

2018年7月13日 全11頁

米国の次世代金融ビジネスの課題を探る

～【米国出張報告】カギを握る資産運用業の戦略～

金融調査部 主席研究員 内野逸勢
研究員 矢作大祐

[要約]

- リーマン・ショック後10年間を振り返ると、金融規制強化、異次元の金融緩和政策、FinTech企業の台頭など、米国の大手金融機関を取り巻く事業環境は大きく変化してきた。ただし、厳しい事業環境の中で、収益性の指標を見ると、他国の大手金融機関と比較して、米国の大手金融機関の稼ぐ力の劣化は相対的に緩やかであったと言えよう。
- 他方で、5月初旬に米国で行った現地調査では、プラットフォームによるニューエコノミーがさらに浸透し、ミレニアル世代がコア顧客となる将来において、米国の大手金融機関が現在のビジネスモデルで稼ぐ力を維持し続けることができるか楽観視できない状況を垣間見ることができた。
- 米国大手金融機関は将来に向けて稼ぐ力を強化していく必要に迫られており、中長期的な課題を見据えて、個別金融機関の戦略に各々の特色が出始めている。今後、米国の大手金融機関の稼ぐ力に影響を最も与えるのは、規制や顧客との接点において、“人からテクノロジーへのシフトの仕方とタイミング”にあると結論づけられる。

1. 将来を見据えて現状取り組む3つの共通課題

5月初旬に行った米国での現地調査¹によれば、米国大手金融機関²が将来の金融ビジネスモデルを構築する上で直面する課題と、その対応は以下の3つに集約される。

- ① 【課題】シェアリングエコノミー、P2P などニューエコノミーが浸透する中で台頭するプラットフォーム（FAANG³等）への対応

【対応】特定分野におけるプラットフォームとの戦略的な協業関係の構築

- ② 【課題】プラットフォームから業界を守りながら、リーマン・ショック後に強化された金融規制（コンプライアンスの強化、内部統制の強化など）への対応

【対応】FinTech 企業を活用した RegTech⁴の積極的な導入

- ③ 【課題】FinTech を活用した商品・サービスの受容性が低い「ノンテック世代（＝ベビーブーマー世代⁵）」から受容性が高い「FinTech 世代（＝ミレニアル世代⁶）」への将来的なシフトへの対応

【対応】ノンテック世代のニーズに対応しつつ、FinTech 世代への対応に向けてビジネスモデルを柔軟に修正できるような体制作り

上記①の背景には、プラットフォームのマス消費者に対するグリップ力を脅威として認識していることがある。特に、上記③との関連において、ミレニウム世代の顧客接点の主導権を握るプラットフォームが大手金融機関の既存固定客を流動化させ、将来的には現状の金融業の付加価値を縮小させうることに危機意識を強めている。ただし、大手金融機関も傍観しているわけではない。プラットフォームとの連携の必要性を認識し、特定の分野において戦略的な協業を進めていると言えよう。

上記②の背景には、米国 FinTech 企業は“ディスラプター”ではなく、協業あるいは内部に取り込む対象と想定していることがある。米国大手金融機関による FinTech の活用は、テクノロジーが収益のトップラインを伸ばす「何か」を提供してくれるかもしれないという抽象的な期待に基づいたものではない。むしろリーマン・ショック後に強化された規制環境を前提に、テクノロジーを活用してコンプライアンスコストを縮小するという実務的なニーズに基づき、RegTech の活用を推進している。

上記③の背景には、FinTech 世代がコア顧客になった際に、テクノロジーによって顧客接点の部分に変革が発生する可能性が高いことがある。このため米国の大手の資産運用会社は、従来

¹ 2018年5月初旬に米国において金融機関、関連団体を取材。

² 本稿で対象としている大手金融機関とは、Goldman Sachs、JP Morgan Chase、Morgan Stanley、Bank of America Merrill Lynch などグローバルに商業銀行業務及び投資銀行業務を行う米国の金融機関を指す。

³ Facebook、Apple、Amazon、Netflix、Google の頭文字をとったもの。

⁴ 規制 (Regulation) とテクノロジー (Technology) を合わせた造語で、様々なテクノロジーを通じて規制対応の自動化や効率化などを行うことを指す。

