

金融庁 御中

---

# 「米国投資商品調査」報告書

2019年4月

---

野村総合研究所アメリカ  
金融・IT研究部門長 吉永高士

Nomura Research Institute America, Inc.  
Financial and Technology Research Division  
810 Seventh Avenue, 25th Floor  
New York, NY 10019 USA

## はじめにー本調査の趣意等

---

- 本調査は金融庁の委託を受け、ノムラ・リサーチ・インスティテュート・アメリカ（野村総合研究所アメリカ＝NRIアメリカ）の金融・IT研究部門が米国における投資商品販売における手数料やコストについてのファクト収集・分析とともに、最近までの米国における潮流や構造的な変化についての敷衍を行うことにより、日本における「貯蓄から投資へ」「貯蓄から資産形成へ」実現に向けた議論の深化に資することを目的とし、2019年3月に実施した。
- 本調査レポートは以下の内容を含む3つの章により構成される。
  1. 米国投資信託やETFの経費率の推移を中心とする投資商品コストの傾向概観  
主に米国投資信託協会（ICI）の公表データ等をベースにしたファクト整理
  2. 米国におけるラップ手数料の推移を中心とする投資商品販売コストの分析  
主にICI、米国マネーマネジメント協会（ラップ関連業者の業界団体。MMI）および外部調査会社による集計データや個社データの分析にNRIアメリカが過去に実施してきた業界関係者ヒアリング等に基づく定性情報も加えた考察
  3. 最近の米国投資商品販売における潮流  
主にMMIおよび外部調査会社による集計データや個社データの分析にNRIアメリカが過去に実施してきた業界関係者ヒアリング等に基づく定性情報を加えた考察
- 本調査レポートの意見に関わる部分はすべて調査実行者の個人的見解である。また調査実行者が正確および真実と考えるデータや見聞に基づき、かつ細心の注意と最大の努力をもって作成しているが、その正確性や完全性を保証するものではなく、また本報告書の利用により生じるいかなる損害に係る賠償責任を一切負うものではない。

---

1. 米国投資商品の経費率の推移と傾向の概観

2. 米国投資商品販売における手数料の推移と傾向の分析

3. 米国投資商品販売における最近の潮流と構造的転換

4. 日本への示唆

## 本章サマリー

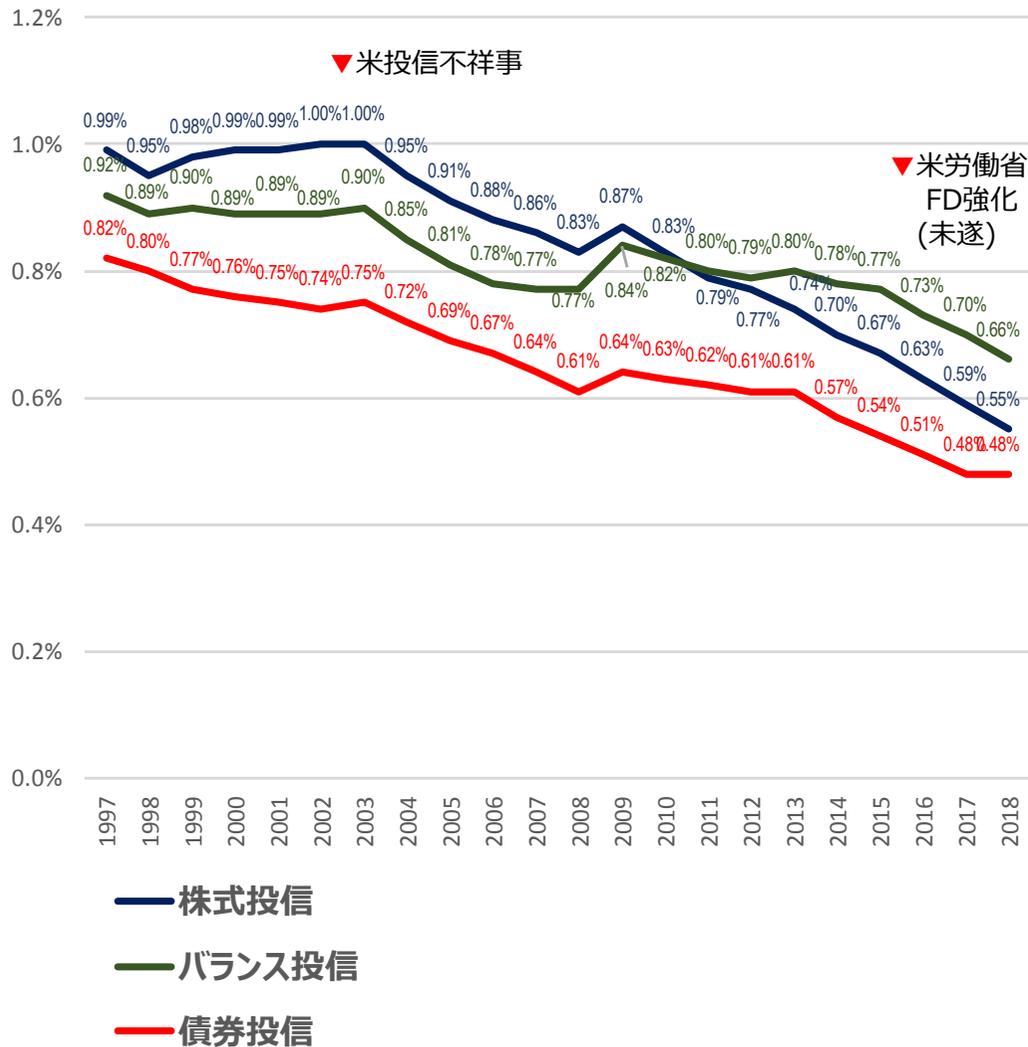
---

- 米国投資信託の経費率(加重平均)は2003年から2018年までの15年間でおしなべて低下傾向を辿っている。
  - アセットクラス別にみると、株式投信では同期間に1.00%から0.55%へと、債券投信では0.75%から0.48%へとそれぞれ低下した。
  - 運用アプローチでも、アクティブ投信とパッシブ投信のいずれも経費率は低下しており、アクティブ株式投信は1.10%から0.76%へと、アクティブ債券投信は0.77%から0.55%へと、パッシブ株式投信は0.25%から0.08%へと、パッシブ債券投信は0.21%から0.07%へとそれぞれ低下した。
- 米国投資信託の経費率(加重平均)の低下は、経費率自体の引下げに加え、低経費率投信への資金シフトによる押下げ効果大きい。
  - 2016年から2018年の2年間に株式投信の経費率が前年比0.08ポイント低下したうち経費率引下げによる寄与度は15%、低経費率投信へのシフトによる寄与度は85%となり、また債券投信の経費率が同0.03ポイント低下したうち経費率引下げによる寄与度は1%、低経費率投信へのシフトによる寄与度は99%となっている。
- 米国投資信託にキャッチアップするかたちで浸透しつつあるETFについても、2010年頃から経費率はおしなべて低下傾向を辿っており、代表的なパッシブ運用型の場合で株式ETFでは同年の0.34%から2018年の0.20%へと、債券ETFでは0.26%から0.16%へとそれぞれ低下した。
- 経費率の低い商品への資金シフトに関連し、経費率が相対的に高いアクティブ運用の投信・株式ETFからの資金純流出と経費率が相対的に低いパッシブ運用の投信・ETFへの純流入傾向がみられており、とりわけ株式投信・ETFについてはその傾向が強い
  - 2018年にはアクティブ株式・ETFが2,590億ドルの資金純流出となる一方で、パッシブ株式投信では1,660億ドルの純流入となり、後者のうち93%が経費率が最も低い四分位(25%)の銘柄に集中している。
  - 2017年末の株式投信純資産残高のうち77%は経費率が最も低い四分位(25%)の銘柄に集中している。

