

## 金融危機後に米国個人投資家へ浸透する ETF と

### リテール金融機関

石井 康之

#### ■ 要 約 ■

1. 金融危機を経て、米国の個人投資家はコストや透明性に対して厳しい目を持つようになり、投信と比べて低コストで、流動性に優れたパッシブ運用を行える ETF への注目を高めている。その結果、かつて相対的な収益性の低さから ETF に消極的であった金融機関や営業担当者も、ETF を営業戦略の中に取り入れざるを得なくなっている。
2. 米国 ETF 市場では、運用会社、販売会社ともに手数料の引き下げ競争が活発化している。リテール金融機関は預かり資産の増大による運用報酬や、ETF を組み込んだ一任勘定から得られる残高フィーによって収益の確保を狙っている。
3. 特に、RIA（登録投資アドバイザー）チャンネルの預かり資産増大や ETF ラップ口座の強化を狙うチャールズ・シュワブ、資産運用業務で競合するブラックロックの ETF（i シェアーズ）の売買手数料無料プログラムを導入したフィデリティの取り組みは注目される。
4. 今後は、変額年金保険や 401k の分野でも ETF の活用が進むと思われる。一方で、ETF だけでは解決できない複雑なニーズに対する付加価値の高いアドバイスがさらに重要性を増すだろう。このように、ETF が米国リテール金融ビジネスに起こす変化はますます注目を集めると考えられる。

## I 金融危機後の個人投資家ニーズと ETF の台頭

金融危機によるパフォーマンスの大幅な悪化は、米国個人投資家の考えを大きく変えた。アセットアロケーションをしっかりと行っていた投資家であっても、短期的にパフォーマンスは悪化し、高い手数料を払ってもインデックスを下回るパフォーマンスになってしまった投信も少なくなかった。一方で、証券市場の混乱の中でも、継続して手数料収入を得ている証券会社や運用会社に対して顧客が向ける目は、一層厳しくなった。特に退職後の余生が運用結果によって大きく左右されてしまうベビーブーマー層や、インターネットを通じた情報収集や投資に明るいという強みをもつ若年層投資家に至っては、伝統的な証

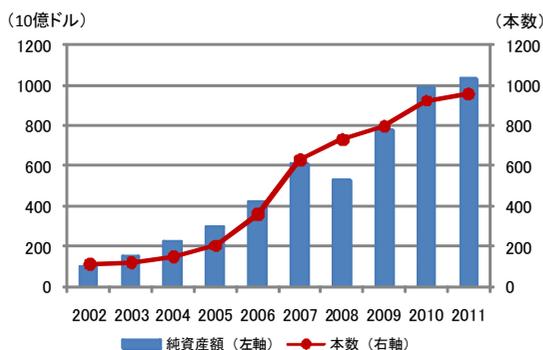
券会社への信頼が大きく揺らいだと言える。彼らは金融危機の混乱を経験したことにより、資産管理にまつわるアドバイスを一層求めるようになるとともに、自らも投資判断に加わる傾向を強めている。

このような考え方の変化をもとに、個人投資家は ETF への志向を強めることとなった。それは、①投信と比べたコストの低さ、②分散投資が可能な商品ラインナップ、③日中売買が可能な流動性、④インデックスにほぼ連動するパッシブ運用、という ETF の長所が注目されたためである。

まず一般的に、ETF は投信よりも売買手数料と運用手数料が安い。そして買付金額に応じて運用手数料率が逡減する仕組みである投信では、資金力の劣る個人投資家は機関投資家に比べて倍以上の運用手数料率が適用されるケースもある一方で、ETF はすべての投資家に対して同じ運用手数料率が課されることから「民主的な」運用商品と言える。ETF の商品ラインナップについては、過去 5 年間において ETF の新規設定件数が投信を上回るスピードで拡大している（図表 1）。そのため、様々な資産クラスに投資できるだけでなく、同じ資産クラスの ETF の中で優れた運用を行なう商品を選択できる環境が整い、ETF は十分に分散投資を行える投資手段になった。

