

拡大するラップ口座

二上季代司

近年、ラップ口座が件数、残高ともに急速に拡大している。日本投資顧問業協会の統計資料によると、本年六月末のラップ口座残高は、一兆六四三〇億円（十二万九四九二件）となっている。これは、一年前の平成二五年六月末残高（八六五五億円）と比べ二倍近い増加になっている（図1）。

ちなみに協会の統計数値は、加盟協会員しかカバーしていないため、協会非加盟の投資運用業者による取り扱いは、算入されていない。たとえば、三菱UFJ信託銀行も、かなりの残高を抱えていると目されているが、協会非加盟のため、同行の取扱残高はこの数値に含まれていない。したがって、ラップ口座の実際の残高は、これよりももっと多いと思われる。しかし、いずれにせよ、安倍政権が発足して円安・株高が始まった二〇一二年（平成二四年）末から、急速に拡大していることは間違いない。そこで以下では、最近みられるラップ口座拡大について一瞥しようと思う。

1 ラップ口座の定義と由来

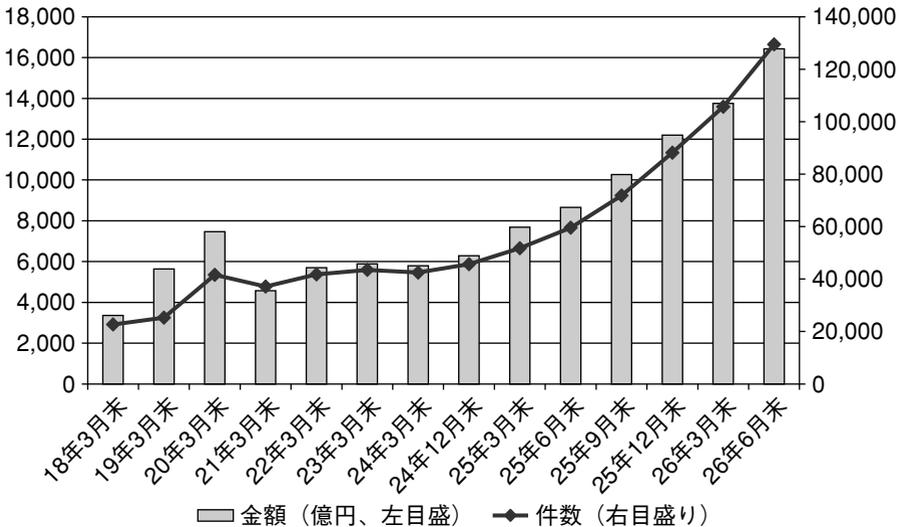
ラップ口座とは、証券会社が顧客と投資一任契約を結んで顧客資産の運用・管理のサービスを提供し、その対価として運用資産残高に応じて運用報酬、売買執行に伴う手数料、口座管理料等を一つに包み込んで（Wrap）徴収する口座を指している。

別名「SMA (Separately Managed Account)」ともよばれる⁽¹⁾のであるが、もともとは、アメリカで、年金基金など機関投資家向けのサービスだったものを、アメリカの有力なりテール証券会社であったE・F・ハットン社が一九七三年に個人向けに仕立て直して「Wrap Account」の名称で売り出したのであった。⁽²⁾

戦後アメリカでは、一九六〇年ごろから年金基金向けにコンサルタント・サービスが行われていた。このコンサルタントの内容は、第一に年金基金の成熟度⁽³⁾そのほかの事情に合わせて、もつとも望ましい資産配分(ポートフォリオ)計画を策定することであった。第二に、資産クラスごとに運用業者のパフォーマンスのトラッキングレコードを蓄積し、定量的・定性的評価を行って、基準をクリアした業者を選定し、その中から、顧客の年基金金のポートフォリオ計画に適合した運用業者を選択して、それに一任運用させるのである。

第三に、この一任運用では、たえずポートフォリオが時価評価され、相場変動につれてポートフォリオの中身が当

図1 ラップ口座の推移



(出所) 日本投資顧問業協会『統計資料』より作成

初目標の配分比率から乖離すれば、組み入れ資産を入れ替えて、当初の配分比率に戻す（リバランス）作業が行われる。第四に、年月とともに、年金基金の成熟度が進み、事情の変化も予想されるため、数年（たとえば五年）ごとにポートフォリオの見直しが行われる。こうしたコンサルタント・サービスならびに口座管理サービスは、一般に「Managed Account」と呼ばれており、これを、証券業者でもあるE・F・ハットン社が、個人向けの商品として売り出したのである。

