

SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である  
投信のモデル・ポートフォリオ化  
～米国セパレート・アカウントで最大の運用規模を誇る米国PIMCOと  
最大の販売規模を誇る米国モルガン・スタンレーの実例～

商品マーケティング企画部 松尾 健治  
窪田 真美

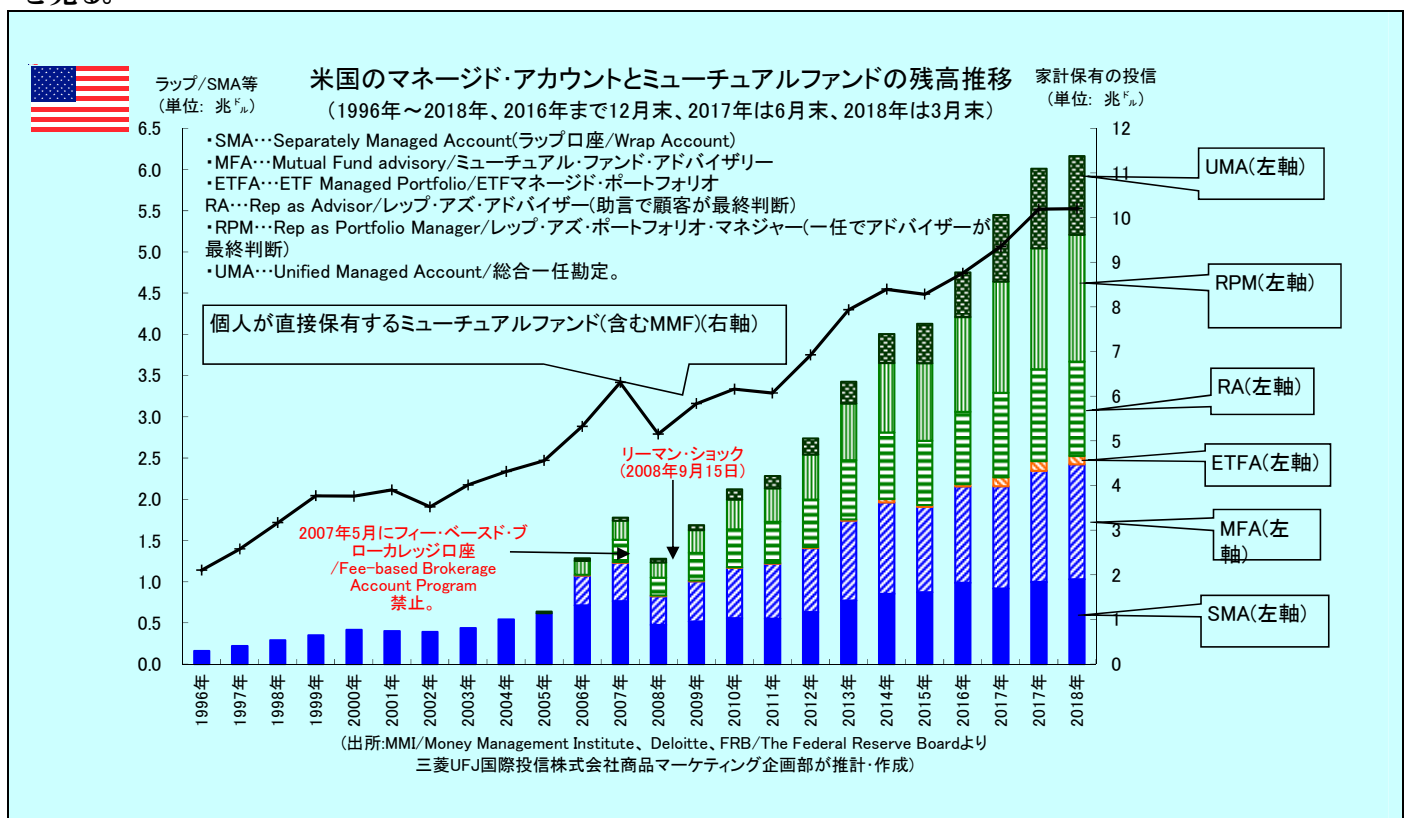
※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

## 日本のファンドラップが範とする米国 SMA(ラップ)等マネージド・アカウント

2019年1月29日に金融庁が「投資信託等の販売会社における『顧客本位の業務運営』の取組状況」を公表したが、そこに「ファンドラップの預り残高及び保有顧客数は、主要行等・地域銀行とともに、増加傾向。特に、地域銀行の伸びが顕著。」とあった(URLは後述[参考ホームページ]①参照)。

地域銀行の伸びが顕著な中、金融庁は「販売が急増している、『ファンドラップ』という専門家に運用と管理を任せ金融商品の販売実態についても合わせて調査するという。」(2019年2月5日付産経新聞～URLは後述[参考ホームページ]①参照)。この様に、引き続き日本でファンドラップが注目されている。ファンドラップをより理解する為、日本のファンドラップの今後を考える為、日本のファンドラップが範とする米国 SMA(ラップ)等マネージド・アカウント/Managed Accounts の最新動向を見る。

マネージド・アカウントの動向はこれまでも何度か取り上げてきたが(2018年9月18日付日本版ISAの道 その237等～URLは後述[参考ホームページ]②参照)、今回はその最新の変化(進化)、「投信のモデル・ポートフォリオ化」を見る事とする。その理解には「オーバーレイ・マネージャー」などの知識が不可欠な為、下記で、まず、米国のSMA(ラップ)等マネージド・アカウントの拡充過程を「オーバーレイ・マネージャー」の詳細などを加えながら記したのを見る。



## 1. ラップ口座

1975年に証券会社 E.F.ハットン(現モルガン・スタンレー)が作ったラップ口座/Wrap Account(SMA/Separately Managed Account)が初のマネージド・アカウントとなる。預り残高に年 2.5~3%のフィー(ラップ・フィー/Wrap fee)をかけ、コミッション/販売手数料は無くした(ラップ・フィーに含めた)。投資する国内株式の名義を顧客にしてカスタマイゼーションやタックスマネジメントにも対応した。それまでプロだけが利用していた証券会社のアドバイザーによるコンサルティングに富裕層だけであるものの個人投資家がアクセスを出来る様にした。

## 2. ファンド・ラップ

1980年代になって分散志向の高まりから国内株式以外に投資するラップ口座も増えていったが、人気が高まりつつあった海外株式や新興国債等には投資が困難だった。ミューチュアルファンドでは1988年以降ノーロードのエマーシング債券ファンド等が設定するなど投資対象の拡充が進んでいた。そこでそうした海外株式や新興国債等にも投資するファンド・ラップ/Mutual Fund Wrap が1989年に生まれた。

カスタマイゼーションやタックスマネジメントは限定的となり、株式や債券の名義を顧客に出来ないものの、ラップ口座に多かった100万ドルから一気に2.5万ドルまで小口化、それまで富裕層個人投資家だけが利用していた証券会社のアドバイザーによるコンサルティングに、一般の個人投資家がアクセスを出来る様にした。投資家はファンド・ラップの誕生以降、従来のラップ口座がSMAと呼ばれる様になる。