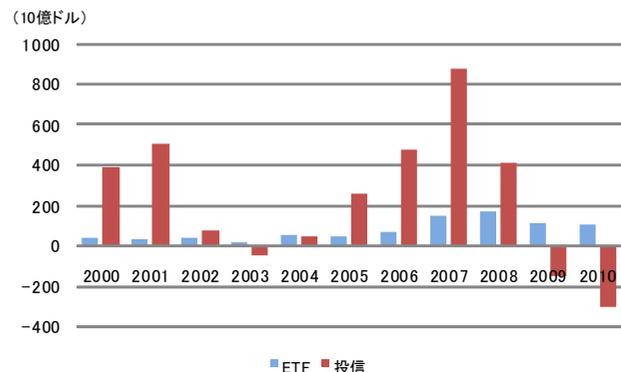
その結果、従来 ETF を避けていた金融機関や営業担当者は、ETF を戦略的に取り入れざるを得なくなった。確かに商品そのもので比較すると ETF は投信よりも収益性の劣る商品ではあるが、金融機関は預かり資産規模の追求やフィービジネスを志向することで収益を確保しようとしている。そして ETF を通じた新しい運用資金の獲得や投資信託から ETF への資金移動を促す動きが進んだ。2009 年と 2010 年には投信から大幅に資金流出した一方で ETF には着実に資金流入し（図表 2）、ETF の運用資産は 1 兆ドルを超え（図表 1）、その約 60%をリテールチャンネルが抱えるに至った<sup>1</sup>。ただし、ミンテル・コンプリメディア社の調査によると、ETF を保有している個人投資家のうち 54%しか ETF について良く理解していないという結果が出ており<sup>2</sup>、さらなる ETF の拡大に向けて、投資家教育も必要とな

図表 1 ETF の純資産額と本数の推移



(注) 図表 1 の 2011 年は 2 月末の数字。  
(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

図表 2 ETF・投信の資金流入比較



<sup>1</sup> The Cerulli Edge US Asset Management Edition 2011 March 参照。

<sup>2</sup> Liz Skinner “Investors clueless about ETFs: Survey” *Investment News*, December 28<sup>th</sup> 2010

るであろう。以下では、主にチャールズ・シュワブとフィデリティの2社が、ETFをどのようにリテール証券ビジネスに取り入れてきたかを見ることで、米国リテール金融におけるETFの重要性の高まりについて考察する。

## II ETFの手数料の引き下げ競争から見るチャールズ・シュワブとフィデリティの狙い

金融危機以前の米国ETF市場は、ブラックロック（旧バークレイズ・グローバル・インベスターズからiシェアーズ部門を継承）、ステート・ストリート、バンガード、が三大運用会社として寡占している状況であったが、相次ぐ新興運用会社の参入や、2009年にチャールズ・シュワブやピムコが自社でETFの運用をスタートさせたことで、複数のETFが重複するアセットクラスなどで手数料の引き下げ競争が激化することになった。また、販売会社側では、チャールズ・シュワブ、フィデリティ、バンガード、TDアメリトレードが2009年から2010年にかけて一部のETFの売買手数料を無料とするサービスを開始している<sup>3</sup>。もともと、ETFの売買からは厚い手数料収入が期待できない中、ETFの運用資産やリテール預かり資産の増大による運用報酬や、ETFを組み込んだ一任勘定から得られる管理手数料といった残高フィーによる、収益の回収を見込んでの動きと考えられる。また、相対的に収益性の低いリテール顧客層に対してはETFを効率的に提供することでサービスを維持し、他の収益性の高い顧客にアドバイスなどの経営資源を集中させる、という動きも出ている。

ただし、各社は、手数料の設定を調整することで闇雲な手数料引き下げ競争を回避している。例えば、運用会社側では、ブラックロックは業界最大手でありながらiシェアーズの運用手数料を一般的に他社よりも高めに設定している<sup>4</sup>。また販売会社側では、チャールズ・シュワブ、フィデリティ、バンガードでは売買手数料無料のラインナップに、コモディティETFや単一国に投資するETFを入れていない。そして、TDアメリトレードでは、売買手数料を無料としたETFでも30日以内に反対売買を行うと通常手数料が課される仕組みとしている。

