

# 米国アセット・ウェルスマネジメント業界のダイナミズム ～変革を生み出すイノベーションとは～

金融調査部 内野 逸勢

## 要 約

米国アセット・ウェルスマネジメント（AWM）業界は、AI等の先端テクノロジーの導入によるマーケティング・プロセス、商品・サービスのイノベーションにより既存のビジネスモデルの変革がみられる。ウェルスマネジメント（WM）業界においては、これまで富裕層とマス層というターゲット顧客によって類型化されてきたWMビジネスモデルの垣根が崩れつつある。アセットマネジメント（AM）業界においては、個別商品では、インデックス・ミューチュアルファンドからインデックスETFへの流出が顕著になっている。さらに、アクティブETFが大幅に増え従来のアクティブ運用型ミューチュアルファンドを代替し始めている。加えて、税効率が低いSMA、安価なモデルポートフォリオの残高が増加している。一方、日本では米国で見られるAWM業界のダイナミズムは見られない。メガバンクと大手携帯キャリアの連携はリテール決済基盤というAWMビジネスの将来の見込み客をグリップする意味では計り知れない影響力を持つが、レッドオーシャン（競争が激しい市場）の分野である。日本のAWMビジネスの変革には、米国で見られるAWM業界のダイナミズムが必要なのではないか。

## 目 次

はじめに ～米国のアセット・ウェルスマネジメント（AWM）ビジネスは企業価値向上の鍵～

1章 米国の主要大手AWM会社の現状と課題

2章 富裕層顧客の獲得競争と崩れる米国のWM会社の類型

3章 米国のAWM業界のダイナミズムを生むイノベーション

おわりに ～日本の大手金融機関リテールビジネスの現状と課題～

## はじめに ～米国のアセット・ウェルスマネジメント (A WM) ビジネスは企業価値向上の鍵～

### 1. 日米欧の主要大手金融機関の企業価値 (PBRとROE) の比較

米国の大手金融機関の企業価値を示す PBR (株価純資産倍率) を見ると (図表 1)、モルガン・スタンレー (MS) と J P モルガン・チェース (JPM) は PBR が 2.5 倍超と高い水準にある。一方、ゴールドマン・サックス (GS) は 2.3 倍、ウェルズ・ファーゴ (WF) は 1.7 倍、バンク・オブ・アメリカ (BAC) は 1.4 倍と、それらよりも低い水準にある。

日本の主要大手金融機関では、金利上昇とともに、メガバンク (三菱 UF J フィナンシャル・グ

ループ (MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)、みずほフィナンシャルグループ (みずほ FG)) は PBR が 1 倍超の水準に達した。大手総合証券 (大和証券グループ本社、野村ホールディングス) 2 社は 1 倍近辺の水準となっている。欧州の主要金融機関を見ると、HSBC (英国)、UBS (スイス) の PBR が 1 倍超の水準で日本のメガバンクと同様の水準である。

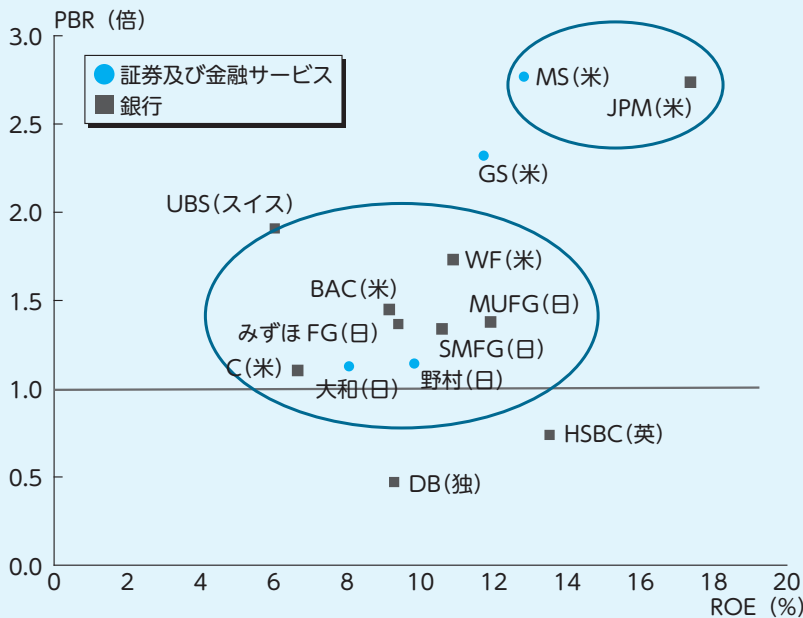
### 2. 企業価値に差があるのはなぜか

他国・地域と比較して、金利低下に直面している米国の大手商業銀行では JPM 以外は 1.5 倍以下の水準、シティグループ (C) は 1 倍以下の水準に甘んじている。米国では金利上昇局面が終わり、大手商業銀行は預金・貸出の増加により銀行のバランスシートを拡大するだけでは業績向上や

企業価値上昇は難しくなっている。投資銀行・証券会社系の MS と GS は、商業銀行よりも高い水準にあるが、MSの方が高い。

金利上昇局面において、日本のメガバンク 3 社及び欧州の HSBC、UBS の PBR は上昇し、WF、BAC と同水準にあるが、JPM、MS、GS とは差がある。このような現状を踏まえると、商業銀行である JPM は金利上昇の恩恵を受ける銀行のバランスシート拡大とともに、資本負担が重い (資本ヘビーな) 銀

図表 1 日米欧の主要大手金融機関の企業価値比較



(注) PBRは2025年12月24日の各行・各社の株価終値÷2024年度末BPS(純資産÷発行済株式総数、各社決算データ)で大和総研算出。

(出所) 決算データは、各行、各社有価証券報告書などの企業公開情報より取得したデータ、株価は QUICK 社からのデータをもとに大和総研作成

行業に加え、資本負担が軽い（資本ライトな）事業の柱が必要となる。それが AWM ビジネスである。当然ながら銀行業においても収益性（ROA（リスク資産利益率））の高い貸出を増やしてバランスシートを拡大していくことは重要である。ただし、バランスシートを拡大しながら、ROE（自己資本利益率）を高めるためには資本（=E）が多額に必要なため、利益（R）を相対的に高くしていく必要がある。このため、かなり収益性の高いリスク資産を積み上げるか、コストの削減という効率性の向上を目指して利益を高めるか、あるいはその両方が必要となる。JPMはこれらを両立させ高いROEを安定的に維持しており、いわゆる商業銀行型AWMといえよう。

MSは、インベストメントマネジメント（IM）部門をウェルスマネジメント（WM）部門に統合して、IM部門がWM部門と協働して、顧客の資産運用ニーズを資産運用ポートフォリオという形態でパーソナライズできる柔軟な体制を構築している。MSはもう一つの収益の柱として投資銀行部門を有しており、いわゆる投資銀行型AWMといえよう。これに比して、日本の大手総合証券2社はPBRでは差が出ている。

JPM、MSは共通して、これまで以上にテクノロジーを含めて莫大な経営資源を投入し、スケールを用いて差別化を図りながら、効率的に顧客ニーズとソリューションをつなぐ力の強化に戦略的に取り組んでいる。まさに米国のAWM業界のダイナミズムを自ら創出しているといえよう。

日本の大手金融機関が米国のJPM、MSの2社とのPBRの差を縮めるためには、日本版のJPMあるいはMSが出てくる必要があるだろう。

## 1章 米国の主要大手AWM会社の現状と課題

### 1. 米国の主要WM会社とAM会社のビジネスモデルの類型

米国の主要大手金融機関の企業価値は収益性の高いAWMビジネスを自社のコアなビジネス（商業銀行、投資銀行）に加えて進化させていくかに左右される。

#### 1) WM会社の5類型

このため、まず米国の主要大手金融機関のAWMのWM（ウェルスマネジメント）の販売チャネル側のビジネスモデルを類型化していき、その特性を見ていく。5類型とは、1）ワイヤーハウス、2）プライベートバンク、3）RIA（登録独立アドバイザー）、4）独立ブローカー／ディーラー、5）デジタル・ウェルス（直販）である（図表2）。このうち、MSはワイヤーハウス、JPMはプライベートバンクに分類している。

ワイヤーハウス型WM会社は、BAC、MS、WF、UBSである。BAC、WFは商業銀行の規模が大きく、商業銀行型AWMに分類される。主に米国内の主要都市に拠点を置いている。MSは2つの銀行を保有しているが、MSのAUM（運用資産残高）に対してその規模が小さいため、WMの類型ではワイヤーハウス型に属する投資銀行型AWM会社とみなされている。

