

# 「報酬ゼロ時代」を迎える 世界の金融機関の経営のあり方

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

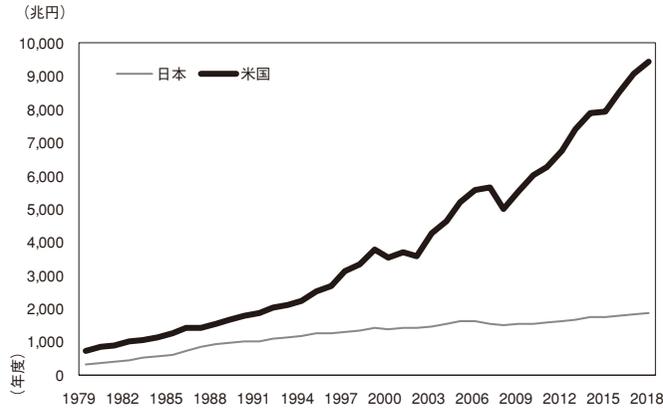
## ■ 1. フィンテックで進化する個人向けの 資産運用サービス

本格的なフィンテック時代を迎えて、日米で個人向けの資産運用サービスが大きく変貌しつつある。資産運用サービスのオンライン化が進行しており、今後も、世界的に運用コストの低下が進むであろう。こうして、資産運用サービス業は、株式や投信の手数料や報酬がゼロに向かう「大値下げ時代」に突入したのである。言い換えると、報酬がゼロでも稼げるビジネスモデルをつくり出せないと、個人向け資産運用サービス業者（銀行、証券、資産運用会社）は生きていけない時代になりつつある。

米国では、預かり資産第2位の証券会社であるチャールズ・シュワブが株式手数料をゼロに引き下げ、他のオンライン証券もこれに追随した。競争激化に対応するために、チャールズ・シュワブとTDアメリトレードが経営統合を発表し、首位のフィデリティに追随する。

フィデリティは、2018年に、販売手数料と信託報酬を無料とする投信を4本発売し、現在では、24本の投信が無料である。一般的な公募投信の経費率もゼロに向かいつつあり、フィデリティの最大の公募投信の年間経費率が2ベーススである。上場投資信託（ETF）でも、JPモルガンの米国株インデックス・ファンドは経費率が2ベーススであり、一部に経費率がマイナスのものもある。

(図表 1) 日米個人金融資産の推移



(注) 年度ベース (各年 3 月末)。米国は、1 ドル110円で換算。  
(出所) 日本銀行、FRB

こうした動きは日本にも広がりを見せており、オンライン証券が一斉に株式売買手数料を無料にした。そして、日本株インデックス・ファンドやETFの信託報酬も引き下げられている。

一方で、従来の対面型サービスを提供する金融機関は相対的に不振である。今後、オンライン化に対応できない金融機関は高コスト体質が残り、そのシェアが低下するおそれがある。

資産運用のコストが低いということは、その分、投資家の収益率が高まるということである。それが魅力となり、米国では運用サービスの「薄利多売」が進んでいる。米国では、以下の要因によって、資産運用コストが低下しつつある。

1. 投信のパッシブ化とETFの資産拡大によって信託報酬が低下している。
2. 証券会社の一任運用の料率が低下している。
3. 株式の売買手数料が低下している。
4. ロボアドバイザーが普及し始めた。

以下、これらを個々に検討する。

## 2. 米国の証券会社のビジネスモデルの変化

米国の個人金融サービス業は全体的に成長している。個人金融資産 (2019年 3 月末) は、

(図表2) リテール証券の預かり資産(2018年末)

(兆円)	特徴	2013年末	2018年末	増減額
フィデリティ・インベストメンツ	独立系、総合	506	736	230
チャールズ・シュワブ	独立系、総合	247	366	118
BofAML	投資銀行系、富裕層向け	260	288	29
モルガン・スタンレーWM	大手証券系、富裕層向け	209	253	44
ウェルズ・ファーゴ	大手銀行系、富裕層向け	150	187	37
UBS WMアメリカ	大手証券系、富裕層向け	113	132	19
TDアメリトレード	独立系、オンライン	52	128	76
Eトレード	独立系、オンライン	29	46	17