⁵ 米国では、一般的に1946年から1964年までに生まれた世代を「ベビーブーマー世代」と呼ぶ場合が多い。

⁶ 米国では、一般的に1980年から2000年までに生まれた世代を「ミレニアル世代」と呼ぶ場合が多い。

の投資銀行や独立系フィナンシャル・アドバイザー（IFA）などの仲介機関・仲介者を經由した資産運用サービスの提供という経路だけでなく、コストを抑制しつつ FinTech 世代のニーズを直接取り込むためにロボアドバイザー（ロボアド）⁷の導入を積極化させている。一方、米国の投資銀行は、フィナンシャル・アドバイザー（FA）に対する報酬の抑制および人数の削減、顧客セグメンテーションの強化、コールセンターへの誘導などにより販売チャネル全体の生産性を高めてきた。また、一部の投資銀行では資産運用会社を分離するという製販分離の動きが広がった。同時に、投資一任サービス（マネージド・アカウント）を多様化し、手数料の維持に努めてきている。

つまり、上記3つの課題と対応は、リーマン・ショック後の緩和的な金融政策、規制強化といった政策への対応と同時に、緩和から引き締めへと転じた金融政策や見直しが進む金融規制、テクノロジーの深化、さらには将来的な FinTech 世代の台頭という顧客層の変化を見据えた次世代（以下、「ポスト・リーマン・ショック後」）のビジネスモデル構築のための戦略的な対応という意味合いもある。FinTech 世代がコア顧客になるタイミングも見通しにくく、個別の米国大手金融機関の取組みは様々ではないが、大幅なコスト削減による効率化への取組みは共通である。以下では、米国大手金融機関による次世代の金融ビジネスモデルの構築に向けた課題と対応に関して詳述する。

2. 米国大手金融機関の事業ポートフォリオの見直し

これまでの戦略：安定収益としてのウェルスマネジメントの重要性

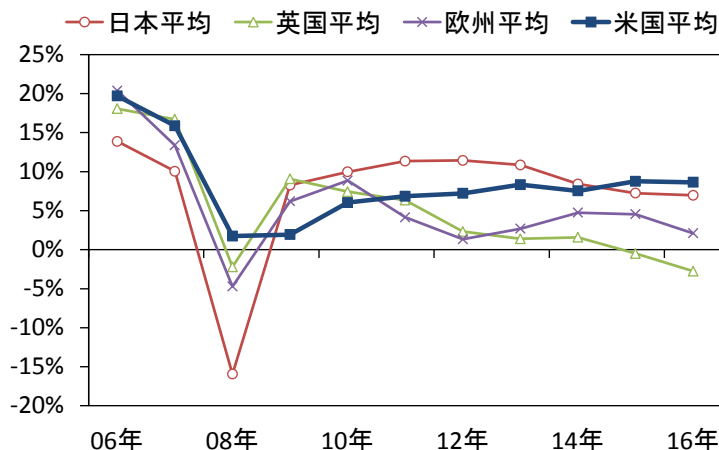
リーマン・ショック後、世界の名だたる大手金融機関は低収益環境に悩まされてきた。G-SIBs（グローバルなシステム上重要な銀行）の ROE を見ると、リーマン・ショック以前の水準を回復している大手金融機関は見られない（図表 1）。ただし、米国大手金融機関の ROE 水準は他の先進国の大手金融機関に比べて相対的に堅調である。また、株価の水準で見ても、米国を除いた大半の G-SIBs の株価は、依然としてリーマン・ショック以前の水準に達していないが、米国の銀行セクターの株価は概ねリーマン・ショック以前の水準まで回復している。

米国大手金融機関の収益が相対的に堅調なのは、他国の金融機関と比べて、主力の預貸ビジネスが堅調なことがある。米国での現地調査によれば、良好なマクロ経済環境を追い風に金利が緩やかに上昇しつつある中で、「米国大手金融機関は預金金利を引き上げずに貸出金利を上昇させており、預貸利鞘が拡大傾向にある」ようだ。こうしたマクロ経済環境を活用した預貸ビジネスの推進に加え、米国大手金融機関のビジネスモデルの変化も顕著である。例えば、富裕層向け・投資銀行ビジネスに集中していた金融機関（図表 2 の (A)）は、バランスシート自体を縮小しながら、プラットフォームと組むことでマス向けのオンライン融資サービスなどの提供を開始している。他方、預貸ビジネスと比べて相対的に安定収益源であるウェルスマネジ

