

# 日本のウェルス・アセットマネジメントビジネスの方向性 ～米欧と同じ付加価値を追求しているか～

金融調査部 内野 逸勢

## 要 約

日本のウェルスマネジメント (WM) 業界とアセットマネジメント (AM) 業界において、「米欧の WM・AM 業界が追求している付加価値の向上に取り組んでいるのか」は最大の論点である。米欧では、広い意味でのファイナンシャル・アドバイスの質と量の向上が付加価値を高めることにつながっている。特に、投資助言がその核だ。日本でもファイナンシャル・アドバイスの質と量を向上させる経営努力が付加価値を高めることにつながろう。

しかし、日米欧では、これら経営努力を後押しする規制環境にギャップがあり、それが、ファイナンシャル・アドバイスや、そのサービスモデルの格差につながっている。これらが、生成 AI 等のテクノロジーの進展を伴い、ビジネスモデルあるいはエコシステムの優劣の差につながると考えられる。日本では、従来顧客の個別プロダクトへのニーズに対応するよりも、顧客属性データの収集とデータベース化により、顧客属性に適合するポートフォリオの視点での商品・サービスを提供できる営業体制を整備し、早急に効率性の向上とともにファイナンシャル・アドバイスの付加価値を高めていく必要があるだろう。

## 目 次

- 1章 米欧と同じ付加価値を追求しているか
- 2章 日米欧の投資アドバイス規制の相違が生み出す付加価値の違い
- 3章 米欧での WM・AM ビジネスでの生成 AI の積極的な活用と変革の方向性
- 4章 米国の WM 業界で見てきた“勝者総取り”の未来
- 5章 日本の WM ビジネスの方向性

## 1章 米欧と同じ付加価値を追求しているか

### 1. 日本の WM・AM 業界の最大の論点とビジネスモデルの方向性

日本のウェルスマネジメント（WM）業界とアセットマネジメント（AM）業界において、「米欧の WM・AM 業界が追求している付加価値の向上に取り組んでいるのか」は、最大の論点である。ここでの付加価値とは、広い意味でのファイナンシャル・アドバイスであり、その核となるのは投資助言（米国の投資アドバイザーが提供する投資アドバイス、欧州の投資会社（MiFID での認可会社）が提供する投資アドバイス+ポートフォリオ管理など）である。米欧では、このファイナンシャル・アドバイスの質と量を向上させる経営努力が付加価値を高めることにつながっている。

日米欧において、このファイナンシャル・アドバイスの質と量を向上させる経営努力を後押しす

る規制環境にはギャップがあり、これがファイナンシャル・アドバイスの質と量の格差やサービスモデルの格差につながっていると考えられる。この格差は、生成 AI 等のテクノロジーの進展を伴い、ビジネスモデルやその集合体であるエコシステムの優劣の差につながる。特に日本では、従来の顧客のプロダクトへのニーズの把握よりも、顧客属性データの収集とデータベース化により、想定顧客を把握し、ポートフォリオの視点で、顧客属性に適合する商品・サービスを提供できる体制を整備することを最優先すべきであろう。

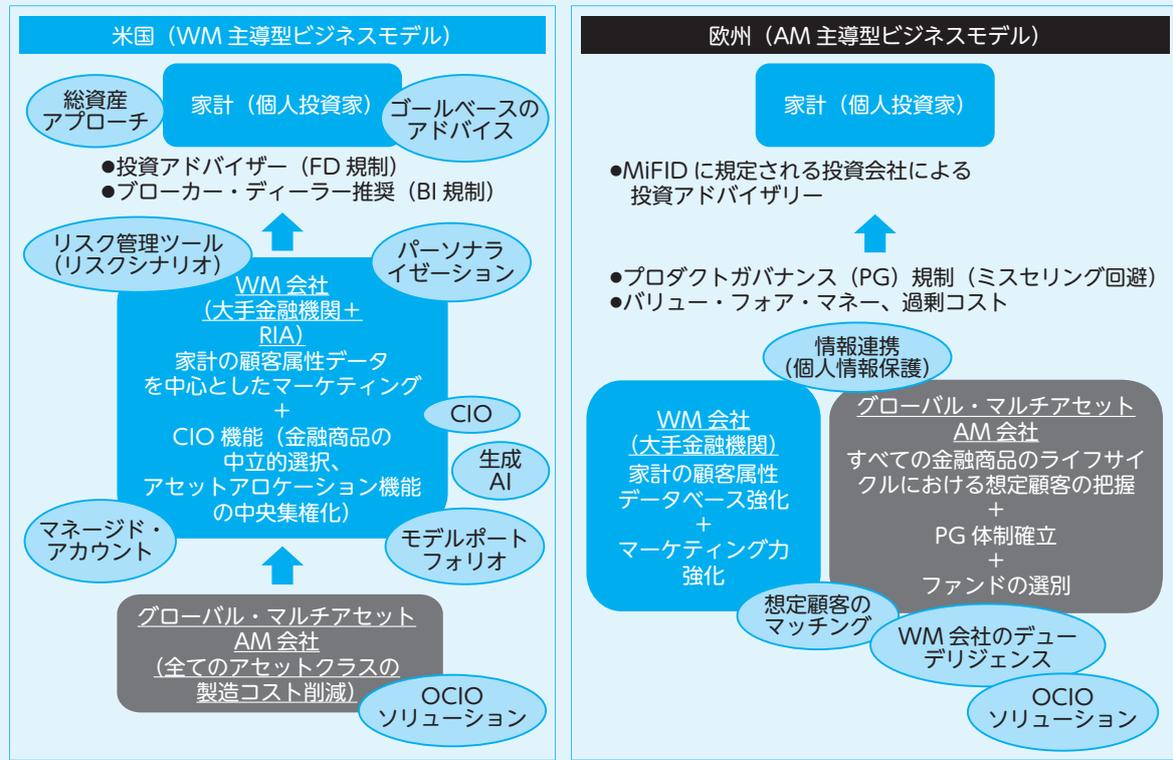
### 2. 米国モデルの付加価値を追求するために変革を始めた欧州モデル

これらの観点から、図表 1 は、米国と欧州の WM・AM のビジネスモデルの相違を単純化して図示したものである。

ここでは、米国の WM 主導型ビジネスモデルと欧州の AM 主導型ビジネスの 2 つに分類した。



図表1 米国の WM 主導型ビジネスモデルと欧州の AM 主導型ビジネスモデルの相違（概念図）



（注）○は付加価値の源泉。RIA とは Registered Investment Advisor の略で登録投資顧問業者。CIO は Chief Investment Office の略。OCIO は Outsourced CIO の略。  
（出所）大和総研作成

その分類の軸は、「家計の顧客属性データ（資産形成目的、資産形成能力等を含む）を中心としたマーケティング」である。米国の WM 主導型ビジネスモデルでは、フィデューシャリー・デューティ（FD）規制、ベスト・インタレスト（BI）規制の強化により、WM 会社が顧客のリスク許容度、損失吸収力等の顧客属性データを収集して、個々の顧客のニーズをパーソナライズ（特定）して効率的かつ効果的にマーケティングする。グローバルなマルチ・アセットを扱う大手 AM 会社が存在し、規模の経済を十分に発揮して製造コストを低下させながらもパフォーマンスを維持し、すべてのアセットクラスをカバーする。WM 会社の顧客属性のデータの連携は基本的にはない。ただ、例外として WM 部門と AM 部門

が一体となっているモルガン・スタンレーなどの大手ワイヤハウスは、その限りではない。

一方、欧州の AM 主導型ビジネスモデルでは、MiFID II によるプロダクト・ガバナンス（PG）規制の強化により、AM 会社が WM 会社と個人情報保護を遵守しながら情報連携して商品を組成し、それらすべての商品のライフサイクルにおいて、WM 会社の想定顧客と自社の想定顧客をマッチングしながら、販売戦略まで決める。一義的には WM 会社のミスセリングを回避すること、副次的には WM 会社が顧客属性データベースを充実させてマーケティング力の強化を促進することが、その目的であると考えられる。また、AM 会社は PG 体制を整備・強化することで、定期的なファンドの丁寧かつ緻密な評価（パフォーマンス

+コスト)、それに基づくファンドの選別を実施している。いずれも AM 会社にはコストがかかることではあるが、それを適切な想定顧客に販売するという付加価値につなげていく組織的な変革を実施している。

米国のモデルでは、FD 規制、BI 規制の導入により、投資アドバイザー中心の資産管理型の販売体制へのシフトが図られた。これにより、ブローカー・ディーラー、ファイナンシャル・アドバイザーは家計（個人投資家）に対してゴールベースのアドバイスや総資産アプローチという顧客の資産形成の目的を継続的に把握して、金融資産全体でのファイナンシャル・アドバイスを提供していく資産管理型のマーケティングが確立された。それを組織的に支えるのが、将来的なリスクシナリオまで想定するリスク管理ツールや、ウェルスマネジメント部門の投資戦略策定を中央集権的に担う専門組織である CIO（チーフ・インベストメント・オフィス）である。加えて、マネージド・アカウント（ファンドラップなどリテール向けの投資一任商品）の残高が急増し、大手の AM 会社によるモデル・ポートフォリオの提供により、ファンドの製造コストが大幅に削減された。これにより、ファンドの選定においては、パフォーマンスに加えて製造コストを考慮し、CIO が顧客に適合したポートフォリオを選択することが可能となった。これらの大手 WM 会社、AM 会社による付加価値と効率性の向上を両立させる仕組みは、生成 AI 等のテクノロジーの導入によってさらに進化し、エコシステム全体の変革につながっている。

欧州では、米国のビジネスモデルに対抗するために、PG 規則等の導入やテクノロジーの開発、導入も含めて、大手の WM 会社と AM 会社の連携による効率性と付加価値の向上の取り組みが本

格化している。ただし、これらの取り組みを進めるユニバーサルバンク型の大手金融機関、ファイナンシャルグループは、親会社である WM 会社の傘下にキャプティブ（100%親会社保有）AM 会社を持っており、第三者の AM 会社の金融商品を積極的に販売する体制へのシフトは進んでいない。足元では多くの FG が内部で PG 規則に対応しているため、さらなる金融商品の中立的な選択が可能となるオープン化によってエコシステムの変革が進むことが期待される。