### 1. ETFを活用して顧客管理資産の拡大をはかるチャールズ・シュワブ

チャールズ・シュワブは2009年に販売会社としてETFを取り扱い始め、当初はバンガードのETFのみを採用していたが、2009年11月に運用会社としてもETF市場に参入した。そして自社ETFのみ売買手数料を無料にし、競合他社よりも管理費用を低く抑えることで、積極的にETFによる顧客管理資産の拡大を進めている。特に登録投資アドバイザー（RIA）の経営をサポートするシュワブ・インスティテューショナル部門は、

<sup>3</sup> 2011年4月19日時点ではそれぞれの販売会社において、チャールズ・シュワブでは13本、フィデリティでは31本、バンガードでは64本、TDアメリトレードでは101本のETFが無手数料の対象となっている。

<sup>4</sup> Emily Glazer “The Limits of Free” *The Wall Street Journal*, April 18<sup>th</sup> 2011

チャールズ・シュワブの管理資産拡大を牽引する事業部門となっているが、RIA の顧客預かり資産に応じて管理報酬を徴収するビジネスモデルであるため、RIA に ETF を活用してもらうことが非常に合理的である。というのは、多くの RIA は、富裕層個人投資家から一任勘定を受託するビジネスを行なっているため、売買を頻繁に行う必要はなく、預かり資産の極大化が大きな目標となっているからである。むしろ売買手数料自体は低ければ低いほど、顧客にとっても RIA にとってもよい仕組みということになる。2010 年において、チャールズ・シュワブをカスタディーとする RIA の中で ETF を顧客に提供している割合は 85%に上る<sup>5</sup>。チャールズ・シュワブが ETF 運用会社として 2010 年に大手 3 社をはるかに凌ぐ急成長を遂げた背景は、インスティテューショナル部門と RIA の取り組みによるところが大きい（図表 3）。

チャールズ・シュワブが直接、個人投資家に提供する一任勘定プログラムの分野でも、ETF は積極的に活用されつつある。米国 ETF 市場では、すでに商品面ではかなりの多様化が進んでいたが、金融危機の発生によって、低コストで透明性の高い一任勘定として ETF のみでポートフォリオを構築する ETF ラップが注目されることとなった。そのような中でチャールズ・シュワブは、2010 年 1 月に ETF ラップをいち早く立ち上げている。これは 19 種類の代表的な資産クラスに連動する ETF に分散投資するもので、50 万ドルまでの管理手数料率を 0.75%としている<sup>6</sup>。組み込まれる商品の運用手数料を含め、トータルのコストは、一般的な SMA や投信ラップよりも安価になっている。米国マネージド・アカウント市場全体の中では、ETF ラップの残高はまだ全体の 1%にも満たない小さなセグメントだが（図表 4）、チャールズ・シュワブの取り組みは注目を集めている。

図表 3 ETF 運用会社の資産残高の推移

	2009 年	2010 年	年率成長率(%)
ブラックロック	372,750	448,879	20
ステート・ストリート	197,969	246,949	25
バンガード	91,383	148,243	62
チャールズ・シュワブ	345	2,722	688

(注) 単位：100 万ドル。

(出所) The Cerulli Edge US Asset Management Edition 2011 March より野村資本市場研究所作成

図表 4 一任勘定プログラムの資産残高の推移

	2008 年	2009 年	2010 年
SMA	488.0	533.5	579.8
投信ラップ	392.4	519.9	633.6
レップ・アズ・ポートフォリオマネージャー	203.1	307.5	394.5
レップ・アズ・アドバイザー	254.7	365.1	460.9
UMA	53.3	69.3	114.2
ETF ラップ	4.8	6.1	9.6
マネージド・アカウント合計資産	1396.2	1801.4	2192.5

(注) 単位：10 億ドル。

(出所) The Cerulli Edge Managed Accounts First Quarter 2011 より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> Steve Garmhausen “ETF Surge with Schwab Investors” MME, February 14<sup>th</sup> 2011