## 3. MDA

ファンド・ラップに対抗、1990年代後半にスミス・バーニー/シティグループ(現モルガン・スタンレーへ)が内外の株式や債券など10~20のSMAを一つの口座にしたMDA/Multiple Discipline Account/マルチ・ディシプリン勘定を10万ドルから作った。スミス・バーニーは各SMAのマネージャー/Separate account managers(運用会社のファンド・マネージャー)にはポートフォリオの構築・維持、戦略に専念させ、銘柄の売買はスミス・バーニーのオーバーレイ・マネージャー(統括資産管理責任者)/overlay managerが集中して行う。SMAのマネージャーに第三者を活用する事も始め、米国SMA(ラップ)における投信のモデル・ポートフォリオ化の先鞭を付けた。

## 4. ETFとMFA

2000年ちよつとからETF市場が拡大した。「洗練された機関投資家向けのトレーディングツール/trading tool for sophisticated institutional investorsとして考案されたETFは、コストの低下に加え、かつてはプロだけが利用していたトレーディング戦略に個人投資家がアクセス出来る様にするなど、投資を身近なものにする原動力となってきた。」(2018年1月22日付WSJ~URLは後述[参考ホームページ]③参照)と言う事である。この低コストのETFを活用して、ファンド・ラップよりもさらに小口化したETF/ETF Managed Portfolio/ETF マネージド・ポートフォリオが生まれた。それまで2.5万ドルは必要だったファンド・ラップにもっと小口の個人投資家がアクセス出来る様にした。ETFの誕生以降、従来のファンド・ラップがMFA/Mutual Fund advisory/ミューチュアル・ファンド・アドバイザーと呼ばれる様になる。

## 5. UMA

2002年になると、先述のMDAがSMAだけであったのに対し、顧客が保有するSMA、MFA、ETF、ミューチュアルファンド、株式・債券等を一括で管理するUMA/Unified Managed Account/総合一任勘定が生まれた。MDA同様、オーバーレイ・マネージャー(統括資産管理責任者)/overlay managerが銘柄の売買を集中して行い銘柄の売買(ウォッシュ・セール/wash sale~後述※1参照)を避けるほか、顧客が保有するSMA、MFA、ETF、ミューチュアルファンド、株式・債券等のタックスマネジメント、そして顧客のアセット・アロケーションを維持する為の資産配分(リバランス)も行う。

SMA、MFA、ETF等の区別を無くし、ミューチュアルファンドやETF、CIT/Collective Investment Trust/合同運用ファンド(日本的に言えば適格私募投信)を提供する(\*後述の戦略/Strategyも加わる)。先述のMDAやUMAの誕生で、従来のSMAはMFAやETF、ミューチュアルファンド等と同様に、顧客口座の中の「一(いち)戦略/Strategy」もしくは「スリーブ/sleeve」(\*あるスペシャリストが運用するアセットや戦略のポジション)と言う存在になっている。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。

## 6. ロボアド

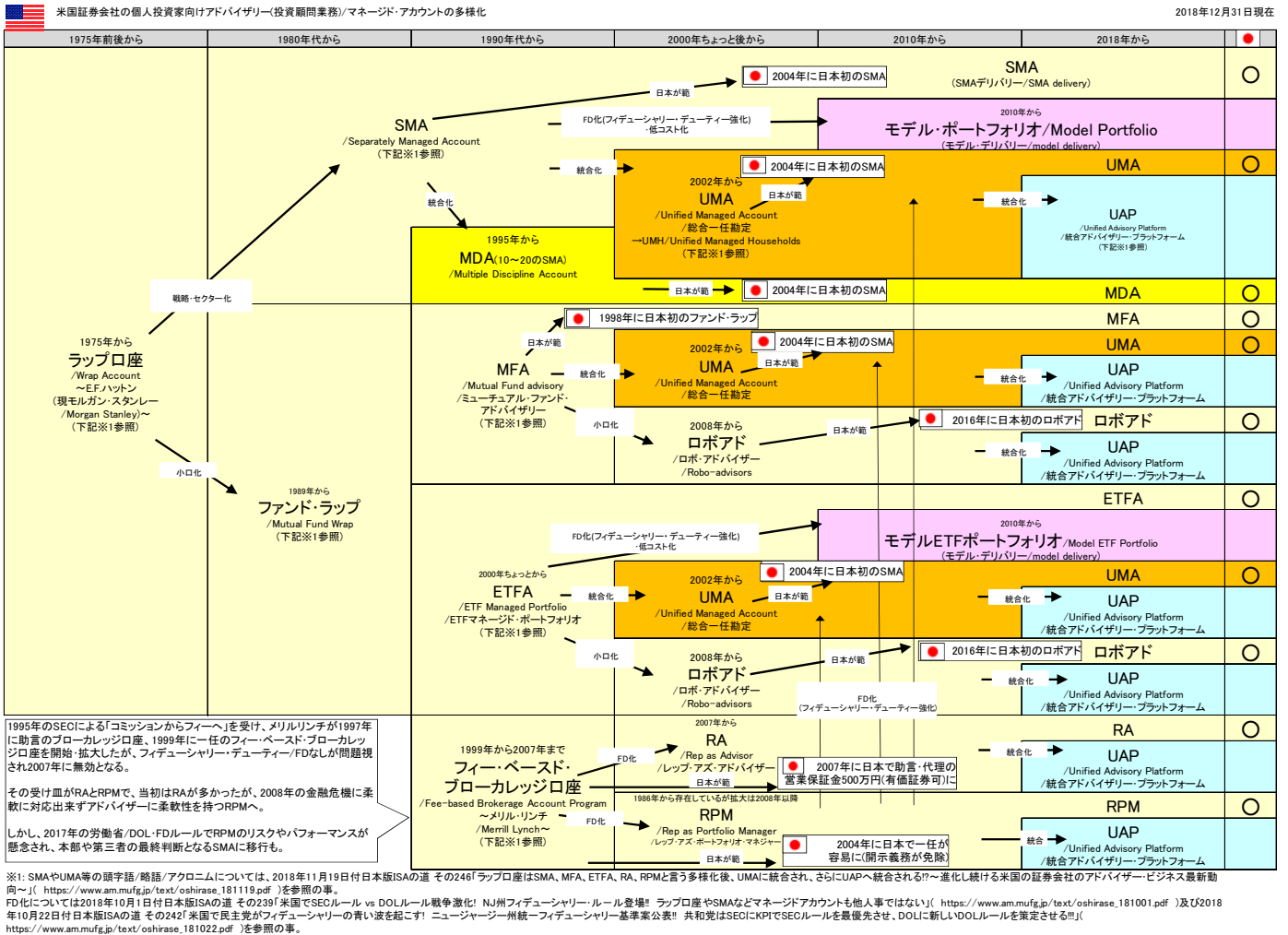
AI/人工知能が拡大、AIを活用してETFを限界近くまで小口化したロボアド/ロボ・アドバイザー/Robo-advisorsが2008年にベターメント/Bettermentにより生まれた(\*バンガードやフィデリティ等はミューチュアルファンドを使うのでMFAとも)。

## SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である 投信のモデル・ポートフォリオ化

日本のファンドラップが範としたのは米国のファンド・ラップで(日本では複数の海外の投信やETFも活用)、日本のロボアドが範としたのは米国のロボアドで、そして日本のSMAが範としたのが米国のSMAやUMAである(日本では複数の内外の投信やETF、株式・債券等を活用)。次頁テーブル右端に日本国旗列があり、○が付いているのは既に日本が導入済みと思われるものである。○が付いておらず、★印が付いている「2010年からモデル・ポートフォリオ/Model Portfolio(モデル・デリバリー/model delivery)」を見る(UAPについては2018年11月19日付日本版ISAの道その246~URLは後述[参考ホームページ]④参照)。米国SMA(ラップ)等マネージド・アカウントは多様化によって拡大してきたが(2018年12月17日付日本版ISAの道その250~URLは後述[参考ホームページ]⑤参照)、その最も新しい動きが米国SMA(ラップ)における投信のモデル・ポートフォリオ/Model Portfolio化である。先述のMDAやUMAで活用されている。

伝統的SMA/traditional SMA platformsは、証券会社本部が投資委員会/Investment Committee等で汎用アセット・アロケーション/general asset allocationや株式・債券等モデル・ポートフォリオを(複数)作る。アドバイザーは顧客に合ったモデル・ポートフォリオを選び、顧客に提供、顧客ニーズ等によりカスタマイズ、顧客のポートフォリオを作る(その後も投資委員会や顧客次第で変更がある)。アドバイザーが資産配分や商品、現金ポジションを変更する事は出来ない事が多い(市場急変等に機動的には対応出来ない場合が多い)。

ポートフォリオでの銘柄の売買は証券会社がインハウスで行う。だが、証券会社の業務効率化や低コスト化、フィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty/FD化で、第三者にモデル・ポートフォリオを作らせ売買させる事(運用会社へのアウトソース)も増えていた(先述のMDA参照)。「DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)がアドバイザーに一貫した投資プロセスやガバナンスを求める事がモデル・ポートフォリオの使用を促してきた。」(2018年4月13日付 InvestmentNews~URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)と言う事である。



この場合、運用会社がミューチュアルファンドやETF、CIT (\*CIT...Collective Investment Trust/合同運用ファンド)の事で日本的に言えば適格私募投信)を提供する事となり、運用会社が銘柄の売買もして証券会社に戻す事を意味した(\*これを「SMA デリバリー/SMA delivery」と言う)。しかしこれが先述のMDA やUMA 以降、変わってきた。運用会社は選択した銘柄の売買をせず、証券会社に銘柄・取引/holdings and transactions だけからなるモデル・ポートフォリオを「SMA 戦略/ SMA strategies」として提供する(\*これを「モデル・デリバリー/model delivery」と言う)事をミューチュアルファンドやETF、CIT と同列にする(証券会社によっては SMA 戦略ばかりにする)様になってきた。運用会社フィー/SMA Manager Fees はもらうが、「モデル・オンリー時代/era of models-only の幕開け」(2017年5月23日付 Wealth Management Today~URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)である。実際の売買は証券会社の責任で行い、議決権行使/proxy voting の責任も証券会社が持つ場合がある。

モデル・ベースド SMA/Model-based SMAs、投信のモデル・ポートフォリオ化により、運用会社のマネージャー/ Separate account managers はポートフォリオの構築・維持、戦略に専念、証券会社は運用会社フィーを押し下げる事が可能となる。ただし、運用会社フィーのアンバンドリング/unbundled/分離であり、証券会社の負担が増える。しかし、売買全てをオーバーレイ・マネージャーが行う事から、効率化し、結構大きな問題である同じ銘柄の売買(ウォッシュ・セール/wash sale～後述※1 参照)なども大幅に減る。オーバーレイ・マネージャーはその他、顧客が保有する SMA、MFA、ETF、ミューチュアルファンド、株式・債券等のタックスマネジメント、顧客のアセット・アロケーションを維持する為の資産配分(リバランス)も行う。これらの対価としてアドバイザー・フィー/Advisory Fee とは別に、オーバーレイ・フィー/Overlay Fee がかかる場合がある(後述の米国モルガン・スタンレーの実例参照)。

流動性の少ない銘柄の売買が難しい事、モデル・ポートフォリオ銘柄数と実際に売買した銘柄数がかなり違う事など問題もあるが、低コスト志向や FD もあって拡大している(2018 年 10 月 29 日付日本版 ISA の道 その 243～URL は後述[参考ホームページ]⑧参照)。セルーリ・アソシエイツ/Cerulli Associates によると、アドバイザーの 81%(兼用、専用)がモデル・デリバリーを利用している(2018 年 7 月 12 日付 ThinkAdvisor～URL は後述[参考ホームページ]⑨参照)。

モデル・デリバリーはミューチュアルファンドと競合していると言う。「ミューチュアルファンドは、相対的に安価なモデル・デリバリーSMA/model-delivered SMAs と並べられる。アドバイザーはミューチュアルファンドの代わりとして、安価なモデル・デリバリーSMA で同じポートフォリオ・マネージャーを使える。フィーの引下げ圧力を受けているアドバイザーは高いコストのミューチュアルファンドを安いコストのモデル・デリバリーSMA や ETF に移していく。」(Cerulli Associates White Paper 2017 年 12 月号～[参考ホームページ]⑩参照)と言われている。そして、2018 年にかけてミューチュアルファンド米最大手のバンガードや米 2～3 位のフィデリティ、ETF 世界最大手のブラックロックも参入した(2018 年 12 月 17 日付日本版 ISA の道 その 250～URL は後述[参考ホームページ]③参照)。

## 米国セパレート・アカウントで最大の運用規模を誇る米国 PIMCO の実例

投信のモデル・ポートフォリオ化について運用会社の例が見たい。Morningstar Direct によると、SMA(ラップ)等を含む米国セパレート・アカウント/US Separate Accounts 最大の残高 7406 億<sup>ドル</sup>/84 兆 2117 億円は米国 Pacific Investment Management Company/PIMCO なので(2018 年 9 月 30 日現在)、PIMCO が例としてふさわしいと思われる(後述※2 参照)。PIMCO の中でも 2013 年 4 月のピーク時に、シェアクラスを集めたファンドの純資産計が 3176 億<sup>ドル</sup>と世界最大のミューチュアルファンドにもなった著名戦略「PIMCO Total Return」(その当時の最高投資責任者は 2014 年 9 月までビル・グロース/Bill Gross 氏)を例示する。

