメージ図（目論見書から）

ところが、基準価格が1万600円に達する前、つまり「1万円の元本割れ回避」が決まる前に、新型コロナウイルスの感染症拡大に伴う世界の株式相場の急落に見舞われた。当時は「株式相場はもっと下がる」との観測もあり、基準価格が9000円まで下がれば、ルールに基づき、元本割れでの繰り上げ償還を迫られる恐れもあった。目論見書で説明していたこととはいえ、リスク商品に慣れない銀行顧客の期待を裏切るのは確実だと思われた。

そこでアムンディ・ジャパンでは20年3月13日までに株式をすべて売却し、約60%を短期金融資産に、約40%を債券にした。この時点での基準価格は9435円だった。その後も価格が不安定だった債券も多くを売却し、3月25日には短期金融資産の割合を約80%に、26日には同95%に引き上げた。一連の売買で基準価格は9176円まで下落した。

コロナ急落前後からのプロテクト&スイッチの基準価格と短期金融資産の組み入れ比率



(注)いずれも20年3月9日を1万0005円とした。バランス型投信平均は純資産総額上位100本の平均で、税引き前分配金再投資ベース

株式相場は20年4月以降、多くの市場関係者が驚くほどの回復ぶりを示した。しかし、ファンドの基準価格は保証価格、つまり、繰り上げ償還のトリガー価格に達するまであと百数十円の余裕しかなかった。運用担当者が株式相場の回復は行き過ぎと判断していたことも、株式投資のリスクを取るのをためらわせたようだ。

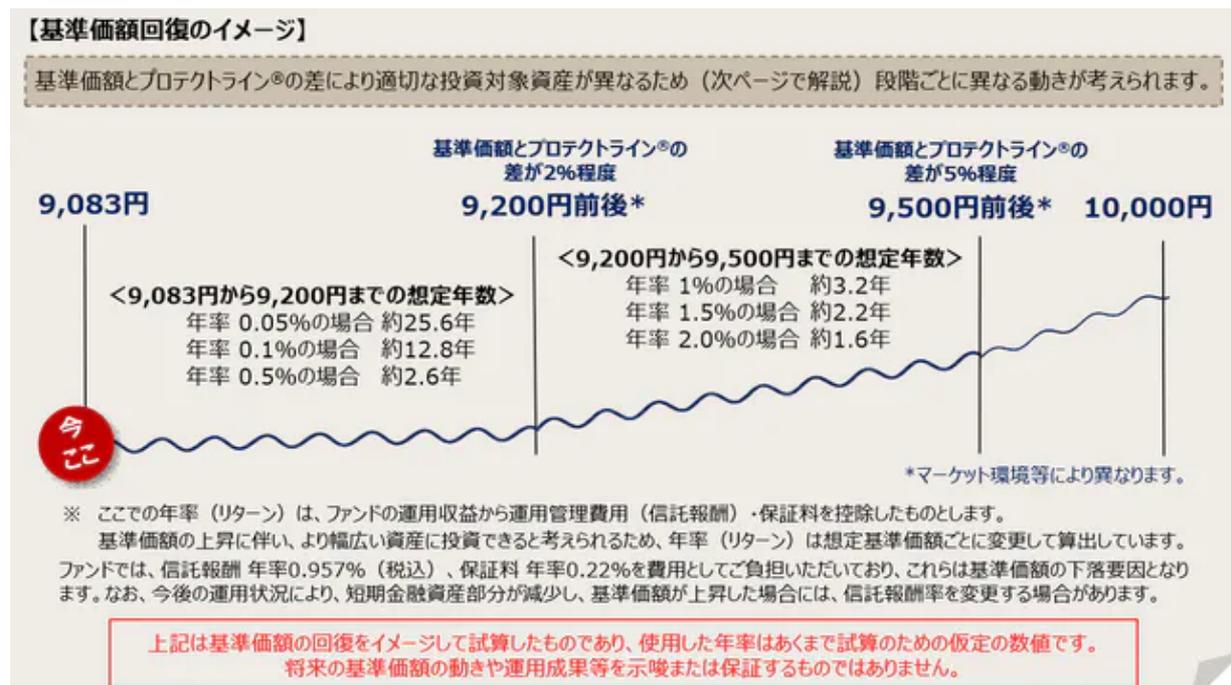
基準価格の回復は、まずは債券の組み入れ比率を少し高めることで実現しようと考えたらしい。顧客向け資料から短期金融資産の組み入れ比率の推移を読み取ると、20年4月末に97.4%まで高めていたのを10月2日には82.6%まで落とした。残りの部分は債券だ。債券投資で基準価格を長期的に回復させ、余裕が出てきたら株式の組み入れも再開しようと考えていたようだ。

しかし、ファンドには年0.957%の信託報酬と年0.22%の保証料が掛かっており、これがコストとして日々の基準価格から差し引かれていく。筆者の計算では両方合わせて土日も含め、1日0.29円ほどのコストがかかる（1万口当たり）。1週間で2円、1年間でざっと100円だ。

このほか、保有している短期金融資産がマイナス金利下で少しずつマイナス金利分の支払いを求められるから、基準価格の下落要因になる。この結果、3月26日に9176円だった基準価格は5月25日に9150円を割り、11月10日に9100円を割った。