<sup>6</sup> 50 万ドル～100 万ドルは 0.65%、100 万ドル以上は 0.55%となっている。

さらに、チャールズ・シュワブは、黎明期の ETF ラップビジネスで地位を固めるべく、企業買収にも動いている。2010年8月にETFを運用の柱に据えた一任勘定プログラムの運用会社であるウィンドワードを1.5億ドルで買収することを発表した<sup>7</sup>。チャールズ・シュワブは過去5年間で平均年率56%のペースで運用資産が増加していたウィンドワードの成長力に着目し、約40億ドルの運用資産を獲得することに成功した。買収発表前にはチャールズ・シュワブのETFの運用資産が15億ドルであったことから見ても、大きく拡大ができたと言える。今後は、チャールズ・シュワブのプラットフォーム上で管理することで、契約RIAがウィンドワードの一任勘定を低コストで利用できるようになるだろう。2010年末においてチャールズ・シュワブのETFラップの残高は20億ドルとなっており、ウェルズ・ファーゴについて2位に位置している<sup>8</sup>（図表5）。

## 2. ブラックロックのETFについて売買手数料無料としたフィデリティ

フィデリティは2010年2月にチャールズ・シュワブに追随する形で、26本のETFのオンライン売買手数料を無料とした。チャールズ・シュワブのケースとの大きな違いは、フィデリティが外部の運用会社であるブラックロックが運用するiシェアーズのETFを売買手数料無料の対象としたことである<sup>9</sup>。フィデリティ自身が運用するETFは26本中1本のみであり、残りの25本はすべてiシェアーズのETFである<sup>10</sup>。無料の対象となるiシェアーズのETFに関しては売買手数料も運用手数料も発生しないということになり、一見フィデリティにとって無益なものに映るが、このフィデリティの決定には2つの理由があると思われる。

第一に、運用会社としてのフィデリティが、現時点で投信を商品ラインナップの軸に置いていることが挙げられる。フィデリティは投信の運用会社からスタートした企業であり、世界最大の投信スーパーマーケットかつ401kプラン運営業者で、投信ラップにおい

図表5 ETFラップ残高ランキング

	2010年(100万ドル)
ウェルズ・ファーゴ	4,819
チャールズ・シュワブ	2,010
エンベストネットPMC	1,080
レイモンド・ジェームズ	688
ジャニー・モンゴメリー・スコット	594

(出所) The Cerulli Edge Managed Accounts First Quarter 2011 より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> ウィンドワードの買収は2010年10月に完了している。

<sup>8</sup> The Cerulli Edge Managed Accounts First Quarter 2011 参照。

<sup>9</sup> 売買手数料を無料とした商品以外のETFでは、株式と同様に売買金額に関わらず一律で7.95ドルの売買手数料である。

<sup>10</sup> ブラックロックとの提携により売買手数料を3年間無料とした。

ても 2010 年末時点で 898 億ドルの残高を抱える業界最大手である<sup>11</sup>。これをドラスティックに ETF に替えていくことは収益の減少に直結すると思われる。そのため、今のところフィデリティは ETF の運用会社としての立場を強化する考えを持っていない。現在自社運用している ETF は「フィデリティ・ナスダック総合指数トラッキング・ストック」1 本のみであり、同商品の運用資産は 1.86 億ドル（2011 年 4 月 19 日時点）に過ぎない。つまりフィデリティは、ブローカレッジを通じて ETF を販売することで ETF 市場が拡大していく影響を緩和するとともに、自社のアクティブ・ファンドのパフォーマンスを向上させることに引き続き力を注ごうとしていると考えられる。

第二に、販売会社としてのフィデリティが、効率的な社内資源の配置を目指すために無料 ETF サービスを活用しようとしていることが挙げられる。フィデリティは支店、コールセンター、オンラインの 3 チャンネルが相互補完的に顧客に対応する営業体制をとっている。顧客側はこの 3 チャンネルのうちどのチャンネルを活用しても同じようなサービスや提案を受けられ、フィデリティ側も顧客との接触情報や取引情報を 3 チャンネルで共有する体制である。そのためオンラインのみの業績を見て業務を推進していくのではなく、3 チャンネルの収益とコストをトータルで勘案していかなければならない。顧客側からすると 3 チャンネルのどれを使って取引してもコストは同じであるが、フィデリティ側の費用は、インターネットの 1 クリック当たり対応コストは 8 セント、コールセンターの 1 コール当たりコストは 18 ドル、支店の 1 コール（相談）当たりコストは 100 ドルと大きく異なる。そのため、フィデリティは売買手数料無料の ETF を浸透させることによって、収益性の低い顧客（自分で取引の判断をする顧客、頻繁な売買を行う顧客、預かり資産の少ない顧客）をオンラインへさらに誘導しようとしている。そして今までこれらの顧客に割かれていた支店やコールセンターの人員とその時間を、今後顧客の争奪戦が激化するベビーブーマー層の取り込みに注力させる戦略と考えられよう。

