
変容するウェルス マネジメントビジネス

—顧客起点の
ビジネスモデルに変革せよ

第3回

「顧客本位を重視した
富裕層向け投資一任サービス」

著者紹介

西郷 篤(さいごう・あつし)

PwCあらた有限責任監査法人のパートナー。同監査法人において、17年以上にわたり資産運用に関連する監査業務およびアドバイザー業務に従事。投資信託、外国籍ファンド、ウェルスマネジメントおよび政府系ファンドなどの分野でサービスを提供している。

堤 俊也(つつみ・としや)

PwCコンサルティング合同会社、Strategy&のパートナー。金融サービス、特にウェルスマネジメントビジネスへのアドバイスを専門とする。銀行・証券や保険会社の成長戦略立案、営業戦略、オペレーティングモデル設計を含むトランスフォーメーションプロジェクトの実行支援などを国内外の金融機関に対して実行している。

井出 勝也(いで・かつや)

PwCコンサルティング合同会社、Strategy&のシニアマネジャー。銀行・保険・証券などの金融機関に対して、事業戦略の立案、ビジネスモデルの変革に伴う全社組織再編やコスト構造の最適化、オペレーション設計などの支援に従事している。

佐藤 絵理(さとら・えり)

PwCコンサルティング合同会社、Strategy&のシニアアソシエイト。銀行・保険・証券などの金融機関に対して、全社組織再編、営業活動効率化、ビジネスケース策定支援などの経験を有する。近年はウェルスマネジメント事業戦略の策定支援などに従事している。

橋本 隆生(はしもと・りゅうせい)

PwCコンサルティング合同会社、Strategy&のアソシエイト。ウェルスマネジメントビジネスに関する市場調査・分析、および富裕層顧客に対するサーベイ・インタビュー調査に継続的に従事。ウェルステックのプレーヤーの新規市場参入支援の経験も有する。

問い合わせ先

PwCコンサルティング合同会社 ストラテジーコンサルティング(Strategy&)

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目2-1 Otemachi Oneタワー

代表Tel:03-6257-0700 Fax:03-6257-0701

jp_cons_srategy-info-mbx@pwc.com

<http://www.strategyand.pwc.com/jp>



変容するウェルスマネジメントビジネス —顧客起点のビジネスモデルに変革せよ:

第3回「顧客本位を重視した富裕層向け投資一任サービス」

ウェルスマネジメント事業においては金融庁による「顧客本位の業務運営」に関するイニシアチブが浸透しつつある現在、手数料モデルから預かり資産残高を基礎としたフィーモデルへの転換が進行。このような中、投資一任サービスの重要性が増している。本稿では、Strategy&が2021年7月に実施した国内富裕層顧客調査を参考に、顧客ニーズに合致したウェルスマネジメント事業モデルに関して考察する。

1. 投資一任サービスの事業環境

顧客から一定の資産を任されて運用を行う投資一任サービスの提供は、国際的に見てもウェルスマネジメント事業の重要な位置を占めている。日本国内において株や債券などを直接組み入れる投資一任サービスは、ごく一部の個人投資家を除き主に機関投資家向けに提供されている。一方、富裕層を含む個人投資家には投資一任契約の一類型として、投資信託などのファンド商品を組み入れるファンドラップ/SMAが提供されている。

近年金融機関による積極的な販売を受けて、ファンドラップ/SMAの残高が増加傾向にある。日本投資顧問業協会の統計によると、2022年3月末の契約資産残高は14兆122億円となり、前年度から2兆8,037億円(25.0%)増加している*1。5年前の2017年3月末には6兆5,702億円であり、5年間で113%増加した。また、金融庁の調査によると直近の2021年度にはファンドラップ/SMAに対する純資金流出入は1兆3,000億円あり、金融機関における販売が好調であったことがうかがえる。

国内の個人向け運用商品の動向を俯瞰すると、直近ではアクティブ運用の投資信託の販売が低迷

する一方、信託報酬や手数料が安いパッシブ運用による積立投資の増加が顕著に見られる。金融庁の調査によると、2021年度においては積立投資信託の販売額が2兆7,000億円となり(内訳は主要行等5,400億円、大手証券会社等2,500億円、地域銀行2,400億円、ネット系証券会社等1兆6,700億円)前年度の1兆4,300億円から89%増加している*2。また、投資信託の販売額に占める積立投資信託の割合も急伸しており、例えば主要行等においては20.2%、ネット系証券会社等においては36.2%が積立型投資信託となっている。アクティブ運用の投資信託の販売にブレーキがかかる一方、低手数料のインデックスファンドを利用した積立投資に資金が流れているというのが全体的な傾向だ。

