

日本におけるラップビジネスの歩みと課題

目次

- I. はじめに
- II. ラップビジネスの歴史と現状～米国と日本
- III. 日本における今後の発展に向けた課題
- IV. 終わりに

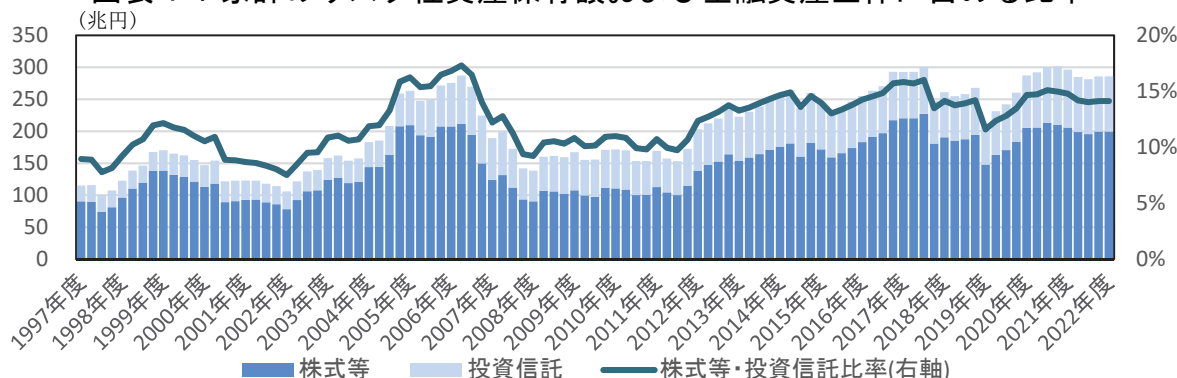
投資顧問業務部 部長 井野 義隆
次長 石永 幸司
課長 野口 達哉

I. はじめに

岸田政権は「新しい資本主義」の実現に向けた取り組みの一環として、2022年11月に「資産所得倍増プラン」を策定した。同プランはNISA¹の抜本的拡充・恒久化やiDeCo²制度の改革などを柱としているが、基本的な考え方は家計に眠る現預金を投資につなげ、家計の金融所得を増やしていく、即ち「貯蓄から投資へ」の流れを加速させるべきというものである。

この「貯蓄から投資へ」というスローガンの歴史は古く、小泉政権下の2003年から始まった証券税制の優遇措置(株式、株式投資信託の配当、キャピタル・ゲインなどの税率を20%から10%に引下げ)において既に掲げられていた。その後、今日に至るまで日本の家計金融資産の株式等のリスク性資産への投資は徐々に増えつつあるものの、「貯蓄から投資へ」の流れは緩慢で、今後なお一層加速することが望まれる状況にある(図表1)。

図表1：家計のリスク性資産保有額および金融資産全体に占める比率



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より三菱UFJ信託銀行作成

¹ 「NISA口座(非課税口座)」内で、毎年一定金額の範囲内で購入した金融商品から得られる利益が非課税になる制度。イギリスのISA (Individual Saving Account=個人貯蓄口座)をモデルにした日本版。

² 公的年金とは別に給付を受けられる私的年金制度の一つである「個人型確定拠出年金(individual-type Defined Contribution pension plan)」の愛称。

特に近年のコロナ・ウイルス拡大や地政学リスクに端を発する物価上昇を踏まえると、インフレ・ヘッジも含めたリスク性資産への投資は、いよいよ待ったなしの状況といえる。

今回の「資産所得倍増プラン」では資産形成の“主役”がNISAやiDeCoとなっているが、投資一任契約（投資運用業者が投資家から投資判断を一任され、投資を行うための権限を委任される契約）のもと運用や管理を行うラップ口座もその一翼を担うサービス（“商品”ではなく敢えて“サービス”と表現する）となる可能性が十分にあると考え、本稿を執筆するものである。

日本におけるラップ口座の代表であるファンドラップは、これまで順調に残高を伸ばしてきたが、その過程ではいくつかの課題が指摘されてきた。直近では2023年4月に金融庁が発表した「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2023」において「バランス型の投資信託との付加価値の相違を含むサービスの具体的内容を明確化するとともに、運用体制やコース別のコスト控除後のパフォーマンス、顧客が負担するコストの定義・構成等に関する情報開示の充実に取り組むことが期待される」と記載されている。本稿ではラップビジネスのこれまでの歩みを振り返りつつ、ファンドラップが今後「貯蓄から投資へ」の流れに相応しいサービスとして地歩を固めていけるのか、運用現場の目線で論点を整理していきたい。

II. ラップビジネスの歴史と現状～米国と日本

1. 歴史

(1) 米国での発展

①ラップ口座の誕生(1975年～)

米国では1975年に株式売買手数料が自由化された。また、その前年の1974年にはERISA³(エリサ)法が制定され、その後401(k)⁴と呼ばれる企業型確定拠出年金制度が誕生し、個人が退職後に向けた資産を積み立て、管理していくという流れが生まれている。それらを受け、大手証券会社は競争激化による収益低下を懸念し、顧客の資産残高に応じて手数料を収受する残高フィービジネス(ストック型ビジネス)に注力し始めた。このとき大手証券会社のE. F. ハットンが開発したのがマネージド・アカウント⁵(MA)であり、後の日本でいうラップ口座である。このラップ口座は、当初は主に富裕層向けに投資一任契約に基づいて株式や債券などの個別証券で運用するものであり、SMA (Separately Managed Account/セパレトリー・マネージド・アカウント)の原型といわれている。

³ 1974年に米国で制定された法律で“Employee Retirement Income Security Act”の略で、日本語訳は「従業員退職所得保障法」。従業員の年金受給に関する権利が定められる一方で、企業サイドでは情報開示の義務が課されるなど負担が増加することとなった。

⁴ 多くの米国企業が採用する年金制度であり、加入者(従業員)は給与から一定割合を拠出し、雇用主もその拠出額の一部またはすべてを追加で出資することができる。加入者には税制上のメリットがある。

⁵ 金融機関や金融アドバイザーが顧客と投資一任契約を結び、顧客に代わって運用するサービスの総称。日本ではラップ口座と呼んでいるため、本稿では米国のマネージド・アカウントもラップ口座と記述する。

株式売買手数料の自由化、ERISA 法制定、401(k)の誕生といった制度の変遷は、一般個人が資産運用への取り組みを拡大する追い風となった。一方で、SMA に代表される残高フィービジネスについては、1990年頃までは脚光を浴びることはなかった。

その理由としては、当時のフィナンシャルアドバイザーが受け取る報酬体系が株式ブローカレッジ業務のように売買手数料に依存する仕組みであり、敢えて運用残高に応じた仕組みを提案する必要性が受け入れられなかったことが挙げられる。

②ファンドラップの発展(1990年～)

1990年代になると、投資信託が広く普及し商品の多様化も進んだことを背景に、既存の複数の投資信託(ファンド)へ投資を行い内包(ラップ)する運用商品(ファンドラップ)が登場した。ファンドラップでは既存の投資信託を活用することで、投資家に対して複数の資産クラスへの分散投資を容易にし、最低投資金額を下げるのが可能となるメリットを提供した。そのため、SMA が個別証券への投資を中心に顧客の意向にきめ細かく対応する富裕層をターゲットとした商品であったことに対して、ファンドラップはその廉価版として一般投資家層をターゲットとし、小口資金でも投資可能な商品として大手証券会社以外の金融機関を中心に提供を拡大することとなった。