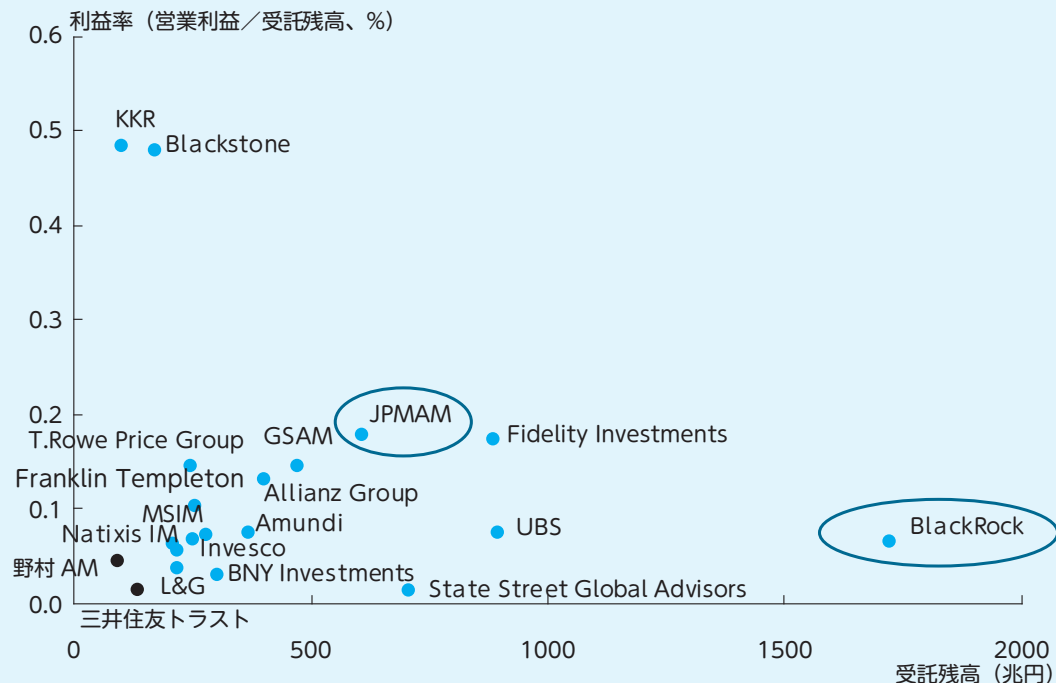
プライベートバンク型WM会社は、JPMとGSであり、主に超富裕層（UHNW）の個人向けに銀行業務および投資サービスを提供するグローバル金融機関である。JPMはチェース銀行内にプライベートバンク型WMを展開する商業銀行型AWMである。GSはプライベートバンク型

図表2 米国の主要大手金融機関のWMのビジネスモデルの類型と概要

類型名	ワイヤーハウス	プライベートバンク	RIA (登録独立アドバイザー)	独立ブローカー／ ディーラー	デジタル・ウェルス (直販)
主要企業名	・BAC ・MS ・WF ・UBS	・JPM ・GS	・ハイトワー ・フォーカス等	・LPL ・エドワード・ジョーンズ等	・フィデリティ ・チャールズ・シュワブ
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>4つの大手証券会社。銀行業務を展開し、主に都市部の金融センターに拠点を置いている。</li> <li>社数：4社</li> <li>アドバイザー数：約4.3万人</li> <li>AUM:12兆米ドル</li> <li>ブローカー・ディーラー業務とアドバイザリー業務の比率(以下アドバイザリー比率)：55%対45%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主に超富裕層(UHNW) 個人向けに銀行業務および投資サービスを提供するグローバル金融機関</li> <li>社数：764社</li> <li>ポートフォリオマネージャー数：24,200人</li> <li>AUM：6.5兆米ドル</li> <li>アドバイザリー比率：85%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>手数料ベースの独立系アドバイザーが、テクノロジーとカスタディ業務においてサービスプロバイダーを活用し、独自の業務を運営</li> <li>社数：1.9万社</li> <li>アドバイザー数：8.9万人</li> <li>AUM：9.5兆米ドル</li> <li>アドバイザリー比率：100%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主に銀行と提携していない証券会社で構成され、アドバイザーは契約社員または従業員として提携している。</li> <li>社数：759社</li> <li>アドバイザー数：15.7万人</li> <li>AUM：13.6兆米ドル</li> <li>アドバイザリー比率：約40%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>セルフサービス型証券会社（資産の大部分）とマネージドアカウントを通じて商品を提供するD2Cプラットフォーム</li> <li>社数：35社</li> <li>AUM：13.7兆米ドル</li> <li>アドバイザリー比率：約15%</li> </ul>

(出所) Cerulli Associates等、米国出張での大手金融機関の取材（2025年11月）における各種資料をもとに大和総研作成

図表3 グローバルな主要大手 AM 会社の中での米国の大手 AM 会社のポジション



(注) 黒丸は日本の運用会社。JPMAMはJ.P. Morgan Asset Management、GSAMはGoldman Sachs Asset Management、MSIMはMorgan Stanley Investment Management、Natixis IMはNatixis Investment Managers、L&GはLegal & General Investment Management。連結ベース、AUMの決算時期、為替換算等は、金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2025（概要版）」5ページの図表「日本と世界の資産運用会社の運用受託残高・営業利益（兆円）」の注釈を参照。

(出所) 金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2025（概要版）」5ページのデータから大和総研作成

WM会社に属する投資銀行型AWM会社と整理できる。

## 2) AM会社の類型

AWMのAM（アセット・マネジメント）の分類を考えていく。米国の大手のAM会社はグローバルなAM会社である。類型化する要素として、まず大手金融機関の系列か系列ではない（独立）かという区分がある。取り扱う商品によって、特性もある。例えば、オルタナティブとプライベート・マーケットの商品を扱うか、マルチアセットを扱うか、その中でもポートフォリオ重視（モデルポートフォリオ、SMAを含む）か、単品重視かという点である。

これらの区分と特性を考慮すれば、JPMAMとMSIMは両社とも系列に属する。JPMAMはプライベートバンクの系列のグローバルAM会社であり、米国を中心とした商品の特性としてはコストが低く、税効率が高いアクティブETFに強みを持つ。MSIMはグローバルAM会社ではあるがWM部門が抱える米国内の顧客が中心であり、超富裕層をターゲットとしたダイレクトインデックスを含むSMAなどの税効率が高い商品に強みを持つ。GSAMもプライベートバンク系列のグローバルAM会社である。

ちなみに独立系では、ETF、ポートフォリオに強いBlackRock、オルタナティブ、プライベート・マーケットの個別の商品に強いBlackstone、KKRがある。BlackRockはAladdin部門を保有しており、AWM業界のプラットフォームを提供している。BlackRockはテクノロジー、商品・サービスのイノベーションを創出している存在でもある。

## 2. 米国の4つの主要大手金融機関のAWMのビジネスモデルの比較

図表4は、AMとWMの類型を踏まえて、米国主要金融機関4社のAWMビジネスモデルを比較したものである。ワイヤーハウス型WMモデルは販売チャネルであるFA（ファイナンシャル・アドバイザー）が強いため、販売チャネル全体の動向に左右されやすい。一方、プライベートバンク型WMモデルにおいては、ファンドマネージャーによるポートフォリオ組成（特にプライベート商品やオルタナティブ商品を組み込んだ運用のパフォーマンスの向上）が重視される。それとともに、優れた税効率あるいはコスト効率を生み出す、より個別の顧客にパーソナライズされた“ラップ能力”が付加価値の差となると考えられる。

問題は、FAの手数料率とラップ口座の手数料率の両方が低下していることである。一方、富裕層（HNW）に金融資産が偏りつつある中で、富裕層のFAによる有料アドバイスのニーズは高まっている（図表5左側の2図表）。ETFの増加とモデルポートフォリオの普及でAMの手数料率は低下圧力にさらされ、WMビジネスは、RIA、デジタル・ウェルスの台頭で手数料率が低下している（図表5右側の2図表）。このため、AMとWMのコスト効率を上げながらAMとWMの連携の強化が重要となる。WMはより顧客のポートフォリオ管理が必要となり、IM部門はそれに応じたポートフォリオ組成の差別化が必要となる。MSはWM（FA）中心のWMとIMの連携を強化し、JPMはIM中心のWMとの連携を強化しており、両社は他社と比較して優位性が高いことがわかる。