それでもアムンディ・ジャパンは12月9日付の資料で、顧客に対し、長期的に基準価格が1万円を回復していくイメージを訴えた。資料には一応、「市場が上昇した場合に追随できない場合も想定される」とは書いてあったが、基準価格が9044円まで下

落した21年3月22日付の資料でも、「回復には時間を要すると考えられる」と望みを
つなげる表現を含んでいた。



アムンディ・ジャパンが顧客に示した基準価格回復のイメージ図

最終的に「もう無理」との判断を顧客に伝えたのは、基準価格が9027円まで下落した5月13日付の資料だ。「運用コストが基準価額にマイナスとなることを勘案すると、徐々に下落していくことが予想され、基準価額がプロテクトラインまで下落することも考えられます」。この資料では5月6日に短期金融資産の比率を100%に高めたことも伝えていた。

基準価格が9012円まで下落した6月28日付の資料では、Q&Aコーナーに「このまま保有してもいいですか？」という設問を置き、「お客様ご自身で判断を」と回答している。8月4日に基準価格が9000円まで下落し、9月2日付で繰り上げ償還することを発表した。

一連の経緯を踏まえ、筆者はアムンディ・ジャパンに以下のような質問状を送った。

(1)信託報酬及び保証料要因によって、基準価格は土日も含めて1日0.29円ずつ減価する。これを債券運用でカバーする場合には、債券への資産配分割合を20%としても、年利回り5.5%程度の円債を保有する必要がある。こんな円債はないから、遅かれ早かれ、コスト要因によって基準価格が保証価格まで下落することは、株式を全部、売却した20年3月の時点で予想できたのではないか。

(2)そもそもコスト要因で保証価格に到達することは、ファンドのリスクとして目論見書で投資家に説明していない。保証価格まで下落するリスクを認識すれば、受益者の資産を守るために解約を勧める、あるいは最低でも状況を説明し判断を委ねる必要

があると思うが、貴社は20年12月に至っても、顧客向け資料に基準価格が長期的には1万円まで回復するようなイメージ図を書き込み、受益者の期待をつなごうとした。受益者をミスリードしたのではないか。

(3)「基準価額が保証価格に近づいた場合、短期金融資産等の割合を増やし、株式や債券市場等の下落の影響を緩和して基準価額の下落の抑制を目指す」という運用方法は確かに顧客向け資料には書いてあるが、「どうせ遅かれ早かれ保証価格まで下落するのならば、起死回生を狙って思い切り株式などのリスク資産に投資する」という運用もあっていいのではないか。受益者にとってどちらの選択肢がベターかを検討した跡がない。これは受託者責任を果たしていないことにならないか。

(4)短期金融資産100%の運用に切り替えるのは、基準価格が保証価格に達した時点（今回のケースでは8月4日に到達）だと目論見書で説明していたのに、貴社は5月6日に全額を短期金融資産にしてしまった。基準価格回復の可能性を完全に放棄し、5月6日から8月4日まで信託報酬だけを徴収した感じだが、約款に違反していないか。

アムンディ・ジャパンからは以下のような回答があった。

(1)ご指摘のようなシナリオの想定も可能だが、保証価格と基準価格の差の範囲内に運用資産リスクを抑えるという定量的手法によるリスク管理をしつつ、短期金融資産への投資を含め、ポートフォリオの構築を一貫性を持って行ってきた。

(2)委託会社として償還日まで基準価格回復の努力をするのは当然だ。顧客への情報発信には販売会社と連携して適時に取り組み、販売会社も基準価格の回復が難しいこととの連絡に尽力していた。顧客をミスリードしたとは考えていない。

(3)基準価格を回復させる手段について、社内で信託約款に基づき、できうる手段を検討し、委託者としての責務を果たしてきた。

(4)21年3月から4月に掛けて短期国債へ投資する上場投資信託(ETF)や外貨建ての投資適格社債の売却を余儀なくされたが、その後もリスク管理を厳格に行いながら、リスクテイクの余地を模索していた。それが見いだせない環境が続いたが、約款違反ではない。

プロテクト&スイッチは20年3月9日に基準価格が1万5円だったが、21年9月2日に9000円で繰り上げ償還した。このファンドが属するバランス型投信の平均的なリターンは、20年3月9日を1万5とすると、9月2日には1万1842になった。バランス型投信のベンチマークではないが、配当込み東証株価指数（TOPIX）は9月2日に1万4796まで上昇した。

さまざまな想定外の出来事が重なったからかもしれないが、「損失限定型」などというエキゾチックな商品にはエキゾチックなリスクがある。株式や債券を単純に組み入れる投信に比べ、どこに落とし穴があるかを想像するのも難しい。仮に投資をしても、資産のごく一部にとどめておくのが無難かもしれない。

[クリックするとビジュアルデータへ](#)



保存済み



マーケット反射鏡

[フォローする](#)

- ・ [なぜか値上がり地銀株 岸田新内閣の政策映す](#) (6日)
- ・ [年金改革の火を消すな 不透明感除去は株高要因](#) (9月29日)

関連トピック

トピックをフォローすると、新着情報のチェックやまとめ読みがしやすくなります。

[株式](#)

[コラム](#)

[編集委員](#)

[前田 昌孝](#)

こちらもおすすめ(自動検索)

「あんしんスイッチ」9月2日償還

8月27日