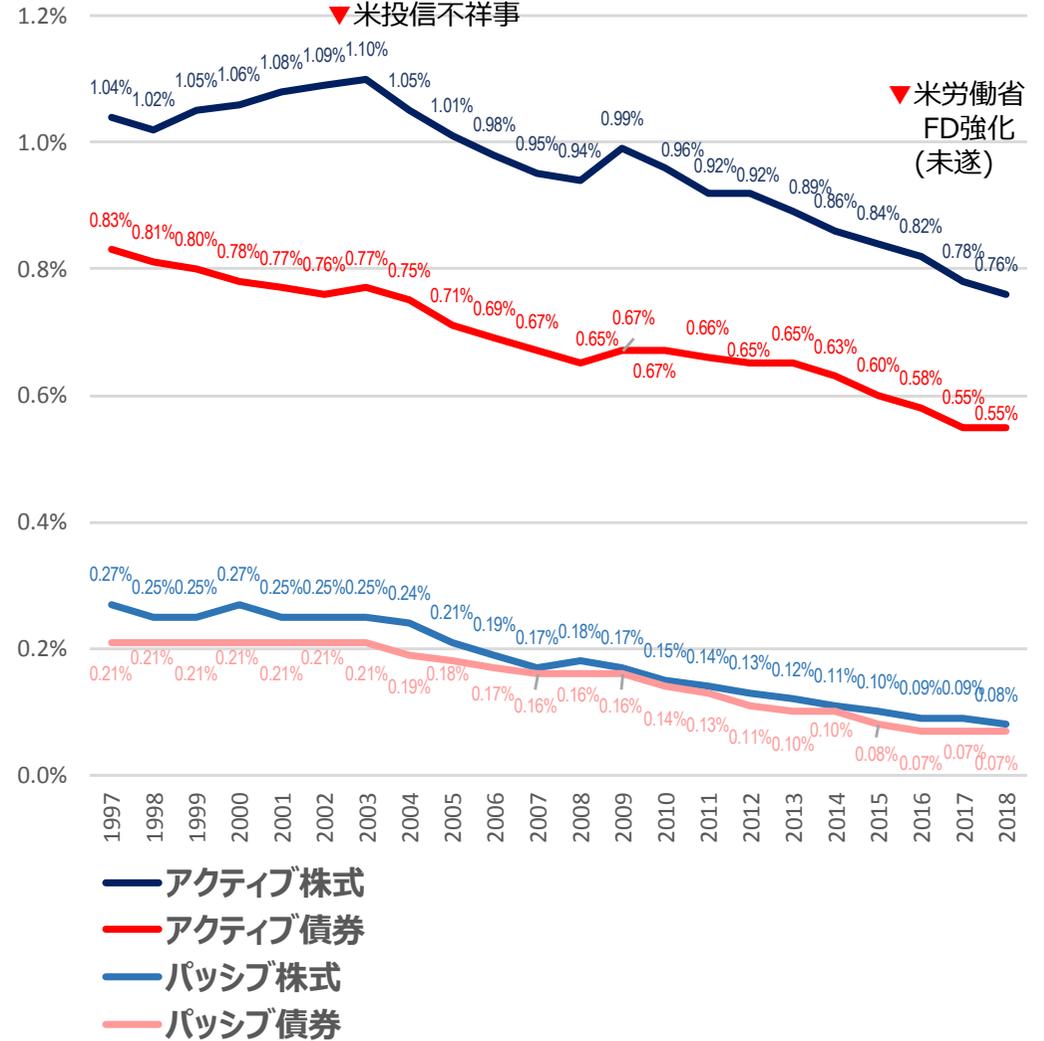
# 米国投資信託の経費率(加重平均)の推移

## 2003年以降に株式投信、債券投信の経費率はそれぞれ4割程度低下

### 株式vsバランスvs債券投信の経費率



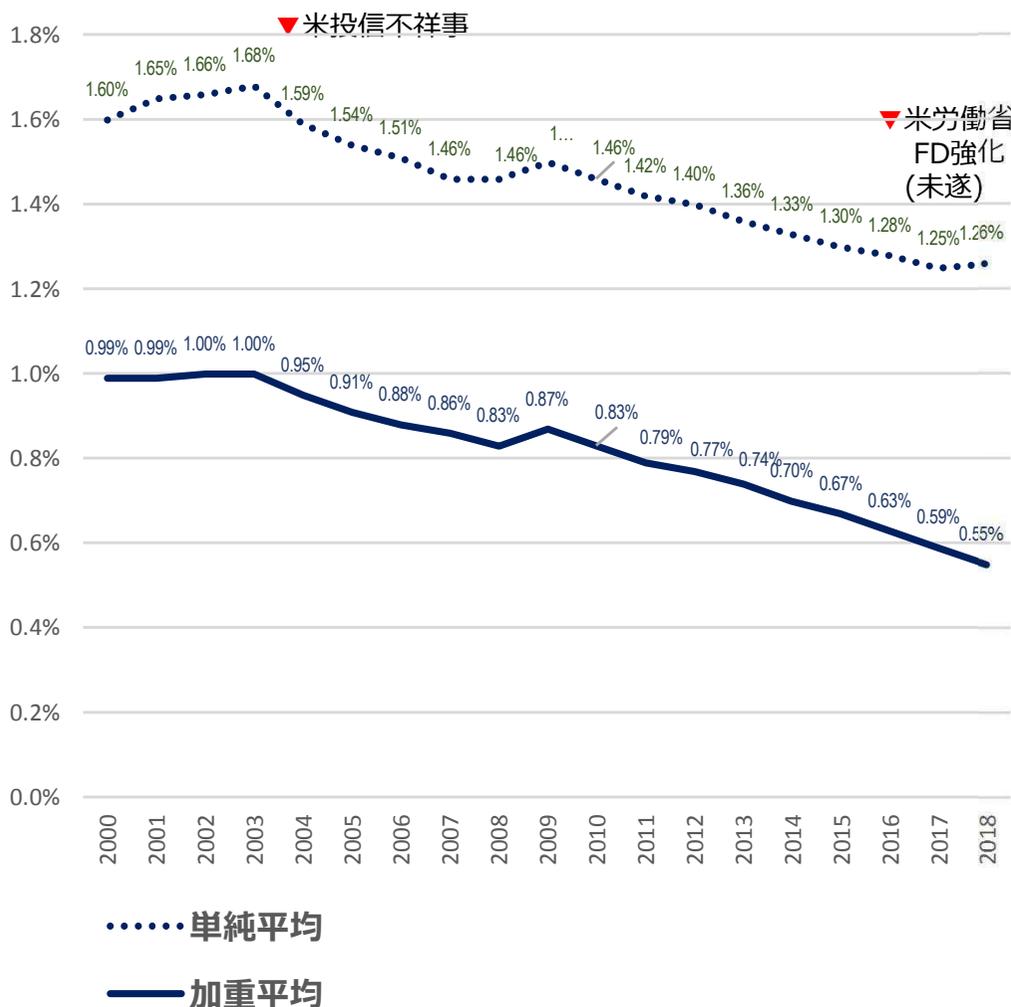
### アクティブvsパッシブ投信の経費率



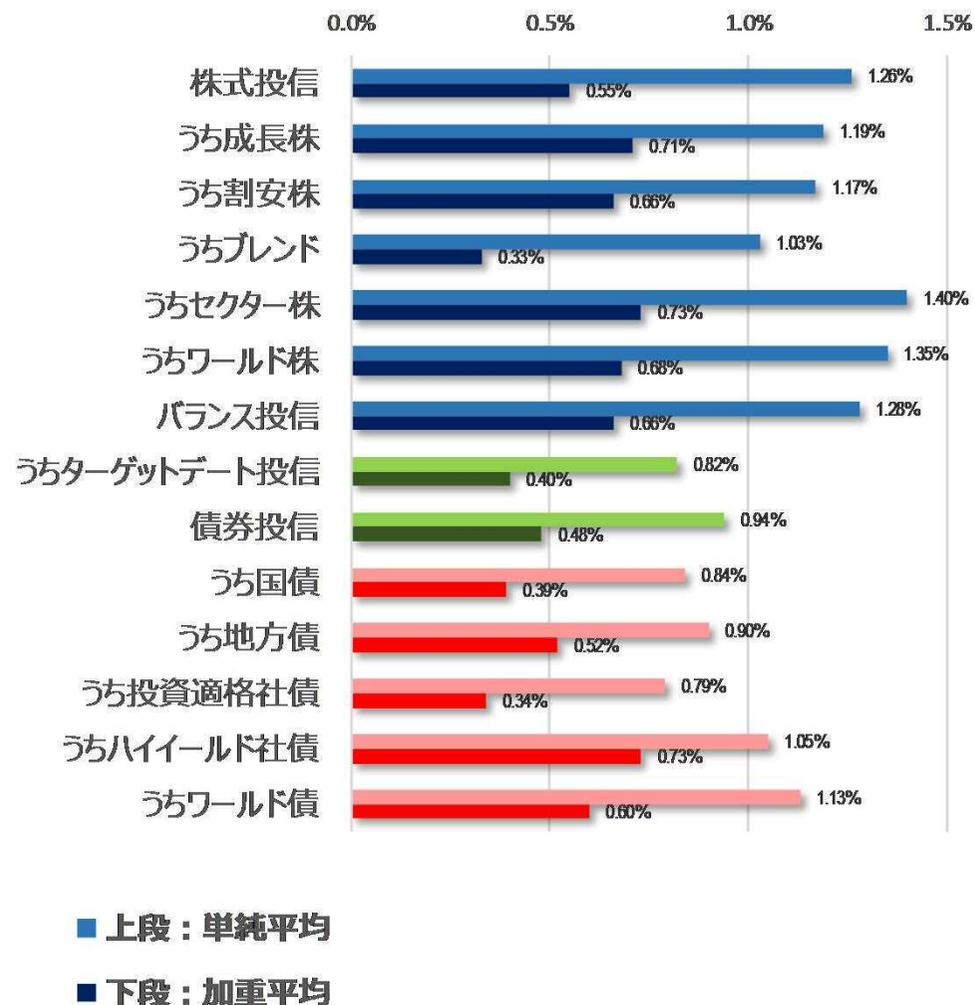
## 米国株式投信の経費率の推移（単純平均vs加重平均）

2003年以降の経費率加重平均の低下ペースは単純平均よりも早い

### 株式投信の経費率平均(単純平均vs加重平均)



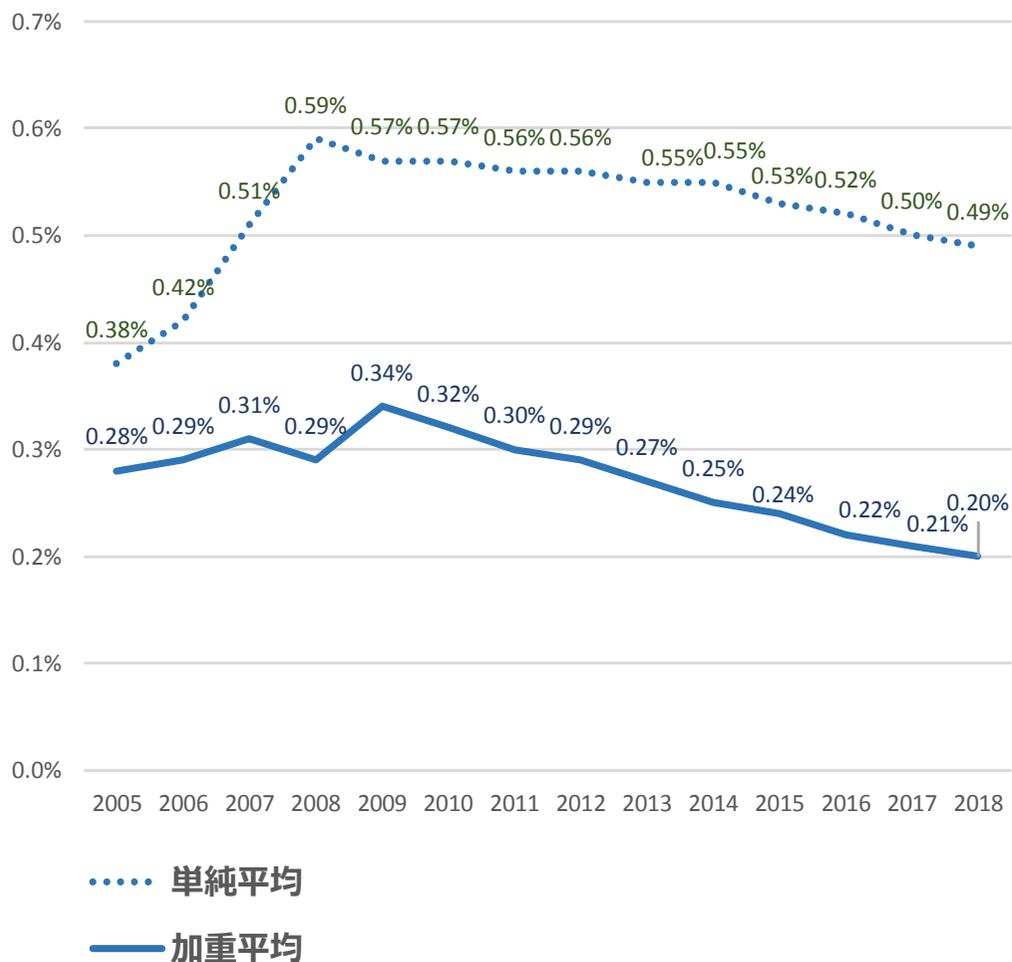
### 投信のアセットクラス別経費率(単純平均vs加重平均)(2018年)



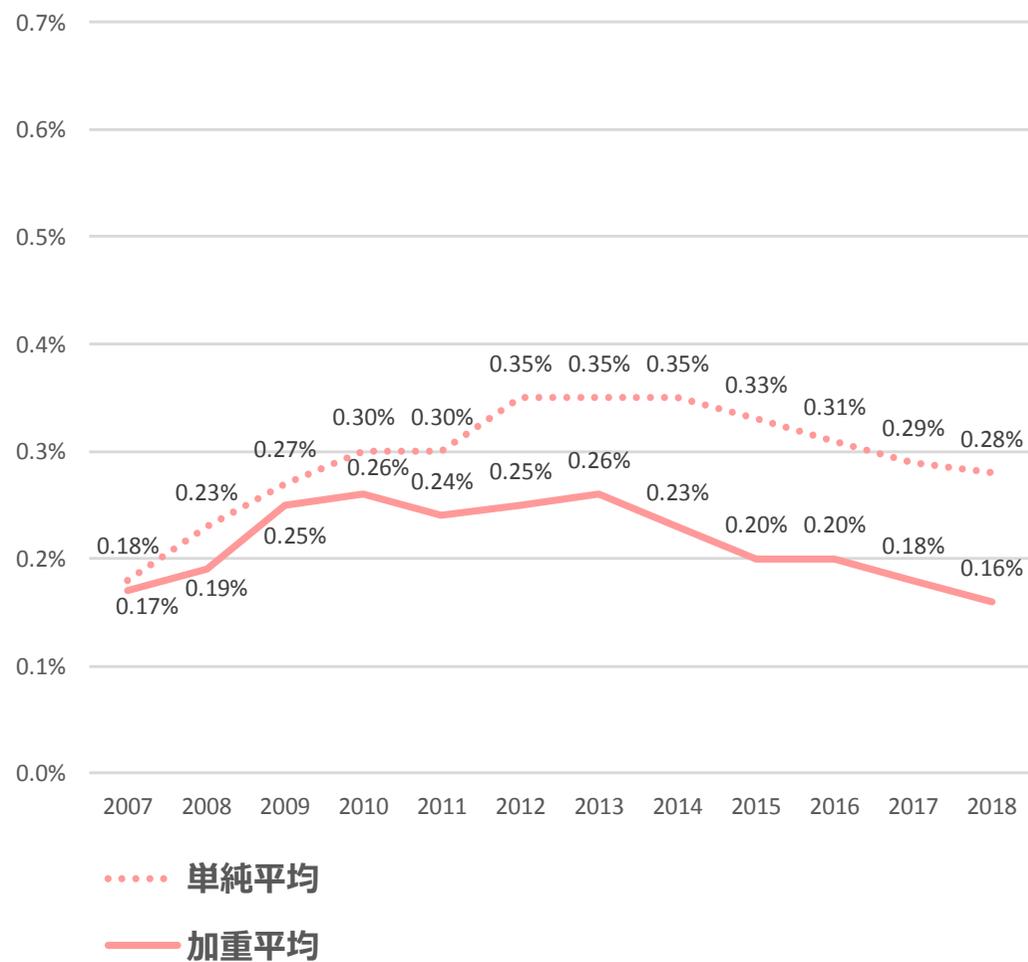
## 米国パッシブETFの経費率の推移（単純平均vs加重平均）

加重平均経費率の速めの低下傾向の中で単純平均経費率との乖離はおしなべて拡大気味

### パッシブ株式ETFの経費率(単純平均vs加重平均)



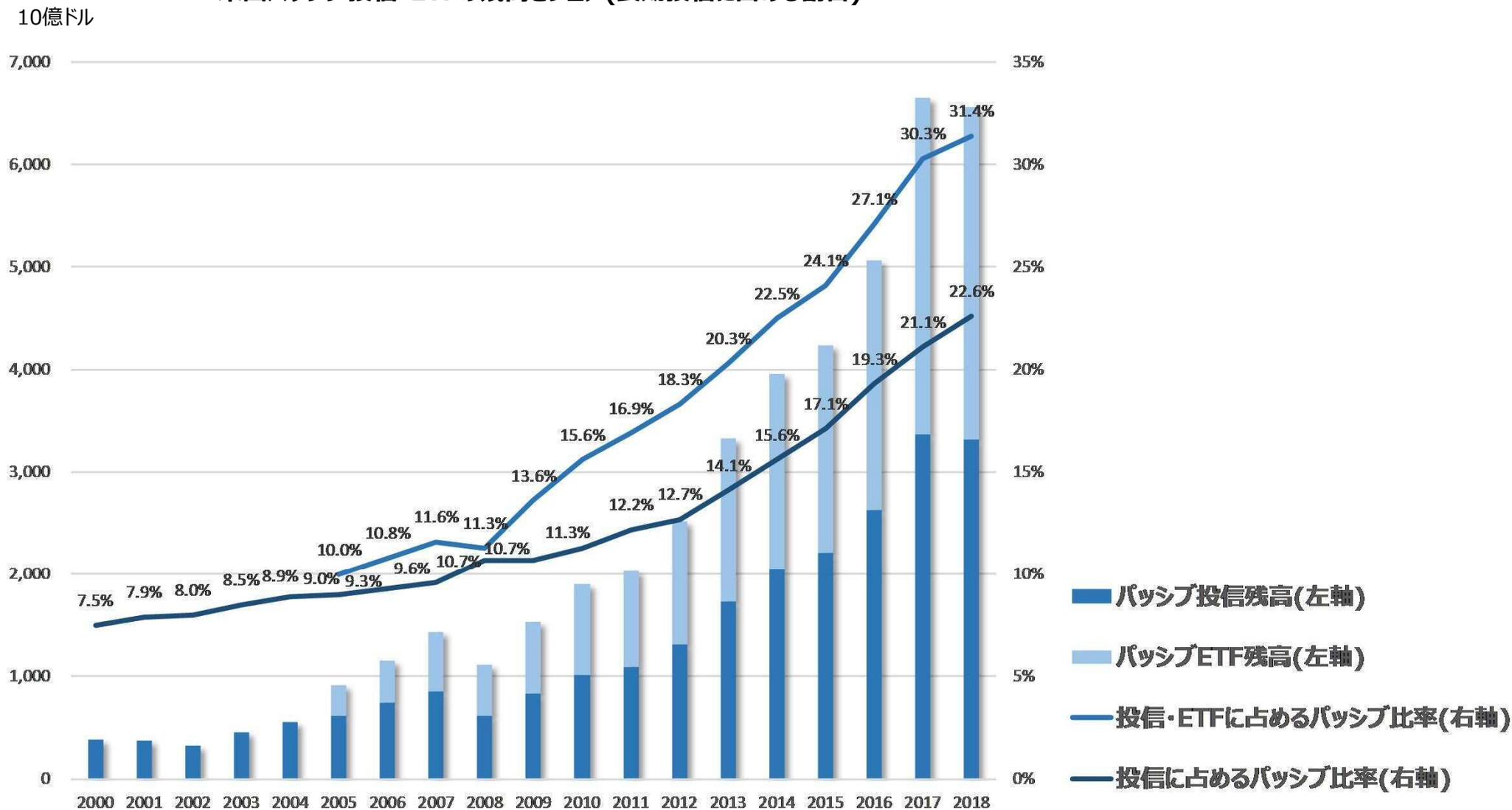
### パッシブ債券ETFの経費率(単純平均vs加重平均)



