

# 投資運用ビジネスにおける新たな動向

一上季代司

昨年あたりから、わが国の投資運用ビジネスにおいて新たな動きがみうけられるように思われる。

第一に、投資一任業や投資信託運用業への新規参入が増えていることである。投資顧問業協会の投資運用会員は昨年度末（二〇一五年三月末）に比べて二二社増え二七〇社に達した（一月末）。この結果、証券会社を主たる構成員とする日本証券業協会の会員数（一月末現在、二五四社）を上回ることになった。また投資信託運用業者も九三社を数える。両者を包含する「投資運用業」の登録業者は、二月末現在三四二社を数えるが、これは二年前の二〇一三年六月末と比べ二八社増えている。<sup>(1)</sup>

第二に、「ロボット・アドバイザー（略称・ロボアド）」など低コストを売り物にした投資一任サービスがみられるようになったことである。前述した投資運用会員の新規加入業者のなかに「ロボアド」を事業内容とする業者が二社含まれる。「ロボアド」は投資一任サービスの低廉化を通じてラップ口座の小口化をさらに推し進める可能性を秘めている。

第三に、投信の手数料引き下げ競争がみられるようになったことである。NISA導入（二〇一四年一月）を契機に販売手数料ゼロのノーロード型投信が増えたが、昨年秋ごろからは信託報酬を低く抑えた投信の投入がみられるようになった。

こうした現象は、どの程度まで一時的で、どの程度まで構造的と考えられるのか。投資運用業への新規参入の

増加、ならびに投資一任業や投資信託の報酬手数料低下が構造的なものであるとすれば、わが国の投資運用業界のビジネス拡大を促進させる方向に働くことが期待できそうである。しかしまた、マイナス金利政策の導入など資産運用に不確定な影響を与える環境変化もある。

そこで以下では、投資運用業における最近の事実経過について、今少し詳しく整理しておきたい。

## 1 投資運用業者の増加

投資顧問業協会加盟の投資運用会員二七〇社の内訳は、投資一任業一八三社、不動産関連特定投資運用業七九社、ファンド運用業八社から構成されている。この一年間の新規参入業者には不動産やベンチャー企業への投資ファンド運用業者もみうけられるが、投資一任業がやはり多い。

ところで、投資運用会員数が証券業協会員数を上回ったといっても、二七〇社のうち五七社は日本証券業協会員でもある。つまり証券会社が投資一任業を兼業し、他方で投資一任業者が有価証券関連業を兼業するというクロスオーバーの現象がみられるのである。こうした現象は、金融商品取引法施行（二〇〇七年九月）以来、一般化するようになったのであるが、数としては、野村證券を筆頭に証券会社プロパーが投資一任業を兼業する例が多かった（約四〇社）。他方、投資一任業者（日興アセットマネジメントなど）サイドでは約一五社前後が有価証券関連業を兼業している。

こうしたクロスオーバーの一因としてはラップ口座の拡大が挙げられるだろう。二、三年ほど前から証券会社自身がラップ口座に注力しはじめ、投資一任業への参入の必要性が生じたからだろう。他方でまた、投資一任業者のうち投資信託委託業を兼ねる業者のなかには、投信の販売チャネルとしての証券業が単に投信の単品販売だ

けではなくファンド・ラップの提供元として多様な販売可能性を秘めていることに関心を深めたのであろう。

一方、ごく最近の動きとしては、地銀系の一任運用業者の新規参入がみられる。例えば、地銀七行（山口フィナンシャルグループ、西日本シティ、広島、山陰合同、秋田、山形、十六の各行）が日本政策投資銀行や東海東京フィナンシャル・ホールディングからも出資をうけて、「オールニッポン・アセットマネジメント」を設立する構想が伝えられている。これは自己資金の運用が目的だと報道されている（日本経済新聞、三月一八日）。

人口減少と高齢化を迎え地域金融ビジネスの縮小という現実<sup>(1)</sup>に直面しつつある地域銀行は、現状、融資をはじめ資金運用難に陥っているが、一月末の日銀によるマイナス金利政策導入は、この運用難をさらに深刻化させる方向に働くからである。上記七行の証券運用残高は合計一一兆円であり、国債は五兆円をしめている。こうした運用難は、上記七行に限られるものではなく、今後も自己資金運用目的の投資運用会社新設の動きは続くものと思われる。