⁷ 投資家に対しオンラインを利用して保有資産やリスク許容度、投資目標等の顧客情報を基に、最適なポートフォリオを構築して実際に対象となる金融商品の購入までを提供するサービス。

メントに注力してきた金融機関 (B)、ポートフォリオ自体に変化はないがバランスシートを拡大するような戦略を取る金融機関 (C) もある。

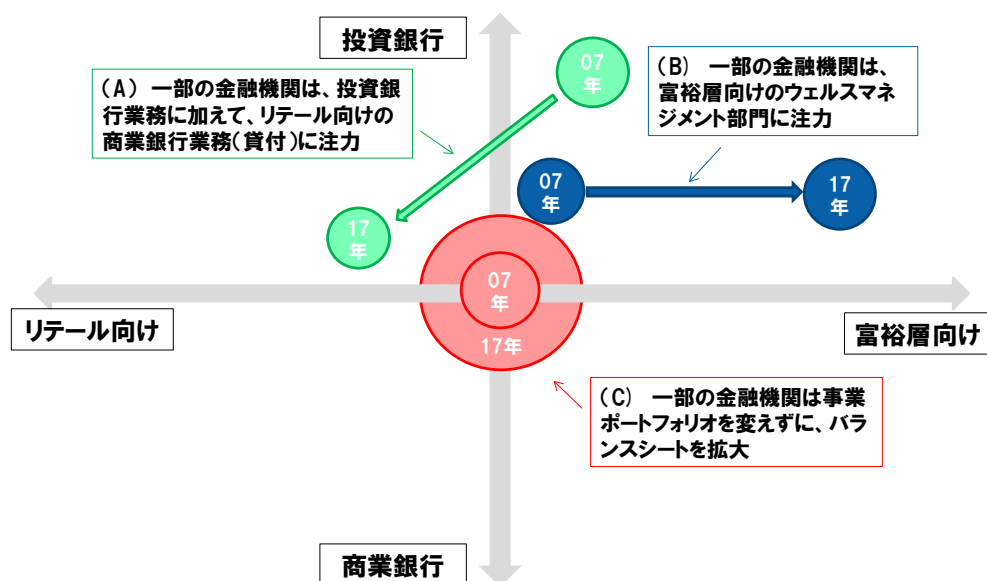
図表 1 主要先進国地域の大手金融機関の ROE の推移



(注 1) G-SIBs の対象は 2016 年ベース
 (注 2) 直近年末決算値を使用
 (出所) Thomson Reuters より大和総研作成

上記の金融機関 (B) は、リーマン・ショック後にいち早く ROE を危機前の水準に近づけることに成功した。2007 年に 4 分の 1 を占める程度であったウェルスマネジメント部門は、2017 年には 5 割弱を占めるまで拡大した。同金融機関のセグメント別の ROE は、ウェルスマネジメント部門がアセットマネジメント部門や証券引受業務・アドバイザー部門に比べて高水準であり、収益性が高い。また、ウェルスマネジメント部門が受託するマネー・アカウンのうち、相対的に手数料の高い預かり資産を増やすことで、収益効率を高めているようである。

図表 2 大手金融機関の事業ポートフォリオの変化 (概念図)



(注) 図表の丸の大きさは資産規模を表す。
 (出所) 大和総研作成

「ポスト・リーマン・ショック後」の資産運用業の課題：ロボアドバイザーやプラットフォームの脅威

他方で、収益源としてのウェルスマネジメント部門は、将来的には楽観視できない可能性が指摘されている。米国大手金融機関のウェルスマネジメント部門を脅かしうる存在の一つに、資産運用業のバリューチェーンのうち、金融商品の開発と運用といった製造プロセスを担う大手資産運用会社の台頭が挙げられる。従来、資産運用会社を傘下に抱えていた米国大手金融機関（投資銀行）の一部は、リーマン・ショック前後に資産運用会社（製造プロセス）を切り離し（アンバンドル）、販売プロセスに特化する製販分離を進めてきた。言い換えれば、製造を担う資産運用会社と販売プロセスを担うウェルスマネジメント部門の各々で収益化できるようなビジネスモデルが必要になったと言えよう。前者では資産運用会社の巨大化、後者では販売チャネルの生産性の向上を戦略として採用してきた。

