

2022年8月24日 全8頁

米国ウェルスマネジメント業界で盛り上がる「指数のカスタマイズ」

ダイレクト・インデックス (Direct Indexing) の概要と日本への示唆

金融調査部 研究員 森駿介

[要約]

- 米国では、(インデックス投資戦略において) ETF やインデックス・ファンドを購入するのではなく、指数の構成銘柄を直接保有する「ダイレクト・インデックス」への注目度が高まっている。この手法の用途としては、税負担の最適化に加えて、指数のカスタマイズ機能が挙げられる。
- 従来は、富裕層向けのサービスに留まっていたものの、テクノロジーの発展や株式売買手数料の低下などに伴って、顧客層や市場の拡大が期待されている。足もとでは、大手証券会社・資産運用会社がダイレクト・インデックス技術を有する資産運用会社、FinTech 企業を買収する事例も相次いでいる。
- 日本の資産運用業界での導入の検討にあたっては、証券税制や株式売買手数料、ウェルスマネジメント業界のエコシステムなど米国と比べた違いは留意すべきだろう。もっとも、日本のロボアドバイザーの一部では、ダイレクト・インデックス類似の機能が部分的に取り入れられており、既存の投資一任サービスを通じた普及や機能拡大が期待される。

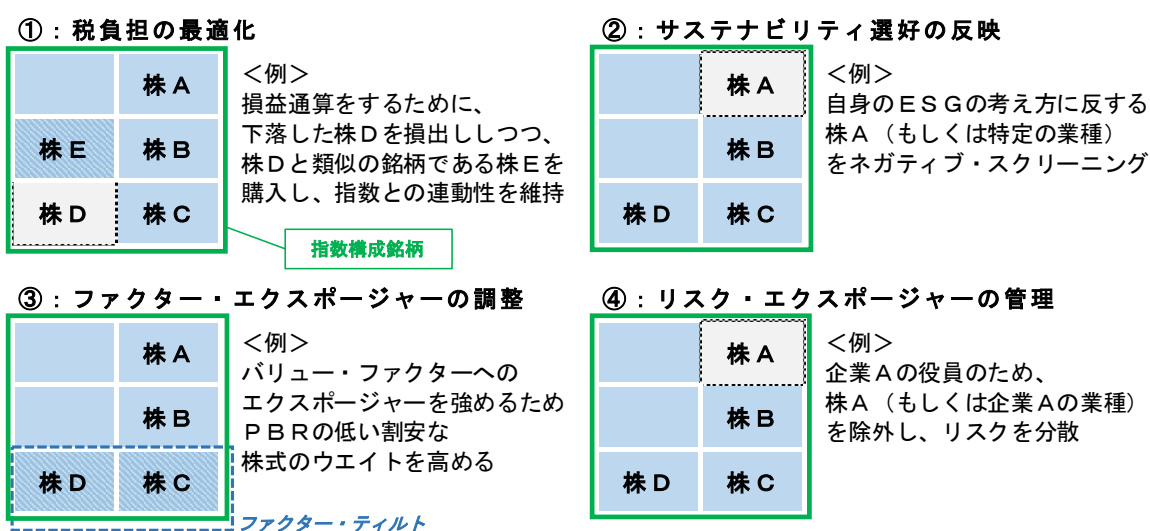
1. ダイレクト・インデックス (Direct Indexing) とは

米国のウェルスマネジメント業界で、ダイレクト・インデックスへの注目度が高まっている。これは、「(インデックス投資戦略において) ETF やインデックス・ファンドを購入するのではなく、指数の構成銘柄を直接保有する手法」であり、損益通算等の税負担の最適化に加えて、投資家のニーズ・選好に合わせたカスタマイズが用途として挙げられる。ダイレクト・インデックスという用語自体は新しいものかもしれないが、アイデア自体は約 30 年前から存在している。もっとも、事務コストや取引コストが相応にかかることもあり、これまでは投資一任口座(マネージド・アカウント)を通じた超富裕層や富裕層向けのサービスにとどまってきた。しかし、後述するように近年のテクノロジーの発展や株式売買手数料の低下、ESG 投資へのニーズの高まりなどを背景に顧客層や市場の拡大が見込まれており、2020 年以降は大手証券会社・運用会社等によるダイレクト・インデックスに絡んだ買収も相次いでいる。同手法については、2000 年代初頭の ETF がそうであったように「資産運用業界の次のフロンティア」だと期待する声も大きい。