## 米国パッシブ投信・ETFの残高とシェアの推移

# パッシブ投信・ETFのシェアは右肩上がりに増加し3割超に

米国パッシブ投信・ETFの残高とシェア(長期投信に占める割合)



## 米国投資信託の経費率(加重平均)変化の寄与度 (2016-2018年)

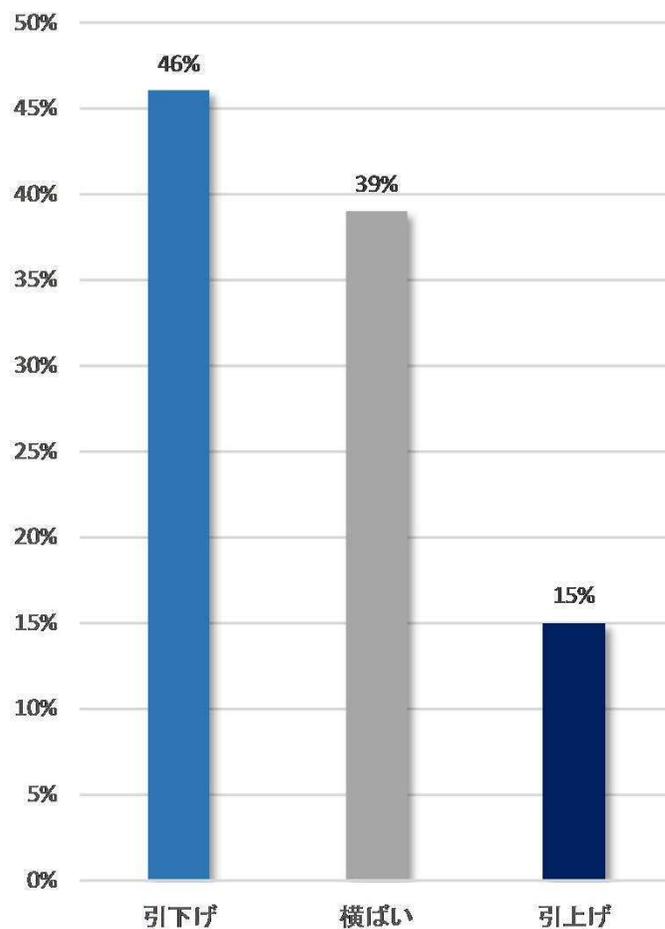
直近2年間の株式投信経費率低下の8割～9割超が低経費率投信へのシフトによるもの



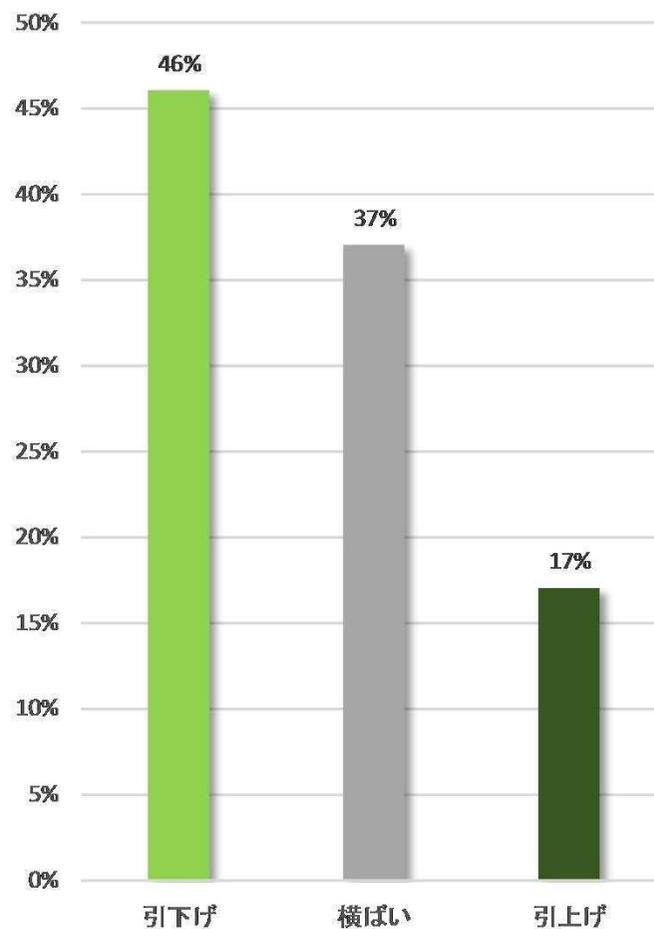
## 米国投資信託銘柄の経費率の変更

# 経費率の引下げを行っている株式投信とバランス投信は4割超

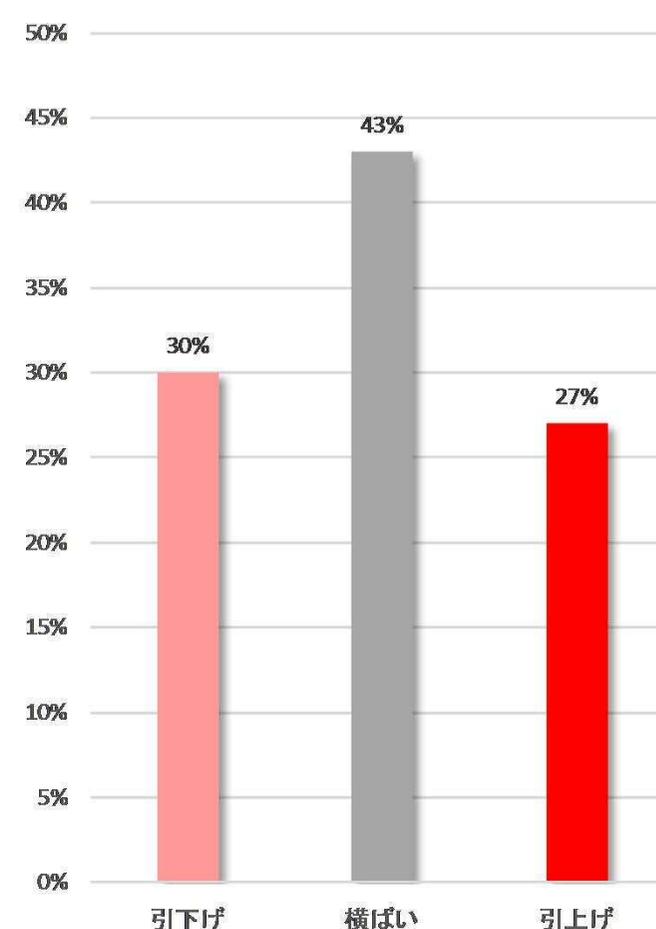
### 株式投信の経費率変更(2018)



### バランス投信の経費率変更(2018)



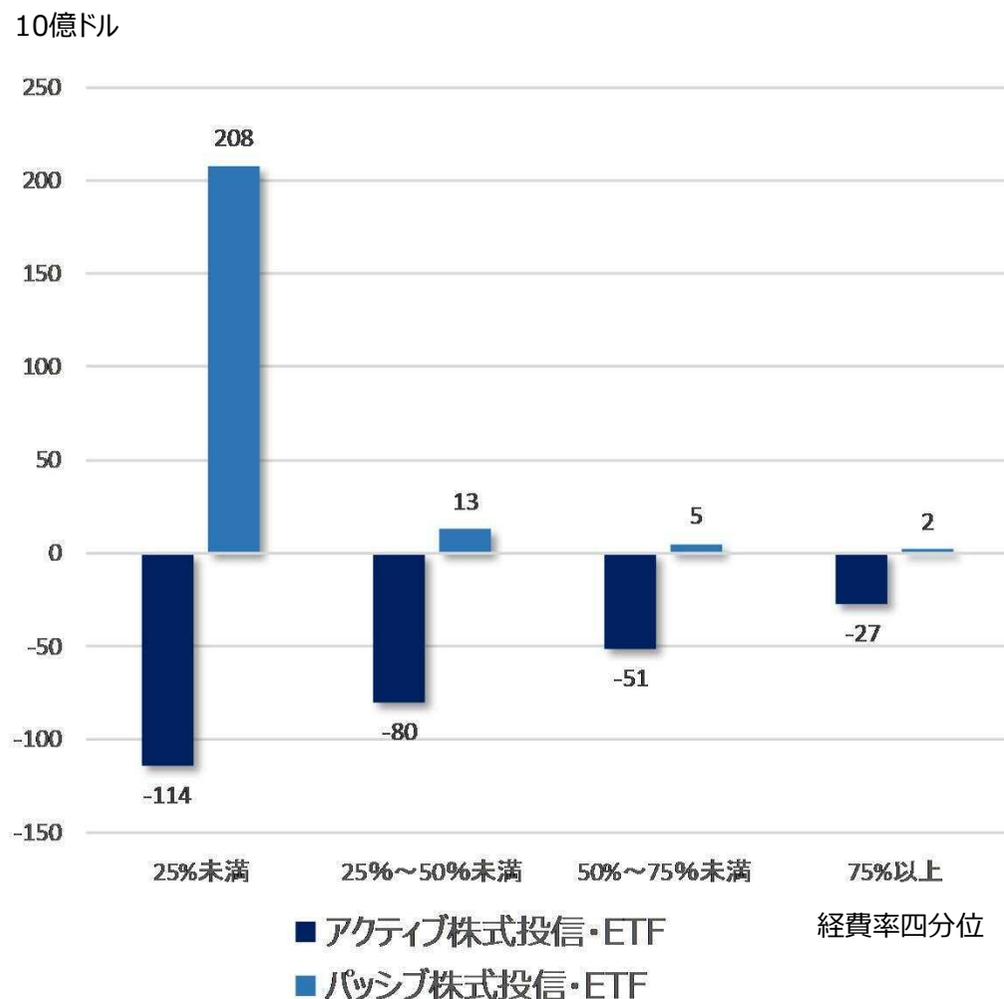
### 債券投信の経費率変更(2018)



