

# インハウスCIOとアウトソースCIO(OCIO)

金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンドで期待  
～米国ハーバード大エンダウメントのCIOはヘッジファンドやプライベート・エクイティ/PEに投資! BofAメリルやモルスタのCIOはラップ/UMAでSMA・ミューチュアルファンド・ETFに投資!! バンガードのOCIOもPEに投資!!!～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治

※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。

窪田 真美

## ●日本の金融庁が「資産運用業高度化プログレスレポート 2021」公表

2021年6月25日(金)に、日本の金融庁が「資産運用業高度化プログレスレポート 2021」(以下、レポート 2021)を公表した([https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210625\\_2/20210625\\_2.html](https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210625_2/20210625_2.html))。当コラムでは、2020年6月19日の「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」(以下、レポート 2020)公表直後から、レポート 2020を補足、レポート 2021を想定してきた。下記は今回のレポート 2021においてどう対応しているかを示すものである。

### 日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート」に関する当コラム

- ① 2020年6月22日付日本版ISAの道 その309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国VFM(AOV)評価と欧州MiFID IIプロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_200622.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf)) \*レポート2021のp.15、17、19～20に関連。海外ではパフォーマンス見える化、相応のコストが重要で、同一ベンチマークに連動するインデックスファンドの費用体系を巡る課題は該当。
- ② 2020年7月20日付日本版ISAの道 その311「『資産運用業高度化プログレスレポート 2020』～日本のパフォーマンスとファンド数と専用ファンド、欧州のプロダクトガバナンス規制、米国のインベストメント・デューティ・レギュレーション(DOLのESG規制)～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_200720.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200720.pdf)) \*上記と同じ。加えてレポート2021のp.7、9、35、37、44に関連。
- ③ 2020年9月17日付日本版ISAの道 その315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV) - 英資産運用会社に義務化されたAoVは日本の金融庁が資産運用高度化の参考に…(略)…。」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_200917.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)) \*上記と同じ。
- ④ 2020年10月14日付日本版ISAの道 その317「金融行政の焦点はNISAや顧客本位から国際化へ!?～国際金融都市、投信の国際化(ファンド・パスポート)、規制・監督の国際的調和! 米国では私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等)に個人が投資してファインダーが勧誘、確定拠出年金でも投資される方向に～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_201014.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_201014.pdf)) \*レポート2021のp.19～20、31、41に関連。英国のシェアクラス移換、米国のSCSDイニシアティブは同一ベンチマークに連動するインデックスファンドの費用体系を巡る課題に関連。
- ⑤ 2021年2月15日付日本版ISAの道 その327「『資産運用業高度化プログレスレポート 2021』に向けて金融庁が研究プロジェクト『国内株式アクティブ運用ファンドにおける運用力(インフォメーションレシオ)の考察』を開始～日米の投信でシャープレシオ、ソルティルレシオ、インフォメーションレシオを1、5、10年で比較～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210215.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210215.pdf)) \*レポート2021のp.7、9、11に関連。レポート2021は引き続き5年で、1、10年は無いものの、日本の投信のインフォメーションレシオ(対TOPIX配当込み指数)は出ている。
- ⑥ 2021年2月22日付日本版ISAの道 その328「『資産運用業高度化プログレスレポート 2021』に向けて日米の投信でシャープレシオ及びインフォメーションレシオとコストを比較、投信コストの国際分析～米国など主要先進国(G7)にオーストラリアとルクセンブルクを加えた9カ国の投信手数料・信託報酬/エクスペンスレシオ～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210222\\_2.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210222_2.pdf)) \*レポート2021のp.7、9～11に関連。レポート2021は米国・ルクセンブルクのコストを出しているが、ロードの有無別やシェアクラス別ではなく、最長シェアクラス。
- ⑦ 2021年4月26日付日本版ISAの道 その332「ヘッジファンドを模倣するファミリーオフィスと投信～アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信(LJMやインフィニティQ)! アルケゴスの使ったトータル・リターン・スワップ/CFD等デリバティブは投信でも使え、手数料はエクスペンスレシオ/経費率の「その他費用」に入らない!!～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210426\\_2.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210426_2.pdf)) \*レポート2021のp.21、23～26、30に関連。
- ⑧ 2021年5月31日付日本版ISAの道 その334「世界のサステナブル投資ファンド(最新のデータと規制)～日本のサステナブルファイナンス有識者会議報告書、欧州のサステナビリティ開示規制/SFDR、米国のESG投資&議決権行使ルールからテキサス州のアンチESG法まで～」([https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210531\\_2.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210531_2.pdf)) \*レポート2021のp.32～33、35～38、44に関連。

## ●「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」で言及されたアウトソース CIO(OCIO)

今回は、レポートの以下に関連して、**アウトソース CIO(OCIO)とインハウス CIO を取り上げる**(意味等詳細は後述)。  
レポート 2021 の p.14「顧客の多様なニーズに応える『ソリューションプロバイダー』を目指す動きが見られることを指摘した。今事務年度の対話の中では、ソリューションプロバイダーを目指すための**自社の具体的な不足領域(オルタナティブ運用やグローバル資産の運用)を強化**するための議論が進展している社が見られた。」、  
p.28「投資一任業の契約資産残高は、国内(その他)や国内公的年金を中心に増加傾向。」、  
p.29「個人向けの投資一任であるファンドラップは、近年増加傾向。」、  
p.30「オルタナティブ運用は今後も拡大の見込み。資産運用会社の運用残高の 10%を超え、運用収益では約半分。**グローバルには、プライベート・エクイティへの投資が拡大し収益に占める割合も大きい。**日本の資産運用会社においても、グループ内の運用機能の集約、オルタナティブ運用に強みを持つ海外運用会社の事業取得や海外のオルタナティブ運用商品の目利き力の強化等、オルタナティブ運用体制を強化する動きが見られる。」  
レポート 2020 の p.6「海外資産運用会社の主な戦略の例」には「顧客ポートフォリオの構築・管理を総合的に行うソリューションビジネスの強化(アウトソース CIO 等)」などの言及がある(下線は金融庁、赤色はコラム筆者)。

2020 年 6 月 19 日付日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」p.6

海外資産運用会社の主な戦略の例

✓よりアクティブ度の高い戦略の追求

✓ESG を重視した運用やエンゲージメントの強化

✓**オルタナティブ投資(プライベート・エクイティ、プライベート・デット、インフラ、不動産、農園等)への注力**

✓ビッグデータ・オルタナティブデータ分析や機械学習等、テクノロジーの活用

✓パフォーマンス連動型手数料の導入

✓顧客ポートフォリオの構築・管理を総合的に行う**ソリューションビジネスの強化(アウトソース CIO 等)**

✓高度な運用・リスク管理システムの他社への販売

✓管理資産の拡大による**資産管理関連収益の獲得**

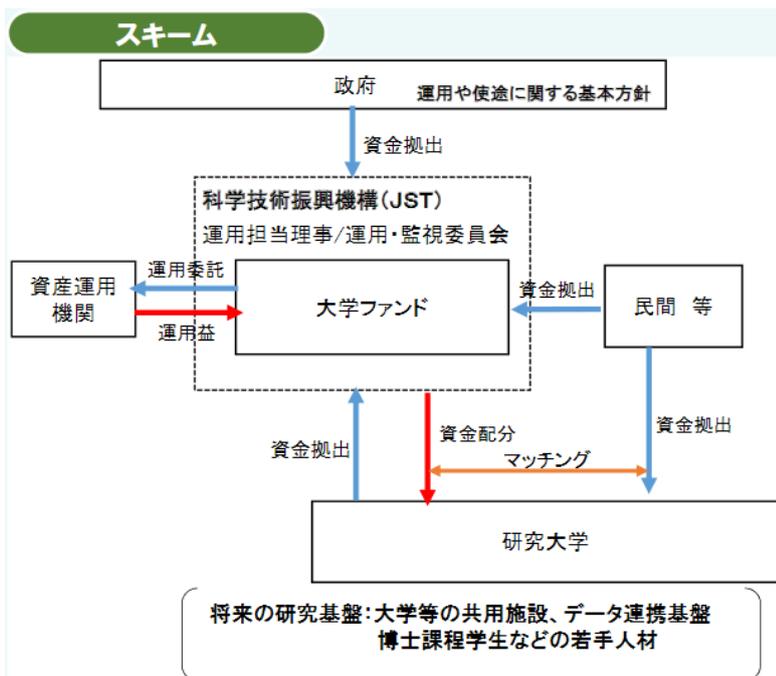
(出所)各社からのヒアリングに基づき、金融庁作成。

(出所: 2020 年 6 月 19 日付日本の金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」p.6 ~ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/01.pdf> )

尚、「パフォーマンス連動型手数料の導入」とある事については、後述「※1: 米国では値上がり時成功報酬は適格顧客・投資家を除いて禁止…」を参照の事。

## ●インハウス CIO を文部科学省が大学ファンドで期待

金融庁レポート 2021 の p.44「今後の施策」にある「**機関投資家の運用高度化に向けた取組み、運用手法の調査・分析**」や「**PE 等のオルタナティブ投資に関する調査・分析**」などに関連する事として、**2021 年 1 月に文部科学省が国立研究開発法人 科学技術振興機構/Japan Science and Technology Agency/JST に「大学ファンド」を設置、その運用益(3%+物価上昇率以上)を活用、国内大学の資金力強化と研究力の底上げを目的とする法律が成立した事があげられそうだ**(2021 年 1 月 28 日成立、日本の大学ファンドは、米国スタンフォード大学が 3 兆円以上の寄付金を運用している様な大学ファンド/エンダウメント/endowment の例を参考にしたもの ~ [https://www.next.go.jp/content/20210304-mxt\\_gakkikan-000013198\\_03.pdf](https://www.next.go.jp/content/20210304-mxt_gakkikan-000013198_03.pdf) )。



(出所: 2021年3月4日付文部科学省「大学ファンドの創設について」～ [https://www.mext.go.jp/content/20210304-mxt\\_gakkikan-000013198\\_03.pdf](https://www.mext.go.jp/content/20210304-mxt_gakkikan-000013198_03.pdf))

## 我が国の大学は海外大学と比べ資金に乏しい



(出所: 2021年3月4日付文部科学省「大学ファンドの創設について」～ [https://www.mext.go.jp/content/20210304-mxt\\_gakkikan-000013198\\_03.pdf](https://www.mext.go.jp/content/20210304-mxt_gakkikan-000013198_03.pdf))