つまり証券会社が顧客と一任勘定契約を結び、自らはコンサルタントとなつて、外部の運用会社を定量・定性の両面からスクリーニングにかけ、選んだ運用会社と投資顧問契約を結び、この中から顧客の投資目標・投資方針に適合した投資スタイルの運用業者に運用を委ねるのである。そしてその業者からの発注は自社が受けて執行し、証券の保管および口座管理を行うという商品内容であった。その後、外部の運用業者に運用させる代わりに投資信託を組み入れるラップ口座が現われたことから、とくに前者のラップを「コンサルタント・ラップ」、後者を「投信ラップ（ファンド・ラップ）」と呼ぶようになった。なお、わが国では、このコンサルタント・ラップを「SMA」と呼んでいるようである。

このラップ口座はかなり前からわが国にも紹介されていたのであるが、実際の商品化は二〇〇四年の制度改正⁽⁴⁾によって可能になったのである。

2 拡大の主役はファンド・ラップ

もつとも、二〇〇四年から一〇年経過したが、図1にあるように、拡大し始めたのはここ一、二年のことである。各社によってまちまちであるが、SMAの最低契約金額は五千万円〜三億円以上、ファンド・ラップの場合

には三百〜一千万円以上である。図1から類推できるように、一口座当たりの残高は一千万円強であること、またこの一年間は相場が上昇し、時価評価すれば一口座当たりの金額はもつと上昇してしかるべきであるにもかかわらず、逆に若干の低下をみていることから、新規開設口座の多くは一千万円以下、すなわちファンド・ラップ⁽⁵⁾がほとんどであったことが推測できる。

すなわち、わが国の証券会社は、これまでのように投資信託を単品売りして募集手数料を取得するというビジネスから、顧客仕様のポートフォリオ作成（投資一任）サービス、投信の購入・売却・入れ替えの執行および口座管理のサービスを一括し、残高連動の手数料を取得できるビジネスへ切り替えようとしているのである。

取引ごとのコミッション（募集手数料）ではなく、残高連動のフィーに切り替えれば、相場変動に対して耐性のあるビジネスに生まれ変わるが、ようやくわが国の投資信託ビジネスも、本格的な資産管理型ビジネスへと転換しようとしている。ただし、こうした資産管理型ビジネスへの転換は、いまのところごく少数の大手業者に限られている。

表1は、日本投資顧問業協会の資料から作成したものであるが、これによると、口座数および金額のいずれからみても、大手業者四社のシェアが極めて高いこと、そして今年度から急速に増加した新規口座や新規資金の導入も、これら四社が主導してきたことが理解できる。

また、拡大しつつあるとはいえ金額的にみてもまだまだ小規模である。協会非加盟の業者の存在を考慮しても、金額ベースで、二兆円程度であろう。投信残高は全体で公募投信九三兆円、私募投信四三兆円（いずれも九月末）であることを考えると、投信の単品売りビジネスが依然として圧倒的に大きいことが理解できるのである。

3 真の資産管理型営業

さて冒頭に戻って、最近になってこのようなラップ口座が増えてきた理由はなんだろうか。株価上昇とともに増えてきたことから、単純に、評価額が上昇して利益が出てきたからと考えることもできるだろう。ラップ口座の手数料率は預かり資産額が多くなるにつれて逓減するが、投資顧問料や口座管理手数料などの細目に加えて、組み入れた投信の信託報酬を加えると、最低ロットで三%を超えることもありうる。この一年間の相場付きをみればこのコストを補ってなお利益が出てきたことが、ラップ口座拡大の一因であることは間違いないだろう。しかしそれだけではないように思われる。

これまでの投信営業は、それ自体が「資産管理型営業」と呼ばれてきた。その趣旨は、投信を売れば募集手数料のほか、残高運動の「代行手数料」が取得できるからであった。それはたしかにその通りであるが、それは収入の取得形態からみたもの、つまり業者の論理である。手数料稼ぎの投信販売は資産管理型営業とは無縁であるが、その逆に顧客に投信を販売した後のフォローアップもしないで、そのまま残高が残っていることも資