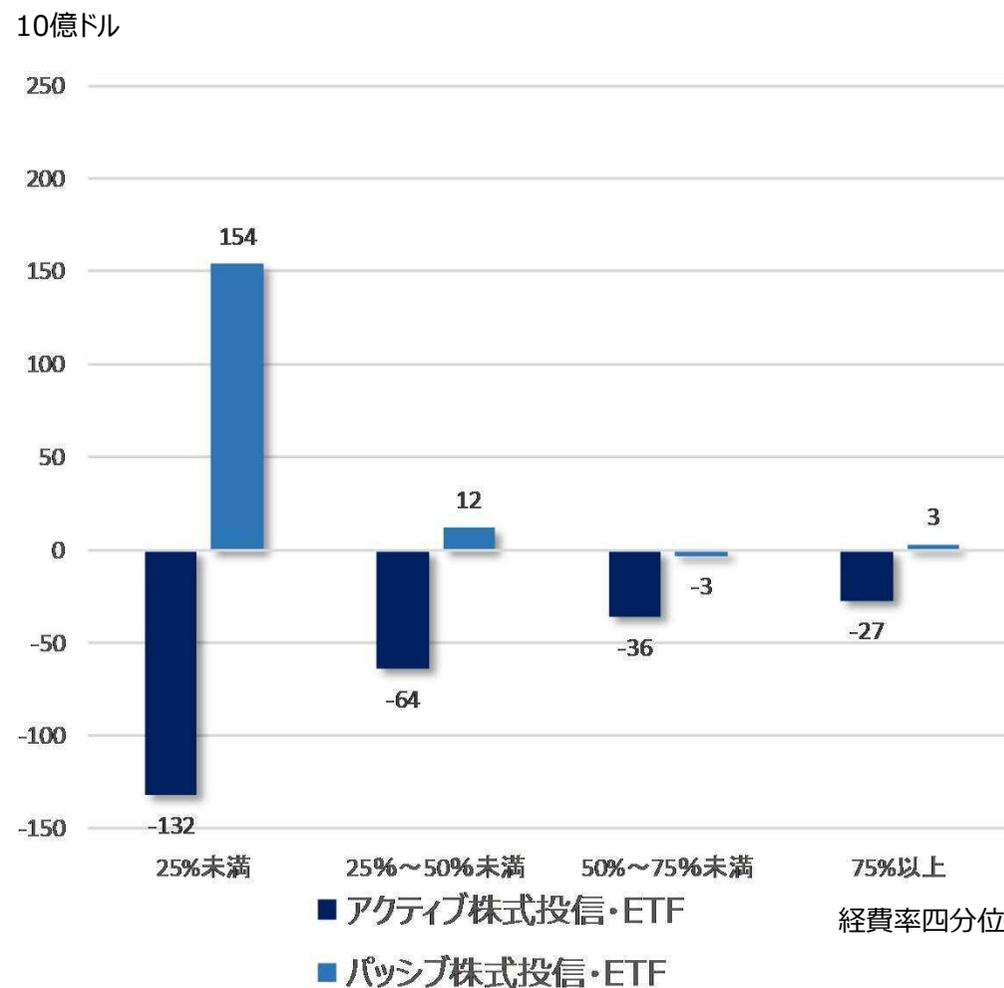
米国株式信託・ETFの経費率と純流入の相関

株式ではパッシブかつ低経費率ファンドへの一方向的なシフトが続く

株式投信・ETFの経費率と資金純流入(2017年)



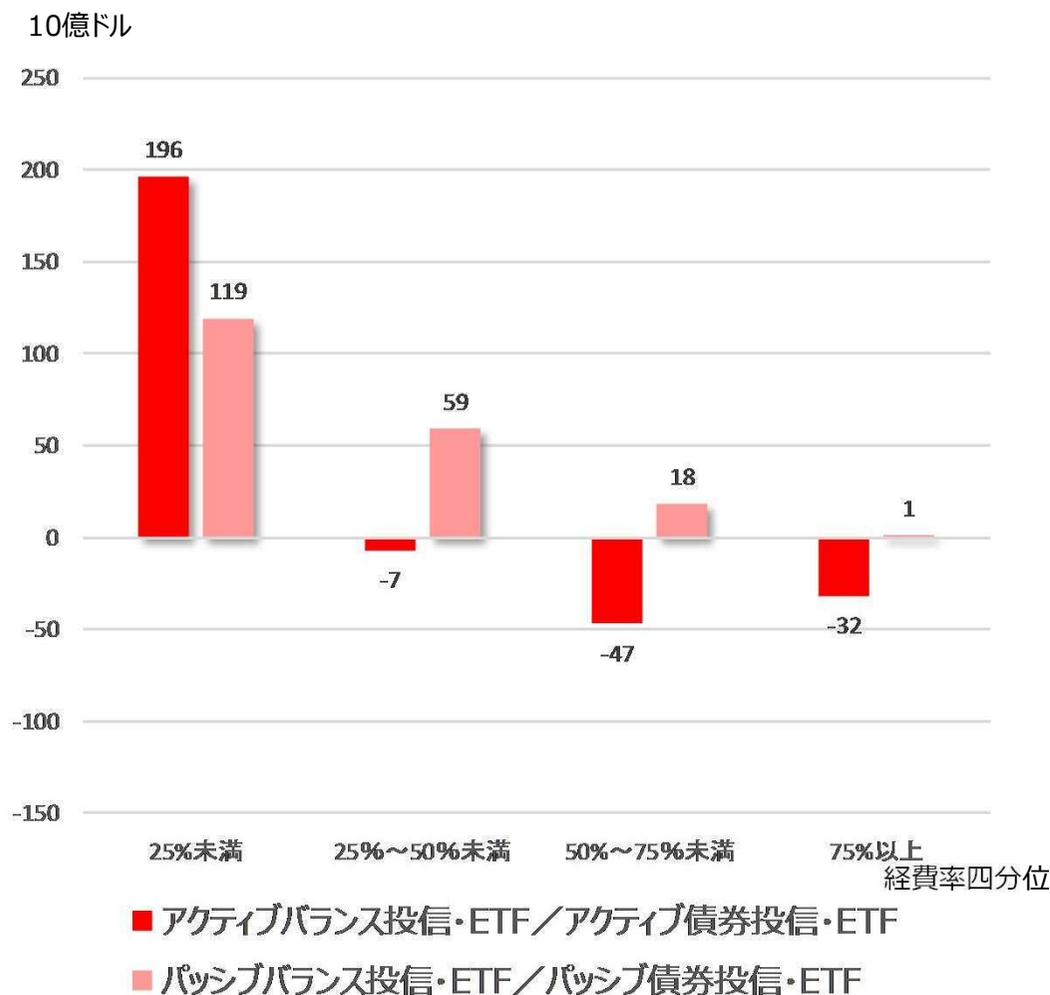
株式投信・ETFの経費率と資金純流入(2018年)



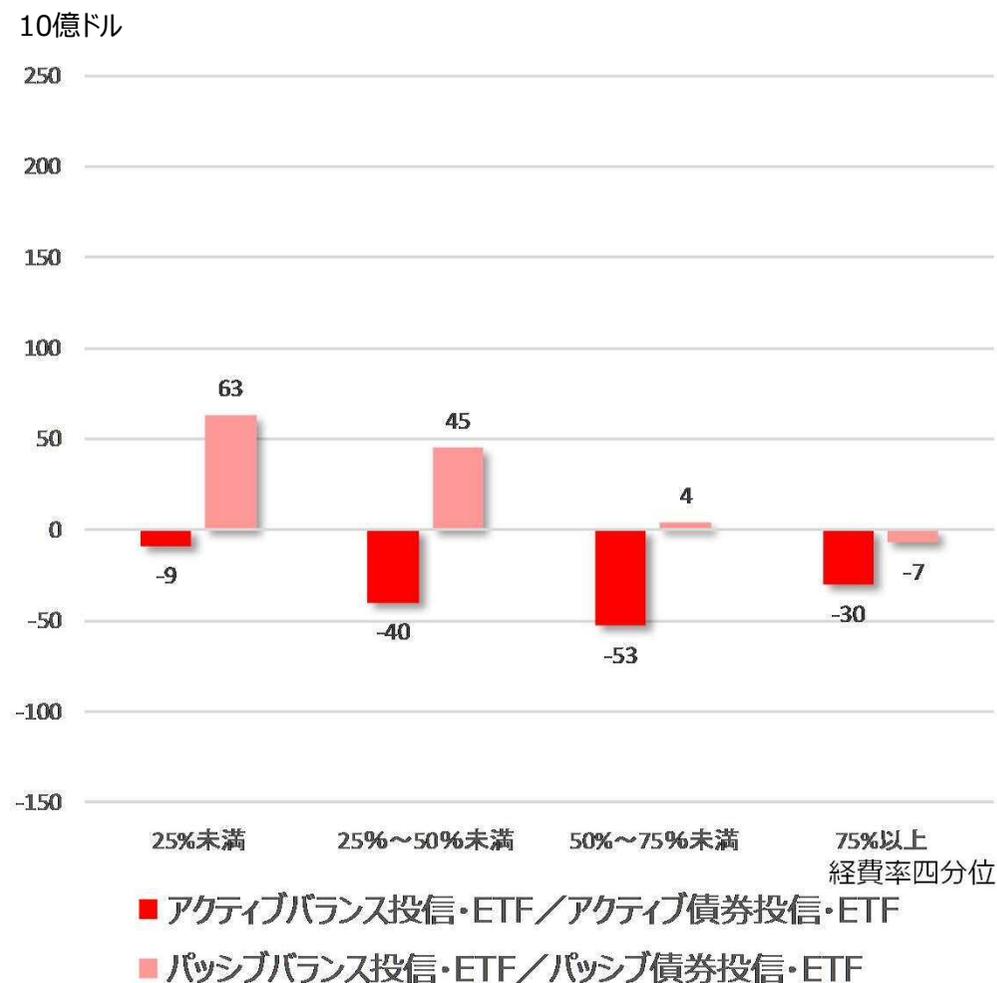
米国バランス・債券投資信託・ETFの経費率と純流入の相関

## 債券では金利環境次第で低コストのアクティブ運用への流入の局面もみられる

バランス投信・ETF／債券投信・ETFの経費率と純流入(2017)

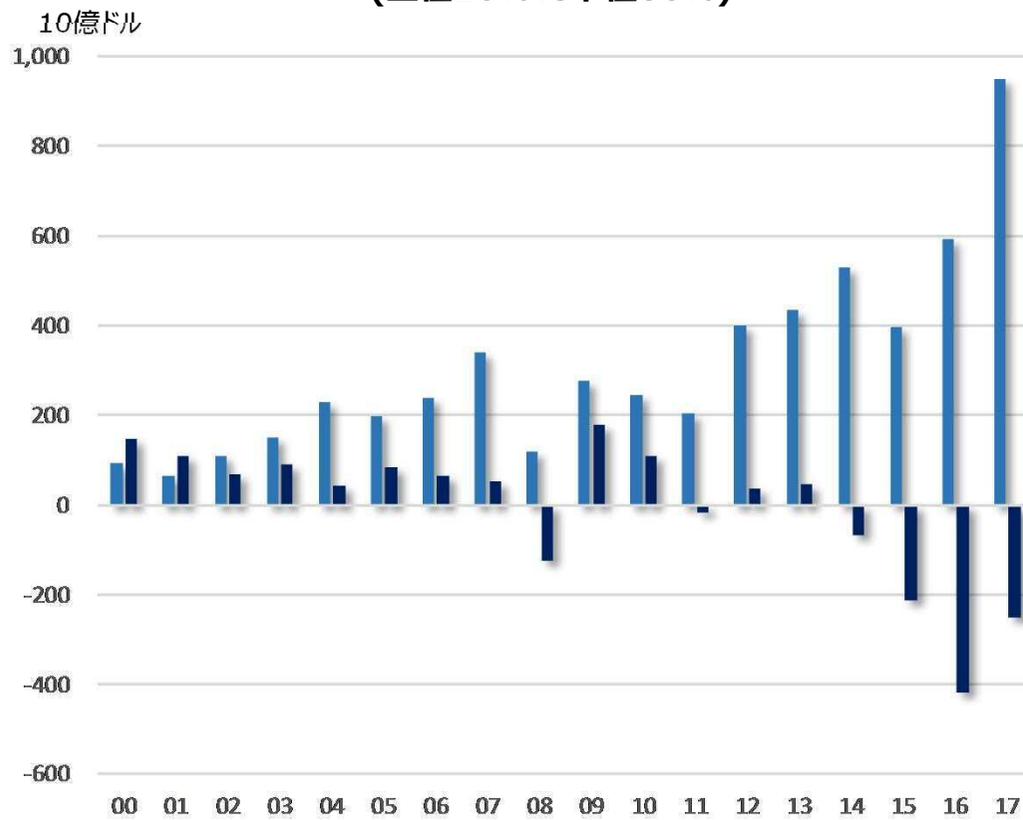


バランス投信・ETF／債券投信・ETFの経費率と純流入(2018)



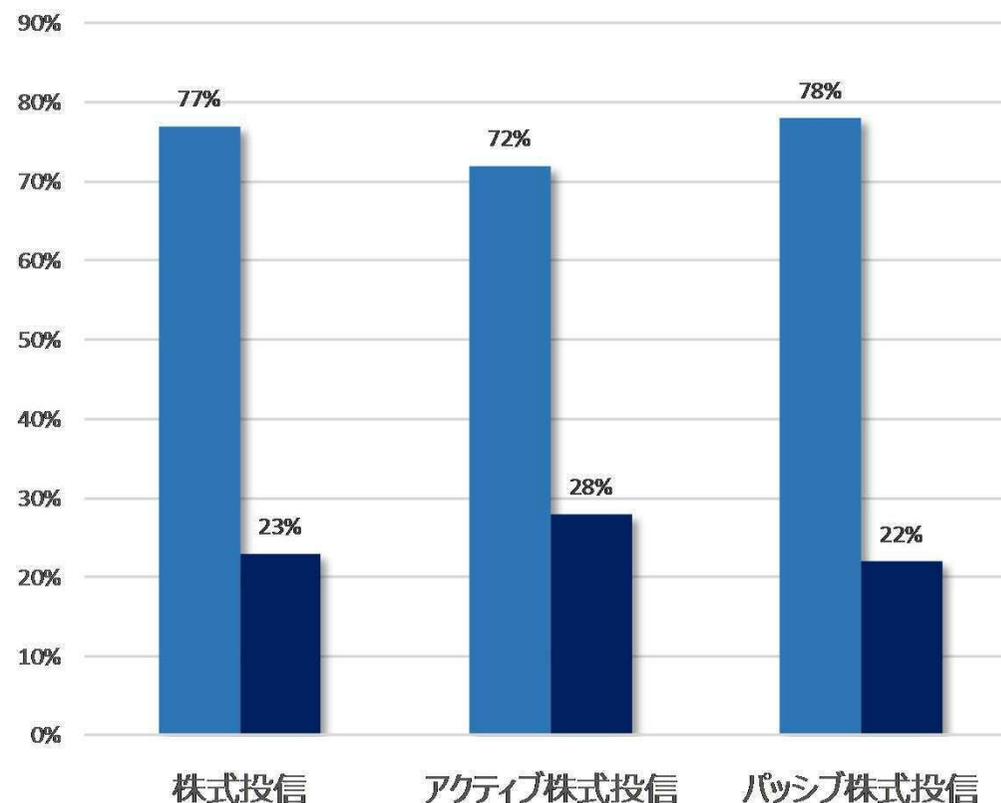
# 米国株式投信の経費率の高低と資金純流入および投信純資産の相関 純資産シェアでも経費率の低い25%の銘柄に約4分の3の株式投信純資産が集中

