

アメリカのファンド市場③： 運用コストのトレンド

東京証券取引所 ニューヨーク駐在員事務所長

木村 亮太



1. はじめに

米国投資信託協会（ICI^(注1)）が発行している「2020 Investment Company Fact Book^(注2)」の内容の紹介を中心に、適宜日本の状況も織り交ぜつつアメリカのファンド市場を紹介するシリーズ・レポート第1回及び第2回では、世界のファンド市場と比較した場合のアメリカのファンド市場の規模や特徴、アクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへの資金の流れ、ミューチャル・

ファンドとETFの間での競争などを紹介した。

〈シリーズ・レポート第1回・第2回のポイント〉

- ・2019年末時点、世界の公募ファンドの中でアメリカの公募ファンドの運用資産額は47%のシェアを占めている。
- ・アメリカの公募ファンドの運用資産額の98%超がオープン・エンド・ファンド（ミューチャル・ファンドとETF）。
- ・ファンド全体ではアクティブ・ファンドのほうが大きいものの、徐々にアクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへの動きが進展中
- ・株式ミューチャル・ファンドはETFへの資金流出が続く。債券ミューチャル・ファンドは堅調。
- ・ETFは、株式・債券ともに急成長中で、運用資産額は4.4兆ドルに到達。
- ・ミューチャル・ファンド、ETFともに、スクラップ・アンド・ビルドの考え方が一般的で、熾烈な競争がある。

〈目次〉

1. はじめに
2. ファンドの運用コストの種類
3. ミューチャル・ファンドの総経費率
4. ETFの総経費率
5. ミューチャル・ファンドの販売手数料
6. おわりに

ミューチャル・ファンドとETFの間はもちろんのこと、ミューチャル・ファンド同士やETF同士でも厳しい競争が行われており、多くのファンドが閉鎖する一方で新しいファンドが次々に生まれているというのがアメリカのファンド市場の様相である。そして、このファンド間の競争の勝敗要因は、流通チャネル、売買の利便性、ファンドの認知度といった要素に加えて、最大の要因の一つはファンドの運用パフォーマンスである。

ファンドの運用パフォーマンスは、ファンドが達成したリターンからファンドの運用コストを控除した結果となるわけだが、こと最近増加しているインデックス・ファンドに至っては、同じインデックスに連動しているファンドであれば概ね同様のリターンとなるため、最大の差別化要素はファンドの運用コストとなる。ファンドの運用コストは、翻って買い手である投資家が直接的又は間接的に負担する手数料であり、投資家目線で見えた場合、同様のリターンを達成するためには安い手数料（＝運用コスト）の商品を求めることは至極当然のことである。よって、最終的には投資家の手数料へと変わるファンドの運用コストこそ、現在のアメリカのファンド市場における競争のドライバーとなっていることは容易に推察される。そこで、今回のシリーズ・レポート第3回では、このファンドの運用コストとそのトレンドに関して紹介する。なお、本稿中、意見に関わる部分については、筆者の私見であることに留意されたい。

■ 2. ファンドの運用コストの種類

ファンドの運用コストは、一般的には手数料という形で投資家に転嫁されるわけであるが、その転嫁の仕方はファンドの販売形態やファンドのスタイルによって異なる。ここではファンド側からではなく、投資家側から見て発生する費用を分解して、ファンドの運用コストを考えてみたい。

ミューチャル・ファンドやETFの投資家は、大別すると「運用経費」と「販売手数料」の2種類の費用を負担する。運用経費は、ファンドの運営管理費用（信託報酬）、日々のファンドの会計や価格算定等の監査費用、株主サービス（コールセンターやウェブサイトなど）に係る費用、指数ライセンス料、マーケティング費用、上場料、利息、品貸料、税金など幅広い運営コストをカバーしている。これらの運用経費は、通常、ファンドの運用資産額に対する年率で計算され、「Total Expense Ratio（総経費率）」として示されることが多い。この総経費率で示される運用経費は、ファンドによって絶対額及び比率は異なるものの、基本的には当該ファンドの投資家が必ず負担する必要があるものである。ただし、その負担方法は、ファンドの運用資産額から直接差し引かれたうえでファンドから外部関係者に対して支払われるため、ファンドの投資家にとって見ると間接的にこれらの

(図表1) 信託報酬と総経費率の違い

(百万円)