ダイレクト・インデックスの4つの用途

ダイレクト・インデックスの用途としては、①税負担の最適化、②サステナビリティ選好の反映、③ファクター・エクスポージャーの調整、④リスク・エクスポージャーの管理、という4点が主に挙げられる（図表1）。ダイレクト・インデックスと一口に言っても、どの用途を重視するかによってサービス内容は微妙に異なっている。また、②～④については、カスタマイズ機能と整理することができる。なお、このような機能を強調する場合、ダイレクト・インデックスではなく、「カスタム・インデックス (Custom Indexing)」「パーソナライズ化されたインデックス (Personalized Indexing)」といった用語が用いられることもある。

図表1 ダイレクト・インデックスの4つの用途



（出所）Morgan Stanley・Oliver Wyman[2021]を参考に大和総研作成

① 税負担の最適化：

ダイレクト・インデックスの最も典型的な用途は、税負担の最適化である。例えば、ダイレクト・インデックスで保有する銘柄のうち含み損が発生しているものを売却することで、譲渡益や配当といった利益と損益通算することが考えられる。この時、参照する指数との連動性を維持するために、売却した銘柄に類似の値動きをする銘柄を買い付けることが通例¹であり、この手法は「タックス・ロス・ハーベスティング (Tax-loss Harvesting)」と呼ばれている。もっとも、同手法の活用はリスクもある。買い付けた銘柄の株価が売却した銘柄と必ずしも同じ動きをするわけではない上に、売買高が大きくなる傾向にあるほか、指数構成銘柄の一部の流動性が低くなるリスクも考えられ、通常のインデックス投資に比べて相対的にトラッキング・エラーや取引コスト（株式売買手数料、ビッド・アスク・スプレッドなど）が大きくなるリスクは相応にある。しかし、これらの欠点を税負担の最適化による効果が補うことができ

¹ 例えば、ザ コカ・コーラ カンパニーを売却しつつ、同社と類似する銘柄としてペプシコを買い付けるといった対応が考えられる。

ば、税引き後リターンのパフォーマンス向上が期待できる²。

なお、タックス・ロス・ハーベスティングで売却した銘柄をそのまま買い戻さないのは、米国には「ウォッシュ・セール・ルール」が存在するためである。同ルールでは、含み損のある株式等を売却後、30日以内に同一または実質的に同一（substantially identical）の株式等を取戻した場合、売却により生じた損失を実現した他のキャピタルゲインから税務申告によって控除することは認められていない。そのため、売却した銘柄と実質的に同様ではないが類似の銘柄を買い付けることで、ウォッシュ・セール・ルールを回避しつつ、参照指数とのトラッキング・エラー抑制を目指している³。

② サステナビリティ選好の反映：

ダイレクト・インデックスは、ESG投資の一つの手法として活用することもできる。例えば、既存の ESG ファンドを保有する代わりに、既存の指数をもとに、投資家のサステナビリティの基準や条件に満たない銘柄・セクターをアンダーウエイト・除外するほか、環境・社会にインパクトをもたらすことが期待される銘柄をオーバーウエイト・追加するといったことが考えられる。EUタクソノミーにおいて、原子力発電・天然ガスをグリーンとみなすかといった点や、防衛産業をソーシャル・タクソノミーに含めるべきか否かといった点で意見の対立⁴が見られるように、何をもちえてサステナビリティな経済活動かという見方はコンセンサスが得られておらず、投資家によってまちまちである。そのため、潜在的には個々のサステナビリティ選好に合わせて指数をカスタマイズするニーズは大きいと思われる。

③ ファクター・エクスポージャーの調整：

ファクター投資の機能を提供するダイレクト・インデックスも存在する。例えば、バリュー（割安）やサイズ（小型）といったファクターへのエクスポージャーを強めるために、保有する指数構成銘柄のうち、割安株や小型株のウエイトを高めるといった方法が挙げられる。もちろん、ファクター投資を行うにあたって、スマートベータ型のETFを保有するという選択肢も挙げられる。しかし、希望するスマートベータ型の既成商品がないと考える投資家や、複数のファクターを活用したい、ファクター投資をしつつ税負担の最適化も図りたいといったニーズを持つ投資家にとっては、ダイレクト・インデックスの利用は有用とみられる。

