

【投信調査コラム】

日本版ISAの道 その237

日本のラップ口座/SMAが8兆円と大幅増!

米国のラップ口座/SMAを含むマネージドアカウントは655兆円、
UMAが規模も大きく伸びも高く101兆円、5年で4.4倍(フィーは
年1.5~2.5%)!!

NIPPON
INDIVIDUAL
SAVINGS
ACCOUNT

商品マーケティング企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

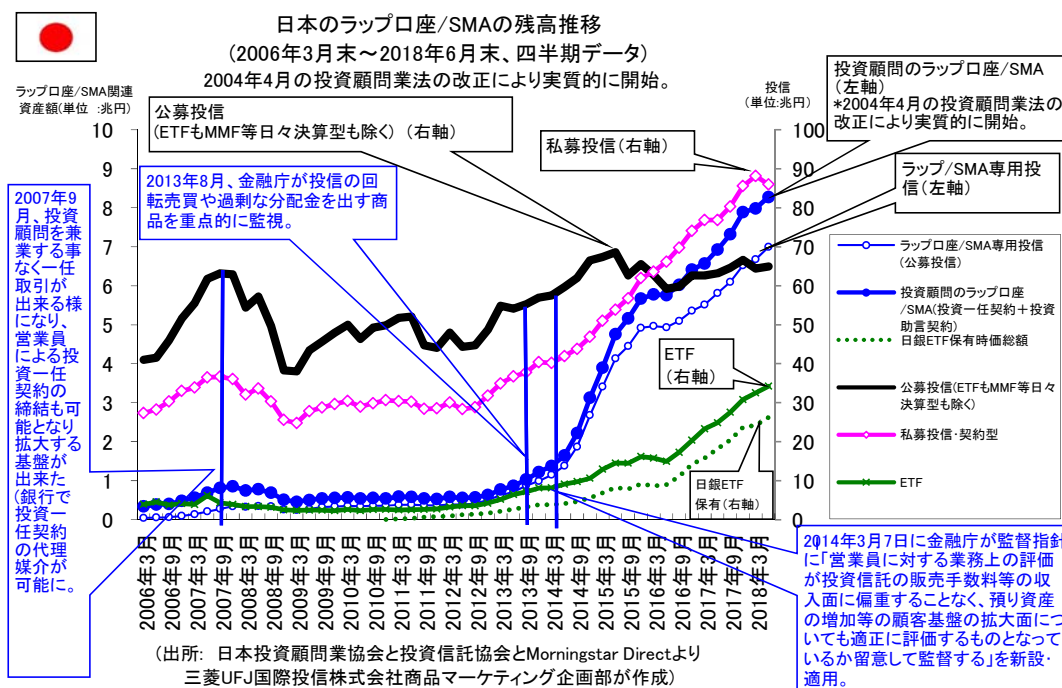
日本のラップ口座/SMAが8兆円と大幅増! 毎月分配型を解約しラップに資金を振り向ける動き? 私募投信やETFに不確実さが出ており一層ラップ口座/SMAに期待

日本で投資家が証券会社や銀行に運用を任せる「ラップ口座/SMA」が大幅増加中である。

2018年9月5日に日本投資顧問業協会が発表した2018年6月末現在の投資顧問のラップ口座/SMA(=投資一任契約+投資助言契約)の残高は8兆2760億円と、2013年6月末以来連続で過去最高を更新している(四半期末ベース~URLは後述[参考ホームページ]①参照、日本のラップ/SMAについては後述※1参照)。

ラップ口座/SMAの84.5%(2018年6月末現在)を占めるラップ口座/SMA専用投信(公募投信)も大幅増加中だ。モーニングスター・ダイレクト(イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供)によると2018年6月末現在の残高は6兆9932億円と、2016年9月末以来連続で過去最高を更新している(四半期末ベース~URLは後述[参考ホームページ]②参照)。

ラップ口座/SMA及びその専用投信の大幅増加は2014年3月7日に金融庁が監督指針に「**営業員に対する業務上の評価が投資信託の販売手数料等の収入面に偏重することなく、預り資産の増加等の顧客基盤の拡大面についても適正に評価するものとなっているか留意して監督する**」を新設・適用してから顕著となっている。



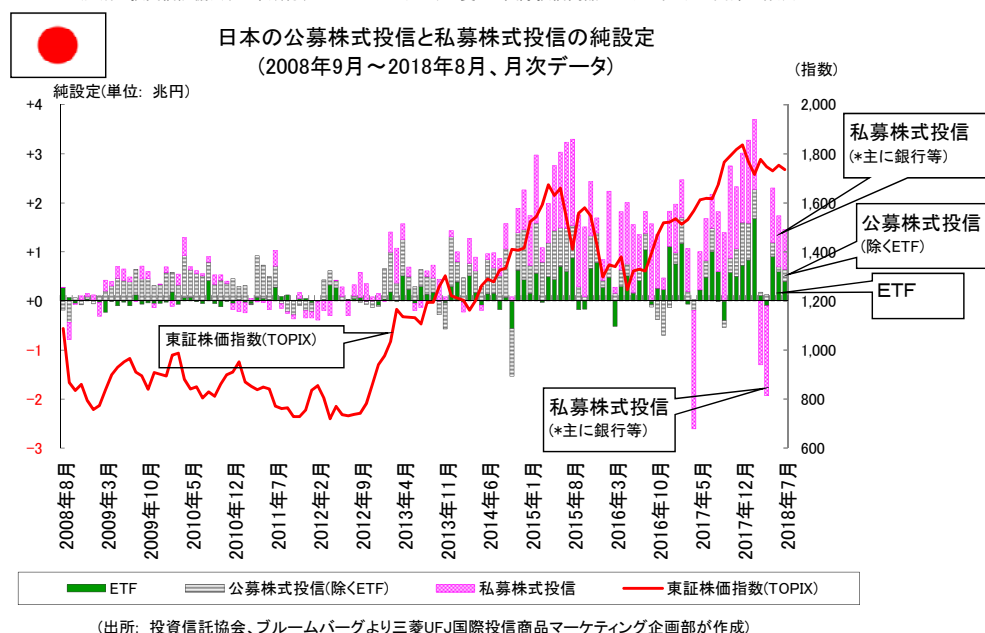
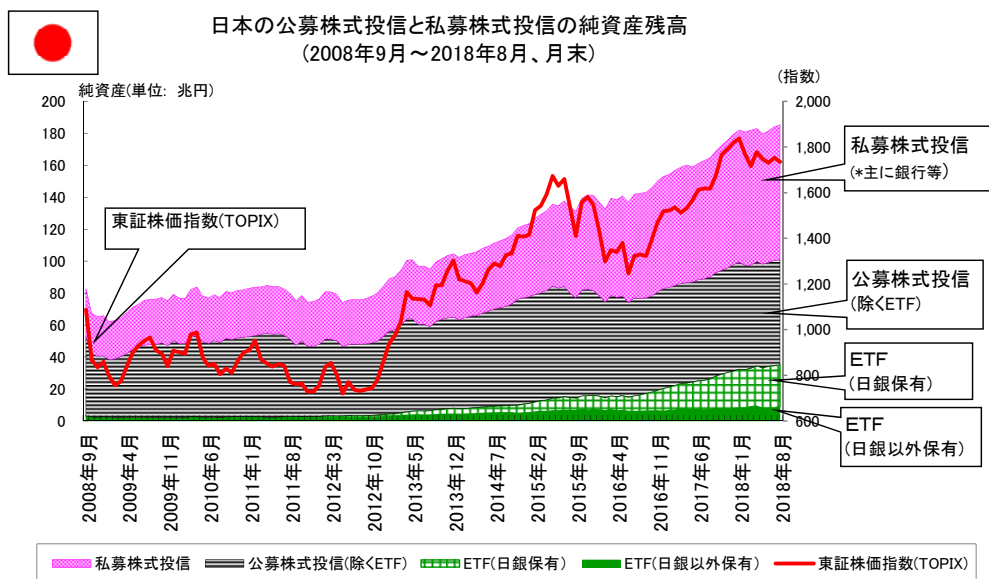
一方、低調なのは公募投信(ETFもMMF等日々決算型も除く)である。2015年6月末に付けた純資産68兆6204億円をピークに頭打ちとなっており、2016年6月末・9月末には60兆円割れも記録している。