	自 2019年1月1日 至 2019年6月30日	自 2019年7月1日 至 2019年12月31日
純資産総額	125,000	148,000
営業収益		
受取配当金	1,400	1,500
受取利息	10	10
有価証券売買等損益	4,500	10,000
派生商品取引等損益	50	300
その他収益	130	120
営業収益合計	6,090	11,930
営業費用		
支払利息	12	11
受託者報酬	20	28
委託者報酬	90	109
その他費用	30	25
営業費用合計	152	173

←--- 日本は、受託者報酬と委託者報酬の合計額が純資産総額に占める割合を「信託報酬」として開示：0.18%

←--- アメリカはじめ諸外国は、営業費用合計が純資産総額に占める割合を「総経費率」として開示：0.24%

(注) あくまで概念を図示するためのものであり、実在する商品の数値ではないこと、また、信託報酬及び総経費率は簡易な計算に基づく概算値であることに留意。

(出典) ETFの決算短信等より筆者作成

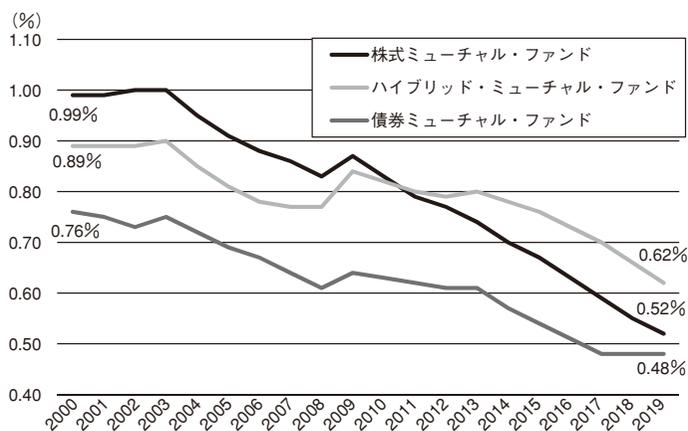
費用を払っているとも言えるだろう。

もう一方の販売手数料に移る前に、ここで少し話を変えて、ファンドのコストに対する日本と諸外国の考え方の違いについて簡単に触れておきたい。ファンドのコストといった場合、日本では、交付目論見書等に記載される「信託報酬」のことを思い浮かべる人が多いと思うが、信託報酬は、ファンドが委託者（運用会社）と受託者（信託銀行）に対して支払う報酬のことを指しており、上述のとおり、実際にはファンドは他にも様々な費用を払っている。これら信託報酬以外の費用は、財務諸表上、複数の科目に分かれて計上されていることが一般的である。一方、アメリカやヨーロッパをはじめとする諸外国では、ファンドのコストといった場合、信託報酬はも

ちろんのこと、ファンドが支払うこれら全てのコストを考慮した「総経費率」であるという認識であり、実際、その値が開示されている。したがって、当レポートで述べる総経費率を日本のファンドの信託報酬と単純に横並びで比較することは適切ではないことに留意されたい。参考として、図表1にて信託報酬と総経費率の違いを示す。

さて、もう一つのコストである販売手数料は、総経費率として提示される運用経費とは別に、投資家がファンドの販売者に対して直接支払うもので、ミューチャル・ファンドとETFで種類が異なる。まずミューチャル・ファンドについて説明すると、販売手数料を支払うタイミングはファンドによって異なるものの、一般的にはファンドの購入時（フロ

(図表 2) ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率の変化



(出典) ICIより筆者作成

ント・エンド・ロード)、ファンドの解約時(バック・エンド・ロード)、又は一定期間に亘って(レベル・ロード)支払う形態が存在する。なお、販売手数料を徴収しないファンドもあり、それらはノー・ロードと呼ばれる。次にETFであるが、ETFはミューチャル・ファンドと違って取引所に上場し、投資家は証券会社経由で売買する。よって、ETFに関してファンドの販売手数料というもの存在しないものの、取引所での売買に際して証券会社に対して支払う委託手数料がミューチャル・ファンドの販売手数料に相当するものと言うことができるだろう。

ただし、詳しくは後述するが、この販売手数料は、ミューチャル・ファンドに関してはノー・ロードが主流になりつつある。また、ETFに関しては売買の委託手数料が無料という証券会社も増えてきている。したがって、ミューチャル・ファンドであれETFであれ、