以上の 2 点から、フィデリティが社外の ETF プロバイダーである i シェアーズを採用して顧客の信頼を得、利便性を追求することは理に適っていると言える。

### III ETF が抱える問題点の克服

米国における ETF は、新商品の急増と資産流入によって様々な投資ニーズに応えられる発展を遂げた。その反面、似た投資内容の ETF が乱立することで、「どの ETF を選択すべきか？」という悩みが投資家や営業担当者に生まれている。また一方では、2008 年以降、ETF 間の競争の激化によってクローズする ETF も増加しており<sup>12</sup>、投資家としては ETF を選択する際に、従来以上にコスト、流動性、トラッキングエラーなどに気を配る必要が出てきた。客観的な ETF の比較検討が求められつつある中で、チャールズ・シュワブが、ETF 推奨レポートと ETF 動向レポートを提供し始めたことは注目される。

<sup>11</sup> The Cerulli Edge Managed Accounts First Quarter 2011 参照。

<sup>12</sup> 2008 年は 50 本、2009 年は 49 本がクローズしている。

## 1. ETF 推奨レポート

2011年3月、チャールズ・シュワブは四半期に1度発行するETF推奨リストとして「シュワブETFセレクト・リスト」を立ち上げた<sup>13</sup>。これは、全てのETFを48のカテゴリーに分けて、それぞれで最も優れているとチャールズ・シュワブが判断したETFを掲載しているものである。自社のRIAや一般的なリテール投資家がETFに投資する際に、投資判断の指針としてもらうことを狙いとしている。3ページでまとめたシンプルなものになっており、主な比較項目は運用手数料とオンラインでの売買手数料の有無のみである。また、2011年春号ではチャールズ・シュワブが運用するETFが13本中11本がリストに入っており<sup>14</sup>、チャールズ・シュワブのETFの広告塔の役割も果たしていると言える。

リスト上に詳細な分析は記載されていないものの、推奨銘柄はコスト、リスク、適合性、トラッキングエラー、ビッド/アスクのボラティリティー、売買高、デューデリジェンスを基にして選ばれている。リストアップされる最低条件としては、2,000万ドル以上の運用資産と3か月以上のトラックレコードが必要である<sup>15</sup>。投信評価会社モーニングスターが通常、3年以上のトラックレコードを求めていることと比べ、非常に短く設定されているが、一般的にETFはインデックスに連動するため長期のトラックレコードは不要であるとの考えに基づいている。また、チャールズ・シュワブがETFの自社運用に参入した時期が2009年11月であることから、自社商品のトラックレコードが最長のものでも1年4か月しかなかったという点も考慮されていると思われる。チャールズ・シュワブはアクティブトレーダーやハイレベルの投資家にも同様のリストの提供を検討している。

## 2. ETF 動向レポート

チャールズ・シュワブは、自社のRIA向けに「The ETF Investor: 2010 in Review by Charles Schwab」というETF動向レポートの配信を2011年3月に開始している。これはETFを使った分散投資に関する基本的情報を、四半期毎にまとめたものである。導入部分では、ETFが投資家に受け入れられている特徴、チャールズ・シュワブの顧客が抱えるETF残高の推移、ETFに投資する際の留意点などが記載されている。レポート中盤では、ポートフォリオ内でのETFの活用状況、投信とETFのメリット比較、ETFで発生するトータルのコストについてコメントされている。そして最後に、株式ETF、債券ETF、国際株式ETF、コモディティETFといったカテゴリーごとに基本的なリスクについてまとめ、顧客の投資行動やトレンドが記載されている。

上記のETF推奨レポートやETF動向レポートは、情報提供という面で役立っているが、営業担当者の効率的な営業活動にも寄与すると思われる。会社側が資産配分モデル、銘柄

<sup>13</sup> Lee Barney “Schwab Creates ETF Select List” *Money Management Executive*, March 11<sup>th</sup>, 2011

