

2022年11月2日 全8頁

# 米国ウェルスマネジメント業界で広がるポートフォリオ構築機能の外部委託

## 米国におけるモデル・ポートフォリオを巡るエコシステム

金融調査部 研究員 森駿介

### [要約]

- 米国ウェルスマネジメント業界では、営業員やフィナンシャル・アドバイザーによるモデル・ポートフォリオの活用が進んでいる。ポートフォリオ構築機能を証券会社のCIOオフィスや運用会社などに委託することで、より付加価値の高い業務に注力する流れが強まっている。この背景には、①受託者責任等の要請の強まり、②運用商品やポートフォリオ管理のコモディティ化が挙げられる。ポートフォリオ構築や管理を支援する主体は多様化しており、米国ではモデル・ポートフォリオを巡るエコシステムが発展している。
- 日本でも、独立系アドバイザーや地域金融機関に対して、投資運用業者が投資一任サービス機能を提供する仕組みが出てきている。また、足もとで広がりつつある投資一任サービスのインフラとポートフォリオ構築機能等を切り離す（アンバンドル）動きは、米国でのモデル・ポートフォリオを巡るエコシステムとの類似性をいくつか見出すこともできる。日本での投資一任サービスの先行きを考える上で、米国での動向は参考にらうる。

## 1. モデル・ポートフォリオとポートフォリオ構築機能の外部委託

米国ウェルスマネジメント業界で、「モデル・ポートフォリオ」への注目度が高まっている。これは、「営業員やフィナンシャル・アドバイザーが顧客のポートフォリオ構築のために参照・活用するモデル」である。典型的には、「60%株式・40%債券」といったアセット・アロケーション、そのもとでの投資信託・ETFの組み合わせが証券会社や運用会社などのモデル・プロバイダー（以下、「プロバイダー」）から示される。営業員・アドバイザーは、顧客の運用目標やリスク選好度などに合わせて適切なモデル・ポートフォリオを選択してマネージド・アカウント（投資一任口座）で運用できるほか、必要に応じてカスタマイズもできる。また、ポートフォリオ構築機能や執行・モニタリングなどの付随機能をアドバイザーが外部委託する傾向は強まりつつある。このようなサービスの提供は、アウトソースCIO (Outsourced-Chief Investment Officer: OCIO) と呼ばれることもある。

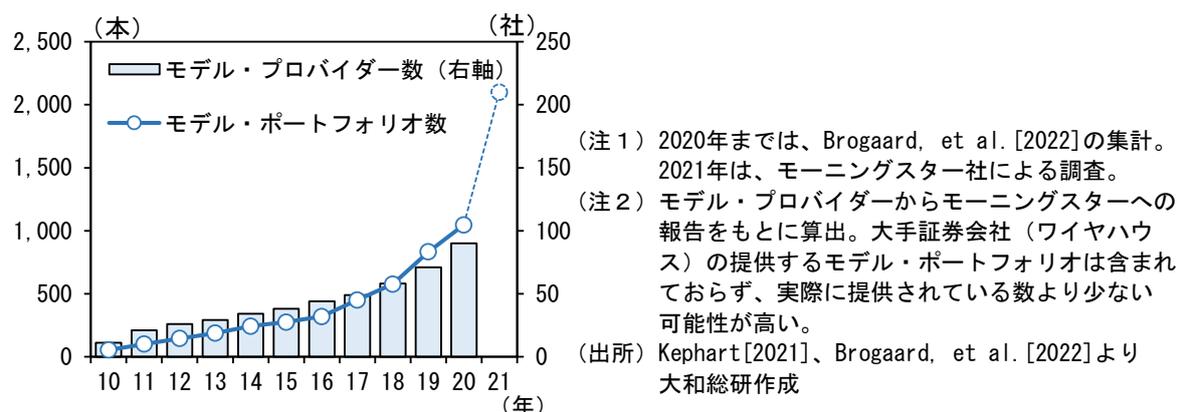
日本の資産運用業界においても、地域金融機関や独立系アドバイザー（IFA）が、投資一任サ

ービス（ラップ・サービス）を顧客に提供するために、投資一任業者（投資運用業者）からそのサービス基盤の提供を受ける仕組みが普及しつつある。わが国での投資一任サービスとそのエコシステムの先行きを考える上で、本稿で触れる米国のモデル・ポートフォリオを巡るエコシステムは参考になりうるだろう。