表1 ラップ口座の取扱業者

投資運用会社	平成26年3月		平成26年6月		増分	
	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)
大和	40,980	5,649	45,170	6,268	4,190	619
三井住友信託	31,904	3,740	37,018	4,399	5,114	658
野村	14,539	2,418	23,623	3,308	9,084	891
SMBC日興	13,094	1,235	18,172	1,647	5,078	412
4社小計	100,517	13,043	123,983	15,622	23,466	2,579
(シェア)	95.1%	94.8%	95.7%	95.1%	98.7%	96.6%
水戸	2,452	287	2,605	314	153	27
みずほ証券	1,689	303	1,718	311	29	9
東海東京アセットマネジメント (AM)	499	52	641	62	142	10
アイザワ	432	42	426	42	-6	0
その他含め総額	105,706	13,760	129,492	16,430	23,786	2,670

(注) 東海東京の場合は、東海東京AMが投資一任契約の主体であり、同社が運用を行う。一任契約の締結は東海東京証券等が代理し、ラップ口座も同証券等において開設する。AMは同証券等に対して運用指図する。

(出所) 日本投資顧問業協会『投資運用会社要覧』および『契約資産状況』より作成

産管理型営業とは言い難い。残高を積みあげていくことを主目標にすることも資産管理型営業とは言えないだろう。

顧客の目線からすれば、資産管理型営業とは、資産管理のサービスを提供してくれる営業を指すはずである。顧客に適した投信を売ることはもちろんだが、それだけでない。販売した後でも相場は変動し続ける。顧客の老齢化とともに顧客自身のライフ・ステージも変化するかもしれない。

その結果、当初購入した投資信託も、顧客の望む投資方針・投資目標に沿ったポートフォリオから乖離することが発生する可能性がある。その場合には、再び、当初のポートフォリオにもどすべくリバランスの余地があることを助言することが必要である。投信の売り買い（すなわち取引）のあるなしにかかわらず、顧客資産を時価評価し、その変動をモニターして、適切なタイミングでリバランスを助言し執行すること、それは投資運用業者の受託者責任でもある。

もちろん、顧客自身が自己の属性を自己認識し、みずから各投信の評価を行って自己判断で投信を売買することもあるだろう。ネット証券における投信販売は、この種の顧客によるものなのだろう。しかし、対面営業の証券会社では、そうではないはずである。

以上の意味で、投信ラップは、投信を利用した真の意味での「資産管理型営業」といえるのである。そうした営業スタイルがようやく日本にもあらわれつつあるのである。

注

(1) 個々人に分別された管理口座とでも直訳できようか。

(2) 詳しくは、拙稿「ラップ・アカウントについて」本誌一四七五号（一九九一年六月）を参照されたい。ちなみに、

E・F・ハットン社は一九八八年、シエアソン・リーマン（後のリーマン・ブラザーズ）に買収されている。

(3) 若いステージでは、受給者が少ないので拠出保険料の方が多くなりリスク許容度が高くなるが、逆に成熟度が高まる
と給付金が多くなって取り崩しが始まり、リスク許容度は低下する。

(4) 証券会社は一九九八年に免許制から登録制に転換し、投資一任業務も兼営できるようになったのだが、投資一任業務
と証券業務との利益相反防止の観点から、投資顧問業法上の自己売買に係る書面の顧客への交付義務が課せられてい
たこと、また專業義務が課せられている投資一任業務を兼業することにより、証券業以外の業務を営むことができな
くなるおそれがあることなどから、実際には取り扱えなかった。二〇〇四年に投資顧問業法が改正され、証券会社内
部に投資一任業務と証券業とのファイヤーウォールを設けることを条件に、上記の制約を解除したのである。

(5) ファンド・ラップでは顧客の投資目標・投資方針に適合したポートフォリオを作成するうえで各資産クラス・投資ス
タイルの投資信託を複数、組み合わせるが、ファンド・オブ・ファンドの形で顧客仕様の投資信託を作成するやり方
もとられている。この場合には、各種アセットクラス・投資スタイルのラップ口座専用マザーファンドを作り、顧客
の投資目標・投資方針に沿ったポートフォリオを中身にしたファンド・オブ・ファンドを作るのである。

(にかみ きよし・特別嘱託研究員)