また、この時代になると、それまで脚光を浴びることがなかった残高フィービジネスにも注目が集まり始めた。その背景には、当時のラップ口座を含む証券ビジネスが、あくまでも有価証券の売買から手数料を得るコミッション型のモデルであり、結果として個別銘柄の過度な回転売買につながり投資家と金融機関の利益相反になっているとの懸念があった。このビジネスモデルが顧客のためになっていないと考えた米国証券取引委員会(SEC)は、対策を検討するため1994年に委員会を設置した。委員会のリーダーが当時のメリルリンチのタリーCEOであったことから「タリー委員会」とも呼ばれ、参加メンバーにはウォーレン・バフェット氏(バークシャー・ハサウェイ CEO)も名を連ねていた。同委員会は翌1995年にいわゆる「タリー報告書」を発行し、顧客、金融機関(販売会社、証券会社)、アドバイザーの利害を一致させ長期的関係を築ける報酬体系の必要性を指摘し、預かり資産額に対して報酬(フィー)を課す残高フィーモデルを示した。これにより残高フィーモデルを体現するサービスとして、米国におけるファンドラップは発展を遂げることになる。

③UMAの登場(2003年～)

その後、米国では2003年にSMAのサービス拡大版として、競合他社の取扱商品も含めて個別証券や投資信託(含むETF)、ファンドラップ、SMA、保険をまとめて助言または一任運用するUMA(Unified Managed Account/ユニファイド・マネージド・アカウント)が登場した。UMAはオーバーレイマネージャーと呼ばれる大手金融機関が資産管理責任者として、UMAに組み入れられている各口座の損益状況や税制優遇の詳細などを勘案して家計レベルで資産運用の最適化を目指すものである。また、それまでのSMAでは有価証券を追加しようとする場合に、新たに口座を開設しなければならない煩わしさや、保有資産を移管

するために売却して意図せざる実現損益が発生するなどのデメリットがあった。しかし UMA では競合他社の取扱商品も一つの口座での管理が可能となり、顧客の利便性が大きく向上し残高を伸ばすこととなった。

④RPM、RA の拡大(2008 年～)

米国のラップ口座の転換点に 2008 年のリーマンショックがある。金融危機を経て一任免許を保有する営業担当者自らがポートフォリオを提案する RPM(Rep As Portfolio Manager / レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー)や助言する RA(Rep As Advisor / レップ・アズ・アドバイザー)などがラップビジネスを拡大させた。

RPM や RA は金融危機局面での資産変更アプローチが顧客の支持を得たといわれている。その優位性として、UMA 等は証券会社等が顧客と契約したモデルポートフォリオに則した運用を行う一方、RPM や RA は所属する証券会社等の運用方針の範囲内でポートフォリオマネージャーやアドバイザーが独自の判断で機動的に修正し、顧客に提案できるという点が挙げられる。

運用裁量権は UMA 等が証券会社等の本部にある一方で、RPM はポートフォリオマネージャー(個人)にある。他方で RA は顧客自身に運用裁量権があるため、投資行動に際しては必ず顧客の同意が必要との違いがある。

RPM や RA は一般に銀行や保険会社、証券会社などの金融機関に所属しているものの、より顧客に寄り添った機動的なポートフォリオ提案を行えることから残高を伸ばしたといえる。

図表 2 : 米国のラップ口座の類型

	SMA	ファンドラップ	UMA	RPM	RA
定義・特長	富裕層向けにきめ細かく顧客意向に対応	一般層向けに小口化、分散・少額投資が可能	競合他社商品もまとめて運用し利便性向上	顧客に寄り添った機動的な運用	顧客に寄り添った機動的な助言
投資対象	個別証券	投資信託(※)	個別証券、投資信託(※)		
運用裁量権	金融機関の本部			RPM	顧客

(※)ETFを含む

(出所)三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道その237より三菱UFJ信託銀行作成

(コラム) ゴールベース・アプローチ

米国ではゴールベース・アプローチの定着がラップ口座の残高拡大に寄与している。ゴールベース・アプローチとはこれまで述べてきたような運用スキームではなく、顧客へのコンサルティング・提案のプロセスであり、一般的には次のようなフローとなっている。

A) ゴール(目標)の設定

顧客ごとに老後の生活水準向上、子供の進学、住宅の購入、海外旅行などさまざまなゴールが考えられ、それを共有する。

B) 時期・費用の確認

ゴールの時期およびゴールに必要な費用を確認する。

C) 運用方針の提案・運用開始

ゴールに向けた運用方針を提案し、顧客と合意したうえで運用を開始する。
提案は顧客ごとのリスク許容度を踏まえた内容とする。

D) 定期的なフォローの実施

運用開始後は顧客のゴールに変化がないか、ゴールに向けた運用状況はどうか、運用方針を変える必要はないか等を定期的にフォローする。そして必要な場合は新たな運用方針を提案する。

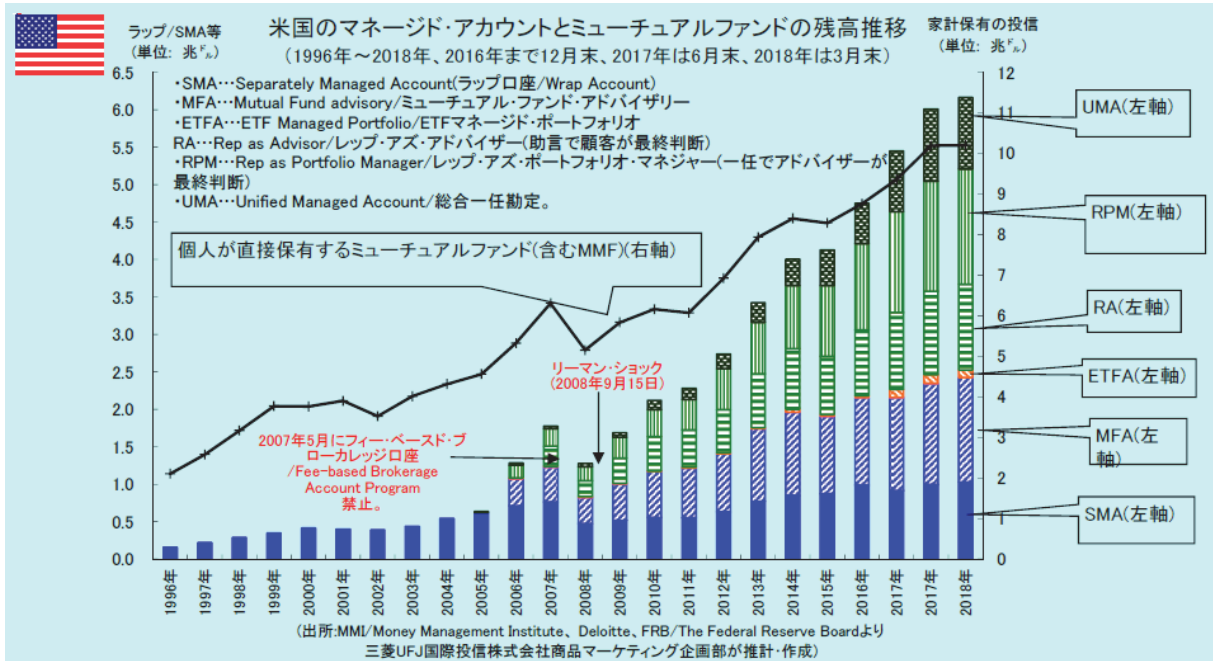
上記の A から D までのプロセスを繰り返すことがゴールベース・アプローチである。
(図表 3)

図表 3 : 一般的なゴールベース・アプローチのプロセス



これまで概観したとおり、米国におけるラップ口座は SMA に始まり、ファンドラップによる小口化や UMA による利便性向上、RPM や RA による顧客への寄り添いなどスキーム面での進化を遂げてきた。またゴールベース・アプローチの普及によりプロセス面でも顧客本位のサービスとして定着してきた。これらを背景に米国におけるラップビジネスは順調に拡大してきたといえる(図表 4)。

図表4：米国のラップ口座の推移(残高、件数)