この低調の大きな要因は毎月分配型ファンドだ。2015年5月末に純資産が43兆1808億円と過去最高を付けたものの、2018年8月にかけて14カ月連続減少(16カ月連続純流出)で2018年8月末現在の純資産は25兆2247億円と2009年5月末以来の小ささとなっている。毎月分配型ファンドについては、金融庁が「過大な分配金が運用効率を損ねたり高コスト体質が個人投資家の負担になったりしているのではと懸念している。…(略)…。『本当に分配金の原資を理解しているなら目標払い出し型投信がもっと売れるはずだ』とある幹部は話す。」(2015年3月19日付日本経済新聞電子版「金融庁レビュー、分配金はルールより『良識』で」～URLは後述[参考ホームページ]③参照)、「当面現金を必要とせず中長期での資産形成を考えている顧客も含め、一律に収益分配頻度の高い商品を提案する機会が多いということは、販売会社において、必ずしも顧客のニーズに沿った対応がとられていない。」(2016年9月15日付「平成27事務年度 金融レポート～URLは後述[参考ホームページ]④参照)、そして、2018年6月29日に金融庁が発表した共通KPIには無かったものの(2018年7月30日付日本版ISAの道 その232及び2018年8月6日付日本版ISAの道 その233～URLは後述[参考ホームページ]④参照)、金融庁は自主的KPI(平成30年7月時点)好事例に「投資信託販売に占める毎月分配型販売額/構成比」及び「投資信託残高に対する分配金の割合」を挙げている(2018年8月6日付金融庁・自主的KPI好事例～URLは後述[参考ホームページ]④参照)。こうした規制当局の動向が投信に大きな影響を与えている(2018年6月18日付日本版ISAの道 その226～URLは後述[参考ホームページ]④参照)。

先述の「営業員に対する業務上の評価が投資信託の販売手数料等の収入面に偏重することなく、預り資産の増加等の顧客基盤の拡大面についても適正に評価するものとなっているか留意して監督する」(2014年3月7日付金融庁監督指針)に沿い、毎月分配型ファンドの受け皿となりつつあるのが、ラップ口座/SMAで、「毎月分配型投信を解約してファンドラップに資金を振り向ける動きもありそうだ。」(2018年9月12日付日本経済新聞電子版～URLは後述[参考ホームページ]⑤参照)となっている可能性が高い。低調な毎月分配型ファンドを中心とする公募投信(ETFもMMF等日々決算型も除く)を補ってきた私募投信やETFに不確実さが出ている事もラップ口座/SMA専用投信(公募投信)に期待がかかる要因となろう。

私募投信は2018年6月末に純資産が減少しているが、これは2018年4月・5月の大きな純流出が大きな要因で(共に2017年5月に付けた過去最大の純流出に次ぐ規模の純流出)、銀行等金融機関の(繰り上げ)償還による所が大きいとされる。「13年～15年に設定された、欧米の債券を運用するファンドを中心に早期償還が膨らんだ。…(略)…。早期償還が広がった背景には金利の上昇がある。」(2018年5月15日付NQN/日経QUICKニュース～URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)である。さらに今後についても「急膨張する私募投信を巡り、金融当局は地銀の経営上のリスクを高めているのではないかとの見方を強めている。」(2018年9月6日付日本経済新聞朝刊～URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)と言われている。

ETFは残高の75.3%を占める日銀がETF買い入れを減らす懸念が出ている。2018年7月31日の金融政策決定会合で「市場の状況に応じて(ETFの)買い入れ額は上下に変動しうる」事とし(日銀・金融政策決定会合～URLは後述[参考ホームページ]⑧参照)、その翌2018年8月の通常ETF買い入れ額は1406億円と、2016年7月29日(*年3.3兆円から6兆円に増額した日)以降で月次最少となった。日銀が方針を変えないままETF買い入れ額を減らしていく「隠れた緩和と縮小/ステルス・テーパリング」と言う観測もある。「ブルームバーグが5-11日にエコノミスト51人を対象に調査した。7月の会合で導入された一連の修正について、『金融緩和の強化』か『隠れた緩和の縮小』か聞いたところ、回答した48人中38人(79%)が後者を選択した。」(2018年9月13日付ブルームバーグ～URLは後述[参考ホームページ]⑨参照)と言われている。



引き続き、マイナス金利下で余剰資金の運用難は変わらない。この中、外貨建てで元本を確保する投信、さらには、円建てでも元本を確保する投信などが新たに開発され、個人や金融機関に注目されている(後述※2 参照)。各種アンケート結果でも、確定拠出年金(DC)でも、依然として元本確保型の人気は高いが、「貯蓄から投資/資産運用へ」の流れと言う観点を重視すれば、ラップ口座/SMA 専用投信(公募投信)により期待がかかる。