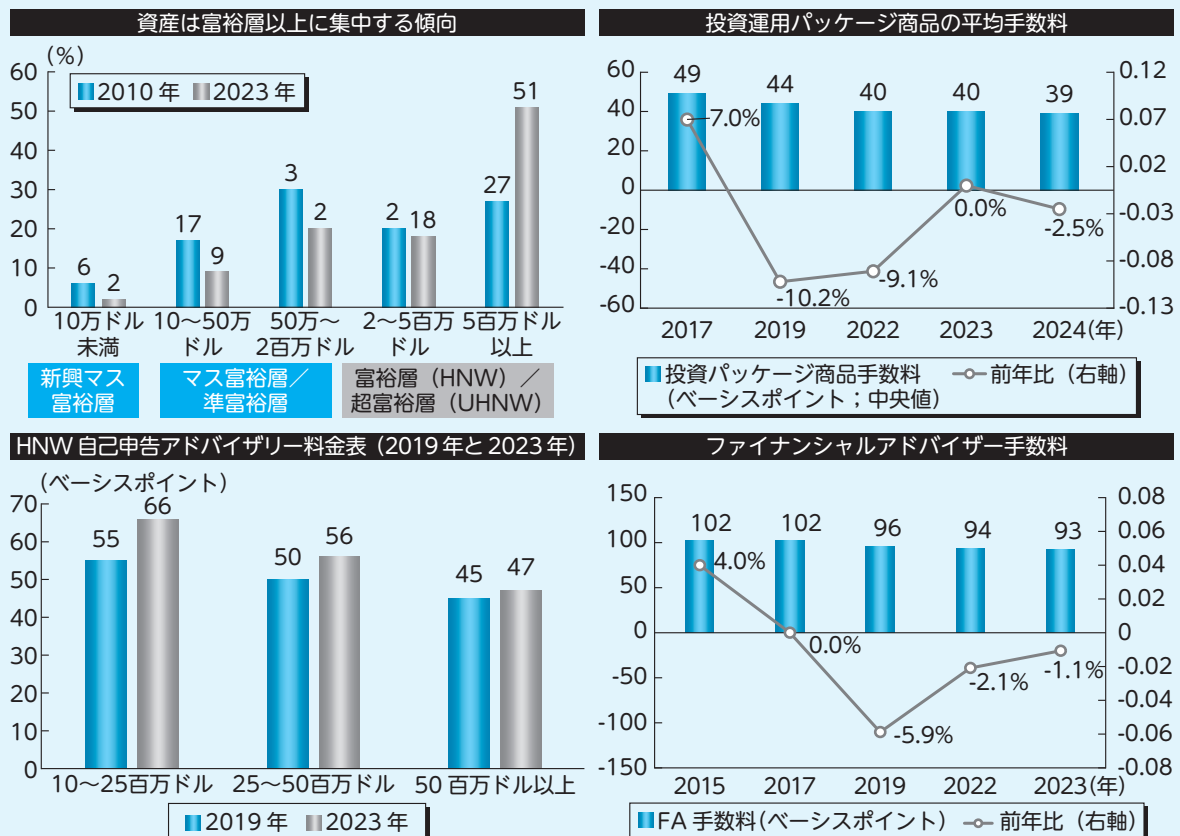


図表4 米国の主要4大手金融機関のAWMのビジネスモデルの比較



(出所) 各社 Form10-K、各社、各種資料をもとに大和総研作成

図表5 金融資産が富裕層に集中する中で高まる有料アドバイスのニーズ（左側2図表）とAMとWMの手数料の低下（右側2図表）



(出所) Cerulli Associates 等、筆者の米国出張での大手金融機関の取材 (2025年11月) での各種資料をもとに大和総研作成

## 2章 富裕層顧客の獲得競争と崩れる米国のWM会社の類型

### 1. WM会社間で激化する新規顧客とFAの獲得競争

前記の5つのタイプのWM会社は、ターゲットとする顧客層を決めて、各タイプのWMビジネスモデルの特性を活かし、既存の顧客基盤を固めてきた。図表6に示すように、伝統的に、1) ワイヤーハウスは2百万ドル以上の富裕層、2) 独立ブローカー／ディーラーは2百万ドル未満の顧客層、3) RIAは0.5百万ドルから25百万ドル未満の顧客層、4) プライベートバンクは10百万ドル以上の超富裕層、5) デジタル・ウェルスは2百万ドル未満の顧客層をターゲット層としてきた。

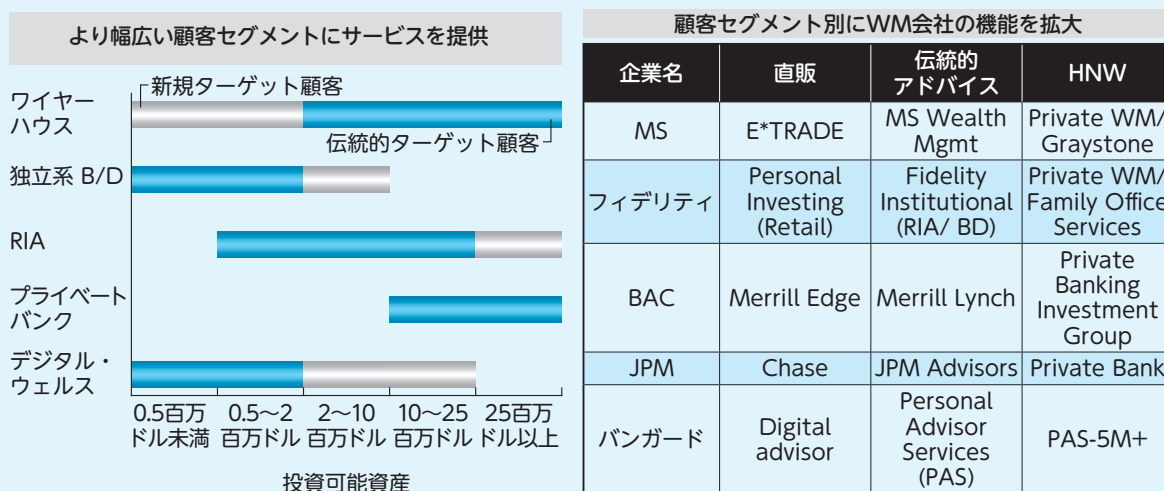
しかしながら、新規顧客の拡大のために、他社の既存の顧客基盤を含めて、顧客基盤の争奪競争が激化してきた。前述したように富裕層に金融資産が集中する傾向にあるため、これまで比較的金融資産の保有額が低い顧客層をターゲットとしてきた独立ブローカー／ディーラー、RIA、デジ

タル・ウェルスは、ワイヤーハウス、プライベートバンクの伝統的ターゲット顧客層（10百万ドル以上の富裕層）の領域にターゲットを拡大している。

その一方、図表6（左図）に見られるように、ワイヤーハウスは新規ターゲット顧客の対象に金融資産保有額の低い顧客層、つまり0.5百万ドル～2百万ドル未満の顧客層を取り込んできた。図表6（右図）はWM各社のターゲット顧客別の販売チャネルのポートフォリオを示している。MSはイー・トレード、BACはメリル・エッジというオンライン証券を展開している。他方、JPMはチェース銀行の中でウェルスマネジメントサービスを提供し、銀行の預金顧客等、金融資産保有額の低い顧客層をカバーしている。これは将来的に富裕層となる可能性のある見込み顧客層のグリップを高めるための戦略である（図表7）。

こうした大手金融機関、とりわけ商業銀行型の優位性の背景には、米国における銀行と証券会社の個人情報の共有がオプトアウト制度（あらかじめ顧客にその情報を共有する旨を通知した上で、

図表6 RIA、デジタル・ウェルスがワイヤーハウスの伝統的顧客を浸食。それに対応する機能拡大



図表7 米国の主要大手金融機関の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 (高収益性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+ プライベート 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
MS	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	○
JPM	◎	◎	◎	◎	◎	○	○	○	◎	◎
BAC	▲	○	○	○	◎	○	○	◎	◎	◎
UBS	▲	▲	○	▲	◎	○	◎	▲	○	▲
WF	▲	▲	○	▲	◎	○	▲	○	○	◎
フィデリティ	▲	▲	◎	◎	▲	○	○	◎	▲	▲
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」