<sup>14</sup> 逆張りETFやレバレッジETF、ETN（上場投資証券）は対象外である

<sup>15</sup> Jessica Toonkel “Schwab unveils its ETF select list” *Investment News*, March 13<sup>th</sup>, 2011

スクリーニングといった情報を提供することで、営業担当者が運用について考える時間が削減され、その時間で顧客と接触する時間が増えることが期待される。確かにチャールズ・シュワブのレポートでは緻密な分析は行なわれていないが、特にライフプランニングやアセットアロケーションを重視したフィージビリティを展開しているチャールズ・シュワブの RIA においては、ETF 推奨レポートや ETF 動向レポートによるサポートは効果的であろう。また、個人投資家に ETF の利用を幅広く呼び掛ける姿勢は、今後 ETF の資金フローをブローカレッジ経由からモデルポートフォリオ経由へと変化させるものと思われる。

#### IV ETF の浸透によって見込まれる今後の変化

以上のように、金融危機を経て ETF はリテール証券ビジネスにおけるプレゼンスを拡大させているが、今後この流れは加速する見込みである。米国調査会社セルーリは、ETF の運用資産は年率 38% の割合で成長し、2015 年までに 5 兆ドルに達すると予測している<sup>16</sup>。同期間で年率 9% の成長が予測されている投信と比較すると、今後の ETF の飛躍が伺える。その中で ETF が米国リテール金融ビジネスに与える影響は主に二つあると思われる。

第一に、ありとあらゆる運用商品で ETF は活用され、低コスト化の潮流は続くと思われる。特に変額年金保険や 401k といった分野での ETF の利用拡大が期待されている。変額年金保険については、金融危機によって年金原資の最低保証が保険会社の経営を直撃するとともに、その高いコストが批判された。よって低コストの ETF を組み入れ、デリバティブ取引によってリスクヘッジを行なっていくニーズは、今後さらに高まっていくだろう<sup>17</sup>。一方で 401k プランに ETF を導入するに当たっては、既存の 401k プランのレコードキーピング・システムが投信を組み込むために設計されていることが障壁となっていた<sup>18 19</sup>。そのため投信とは異なり、ETF を組み入れる際には売買手数料が発生するケースがあった。一方で、投信のように 12b-1 手数料がない ETF を使えば、運用管理コストを低く抑える効果も期待できる。そのため、401k プランに組み入れられる ETF の金額は徐々に増加してきており<sup>20</sup>、チャールズ・シュワブは ETF のみで構成された 401k プランを 2012 年の前半までに投入する予定である。

第二に、米国リテール金融ビジネスにおいて、アドバイスの付加価値が優勝劣敗を決める流れが加速すると考えられる。ETF の売買手数料や運用手数料が非常に低い所まで押し下げられ、ウェブ上の技術が発達したことで、顧客ごとにある程度カスタマイズしたポートフォリオを低コストで組むことが十分に可能になった。今後さらに ETF が浸透すると、預かり資産残高に対する資産収益率も低下することが予想され、ますます顧客預かり資産の獲得競争が激化するだろう。一方で、主戦場となるベビーブーマー層や若年層は、特に

<sup>16</sup> The Cerulli Edge US Asset Management Edition 2011 March 参照。

<sup>17</sup> Leslie Scism “Building a Cheaper Annuity” *The Wall Street Journal*, February 7<sup>th</sup>, 2011

<sup>18</sup> Arii Weinberg “ETFs Shunned by Many Plans” *The Wall Street Journal*, August 2<sup>nd</sup>, 2010

<sup>19</sup> ETF の売買や端株保有の記録を残すために煩雑な手続きが必要であった。

<sup>20</sup> 2010 年 8 月時点で 401k で運用されている ETF の残高は ETF 全体の 5% である。

金融サービスの費用対効果に厳しい評価の目を持つようになっており、営業担当者は、ポートフォリオの中でのETFのソリューションをアドバイスするだけでなく、ETFだけでは解決できない複雑なニーズに応えるべく、より高い能力開発を目指すことになるのではないかと思われる。

いずれにせよ、ETFという金融イノベーションが、米国のリテール金融ビジネスにどのような変化を起こすのかは、今後ますます注目を集めると考えられる。