## モデル・ポートフォリオの普及とその背景

近年、米国で活用が広がったモデル・ポートフォリオは、今後も規模が拡大する見込みである。モデル・ポートフォリオの格付けを行うモーニングスター社が捕捉するモデル・ポートフォリオの本数やプロバイダー数は増加の一途を辿っており、2021年時点の本数は2,000本を超えている（図表1）。さらに、開示の制約から同社が捕捉できていないワイヤハウス（モルガン・スタンレー、メリルリンチ、ウェルズ・ファーゴ、UBS アメリカ）などの提供分を考慮すると、実際の数字はより大きいと推察される。運用資産規模では、FinTech企業のBroadridge社が2021年第3四半期時点で約4.9兆ドルと推計<sup>1</sup>していることに加えて、2025年にかけて10兆ドル超まで拡大すると予測<sup>2</sup>している。

図表1 モデル・ポートフォリオ数、モデル・プロバイダー数の推移



モデル・ポートフォリオの利用（ポートフォリオ構築機能の外部委託）が進んでいる背景として、①受託者責任のほか、顧客にとっての最善の利益を追求する要請の高まり、②運用商品やポートフォリオ管理のコモディティ化などが挙げられる。

①について、独立系のアドバイザー・登録投資顧問業者（RIA:Registered Investment Advisor）の存在感が高まっているものの、自らポートフォリオを構築する能力・リソース・時間が限られるRIAは少なくないといわれている。このことが、モデル・ポートフォリオ普及の背景として挙げられる。また、2020年に施行された「最善の利益規則（レギュレーションBI）」についても、投資戦略を推奨するブローカー・ディーラーに対して顧客の最善の利益のために行動すること

<sup>1</sup> The Wall Street Journal “Model-Portfolio Assets Hit Record Highs.”（2021年11月24日付）

<https://www.wsj.com/articles/model-portfolio-assets-hit-record-highs-11637755200>

<sup>2</sup> PIMCO[2021]を参照。

を義務付けることで、モデル・ポートフォリオ普及拡大の後押しになっているとの見方もある<sup>3</sup>。

②について、パッシブ投資の割合の高まりやロボアドバイザーの普及を背景に、運用商品やポートフォリオ管理のコモディティ化が進展している<sup>4</sup>。そうした中、営業員やアドバイザーは付加価値の創出や差別化に迫られており、証券会社や運用会社などのプロバイダーにポートフォリオ構築機能を委託することで、対面での価値がより発揮できる業務に注力するという流れが強まっている。

## モデル・ポートフォリオの具体例

最も代表的なモデル・ポートフォリオは、マルチアセット・ポートフォリオにおいて、株式・債券の保有割合を定めるアセット・アロケーション型である。具体例として、運用会社の Capital Group が提供する「60%株式・40%債券」に近いモデル・ポートフォリオを見ると、資産クラス別の割合に加えて、そのもとでのファンドの組み合わせが示されていることが分かる（図表2）。多くのプロバイダーはアセット・アロケーション型において、株式・債券の割合が異なるモデルを複数提供している。営業員・アドバイザーは、顧客のリスク選好度などを踏まえて、モデル・ポートフォリオを選択できる。

図表2 モデル・ポートフォリオの具体例（Capital Group）

American Funds Moderate Growth and Income Model Portfolio	Asset mix		Underlying fund mix	
				Current allocation (%)
	■ U.S. Equities	45.50%	New Perspective Fund® (ANWFX)	5
	■ Non-U.S. Equities	16.94%	SMALLCAP World Fund® (SMCFX)	5
	■ U.S. Bonds	26.28%	Capital World Growth and Income Fund® (WGIFX)	10
	■ Non-U.S. Bonds	5.17%	Washington Mutual Investors Fund™ (WMFFX)	15
	■ Cash & Equivalents	6.11%	The Income Fund of America® (AMEFX)	10
			American Balanced Fund® (AMBFX)	25
		American Funds Global Balanced Fund™ (GBLFX)	15	
		American Funds Strategic Bond Fund™ (ANBFX)	5	
		The Bond Fund of America® (ABNFX)	10	