(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をもとに大和総研作成

顧客が共有を望まない場合は情報提供の停止を求める機会を提供することで同意を取得したものとみなす制度)<sup>1</sup>に基づいているため、日本よりも情報交換を行いやすいという点がある。日本ではオプトイン制度が取られており、顧客からその情報共有について積極的な同意を取得する必要があるため、米国と比較して規制が厳しい。図表7に示すようにJPM、BAC、WFなどの商業銀行型AWM会社は、この金利上昇局面では、顧客の預金口座の資金の流れ（決済）を把握しながら銀行業務の中で見込み客をグリップすればよく、オプ

トアウト制度の恩恵を受けている。ただし、銀行に対する資本規制がかかることには留意が必要である。投資銀行型AWM会社<sup>2</sup>あるいはデジタル・ウェルスは職域に参入して新規顧客をグリップしようとしている。米国ではDC（確定拠出年金）の市場とAWMの市場の垣根が、例えばマネージド・アカウント、暗号資産などの導入により、商品の共通化を通じて低くなっており、MS、JPM、フィデリティなどによる職域市場に対しての積極的な参入が、これまで以上に進んでいる。

1) グラム＝リーチ＝ブライリー法（GLBA）のタイトルV、サブタイトルAは、金融機関による消費者の非公開個人情報取り扱いを規定。第502条は、いくつかの例外を除き、金融機関が消費者の非公開個人情報を非関連第三者に開示することを禁止。ただし、(1) 金融機関が様々な通知およびオプトアウト要件を満たし、かつ(2) 消費者が開示をオプトアウトする選択をしていない場合は、この限りではない。第503条は、金融機関が顧客に自社のプライバシーポリシーおよび慣行に関する通知を提供することを求めている（SECのS-P規制でも同様）。

2) 投資銀行型AWMは商業銀行型AWMのメリットを享受しようとバンキングに参入している。GSは銀行業にオンラインで参入し、同時にクレジットカード、モバイル決済で決済を抑えることでリテール顧客のグリップを強化しようとした。結局、成功に至らなかったが興味深い事例として取り上げることができる。具体的には、2016年にデジタルバンクの「マーカス」で銀行業に参入することで、JPMのように見込み顧客をグリップしようとした。2019年にはアップルカード、GMとのクレジットカード事業などに参入した。マーカスは現在でもサービスを継続しているものの、事業はかなり縮小しており、2023年に事実上撤退したといえよう。



## 2. R I Aとデジタル・ウェルスの台頭

WM会社の類型の中で、R I Aとデジタル・ウェルスは新規ターゲット顧客を富裕層に拡大することで、ビジネスモデルの変革が進展している。これまでの機関投資家向けのプロダクトがイノベーションによってウェルス市場に普及することでR I A、デジタル・ウェルスが台頭しよう。加えて、大手金融機関のみが保有できていたプラットフォームを、TAMPs（ターンキー資産運用プラットフォーム；米国のマネージド・アカウント＝投資一任サービスをR I Aに提供する専業業者）がR I Aの受託先になることにより、相対的に小規模でも競争可能となっている。

### 1) R I Aの台頭

R I A業界では、プライベート投資会社がR I A業務を集約し、経験豊富なマネジメントチームを設置することにより、R I Aの統合が進展している。これによってR I A業界の全体の運用資産の50%は、わずか275社（R I A全体の1.5%）で占められている。さらに、C I O機能、カスタディ機能などのアウトソース先としてのサービスプロバイダーを活用し、新規顧客基盤拡大のためだけの業務に集中できるようになっている。さらに、従来型のワイヤーハウスより高いペイアウトレシオ（F Aが稼いだ顧客からの手数料において、F Aが所属する法人がF Aに支払う報酬の割合；ほぼ100%）に加えて、株式を重視した革新的な報酬体系でより高い独立性と高い報酬を求めるアドバイザーを採用している。加えて、ワイヤーハウスなどから転職するアドバイザーの受け皿となっている。さらにファイナンシャル・プラン

ニングとオルタナティブ商品を通じて、超富裕層をターゲット顧客に据えている。R I Aはエンベストネットなどの大手TAMPsを活用することで、ワイヤーハウスと同様に、顧客やF Aの裁量を反映させた、カスタマイズの度合いの高いサービスを提供することが可能となる。このような要因によって、最も急成長しているアドバイザーチャンネルと言われている。

### 2) デジタル・ウェルスの台頭

デジタル・ウェルス（リテール直販）は、2019年以降、米国で約4,000万件の新規ダイレクトアカウントが開設され、急成長しているチャンネルである<sup>3</sup>。比較的金融資産保有額が少なく、若年層を中心とする個人投資家に対してブランドの訴求力が高い。2019年にブローカレッジの取引手数料を無料化したため、デジタル・ウェルスでは、アドバイスサービス、クロスセルへのより本格的な取り組み、サブスクリプションモデルの導入などの戦略を重点的に実施して、収益を確保している状況にある。デジタル・ウェルスに属するAWM会社でも、富裕層をターゲットとしてF Aのビジネスを拡充している。デジタル・ウェルスに属するある米国の大手金融機関への取材では、米国の投資可能資産（不動産を除く株式・債券・現金）のうち、半分以上に関与しているとのことであった。そこでは顧客層を複数のセグメントに分け、リテールはセルフサービス型、ウェルスはアドバイザー付きサービスを提供している。職場向けサービスも展開し、リテール部門への顧客流入の重要なチャンネルとなっている。特に、デジタルチャネルや電話サポートの充実、ブランド認知度・信頼性の高さが差別化要因となっているとしている。

3) 筆者の米国出張での大手金融機関の取材（2025年11月）。

退職や転職時に資産移管を促すアウトリーチ活動も積極的に実施し、加えて、オンライン証券や支店を通じたエントリーポイントを多様化している。米国では、確定拠出年金（DC）の分野とウェルスの分野は統合されつつある。例えば、DCの分野でマネージド・アカウントが導入されており、中高年よりも若年層が投資している状況となっている。中長期の資産形成が若年層で根付いている証左といえよう。ただし、ERISA（従業員退職所得保障法）、FINRA（米国金融業規制機構）、SEC（米国証券取引委員会）などの規制により、職場とウェルスのデータ統合には制約がある。

### 3章 米国のAWM業界のダイナミズムを生むイノベーション

#### 1. 低コストかつカスタマイズに優れたAMプロダクトの台頭

AM会社では製造コストの削減が必須となってきたが、それに加えて付加価値を高める必要がある。図表8が示すように、平均手数料率（＝製造コスト）の高いミューチュアルファンドから低いETFへの資金流入の進展がある。加えて、インデックスETFへの資金流入だけではなく、

税効率の高いSMA、アクティブETF、オルタナティブへの資金流入が進んでいる。

#### 1) アクティブETF

インデックス国内株式ミューチュアルファンドとETFは、インデックススペースの投資商品に対する投資家の需要が全体的に増加したことから特に恩恵を受けている。2015年から2024年にかけて、インデックス国内株式ミューチュアルファンドとETFは2.9兆ドルの純流入となった一方、アクティブ運用の国内株式ミューチュアルファンドは3.0兆ドルの純流出となった（図表9左図）。

インデックス国内株式ETFは急速に成長し、2015年以降、インデックス国内株式ミューチュアルファンドへの純流入額のほぼ5倍となっている。過去10年間でETFの人気の高まった理由の一つは、より多くのブローカーと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にETFを導入したことが挙げられる。2023年には、フルサービスブローカーと手数料ベースのアドバイザーの顧客の家計資産のそれぞれ31%と45%がETFに投資されており、2013年の9%と18%から大幅に増加した（図表9右図）。