当初 4.5 兆円(=政府出資 0.5 兆円+財政融資資金 4 兆円)からスタート、早期に 10 兆円規模の運用元本を形成すると言う。「資金の 6～7 割を株式に振り向ける方針を軸に議論が進むなど、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)などと比べてリスク選好度の高いファンドとなる見通しだ。…(略)…。世界中に投資機会が多そうな企業再生にプライベート・エクイティ(PE)ファンド経由で投資する可能性はある。…(略)…。様々な戦略を手掛けるヘッジファンド投資にしても、投資先を見つけるのは最高投資責任者(CIO)などの仕事になる。視野の広い人に来てもらわなくてはならない。」(2021年6月14日付日本経済新聞電子版「大学ファンド始動『6～7割を株式に配分』」～

[https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB00012\\_U1A610C200000/](https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB00012_U1A610C200000/) )。

今年 2021 年 10 月にも国内外の債券や株式、不動産、プライベート・エクイティ/Private Equity/PE(未公開株)等について複数の運用委託機関の選定作業に入るそうだ。そして、「様々な戦略を手掛けるヘッジファンド投資にしても、投資先を見つけるのは最高投資責任者(CIO)などの仕事になる。視野の広い人に来てもらわなくてはならない。」となる。

## ●インハウス CIO とアウトソース CIO(OCIO)～米国ハーバード大エンダウメントの CIO は計 230 人(201～500 人)でヘッジファンドやプライベート・エクイティ/PE に投資!

日本の大学ファンドは米国のエンダウメント/endowment(主な原資は日本の様な財政融資資金ではなく、卒業生や企業等からの寄付金)を範としており、その米国では「個人 CIO」を採用するか、「会社 CIO」つまり「アウトソース CIO/外部 CIO/ Outsourced-CIO/Outsourced Chief Investment Office(r)/OCIO」を採用するかの選択をしている。

「個人 CIO」と言うと、一人もしくは数人と言う感じがする。だが、例えば、米最大のエンダウメントであるハーバード大学の例を見るとかなりイメージが違う事がわかる(ハーバード大学の寄付金等の運用が 1974 年より唯一のミッション～

<https://www.hmc.harvard.edu/>)。

米国の大学ファンド/エンダウメントCIO(個人CIOもしくは会社CIO/OCIO会社)の報酬上位10  
\*米国の大学は毎年6月で年度が終了する。

報酬 順位	大学名	個人CIO名もしくは会社CIO/OCIO会社名 (個人と言っても…※1参照)	2014年12月末の為替換算		
			預り残高 (億円) 2016年	5年リターン (%) 2016年	年間報酬額 (万円) 2014年
1	ハーバード大学 /Harvard University(※1参照)	Narvekar, Narv氏(※1参照)	41,324	+5.9	164,786
2	イェール大学 /Yale University	Swensen, David氏	30,424	+10.4	58,552
3	スミス大学 /Smith College(米国最大の女子大学)	Investure (OCIO)	1,916	+6.3	49,363
4	ワシントン&リー大学 /Washington and Lee University	Makena (OCIO)	1,797	+6.1	49,317
5	ミドルベリー大学 /Middlebury College	Investure (OCIO)	1,198	+7.0	48,846
6	ノートルダム大学 /University of Notre Dame	Malpass, Scott C.	10,062	+8.4	46,789
7	コロンビア大学 /Columbia University	Holland, Peter氏	10,780	+7.4	45,106
8	コロラド大学 /University of Colorado	PWP/Agility (OCIO)	1,318	+5.9	41,962
9	ノースウェスタン大学 /Northwestern University	McLean, William H.氏	11,499	+6.5	35,430
10	アーカンソー大学 /University of Arkansas(アーカンソー州立大学)	Cambridge Assoc (OCIO)	1,677	+6.3	34,090

※2  
参照

※1: ハーバード大学/Harvard University…1974年よりハーバード大学のエンダウメント/Harvard University's endowmentはハーバード・マネジメント・カンパニー/Harvard Management Company/HMCが唯一のミッションとして運用をしている( <https://www.hmc.harvard.edu/> )。2016年12月にHMCのCEO/Chief Executive Officerとなったのが、Narvekar,Narv氏である。Narv氏は2016年12月以前は2002年からコロンビア大学インベストメント・マネジメント・カンパニー/Columbia University Investment Management CompanyのCEO、2002年以前はペンシルバニア大学インベストメント・オフィス/University of Pennsylvania Investment Officeにいた。Narv氏がCEOを務めるHMCには別にSlocum,Rickと言うCIO/Chief Investment Officerがいる(HMCのCIOに就任する2017年3月以前はファミリーオフィスのCIO)。その他、HMCにはCOO/Chief Operating Officerもいて、従業員は公表されていないが、230人(2017年12月末)、201～500人などと言われている(2018年11月1日付Harvard Crimson「Harvard Management Company Mum on Number of Employees | News | The」～ <https://www.thecrimson.com/article/2018/11/1/hmc-employee-numbers/> )。

※2: ハーバード大学/Harvard Universityの年間報酬額2014年…16億4,786万円は1年間分ではなく1年6か月分。

(出所: Charles Skorina & Company Charles Skorina & Company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)

上記テーブルに出ている通り、ハーバード大学は「個人 CIO」の「Narvekar, Narv 氏」を採用している(Narv 氏は 2016 年 12 月に就任、それ以前は 2002 年からコロンビア大学インベストメント・マネジメント・カンパニー/Columbia University Investment Management Company、さらにそれ以前はペンシルバニア大学インベストメント・オフィス/University of Pennsylvania Investment Office にいた)。より正確にはハーバード・マネジメント・カンパニー/Harvard Management Company/HMC の CEO/Chief Executive Officer として Narv 氏を採用している。Narv 氏が CEO を務める HMC には別に Slocum,Rick という CIO/Chief Investment Officer もいる(HMC の CIO に就任する 2017 年 3 月以前はファミリーオフィスの CIO)。その他、HMC は COO/Chief Operating Officer もいて、**ハーバード大学の「個人 CIO」である「Narvekar, Narv 氏」が率いる HMC の CIO や COO などがいて計 230 人(201～500 人)いると言われる**(2018 年 11 月 1 日付 Harvard Crimson「Harvard Management Company Mum on Number of Employees | News | The」～ <https://www.thecrimson.com/article/2018/11/1/hmc-employee-numbers/> )。

**HMC のアセット・クラス別配分・リターン(配分の大きい順)2020 年度(2019 年 7 月～2020 年 6 月)を見る。1 位のヘッジファンド/Hedge Funds が配分 36.4%でリターン+7.9%、2 位の未上場株/プライベート・エクイティ/Private Equity が配分 23.0%でリターン+11.6%、3 位の上場株/Public Equity が配分 18.9%でリターン+12.2%である**(Harvard Management Company/HMC～ <https://www.hmc.harvard.edu/> )。

2020年10月公表



ハーバード・マネジメント・カンパニー/Harvard Management Company/HMCの  
アセット・クラス別配分・リターン（配分の大きい順）2020年度(2019年7月～2020年6月)

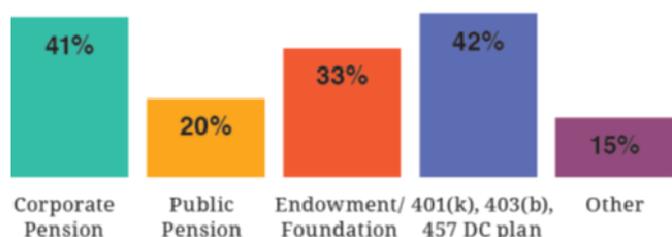
配分順	アセット・クラス	配分	リターン
1	ヘッジファンド/Hedge Funds	36.4%	+7.9%
2	未上場株/プライベート・エクイティ/Private Equity	23.0%	+11.6%
3	上場株/Public Equity	18.9%	+12.2%
4	不動産/Real Estate	7.1%	-0.5%
5	現金等/Cash & Other	5.6%	-
6	債券(物価連動国債)/Bonds(TIPS)	5.1%	+8.2%
7	天然資源/Natural Resources	2.6%	-6.2%
8	その他実物資産/Other Real Assets	1.3%	-17.5%
	Endowment	100.0%	+7.3%

(出所: Harvard Management Company/HMC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)

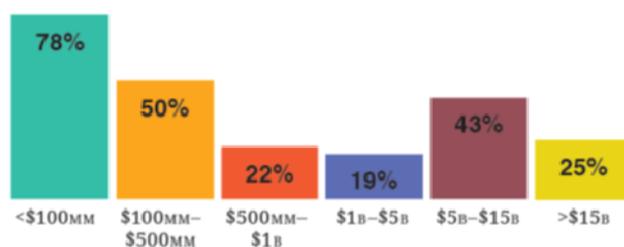
## ●アウトソース CIO(OCIO)～年金プランでアウトソース CIO/OCIO が急成長～

大学ファンド/エンダウメント/endowment 以外、財団/foundation、非営利団体/Nonprofit organizations、そして、年金プラン/pension plan でアウトソース CIO/Outsourced-CIO/Outsourced Chief Investment Officer/OCIO を採用する傾向が高まっている。2020年3月19日付 Mercer「2020 Outsourced Chief Investment Officer Survey」によると、アウトソース CIO/OCIO は確定給付年金プラン/DB plan/Corporate Pension で41%、確定拠出年金プラン/DC plan/401(k)・403(b)・457 で42%、エンダウメント・財団/Endowment・Foundation で33%などとなっている (<https://www.mercer.us/content/dam/mercer/attachments/north-america/us/us-2020-ocio-survey-reprint.pdf>)。その投資可能ポートフォリオ規模は1億ドル未満が78%、1億ドル以上5億ドル未満が50%などとなっている(重複あり)。