販売手数料に相当するコストがゼロであることが主流になりつつある以上、ファンドの運用コストとして横並びで比較できる指標は前者の総経費率であることから、まずはこの総経費率に着目して、ミューチャル・ファンドとETFのコスト水準と推移を順番に見てみたい。

3. ミューチャル・ファンドの総経費率

(1) 全体の傾向

はじめに、ミューチャル・ファンドの総経費率から掘り下げてみたい。ミューチャル・ファンドの総経費率を分析するに際して、ファンドの総経費率を運用資産額で加重平均した値(以下「加重平均総経費率」という。)の推移を見てみると、その値は運用資産の種類を問わず、この20年間で大きく低下していることが分かる。具体的に、株式ミューチャ

(図表3) アセット別ミューチャル・ファンドの総経費率 (2019年)

投資方法	上位10%	中央値	加重平均
株式ミューチャル・ファンド	0.64%	1.15%	0.52%
グロース	0.66%	1.10%	0.71%
セクター	0.75%	1.30%	0.70%
バリュウ	0.67%	1.09%	0.64%
ブレンド	0.37%	0.97%	0.31%
ワールド	0.75%	1.23%	0.64%
インデックス	0.05%	0.33%	0.07%
ハイブリッド・ミューチャル・ファンド	0.53%	1.15%	0.62%
債券ミューチャル・ファンド	0.44%	0.80%	0.48%
投資適格債	0.35%	0.69%	0.34%
ワールド	0.61%	0.98%	0.57%
国債	0.28%	0.78%	0.40%
ハイ・イールド	0.62%	0.95%	0.72%
地方公共債	0.45%	0.76%	0.51%
マネー・マーケット・ファンド	0.17%	0.43%	0.25%

(出典) ICIより筆者作成

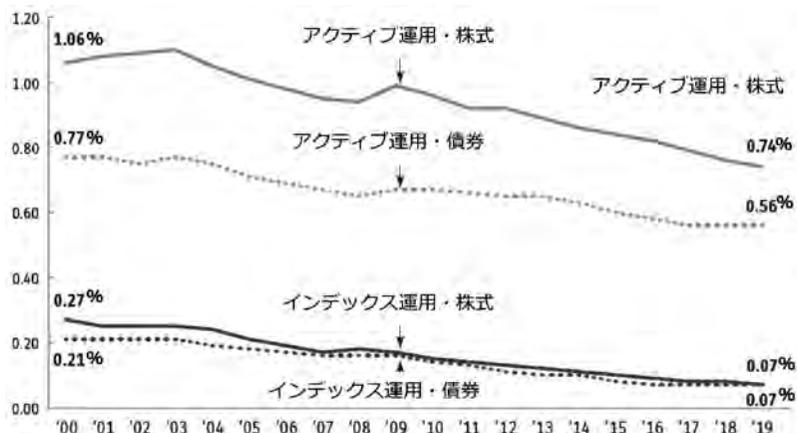
ル・ファンドの加重平均総経費率は、2000年には0.99%であったところ、2019年には約半分の0.52%となっている。ハイブリッド・ミューチャル・ファンドや債券ミューチャル・ファンドにおいても同様の傾向が見られており、ハイブリッド・ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率は0.89% (2000年) から0.62% (2019年) に、債券ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率は0.76% (2000年) から0.48% (2019年) に下落している (図表2)。

ミューチャル・ファンドの総経費率の下落には、いくつかの要因が考えられる。まず、総経費率は、ファンドの運用資産が増えるほど下落することが挙げられる。ファンドの費用のうち、会計監査費用や取締役の給与などいくつかの費用は絶対額で計算されていることもあり、ファンドの運用資産が増えること

によって、運用資産総額に対するこれらの経費のウエイトが低下するため、結果として総経費率が下がることになる。シリーズ・レポート第2回で紹介したファンドの複合体であるシリーズ・トラストによるファンドの寡占化が進んでいることが、総経費率の低下に貢献しているとも言えるだろう。

当然、後述するETFの登場によって厳しい競争にさらされた結果、ミューチャル・ファンド自身が規模の経済や競争優位を目指すために総経費率を能動的に下げていったことも考えられる。またインデックス・ファンドが主流になり、リターン面での差別化が難しくなる一方コスト面での差別化が求められる中、投資家の資金がより低コストのファンドに流れていくことによって、加重平均総経費率の下落がさらに推し進められたのだろう。