アクティブETFは、2019年にETF規制<sup>4</sup>が

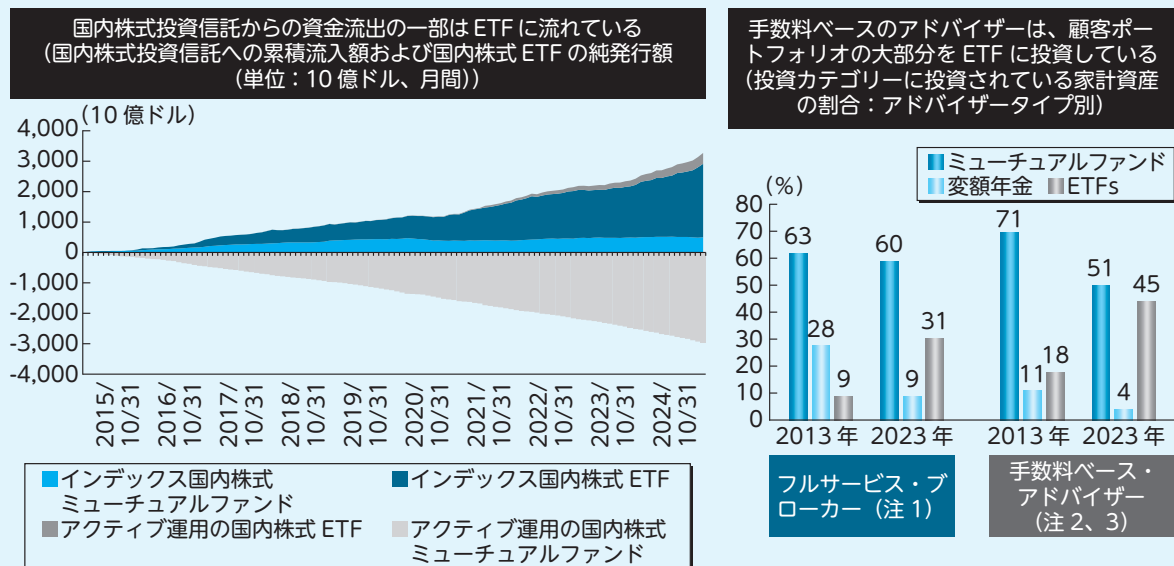
図表8 ミューチュアルファンドからインデックスETF等他の商品への資金流入

AWM業界：資金流入フローはより効率的で低コストのピークルに移行	ミューチュアル ファンド	インデックス ETFs	SMA	アクティブ ETFs	オルタナ ティブ
3年間の純資金流入平均（兆ドル）	-1.8	2.3	0.854	0.847	0.143
AUM（兆ドル）	14.5	11.3	3.7	1.4	0.639
平均手数料（ベースポイント）	58	15	21	44	122

（出所）Cerulli Associates等、米国出張での大手金融機関の取材（2025年11月）での各社、各種資料をもとに大和総研作成

4) 2019年のETFルールがETF業界、特にアクティブ型ETFの拡大に大きく寄与した理由は、当該ルールが①ETF設定手続きの簡素化及び透明性向上、②カスタム・バスケットの容認の2つと考えられる。特に①は透明性の向上により、アクティブ運用にコストの高いミューチュアルファンドで組成する説明が求められ、コストの低いETFの採用が増えたことでアクティブETFが増加したと考えられている。

図表9 ETF市場と 뮤チュアルファンド市場におけるアクティブETFの増加(左図)とETFの活用の変化(右図)



(注1) ワイヤーハウスのほか、地域、独立、銀行のブローカーディーラーが含まれる  
(注2) 登録投資顧問および二重登録投資顧問ブローカーディーラーが含まれる  
(注3) 手数料ベースのアドバイスを受ながら、ディスカウントブローカーやファンドスーパーマーケットを通じて自ら取引を実行した投資家の資産部分を除外  
(出所) 米国投資会社協会 (The Investment Company Institute (ICI)) 「2025 Investment Company Fact Book」のデータ (右図の元データは Cerulli Associates) をもとに大和総研作成

導入されて以来、利便性、手数料の低さ、 뮤チュアルファンドに比べて税制上の優遇措置があることから、爆発的な成長を遂げている。SIFMA (米国証券業金融市場協会) によれば、2025年までに385本のアクティブETFが新規設定され、これは同期間の米国におけるETF新規設定数の88%を占めている。加えて、アクティブETFの新規設定数はパッシブETFの数を上回っている。他方、アクティブ運用型 뮤チュアルファンド会社の約80%がアクティブETFを提供しており、アクティブ運用型 뮤チュアルファンドをアクティブETFに転換することも進んでいるとみられる。

## 2) WM顧客向けのプライベート市場商品のイノベーション

個人投資家向けに適切な特性を持つプライベート市場の商品が不足しており、機関投資家に比べてプライベート市場の商品の配分が少ない。しかし、株式と債券の相関関係の高まりにより、プライベート市場の商品は差別化された収益源として個人投資家のニーズが高まっている。

こうした中、個人投資家を含むより幅広い投資家に提供するために開発されたプライベート市場のファンドが、エバーグリーン型ファンドと呼ばれるセミリキッド・ファンド<sup>5</sup>である。エバーグリーン型ファンドとは、従来のプライベートエクイティ (PE) ファンドと同様に複数の投資家から

5) 一定期間ごとに限定的な流動性を提供するオープンエンド型ファンドの一種で、通常は四半期ごとに、投資家が換金できる金額の上限を、ファンドの純資産の5%までとして設定。

資金を集め、非公開企業の分散ポートフォリオに投資するが、従来のクローズドエンド型のドローダウンファンド<sup>6</sup>とは異なり、オープンエンド型ファンドである。さらに当該P Eマネージャーが利益実現を通じてポジションから離脱すると、個人投資家の資本は自動的に新たな取引に再利用され持続的な投資サイクルが生まれる。加えて従来のP Eファンドと異なり、低い投資最低額(25,000ドル程度)、定期的な流動性、簡素化された税務申告、継続的なキャピタルコールが不要になることで個人投資家がアクセスしやすくなった。

最近、同ファンドの残高が急増している。米国だけでも、2024年第3四半期時点で半流動性エバーグリーン型ファンドは351本あり、その運用資産総額は3,810億ドルに達している。そのうち半数以上が過去4年間で新規設定された。

米国のiCapitalやCAISなどのオルタナティブ投資プラットフォームを提供するウェルステック企業の台頭により、AWM会社がオルタナティブ投資商品を提供するための参入障壁が低下している。特に、iCapitalはプラットフォームの運営を担うフィンテック企業として台頭している。その特性としてまず、1) オルタナティブ・ファンド(ヘッジファンド、プライベート・デット・ファンド、インフラ・ファンド、不動産ファンド)を個人投資家に提供する販売会社(MS、GSと、チャールズシュワブ、フィデリティのIFAチャネルなど)と、2) オルタナティブ・ファンドを運用する運用会社(ブラックストーン、ブラック

ロックなど)を連携させることが挙げられる。次に、自社でファンドのデューデリジェンス、運用報告書の作成、オペレーション(カストディ会社、ファンド管理会社等のサービスプロバイダーとの連絡を代行)、ファンド・オブ・ファンズ向けの商品組成、個人投資家教育などのマーケティングなどを手掛けることが挙げられる。

### 3) ダイレクトインデックスの進化

変動の激しい市場の中で、投資家はポートフォリオのカスタマイズや税効率の高い戦略をパッシブ投資で追求できるダイレクトインデックスに注目している。ダイレクトインデックスとは、従来のインデックスファンドやETFとは異なり、指数を構成する個々の銘柄を直接所有することで、個人の価値観、財務目標、税務戦略を反映したカスタマイズを可能にする投資戦略である。コスト削減と最小限の投資で済む技術の進歩が普及を促進しており、同商品のAUMは過去5年間で年平均12.7%のペースで成長している<sup>7</sup>。

投資家が求めるカスタマイズの具体例として、集中ポジションからの分散投資が挙げられる。通常、投資家のポートフォリオの10%から20%が所属する会社の自社株などに集中した株式ポジションで保有されているが、ダイレクトインデックスは、インデックスエクスポージャーへのアクセスを通じて分散化を促進し、集中度を下げるのに役立つ。また、タックスロスハーベスティング<sup>8</sup>(損出し)によって実現した損失で利益を相殺

6) ドローダウンファンドは、従来のPEビークルで、投資家には500万ドルを超える高額資金が求められ、加えてファンドマネージャーが買収する企業を見つけるまで時間がかかり、さらにPEファンドの保有資産を売却し、元本と利益を投資家に返還するまでに何年もかかることがある。それまでは、投資家の投資価値を実現する手段がほとんどない。

7) 出所：<https://www.morganstanley.com/insights/articles/direct-indexing#F1>

8) 価値が下落した投資を売却し、損失を確定させるプロセス。この実現損失は、他の投資からのキャピタルゲインと相殺することで、年間の税負担を軽減することが可能。



することで、投資家の集中ポジション売却による税負担軽減にもつながる。

#### 4) モデルポートフォリオの普及

個別の金融商品からポートフォリオへの移行が進むと、F Aはモデルポートフォリオ（既製品およびカスタムされたポートフォリオ）を導入することで、F Aのビジネスの業務プロセスがポートフォリオ管理の部分で単純化され、規模の利益が追求できる。

