

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

目次

- I. はじめに
- II. 日本の個人資産形成について(日米比較)
- III. 海外の個人資産形成とラップ等マネージド・アカウントの動向について
- IV. ラップビジネスの可能性について
- V. 終わりに

受託運用部 ラップ運用室 室長 黒川 敬之
担当課長 石永 幸司
担当課長 相馬 克哉

I. はじめに

日本では 2004 年 4 月、投資顧問業法の改正施行により、投資一任業務¹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、信託業法(第 5 条第 1 項第 7 号イ)を根拠に、投資顧問業務を併營業務として営まれている。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の投資一任業務である、ラップ口座の提供を開始した。

2013 年頃より国内金融機関による「ファンドラップ」²が急速に残高を伸ばしてきている。足元では、若干の伸び悩みの傾向をみせているものの、海外でも米国をはじめとしてファンドラップに限らず個人のマネージド・アカウント(以下MA)³がフィンテックの拡張とも絡みあいながら様々な広がりを見せており、注目を集めている。

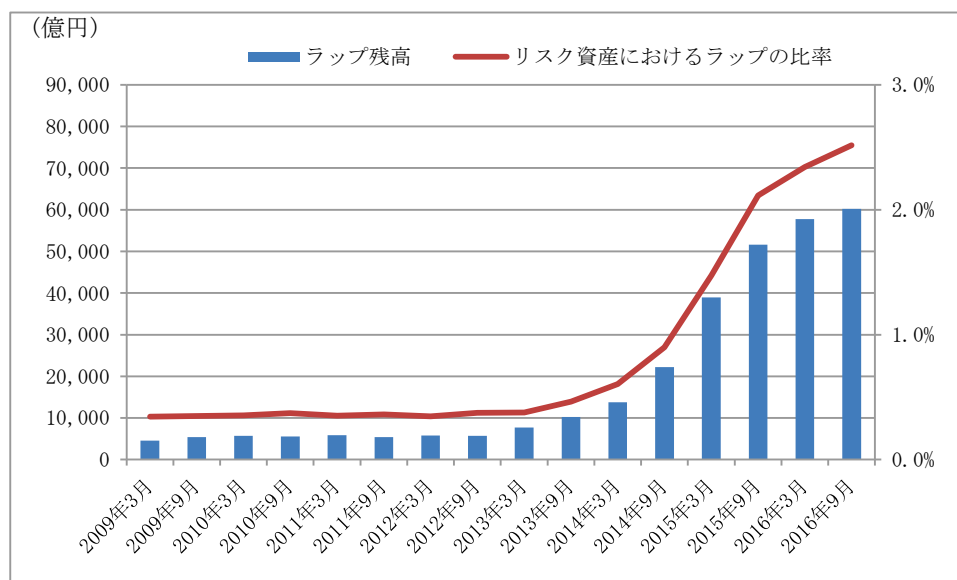
日本では金融庁による 27 事務年度金融レポートで「日本の家計の資産形成は道半ば」との指摘がなされる一方で、28 事務年度金融行政方針や「顧客本位の業務運営に関する原則」(FD 7 原則)ではインベストメントチェーンに関わるすべての参加者の一層の努力が必要であることも指摘されている。

¹ 投資家が投資判断や売買など資産運用に関する権限を、証券会社や信託銀行に一任する契約。

² 主にバランス型のラップ口座。投資信託や ETF 等に投資される。

³ 本稿内で取扱う「マネージド・アカウント」とは、米国での個人向けの投資一任や投資アドバイスを指し、ラップ口座、ファンドラップ、SMA、UMA などの総称。日本における「ラップビジネス」と区別。

図表 1. 国内のラップ残高とリスク資産におけるラップの比率



出所：ラップ残高は日本投資顧問業協会より、リスク資産比率は日本銀行「資金循環統計」より三菱UFJ信託銀行作成。
「リスク資産」は家計の保有する株式と投資信託の合計。

そこで本稿では、日本の個人の資産形成を担っていく商品の一つとしてのラップビジネスについてその可能性を確認していきたい。

まず、第Ⅱ章では、日米における個人の資産形成の違いについて考察する。米国と比較することで、今後の日本の資産形成に何が必要かを考察する。

次の第Ⅲ章では、米国の MA の発展をみていく。さらには日本を含めて世界基準で進んでいるフィデューシャリー・デューティー(以下 FD)やフィンテックの動きを紹介する。

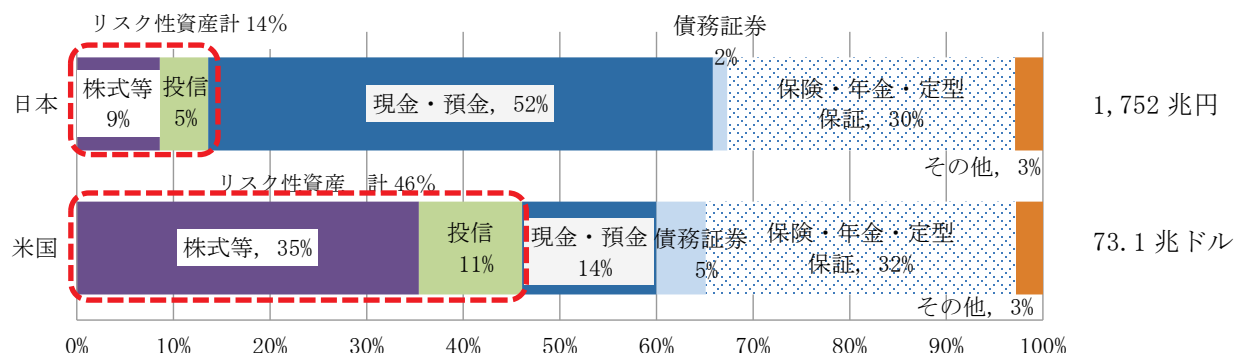
第Ⅳ章では、これらを踏まえ、日本におけるラップビジネスの可能性を考えていく。

Ⅱ. 日本の個人資産形成について(日米比較)

1. 日米リスク資産比率の比較

日本の個人金融資産は 2016 年 9 月末現在で約 1,800 兆円であり、このうち預貯金の割合は約 52%であるが、リスク性資産(投信、株式等)の割合は 14%に留まる。

図表 2. 家計の金融資産と構成比(日米比較)



出所：日本銀行「資金循環統計」、FRB, Financial Accounts of the United States, Third Quarter 2016 より

三菱UFJ信託銀行作成

一方で米国の個人が持つリスク性資産(投信、株式等)の割合は 46%である。単純な比較では米国家計のリスク性資産比率は日本の約 3 倍となっているが、統計上の定義による差を排除すると米国の家計における「株式等」の比率は、調整前の 35%から 18%程度へと低下し、「投資信託」(11%)を合わせても 29%程度となり、日米のリスク性資産比率の格差は約 3 倍ではなく約 2 倍となる⁴。

