

米国ウェルスマネジメント市場 発展の経緯と今後の展望

～付加価値追求とインセンティブの調和～

金融調査部 内野 逸勢

要 約

米国のウェルスマネジメント市場の発展の経緯は、日本の市場の将来性を展望する上で重要である。本稿では米国の家計資産および家計金融資産の成長要因を分析し、日本の家計金融資産の将来の成長シナリオ実現のための条件を提示していく。ここでは、米国の家計金融資産の成長要因として、1) 世代ごとの富裕層増加の好循環（各世代の家計のバランスシートの健全性を維持し、早期に資産形成に取り組む）、2) リーマン・ショック後の個人投資家の投資アドバイス・ニーズの高まり、3) 資産形成アドバイスを提供する金融機関の高まる役割の重要性、4) ミューチュアルファンドからマネージドアカウントへのシフト（アドバイザー中心の手数料体系の変化）の4つを挙げる。特に、米国の経済成長に伴う株式市場の上昇による個人の資産所得向上を、投資アドバイスを中心とした金融機関の付加価値改善により、どの程度実現できるかが鍵となった。加えて、規制当局が個人投資家保護規制を強化する中でも、金融機関がアドバイスの手数料を厚くできるようなインセンティブを与えることで、金融機関はアドバイスという付加価値を追求してビジネスモデルを変革させていく推進力を維持できている。

目 次

- 1章 米国ウェルスマネジメント市場の4つの成長要因
- 2章 米国の家計資産でみる富裕層増加の背景
- 3章 米国のウェルスマネジメント市場のこれまでの成長要因
- 4章 米国のウェルスマネジメント・ビジネスの今後の方向性

1章 米国ウェルスマネジメント市場の4つの成長要因

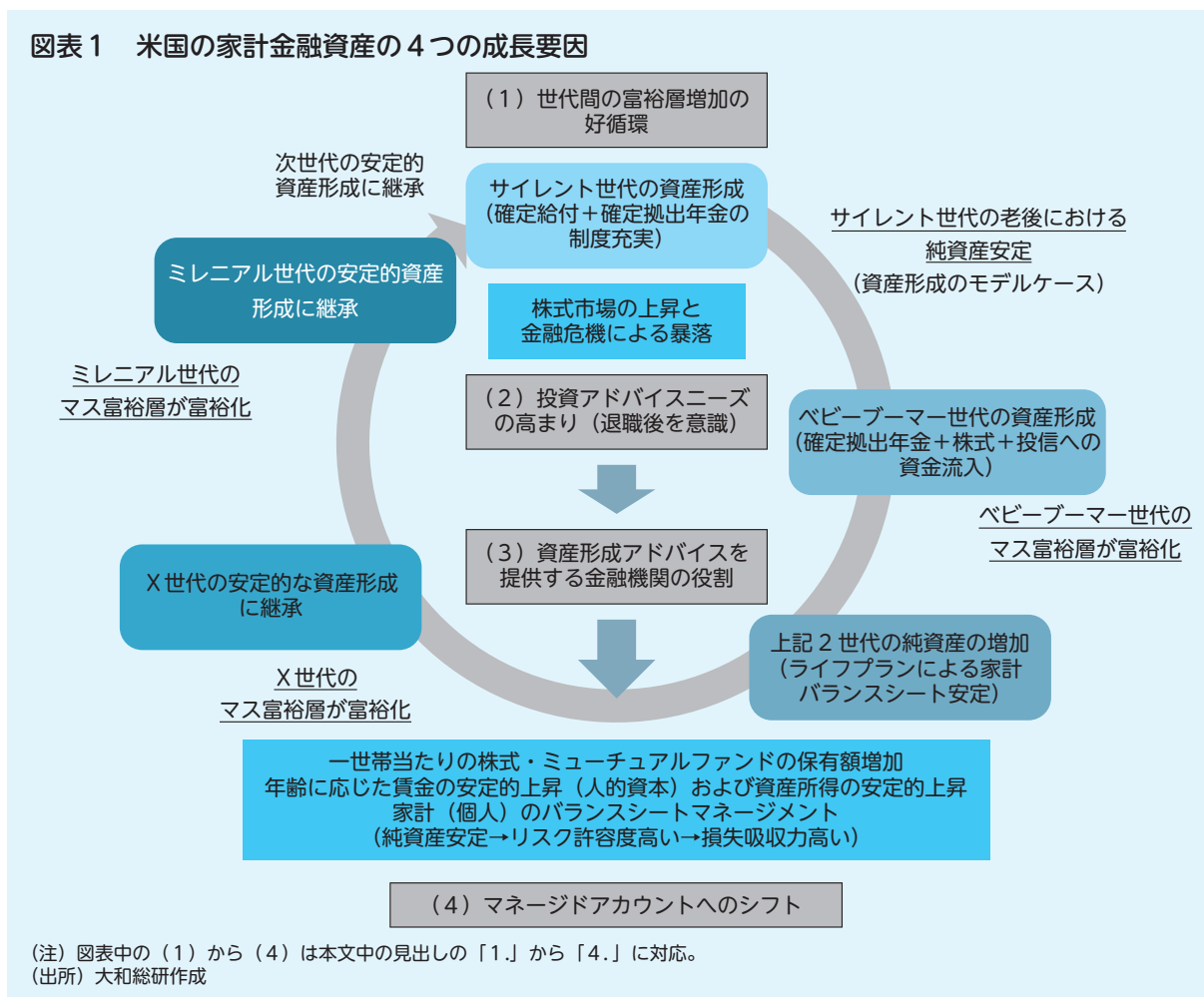
前回の『大和総研調査季報』（「日本のウェルスマネジメント市場のポテンシャルを探る」）¹では、日本の家計金融資産の将来シナリオを見てきた。本稿では米国の家計資産および家計金融資産の成長要因を分析し、日本の家計金融資産の将来の成長シナリオの実現のための条件を提示していく。

ここでは、米国の家計金融資産の成長要因として以下の4つを挙げる（図表1）。

1. 世代ごとの富裕層増加の好循環

一つ目は、米国では、各世代の家計のバランスシートをマクロで見ると、各年齢層（若年齢、中年齢、高年齢）において、健全なレベルの純資産を維持しながら、資産と負債を積み上げていることが挙げられる（2章）。理想的には、若い段階から、上昇していく給与所得の中で、資産形成する準備を始めていく必要がある。米国の各世代、つまりサイレント世代（1946年以前に生まれた世代）、ベビーブーマー世代（1946年～64年生まれた世代）≒日本の団塊の世代は1947年～49

図表1 米国の家計金融資産の4つの成長要因



1) 内野 逸勢、長内 智、森 駿介「日本のウェルスマネジメント市場のポテンシャルを探る～大和総研『日本経済中期予測』に基づく将来推計～」『大和総研調査季報』2024年秋季号（Vol.56）掲載

年生まれの世代)、X世代(1965年~80年生まれの世代)≡日本の団塊ジュニア世代は1971年~74年生まれの世代)、ミレニアル世代(1981年以降に生まれた世代)²と世代が変わっていくにつれ、資産形成の時期が年齢的に早まっており、早期に積み上げる習慣が身につけられてきたことがうかがえる。前の世代をお手本に、家計のバランスシートの健全性を維持しながら、その次の世代が早期に資産形成に取り組んでおり、世代間の好循環が存在していると考えられる。このため各世代は、純資産比率を高い水準に維持すること＝リスク許容度を高めながら、株式・ミューチュアルファンド、マネージドアカウント等を通じた資産形成を進め、それにより、マス層³でも一定程度の富裕化が進んできたと思受けられる。

2. 個人投資家のリーマン・ショック後の投資アドバイス・ニーズの高まり

二つ目は、米国では、2010年代にベビーブーマー第一世代が大量退職したことで、投資アドバイスのニーズが高まっていったことが挙げられる。2006年に、ベビーブーマー第一世代が60歳代に突入し、それ以降ボリューム顧客の老後に向けた資産形成ニーズが高まっていった。その後、2010年代に、このベビーブーマー世代が大量退職する時期を迎えたことにより、投資アドバイスに対するニーズが高まったと考えられよう。ベビーブーマー世代の退職に伴い、確定拠出年

金(401(k)プラン)から個人退職勘定(IRA: Individual Retirement Account)に多くの資金がロールオーバーされ、多くの加入者が専門家による投資アドバイスを必要とした。加えて、世帯数が大幅に増加していることも投資アドバイスのニーズの高まりに寄与したと想定される⁴。

3. 資産形成アドバイスを提供する金融機関の高まる役割の重要性

三つ目は、米国では、2016年の米国労働省の投資アドバイザーに課されるフィデューシャリー・デューティ規則(FD規則)⁵および、2019年のSEC(米国証券取引委員会)のブローカー・ディーラー(BD)を対象としたベストインタレスト規則(最善の利益規則;BI規則)⁶等の個人投資家保護規制の強化の下、個人投資家もしくは家計に対して資産形成のアドバイスを提供している金融機関が非常に大きな役割を果たしていることが挙げられる。つまり、米国の金融機関にとっては、付加価値の高いアドバイスにより、株式市場の上昇の恩恵を多くのマス層、家計に享受させる役割を果たすことが重要となる。そのために金融機関は、家計に対して、家計のバランスシート全体を踏まえてアドバイスを提供するバランスシート・アプローチ、家計の資産形成の目的を考慮してアドバイスを提供するゴールベース・アプローチによって付加価値を追求してきた。

これらのアプローチの下、米国の金融機関は、

2) 米連邦準備制度理事会(FRB)は、“Distributional Financial Accounts”(後述図表3中)の中での定義。

3) FRBの定義(後述2章-2.)では、富裕度5段階の5番目の下位50%の層を指す。

4) 内野 逸勢「リテール金融のパラダイムシフト」『大和総研調査季報』2021年新春号(Vol.41)掲載

5) 米国従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act of 1974)、ERISA法においては、401(k)などの企業年金について、投資アドバイスを提供する者が受託者に該当すれば、投資家の最善の利益のために行動するなどの法的責任が課される。ちなみに投資顧問法の下では投資アドバイザーが受託者と負うべき責任と規定されている。

6) 証券取引や証券に関わる投資戦略の推奨をするBDに対して、顧客の最善の利益のために行動することを義務付けるものであり、現状BDに適用されている適合性原則が強化されたものといわれている。ただし、投資アドバイザーに課されているいわゆるフィデューシャリー・デューティーが課されるわけではない。

顧客の中長期的な資産形成を支援するために、確定給付年金、確定拠出年金以外の株式・ミューチュアルファンド、マネージドアカウント等の投資可能資産に対する投資アドバイスを、リスク許容度等の顧客属性に合わせて提供してきた。他方、顧客の資産ポートフォリオを踏まえて、短期的な資産形成として、株式・ミューチュアルファンドも提供してきた。顧客との利益相反を徹底的に排除するために金融機関のコストは増加するものの、顧客属性を踏まえたアドバイスの提供が付加価値を高めるために必要であるという認識が、業界全体のコンセンサスとなっていった。これにより、家計の資産形成に対する金融機関の重要性が高まっていったと考えられよう。