インデックスファンドの割合拡大による手数料収入等の低下は世界的な傾向だ。PwCは2016年には17%であった世界の運用資産に占めるパッシブ運用の割合が2025年には25%に拡大し、それが金融機関の収益性を大きく圧迫すると予測している*3。こうした背景もあり、投資一任サービスの重要性が金融機関の間で高まっている。

日本国内では経済格差が拡大しアフルエント層・富裕層が出現する中で、並行して金融リテラシーの向上とそれに伴う積立投資の浸透が起こっている状況だ。このため、海外のように富裕層を対象とした投資一任サービスには一定の需要があると考えられるが、低手数料のパッシブ運用との比較に耐えられるサービスの設計が必要となる。

2. 富裕層向け投資一任サービスの 主戦場 (Strategy&国内富裕層顧客調査)

Strategy&が実施した調査の結果から、日本国内

*1: 一般社団法人 日本投資顧問業協会, 2022. 「投資顧問業協会統計資料」(2022年9月閲覧) <https://www.jiaa.or.jp/toukei/>.

※ファンドラップ、SMA共に統計では「ラップ業務」に含まれる。

*2: 金融庁, 2022. 「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」(2022年9月閲覧) <https://www.fsa.go.jp/news/r3/kokyakuhoni/202206/02.pdf>.

*3: PwC, 2018. 「アセットマネジメント2025」

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2017/assets/pdf/awm-revolution-full-report-final.pdf>.

図表1
富裕層セグメントと特徴

セグメント	ペルソナ	金融機関		顧客接点	デジタル	アドバイス	金融機関切替*2		特殊な商品*3 保有+意向
		保有口座 2以下	ネット系 シェア	非対人 アドバイス 希望	デジタルデバイス 受容度*1 / ツールに 求める機能	アドバイス希望/ 内、中長期の ライフアドバイス 希望	理由	プロダクト	
A 超富裕層*4 10億円～ (N=77)	・事業売却・承継などで 形成した経営者層 ・若年ニューリッチも多い	61%	23%	27%	75% / 資産運用への アドバイス	70% / 67%	13% ≒ 21%	31%	口座一本化の動き、商品 購入から投資一任へ 頻繁な面談でアド バイザーとの関係 構築 アドバイザーと面談しな がら利用 資産運用に限らず相談 したい、丁寧なアドバ イスを求める 切替理由は営業員含む 「金融機関イメージ」に 収斂 テ일러メイドの商品 を求める
B アッパー富裕層 4～10億円 (N=77)	・事業売却・承継で財を 成した経営者 ・経験年数が浅い富裕層 も多い	36%	27%	35%	86% / シミュレーション (総合的資産の 見える化)	66% / 46%	41% > 30%	24%	品揃えへの不満は依然 多いが、口座一本化の兆 しも有 ポートフォリオを俯瞰した 管理のニーズ 中長期のライフアドバ イスを求め始める 商品から営業員との関 係重視に変調 特殊な商品を含め一通り 購入
C 一般富裕層 2～4億円 (N=262)	・資産を積み上げてきた 大企業社員や経営者 ・経験年数が長く、特殊な 金融商品に関心	35%	31%	36%	81% / シミュレーション (個別トピック)	66% / 34%	24% < 49%	23%	品揃えへの不満は多い が、ユニークな商品を求 め 口座数は増加 相続税など個別トピック にニーズ ライフアドバイスより商 品知識・投資判断求め る 品揃えて金融機関選別 特殊な商品の保有にも 積極的
D アフルエント層 5,000万～2億円 (N=3,322)	・ボリューム多い 「主戦場」 ・多様なペルソナ混在	44%	36%	41%	81% / シミュレーション (資産形成)	66% / 36%	29% ≒ 29%	20%	ネット証券中心に口座数 は 増え始める 大部分は求める機能は シンプル 主な不満は引継の不備 不満はあるが、決定的 にならない 興味はあるが、一般 的な商品で満足
E マスアフルエント層 3,000～5,000万円 (N=2,133)	・コツコツと給与を貯蓄 してきた会社員、退職金 が入った高齢者に二分	55%	37%	45%	74% / シミュレーション (資産形成)	69% / 40%	25% ≒ 29%	13%	複数口座保有はベテラ ンなど一部 非対人だけでも 一定数 抵抗感ある層も一定数 存在 主な不満は引継の不備 不満はあるが、決定的 にならない 一般的な商品で満足