### 3. 日本モデルの変革における懸念点

日本でも、PG が FD 原則による顧客本位の業務運営の確保、あるいは FD 補充原則によって導入された。ただし、投資アドバイスに関しては、欧州との規制にギャップがある。このため、顧客属性データベースの蓄積・強化の中で、米欧の付加価値追求の取り組みが、日本でも WM 会社と AM 会社の連携強化を通じて同じように本格化するかが懸念される。米欧が意味する顧客属性データベースの蓄積・強化する反面、それに基づくリスク性商品の想定顧客の判断がなされないような中途半端な取り組みになると、規制当局自身が、リスク性の高い金融商品について、顧客への販売可否を決める状態が続く可能性は否定できない。

本稿 2 章では、この観点から最初に日米欧の投資アドバイスへの規制の相違が生み出す付加価値の違いを確認する。3 章では、資産管理型ビジネスの移行ステージの違いを認識する。その上で、日米欧で直面する課題の違いを見ていく。さらに、WM・AM ビジネスの生成 AI の積極的な活用の状況から、テクノロジーによる WM・AM 業界のビジネスモデルの大きな変革の状況を確認する。4 章では、“勝者総取り”の未来が見えてき

た WM と AM の米国モデル間の競争の現状を見ていく。その上で、5 章では、日本のビジネスモデルの方向性を論じる。

## 2章 日米欧の投資アドバイス規制の相違が生み出す付加価値の違い

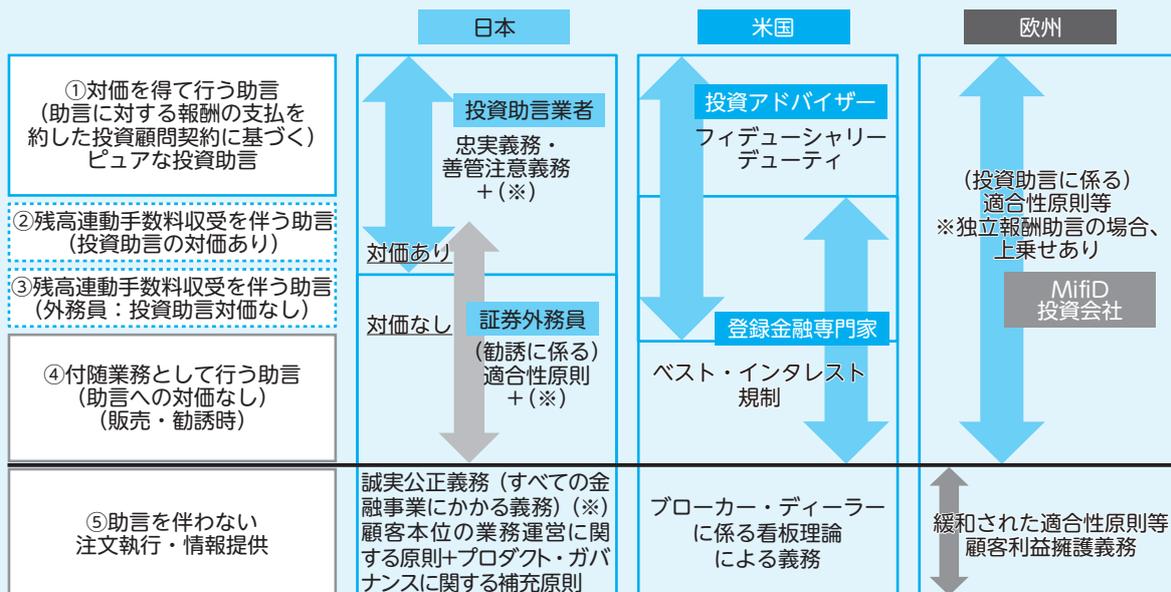
米国だけではなく、欧州および日本のリテール証券ビジネスを展開する金融機関（日本の金融商品取引法でいえば第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者等）にとって、ブローカレッジ収入（金融商品取引に伴う手数料）が減少している中、コンサルティングやアドバイスを重視する資産管理型ビジネスへのシフトが進んでいる。注目すべきは、投資アドバイスに対する日米欧の規制状況と、その差異が生み出す問題点である。以下、日米欧における投資アドバイスに対する規制状況

について図表 2 を参照して確認していく。

### 1. 日本の助言・勧誘に対する規制状況

まず日本では、「①対価を得て行う助言」、「②残高連動手数料收受を伴う助言（投資助言の対価あり）」は、投資助言業者としての投資助言業（金融商品取引法（金商法）第 2 条第 8 項第 11 号に規定する業務）と、代理業（金商法第 2 条第 8 項第 13 号に規定する業務）が該当する。そこでは、有価証券や金融商品の価値等に関して助言して報酬を得ること、また投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理又は媒介を行うことと規定されている。ラップ口座のような投資一任契約の場合、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約（金商法第 2 条第 8 項第 12 号）

図表 2 WM 会社と AM 会社の付加価値を高めるアプローチの日米欧における規制上の相違



(出所) 金融庁 第 16 回 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 事務局説明資料 (顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上) 2022 年 3 月 29 日をもとに大和総研作成

と投資一任契約の代理または仲介業務（同13号）が該当する。証券会社における、いわゆるブローカレッジビジネスから資産管理型営業へのシフトである。この場合、金商法上、対価を得て行う助言は投資助言業務に該当するため、忠実義務・善管注意義務等を負う。しかし、「③残高連動手数料收受を伴う助言（外務員：投資助言対価なし）」が存在し、これらの助言行為については忠実義務・善管注意義務等は課されていない。従来の株式売買等の都度徴収する手数料（都度手数料）に代えて、顧客の預かり資産残高に応じて收受する包括的な手数料は、投資家にとってメリットが大きいとされる。これは、損失が出て手数料が発生する従来型の手数料体系に対する投資家の不満を解

消し、また、売買の必要がないのに手数料のため

に売買を勧める営業行為を抑制する効果があるためといえる。ただし、有償・無償の助言でルールが異なることは日本特有であり、課題があると捉えることもできる。

## 2. 米国の助言・勧誘に対する規制状況

この点、米国では、図表2の③では、ブローカー・ディーラー（BD）<sup>1</sup>が残高連動手数料を收受して投資助言を提供する場合、通常、「投資アドバイザー」（＝投資助言業者）としての登録が必要となり、FD規制の対象となる。また、リテール顧客に対する投資商品の推奨（無償の助言を含むと解される）を行う場合、BDはBI規制にお

図表3 米国の投資助言・推奨に関する主な義務・個別ルール

		投資助言業者が助言行為を行う場合	ブローカー・ディーラーが推奨を行う場合
主な義務		<ul style="list-style-type: none"> <li>・フィデューシャリー・デューティー</li> <li>・（投資顧問法206条・合衆国最高裁・2019年SEC解釈）</li> <li>・自己の利益を顧客の利益に優先させてはならない</li> <li>・顧客目標の合理的理解に基づき、当該顧客の最善の利益となる助言（顧客に適合する助言）を提供する義務</li> <li>・顧客との継続的な関係を通じた助言・監視の提供義務</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・適合性原則（FINRA規則2111・2090）</li> <li>・看板理論に基づく義務</li> <li>・リテール顧客に係るベストインタレスト規則（以下の点等を履行することで）推奨の時点で、顧客の最善の利益となるよう行動する義務</li> </ul>
個別ルール	開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>・手数料・費用、提供されるサービスの種類と範囲、評価（報酬）体系、利益相反に係る重要事項の開示（フォームCRS）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・手数料・費用、提供されるサービスの種類と範囲、評価（報酬）体系、利益相反に係る重要事項の開示（フォームCRS）</li> </ul>
	適合性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客の投資プロファイル（経済状況、知識・経験、目的等）の合理的調査、顧客の投資プロファイルの更新等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・適合性の合理的根拠を確保（含む代替商品の検討）</li> <li>・リテール顧客の投資プロファイルの入手（SEC解釈）</li> </ul>
	利益相反への対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・排除、又は完全かつ公正な開示</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利益相反を特定し、開示又は排除</li> <li>・期間や販売対象を限定したノルマ等の禁止</li> </ul>
規制対応となる投資助言の種類		<ul style="list-style-type: none"> <li>・対価を得て行う助言（助言に対する報酬の支払を約した投資顧問契約に基づく）</li> <li>・残高連動手数料を收受して行う助言</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・残高連動手数料を收受して行う助言</li> <li>・付随業務として行う助言（助言への対価なし）（販売・勧誘時）</li> <li>・助言を伴わない注文執行・情報提供（ブローカー・ディーラーに適合性原則等に係る看板理論による義務）</li> </ul>

（出所）金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループ 第16回「資料2 事務局説明資料（顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上）」（2022年3月29日）から大和総研作成

1) 1934年証券取引所法においてブローカーとは「他者の計算において、証券取引の執行を業として行う者」、ディーラーとは、「自らの計算において、ブローカー等を通じて、証券の売買を業として行う者」と定義（浅倉真理、霧ゆかり「米国における最善の利益規制とフィデューシャリー・デューティに関する議論」日本証券業協会国際規制調査室 月刊『資本市場』(2019.11)No.411 p.41 からの引用。オリジナルの出所はSecurities Exchange Act of 1934,3条(a)(5)(A)。

ける個別規定を遵守する必要がある。図表3の通り、投資助言業者が助言を行う場合、FDの内容は、SECの解釈により明確化されている。また、BI規制でも、開示・適合性・利益相反管理等、顧客の最善の利益となるよう行動するための具体的なルールを定めている。図表2に記載されている義務は、投資助言業者が助言を行う場合には当然、BDが推奨を行う場合においても、コンサルティングやアドバイザーの本質的な要素を必要としていると考えられる。

米国の過去の経緯を見ていくと、ラップ口座などに代表されるマネージド・アカウントの台頭など、BDの提供するサービスの変化を背景に、BDの提供するアドバイス（BDの業務に単に「付随的」で、かつ、特別な報酬<sup>2</sup>を受けない助言。投資顧問法の適用除外となる）と投資顧問（投資アドバイザー）<sup>3</sup>の提供する投資顧問法上の「投資アドバイス」の境界が非常に曖昧になっていった。このような状況の中、2007年にファイナンシャル・アドバイザー（外務員資格保有者、以下FA）が顧客に投資アドバイスを提供して残高に応じた手数料を徴収しながらも投資顧問業としての登録は免除されるというSECの規則案、いわゆるメリルリンチ・ルール<sup>4</sup>が裁判所の判断で無効となった。これを受けて、大手証券会社が本格的な資産管理型中心のビジネスモデルを追求した結果、BDの中で投資顧問業にも登録した人数が増えた。これはアドバイザーの質の改善の一つのきっかけになったといえよう。この改善は、営