4. ミューチュアルファンドからマネージドアカウントへのシフト～付加価値の変化に伴う手数料体系の変化～

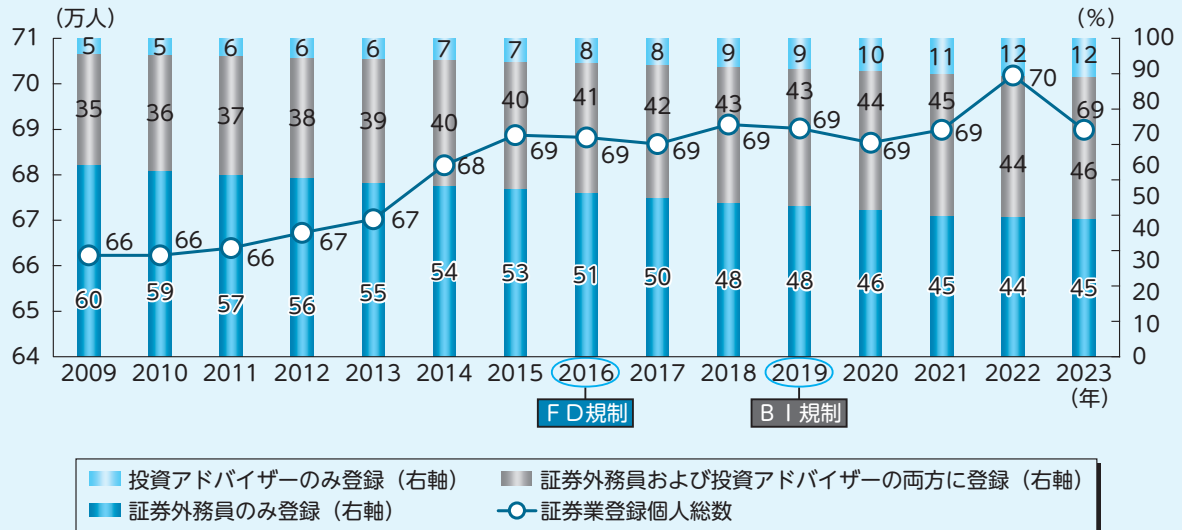
四つ目は、上記の2節、3節の要因を踏まえて、マネージドアカウントが台頭してきたことが挙げられる。ミューチュアルファンドとマネージドアカウントの相違は、個々の個人投資家の顧客属性に最適な投資アドバイス、資産管理のパーソナライゼーションにある。ミューチュアルファンドについては、個々の投資家自身が資産目的、ライフプランに適合するように適切なミューチュアルファンドを選択し、他の金融資産とともに、投資ポートフォリオをカスタマイズする必要がある。これに対して、マネージドアカウントはパーソナライズされたアドバイスとカスタマイゼーションされたサービスが提供されることで、ウェルスマネジメントにおける付加価値を高めている。この付加価値の増加が、マネージドアカウントが台頭してきた原因の一つである。

2つ目のマネージドアカウントが台頭してきた原因は手数料体系の変化である。ミューチュアルファンドでは、ノーロードファンド（詳細は後述）が増加した。一方で、手数料体系において、ロードファンド（販売手数料がかかるファンド）の手数料体系は、クラスAからCのシェアに付随する手数料中心の体系から、アドバイザーシェア（ファイナンシャル・アドバイザーの手数料や、残高手数料等）などの手数料が厚くなるような手数料体系に変更されてきた（3章 図表10参照）。このため、リテール販売チャネルは投資アドバイスによる手数料や、残高手数料を得られるマネージドアカウントプログラムへシフトしていると想定される。

3つ目の原因は、前述の個人投資家保護規制強化に伴い、ウェルスマネジメント・ビジネスの中心にいる米国の大手証券会社が主導した資産管理型中心のビジネスモデルへのシフトが挙げられる。このシフトにより、証券外務員（ブローカー・ディーラー）中心の営業体制から投資アドバイザー中心の営業体制に転換がはかられた。

これによって図表2に示すように、業界全体の投資アドバイザーの数が増加し、営業員のマインドに変化がみられたと考えられる。同図表中のFINRA（Financial Industry Regulatory Authority = 金融業規制機構）に登録された証券業登録個人総数のうち、「証券外務員のみ登録」人数が2009年には39.4万人であったが、2023年には30.8万人へ減少し、その比率は同60%から同45%まで低下した。その一方、「証券外務員および投資アドバイザーの両方に登録」する数が2009年の23万人から2023年には31.7万人となり、その比率は同35%から同46%に上昇した。また「投資アドバイザーのみ登録」する数も

図表2 個人投資家保護規制強化による営業員のマインドの変化
(投資アドバイザーと証券外務員の両方に登録する人の比率が上昇)



(注) 労働省FD規則是「労働省フィデューシャリー・デューティ規則」、BI規則是「レギュレーション・ベストインタレスト」(出所) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) "Industry Snap Shot2024" のデータから大和総研作成

2009年の3.3万人から2023年の8.5万人、となり、その比率は同5%から同12%となった。投資アドバイザーに登録している人数は2023年には58%と、6割近い比率となった。これによって、マネージドアカウントの多様化、ミューチュアル・ファンドラップや営業員ラップ (=レップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャー) といった新しいサービスの提供が可能となったと考えられる。

以上、家計金融資産の成長要因の4つを見てきた。特に、米国の経済成長による株式市場の上昇が個人、世帯の資産所得を向上させるにあたり、金融機関が提供する投資アドバイスの付加価値を、どの程度高められるかが鍵となっている。加えて、規制当局が個人投資家保護規制を強化する中でも、前述したようにアドバイザーシェアが厚くなるような手数料体系に変更することで、金融機関はアドバイスという付加価値を追求してビジ

ネスモデルを変革させていく推進力を維持できている。

2章 米国の家計資産でみる富裕層増加の背景

本章では、米国の家計金融資産を、米連邦準備制度理事会 (FRB) の統計データを活用して、マクロ的な視点から把握していく。

まず、第1節では、家計資産では、サイレント世代、ベビーブーマー世代、X世代、ミレニアル世代のバランスシートに着目する。日本では、家計資産を見る場合、政府、公的機関により開示されている家計のデータの統計上の制限があるため、金融資産のみに着目する機会が多い。ここでは、米国の家計の金融資産を含む資産および負債、純資産を含めた家計のバランスシートを見て、その特性を分析していく。

さらに、第2節では、米国の家計の金融資産を詳細に分析していく。日本においては、現預金の比率が高く、株式・投信の比率が低いことが注目されることが多い。米国における過去35年の金融資産のポートフォリオの推移を追うことで、現預金の比率が低下し、株式・ミューチュアルファンドの比率が高まっていった経緯を見ていく。

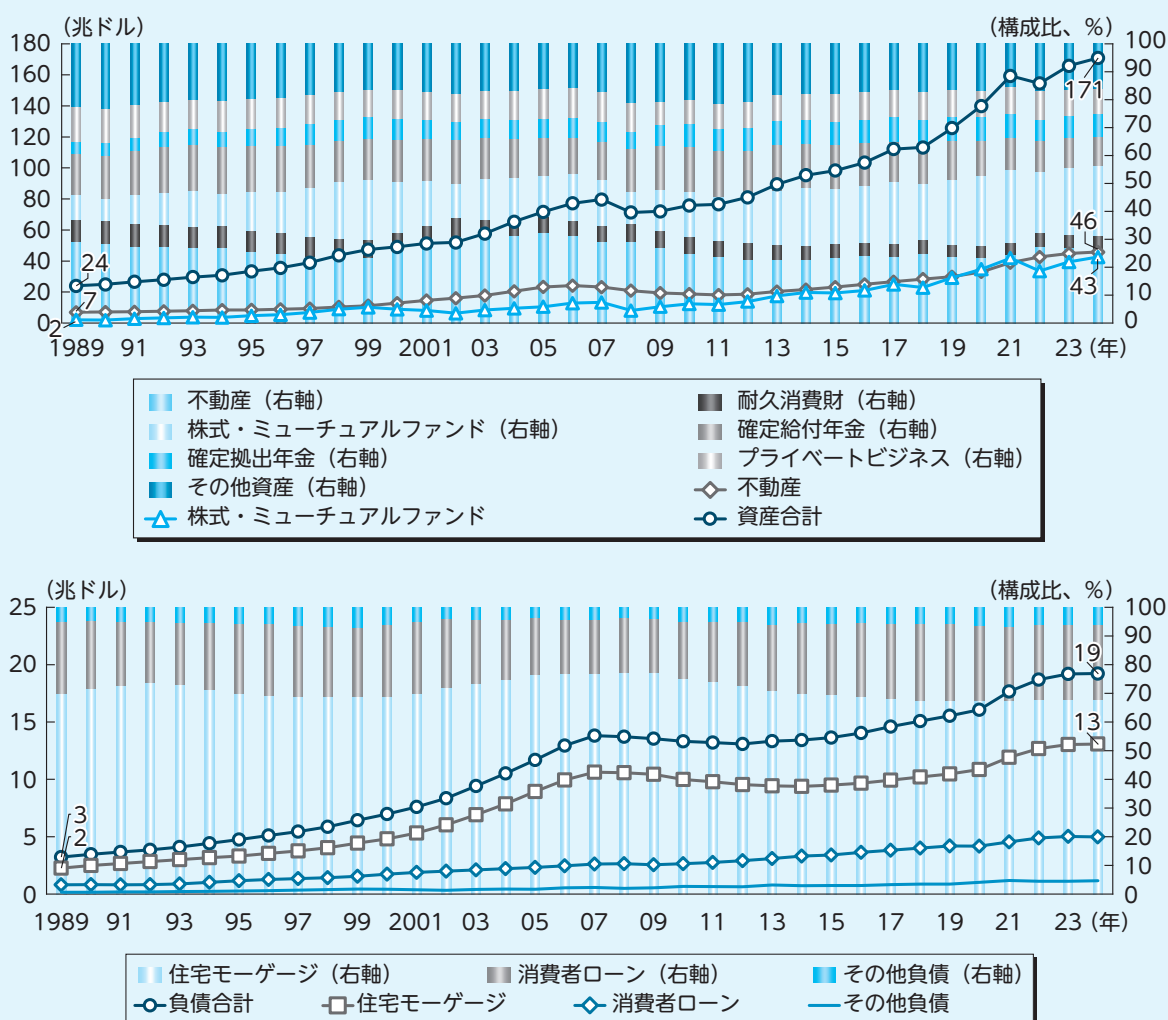
1. 米国における家計資産の状況

(1) 家計の資産・負債の状況

まず、米国の家計の資産・負債の状況を見ていく。図表3上図に示すように、米国家計資産額全体では、35年前の1989年末の24兆ドルから2024年3月末には171兆ドルと7.1倍となった。

そのうち、同期間に、金融資産の中心である

図表3 米国の家計資産（上図）と負債（下図）の時系列推移（35年間）



(注) DFA：FRB が作成した 2 つのデータセット、すなわち、米国経済の主要セクターの総貸借対照表に関する四半期データを提供する” Financial Accounts of the United States” と、米国の代表的な家計サンプルの資産と負債に関する包括的な 3 年ごとのマイクロデータを提供する” Survey of Consumer Finances (SCF)” を統合して作成。2024 年のみ第一四半期のデータ。それ以外は第 4 四半期のデータ。以下の図表も同様。

(出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) “Distributional Financial Accounts” (DFA(注)) 2024 年 6 月 7 日時点のデータより大和総研作成

株式・ミューチュアルファンドは、2兆ドルから43兆ドルと約20倍の水準に達し、家計資産全体に占める割合は9%から25%に上昇した。その他の資産を増加率の高い順で見れば、確定拠出年金（1兆ドルから13兆ドルの13倍）、不動産（7兆ドルから46兆ドルの6.5倍）、プライベートビジネス（非上場株式等）、確定給付年金、その他資産（現預金、債券、保険等）はいずれも5倍超、耐久消費財（4倍）となる。図表3下図に示すように、同期間で負債は全体で3兆ドルから19兆ドルに増加し、約6倍となった。このうち住宅モーゲージが約7割を占める。このように、35年間で家計のバランスシートは大きく拡大してきた。