この差について、その要因を考察する。個人の資産形成を左右する要素としては、一般的にポートフォリオを作成するときの基本であるリスクとリターンの観点で、(1)個人のリスク許容度、(2)収益性(成功体験)、に加え投資商品の理解度などの(3)金融資産形成における知識(金融リテラシー)が挙げられる。

2. 日米リスク資産比率格差の背景

(1) リスク許容度

日米におけるリスク許容度は、個人の資産の余裕度の違い、不動産の位置づけの差、あるいは高齢化の進展度合いの差などが影響し、差異が生じている。

⁴ 統計上の定義の差として「対家計民間非営利団体」は、日本が対家計民間非営利団体(政党、労働組合、宗教団体、私立学校)を家計と分離した部門に計上するのに対し、米国はこれを家計に含む。また「個人企業」は、米国では個人企業を家計とは分離しているが、個人企業の純資産は、一旦家計に全額配当され、そこから消費額を控除した分が家計の個人企業に対する出資金として計上される。出所：日本銀行「資金循環統計の国際比較」(2003)

① 資産の余裕度

【世帯間の資産保有格差の影響】

資産保有格差の影響を調べるため、世帯の純金融資産保有額層別に株式投資比率(図表3)を算出した。日米とも金融資産保有額の上位層の株式投資比率が高く、リスク許容度が高いと考えられる層が株式投資の中心階層となっていることがわかる。

特に上位10%の富裕層にあたる階層では、日本が平均金融資産保有額6,821万円と全体平均(1,612万円)の4.2倍に相当する金融資産を保有しているのに対し、米国は同1,916千ドル(約2億1千万円：1ドル110円換算)で全体平均比7.6倍にもなっており、富裕層の資産格差と株式保有比率の差が全体の差に大きく全体に影響していることがわかる。

また、日本については50%～75%、75%～90%の層に注目すると、1千万円以上の金融資産を保有しているものの株式投資比率は一桁に留まっている。この層は中高年層が太宗と推計されるが、平均金融資産も一定水準あるので、米国に比して分布の裾野が広い。更に後述するとおり、相続等により大きな資産が移転される可能性もあり、この層の投資活性化も日本における重要な課題となる。

図表3. 家計の平均金融資産保有額を階層別にした株式等投資比率

(単位：日本…万円、米国…千ドル)

	階層	下位22%未満	22%～50%	50%～75%	75%～90%	上位10%
	平均金融資産	133	561	1,351	2,803	6,821
日本	全体平均(1,612万円) に対する上記比率(倍)	0.1	0.3	0.8	1.7	4.2
	株式・株式投信比率	1%	3%	5%	8%	15%
米国	階層	下位25%未満	25%～50%	50%～75%	75%～90%	上位10%
	平均金融資産	4	15	68	264	1,916
	全体平均(253千ドル) に対する上記比率	0.0	0.1	0.3	1.0	7.6
	株式・株式投信比率	4%	5%	7%	14%	36%

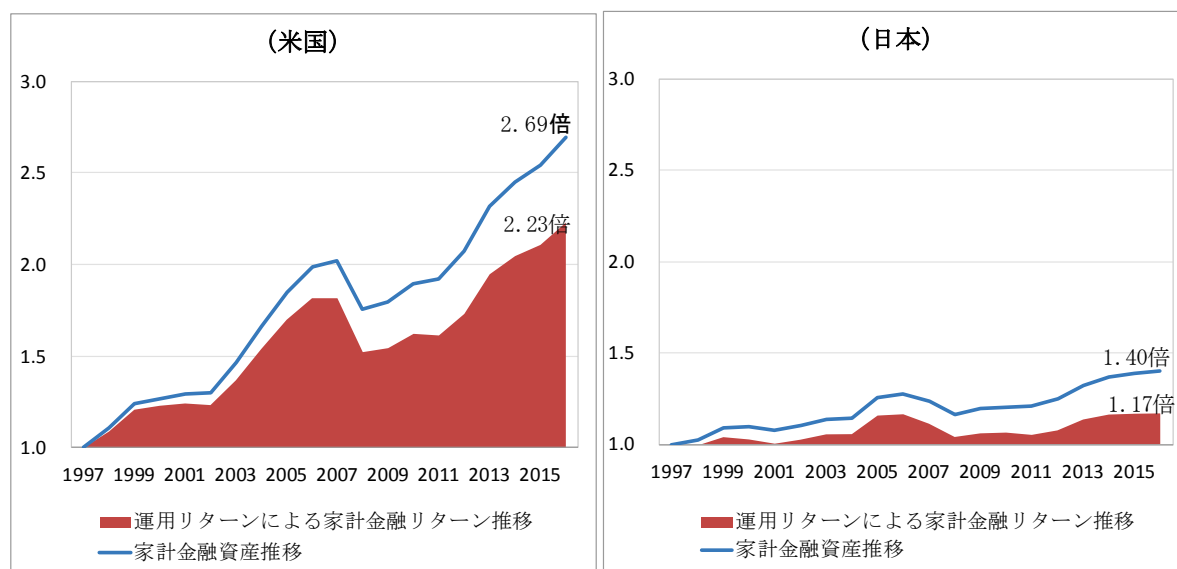
出所：日本は家計調査(貯蓄・負債編)(総務省統計局)、米国はFederal Reserve Board 2013 “Survey of Consumer Finances”より三菱UFJ信託銀行が作成。

【金融資産の含み益の影響】

周知のとおり、90年代以降、日本の株式市場の長期にわたる低迷により、株式市場からの獲得収益は日米で大きな差となっている。それも含めて日米家計の資産の余裕度をみていく。

日米の家計資産の伸びを純資金流入と運用による獲得収益(リターン)に分けた場合、日本の運用リターンは低い水準で推移しており、資産形成における含み益(値上がり益)の比率は米国に比べ小さい。このことが日本の家計資産がリスクを取りにくいことの一因となっていると考えられる。その裏付けとして、日本においても含みが大きかった1988年では日本のリスク資産比率も27%と高かった実績がある。

図表 4. 運用リターンによる日米の家計金融資産の推移
(1997 年末を 1 として指数化)