以上、毎月分配型ファンドについては、月刊「投資信託事情」2016年11月号「日米の毎月分配型ファンドの違い、日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今、それらをしっかり理解、投信超大国の米国の良い部分を参考にしてほしい」を参照の事～URLは後述[参考ホームページ]⑩。

私募投信とETFについては月刊「投資信託事情」2017年6月号「私募投信(プロ私募)とETFが急増中!日米で市場の環境や金融の規制・制度が大きく変わる中、投信も大きく変化!!～日米投信の投資主体別動向と日米私募投信の最新動向～」を参照の事(*2018年6月27日に日銀が家計保有投信の残高を大幅下方修正した大きな原因となる、ゆうちょ銀行の投信直接保有についても出ている～URLは後述[参考ホームページ]⑩参照)。

米国のラップ口座/SMA～ファンド・ラップ、ミューチュアル・ファンド・アドバイザーとETF マネージド・ポートフォリオ(ロボアド)、UMA やレップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー&レップ・アズ・アドバイザー～

日本で大幅増加、期待もかかるラップ口座/SMA は、米国を範としたものである(後述※1 参照)。 その米国を見る。



米国証券会社の個人投資家向けアドバイザー(投資顧問業務)

*SEC投資顧問法下の登録投資アドバイザー/RIAつまりフィデューシャリー・デューティーとなる。

～マネージド・アカウント、マネージド・ソリューション、アドバイザー・プログラム等と言われるもので下記はそのごく一部の例～。

2018年9月18日現在

投資家層	従来	現在	最小購入単位(一例)
超富裕層 /ultra HNWI/ultra High Net Worth Individual *2000万 ^{ドル} 超 投資可能資産を持つ個人	フィー・ベースド・ブローカレッジ口座 /Fee-based Brokerage Account Program (2007年5月に禁止) ラップ口座 /Wrap Account 100万 ^{ドル} /約1億1000万円 アドバイザーが資産配分や商品を変更出来ない(キャッシュ・ポジションも変更不可)。	レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー RPM/Rep as Portfolio Manager レップ・アズ・アドバイザー RA/Rep as Adviser SMA 、 UMA /Separately Managed Accounts /Unified Managed Account /総合一任勘定	レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー… 25万 ^{ドル} /約2750万円～1000万 ^{ドル} /約11億円。 UMA… 20万 ^{ドル} /約5500万円、25万 ^{ドル} /約2750万円、50万 ^{ドル} /約5500万円、100万 ^{ドル} /約1億1000万円など。
富裕層 /HNWI/High Net Worth Individual *100万 ^{ドル} 以上 投資可能資産を持つ個人	フィー・ベースド・ブローカレッジ口座 /Fee-based Brokerage Account Program (2007年5月に禁止) ファンド・ラップ /Mutual Fund Wrap 2.5万 ^{ドル} /約275万円 *5万 ^{ドル} /約550万円以上と言う場合もある。 アドバイザーが資産配分や商品を変更出来ない(キャッシュ・ポジションも変更不可)。	レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー RPM/Rep as Portfolio Manager レップ・アズ・アドバイザー RA/Rep as Adviser UMA /Unified Managed Account/総合一任勘定 ミューチュアル・ファンド・アドバイザー Mutual Fund Advisory ETFマネージド・ポートフォリオ /ETF Managed Portfolio/ETF Advisory	50万 ^{ドル} /約5500万円で税相談付きとなる場合もある(モルガン・スタンレー・プライベート・ウェルス・マネジメント)。 ミューチュアル・ファンド・アドバイザー… 2.5万 ^{ドル} /約275万円 DOLルール基本条項でアドバイザーは平均21000 ^{ドル} /約230万円の約15.5万を見放す(2017年8月8日インベストメント・ニュース)。
準富裕層 /sub-HNWI/Mass affluent *25万 ^{ドル} 以上 投資可能資産を持つ個人	フィー・ベースド・ブローカレッジ口座 /Fee-based Brokerage Account Program (2007年5月に禁止) ファンド・ラップ /Mutual Fund Wrap 2.5万 ^{ドル} /約275万円 *5万 ^{ドル} /約550万円以上と言う場合もある。 アドバイザーが資産配分や商品を変更出来ない(キャッシュ・ポジションも変更不可)。	レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー RPM/Rep as Portfolio Manager レップ・アズ・アドバイザー RA/Rep as Adviser UMA /Unified Managed Account/総合一任勘定 ミューチュアル・ファンド・アドバイザー Mutual Fund Advisory ETFマネージド・ポートフォリオ /ETF Managed Portfolio/ETF Advisory	50万 ^{ドル} /約5500万円で税相談付きとなる場合もある(モルガン・スタンレー・プライベート・ウェルス・マネジメント)。 ミューチュアル・ファンド・アドバイザー… 2.5万 ^{ドル} /約275万円 DOLルール基本条項でアドバイザーは平均21000 ^{ドル} /約230万円の約15.5万を見放す(2017年8月8日インベストメント・ニュース)。
大衆層 /mass 上記以外	フィー・ベースド・ブローカレッジ口座 /Fee-based Brokerage Account Program (2007年5月に禁止) ファンド・ラップ /Mutual Fund Wrap 2.5万 ^{ドル} /約275万円 *5万 ^{ドル} /約550万円以上と言う場合もある。 アドバイザーが資産配分や商品を変更出来ない(キャッシュ・ポジションも変更不可)。	レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー RPM/Rep as Portfolio Manager レップ・アズ・アドバイザー RA/Rep as Adviser UMA /Unified Managed Account/総合一任勘定 ミューチュアル・ファンド・アドバイザー Mutual Fund Advisory ETFマネージド・ポートフォリオ /ETF Managed Portfolio/ETF Advisory	50万 ^{ドル} /約5500万円で税相談付きとなる場合もある(モルガン・スタンレー・プライベート・ウェルス・マネジメント)。 ミューチュアル・ファンド・アドバイザー… 2.5万 ^{ドル} /約275万円 DOLルール基本条項でアドバイザーは平均21000 ^{ドル} /約230万円の約15.5万を見放す(2017年8月8日インベストメント・ニュース)。

(出所: MMI/Money Management Institute及びCapgemini、各社Brochuresより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

