

## インデックス投資家必見 三菱UFJ国際投信がブロッガーミーティング開催 ファンドマネジャーとカン・チュンド氏対談企画

2019年6月27日(木)、ブロッガーミーティングを三菱UFJ国際投信本社で開催しました。投資ブログを運営するブロッガーの方々を対象に行われたこのイベントでは、しんようFPオフィス代表カン・チュンドさんをお招きし、弊社インデックス運用部ファンドマネジャーとの対談企画や運用現場見学などを実施しました。



### 開催概要

日時：2019/6/27（木）19:00～20:30  
場所：三菱UFJ国際投信本社 会議室

- 1.初めの挨拶
- 2.運用報告書の変更について
- 3.カン・チュンド様と弊社FMが語るインデックス運用のあれこれ
- 4.意見交換、Q&A
- 5.運用現場見学（インデックス運用、トレーディング）

本ページでは、「インデックス運用のあれこれ」と題して、カン・チュンド氏と弊社インデックス運用部ファンドマネジャー村松との対談の中から、投資家の皆さまが普段疑問に感じられることや運用現場の“リアル”について語ったパートをお送りします。

### スピーカー



**カン・チュンド（以下、カン氏）**  
しんようFPオフィス代表  
日本で唯一のインデックス投資アドバイザー



**村松FM**  
三菱UFJ国際投信インデックス運用部 シニアマネジャー

# インデックス運用のシェアは世界的に拡大



カン氏

本日はどうぞよろしくお願いいたします。  
まず、最初に簡単に自己紹介をお願いしてもよろしいでしょうか。

はい。私はいまインデックス運用部の株式グループで国内株式のチームリーダーをやっています。  
また、副担当として海外株式の運用も行っています。



村松FM



カン氏

なるほど。ということは、村松FMは国内株式チームでは一番えらいってことですか？

そういうことになりますね（笑）。

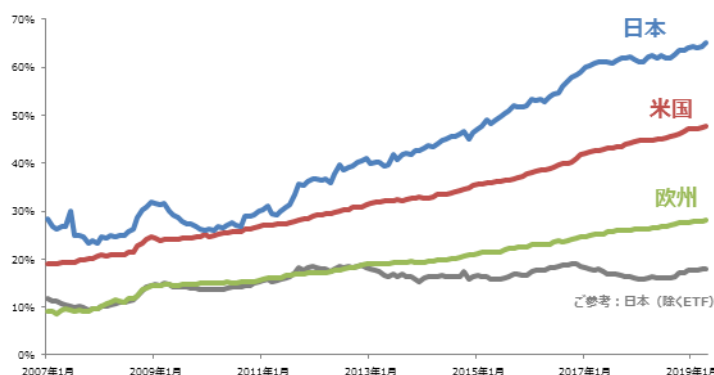
ちなみに、皆さんも既にご存知かと思いますが、**欧米や日本ではインデックス運用のファンドのシェアは年々増加しています。**

当社においても例外ではなく、2019年3月末時点でのインデックス運用残高は8.2兆円と、2015年7月からの3年8ヶ月で2倍以上に増加しています。



村松FM

各国・地域における株式ファンドに占めるインデックスファンドの割合推移（純資産額ベース）



出所：Morningstar Direct、QUICK投信分析評価サービスのデータを基に三菱UFJ国際投信作成  
期間：2007/1～2019/4、月次  
集計対象：公募の追加型投資信託およびETF

※上記は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。



カン氏

ここまでインデックス運用のファンドの残高が伸びているのは想像以上でした・・・。



# 指数と同じ銘柄を同じ比率で買うだけではない!?



カン氏

それでは、ここからは多くのプロガーや投資家の方が普段疑問に思っているだろうことについてずばずば聞いていきます。

まず、インデックス運用というと、目標とする指数（ベンチマーク）と同じ値動きするように「指数を模倣する」運用だと思います。

そこで、まずはじめに、「指数を模倣する」ためには、**ベンチマークとなる指数に採用されている銘柄を、指数と同じ比率でただ買うだけじゃないのかと思われている方も多いと思います。違うのでしょうか？**