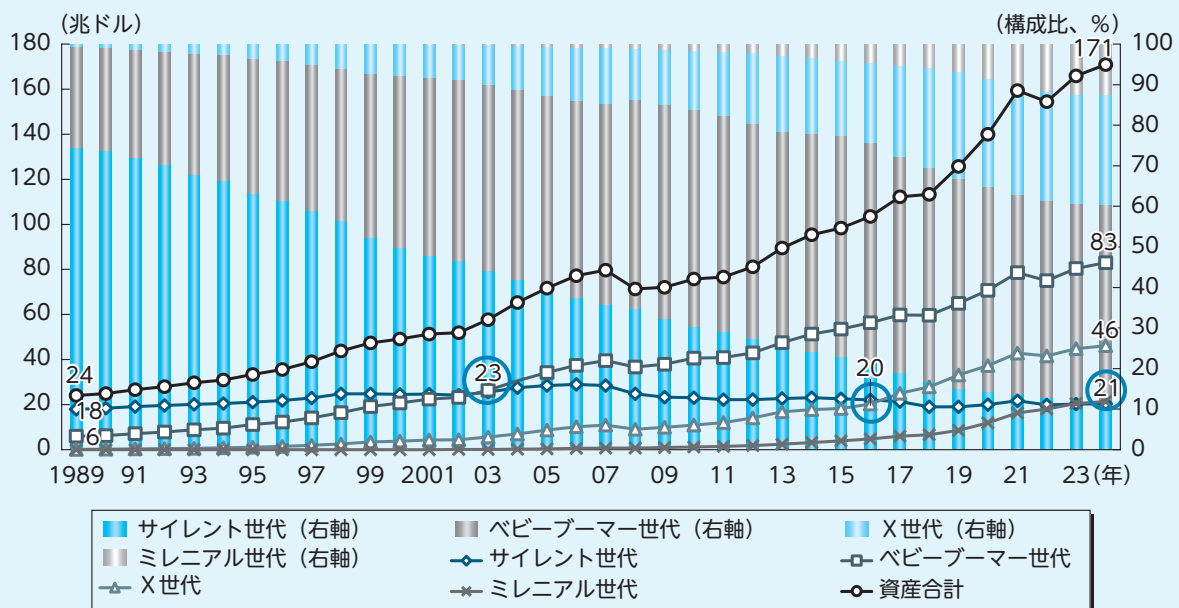
(2) 世代別家計資産の状況

次に、サイレント世代、ベビーブーマー世代、X世代、ミレニアル世代の4つの世代別で家計資

産の状況を見ていく。図表4に示すように、重要な年として挙げられるのは、ベビーブーマー世代、X世代、ミレニアル世代のそれぞれの資産が、サイレント世代の資産を超えた2003年（サイレント世代は58歳以上）、2016年（同71歳以上）、2024年（同79歳以上）である。

2003年のベビーブーマー世代は39歳から57歳であり、2016年のX世代は36歳から51歳、2024年のミレニアル世代は43歳以下（最年長で43歳）となっていた。ベビーブーマー世代とX世代は就職して資産を積み上げていくと想定される年齢の25歳から14～15年程度でサイレント世代の資産を超過し、ミレニアル世代は、その水準を10年程度で超過している。2024年現在、サイレント世代の高齢化によって、老後の生活のための金融資産の取り崩しが増えたこと、サイレント世代の人口の減少などが主因と言えよう。各世代の各年齢における純資産を十分確保しながら

図表4 米国の世代別家計資産額および構成比の推移（35年間）



(出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) “Distributional Financial Accounts” 2024年6月7日時点のデータより大和総研作成

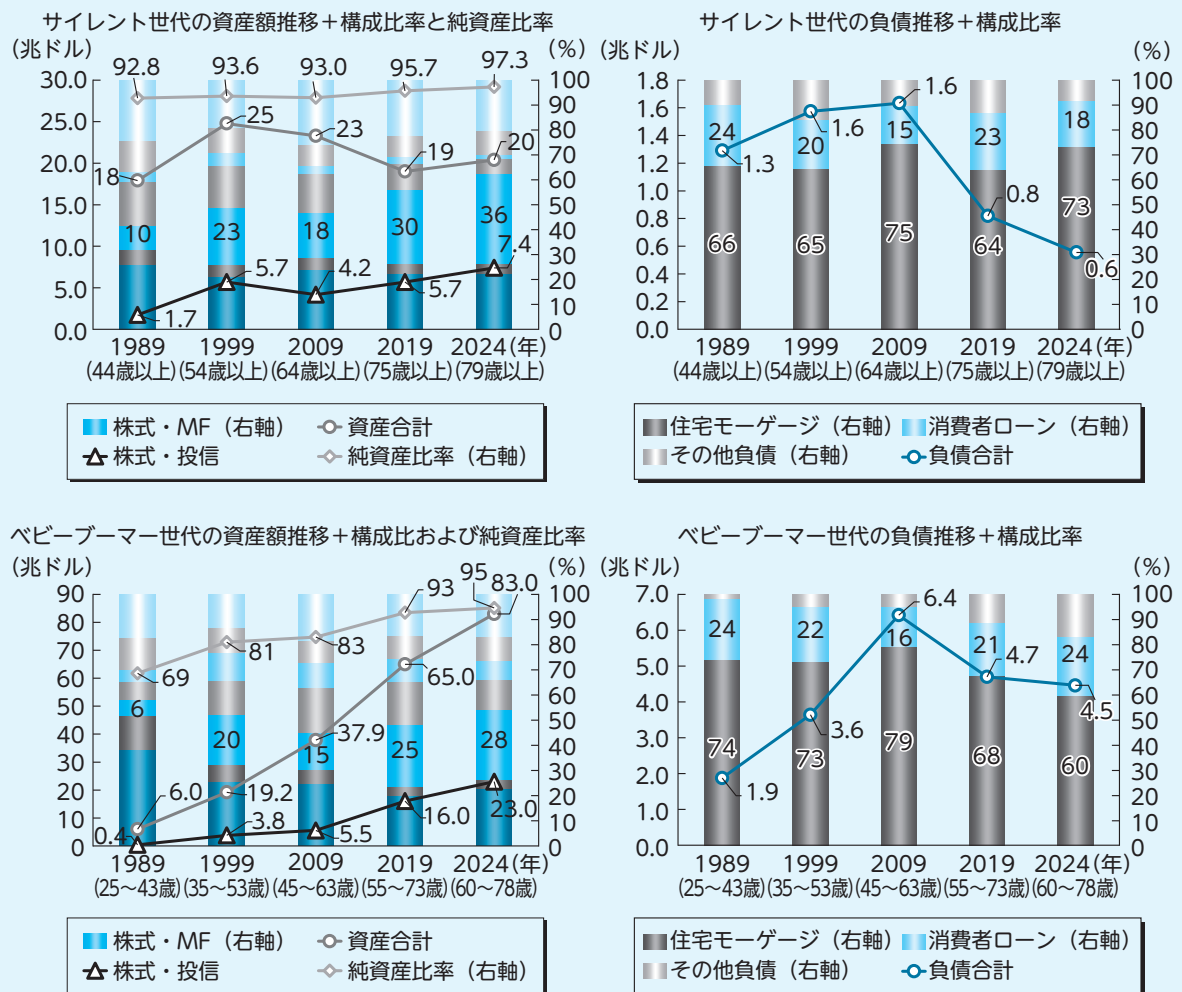
ら、資産・負債を有効に積み上げていくか、つまり家計のバランスシートのコントロールが問題となる。バランスシートが大きくなれば、それだけコントロールが難しくなる。

(3) 世代別家計のバランスシートの各年齢における状態の変化

図表5はサイレント世代とベビーブーマー世代、図表6はX世代とミレニアル世代の年齢別のバランスシートの状態の変化を見たものであ

る。図表5上のサイレント世代は、1989年（44歳以上）から純資産比率（純資産／（負債＋純資産））が9割超という健全なバランスシートを維持している。現預金を含むその他資産の比率は1989年の24%から1999年（54歳以上）には19%まで低下し、その後は、20%以上を維持した。着実に株式・ミューチュアルファンドの比率を高めていった。2009年（64歳以上）には、グローバルな金融危機の影響で株式・ミューチュアルファンドの比率は低下したが、2019年（75

図表5 サイレント世代とベビーブーマー世代の資産・負債の年齢別推移と純資産の変化



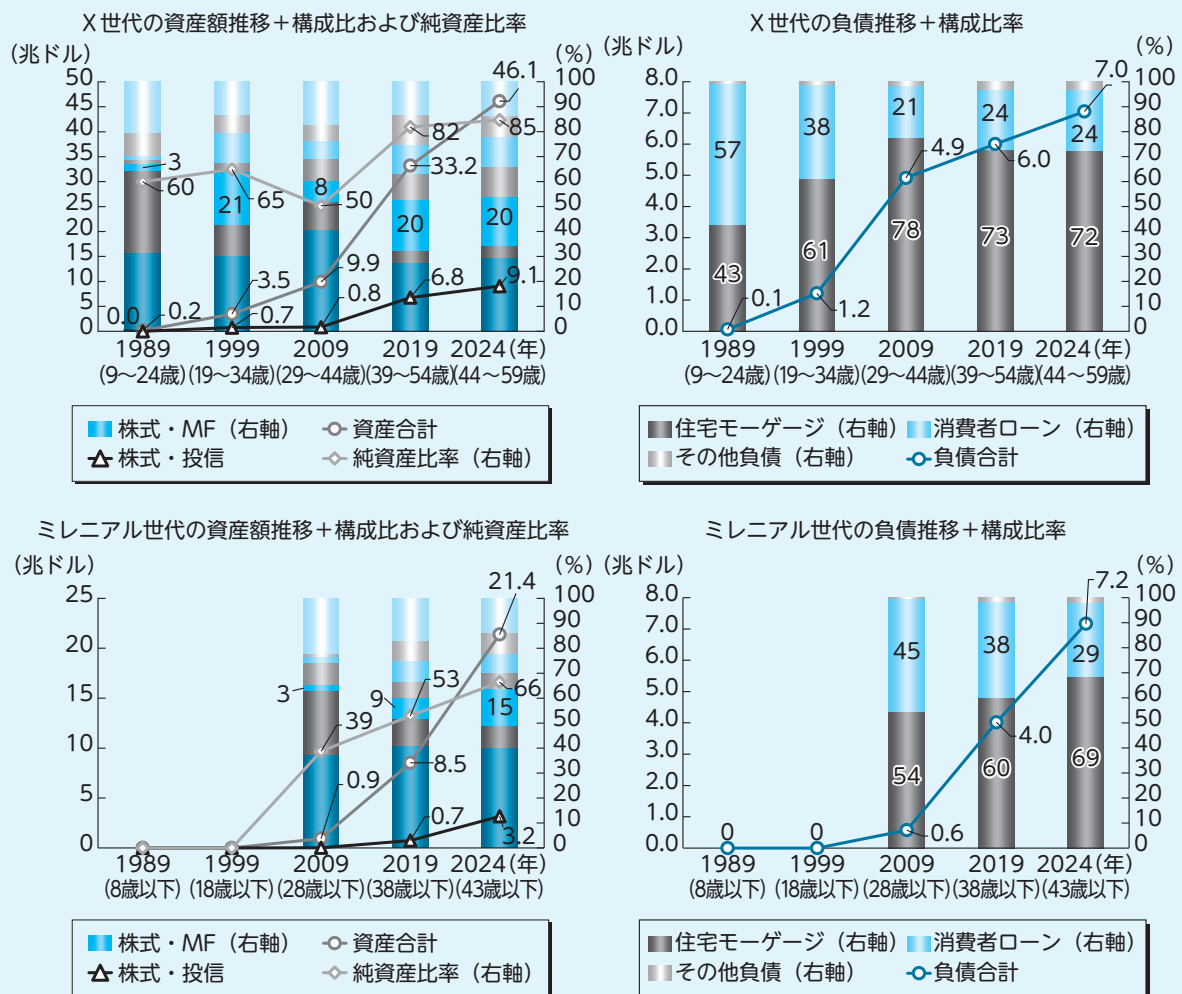
(注) MF=ミューチュアルファンド
 (出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) "Distributional Financial Accounts" 2024年6月7日時点のデータより大和総研作成