製販分離のビジネスモデルを構築する過程において、リーマン・ショック後の超低金利下でのリターンの大幅な低下、2015年からのフィデューシャリー・デューティー（FD）関連の規制強化に向けた本格的な政府の動き⁸、FAの収入源の変化（資産運用会社からの販売手数料（コミッション）から残高に応じた顧客からの報酬（フィー）へシフト⁹）を受け、アクティブファンドから資金が大幅に流出し、インデックスファンドに資金が流入するようになった（図表3）。こうしたインデックスファンド中心の世界において、資産運用会社は販売手数料や信託報酬率が低下し、稼ぐ力が低下した。一部の投資銀行は稼ぐ力の低下に対して、IFAの活用を増やしている模様である。

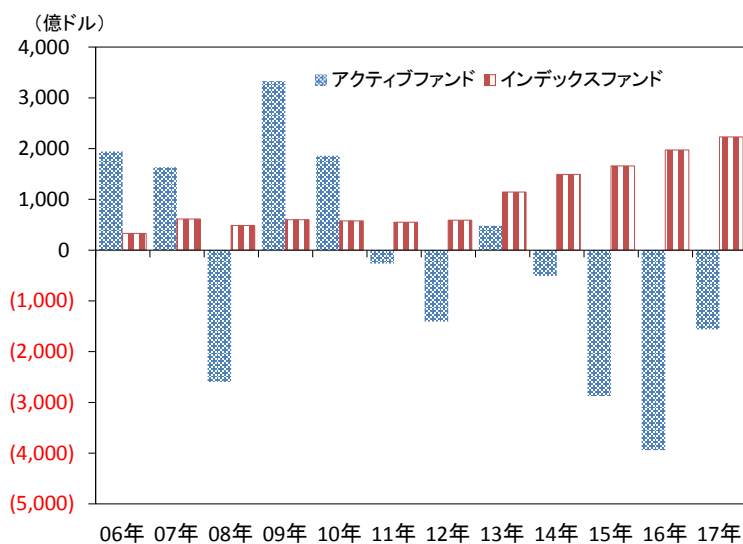
一方、大手の資産運用会社は、信託報酬率が低下したことで、投資銀行やIFAに任せていた販売プロセスを自ら担うことを目指し、最終顧客への直接販売（直販）の拡大に取り組んでいると考えられる。大手資産運用会社が販売チャネルに直接アプローチする上でカギとなるのは、ロボアドバイザーである。ロボアドバイザーは、「ヒト」が介在する従来の投資アドバイザーサービスよりも、オンライン等を通じて安価に利用できる手軽さから、一般の個人投資家でも資産運用を始める際のハードルが低下する点に新しさがある。また、ロボアドバイザーは、FAを抱え込むよりも低コストであることから、手数料低下といった稼ぐ力の低下に直面する資産運用会社にとっても導入を進めるインセンティブがある。ロボアドバイザーは当初 FinTech 企

⁸ オバマ政権時代において、SECによる2010年のドッド・フランク法の913条での注意義務(regulatory standards of care)の評価の見直しに始まり、大統領経済諮問委員会(White House Council of Economic Advisers)から2015年2月23日に公表されたレポート(FACT SHEET: Middle Class Economics: Strengthening Retirement Security by Cracking Down on Backdoor Payments and Hidden Fees)を経て政府の動きが本格化。その後、労働省(2016年のERISA法等でのFD関連の新ルール)とSECがそれぞれ別個でブローカー・ディーラー(証券業者)に対してFDを課す動きにつながった(2016年9月12日 大和総研レポート 鳥毛 拓馬「欧米におけるフィデューシャリー・デューティーの動き」参照)。しかし、2017年にトランプ大統領がドッド・フランク法の見直しを命じ、2018年6月には裁判所(合衆国連邦巡回区控訴裁判所)により労働省のFD関連のルールの無効判決が確定。