業担当員であるFAの投資アドバイスに対する役割と責任範囲の拡大でマネージド・アカウント（MA）の高度化・多様化が進んだことを意味し、MAの残高の成長を促進したといえよう。

### 3. 欧州の規制の状況とPG規制強化により期待される欧州モデルの変化

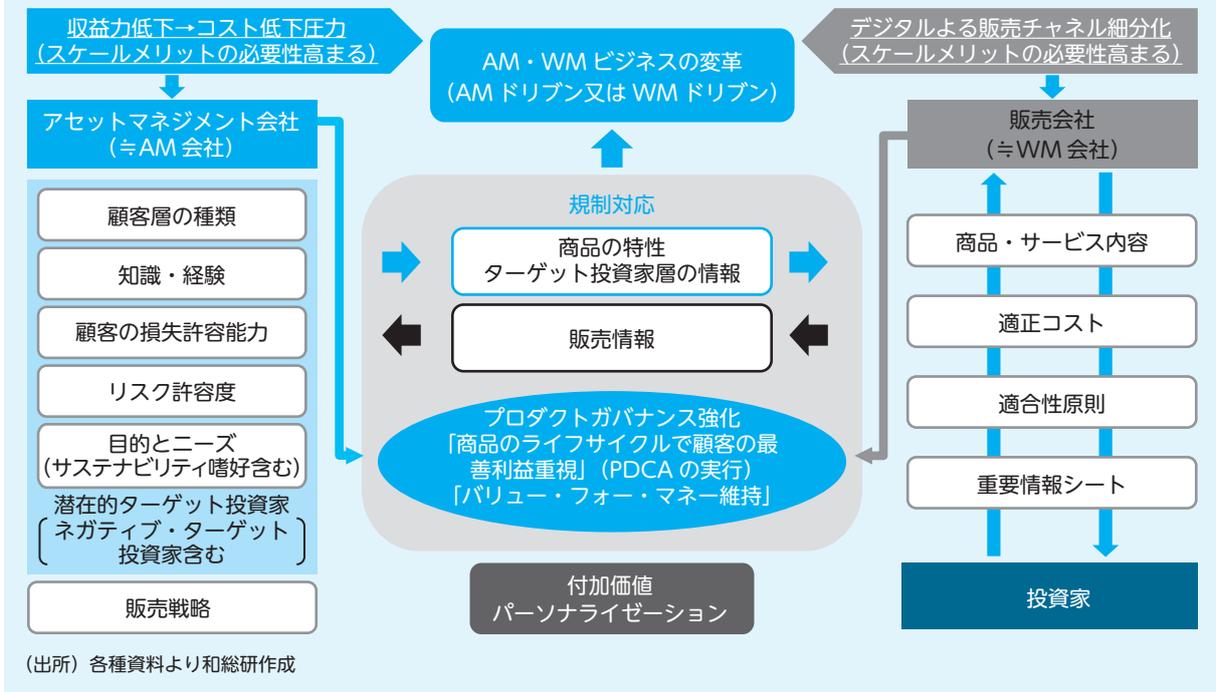
他方、欧州（EU＋英国）においては、図表2の①から⑤のいずれの場合も、通常、投資助言を伴うと考えられ、対価の有無を問わず、MiFIDに規定されている投資会社としての認可が必要となる。投資会社は投資助言に係る適合性原則のほか、開示・利益相反管理等の個別規定を遵守する必要がある。また、欧州では、適合性の判断にあたり顧客の知識・経験、財産状況、投資目的等の必要な情報を入手できない場合は助言できない。ある意味、米国以上に投資家保護が強化されているといえよう。ただし、米国と比較すると、例えば販売会社（販社）であるWM会社の保有する顧客属性データベースの整備が各金融商品の想定顧客を特定する水準まで達していないため、投資アドバイスが不足しているのではとの認識が強まった。このため、リスク性商品を適切な想定顧客に適切な販売チャネルで提供できているかの懸念が高まった。このような状況を考慮し、より一層の投資家保護（ミスセリングの回避）を強化するため、EUの規制当局は、前述したようにMiFID IIによりPG規制を強化し、図表4のようにWM会社とAM会社の連携により、顧客

2) BDが証券取引執行により顧客から受け取る、いわゆるブローカレッジ手数料（コミッション）については「特別の報酬」には該当しないと考えられている。

3) 1940年投資顧問法において、投資アドバイザーとは、「有償で、直接または出版物若しくは文書を通じて、有価証券の価値、有価証券への投資、購入または販売の妥当性に関して、他者に助言する業務に従事する者、若しくは有償で、通常の業の一環として、有価証券に関する分析または報告書を発行または公表する者」と定義（脚注1と同じ出所。オリジナルの出所はInvestment Advisers Act of 1940, 202条(a)(11)）。

4) 1999年にメリルリンチが提供した「アンリミテッド・アドバンテージ」（資産残高フィー型の株式ブローカレッジ証券取引口座）を投資顧問法の適用除外とするというSECの規則案。

図表4 EU投資者保護規制強化による欧州アセット・マネジメント・ビジネスの変革の方向性



属性データベースを蓄積・強化して、すべてのリスク性商品の組成、販売、販売後のステージで、ターゲット顧客を特定してレビューすることを求めている。この先には、欧州においても、米国のWM会社の付加価値であるパーソナライゼーション（個々人向け最適化）に基づくマーケティングの高度化が図られることが期待されているといえよう。この経営努力がWM・AM会社のビジネスモデルを変革させ、エコシステムを改善することが想定されているといえよう。

このように、日米欧の規制ギャップとWM会社やAM会社の規制対応の状況を見比べると、日本のモデルが米欧と同じ付加価値の追求をしているかについては、懸念が強く残る。確かに、日本においてもPG補充原則を導入し、欧州モデルの方向性に踏み出し始めた想定される。ただし、日本では形式的な対応に留まり、図表4が示すビジネスモデル上のパーソナライゼーションと

いう付加価値を向上させることを本質的に目指しているのかは不透明である。

### 3章 米欧でのWM・AMビジネスでの生成AIの積極的な活用と変革の方向性

前章では、規制上のギャップから生まれる助言とパーソナライゼーションという日米欧での付加価値の違いを述べてきた。ただし、米欧では規制対応のコストが高く、WM会社のコスト負担は大幅に増加している。このため、近年、生成AIの活用が注目されている。生成AIは、人間が担ってきたバリューチェーンの大部分を代替することで、革新的な生産性の向上をもたらし、人間の役割を大きく変化させている。特に、直近1年間で生成AIの活用が飛躍的に変化し、大手のWM会社やAM会社においては、生成AIの本格的な

活用が進んでいる。

## 1. アドバイスの定義の明確化とサービス分解

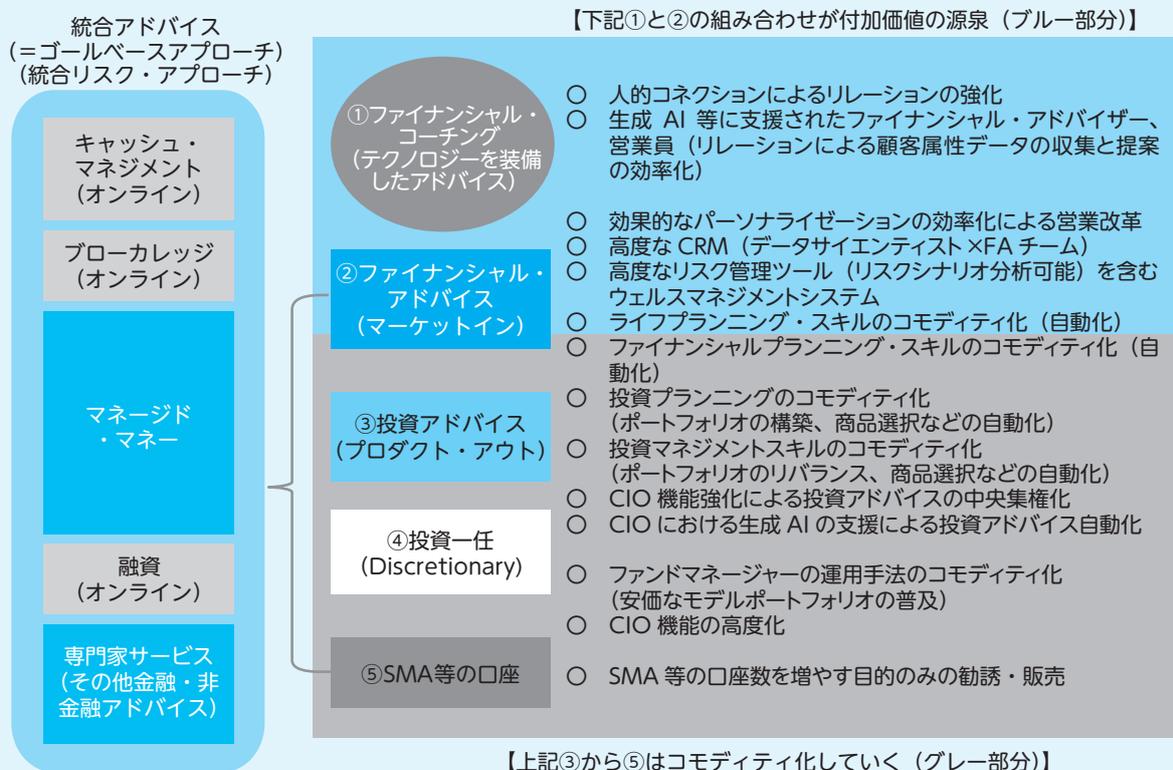
ただし、アドバイスの定義を明確にした上で、マネージド・マネー（資産管理）におけるアドバイスのサービスを分解して、生成 AI を活用すべきアドバイスを特定することが、付加価値を低下させないために重要である。

それを示したのが図表5である。まず、米国では、アドバイスは資産形成商品に対する投資アドバイスだけではなく、金融に関連するすべてを包含した統合アドバイスとして定義される。統合アドバイスでなければ、家計の中長期の資産形成の目的を把握できない、つまりゴールベース・アプ