（注）2022年9月末時点。

（出所）Capital Group より大和総研抜粋

近年は長期的なリターン確保を目的とした株式特化型や、資産の保全やダウンサイドリスクの軽減を目的とした債券特化型など、特定の資産クラスに特化したモデル・ポートフォリオの存在感も高まっている。モーニングスター社によれば、新たに設定されたモデルのうち、資産クラス特化型の割合は2019年の21%から、2021年には31%まで上昇している<sup>5</sup>。このほか、ファクターやサステナビリティなどの顧客の投資選好に合わせたモデルも出てきている。例えば、ブラックロックはアセット・アロケーション型の中でも、スマートベータ関連やESG関連のETFを組み込むモデルを提供している。さらに、利子について連邦所得税を課されない地方債に投資するファンドの組み込みのほか、譲渡益課税を生じさせうるリバランスの頻度の低減を通じ

<sup>3</sup> 「最善の利益規則」についての詳細は、鳥毛[2019]や鳥毛[2022]を参照。

<sup>4</sup> 金融商品・サービスのコモディティ化の進展とその影響については、内野[2022]を参照。

<sup>5</sup> 詳しくは、Morningstar Manager Research[2022]を参照。

て、税負担の最適化を目指すモデル・ポートフォリオも提供されている。

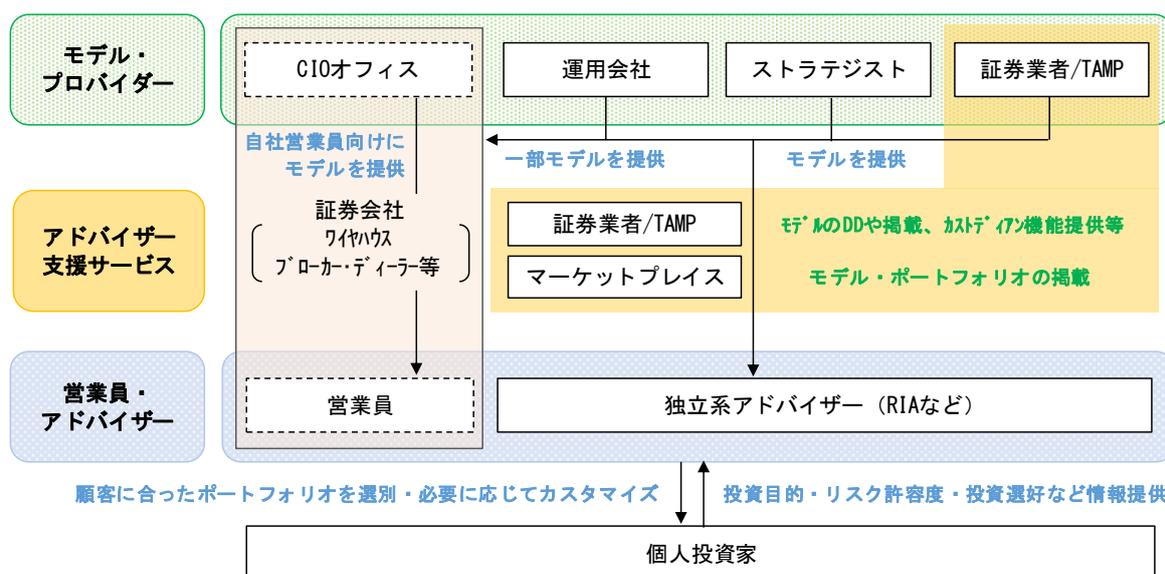
このように、米国では提供されているモデル・ポートフォリオの本数が多いことに加え、種類も多様である。営業員やアドバイザーにとっては、顧客の投資目標、リスク許容度、投資選好などに合わせたポートフォリオが選択しやすい環境といえるだろう。

## 2. モデル・ポートフォリオを巡るエコシステム

### 多様な主体が関わるモデル・ポートフォリオのエコシステム

米国では、モデル・ポートフォリオを巡るエコシステムが発展している（図表3）。例えば、ワイヤハウスにおいては、ウェルスマネジメント部門の投資戦略策定を担う部署（CIO オフィス）が、プロバイダーとして構築したモデル・ポートフォリオを営業員に提供している。また、ワイヤハウスは運用会社など外部のプロバイダーが構築したモデルについて、自社の営業員に提供することもある<sup>6</sup>。

図表3 モデル・ポートフォリオを巡るエコシステム



（注1）ストラテジストは、モデル・ポートフォリオや投資戦略を中心に提供する投資顧問業者。

（注2）TAMP（Turnkey Asset Management Platform）は、アドバイザーやブローカー・ディーラーなどに投資一任サービスの機能を提供する独立系プラットフォームのこと。