⁹ 報酬ベースの独立系金融アドバイザー(IFA、特にRIA(公認投資助言者))はFD関連規則を遵守し適合性基準を守る義務があることもインデックスファンドに資金が流入した要因の一つとみられる。加えて、小規模のRIA企業は技術および専門家に投資する余裕がなく、コンプライアンスコストの増加に耐えられない状況。ただし、上記の裁判所判決を受け、FD強化の流れが変化する可能性がある。

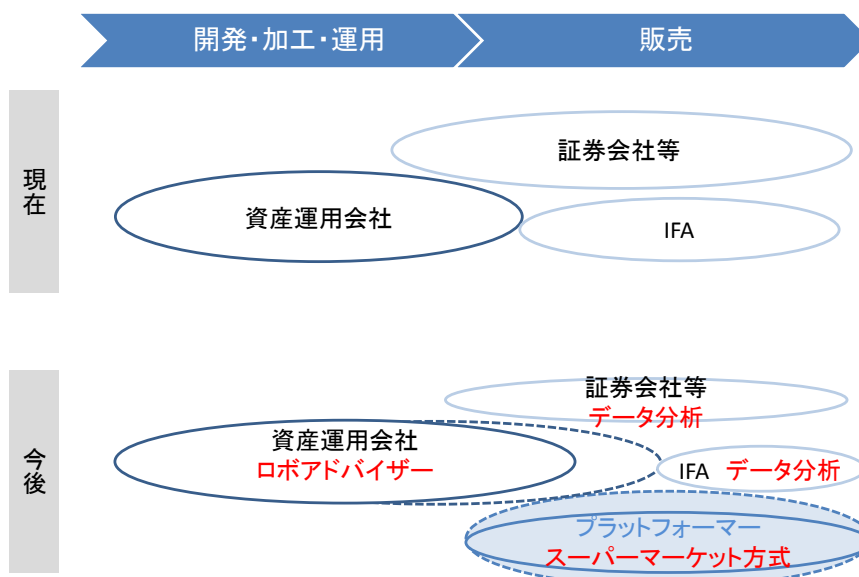
業が提供を開始したサービスであったが、近年では大手資産運用会社の同サービスにおける存在感が大きくなりつつある。デジタルネイティブ（インターネットが当たり前の世界に生きてきた世代）の FinTech 世代からの支持もあり、大手資産運用会社がロボアドバイザーを用いて製造から販売までのプロセスを再統合（リバンドル）する可能性があると考えられている（図表4）。

図表3 米国投資信託におけるアクティブファンドおよびインデックスファンドへの純キャッシュ・フロー



(出所) ICI より大和総研作成

図表4 資産運用業のバリューチェーンにおけるアンバンドル・リバンドル（概念図）



(注) 点線は今後プレゼンスを拡大する可能性のある主体が浸食を進めうる領域を示している。

(出所) 大和総研作成

大手資産運用会社によるリバンドルがどの程度進むかは、ロボアドバイザーといったテクノロジーを好む FinTech 世代の動向に左右されるだろう（「4. ノンテック世代から FinTech 世代への移行の準備」を参照）。現地調査によれば、FinTech 世代の台頭が金融ビジネスに与える影響に関して意見が分かれた。大部分は「FinTech 世代が台頭したとしても、まったく『ヒト』が介在しなくなる世界が到来するとまでは言えない」という意見であった。しかし、長期的には「ヒト」が介在しない世界も想定する必要があり、その場合には大手資産運用会社よりもプラットフォームという大きな脅威が存在するとの声も聞かれた。「投資家と金融機関間の情報の非対称性が小さくなっている。そのため、金融機関による投資アドバイザーサービス自体が必要なくなり、顧客接点で競争力の高いプラットフォーム等が、e コマースで金融商品を投資家に直接提供する（スーパーマーケット方式）時代が到来しうる」という認識を持っているようだ。