皆さんやはりそう思われますよね。

いま、カンさんにおっしゃっていただいたのは、指数と同じ銘柄を同じ構成比率で買うことで指数に近づけていくというもので、**完全法**と呼ばれる手法ですね。

でも、実際は完全法以外の運用モデルを使うこともあります。



村松FM



カン氏

他の手法ですか……。具体的には、どういう時に使われるのでしょうか。

例えば、指数の構成銘柄の中に信用懸念銘柄があって投資できないといった制限がある場合、完全法を使うことができないですね。



村松FM



カン氏

たしかに……。

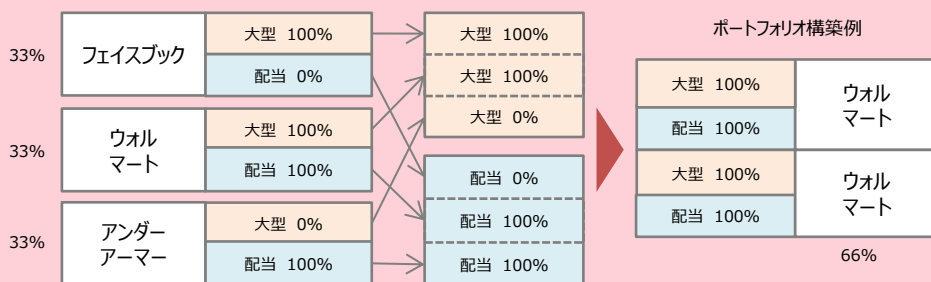
そのような投資制限がある場合、**最適化法**という手法が用いられます。

この手法は、**ファクター**と呼ばれる指数の構成銘柄の“キャラクター”を基にポートフォリオを構築していく手法です。



村松FM

## ファクターによる最適化のイメージ



\*ファクターと最適化を理解するために簡便化したイメージです。実際のファクターやポートフォリオとは異なります。

ファクターによる最適化についてももう少し詳しくお話します。

各銘柄の値動きを決定する要因には共通の要因があると考えられており、それをファクターとして捉えることが一般的です。

最適化法では、ベンチマークの銘柄構成比率でなく、ファクターの構成比率を基にポートフォリオを構築することで、様々な制約条件を満たしつつ、ベンチマークへの連動性を高めたポートフォリオを構築します。

※個別銘柄の値動きは、共通要因のほか個別要因などの影響を受けることから、最適化法で完全にベンチマークと連動させることは難しい



村松FM



カン氏

**そのまま買えばいいという単純な話ではない**ということですね。

# 先物を活用する方が有利である場合がある!?



カン氏

次に、みなさんが気になっていることとして、先物の利用があると思います。

先物というと、「何かレバレッジを効かせて危ないことをしているじゃないか!？」とってしまいますが、**なんで先物を使うのでしょうか?**

それは先物を使わないと指数に連動しづらくなってしまいますからです。



村松FM



カン氏

先物を使わないと連動しなくなる・・・?

例えば、株式に投資するファンドのとき、保有している株式が配当金を出すことがありますよね。こうした場合、ファンド上では発生した配当金は計上されているが、実際の資金は手元がないという状況が発生する場合があります。指数を連動させるためには、この実際には手元がない資金についても連動させないといけないのです。



村松FM



カン氏

なるほど・・・。

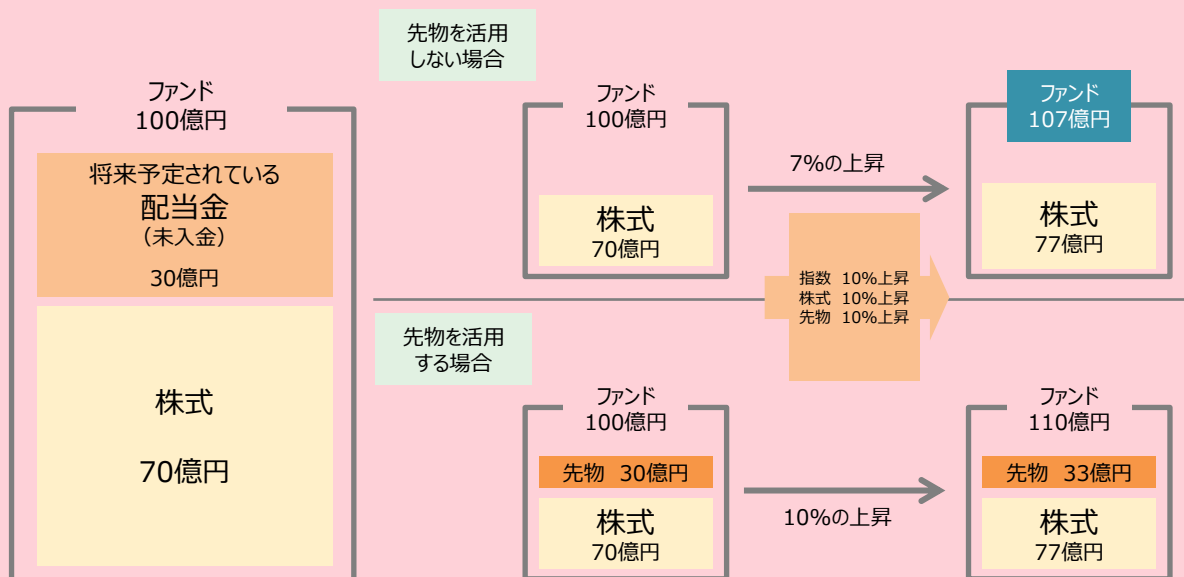
このようにとき、少ない資金で、現物の株式と同じような投資効果が得られる先物を使うことで、指数との連動を維持させます。