「PIMCO Total Return」の米国籍オープンエンドファンド・ETF・クローズドエンドファンド・Separate Accountsの純資産の大きい順

2018年12月末現在(2018年9月末等もあり)

\*「PIMCO Active Bond ETF(ティッカー: BOND)」は設定日の2012年2月29日から2017年5月8日まで「PIMCO Total Return ETF(ティッカー: BOND)」と言うファンド名だった。ペンチマークは全て「BBgBarc US Agg Bond TR USD」。  
 …Separate Account,  …ETF。

順位	アメリカ国旗	ファンド名	ファンド形態	設定日	クラス(オープンエンドファンドの場合)	トータルリターン1年(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン5年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン10年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	機関投資家向けファンドかどうか	初期最小購入単位(米ドル)	経費率/エクスペンシオ、無ければSMA Manager Fees、信託報酬(%、※2参照)	販売手数料最大(%)	解約手数料最大(%)	12b-1手数料	戦略名	純資産(百万円)最新月末	保有銘柄数	モーニングスターレーティング(最高5~最低1)
1		PIMCO Total Return Instl	オープンエンドファンド	1987/5/11	機関投資家	-0.26	+2.56	+4.71	Yes	1,000,000	0.46				PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	49,959	7,690	4
2		PIMCO Total Return A	オープンエンドファンド	1997/1/13	A	-0.60	+2.17	+4.30	No	1,000	0.83	3.75		0.25	PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	7,726	7,690	3
3		PIMCO Total Return D	オープンエンドファンド	1998/4/8	D				No	1,000	0.75			0.25	PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	3,825	7,690	-
4		PIMCO Total Return I2	オープンエンドファンド	2008/4/30	機関投資家	-0.36	+2.45	+4.61	Yes	1,000,000	0.56				PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	3,234	7,690	3
5		PIMCO Total Return for Managed Accounts	Separate Account	1989/12/1	-	+1.00	+3.09	+4.88	No	250,000	0.35				PIMCO Total Return Managed Account	2,649	14	4
6		PIMCO Total Return Admin	オープンエンドファンド	1994/9/8	その他クラス	-0.51	+2.30	+4.45	Yes	1,000,000	0.71			0.25	PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	2,177	7,690	3
7		PIMCO Active Bond ETF	ETF	2012/2/29	-	+0.17	+3.10		No		0.76				PIMCO Active Bond	2,079	708	5
8		PIMCO Total Return C	オープンエンドファンド	1997/1/13	C	-1.38	+1.40	+3.52	No	1,000	1.60	1.00	1.00		PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	1,610	7,690	2
9		PIMCO Total Return Collective Trust II	Separate Account	2015/9/1	-	-0.45	+2.57		No		0.38				PIMCO Total Return Collective Trust	1,183	633	3
10		PIMCO Total Return IV Instl	オープンエンドファンド	2011/5/26	機関投資家	-0.77	+2.15		Yes	1,000,000	0.53				PIMCO Total Return	1,016	498	3
11		PIMCO Total Return ESG Institutional	オープンエンドファンド	1991/5/1	機関投資家	-0.78	+2.29	+4.46	Yes	1,000,000	0.67				PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	962	720	3
12		PIMCO Total Return R	オープンエンドファンド	2002/12/31	Retirement	-0.88	+1.91	+4.03	No	0	1.10			0.50	PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	789	7,690	3
13		PIMCO Total Return II Instl	オープンエンドファンド	1991/12/30	機関投資家	+0.30	+2.48	+4.35	Yes	1,000,000	0.57				PIMCO Total Return	436	615	3
14		PIMCO Total Return I-3	オープンエンドファンド	2018/4/27	機関投資家	-0.42	+2.36	+4.51	Yes	1,000,000	0.25				PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	136	7,690	3
15		PIMCO Total Return ESG I2	オープンエンドファンド	2009/3/31	機関投資家	-0.88	+2.19	+4.35	Yes	1,000,000	0.77				PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	114	720	3
16		PIMCO Total Return Collective Trust	Separate Account	2009/11/30	-	-0.60	+2.53		No	0	0.46				PIMCO Total Return Collective Trust	105	633	3
17		PIMCO Total Return ESG Administrative	オープンエンドファンド	1997/4/11	その他クラス	-1.03	+2.03	+4.20	Yes	1,000,000	0.92			0.25	PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	42	720	3
18		PIMCO Total Return B	オープンエンドファンド	1997/1/13	B				No	1,000	1.60	3.50	1.00		PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	26	7,690	-
19		PIMCO Total Return II Admin	オープンエンドファンド	1994/11/30	その他クラス	+0.05	+2.23	+4.08	Yes	1,000,000	0.82			0.25	PIMCO Total Return	11	615	3
20		PIMCO Total Return IV A	オープンエンドファンド	2011/5/26	A	-1.12	+1.80		No	1,000	0.88	3.75		0.25	PIMCO Total Return	10	498	2
21		PIMCO Total Return II I2	オープンエンドファンド	2009/12/31	機関投資家	+0.19	+2.38	+4.24	Yes	1,000,000	0.67				PIMCO Total Return	2	615	3
22		PIMCO Total Return IV C	オープンエンドファンド	2012/6/1	C				No	1,000	1.63	1.00	1.00		PIMCO Total Return	1	498	-
23		PIMCO Total Return IV P	オープンエンドファンド	2011/5/26	その他クラス				Yes	1,000,000	0.60				PIMCO Total Return	1	498	-
24		PIMCO Total Return A Load Waived	オープンエンドファンド	1997/1/13	Aの手数料免除				No	1,000	0.85			0.25	PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	0	7,690	-
25		PIMCO Total Return IV A Load Waived	オープンエンドファンド	2011/5/26	Aの手数料免除				No	1,000	0.85			0.25	PIMCO Total Return	0	498	-
25本 *純資産は合計、他は平均(blank除く)。						-0.44	+2.31	+4.33		532,957	0.78	3.75	1.83	0.46		78,093	3,415	3.11
最新もしくは最大(blank除く)						+1.00	+3.10	+4.88		1,000,000	1.63	3.75	3.50	1.00		49,959	7,690	5.00
最古もしくは最小(blank除く)						-1.38	+1.40	+3.52		0	0.25	3.75	1.00	0.25		1	14	2.00

(出所: Morningstar Direct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)

※1: 米国では過去10年間の年別リターンを表示すると共に過去1年、5年、10年の年平均リターンを表で記載、指数のリターンを併記する事を求めている。

※2: エクスペンシオ…Expense RatioもしくはTotal annual operating expensesの事。日本の信託報酬・投信会社分に相当するManagement Fees(成功報酬調整後)とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当するDistribution (12b-1)Fees、日本の信託報酬・受託会社分に相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFFE等の総額を、目録見書のProspectusもしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するInitial Sales Fee (Front-end Load) もしくはDeferred Sales Fee (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs(Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Cost)も含まない。手数料免除(Fees Waiver and/or Expencc Reimbursement)前をGross Expense Ratioと言い、手数料免除後をNet Expense Ratioと言う。