④ リスク・エクスポージャーの管理：

リスクの集中の回避のために、ダイレクト・インデックスを用いることも考えられる。例えば、ある上場企業の役員をしている場合、役員報酬の多寡は同企業の業績や同企業の属するセ

² もっとも、買い戻した銘柄の株価が上昇した場合のキャピタルゲインに課税されるため、この手法はあくまで「将来時点への課税の繰り延べ」にすぎないとの見方もある。しかし、課税の繰り延べにより、現時点で手元に残る資金は増加するため、再投資することによって複利効果が期待できる。

³ ダイレクト・インデックスにおける「税負担の最適化」については、ここで紹介したタックス・ロス・ハーベスティング以外にも、譲渡損が生じている場合に含み益を抱える株式を売却することによる税負担の圧縮、含み益が生じている株式の現物寄付、といった手段も挙げられる。

⁴ これらの論点については、田中大介「EUタクソノミーが新たなESGウォッシュを生み出す？」、大和総研コラム（2022年7月19日付）、太田珠美・森駿介「ロシアのウクライナ侵攻がESG投資に与えた教訓」『大和総研調査季報』2022年夏季号（Vol. 47）を参照されたい。

クターの景況感に左右されることになる。また、ポートフォリオのうち、ある個別銘柄の割合が極めて高い投資家もリスクが特定の企業の業績に集中しているといえる。この場合、ダイレクト・インデックスにおいて購入する指数構成銘柄から、当該企業の株式や当該企業の属するセクターを除くことで、投資家が抱えるリスクの分散を図ることが可能となる。

他の運用手段と比べたダイレクト・インデックスの特徴

ETFと比較して、ダイレクト・インデックスでは税負担の最適化やカスタマイズが可能である一方で、トラッキング・エラーが相対的に大きくなるほか、手数料は30～40bp程度であり相対的に高い傾向にある（図表2）。また、最低拠出額（最低購入金額）について、ETFは数百ドル前後とみられる一方、ダイレクト・インデックスでは、最大手のParametric（モルガン・スタンレー傘下）やバンガード、ゴールドマン・サックスが25万ドルとなっており相対的に高い。このほか、ダイレクト・インデックスではファンドと異なり個別銘柄を直接保有しているため、議決権は投資家自身が行使することになる。運用会社に委託できないため手間はかかるものの、自身で議決権を行使したい投資家にとっては利点となるだろう。

同じ投資一任型のサービスの中でも、ロボアドバイザー（ロボアド）は事前に定めた投資戦略に従って自動的にリバランスを行う点で共通している。しかし、基本的には、タックス・ロス・ハーベスティングやカスタマイズの機能が組み込まれていない点、ポートフォリオの選択肢がさほど多くない点などは、ダイレクト・インデックスとの違いとして挙げられるだろう。もっとも、一部のロボアド事業者では、タックス・ロス・ハーベスティングやカスタマイズの機能を提供する先もある。例えば、ロボアド大手のウェルスフロントは、非課税枠を除く運用資産残高が10万ドル超の顧客に対して米国株運用におけるタックス・ロス・ハーベスティング機能を提供しているほか、同残高が50万ドル超の顧客に対してはファクターを用いたカスタマイズ機能の提供も行っている。

図表2 他の運用手段と比べたダイレクト・インデックスの特徴

	ETF	ロボアドバイザー	ダイレクト・インデックス
税負担の最適化	×	△（一部提供あり）	○
カスタマイズ	×	△（一部提供あり）	○
手数料	相対的に低い	相対的に低い	相対的に高い（30～40bp前後）
トラッキング・エラー	相対的に小さい	相対的に小さい	相対的に大きい
最低拠出額	相対的に小さい	相対的に小さい	相対的に大きい （Parametric：25万ドル）
議決権行使	不可 （運用会社が実施）	不可 （運用会社が実施）	可能

（注1）日本についても、一部のロボアドバイザーは個別銘柄単位ではなく、ETF単位ではあるものの、タックス・ロス・ハーベスティングと類似した税負担の最適化機能を提供している。

