

## 米国における富裕層向け金融ビジネス ～米国出張報告 顧客獲得にはロコミが威力を発揮～

発表日：2007年12月12日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（TEL：5221-5223）

富裕層向けの金融ビジネスについて、シリコンバレーやラスベガス周辺でヒアリングした。米国の富裕層ビジネスは、多様な資産管理ニーズを満たし、顧客を囲い込みを目指すようなビジネスモデルである。ただし、日本の状況とは、いくつか事情が異なる部分もあった。資産残高にフィーを求めるラップ口座は、富裕層マネーの受け皿となっていると言われるが、日本では投資信託に比べて手数料などの面でメリットがより大きいことを顧客にアピールできる商品性の追及が重要であろう。

出張概要：2007年12月3日（月）から7日（金）にかけて、米国のテキサス州オースチン、ネバダ州ラスベガス、カリフォルニア州サンフランシスコ、シリコンバレーにて金融機関など関係者（9先）にヒアリング。本稿は、筆者が日本証券業協会東京地区評議会のプロジェクトの一環として実施された米国リテール証券業務視察のメンバーとして同行し、そのヒアリングの中から感じたことを個人的に書き記したものである。

### 富裕層へ提供されるサービス

米国は富裕層の絶対数が多く、彼らを顧客にした資金運用ビジネスが一大市場として成立している。ヒアリングした証券会社が異口同音に述べていたのは、「自分たちが目指しているのは顧客との長期的な信頼関係を築くことだ」ということだ。これは、顧客の囲い込み競争に勝利するには、富裕層の多様なニーズにひとつひとつ応えて、満足度を高めることが肝要だということである。それに成功すれば、「信頼感を得るほどに、顧客の中にはもっと多くの資産を管理して欲しいと考える」人が現れたり、ロコミで他の顧客を紹介してもらえる。その結果、「顧客満足度を上げれば、利益はあとから着いてくる」という。

では、富裕層の資金ニーズは何かと言えば、代表的なものは、①資産運用、②相続・事業承継、③節税対策、④寄付の管理、などが挙げられる。そもそも、事業などを手がけている富裕層には「資産運用などをアウトソースして、誰かに任せたい」というニーズがある。だから、「それを切り盛りする番頭さんのような役割」を富裕層担当の金融アドバイザーに求める。

例示すれば、①と②は「どうやって資産を守り、どうやって後世に引き継ぐか」という関心である。ライフプランの相談については、「長生きしている両親の面倒をどうするかとか、結婚を繰り返した人が後の方結婚でできた小さい子供の将来にどう手当てをするか」という問い合わせもあるようだ。顧客ごとに人生のイベントに起伏が大きいだけに、彼らのライフプランにも様々なニーズが生じる。富裕層向けの金融ビジネスは、顧客ごとに運用手法をカスタマイズできるところに、サービス提供の妙味はあるのだろう。アクティブな顧客を抱えている人からは、「顧客が海外不動産、骨董などに興味を持っていて、最近は東欧やオーストラリアへの不動産投資を考えている」という話もあった。

反面、顧客のニーズに叶うようなサービスが提供されるということは、金融機関側からみれば、厳しい要求にさらされているということでもある。複数の部門を持っている金融機関では、「4つの部門のうち、富裕層部門が最もディマンディングで、同業との競争が厳しい」と述べていた。規模の大きい金融機関は、多様なニーズに要求に応えるために、フルライン戦略の強みを発揮しやすいという面はあるだろう。

### ハイネットワーク型運用

米国では、SMA（Separately Management Account、投資一任運用ビジネス）が富裕層向けの資産運用サービスとし

て有名である。80年代後半から、マネージドアカウントや投信ラップのかたちで、新サービスが登場し、90年代以降、富裕層向けの資金運用サービスとして成長してきた。ヒアリングに際しても、富裕層のことをハイネットワースと呼んで、SMAを通じたサービス提供のあり方がいくつも話を聞かれた。

日本では、永らく投資一任勘定は禁止されてきたが、証券取引法が2004年4月に改正されて、証券会社のラップ口座として提供されるようになった。ラップ口座では、売買ごとに取引高に対してコミッションを支払うのではなく、資産残高に対する一定割合のフィーを支払う仕組みになっている。顧客は、運用対象など基本的な運用方針や目標リターン・許容リスクの選択はするが、銘柄選択や売買のタイミングはラップ口座のマネージャーに任せることになる。日本では、将来的には、証券会社だけでなく、銀行・保険会社にもラップ口座形式の資産運用サービスが認められる可能性があると思われている。