（出所）各種資料より大和総研作成

一方、独立系アドバイザーに対しては、多様な主体がプロバイダーとして構築したモデル・ポートフォリオを提供している。モデル・ポートフォリオを用いた運用残高が上位のプロバイダーを確認すると、ブラックロックを始めとした運用会社に加えて、モデル・ポートフォリオや投

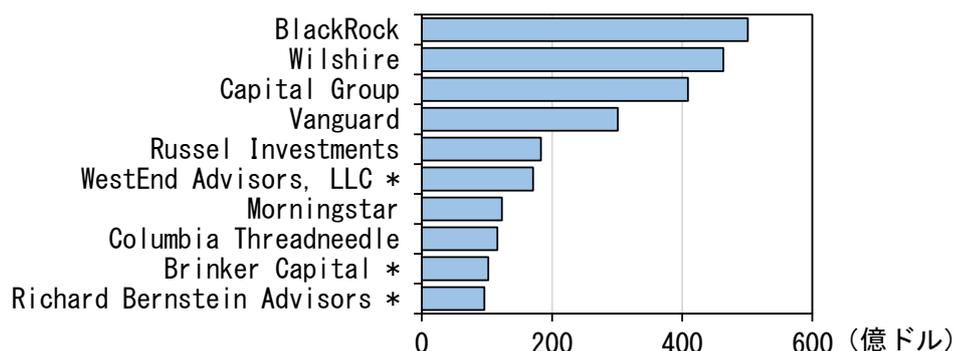
<sup>6</sup> 例えば、Think Advisor によれば、メリルリンチは2020年時点で17の運用会社から提供を受けた140本のモデル・ポートフォリオを顧客に提供しているとのこと。

Think Advisor “Merrill Adds Vanguard, Goldman to Model Portfolio Lineup.”（2020年11月13日付）

<https://www.thinkadvisor.com/2020/11/13/merrill-adds-vanguard-goldman-to-model-portfolio-lineup/>

資戦略を中心に提供する投資顧問業者（ストラテジスト）も含まれる（図表4）。なお、実際のポートフォリオ構築はアドバイザー側の責任で行い、運用会社やストラテジストはモデル・ポートフォリオの情報提供に留まる。そのため、これらの主体のモデルは、“paper portfolio”と呼ばれることがある。また、モデル・ポートフォリオの利用に伴う手数料について、通常、運用会社は徴収せずにモデルに含まれる自社ファンドへの投資を促すことで賄うのに対して、ストラテジストは0.10～0.25%の手数料を徴収する模様である<sup>7</sup>。

図表4 主なプロバイダーの提供するモデル・ポートフォリオの運用残高



(注) 2022年3月末時点。運用残高は、各社のモデル・ポートフォリオを参照して運用する資産の残高。プロバイダーからモーニングスター社への報告ベース。また、「\*」が付いている先は、ストラテジスト。

(出所) モーニングスター社より大和総研作成

アドバイザー支援サービスとして、資産の管理・取引・パフォーマンス等の評価といったカスタディアン機能を提供する証券業者（チャールズ・シュワブなど）や投資一任システムを提供する独立系プラットフォームの TAMP（Envestnet など）は、プロバイダーから提供されるモデル・ポートフォリオのデューデリジェンス（DD）<sup>8</sup>やアドバイザーに合わせたモデルの提示、ポートフォリオの実装、投資後のモニタリングやリバランス、モデル・ポートフォリオのアロケーションや保有銘柄が変更された場合の調整などを行っている。なお、これらの証券業者や TAMP の中には、自ら構築したモデル・ポートフォリオを提供する先も少なくない。

このほか、様々なプロバイダーから提供されるモデル・ポートフォリオを取りまとめているマーケットプレイス（モーニングスター社など）も存在する。TAMP などのカスタディアン機能を利用する場合と比べると、アドバイザー自身でポートフォリオ構築や投資後のモニタリング、リバランス等を行う負担が生じるものの、マーケットプレイスを利用する場合は、カスタマイズ等の裁量の余地が大きいといった特徴がある。

営業員・アドバイザーは、顧客の投資目的・リスク許容度・投資選好（サステナビリティやファクターなど）を把握した上で、最適なモデル・ポートフォリオの選定や必要に応じたカスタマ

<sup>7</sup> 詳しくは、Brogaard, et al. [2022]を参照。

<sup>8</sup> なお、2022年10月26日に、SECはアドバイザーがデューデリジェンスやモニタリングなしに、特定のサービスや機能を外部委託することを禁止する新たな規制・規制修正案を公表している。