ローチが成り立たないという意味である。日本においても、総資産アプローチ、バランスシートアプローチと呼ばれている。または、統合リスク・アプローチとも呼ばれ、家計の中長期の資産形成の目的を達成する際に付随するリスク管理も含まれる。具体的には、1) キャッシュ・マネジメント（オンライン：預金、MMF等の短期金融商品の管理）、2) ブローカレッジ（オンライン）、3) マネージド・マネー（MA商品による資産管理）、4) 融資（オンライン）、5) 専門家サービス（その他金融・非金融のアドバイザ）と総資産全体の健全な維持・管理に関連する金融商品・サービスがすべて含まれる。

上記の金融商品・サービスを提供するチャンネルが相対かオンラインかで区分され、上記1)、2)、

図表5 米国のマネージド・マネーにおけるアドバイス機能分解と付加価値の程度



(出所) 大和総研作成

4) はオンラインにより提供、3)、5) は相対により提供されている。

オンラインにより提供される金融商品・サービスは、プライシング以外に差別化を図れないとし、激化する価格競争に対応するためにコストを極力抑え、効率性向上を重視している。

それを踏まえて、3) マネージド・マネー、つまり資産管理の部分におけるアドバイス・サービスは、生成 AI を中心としたテクノロジーを導入するために分解・特定されている。具体的には、図表 5 が示すように、サービスは 5 つ (①ファイナンシャル・コーチング、②ファイナンシャル・アドバイス、③投資アドバイス、④投資一任、⑤ SMA 等の口座) に分解される。その中でも、付加価値が高いサービスと低いサービスを選別している。

上記④の投資一任や⑤ SMA 等の口座については、米国では、第三者 (モデルプロバイダー) が提供する低コストのモデル・ポートフォリオが普及し、④と⑤の製造コストの低下圧力は上昇している。このため、オンラインで提供する MA も増加しており、商品の差別化が難しくなっている。その一方、投資アドバイスの負担を軽減するために、MA の残高は効率性の改善の観点から増加している。

③の投資アドバイスは、コモディティ化し、付加価値が低下している。米国では、個別商品よりも、ポートフォリオに対する投資アドバイスが一般的である。ただし、投資アドバイスに対する FD 規制、BI 規制等の対応により、個々のファイナンシャル・アドバイザーの裁量に任せるとコスト負担が増加することは明白である。

このため、ポートフォリオの組成や、それに組み込む金融商品 (主にモデル・ポートフォリオ)

の選択は、投資アドバイスの機能が中央集権化されたが、リスク許容度等の顧客属性データに基づくポートフォリオの適合性と組成のコストとパフォーマンスによって判断する。その判断を受けて、ファイナンシャル・アドバイザーがゴールベース・アプローチの投資アドバイスを行い、CIO が提供するポートフォリオの中から選択して、顧客に販売していく。CIO 自体も膨大な金融商品の中から選択することとなり、その機能の一部において生成 AI の活用が進んでいる。

②のファイナンシャル・アドバイスは、テクノロジーの導入によりコモディティ化が進むことで、付加価値が高いか低いかの当落線上にあると判断されている。しかし、①におけるテクノロジーでは現段階では代替が難しく、人間の付加価値が残るファイナンシャル・コーチングと組み合わせるとマネージド・マネーの付加価値の源泉とみなされている。①のファイナンシャル・コーチングは、人的コネクションによるリレーション強化、ロイヤリティの維持、それを踏まえた生成 AI の支援という人間とテクノロジーのベストミックスが付加価値の源泉という意味合いを持つ。ここには、冒頭で述べたように、顧客属性データベースを拡張し、緻密化して、継続的な KYC 機能 (Know Your Customer = 顧客を知る機能) を強化することが効果的かつ効率的に可能となり、これが、生産性の向上を伴う顧客本位につながるのである。加えて、顧客属性データの中で重要な顧客のリスク許容度と損失吸収能力を測定するためには、資産形成の目的を踏まえた顧客の投資行動の履歴が必要となる。その履歴から上記の 2 つの顧客属性データを測定するためには、金融商品、ポートフォリオの過去・現在のリスクとともに将来のリスクシナリオを管理する高度なリスク管理ツ-

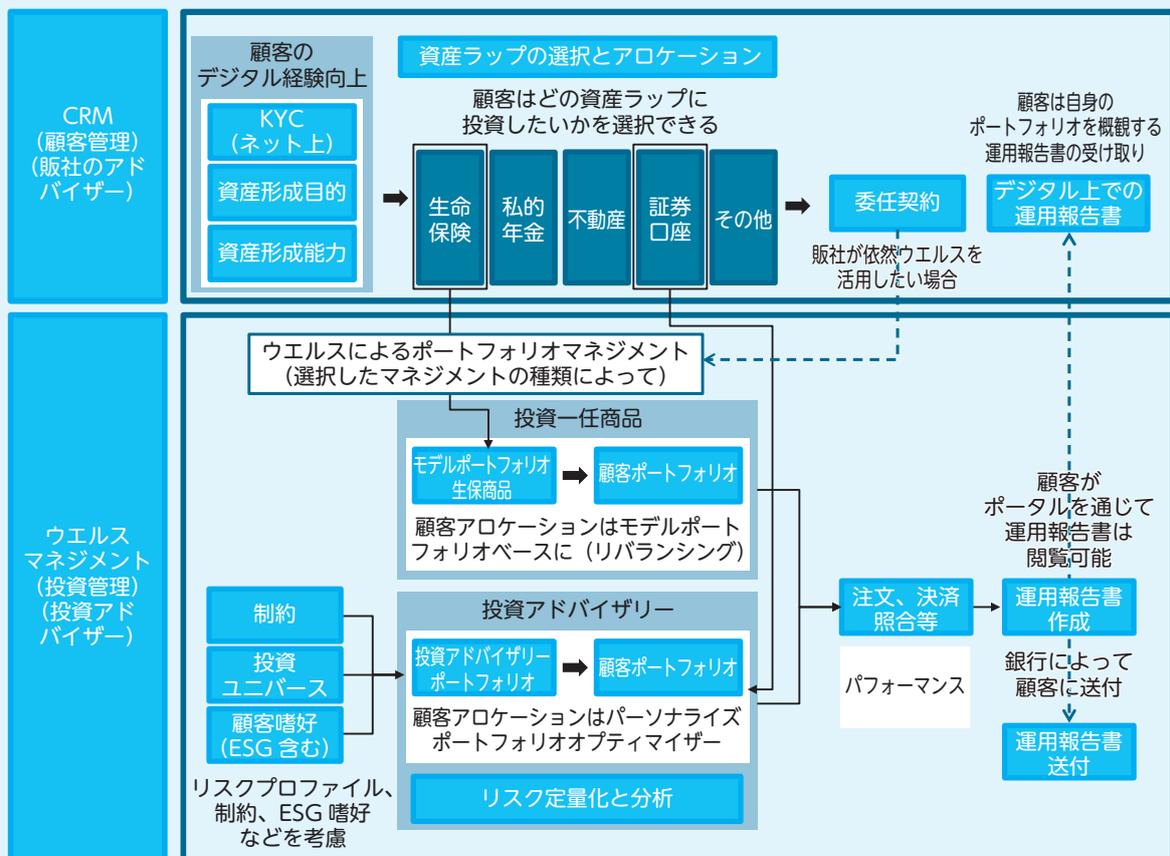
ルが必要となる。加えて、付加価値の低い③から⑤のサービスに時間を割かずに、顧客との対話の時間を増やしてパーソナライズしたアドバイスのタイムリーな提供、資産形成商品の効率的かつ効果的な提案が可能となる。①と②のベストミックスを追求することで、マネージド・マネー全体の付加価値を高めることが可能となる。

## 2. 顧客属性データを起点としたCRMとウェルスマネジメントのシステム化の事例

上記の付加価値を生み出す仕組みを具体的に実現するためには、図表6のように、顧客属性デー

タから、現在の投資履歴、保有する資産ラップ（複数の資産を金融ビークルによって一まとめにしていること）の状況を踏まえて、顧客が投資一任商品型なのか、投資アドバイザー型（アドバイスの提供）なのか、を自動的に振り分けるシステムが必要となる。そこでは、販社であるWM社のアドバイザーが、CRM（顧客管理）のシステム上で、KYC、資産形成目的、資産形成能力をインプットし、現状の資産ラップを確認しながら、投資アドバイザーにつなげる。投資アドバイザーは、投資管理のシステム上で、顧客の制約条件、投資ユニバース、ESGなどの顧客嗜好を確認して、顧客に投資アドバイザーか投資一任商品か

図表6 CRM（顧客管理）とウェルスマネジメント（投資管理）システムの概念図



(出所) 各種資料をもとに大和総研作成

を選択してもらう。投資一任商品では、例えば、生保の変額保険などは、モデル・ポートフォリオで代替し、顧客ポートフォリオとする。リバランシング（ポートフォリオの変更）はモデル・ポートフォリオに基づいて行う。投資アドバイザー型では、リスク定量分析を踏まえて、顧客のアセット・アロケーションはパーソナライズされていく。それによって、顧客のリスクプロファイルとポートフォリオのリスクプロファイルを常にマッチングさせていくことが可能となる。

### 3. 顧客属性データによる生成 AI の活用と従前の営業スタイルからの脱却

このようなシステムによって、顧客属性データを精緻化・強化しつつ、付加価値を高めるための時間配分を最適化するために、生成 AI の活用が重要な役割を果たす。サービスモデル全体の効率化と高度化が進むことが期待される。

ここで、改めて生成 AI の特性を定義すると、文章、画像、音声、動画等のデータ形式を自律して生成することが可能な AI 技術となる。ただし、生成されたデータ形式のアウトプットは、生成 AI に対する指示の適格性に左右され、一回の指示で質の高いアウトプットを得るのは難しく、通常は反復する処理が必要となる。生成 AI はイテレーションの機能（＝反復処理による学習機能）を既存のシステムに統合することで、最終的には質の高いアウトプットが創出される。結果的に、人間にしか対応できなかった複雑な処理（例えば、顧客のニーズに合わせたカスタマイズなど）を生成 AI が一瞬で代替できることを意味する。データ処理パフォーマンスの飛躍的な向上、新しいアプリケーションの台頭、生成 AI へのアクセス障壁の低下が加わって、生成 AI に対する指示の質