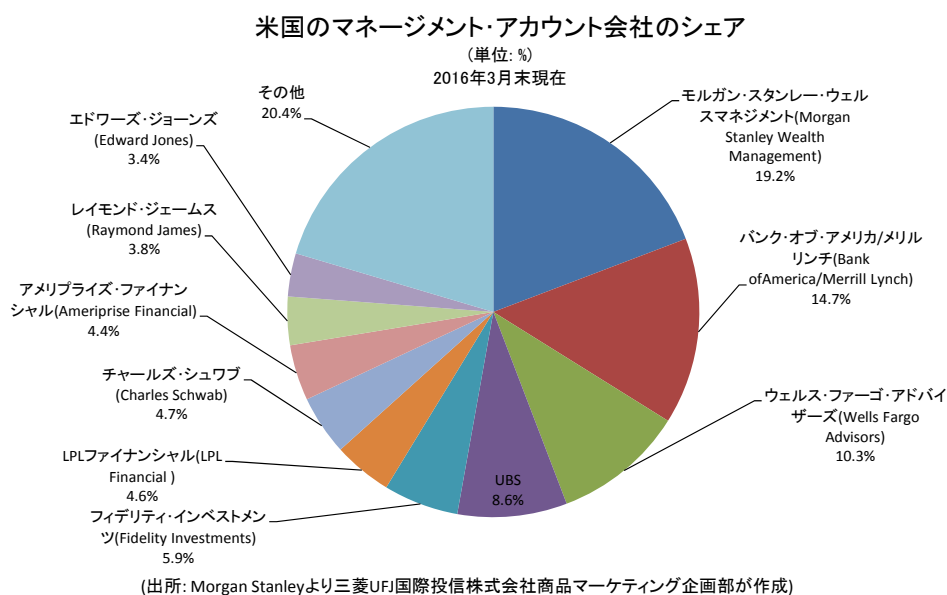
テーブルの5位「PIMCO Total Return for Managed Accounts」、9位「PIMCO Total Return Collective Trust II」、16位「PIMCO Total Return Collective Trust」が Separate Account である(Collective Trust とある後二

つは CIT/Collective Investment Trust/合同運用ファンドの事で日本的に言えば適格私募投信)。経費率は各々年 0.35%、年 0.38%、年 0.46%と 25 本の経費率平均年 0.78%の半分近くである(後述※3 参照)。「低コスト」である事が多い ETF の「PIMCO Total Return」は 7 位「PIMCO Active Bond ETF(旧「PIMCO Total Return ETF」)だが、それでも年 0.76%となっている。

米国セパレート・アカウント 3 本は経費率が低い事もあり、リターンも良い。例えば 5 年の年率で見ると、各々 +3.09%、+2.57%、+2.53%である。計 25 本の経費率平均は+2.31%で、最高は+3.1%の 7 位「PIMCO Active Bond ETF」である。ただ、「PIMCO Total Return ETF は特定の住宅ローン担保証券の売買益を水増した疑いが浮上し、SEC/証券取引委員会が調査している。」(2014 年 9 月 23 日付 WSJ~[参考ホームページ]⑩参照)とされている。

### 米国セパレート・アカウントで最大の販売規模を誇る米国モルガン・スタンレーの実例

投信のモデル・ポートフォリオ化についてアドバイザーの例も見たい。SMA(ラップ)等を含む米国セパレート・アカウント/US Separate Accounts 最大のシェアを持つモルガン・スタンレー/Morgan Stanley Wealth Management が例としてふさわしいと思われる。1975 年にラップ口座/SMA を作った E.F.ハットンの流れも汲んでいる(※4 参照)。



モルガン・スタンレーの「Select UMA platform」を見る。「Select UMA platform」は同社リサーチ・チームであるグローバル・インベストメント・マネージャー・アナリシス・グループ/GIMA が SMA 戦略、ミューチュアルファンド、ETF から選択、アドバイザーに提供している。GIMA は 65 人のアナリストがいて 1400(うち 650 はミューチュアルファンド)の戦略をカバーしている(2018 年 4 月 2 日付 CitywireUSA~参考ホームページ]⑫参照)。

モルガン・スタンレーの「Select UMA platform」について 2019 年 1 月 31 日現在で確認した所、PIMCO や Capital Group(American Funds)等の運用会社/Model Portfolio Provider166 社が出ており(同グループ会社の重複あり)、その戦略/Strategy は 512 個となっている(Morgan Stanley ホームページ~[参考ホームページ]⑬参照)。その中には先述テーブルの 5 位「PIMCO Total Return for Managed Accounts」もある。

### Morgan Stanley「Select UMA」に採用されている PIMCO の Separate Accounts

- 3-11 Yr National Muni Ladder(米国の中期地方債券ファンド・3～11年～ロールダウン効果狙い～ラダー戦略)
  - 3-17 Yr National Muni Ladder(米国の中期地方債券ファンド・3～17年～ロールダウン効果狙い～ラダー戦略)
  - Real Return for Managed Accounts(米国の中期債券ファンド・実質リターン～TIPS～戦略)
  - **Total Return for Managed Accounts(米国の中期債券ファンド・トータル・リターン戦略)**
  - Municipal Bonds for Managed Accounts(米国の中期地方債券ファンド・ラダー戦略)
  - 1-6 Year National Muni Ladder(米国の中期地方債券ファンド・1～6年ラダー戦略)
  - 1-12 Year National Muni Ladder(米国の中期地方債券ファンド・1～12年ラダーラダー戦略)
  - 1-18 Year National Muni Ladder(米国の中期地方債券ファンド・1～18年ラダーラダー戦略)
- (参考)

### Capital Group の Separate Accounts

- International Equity ADR SMA(主に ADR/American Depositary Receipts に投資する戦略)
- US Equity(主に米国株式に投資する戦略)
- Global Equity ADR SMA(主に ADR に投資する戦略)
- World Dividend Growers(主に内外株式及び ADR に投資する戦略)

(出所: Morgan Stanley ホームページ～[参考ホームページ] ⑬参照)

「PIMCO Total Return for Managed Accounts」のモデル・ポートフォリオはモルガン・スタンレーからは、次の通り 12 種類の債券で開示されている。ただモーニングスター/Morningstar の「Morningstar Direct」には 2018 年 12 月 31 日現在での全保有銘柄が詳しく出ており、最大の組入銘柄は住宅ローン担保証券の「Federal National Mortgage Association 3.5%(2048 年 12 月 1 日償還)」で 9.47%となっている事がわかる。

### PIMCO Total Return for Managed Accounts「FIXED INCOME SECTOR DISTRIBUTION(%)」

2018 年 9 月末の直近モデル・ポートフォリオ(四半期末ベースで組入率を見直し)