SEC[2022] “SEC Proposes New Oversight Requirements for Certain Services Outsourced by Investment Advisers.” (2022年10月26日付) <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-194>

イズを行う。この点、営業員・アドバイザーの7割強がモデル・ポートフォリオを何らかの形で活用しているとの調査もある<sup>9</sup>。また、プロバイダーが提供するモデル・ポートフォリオを、カスタマイズせずにそのまま顧客に提供するアドバイザーも相応におり、特に保有資産額が相対的に少ない顧客に対しては、その傾向が強まる傾向にある。なお、営業員・アドバイザーは、顧客の投資目的や投資選好などを踏まえて、プロバイダーによるモデル・ポートフォリオのアロケーション調整や保有銘柄の変更に従わないことも可能である。

## 各主体によるモデル・ポートフォリオの利用目的

営業員・アドバイザーにとっては、金融商品やポートフォリオ管理のコモディティ化が進むもとの、いかに現状の付加価値を維持するかという点が課題となっている。そのような中、ポートフォリオ構築機能を外部に委託できれば、節約した時間を顧客とのコミュニケーションに充てられる上に、より付加価値の高いフィナンシャル・プランニングや相続・贈与といった資産移転の提案、タックス・プランニングといった業務への注力が可能となる。また、営業員たちの生産性が高まって時間に余裕ができることで、これまではターゲット顧客の対象から外れていた保有資産額がより少ない個人投資家に対し、新たな顧客層としてアプローチできるようになるとの見方もある。

ワイヤハウスにとっては、ポートフォリオ構築を標準化できるという利点がある。これまでのワイヤハウスでは、主にマネージド・アカウントのうち「レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー (RPM)」と呼ばれる、営業員・アドバイザーがポートフォリオ構築や投資判断の裁量を有する投資一任口座を通じて、預かり資産残高を増加させてきた。しかし、受託者責任への要請の強まりなどを背景に、さらなるコンプライアンス・リスク軽減の必要性に迫られている。そこで、モデル・ポートフォリオの活用を積極化し、CIO オフィスにポートフォリオ構築機能を一定程度集中させることに加え、ポートフォリオ構築における透明性確保を目指しているとの声が聞かれている。実際、アドバイザーが投資判断を行うポートフォリオよりも、モデル・ポートフォリオを利用した場合の方がリターンのばらつきが小さいとの調査<sup>10</sup>もある。

運用会社にとっては、自社ファンドの提供チャネルを拡大できるという利点がある。例えば、モデル・ポートフォリオに組み込まれるETFは2020年時点で平均8.3本であるのに対し、2.9本(25%)が自社ETFとなっている<sup>11</sup>。また、2020年におけるブラックロックの米国ETFへの資金流入のうち約3分の1がモデル・ポートフォリオ経由である<sup>12</sup>ことに加えて、同社のESG関連のETFへの近年の資金流入について、モデル・ポートフォリオでの組み入れが大きな要因になっているとの調査<sup>13</sup>もある。このほか、モデルにおけるアロケーションや銘柄の変更は、アドバ

<sup>9</sup> 詳しくは、PIMCO[2021]を参照。

<sup>10</sup> 詳しくは、PIMCO[2021]を参照。

<sup>11</sup> 詳しくは、Brogaard, et al. [2022]を参照。

<sup>12</sup> BlackRock Investor Day 2021 を参照。

<sup>13</sup> 詳しくは、Kephart [2020]を参照。

イザーを通じて、投資家の資金フローに影響を及ぼしうるため、運用会社はある種ブローカー的な機能を担うことを可能にしている、との見方<sup>14</sup>も一部にはある。

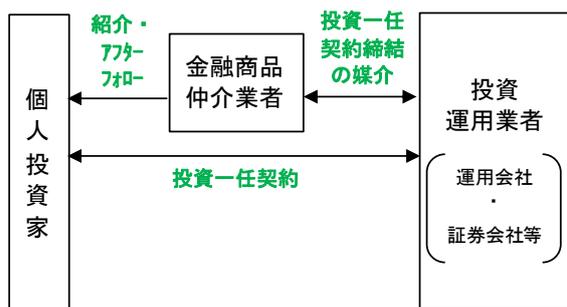
### 3. 日本の資産運用業への示唆

ここまで見てきた米国の事例を、日本にそのまま当てはめることは難しい。米国と比べて小規模な IFA が投資運用業として登録し、投資一任サービスを自ら提供するのは現実的ではないためである。類似の仕組みとして、金融商品仲介業者が投資一任サービスの提供基盤を外部に委託するような形で、自社の顧客に同サービスを提供する事例が見られる。例えば、IFA や地域金融機関が投資一任契約の媒介をし、証券会社や運用会社といった投資運用業者が顧客と投資一任契約を締結するという仕組みが広がりつつある（図表 5・提供スキーム①）。ここでの仲介業者は、米国の RIA とは異なり、ポートフォリオ構築やリバランスを自ら行うことはできない。しかし、顧客接点を生かして資産形成のアドバイスやアフターフォローを通じて付加価値を発揮することが期待されている。