これに関連して、地銀系の投資信託運用会社の新規設立の動きもみられる。一〇年ほど前から地方銀行による証券子会社設立は目立って増えてきた<sup>(2)</sup>が、最近ではさらに進んで、投資信託運用会社を設立する動きも出てきたのである。例えば横浜銀行が三井住友信託銀行の出資とノウハウを得て二〇一四年六月に新設した「スカイオーシャン・アセットマネジメント」がそれである。

自己資金はもちろん顧客資金についても運用難であることには変わりなく、それが、現状ではとりわけ地方に強く表れている。そこで、当面は、地域金融機関を中心に投資運用業への参入意欲が増してくるようになる。る。

## 2 ロボット・アドバイザー

次に注目したいのは、ロボット・アドバイザーの出現である。現在、数社の「ロボアド」業者が投資運用業者として登録している（「お金のデザイン」、「マネックス・セゾン・バンガード投資顧問」、「ウェルズナビ」など）。このほか、既存の大手銀行でも「ロボアド」を利用した投資信託の販売に踏み出したところもある。<sup>(3)</sup>

吉永高士（野村総研アメリカ）によれば、<sup>(4)</sup>「ロボアド」とは、投資家がネット画面で必要な顧客属性を自己申告すれば、①リスク許容度判定等の属性分析や運用方針決定を含むセルフ・プロファイリングと、②運用方針に沿って投信、ETF、個別株式などから成る中長期分散ポートフォリオ投資を自動リバランス付きで行う資産運用という二つの基本機能を提供するものと定義している。アメリカでは二〇一四年二月時点で専業者を含め二〇社以上が提供しており、残高は約一九〇億ドル（約二兆三千億円）に上る、とされる。

ラップ口座は大衆化とともに投信を組み入れたファンド・ラップが主流となっている。わが国のラップ口座の規模は二〇一五年末、契約数四六万一二六〇件（残高五兆六七一一億円）であり、そのほとんどはファンド・ラップである。しかし、その手数料は、投資顧問料と管理手数料ならびに投信の信託報酬を合わせて、残高の二〜三％にのぼる。そのさらなる大衆化にはロットの少額化が必要となってくるが、このままでは手数料率をさらに引き上げる必要があり、それがネックとなっていた。

「ロボアド」は、人手を介することなくプロファイリングとリバランス付きの分散ポートフォリオを提供するので、安い料率での提供が可能なのである。加えて、企業リサーチが不要で信託報酬が低いETFで運用すれば、トータルで〇・五〜一・五％程度に抑えられるようである。「ロボアド」の拡大とともに、ファンド・ラップ等、資産運用サービスの小口化が進み、それがETFの残高拡大に貢献するという好循環が期待されるのである。

先行するアメリカでは、「ベターメント」と「ウェルスフロント」の二社が「ロボアド」專業大手であったが、手数料率が低いこと、また参入障壁が高くないことから多数の業者が参入して競争が激しく、単独での事業継続はむつかしくなっている。とくに運用会社のバンガードとデイスカウントブローカーのチャールズシュワブが「ロボアド」事業を開始したことで、昨年末には、ロボット・アドバイザーの運用資産残高の半分はこの二社で占められているようである。<sup>(5)</sup>

つまり、「ロボアド」は対面営業の営業員が小口顧客向けのプラットフォームとして利用したり、ネット專業証券の新たな販売チャネルという位置づけになりつつある。日本では投資信託の残高が一層小さいことから、「ロボアド」事業を単独で運用することは採算上無理であり、最初から、既存の証券会社や銀行との協働路線をとるのが一般的のようである。

こうした「ロボアド」事業は、先にもみたように投資運用業への意欲が相対的に強い地銀向けの投信販売促進ツールとしても期待されよう。

### 3 手数料引き下げ傾向

第三の動きとしては、投信関連手数料の引き下げ競争が生じていることである。NISA開始をきっかけに口座開設促進手段として販売手数料ゼロの投資信託が増えた。これに続いて昨春秋ごろから、インデックス運用で信託報酬の低い投資信託が販売されるようになったのである。日経平均連動型でも、運用会社によって信託報酬率が〇・二〜〇・八%とかなり開きがある。