（注2）上記は、各運用手段の典型的な特徴をまとめたものであり、例外は存在する。

（出所）各種資料より大和総研作成

2. 米国におけるダイレクト・インデックスの興隆

市場規模の拡大と M&A の活発化

ダイレクト・インデックスを通じた預かり資産残高は 2015 年時点で 1,000 億ドル程度だったものの、2020 年には 3,500 億ドル程度まで堅調に拡大している⁵。また、指数のカスタマイズへのニーズの高まりや同手法にアクセスできる顧客層の拡大などを背景に、預かり資産残高は 2025 年にかけて 1.5 兆ドルまで拡大するほか、先行き 5 年間の残高成長率は ETF やマネージド・アカウント、投資信託を上回るといった予測もある。

このような見通しを背景に、大手証券会社・資産運用会社等によるダイレクト・インデックスに絡んだ買収がチャールズ・シュワブ（2020 年 5 月公表）を手始めに、足もとで相次いでいる（図表 3）。例えば、モルガン・スタンレーは、2020 年 10 月に資産運用会社イートン・バンスの買収を発表している。イートン・バンス傘下の Parametric は、1992 年に米国で初めてダイレクト・インデックスの提供を開始した資産運用会社であり、同社も含めたモルガン・スタンレー全体のダイレクト・インデックスを通じた預かり資産残高（約 1,200 億ドル）は、市場全体の 3 分の 1 に上っている（2021 年第 1 四半期時点）⁶。ブラックロックは、同じくダイレクト・インデ

図表 3 ダイレクト・インデックスに絡んだ主な買収事例

公表日	買収企業	買収先	概要
20年5月	チャールズ・シュワブ	Motif Investing	カスタム・インデックスを提供するFinTech企業。チャールズ・シュワブは、取引インフラ・テクノロジー・特許といった知的財産のみを買収。
20年5月	ゴールドマン・サックス	Folio Financial	上場株やETF等のバスケットの銘柄・ウェイトをカスタムできるサービスを超富裕層向けにアドバイザーを通じて提供。
20年10月	モルガン・スタンレー	Eaton Vance	70億ドルで買収。傘下のParametricは、92年に初めてダイレクト・インデックスを開始。以前からモルガン・スタンレーによるSMA等の運用を担っていた。
20年11月	ブラックロック	Aperio	11億ドルで買収。ダイレクト・インデックスの草分け的存在。Aperioのブランドは残しつつ、ブラックロックの提携するアドバイザー向けにサービスを提供。
20年12月 21年6月	JPモルガン	55ip・OpenInvest	いずれもFinTechベンチャー。55ipは、税負担の最適化に強みを有する一方、OpenInvestは、ESGテーマをもとにしたカスタマイズに強み。
21年7月	バンガード	Just Invest	バンガード設立後で初めての買収。ダイレクト・インデックスをバンガードが提携するアドバイザー/投資顧問業者に提供。
21年9月	モーニングスター	Moorgate Benchmarks	欧州拠点の指数プロバイダー。カスタマイズした指数などについて、特に欧州での事業拡大を図ることが背景。
21年9月	フランクリン・テンプレット	O' Shaughnessy Asset Management	多くのダイレクト・インデックスと異なり、既存の指数を参照せずゼロから指数をカスタマイズするサービスの提供がメイン。
21年9月	PGIM	Green Harvest Asset Management	個別株を用いる他のサービスと異なり、トラッキング・エラーを小さくするためセクターごとのETFを用いて指数を模倣する点に特徴。
21年12月	BNYメロン	Optimal Asset Management	BNYメロン傘下のPershingによる買収。証券インフラを提供するフィナンシャル・アドバイザーに対して、ダイレクト・インデックスのサービスを提供を予定。
22年1月	UBS	Wealthfront	14億ドルで買収。Wealthfrontは米国大手。2013年よりダイレクト・インデックス・サービスを提供。
22年7月	ファースト・トラスト	Veriti Management	ダイレクト・インデックスを提供するFinTech企業。税負担の最適化のほか、サステナビリティ選好の反映に強み。PRI署名機関。