(図表4) 運用スタイル別のミューチャル・ファンドの加重平均総経費率



(注) いずれも加重平均総経費率の推移
(出典) ICIより筆者作成

(2) アセット別の総経費率

ミューチャル・ファンドの総経費率は、投資対象となる資産に応じて大きく変わる。一般的に、債券やマネー・マーケットに投資するミューチャル・ファンドの総経費率は、株式に投資するミューチャル・ファンドの総経費率よりも低い。株式ミューチャル・ファンドの中では、特定のセクターや海外株式に投資するファンドは、大型で流動性の高い国内株式に投資するファンドと比較して運用コストや管理コストが高くなりがちであり、結果として総経費率は高くなる。

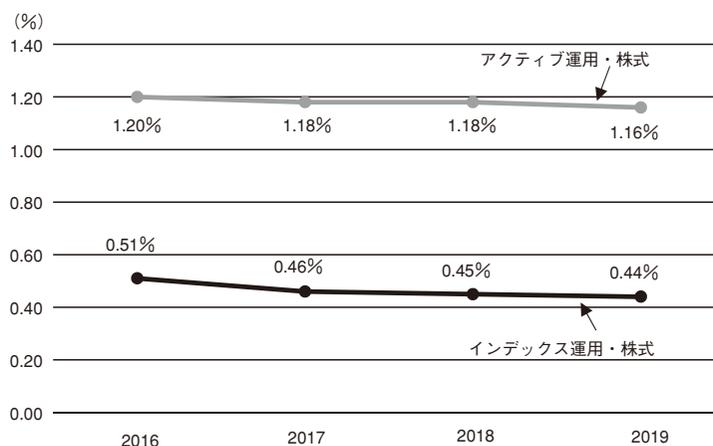
とはいえ、これはあくまで一般的な傾向に過ぎず、総経費率自体は運用資産額が増加するにつれて低下するものであることから、たとえ同じ投資対象資産のファンドであったとしても、ファンドの規模や管理方法等によって総経費率は大きく変わるものであり、そのバラ

つきは非常に大きい。前ページの図表3から読み取れることとして、上位10位のファンドの総経費率と加重平均総経費率が近似していること、その一方で、両者の値と中央値の値が大きく離れていることが分かるだろう。すなわち、そのアセットにおいて、運用資産の多くが上位10位のファンドに集中していること、かつ上位10位以外の運用資産額の小さいファンドの数が非常に多いということを示している。

(3) 運用スタイル別の総経費率

上の図表4は、2000年から2019年の運用スタイル別のミューチャル・ファンドの総経費率の推移を示している。一般的には、運用資産規模が小さく、かつ頻繁に売買を繰り返すアクティブ運用のファンドのほうが、インデックス運用のファンドよりも運用コストが高く、総経費率も高くなる。ただし、そのア

(図表5) 日本の公募株式投資信託の信託報酬



(出典) 投資信託協会より筆者作成

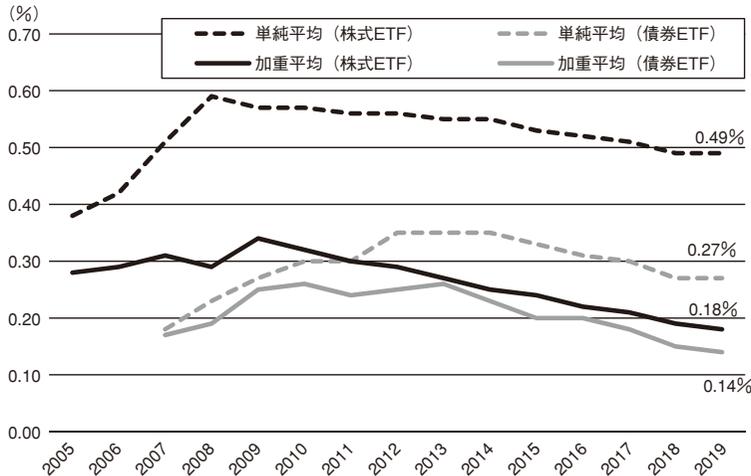
クティブ運用のファンドの総経費率が高止まりしているかという点とそうではなく、アクティブ運用のミューチャル・ファンドも、ミューチャル・ファンド全体の経費率の低下に寄与していることが推察できる。2000年から2019年にかけて、インデックス運用の株式ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率は0.27%から0.07%に、インデックス運用の債券ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率は0.21%から0.07%に低下しているが、それと同じように、アクティブ運用の株式ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率は1.06%から0.74%に、アクティブ運用の債券ミューチャル・ファンドの加重平均総経費率は0.77%から0.56%に低下している。