モデルポートフォリオの導入により、ウェルスプラットフォームにおいて、F Aビジネスの生産性が高まり、成長が実現しやすくなり、その一方複雑化していたリスク管理も統一され、コスト削減に貢献している。ワイヤーハウスやR I Aは、アドバイザーに様々な顧客のリスク許容度に適したモデルポートフォリオの選択肢を提供することが可能となった。さらに、F Aビジネスを拡大するために、サードパーティのモデルポートフォリオの売り手と買い手をつなげるマーケットプレイスを構築している。このように、モデルポートフォリオとウェルステックにおけるイノベーションは、F Aの能力を高め、カスタマイズされたホワイトラベルのモデルポートフォリオを大規模に提供できるようにしている。WM会社の本部およびサードパーティのモデルポートフォリオは、オルタナティブ投資や暗号通貨などへのエクスポージャーをますます追加し、収益源の多様化を図っている。テクノロジーイノベーションにより、前述したダイレクトインデックスのSMAを利用するモデルポートフォリオが増加し、個人のSMA口座レベルでのタックスロスハーベスティングが進んでいる。

最大手のブラックロックは、前述のTAMP S

などのウェルスのプラットフォームにモデルポートフォリオを提供している。加えて、2025年からプライベート資産投資を既製ポートフォリオ（上場株と債券にP E資産とクレジットファンドを組み合わせたモデルポートフォリオ）にまとめて個人投資家に提供し始めた。

## 2. テクノロジー導入によるAWM会社の生産性の向上

### 1) 顧客エンゲージメントの分野

顧客に最も近い、顧客エンゲージメントの分野でのA I活用が見られる。F A Qや口座に関する問い合わせに対応する「自然言語チャットボット」が挙げられる。A Iアシスタントが、音声、テキスト、画面上での対話を通じて迅速な金融取引の支援を行う。その対応のデータの蓄積から、重要なタイミングを捉えて、顧客にパーソナライズされた洞察とアドバイスを提供している。

次に顧客データが必要な「パーソナライズされたパフォーマンスとゴール・ベースのレポート」を作成するJ P Mウェルスプランがある。サービス開始から1年程度で、利用者の100万件以上のパーソナライズプラン作成を支援した。Chase Mobile アプリおよびChase.comにて無料で利用できる。顧客に財務状況の全体像を提供し、計画、貯蓄、投資を一か所でサポートするデジタルマネーコーチであり、利用者はツールから直接アドバイザーと話す予約も可能である。ユーザーは休暇などの短期目標や、住宅購入や退職などの長期目標をリアルタイムで設定・追跡でき、個別のステップバイステップのガイダンスや洞察を受けられる。多数の顧客がウェルスプランを利用してプランの更新、計画の継続、目標達成に向けた支援を受けている。データは過去90日間の活動を



図表10 米国の主要大手金融機関のバリューチェーン上の生成AIの導入の状況

	顧客エンゲージメント	アドバイザー生産性	ポートフォリオ構築	リスク・コンプライアンス	オペレーション・バックオフィス
現在	・自然言語チャットボット：FAQや口座に関する問い合わせ用（例：BAC、Erica バーチャルアシスタント）	・会議や表面的なアクション項目の要約を行う法務・技術・マネジメント(LLM) (例：AI @ MS Debrief)	・顧客データと入力情報に基づくパーソナライズされたポートフォリオ(例：UBS My Way)	・AML/不正行為対策のための取引および行動異常検知 (例：ComplyAdvantage)	・文書／契約書処理および作成(例：モルガン・スタンレー)
	・パーソナライズされたパフォーマンスと目標ベースのレポート (例：JPM ウェルスプラン)	・社内データを活用するリサーチ／ナレッジアシスタント (例：GS全社アシスタント)	・アルゴリズムによるリバランスと税務損失の回収 (例：Wealthfront)	・コミュニケーション監視 (例：Movius)	・AIを活用したクライアントオンボーディング・アシスタント (例：Personetics)
	・顧客行動とデータに基づくエンゲージメントインサイト (例：MS / Aladdin Auto、Commentary)	・コンプライアンスレビューを含むメール、提案書、レビューレターのコンテンツ作成 (例：Zocks/Osaic パートナーシップ)	・大規模データセットを取り込む集中型リスク・ポートフォリオ分析 (例：BlackRock Aladdin)	・AI駆動型KYC検証 (例：Smart KYC / Deutsche)	・照合および決済自動化 (例：JPM契約インテリジェンス)

(出所) 各社、各種資料をもとに大和総研作成

記録している。さらにJPMのリモートの伝統的アドバイスチャネルであるパーソナル・アドバイザーズのすべてのクライアントは、投資前にウェルスプランを使った徹底的な計画プロセスを経る必要がある。必要であれば電話やビデオを通じて顧客とアドバイザーをオンラインでつなぐことができる。顧客は米国内のチェースの支店でも金融アドバイスを受けることが可能である。

最後に、「顧客行動とデータに基づくエンゲージメントインサイト」の事例が挙げられる。ブラックロックのAuto Commentaryは、①Aladdin Wealthプラットフォームの堅牢なデータとリスク分析、②個々のAWM会社のCIOによる市場見通し、③クライアントのポートフォリオ保有や投資嗜好に関する詳細な情報という3つの強力なデータ基盤を統合している。生成AIを活用し、数百のデータポイントを評価し、最も関連性の高いインサイトを強調するように要約する。これらの洞察を活用することで、ファイナンシャルアドバイザーは大規模な顧客基盤を活かして、効率的かつ効果的にパーソナライズする生成AIを活用

した大規模な仕組みをベースとしてサービスを提供し、価値を差別化し、顧客の資産の成長を促進する可能性を高める。

ブラックロックのAladdinリスク分析とMSのデータを組み合わせたMS独自のポートフォリオリスクプラットフォームが、Auto Commentary機能を初めて実装した。2025年10月からは、ファイナンシャルアドバイザーがAuto Commentaryを活用し、AIイノベーションをクライアント体験の最前線に押し出し、重要なクライアントとの対話により多くの時間を割ける。

## 2) アドバイザー生産性向上の分野

次に「アドバイザー生産性向上の分野」では「会議やアクション項目の抽出を行う大規模言語モデル(LLM)」の事例で、OpenAI搭載のツールで「AI @ MS Debrief」がある。2024年6月に公表された。クライアント会議の議事録、要約、初稿を代行し、アドバイザーの業務の効率化を、会社全体として図ることができ、会社としての効

率性を大幅に向上している。顧客の同意のもと、ファイナンシャルアドバイザーの代理として会議でメモを作成し、アクションアイテムを提示する。会議後、重要なポイントをまとめ、アドバイザーが編集・送信できるメールを作成し、メモをSalesforceに保存する。

この背景には、MSが2023年3月にOpenAIを唯一のWM戦略パートナーとして発表したことがある。その後、2023年9月に生成AI搭載のチャットボットで、FAが自社の知的資本に迅速にアクセスできるよう支援できるAI@MS Assistantを正式に会社全体に展開した。

加えて、GSは「社内データを活用するリサーチ／ナレッジアシスタント」として、GS AI Assistantを全社導入した。GS AI Assistantは複数のLLMに対応し、AIの開発者、投資銀行員、リサーチアナリスト、資産・資産管理部門の従業員など、各担当者に特化した機能を提供する。つまり最大の特徴は、複数のLLMプラットフォームを統合し、ユーザーがタスクに応じて最適なモデルを選択できる点にあり、単一プロバイダーへの依存リスクを回避する。ただし、複数のAIモデルを統合することで生じる一貫性の課題や、「ハルシネーション」と呼ばれる事実誤認の問題は深刻である。金融業界では些細な情報の誤りが巨大な損失につながる可能性があり、AIの出力を人間が検証する体制の構築が不可欠だとされている。

### 3) 想定されるAWM業界への影響

先述の2分野のAI導入による影響として、雇用と業界構造の変革、規制とリスク管理の変革、業界のビジネスモデル変革などが挙げられる。すでにテクノロジーと金融の融合が新たな段階に

入ったことを示す重要指標と位置付けられる可能性もある。まず、雇用に関しては、今後5年程度でAIが高度な分析業務まで担当すると雇用が大幅に減少すると予想される。その一方、AIシステムの監督、倫理的ガイドラインの策定、人間とAIの協働を最適化する役割など、従来存在しなかった専門職が生まれる可能性がある。金融業界でのAI活用拡大は、規制当局にとって、アルゴリズムの透明性、バイアスの防止、システム障害時の責任の所在など、従来の規制フレームワークでは対応しきれない問題に取り組む必要が高まってくる。AIが投資判断や顧客アドバイスに関与する場合、その根拠の説明責任や、システム障害が市場全体に与える影響の管理が重要になる。さらに、顧客との関係構築、複雑な金融商品の設計、リスク評価といった従来人間の専門性に依存していた領域でも、AIの活用が進む可能性があり、金融サービスの民主化にもつながりうる。先述したように高度な金融知識や分析能力がAIによって標準化されれば、従来大手金融機関が独占していたサービス提供への参入障壁が下がる可能性が高い。