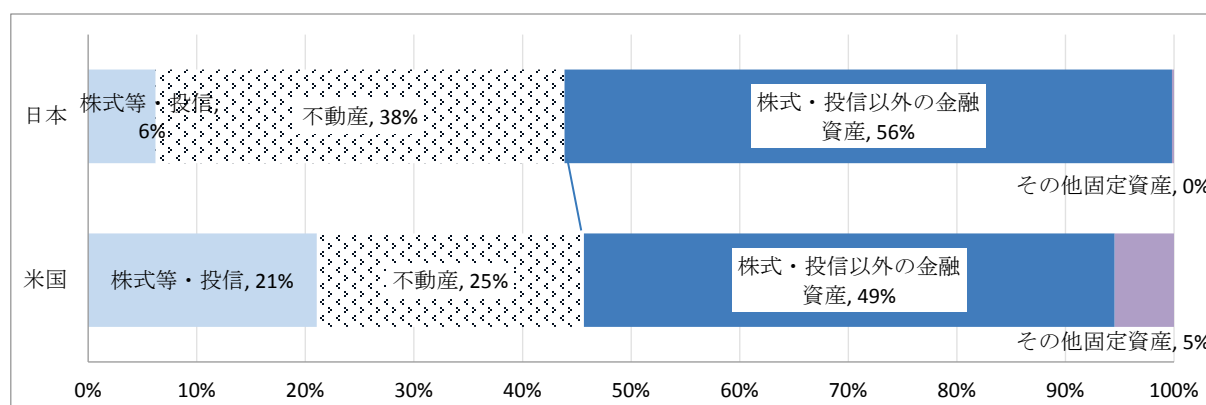


出所：日本銀行『資金循環統計』、FRB, Financial Accounts of the United States, 2016 より三菱 UFJ 信託銀行作成

② 資産構成(不動産の位置づけの日米格差)

次に日米家計資産における不動産のウェイトを比較する。資金循環統計ベースで比較した総資産に占める不動産比率は日本が 38%、米国が 25%となり、日本の方が 10%以上高い。

図表 5. 不動産を含めた家計の個人金融資産



出所：日本は内閣府『国民経済生産』 2014 年末、米国は FRB “Financial account of U.S. (2016 年 12 月末)より
三菱 UFJ 信託銀行作成

一方、新築を含めた全住宅の流通量に占める戸建て中古住宅の全体における割合をみると、米国では中古住宅が 9 割以上を占めるのに対し、日本は 2 割にも満たない水準となっている。

家計にとって不動産は金融資産とともに主要な資産であるが、日本では(国民性もある

と思うが)、特に新築の不動産の持ち切りを重視する傾向があり、不動産を流通させることの発想も比較的低いことから、むしろ、不動産保有の多さが金融資産のリスク志向を回避させる結果になっていることは否めない。

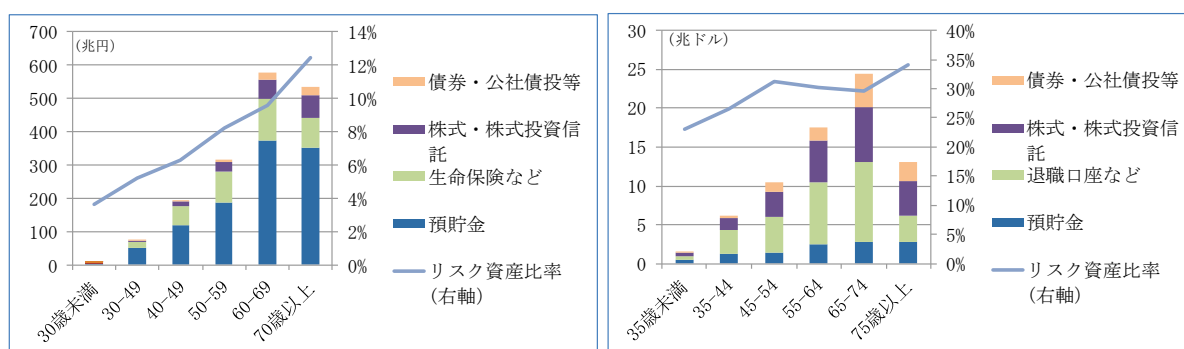
③ 年齢層別にみた将来イメージの違い

年齢層別にみた金融資産の構成比では、高齢者世帯ほど株式などのリスク資産、金額、構成比ともに大きい傾向がある。日本では、高齢者ほど金融資産全体も多いが、リスク資産も多く保有する傾向がある。

日米ともに高齢者の方がリスク資産への投資比率が高くなる傾向があるが、特に日本は高齢者と若年層の投資比率に2～3倍程度の格差がある。バブル崩壊以降、90 年以降の個人の投資低迷はバブル後遺症もさることながら、社会保障も含めた将来不安が色濃く表れている可能性が高く、政治の果たす役割は大きいと考える。

また、高齢化が進んだ日本では60歳以上の層の高齢者に資産が集中していることから、今後10年で約500兆円の資産が、相続等によって若中年層に移転するといわれている。特に相続を受けた若中年層についてはインターネットやIT等への抵抗感も少ないため、これらの技術を活用した投資商品の提供が重要になる。

図表6. 世帯主の年齢別による金融資産額と構成比(全世帯合計(推計))



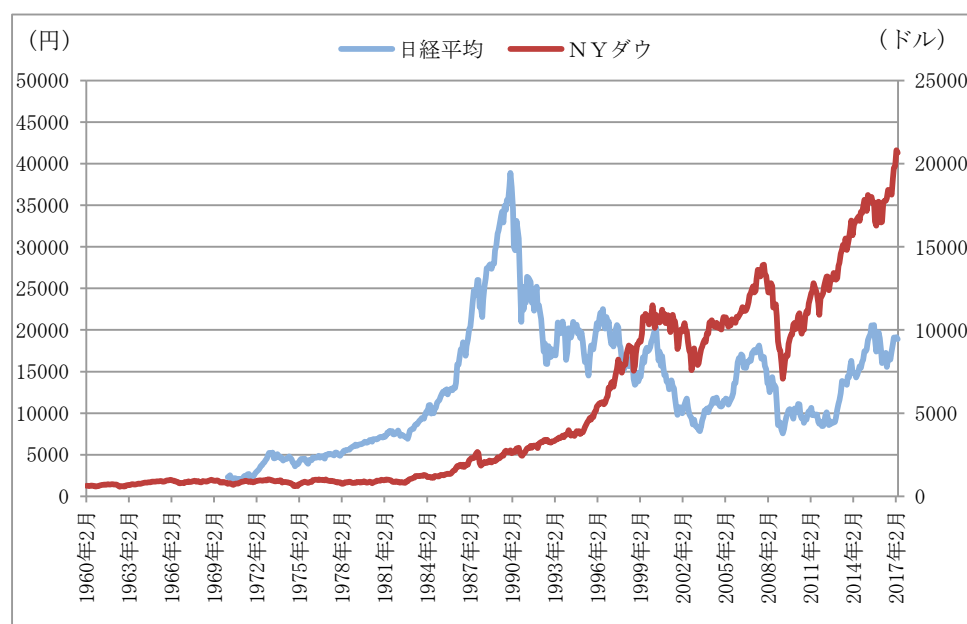
出所：日本は総務省『全国消費実態調査』2014年(2人以上世帯)、米国はFederal Reserve Board 2013 “Survey of Consumer Finances” より三菱UFJ信託銀行が作成

(2) 収益性(投資の成功体験)

米国株式について、80年代以降は基本的に上昇基調が続き、ベビーブーマー世代を中心に長期投資による成功体験が広く浸透しており、国民全体を投資へ呼び込みやすいといった、日本との大きな違いはあろう。