なお、参考までに、2016年から2019年の日本の公募株式投資信託の信託報酬の推移を図表5に示す。前述のとおり、アメリカの総経

費率と日本の信託報酬はコストの範囲が異なることから、図表4と単純比較はできないことに留意されたい。日本の株式投資信託に関して言うと、信託報酬は概ね横ばいと言って良いだろう。アクティブ運用の公募株式投資信託の信託報酬は2019年末時点で1.16%、インデックス運用のそれは0.44%となっている。ただし、「総経費率=信託報酬+ α 」であるということを踏まえると、日本の株式投資信託と比較して、いかにアメリカのミューチャル・ファンドが低コストとなっているのかがお察しいただけると思う。

運用スタイルを問わず、あらゆるミューチャル・ファンドの総経費率が低下傾向にある背景として、特に株式ミューチャル・ファンドを中心に、アクティブ運用からインデックス運用への資金シフトが続いている中で、より大きなファンドに投資家の資金が集中し

(図表6) 株式インデックスETF及び債券インデックスETFの総経費率の推移



(注) 債券インデックスETFに関しては、2005年～2006年のデータが欠けているためブランクとしている。

(出典) ICIより筆者作成

つつあり、規模の経済を活かして総経費率を低下させていること、そして、ETFという競合商品が現れ、その競争に打ち勝つために、ミューチュアル・ファンド自身もさらなる低コスト戦略をとりつつあることなどが挙げられる。そこで、次の章では競合商品であるETFに関して状況を見てみたい。

4. ETFの総経費率

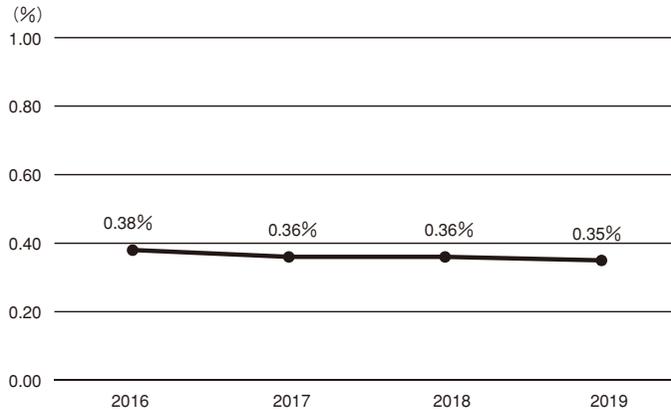
(1) 全体の傾向

シリーズ・レポート第1回及び第2回を通じて説明したとおり、ETFの運用資産総額は、2009年末の7,770億ドルから2019年末には4.4兆ドルへと近年急速に増加し、2019年末現在、運用資産総額ベースでアメリカのファンド市場の17%を占めるに至っている。

ミューチュアル・ファンドの投資家層とETFの投資家層は重複している層も多く、彼らは類似したアセットクラスと流動性であれば、より運用資産額が大きく、流動性が高く、そして総経費率の低いファンドを追求して投資する傾向があるとされている。特に取引所に上場しているETFの場合、基本的にどの証券会社を経由しても売買が可能であり、ミューチュアル・ファンドのように流通チャンネルが差別化要因になることはないため、その傾向は一層顕著であると考えられる。

図表6は、株式インデックスETFと債券インデックスETFに関して、総経費率の単純平均と加重平均の推移を示したものである。いずれのETFにおいても、全期間を通じて加重平均総経費率（実線）が単純平均総経費率（破線）よりも低いことから、総経費

(図表7) 日本の株式ETFの信託報酬



(出典) 投資信託協会より筆者作成

率がより低いETFにより多くの資金が集まっていることが伺える。また、実線と破線の開きが年々大きくなっていることから、より総経費率が低いETFへの資金の集中が進みつつあるとも言えるだろう。2019年時点において、株式インデックスETFの単純平均総経費率は0.49%に対して加重平均総経費率は0.18%、債券インデックスETFの単純平均総経費率は0.27%に対して加重平均総経費率は0.14%となっているが、今後もこの差はますます広がっていくのではないかな。

