

# 米国発ダイレクトインデックスの 日本での可能性

米国を中心に、ダイレクトインデックス市場が急拡大している。ダイレクトインデックスは、インデックス投資を投資家単位でカスタマイズできる革新的な投資手法であり、日本の資産運用ビジネス拡大の一助になると考えられる。

ダイレクトインデックスとは、インデックス投資を投資家ごとにカスタマイズでき、さらに節税効果も期待できる投資手法である。ファンドへの投資ではなく、インデックス構成銘柄に直接投資するシステムによる自動運用サービスである。

投資家の嗜好に沿ってインデックス構成銘柄やウェイトを変更することができる。例えば、「タバコ関連銘柄を除外したい」、「ESGスコアの高い銘柄のウェイトを上げたい」というニーズに応えることができる。

節税効果については、保有銘柄の内、所定以上の含み損を抱えた銘柄を売却することでキャピタルロスを確認し、主にダイレクトインデックス外で得たキャピタルゲインと損益通算した後、節税効果分を再投資することで、インデックスをアウトパフォームすることを目指す<sup>1)</sup>。

カスタマイズやキャピタルロス確定のために売却した銘柄の代わりに、リスクリターン特性の似た銘柄を保有する<sup>2)</sup>ため、インデックス運用との近似は維持される。

「インデックスへの追随」、「投資家毎のカスタマイズ」、「節税」、「取引コスト」、「保有コスト」の間の最適なトレードオフを、投資家単位でシステムが自動的に実現する革新的な投資手法である。ただし、インデックスファンドやETFに比べ、節税効果とカスタマイズの付加価値がある分、手数料は高く設定されている。

## ダイレクトインデックスの歴史と 海外動向

ダイレクトインデックスは、1992年頃、米国で節税対策付きSMA<sup>3)</sup>として誕生した（米国のキャピタルゲイン課税率は年間所得の多い富裕層ほど高く<sup>4)</sup>節税ニ

ーズが強い)。また、最低投資額が大きいことから、当初は、金融資産1億ドル以上の超富裕層向けのサービスであった。

その後、2018年頃から①ESG投資ニーズの高まりからカスタマイズへの注目が集まったこと、②テクノロジーの発展により最低投資額と手数料の引き下げが可能になり金融資産100万ドル以上の富裕層まで対象が広がったこと、③パッシブ化による低収益化からの脱却を目指し、大手金融機関が次々とビジネスに参入したこと<sup>5)</sup>などから、主に米国のSMA市場にて急成長している。

主要マーケットである米国での資産規模は、15年から18年までは約1,000億ドルから1,300億ドルの間を推移していたが、20年には約3,500億ドルへと増加した。5年後には1兆5,000億ドルに達するとの予測<sup>6)</sup>もあるほどの成長市場となっている。

最近、最低投資額と手数料の引き下げによって、非対面・オンライン提供を通じた、マスアフルエント層からマスリテール層への提供可能性を探る動きが活発化している<sup>7)</sup>。ただし、インデックスファンドやETFに比べてパフォーマンス上のメリットが期待できない。このため、今後、どこまで手数料を抑えられるかが、さらなる拡大への鍵となると見られている。

## 日本におけるビジネス化の論点

日本におけるビジネス化の論点は4つ挙げられる。

1つ目は、米国同様、手数料をどの程度まで抑えられるかである。日本のキャピタルゲイン税率は一律であり、米国の富裕層ほど高税率ではない。従って、米国のマスアフルエント層からマスリテール層への展開と同

## NOTE

- 1) Tax-loss harvestingと呼ばれ、米国などでは節税対策として一般的である。
- 2) 米国では、売却によりキャピタルロスが発生した銘柄は、売却後30日間は買い戻しできないというWash Salesというルールがある。日本には同様のルールはなく、即時買い戻しが可能。
- 3) Separately Managed Accountの略称。
- 4) 連邦税と州・地方政府税を合わせるとキャピタルゲイン課税率が50%を超えるケースもある。
- 5) フィデリティ、チャールズ・シュワブ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ブラック・ロック、JPモルガン、バンガード、UBSなどが、ダイレクトインデックスプロバイダーを買収もしくは提携により参入している。
- 6) Oliver Wymanの予測。
- 7) 現在の業界最低投資額は、フィデリティが提供する予定のダイレクトインデックスサービス「FidFolioシリーズ」で、5,000ドルとなる予定。

様、どこまで手数料を抑えられるかが、普及への鍵となるだろう。

富裕層向けの対面サービスでは、SMAやファンドラップの手数料、非対面・オンライン提供サービスでは、インデックスファンドやETFの手数料との比較となる。最終的に、インデックスファンドやETF対比で、節税効果と相殺できるほどにまで手数料を下げることができれば、カスタマイズという付加価値がある分、魅力的な商品となるであろう。

2つ目は、ダイレクトインデックスのコア機能となる計算エンジンの実装だ。前述した通り、複数間の最適なトレードオフを自動で行うポートフォリオ・オプティマイザーが必要となる。投資家単位で、日々最適化が必要なため、計算処理速度も重要だ。米国等の参入事例を参考に、自社で設計・構築するより、ベンダーのソリューションを採用の方が現実的かつ効率的であろう。

3つ目は、カスタマイズ機能の実装と必要データの収集だ。顧客ニーズをキャッチし、どのようなカスタマイズ機能を提供するかは、差別化要素となる重要な論点である。また、カスタマイズを可能にするには、そのためのデータが必要となる。例えば、現状、国内企業のESG関連データは、他の先進国株式に比べて充実していないため、データの選定や収集は課題となるであろう。

4つ目は、投資家ごとのカスタマイズ要望の収集・管理である。例えば、ESG嗜好によるカスタマイズを行う場合、投資家の要望の収集と、それをダイレクトインデックスのポートフォリオ・オプティマイザーが解決できる形へ変換・入力することが必要となる。方法としては、営業員が対面で要望収集から入力までを行うか、ロボアドバイザー等で非対面・オンラインでシステマ

ティックに実現するかという大きく2つが考えられる。

前者は、営業員に専門スキルが必要となり、育成と時間が必要だ。人的リソースが必要なため、富裕層向けの特別なサービスとして位置づけることになるだろう。後者は、ロボアドバイザーによるリスク許容度の判定のように、投資家にいくつかの問いに回答してもらい、システムティックにESGカスタマイズ要望を定義づけるというものだ。この実装については、米国等の事例を参考に、自社で設計・構築するか、ベンダーのソリューションを採用することになるであろう。

ダイレクトインデックスは、インデックス投資に投資家自身の嗜好を反映することができるため、投資の面白さを実感できる、手触り感のある投資手法である。インデックス投資による長期・積立・分散投資が根付きつつあり、ESG投資ニーズについても高まりを見せ始めている日本では、ダイレクトインデックスがインデックス投資の次のステップとなり、個人投資家のさらなる投資拡大と定着が期待できるのではなかろうか。さらに、個人投資家だけでなく、機関投資家の個別のESG投資ニーズを満たすことも可能である。

サービスを提供する金融機関としては、将来を見据えて、ダイレクトインデックスのような独自性、差別化が可能なサービスへ取り組むことを検討すべきではないか。

## Writer's Profile



前山 拓哉 Takuya Maeyama

金融デジタルビジネスリサーチ部  
主任研究員  
専門は投信評価  
focus@nri.co.jp