経費率の高低と資金純流入の推移  
(上位20%vs下位80%)



■ 経費率が最も低い20%の投信  
■ 残りの80%の投信

株式投信の経費率の高低と投信純資産シェア  
(上位25%vs下位75%)(2017年)



■ 経費率が最も低い四分位(25%)の投信  
■ 経費率が最も高い3四分位(75%)の投信

---

1. 米国投資商品の経費率の推移と傾向の概観

2. 米国投資商品販売における手数料の推移と傾向の分析

3. 米国投資商品販売における最近の潮流と構造的転換

4. 日本への示唆

## 本章サマリー

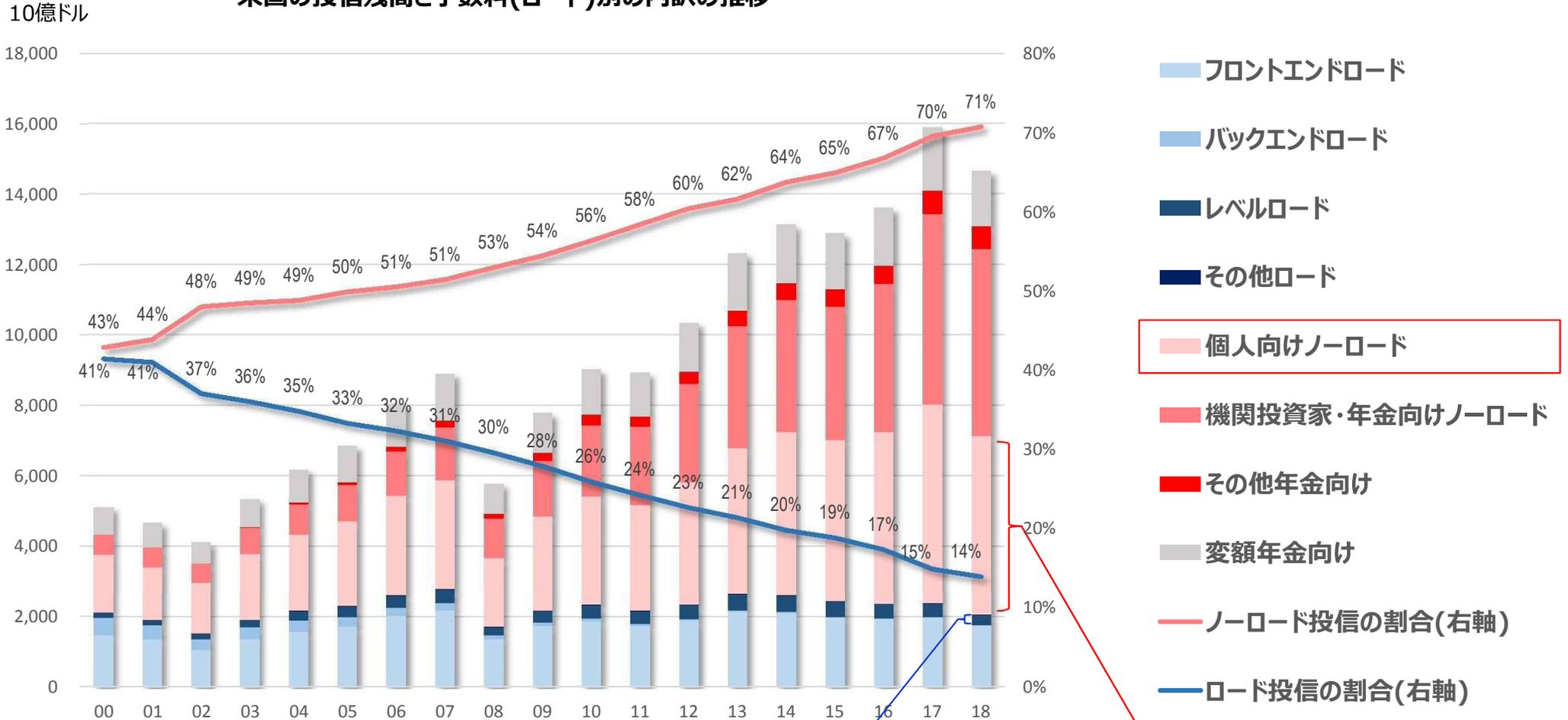
---

- 米国では経費率が比較的低い投信やETFの利用が広がっているのは、セルフ型投資家が直販やディスカウント証券などのダイレクトチャンネルでみずからそれを選んでいるというケースばかりではなく、むしろ対面チャンネルのアドバイザー(営業員)を通じてラップの分散投資ポートフォリオに組み入れられながら使われている側面も強い。
  - 米国の対面チャンネルの典型的なアドバイザーは、稼働資産をラップに誘導しながら、投資商品販売収入の大部分を販売時のコミッションではなく残高連動手数料として得ている。
- 米国のラップは、その普及と残高拡大の一方で手数料率の低下傾向が続いているが、料率は90年代から00年代までの比較的急速な低下をみた後に、最近では相対的に緩やかなペースで低下している。
  - 日本でも多くの販社が取り扱っているファンドラップについては、米国の販社は1.1%前後のラップ手数料を直近10年ほどの期間に徴収してきた。これに投信やETFなどの組込み商品側の経費率を加え投資家が最終的に負担する総コスト(オールインコスト)でみると、直近5年間では2.08%から1.84%へと大きく低下するなど、比較的低コストの商品が選択される傾向が強まっている。
  - 米国労働省のフィデューシャリーデューティ新規則では、原理主義的なFD規則強化の実現を想定していたため、より厳格な商品デューデリジェンスの履行や商品選択の見直しを販社に迫ることとなり、それに伴いパッシブ投信やETF以外にも低コストのアクティブ投信の利用を対面販社やアドバイザーに一層強く促した。2018年に司法判断により当該規則が無効化された後も、ひとたび見直された商品スクリーニングの厳格化などのかたちで一定以上効いており、現在もインパクトを残し続けている。

## 米国の投信残高と手数料別の内訳の推移

# 米国の対面証券会社や銀行らの販社は基本的にノーロード投信をラップに組み込み提供

米国の投信残高と手数料(ロード)別の内訳の推移



販社向け信託報酬の高いロード投信 (Bシェア、Cシェア) の利用は伸びず (対面チャネルでは提供は手控え)

個人向けノーロード投信の購入は対面チャネル経由が6割前後を占め、対面チャネルでは新規・追加流入資金のほとんどをラップに誘導

参考) 米国投信の主要シェアクラス

ノーロード投信は対面ではラップを中心に提供され、機関投資家向けではDCでの利用が多い

販売手数料体系別の投信種 (2018年末残高)	典型的な シェアクラス※1	販売者向け手数料と典型的水準			備考
		販売時手数料	残高連動手数料 (12b-1※2)	解約手数料	
フロントエンドロード投信 (1兆7630億ドル)	Aシェア	高め 最大5.5%程度	低め 0.25~0.50%程度	なし	<ul style="list-style-type: none"> <li>ラップで利用される場合は販売時手数料と12b-1は免除</li> </ul>
バックエンドロード投信 (40億ドル)	Bシェア	なし	高め→低め 1%前後以上→ 0.25~0.50%	高め→なし 6%前後から1年毎に 1%ポイントずつ低下	<ul style="list-style-type: none"> <li>解約手数料期間(6年前後が多い)経過後は12b-1の低いAシェアなどに転換</li> </ul>
レベルロード投信 (2,800億ドル)	Cシェア	(Aよりも)低め 1%前後以下	高め 1%前後以上	(Bよりも)低め 1%前後	-
個人向けノーロード投信 (5兆720億ドル)	Iシェア	なし	なし※3	なし	<ul style="list-style-type: none"> <li>個人向けノーロード投信は対面チャンネルの場合はラップでの提供が一般的であり、ラップでの提供時は12b-1は免除</li> <li>機関投資家・年金向けノーロード投信は401kなどDC確定拠出年金で利用されるものが多い</li> </ul>
機関投資家・年金向けノーロード投信 (5兆3,070億ドル)					

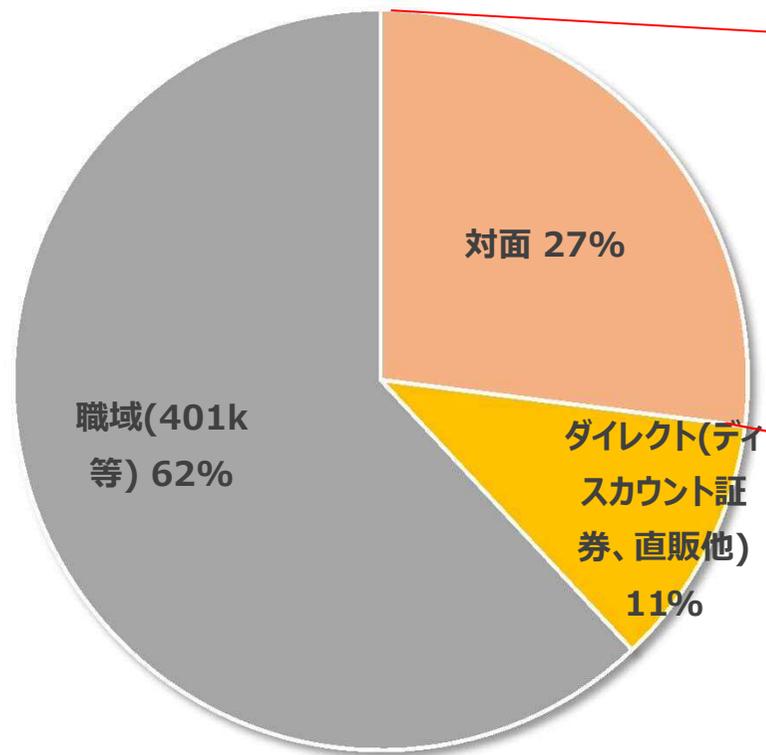
※1 代表的なA, B, C, I以外にも、D, F, R, T, Zやサブクラス(R1, R2, R3, R4 . . .)も含めると数十クラスあり、また販売チャネルや形態により免除やディスカウントなどもある

※2 日本における販社向け信託報酬に相当

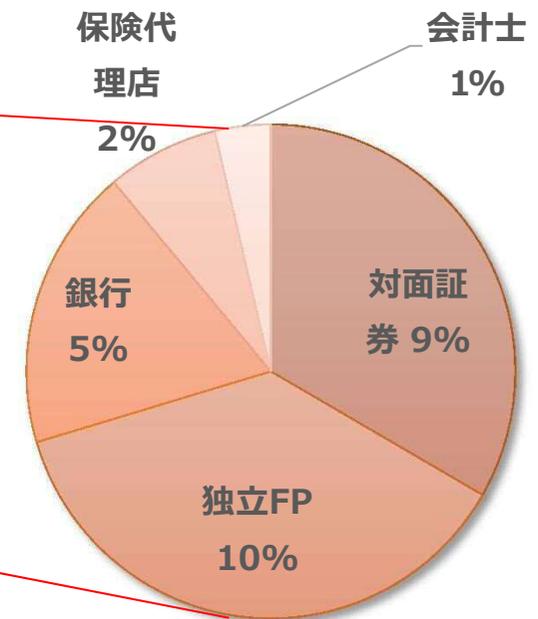
※3 Iシェアに12b-1手数料はないが、ICI集計データではI以外のシェアクラスで12b-1手数料が0.25%以下で販売時手数料ゼロと解約手数料がない投信も「ノーロード投信」に分類

米国の投信保有世帯の主たる投信購入チャンネル  
職域(401k等)を除くと7割の世帯が対面チャンネルを主たるチャンネルとして投信を購入

米国の主たる投信購入チャンネル別の世帯シェア(2018年)