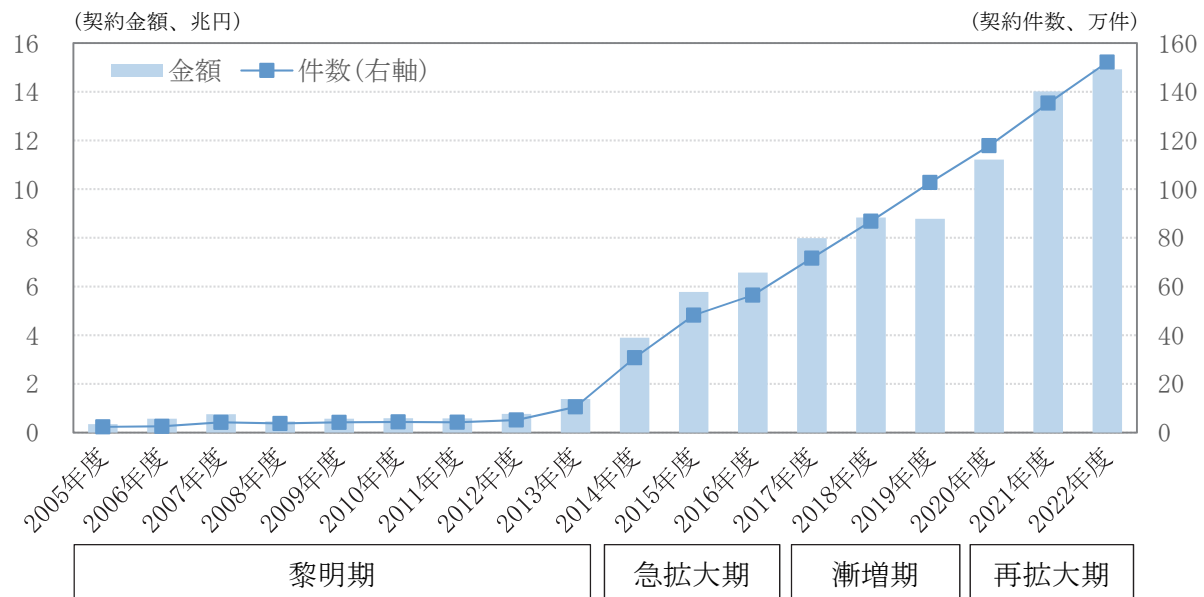


(出所)三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道その256より抜粋

(2) 日本での歩み

ここからは日本におけるラップビジネスの歩みについて、主にファンドラップの動向に着目して振り返りたい。最初に日本のファンドラップの残高、件数の推移をみると図表5のとおりである。この推移を「黎明期」「急拡大期」「漸増期」「再拡大期」の4局面に分けて、それぞれの局面における状況を確認していきたい。

図表5：日本のファンドラップの推移(残高、件数)



(出所)投資顧問業協会の統計資料より三菱UFJ信託銀行作成

① 黎明期(2004年～)

日本では2004年4月の投資顧問業法の改正施行により、投資一任業務を実施するための条件が緩和され、証券会社において投資一任業務が可能となった。一方、信託銀行においては従来から投資顧問業務を併營業務として営んでいる。

法改正を機に、証券会社や信託銀行といった国内金融機関は個人向け投資一任業務であるラップ口座の提供を開始したが、当時の知名度はそれほど高くなくファンドラップの残高は暫く微増で推移していた。

② 急拡大期(2014年～)

前述のとおり、取扱金融機関が証券会社、信託銀行に限られていたことに加え、2008年のリーマンショックが投資家心理に少なからず影響を与えたことも相まって、残高の伸びが緩やかであったと推察されるファンドラップだが、2014年前後から急速に残高を伸ばし、拡大期を迎えた。背景にはアベノミクスによるデフレ脱却期待による投資マインドの高まりと金融庁による金融機関に対する「顧客本位の業務運営」⁶の要請が間接的に影響したといえる。

2013年4月に日銀黒田前総裁が就任直後の金融政策決定会合において「2%の物価目標を2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する」と宣言し、その政策手段として「量的・質的金融緩和」を導入したことは、“異次元の金融政策”として市場から大きな驚きをもって迎えられた。これにより、リスク性資産の価格上昇やデフレからインフレへの転換が期待され、「インフレに備えた資産運用」への一つのツールとしてファンドラップを導入する金融機関が増加した。

ファンドラップの「おまかせ運用」というフレーズが投資初心者にも受け入れられたこともファンドラップの残高拡大につながったと考えられる。

また金融庁は2013年9月の「平成25事務年度 金融商品取引業者等向け監督方針」において顧客保護と利用者利便の向上の観点から「金融商品取引業者等は営業部員や役職員の給与・賞与体系が短期的な収益獲得に過度に連動した成果主義に偏重していないか、手数料収益の獲得に傾注した営業体制や商品構成になっていないかを重点的に検証する」と記載している。これに対してファンドラップは販売時にフィーを収受せず資産残高(ストック)に対してのみ収受する報酬体系のため相対的に注目を浴び、金融機関各社が注力することとなったともいえる。

上記のような金融庁の「顧客本位の業務運営」をベースとした指摘を背景に、販売時にはフィーを設定せずに、ストックに対してフィーを設定するファンドラップは、その商品性が

⁶ 金融庁は2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を発表し、顧客本位の業務運営の策定・公表等の7つの原則(プリンシプル)を示しているが、それ以前の各種報告書において実質的に顧客本位の業務運営を要請していた。

ら証券会社等が注力するところとなり残高・契約件数が急拡大することとなった。

③ 漸増期(2017年～)

一方で、金融庁の2016年9月の「平成27事務年度金融レポート」では急拡大するファンドラップについて課題も2点示された。

1点目は「運用コスト」に関するもので、ファンドラップは資産配分や商品選択、配分見直し等を行っている対価として「投資一任報酬」を収受しているが、これとは別に組み入れている投資信託の信託報酬等がかかるため、結果として報酬が高くなる可能性がある点である。同レポートでは主なファンドラップの平均の総コスト(投資一任報酬+信託報酬等)は年間2.2%となり、販売手数料がかかるものの年間の信託報酬が1.5%程度である一般の投資信託と比べると、4年を超えて投資を継続する場合、ファンドラップの方が一般の投資信託よりも保有コストが高くなると試算している。

2点目は「運用対象とする投資信託」に関するもので、証券会社や信託銀行が提供しているファンドラップについて、運用対象の投資信託の中身が、系列の投資運用業者が設定する投資信託が平均で5割前後を占めているという点である。ファンドラップを提供する金融機関は顧客よりも系列の利益を優先することがないよう、選定プロセスの透明化が必要としている。

上記のような指摘から、「ラップ口座での運用はやめた方がいい」と断言する書物も現れた。こうしたファンドラップ悪玉論がどこまで影響したかは定かではないが、ファンドラップの残高についても、急拡大が一服し伸びが緩やかな漸増期に入った。

④ 再拡大期(2020年～)

2021年、2022年の資金流入回復には複数の要因があると考えられる。コロナ禍の巣ごもりの中で在宅時間が長くなり、インターネット系の運用会社が提供するファンドラップが急速に残高を積み上げたこと、大手証券会社等が数年をかけてストック型ビジネスに注力してきた成果が顕在化してきたこと、大手証券、大手銀行に加えて地域金融機関、系統金融機関などが新たにラップ市場に参入してきたこと等が挙げられ、いずれも一時的な要因ではなく構造的な変化を伴うものといえる。マーケットの上昇による効果もあり、2022年12月末の残高は14兆円に達しているが、コロナ・ウイルス拡大前の2019年12月末からの3年間で実に5兆円(+55%)増加して現在に至る。