- (1)住宅ローン担保証券/Mortgage-Backed Securities50.4%、(2)米国国債/U.S. Treasury40.0%、
- (3)投資適格社債/Investment Grade Credit 10.5%、(4)ハイイールド債/High Yield Credit4.70%、
- (5)エマージング債/Emerging Markets1.6%、(6)その他/Other2.8%、
- (7)地方債/Municipals0.4%、(8)ヤンキー債/Yankees0.0%、(9)米ドル以外先進国債/Non USD Developed-3.1%、
- (10)その他売りポジション/Net Other Short Duration Instruments-20.4%、
- (11)米国政府機関債/U.S. Agencies7.0%、(12)資産担保証券/Asset-Backed Securities6.10%。

(出所: Morgan Stanley ホームページ～[参考ホームページ] ⑬参照)

株式のモデル・ポートフォリオの場合は上記「FIXED INCOME SECTOR DISTRIBUTION(%)」の代わりに「PORTFOLIO'S TOP FIVE EQUITY HOLDINGS(%)」と言う事で上位 5 銘柄の銘柄名がモルガン・スタンレーから開示されている。ただモーニングスター/Morningstar の「Morningstar Direct」には 2018 年 12 月 31 日現在での全保有銘柄が詳しく出ている。次頁は PIMCO の Separate Accounts と参考までの Capital Group の Separate Accounts のリターンや経費率、レーティング等を見たものである。



Morgan Stanley「Select UMA」に採用されているPIMCOのSeparate Accountsの純資産の大きい順

2018年12月末現在(2018年9月末等もあり)

		ファンド名	ファンド形態	設定日	クラス(オープンエンドファンドの場合)	トータルリターン1年(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン5年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン10年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	機関投資家向けファンドかどうか	初期最小購入単位(米ドル)	経費率/エクスペンスレシオ、無ければSMA Manager Fees、信託報酬(%)、※2参照	販売手数料抜最大(%)	解約手数料抜最大(%)	12b-1手数料	戦略名	純資産(百万ドル)最新月末	保有銘柄数	モーニングスターレーティング(最高5～最低1)
1		PIMCO Intermediate Municipal Bond Ladder	Separate Account	2010/4/1	-	+1.49	+2.29		No	300,000	0.15				PIMCO Intermediate Municipal Bond Ladder	5,086	11	2
2		PIMCO Total Return for Managed Accounts	Separate Account	1989/12/1	-	+1.00	+3.09	+4.88	No	250,000	0.35				PIMCO Total Return Managed Account	2,649	14	4
3		PIMCO Short Municipal Bond Ladder	Separate Account	2010/12/1	-	+1.63	+1.09		No	300,000	0.15				PIMCO Short Municipal Bond Ladder	1,072	12	2
4		PIMCO Long Municipal Bond Ladder	Separate Account	2010/5/3	-	+1.29	+3.11		No	300,000	0.15				PIMCO Long Municipal Bond Ladder	678	11	3
5		PIMCO Municipal Bond SMA - National	Separate Account	2012/9/3	-	+1.02	+3.00		No	300,000	0.23				PIMCO Municipal Bond SMA - National	208	13	3
6		PIMCO Real Return for Managed Accounts	Separate Account	1997/3/3	-	-1.61	+1.88	+4.84	No	250,000	0.35				PIMCO Real Return Managed Accounts	134	6	5
		6本 * 純資産は合計、他は平均(ブランク除く)		2005/3/17		+0.80	+2.41	+4.86		283,333	0.23					9,826	11	3.17
		最新もしくは最大(ブランク除く)		2012/9/3		+1.63	+3.11	+4.88		300,000	0.35					5,086	14	5.00
		最古もしくは最小(ブランク除く)		1989/12/1		-1.61	+1.09	+4.84		250,000	0.15					134	6	2.00

(出所: Morningstar Direct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)  
※1: 米国では過去10年間の年別リターンを表示すると共に過去1年、5年、10年の年平均リターンを表で記載、指数のリターンを併記する事を求めている。

※2: エクスペンスレシオ…Expense RatioもしくはTotal annual operating expensesの事。日本の信託報酬・投信会社分に相当するManagement Fees(成功報酬調整後)とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当するDistribution (12b-1)Fees、日本の信託報酬・受託会社分に相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFFE等の総額を、目録見書のProspectusもしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するInitial Sales Fee (Front-end Load) もしくはDeferred Sales Fee (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs(Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Cost)も含まない。手数料免除(Fees Waiver and/or Expense Reimbursement)前をGross Expense Ratioと言い、手数料免除後をNet Expense Ratioと言う。

(参考)

Morgan Stanley「Select UMA」に採用されているCapital GroupのSeparate Accountsの純資産の大きい順

2018年12月末現在(2018年9月末等もあり)

		ファンド名	ファンド形態	設定日	クラス(オープンエンドファンドの場合)	トータルリターン1年(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン5年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン10年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	機関投資家向けファンドかどうか	初期最小購入単位(米ドル)	経費率/エクスペンスレシオ、無ければSMA Manager Fees、信託報酬(%)、※2参照	販売手数料抜最大(%)	解約手数料抜最大(%)	12b-1手数料	戦略名	純資産(百万ドル)最新月末	保有銘柄数	モーニングスターレーティング(最高5～最低1)
1		Capital Group International Equity SMA	Separate Account	1987/1/2	-	-10.02	+2.22	+8.39	No	100,000	0.35				Capital Group International Equity SMA	1,139	76	3
2		Capital Group World Dividend Growers SMA	Separate Account	2012/7/2	-	-7.06	+3.84		No	100,000	0.35				Capital Group World Dividend Growers SMA	337	68	3
3		Capital Group U.S. Equity SMA	Separate Account	1974/10/1	-	-2.15	+8.02	+12.25	No	0	0.28				Capital Group U.S. Equity SMA	53	81	3
		3本 * 純資産は合計、他は平均(ブランク除く)		1991/6/2		-6.41	+4.69	+10.32		66,667	0.33					1,530	75	3.00
		最新もしくは最大(ブランク除く)		2012/7/2		-2.15	+8.02	+12.25		100,000	0.35					1,139	81	3.00
		最古もしくは最小(ブランク除く)		1974/10/1		-10.02	+2.22	+8.39		0	0.28					53	68	3.00

(出所: Morningstar Direct、Morgan Stanley「Select UMA」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)  
※1: 米国では過去10年間の年別リターンを表示すると共に過去1年、5年、10年の年平均リターンを表で記載、指数のリターンを併記する事を求めている。

※2: エクスペンスレシオ…Expense RatioもしくはTotal annual operating expensesの事。日本の信託報酬・投信会社分に相当するManagement Fees(成功報酬調整後)とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当するDistribution (12b-1)Fees、日本の信託報酬・受託会社分に相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFFE等の総額を、目録見書のProspectusもしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するInitial Sales Fee (Front-end Load) もしくはDeferred Sales Fee (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs(Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Cost)も含まない。手数料免除(Fees Waiver and/or Expense Reimbursement)前をGross Expense Ratioと言い、手数料免除後をNet Expense Ratioと言う。