歳以上)には30%まで上昇した。2019年から、確定給付年金、確定拠出年金の比率が低下してきており、一方、現預金を含む其他資産の比率は少し上昇した。老後の生活のために、資産を取り崩していることがうかがえる。その一方、2024年(79歳以上)には株式・ミューチュアルファンドの比率は36%であり、依然高い水準を維持している。加えて、負債は、2019年以降、明確に減少しており、純資産比率は2024年時点で97.3%となり、すべての世代の中で最も安定して

いる。

次に、ベビーブーマー世代は、其他資産を10%台に抑えるとともに、確定給付年金・確定拠出年金を中心に資産形成をしながら、株式・ミューチュアルファンドの比率を高めてきたと言える。同比率は、1989年(25歳以上43歳未満)の6%から上昇し、1999年(35歳以上53歳未満)には20%を超えた。老後の資産形成真っ只中の2009年(45歳以上63歳未満)にはリーマン・ショックの影響で15%まで低下したが、2019年

図表6 X世代とミレニアル世代の資産・負債の年齢別推移と純資産の変化



(注) MF=ミューチュアルファンド
(出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) "Distributional Financial Accounts" 2024年6月7日時点のデータより大和総研作成

(55歳以上73歳未満)には25%、2024年(60歳以上78歳未満)には28%まで上昇してきた。サイレント世代同様、確定給付年金・確定拠出年金の比率は低下し、同世代の第一世代は資産を取り崩してきていることがうかがえる。ただし、純資産比率は2009年に83%であったが、2019年93%、2024年には95%となり、安定してきた。

X世代は、相対的に株式市場の混乱の影響を受けてきた世代と言える。1999年(19歳以上34歳未満)に、株式・ミューチュアルファンドの比率が21%とベビーブーマー世代の比率より高く、その他資産は13%と同じ水準にあった。純資産比率は65%と、ベビーブーマー世代の81%と比較すると低い水準であった。2009年(29歳以上44歳未満)に、リーマン・ショックの影響で株式・ミューチュアルファンドの比率が8%と10年前の3分の1程度に大幅に低下した。確定拠出年金も大幅に低下した一方、負債は10年間で4倍となり、純資産比率は50%まで低下した(ちなみにベビーブーマー世代は83%)。しかし、その後は2019年に株式・ミューチュアルファンドの比率は20%まで回復し、2024年も同じ比率を維持できている。その他資産は2019年、2024年とも13%と低い水準であったが、負債は依然増加している。しかし、純資産比率は80%を超えてきており、株式相場の混乱の影響を受けながらも、ベビーブーマー世代と同様、堅実なバランスシートを維持してきたと言える。X世代のすべてが2020年から40歳以上となり、第一世代は55歳を迎えている。老後のための資産形成の意識はベビーブーマー世代より早期に形成されてきたのではないだろう。

ミレニアル世代では、2009年(28歳以下)に株式・ミューチュアルファンドの比率は3%、そ

の他資産は22%であった。その比率が2019年(38歳以下)には、各々9%、17%、2024年(43歳以下)には15%、14%となった。その他資産の比率を抑えつつ、株式・ミューチュアルファンド、確定給付年金、確定拠出年金で着実に資産形成をしている。負債総額は2024年にすでにX世代の総額を超えているが、純資産比率は66%と2019年より改善した。

(4) 米国における富裕層数の安定的増加の要因整理

各世代は各年齢において適切なバランスシートを形成しているように見える。確かに、米国でも年齢別で見れば、資産が高齢者に偏在しているように見受けられる。しかし、それは各年齢の一般的なライフスタイルに応じた適切なバランスシートを意識した健全な積み上げの結果として、高齢者に偏在しているように見えると言えよう。加えて、前述したように、老後を迎えているサイレント世代は、すでに確定給付年金、確定拠出年金を取り崩しており、現役時代のように新たな資産形成を積極的にする必要はないと考えられる。

理想的には、若年世代から、増加していく給与所得の中で、資産形成する準備を始めていく必要がある。米国では、サイレント世代、ベビーブーマー世代、X世代、ミレニアル世代と世代が変わっていくにつれ、資産形成の開始時期が年齢的に早まっている。早期に積み上げる習慣をつけておくことが重要であろう。この点について、前節でみてきたように、米国では、前の世代をお手本に、家計のバランスシートの健全性を維持しながら、その次の世代が早期に資産形成に取り組んでおり、世代間の好循環が存在していることがうかがえる(図表5)。このため各世代は、純資産比

率を高い水準に維持すること＝リスク許容度を高めながら、株式・ミューチュアルファンドによる資産形成を進め、それにより、マス層でも富裕化が進んでいる可能性がある。

ここで、個人投資家に対して資産形成のアドバイスを提供している金融機関が非常に大きな役割を果たしていると考えられる。つまり、金融機関にとっては、付加価値の高いアドバイスで、株式市場の上昇の恩恵を多くのマス層、家計に享受させる役割を果たすことが重要となる。そのためには、金融機関は、家計に対して、老後の生活のための確定給付年金、確定拠出年金の資産形成を中心としながらも、株式・ミューチュアルファンドに、資産ポートフォリオを踏まえて、投資することをアドバイスしていくことが必要となる。

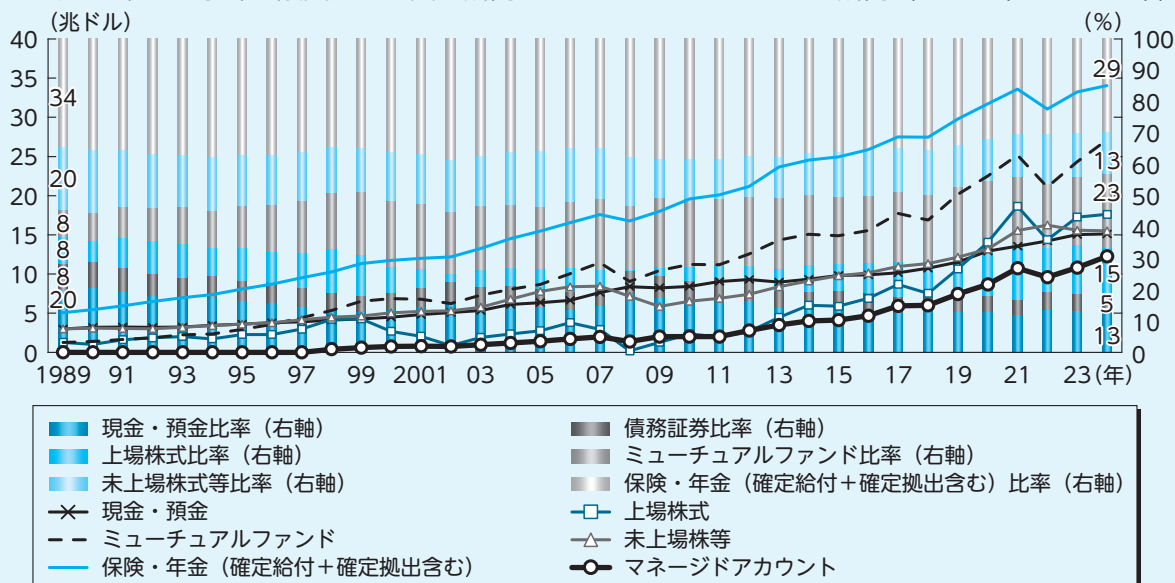
2. 米国における家計金融資産の状況

前節を踏まえて、米国における家計金融資産にフォーカスしていく。図表7は、米国の家計金融

資産の内訳を、1989年から2024年（2024年のみ第1四半期のデータ。それ以外は第4四半期のデータ）まで時系列でみたものである。米国では2024年の現預金比率は13%であるが、1989年の現預金比率は20%であった。これは前節で世代別に見た現預金比率の推移と整合している。家計は、資産ポートフォリオを踏まえて、現預金の比率をどの程度にすればよいかコントロールしていると考えられる。そのほかの1989年の資産構成は、債務証券8%、上場株式8%、ミューチュアルファンド8%、未上場株式が20%、保険・年金（確定給付年金、確定拠出年金含む）が34%であった。

現預金比率は1991年に20%を割った後、2024年は13%となっているが、米国においてもここまで20年以上の時間がかかっていることは注目すべきである。上場株式の比率が10%を超えたのは、株式相場が大幅上昇した時であり、ピークでも15%程度にとどまる。その一方、

図表7 米国の家計金融資産の各資産残高～マネージドアカウントの残高（1989年～2024年）



(出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) “Distributional Financial Account” 2024年6月7日時点のデータより大和総研作成

ミューチュアルファンドの比率は順調に拡大し、1999年には20%を超え、2024年まで継続的に20%台を維持している。他方、未上場株式の比率は20%から徐々に低下してきた。上場株式が上昇トレンドとなり、新規株式公開が増加したと想定されよう。債務証券比率は、金利動向により、家計がその比率をコントロールしている。

他方、保険・年金は着実に伸びている。この資産のみで運用している世帯は多く、マス層と定義付けられよう。図表8に示す富裕度（①上位0.1%、②上位1%（上位0.1%を除く）、③上位10%（上位1%を除く）、④上位40%（上位10%を除く）、⑤下位50%の5段階）でいえば、⑤が該当する。不動産、確定給付年金、確定拠出年金、プライベートビジネスを除く株式・ミューチュアルファンド、その他の資産の合計である投資可能資産を見ていくと、⑤の世帯は投資可能資産が顕著に少なく、確定給付年金、確定拠出年金で資産形成は完結すると考えられる。一方、④の

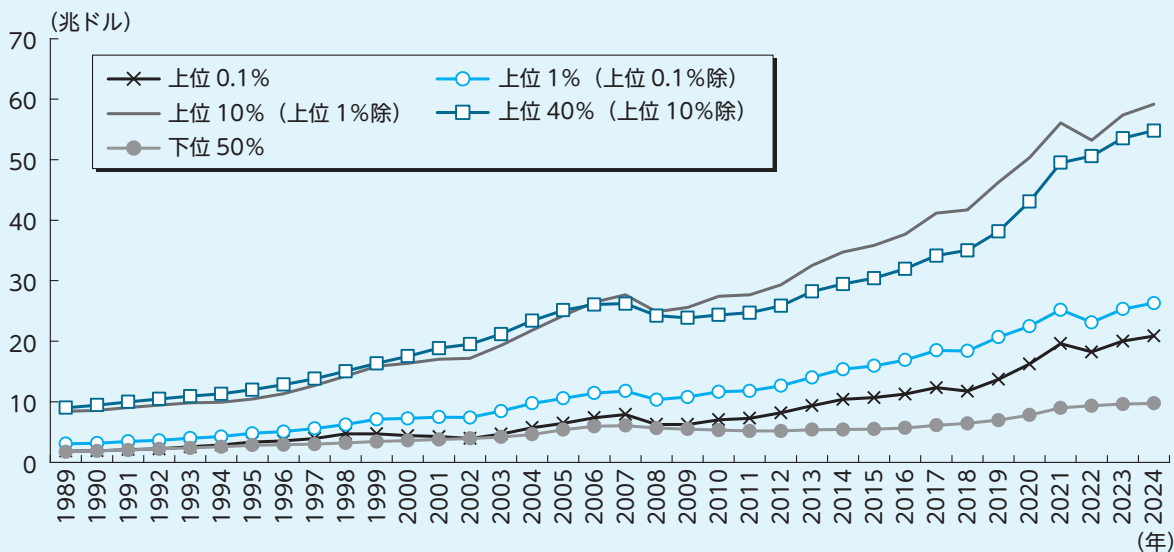
世帯では投資可能資産が増え、株式・ミューチュアルファンドに投資してきたと考えられる。