2. 日本の現状

2000年代前半は証券会社・信託銀行がファンドラップの主要プレーヤーであったが、2000年代後半になると、メガバンクがグループ証券会社のファンドラップの取り扱いを始め、さらに資本系列と直接関係のない地方銀行も金融商品販売の仲介・媒介および投資一任契約締結の代理を活用し、取り扱いを始めた。2010年代に入ると独立系のアセットマネジメント会社も含め、“ロボアド”（インターネット経由で5～15個程度の質問に答えると、当該顧客にあったポートフォリオや期待リターンが提示される仕組み）を活用したラップも登場し、ファンドラップの取扱金融機関は年々増加し、2022年12月末現在で67社となっている。

以下では、運用・販売会社から見たファンドラップのスキームの進化と、顧客のライフサイクルの変化に伴うファンドラップの運用・コンサルテーションへ期待されるニーズの変化について考察してみたい。

(1) 多様化するビジネススキーム

① 自社完結方式

証券会社や信託銀行では、自社の顧客に対して「勧誘・提案」から「契約締結・口座開設」、「投資一任(運用)」、「口座管理・運営」、「運用報告書作成・交付」、「運用状況の説明・意向確認(コンサルティング)」にいたる一連の付加価値を提供するフローを自社で完結する形式が主流である。また、大手システムベンダーのラップ口座向けシステムを社内システムと連結させ、営業支援から資産運用管理まで一連の業務フローをシステム面でサポートする体制が構築されている。

② 仲介・媒介方式

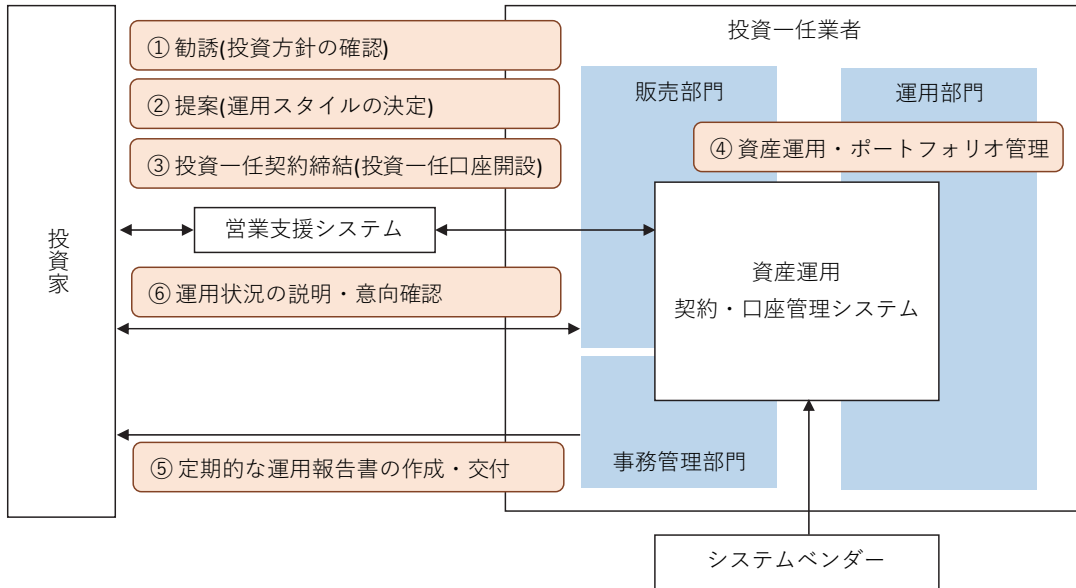
メガバンクや地方銀行等が自社の顧客に対してファンドラップの取り扱いを行う場合、前述のとおり金融商品販売の仲介・媒介機能を活用する方式が一般的である。金融商品販売の仲介・媒介とは、実際に運用を行う投資一任業者以外の販売会社(金融商品仲介業者)が投資一任業者の委託を受け、商品の勧誘を行い、実際の投資一任契約は投資一任業者と顧客の間で締結するスキームである。

③ 代理方式

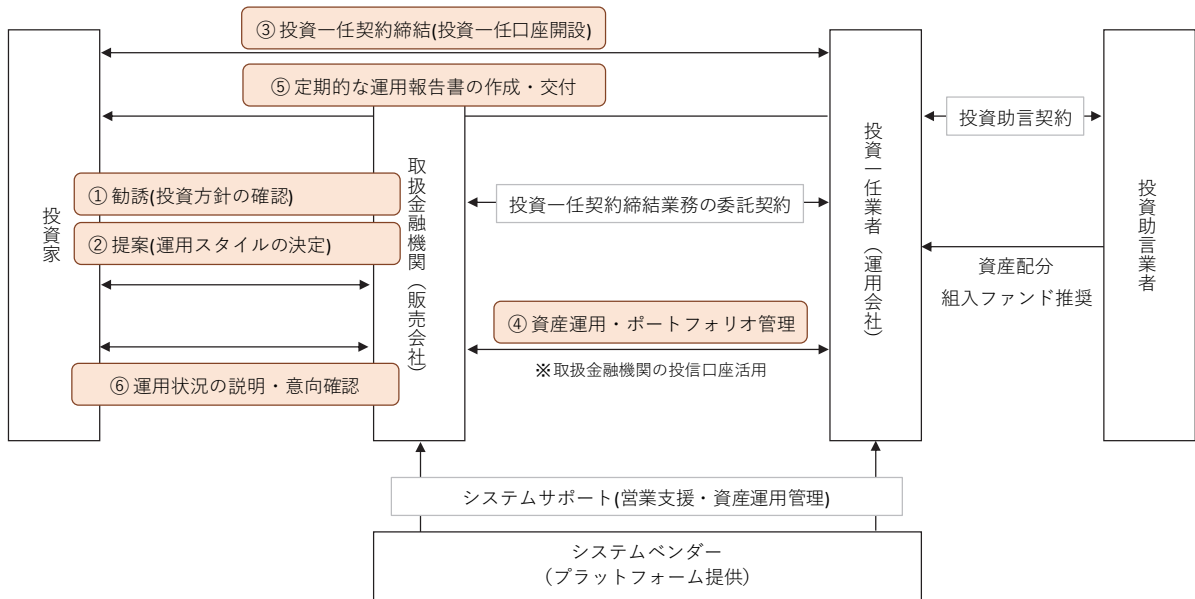
仲介・媒介方式に加え、投資一任契約締結の代理機能を使い、地方銀行等でファンドラップの取り扱いを行う会社もある。このスキームの特徴は「口座管理・運営」を販売会社が行うことも可能になり、販売会社にとっては資金を一元的に管理できること、顧客にとっては普段から慣れ親しんだ金融機関でのサービスを引き続き受けられること、が挙げられる。また近年では上記に加え、投資一任業者に別の運用会社が助言をするというスキームもあり、各運用会社・販売会社とも工夫を凝らしている。(図表6)

図表6：ファンドラップのビジネススキーム(付加価値の流れ)