<ラップ口座/SMA >

米国で1975年5月1日(ウォール街のメーデー)の売買委託手数料/コミッション自由化により、コミッションが激減したブローカー(証券会社)が開発したもので1975年10月のE.F.ハットン/E.F. Huttonによる「ラップ口座/wrap account」が最初である(後述※3 参照)。これは**コミッション・ゼロで「僅か3%(当時)」と言う「ラップ・フィー」を払うだけのプログラムで(口座であり直接保有)、最小購入単位は100万^{ドル}/約1億円強程度。**この時使われた「ラップ・フィー」と言う言葉より「ラップ口座/Wrap Account」と呼ばれる様になる。

「ラップ口座」後、多種多様なプログラムが生まれたが、「ラップ口座」は今もある。良いニュースではないが、つい最近も**初のラップ口座を開発したロックウッド氏の創った会社であり、ラップ・プログラム**のリーダーとも言われる**ロックウッド・アドバイザー**が、ラップ口座での売買に関連するコストを客に通知せず、SECから20万^{ドル}の課徴金を受けた。1～3%とされるラップ口座フィーに含まれない一部取引コストを2008年から顧客に課していた。これは**トレーディング・アウェイ/trading away**もしくは**ステップ・アウト・トレーディング/step-out trading**と言われる行為である。」(2018年8月14日付米インベストメント・ニュース誌～URLは後述[参考ホームページ]⑩参照)と報じられていた通り。



<ファンド・ラップ、ミューチュアル・ファンド・アドバイザー&ETF マネージド・ポートフォリオ(ロボアド)>

「ラップ口座」後、様々なプログラムが生まれた。まず「ファンド・ラップ/Mutual Fund Wrap」。1989年に「ラップ口座」のコンサルティングやカスタムメイドを、より簡略・省略、さらにミューチュアル・ファンドで運用する事で(*現物を保有せず節税は限定的に)最小購入単位を2.5万ドル/約275万円程度に小口化、大衆層に開放した。

「ファンド・ラップ」はその後、ETF拡大(*米国初のETF「SPDR Trust:Series 1」は1993年1月22日上場)もあり、ミューチュアル・ファンド(ETFを含まない)の「ミューチュアル・ファンド・アドバイザー/Mutual Fund advisory」とETFの「ETF マネージド・ポートフォリオ/ETF Managed Portfolio」と言うプログラムに分化した。その後、低コスト化と最小購入単位小口化が進み、ロボ・アドバイザーも生まれた。フィデリティのロボ・アド「Fidelity Go」は最小購入単位0ドルだ(2018年9月3日付日本版ISAの道 その235~URLは後述[参考ホームページ]⑩参照)。

<SMA、UMA>

「ラップ口座」は現在、「SMA/Separately Managed Account」と呼ばれる事が多いが(後述※4参照)、**「ラップ・ファイ」を大きな特徴とした「ラップ口座」と異なり、「SMA」は今、現物を直接保有する事、その為の節税メリットが高い事(*損益通算、投信は売買回転率/turnoverの低いものを選ぶなど)、そして戦略/strategiesを強調している。**戦略として最も多いのは「国内大型株投資/U.S.Equity Large cap SMA等」だが、「外国大型株投資/Foreign large SMA(中には新興国株/Emerging Marketsも)」や「国内債券投資/U.S. Fixed Income SMA」も多く、ImpactやESGも少なくない。つい最近2018年6月には米独立系最大のブローカーであるLPLファイナンシャル/LPL Financial Holdingsがブロックチェーン関連株SMA「LPL Research Blockchain Innovators portfolio」をSMA戦略モデル・ポートフォリオのプラットフォーム「Manager Select」(2018年4月約650ポートフォリオ)に追加していた。

この様に「SMA」は資産運用について担当のアドバイザーではなくブローカー本部及びブローカー本部の選ぶ第三者(複数の運用会社等)の戦略及びモデル・ポートフォリオを使う場合が多い。担当のアドバイザーが資産配分や商品、現金ポジションを変更出来ない事が多い。つまり市場急変等に機動的には対応出来ない場合が多い。また、投資家が別途保有している投信、保険、個別株式、他のSMA等との損益通算も難しい場合が多い。そこで、それらを包括、一つの口座で(プラットフォームの様に)管理する「UMA/Unified Managed Account/総合一任勘定」が生まれた。資産配分について「UMA」ではオーバーレイ・ポートフォリオ・マネジャー/Overlay Portfolio Manager/OPMを設ける場合も多い。

<フィー・ベースド・ブローカレッジ口座、レップ・アズ・アドバイザー、レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー>

1994年、民主党委員長(レビット/Levitt氏)のSEC/証券取引委員会はコミッション・ベースが回転売買の要因と考え、委員会を招集(タリー/Tully委員長…メリルリンチ/Merrill LynchCEO)、1995年のタリー・レポートで「コミッションからフィーへの転換」を求め、1999年6月1日にメリルリンチが「アンリミテッド・アドバンテージ/Unlimited Advantage account」を発表した(*SECはこれを投資顧問法適用除外、投資顧問業登録免除とする「メリル・ルール/Merrill Rule」を認めた)。**年1%(上限)のフィーで「アンリミテッド」なオンライン取引が可能な「フィー・ベースド・ブローカレッジ口座/Fee-based Brokerage Account Programs」だ。**1999年7~9月に約10万口座/160億ドル、その後約2800億ドルに拡大した。

しかし米国 FP 協会/Financial Planning Association/FPA がフィーの徴収やフィデューシャリー・デューティーのかからない事等を問題視して訴え、2007 年 3 月 30 日に裁判所で「SEC の越権行為」とされ、メルル・ルールは無効と判断され、共和党委員長(コックス/Cox 氏)の SEC はその無効を受け入れ 2007 年 5 月 14 日に無効が決定した。

受け皿となったのが、フィデューシャリー・デューティーがかかる投資顧問業登録「レップ・アズ・アドバイザー/Rep as Adviser/RA」と「レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー/Rep as Portfolio Manager/RPM」である(受け皿は「RA」中心)。共に個別株、債券、投信、現金等を運用するが(ミューチュアルファンドだけを対象とするものもある)。「RA」は助言で、資産配分見直し等を行う毎に(モデル・ポートフォリオも活用し)顧客と面談、顧客が最終判断をする必要がある。「RPM」は一任で、顧客と面談する必要も無く自由に資産配分、銘柄選択、最終判断が出来る。

2007 年は「RA」が多かったが、翌 2008 年の金融危機で「RA」は(先述の SMA も)市場の急変に柔軟に対応出来ず、債券や現金ポジションへのシフトにも大きな柔軟性を持つ「RPM」が、人気を集めて、その後は「RA」より成長する。「RPM」はブローカーをコミッションやパフォーマンス・フィー(利益相反の問題あり)をベースとしたモデルから残高に応じたフィー・ベースド・モデルへのシフトを促すものとされるほか、「ポートフォリオ・マネージャーがより顧客に近くなり顧客のゴールを達成する為のソリューションを提供するもの」(2012 年 10 月 14 日付米インベストメント・ニュース誌～URL は後述[参考ホームページ]⑫参照)と言われている。ただ、労働省/DOL フィデューシャリー・ルールのリスク管理上、「RPM」のリスクの取り方を懸念するブローカー本部も出てきて、SMA や UMA の様なモデル・ポートフォリオ等を担当アドバイザーに求める場合も登場した(このあたりは次号以降で取り上げる)。

米国のラップ口座/SMA を含むマネージドアカウントは 655 兆円、UMA が規模も大きく伸びも高く 101 兆円、5 年で 4.4 倍(フィーは年 1.5 ～2.5%)!!