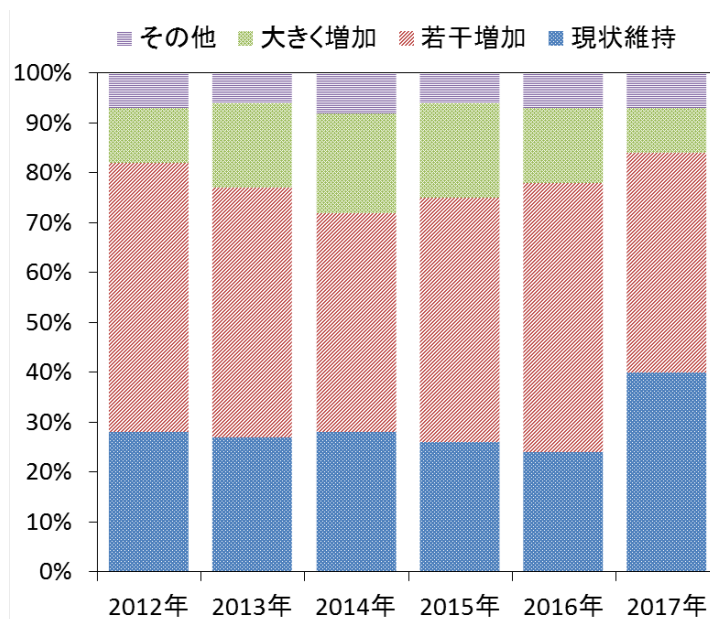
3. 金融規制への対応と RegTech

強化された金融規制は金融ビジネスの参入障壁

資産運用会社によるリバンドルへの懸念とプラットフォームにより資産運用業自体が“ディスラプトされる”という脅威に対して、米国大手金融機関は十分に対抗できると考えているようだ。現地調査では、「ロボアドバイザーやプラットフォームの主要顧客は一般の人々（＝マス顧客）である一方、米国大手金融機関は富裕層という顧客基盤を持っている。また、FinTech 企業などを買収してテクノロジーを積極的に活用する資金基盤もある」との声があった。例えば、米国大手金融機関は、顧客属性等を基にしたデータ分析を通じて、①推奨すべき商品の選定や顧客への対応方法の決定、②離反率の推測やそれに基づいたコンタクトすべき顧客の優先付けなどにより、販売方法の改善を行っている。

こうした大手金融機関の“対抗力”は、金融規制によっても補強されている。リーマン・ショック後の 2010 年のドッド・フランク法の導入など、金融機関のコンプライアンスコストは継続的に増加してきた（図表 5）。例えば、Thomson Reuters は金融機関に対してコンプライアンスコストの見通しに関するアンケート調査を実施しているが、2012 年から 2016 年において、コンプライアンスコストが増加すると答えた金融機関のシェアは 6 割を超える水準で推移してきた。2017 年には、コンプライアンスコストが増加すると答えた金融機関のシェアは低下したが、依然として 5 割を占める。ただし、継続的に増加してきたコンプライアンスコストに対して、米国の大手金融機関の対応は進展しており、逆に強化された金融規制が FinTech 企業やプラットフォームにとって、金融業に参入する際の高い障壁になっている。前述したように、トランプ政権発足以降、米国における金融規制の緩和の動きがあるが、米国大手金融機関にとっては「対応済のため緩和されても既存の米国大手金融機関にとって旨みがない」という意見もあった。他方、米国大手金融機関はプラットフォームとの連携・協業も進めている。特にオンライン決済やクレジットカードといったリテール金融分野での連携・協業が進んでいる。

図表5 金融機関によるコンプライアンスコストの見通し



(注) Thomson Reuters は金融機関がコンプライアンスコストの今後に関してどのような見通しを持っているかということについてアンケート調査を毎年実施

(出所) Thomson Reuters “Cost of Compliance 2017” より大和総研作成

コンプライアンスコスト抑制策としての RegTech

規制がプラットフォーマーの参入障壁になっているとはいえ、米国大手金融機関にとっても如何にコンプライアンスコストを抑制するかが中長期的課題である。

こうした中、コンプライアンス対応業務の自動化・効率化を進める上で、RegTech が注目されている。現地調査によれば、「アンチマネーロンダリングの観点で、大量の取引データから疑わしいものをピックアップし、わかりやすくビジュアル化するシステムなどが FinTech 企業から提供され始めている」ようである。また、「既存のコンプライアンス対応システムは、部門毎にアドホックに導入されてきたケースもあり、システム間の連携にはもともと課題があった。FinTech 企業の中では、システム間統合を進める企業が注目されている」といった指摘もあった。