＜自社完結方式の一例＞



＜媒介・代理・助言活用方式の一例＞

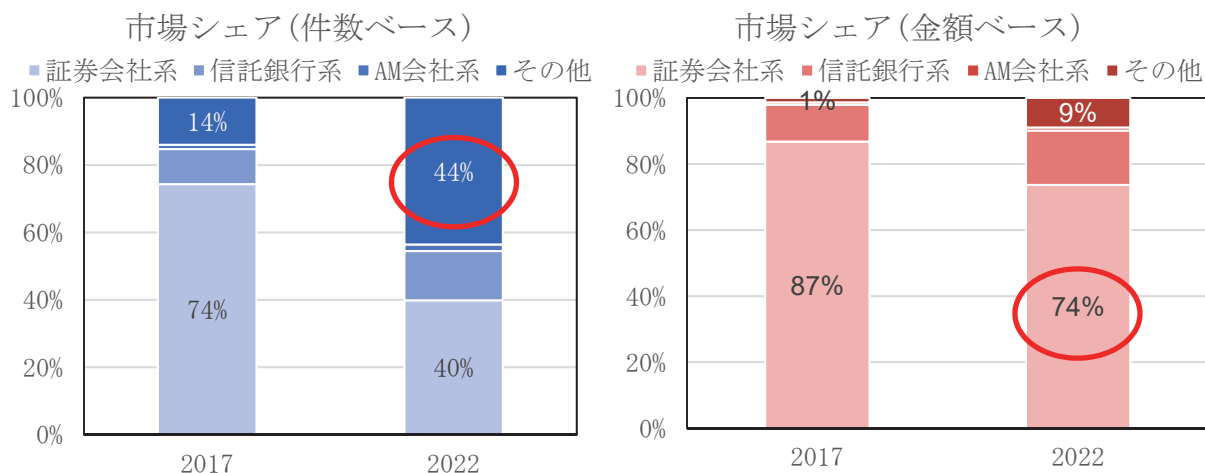


(出所)三菱UFJ信託銀行作成

このようにファンドラップは、証券会社や信託銀行から商業銀行、信用金庫等へといった「業態」の広がり、三大商業圏(東名阪)からそれ以外へという「地域」の広がり、ロボアドの登場による「世代」の広がりが進んでいる。金融庁が公表した資料をもとに2022年12月末時点の国内ファンドラップ市場における各業態の市場シェアを集計したものを図表7に示す。これによると5年前に比べて「その他^{*}」の投資一任業者が件数ベースでは証券会社を上回り、最大勢力となっている。一方、シェアを落としたとはいえ、金額ベースでは引き続き証券会社系の投資一任業者の比率が高い。

^{*}インターネット証券・ロボアドなど

図表7：ファンドラップ市場シェア(2022年12月末基準)



(出所) 金融庁「国内運用会社の運用パフォーマンスを示す代表的な指標(KPI)の測定と国内公募投信についての諸論点に関する分析」(2023年4月21日公表)より三菱UFJ信託銀行作成

(2) ファンドラップの付加価値からみた想定される投資家層

ファンドラップの主要な付加価値としては以下が挙げられる。

① 伴走力

米国におけるラップビジネス発展の楚ともいえるゴールベース・アプローチという手法は、顧客の資産運用ニーズに対してライフサイクルに伴う変化も踏まえて中長期で寄り添い、目標達成まで金融コンサルタントとして伴走することである。この「伴走力」はファンドラップの提供する最大の付加価値であるといっても過言ではなく、ファンドラップが資産運用“商品”ではなく、資産運用“サービス”たる所以である。

② 運用力

また、運用手法についてはゴールベース・アプローチとの親和性の高い長期分散投資の理論に基づくバランス運用が主流である。長期分散投資を実践するにあたって、最適な資産配分に基づく効率的なポートフォリオの構築力から投資対象ファンドの選定力(目利き力)、長期分散投資の効果を最大限発揮できるように運用開始後のポートフォリオを最適な状態に維持するための運用・管理能力まで、総合的な「運用力」が重要な付加価値である。

③ 商品力

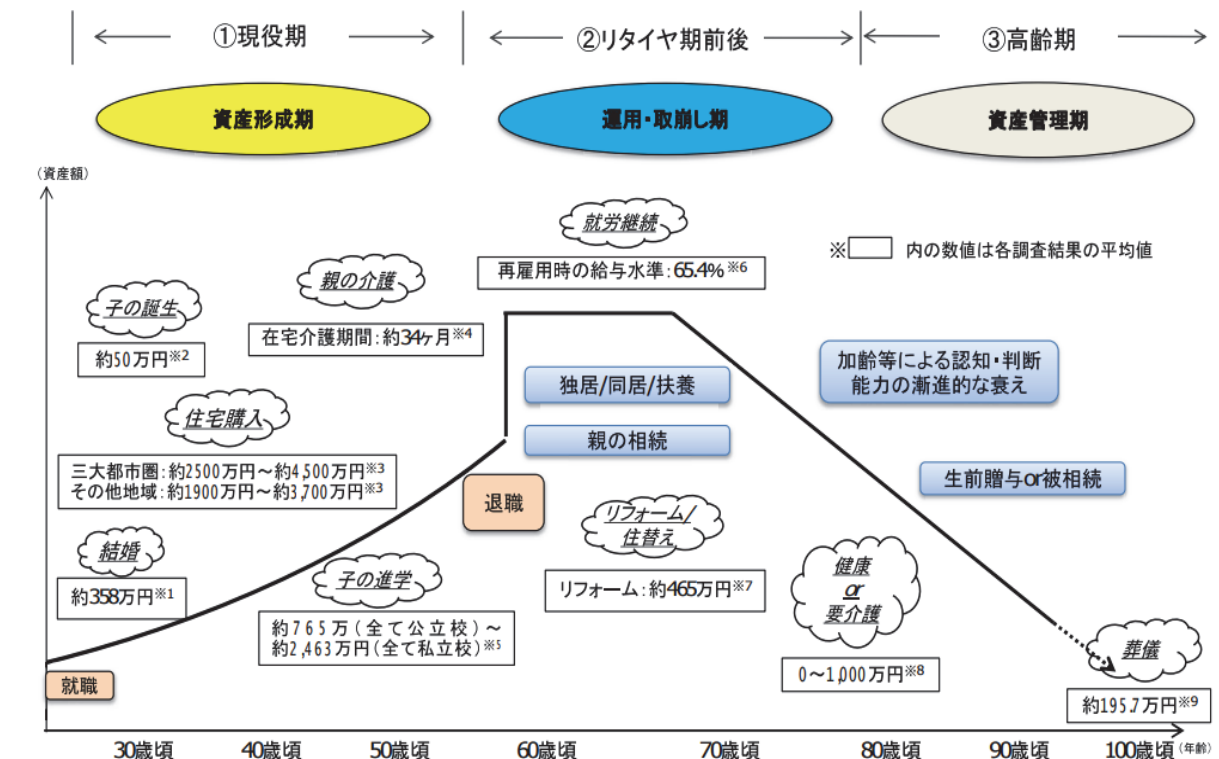
ファンドラップにはさまざまなオプションがあり、一般に機能面で投資信託に比べて高い「商品力」を有しているといえる。例えば、顧客のライフサイクルや意向の変化に対応するべく、手数料なしでコース・スタイルの変更ができることが一般的である⁷。また、

⁷ 投資信託でもシリーズ化しているもので手数料なしでコース・スタイル変更が可能なものも存在する。またターゲット・イヤーフンドは経年でリスクレベルを自動的にコントロールするなど、実質的にコース・スタイル変更と同様の経済効果を内包している。

プロフィットロックやロスカット、エントリー分散、定時(または定率)払戻し、資産承継などの機能⁸を選択することができるものがある。報酬体系に関しては成功報酬と固定報酬を選択できたり、段階料率を適用したりといったものもある。

上記のようなファンドラップの「伴走力」「運用力」「商品力」といった重要な付加価値はその性格上、ある程度中長期の投資期間を前提とする。では、どのような投資家層のニーズに合致し、ソリューションとして有意義なものであるか。ここでは、一般的なライフステージ(図表8)をもとにファンドラップの想定される投資家層について考察する。

図表8：一般的な家計のライフサイクルのモデルケース



(出典) ※1 株式会社 リクルートマーケティングパートナーズ「ゼクシィ結婚トレンド調査2018」 ※2 公益社団法人 国民健康保険中央会「正常分娩分の平均的な出産費用について(平成28年度)」 ※3 住宅金融支援機構「2017年度フラット35利用者調査」より土地付注文住宅、注文住宅、建売住宅、マンション、中古戸建及び中古マンションの取得費(建築費・土地取得費含む)の平均値 ※4 厚生労働省「今後の仕事と家庭の両立支援に関する研究会報告」参考資料 ※5 文部科学省「平成28年度子どもの学習費調査結果」及び独立行政法人「平成28年度学生生活調査報告書」より金融庁作成 ※6 厚生労働省「平成29年職種別民間給与実態調査」 ※7 国土交通省「平成25年住生活総合調査結果」 ※8 生命保険文化センター「平成27年度生命保険に関する全国実態調査」初期費用80万円+(月額7.9万円×12月×10年)=1,028万円 ※9 一般財団法人 日本消費者協会「葬儀についてのアンケート調査」