なお、ここで日本の株式ETFの信託報酬の水準についても触れておきたい。ミューチャル・ファンドの際と同様に、総経費率と信託報酬は定義が異なるため同列に比較することは適切ではないが、日本とアメリカのETFの大まかなコスト水準をイメージしていただければと思う。図表7からお分かりのとおり、2019年時点、日本の株式ETFの信

託報酬は0.35%となっている。同時点におけるアメリカの株式ETFは、信託報酬にその他のコストを加えた総経費率であっても0.18%ということからも、両国の株式ETFのコスト水準には大きな開きがあることがお分かりになるのではないかな。

(2) アセット別の総経費率

話をアメリカのETFに戻して、ETFのアセット別の総経費率を見てみたい。傾向としては、ミューチャル・ファンドと同様、投資対象とするアセットによって総経費率には大きなバラつきがあると言えるだろう(図表8)。この図表8と先の図表3を比較してみると、多くのカテゴリーにおいて、ETFの総経費率のほうが安いことが分かる(注3)。同じオープン・エンド・ファンドであり、同じ資産に対するリターンを提供するミューチャル・ファンドにとって、より総経費率が低

(図表 8) アセット別ETFの総経費率 (2019年)

投資方法	上位10%	中央値	加重平均
株式インデックスETF	0.12%	0.47%	0.18%
グロース	0.07%	0.30%	0.17%
セクター	0.13%	0.50%	0.25%
バリュー	0.08%	0.30%	0.20%
ブレンド	0.10%	0.35%	0.11%
ワールド	0.19%	0.50%	0.27%
ハイブリッド・インデックスETF	0.46%	0.60%	0.49%
債券インデックスETF	0.06%	0.20%	0.14%
社債	0.05%	0.10%	0.08%
ワールド	0.25%	0.38%	0.25%
国債	0.05%	0.15%	0.13%
ハイ・イールド	0.20%	0.40%	0.42%
地方公共債	0.11%	0.24%	0.17%
株式アクティブETF	0.18%	0.63%	0.74%

(出典) ICIより筆者作成

くなるよう運用でき、かつ売買の利便性も高いETFの登場は、ミューチャル・ファンドからの資金流出に直結した。シリーズ・レポート第2回にて触れたとおり、特に2019年は株式インデックス・ミューチャル・ファンドでこの動きが顕著に見られたところである。

既にミューチャル・ファンドよりも一般的に総経費率が低いETFではあるが、その総経費率は近年さらなる低下を見せている。2019年の大きな話題としては、総経費率がゼロのETF^(注4)が登場したことに加えて、総経費率がマイナスのETF^(注5)も登場したことが挙げられる。このようなETFの動きに対応すべく、Fidelityに代表される大手運用会社であっても、競合するミューチャル・ファンドに関して総経費率がゼロのミューチャル・ファンド^(注6)を導入するなど、両商品の間でますますコストの引き下げ競争が進展している状況である。今後、アメリカのETFの総経費率がどの程度まで下がっていくのか、それに伴

って、ミューチャル・ファンドや他国の競合ファンドはどのような影響を受けることになるのか、今後の分析が期待される分野である。

(3) 同一インデックスに連動するETFの総経費率の国際比較

さて、ここまでの説明において、ファンドのコストを説明するにあたり、アメリカ等諸外国のファンドで開示されている総経費率と日本のファンドで開示が求められている信託報酬は異なることを説明した。日本でも徐々に総経費率をもってファンドのコスト分析や比較を行う動きが出てきているものの、まだ一般的とは言えないだろう。それ故に、総経費率で比較した場合、日本のファンドは諸外国のファンドと比較してどれぐらいのコスト水準になるのかという分析も不十分かもしれない。そこで、非常に簡単なものではあるが、この場で一つの例を紹介したい。図表9は、JPX日経インデックス400に連動する日本の