（出所）各社開示資料、各種報道より大和総研作成

⁵ 詳細は、Morgan Stanley and Oliver Wyman[2021]参照。

⁶ Cerulli Associates[2021]参照。

ックスのパイオニアである Aperio の買収を 2020 年 10 月に発表したことに加えて、バンガードも同社設立以来で初めての M&A として、2021 年 7 月に Just Invest の買収を発表している。このほか、UBS は 2022 年 1 月にウェルスフロントの買収を発表している。UBS は、ウェルスフロントのロボアド事業に加えて、タックス・ロス・ハーベスティングなどダイレクト・インデックスのテクノロジーを買収の理由に挙げている。

また、買収の目的の一つとして、独立系フィナンシャル・アドバイザー（IFA）へのダイレクト・インデックスのサービス提供を挙げる先は少なくない。米国では大手証券会社・資産運用会社等が IFA に証券ビジネスのプラットフォーム提供を通じてサポートするエコシステムが確立されており、IFA の獲得競争も激しくなっている⁷。ダイレクト・インデックスの提供は、IFA の新たな獲得・繋ぎ止めの一つ的手段として捉えられており、M&A が相次いだ一つの要因になったとみられる。一方、IFA としても、各種手数料の引き下げ圧力が根強いもとで、新たな付加価値の提供手段としてダイレクト・インデックスを注目する向きもある。

近年、注目度が高まってきた背景

ダイレクト・インデックスのアイデア自体は約 30 年前から存在しており、同サービスについても超富裕層・富裕層向けを中心に提供されてきた。しかし、近年にわかに注目度が高まってきた背景として、主に 3 点が挙げられる。

- ① **テクノロジーの発展**：指数の構築や類似の銘柄の発見、リバランスに関するテクノロジーの発展が、タックス・ロス・ハーベスティングやカスタマイズの一層の効率化に寄与するとみられている。
- ② **株式売買手数料の低下**：手数料の低下やゼロコミッションの実現により、多くの個別銘柄の保有に加えて、タックス・ロス・ハーベスティングのための頻繁な売買に伴う取引コストが低下した。
- ③ **ESG 投資へのニーズの高まり**：サステナビリティな経済活動の定義についてコンセンサスは得られておらず、投資家のサステナビリティ選好は多様となっている。このような中、ESG 投資が近年拡大しており、カスタマイズの潜在的なニーズが強まっている。

マス顧客層向けのサービス展開の動きも

上記の要因などを背景に、近年では、準富裕層やマス顧客層向けのサービス展開の動きもみられる。例えば、チャールズ・シュワブが 2022 年 4 月に提供を開始したダイレクト・インデックスのサービスについて、最低拠出額は 10 万ドルとなっており、最大手の Parametric などと比べて抑えられている。より幅広い顧客層を念頭に置いているものと示唆される。

⁷ 米国のリテール証券業界のビジネスモデルやエコシステムについては、内野逸勢[2021]「[リテール金融のパラダイムシフト](#)」『大和総研調査季報』2021 年新春号（Vol. 41）を参照されたい。

このほか、フィデリティは最低拠出額を 5,000 ドルまで抑えたダイレクト・インデックスである“Managed FidFolios”の提供を 2022 年 4 月に開始している（図表 4）。同サービスでは、3 種類の指数が設けられており、そこから投資家はカスタマイズできるほか、タックス・ロス・ハーベスティングの機能も組み込まれている。もっとも、最低拠出額が他社に比べて相当抑えられていることもあってか、カスタマイズの自由度は「投資除外銘柄・セクターはそれぞれ 5 銘柄、2 セクター」に限られている。一方、同社はカスタマイズの自由度がより高い“Solo FidFolios”の提供も開始している。こちらは、一つの指数（バスケット）の上限が 50 銘柄となっており、ゼロから指数を投資家自身で構築するか、13 のテーマ株運用モデルをもとにカスタマイズした上で指数を構築する形となっている。また、投資一任口座の形態を取っていないため、構成銘柄の変更やウェイトの変更、リバランスなどは投資家自身で行うほか、タックス・ロス・ハーベスティングの機能は有していないといった特徴がある。