Percentage that Outsource/Plan To By Organization Type

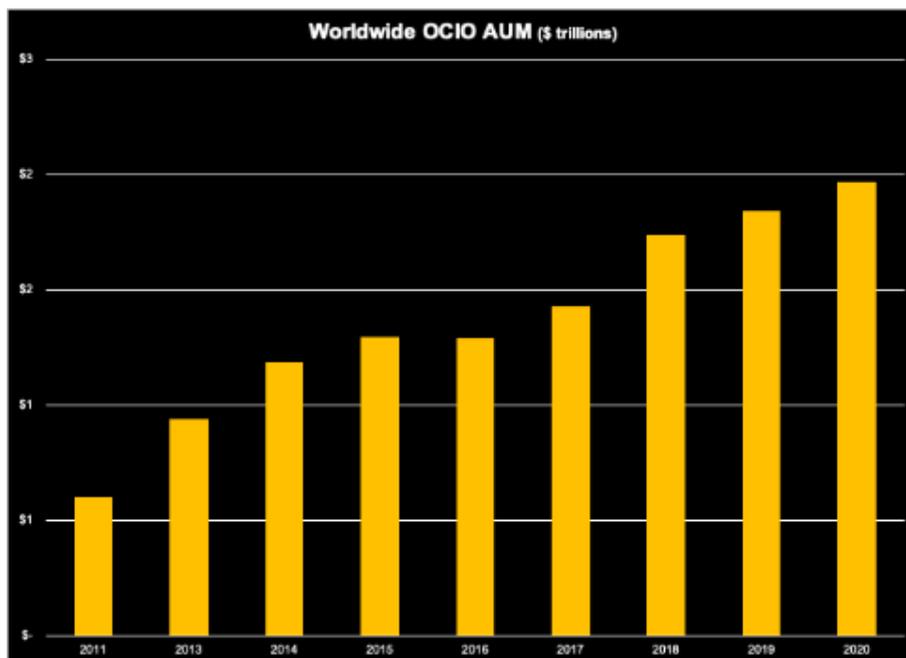


Percentage that Outsource/Plan To By Investable Portfolio Size



(出所: 2020年3月19日付 Mercer「2020 Outsourced Chief Investment Officer Survey」)

ペンション&インベストメント/Pensions & Investments の調査によると、OCIO マネージャーは、2020年に世界で預り資産が約2兆ドルと、2011年の5,990億ドルから水ぶくれに増加していると言う(2020年7月15日付 Pensions & Investments「OCIO managers continue to grow assets」～ <https://www.pionline.com/money-management/ocio-managers-continue-grow-assets>)。



(出所: 2020年7月15日付 Pensions & Investments「OCIO managers continue to grow assets」)

投資管理プログラムのアウトソース/outsourced investment management programs が急成長している要因は、米国及び欧州の確定給付年金プラン/defined benefit plan/DB plan 増加に伴うデリスキング/derisking(リスク回避)や確定拠出年金/Defined Contribution Plan/DC Plan の革新的なアウトソーシングによって促進されたとも言う。 ケーシー・カーク/Casey Quirk のジャスティン・ホワイト/ Justin White 氏は「資産運用業界の成長は横這いだが、アウトソース CIO/OCIO モデルの将来の成長にかなり強気である。 OCIO はまだ成熟の兆しを見せ始めているかなり若い産業である。」(2018年6月25日付 Pensions & Investments「OCIO managed assets leap 23%」)

<https://www.pionline.com/article/20180625/ONLINE/180629956/ocio-managed-assets-leap-23>)と言う。

米国のアウトソース CIO/OCIO について、1956 年から OCIO プロバイダーをしている(米国初の)グレンミード・トラスト・カンパニー/Glenmede Trust Company は次の通り言う( <https://www.glenmede.com/our-ideas/glenmede-stonehage-fleming-announce-strategic-alliance> )。 グレンミードは大学基金、財団、非営利団体、富裕層やファミリーオフィスなど機関投資家投資管理会社大手である。

「投資環境はますます複雑になっている。ここ数十年、アルファもしくは超過リターンを求め、下振れリスクを軽減する必要性から、プライベート・エクイティやダイレクト・レンディングの様な、より複雑で非伝統的な戦略に対する需要を刺激してきた。こうした事が大学基金や財団や非営利団体をアウトソース CIO/OCIO と提携させている。大学基金・財団・非営利団体の理事(顧客)は、投資裁量とそれに対する受託者責任/fiduciary liability を、経験ある信頼出来るアドバイザーに委せる事が出来る。また、OCIO が日々の運用を引き受ける事で顧客の投資委員会は戦略とミッションに集中する事が出来る。大学基金・財団・非営利団体はインハウスの投資管理や投資委員会-コンサルタント・モデルから離れる傾向が続き、OCIO の数と規模が急速に増えている。…(略)…。OCIO としてグレンミードはマネージャーと戦略の選択と戦術的な資産配分の責任を負い、パフォーマンスに説明責任がある。全ての投資決定は、顧客の投資方針書に従って行われ、グレンミードは顧客の投資委員会を招集する事無く戦術的にポートフォリオ管理を行う事が出来る。」(Glenmede「Built to be a Chief Investment Officer: A History of Serving Institutions」)

Glenmede) ~ <https://www.glenmede.com/our-ideas/built-be-chief-investment-officer-history-serving-institutions> )。

## ●インハウス CIO～BofA メリルやモルスタの CIO はラップ/UMA で SMA・ミューチュアルファンド・ETF に投資!!～

CIO と言うと、米国の伝統的 SMA/ラップを思い出す。「証券会社本部が投資委員会等で汎用アセット・アロケーションや株式・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)。(2019年2月18日付日本版ISAの道 その256～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190218.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190218.pdf))と言う投資委員会にいる個人である。

米国の大手証券会社(銀行)は、ラップにおいて、会社のインハウス CIO がアセット・クラス、スタイル、投資先(SMA・ミューチュアルファンド・ETF等)を決める事が多い。下記は米国バンク・オブ・アメリカ/Bank of America/BofA 傘下 BofA メリル・リンチ/BofA Merrill Lynch(以下、メリル)の一例(メリル投資アドバイザー・プログラム(ラップ・フィー・プログラム)/Merrill Lynch INVESTMENT ADVISORY PROGRAM(WRAP FEE PROGRAM)「CIO Aggressive SMA/MF/ETF」～

<https://olui2.f.ml.com/MLIAP/MLIAPViewDynamicPDF.aspx?IC=16427&PC=FMDN&CC=MER&DT=ManagerProfileColorPDF>)。

メリル投資アドバイザー・プログラム(ラップ・フィー・プログラム)/Merrill Lynch INVESTMENT ADVISORY PROGRAM(WRAP FEE PROGRAM) 「CIO Aggressive SMA/MF/ETF」 2021年3月末

アセット・クラス	割合(%)	スタイル	割合(%)	SMA・ミューチュアルファンド・ETF・現金		
				投資形態	割合(%)	
国内株	65%	国内大型グロース株 / Large Cap Growth	27%	ClearBridge Investments - Large Cap Growth(※1参照)	SMA(※1参照)	15%
				iShares Russell 1000 Growth	ETF	12%
		国内大型バリュー株 / Large Cap Value	29%	iShares Russell 1000 Value	ETF	6%
				BlackRock - Equity Dividend	SMA	13%
				Robeco Investment Management-LCV	SMA	10%
		国内小型グロース株 / Small Cap Growth	4%	Wells Fargo Adv Small Co Growth	ミューチュアルファンド	4%
		国内小型バリュー株 / Small Cap Value	5%	Undiscovered Managers Behavioral Value	ミューチュアルファンド	5%
海外株	29%	海外コア株 / International Core	13%	iShares Core MSCI EAFE	ETF	7%
				Oakmark International Fund	ミューチュアルファンド	7%
		海外グロース株 / International Growth	7%	Mutual Fund Firm	ミューチュアルファンド	7%
		エマージング・マーケット株 / Emerging Markets Equity	9%	GQG Partners Emerging Markets Equity Fund	ミューチュアルファンド	9%
債券	4%	投資適格社債 / Investment Grade Corp	2%	PIMCO Investment Grade Credit Bond Fund	ミューチュアルファンド	2%
		ハイイールド債 / High Yield Taxable	1%	BlackRock High Yield Bond Fund	ミューチュアルファンド	1%
		超短期国債 / Ultra Short	1%	SPDR Barclays 1-3 Month Treasury Bill	ETF	1%
現金	2%	現金その他 / Cash Alternative	2%	Cash	現金	2%

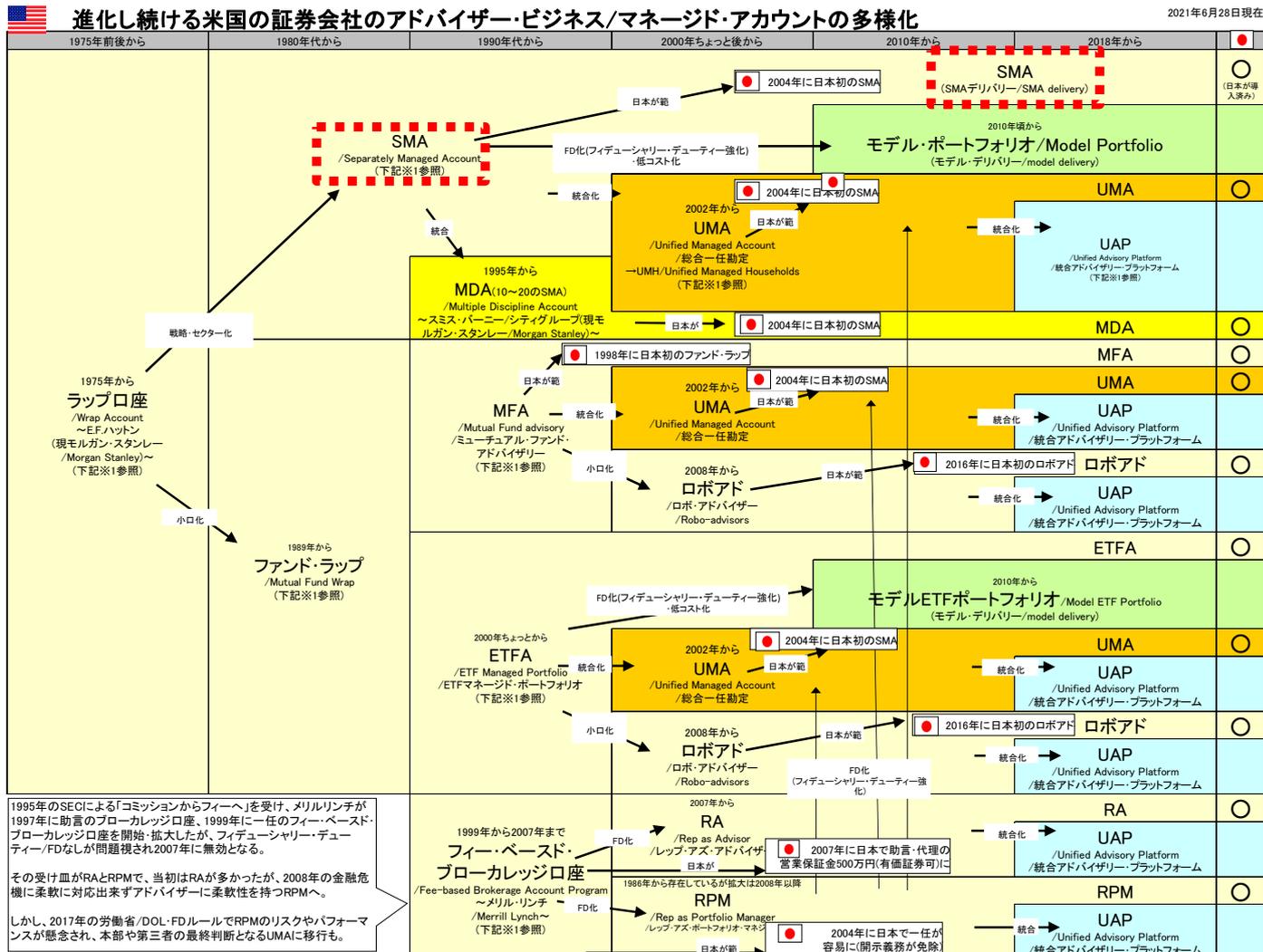
※1: ClearBridge Investments - Large Cap Growth…クリアブリッジ・インベストメンツの大型グロース(戦略/Strategy SMA)。Russell 1000 Growth Indexをベンチマークとするアクティブ運用で(40～50銘柄の集中投資で、500万\$から運用報酬/Max Management Feeは年0.65%。1997年8月1日から存在しており、2021年3月末現在、戦略資産/Strategy Assets残高は計552億\$。( <https://www.clearbridge.com/strategy-selector/institutional-separate-accounts/large-cap-growth.html> )。尚、クリアブリッジは元タンティ・グループの資産運用部門だったが、レグメイソン傘下のブティック系資産運用会社となり、現在はフランクリン・テンブルトン傘下。