(注) 1ドル110円で換算。

(出所) 各社資料

米国9,456兆円(過去10年間で89%増、1ドル110円で換算)、日本1,855兆円である(同23%増)。米国の個人金融資産は約9,456兆円に対し、利息・配当収入は約325兆円であり、年間の運用利回りは3.3%と高い(2019年3月末)。株式と投信が個人金融資産全体の半分近くを占めるためである。

米国では、対面取引とオンライン取引両方を提供するリテール証券会社上位2社(フィデリティ、チャールズ・シュワブ)の寡占が進行している。リテール証券会社では、マネージド・アカウント(MA、証券会社による一任運用)などを通じたサービスが伸びており、資産残高は680兆円(2018年3月末)である(注1)。MAは、顧客と投資一任契約を締結し、ポートフォリオ策定などを行うものであり、ラップ口座に近いものがある。

MAの年間口座管理手数料は資産残高の1%を超えることが多いが、近年、手数料の低下が進んでいる(注2)。2020年より、UBSは、米国事業でSMAの口座管理手数料を無料化する予定である(注3)。ETFやインデックス・ファンドの成長と、ロボアドバイザーの台頭は、資産運用のコストを大きく引き下げることができる。一任運用(MA)のコストは、投信の経費と証券会社の報酬であり、合計の経費率は年2%台であったが、現在ではETFと証券会社の報酬を合わせて、経費率は年1%台に下がった。

本格的なAI時代の到来によって、今後、登録投資顧問業者(RIA、一任運用等を行う証券業者)などによるMAはロボアドバイザーに代替されていくことであろう。ETFの経費率は資産加重平均0.2%であり、ロボアドバイザーの報酬率は0.3%程度である。よって、ETFとロボアドバイザーに代替されると、経費率は年0.5%以下に下がると考えられる。

ロボアドバイザー運用資産額は、2018年の47兆円から、2023年に165兆円に増加する見込みである(注4)。企業別の運用資産額(2018年末時点)で、1位バンガード12.3兆円(運

(図表3) 世界の運用会社資産上位10 (2018年末)

2018年末	国	総資産 (兆円)	増加額 (兆円)
1 ブラックロック	米国	657	508
2 バンガード・グループ	米国	535	385
3 ステート・ストリート・グローバル	米国	276	59
4 フィデリティ・インベストメンツ	米国	267	62
5 アリアンツ	ドイツ	247	32
6 JPMorgan・チェース	米国	219	87
7 バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	189	66
8 アムンディ	フランス	189	51
9 キャピタル・グループ	米国	185	14
10 AXAグループ	フランス	179	-28