(図表 9) JPX日経インデックス400に連動するETFの総経費率比較

順位	銘柄名 (コード)	地域	信託報酬	総経費率
1	Xtrackers Japan JPX-Nikkei 400 Equity ETF	アメリカ	0.090%	0.090%
2	MAXIS JPX日経インデックス400上場投信 (1593)	日本	0.078%	0.127%
3	上場インデックスファンドJPX日経インデックス400 (1592)	日本	0.100%	0.149%
4	Amundi JPX-Nikkei 400 UCITS ETF	ヨーロッパ	0.080%	0.180%
5	iシェアーズ JPX日経400ETF (1364)	日本	0.115%	0.180%
6	Invesco JPX-Nikkei 400 UCITS ETF	ヨーロッパ	0.190%	0.190%
7	NZAM 上場投信 JPX日経400 (2526)	日本	0.115%	0.191%
8	Xtracker JPX-Nikkei 400 UCITS ETF	ヨーロッパ	0.100%	0.200%
9	One ETF JPX日経400 (1474)	日本	0.170%	0.248%
10	ダイワ上場投信-JPX日経400 (1599)	日本	0.180%	0.248%
11	NEXT FUND JPX日経インデックス400連動型上場投信 (1591)	日本	0.200%	0.268%
12	iShares JPX-Nikkei 400 ETF	アメリカ	0.480%	0.480%

(注) 日本のETFの信託報酬は税抜きで記載

日本のETFの総経費率は、2020年6月26日以前を決算期末として公表された各ETFの財務諸表のうち、直近1年間(2期分)の数値に基づき、簡易に算出した概算値

アメリカ及びヨーロッパのETFの値は2020年6月26日時点での開示資料より抜粋、信託報酬は総経費率と同値とした

(出典) 東京証券取引所及び各ETF管理会社より筆者作成

ETF 6 銘柄に関して各ETFの開示資料に基づき総経費率の概算値を算出し、そのうえで同指数に連動するアメリカのETF 2 銘柄及び欧州のETF 3 銘柄とともに総経費率が低い順番に並び替えたものである。

JPX日経インデックス400に連動するETFのうち、総経費率が最も低いETFはアメリカのETFであった。また、ヨーロッパのETFに関しても総経費率で見ると十分競争力の高い商品と言えるだろう。「日本株に連動するETFであれば日本のETFが最も低コスト」というわけでは決してなく、諸外国にはたとえ資産が日本株であっても日本以上に競争力の高い類似商品が流通しており、グローバル投資家等からはそのような類似商品と比較されているということ、市場関係者は

認識すべきと考える。

5. ミューチャル・ファンドの販売手数料

最後に、ミューチャル・ファンドの販売手数料の傾向に関して簡単に触れておきたい。アメリカでは、投資顧問業者、金融プランナー、フィナンシャル・アドバイザーなど投資助言の専門家(以下「アドバイザー」という。)を通じて投資することが一般的である。アドバイザーは、投資家が財務目標を達成するための分析レビュー、投資アドバイスの提供、ポートフォリオの調整等の売買などの各種サービスを提供するわけであるが、ここ数十年の間に、投資家からアドバイザーに支払う報

(図表10) 販売手数料別ミューチャル・ファンドの運用資産額 (2010年～2019年)

(単位:十億ドル)

ミューチャル・ファンドの種類	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ロード・ファンド	2,350	2,175	2,360	2,650	2,613	2,439	2,369	2,382	2,064	2,333
フロント・エンド	1,881	1,750	1,892	2,148	2,115	1,989	1,946	1,990	1,762	2,051
バック・エンド	78	50	39	32	24	15	9	6	4	3
レベル	381	367	417	459	467	429	408	378	282	258
その他	10	8	12	11	7	6	6	8	16	21
ノーロード・ファンド	5,090	5,226	6,264	7,601	8,388	8,381	9,105	11,077	10,378	12,707
個人投資家	3,066	2,990	3,463	4,141	4,639	4,584	4,873	5,642	5,068	6,239
機関投資家	2,024	2,235	2,801	3,460	3,749	3,796	4,233	5,435	5,309	6,468
変額年金ファンド	1,290	1,249	1,396	1,628	1,671	1,596	1,636	1,793	1,591	1,816
退職勘定向けファンド	297	290	340	452	480	487	514	666	640	803

(出典) ICIより筆者作成

酬の体系が大きく変化しつつある。具体的には、個々のサービスに対して個別のアクションの対価としての手数料を払うという体系(コミッション・フィー体系)から、投資家の資産残高に対して一定割合のフィーを払う体系(残高フィー体系)へと移行しつつあり、アドバイザーとしては、個別のサービスを提供して単発的なフィーを得ることはできなくなるものの、投資家の資産残高を増やすことができればそれに応じて自身への報酬も増えるという、投資家とアドバイザーの双方にとってwin-winの関係を築くことができるフィー体系が主流になってきている。