そのような状況下、日本政府は「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、アベノミクスにおける金融政策をはじめ、NISA・個人型確定拠出年金などの制度・法改正も実現し、また、金融庁などの主導により、株式投資に関わる全てのステークホルダーを対象に株主資本効率化や株式市場活性化に向けた取り組みを進めており、今後とも株式投資への追い風となると考えられる。

図表 7. 日米株式指数の長期比較



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行が作成

(3) 金融リテラシー

最後に、金融教育を専門分野とする米国の経済学者が実施した金融リテラシーに関する日米調査比較の結果を紹介する⁵。

同調査は金融に関する3問の基本的な質問を通じて消費者の金融リテラシーを測定し、金融行動との関係性を検証することを目的とするものである。2004年以降、米国内で数回調査を行った後、2009～2010年にかけて日米を含む8か国を対象として国際共同調査が実施された。

インフレ率、預金金利、分散投資に関する3問の基本的な問題を全問正解した人の比率に注目すると、全問正答率は日本27%、米国35%と、いずれも3割前後に留まっている。米国の正答率がやや高くなっているが、低インフレ経済が長期化している日本では、インフレ率に関する問題について実体験が乏しいことが正答率の低下に影響している点には考慮が必要と考えられる。

なお、同調査では、金融リテラシーレベルを年齢層などの属性別に測定しているが、両国とも年齢層では概ね50歳代がピークであるため、前述のとおり高齢者ほど多くのリスク資産を持つ傾向があり、高齢化の先進国である日本では金融リテラシーの向上は急務であると考えられる。

これまで述べてきたように、金融資産におけるリスク資産の保有割合における日米の差異は、金融資産保有の格差や不動産選好などの構造的な要因、成功体験も含めた金融リテ

⁵ Lusardi 「The Economic Importance of Financial Literacy」(2013)

ラシーの差が大きく影響していると考えられる。

日本において今後予想される大相続時代の到来を見据えると、将来のライフプランを考慮に入れた資産形成を若中年層へ十分浸透させる好機であり、金融リテラシー醸成を目的とした投資教育がより重要性を帯びてくると考える。

3. 本章のまとめ

日本における今後の資産形成において何が必要かを以下にまとめる。

(1) リスク許容度の観点

- ① 長引くデフレの影響や株式市場の低迷による金融資産の含み益の小ささが、投資に対して消極的な姿勢の一因であったものの、アベノミクスによるデフレからの脱却期待や株式市場活性化政策の進展による個人のリスク許容度上昇が望まれる。
- ② 不動産については、今後の人口減少に伴い、中古住宅の流動化などの考え方が米国に近づいていくことが想定される。このように、日本の家計における不動産の意味合いが、従前の資産価値としての側面より使用価値の側面が強まるとすれば、金融資産に対する資産形成の意味合いは高まるものと考ええる。
- ③ 将来不安の解消については、政府の社会保障制度改革や成長戦略、金融市場改革などと一体化した取り組みの成果が期待される。

(2) 収益性の観点

リスク資産を含めた資産形成がしっかりとした収益性を持ち、投資が必要であるという認識を広めるためには、上記のような将来不安の払拭に加え、アベノミクスのもとでの「デフレからの脱却」の道筋がしっかりみえることが必要であろう。

一方で、上記により市場活性化がされたとしても、そもそも投資をしていなければ、市場の上昇を享受し成功体験を積むことはできないため、金融機関には前述の政府等の施策と足並みを揃えた長期分散投資にふさわしい商品提供が求められる。

(3) 金融リテラシー向上の観点

- ① 上記の成功体験を積ませるためにも、確定拠出年金などへの投資も絡めた若年層からの資産形成に向けた投資教育が金融機関には求められている。
- ② リスク性資産が個人に浸透することで、株式会社自身の会社経営もよりガバナンスが効き、より株式市場全体が活性化すると考えられる。
- ③ 特に相続を受けた世代への投資教育に際しては、資産形成の期間が長くなるため、より長期でのライフプランも含めたコンサルティングが必要となろう。また高所得者家計への次世代資産承継も含めたセミナー等も、より今後、金融機関が担わなければならないものであろう。

Ⅲ．海外の個人資産形成とラップ等マネージド・アカウントの動向について

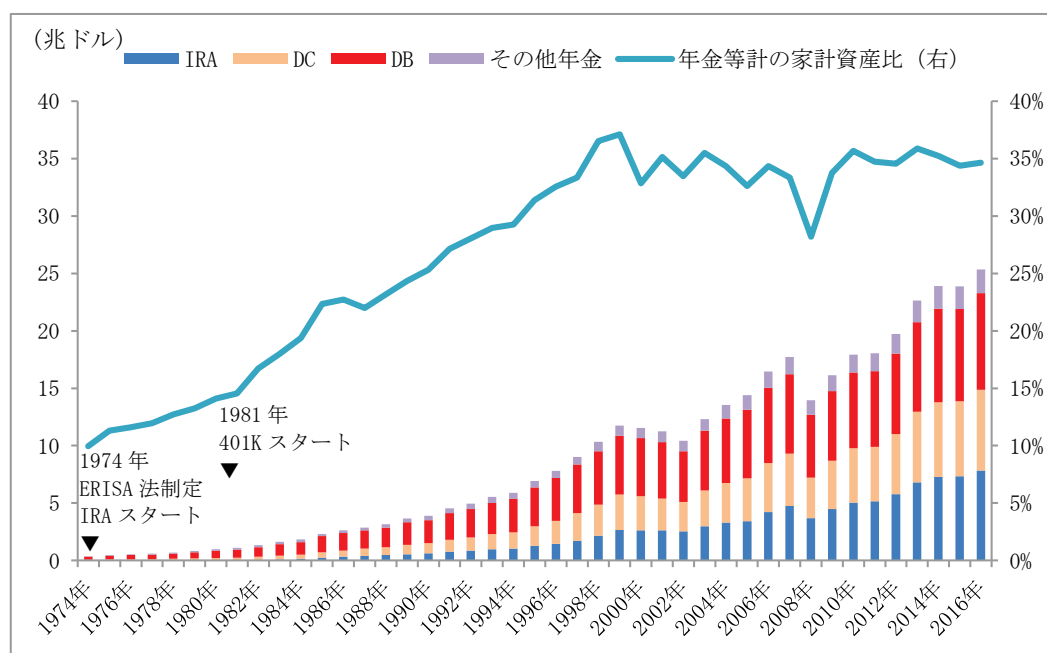
本章では海外の個人資産形成の動向として、公的年金以外の年金、非課税口座等の制度導入が個人の資産形成をいかに後押ししてきたかという観点とともに、米国における MA の発展も併せてみていきたい。

1．欧米の年金制度と資産形成

米国の年金は公的年金制度以外に企業年金(401(k))と個人退職口座(IRA)があり、1974年に制定されたエリサ法のもと同年IRAが、1981年には401(k)がそれぞれスタートした。401(k)とIRAの主要ターゲットは資産形成が十分に進んでいない個人であり、公的年金のみでは老後の不安を抱える層が自助努力により資産形成を行うものとして加入している。