(注) 1ドル110円で換算。2010年にソシエテ・ジェネラルAMとクレディ・アグリコルAMの統合により、アムンディ設立。

(出所) Willis Towers Watson

用報酬年0.3%)、2位チャールズ・シュワブ3.7兆円(同0.0%)、3位ベターメント1.5兆円(同0.25%)である(注5)。

### 3. パッシブ化が進む米国資産運用業界

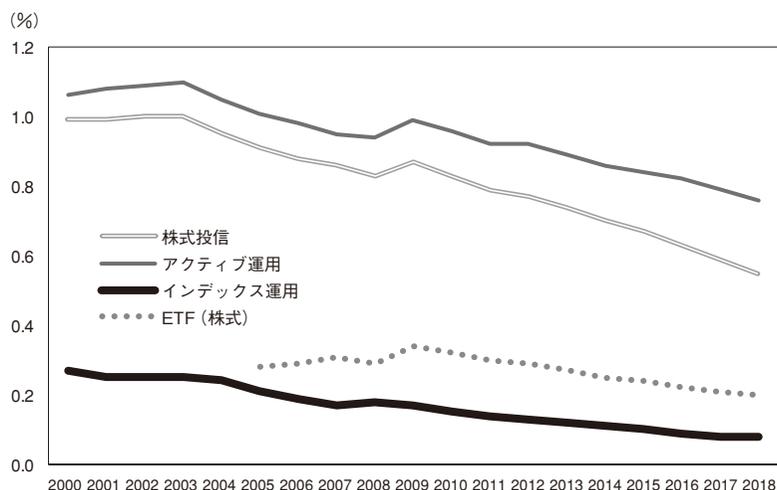
米国の資産運用業界も同様に成長している。世界の運用会社は、パッシブ(インデックス)運用を主力とする米国の上位2社の寡占が進んでいる。

世界最大の資産運用会社ブラックロックは、2009年にパークレイズ・グローバル・インベスターズを買収し、ETF資産が急成長している。世界のETF資産残高は、2008年末の85兆円から2019年10月末の655兆円に増加した(ETP含む。出所:ブラックロック)。ETFの経費率の引き下げが進んでおり、ブラックロックのiSharesコア S&P 500 ETFは、経費率を2016年に7ベースから4ベースに引き下げた。バンガード・グループなど他社もその動きに追随し、価格競争が起こっている。

1976年に、世界で初めて個人投資家にインデックス・ファンドを販売したバンガード・グループ(未上市)の総資産は、公募投信を中心に大きく成長している。資産額上位の公募株式投信の多くはインデックス・ファンドであり、その経費率は5ベース以下のものが多い。

コストの高いアクティブ運用の資産が流出する一方、コストの低いパッシブ運用に資金が流入している。2009年から2018年にかけて、国内のパッシブ型株式投信とETFに約180

(図表4) 米国における株式投信の経費率(資産加重平均)の推移



(出所) ICI

兆円(新規投資・配当の再投資含む)が流入し、国内のアクティブ型株式投信からは約150兆円の資金流出が起こった(注6)。

投信(MMF除く)の純資産に占めるパッシブ運用の割合は2000年の7.5%から2018年には22.6%へ上昇した。また、投信(同)の純資産約1,610兆円のうち約1,140兆円が販売手数料無料のノーロード型である(2018年末)。株式投信の信託報酬は、資産加重平均で、アクティブ運用0.76%、インデックス運用0.08%、ETF(株式)0.2%である(2018年)。

#### ■ 4. ビジネスモデルの転換に成功したフィデリティ

フィデリティは、かつて世界最大のアクティブ運用会社であったが、現在では、個人向け総合資産運用サービス会社に転身した。顧客預かり資産は860兆円、運用資産は330兆円である(2019年9月末)。2018年12月期に、営業利益は最高益6,900億円、売上高は2.2兆円を記録している(非上場)。

証券口座数は2,960万口座である。統合予定のチャールズ・シュワブ1,211万口座とTDアメリトレード1,200万口座を合計しても、2,400万口座にとどまる。ブローカー・ディーラー(BD)やRIAなどを通じた販売も行い、13,500の金融アドバイザー会社に、投資・テクノロジーのソリューションを提供している。さらに、全米最大の401(k)プランの運

---

営管理機関として、22,000以上の事業主に対し、確定拠出、確定給付、福利厚生などのプランに関する業務を行う。

フィデリティは、投信や資産運用のコストを大きく引き下げている。世界最大の証券会社が価格引き下げ競争を展開しているため、資産運用業界全体の経費率が低下傾向にある。2016年に、フィデリティはロボアドバイザー「フィデリティ・ゴー」を開始した。信託報酬は年0.35%であり、取引、入出金、リバランスの手数料は無料である。2018年、経費率ゼロのインデックス・ファンドの販売を開始し、既存のインデックス・ファンドについても、平均35%の手数料引き下げを実施した。そして、最低投資額の要件なしで口座を新規開設できるようになった。