ラップ口座/SMA などを総称してマネージド・アカウント/Managed Accounts と呼ぶ。ここで重要となるのが、1975 年 10 月にラップ口座が開発された当時と言われていた「コミッション・ゼロで『僅か 3%』と言われていたラップ・フィー」(先述)だ。今は「1～3%とされるラップ口座フィー」(2018 年 8 月 14 日付米インベストメント・ニュース誌～URL は後述[参考ホームページ]⑬参照)と言われている。

プログラム別に見るべく、米国マネー・マネジメント・インスティテュート/Money Management Institute/MMI(後述※5 参照)による TAMPs/turnkey asset management platforms(Envestnet 等 SMA のアウトソーシングをする会社群)のデータを見ると、2017 年現在、一般的に次の通りとなっている。

ラップ口座/SMA	: 1.5 ～2.5%	(=信託報酬等インベストメント・フィー0.5～1.0%+マネジメント・フィー1.0～1.75%)
ミューチュアル・ファンド・アドバイザー	: 0.75～1.5%	(=信託報酬等インベストメント・フィー0.5～1.5%+マネジメント・フィー0.5～1.5%)
ETF マネージド・ポートフォリオ	: 0.75～1.25%	(=信託報酬等インベストメント・フィー0.1～0.25%+マネジメント・フィー0.5～1.0%)
UMA	: 1.5 ～2.5%	(=信託報酬等インベストメント・フィー0.4～0.6%+マネジメント・フィー0.75～1.5%)

これらは購入単位が大きければ大きいほど交渉により引下げが可能だ。1.5～2.5%の UMA は 25 万ドル/約 2750 万円からが多いが、エドワード・ジョーンズは 25 万ドルは 1.54%、50 万ドルは 1.4%、150 万ドルは 1%、1000 万ドルは 0.59% としている。また、モルガン・スタンレーは 50 万ドルで税相談付きとしている。ちなみに、コミッションやパフォーマンス・フィーは投資顧問法上、利益相反の問題があるされる為(投資する投信と同様)徴収しない場合が多い(後述※6 参照)。

そして、やはり MMI のデータによると、米国におけるマネージドアカウントの残高は 2018 年 3 月末現在 6.2 兆^{ドル}/約 655 兆円と、2013 年 3 月末からの 5 年間で+106.2%、つまり 2 倍強の大幅増となっている。内訳は次頁の通り。

ラップ口座/SMA	: 1.0 兆 ^{ドル} /約 110 兆円(5 年間+ 48.0%/約 1.5 倍、1~3 月+ 85 億 ^{ドル})
ミューチュアル・ファンド・アドバイザー	: 1.4 兆 ^{ドル} /約 148 兆円(5 年間 + 66.3%/約 1.7 倍、1~3 月+219 億 ^{ドル})
ETF マネージド・ポートフォリオ	: 0.1 兆 ^{ドル} /約 11 兆円(5 年間+347.0%/約 4.5 倍、1~3 月+ 39 億 ^{ドル})
UMA	: 0.9 兆 ^{ドル} /約 101 兆円(5 年間 +343.8%/約 4.4 倍、1~3 月+242 億 ^{ドル})
レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー	: 1.5 兆 ^{ドル} /約 163 兆円(5 年間+164.3%/約 2.6 倍、1~3 月+238 億 ^{ドル})
レップ・アズ・アドバイザー	: 1.1 兆 ^{ドル} /約 121 兆円(5 年間 + 80.0%/約 1.8 倍、1~3 月+139 億 ^{ドル})

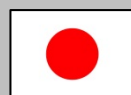
UMA が規模も大きく伸びも高い。レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー/RPM は規模が最大で伸びも平均以上だ。RPM は先述通り、現金や債券を含む資産配分を含めた大きな柔軟性を持つプログラムであり、アドバイザーもその柔軟性(同時に管理と責任)を好む傾向があると言う。

以上だが、ぜひ、2018 年 2 月 13 日付日本版 ISA の道 その 214「日米投信の最新動向～日本は銀行・信金の私募投信・日銀の ETF が主導する拡大、米国は機関投資家・大規模投資アドバイザー・超富裕層の ETF やパッシブファンド(パッシブ投資の王・バンガード)が主導する拡大～」を参照の事(URL は後述[参考ホームページ]⑩参照)。

また、4 年近く前に書いた月刊「投資信託事情」2014 年 12 月号「ラップにレップ、SMA に UMA、そしてロボ! 米国の大手証券や投信会社、オンライン(ネット)証券は大きな変貌を遂げている!!」や月刊「投資信託事情」2014 年 9 月号「日米英のファイナンシャル・アドバイザーとラップ/SMA の最新動向～預り資産増加等の顧客基盤拡大の為にしっかり理解したい事～」も参考となる(URL は後述[参考ホームページ]⑩参照)。

NISA 本家・英国のラップ口座/SMA についても書いている。英国のラップ口座/SMA に関心のある場合は、2014 年 8 月 4 日付日本版 ISA の道 その 66「英米で投資一任のオンライン化が進んでいる!～イギリスの ISA でアメリカのラップ/SMA の様なサービスを提供するプラットフォーム会社に脚光～」、2014 年 9 月 16 日付日本版 ISA の道 その 71「NISA vs ラップ/SMA(ファンド)! NISA 本家・英国の”Wrap ISA”とは? 英国では ISA をラップ/SMA 的な手法で ISA を考えている!!」を参照の事(URL は後述[参考ホームページ]⑩参照)。