尚、モルガン・スタンレーはMorgan Stanley「Select UMA」において次の様にラップ・フィー/Wrap feeを徴収する。

- A. 固定: 四半期で 0.625%(年 2.5%)のアドバイザー・フィー/Advisory Fee(モルガン・スタンレーへ)、
- B. 固定: 四半期で 0.0175%(年 0.07%)のオーバーレイ・フィー/Overlay Fee(モルガン・スタンレーへ)、
- C. 変動: 国内株式は四半期で 0.07%(年 0.28%)、外国株式を含むと四半期で 0.0875%(年 0.35%)、国内債券(Total Return for Managed Accounts)は四半期で 0.08%(年 0.32%)等の運用会社フィー/SMA Manager Fees(運用会社へ)。

以上計(=A+B+C)・・・

国内株式は四半期で 0.7125%(年 2.85%)、外国株式を含むと四半期で 0.73%(年 2.9%)、国内債券(Total Return for Managed Accounts)は四半期で 0.7225%(年 2.89%)、つまりアドバイザー・フィーにオーバーレイ・フィー込みで **Morgan Stanley「Select UMA」(年次): 2.85~2.9 % (=アドバイザー・フィー2.57%+運用会社フィー0.28~0.35%)**

(出所: Morgan Stanley ホームページ~[参考ホームページ]⑬参照)

米国マネー・マネジメント・インスティテュート/Money Management Institute/MMI による TAMP のデータを見ると、2017 年現在で、一般的に次の通りとなっている(年次)。

<b>UMA</b>	<b>: 1.5 ~ 2.5 % (=アドバイザー・フィー0.75~1.5 % + 運用会社フィー0.4~0.6%)</b>
ラップ口座/SMA	: 1.5 ~ 2.5 % (=アドバイザー・フィー1.0 ~ 1.75% + 運用会社フィー0.5~1.0%)
ミューチュアル・ファンド・アドバイザー	: 0.75 ~ 1.5 % (=アドバイザー・フィー0.5 ~ 1.5 % + 運用会社フィー0.5~1.5%)
ETF マネージド・ポートフォリオ	: 0.75 ~ 1.25% (=アドバイザー・フィー0.5 ~ 1.0 % + 運用会社フィー0.1~0.25%)


(出所: MMI「Typical TAMP Fee Range」~[参考ホームページ]⑭参照)

Morgan Stanley「Select UMA」のアドバイザー・フィーは一般的な UMA より、やや高い水準にある。だが、運用会社フィーは低くなっており、モデル・デリバリーの影響もあり、証券会社等の負担は増えるからも考慮すべきである。また、「モルガン・スタンレーは人間のアドバイザー・フィーの上限を年 2.5%から年 2.0%に引き下げている。現在、アドバイザー達は、フィーの年 1%以上を正当化する為に働いている。それは、資産配分を超えるアドバイスである。より専門的でアラカルトのサービス、具体的には、税務、事業相談、退職準備、子供の教育計画などを顧客に対し提案しているのだ。」(2018 年 10 月 7 日付 WSJ~URL は後述[参考ホームページ]⑮参照)としている通り、アドバイザー・フィーの引き下げもしている(2018 年 10 月 1 日から年 2.5%から年 2.0%へ)、モルガン・スタンレーの UMA は 50 万ドルで税相談付きなどとしている。


以上、SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である投信のモデル・ポートフォリオ化を中心に見てきた。SMA(ラップ)等マネージド・アカウントはそもそもプロが利用していた証券会社コンサルティングに個人投資家がアクセス出来る様にしたものだったが、ETF もそもそもプロが利用していたトレーディング戦略に個人投資家がアクセス出来る様にしたものだった。マネージド・アカウントは ETF への投資を拡大し、ETF は ETFA やロボアド等を通じマネージド・アカウントの裾野を拡大した。この様に、マネージド・アカウントと ETF は共存共栄の関係にあり個人投資家や証券会社にメリットを与えている。


マネージド・アカウントも ETF もミューチュアルファンドに対抗する部分もあり運用会社にはデメリットの様に感じる。しかし、運用会社でもファンド・マネージャーには大きなメリットがある。投信のモデル・ポートフォリオ化及び ETF(の現物拋出・交換)によってファンド・マネージャーを投信の設定・解約(及び節税)に伴う銘柄の売買、キャッシュ・ドラッグ/cash drag(\*解約に備え純資産の 3~5%相当の現金相当を保有する事で生じるリターン押し下げ要因)から開放したのである。これらは時にリターンを大きく押し下げる要因となってきた(ETF の場合、顧客にビッド・アスク・スプレッド/Bid-Ask Spread 等を転嫁しているとも言うが)。


マネージド・アカウントとETFは共に個人投資家や証券会社には低コスト、運用会社にはリターン向上をもたらすものである。ETFは既に大きく拡大したが、今後はマネージド・アカウント、投信のモデル・ポートフォリオ化が大きく拡大する可能性があるののでしっかり理解したい。

※1: 結構大きな問題である同じ銘柄の売買(ウォッシュ・セール/wash sale)・・・SMA(ラップ)等マネージド・アカウントの大きなメリットはタックス・マネジメントである。しかし注意しないといけないのは、「売却損を出した銘柄と実質的に同じ銘柄を30日以内に買い戻す事を『ウォッシュ・セール/wash sale』と呼び、IRS/Internal Revenue Service/内国歳入庁ルールでそれは損失と認められない。」(SEC/証券取引委員会「Wash Sales」～ <https://www.sec.gov/answers/wash.htm>)である。SECは2018年12月21日、ロボ・アドバイザーのウェルスフロント・アドバイザーズ/Wealthfront Advisersに対し25万ドルの民事制裁金の支払いを命じたが、これは顧客口座の31%以上でタックス・ロス・ハーベスティング/tax-loss harvestingに「ウォッシュ・セール/wash sale」が発生、節税効果が失われる例も見られた為(と不適切なリツイートをした為)である(2018年12月21日付SEC「SEC Charges Two Robo-Advisers With False Disclosures」～ <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-300>)。 

SMA(ラップ)等マネージド・アカウントの大きなメリットはタックス・マネジメントについては2018年12月3日付日本版ISAの道その248「米国でファイナンシャル・アドバイザーのサービス、アドバイスの付加価値、フィーとしても大きいタックス・マネジメントが日本では・・・～日米の税理士比較～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_181203.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_181203.pdf))を参照。