(出所) 金融審議会市場ワーキング・グループ報告書「高齢社会における資産形成・管理」資料より抜粋

⁸ ファンドラップには一般的に顧客が任意で選択することが可能な様々なオプション機能が用意されている。代表的な機能であるプロフィットロック/ロスカットとは運用資産の時価評価額が増加(または減少)し、予め設定した水準に到達した場合に自動的に運用資産の売却手続きを行い、一定の利益を確定(または損失を確定)させる機能である。

投資家層の特徴をライフステージ別に整理すると、以下のようになる。

◇ 現役期(資産形成期)

時間を味方に家計収入の範囲内で少額から長期の積み立てによる資産形成が可能な時期

このライフステージの最も大きなアドバンテージは、将来に対して多くの時間を有しているため、時間を味方につけることが可能である点である。これは資産形成をするにあたって非常に大きな強みである。また、人的資本(働くことによって生涯得られるキャッシュフローの総額)の価値が高いため、理論的にはリスク許容度が高いことも強みのひとつである。

一方、金融資産の保有額はまだ少ないことに加え、各種ライフイベント(結婚、出産、子育て、マイホームなど)に伴う資金確保が必要であることから、資産形成にかけられる資金的・時間的な余裕に乏しい。従って、まとまった資金をもとに目標を設定し手厚い伴走サービスを受けるタイプのファンドラップよりは、少額からアプリで手軽に利用できるロボアド等を活用した非対面型のファンドラップが向いているといえる。

◇ リタイア期前後(資産運用・取崩し期)

退職・相続による資産保有増加と共に資産寿命の延伸や老後の計画的な取崩し開始時期

このライフステージでは、退職や相続といったイベントにより保有金融資産の額が急増し、老後に向けてある程度まとまった投資資金が生じる時期になる。主な収入源が人的資本から金融資本に移るなかで、資産寿命を延伸するために資産保全(インフレによる資産価値目減りを軽減)や、将来の収支計画や資産の取り崩しについて具体的にマネープランを立てる時期でもある。

一方、現役期に比べて自由に使える時間が増えるため、金融機関に対して直接接点を持ち、将来の収支計画策定などを相談する機会も増えることが想定される。ファンドラップの伴走力の真価は継続的に顧客との接点を持つときに発揮されるため、この世代は対面型のファンドラップのサービスに最も適合する投資家層といえる。

◇ 高齢期(資産管理期)

計画的な取崩しの継続に加え、家族への資産承継等に備えた対応や準備を行う時期

このライフステージでは、医療や介護などの費用が徐々に増すなか、収支計画の見直しを含め、資産を計画的に管理する時期になる。また、資産管理の一環として家族への資産承継も見据えた、世代を超えたニーズも想定される。

ファンドラップは資産運用だけでなく、資産承継など様々な機能を備えているサービスであり、世代を超えて伴走力を発揮できるため、高齢期の投資家層に対しても有意義なサービスといえる。

Ⅲ．日本における今後の発展に向けた課題

これまでみてきたとおり、日本におけるラップビジネスはファンドラップを中心に成長を遂げてきたが、本章では今後更にラップビジネスが発展していくための課題を考察したい。

金融庁は2023年4月に「資産運用業高度化プロGRESSレポート2023」を発表した。今回のレポートの特徴は資産運用業を資産運用会社のみならず販売会社、インデックスベンダー、システムベンダー、受託機関にまで広範囲に捉え、それぞれの業態の課題と期待される方向性を示し、ひいては家計・個人の資産形成を支援しようという点である。そのレポートの「ファンドラップの付加価値の明確化」という章でファンドラップの課題と期待される方向性が示されているので紹介する。

図表9：プロGRESSレポートで指摘された課題と期待される方向性

課題
1. 複数の投資信託を組み合わせた商品か、アドバイスも含めたサービスかが不明確
2. 顧客の負担する手数料がどのような付加価値に対する対価なのかの説明が不十分
3. コスト控除後パフォーマンス、手数料の定義・構成等の情報の開示が不十分
期待される方向性
1. バランス型投資信託との付加価値の相違を含むサービスの具体的内容の明確化
2. 運用体制、コースごとのコスト控除後のパフォーマンス
3. 顧客の負担するコストの定義・構成等に関する情報開示の充実

(出所)金融庁「資産運用業高度化プロGRESSレポート2023」より三菱UFJ信託銀行作成

上記レポートの内容も踏まえて、ファンドラップに関して課題を4点述べたい。

1. サービスの見える化

ファンドラップは投資一任契約に基づいて、投資一任業者が最終投資家に代わって資産の運用・管理を行うものであるが、「おまかせ」というイメージが浸透しているために、最終投資家は何もする必要がないという印象を持たれがちである。しかし実際は、最終投資家が投資一任契約を締結する段階で、サービスの内容が自身の求めるものに合致しているかを慎重に吟味する必要がある。また、契約を締結し運用を開始した後は、そのサービスがしっかりと履行されているかを定期的に確認することが重要である。

最終投資家がサービスの内容をしっかりと吟味できるようにするためには、金融機関がそ

の内容を「見える化」し、かつ他社のサービスと比較可能な開示をすることが求められる。「見える化」するサービスの内容として一般に考えられるものは以下である。

(1) 情報提供・運用報告・コンサルティング

契約を締結した場合に受けられるソフト面でのサービスとして、マーケット等の情報提供(定期的、急変時)、運用報告の項目・内容、運用状況や運用目的を踏まえたコンサルティングの方法・内容等が挙げられる。これらのサービスは対面営業を標榜する金融機関とインターネットで提供する金融機関では異なってくるが、金融機関はこれらのサービスの内容や頻度、ボリュームを分かり易く提示することが求められる。

(2) 報酬控除後のパフォーマンス

ファンドラップは顧客ごとの投資一任契約となっているために、顧客ごとに個別の運用報告書が作成される。一方で、投資信託のように他社とのパフォーマンスやリスクを比較したいというニーズに応えるため、顧客が比較可能なパフォーマンスを作成し、それを開示することが求められる。ファンドラップはコンサルティング・サービスではあるが、パフォーマンスがサービス選択における重要な要素であることはいままでのないことである。