SMAの場合、顧客ニーズによって運用スタイルがカスタマイズされる性格が強くなる分、顧客とアドバイザー・コンサルタントの関係がより重要になってくる。事後的な運用成績についての説明は、アドバイザーの能力が問われ、そこで競争力が発揮される。前述の顧客との信頼関係は、そうした点をも含んでいる。

ところで、日本では、様々な分野における富裕層ビジネスが話題になっているが、そうしたことをどう考えるべきだろうか。最近では、SMAのような資金運用サービスが有望視され、「日本でも欧米流のプライベートバンキング、富裕層向け金融ビジネスが普及するはず」というムードがある。しかし、筆者は、1996年の金融ビッグバン以来の日本の金融改革をみてきて、常にそこで存在した「欧米で流行したから、日本でもきっとはやるはず」という思い込みには懐疑的にならざるを得ない。金融ビジネスの発展には、経済学でいうところの経路依存性がある。経路依存型で決まってくる世界に、外界からビジネスモデルを移植しても、容易には根付かない。だから、欧米流のビジネスモデルを導入するという前提で話を進めるときには、あえて日本と欧米の体質の違いに着目して、仕組みや規制・制度をどうアレンジするのかを深く考察しなくてはならないと思う。

その点、資産管理型ビジネスに関しては、次のような日米の相違があるように思える。ひとつは、収益性と手数料の問題である。資産残高から一定のフィーを求めると、期待収益率を高く設定しなければ、顧客の利益を実感しにくくなる。日本の資産運用の環境は、必ずしも右肩上がりではないので、運用成績がマイナスに転じると、フィーの存在が顧客には非常にネガティブに見える。だから、円資産で資産運用しようとする、フィックス・インカム型のポートフォリオを組みにくいという弱点がある。乱暴に言えば、日本が超低金利時代である限りは、フィーをいただくビジネスは顧客にとって不利にみえるのである。また、期待リターンを高く設定過ぎてしまうと、顧客がより大きなリスクをとることになって、本来の資産管理型ビジネスの持ち味が活かせない。日本型SMAの理想形を追及しながら考えると、「なぜ投資信託で運用するよりも、SMAで運用する方が手数料などの面でメリットが大きいのか」という点を追求し、そのメリットを顧客に強く訴求する商品性を考えることが課題であろう。

もうひとつ、顧客の追及する資金ニーズの問題もある。米国の個人投資家、そして金融機関の関係者には、共通してポートフォリオ重視＝分散メリットの追求という「常識」がある。「短期的に収益性が上がっても、ボラティリティが大きければ、それを評価しない」発想とも言い換えられる。SMAの強みは、分散投資を通じた安定収益が得られることである。反面、日本の投資家の大多数は、分散投資を重視する姿勢が米国ほど強くない。分散投資を重視する顧客が多く居るからこそ、顧客と金融機関がSMAという枠組みを使って、共存共栄が図れる。売り手本位から買い手本位に、資産運用ビジネスを成熟化させていくことが日本の課題であろう。

## 新しい富裕層顧客の獲得

筆者にとって、富裕層ビジネスに関する最大の関心事は、米国で富裕層ビジネスを拡大していくときの新規顧客の獲得がどうなっているのかという点であった。その点については、「人からの推薦・紹介が多い」という回答が

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

多かった。これは、いわゆるロコミである。

ヒアリングで説明を受けた話を敷衍すると、顧客の紹介ルートについては、(1) 顧客の中からの紹介、(2) 外部の弁護士、会計士などからの紹介、(3) 他の支店、ホールセールなど他部門から顧客である企業役員の紹介、と分類される。アプローチする人の中には、「今は富裕層でなくとも、将来、その人が富裕層になりそうかを調べて、有望な人にアプローチする。その中には結構若い人もいる」ということだ。「企業のCEOなどがリタイアするのを待って話を持ちかける」ことをしたり、「顧客は自分の事業を売却してリタイアの利益を得たり、株式公開によって資金を得ていた人々」の受け皿を作っておいて、富裕層を取り込むこともある。

そのほかに、富裕層が集中して住んでいる地域があるので、住所コード (GIP コード) を元に、郵送でレターを送ったり、そうした地域で会合、セミナーをやって、勧誘することもある。