3. 米国の一世帯当たりの株式・ミューチュアルファンドの保有額

ここで、米国の一世帯当たりの株式・ミューチュアルファンドの保有金額を見てみる（図表9）。

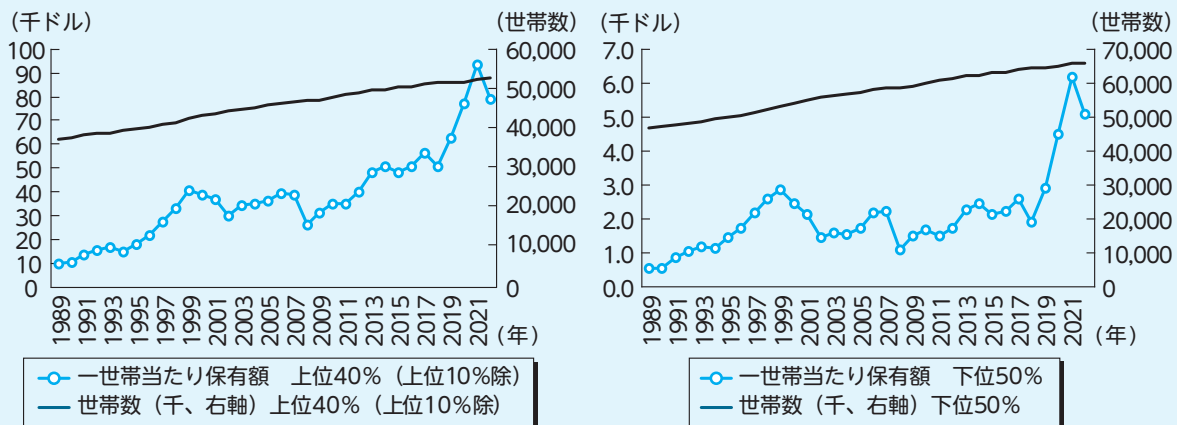
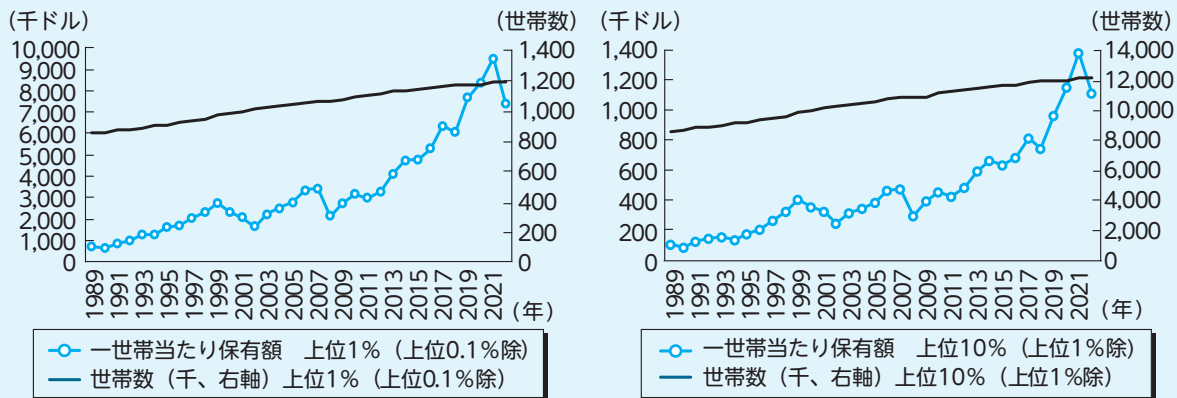
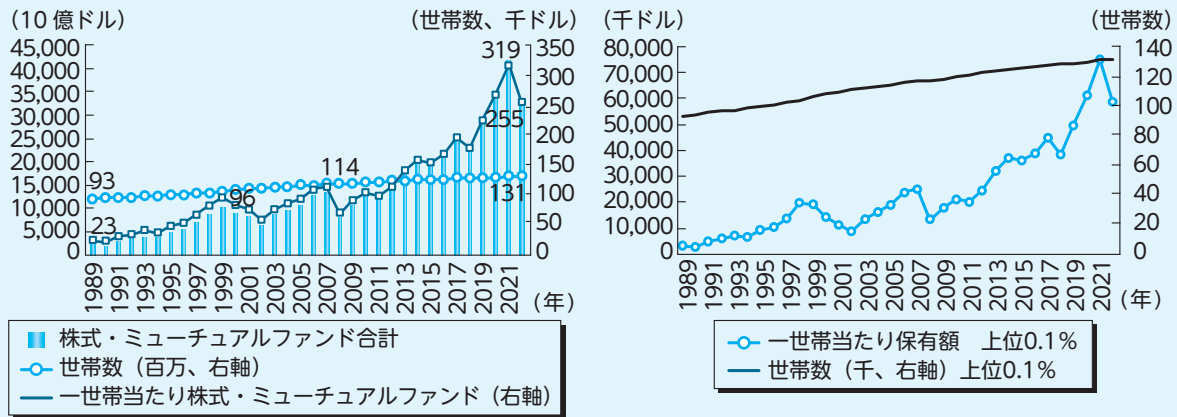
米国の世帯数は、1989年の93百万世帯から2022年には131百万世帯に増加した。ここでは、仮にすべての世帯が株式・ミューチュアルファンドを保有していると仮定して、一世帯当たりの株式・ミューチュアルファンドの保有額を算出している。図表9の左最上段に示すように、一世帯当たりの保有額は1989年の23千ドルから、2021年には319千ドルのピークに達した後、2022年には255千ドルとなった。1989年と2022年を比較すると、10倍以上に増加している。確かに、同保有額は、ITバブルが崩壊した後の2000年～2002年、リーマン・ショック後の2008年、

図表8 米国の家計の投資可能資産（注）の推移



（注）不動産、確定給付年金、確定拠出年金、プライベートビジネスを除く株式・ミューチュアルファンド+その他の資産の合計
（出所）米連邦準備制度理事会（FRB）“Distributional Financial Accounts” 2024年6月7日時点のデータより大和総研作成

図表9 米国の一世帯当たりの株式・ 뮤チュアルファンドの保有金額（1989年～2022年）



(注) 下位50%の区分は、全世帯の40%の世帯が保有しているとの前提で一世帯当たりの保有額を算出
 (出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) "Distributional Financial Accounts" 2024年6月7日時点のデータ、米国センサスのデータより
 大和総研作成

コロナ禍を背景としたインフレとFRBの利上げが進んだ2022年に減少した。特に、リーマン・ショック前の2007年にそれまでのピークの114千ドルとなったが、2008年にほぼ半分近い69

千ドルとなった。その後、2009年から徐々に回復基調となった。相場の変動に対する耐性が求められる時期に、図表7から読み取れるように、株式から、 뮤チュアルファンドの保有にシフ

トしていたと考えられよう。

富裕度別に一世帯当たりの株式・ミューチュアルファンドの保有額を見ていく。富裕度の5区分(①上位0.1%、②上位1% (上位0.1%を除く)、③上位10% (上位1%を除く)、④上位40% (上位10%を除く)、⑤下位50%)のパーセンテージに各年の全体の世帯数を乗じて各富裕度の世帯数を算出した。①から⑤の各富裕度の株式・ミューチュアルファンドの保有額を上記で算出した世帯数で除して、一世帯当たりの保有額を算出している。ここまでは各富裕度の全世帯が株式・ミューチュアルファンドを保有しているとの仮定を置いている。

図表9に示すように、1989年から2022年までの33年間という長期投資において、どの富裕度の区分も一世帯当たりの保有金額は増加している。特に、リーマン・ショック後からは著しく増加している。各富裕度の一世帯当たりの保有額を見ると、①は1989年には平均で10百万ドル以下だったが、直近のピークでは約70百万ドル、②は約1百万ドルが約9百万ドル、③は約20万ドルが約1百万ドルとなっている。富裕度の比率で世帯数を案分しているが、富裕度①から④の各々の平均保有額の大幅な上昇を見ると、①から④において富裕度の高い世帯数自体が増加している可能性がある。⑤の区分は、ほとんどが確定給付年金、確定拠出年金で資産形成しているとした場合、株式・ミューチュアルファンドを保有している世帯数が減少する。減少すれば、一世帯当たりの保有額は増える。例えば、⑤の区分は、全世帯の40%の世帯が株式・ミューチュアルファンドを保有しているとの前提で一世帯当たりの保有額を算出しているが、この40%のうちの半分程度の世帯のみが保有しているとすれば、保有している世帯数が減るため、一世帯当たりの保有額は大幅に増える。

3章 米国のウェルスマネジメント市場のこれまでの成長要因

この章では、まず、米国において家計が、株式以上に、ミューチュアルファンドの保有比率が高くなっていった背景を見ていく。特に販売する側のインセンティブ、つまりリテール向け販売業者側の手数料体系から見ていくこととする。

1. 販売側のインセンティブ増加によるミューチュアルファンドの保有比率上昇

ミューチュアルファンド保有比率の上昇には、販売側のインセンティブが増えたことの要因も大きいと考えられる。1970年代は株式相場の低迷(NYダウ平均は1969年末の800から1979年末に838)とノーロードの普及により、証券会社がミューチュアルファンドを販売するインセンティブが大幅に低下していた。加えて、株式売買委託手数料が自由化された時期でもある。一方1980年代は、相場が上昇(NYダウ平均は10年前比で3.3倍の2,753)し、日本の代行手数料に類似する12b-1手数料が加わり、ミューチュアルファンドを販売するインセンティブが増加した時代である。図表10に示す通り、ミューチュアルファンドは、販売手数料に加えて、運営費用として、1)日本の信託報酬の運用会社取り分にあたる運用手数料、2)12b-1手数料、3)日本の信託報酬の信託銀行取り分のその他、で構成される。2)は、1980年に1940年投資会社法に基づき、規則12b-1が制定され、その後、12b-1手数料が80年代にミューチュアルファンドの手数料体系に本格的に浸透してきた。