このアドバイザーに対するフィー体系の変化を踏まえ、ミューチャル・ファンドのフィー体系も近年大きく変化している。具体的には、フロント・エンドやバック・エンドのファンドのようなロード・ファンドの規模は縮小傾向にあり、反対にノーロード・ファンドの運用資産は大幅に増加している。図表10は、

販売手数料体系別のミューチャル・ファンドの残高に関して2010年から2019年までの数値を記したものであるが、ロード・ファンドの運用資産額は約2.3兆ドル(2010年)から約2.4兆ドル(2019年)とほぼ横ばいである一方、ノーロード・ファンドの運用資産額は約5兆ドル(2010年)から約12.7兆ドル(2019年)と2倍以上に拡大していることから、ニーズの変化が伺えるだろう。

6. おわりに

これまで全3回のシリーズ・レポートにわたって、「2020 Investment Company Fact Book」の内容の紹介を中心に、適宜日本の状況も織り交ぜつつアメリカのファンド市場の概要と特徴を眺めてきた。最終回となる今回のレポートで触れた運用コストの低下トレンド、そしてそれを引き起こす要因となったETFの発展やアドバイザーへのフィー体系

の動向は、まさに今のアメリカの金融市場関係者が注目している分野の一つであり、類似の変化は既に日本のファンド市場でも起きつつあるのではないかと考える。

2018年、大手銀行であるJP Morgan Chaseが株式・ETFの売買手数料無料化を導入したことを皮切りに、2019年は多くの大手金融機関やオンライン証券会社が売買手数料の無料化に踏み切った。同時並行的に、ファンドそのものの総経費率をさらに切り下げる熾烈な競争が起きており、今後もこの競争は激化していくものと思われる。そのようなアメリカでの状況を観察するとき、日本のファンド市場との違いに気付くことも多い。

- ・スクラップ&ビルドの機動性を欠いてしまう制度によって、結果的により良い商品の導入が妨げられていないか。
- ・投資家がファンドに投資をするにあたり認識すべきコスト情報として信託報酬は適切かつ十分なのか。
- ・海外のファンドと横並びで比較することが難しいことによって、日本のファンドは海外からの投資機会を失っていないか。
- ・このような海外との差異が、日本のガラパゴス化を促進させていたり、海外の運用会社が日本のファンド市場への参入を躊躇する要因になっていないか。

あくまで一例に過ぎないが、上の点は、アメリカと日本のファンド市場を見ている立場の者として、常に考えさせられるところである。もちろんアメリカのファンド市場にも多く

の課題があり、遅々として解決に進まない課題も多い。しかしながら、世界のファンドの運用資産額の47%を占めるサイズにまで成長し、かつ今この時点でも拡大を続けている状況下において、アメリカのファンド市場から日本が学ぶべき点は多いものと考えられる。アメリカのファンド市場の現状から得られた示唆を踏まえ、日本のファンド市場がさらに健全な市場に発展していくことを強く期待する。

(注1) Investment Company Institute

(注2) Investment Company Institute. 2020. 2020 Investment Company Fact Book : A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. Washington, DC : Investment Company Institute.
Available at www.icifactbook.org.

(注3) ミューチャル・ファンドの総経費率は各カテゴリーにアクティブ運用のミューチャル・ファンドを含んでいること、一方、ETFの総経費率はアクティブ運用のETFを別カテゴリーに切り出して集計していることから、完全な横並びで両図表を比較することは適切ではない点に留意されたい。

(注4) Social Finance, Inc. (SoFi) の運用するThe SoFi 500 ETF (SFY) など。当ETFのグロス総経費率は0.19%であるが、2020年6月30日までの間は運用資産の0.19%の額をファンドに払い戻すとしており、ネットでの総経費率0%を実現していた。

(注5) Salt FinancialのSalt Low truBeta US Market ETF (LSLT)。当ETFのグロス総経費率は0.29%であるが、2020年4月30日まで、又は運用資産が1億ドルに至るまでの間は、ETFの保有者に対して0.34%の額をレポートとして払い戻すとしており、ネットでの総経費率-0.05%を実現していた。

(注6) Fidelity® ZERO Large Cap Index Fund (FNILX) など。