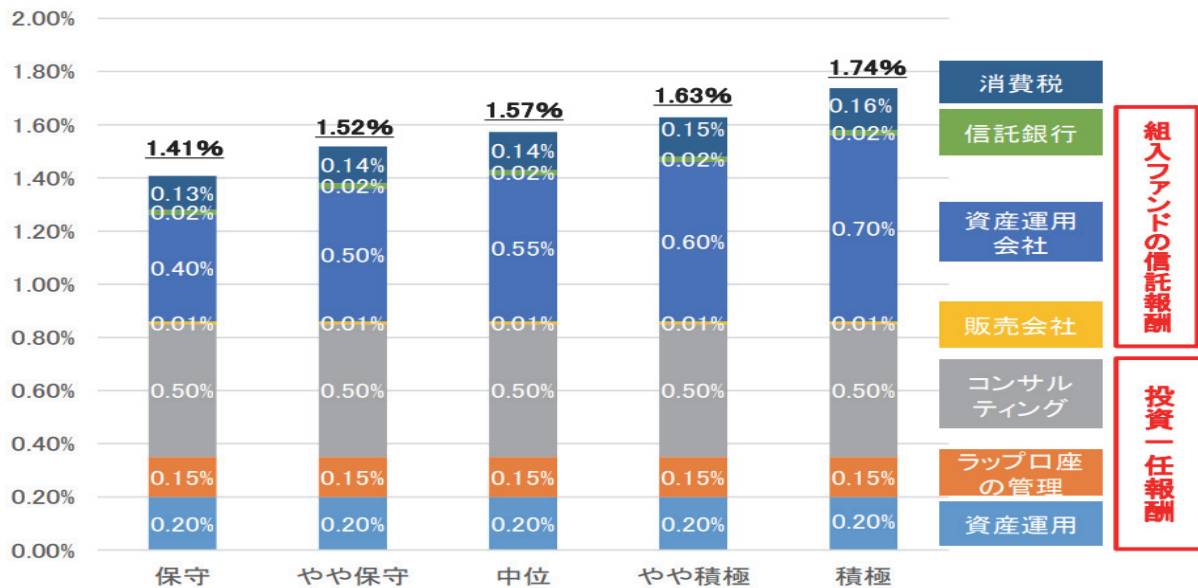
また、パフォーマンスの提示にあたって重要なことは、顧客の“手取り”に近い報酬控除後のデータとすべき点である。報酬は主に組み入れている投資信託にかかる信託報酬と投資一任運用にかかる報酬があり、前者は投資信託の基準価格算出の段階で日々控除されており算出が容易であるが、後者についても控除する必要がある。総コスト(投資一任報酬+信託報酬等)を控除してはじめて他サービス・商品とのパフォーマンス比較が可能となる。

なお、ファンドラップは契約全体では評価損の状態であっても個別の組み入れている投資信託で評価益がでていれば課税される場合があるため、この点も留意点として顧客と共有し、認識相違のないようにすることが重要となる。

(3) 手数料と付加価値の対応

ファンドラップを包括的なサービスと捉えたときに、金融機関は契約に付帯した個々の付加価値とそれに対応する手数料を示すことが望ましい。「資産運用業高度化プロセスレポート 2023」では、ファンドラップの手数料開示について図表 10 を好事例として示している。

図表 10：ファンドラップの手数料開示の好事例



(出所) 金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート 2023」より抜粋

米国では付加価値と手数料の関係を研究した事例が多くあり、参考までに掲載すると図表 11 のとおりである。図表 10 の日本の事例とは付加価値の項目自体が異なるため、一概に比較はできないが、米国の場合、運用・管理そのものである「アセット・アロケーション」や「プロダクト・アロケーション」「リバランス」よりも、コンサルティングや伴走力である「投資行動コーチング」や「タックス・マネジメント」、「貯蓄・取崩しガイダンス」といった項目に多くの付加価値を認めていることが特徴といえる。

図表 11：米国における付加価値と手数料の研究事例

調査会社		Vanguard	Morning star	Envestnet	Russell Investments
付加価値の合計(推計値)		3.70%	1.60%	3.04%以上	3.90~4.20%
付加価値の構成要素	顧客に関する情報収集	-	-	0.50%以上	0.85%
	アセット・アロケーション	-	0.45%	0.28%	-
	投資行動コーチング	1.50%	-	-	2.00~2.20%
	タックス・マネジメント	0~0.75%	-	1.00%	0.50%
	ゴール最適化	-	0.12%	-	-
	プロダクト・アロケーション	-	0.33%	0.82~0.85%	0.25~0.35%
	貯蓄・取崩しガイダンス	1.10%	0.70%	-	-
	リバランス	0.35%	-	0.44%	0.30%

(出所) Merrill Lynch「The Value of Personal Financial Advice」より三菱UFJ信託銀行作成

2. 継続的な意向確認の徹底(ゴールベースアプローチの活用)

前述のとおり、ファンドラップは「おまかせ」運用ではあるが、金融機関は投資一任契約締結時に顧客に示したルールに則って、運用が顧客の意向に沿ったものであるかを継続的に確認することが求められる。

これまでも述べてきたとおり、継続的な意向確認と親和性の高い手法の一つとして米国で浸透しているゴールベース・アプローチがある。ゴールベース・アプローチは5ページに記載のとおり、「ゴール(目標)の設定」→「時期・費用の確認」→「運用方針の提案・運用開始」→「定期的なフォロー」のプロセスを繰り返すものであるが、ゴールが設定されているために、運用状況の評価(ゴールに向けて現在の運用収益は十分か、不十分か)やそれを踏まえた運用方針の修正が容易になる。日本ではゴールベース・アプローチを明確にうたったファンドラップはまだそれほど多くないが、ゴールベース・アプローチを営業員が実践するための支援システムの整備が遅れていることなどが理由として考えられ、結果として米国に比べてゴールベース・アプローチの理念自体が十分に浸透しているとはいえない状況にある。

継続的な意向確認は副次的に顧客の満足度が向上するという効果が期待できる。米国の有力アドバイザーも実践する「12-4-2(トゥエルブ・フォー・ツー)」という手法が参考になる。

(コラム) アドバイスの付加価値～12-4-2 ルール

米大手証券メリルリンチの元幹部ロブ・ナップ氏が確立した **Supernova** と呼ばれるプログラムのひとつの手法。ゴールベース・アプローチの本家である米国では「年 12回は必ずコンタクトし、そのうち 4回は当初計画をレビュー、さらに 2回は対面により幅広い課題をフォローアップ」を実践することが多い。

3. システムコスト負担の工夫

金融機関からは「ファンドラップ導入を検討しているが、自社でシステム開発(イニシャルコスト)・維持(ランニングコスト)を行う場合の負担が重い。一方、他社システム基盤を導入すれば負担は軽いが、顧客資金の一元的な管理ができなくなる場合もあり、総合的な判断から見送っている。」という声もある。そのため、投資家の立場からすると、ファンドラップへの投資意欲(もしくはファンドラップを活用したいニーズ)はあるが、普段取引している金融機関ではファンドラップの取扱いがない、というケースも考えられる。この点は、日本の金融業界が抱える課題ともいえる一方、最近ではシステムコストのボトルネックを解消する新たなプラットフォームを提供する会社も登場している。例えば、金融機関が当該プラットフォームと接続する専用端末を導入することにより、ファンドラップの取扱いが可能となるスキームなど、コスト負担を軽減させるための工夫を凝らした動きもある。

4. 投資教育の推進

金融機関がサービスの見える化を実現し、継続的な意向確認を徹底すると同時に、投資家は自己のライフサイクルに合わせてどのような投資商品やサービスが適しているのかを見極める力を付けることが大事である。その一助として、金融機関が投資教育を推進することも求められている。岸田政権の「資産所得倍増プラン」においても安定的な資産形成の重要性を浸透させていくためには金融経済教育を充実させることが重要であり、中立的な組織として金融経済教育推進機構(仮称)を設立することがうたわれている。

金融機関はこれまでも投資教育に力を入れており、図表 12 は各社の主な取り組みである。投資家の金融リテラシーが高まれば、将来的には、ファンドラップの付加価値の中から、顧客が自身のニーズに合わせてサービスを組み合わせられるような仕組みの実現も十分に可能性があると考えられる。