(出所: Bank of America/BofA傘下BofA Merrill Lynch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)

メリル CIO は「グローバル・ウェルス・インベストメント・マネジメント・チーフ・インベストメント・オフィス/Global Wealth Investment Management Chief Investment Office/GWIM CIO」で、ヘッドはチーフ・インベストメント・オフィサー/Chief Investment Officer だ(後述※2 参照)。**GWIM CIO からの推奨を BofA メリルの関係会社 Managed Account Advisors/MAA がオーバーレイ・ポートフォリオ・マネージャー/overlay portfolio manager となり、顧客の制約・希望を考慮、SMA・ミューチュアルファンド・ETF を購入、その後、CIO の推奨が変更になれば調整の売買をする。**CIO の出す「インベストメント・ストラテジー/オーバービュー/Investment Strategy Overview」はホームページで入手出来る( <https://www.privatebank.bankofamerica.com/articles/investment-strategy-overview.html> 、 <https://www.ml.com/articles/investment-strategy-overview.html> )。

ここで日本の業界として気になるのは、SMA がミューチュアルファンドや ETF と同様、投資先の一つとして使われている事だろう。伝統的に SMA はラップ口座に近い存在だった。だが、MDA(10～20 の SMA で Multiple Discipline Account/マルチ・ディシプリン勘定とも言う)、UMA(Unified Managed Account/総合一任勘定)が登場して、**SMA は戦略(やセクター・ポートフォリオ)となっていくた。**さらに、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 化で運用会社が証券会社(銀行)に銘柄・取引だけからなる(銘柄売買せず)モデル・ポートフォリオを「SMA 戦略/SMA strategies」としてミューチュアルファンドや ETF と同列に提供する様になった(2019年2月18日付日本版ISAの道 その

256～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190218.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190218.pdf) )。



運用会社が「SMA 戦略/SMA strategies」として証券会社(銀行)に提供する事となるモデル・ポートフォリオは、運用会社フィー/SMA Manager Fees はもらう事となるが(当初無料も多い)、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事もある。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一方、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、大きな問題のウォッシュ・セール/wash sale(同じ銘柄の売買)を大幅に減らせるのだ(2019年2月18日付日本版ISAの道 その256~

[https://www.am.mufj.jp/text/oshirase\\_190218.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_190218.pdf) )。

先述した「メリル投資アドバイザー・プログラム(ラップ・フィー・プログラム)」の筆頭投資対象に「ClearBridge Investments - Large Cap Growth」と言う「SMA」がある(後述※2参照)。これは大型グロース(戦略/Strategy SMA)で、「Russell 1000 Growth Index」をベンチマークとするアクティブ運用だ。メリルだけではなくモルガン・スタンレーの「Select UMA platform」でも採用されている。

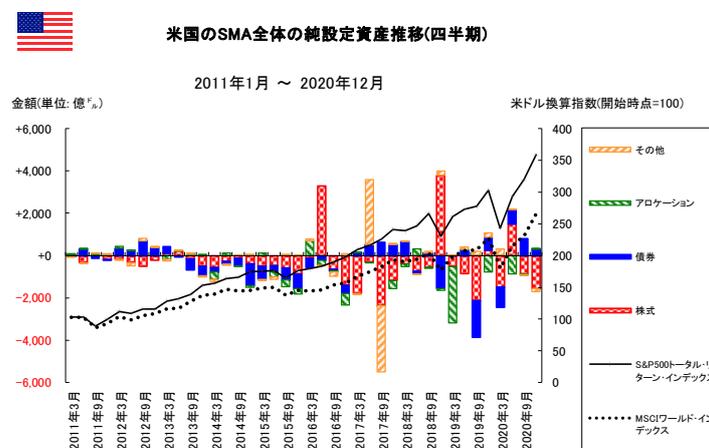
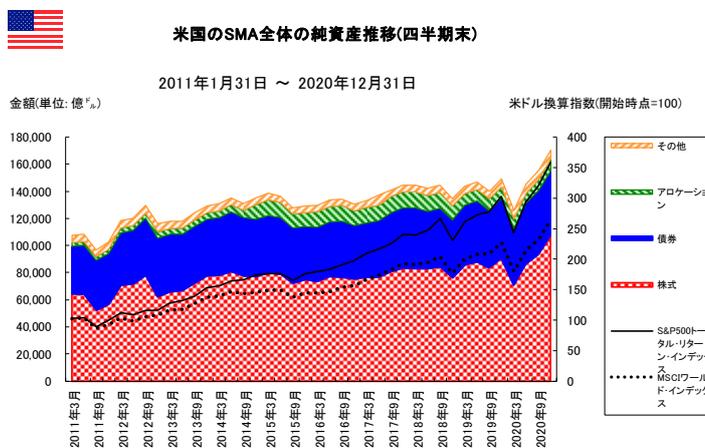
次頁上段に「米国のSMA純資産の大きい順20に「ClearBridge Investments - Large Cap Growth」を加えたものを作成した。「ClearBridge Investments - Large Cap Growth」は純資産では75位と小さく、純資産の大きい大型グロース戦略に比べてパフォーマンスは長期になると良好の様である。

米国のSMA純資産の大きい順20と「ClearBridge Investments - Large Cap Growth」  
\*データ上の問題から「One Oak Taxable Enhanced Municipal Port」は除いている。リターンはSECの義務付ける「1、5、10年」。

ファンド名 (最も設定の古いクラス名となっている)	グローバル分類 (モーニングスター分類)	投信会社名	設定日	純資産 /Share Class 残高 (百万米ドル)	戦略資産 /Strategy Assets残高(百 万米ドル)	トータル リターン 1年 (月末ベース (各通貨ベ-ス))	トータル リターン 5年 (年率) (月末ベース (各通貨ベ-ス))	トータル リターン 10年 (年率) (月末ベース (各通貨ベ-ス))	インデック ス、ファンド かどうか	エクスペ ンスレシ オ(※1) 、無い場合は 最大マネジ メントフ-イ ンベ-シタ
1 WCM Focused International Opportunities	グローバル中小型株	WCM Investment Management	2018/10/31	1,091,441		+57.83			No	1.00
2 Capital Group Growth Fnd of Amer Comp	米国大型グロ-ス株	Capital Group	1973/12/3	297,109	261,419	+40.44	+19.87	+16.21	No	0.00
3 PIMCO Income Composite	米国債券	Pacific Investment Management Company, LLC	2007/4/30	217,773	251,838	+6.60	+6.84	+7.88	No	0.00
4 Capital Group EuroPacific Growth Comp	グローバル大型株	Capital Group	1984/5/1	205,105	192,771	+25.23	+13.13	+8.70	No	0.00
5 Federated Hermes Government Liquidity	米MMF	Federated Hermes, Inc.	1990/1/2	161,760	195,379	+0.54	+1.22	+0.69	No	0.10
6 T. Rowe Price US Large-Cap Core Grwth Eq	米国大型グロ-ス株	T. Rowe Price	1996/1/2	156,589	160,779	+35.53	+20.53	+18.46	No	0.50
7 Capital Group New Perspective Comp	グローバル大型株	Capital Group	1973/4/2	149,185	153,811	+34.34	+17.34	+13.53	No	0.00
8 Capital Group Investment Co of Amer Comp	米国大型フレンド株	Capital Group	1934/2/1	148,892	116,850	+14.91	+13.74	+12.65	No	0.00
9 Northern Trust S&P 500 Index	米国大型フレンド株	Northern Trust Asset Management	1989/12/29	143,933	234,550	+19.39	+15.22	+13.89	Yes	0.06
10 Capital Group U.S. Core FI Composite	米国債券	Capital Group	1973/1/2	142,747	143,681	+10.86	+5.45	+4.55	No	0.00
11 Capital Group Wash Mutual Invtrs Comp	米国大型フレンド株	Capital Group	1952/8/1	137,288	147,563	+8.36	+12.98	+12.85	No	0.00
12 PIMCO Core Plus Total Ret Full Auth	米国債券	Pacific Investment Management Company, LLC	1989/11/30	136,667	139,451	+9.29	+5.38	+4.62	No	0.50
13 T. Rowe Price US Growth Stock Composite	米国大型グロ-ス株	T. Rowe Price	1996/1/2	125,875	127,326	+37.69	+19.93	+17.63	No	0.50
14 TCW Core Plus Fixed Income	米国債券	TCW Group	1996/8/1	122,624	124,622	+9.56	+5.24	+5.07	No	0.28
15 Capital Group Fundamental Invtrs Comp	米国大型フレンド株	Capital Group	1979/8/1	116,146	122,047	+15.67	+14.41	+13.16	No	0.00
16 Capital Group Wrld Grwth & Inc Trust Cmp	グローバル大型株	Capital Group	1993/7/1	113,133	97,730	+16.13	+12.36	+10.06	No	0.00
17 PIMCO Long Term Bond Full Authority	米国債券	Pacific Investment Management Company, LLC	1988/9/30	109,944	190,584	+16.61	+10.97	+9.19	No	0.30
18 FIAM Broad Market Duration Composite	米国債券	Fidelity Institutional Asset Management	1988/6/30	108,026	144,743	+9.93	+5.85	+4.79	No	0.28
19 PGIM Fixed Inc Core Plus Fix Composite	米国債券	PGIM Fixed Income	1996/1/2	95,788	103,963	+8.71	+6.47	+5.82	No	0.29
20 Federated Hermes Prime Liquidity	米MMF	Federated Hermes, Inc.	1991/1/2	94,712	114,572	+0.75	+1.46	+0.87	No	0.10
75 ClearBridge Large Cap Growth	米国大型グロ-ス株	ClearBridge Investments, LLC.	1997/8/1	30,314	55,206	+32.10	+19.30	+17.84	No	0.65
10387本 *純資産は合計、その他は単純平均。			2007/5/16	17,023,927	1,083,135,888	+13.31	+8.86	+8.55		0.80