*1：資産運用においてデジタルデバイス(スマホアプリ、PC、タブレットなど)を「普段から活用している」または「利用していないが抵抗はない」と回答

*2：現在の資産運用のメインバンクからの移行を検討中

*3：デリバティブ、CFD(差金決済取引)、IPO株、コモディティ、プライベートエクイティ、ヘッジファンドなど

*4：調査上の制約があるため便宜上10億円で区切ったが、実際には保有資産数十億円規模の顧客を想定

出所：Strategy&富裕層顧客調査(2021年7月実施)

の富裕層においては金融資産5,000万円から2億円の「アフルエント層」(図表1のD)がウェルスマネジメント事業の主戦場になり得ることを示している(第1回「顧客ニーズを起点としたウェルスマネジメント事業モデル」)。このセグメントには、①プロフェッショナル層、②大企業の共働き子育て世帯、③地方の名家・地主・士業(開業医など)、④リタイア前後の会社員、⑤リタイア・年配層など多様なペルソナが存在する。

それぞれ求める金融サービスも異なるが、主に資産形成層である①および②が将来的な一般富裕層およびアッパー富裕層の予備軍であり、長期の信頼関係を構築することが重要であると分析している。

調査の結果から、これらの層はネット証券を中心に口座数を増やし始めており、デジタルデバイスの受容度が高く、66%は何らかのアドバイスを金融機関に求める傾向が見られた。また、このうち36%は中長期のライフアドバイスを求めており、商品の種類としては比較的シンプルなものを希望している。これらの層は、近年拡大している積立投資などを利用した低手数料のインデックス投資に積極的な層とある程度重複していると考えられ、一定の金融リテラシーを持ち、金融サービスのコストにセンシティブな層を含むと見られる。これらのことから、富裕層向け投資一任サービスにおいても、アフルエント層が主戦場になると考えられそうだ。

3. 投資一任サービスの流れ

図表2は、投資一任サービスの提案から実際の投資先ファンドにおける運用に至る一連の流れと、各段階で期待される付加価値を示している。まず、資産形成層の投資行動として積立投資の重要性が増している環境を踏まえると、投資一任サービスを入口で提案するプレーヤーは、顧客のライフプランを前提に期待利回りやリスク許容度を勘案した積立額のアドバイスをすると考えられる。

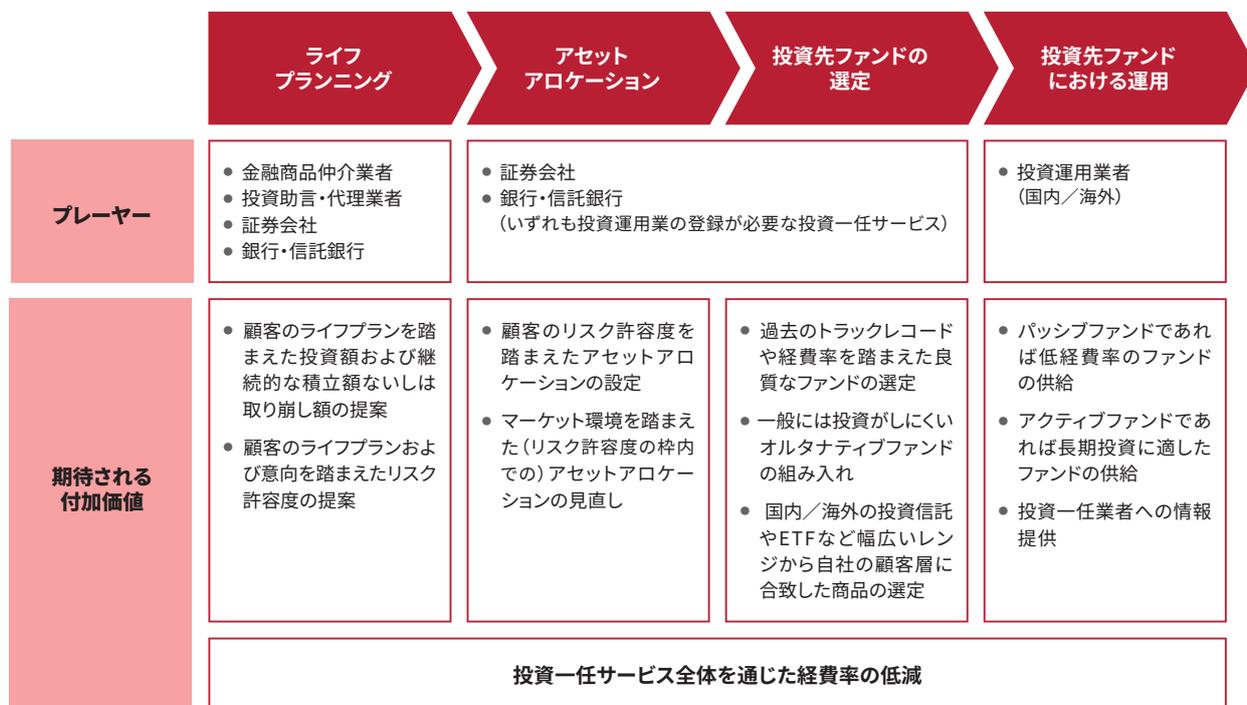
また、富裕層顧客は運用可能な金融資産の全てを投資一任サービスに振り向けるのではなく、その他にも上場株、未公開株、債券、デリバティブないしは不動産などへの投資を行うケースも想定される。このような場合には、投資一任サービス内だけでなく、富裕層顧客から預かっている資産全体でのアセットアロケーションの観点からアドバイスをしていくことで、さらに踏み込んだ価値を提供できる。