## おわりに ～日本の大手金融機関 リテールビジネスの現 状と課題～

前述までの米国のAWM業界の動向を踏まえて日本の大手金融機関のビジネスモデルの現状と今後の課題について触れていく。

冒頭述べたように、金利上昇下で日本のメガバンクの企業価値は高まっているが、その主因は、預金・貸出の銀行のバランスシートの拡大によるものである。そのために、メガバンクは、これま

で以上に本格的に、国内のリテール顧客基盤（預金基盤）の獲得競争に戦略的に取り組んでいる。ただし、リテール預金の獲得は、前述図表7で示した米国の金融機関の見込み客の確保と同じであり、収益性の高い富裕層をターゲットとする資本ライトなAWMビジネスに、いかに効率良くつながっていくかが、将来のさらなる企業価値向上の鍵となる。大手総合証券のAWMビジネスにおいても、コミッション（売買手数料）を中心とするブローカレッジから、ファンドラップ、SMA等の残高手数料、投資助言・顧問料を中心とする資産管理型ビジネスへのさらなる移行が、企業価値向上の重要なポイントとなる。

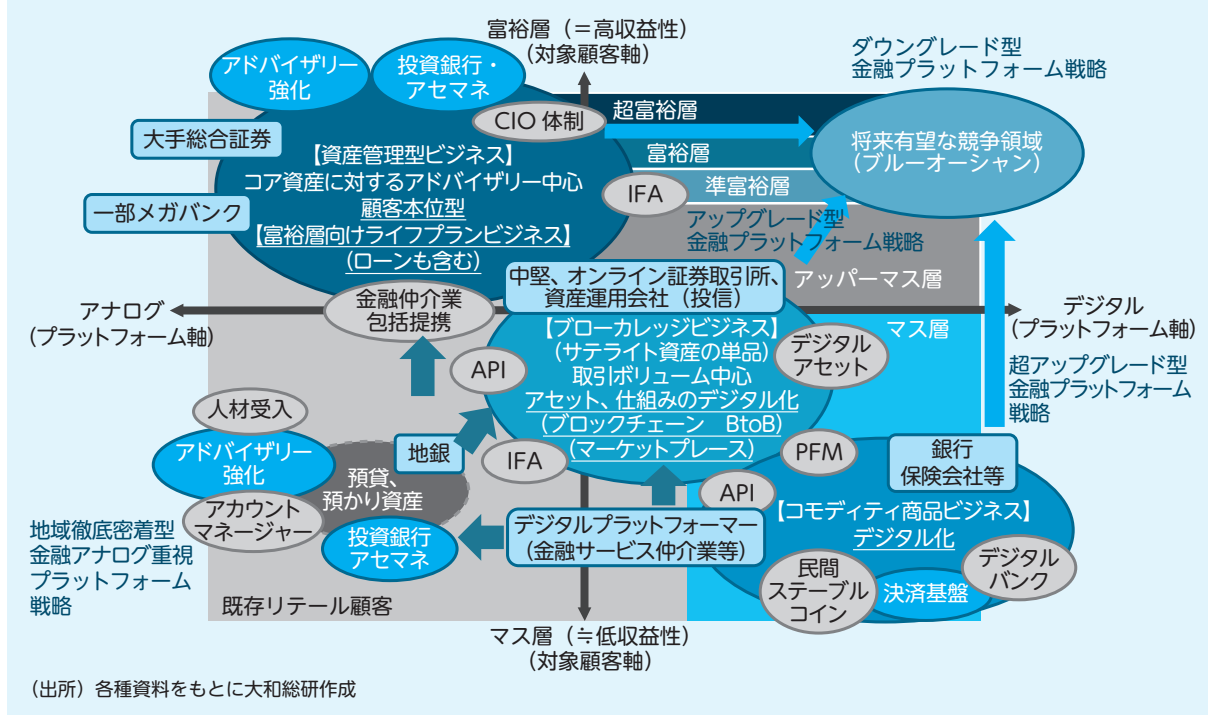
この点を説明するために、図表11にプラットフォーム軸（横軸）と対象顧客軸（縦軸）によって、リテール金融ビジネスを、1）コモディティ商品

ビジネス（銀行、保険会社等 右下）、2）ブローカレッジビジネス（中堅、オンライン証券、取引所、資産運用会社 中央）、3）資産管理型ビジネス（大手総合証券 一部メガバンク 左上）の3つに分類した。メガバンクは、左記1）の領域において、図表中のデジタルバンク、ステーブルコイン等によって決済基盤のグリップを強化しようとしていると考えられる。大手総合証券、一部のメガバンクは左記2）から3）に、ビジネスモデルの軸をさらにシフトさせることが経営課題となっている。

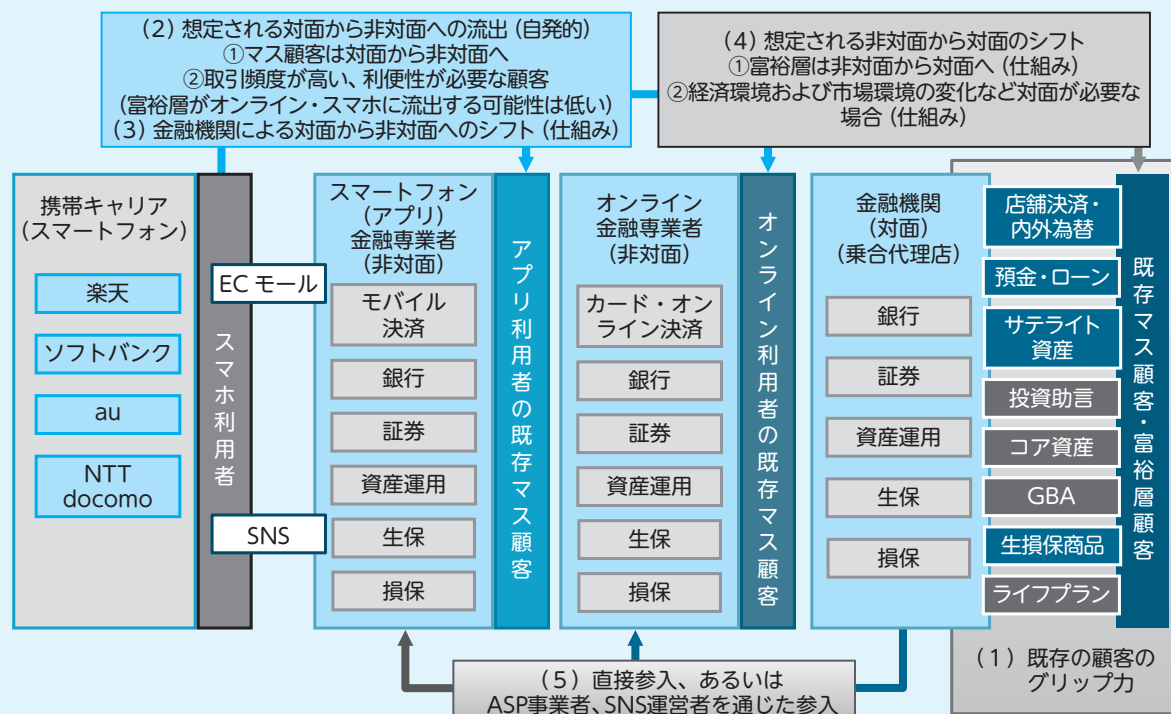
その背景には、モバイル決済とポイント経済圏を強みとする大手携帯キャリアとのリテール顧客基盤の主導権争いがある。事業会社の金融業の参入において業際規制が厳しい米国にはない特有の競争である。左記1）と2）では、デジタル・プラットフォームでの競争が非常に激しくなっている。

この視点を深堀するために、図表12では、1）

図表11 リテール金融のプラットフォーム軸（横軸）と顧客軸（縦軸）によるビジネスの分類



図表12 携帯キャリアとのネット金融における競争の中で、伝統的な金融機関は見込み顧客を維持しながら収益性の高い対面の富裕層のAWMビジネスにつなげることができるか