(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: エクスペンズレシオ…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。値引き(Fees Waiver and/or Expense Reimbursement)前をGross Expense Ratioと言い、値引き後をNet Expense Ratioと言う。ちなみに、欧州ではTotal Expense Ratio/TERと言うものがあるが、2012年6月からはOngoing Charges/OCsと言うものに移行している(4TERもOCsも代行手数料やDistribution Feesに相当するTrail Commissionを含みます、TERとOCsの大きな違いはTERは成功報酬を含みOCsは成功報酬を含まない事)。

SMA 全体を見る。2020年12月末の純資産が17兆239億ドルと過去最高を更新している。特に株式が伸びているが、これは値上がりによる所が大きく、純設定は純流出となっている(モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct)。



(出所: プルムバ-グ、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)

アロケーションがかなり少ないのはSMAが戦略(やセクター・ポートフォリオ)となっている事を示している。SMAはアロケーションと言うより、戦略、セクターであり、中には、ブロックチェーンやビットコインもある。2018年6月15日に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」を採用(2018年6月15日付Citywire「LPL launches blockchain strategy on SMA platform」~ <https://citywireusa.com/professional-buyer/news/lpl-launches-blockchain-strategy-on-sma-platform/a1129712>)、2020年11月18日にマリナー・ウェルス・アドバイザーズ/Mariner Wealth Advisorsがビットコイン関連株SMA「Eaglebrook Bitcoin SMA」を採用している(2020年11月18日付Citywire「Bicknell-backed bitcoin SMA offered at Mariner Wealth Advisors」~ <https://citywireusa.com/registered-investment-advisor/news/bicknell-backed-bitcoin-sma-offered-at-mariner-wealth-advisors/a1427297>)。

2020年12月末の純資産がSMA全体で17兆239億<sup>ドル</sup>(モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct)と言ったが、米国のミューチュアルファンド(含むMMF、除くETF)は23兆8,958億<sup>ドル</sup>、ETFは5兆4,494億<sup>ドル</sup>(ICI/米国投資信託協会)なので、かなりの大きさである事がわかる。

また、SMAに含まれるモデルポートフォリオは「セルーリ・アソシエイツ/Cerulli Associatesは『モデルポートフォリオで管理されている資産が倍増、約2.1兆<sup>ドル</sup>と言う。…(略)…。約9兆<sup>ドル</sup>の顧客資産を管理するブラックロック/BlackRockは『モデルポートフォリオは成長戦略にとってきわめて重要。』』と言う。2019年、ブラックロックのモデルポートフォリオへの新規純流入は月平均約10億<sup>ドル</sup>を記録した。モーニングスター/Morningstarのストラテジストであるジェイソン・ケファート/Jason Kephart氏は『アドバイザーからモデルポートフォリオに対する需要が高まっている多くの兆しがある。モーニングスターがSMAをカバーして1年、より仮定的な/hypotheticalポートフォリオもカバーしなければならない。モーニングスターの付加価値は、ポートフォリオを構築する人々のスキルとポートフォリオ構築プロセスを評価する事である。』』と言う。…(略)…。モデルは資産を管理せず、アドバイザーに投資のサンプルフォームを提供する。」(2021年4月8日付RIABiz「Morningstar plows ahead with ratings in \$2.1-trillion model portfolio market -- thanks, UBS and Merrill -- but not with its coveted star system」~ <https://riabiz.com/a/2021/4/8/morningstar-plows-ahead-with-ratings-in-21-trillion-model-portfolio-market-thanks-ubs-and-merrill-but-not-with-its-coveted-star-system>)。

尚、伝統的なラップ口座/SMAは今米国では、メルが「ラップ」、モルガン・スタンレーが「UMA」、チャールズ・シュワブ/Charles Schwabやフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investmentsは「マネージド・アカウント/Managed Account」を使った名前としている。尚、モルガン・スタンレーには65人のアナリストを擁する「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」がいて、SMA・ミューチュアルファンド・ETF等を決め、アドバイザーに提供している(後述※2参照、2019年2月18日付日本版ISAの道その256~ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190218.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190218.pdf))。

UMAについて次の様に言われる。「多くのアドバイザーは証券の調査と特定、最適なアセットアロケーションの決定、定期的なモニタリング、クライアントの絶え間ない金融ニーズの要求に応じてポートフォリオのバランスなどに取り組んでいるが、そのソリューションにUMAがある。SMAに慣れており、当初のUMAsの問題で低く見ているかもしれない。しかし次世代UMAsは違う。透明性、フィーの安さ、税引き後リターンがアドバイザーの主要関心事だが、UMAsが最も成長している(Cerulli's 2Q 2019 issue of The Cerulli Edge)。SMAs同様、UMAは損益通算/tax-loss harvesting等の節税が出来る。しかしSMAと違い、UMAsは1つの口座で出来る。またUMAsはSMAsとミューチュアルファンドより低コストとなる。2019年9月30日現在の大型株ファンドで見ると、平均エクスペンス・レシオ/expense ratioはミューチュアルファンドが109ベース・ポイント/basis points/bpで、伝統的な二重契約SMAs/conventional, dual-contract SMAsが80bp、モデル・ベースドUMA/model-based SMA(モデル・ベースドSMA/model-based SMAではない)は54bpである(=プロダクト・コスト/product costs34bp+オーバーレイ&タックスマネジメント・フィー20bp)となっている。」(2020年1月13日付ThinkAdvisor「UMAs Gain Momentum as Powerful Advice Tools」~ <https://www.thinkadvisor.com/2020/01/13/umas-gain-momentum-as-powerful-advice-tools/>)。

2017年4月10日から労働省/DOLフィデューシャリー・ルールの基本条項が実施された事もあり(\*2018年3月15日に高裁が無効判断)、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あり、UMAの様に本部が最終判断/Home-Office Discretionもしくは第三者が最終判断/Third-Party Discretionする様なモデルを担当アドバイザーに求める場合も登場している(ただ、市場の急変に柔軟に対応出来なくなる恐れはある)のである(後述※4参照、2018年11月19日付日本版ISAの道その246~ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_181119.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_181119.pdf))。

米国では 2008～2009 年の金融危機を受けたフィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty 強化つまり受託者責任強化の流れが起こり、年金などの資産運用で一貫した投資プロセスやガバナンスが求められた(後述※4 参照)。民主党主導の厳しい DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(2017 年 6 月 9 日に基本条項施行するものの 2018 年 6 月 21 日に無効確定)により、第三者にモデル・ポートフォリオを作らせる事(運用会社へのアウトソース)を増やしている事と同じである(2019 年 2 月 18 日付日本版 ISA の道 その 256「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」～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshrase\\_190218.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_190218.pdf) )。

**今、ルールに厳しい民主党が主導する DOL のフィデューシャリー・デューティー・ルールが 2021 年 12 月にも復活するとされ、一貫した投資プロセスやガバナンスが求められる傾向は強まっている(後述※4 参照)。** ラップ/SMA でインハウス CIO を使っている米国の大手証券会社(銀行)も、大学ファンドや財団、非営利団体、年金プランには、**アウトソース CIO/OCIO を採用するようになってきた**(CIO をアウトソースしても OCIO プロバイダーを継続的にモニタリングする受託者責任は残る)。

米国で最もアドバイザーの多い証券会社(銀行)大手であるモルガン・スタンレー/Morgan Stanley は独立系コンサルティング会社のグレイストーン・コンサルティング/Graystone Consulting(アドバイザーは両社兼任など <https://www.morganstanley.com/graystone> )、バンク・オブ・アメリカ/Bank of America/BofA 傘下 BofA メリル・リンチ/BofA Merrill Lynch はグローバル・インスティテューショナル・コンサルティング/Global Institutional Consulting( <https://www.bofaml.com/gic/global-institutional-consulting.html> )を使っている。

大学ファンド、財団、非営利団体、年金プランなどを顧客に持ち、アウトソース CIO/OCIO サービスを提供する業者をインスティテューショナル・コンサルティング・ビジネス/Institutional Consulting business などと呼ぶ。米国バロンズは、インスティテューショナル・コンサルティングの預り残高トップ 10 を公表しているが、これを見ると、モルガン・スタンレーが監督会社の多くを占めている(先述した世界の OCIO マネージャー預り残高でモルガン・スタンレーは 18 位、BofA メリル・リンチは 16 位)。

米国バロンズ・インスティテューショナル・コンサルティング・チーム・ベスト10/Barron's 2021 Top 10 Institutional Consulting Teams  
\*グループ・チームは外部委託CIO/Outsourced-CIO/Outsourced Chief Investment Office(r)/OCIOサービスを提供する。 2020年12月末の為替換算

2021年順位	2020年順位	グループ名・チーム名	監督会社	合計預り残高(億円)
1	7	グレイストーン・コンサルティングのドブス・グループ(※1参照) /Graystone Consulting, The Dobbs Group	モルガン・スタンレー /Morgan Stanley	35,931
2	3	UBS・インスティテューショナル・コンサルティング-アトランタオフィス /UBS Institutional Consulting - Atlanta	UBSウェルスマネジメント /UBS Wealth Management	19,205
3	2	ポートフォリオ・エバリュエーション /Portfolio Evaluations	独立系 /Independent	92,306
4	19	グレイストーン・コンサルティング-ローリー・ウィチタ・ダラスオフィス /Graystone Consulting, Raleigh, Wichita & Dallas	モルガン・スタンレー /Morgan Stanley	9,602
5	6	クック・ストリート・コンサルティング /Cook Street Consulting	独立系 /Independent	67,422
6	5	グレイストーン・コンサルティング・シカゴオフィス(ステファン女史 & パンリユー女史 & オイラー氏グループ15人) /Graystone Consulting, Stephans Van Liew & Oiler Group	モルガン・スタンレー /Morgan Stanley	9,499
7	16	キャップトラストのJohn Pickett, Travis Whitten /Captrust Team Dallas John Pickett, Travis Whitten	キャップトラスト /Captrust	30,769
8	11	キャップトラストのStephen Schott /Captrust Team Dallas Stephen Schott	キャップトラスト /Captrust	14,249
9	17	グレイストーン・コンサルティング・ヒューストンオフィス(UBSファイナンシャル・サービス出身のジョン・グランガー氏1人) /Graystone Consulting, Houston(John Granger)	モルガン・スタンレー /Morgan Stanley	16,417
10	4	グレイストーン・コンサルティング・グローバル・インスティテューショナル・アドバイザー・ソリューションズ36人 /Graystone Consulting, Global Institutional Advisory Solutions	モルガン・スタンレー /Morgan Stanley	20,650