図表 4 マス顧客層向けのダイレクト・インデックス（フィデリティ）

	Managed FidFolios	Solo FidFolios
最低拠出額	5,000ドル	1 銘柄当たり 1ドル
手数料	40bp	月額 4.99ドル
概要	投資戦略を選択した後、投資除外銘柄などに答えた上で指数を構築。運用中は、タックス・ロス・ハーベスティングなど税の最適化も図る。	ゼロからカスタマイズするか、もしくはアナリストが選定したテーマ株運用モデルをもとにカスタマイズした上で指数を構築できるサービス。
投資戦略・運用モデル	3 種類 [米国大型株指数 米国大型株指数（環境重視） 先進国株指数（北米除く）]	13 種類 [クラウドコンピューティング、サイバーセキュリティ、5G、FinTech、クリーンエネルギー、公益事業、REIT、デジタルヘルス、ロボティクス・AI など]
投資一任	○	×（構成銘柄・ウェイト変更は自身で行う）
タックス・ロス・ハーベスティング	○	×
カスタマイズの自由度	3 種類の投資戦略をもとに、投資除外銘柄・セクターは 5 銘柄・2 セクターまで選択可能。	50 銘柄まで投資可能。普通株、ADR、優先株に投資可能。海外株、オプション、ETFは投資不可。

（注）上記は、本稿執筆時点の情報をもとに作成。

（出所）Fidelity Investments より大和総研作成

3. 日本の資産運用業への示唆

日本でのダイレクト・インデックス導入の検討にあたっては、米国との環境の違いを考慮しておくべきだろう。第一に、キャピタルゲインへの税率について、日本では一律 20% 程度である一方、米国では最高税率が 37% + 州・地方政府税（保有期間が 12 か月以下の短期の場合）であることに加えて、保有期間や配当所得・キャピタルゲインの水準などによって、税率区分が異なる。そのため、あえてキャピタルロスを発生させることで税率区分を引き下げることが可能な米国の方が、税負担の最適化効果は大きいと思われる。第二に、株式売買手数料については、米国の方が引き下げ競争は先行しており、取引コストは日本の方が相対的に大きい。そのため、日本では税負担の最適化のために、頻繁に売買を行うことは取引コストの観点から難しいかもしれない。第三に、米国では大手証券会社や資産運用会社が IFA をサポートするエコシステムが

存在しており、これまでのダイレクト・インデックス普及は、このチャンネルを通じたものが大きかった。一方、日本では、IFAの存在感は米国対比で限定的であることに加え、大手証券会社による地域金融機関等との連携も途上の段階にある。これらの違いを踏まえ、どこまで効率化してダイレクト・インデックスの手数料を抑えつつ税負担の最適化効果をもたらすことができるか、顧客によるカスタマイズのニーズをどのように抽出できるかといった点は乗り越えるべき課題とみられる。

一つの可能性として、ダイレクト・インデックスの技術を有する企業が、既存のラップ口座やロボアドに同サービスを組み込み、販売会社もしくは自社の顧客へサービスを提供することが考えられる。実際、日本のロボアド大手の一部では、税負担の最適化機能（含み損が生じているETFを売却し、似た特性を持つETFを購入）やファクター投資の機能など、部分的にダイレクト・インデックスの機能を組み込む事例もみられる。もっとも、税負担の最適化については、基本的には、各資産クラスの全体的な動向をカバーするETFのみを用いた損益通算と思われる。この点、例えば、セクターETFを用いるほか、大型株など個別銘柄を直接保有するなど、保有する銘柄の粒度を細かくできれば、それだけ含み損を抱える銘柄が多くなり、税負担の最適化効果がより大きくなることが期待できるかもしれない⁸。

また、ダイレクト・インデックスの普及は、米国においても途上である。ダイレクト・インデックスに絡んだM&Aは相次いでおり、市場規模の拡大が期待されているところではあるものの、税負担の最適化やカスタマイズ機能に対する投資家の需要が期待通り顕在化するかという点については、日本での導入を検討するうえでも注目点だろう。

参考文献

- 内野逸勢[2021]「[リテール金融のパラダイムシフト](#)」『大和総研調査季報』 2021年新春号 (Vol. 41) pp. 4-21
- Cerulli Associates[2021] “Improving Client Experience: Customizing with Direct Indexing.” Available at <https://www.cerulli.com/knowledge/white-paper-improving-client-experience-customizing-with-direct-indexing>
- Morgan Stanley and Oliver Wyman[2021] “Competing for Growth.” Available at <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2021/jun/competing-for-growth.html>

⁸ ただし、本稿でも確認したように、税引き後のリターンが実際に高まるか否かは、保有銘柄の流動性や取引コスト、手数料などの兼ね合いで決まるものとみられる。