が向上し、価値創造と効率性向上の機会が創出されているのである。これらの生成 AI の特性を踏まえた上で新しい「人」の役割を特定して、新しい営業スタイルを確立する必要がある。

ただし、生成 AI の導入には膨大なコストがかかる。このため、コストを負担してでも付加価値を高めようとする WM 会社と、従前からの営業スタイルを維持しようとする WM 会社とに分かれる傾向があるが、米国の WM 会社では前者に該当する金融機関が多い。ここでの従前からの営業スタイルとは、営業員の裁量に大きく依存するスタイルである。例えば、担当する各顧客の財務状況、ライフイベント、個人的なライフスタイルや趣味嗜好を把握し、それらから得られる営業員の主観的な洞察によって信頼関係を築くことで、将来の金融商品・サービスから収益を得ようとするものである。ただし、このアプローチでは、通常、生成 AI を導入してもコスト負担が大きくなり、顧客のデータに基づく客観的な視点に欠けるため、金融商品・サービス提供の際に営業員の誤った解釈が生じやすくなり、組織的な顧客ニーズの把握に問題が生じやすくなる。長期にわたるキャプティブ AM 会社とグループの販売会社である WM 会社による相互の注意が重要で、これが機能しない場合、グループ全体のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある。

### 4. 顧客属性データ分析の高度化・精緻化によるパーソナライゼーション

生産性向上の観点から、従来の営業員の裁量に依存するスタイルの変革と、組織的な顧客ニーズの把握を拡充させるために、米国の大手 WM 会社の多くは、これまで量と質を兼ね備えた顧客属性データベースを活用し、生成 AI による顧客データ

の分析を行っている。これにより、少ないコストや営業員の時間とリソースで、瞬時に高度な分析とそれに基づく個々の顧客の金融商品に対するニーズのパーソナライゼーションが可能となってきた。つまり、同時に大量の顧客状況を属性別に把握することができる。これには、各顧客の消費行動履歴のデータを評価し、現在の顧客の財務状況を、過去のデータをもとに位置づけることが含まれる。また、個々の顧客のライフイベントを追跡し、その予測をすることもできる。さらに、個々の顧客状況を属性別に定量的に比較できるようになる。このように、米国では質の高い顧客属性データと生成 AI の活用により、従前の「人」を中心とした営業スタイルの大きな変革期を迎えている。

これらの高度な分析を可能とする顧客属性データベースの構築をすることなく、中途半端な従来の営業スタイル向けの顧客データベースのままであると、生成 AI の導入という手段と、顧客のニーズの定量的なパーソナライゼーションという目的が合致せず、期待する成果が生まれにくいこととなる。加えて、米国の FD 規制における「顧客の投資プロファイル（経済状況、知識・経験、目的等）の合理的調査、顧客の投資プロファイルの更新等」が生成 AI の活用によって高度化され、将来的には標準化していくとも考えられよう。これらを踏まえると、従前の営業スタイルでは、生成 AI を導入した場合よりも、効率的かつ効果的に「自己の利益を顧客の利益に優先させてはならない」「顧客目標の合理的理解に基づき、当該顧客の最善の利益となる助言（顧客に適合する助言）を提供する義務」「顧客との継続的な関係を通じた助言・監視の提供義務」を果たすことが困難になることが想定される。加えて、顧客の定量的なパーソナライゼーションをベースとした先進的な営業スタ

イルと比較すると、顧客からの収益の機会損失が発生する可能性がある。

## 5. FA 支援テクノロジーの進化

次に、生産性を向上させながら先進的な営業スタイルを顧客への提案にいかにつなげていくかという課題に対しても、生成 AI による提案書あるいは顧客とのミーティングメモの自動作成という部分での活用が進んでいる。例えば、ライフイベントに基づく顧客向け提案書あるいは顧客とのミーティングメモの自動作成によるポートフォリオのリバランス（コンプライアンス・リスクを同時にクリア）などが挙げられる。この代表的な事例として、モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントと OpenAI との 戦略的な関係構築によって 2023 年に公表された、ファイナンシャル・アドバイザー向けの生成 AI ツール「AI @ Morgan Stanley」が挙げられる。これは、2024 年 3 月に OpenAI @ Morgan Stanley Assistant として進化し、現在までに、同社のファイナンシャルアドバイザーチームの 98% が同アシスタントを採用している。さらに同年 6 月には、AI @ Morgan Stanley Debrief が装備され、顧客の同意を得て、顧客との会議でファイナンシャル・アドバイザーに代わってメモを生成し、提案書の自動作成などのアクションアイテムを表示する機能を持っている。

## 6. マーケティングコストを必要としない顧客ブランドの構築

ここまでは直近 1 年間の生成 AI の活用の事例であったが、最後に生成 AI の活用による将来の先進的な営業スタイルにおけるマーケティングの変革について触れる。従来の営業スタイルでは、

会社自体のブランド強化によるターゲット顧客とのコミュニケーション向上を図り、同時に個々の資産運用商品・サービスのマーケティングを実施することが特徴であった。また、WM 会社あるいは AM 会社はマスリテール顧客向けにマーケティング資料を作成し、広告宣伝を通じて販売促進を図っていた。しかし、この方法では、ターゲットとする個々の顧客に対しての費用対効果を判断することは難しい。

これに対して、生成 AI を活用した先端的な営業スタイルでは、個別顧客に対するパーソナライゼーションが進んでいるため、このようなマスのマーケティングは極力実施しない。例えば、顧客属性のデータとそれに基づく顧客別のポートフォリオを把握しているため、顧客属性別あるいは地域別に各顧客のポートフォリオの分布を把握して、その分布の平均ポートフォリオから、どの程度乖離しているかを評価して、乖離している程度

により、ポートフォリオの変更、商品の変更、それによる税効果などの投資アドバイザーサービスを提供する。その中で、リスク許容度にあわせて、プライベート商品、オルタナティブ商品、仕組債などを含む、さまざまなリスク特性の異なる商品のキャンペーンを行う。これらの積み重ねがコーポレート・ブランドの信頼の向上につながる事となる。

### 7. AM 会社のバリューチェーンの進化

図表 7 にあるように、生成 AI を含めた AI 技術は、AM 会社のフロントオフィス、ミドルオフィス、バックオフィスのカスタマイズとリアルタイム対応に活用され始めている。生成 AI は、大量の定性的および定量的情報を評価し、パターンを識別する能力を持っている。これにより、人間が生成したものと区別がつかないアウトプットを生成することが可能である。それだけではなく、AI

図表 7 AM 会社のバリューチェーンにおいて進むカスタマイズとリアルタイム対応

	フロントオフィス				ミドルオフィス		バックオフィス	
	販売+RM	投資戦略+調査	ポートフォリオ構築	取引執行	運用・取引支援	コンプラ・リスク管理	投資管理	運用分析・報告
顧客基盤の成長	AI チャットボット	運用ニーズとカスタマイズ投資アドバイス	カスタマイズ・リスク調整ポートフォリオアロケーション	カスタマイズ取引・執行戦略	調整と中止を含むライフサイクル管理	カスタマイズ・リスク報告	オンデマンドでの会計状況報告、税務資料作成	チャットボットの支援を伴う互換性のある運用成果ダッシュボード
運用のエクセレンス	自動化されたオンボードの手続き	自動化された投資調査レポート	自動ポートフォリオ最適化とリバランス	スマートオーダーの手法の提示と取引コスト分析	自動の再開と中止の解決策の提示	リアルタイム・コンプライアンスの監視と報告	自動 NAV 計算と公表	自動レポート作成と補足的コメントの提供
リスク管理	スマートKYC	ポートフォリオ・リスク最適化	リアルタイム・シナリオ分析とリスクモデリング	リスクとコンプライアンス監視と取引報告	アノマリーの発見と取引の監視	予想分析とストレステスト	AI 駆動型データの認証	運用成果への寄与分析

(出所) THE INVESTMENT ASSOCIATION (UK) “ARTIFICIAL INTELLIGENCE:CURRENT AND FUTURE USAGE WITHIN INVESTMENT MANAGEMENT” より抜粋

技術は、顧客ニーズに応じたカスタマイズやリアルタイムの対応を、より精緻化・高度化していると考えられる。これによって、フロント、ミドル、バックの統合が、革新的にシームレスになることで、既存のバリューチェーンの大幅な変革につながる。

バリューチェーンの個別の要素では、大手 AM 会社、大手 WM 会社による生成 AI のユースケースが生まれている。例えば、モルガン・スタンレーは、生成 AI を使用してリレーションシップ・マネージャーにリアルタイムの情報を提供することが可能となった。販売とマーケティング機能全体で生成 AI のアプリケーションの採用を拡大する余地はかなりある。これによって新規顧客へのアプローチを自動化し、さらに新規顧客のニーズに合わせてカスタマイズが可能なオンボーディング（新規顧客が自身でサービス进行操作・利用して価値を実感し活用まで導くプロセス）でのサービスを提供している。これらのために、セルフサービスの顧客とのやり取りを強化するための新しいツールが開発され、導入されている。

投資管理では、ポートフォリオマネージャーは生成 AI の高度な生成能力と新しく追加された分析機能を活用して、自律的に創出されたインサイトに基づいて投資家レポートを作成する可能となった。これには、膨大な量の非構造化データが統合され、自動的に要約を作成する機能が含まれている。さらに生成 AI と機械学習との統合が深まると、商用の生成 AI アプリケーションは、人間のアナリストが認識できないパターンを明らかにすることが可能となっている。

リスクとコンプライアンスの分野では、生成 AI アプリケーションは、追加のテキストやその他の非構造化データを統合し、リスク指標をリア

ルタイムで監視することが可能である。これにより、大量のコンプライアンスチェックを自動化して取引を調整することが可能となる。さらに、生成 AI は、ESG 投資のパフォーマンスを要約して文書化し、その関連のリスク指標を設定されたパラメーターと照合することで、ESG コンプライアンスで定めたりスク指標の基準との乖離を明らかにするなどの役割を果たすことが可能となる。

