

「無料」証券投資サービスを巡る虚実

米国においてフィンテック企業やメガバンクらが株式売買手数料などを「無料」で提供する動きはいまに始まった話ではなく、それらを継続的に提供する上で前提となる収益採算の基本モデルにも革新性はほとんどない。本稿では「無料」証券投資サービスにおける今昔事例の異同につき考察する。

同様の「無料」サービスは2010年以前から存在

米大手運用会社のFidelityが2018年8月初頭に運用報酬率を含む経費率ゼロのインデックス投信2本の導入を発表したのに続き¹⁾、大手銀行のJP Morgan Chaseは同月下旬に株式・ETFの売買手数料を最大で回数無制限で無料にする新サービスの開始を発表した。売買手数料を無料とする新興ディスカウント証券会社のRobinhoodが創業から約4年の短期間で300万口座を開拓した事実とも相俟って、証券投資サービス分野における価格競争激化の象徴としてこれら一連の動きを強い衝撃や当惑をもって受け止めている向きは、米国のみならず欧州や日本の知人のなかにも少なからずいた。

そうした見方は一面的には正しいが、一方で、価格破壊がついに究極の果てまで行きついでしまい「利益ゼロ」モデルがついに現実のものになったかのように解釈をする声があることには、筆者は違和感を抱いている。そのように感じる理由は、これらの「無料」サービスの多くが2010年以前からほぼ同じ仕組みで提供されてきたことや、これらサービスを「無料」で継続的に提供しながら他の方法で収益を十分に獲得し採算化する構造も基本的に同じであることによる。以下では、最近の代表的な「無料」証券投資サービスについて、過去の事例にも照らしながらその仕組みなどにおける異同を説明する。

「無料」顧客を採算化する基本的仕組みも過去と共通

(a) 銀行グループによる株式売買手数料「無料」化

JP Morgan Chaseが開始した株式・ETFの売買

手数料を年100回～回数無制限で無料とする「You Invest」証券投資サービスは、リテール銀行部門の顧客向けに提供されるものである。手数料が無料となる売買の回数は預金残高（平残）に応じて設定されている²⁾³⁾。

類似のサービスとしてはBank of America傘下で銀行支店やネット、コールセンターを通じて投資商品を販売する「Merrill Edge」部門が2010年の発足時から預金残高に応じて月30～100回の売買手数料を無料で提供している例がある。両社がなぜこれらのサービスを無料提供できるのかというと、預金で調達した資金を金利リスクをほとんど取らずに短期金融市場で運用した預金利ザヤで十分に採算がとれるためだ。ここでいう預金にはCD⁴⁾などの貯蓄性預金と決済性預金の両方が含まれるが、とりわけ収益採算的に重要なのは金利が著しく低い決済性預金である。証券売買手数料の「無料」サービスを提供したとしても全体として決済性預金の歩留り増加にそれが資するのであれば十分に採算が確保できる。

(b) 売買手数料「無料」のディスカウント証券

Robinhoodと同様に株式・ETF売買手数料をゼロとするサービスはZeccoが2006年から2012年の身売り時まで提供していた。両社に限らず、米国ディスカウント証券が売買手数料以外で共通して稼ぐ主な収益源は、①信用取引の金利、②証券総合口座の余資現金を低金利の預金にスweepしそれを短期市場金利で運用することによって得られる預金利ザヤ⁵⁾、③他社投信提供時に残高連動で受領する12b1手数料、④注文をマーケットメーカーなどの執行業者に回送することの対価⁶⁾などで構成される⁷⁾。売買手数料の収益寄与度がすでに多くのディスカウント証券で1～2割前後かそれ以下にほぼ