## ■ 5. 株式取引手数料の無料化の潮流

さらに、株式取引の分野でも、手数料の無料化が進行中である。この分野の先駆者は、以下の2社である。

### チャールズ・シュワブ

ディスカウント・ブローカーとして台頭し、1996年にオンライン証券取引に参入した。顧客資産は、2019年9月末の410兆円と10年前から約3倍に増加した。収益構造は、純金利収入が57%、資産運用・管理手数料32%、トレーディング（手数料・自己勘定取引）8%と、金利収入が高いのが特徴である（2018年12月期）。

他社に先駆け、証券各種手数料を引き下げており、口座サービスやロボアドバイザーの手数料は無料である。2019年には、米国株式、ETF、オプションの売買手数料無料化を発表した（オンライン取引対象）。さらに、11月に、競合のTDアメリトレードを買収することで合意した。両社の顧客預かり資産は、550兆円（5兆ドル）である。

平均顧客資産に対する費用は、チャールズ・シュワブが16ベース・ポイント（bps）と低い。ちなみに、バンク・オブ・アメリカ（旧メリルリンチ個人部門）が50bps、モルガン・スタンレー（旧スミスバーニー個人部門）が53bps、Eトレードが37bps、TDアメリトレードが27bsである（2018年12月末時点）。

### ロビンフッド

ロビンフッドは、2013年に設立された証券プラットフォームである。未上場だが、企業価値評価は約8,400億円である（2019年11月末時点、CB Insights）。マーケット・メーカーからのリベートで事業運営費用を賄い、株式売買手数料無料を可能にしているという（注7）。

---

他の収益源として、月額5ドルの投資ツール（ロビンフッド・ゴールド）、現金管理収入、貸株収入、デビットカード等のインターチェンジ・フィーがある。

大手金融機関でも、オンラインでの株式取引手数料を無料化する動きが広がっている。JPモルガン・チェースはオンライン投資アプリを開始し、標準プランの場合、1年目に株式・ETF・オプションのオンライン取引の手数料が無料となる。

2019年10月に、バンク・オブ・アメリカのメリル・エッジ（オンラインの投資プラットフォーム）において、2万ドル以上のメリル・エッジ口座もしくはバンク・オブ・アメリカの預金口座を対象に、株式・ETF・オプションの取引手数料が無料となっている。大手金融機関が手数料無料を実施できるのは、低コストで調達した預金資金を短期金融市場で運用した場合の預金利ザヤでカバーできるからである（注8）。

## ■ 6. 日本の金融機関に対する影響

日本においても、オンライン証券各社が手数料を無料化する動きが広がっている。auカブコム証券は、信用取引手数料の撤廃や投信購入時の手数料無料（2020年1月より）を発表した。SBI証券、マネックス、松井証券、楽天証券もこの動きに追随し、投信や信用取引の一部手数料が無料化される。

SBIホールディングスは、3ヵ年計画で証券関連事業の手数料完全無料化を目指すことを公表した。第一弾として、SBI証券の夜間PTSの手数料無料化、第二弾として、SBIネオモバイル証券（Tポイントによる株式投資等）の株取引等の無料化、第三弾として、SBI証券の現物取引・信用取引の手数料無料化を目指す。

フィデリティ証券は、オンライン0%プログラム（取引のペーパーレス化手続きである「オンライン0%宣言」を行う）の条件を満たした顧客を対象に、インターネット経由で、投資信託の購入手数料を無料（最大3.3%）としている。

さらに、ETFやインデックス・ファンドの値下げ競争が始まっている。三菱UFJ国際投信は、ノーロード型のインデックス・ファンドであるeMAXISシリーズを設定・運用している（純資産合計4,765億円、2019年11月25日）。2017年に、eMAXIS Slim（イーマクススリム）を設定した。他社類似ファンドが信託報酬比率の引き下げを行った場合、当該ファンドの信託報酬率も引き下げ、業界最低水準を目指すものである。2019年11月より、eMAXIS Slim米国株式（S&P500）の信託報酬率は0.088%に引き下げられている。