(注1) 「(1) 既存のグリップ力」に縦列している商品・サービスの8項目（店舗決済・内外為替～ライフプラン）は、各対面の金融機関が提供する商品・サービスを示す。濃い青色：マス顧客層向けでコモディティ化が進んでいることから「顧客のグリップ力」が低い項目、薄い青色：富裕層顧客向けで「顧客のグリップ力」が高い項目、を示している。GBAはゴールベースアプローチの略語。

(注2) ASP事業者とは、通常の業務用ソフトが持っている機能をインターネットなどのネットワーク上で提供し、月々の支払いでその機能が利用できるようにした提供業者のこと。

(出所) 各種資料をもとに大和総研作成

大手携帯キャリアがグリップするスマートフォン利用者、2) アプリとオンライン金融事業者がグリップするマス顧客、3) 対面の金融機関（銀行、証券、生損保、資産運用会社等）のマス・富裕層顧客の関係性を示した。

携帯キャリア各社のグループ戦略の中でも、ネット金融の活用が、（例えばECモールでのモバイル決済、SNSでの金融商品のマーケティング及び取引等において）携帯サービスの利用者を金融の顧客として囲い込む上で重要となっている。

一方、対面の金融機関から見ると、現在取り扱う商品・サービスのグリップ力の強弱が重要とな

る。ただし、金融業態別に有するサービスの特性で金融機関のグリップの限界が異なる。その結果としてグリップ力が弱い商品を主力としている金融機関は顧客の流出に直面しやすい（図表12中の右下「(1) 既存の顧客のグリップ力」）。金融業態間で相対的に自社の金融の既存の金融商品・サービスのコモディティ化（ネット販売が可能となる）が進めば、グリップ力が弱くなり、既存顧客のネット・チャネルへの流出が進む（図表12中の「(2) 想定される対面から非対面への流出（自発的）」）。その場合、①マス顧客は対面から非対面へ、②取引頻度が高い、利便性が必要な顧客も対面から非対面チャネルに流出が進む。これに



該当する金融業態は銀行・保険が考えられよう。

一方、大手総合証券、資産運用会社のターゲットとする富裕層（業者によるパーソナライズが必要な顧客）はインターネットやスマホに流出する可能性は低いと考えられる。ただし、ネット・チャネルへ誘導する必要のある顧客（カスタマイズできる顧客）がシフトするような仕組みを構築すれば効率化が図れる（図表 12 中の「(3) 金融機関による対面から非対面へのシフト（仕組み）」）。

他方、大手総合証券では、ネットを活用している次世代顧客が将来的に富裕層になる可能性があるため、このような顧客層を非対面から対面チャネルにシフトする仕組みの構築が有効であると考えられる（図表 12 「(4) 想定される非対面から対面のシフト①富裕層は非対面から対面へ（仕組み）」）。図表 12 (4) の②経済環境および市場環境の変化など対面が必要な場合、自身のポートフォリオのリスクに関係するマーケットの動向への関心が高まるため、マス層、富裕層問わず専門的な情報を提供する対面チャネルへのニーズが高まる可能性がある。例えば、非対面と対面を合わせたハイブリッド・チャネルの仕組みなどが必要となる。

あるいは、対面の金融機関が図表 12 の (5) に示すように、「直接参入」あるいは「ASP 事業者、SNS 運営者を通じた参入」を戦略的に取り組み、事業化する可能性もあろう。ネット金融機関が自社のネット事業基盤の競争力を高めて B2B 事業に金融 ASP として参入することが非常に有効なビジネスモデルとなると考えられる。ネット金融が台頭し、携帯キャリアと対等に連携して事業の収益性を改善していく可能性が高い金融業態は、図表 12 (1) において顧客グリップ力が高い金融業態であり、さらに図表 12 (5)

において金融 ASP としても競争力を維持できる金融機関となろう。これに既存の金融機関で該当するのは、メガバンクの一部と大手総合証券 2 社であろう。

この点において、メガバンクの一部は、リテールのマス顧客は、利用頻度が高い小口決済機能（ポイントサービスが付随するモバイル決済、カード決済）を充実させれば、メイン預金口座（給料・年金等のメインの振込口座）の地位を確立しやすくなるとの発想を起点とするビジネスモデルの変革を着実に実行している。例えば、2023 年に設立した三井住友銀行と三井住友カードの Olive（オリーブ）が挙げられる。銀行とカードのシステムを共通化し、VISA カードと連携して、1 枚のキャッシュカードでクレジット、デビット、ポイント払いの 3 つの支払いに対応する「フレキシブルペイ」を世界で初めて開発した。これを軸に、リテール顧客向け総合金融サービスをデジタルベースで提供できる環境をオープンプラットフォームで整備してきた。つまりオリーブを銀行口座・カード決済・証券・保険などをシームレスに提供する次世代プラットフォームとしてグループ内外のトップ企業との提携を進めてきた。この結果、2024 年度末にはオリーブ経由の預金獲得が 1.6 兆円、2025 年 7 月には、約 600 万口座（オリーブのアカウント数）に達した。さらに、2025 年 5 月には三井住友カードとソフトバンクがデジタル分野における包括的な業務提携に合意した。金融分野では「PayPay」との相互連携により、キャッシュレス決済サービスの拡充が実現されている。非金融分野ではすでに 2025 年 3 月に開始した旅行サービスとともに、ヘルスケアや、小売り・飲食業界向け AI による需要予測、生成 AI などの幅広い商品サービスを掛け合わせるこ



とで、オリーブを金融の枠にとらわれないスーパーアプリへとさらに進化させることも戦略的に取り組んでいくと考えられる。ただし、この分野は収益性が低いレッドオーシャン（競争が激しい市場）であり、リテール決済基盤、預金基盤の拡充にのみ効果を発揮すると考えられる。収益性の高い顧客への紹介（トスアップ）の部分では投資助言サービスにおけるSBI証券との連携が挙げられてはいるものの、経営課題が多い。

そもそも日本の大手金融機関のAWMビジネスは、前述した米国のAWM業界のようなダイナミズムは見られない。WMビジネスにおいては、日本の総合大手金融機関は、ブローカレッジビジネスから資産管理型ビジネスにシフトしているステージと考えられる。ここでは、大手金融機関がこれまで営業員の裁量に任せていた市場の見方を中央集権化させてハウスビューを本部が形成して

いくステージと考えられる。いわゆるCIO（チーフ・インベストメント・オフィサー）機能を強化している段階である。加えて、営業体制の変革においても課題が残る。これは、リテール向けの投資一任商品であるファンドラップ、SMAなどの残高手数料を中心とする資産管理型ビジネスの営業体制と、コミッションをベースとするブローカレッジの営業体制とは異なる部分が多いためである。AMビジネスでは、日本特有の課題が残っている。まず、日本にはグローバルなマルチアセットのAM会社が存在せず、AUMの規模が小さいAM会社が多いことである。AUMを拡大していく戦略を採用している大手金融機関はあるものの、その数は少ない。次に、投資顧問ビジネスの収益性が低い中で、投資信託組成が中心となるビジネスが主流となっている。既存の「投資信託製造中心のビジネスモデル」からの脱却がはかりに



くい。最後に、日本の資産運用会社は、資産運用機能と資産管理機能（資産運用会社のミドルバック事務）の両方を一つの会社が担っている。そのため資産運用機能に特化できず、それが資産運用の高度化に結び付いていない理由でもある。それら二つの機能が分離され、資産管理は資産管理会社という別会社が担っているのが米国のAM業界である。このため収益性の面において、日本AM会社は、米国のAM会社よりも低い。このような機能分離を含めて、現在、米国のAWMビジネスでみられるような業界全体の変革のダイナミズムが、将来的に日本のAWMビジネス業界の構造的な部分にみられるようになれば、大手金融機関のAWMビジネスの収益の源泉が大きく変化していく可能性がある。

これらを踏まえて、日本のリテール金融ビジネスの状況を整理すると、デジタル・プラットフォームを活用したレッドオーシャンでの低収益のビジネスモデルの変革は見られるが、ブルーオーシャン（低競争市場）での高収益のビジネスモデルの変革は相対的に進んでいないと思われる。つまり、見込み顧客をグリップする仕組みにおいて大きな進展はみられるが、収益性の高い富裕層をターゲットとするAWMビジネス自体に依然課題が多いといえる。

前述したように、米国の主要大手金融機関の企業価値は収益性の高いAWMビジネスを自社のコアなビジネス（商業銀行、投資銀行）に加えて進化させていくかに左右される。米国のMSとJPMの企業価値レベルを目指すのであれば、AWMビジネスモデルの更なる変革が必要ではないか。

[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