米国では年金制度を入口として、投資への間口を広げており、金融市場への資金流入を後押ししてきたことがわかる。

図表 8．米国の家計における年金等の推移

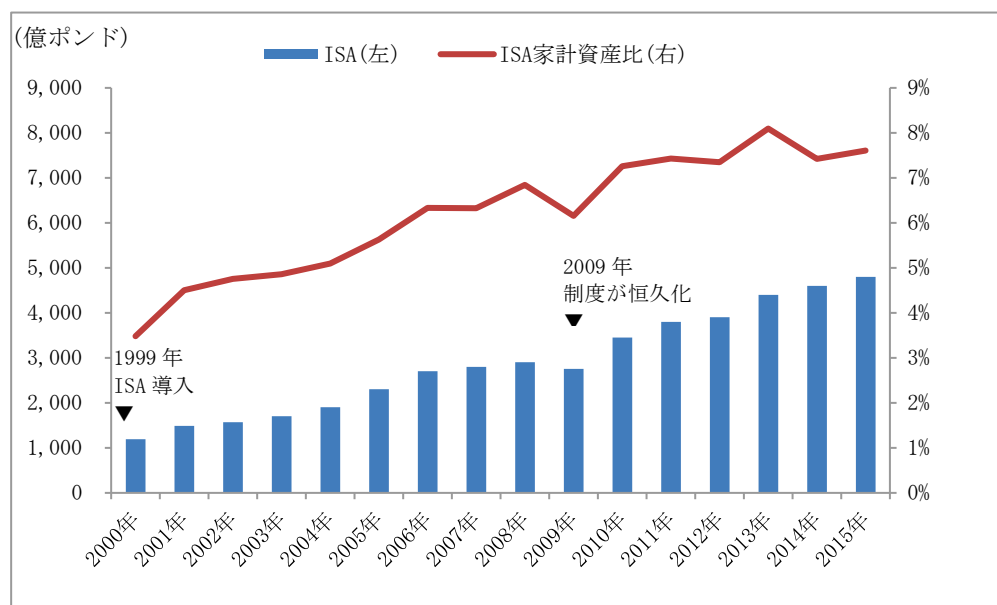


出所:Investment Company Institute, "The U.S. Retirement Market, Fourth Quarter 2016"より三菱UFJ信託銀行が作成。年金等計にはIRA、DC、DB、その他年金残高を含み、家計金融資産に占める年金等計の割合が右軸。

米国以外の欧州など他国でも国民の資産形成のツールとして私的年金制度などを導入し、税制優遇や投資教育と合わせてその拡大に各国とも努めている。

英国では、1999年のISA(Individual Savings Account、個人貯蓄口座)導入もあり(その後2009年には恒久化)国民の資産形成の一助となっている(図表9)。

図表 9. 英国の家計における金融資産残高等の推移



出所: Office for National Statistics, "Occupational Pension Schemes Survey", "National Balance Sheet" より
三菱UFJ信託銀行が作成。ISA家計資産比は家計金融資産におけるISAの占める割合。

フランスでは、1967年に創設されたPEE(Plans d'épargne entreprise、企業貯蓄プラン/職域年金)の他、国民の株式投資の促進を狙いとしたPEA(Plan d'épargne en Actions、株式貯蓄制度)が1992年に創設されている。ドイツは2001年に導入されたリースター年金があり、今後リースター年金の普及によって、家計金融資産における株式等のリスク資産の保有が拡大する可能性もあるという⁶。このように、各国の私的年金制度や非課税口座等の導入時期や年金制度が資産形成に与える影響度に差はあるものの、いずれも国民の資産形成の一助となっていると考えられる。

図表 10. 各国の主な私的年金や非課税口座(一部)

	米国	英国	フランス	ドイツ
名称	IRA(1974)	ISA(1999)	PEE(1967)	リースター
(導入時期)	401(k)(1978)	NEST(2008)	PEA(1992)	年金(2001)

出所: 調査機関へのヒアリング等により三菱UFJ信託銀行作成

⁶ 「諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組みに関する調査研究報告書」(EY総合研究所)

2. 米国 MA の変遷

ここでは、MA の成功事例として米国での MA 発展の経緯(誕生⇒拡大⇒転換点⇒近年の動向)を紹介する。

(1) ラップ口座の誕生(1975 年～1990 年)

1975年に株式売買手数料が自由化され、大手証券は競争激化に伴う収益低下を懸念し、顧客の資産残高に応じて手数料を徴求する残高フィービジネスに注力し始め、ラップ口座が誕生した⁷。このラップ口座がSMA⁸(Separately Managed Account/セパレトリー・マネージド・アカウント)の原型といわれる。しかし、残高フィービジネスはフィナンシャルアドバイザー(以下FA)が株式売買手数料を顧客から得られないことから、FAが受け取る報酬体系(歩合給などの評価体系)に与える影響もあり、1975～1990年代までSMAは脚光を浴びることはなかった。

(2) ファンドラップと UMA の登場(1990 年～2008 年)

1990年になると、投資信託の普及を背景にファンドラップが登場した。SMAが富裕層をターゲットとし、株式や債券などの個別証券にて運用するスキームに対して、ファンドラップは廉価版として一般層をターゲットとし、投資信託にて運用するスキームである。ファンドラップは、小口投資家向けに大手証券会社以外の金融機関が提供したことも手伝い人気を博した。

2003年になるとSMAのサービス拡大版として、個別株や投信、ETFを纏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)が誕生する。この時、スミス・バーニーなどの大手証券がUMAに参入した。当時はSMAに有価証券を追加しようとした場合、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の移管により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は競合他社の取り扱い商品も一つの口座での管理が可能となり、顧客側の利便性が向上し残高が伸びた。

⁷ E.T.ハットンが開発。E.T.ハットンはその後いくつかの変遷を経て、1993年スミス・バーニーに買収されている。

出所：「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」野村資本市場

⁸ 主に富裕層向け投資一任契約。株式や債券など個別証券にて運用するスキーム。

図表 11. 米国 MA の歴史

1974 年	エリサ法施行
1975 年	株式売買手数料の自由化(競争激化)
	ラップ口座の誕生(SMA の原型)
1990 年	ファンドラップの登場(SMA の廉価版)
2003 年	UMA が誕生(スミスバーニーなどが取扱い)
2008 年	リーマンショック(金融危機)
	機動的な資産変更による UMA、RPM 等が再評価される
2016 年	MA 残高が 4.5 兆ドル(推計)に伸張

出所：野村資本市場研究所の資料、米国調査機関へのヒアリング等により三菱 UFJ 信託銀行が作成

(3) UMA、RPM 等の再評価(2008 年～)