図表 12 : 金融機関各社の投資教育活動例

形態	実施団体	対象						内容
		一般・社会人	学校			大・専	教員	
			小	中	高			
講師派遣	A社						○ 教員向け研修(デモ授業、金融経済教育セミナー実施)	
		○	○	○	○	○	○ 学校の授業や地域の消費者セミナー・教員研修などに、依頼に応じて講師を派遣	
	E社		○	○			講師の派遣	
						○	大学向けの寄付講義・寄付講座の設置	
	F社	○	○	○	○		官民連携教育プログラムに参加	
	G社					○	大学生向け金融教育の実施	
	H社		○	○	○		小・中・高校生を対象とした職場体験学習・出張授業を実施	
	I社	○					対面型各種セミナー	
		○					金融リテラシーレベルに応じたセミナー	
	C社		○	○	○	○	小・中・高向け土曜授業等、大学生向け金融リテラシー出張講座・セミナー開催等	
	○					○ 一般(若年社会人、一般社会人、高齢者)向けセミナー開催、講師派遣		
						○ 教員向け夏期セミナー		
D社		○	○	○		小・中・高向け出張授業		
						○ 教員向け研修(出張授業)		
					○	大学向け金融教育講座提供		
	○					生涯学習としての講座提供		
教材提供	A社			○	○		教員監修体験教材	
		○		○	○		WEBコンテンツ・パンフレット・ビデオ・CD-ROM(銀行の役割、金融商品について解説)	
			○	○	○		金融経済教育教材を用いた学習指導要領・地域や学校の実情に合わせた実践授業	
	E社		○	○	○	○	大学との共同研究(教材の作成・実践授業、公開講座・教員研修会の実施、講座開講等)	
	F社		○				銀行見学開催と金融教育コンテンツをホームページへ掲載	
		○	○				書籍、情報誌の発刊	
	I社	○					投資教育WEBコンテンツ	
		○					資産形成に関するオンラインサービス	
	J社		○	○	○		小・中・高向け金融経済教育	
		○	○				小学校低学年向けに親子参加カリキュラム	
		○	○			産学連携によるEラーニング開発、ツールの提供		
C社			○	○	○	中学校・高校・大学向け教材の製作・提供		
	○					一般(若年社会人、一般社会人、高齢者)向けウェブコンテンツの提供等		
			○	○		○ WEBサイト		
D社	○	○	○			学習教材作成・寄贈		
	○					経済学習サイトの提供・運営		

(出所)全国銀行協会、日本証券業協会、各社ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

尚、形態については全国銀行協会の分類をベースに当社にて分類。対象については一部当社判断による

IV. 終わりに

これまで、日米のラップビジネスの歴史と現状、日本における課題を俯瞰してきたが、ここで改めて簡単に総括したい。

日本では家計金融資産におけるリスク性資産の伸びは緩慢であるものの、ファンドラップは途中での紆余曲折を経つつも着実に残高を伸ばしてきた。その理由は、投資家側からみるとインフレに備えて資産運用ニーズが高まったことや、インターネット系の運用会社が参入し、現役期(資産形成期)の投資家がエントリーしやすくなったこと等が挙げられる。一方、サービスの提供者側からみると「顧客本位の業務運営」が求められるなか、資産残高(ストック)に対して手数料(フィー)を収受し、長期投資に資する機能を備えたファンドラップの商品性や意義が評価されていることが挙げられる。またファンドラップの提案プロセスと親和性の高いゴールベース・アプローチが日本でも徐々にではあるが浸透しつつあることも残高拡大の一因といえる。

現在、ファンドラップの取り扱いは証券会社、信託銀行からメガバンク、地方銀行、信用金庫、インターネット系運用会社等にまで拡大し、取り扱い各社が費用対効果を踏まえてさまざまなスキームでファンドラップを提供するに至っている。ファンドラップには「伴走力」「運用力」「商品力」といった重要な付加価値があり、投資家のライフサイクルのステージ(現役期、リタイア期前後、高齢期)によって適合度合いに濃淡はあるものの、ファンドラップはいずれの世代の資産形成・管理にも資するサービスといえる。

今後の発展に向けたファンドラップの主な課題としては、サービスの見える化、継続的意向確認の徹底、システムコスト負担の工夫、投資教育の推進が挙げられる。

ファンドラップが今後「貯蓄から投資へ」の流れに相応しいサービスとして地歩を固めていけるのか、という本稿執筆の主題に戻れば、第Ⅲ章でみた課題を克服していくことが極めて重要となる。課題を完全にクリアすることは困難としても、クリアに向けて改善を重ねることでファンドラップの市場は拡大していくものと考えている。

ファンドラップは着実に残高を伸ばしてきたと述べたが、2022年12月末時点の残高は14兆円程度であり、これは個人金融資産約2,000兆円(2022年12月末時点)の僅か0.7%に過ぎない。米国ではマネージド・アカウントの個人金融資産に占める比率が8%(2020年9月末時点)と推測され、仮に日本で米国の半分の4%まで増加すると仮定すれば残高は80兆円になる。ファンドラップは拡大の可能性を十分秘めたサービスといえるのではないかと考える。

(2023年6月29日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・『平成 25 事務年度 金融商品取引業者等向け監督方針』金融庁 [2013]
- ・『金融モニタリングレポートの概要』金融庁 [2014]
- ・『平成 27 事務年度 金融レポート』金融庁 [2016]
- ・『平成 28 事務年度 金融レポート』金融庁 [2017]
- ・『顧客本位の業務運営に関する原則』金融庁 [2017]
- ・『金融審議会ワーキンググループ報告書「高齢社会における資産形成・管理」』金融庁 [2018]
- ・『販売会社における比較可能な共通 KPI の公表状況』金融庁 [2019]
- ・『投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果』金融庁 [2021]
- ・『第 1 回金融審議会 顧客本位タスクフォース 事務局説明資料』金融庁 [2022]
- ・『投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について』金融庁 [2022]
- ・『資産運用業高度化プログレスレポート 2022』金融庁 [2022]
- ・『資産運用業高度化プログレスレポート 2023』金融庁 [2023]
- ・『国内運用会社の運用パフォーマンスを示す代表的な指標 (KPI) の測定と国内公募投信についての諸論点に関する分析(令和 5 年 4 月 21 日公表)』金融庁 [2023]
- ・『日本の資産運用ビジネス 2022~23』野村総合研究所 [2022]
- ・『近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション(野村資本市場クォーターリー 2015 Summer)』岡田功太、和田敬二郎 [2015]
- ・『The Value of Personal Financial Advice』Merrill Lynch (Bank of America Corporation) [2016]
- ・『ラップ口座は SMA、MFA、ETF、RA、RPM という多様化後、UMA に統合され、さらに UAP へ統合される？(【投信調査コラム】日本版 ISA の道その 246)』三菱 UFJ 国際投信 松尾健治 窪田真美 [2018]
- ・『アドバイザーの価値の「見える化」(【投信調査コラム】日本版 ISA の道その 247)』三菱 UFJ 国際投信 松尾健治 窪田真美 [2018]
- ・『SMA(ラップ)等マネージド・アカウント最新の変化(進化)である投信のモデル・ポートフォリオ化(【投信調査コラム】日本版 ISA の道その 256)』三菱 UFJ 国際投信 松尾健治 窪田真美 [2018]
- ・『投資アドバイスの付加価値と対価のあり方を巡る議論(野村資本市場クォーターリー 2019 Autumn)』神山哲也 [2019]
- ・『アドバイスの付加価値(【投信調査コラム】日本版 ISA の道その 350)』三菱 UFJ 国際投信 松尾健治 窪田真美 [2022]
- ・『ファンド情報 No.404 特別寄稿～モニタリングから見えてきた金融事業者の「取組方針」等の課題と対応』格付投資情報センター [2023]

- ・『ファンド情報 No.406 スペシャルⅡ～付加価値の明確化求める 販売、システムの課題に踏み込む』格付投資情報センター [2023]
- ・『信じていいのか銀行員』山崎元 [2015]
- ・『証券会社がなくなる日』浪川攻 [2020]
- ・『ラップ口座入門』野村証券ゴールベース研究会 [2022]
- ・『資産運用情報 2017年5月号「日本の個人資産形成におけるラップビジネスの可能性について」』三菱UFJ信託銀行 [2017]
- ・『資産運用情報 2019年3月号「個人資産形成の促進に向けて」』三菱UFJ信託銀行 [2019]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）