図表10 ミューチュアルファンドのリテール販売チャネル別手数料体系

販売チャネル	手数料体系	販売手数料 (=ロード; フロント エンドとバック エンドの 販売負荷あり)	運用費用 (日本の信託報酬相当) (年間ファンド運営費で ファンド資産から支払われる)			備考
			運用手数料 (日本の運 用会社取り 分相当)	12b-1 手数料 (日本の代 行手数料に 類似)	その他 (日本の 信託銀行 分等)	
リテール直販	ノーロード	なし	あり (※イン デックス 運用、パツ ク運用で 異なる)	なし (低い)	あり	投信販売時のアドバイス等のサービス 提供なし=その対価である販売手数料 (ロード) なし。
リテール販売	ロード (クラスA シェア)	あり (フ ロント エンド)	あり (※)	低い手数料	あり	購入時の販売負荷 (フロントエンド負 荷) がかかる。ただし、追加で、投資し、 その一定額 (ブレイクポイント) に達 すると、フロントエンド負荷の割引が 受けられる (最初に意向を示す必要)。 12b-1手数料が低い、年間経費率が低 くなる。投資金額が多く、長期投資家 に適している。さらに金融資産が積み 上がって、老後の貯蓄を早めを目指す 投資家にもメリット。
	ロード (クラスB シェア)	あり (バック エンド)	あり (※)	高い	あり	フロントエンド負荷はないが、償還時の 販売負荷 (バックエンド負荷) がかか る。ブレイクポイントはない。12b-1手 数料が高くなる傾向。初期投資拠出金 の全額は、キャピタルゲインと利息取 入から恩恵を受ける。これは、複利の 力により、退職後の貯蓄を行う新規投 資家にとって大きなメリットとなる。た だし、長期保有が前提のため、繰延販 売手数料の付帯する契約だと、早期に 資金が必要になったとき手数料が高 くなる。ただし、特定の保有期間後に 経費率が低いクラスA株に自動的に転換。
	ロード (クラスC シェア)	あり (バック エンド)	あり (※)	高い	あり	フロントエンド負荷はない。A株より も12b-1手数料が高く、経費率が高い。 バックエンド負荷が少額で、通常は1年 後に免除。クラスA株への転換はない。
	アドバイ ザーシェア	なし	あり (※)	低い	あり	ファイナンシャル・アドバイザー、フィー ベース・プログラム向け。通常、プロ グラムの中で別途、残高手数料負担。
インスティ テューショナル	クラスI シェア	なし	あり	なし (低い)	あり	退職プランを含む機関投資家向け。
	リタイア メント シェア	なし	あり	あり (プラン に応じて)	あり	退職プラン向け。販売業者経由で販売 される401 (k) プラン。
	520株	なし	あり	なし	あり	529プラン (高等教育資金積み立て プラン) 向け。

(出所) Investment Company Institute “Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs” PERSPECTIVE Vol.9, No.3, 2003年7月等各種資料より大和総研作成

販売チャネル別での手数料体系は、直販チャネル向けのノーロード (販売手数料ゼロで、12b-1手数料ゼロ) という一つの手数料体系が存在する。販売業者向けには、ほぼ販売手数料のみのクラスA、12b-1手数料のみのクラスBとC、それに加

えてアドバイザー向け手数料体系 (販売手数料の負担はなく、低い12b-1手数料のファイナンシャル・アドバイザー、あるいは残高フィーが別途課されるマネージドアカウントのフィーベースのプログラム向けの手数料体系)、という手数料体系

が設定されていた。

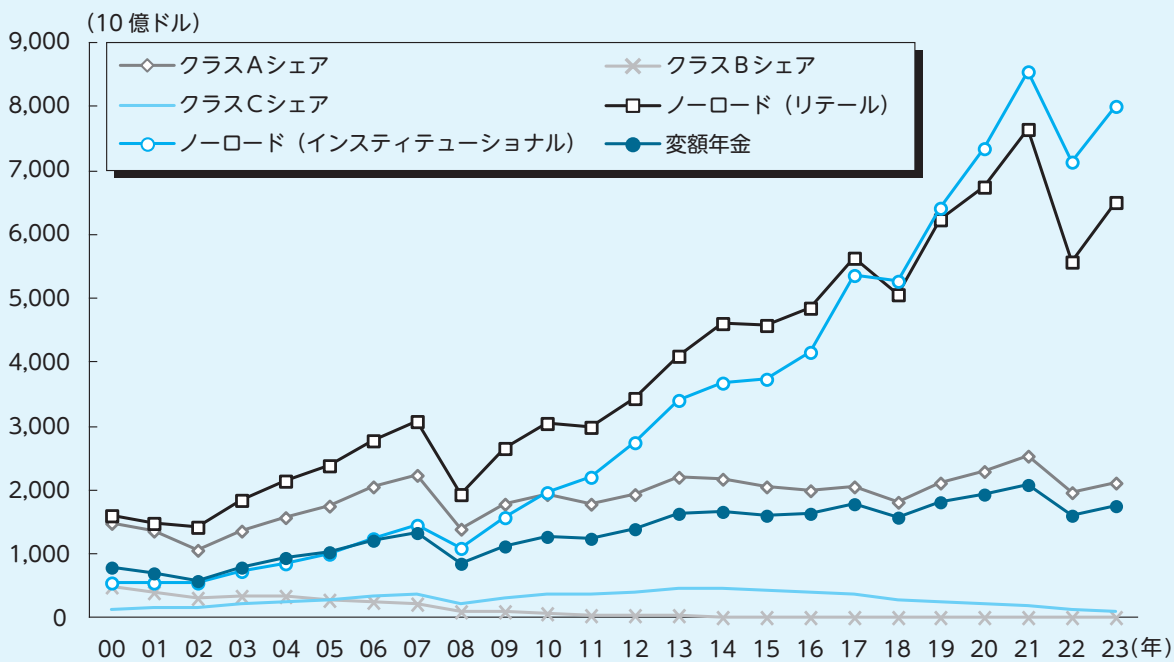
90年代には、ディスカウントブローカーの参入があり、自社、他社の系列によらず、多数の運用会社のミューチュアルファンドを提供する“ファンド・スーパーマーケット”が登場した。1992年にはチャールズ・シュワブの“ミューチュアルファンド・ワンソース”の登場である。このサービスでは、販売手数料、早期解約手数料等が無料であり、投資家は約2,100本のミューチュアルファンドから自由に投資対象を選択できた。2000年代にはITバブルの崩壊とリーマン・ショックがあり、これにより株式相場が大幅に変動した。このような時期に、投資アドバイスのニーズが増え、RIA（Registered Investment Advisor; 登録投資アドバイザー）が増加し、大手証券会社が資産管理型営業に変化した。2010年代はロボアドバイザーが成長したが、同時に前

述したように2016年に米労働省が制定した規則であるFD規則、BI規則が2020年に施行され、個人投資家のライフプランに合わせた資産形成の目的を設定するゴールベース型投資アドバイスの必要性が高まった。

2. なぜマネージドアカウントが台頭してきたか（ミューチュアルファンドとの比較）

前掲の図表7に示すように、2010年代大きな成長を見せたのがマネージドアカウントである。図表10の料金体系を見ると、ミューチュアルファンドの手数料は多様化したものの、図表11に見られるように、ロード（ロードAシェア、ロードBシェア）のミューチュアルファンドの個人投資家に対する訴求力はなく、ノーロードにシフトしていった。アドバイザーシェア（フィナンシャ

図表11 米国のミューチュアルファンドの手数料の種類別残高の推移



(出所) Investment Company Institute, “Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2023” PERSPECTIVE Vol.30 No.2 2024年3月のデータより大和総研作成

ル・アドバイザー・フィーベース・プログラム向け。図表 10 参照)にはロードはなく、運用費用(日本の信託報酬)の負担はあるが、それに加えて資産ベースの年間のアドバイザリーフィー(投資顧問料、投資助言サービス料(フィナンシャルアドバイザーへの報酬)、資産残高連動フィー、口座資産管理、パフォーマンス報告、関連会社を通じての取引執行手数料などが含まれる手数料)が請求される。加えて、プラットフォーム手数料なども資産残高連動フィーとして請求される。このように、マネージドアカウントのアドバイスの手数料率の維持は、ミューチュアルファンドの普及時期にも見られた手数料の維持と同様、販売する側からすればインセンティブが確保されて販売しやすい状況にあったと考えられる。

「なぜミューチュアルファンドではなく、マネージドアカウントなのか」という質問は耳にする機会が多い。そのため、まずは、その理由をミューチュアルファンドとの特性の比較でみていく。

共通特性としては、プロのポートフォリオマネージャーによって管理され、パッシブ運用とアクティブ運用されている様々な資産クラスに投資しているポートフォリオである。ただし、マネージドアカウントでは、特定の投資家の口座所有者の特定のリスク許容度、資産形成の目的などに合わせてパーソナライズされた投資ポートフォリオを構築していく。一方、ミューチュアルファンドのファンドマネージャーは、多数のミューチュアルファンドの保有者を代表して、ファンドの特定のベンチマークに対する相対リターン目標達成のために投資ポートフォリオを運用していると言える。

ミューチュアルファンドは、個々の顧客が適切なミューチュアルファンドを選択し、他の金融資

産とともに、自分の資産目的、ライフプランに適合するように投資ポートフォリオをカスタマイズする必要がある。このパーソナライゼーションとカスタマイゼーションの差がウェルスメントのアドバイザーという販売チャネルの付加価値の差となる。

投資家保護規制の強化もミューチュアルファンドのリテール販売チャネルの付加価値に影響を与えていると考えられよう。このため、リテール販売チャネルは、投資アドバイス、残高手数料のとれるマネージドアカウントプログラムへシフトしていると想定される。

前章でも触れたように、このマネージドアカウントの成長は、株式・ミューチュアルファンドの残高の大幅な成長に貢献していると考えられる。ここでは米国のマネージドアカウントの成長の要因を探り、日本のウェルスメントの市場の将来の成長を予想する、あるいはその成長するための条件を説明していく。

3. 米国のウェルスメント市場の中心を担うマネージドアカウント市場の動向

(1) マネージドアカウント残高の成長

図表 12 に示すように、マネージドアカウントのプログラムは、当初は SMA (セパレートリー・マネージドアカウント) とミューチュアルファンド・アドバイザリーが主流であったが、現在では 6 種類に多様化してきた。これにより、2023 年のマネージドアカウントの残高は、11 兆ドルとなり(図表 13)、株式・ミューチュアルファンド全体の残高(43 兆ドル)の約 4 分の 1 以上を占める。1998 年には、株式・ミューチュアルファンドが 9 兆ドルのうち 0.4 兆ドルであったので

図表12 米国のマネージドアカウントプログラムの種類

プログラム種類 (2022年) (10年間増加率;年率)	残高 (構成比)	投資ビークル (適格投資)	手数料	プログラム概要
SMA (セパレート リー・マネージドア カウント) (10.6%)	17,289億ドル (18%)	個別証券	アドバイザー 手数料 (資産ベ ース手数料) + ビ ークル手数料 (日 本の信託報酬)	●投資一任 (金融機関本社との契約) ●顧客の利益のために、アドバイザーに代 わってプロの資産運用マネージャーが投 資、取引、管理する個別証券のポートフォ リオで運用するプログラム
ミューチュアルファ ンド・アドバイザー (裁量型/非裁量型) (7.1%)	14,859億ドル (16%)	投信 E T F (部分的)	アドバイザー 手数料+ビーク ル手数料	●投資一任 (金融機関本社との契約) ●投資家の資産をミューチュアルファンドに 体系的に配分するように設計された裁量的 および非裁量的なプログラム。サービスに は、クライアント・プロファイリング、ア カウント・モニタリング、ポートフォリオ リバランスが含まれる
E T F アドバイザ リー (20.9%)	1,711億ドル (2%)	E T F	アドバイザー 手数料+ビーク ル手数料	●投資一任 (金融機関本社との契約) ●投資家の資産をさまざまなE T F に体系的に 配分するように設計された裁量的および非 裁量的なプログラム。サービス内容はミュー チュアルファンド・アドバイザーと同様
UMA (ユニファイ ド・マネージド・ア カウント) (25.1%)	21,402億ドル (22%)	個別証券 投信、E T F SMA (モデ ルポートフォ リオ等) など	アドバイザー 手数料+ビーク ル手数料+オー バーレイ手数料	●投資一任 (金融機関本社との契約) ●複数の投資手段を使用して、単一の口座で 顧客ポートフォリオを構築する裁量的およ び非裁量的な手数料ベースのプログラム。 オーバーレイ管理 (複数の口座の管理) は UMA プログラムの必須機能。同プラット フォームは、プログラムのスポンサーが投 資家の保有資産を総合的に検討し、幅広い 資産配分計画と資産配分 (課税口座と非課 税口座) 戦略の要素を組み合わせたさまざ まなソリューションを顧客に提供
R P M (レップ・ア ズ・ポートフォリオ ・マネージャー) (外務員ラップ 一任) (年率15.6%増)	24,742億ドル (26%)	個別証券 投信 E T F など	アドバイザー 手数料+ビーク ル手数料	●営業員一任 (営業員と契約) ●手数料ベースの裁量的アドバイザー プログ ラム。ファイナンシャル・アドバイザーは証 券ポートフォリオの選択に全責任を負う。顧 客の資産管理者として機能。アドバイザーは 同プログラムに参加するにはトレーニングと 資格が必要。金融取引業規制機構 (FINRA) と証券取引委員会 (SEC) の両方に登録
R A (レップ・アズ ・アドバイザー 外務員ラップ (非一任) (年率10.5%増)	15,820億ドル (16%)	個別証券 投信 E T F など	アドバイザー 手数料+ビーク ル手数料	●顧客裁量 ●アドバイスがブローカー・サービスに付随 するのみの非裁量的、非助言的なプログラ ム。口座は、個々の取引に対する手数料で はなく、すべての取引活動に対して定額の 資産ベースの手数を顧客に請求。2007 年から資産ベース手数料を請求不可