RegTech の活用を進める上で、CIO (Chief Information Officer、最高情報責任者) や CDO (Chief Data Officer、最高データ責任者) の役割が重要となってくる。テクノロジーの導入可否を検討することはもちろんのこと、「顧客情報の取り扱いや、サードパーティーリスクといったリスクへの対応でも CIO や CDO の責任は益々重くなっている」との声も聞かれた。これまでも金融機関は、自前でテクノロジーを導入するのではなく、アウトソーシングを進めてきた。そのため、アウトソーシング先が安全なプロダクトを提供しているか (サードパーティーリスク) の把握が重要となる。現地調査によれば、「アウトソーシング先がさらにアウトソーシングするケースは多々あり、サードパーティーリスクはフォース・フィフスパーティーリスクまで拡大している」との指摘があった。

サードパーティーリスクに関しては、国際的な金融規制・監督のコーディネートを進めるFSBやBISも注目しており、各国の「サードパーティーリスク」への対応状況に関してヒアリングを実施している。サードパーティーリスクを抑制するために、「米国大手金融機関はテクノロジーを活用して、一部重要なシステムに関しては内製化を進めるかもしれない。また、規制・監督当局はグローバルなシステム上重要なベンダーを選定して、規制強化を進めるかもしれない。いずれにせよ、システムのアウトソーシングを進めても金融機関の責任自体はアウトソーシングできない」といった意見もあった。テクノロジーの導入は、それによって得られるメリットだけでなく、新たに発生しうるリスクを如何に抑制するかという観点をセットにして検討を進める必要があるだろう。

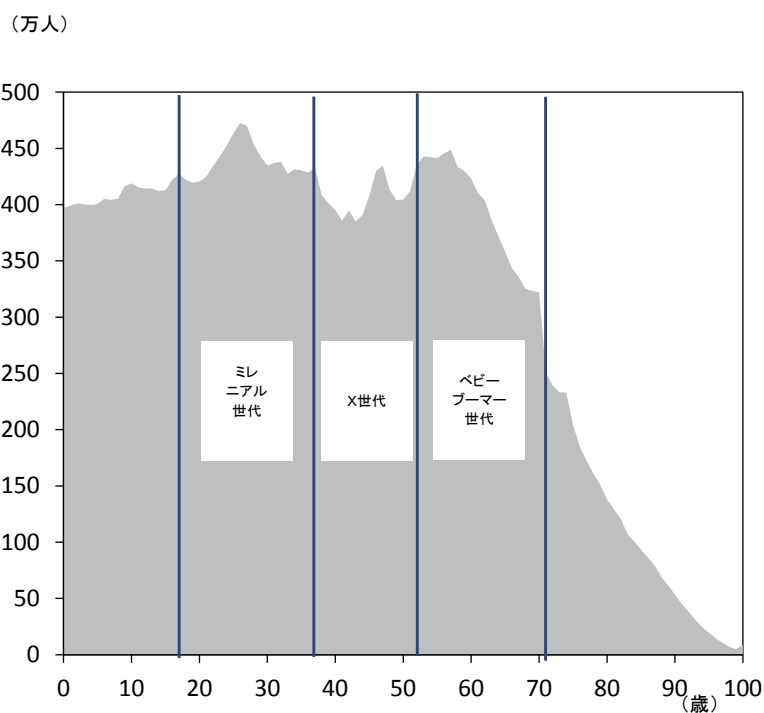
4. ノンテック世代からFinTech世代への移行の準備

世代交代は進む

米国大手金融機関は「ポスト・リーマン・ショック後」へと向かう中で、FinTech企業やプラットフォームとの協業を進め、RegTechなどを活用しながら稼ぐ力を向上させようと努力を続けている。ただし、稼ぐ力を強化するために残された時間の多寡は、顧客特性の変化の速さによって左右される。リーマン・ショック後の米国の大手金融機関の安定的な収益源として役割を果たしてきた資産運用ビジネスに関しては、現状の主要な顧客層はノンテック世代であり、「リーマン・ショック以前の α のリターンを狙える時代を知っており、相対的にリターン重視の傾向がある。「ヒト」との信頼関係に基づいたサービス提供を重視している」という指摘があった。