米国の MA 業界の転換点に 2008 年リーマンショックがある(図表 10)。金融危機後 UMA の他、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、助言の RPA(Rep As Advisor/レップ・アズ・アドバイザー)などが MA ビジネスを拡大させた。

米国大手証券会社によれば、金融危機局面での資産変更アプローチが顧客の支持を受けたといわれている。その優位性として、UMA 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 等は当該モデルポートフォリオを RPM 等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利点があるという(但し所属する証券会社等の運用方針の範囲内)。RPM 等は銀行や保険、証券会社などの金融機関に所属し、経験と知識(社内資格試験に合格し認定されている)を持ち、より顧客に近い位置でポートフォリオ提案を行っている。

運用裁量権は UMA が証券会社等本部にあり、RPM は所属する証券会社等のポートフォリオ・マネージャー(以下 PM)個人にある一方、RPA は顧客自身に運用裁量があり、RPA は投資行動に対して顧客の同意を得る必要がある。

このように UMA は単一口座による資産管理、RPM 等は顧客近い位置での機動的なポートフォリオ提案など、それぞれの優位性を発揮し、残高を伸ばしている。

図表 12. 米国の MA サービスの類型

	SMA	ファンドラップ	UMA	RPM(一任)	RPA(助言)
投資対象	・個別証券	・投信 (近年は一部の 資産クラスに ETFを含む)	・個別証券 ・投信 ・ETF		
運用裁量権	証券会社等の本部			証券会社等 のPM個人	顧客自身
運用残高 (兆ドル)	0.83	0.37	1.04	0.92	0.76
シェア (括弧内は5年前 との比較)	21%(↓)	26%(↑)	7%(↑)	44%(↑)	

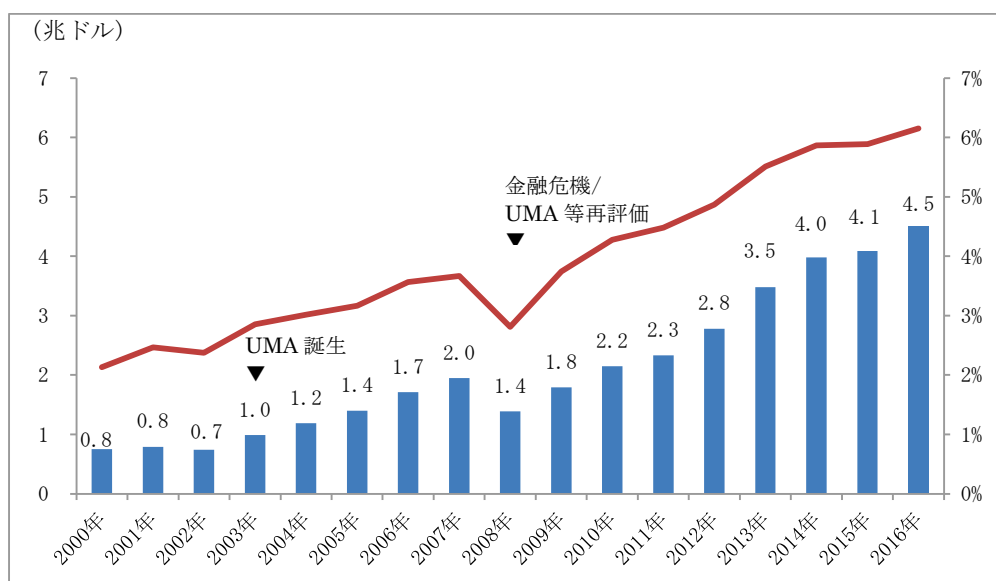
出所：運用残高とシェアは2014年時点。証券会社、調査機関へのヒアリング等により、三菱UFJ信託銀行が作成

(4) 近年のさらなる多様化

2016年MA残高は4.5兆ドル(米国調査機関による推計)と前年比10%程度増加している。では、近年はどんなサービスが顧客ニーズにマッチしているのだろうか。米国で活動する調査機関によれば、従前のRPM等を通じた機動的な資産変更が顧客に評価されているということの他、「ゴールベース資産管理型営業」の広がりがMAの残高拡大に寄与しているようだ。「ゴールベース資産管理型営業」とは、(a)顧客毎に将来発生するイベントに必要な出費を計算して顧客のゴールを設定し(退職時期や老後生活水準、子供の学費、住宅購入等の出費など)、(b)当該顧客のゴールに向けた運用方針を提案する。(c)運用開始後は、運用状況を確認しながら、そのゴールに向けた「投資提案」を定期的に行う、というものである。そして、ポートフォリオ構築には他社の運用商品も組み合わせて提案する。運用商品への投資配分においては、効率的フロンティア上で当該顧客のゴールに応じたリスク水準を意識して決定していく。このようにRPMは顧客毎のプランニングと運用が一体化したサービスを提供することで残高を拡大していったという。日本における「ライフプランニング営業」に近い。

なお、既存のMAも商品性が多様化している。近年ではロボットアドバイザーの導入やETF(上場投資信託)アドバイザーなどが出現し、マス層にもMAが拡大。米国投資家の資産運用と管理面での選択肢が広がっている。このように富裕層をターゲットとした「ゴールベース資産管理型営業」に代表される顧客アプローチが台頭しつつある他、ファンドラップやETFアドバイザーなどによるマス向け運用の低コスト化という二つの大きな発展が米国MA業界で起きている。

図表 13. 米国の MA 残高と家計における MA 比率の推移



出所：調査機関へのヒアリング等により三菱UFJ信託銀行作成。MA 残高(棒グラフ：左)にはファンドラップ、SMA、UMA などの合計残高。MA 比率(折れ線グラフ：右)とは家計金融資産における MA 資産の比率。

3. FD 導入の動き

FDは米国はじめ英米法を起源とする諸外国では既に法整備も行われており、受託者責任等が義務付けられている。近年の米国金融業界におけるFDの要請は、旧オバマ政権下で進められてきた。エリサ法では年金制度の運営に関して裁量権を有するものを受託者と定めFDを負うとされる。エリサ法におけるFDを負う者の定義は連邦規則⁹に定められているが、米国労働省はその適用範囲を拡大してIRAを扱う証券外務員にもIRA保有者の保護を目的とし、新たにFDを要請している。具体的には、オバマ大統領が2015年2月のAARP(全米退職者協会)での講演時に401(k)やIRAなどの退職口座について「高コストと低収益」などを指摘し、その原因として「隠れた手数料や報酬を得る投資アドバイザーが多くいる」などと指摘している。

FD導入の一つの動きとして、米国証券取引委員会(SEC)は2016年4月に投資信託のコスト開示に関する投資者諮問委員会勧告を公表した。また2017年4月までにドット・フランク法を根拠として、SECは投資アドバイザー向けの実務指針を作成し公表する予定である(但し、現在トランプ政権の下、金融規制の緩和の方向性からFDルールの見直しが命ぜられている)。

