

米国発「ネット証券手数料無料化」をどう読むか

昨年10月に米国の主要ネット証券がオンライン取引手数料の「無料化」を打ち出した直後に、日本の大手ネット証券も追随する動きを見せている。ただ、日米の金利環境の違いを踏まえると、日本の「無料化」は限定的な動きにならざるを得ないように思われる。

「手数料無料化」の流れが日本にも？

2019年の10月から12月にかけて、日本の大手ネット証券各社が、株式や投資信託の売買手数料の無料化を発表した。本稿執筆時点（20年1月末）では、SBI証券、楽天証券、松井証券の3社が、1日の取引金額の上限を設ける形で現物株式や信用取引の売買手数料の無料化を発表したほか、auカブコム証券は一部のETFの売買手数料の無料化を発表している。投資信託に至っては、大手5社すべてが販売手数料の無料化に踏み切っている。

これらの動きは、米国で起こった無料化の流れと無関係ではないだろう。2019年10月、米国の大手ネット証券のチャールズ・シュワブを皮切りに、TDアメリートレードやEトレードも、上場株式やETF等の売買手数料の無料化を発表した。これらの発表で各社の株価は大きく値下がりし、チャールズ・シュワブがTDアメリートレードの買収を発表するなど、「無料化」をきっかけとして大規模な再編が生じるまでになっている。

1月末時点では日本の各社の「無料化」の動きに一服感はみられるものの、さらなる無料化範囲の拡大があるのか、対面証券への波及もあるのかといった点を中心に、業界関係者の関心は引き続き高いように思われる。本稿では、そもそもなぜ米国で手数料無料化が成立するのかという点に絞って、詳しくみていきたい。

米国では収益の半分以上が銀行を活用した金利収入

図表1の上段は、Eトレード、チャールズ・シュワブ、TDアメリートレードの収益構成を示したものだ。3社の

収益全体に占める売買手数料の割合はそれぞれ17%、7%、22%である。各社でバラつきはあるものの、日本の大手ネット証券の同割合が30~50%程度であるのと比べると、売買手数料への依存度が相対的に低い。

売買手数料への依存度が低い理由は、「金利収入」の割合が、いずれも収益全体の半分以上を占めているからである。ここでいう金利収入とは、信用取引金利も含まれるが、それ以上に、顧客の待機資金を運用することで得られる収益のほうが大きい¹⁾。Eトレードを例に、具体的な仕組みを見ていこう。

まず、証券口座に入金された顧客資金のうち、すぐに投資に回らない待機資金はグループ内の銀行の預金口座に移動（スイープ）される。そして、この銀行は、受け入れた預金の大半を貸出ではなくAgency MBSなどの有価証券に投資してリターンを稼ぐ。18年12月期の平均でみると、顧客に払う預金コスト0.11%に対して、有価証券投資のリターンは2.76%であり、実に2.65%の利鞘を稼いでいる。ここでのポイントは、待機資金が預金口座にスイープされる部分にあるが、日本の取引に慣れて

図表1 日米の主要ネット証券の収益構成の比較

(米国)

	売買手数料	金利収入	左記以外	合計
Eトレード	17%	64%	18%	100%
チャールズ・シュワブ	7%	57%	36%	100%
TDアメリートレード	22%	54%	24%	100%

(日本)

	売買手数料	金融収益	左記以外	合計
SBI証券	30%	37%	33%	100%
楽天証券	27%	35%	38%	100%
auカブコム証券	38%	45%	17%	100%
松井証券	55%	38%	7%	100%
マネックス証券	41%	31%	28%	100%