これらの事例のように、生成 AI の導入により WM・AM 業界のバリューチェーンの変革は想像以上に進展しており、ビジネスを変革している。

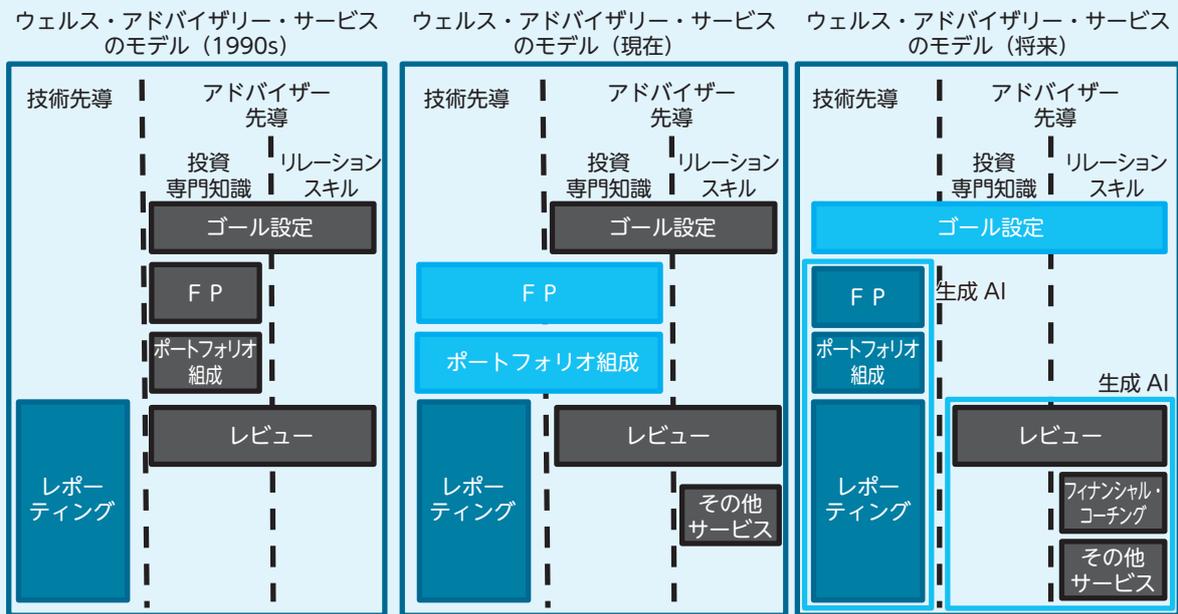
## 4章 米国の WM 業界で見えてきた“勝者総取り”の未来

### 1. 将来のウェルスアドバイザー・サービスモデルを実現し始めている

前述したように米国 WM 業界は、規制強化への対応と、それによって負担するコストが増えるために、生成 AI の活用によって効率化する、あるいは付加価値の向上につなげていくことが想定されている。そのスピードによって、AM 会社と WM 会社のウェルス・アドバイザー・サービスのモデルは、図表 8 のように変化していくと考えられる。

米国は、5 年から 10 年後を見据え、図表 8 で示したように将来モデルを先行して実現し始めている。そこには、前述の図表 5 でも触れたように、人間とテクノロジーのベストミックスの追求がある。アドバイザー先導（人間が先導し、図表の投資専門知識とリレーションスキルに区分）によるサービスと技術先導（生成 AI が先導）によるサービスの役割分担が、付加価値の高低によって明確に分かれている。

図表8 ウェルス・アドバイザー・サービスのモデルの過去、現在、将来の概念図



(出所) 各種資料より大和総研作成

図表8の中央に位置する現在モデルでは、アドバイザー先導のもとで投資専門知識に裏付けされ付加価値が高いとされるファイナンシャル・プランニング（FP）とポートフォリオ組成が、同図表の右に位置する将来モデルではすべて技術先導のもとで行われ、付加価値が低くなってきている。この結果、将来モデルでは、アドバイザー先導のサービスは、過去・現在モデルに存在しなかったファイナンシャル・コーチングや、その他サービスでのリレーションスキルの範囲内に限定される。他方、アドバイザーにとって、投資専門知識よりリレーションスキルが非常に重要な能力として認識されていることを意味する。ただし、レビューについては、リレーションスキルだけでなく、将来モデルでも投資専門知識が求められる。さらに、現在モデルにおけるアドバイザー先導のゴール設定のサービスは、将来モデルでは技術先導のサービスの支援を受ける必要がある。

将来モデルは、現在モデルと比較してコスト負担が大きく付加価値が低い分野では、生成AIが人間中心に提供されてきたサービスを代替し、効率性向上による付加価値の維持を図っている。その一方、人間の役割は、より顧客とのリレーションスキルが求められるサービスに特化されるようになってきている。とはいえ、人間はリレーションスキルに加えて、生成AI活用の能力を持ち専門知識も向上させながら、ゴール設定・レビューという、新規顧客開拓・既存顧客維持に欠かせないサービスを、生産性の向上を図りながら高度化させて提供する必要がある。

このように、前述した規制対応によるコスト負担増加という逆風がありながらも、付加価値を維持するために、生成AIを活用したWMモデル、営業スタイルの変革を先取りする米国のモデルが最も優れていると考えられよう。

## 2. 見えてきた“勝者総取り”の未来

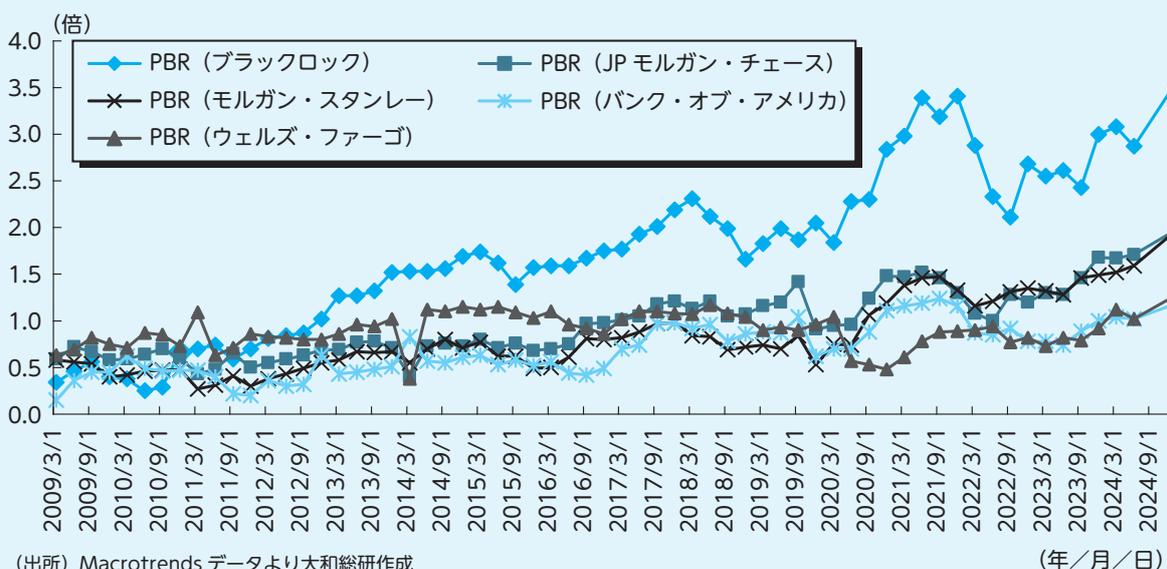
米国では、AM・WM会社のビジネスモデルは、付加価値に対する規制対応から、ビジネスモデルの変革・生成AIの導入による進化が見える。それとともにビジネスモデルの優劣が明確化してきている。図表9では、米国の主要大手AM・WM会社のPBR（株価純資産倍率）の推移を示しているが、ブラックロック、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレーと他2社との格差が開きつつある。

これに関して、まずAM業界とWM業界の各々について、全体の変化を図表10で見えていく。AM業界では二極化が進み、WM業界ではオンラインチャンネルによって細分化が進んでいる。この業界全体の変化への戦略的対応として、各社のビジネスモデルの特性を当てはめて、図表10で位置付けする。

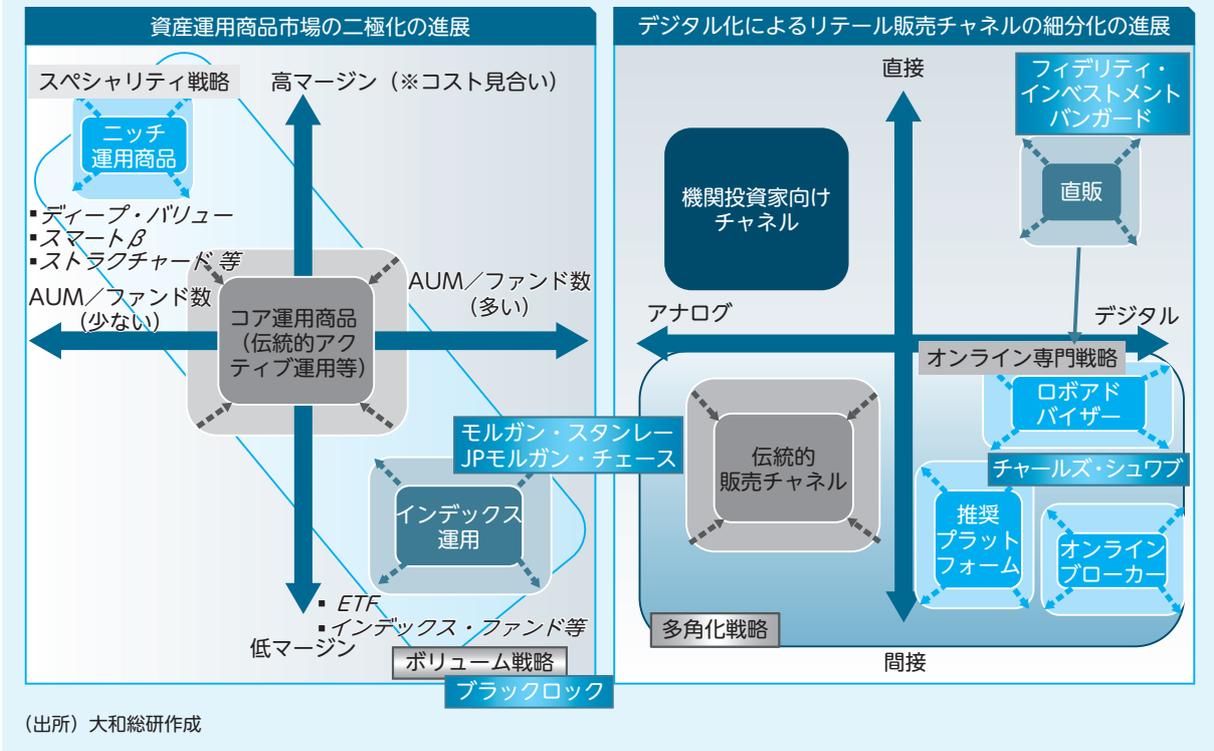
前述したように、戦略的に評価されているブラックロックは、WM機能を持たずに資産運用