近年、監督当局の金融庁は「受益者保護の観点」から販売会社による短期間での乗り換え売買を抑制するよう

に販売姿勢の是正を指導しているが、同様に運用会社に対しても「受託者責任の徹底」を強調するようになった。<sup>(6)</sup>これをうけてか、三井住友アセットマネジメントが確定拠出向けで信託報酬が〇・一七〇・六〇%の指数連動型投信四本を一般向けに売り出したのである。これがきっかけとなってニッセイ、三井住友トラスト、DIAMの各運用会社も信託報酬を抑えた指数連動型投信を一般販売するようになった。

もともと、信託報酬率の平均はアメリカ〇・七%に対して、日本は二倍近い一・三%にのぼる。この差は、商品構成や販売チャネルの違いによっても影響されているように思われる。ETFのようなりサーチコスト不要なインデックス連動型商品が増えれば下げ余地があるだろうし、乗り換え売買が少なく資金の出入りの少ないファンドであれば安定運用が可能となりパフォーマンスが向上して一本当たりの残高も拡大してくるだろう。そうならば信託報酬の引き下げ余地も出てくる。米国との料率格差が倍近いということは、努力次第で下げ余地があるということである。

#### 4 おわりに

二〇一三年四月からの日銀による質的・量的金融緩和は、今年一月末のマイナス金利政策導入によって新しい段階に入った。この新たな金融政策は、投資運用ビジネスにも様々な影響をもたらしつつある。長期国債の利回りは急速に低下し、深刻な運用難に陥った金融セクターとりわけ地域金融機関は、自己資金の効率的運用を目指して投資運用業に参入する動きが現実化し始めた。こうした運用難は家計資産についても同様である。これに加えて、「ロボアド」の導入や投信関連手数料の引き下げによって、資産運用サービスの小口化が可能となり、ラップ口座やラップ型投信の拡大が期待できそうである。

しかしまた、マイナス金利政策は、極度の運用利回り低下をもたらして投資運用ビジネスからの資金流出を招くリスクもある。MMFやMRFなどの流動性資金は、運用利回りが極度に低下して解約が増加し、資金流出に見舞われている。一時は残高二〇兆円を超えたMMFは元本割れリスクが高まったことを理由に、運用会社一社すべてが償還することを決めたのである。また投信資産の保管業務を受託している信託銀行各行は、投信の解約準備金として日銀当座預金に預けてある部分についてはマイナス金利相当分について手数料を徴収する方針のようである。そうなれば投信のパフォーマンスにも悪影響をもたらすだろう。

現状、地域金融機関は融資難で預貸金ギャップが拡大しているため、投資運用業への参入意欲が強いが、他方では、預金流出のリスクを懸念する必要もある。長期的には高齢化に伴って相続資金が地方から都市部にシフトする可能性があること、マイナンバー制の実施に伴って、税務当局に資産状況を把握されることを恐れる富裕層が預金引き出しに動く可能性があること、これに加えマイナス金利のつかない現金の形で銀行預金を引き出してタンス預金にする動きがあることなど、預金流出のリスクは長期・中期・短期の段階で強いのである。一万円札の流通額が増えていること、耐火性金庫の売れ行きが伸びていることなどがその兆候である。

投資運用ビジネスを拡大させる構造的要因は存在しており、成長産業と考えるとよいと思われるが、順調に進行するわけでもなさそうである。

注

(一) 投資顧問業協会の投資運用会員と投信協会の投信運用会社を合算すれば三六三社となり「投資運用業」登録者数を上回るが、これは両業務を兼営する業者がいるためである。

- (2) 拙稿「地銀系証券会社の展望」『金融ジャーナル』二〇一三年六月、同「銀証連携の新たな動きと展望」同、二〇一五年二月、を参照。
- (3) みずほ銀行はネット投信販売で「ロボアド」の「SMARTFOLIO」を導入している。
- (4) 吉永高士「米国のロボ・アドバイザーによるヒトとの競争と共生」野村総研『金融ITフォーカス』([http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/03/itf\\_201503\\_5.pdf](http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/03/itf_201503_5.pdf))
- (5) 同「ロボ・アドバイザーニー・Oを越えよう」同 ([http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/11/itf\\_201511\\_4.pdf](http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/11/itf_201511_4.pdf))
- (6) 金融庁『金融モニタリングレポート』二〇一五年七月。

(にかみ きよし・大阪研究所長)