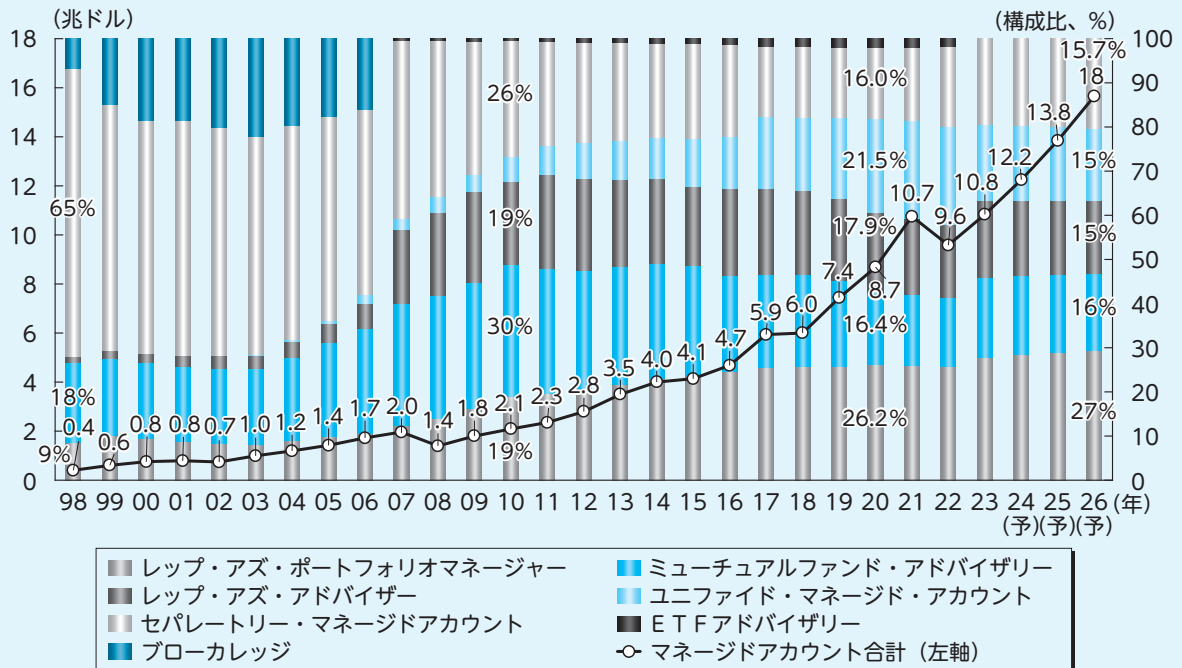
(出所) Cerulli Associates資料等より大和総研作成

20分の1であった。前章でも触れたように、このマネージドアカウントの成長が株式・ミューチュアルファンドの残高の大幅な成長に貢献していると考えられる。

図表13においてマネージドアカウントの成長をプログラム別にみると、当初はSMAとラップアカウントの個人投資家への普及、その後はマ

ネージドアカウントの多様化によって、残高の成長が後押しされてきた。マネージドアカウントの進歩の多くは、SMAやUMA(ユニファイド・マネージドアカウント)におけるパーソナライゼーションという個々人のあるいは世帯の投資家のバランスシートの状況を踏まえたライフプランのゴールベースに基づく投資ポートフォリオの最

図表13 米国のマネージドアカウント市場の成長



(注) 予想は Cerulli Associates によるもの。
(出所) Cerulli Associates データより大和総研作成

適化を中心に起こっていると見えよう。このパーソナライゼーションが米国のウェルスマネジメント・ビジネスの付加価値の源泉となっていることから、ウェルスマネジメント市場をけん引してきた商品と言える。

ここで、マネージドアカウントのプログラムごとの付加価値をみていく。まず SMA はマネージドアカウントの代表的な商品であり、1998 年には6割以上を SMA が占めていた。ただし、SMA はもともと大規模な機関投資家向けの商品である。機関投資家が最初に投資アドバイザーあるいはファンドマネージャー資産配分を決定し、次に各資産クラスに割り当てられた資金をそれぞれの外部の資産クラスの専門家により直接管理させることが付加価値の源泉であるが、同時に大仕掛けでもある。このため個人投資家には非常にコスト高であり、一部の超富裕層向けの商品であった。

個人投資家向けにコストを削減するために、外部の専門家が顧客の資産を直接管理する代わりに、取引の全責任を負う個人投資家の投資アドバイザー、ファンドマネージャーを、モデルポートフォリオを提供するだけの役割に特化させた。これを「モデル・デリバード・SMA」と呼んでいる。ただし、すべての戦略がモデルベースのアプローチに適しているわけでない。このアプローチは、例えば、原証券の流動性が高い場合にのみ機能する。金融機関の本社のファンドマネージャーが自ら取引する SMA (マネージャー・トレード・SMA) の割合は、パフォーマンスに対するコスト高が理由で、近年急激に低下している。最近では、コスト削減だけでは SMA の付加価値は維持できない。この SMA の抱える問題に対して、残高が伸長している UMA では、SMA を発展させ、個人投資家のパーソナライゼーションをベースにモデル・

デリバード・SMAを他の資産クラス、他の口座にある資産クラスとともにポートフォリオとして組み立てることを付加価値としている。

その次が、RA（レップ・アズ・アドバイザー、図表 12 参照）である。これはブローカレッジビジネスの延長で組成されたプログラムと言える。ただし、2007 年から資産ベースの手数料の請求ができなくなるなど、RA 自体のアドバイザーサービスの付加価値が問われている。このため、大手証券会社はそのシェアを低下させている一方、ネット証券のシェアが高まっている。

RPM（レップ・アズ・ポートフォリオマネージャー、図表 12 参照）の付加価値は、その名の通り、営業員がポートフォリオマネージャーを兼ねることによる、能力の向上である。導入当初は、営業員のアセットアロケーション提案の能力、投資顧問のフィデューシャリーの範囲拡大などで敬遠された時期があった。しかし、RA の付加価値が低下し、大手証券会社の営業員のモニタリング等の仕組みが構築され、本社の営業員に対するコンプライアンス遵守を監視する能力が増したことで、RPM は増加している。

UMA は前述したように SMA の発展型であり、自社の様々なマネージドアカウントのプログラムを単一の口座のプラットフォームに統一することで、付加価値が創出されている。このため、UMA はすべてのマネージドアカウントの販売チャンネル（オンラインも含む）での利用が大幅に増加し続けている。テクノロジーを活用し、複数口座を統合的に管理するという構造の簡素化と、その上で個々の顧客の資産運用状況、状態に合わせてカスタマイズが可能となる管理体制の柔軟性の向上、これら体制をベースとしたパーソナライゼーションの向上が付加価値である。加えて、世

帯ベースでのユニファイド・ハウスホールド・マネージド・アカウント（UHMA）という世帯ベースのパーソナライゼーションを実現させる商品が登場している。

ただし、マネージドアカウントの分野では仕組みが大がかりであるため、組織的な効果を生むには時間を要する傾向があることには注意が必要であろう。

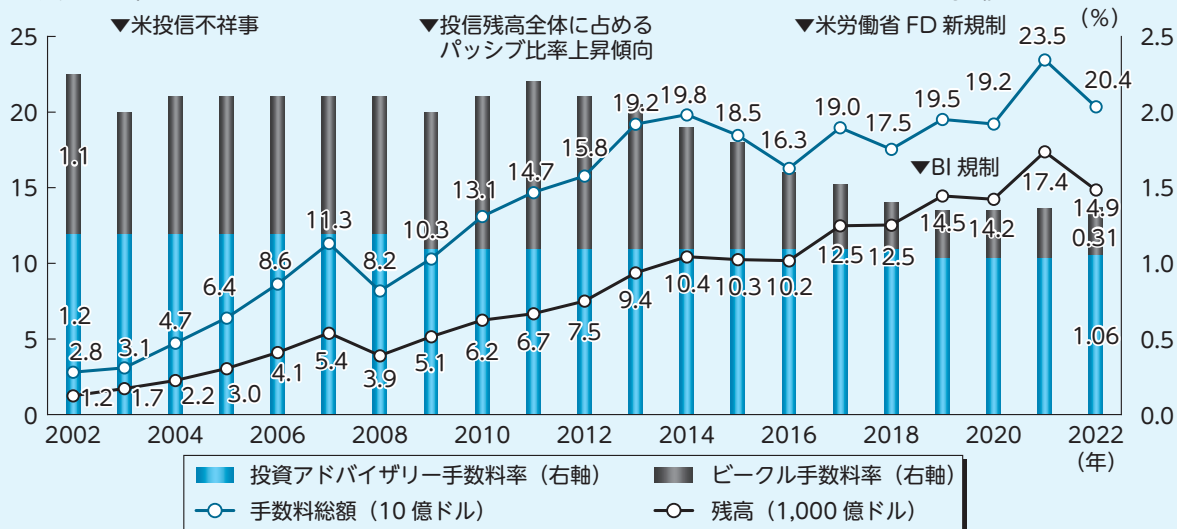
最後にミューチュアルファンド・アドバイザープログラム、ETF アドバイザリー・プログラムであるが、現在は UMA に統合される傾向にある。しかし、SMA や UMA を十分に活用できる資産を持たないマス・マーケットの顧客に資産残高ベースの手数料がアドバイスを提供するための重要な手段であり続けている。特に ETF アドバイザリー・プログラムはロボアドバイザーのチャンネルで活用が進んでいる。

（2）マネージドアカウントの投資家保護規制強化に伴う手数料率の低下

図表 14 に示すように、マネージドアカウントの手数料はプログラムフィーとプラットフォームフィーで構成される資産ベース・フィーと、アドバイザー手数料とビークルフィーと呼ばれる運用費用（＝日本の信託報酬に相当する部分）つまりマネージドアカウントの製造コストに相当する。米国でのビークルフィーは低下している。これは、以下の 2 つの投資家保護規制の強化の動きと実際の導入が契機となった。

一つ目は 2016 年の米労働省の FD 規則である。2017 年 4 月 10 日から 2018 年 1 月 1 日まで段階的に導入される予定だったが、2018 年 6 月 21 日、米国第 5 巡回区控訴裁判所は正式にこの規則を無効とし、事実上、この規則を廃止した。