次に、実際の投資一任サービスの中身としては、

顧客のリスク許容度を踏まえたアセットアロケーションの設定や、その見直しの的確さが付加価値の源泉となる。また、実際の運用は投資先の各ファンドで行われるので、優良なファンドを選定することが必須となる。アクティブファンドで運用する場合には過去のトラックレコード等を踏まえて選定することが重要であろうし、パッシブファンドであれば特に投資先ファンドにおける経費率が低いファンドを選定することが大切だ。こうした目線で優良なファンドを選びつつ、投資先の運用業者からは独立した立場を保つことが非常に重要だといえる。

投資先ファンドの運用は各ファンドの運用会社が行い、国内外の運用業者が扱うファンドを選択できる。パッシブファンドであれば低経費率のファンド、例えば米国ETFなども対象になり得る。パッシブ、アクティブいずれにしても必ずしも投資一任サービスのために新規のファンドを設定する必要はなく、投資一任業者はすでに運用規模が大きい優良なファンドを選定すれば良い。また、同調査結果からは、特

図表2
投資一任サービスの流れと期待される付加価値



出所：Strategy&国内富裕層顧客調査(2021年7月実施)

に資産形成層をターゲットとした投資一任サービスでは複雑なファンドは必ずしも求められておらず、顧客が理解しやすいシンプルな金融商品が訴求すると考えられる。

この一連の流れで重要になるのは、投資一任サービス全体としての経費率を下げることだ。金融庁の調査によると、国内のファンドラップでは投資一任業者が得る手数料や投資一任受任料、投資先ファンドの信託報酬で合計2%程度、ないしはそれ以上の経費がかかっている例が多く見られ、結果として経費控除後の平均パフォーマンスがバランス型の投資信託に劣後していることが指摘されている*4。

現在のように低金利が長期化する中で投資一任サービス全体としての経費率が2%を超えてしまうような状態だと、アセットアロケーションをしても債券運用分についてはその期待リターンをほとんどを経費が占めてしまうか、場合によっては経費控除後の期待リターンがマイナスになってしまう。こうした商品性では、コストにセンシティブで金融リテラシーが向上していると見られる資産形成層に長期的に選ばれるサービスにはなりがたいであろう。そのため投資一任サービスの販売・運用に関するオペレーティングモデルを見直し、低い経費率（報酬率）でも利益が出る体質を作っていくことが重要だと考えられる。

4. オペレーティングモデル

先に示した投資一任サービスの流れの各段階について、必ずしも1つの金融機関が全てをカバーする必要はない。自社が強みを持った段階にフォーカスし、そうでない段階は他社と協業することも検討する必要がある。