※2: 米国のセパレート・アカウントと投信の規模、米国PIMCOの規模・・・モーニングスター/Morningstarの「Morningstar Direct」によると、2018年9月30日現在、SMA(ラップ)等を含む米国セパレート・アカウント/US Separate Accountsは残高11兆1124億ドル/1263兆4813億円である。その6.7%を占め、最大の残高7406億ドル/84兆2117億円を持つのが米国Pacific Investment Management Company/PIMCOである。一方で、米国投信は全体で残高22兆1829億ドル(=ミューチュアルファンド15兆3880億ドル+MMF2兆8385億ドル+ETF3兆7198億ドル+クローズドエンドファンド2366億ドル)である。米国PIMCOの残高は3745億ドル(=ミューチュアルファンド3447億ドル+MMF7億ドル+ETF174億ドル+クローズドエンドファンド117億ドル)なので、1.7%を占める。 

※3: CクラスやAクラス・・・経費率で最大は22位の「PIMCO Total Return IV C(クラス)」年1.63%である。Cクラスは初期最小購入単位千ドル/10万円から買え購入時手数料も無いのだが、日本の代行手数料に相当する12b-1手数料が年1%あり、解約手数料/Deferred Sales Charge (Load)最大1%もある。Cクラスと同様に千ドル/10万円から買えるAクラスとして2位「PIMCO Total Return A」があつて、その購入時手数料は3.75%。12b-1手数料は年0.25%で経費率は年0.83%(解約手数料1%)。販売手数料3.75%が高いか低いかは2019年1月28日付日本版ISAの道その253「投信コスト(手数料等)の長期国際比較2018～日本はつみたてNISA、米国はフィデューシャリー・ルールやコミッション・フィーの値下げ戦争、英国はRDRに加え解約手数料規制やVfM、オーストラリアはFOFA、カナダはCRM2やCFR/顧客本位改革が影響～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190128.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190128.pdf))を参照の事。 

※4: E.F.ハットンの流れを汲むモルガン・スタンレー・・・1904年設立の米国サンフランシスコのブローカーである証券会社E.F.ハットン/E.F. Huttonが1975年にラップ口座/wrap accountを開発した。1988年にE.F.ハットンはシェアソン・リーマン/アメリカン・イクスプレスに買収されシェアソン・リーマン・ハットンとなる(1990年にシェアソン・リーマン・ブラーズに改名)。1993年にE.F.ハットンの流れを持つ部署は1938年設立の証券会社スミス・バーニーに買収され、スミス・バーニー・シェアソンとなり、すぐスミス・バーニーになる。1998年にスミス・バーニーが1910年設立の証券会社ソロモン・ブラザーズ(シティグループ)と合併、ソロモン・スミス・バーニー(シティグループ)となる。2009年から2015年にかけてシティグループの株式が全てモルガン・スタンレーに移り、モルガン・スタンレー・スミス・バーニーとなる(2012年にモルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントになるものの、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)。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。2018年9月18日付日本版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%)!!」([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180918\\_1.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180918_1.pdf))も参照。

以上

[参考ホームページ]

- ①2019年1月29日付金融庁「投資信託等の販売会社における『顧客本位の業務運営』の取組状況」…  
「[https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/fd\\_kouhyou\\_2.html](https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/fd_kouhyou_2.html) → <https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/001.pdf>」、2019年2月5日付産経新聞「金融庁 外貨建て保険 地銀を調査 リスク説明 不十分の懸念」…「<https://www.sankei.com/economy/news/190204/ecn1902040010-n1.html>」。
- ②2018年9月18日付日本版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%)!!」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_180918\\_1.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180918_1.pdf)」。
- ③2018年1月22日付WSJ「As First ETF Turns 25, Exchange-Traded Funds Dominate Investing World」…  
「<https://www.wsj.com/articles/as-first-etf-turns-25-exchange-traded-funds-dominate-investing-world-1516626000>」。
- ④2018年11月19日付日本版ISAの道 その246「ラップ口座はSMA、MFA、ETFA、RA、RPMと言う多様化後、UMAに統合され、さらにUAPへ統合される!?~進化し続ける米国の証券会社のアドバイザー・ビジネス最新動向~」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_181119.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181119.pdf)」。
- ⑤2018年12月17日付日本版ISAの道 その250「米国でフィデューシャリー・デューティー強化・低コスト化の流れの中で進むラップ口座/SMA等のモデル・ポートフォリオ化(モデル・デリバリー)~ここでもバンガード vs フィデリティ~」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_181217.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181217.pdf)」。
- ⑥2018年4月13日付InvestmentNews「DOL fiduciary rule helped birth new model portfolio breeds」…  
「<https://www.investmentnews.com/article/20180413/FREE/180419943/dol-fiduciary-rule-helped-birth-new-model-portfolio-breeds>」。
- ⑦2017年5月23日付Wealth Management Today「MMI Model Hub Looks to Unify Battling Vendor Networks」…「<https://wmtoday.com/2017/05/23/6-model-hubs-compete-sma-managers-sponsors/>」。
- ⑧2018年10月29日付日本版ISAの道 その243「米国でアドバイザー・フィーが値下げへ! 残高手数料かりティナー・フィーか? 顧客の話を聞きリレーション向上!!~ニューパラダイム・マネジャーの道~」…  
「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_181029.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_181029.pdf)」。
- ⑨2018年7月12日付ThinkAdvisor「Fidelity Launches Model Portfolios for Advisors」…  
「<https://www.thinkadvisor.com/2018/07/12/fidelity-launches-model-portfolios-for-advisors/>」。
- ⑩Cerulli Associates White Paper 2017年12月号「THE TWILIGHT OF THE PRODUCT ACRONYMS」  
「<https://external.cerulli.com/file.sv?Cerulli-Managed-Accounts-White-Paper-December-2017>」。
- ⑪2014年9月23日付WSJ「Pimco ETF Draws Probe by SEC」…「[https://www.wsj.com/articles/pimco-etf-draws-probe-by-sec-1411524226?mod=article\\_inline](https://www.wsj.com/articles/pimco-etf-draws-probe-by-sec-1411524226?mod=article_inline)」。
- ⑫2018年4月2日付CitywireUSA「Morgan Stanley plans to convert share classes, cut funds and cap fees」…「<https://citywireusa.com/professional-buyer/news/morgan-stanley-plans-to-convert-share-classes-cut-funds-and-cap-fees/a1106843>」。
- ⑬Morgan Stanley ホームページ「Manager Profiles - Select UMA」…「[https://www.morganstanley.com/wealth-investmentsolutions/managerprofiles\\_uma](https://www.morganstanley.com/wealth-investmentsolutions/managerprofiles_uma)」。
- ⑭MMI「Typical TAMP Fee Range」…「[http://www.mminst.org/sites/default/files/file\\_attach/2017-05518-Journal-of-InvestmentAdvisory-Solutions-FINAL.pdf](http://www.mminst.org/sites/default/files/file_attach/2017-05518-Journal-of-InvestmentAdvisory-Solutions-FINAL.pdf)」。
- ⑮2018年10月7日付WSJ「The Price of Financial Advice Is, Finally, Falling」…  
「<https://www.wsj.com/articles/the-price-of-financial-advice-is-finally-falling-1538965020>」。

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おりませんので、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。