※1: 日本のラップ口座/SMA…日本投資顧問業協会によれば、「ラップ口座という名称については、特段の法律上の定めはなく、商業的、一般的に使用された外来名称である。つまり、そのサービス自体は海外からの輸入である。…(略)…証券業を営む会員が、投資顧問業務(投資一任契約に係る業務又は投資助言業務をいう。)に係る報酬と売買執行手数料、口座管理料等の手数料を運用資産残高に応じて一括して徴収する契約を顧客との間で締結し、その契約に基づいて行う業務(「ラップ業務」という。)である(日本投資顧問業協会「投資顧問」～ <http://www.jiaa.or.jp/syuppan/pdf/79gou.pdf>)。

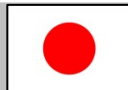


要は、残高に応じた手数料/フィーで運用を証券会社や銀行に任せるものだ(*株式や債券などの売買ごとにかかる手数料/コミッションは払わなくてよい)。より具体的には投資家が証券会社や銀行と投資一任契約を締結、証券会社や銀行の専任コンサルタントが投資家のリスク許容度などを分析、多くの運用タイプ/型/コースからその投資家に最適と思われるポートフォリオを提供する事となる。

投資顧問のラップ口座/SMA は、2004 年 4 月の改正投資顧問業法施行で証券会社と信託銀行が兼業方式で投資一任業務が可能となって実現した(*法的には 1998 年 12 月に可能となっていたが売買内容顧客書面開示

などの義務で実現には無理があった)。さらに、2007年9月の金融商品取引法全面施行で投資顧問を兼業する事なく一任取引が出来る様になり、営業員による投資一任契約の締結も可能となり拡大する基盤が出来た(銀行で投資一任契約の代理媒介が可能になった)。

※2: 元本確保型投資/Capital Protected Investments/Principal Protected Investments…日本で外貨建てで元本を確保する投信、さらには、円建てでも元本を確保する投信などが新たに開発され、個人や金融機関に注目されている。「元本確保をうたったり、損失を一定以内に抑制したりする投資信託の設定が相次いでいる。投資で損はしたくないというリスク嫌いの個人マネーの受け皿を狙っている。」(2018年9月15日付日本経済新聞朝刊「投信「リスク限定型」の実力——高収益と両立しにくく」～<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO35362820USA910CIPPE000/>)である。償還時100%元本確保をする為には、色々方法が考えられるが、主な方法として下記A.～C.が有名だ。ただ、今の日本の様に、超低金利時期で、高ボラティリティ時期にもなりそうな場合は、D.がより現実的と思われる。



A.債券型…債券の金利部分でリスクを取る方法。問題は、金利が低い低金利時期にはリスクをあまり取れなくなり、それに応じてリターンも小さくなる事。今の日本の様に、超低金利時期ではこれが大きな問題となる。さらに、債券が無リスク資産で無い場合には、そのリスク(信用リスクなど)もある。格付けを高くすれば良いが、そうすると金利部分が減る事となる。

B. ポートフォリオ・インシュアランス-ダイナミック・ヘッジ型…「ダイナミック・ヘッジ/Dynamic Hedging」、「ダイナミック・アセットアロケーション/Dynamic Asset Allocation」とも言う。

大きく二つに分かれ、まず「コンスタント・プロポーション・ポートフォリオ・インシュアランス/Constant Proportion Portfolio Insurance/CPPI」と言われる(もう一つの方法)の簡便法。償還時に元本が確保されるフロアを設定し、それを下回らない様、適切に(当初決めたルールに沿って自動で)リスクを調整して運用する。問題は、フロアに達すると、その後リスクを取らない為、その後の利益も無くなる事(*これは仕方が無い事だが、これを嫌がる場合が多い)、フロア近くでポジションを解消しようとしても流動性の問題等で解消出来ずフロアを下回ってしまうリスクがある事。

次いで「オプション・ベースド・ポートフォリオ・インシュアランス/Option Based Portfolio Insurance」と言われる方法。先のCPPIはフロアに達すると、その後リスクを取らないが、これはブラック・ショールズ・オプション・モデル等を使い、オプションと同様のペイオフ/損益曲線を作り、その後もリスクを取るもの。ただ、CPPIと同様、流動性の問題等があるほか、モデルの通りに行かないリスクがある。ダイナミック・ヘッジ型はオプション市場の整備がまだされていない時代には人気があったが、1987年10月19日のブラック・マンデーでうまく機能しない、大きなリスクの存在がわかり(*ブラック・マンデーの原因ともされて)、激減し、その後はオプション市場の整備、拡大と共に、後述C.やD.のオプション型にシフトしている。

C. ポートフォリオ・インシュアランス-オプション型のアウトライト…A.債券型において債券の金利部分でオプションを単独で(アウトライト/outright)で買う方法。問題は、金利部分が低い低金利時期、不確実が大きい高ボラティリティ/価格変動リスク時期に、償還時100%元本確保をする為のオプション料/プレミアムが払えない事、もしくは、払えても、権利行使価格が現在よりもかなり遠く、投資家の相場見通しと合わない事などのある事。

D. ポートフォリオ・インシュアランス-オプション型の組み合わせ(パーティカル・スプレッド)…C.オプション型-アウトライトの問題を改善する方法。

例えば、コール・オプションを買いつつ、同時に、同満期で権利行使価格がより高いコール・オプションを売る、

つまり、「バーティカル・ブル・スプレッド/Vertical Bull spread」(*「バーティカル」は「垂直」、「ブル」は「強気」、「スプレッド」は「幅」と言う意味)。プット・オプションを買いつつ、同時に、同満期で権利行使価格がより安いプット・オプションを売る、つまり、「バーティカル・ベア・スプレッド/Vertical Bear spread」(*「バーティカル」は「垂直」、「ベア」は「弱気」、「スプレッド」は「幅」と言う意味)でも良い。

＜日経平均株価を使った場合のコール・スプレッドの例＞

バーティカル・ブル・スプレッド(赤い実線)

設定時の日経平均株価 15250 円

15500 円のコールを 240 円で 1 単位買い(青い破線)