ただし、筆者にとって一連のヒヤリングから感じたことの中に、「そんなに簡単に富裕層が獲得できるものなのか」という印象もあった。ある金融機関では、富裕層に送付する勧誘資料も閲覧させてもらったが、本音のところ「よくこの程度の資料で集まるな」という印象を禁じえなかった。

おそらく、米国では富裕層ビジネスを展開しやすい素地があらかじめあって、日本とは事情がかなり異なるのであろう。筆者の想像では、米国では資金運用を任せたい人が、弁護士や会計士を介して、よいアドバイザーを探し出せるコミュニティがすでに築かれていると考えられる。これは、日本の勤労者の多くが源泉徴収なのに対し、米国では個人が自分で確定申告することが一般的であることに風土の違いがあるのだろう。資産運用についても、米国ではそれをアドバイザーを求めようとする姿勢が出来上がっている。

また、意見交換をしたとき、彼らは富裕層を含めた日本人の多くが現預金に資産を寝かしていることに対して信じられないという反応であった。米国では、確定申告のとき自分で一生懸命工夫しなければ、節税の成果が上がらないのと同じように、運用運用でも工夫しなければ運用効率が上がらないという感覚が強いのだろう。日本では巨大な資産を保有していても、資産運用を金融機関やプランナーに任せようとは思うことは少ない。日本のお金持ちには、財産は他者から気づかれないように秘匿して、密かに節税に勤しむという態度がある。そうした性格が災いして、効率的資金運用ビジネスが成り立たないという側面があるかもしれない。筆者の研究には、家計金融資産 1,555 兆円 (2007 年 6 月末) に達する巨大な金額のうち、アンケート調査などには表れてこない巨大資産家の保有分が相当隠れているという推定がある。つまり、家計金融資産の現預金のうち大きな金額が、富裕層が密かに寝かせておきたい資金ニーズを変化させる誘因・制度設計が行われない限り、その巨大マネーは動かないと考えられる。

さらに付言すれば、海外の富裕層向けの金融ビジネスを、そのまま日本に直輸入しても、保守的な富裕層の岩盤は崩せそうにないだろう。海外金融機関のブランド名に心を動かされる富裕層は少なからずいるにしても、マクロの金融資産の預貯金偏重を劇的に変わることはないだろう。日本市場に適合した富裕層向けの金融ビジネスを模索する試みは、時間をかけて進んでいくと考えられる。

### (参考情報) 高齢者の共同体

米国には、リタイアした人々が集まるコミュニティ (共同体) がある。筆者は、ラスベガス郊外のサンシティという共同体を訪問した。ここには 55 歳以上の夫婦 (19 歳未満の子供は短期滞在のみ可) が、一定金額を支払って入居している。彼らは、大手企業役員や自営業者の引退した人々が多い。この住人は、ゆったりバケーションを楽しみたいと考えたり、ゴルフをして過ごしたいというニーズを持っている人が集ってくるという。

サンシティは、1960 年にアリゾナ州フェニックスで設立され、全米に広がった。米国人には、若い時期にビジネスで成功を収め、そのあとは早めにリタイアしてフロリダで優雅に暮らす、という理想形がある。サンシティはそうした願望を叶える共同体でもある。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

サンシティに出入りしている金融機関も多く、共同体の中の顧客を相手に富裕層ビジネスを行っていた。サンシティには、ファイナンス・クラブがあって、金融機関のセミナーや企業の IR が行なわれている。毎年、5日間のトレードショーが開催され、住民のニーズに応じて講演などが行なわれているという。

余談であるが、筆者にデイトレーダーに関する著書があることを紹介すると、次回のトレードショウで是非講演してくれないかという熱烈な勧誘を受けた。実は、お話を伺った方は、短期トレーダーだという（自分はデイトレーダーとは違うとの説明）。株式以外に、先物・オプションをやっていて、仲間うちでは中位のレベルと言うことだ。1日の勘定は5万ドルをベースに運用するというルールを設けて、朝から投資銘柄が2～3ドル上昇したら、そこですぐに利益確定するという。1日の勘定を完全に失うこともあるが、収支はトントンといったところだそうだ。取引の装備については、3台のコンピュータに2台のモニターを使っているという。北京にも投資の事務所(?)を置いている。中国の株式取引規制には不満を持っていて、投資環境を高く評価していなかった。その会長は不動産投資にとっても興味を持って、日本の不動産投資にも言及していた。