他方で、今後の顧客層は、FinTech世代中心へと移行していくかもしれない。米国の世代別家計資産を分析すると、30代後半から純金融資産の伸びが大きくなる傾向がある。FinTech世代の先頭はすでに30代後半に掛かりつつあることから、資産運用のニーズが高まる可能性がある(図表6)。FinTech世代を考慮した金融サービス提供の準備は喫緊の課題と言える。現地調査によれば「FinTech世代のような若年層は投資しやすさをベースに投資判断を行う傾向がある。パッシブファンドに資金が集まり、アクティブファンドから資金が流出しているのは、 α を重視していない証左だろう」という声が聞かれた。米国大手金融機関も、ノンテック世代のニーズに対応しつつ、FinTech世代が主要顧客化した場合に備えて、ビジネスモデルを柔軟に修正できるような体制作りが必要となろう。

図表6 米国の年齢別人口分布（2017年末時点）



無視できない移民の影響

米国大手金融機関が社会の主要層の変化に柔軟に対応できるような体制作りを実現する上で、国境を越える人の流れにも注意が必要である。例えば、ノンテック世代は「米国生まれ」の人々が9割弱を占め、金融資産も「米国生まれ」の人々が保有している。FinTech世代はちょうどノンテック世代の子供に該当するため、やがて資産がノンテック世代からFinTech世代へと相続されるとも考えられる。他方で、FinTech世代は「外国生まれ」の移民が2割前後を占める。また、家計純資産を人種・民族別で見ると白人の保有する家計純資産の規模が最も大きいものの、近年は非白人が保有する家計純資産の規模が大きく増加している。

米国で金融サービスを受ける人々の民族性や家計の純資産の分布はより多様化する可能性がある。現地調査においても、「FinTech世代と一括りにまとめても、「米国生まれ」のノンテック世代の子供と、「外国生まれ」の移民では資産形成の際のニーズも大きく異なりうる。」との指摘があった。様々なニーズを想定した細やかな金融サービスの提供がより一層重要となるかもしれない。

5. 次世代金融ビジネスモデルに向けて覚悟を持ったテクノロジー戦略を取れるか

米国大手金融機関が「ポスト・リーマン・ショック後」への準備を進める中で、プラットフォームへの対応であれ、RegTechであれ、社会を構成する世代の変化であれ、共通するテーマ

はテクノロジーの進化をどのように活用していくかということである。米国大手金融機関の中で、コスト削減がテクノロジー活用の共通のインセンティブにはなっているものの、テクノロジーの取り入れ方は各社で大きく異なる。具体的には、1) エンジニアの採用を大幅に増やしながらかつヒトからテクノロジーへのデジタルトランスフォーメーションを大胆に推進している金融機関と、2) ヒトという経営資源の効率性を高めることでテクノロジーとの融合を果たそうとしている金融機関、3) それ以外の金融機関と3つに大別できる。

いずれの戦略も一長一短である。1) の金融機関は、革新的なテクノロジーを中心に据え、ホールセールを中心に金融サービスを提供する上で必須となるインフラとして、自身の付加価値を高めようとしている。ただし、終わりなきテクノロジー投資や、優秀なエンジニアを獲得するコストの上昇などの課題もある。また、2) の金融機関には、テクノロジーは「ヒト」が提供する金融サービスをサポートするものという認識が根底にあり、現在のビジネスモデルの延長線上にテクノロジーを位置付けている。なお、「ヒト」が提供するよりも抜本的にコストが抑制できるようなテクノロジーのブレークスルーなどが起きた場合に、「ヒト」からテクノロジーへの組織や人員の移行を柔軟に行えるかが課題となる。3) の金融機関の中には様子見を続ける金融機関や、特段の戦略を持たない金融機関などがある。3) の金融機関は、1)、2) の金融機関のように明確なグランドデザインを有していないことから、「ポスト・リーマン・ショック後」になった際に出遅れる可能性がある。

いずれの戦略においても、重要なのはテクノロジーの導入が稼ぐ力を維持・向上させうるか否かであろう。テクノロジーの取り入れ方によっては、自ら収益源を放棄することにつながりかねない。米国大手金融機関は、「ポスト・リーマン・ショック後」の次世代金融ビジネスモデルの強化のために覚悟を持ったテクノロジー戦略を取れるか、が問われているのではないかと考えられる。