商品がインデックスとニッチ運用商品（プライベート商品、オルタナティブ商品など）に二極化する中で、すべてを品揃えするAM会社である。同時にブラックロックでは、WM会社、AM会社向けにプラットフォーム・アズ・ア・サービスを提供している。その中には、テクノロジーソリューションとして、大手WM会社向けに「アラディン・ウェルス」を提供し、加えて、RIAリソースセンターとしてRIA（登録投資アドバイザー）向けに「ポートフォリオ360（外部のクライアントアカウントやポートフォリオに接続し、Aladdin®を搭載したブラックロックの機関投資家向け分析を使用して、クライアントフレンドリーなポートフォリオレポートを迅速に作成することができるサービス）」を提供している。さらに、AM会社向けには、「アラディン・エンタープライズ」、「アラディン・リスク」を提供し、プラットフォームの地位を確立している。さらにブラックロックは、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投資アド

図表9 上場主要WM会社、AM会社各社のPBRの推移（2009年から2025年1月）



図表10 資産運用商品市場の二極化が進む AM 業界（左図）とデジタル化によるリテール販売チャネルの細分化が進む WM 業界（右図）における米国主要 AM 会社、WM 会社のポジション



バイザーが外部委託する傾向が強まりつつある中で、「アウトソース CIO (Outsourced-Chief Investment Officer : OCIO)」というサービスを提供している。

次に、図表 10 において、モルガン・スタンレー、JP モルガン・チェースのポジションを見ると、営業員・ファイナンシャル・アドバイザーによる伝統的販売チャネルからオンライン販売チャネルまで総合的にカバーする戦略を展開している。両社とも自社のキャプティブ AM 会社を保有しつつ、第三者の AM 会社の商品も含む形で総合的に AM 商品をカバーしている。

この中で、両社の WM のモデルは、投資アドバイスとファイナンシャル・アドバイスを完全に切り離して、マーケットインのサービスモデルを

確立している。投資アドバイスでは、中央集権化され生成 AI 等の AI が導入された CIO 機能によって、製造コストと運用パフォーマンスによるモデル・ポートフォリオを自動的にリストアップすることが可能となっている。モデル・ポートフォリオとは、「営業員やファイナンシャル・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 MA で運用できるほか、必要に応じてカスタマイズもできる。

フィデリティ・インベストメントとバンガードは直販戦略を中心としたビジネスモデル、チャールズ・シュワブはオンライン専門戦略のビジネスモデルである。いずれもロボアドバイザーを主力の販売チャネルとしていたが、投資判断プロセスの不透明さから、その将来性が懸念されている。オンライン販売のみでは限界が見えてきている中で、ファイナンシャル・アドバイザーを増やし、対面の販売を積極化している。

このように見ていくと、ブラックロック、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレーの3強が“勝者総どり”のビジネスモデルを相対的に構築してきているといえる。

### 3. 将来のWMの見込み顧客に対するアプローチの相違とモデルの優位性

ただし、JPモルガン・チェースは商業銀行を中心に据えてWMビジネスを展開しているが、モルガン・スタンレーは、商業銀行ビジネスは展開しているもののその規模は小さく、WMビジネスを中心に展開しているという、WMモデルの違いはある。これは、将来のWMの見込み顧客を、効果的かつ効率的に獲得できるかを左右する。将来の見込み顧客の収益性は全体で見ると低く、最低限のコストで見込み顧客をつなぎとめておく必要がある。銀行サービスの中心である預金・融資を提供して顧客を獲得していくか、職域サービスを提供して獲得していくか、どちらのモデル

図表11 ビジネスモデルの差別化（見込み顧客と高収益顧客の効率的リテンション）

社名	職域向けサービスの提供 (見込み客のリテンション)				アドバイザーサービスの提供 (高収益顧客のリテンション)			その他サービスの提供		銀行サービス提供 (見込み客)
	資本政策	エクイティプラン管理	退職	非適格繰延報酬制度	HNWアドバイス	オルタナティブ商品	ファミリーオフィス	デジタルダイレクト(見込み顧客)	機関投資家向け証券サービス(高収益顧客)	預貸、送金等
モルガン・スタンレー	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	○
JPMC	◎	◎	◎	◎	◎	○	○	○	◎	◎
BofA	▲	○	○	○	◎	○	○	◎	◎	◎
UBS	▲	▲	○	▲	◎	○	◎	▲	○	▲
ウェルズ・ファーゴ	▲	▲	○	▲	◎	○	▲	○	○	◎
ブラックロック	▲	▲	○	▲	▲	◎	▲	○	▲	▲
フィデリティ・インベストメント	▲	▲	◎	◎	▲	○	○	◎	▲	▲
バンガード	▲	▲	◎	◎	▲	▲	▲	◎	▲	▲
チャールズ・シュワブ	▲	◎	○	○	○	▲	▲	◎	▲	○

(注) ◎は「全面展開」、○は「部分展開」、▲「限定的展開」。◎、○、▲の区分は筆者推測を含む。JPMCはJPモルガン・チェース、BofAはバンク・オブ・アメリカの略。

(出所) Jed Finn (Head of Wealth Management of Morgan Stanley) to Speak at the Bank of America Financial Services Conference, “Achieving 30% Margins Through Growth”, Feb 22, 2024をベースに大和総研作成

の方が効率性に優れているかを判断していく必要がある。その中で、顧客の将来の収入増加などの潜在性を見極めて、可能な限り早期に収益性の高い顧客にシフトさせていくことが不可欠となる。

要するに、モルガン・スタンレーの WM 中心のモデルと JP モルガン・チェースの商業銀行中心のモデルの優劣を判断することが必要となる。図表 11 に示すように、両社は他社と比較して、将来の見込み顧客をつなぎとめる金融商品・サービスの展開が厚く優れている。現状、高い金利水準の恩恵を受ける預金・貸出ビジネスは収益性を確保しやすく、コストが先行する職域サービスと比較して優位と考えられる。加えて、銀行と証券の情報交換に対する規制が日欧と比較して比較的緩い米国では、商業銀行中心のモデルは預金口座の顧客のデータを証券ビジネスに活用できるため、優位とみなすことができる。ただし、モルガン・スタンレーの、潜在的に収益性が高い顧客を見極めて生産性の高いファイナンシャル・アドバイザーにつなぐ能力は非常に優れていると考えられる。

## 5章 日本の WM ビジネスの方向性

### 1. 規制強化の方向性が将来モデルを見据えているか

前述の図表 8 のウェルス・アドバイザー・サービスのモデルにおいて、日欧は現在モデルにとどまると想定される。これは、顧客属性データベースが、パーソナライゼーションを有効かつ効率的に実施するのに十分な質と量が備わったものとなっているかに大きく依存する。日欧が現在モデルからの脱却を図るためには、このような顧客属

性データベースの拡張と質の向上の施策を実行に移すことに躊躇する暇はない。

欧州の WM・AM 業界は、プロダクト・ガバナンスの強化を契機に、最終的には前述の図表 4 にあるように、大手金融機関を中心に想定顧客を特定するために十分な顧客属性データベースの質と量の強化を本格的に進めている。パッシブ化の進展とアクティブ運用の衰退、それに伴う手数料低下圧力が高まる中、AM 会社・WM 会社ともに、プロダクト・ガバナンス等の投資家保護コスト負担が増えることが想定されている。現在の規模のままではビジネス自体の持続可能性が懸念されている。このような懸念も背景にしつつ、欧州の WM・AM 業界はインオーガニックに規模の経済を追求する戦略へのシフトを余儀なくされている。2025 年 3 月に英国、フランス、ドイツの大手 AM 会社取材したところ、そのことが強く主張されていた。そこには、コスト負担増→コスト効率化→付加価値向上に至るパスを戦略的に具体化する必要性に迫られていることが背景にある。

日本においては、プロダクト・ガバナンスの強化が、FD 原則による顧客本位の業務運営の確保、あるいは FD 補充原則によって導入され、その対応について議論が始まったばかりである。その観点からすれば、現在モデルからの脱却への取り組みが最も遅れている可能性がある。WM 会社・AM 会社にとって、規制強化の流れは、将来のモデルに向かうインセンティブとなっていると考えられる。現状では、欧州の規制強化の流れを汲んで日本の規制強化が進んでいると見受けられる。

図表 12 は日本の規制状況と課題を整理して図示したものである。図表 13 は欧米の WM 会社・AM 会社に対する規制強化の状況と経営課題を示

したものであるが、前述の図表 10 の WM・AM 業界の傾向を意識しながら、インオーガニック戦略を採用する WM 会社・AM 会社が多く、再編につながっている。日本では規制への対応がメインであり、大きな再編にはつながっていない。このため、日本と欧米の状況を比較すると、資産管理型ビジネスへのシフトのステージが異なっていることがわかる。