図表14 米国ミューチュアル・アドバイザー・プログラムのフィープールの推移



(注) ホームオフィス裁量型ミューチュアルファンド・アドバイザー・プログラム (75万ドル以上の残高の顧客)
 ● 投資アドバイザー手数料率：投資アドバイス (リバランス、アセットアロケーション、運用会社のデューデリ、銘柄選択など) + 資産ベース手数料 (四半期ごとに口座に対して課される手数料。カストディ、トレーディング、継続コンサルティング (FPの継続提供) サービスを含む)
 ● ビークル手数料率 (≒ 投信製造コスト)
 (出所) Cerulli Associates データより大和総研作成

ただし、2024年4月25日、米労働省は、投資アドバイスの受託者ステータスと関連する免除を定義する最終規則 (PTE 2020-02) を発表した。金融機関と投資専門家を、相反する受託者推奨 (つまり、受け入れられた場合、投資専門家および/または金融機関に現金または非現金の利益をもたらす推奨) を行うことによる悪影響から保護する規則である。PTE 2020-02 (Prohibited Transaction Exemption 2020-02) は、2016年のルールメイキングとは異なる事項としては、1) 個別の、専門的な判断で、退職後の投資家の最善の利益のために行われた1回限りの推奨事項も含まれること、2) 純粋なロボアドバイザー関係の禁止取引ルールの免除を具体的に規定していることである。これは、ロボアドバイザーが提供する投資アドバイスやサービスに対して、特定の条件下で禁止取引ルールの適用を免除するものである。ロボアドバイザーが顧客の最善の利益を優

先し、透明性を確保し、利益相反を適切に管理することを条件に、禁止取引ルールの適用を免除することができる。この免除は、ロボアドバイザーが提供するサービスの質を向上させ、顧客にとってより有益な投資アドバイスを提供することを目的としていると考えられる。

二つ目は、2019年にSECが制定した「レギュレーション・ベスト・インタレスト」(BI規制) によるものである。SECは、退職金制度や口座を扱うブローカー、プランナー、保険代理店などの金融営業担当者に以前に要求されていた適合性基準よりもはるかに高いレベルの説明責任を規定した。「適合性」とは、投資推奨がお客様の明確なニーズと目的を満たしている限り、それが適切であると見なされることを意味する。BI規制の下では、金融専門家は、単に「適切な」投資を見つけるのではなく、クライアントの最善の利益を最優先する法的義務がある。したがって、新しい

規則は、業界を支配する多くの手数料構造を修正することとなった。より厳格な BI 規制は、フロントエンドのロード手数料やウェルスマネジメントおよびアドバイザー会社に支払われるミューチュアルファンドの 12b-1 手数料などの利益相反を排除する可能性がある。特に、このポイントが、ビークルフィー（ミューチュアルファンドや ETF の手数料＝資産運用会社の製造コスト）の低下を招いたと考えられる。

4章 米国ウェルスマネジメント・ビジネスの今後の方向性

これまでのウェルスマネジメント市場の成長要因は、1章で説明した4つである。ただし、ウェルスマネジメント業界は、規制当局の投資家保護規制の強化という事業環境が変化する中で、全体の付加価値の追求と、それを軸としたビジネスモデルの構造的な変革を進めているという現状がある。

今後の米国のウェルスマネジメント・ビジネスの方向性を考える上で重要なことは、個人投資家にとって、運用パフォーマンスの増大よりもリスクが顕在化する中でも安定的なパフォーマンスを維持できるかであろう。今後、グローバルな金融・経済危機のリスクが顕在化する可能性がある中で、変動はありながらも家計金融資産が安定的に成長を続けていくために必要な要素は何かを考えていく必要がある。すでに2章でみてきたように、個別では差異があると想定されるものの、家計のバランスシートの健全性を維持した資産形成はすでに習慣化されていると考えられる。このような特性を持つ家計に対する金融機関のウェルスマネジメント事業の付加価値のさらなる追求が必

要となってこよう。

ここで問題となるのは、将来的に手数料の水準に値するだけの付加価値を持つバリューチェーン上の機能は何か、そのために必要な変革は何か、がポイントである。マネージドアカウントの残高の積み上げとともに、マネージドアカウントの全体の手数料が減少していく中、マネージドアカウントの特性である顧客接点のパーソナライゼーションの効率化が鍵となる。この点において、テクノロジー、特に生成 AI の導入における営業員の役割の再定義が重要な要素となる。これらによって、成長するウェルスマネジメント市場において競争力のあるウェルスマネジメント・ビジネスを確立できるかが業界全体の将来の方向性を左右する。

1. 米国のマネージドアカウントの付加価値の追求

図表 15 に見られるように、米国の金融機関等はパーソナルなファイナンシャル・アドバイスの付加価値を分解し、各要素に手数料を配分している。特に手数料が高いのは、行動コーチング（顧客の投資行動あるいはバランスシート全体に対するコーチング）、金融資産の積み上げと取り崩し（適正なリスク管理による正しいタイミングでの資産の積み上げと取り崩し）、顧客のライフプランの理解である。アセットアロケーション、商品のアロケーション（中立的な商品選択）は最も低い手数料となっている。

これを踏まえると、ウェルスマネジメント・ビジネスの効率的な付加価値の追求において、手数料の低い部分は例えば生成 AI で代替し、手数料の高い部分はアドバイザーが担当することが必要となる。

2. 生成 AI の普及による生産性の著しい向上

筆者が行った 2024 年 10 月の米国リサーチ・トリップにおいて、大手の金融機関では、生成 AI の導入が昨年と比較して非常に速いスピードで進んでおり、著しい生産性の向上がみられた。大手の金融機関では、前述した商品アロケーション、

アセットアロケーションはすでに生成 AI に代替され、大多数のアドバイザーに利用されている。生成 AI は、膨大なグローバルかつ幅広いアセットの金融商品群から、個別商品のパフォーマンスのトラックレコードとともに、各商品の製造コストを瞬時にリストアップし、顧客属性に応じた商品アロケーション、アセットアロケーションを決めることができる。さらに、生成 AI は、顧客と

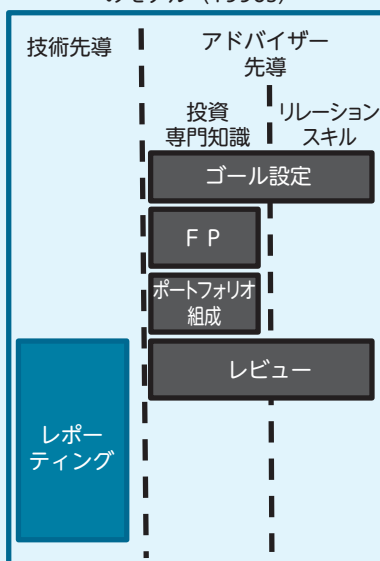
図表15 米国のパーソナル・ファイナンシャル・アドバイスの付加価値についての各社が考える手数料配分

段階	価値創造活動	バンガード	モーニングスター	エンベストネット	ラッセル・インベストメント
ライフプランの理解	顧客の評価			50bps 以上	85bps
顧客本位の財務戦略	アセットアロケーション		45bps	28bps	
	行動コーチング	150bps			200-220bps
	タックスマネジメント	0-75bps		100bps	50bps
	相対的なゴール最適化		12bps		
	商品のアロケーション		33bps	82-85bps	25-35bps
	積上と取崩しガイダンス	110bps	70bps		
リスク・リターン適切なバランスの維持	リバランシング	35bps		40bps	30bps
推定付加価値合計		370bps	160bps	304bps以上	390-420bps

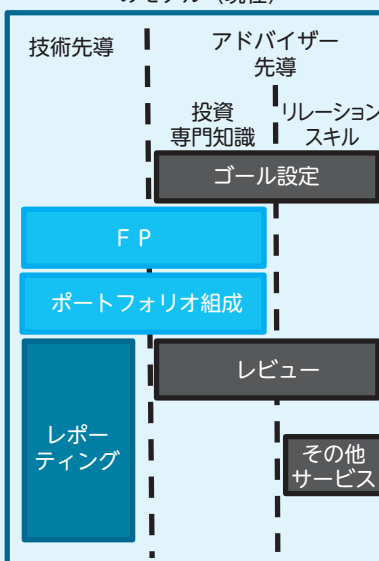
(出所) Merrill Lynch, "The Value of Personal Financial Advice" FALL 2016より大和総研作成

図表16 テクノロジーを活用してアドバイザーのサービスモデルをいかに構築していくか

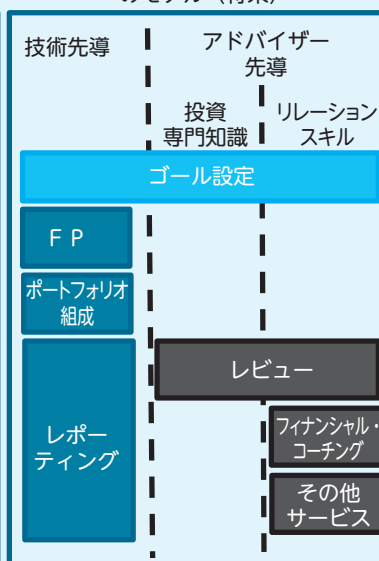
ウェルス・アドバイザー・サービスのモデル (1990s)



ウェルス・アドバイザー・サービスのモデル (現在)



ウェルス・アドバイザー・サービスのモデル (将来)



(出所) 各種資料より大和総研作成

のミーティングを瞬時にテキスト化し、その内容を分析し、顧客に適合した提案を自動的に作成する。これまで生成 AI のアウトプットの品質に対して、アドバイザーは一抹の不安を感じていたが、それが払しょくされ、信頼を勝ち得ていた。生成 AI を軸とする“AI によるフィナンシャルアドバインプラットフォーム”へのアドバイザーの依存度が大幅に高まっている。将来もこの傾向は続くこととなろう。

3. 顧客接点はアドバイザーが担当

ただし、顧客との接点はアドバイザーが担当している。これまでロボアドバイザーの活用が進展していたと思われたが、今回のリサーチ・トリップでは、その将来性を不安視する意見が多数聞かれた。

大手金融機関では、AI によるフィナンシャルアドバインプラットフォームの発展が早いため、それを活用すれば、アドバイザーの方がロボアドバイザーよりも効率的かつ効果的にマス富裕層をグリップできる可能性が高まっている。つまり、富裕層、マス富裕層では、パーソナルな関係構築が依然として重要であり、特に富裕層やマス富裕層に対しては、個別対応が求められる可能性が高まっている。さらに、既存顧客だけではなく、将来の見込み客をリテンションしていき、新規顧客を獲得することで、常に顧客基盤を拡大していくことが重要となる。これによって、プラットフォームのスケールを有しながら差別化していくことが重要となる。持続可能なウェルスマネジメントのビジネスを維持していくためには、常に新規顧客を獲得し、顧客基盤を拡大していくことが必要である。

将来的には図表 16 に示すようにテクノロジー

を活用してアドバイザリーのサービスモデルをいかに構築していくかが重要となる。

4. 日本へのインプリケーション

米国では、経済成長に伴う株式市場の上昇による個人の資産所得向上を、投資アドバイスを中心とした金融機関の付加価値改善により、どの程度実現できるかが鍵となった。加えて、規制当局が個人投資家保護規制を強化する中でも、金融機関がアドバイスの手数料を厚くできるようなインセンティブを与えることで、金融機関はアドバイスという付加価値を追求してビジネスモデルを変革させていく推進力を維持できている。

日本においても、ウェルスマネジメント市場の成長には、資産所得倍増の政策を着実に推進し、個人投資家にその恩恵をもたらすために、金融機関が、個人投資家保護強化においても、米国のようにアドバイスを中心とした付加価値の追求が必要となろう。その中でテクノロジーを活用した生産性の高いビジネスモデルの再構築が必要ではないか。

[著者]

内野 逸勢（うちのはやなり）



金融調査部
主席研究員
担当は、金融機関経営、
グローバル金融課題