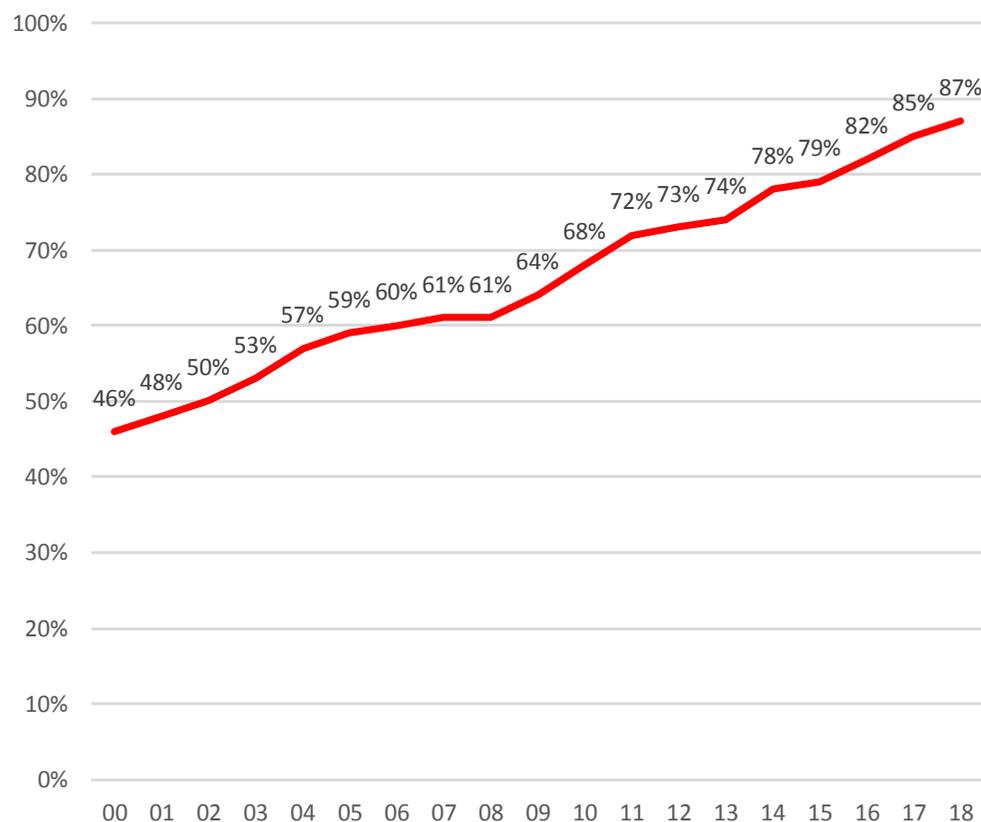


対面投信購入チャンネルの世帯シェアの内訳(2018年)

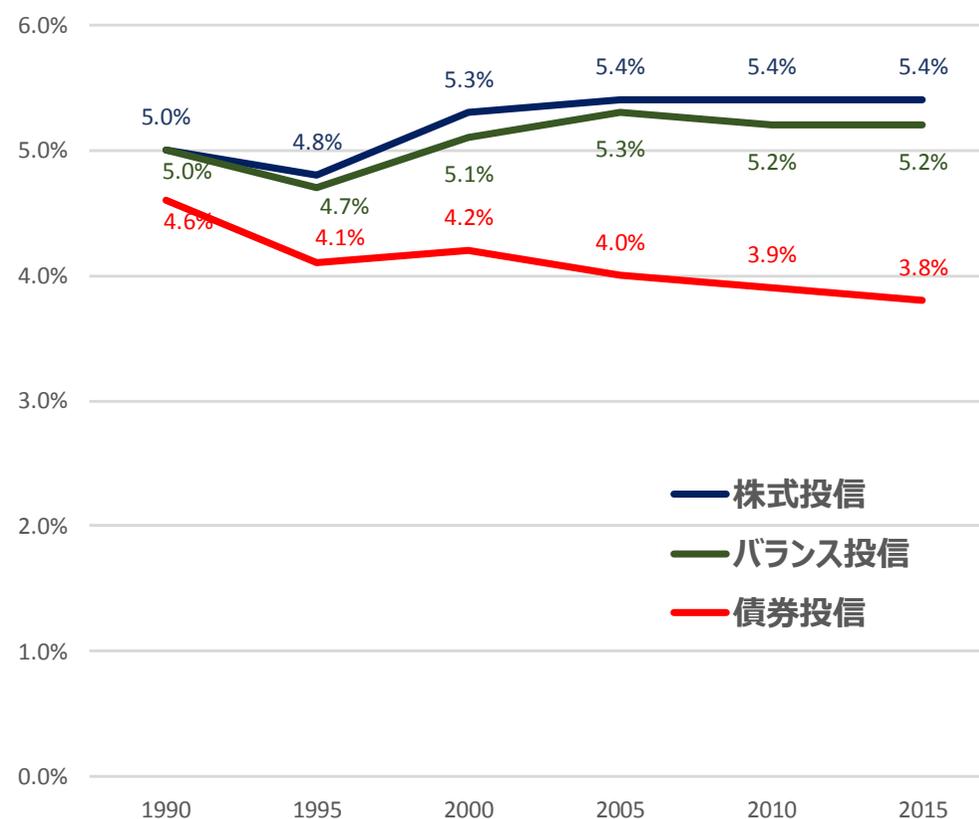


# 米国投信 gross 販売額に占める 12b-1 手数料ゼロのノーロード投信の割合等 販社向け残高連動報酬ゼロのノーロード投信は対面のラップを中心に右肩上がりで増加

投信 gross 販売額※1に占める 12b-1 手数料(販社向け  
 信託報酬に相当)がゼロのノーロード投信※2※3の割合



参考) 投信フロントエンド販売手数料率(最大)平均の推移



※1 401k等の年金向けと、年金保険向けを除く

※2「ノーロード投信」のうち12b-1手数料(販社向け信託報酬)がゼロのタイプは運用会社直販かラップのいずれかで提供されるものがほとんどであり、かつ後者が過半を占める

※3 ラップでは販社向け信託報酬に相当する12b-1手数料のかからないシェアクラス(I株)を使うか、12b-1がある他のシェアクラスではそれを顧客に返還

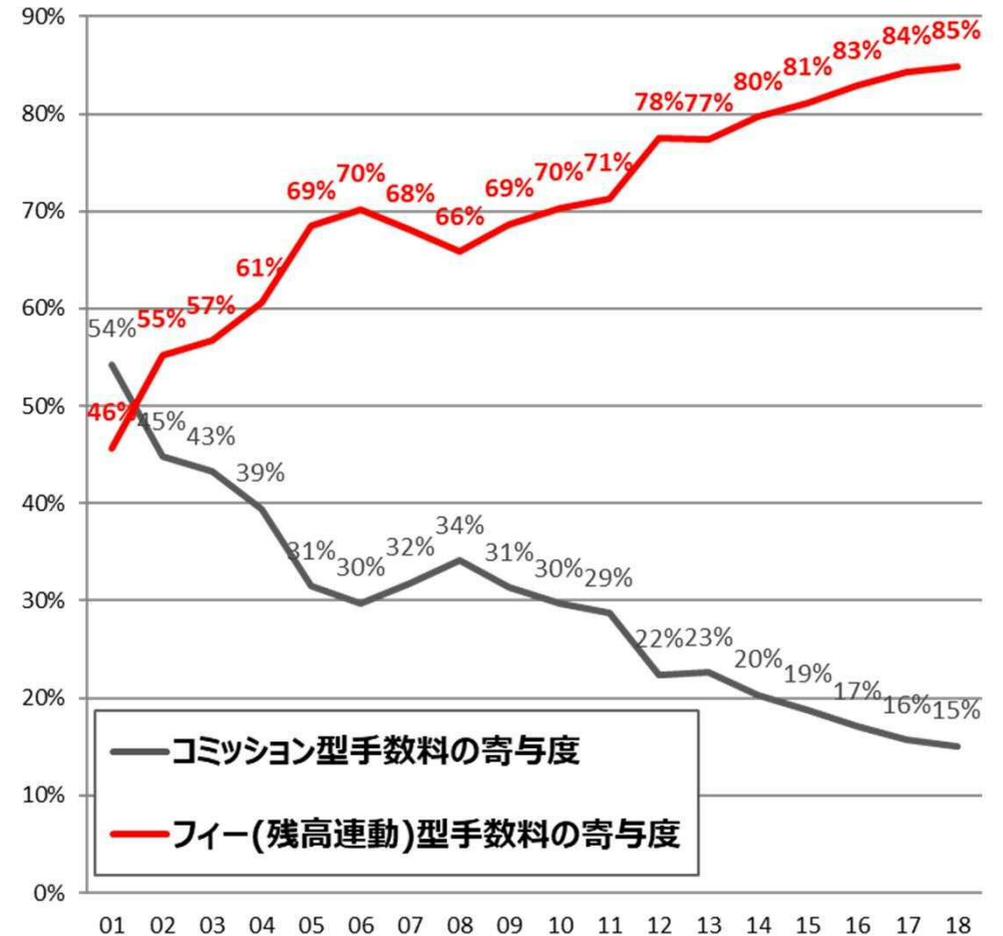
米国の対面投資商品販売チャネルにおける預り資産と投資収益販売の構造的変化

対面販売チャネルでは預り資産のうちラップ資産が4割前後を占め販売収入の大部分に寄与

モルガンスタンレー(リテール部門)の  
預り資産内訳とラップ資産比率



モルガンスタンレーのリテール投資商品販売手数料収入に占める  
コミッション型と残高連動型手数料(ラップ中心)の寄与度



参考) 米国におけるマネジドアカウント(ラップ)プログラム種

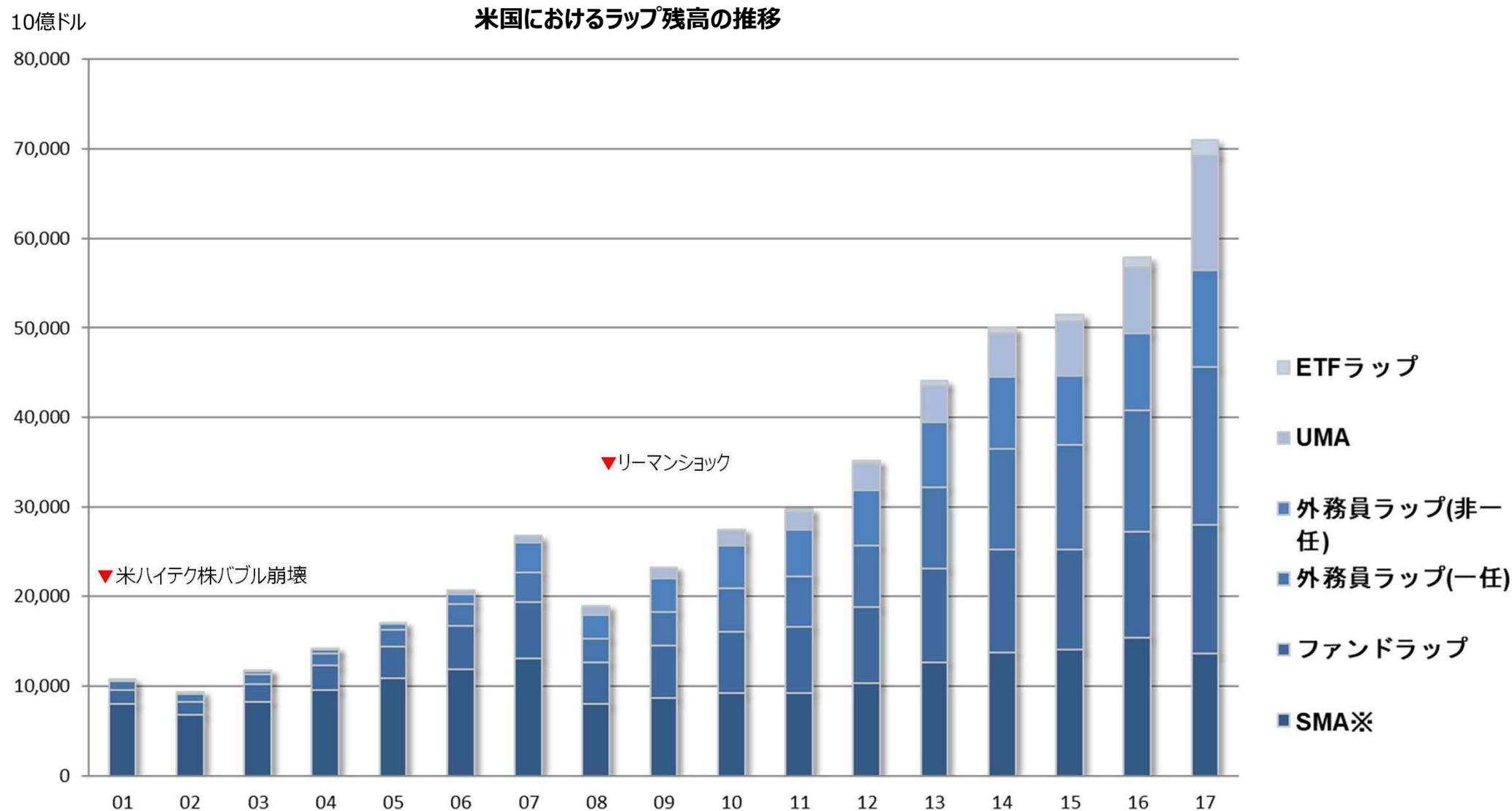
## 運用裁量者と投資ビークルの組合せによる6種のうち5つが投信・ETFを組み込む