※1: ドブス・グループ/The Dobbs Group...クレイグ・ドブス/Craig Dobbs氏率いる14人。ドブス氏はメリル・リンチ(1988年～2002年)、グレイストーン・コンサルティング(2002年～現在)の機関投資家コンサルタント30年超のキャリア。現在はグレイストーン・コンサルティングのマネージング・ディレクターであり、モルガン・スタンレー・ウェルスマネジメントをRIAにしてアドバイザーをしている。バロンズのベスト1は2015、2016、2017、そして2021。

(出所: Barron's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)

## ●アウトソース CIO(OCIO)～アウトソース CIO/OCIO の預り残高上位と分類～

アウトソーシングの3大マネージャーはマーサー/Mercer(+34.6%の2,120億ドル)、ラッセル・インベストメンツ/Russell Investments(+32.4%の1,638億ドル)。エーオン・ヒューイット・インベストメント・コンサルティング/Aon Hewitt Investment Consulting(+47.5%の1,518億ドル)。



世界のOCIOマネージャー預り残高(一任の全部もしくは部分)上位20  
/The largest managers of outsourced assets with full or partial discretion

2018年3月末の為替換算

順位	OCIOマネージャー名	預り残高 (億ドル)	預り残高 (億円)	前年比 (%)
1	マーサー/Mercer	2,120	225,283	+34.5%
2	ラッセル・インベストメンツ/Russell Investments	1,638	174,048	+32.4%
3	エーオン・ヒューイット・インベストメント・コンサルティング/Aon Hewitt Investment Consulting	1,518	161,322	+47.5%
4	ウィリス・タワーズ・ワトソン/Willis Towers Watson	1,154	122,678	+42.0%
5	ブラックロック/BlackRock	1,053	111,875	+21.8%
6	SEIインベストメンツ/SEI Investments	1,032	109,681	+7.6%
7	ステート・ストリート・グローバル/State Street Global	923	98,086	+15.0%
8	ゴールドマン・サックス・グループ/Goldman Sachs Group	816	86,710	+33.4%
9	ウェルズ・ファーゴ/Wells Fargo	807	85,735	+3.4%
10	ノーザン・トラスト・アセット・マネジメント/Northern Trust Asset Mgmt.	691	73,459	+10.6%
11	バンガード・グループ/Vanguard Group	418	44,429	+21.0%
12	アラン・ビラー/Alan Biller	406	43,183	+10.7%
13	ストラテジック・インベストメント・グループ/Strategic Investment Group	383	40,686	+13.6%
14	J.P.モルガン・アセットマネジメント/J.P.Morgan Asset Mgmt.	348	36,994	+59.4%
15	リバー&マーカンタイル/River and Mercantile	326	34,647	+55.2%
16	BofAメリル・リンチ/BofA Merrill Lynch	320	34,040	+0.4%
17	ケンブリッジ・アソシエイツ/Cambridge Associates	270	28,669	+56.1%
18	モルガン・スタンレー/Morgan Stanley	257	27,352	+18.9%
19	NEPC	171	18,207	+72.7%
20	BNYメロン・アセット・マネジメント/BNY Mellon Asset Mgmt	166	17,616	-6.7%
	Total	17,390	1,848,196	+23.0%

2017年  
12月末

2017年  
3月末

(出所: Pensions & Investments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)

アウトソース CIO/OCIO のプロバイダーは下記の様に分類される(2014年8月19日付米労働省/RVK「ERISA Advisory Council

United States Department of Labor Hearing on Outsourcing Employee Benefit Plan Services」～ <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/EBSA/about-ebsa/about-us/erisa-advisory-council/2014-outsourcing-employee-benefit-plan-services-steffens-08-19.pdf> )。

- (1)金融サービス・コングロマリット/Financial services conglomerates  
(商業銀行、投資銀行、ブローカー等を提供している会社のOCIO サービス提供)。
- (2)アクチュアリー会社/Actuarial firms  
(確定給付型年金等のOCIO サービス提供)
- (3)ブティックOCIOチーム/Boutique OCIO teams  
(従来のCIOの一部がOCIO サービス提供)
- (4)ミューチュアルファンド会社/Mutual fund firms  
(OCIO サービスを付けたミューチュアルファンド提供)
- (5)投資コンサルタント/Investment consultants  
(伝統的なアドバイザー・コンサルティング・サービスに加えてのOCIO サービス提供)



(出所: 2014年8月19日付米労働省/RVK「ERISA Advisory Council United States Department of Labor Hearing on Outsourcing Employee Benefit Plan Services」～ <https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/EBSA/about-ebsa/about-us/erisa-advisory-council/2014-outsourcing-employee-benefit-plan-services-steffens-08-19.pdf> )

## ●アウトソース CIO(OCIO)～バンガードの OCIO も PE に投資!!!～

ミューチュアルファンドの会社/Mutual fund firms(OCIO サービスを付けたミューチュアルファンド提供)とあるが、バンガード・グループ/Vanguard Group が世界の OCIO マネージャー預り残高で 11 位となっている(先述)。その**バンガードが 2020 年 2 月 5 日にハーバーベスト/HarbourVest というプライベート・エクイティ/Private Equity/PE の戦略的提携を発表した**(2020 年 2 月 5 日付 Vanguard「Vanguard And HarbourVest Announce Private Equity Partnership」～

<https://www.prnewswire.com/news-releases/vanguard-and-harbourvest-announce-private-equity-partnership-300999470.html>、2020 年 2 月 5 日 HarbourVest「VANGUARD AND HARBOURVEST ANNOUNCE PRIVATE EQUITY PARTNERSHIP」～ <https://www.harbourvest.com/news/vanguard-and-harbourvest-announce-private-equity-partnership> )。バンガード・グループの RIA/投資顧問業者であるバンガード・アドバイザーズ/Vanguard Advisers 傘下バンガード・インスティテューショナル・アドバイザー・サービス/Vanguard Institutional Advisory Services(VIAS)の行っているアウトソース CIO/OCIO サービスである( <https://institutional.vanguard.com/web/cfv/solutions/ocio-outsourced-cio> )。

「6.2 兆ドルの資産運用会社バンガードは**個人投資家へのプライベート・エクイティ/PE 投資提供に一歩近付いた**。PE マーケット投資スペシャリストのハーバーベストと提携、バンガードが運用・管理をしている**大学基金や財団の口座でアウトソース CIO/OCIO プログラムを通じ PE エクスポージャーを追加すると発表した**。バンガードのプライベート投資ヘッドのフラン・キニリー/Fran Kinniry 氏は『**バンガードの 500 億ドルに及ぶ OCIO ビジネスを通じて投資する事で PE エクスポージャーの多様化とより高いリターンの可能性の恩恵を受けるだろう**。バンガードのアドバイス能力は伸びており、**PE はアドバイスでより普通のアロケーションとなりつつある**。』と言った。バンガードは個人投資家に PE を提供する予定を発表していないが、キニリー氏は『**我々は PE を望む投資家に PE 投資を提供している**。最初は**大学基金や財団の顧客であるが、時間をかけて恩恵を受けるとする他の顧客に持って行く**。』と言った。(2020 年 2 月 5 日付 InvestmentNews「Where Public and Private Markets Meet」～

<https://www.investmentnews.com/vanguard-puts-private-equity-investments-on-the-menu-187888> )。バンガードの提供する投資プロダクトとの違いは下記の通り。

バンガードの年金外部委託最高投資責任者サービス/Outsourced chief investment officer (OCIO) services とインベストメント・オンリー・プロダクト/Investment-only productsの比較 2021年6月現在

	年金プラン/pension plan向け			非営利団体/Nonprofit organizations向け		
	エンゲージメント/engagement	外部委託最高投資責任者/OCIO サービス	インベストメント・オンリー・プロダクト/Investment-only products	エンゲージメント/engagement	外部委託最高投資責任者/OCIO サービス	インベストメント・オンリー・プロダクト/Investment-only products
1	低コスト・インデックスとアクティブ運用の投資 /Low-cost index and actively managed investments	◎	◎	投資管理 /Investment management	◎	◎
2	世界的に認められたアクティブ・マネージャーへのアクセス /Access to world-class active managers	◎	◎	投資レビュー(見直し) /Investment reviews	◎	◎
3	運用報告書 /Performance reporting	◎	◎	運用報告書 /Performance reporting	◎	◎
4	ソート・リーダーシップ /Thought leadership(※1参照)	◎	◎	ソート・リーダーシップ /Thought leadership(※1参照)	◎	◎
5	変化する規制環境の理解 /Understanding of changing regulatory environment	◎		経済と投資の調査 /Economic and investment research	◎	◎
6	共同受託者(基金理事と運用機関)の責任対応 /Co-fiduciary responsibility	◎		受託者責任対応 /Fiduciary support and resources	◎	
7	LDI戦略に特化した投資方針コンサルティング /Investment policy consulting specialized in LDI strategies(※2参照)	◎		投資方針コンサルティング /Investment policy consulting	◎	
8	アセット・アロケーション分析 /Asset allocation analysis	◎		アセット・アロケーション分析 /Asset allocation analysis	◎	
9	ポートフォリオ構築・モニタリング /Portfolio construction and monitoring	◎		ポートフォリオ管理 /Portfolio management	◎	
10	法的・規制環境に取り組む戦略 /Strategies to address the legal and regulatory environment	◎		リスク管理 /Risk management	◎	

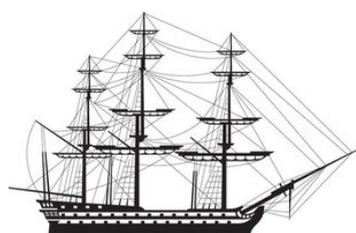
※1: ソート・リーダーシップ/Thought leadership:「企業が特定の分野(業界・テーマ・社会問題)において、将来を先取りした革新的なアイデアや解決策をいち早く発見し、示すことでその分野における主導者となること。…(略)…顧客からの認知が得られ、信頼度は高まり、関係構築へとつながります。」と書かれている(2018年7月19日付日経クロスステック Active「ソート・リーダーシップ」とは何か、BtoB企業が知っておくべき活用法」～ <https://active.nikkeibp.co.jp/atcact/active/15/051900050/031500065/> )。