(図表 5) 米国と日本のメガバンクの過去10年間の株価騰落率

(10億円)	時価総額	純利益	ROE (%)	株価騰落率 (%)
JPモルガン・チェース	45,459	3,572	14.3	210.1
バンク・オブ・アメリカ	32,969	3,096	10.6	110.2
ウェルズ・ファーゴ	25,336	2,463	11.3	94.2
MUFG	7,901	873	5.6	19.9
SMFG	5,478	727	6.7	40.0
みずほFG	4,296	97	5.4	4.4

(注) 2019年11月末時点、1ドル110円で換算。ROEは、ブルームバーグ今期予想。

(出所) ブルームバーグ

## 7. 日本の金融機関はデジタル戦略の加速が必要

フィンテックの潮流は今後も一段と加速し、結果として、金融機関の経営に大きな影響を与えている。結果として、リテール向け個人金融商品の販売チャネルは対面型からオンライン型にシフトしようとしている。

米国では、伝統的な大手金融機関はビジネスモデルを進化させ、対面型とオンライン型の融合を促進している。JPモルガン・チェースやバンク・オブ・アメリカなどの銀行がデジタル・モバイル投資に注力して、対面型とオンライン型のハイブリッドモデルに転換することに成功している。その結果、収益力や株価上昇率において、日米の銀行は大きな差が広がった。

同じく、証券会社でも、フィデリティやチャールズ・シュワブがハイブリッドモデル転換で成果を出している。米国では、体力のある大手金融機関がデジタル戦略に注力しているため、オンライン専門金融機関の規模が小さい。

一方で、日本では、メガバンクや大手証券会社は対面型が中心であって、オンライン型へのシフトが遅れた。大手金融機関がオンライン戦略をあまり重視しないため、日本ではオンライン専門金融機関の規模が相対的に大きい。その代表例が、SBIホールディングス、楽天、GMOインターネットである。

日本において、大手金融機関による投資勧誘行為が問題視されている。個人投資家に対する対面型金融サービスに関し、毎月分配型投信、テーマ型投資、外貨建保険などの商品を販売し、過度に販売手数料を稼いでいるとの批判がある。それに対して、金融庁は大手金融機関に対して営業姿勢の適正化を強く促している。それでも、日本郵便、かんぽ生命

---

など、大型の不祥事や不適切な事件が発生している。一方で、オンライン金融機関ではプッシュ型の営業による不適切販売の問題は生じていない。

フィンテックの流れがあっても、伝統的な銀行であるJPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカはオンライン戦略に注力して成長している。日本でも、楽天銀行、SBI証券、GMOペイメントゲートウェイは成長している。このように、デジタル戦略の推進が金融機関の成長戦略の要であることは明らかである。結論として、日本の伝統的な大手金融機関がデジタル戦略を加速し、対面型とオンライン型のハイブリッドモデルに転換することが期待される。

(注1) 三菱UFJ投信「【投信調査コラム】日本版IISAの道 その246 ラップ口座はSMA、MFA、ETF、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～」(2018年11月19日)

(注2) InsuranceNewsNet, “Unified Money Platforms Speed Planning, Cut Fees”, April 9, 2018

(注3) Wall Street Journal, “UBS Eliminates Fees on Some Accounts for Wealth Clients”, October 22, 2019

(注4) Facundo Abraham, Sergio L. Schmukler & José Tessada, “Robo – Advisors : Investing through Machines”, World Bank Group Research & Policy Briefs No. 21, February 2029

(注5) Robo – Advisor Pros, “Robo – advisors With the Most Assets Under Management – 2019”, March 30, 2019

(注6) ICI, “ICI Factbook 2019”, April 30, 2019, p.74

(注7) Robinhood blog, “A Letter From Robinhood Co – Founder & Co – CEO Vlad Tenev”, October 12, 2018

(注8) 吉永高士「「無料」証券投資サービスを巡る虚実」(野村総合研究所、Financial Information Technology Focus、2018年11月)