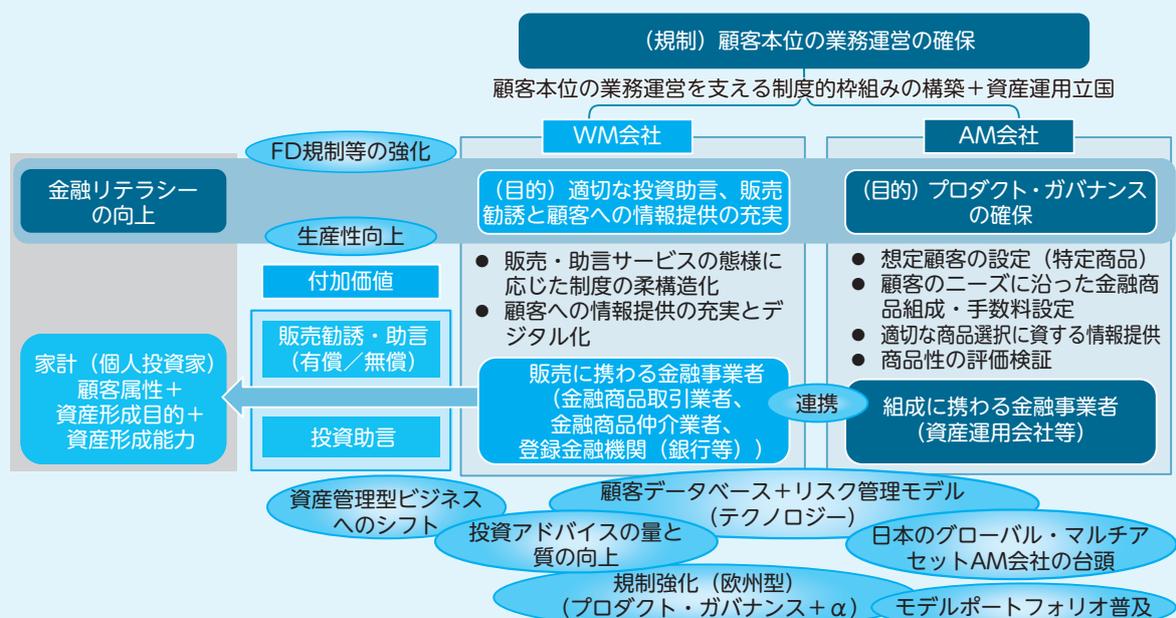
確かに日本では、プロダクト・ガバナンス規制が FD 原則の補充原則に加えられた。これを踏まえて、組成会社は商品の想定顧客属性を特定した上で、販社（WM 会社）に金融商品を卸し、販社はその想定顧客属性を理解した上で自社の責任の下で販売することが期待されている。AM 会社と WM 会社が連携して顧客の属性情報をデータベース化して、それによって、さまざまな商品、ポートフォリオを想定顧客属性に合わせて販売す

ることが、現在モデルからの脱却に向けて必要である。これがマーケットインの発想であるが、日本の WM ビジネスでは、顧客属性のデータベース化が中度半端な状態であり、販売会社が顧客に売りやすいと思われる商品の販売を優先している営業体制が色濃く残っていると見える。このため現在モデルからの脱却は難しく、図表 13 に示したように、欧米の WM 会社が実行に移している戦略である顧客属性データを緻密化、CIO 機能の強化、営業改革であるネクスト・ベスト・アクション、CRM の導入等の効果が期待通り発揮できていないと想定される。

## 2. 欧米とは異なる AM ビジネス

さらに、日本が現在モデルにとどまると想定される主な理由として、欧米と日本の AM ビジネスの違い、投資信託ビジネスの違いがある。日本

図表12 日本の WM 会社、AM 会社に対する規制環境と資産管理型ビジネスへのシフトにおける課題



(出所) 金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループ 第16回「資料2 事務局説明資料 (顧客本位の業務運営の確保と金融サービスの向上)」(2022年3月29日) から大和総研作成

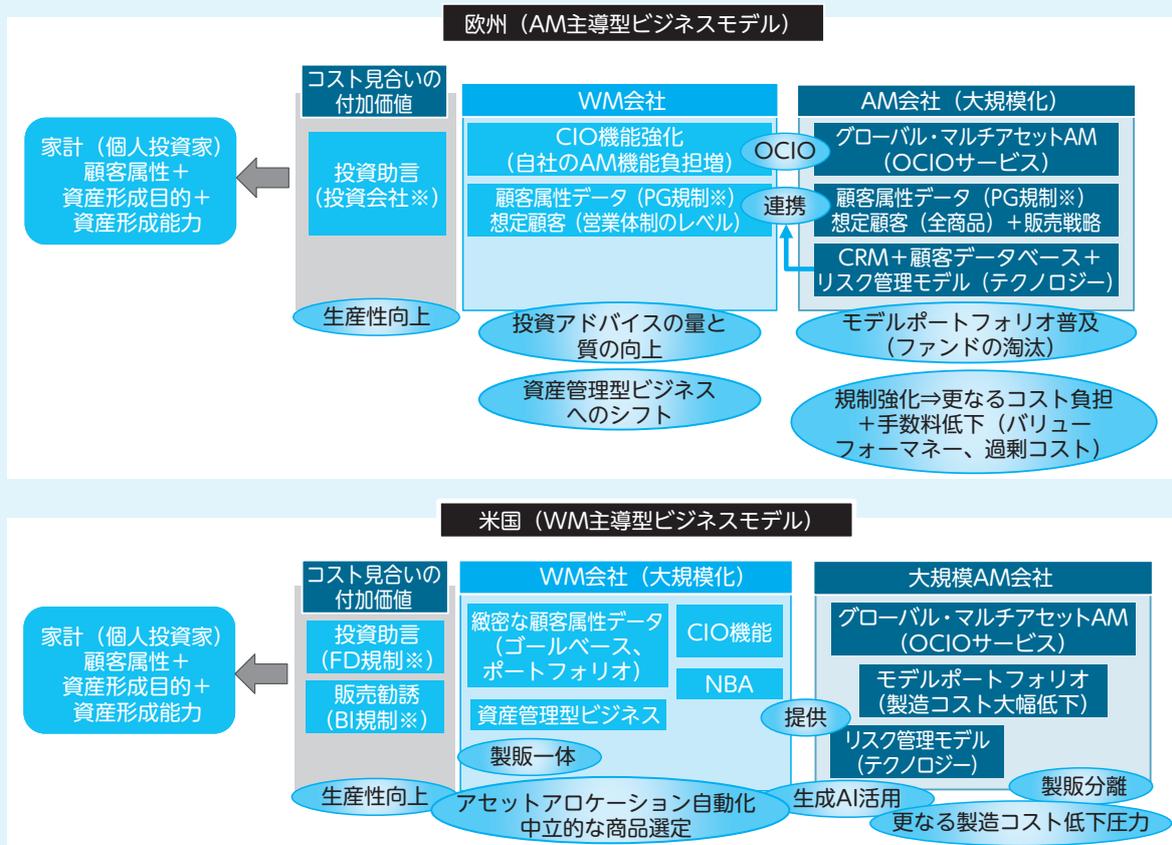
の投資信託ビジネスは、設定や運営・管理を行う  
 1)「投信事務管理(ファンド・アドミニストレーション)」、2)「投信設定・運用(ファンド・マネジメント)」と、顧客の資金を有価証券等で運用する3)「投資運用(アセット・マネジメント)」、4)「投資判断(インベストメント・デシジョン)」の4つの業務に分かれる。1)と2)の業務は、投資信託のいわゆる「箱」を管理する業務である。3)と4)の業務は、銘柄選定やポートフォリオ構築を行うことから、AM会社のコアの部分で、高付加価値の業務といえる。

欧米では、通常、AM会社は3)と4)の業務に注力しており、1)と2)を担うファンド・マ

ネジメント専用の会社と協業している。一方、日本には、ファンド・マネジメント会社が少ないので、AM会社が1)から4)の業務をすべて行う必要がある。1)と2)の業務では、AM会社がシステムに数年間で数億円単位の投資を行い、専門の人材を採用することが求められるなど負担が重い。

このように日本のAM会社は、欧米とは異なるAM業界の構造を持つことを主因として、グローバルなAM会社を有することができていないのが現状である。

図表13 欧米のWM会社、AM会社に対する規制環境と資産管理型ビジネスへのシフトにおける課題



(注) NBAとはネクスト・ベスト・アクションの略でAI等のテクノロジーを活用した営業改革を指す。  
 (出所) 大和総研作成

### 3. 日本のウェルス・アセットマネジメントビジネスの方向性

本章1.と2.で述べた日本のウェルス・アセットマネジメントビジネスの現状を踏まえると、現在モデルからの脱却が必要ではないか。そのためには二つの方向性が考えられる。一つは、日本のAM会社はファンド・マネジメント業務を分離することでアセットマネジメント業務に注力すること、オーガニック・インオーガニックを問わずグローバルなAM会社へのステップを踏み出すことであろう。もう一つは、販売会社とAM会社間の情報・データ連携の拡充のさらなるレベルアップをIT基盤の強化により解決していくことであろう。後者の動きが日本でも出てきている。例えば、大和証券グループ（大和証券グループ本社と大和総研）と三井住友トラストグループ（三井住友トラストグループと三井住友信託銀行）は、

資産運用・資産管理領域での業務提携契約を締結した。両グループは、初めに運用会社と信託銀行間の情報・データ連携の円滑化を進めるための「データ共有基盤」を構築する。また、本基盤をベースにミドル・バックオフィス業務を中心とした運用会社へのITソリューションの提供を通じて、一者計算スキームの確立と資産運用業界全体のシステムコスト削減・業務効率化を目指すとしている。また、大和証券グループでは「データ共有基盤」の構築に加え、運用会社へのITソリューションを提供し、さらには販売会社と運用会社間の情報・データ連携拡充のレベルアップにより、プロダクト・ガバナンスを通じた顧客の資産価値最大化を目指すとしている。これは、大手総合証券会社グループの中で、顧客属性データの精緻化を通じて顧客理解を深めることで、WM会社とAM会社がいかにシナジーを高められるかが重要なポイントとなる。その先には、IM（インベストメント・



マネジメント) 部門と WM 部門が一体化しているモルガン・スタンレー・モデルがある。

一方、日本の金融業界が銀行中心のビジネスの色合いが強いことを考えると、米国の JP モルガン・チェースのような商業銀行と WM ビジネスを融合したビジネスモデルが有効とも考えられる。そこでは、リテール預金の顧客基盤を将来の WM の顧客としていかに見極めていくかが重要なポイントとなる。メガバンクが自身のファイナンスグループの中で WM ビジネスを収益の中心に位置づけ、リテールの預金基盤を活用している動きがこれに該当しよう。他方、大手総合証券会社においても、金利が上昇する中で、オンライン証券を富裕層向けとして積極的に活用する動きや、銀行部門を新設する動きが出ており、リテールの預金基盤の活用する戦略を打ち出している。

このような動きがさらに活発化して、日本でも現在モデルからの脱却のために、ダイナミックな戦略的な動きがますます本格化することを期待したい。

[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