NOTE

- 1) その後2018年9月にさらに2本の経費率ゼロのインデックス投信を追加で導入。
- 2) たとえば、預金15,000ドル以上で年100回、25万ドル以上で回数無制限。
- 3) なお有償の売買手数料についても1件2.95ドルと米金融機関のなかでは最低水準に設定。
- 4) 日本語で定訳とされることがある「譲渡性預金」というより事実上の定期預金に相当。
- 5) グループ銀行の資金収益を管理会計上配賦するか、グループ内に銀行がない場合は銀行代理手数料のかたちで大部分を証券会社側にキックバック。
- 6) ペイメント・フォー・オーダーフロー。
- 7) Charles Schwabなどの大手ディスカウント証券では、これらに加えてラップ手数料や自社投信の運用報酬も大規模かつ成長性の高い収益源となっており、資金収益なども併せたストック収益比率が約9割に達している。
- 8) ロボアドバイザーのうち、コールセンターなどからの有人アドバイスがあるものはハイブリッド型、アドバイスがないものは無人型と区分され、米国での残高はハイブリッド型の方が8割以上の圧倒的なシェアを占める。
- 9) 現金比率が10%のポートフォリオの場合、2018年9月末時点でスweep預金金利と短期市場金利との利ザヤは年率200ベースポイント程度抜けるので、運用資産全体を分母と見立てれば20ベースポイント程度の収益を獲得する格好となる。
- 10) Bloombergほか。

右肩下がりで低下するなか、無償化による収益押下げ効果は限定的であり、むしろそれをマーケティング上の仕掛けとして使いながら他の収益機会の一層の増大を追及している。

(c) ラップ手数料「無料」のロボアドバイザー

Charles Schwabが15年から提供しているIntelligent Portfolioという無人型ロボアドバイザー⁸⁾は、一任運用投資サービスでありながらその投資顧問料であるラップ手数料は「無料」で提供されている。しかし、同社ではラップのなかで運用される分散ポートフォリオを構成するETFのうち「大型国内株」などの定番的アセットクラスを中心に自社グループで運用する銘柄を一定以上の割合で組み入れており、運用商品の「製造」業者としての付加価値を内製化している。さらに、同社のロボアドバイザーの資産配分モデルはいずれも「キャッシュ」ポジションを一定程度組み入れており、これを前述の低金利預金へスweepして短期市場商品で運用することによる資金収益も得ている⁹⁾。

(d) 運用報酬無料の投信

上記3つのケースに比べても、一時的ながら筆者の周りの米国金融業界関係者の耳目を最も集めていたのはFidelityによる運用報酬無料のインデックス投信提供である。これが注目された背景には、Fidelityの他の広範な投信や他社にまで同様の動きが広がるのではないかと、いう漠たる恐怖や不安があるように見受けられたが、同社のアビゲイル・ジョンソンCEO自らが新規顧客開拓施策の一環であると言明したこともあり¹⁰⁾、過剰気味だった反応は沈静化しつつある。同社にしてみれば、運

用報酬無料の投信利用者自体は不採算であっても、他の投信やラップを含む通常の有料サービスに誘導し採算化するためのマーケティング費用の一環として位置づけられる策であり、運用報酬全体の価格破壊への仕掛けや対抗措置ではないとみる向きが現在では一般的だ。

「無料」証券投資サービスにおける今日的意味

最近の「無料」証券投資サービスの基本的仕組みが過去の先例と一定以上の共通性があるとしても、現在それが起きていることの意味や要因を最後に考察したい。

循環的要因としてはゼロ金利時代を脱して証券会社のスweep預金利ザヤや銀行の決済性預金利ザヤが大幅に増えたことが、前記(a)~(c)の採算性確保の点では非常に大きい。一方、構造的な環境変化としては、一連の「無料」サービスの提供や立上げに必要なリソース調達や初期投資のハードルが、オープンAPI化やクラウド化により、かつての先行事例の時代に比べ大きく下がっていることが挙げられる。後者の影響は今後、広範な地域金融機関や新興フィンテック、異業種等による同様のサービス提供のかたちで遥かに大規模に効いてくる可能性がある。ただし、その際にも、「無料」を謳うサービスが持続的に存在するためには、採算面での辻褃を合わせなければいけないという基本原理は引き続き有効であり、採算化するための仕組みの多くは廃れてはいない。

Writer's Profile



吉永 高士 Takashi Yoshinaga

NRIアメリカ
金融IT・研究部門長
専門は金融機関経営戦略、オペレーション、制度等の研究
focus@nri.co.jp