米国以外の各国においても社会的責任投資を推進する国際機関である国連環境計画

⁹ 出典：Department of Labor's 2015 Proposed Fiduciary Rule: Background and Issues, Congressional Research Service (2016)

(UNEP)や責任投資原則(PRI)などの団体が「21 世紀の FD」と題するレポートを公表した(2015 年 9 月)。

このように金融危機後の顧客保護の観点により、FD は資産運用において既に世界的基準となっており、国際的なコンセンサスになりつつある。なにより、金融危機以降、公的なインフラとしての金融機関におけるガバナンスの問題は各国での最重要課題となっている。

4. フィンテックとの融合

「フィンテック(金融とテクノロジーの融合)」も MA に大きく影響を与えている。特にロボットアドバイザー(以下「ロボアド」)は 2001 年ころから米国で登場し、大手金融機関が参入するなどの後押しもあり、2015 年頃より活用が拡大している。ロボアドには様々な定義があるが、投資家のリスク許容度や投資資産選好度などを生身の販売員に代わって診断し、個々の顧客に合ったポートフォリオを提案することが一般的な姿のようだ。現在は主に安価な資産運用サービスの一手段として認知され、運用資産は 2015 年末で 4 兆円を超えているとの報告もある。ロボアドの登場で対面営業から Web を利用するなど人件費を抑制、低価格の ETF を活用して顧客資産の分散投資を実現している点が魅力である。

一方、ロボアドにも課題があるようで、前述した「2(4)近年のさらなる多様化」に掲載の「顧客のライフプランを考え、顧客のゴールに向かった運用提案を行う」レベルにはまだ改善の余地があるとの専門家意見もある。日本でもロボアドを扱う金融機関は徐々に増えてきているが、ゴールベースのコンサルティングレベルまで達しているところは無いようだ。

IV. ラップビジネスの可能性について

これまで日本における個人資産形成の発展に向けたポイントと、米国を中心とした MA の発展や世界的な FD 導入の動き、及びフィンテックとの融合についてみてきた。

本章ではこれらを踏まえて、今後の日本における個人の資産形成について、ラップの果たすべき在り方・方向性についてみていきたい。

1. 顧客本位の業務運営ならびに商品の提供

前述のとおり、世界基準での FD 精神の導入が進む中、ラップビジネスにおいても顧客本位の報酬に見合ったサービスや運用商品を提供できないと今後も顧客から選ばれないだろう。

「金融行政方針」においても『金融機関が主体的で多様な創意工夫を通じて、顧客の利益に適う金融商品・サービスを提供するためのベスト・プラクティスを不断に追求することを求める』との主旨で金融機関に対する取り組みを要請されている。

これまでの日本のラップは、プロへの「おまかせ運用」が、特に忙しい顧客の資産運用をサポートし、業界全体の残高拡大を牽引してきた。今後は、FD の観点からラップに付帯するサービス内容が顧客ニーズにマッチしているかのみならず、ラップの手数料やラップに組

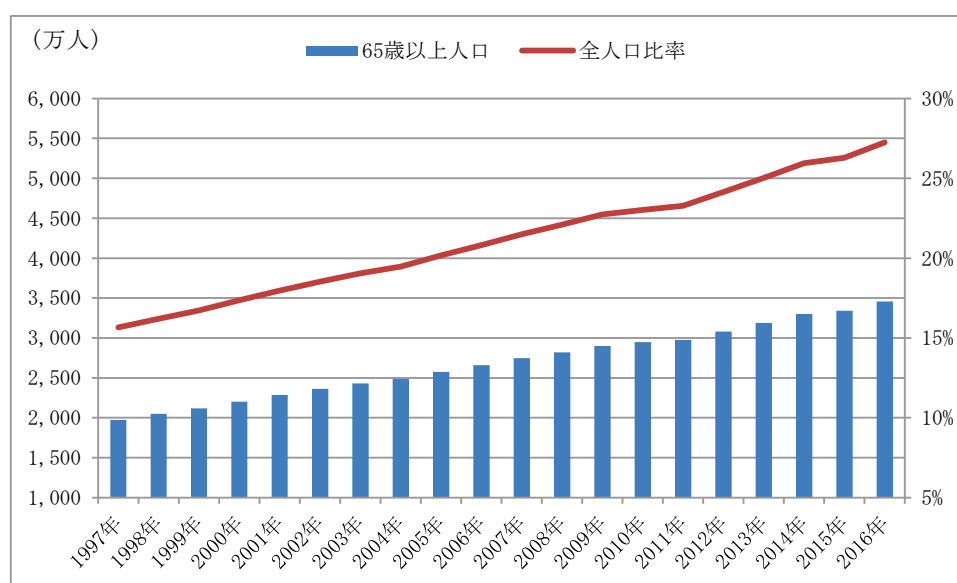
み込まれる投信ファンドの報酬等についても、金融機関による能動的な検証と見直しが求められている。第Ⅲ章で紹介した米国調査会社によると、「ゴールベース資産管理型営業」を日本でも同様に発展させるには、「ゴール実現に矛盾しない手数料水準の設定」と「ライフプランニング毎の資産配分」そして「ゴールを聞きやすくするためのツール開発」が必要であるという。

2. 金融リテラシーの向上と資産形成に資する投資教育

第Ⅱ章で紹介したが、金融庁も金融レポートにおいて、日本の家計金融資産の伸びが米英に比べて低いことの一因として家計金融資産の構成の違いを挙げている。日本では家計における保有金融資産の過半が現預金であることが米英との大きな違いであり、その原因の一つとして、収益率の低い資産運用を指摘している。また背景として、投資に対する国民の理解（リテラシー）や成功体験の不足にも言及している。

一方、総務省の人口推計データによると、この20年間で65歳以上のシニア世代の人口は1.8倍とほぼ倍増し、約3,459万人となっている(2016年10月)。前述のとおり、家計の金融資産はバブル期以後、2008年の金融危機を乗り越えて拡大しており、その多くは当該シニア世代が牽引してきた。これから退職を迎える現役世代はこのシニア世代からの資産移転が始まるなど、大相続時代が到来することが見込まれる。

図表 14. シニア世代(65歳以上)の人口推移



出所：総務省統計局の人口推計データより三菱UFJ信託銀行が作成。全人口比率は65歳以上人口の全人口に占める割合。

資産移転のきっかけとしては不動産購入(節税効果)や子供、孫への教育資金の生前贈与等の税制メリットがある一方、2015年の相続税法改正(税額控除の引下げ)、富裕層への財産債務調書制度の導入、昨今のタワーマンション節税見直し(規制)など、個人への税制規制はより強まっており、シニア世代は資産承継に苦慮している。

今後は現役世代からシニア世代まで資産形成のインセンティブとして税制優遇策等の制度的な後押しが求められる一方、投資教育や税務サポートなどが個人の資産形成発展のポイントとなっていくであろう。