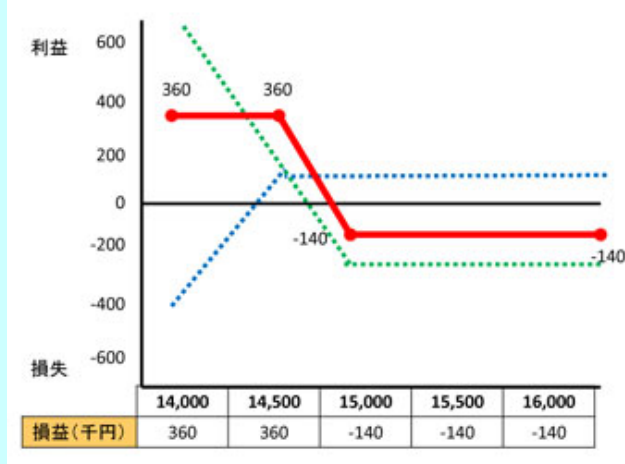
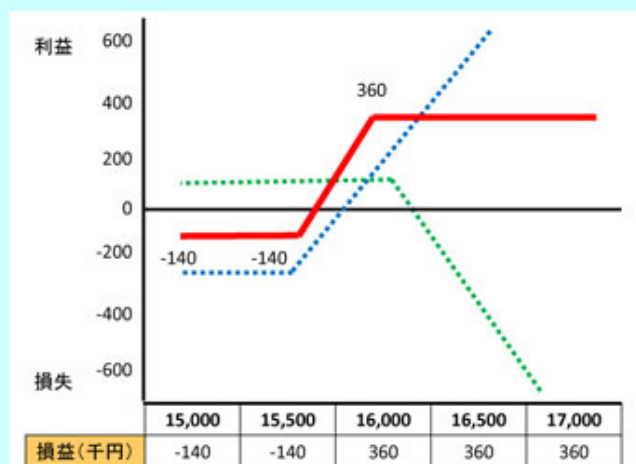
16000 円のコールを 100 円で 1 単位売り(緑の破線)

バーティカル・ベア・スプレッド(赤い実線)

設定時の日経平均株価 15250 円

15000 円のプットを 240 円で 1 単位買い(緑の破線)

14500 円のプットを 100 円で 1 単位売り(青い破線)



(出所: 日本取引所グループ「オプションの投資戦略」~ <https://www.jpx.co.jp/learning/basics/derivatives/options/04.html>)

ただ、一つの資産だけ、ブルだけ、ベアだけでは、好都合のオプションが手に入らない可能性もある為、国内外の幅広い株式・先物等からブルでもベアでも見つけていく必要があるかもしれない。その中で最も好都合ものを選べば良い。問題は、当然の結果だが、利益が限定される事となる。これは当初から「価格変動リスクは年率〇%程度」などと理解しておけば良いだろう。

※3: E.F.ハットン/E.F. Hutton …1975年10月に米国サンフランシスコのブローカーであるE.F.ハットン/E.F. Hutton(1904年設立)でジム・ロックウッド/Jim Lockwood氏が初のラップ口座/wrap accountを開発した。



E・F・ハットンはその後1988年にシェアソン・リーマンに買収されシェアソン・リーマン・ハットンとなっている(1990年にシェアソン・リーマン・ブラーズと改名している)。E・F・ハットンの流れを持つ部署はその後、スミス・バーニーに買収され、スミス・バーニー・シェアソンとなり、ただのスミス・バーニーに戻り、今はモルガン・スタンレーに買収され、モルガン・スタンレー・スミス・バーニーとなっている(*2012年にモルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントになっているが、ブローカー名はモルガン・スタンレー・スミス・バーニーのままである)。

米国のマネージド・アカウントでモルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントが最大のシェアを持つのは以上が背景にある。尚、初のラップ口座/wrap accountを開発したロックウッド氏は1995年にロックウッド・アドバイザー/Lockwood Advisors Incを創設、その後、その会社は2005年にBNYメロン/パーシング/BNY Mellon's Pershingに吸収されている。ロックウッド・アドバイザーの歴史については「<https://www.lockwoodadvisors.com/about/history>」を参照の事。

※4: SMA/Separately Managed Account…単に「Managed Account」と言うと「SMA」を含む総称、単に「Separate Account」と言うと変額保険・変額年金など特別勘定となる事に注意。残高で見ると、2018年3月末現在「SMA」1.0兆^{ドル}(MMI～後述)、「Managed Account」6.2兆^{ドル}(MMI～後述)、「Separate Account」10.6兆^{ドル}(モーニングスター・ダイレクト)である。



※5: MMIとセルリー・アソシエイツ…米国のマネージド・アカウント/Managed Accountsのデータはマネー・マネジメント・インスティテュート/Money Management Institute/MMIが良い。メンバーになると、情報が入手出来る(<http://www.mminst.org/member-benefits>)。



メンバーになるには、預り残高により違っており、年間で5000^{ドル}/55万円(*2.5億^{ドル}/275億円未満)から32500^{ドル}/360万円(*250億^{ドル}/2.7兆円超)となっている。MMIにはモルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントやメリルリンチなどの主要ブローカーはもちろん、日本からはNRIアメリカや日興グローバルラップ(三井住友アセットマネジメント100%子会社)、そして、資産運用業界の主要調査会社であるモーニングスターやセルリー・アソシエイツも加盟している(<http://www.mminst.org/mmi-member-firms>)。

ただ最近、メンバーでもあるセルリー・アソシエイツ/Cerulli AssociatesがこのMMIを買収した(2018年8月16日付米インベストメント・ニュース誌「Cerulli to take over MMI's data platform」～

<http://www.investmentnews.com/article/20180816/FREE/180819959/cerulli-to-take-over-mmis-data-platform>、<http://www.mminst.org/mmi-news/second-edition-mmi-journal-investment-advisory-solutions-%E2%80%93-now-available>)。

ちなみに、セルリー・アソシエイツのマネージド・アカウントについてのレポートは最新版が2017年6月6日に発行されたもので19000^{ドル}/約208万円である(<https://cerulli.com/products-services/cerulli-publications/cerulli-report-series/us-managed-accounts/>)。

※6: パフォーマンス・フィー/Performance Fee…Incentive Feesとも言われるもので、欧州では基準価額最高値(ハイウォーターマーク/High-Water Mark/HWM)を上回った場合にその超過分の20%を成功報酬として受け取るなどが多いが、米国ではヘッジファンドなど適格投資家向け私募投信及び条件を満たす富裕層向け投資アドバイザーを除き、成功(時のみ)報酬は禁止されている。



ただ、パフォーマンスにより信託報酬・投信会社分を年±0.2%などと報酬を上下させるものは可(過剰リスクの抑制効果あり)で、それが1970年代に導入したフィデリティ・インベスメントを中心に本数で1%近く存在している。尚、欧州では成功(時のみ)報酬も可能であるものの、Key Investor Information Document/KIID(UCITS共通の情報開示資料)に「Ongoing Charges/OCSと並べて明瞭に開示される。その為、OCSからも除かれる。