(注) Eトレードとチャールズ・シュワブは2018年12月期、TDアメリートレードは2019年9月期の年度決算の計数。日本の各社は、2019年3月期の年度決算の計数(出所)各社開示資料より野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 金利収入に占める信用取引金利の割合は、Eトレード、チャールズ・シュワブ、TDアメリカトレードの順に、27%、14%、41%である。
- 2) Eトレードでは、一般の証券口座 (Brokerage account)のほか、Retirement AccountやManaged Portfolioなど、複数種類の口座が開設可能。このうち、Managed Portfolioを利用する顧客には、待機資金の管理方法としてMMFも用意されている。ただ、同社の開示資料によればMMFの残高は18億ドルであり、預金口座や証券口座の滞留資金と比べると少ない。
- 3) 「最大125万ドル」としたのは、Eトレードの預金スイーププログラムは、提携先の銀行(グループ内の銀行含む)のうち、5行を限度に待機資金を振り分ける仕組みが採られているからである。このため、同プログラムで預金にスイープされる資金の最大補償額が、5行×25万ドル=125万ドルとなる(米国の預金保険制度では、1口座あたりの補償額は25万ドル)。
- 4) チャールズ・シュワブの場合、投資アドバイザーに対してプラットフォームを提供しており、これも含めた「資産管理」による収益の割合も相応にある(32%)。
- 5) 金利収入の残り半分は、顧客からの信用取引金利や貸株料が占める。

いる方にとっては、なぜわざわざ証券口座から預金口座に資金を移すのか、疑問に思われるかもしれない。

EトレードのHPによると、一般の証券口座を利用した場合の待機資金の管理方法は、証券口座に置いておくか、銀行預金にスイープするかを選択肢がある²⁾。18年12月末の残高をみると、スイープ預金400億ドルに対して、証券口座の預かり金残高は約100億ドルであり、待機資金の8割が預金口座にスイープされていることがわかる。どちらの口座に資金を置いても顧客のリターンは同じだが、預金にしたほうがデビットカード等の決済サービスを無料で利用できる、また、業者破綻時に保護される金額が預金口座のほうが最大125万ドルとその範囲が広い、といったメリットがあるため、多くの顧客が銀行預金へのスイープを選択していると考えられる³⁾。

このような、グループ内の銀行を活用しながら、証券口座→預金口座→債券投資という形で金利収入を稼ぐ仕組みは、チャールズ・シュワブも同様である⁴⁾。TDアメリカトレードの場合、金利収入に含まれる金額の半分をグループ内外の銀行預金への送客による手数料が占め、他2社とは若干収益構成が異なる。ただし、銀行預金へのスイープを活用した収入という意味では共通している⁵⁾。

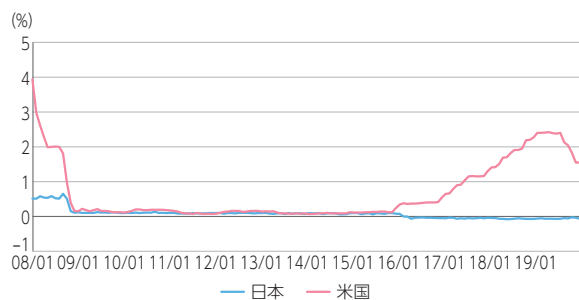
金利がない日本で 同じような代替収益は望みにくい

日本で「スイープ預金」というと、銀行口座と証券口座の間の資金移動を円滑にするサービスとしての側面が強いが、米国のネット証券の場合は、収益の大半を稼ぎ出す“Funding Source”としても機能している。Eトレードの場合、スイープ預金の残高は400億ドルであり、顧客の預かり資産残高全体約4,500億ドルのうち10%にも

届かないが、この資金を原資にグループ全体の収益の4割強を稼いでいる。ここだけみると、債券運用で稼ぐために証券口座を提供しているようにすら見える。

日本のネット証券の中にもグループ内に銀行を保有する例はあるが、金利環境が大きく異なるため、代替収益の柱を金利収入に求めるのは容易ではないだろう。2015年12月以降9度の利上げを経験し、「プラスの金利」が存在する米国に対して、日本は依然としてマイナス金利の長いトンネルの中にいるからだ(図表2)。日本のネット証券が売買手数料以外に収益を求めようとすると、金融収益(大半が信用取引に伴う金利や貸株料といわれる)や投資信託の代行手数料などを伸ばす必要があるが、これらが売買手数料を代替するほどに育つには、現実的には時間がかかるのではないか。このため、日本のネット証券の「手数料無料化」は、当面の間は限定的で緩やかなものに留まらざるを得ないのではないだろうか。

図表2 日米の短期金利の推移



(注) 日本の無担保コール翌日物、米国はFFレート
(出所) Bloombergより野村総合研究所作成

Writer's Profile



竹端 克利 Katsutoshi Takehana

金融イノベーション研究部
上級研究員
専門は通貨・金融制度論
focus@nri.co.jp