3. フィンテックの活用

今後の個人の資産形成においても一つ重要な鍵を握る要素としてフィンテックの活用があり、ラップにおいてはロボアドに代表されるコンサルティング領域での利用が考えられる。ラップにより個人の資産形成を目指すにしても、個々人の年齢や投資経験・財務状況・リスク許容度等により、最適な資産配分割合や運用手法は変わってくる。そのようなコンサルティングとセットで運用商品を提供することがラップの特徴であるが、このコンサルティング機能をラップ販売の営業員でなく、様々な質問項目から個々人にとっての最適な運用方法を導き出すのがロボアドである。

前述のシニア世代には、金融機関はこれまで対面でのコミュニケーションを基本としていた。シニアの中にはインターネットを好んで利用する人もいるだろうが、恐らくこの世代は対面型が主流であろう。

一方、現役世代は、これまで自身の仕事で忙しく、金融機関との対面時間が確保できずにインターネットを利用した資産形成に慣れ親しんでいる比率も多いと思われる。

金融機関にとってはシニア世代と現役世代のそれぞれに違ったコンサル形態の対応が必要となるであろう。例えば、シニア世代の高齢者向けにはこれまでとおりの面談や電話を通じたコミュニケーションが中心である一方、現役世代には面談に加えて非対面チャネルの活用としてインターネットバンキングサービスでのノーロード投信の拡充やロボアドの活用が日本でも今後流行っていく可能性がある。さらには、時間経過とともに現役世代が将来シニア世代となっても、現役時代に経験したロボアドが有効なコンサル形態となり続けることも想定されるのではないかな。

現在のロボアドは、凡そ5～15程度の質問に回答すれば、当該顧客にあった提案ポートフォリオや期待リターンなどが提示される仕組みに代表される。運用コンサルの世界では「プロファイリング」と呼ばれるもので、過去の投資行動などビックデータから一定の法則や関係性を導き出し、ポートフォリオの提案にロボアドを活用している一例である。自宅で簡単に自分のポートフォリオを作成できるなど大変便利であり、安価にコンサルを受けられるという意味で若年層や投資初心者層に投資へのきっかけを提供することの役割は重要であろう。

一方、現在のロボアドは、コンサルティング領域において最も重要である将来のライフプランや、個々人における人生のゴールを見据えたゴールベースの運用提案を十分に行うレベルまでには至っていない。

将来的にはロボアドが、現在FAでしかできないゴールベースの提案までカバーできるようになることも期待される。学習機能を備えたAI(Artificial Intelligence)等、フィンテックの発展により実現の可能性も高いと期待されるが、それにはFAによるゴールベースの提案

ノウハウの積み重ねをデータとして蓄えていく必要がある。ロボアドが質の高いコンサルティング提案を行えるまでには暫く時間を要するであろう。

V. 終わりに

欧米における個人資産形成は、各国政府による施策の後押しを受けて普及してきており、その中でも MA の発展が著しい米国では、ラップ口座が誕生してから 40 年余りを経て提供サービスを改良しながら、その選択肢を増やしてきた。翻って、日本でもラップをはじめとする個人資産形成の受け皿になり得る優遇商品制度や税制対応が、足元、整えられてきている。

加えて、個人資産形成にプラスの影響を与える可能性のある「FD」や、投資商品および販売チャネルとして期待が集まる「フィンテック」については、先行して実績を積み上げ始めている欧米に続き日本の金融機関においても急速にキャッチアップしつつある。特に今後、「大相続時代」を迎える日本では、現在の主たる資産の保有者である「シニア世代」から資産の移転先である「将来のシニア世代」に亘る幅広い世代に向けて、ロボアドなど新たなテクノロジーを活用した新たな販売チャネルがマスセールスを可能にすることが期待される。

日本では、投資に対する成功体験の少なさが個人資産形成における足枷となっていると考えられているが、これについては「投資教育」を継続的に取り組むことで金融リテラシーの向上を図りつつ、政府施策とも絡めた成功体験の実績を積める土壌づくりが重要であろう。また、個人資産形成の更なる発展には単なる結果を求めるだけでなく、顧客の個別事情に応じたコンサルティングの結果として商品選定が必要となる。米国で富裕層向けに普及し始めている「ゴールベース資産管理型営業」にみられるような将来に向けた理想的な資産形成から遡ることで、今、何をすべきかを実体感してもらうのがポイントとなろう。

ラップはもともと、富裕層向けの一任契約として誕生しており、コンサルティングとは親和性が高いサービスである。「投資教育」の取り組みや「ゴールベース資産管理型営業」の定着には日本でも相応の時間が掛かるであろうが、顧客本位の商品提供が必須となっていく今後においては、ツール開発やノウハウ蓄積を含めてラップに期待されるものは大きく、個人資産形成のプラットフォーム的存在として、その役割はますます高まっていくものと考えられる。

(平成 29 年 4 月 21 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 27 事務年度 金融レポート」 金融庁(2016)
- ・「平成 28 事務年度 金融行政方針」 金融庁(2016)
- ・「顧客本位の業務運営に関する原則」 金融庁(2017)
- ・「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」 日本銀行(2016)
- ・「資金循環統計の国際比較」 日本銀行(2003)
- ・「家計の保有するリスク資産―「貯蓄から投資へ」再考―」 小池(2009)
- ・Study on Investment Advisers and Broker-Dealers. SEC (2011)
- ・Fiduciary Duty in the 21st Century. UN Global Compact, UNEP FI, PRI, UNEP Inquiry (2015)
- ・The Economic Importance of Financial Literacy. Lusardi(2013)
- ・Department of Labor's 2015 Proposed Fiduciary Rule: Background and Issues. Congressional Research Service (2016)
- ・「政府税制調査会海外調査報告(アメリカ、カナダ)」(2016)
- ・「NRI 金融 IT フォーラム 2016 日本でゴールベース資産管理を実現するための絶対的な必要条件」 野村総合研究所アメリカ 吉永(2016)
- ・「フィデューシャリー・デューティー 顧客本位の業務運営とは何か」 森本(2016)
- ・「新・日本のお金持ち研究」 橘木、森(2014)
- ・「ロボアドバイザーの資産運用革命」 お金のデザイン、金融財政事情研究会(2016)
- ・「金融危機後に成長が加速する米国マネージド・アカウント業界」 野村資本市場クォーターリー、星、岩井(2014)
- ・「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」 野村資本市場クォーターリー、岡田、和田(2015)
- ・「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、岡田、和田(2015)
- ・「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」 野村資本市場クォーターリー、和田、岡田(2015)
- ・「Strategic Vistas 投資アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー(FD)強化はグローバルなトレンド!」 投資信託事情 松尾(2015)
- ・「総解説 米国の投資信託」 野村資本市場研究所(2008)
- ・「米国 401(k)プランのマネージド・アカウントについて」 野村資本市場クォーターリー、野村(2004)
- ・「諸外国における家計の安定的な資産形成の促進に向けた政策的取組みに関する調査研究報告書」 EY 総合研究所 (2016)

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のですが、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 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）