例えば、優秀な営業員を持ち、富裕層に対する対面営業には強みがあるものの、アセットアロケーションや投資先ファンドのソーシングは得意でない金融商品仲介業者や証券会社などもあり得るであろう。その場合には、自社は顧客に対するライフプランニングや商品の提案に特化し、投資一任契約の運用はそれが得意な他社に任せる、といった手段もとり得る。逆もまたしかりで、アセットアロケーションや

ファンドの選定には強みを持つものの富裕層に対する営業チャンネルには強みがない場合には、それを持つ金融商品仲介業者等と協業することが考えられる。資産運用会社（アセットマネジメント会社）が証券会社や投資顧問会社の営業員を支援する形で、アフルエント層・富裕層に対してアセットアロケーションのアドバイスを付加価値業務として提供することが一例となる。

また、先述の通り投資一任業者は投資先ファンドの選定に当たり、その投資運用業者からは独立した立場で選定することが重要だ。逆に見ると、顧客本位が徹底された投資一任サービスにおいては、国内外の投資運用業者は投資一任業者と協業することで富裕層の資金にアクセスすることが容易になり、また自社が強みを持つファンドの運用に専念できることとなる。

このように、各金融機関が自社の強みを認識し、そこに注力していくことがパフォーマンスの改善、顧客本位の観点から重要だ。

5. 他の顧客層に向けた付加価値

これまでアフルエント層のうち、主に資産形成層に注目してあるべき投資一任サービスについて検討してきた。最後に、より上位のセグメントに訴求する要素について、当社の調査結果から考察したい。

金融資産2億～4億円程度の一般富裕層（図表1のC）は、金融機関の選定に当たって、営業員の質よりも商品の品揃えを重視するという結果が出てきている。また、オルタナティブファンド等の比較的複雑な商品に対する関心が強まるのも、この層からである。適切なアセットアロケーションを維持しながら最低投資金額がもうけられるような、特殊な資産にも投資が可能なセグメントとなるのも一般富裕層からと考えられる。投資一任業者にとっては、こうした特殊な商品を含めたアセットアロケーションを提案することで自社を差別化することができる可能性がある。

アッパー富裕層（B）／超富裕層（A）については、4億円から数十億円といった規模の金融資産を持ちながら、事業売却や事業承継によって一気に金融資

*4：金融庁、2021.「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2021」（2022年9月閲覧）
https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210625_2/20210625_2.html

産を築いており、中には投資経験が少ない富裕層も含まれることが特徴である。その結果、運用口座を一本化して運用資産全体を俯瞰したサービスを期待する傾向にあり、まさに投資一任サービスの提案に適した層であるといえる。また、営業員との関係を重視することが特徴である。この層の投資一任契約は、金融機関に年間数百万円から数千万円超の収益をもたらす可能性があることから、数は少ないものの重要な顧客層だといえる。金融機関にとっては多様なリスク許容度やライフプランに応じ、オルタナティブ商品への投資も含む投資一任サービスを提供することが重要だ。

また、今まで投資一任商品の対象となりづらかったマスアフルエント層(E)に対しても、ゴールベースのコンセプトを内蔵したファンドラップサービスが出てきている。このような投資一任の簡易サービスも市場に出てくる兆しがある中、さまざまなセグメントに合わせた資産形成サービスをより低価格で効率よく提供することが金融機関に求められている。

Strategy&

Strategy&は、他にはないポジションから、クライアントにとって最適な将来を実現するための支援を行う、グローバルな戦略コンサルティングチームです。そのポジションは他社にはない差別化の上に成り立っており、支援内容はクライアントのニーズに応じたテイラーメイドなものです。PwCの一員として、私たちは日々、成長の中核である、勝つための仕組みを提供しています。圧倒的な先見力と、具体性の高いノウハウ、テクノロジー、そしてグローバルな規模を融合させ、クライアントが、これまで以上に変革力に富み、即座に実行に移せる戦略を策定できるよう支援しています。

グローバルなプロフェッショナル・サービスにおいて唯一の大規模な戦略コンサルティング部門である Strategy&は、クライアントが目指すべき方向を示し、最適な方法を選択し、実現させる方法を提示すべく、戦略策定のケイパビリティを PwC の最前線のチームに提供しています。

その結果は、可能性を最大化するために強力なだけでなく、効果的に実現できるような実践的アプローチであり、信頼性の高い戦略プロセスです。今日の変革が明日の成果を再定義するような戦略です。ビジョンを現実のものへと作り上げる戦略です。“It’s strategy, made real.”戦略が現実のものになるのです。

www.strategyand.pwc.com/jp