こうしたファンド資金繰りであったり、日々のファンドの設定解約の規模と売買コスト等を勘案して**実際の資産での取引より先物を活用する方が有利であると判断した場合などで先物を活用しています。**



村松FM

## ファンドの資金繰りに関する先物の活用による効果 (イメージ)



\* 上記は先物の活用の効果を簡便的に示したものです。実際の効果は指数、先物それぞれの値動きにより異なる場合があります。また、売買コスト等は考慮していません。

# 運用コストを下げるためにしていること



カン氏

その他、プロガーの皆さまが気になる点としてはコストではないかと思います。

そうですね。コストというと皆さんは信託報酬を一番に思い浮かべるとと思います。

ただ、ファンドマネジャーの視点からも運用コストを下げる努力をしています。



村松FM



カン氏

具体的には、どういったことでしょうか？

たとえば、有価証券の売買の際に証券会社へ支払われる売買手数料を抑えるためには、売買回転率を下げることや、最良執行を常に心がけています。

また海外資産の場合には、有価証券の取引の都度、取引税が発生することから、先物を活用してこの取引税を抑えることもあります。



村松FM

## コスト抑制について運用（ファンドマネジャー、トレーディング）で考えられること

売買委託手数料

有価証券の売買で証券会社に支払われる手数料

売買委託手数料を抑える

- ・売買回転率を下げる
- ・最良執行を実施する（複数社引き合い、バスケット発注、他）

有価証券取引税

有価証券の取引の都度発生する税金

取引税を抑える

- ・現物売買を抑える（先物を活用する）

その他費用（保管費用）

有価証券を海外で保管する場合、海外の保管機関に支払われる費用

保管費用（カストディーフィー）を抑える

- ・保管銀行の料金体系を考慮し、支払い料率を最小化する

\* 上記は主な当社の考え方であり、全てのインデックスファンドに当てはまるものではありません。

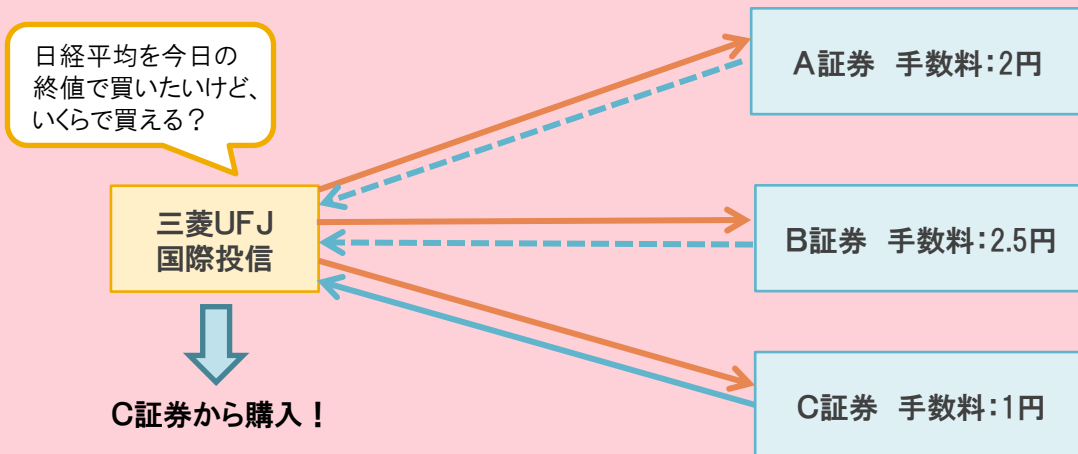
1つ例をあげると、売買手数料を抑えるために、複数社引き合いを行うことがあります。