	本社一任※				営業員一任	顧客裁量	
	SMA Separately Managed Account		ファンドラップ <sup>o</sup> Mutual Fund Advisory	ETFラップ <sup>o</sup> ETF Advisory	UMA Unified Managed Account	外務員ラップ <sup>o</sup> (一任) Rep as Portfolio Manager	外務員ラップ <sup>o</sup> (非一任) Rep as Advisor
	a) 直接契約 (単一スタイル中心)	b) サブアドバイザー (分散型含む)					
残高 (2017年末)	6,381億ドル (前年比17.4%増)	2,828億ドル (前年比31.3%減)	13,309億ドル (前年比20.5%増)	932億ドル (前年比61.7%増)	9,648億ドル (前年比74.8%増)	14,931億ドル (前年比29.8%増)	10,631億ドル (前年比25.7%増)
	9,208億ドル (前年比3.6%減)						
投資ビークル	個別証券	個別証券	投信 ETF(部分)	ETF	個別証券 投信 ETF	個別証券 投信 ETF	個別証券 投信 ETF
平均報酬料率 (2017年)	-	1.48%	1.08% (オールイン1.84%)	-	1.32% (オールイン1.90%)	1.18%	1.02%
平均残高 (2017年末)	\$1,730,043	\$408,572	\$181,260		\$311,318	\$421,457	\$259,483
運用スタイル と口座契約	1口座で 1スタイル	1口座で複数ス タイルに分散	1口座で複数ス タイルに分散	1口座で複数ス タイルに分散	1口座で複数ス タイルに分散	1口座で複数ス タイルに分散	1口座で複数ス タイルに分散
備考	外部型(デュアル契 約)と自社型があり、 前者が約8割	運用会社がモデル提 出し、証券会社が発 注	当初投信のみだった が現在はETF利用も 一般的	UMA導入後に大手 総合証券では取扱 撤退も、ロボアドで増 勢	個別証券、投信、 ETFのうち2つ以上で 運用できれば広義 UMA	営業員が数百、数 千口座単位で一括 発注 社内資格要	売買時に顧客に個 別提案し承諾

※証券会社本社だけでなく、外部専用業者(TAMP)への一任の場合も

参考) 米国におけるラップ残高の推移

## リーマンショック前後の一次的増減を除きほぼ右肩上がりに成長

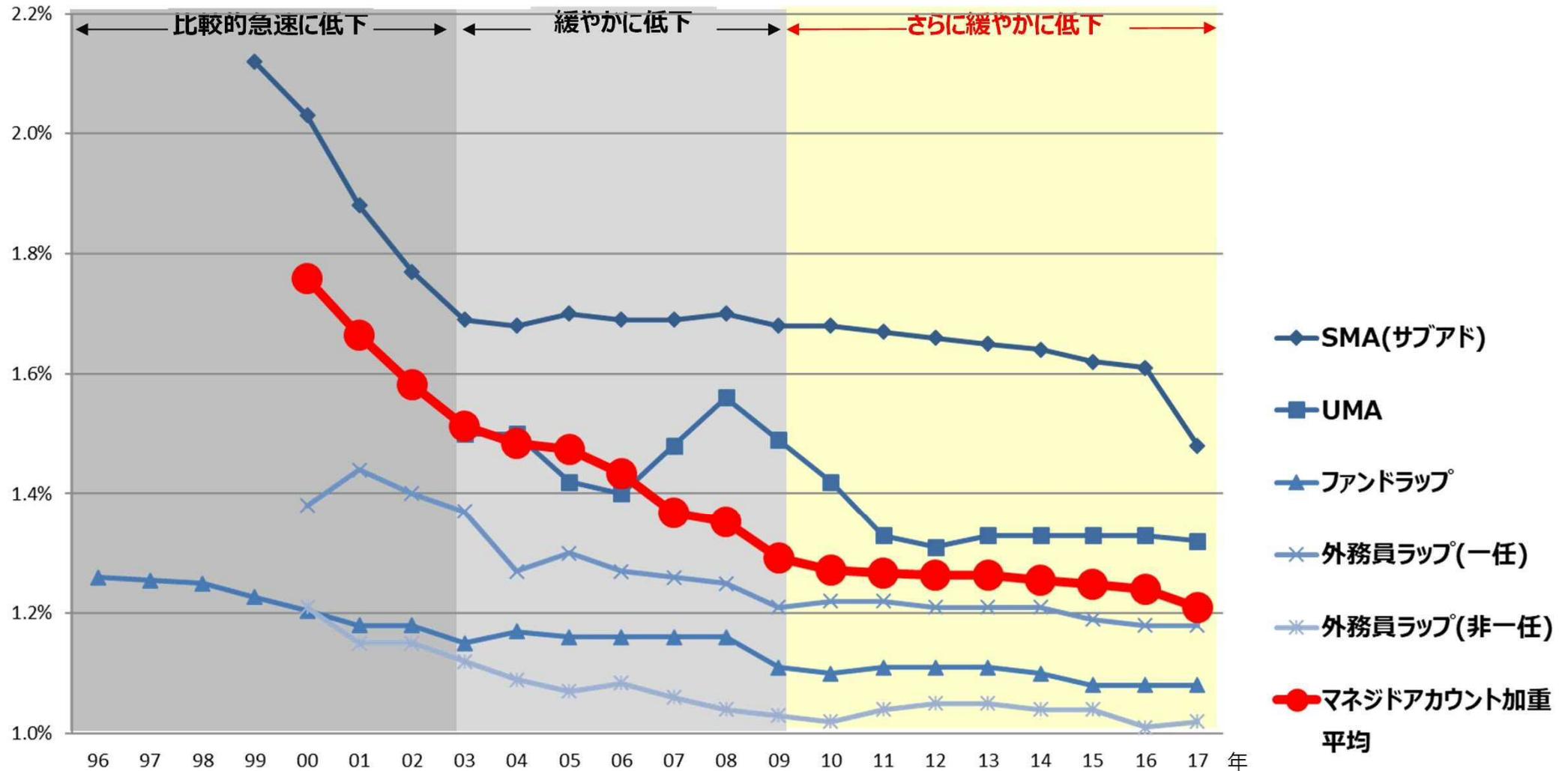


## 米国におけるラップ手数料率の推移

残高成長と浸透過程で手数料率は低下してきたが、直近数年は低下は緩やか

ラップ手数料率(年)

米国におけるラップ手数料率の推移

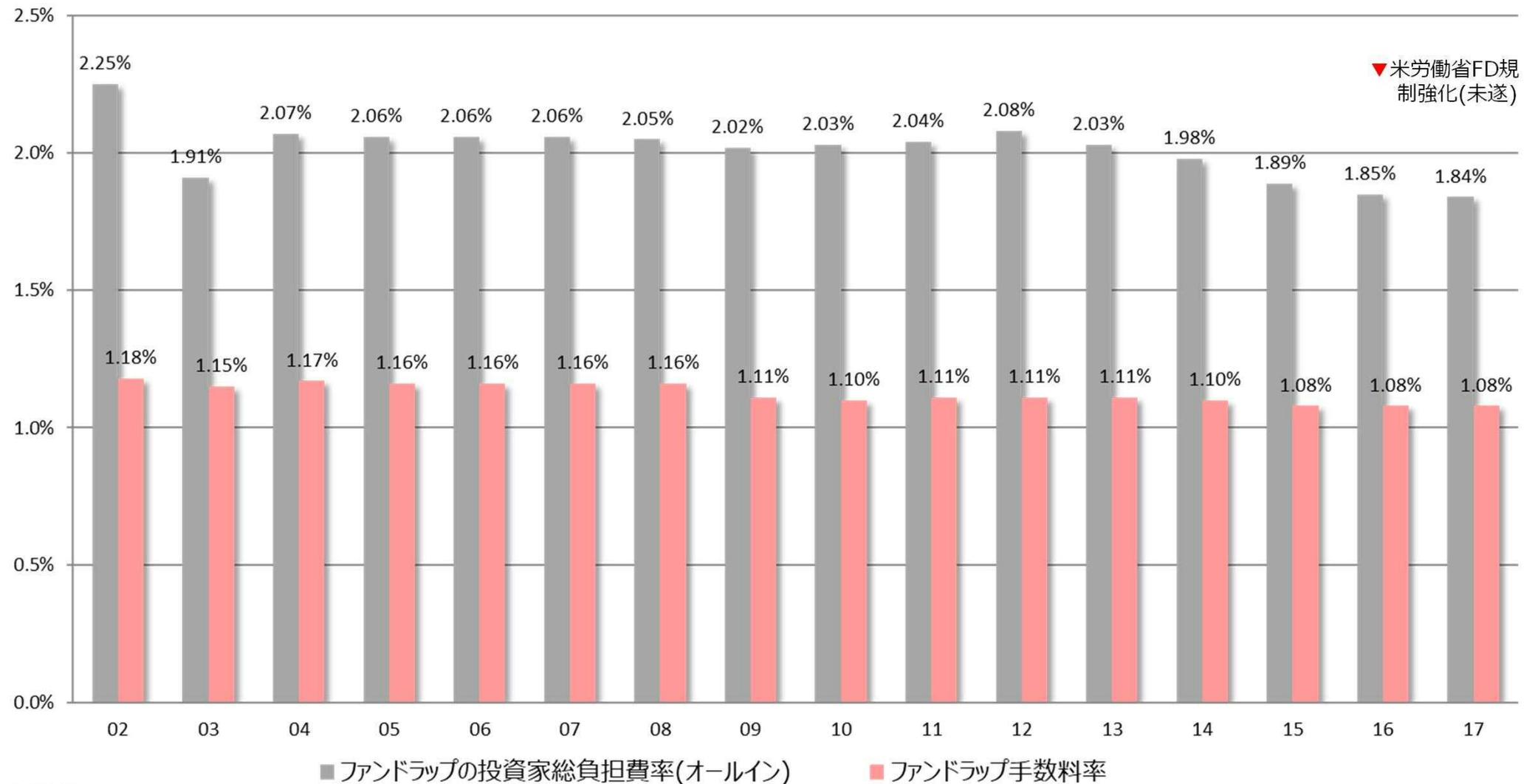


## 米国におけるファンドラップ手数料率の推移

組込み投信の経費率を含む総コストほどには販社が受領するラップ手数料率は低下していない

手数料率・費用率(年)

米国におけるファンドラップ手数料率(ラップのみvsオールイン費用)の推移



参考) 労働省フィデューシャリーデューティ規則強化(未遂)による低経費率商品の組み込み割合の促進  
ETFなどの低経費率商品は対面チャネルのラップでの提供が利用拡大を強力に後押し

フィデューシャリーデューティ新規則による  
ラップ総コスト押し下げへのインパクトと対応例

- 2019年7月に完全施行予定だった米国労働省令では、代表的な証券投資口座である個人退職口座(IRA)の提供者にもERISA(従業員退職所得保障法)に基づく**原理主義的ともいえる厳格なフィデューシャリーデューティを証券会社や銀行などの広範な販社にも適用するはずだった**。たとえば、顧客への**提案や条件が他の代替的選択肢に比べ不利でないことを積極的に証明**する義務を負うはずだった
- 司法判断により当該規則案は無効化されたが、これを奇貨とする販社の商品選定慣行見直しなどにより、現在も影響を与え続けている

1) ファンドのデューデリを一層厳格化

- 経費率も考慮しつつ、提案可能商品を大幅に絞り込む
  - LPL(独立営業員活用証券会社の最大手)では、アドバイス付きチャネルで提供できる投信のファンドファミリー数を130から15に削減
  - ウエルズファーゴアドバイザーズでは営業員が提案可能な投信本数を3,500本強から2,000本強に削減
  - メリルリンチでは営業員も提案可能な投信を3,500本強から1,800本に削減

2) ラップの組み込み商品には経費率が低いものの比率を高める

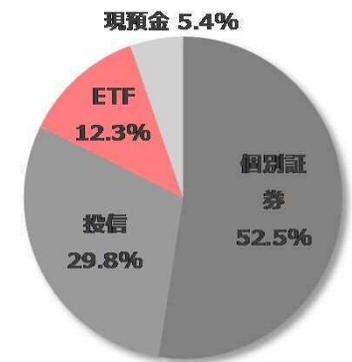
- ラップに組み込む商品には経費率が比較的低いもの(ETF、パッシブ投信、または低経費率のアクティブ投信)を多用
- 複数あるファンド種類株のうち、低コストのI株(機関投資家向けで販社向け信託報酬に相当する12b-1手数料なし)等を多用

米国におけるラップ内の投資実行商品の内訳

2010



2017



バンガード社が運用するETFの保有者内訳(2018年10月)