※2: LDI戦略…LDI/liability Driven Investmentの事で、米国の(年金の)運用方法において、年金給付/Liability/に対し、出来る限り投資をマッチしてリスクを低減する戦略。「キャッシュ・フロー・マッチング/Cash Flow Matching(デディケテッド・ポートフォリオ/Dedicated Portfolio、デディケーション/Dedication)」のほか、リスクを少し増やしリターンの向上を目指す「デュレーション・マッチング/Duration Matching、イミュニゼーション/Immunitation)などもある。月刊「投資信託事情」2016年11月号参照( <https://www.am.mufj.jp/text/oshrase161121.pdf> )。

(出所: Vanguard Advisers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)

バンガードのプライベート・エクイティ/PE への取組みは古い。「バンガードが PE 数社と提携に向けて協議している。ここ1年間で米国のハーバーベストや英国のパンテオン/Pantheon 等と予備的協議を行った。自社の顧客向けに共同 PE ファンドの立ち上げを検討している。公募市場が縮小し続けるに連れて、ソブリン・ウェルス・ファンド/sovereign-wealth funds から超富裕層個人まで、ここ数年、PE に数兆ドルを注ぎ込んでいる。多くの運用会社にとって PE ファンドは、長い期間の資金を固定しフィーを獲得するチャンスである。また、新規株式公開/Initial Public Offerings/IPO の数が 1990 年代のピークから大幅に減少、小規模の運用会社や平凡な投資家が急成長する富の源から取り残されているのではないかとする疑問を提起している。これまでの所、株式ファンドや債券ファンドと同じ規模の PE ファンドを拡大する事には苦勞してきたが、**バンガードは長年にわたり(2001年から)PEを調査してきた。**」(2019年6月23日付 WSJ「Indexing Giant Vanguard Examines a Push Into Private Equity」～

<https://www.wsj.com/articles/indexing-giant-vanguard-examining-a-push-into-private-equity-11561287602>)と言われている。



Vanguard®

HARBOURVEST

そして、今、バンガードは「世界最大の個人投資家向けミューチュアルファンド会社のバンガードはインデックス・ファンドで業界変革の先駆けとなったが、**今、3つの業界変革への先駆けをしようとしている。それは、①より多くのアドバイス提供/offering more advice、②アクティブ運用株式ファンド強化/enhancing its actively managed stock funds、③プライベート・エクイティ/PE へのアクセス拡大/expanding access to private equity**である。①は 2015 年 5 月のバンガード・パーソナル・アドバイザー・サービス/Vanguard Personal Advisor Services/PAS と 2020 年 5 月のバンガード・デジタル・アドバイザー/Vanguard Digital Advisor/VDA の開始である。②は PAS でアクティブなオプションを作っている事で、ベイリー・ギフォード/Baillie Gifford で成功を収めている。③はプライベート・エクイティ PE の民主化であり、2020 年 2 月にハーバーベスト/HarbourVest と提携、2021 年 5 月に適格顧客・投資家/qualified client/qualified investors(2021 年 8 月 16 日から預り残高 110 万ドルで純資産 220 万ドル)にアクセスを拡大、PAS の顧客が近い将来適格になると予想していると言う。」(2021 年 6 月 23 日付 Morningstar「Vanguard Is Adapting to Stiff Competition」～ <https://www.morningstar.com/articles/1043515/vanguard-is-adapting-to-stiff-competition>)と言う。

尚、バンガードの PAS も VDA もロボアドで(バンガードが米国最大)、PAS は継続フィー年 0.30%(\*決定時とその後の年 1 回に人間のアドバイザーとの電話もしくはビデオ・チャットの会議)、VDA は継続フィー年 0.15%(\*3 千ドル以上、内外株・内外債 4 本の ETF)である。米国のロボアドについては 2020 年 8 月 28 日付日本版 ISA の道 その 314 「ゼロ化とコロナ禍と規制強化の中で米大手金融機関は無料のロボアド等デジタル・ツールでフリーミアム・モデルを採用!～デジタル・ツールで集客し富裕層(候補)を選別、ステイックネスとロイヤリティを高め収益化! フィデリティ vs シュワブ、さらに、JP モルガン vs バンカメ vs モルスタ vs ゴールドマン!!(参考:日本のロボアド)～」

( [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_200828.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200828.pdf) )を参照の事。

## ●インハウス CIO とアウトソース CIO(OCIO)～日本の大手証券会社で CIO の設置が相次ぎ、アウトソース CIO 事業が立ち上げ～

最近、日本の大手証券会社で「CIO」の設置が相次いでいる(情報システム担当/Chief Information Officerではなく、投資担当の Chief Investment Officeもしくは Officer)。2020年6月に野村証券フィデューシャリー・マネジメント部が「CIO(Chief Investment Office)グループ」設置を発表、2021年3月にSMBC日興証券が「Chief Investment Office(チーフ・インベストメント・オフィス、CIO)」設置を発表、2021年5月に大和証券が「CIO(Chief Investment Office)準備室(2022年4月設立を目指す)」設置を発表している。

概ね共通するのが、**機関投資家向けの高付加価値情報(投資助言)を個人(まずは富裕層)にも提供して、その報酬は預り残高に応じたフィーとなる事である。**先述の米国の伝統的 SMA/ラップに近い。「証券会社本部が投資委員会等で汎用アセット・アロケーションや株式・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)。」(2019年2月18日付日本版ISAの道 その256～ [https://www.am-mufj.jp/text/oshirase\\_190218.pdf](https://www.am-mufj.jp/text/oshirase_190218.pdf))である。**米国の大手証券会社(銀行)はラップで会社の CIO がアセット・クラス、スタイル、投資先(SMA・ミューチュアルファンド・ETF等)を決める事が多い(米国バンク・オブ・アメリカ/Bank of America/BofA 傘下 BofA メリル・リンチ/BofA Merrill Lynch の例などは先述した通り)。**

こうして、野村証券が「CIO グループ」設置を発表した2020年6月、金融庁は「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2020」で「アウトソース CIO」に言及、日本資産運用基盤グループが「アウトソース CIO/外部 CIO(Chief Investment Officer)」事業を立ち上げた(日本資産運用基盤グループは日本版 TAMP と言われるが、日本版 TAMP については2019年3月4日付日本版ISAの道 その257「アセット・マネジメント(資産運用)のプラットフォーム『TAMP』」～ [https://www.am-mufj.jp/text/oshirase\\_190304.pdf](https://www.am-mufj.jp/text/oshirase_190304.pdf))。米国で起きて来た事が日本において(また)起きつつある。先述通り、大学ファンド/エンダウメントも同様である。日本の SMA/ラップにしても大学ファンド/エンダウメントにしても、インハウス CIO にしてもアウトソース CIO(OCIO)にしても今後、プライベート・エクイティ/PE 投資などオルタナティブ投資を拡大する可能性がある。ただこうした事、特に米国を範とする事は「言うは易し行は難し」。米国で起きている事、ビジネスも規制も含め、正しい情報やデータを入手、それをしっかりと理解、本当の資産運用業高度化を目指してほしいものである。

※1: 米国では値上がり時成功報酬は適格顧客・投資家を除いて禁止…



2020年6月19日付日本の金融庁「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2020」p.6の「海外資産運用会社の主な戦略の例」に「パフォーマンス連動型手数料の導入」とある。欧米の成功報酬/Performance Fee/Incentive Fees は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。

ただ、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(2021年4月26日付日本版ISAの道 その332～ [https://www.am-mufj.jp/text/oshirase\\_210426.pdf](https://www.am-mufj.jp/text/oshirase_210426.pdf))。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・インベスト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、PRIIPs KID/Key Information Document/重要情報書類では(現在も使われている UCITS KIID/Key Investor Information Document でも)、経費率/オンゴーイングチャージ/Ongoing Charges/OCS から除かれ、OCS と並べて明瞭に

開示される。

尚、米国では2021年6月17日に米SEC/証券取引委員会は、1940年米国投資顧問法/Investment Advisers Act of 1940で投資アドバイザーが徴収を禁止されている(値上がり時の)成功報酬/Performance Feeの例外/carve-outとなる適格顧客・投資家/qualified client/qualified investors要件を預り残高/assets under managementが110万ドル(←現行100万ドル)で純資産/net worthが220万ドル(←現行210万ドル)に2021年8月16日付で引き上げる事とした(<https://www.sec.gov/rules/other/2021/ia-5756.pdf>)。尚、これはドッド-フランク法で5年毎にインフレ調整を求められている為。

※2: メリル CIO のヘッド(CIO)も知るシュワブのウェルスマネジメント老舗(USトラスト)買収の失敗…



メリルの CIO は「グローバル・ウェルス・インベストメント・マネジメント・チーフ・インベストメント・オフィス /Global Wealth Investment Management Chief Investment Office/GWIM CIO」と言うが、そのヘッドはチーフ・インベストメント・オフィサー/Chief Investment Officer である(Merrill Lynch INVESTMENT ADVISORY PROGRAM WRAP FEE PROGRAM~ <https://olui2.fs.ml.com/Publish/Content/application/pdf/GWMOL/iapb.pdf>)。

現在のヘッド/チーフ・インベストメント・オフィサーはバンク・オブ・アメリカのマネージング・ディレクターであるクリストファー・ハイジー/Christopher Hyzy 氏だ。ウェルスマネジメント・ビジネスの責任者で、バンク・オブ・アメリカ・プライベート・バンク/Bank of America Private Bankとメリル・ウェルスマネジメント/Merrill Wealth Managementを支援する。ハイジーCIOは1991年に大学を卒業後メリルに入社、その後、シティグループ・プライベート・バンク/Citigroup Private Bank、プライベート・バンク老舗のUSトラスト/U.S.Trustに転じている。USトラストは2007年に親会社がチャールズ・シュワブ/Charles SchwabからBofAになった為、名前がバンク・オブ・アメリカ・プライベート・バンクとなった。



TRUST BANK

(出所: Charles Schwab「Client Information Sheet」)

シュワブがUSトラストを2000年に買収、2008年に売却したのはなぜか。チャールズ・シュワブはかつてディスカウント・ブローカー最大手だったが、アドバイザーに注目、1987年にRIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者カストディアンを始め、アドバイザーに代わり、顧客管理、注文執行、ポートフォリオ管理、情報提供、書類管理(含む納税)、報酬管理等のバックオフィス業務をした。これが大きく拡大、現在ではRIAカストディアン最大手となっている(2019年4月22日付日本版ISAの道 その263~ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190422.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190422.pdf))。