また、投資運用業者である FinTech 企業やネット証券などが投資一任事業のインフラのみを提供した上で、運用会社が投資助言業者としてポートフォリオ構築にあたっての投資助言を行うスキームも現れている（図表 5・提供スキーム②）。このスキームでは、従来は投資運用業者が提供していた投資一任サービスのインフラ部分とポートフォリオ構築機能を切り離している（アンバンドル）。

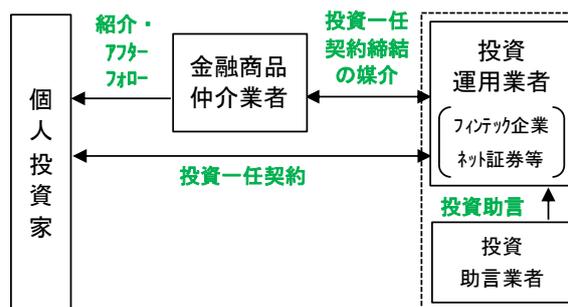
図表 5 投資一任サービスの提供スキーム例

#### 提供スキーム①



投資一任サービスのインフラと  
ポートフォリオ構築・管理機能を合わせて提供

#### 提供スキーム②



投資一任サービスのインフラと  
ポートフォリオ構築・管理機能をアンバンドル

（出所）各種資料より大和総研作成

なお、後者のスキームについて、現状は、投資運用業者と投資助言業者はそれぞれ相対の閉じた関係である。また、提供されているポートフォリオの多様性も、米国に比べると乏しいと推測される。しかし、本稿で見てきた米国の事例を踏まえると、将来的には、運用会社などのプロバ

<sup>14</sup> The Wall Street Journal “Model Portfolios Surging as Advisers Seek Quick Ways to Invest Client Money.” (2020年12月4日付) <https://www.wsj.com/articles/model-portfolios-surging-as-advisers-seek-quick-ways-to-invest-client-money-11607091645>

イダーが提供する様々なモデル・ポートフォリオの中から、投資一任事業のインフラを持つプラットフォームがポートフォリオを選別し、金融商品仲介業者が顧客接点を生かして投資一任サービスの媒介や対面サービスの提供を図る、というオープンな発展の方向性も考えられるかもしれない。日本の投資一任サービスの先行きを占う上でも、発展が続く米国でのモデル・ポートフォリオを巡るエコシステムの動向には、引き続き注目する必要があるだろう。

以 上

## 参考文献

- Brogaard, J., N. Gerasimova and Y. Liu [2022] “Advising the Advisors: Evidence from ETFs.” (May 19, 2022) Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3972562> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3972562>
- Kephart, Jason [2020] “How One BlackRock Portfolio Tweak Unleashed a Flood of ESG Demand.” (Sep 16, 2020) <https://www.morningstar.com/articles/1001497/how-one-blackrock-portfolio-tweak-unleashed-a-flood-of-esg-demand>
- Kephart, Jason [2021] “The Model Portfolio Landscape in 7 Charts.” (Sep 9, 2021) <https://www.morningstar.com/articles/1057106/the-model-portfolio-landscape-in-7-charts>
- Morningstar Manager Research[2022] “Morningstar’s 2022 Model Portfolio Landscape.”
- PIMCO[2021] “Streamlining Your Practice with Model Portfolios.”
- 内野逸勢[2022] 「[金融DXで明らかになる有望な金融ビジネスモデル](#)」『大和総研調査季報』2022年4月春季号 (Vol. 46)、pp. 52-73
- 鳥毛拓馬[2019] 「[SECのブローカー・ディーラー規制の強化](#)」(大和総研レポート、2019年7月2日)
- 鳥毛拓馬[2022] 「[米証券会社は顧客の利益を最優先できるようになったのか](#)」(大和総研コラム、2022年2月17日)