これは、売買注文をする際に、複数の証券会社を相手にコンペを行い、その中から一番を安い手数料を提示した証券会社を選ぶというイメージです。



村松FM

### コスト引き下げの例：複数社引き合い



\* 上記は複数社引き合い、日本株インデックスファンドの資金フローを簡便化したイメージであり、実際とは異なります。



# 運用報告書にも開示されないコストが存在する!?



カン氏

ファンドマネジャーとしてもコストの削減に取り組まれているんですね。

こうした取り組みの結果は、たとえば先ほどの複数社引き合いについてだと、運用報告書で開示されている「売買委託手数料」を見て確認することができますね。

交付運用報告書記載より抜粋

項目	当期	
	金額 (円)	比率 (%)
(a)信託報酬	169	0.651
( 投 信 会 社 )	(76)	(0.292)
( 販 売 会 社 )	(76)	(0.294)
( 受 託 会 社 )	(17)	(0.065)
(b)売買委託手数料	3	0.010
( 株 式 )	(1)	(0.006)
( 投 資 信 託 証 券 )	(0)	(0.000)
( 先 物 ・ オ プ シ ョ ン )	(1)	(0.004)
(c)有価証券取引税	8	0.029
( 株 式 )	(7)	(0.029)
( 投 資 信 託 証 券 )	(0)	(0.001)
(d)その他費用	9	0.034
( 保 管 費 用 )	(7)	(0.028)
( 監 査 費 用 )	(1)	(0.003)
( そ の 他 )	(1)	(0.003)
合 計	189	0.724

はい。運用報告書で開示される「売買委託手数料」を見ることは、ファンドの売買にかかるコストを把握する上での参考となります。

ただ、**有価証券の売買にかかった手数料の全てが「売買委託手数料」として開示されている訳ではありません。**



村松FM



カン氏

「売買委託手数料」として開示されていないコストがあるということですか…？

一言で売買手数料といっても、①証券会社に約定価格と別に支払う手数料と②約定価格と約定ターゲット価格の差異として証券会社が提示する費用に大別されます。

このうち、①については運用報告書の「売買委託手数料」として開示されていますが、②については、売買（評価）損益として認識されます。



村松FM

## 主な売買コストについて

売買  
手数料

①：証券会社に約定価格と別に支払う手数料  
(運用報告書の売買委託手数料に該当)

②：約定価格と約定ターゲット価格の差異として証券  
会社が提示する費用



カン氏

ということは、運用報告書の「売買委託手数料」の部分だけを見て、ファンドのコストを比較することはあまり意味がないということでしょうか。これは衝撃的ですね…。

ですので、複数のファンドのコストを比較する際は、期間などの条件を揃えたうえで、**信託報酬や売買手数料などのコストを全て考慮してある基準価額を見ていただくことが重要か**と思います。



村松FM

# インデックス運用のやりがいは!?



カン氏

いろいろ質問させていただきましたが、「指数を模倣する」インデックス運用ですが、ただ指数どおりに株式などを買うだけでなく、ポートフォリオや取引を精査して、運用コストを引き下げる努力も行うなど、いわゆるアートみたいな部分が必要になってくるんですね。

アートというかわかりませんが、投資制限への対応や運用コストを抑える取り組みと、指数への連動をいかに両立させていくか、ここがおそらく皆さんの想像よりインデックス運用が難しいところだと思います。

ただ、そうした地道な取り組みを行っていくことで、コストを抑えるといった目に見える成果で**受益者の皆さまへ還元できることが、インデックス運用の1つのやりがいだと思っています。**



村松FM



カン氏

今日のミーティングでインデックス運用について、皆さんが詳しく知ることができたと思います。ありがとうございました。

こちらこそ、ありがとうございました。



村松FM

## 当日お配りした資料はコチラ

[運用報告書の変更について](#)

[ファンドマネジャーが語る、インデックス運用のあれこれ](#)

当社では、今後もプロガーミーティングの開催を予定しております。詳細は追って当社HPでご案内いたします。

※前回、プロガーミーティング（2019年4月17日）の内容は[コチラ（プロガーミーティング（2019年4月）開催レポート）](#)

### 本資料に関する注意事項

- 本資料は、情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 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。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 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。
- 本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。
- 本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・完全性等を保証するものではありません。
- 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のうえ、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。