2000年にシュワブがUSトラストを買収したのも以上の延長上にあった。シュワブのディスカウント・ブローカーからフルサービス・アドバイザー会社への移行/Schwab's transition from a discount broker to a full-service advisory firmである(2000年1月14日付New York Times「Schwab to Pay \$2.73 Billion For U.S. Trust」~

<https://www.nytimes.com/2000/01/14/business/schwab-to-pay-2.73-billion-for-us-trust.html>)。

メリル・リンチやモルガン・スタンレーへの挑戦である。しかし、ディスカウント・ブローカーのシュワブとプライベート・バンク老舗のUSトラストの間のカルチャー対立があり(2004年10月1日付Wealth Management「Cultures In Conflict」~ <https://www.wealthmanagement.com/archive/cultures-conflict>)、さらにシュワブはRIAカストディアン最大手であり、シュワブと提携する多くのRIAがこのUSトラストを競合と見たのである/many advisors doing business with Schwab saw U.S. Trust as a competitor(2007年1月1日付ThinkAdvisor「Schwab To Sell U.S. Trust Unit」~ <https://www.thinkadvisor.com/2007/01/01/schwab-to-sell-u-s-trust-unit/>)。こうしてシュワブはUSトラストをBofAに売却する事としたのである。

※3: クリア・ブリッジ・インベストメンツの大型グロース(戦略/Strategy SMA)...



「メルリ投資アドバイザー・プログラム(ラップ・フィー・プログラム)/Merrill Lynch INVESTMENT ADVISORY PROGRAM(WRAP FEE PROGRAM)」の筆頭投資対象に「ClearBridge Investments - Large Cap Growth」と言う SMA 戦略がある(メルリ投資アドバイザー・プログラム(ラップ・フィー・プログラム)/Merrill Lynch INVESTMENT ADVISORY PROGRAM(WRAP FEE PROGRAM)「CIO Aggressive SMA/MF/ETF」～ <https://ohi2.fs.ml.com/MLIAP/MLIAPViewDynamicPDF.aspx?IC=16427&PC=FMDN&CC=MER&DT=ManagerProfileColorPDF> )。

メルリ投資アドバイザー・プログラム(ラップ・フィー・プログラム)/Merrill Lynch INVESTMENT ADVISORY PROGRAM(WRAP FEE PROGRAM) 2021年3月末  
「CIO Aggressive SMA/MF/ETF」

アセット・クラス	割合(%)	スタイル	SMA・ミューチュアルファンド・ETF・現金			
			投資形態	割合(%)	割合(%)	
国内株	65%	国内大型グロース株/Large Cap Growth	ClearBridge Investments - Large Cap Growth(※1参照)	SMA(※1参照)	15%	
			iShares Russell 1000 Growth	ETF	12%	
			iShares Russell 1000 Value	ETF	6%	
			BlackRock - Equity Dividend	SMA	13%	
			Robeco Investment Management-LCV	SMA	10%	
			国内小型グロース株/Small Cap Growth	Wells Fargo Adv Small Co Growth	ミューチュアルファンド	4%
			国内小型バリュース株/Small Cap Value	Undiscovered Managers Behavioral Value	ミューチュアルファンド	5%
海外株	29%	海外コア株/International Core	iShares Core MSCI EAFE	ETF	7%	
			Oakmark International Fund	ミューチュアルファンド	7%	
		海外グロース株/International Growth	Mutual Fund Firm	ミューチュアルファンド	7%	
		エマージング・マーケット株/Emerging Markets Equity	QQG Partners Emerging Markets Equity Fund	ミューチュアルファンド	9%	
債券	4%	投資適格社債/Investment Grade Corp	PIMCO Investment Grade Credit Bond Fund	ミューチュアルファンド	2%	
		ハイイールド債/High Yield Taxable	BlackRock High Yield Bond Fund	ミューチュアルファンド	1%	
		超短期国債/Ultra Short	SPDR Barclays 1-3 Month Treasury Bill	ETF	1%	
現金	2%	現金その他/Cash Alternative	2%	Cash	現金	2%

※1: ClearBridge Investments - Large Cap Growth...クリアブリッジ・インベストメンツの大型グロース(戦略/Strategy SMA)。 Russell 1000 Growth Indexをベンチマークとするアクティブ運用で(40~50銘柄の集中投資で、500万ドルから運用報酬/Max Management Feeは年0.65%。 1997年8月1日から存在しており、2021年3月末現在、戦略資産/Strategy Assets残高は計552億ドル( <https://www.clearbridge.com/strategy-selector/institutional-separate-accounts/large-cap-growth.html> )。 尚、クリアブリッジは元々シティ・グループの資産運用部門だったが、レグメイソン傘下のブティック系資産運用会社となり、現在はフランクリン・テンプレトン傘下。

(出所: Bank of America/BofA傘下BofA Merrill Lynch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)

クリア・ブリッジ・インベストメンツの大型グロース(戦略/Strategy SMA)は Russell 1000 Growth Index をベンチマークとするアクティブ運用で(40~50 銘柄の集中投資で)、500 万ドルから運用報酬/Max Management Fee は年 0.65%。 1997 年 8 月 1 日から存在しており、2021 年 3 月末現在、戦略資産/Strategy Assets 残高は計 552 億ドル( <https://www.clearbridge.com/strategy-selector/institutional-separate-accounts/large-cap-growth.html> )。 モルガン・スタンレーの「Select UMA platform」でも採用されている(「ClearBridge Large Cap Growth」～ [https://www.morganstanley.com/wealth-investmentsolutions/managerprofiles\\_uma](https://www.morganstanley.com/wealth-investmentsolutions/managerprofiles_uma) )。

尚、クリア・ブリッジは元々シティ・グループの資産運用部門だったが、レグメイソン傘下のブティック系資産運用会社となり、現在はフランクリン・テンプレトン傘下。

※4: DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール...



民主党主導の厳しい DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルールは 2017 年 6 月 9 日に基本条項施行するものの 2018 年 6 月 21 日に無効確定となった。ただ政権交代を経て再び民主党主導となった DOL がフィデューシャリー・デューティー・ルールを 2021 年 12 月までに復活するとされる。

「『DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルールの母』と呼ばれた DOL EBSA/従業員利益保障局元次官(2009 年 7 月 13 日~2017 年 10 月 16 日)のフィリス・ボーッチ/Phyllis Borzi 女史は、『新しい DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルールは、パブコメを受けての分析・評価・包含にかかる時間次第だが、2021 年 12 月までに出来そうである。』と語った。」(2021 年 6 月 11 日付 ThinkAdvisor「DOL to Redefine 'Fiduciary' in New Rule」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/06/11/dol-to-define-fiduciary-in-new-rule/> )。

米国のプロパー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)等に対するDOL/労働省規制のタイムライン		2021年6月28日現在						
省庁名	規制名	規制対象	2016年以前	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
			民主党政権	共和党政権				民主党政権
DOL / 労働省	1 フィデューシャリー・デューティールール(以下、DOL FDルール)	ERISA/1974年従業員退職所得保障法下、退職口座にアドバイスをするプロパー・ディーラー(証券会社)及び投資顧問業者及び保険ブローカー(株指指数連動年金/FIAを含む保険プログラムのルールを策定するのは州)	民主党主導DOL FDルール当初案公表(2015年4月14日)。 民主党主導DOL FDルール最終案公表(2016年4月6日)。	民主党主導DOL FDルール基本条項施行(2017年6月9日)。	民主党主導DOL FDルール無効判決(2018年3月15日)、無効確定(2018年6月21日)、2019年7月1日完全実施も無効に。		共和党主導DOL FDルール当初案公表(2020年6月29日)。 共和党主導DOL FDルール最終案公表(2020年12月15日)、2020年12月18日に公布。	共和党主導DOL FDルール施行(2021年2月18日)。バイデン大統領・ウォルシュ長官は2021年12月までに民主党主導DOL FDルールを公布しそうである(※1参照)。
	2 ESGルール(以下、DOL ESGルール)						共和党主導DOL ESG投資ルール当初案(2020年6月23日)、最終案(2020年10月30日)。 共和党主導DOL ESG議決権行使ルール当初案(2020年8月31日)、最終案(2020年12月11日)。	共和党主導DOL ESG投資ルール施行(2021年1月12日)。共和党主導DOL ESG議決権行使ルール施行(2021年1月15日)。上記2つのルールを民主党主導DOLは施行を停止する声明(2021年3月10日)。
	(参考) DOL長官、DOL EBSA(従業員利益保障局長)の就任・辞任	ERISA法下、退職プランの証券プログラム(ミュチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)、退職プランの保険プログラム(株指指数連動年金/FIAを含む保険プログラムのルールを策定するのは州)	「DOLルールの母」と呼ばれているポーチ次官就任(2009年7月13日)。 ベレス労働長官就任(2013年7月23日)。 トランプ氏がバズダー労働長官指名(2016年12月9日)。	ベレス労働長官辞任(2017年1月20日)。 バズダー労働長官辞任(2017年2月15日)。 アコスタ労働長官指名(2017年2月16日)就任(2017年4月28日)。 ポーチ次官辞任・ラトラッジ次官就任(2017年10月16日)。		アコスタ労働長官辞任(2019年7月19日)。 スカリア長官指名(2019年7月18日)。 スカリア長官就任(2019年9月30日)。		スカリア長官辞任(2021年1月20日)。 ウォルシュ労働長官指名(2021年1月7日)。 ウォルシュ労働長官就任(2021年3月23日)。

※1:「バイデン大統領・ウォルシュ長官は2021年12月までに民主党主導DOL FDルールを公布しそうである」「DOL/労働省フィデューシャリー・デューティールールの母」と呼ばれたDOL EBSA(従業員利益保障局長)が2009年7月13日～2017年10月16日、DOL/労働省フィデューシャリー・デューティールールはバズダーを退けての辞任・辞任(辞任)による辞任が、2021年12月までに出来そうである。】2021年6月11日付ThinkAdvisor「DOL to Redefine Fiduciary in New Rule」  
(出所:米DOL/労働省等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)  
\*赤は共和党の発としてのカラー、青は民主党の発としてのカラー。

以上

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:  
「各年ごと…<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」、  
「2013年2月1日付日本版ISAの道 その1から一気に見る/検索する…  
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」もしくは  
Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索。

### 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留意ください。
- 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。