さらなる詳細は2017年5月22日付日本版ISAの道 その182「日米投信コストのより深い理解～米投信のインデックス・ファンドの低コストの要因、日米投信の投資スタイル別経費率/エクスペンスレシオ比較～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_170522.pdf)、2016年8月1日付日本版ISAの道 その151「最新版: フィデュシャリー・デューティー(FD)強化はグローバルなトレンド! ～米国や英国、カナダやオーストラリア等のFD最新事情と各国ファンドのチャンネル別フロー～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_160801.pdf)を参照の事。

以上

[参考ホームページ]

①2018年9月5日付日本投資顧問業協会・投資顧問のラップ口座/SMAの残高…「<http://www.jiaa.or.jp/toukei/>」。

- ②モーニングスター・ダイレクト(イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供)…「<https://www.ibbotson.co.jp/information-products/integrated-solution/morningstar-directtm/>」。
- ③2015年3月19日付日本経済新聞電子版「金融庁レビュー、分配金はルールより『良識』で」…「<http://www.nikkei.com/markets/column/funds.aspx?g=DGXMZO8443559016032015000000>」。
- ④「金融レポート」…「<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4.html>」、2018年7月30日付日本版ISAの道 その232「日本の金融庁共通 KPI は顧客の利益に焦点! KPI を業界全体で見てわかる事～今後、販売会社の販売・運用姿勢や商品の利益を中心とした品揃えがより重要になりそう～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180730.pdf」、2018年8月6日付日本版ISAの道 その233「共通 KPI の英国版と米国版～日本は英国とコスト・リターンが酷似するものの、米英より高リスク! 自主的な KPI として『顧客数』、『ファンド預り残高』、『資金純流入額』、『EEV』も検討余地～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180806.pdf」、2018年8月6日付金融庁…「https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/fd_kouhyou.html」、2018年6月18日付日本版ISAの道 その226「日米新規設定ファンド最新動向～米国で DOL フィデューシャリー・ルール向け投信の T シェア&クリーン・シェアは今? 次は SEC ルール向け投信へ。規制当局の動向が投信の新規設定に大きな影響を与えている。～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180618.pdf」。
- ⑤2018年9月12日付日本経済新聞電子版「増えるファンドラップ 高コストでも顧客ひき付ける」～<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO35227750R10C18A9000000/>」。
- ⑥2018年5月15日付 NQN/日経 QUICK ニュース「<市場点描> 私募投信の償還急増 4月、過去2番目 地銀の資金流出」…「<https://www.nikkei.com/>」。
- ⑦2018年9月6日付日本経済新聞朝刊「地銀、私募投信の購入傾斜、メガ銀の倍、会計メリットも、当局、リスク管理に懸念。」…「<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO35013830V00C18A9EE9000/>」。
- ⑧2018年7月31日付日銀・金融政策決定会合」…「https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/k180731a.pdf」。
- ⑨2018年9月13日付ブルームバーグ「『隠れた緩和縮小』が8割、日銀の政策修正の解釈」…「<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-09-12/PEXSF46JTSE901>」。
- ⑩月刊「投資信託事情」2016年11月号「日米の毎月分配型ファンドの違い、日本の目標払い出し型/元本払い出し型ファンドと米マネージド・ペイアウト・ファンドの昔と今、それらをしっかり理解、投信超大国の米国の良い部分を参考にしてほしい」…「<https://www.am-mufg.jp/text/oshirase161121.pdf>」、月刊「投資信託事情」2017年6月号「私募投信(プロ私募)とETFが急増中!日米で市場の環境や金融の規制・制度が大きく変わる中、投信も大きく変化!!～日米投信の投資主体別動向と日米私募投信の最新動向～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170626.pdf」。
- ⑪2018年9月3日付日本版ISAの道 その235「米国で投信のコミッションやフィーの値下げ戦争が勃発! ノーロードで経費率ゼロのミューチュアルファンドも誕生!!～「フリー<無料>からお金を生み出す新戦略」投信版のホワイトペーパー～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180903.pdf」。
- ⑫2018年8月14日付米インベストメント・ニュース誌「SEC slaps Lockwood with \$200,000 fine over unseen trading costs to clients」…「<http://www.investmentnews.com/article/20180814/FREE/180819973/sec-slaps-lockwood-with-200000-fine-over-unseen-trading-costs-to>」、2012年10月14日付米インベストメント・ニュース誌「I'm a rep, I'm a PM, too」…「<http://www.investmentnews.com/article/20121014/REG/310149973/im-a-rep-im-a-pm-too>」。
- ⑬2018年8月14日付米インベストメント・ニュース誌「SEC slaps Lockwood with \$200,000 fine over unseen trading costs to clients」…「<http://www.investmentnews.com/article/20180814/FREE/180819973/sec-slaps-lockwood-with-200000-fine-over-unseen-trading-costs-to>」。
- ⑭2018年2月13日付日本版ISAの道 その214「日米投信の最新動向～日本は銀行・信金の私募投信・日銀のETFが主導する拡大、米国は機関投資家・大規模投資アドバイザー・超富裕層のETFやパッシブファンド(パッシブ投資の王・バンガード)が主導する拡大～」…「https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_180213.pdf」、月刊「投資信託事情」2014年12月号「ラップにレップ、SMAにUMA、そしてロボ! 米国の大手証券や投信会社、オンライン(ネット)証券は大きな変貌を遂げている!!」、同2014年9月号「日米英のファイナンシャル・アドバイザーとラップ/SMAの最新動向～預り資産増加等の顧客基盤拡大の為にしっかり理解したい事～」…「<https://www.ibbotson.co.jp/research/jitr/jitri/>」。
- ⑮2014年8月4日付日本版ISAの道 その66「英米で投資一任のオンライン化が進んでいる!～イギリスのISAでアメリカのラップ/SMAの様なサービスを提供するプラットフォーム会社に脚光～」…「<https://www.am-mufg.jp/text/140804.pdf>」、2014年9月16日付日本版ISAの道 その71「NISA vs ラップ/SMA(ファンド)! NISA 本家・英国の”Wrap ISA”とは? 英国ではISAをラップ/SMA的な手法でISAを考えている!!」…「<https://www.am-mufg.jp/text/140916.pdf>」。

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…「<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮していませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当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。
- 当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。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 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。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 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。
- 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。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

本資料中で使用している指数について

- ・東証株価指数(TOPIX)に関する知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。
- ・シティ世界国債インデックスとは、Citigroup Index LLCにより開発、算出および公表されている、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。