---

1. 米国投資商品の経費率の推移と傾向の概観

2. 米国投資商品販売における手数料の推移と傾向の分析

3. 米国投資商品販売における最近の潮流と構造的転換

4. 日本への示唆

## 本章サマリー

---

- 米国では90年代半ばより、後に「ゴールベース資産管理」(Goals-based wealth management) と呼ばれ確立されるようになるアプローチが対面投資商品販売チャンネルに普及し始め、20年以上が経過した現在では対面証券会社、銀行、保険代理店、IFAを含む対面チャンネルの個人顧客にとっての基本中の基本ともいえる投資方法となっている。
  - ここでいう「ゴール」とは、顧客やその家族らの人生の課題や目標、ニーズなどの総称であり、それを一定の予見性をもって実現を支援すべく、販社ではリバランス付きの中長期分散投資を提案する。その基本的な実行手段はラップである。
  - 「次に儲かりそうなもの」を追求する、いわゆるトランザクション型の投機的売買については米国でも90年代の途中までは一般的な証券投資アプローチの1つだったが、期待リターン／想定リスクの点で予見性を欠き、ゴールに紐づけた投資には整合的ではないため廃れていき、00年代初頭のハイテク株バブル崩壊が業界全体のこの方向転換を決定付けた。
  - 顧客の資産が増えてゴールに近づいたり実現したりする時に販社側の報酬も増えるという意味で「顧客と同じ側に立つ」ラップは、顧客の成功体験を裏付けとする追加資金流入や顧客紹介も相俟って、右肩上がりで増加している。
- 顧客からゴールを聞くための有力な手段として、対面投資商品販売会社では継続的かつ包括的ファイナンシャルプランニングを組み込んだ相談サービスを確立してきたが、プランニングツールを使わない場合でも口頭ベースや単発ベースの簡易版プロセスも含めると、対面アドバイザーの8割以上がゴールベースアプローチを採用している。
- 日本では80年代末からの四半世紀に亘りおしなべて右肩下り傾向の株価推移を経験したことからゴールベースの投資は日本では不可能ではないかと考える声が時折り聞かれるが、米国等の成長国の株式をしっかりと組み込んだグローバル分散ポートフォリオを実行手段に据えることにより日本でもゴールベースアプローチは可能と考えられる。
- 同様に、「米国人と違い、日本人はゴールなど持たないしあっても投資商品販売員にはなかなか言わない」という声も日本では聞かれるものの、米国でもゴールを自分できちんと意識化していたり投資商品販売員にみずから話す人などはもともと稀有であり、そのような関係と顧客の成功体験をコツコツ積み上げることで、投資家全体をゴールに紐づく中長期分散投資に導いてきた。引退年齢や年金受給開始年齢やその後のライフスタイルなどは、長生リスクや健康寿命も考慮しつつ日本人もみずから先取的かつ能動的に考える必要性は高まっているはずであり、その気付きをや導きを与える存在として販社や営業員の存在価値はある。

# 米国対面投資商品販売会社における「ゴールベース資産管理」とラップ活用の深化の歴史的経緯 顧客のゴールやニーズを聞き出しその実現のための中長期分散投資の手段としてラップを使う

- ▼株式手数料自由化
- ▼個人向けマネジドアカウント（ラップ商品）の登場
- ▼ブラックマンデー
- ▼テキーラ危機
- ▼ロシア金融危機
- ▼アジア金融危機
- ▼ハイテク株バブル崩壊
- ▼リーマンショック



マネジドアカウント（ラップ商品）登場時からのアピール点

個人投資家が機関投資家の運用にアクセス

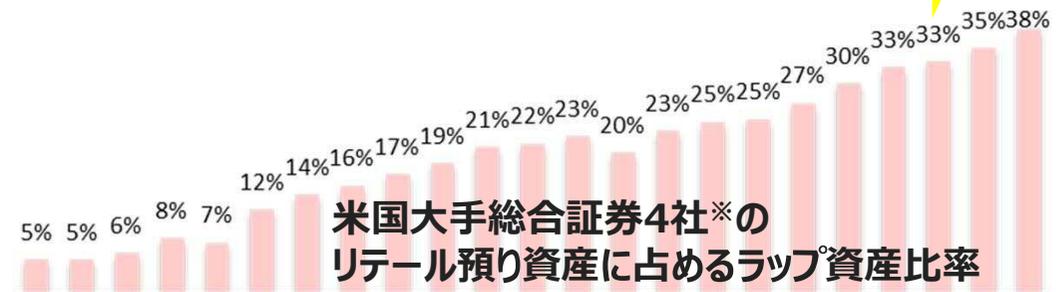
運用会社・ファンドのデューデリの提供

チャージngが起きない手数料構造（顧客資産が増えたときに営業報酬が増える＝「顧客と同じ側に立つ」）

直近20年間のラップ商品活用のアプローチ

ゴールベース資産管理の基本的実行手段としての活用  
（顧客の目標、ニーズ、課題を特定し中長期分散投資で実現すべく伴走）

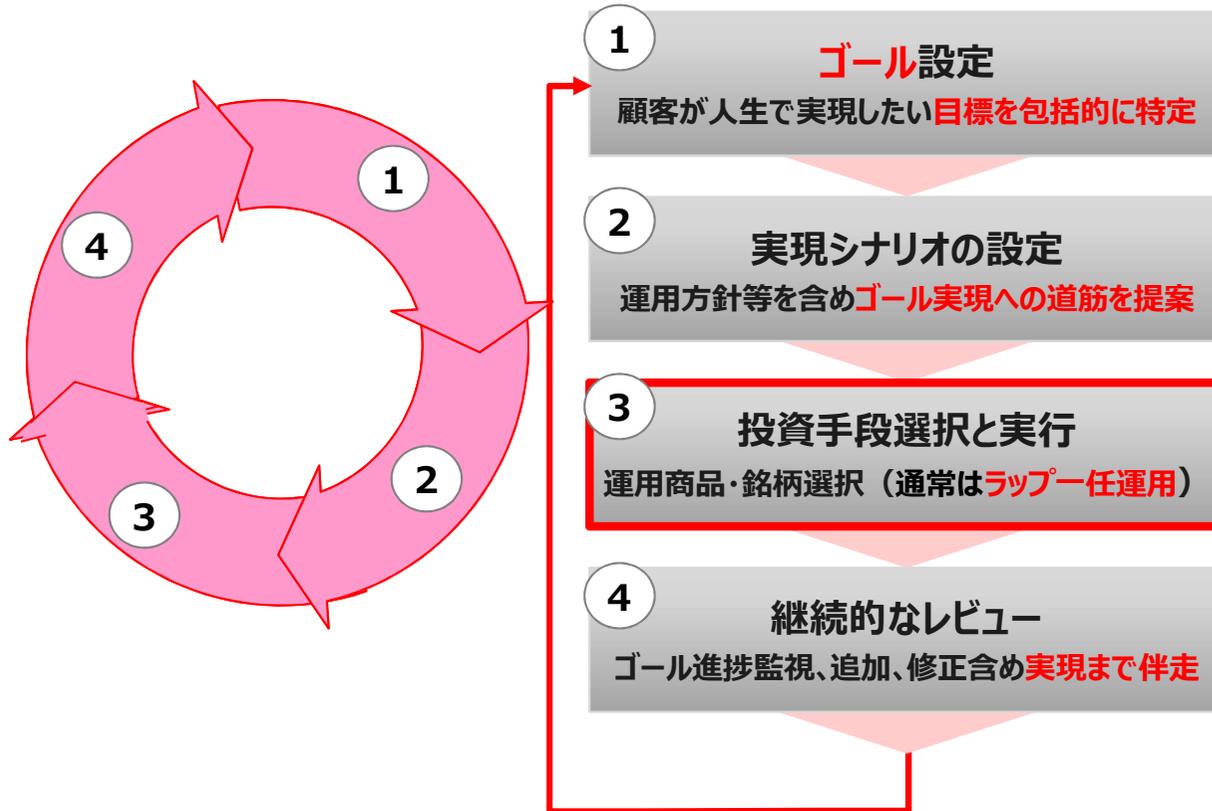
ファイナンシャルプランニングの  
定番化による営業プロセスの深化



※メリルリンチ、モルガンスタンレー、ウエルズファーゴアドバイザーズ、UBウエルスマネジメント

# 米国のゴールベース資産管理 (Goals-based wealth management)のプロセスと顧客の"ゴール" 顧客の「ゴール」特定に始まり、その実現に向け中長期分散投資で伴走する循環プロセス

## 米国の対面販社におけるゴールベース資産管理プロセスの典型例



## ゴールベース営業における顧客の"ゴール"

- ・ **顧客の人生**を通じて、自分や家族、社会等のために**資産の形成と取崩しを裏付け**としてやっておきたいこと（**目標や課題やニーズ**）
- ・ 「いくら貯めたい」は**"ゴール"**ではない
- ・ ゴールがあらかじめ整然としていて、かつ**金融機関の営業員に語りたい人は元来少ない**

例1 引退時期と生活（〇歳で引退し、その後も現在の生活水準を維持し、子・孫と毎年海外旅行したい）

例2 教育（子供に留学させ、将来は〇〇になって欲しい）

例3 親や障がいをもつ子供の一生の介護

例4 相続（子・孫に〇〇を残してあげたい）

例5. 夢の買い物（高級外車〇〇のオーナーになりたい）

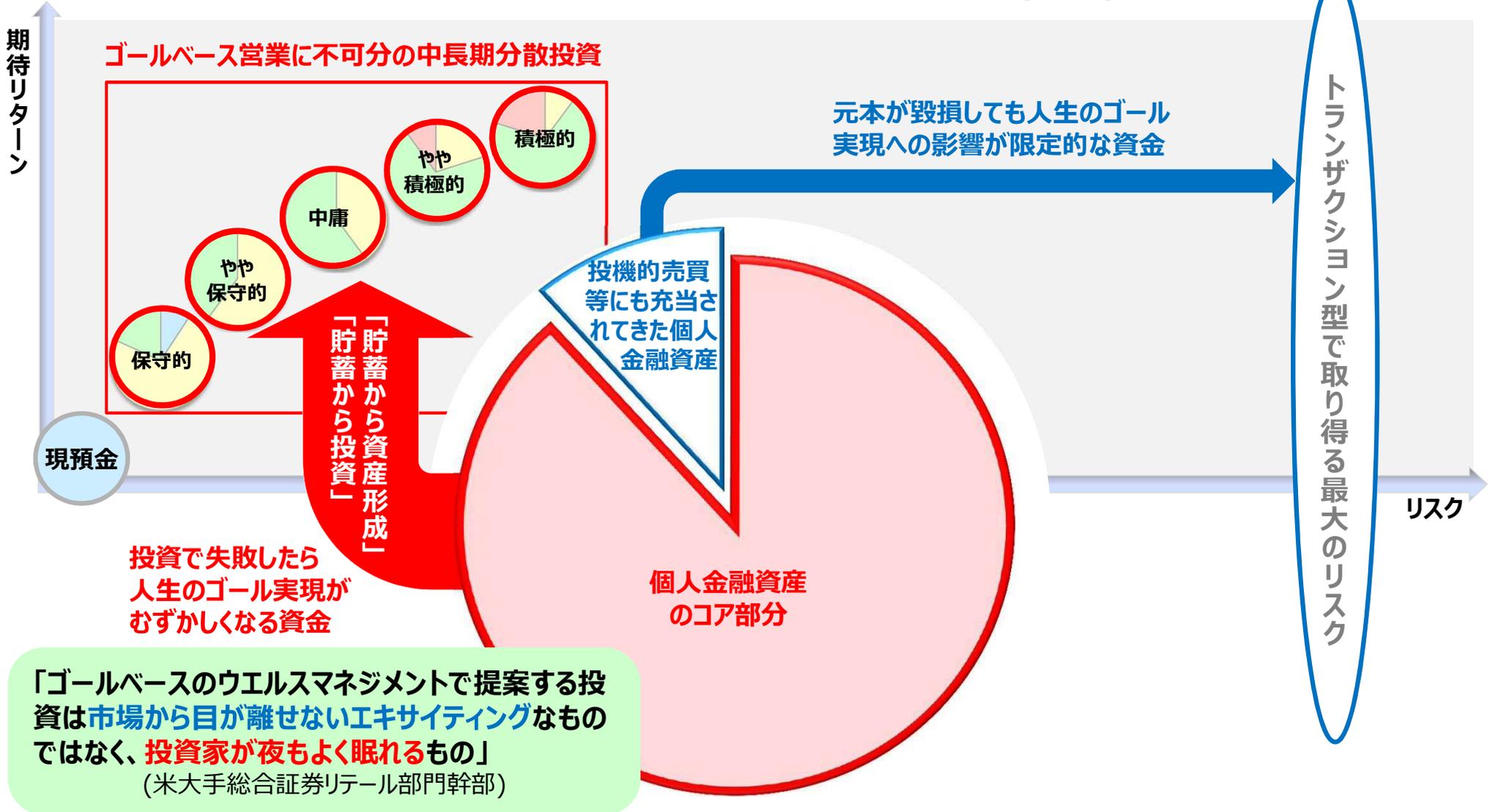
### 顧客の"ゴール"の包括的な特定とアップデート

- 1) **ファイナンシャルプランニング**なども使いつつ顧客の**目標**（当人が気付いていないものも）を**特定**
- 2) 各ゴール毎に**実現に必要な将来金額**を推定提示
- 3) ゴールが**非現実的なほど高すぎたり、逆に低すぎる**場合には、**ゴールを再調整**するよう提案
- 4) **継続的なレビュー**を通じ、既存ゴールの**進捗状況**や顧客**状況**に**変化に伴うゴール修正や追加を含むアップデート**を行う

参考) 顧客投資資産が「ゴール」に紐付けられることに伴う投資アプローチのありよう

# 「ゴール」に紐付ける以上は中長期的に損をしにくく予見性が比較的高い投資のみ提案

ゴールベース・アプローチと個人金融資産のコア部分との親和的關係 (概念図)



ゴールの聞き出しと優先順位付け

## 「ゴールを聞き出す」という目的に照らし、プランニング提供はその有力手段

### ゴール聞き出しのアプローチ例

#### (1) プランニングを伴わないもの（簡易プロセス）

##### i) 投資資金の目的を端緒に聞き出す

- 新規顧客やゴールを聞いたことがない既顧客から新規や追加の投資に関する相談に際し、**何のための投資なのか**（退職、教育、その他）を基本的に尋ねる
- 目的を聞いた後は、**達成の希望時期や達成に必要な金額**などの会話につなげる

##### ii) 顧客との一定頻度のコンタクトや長年の付き合いを通じ理解

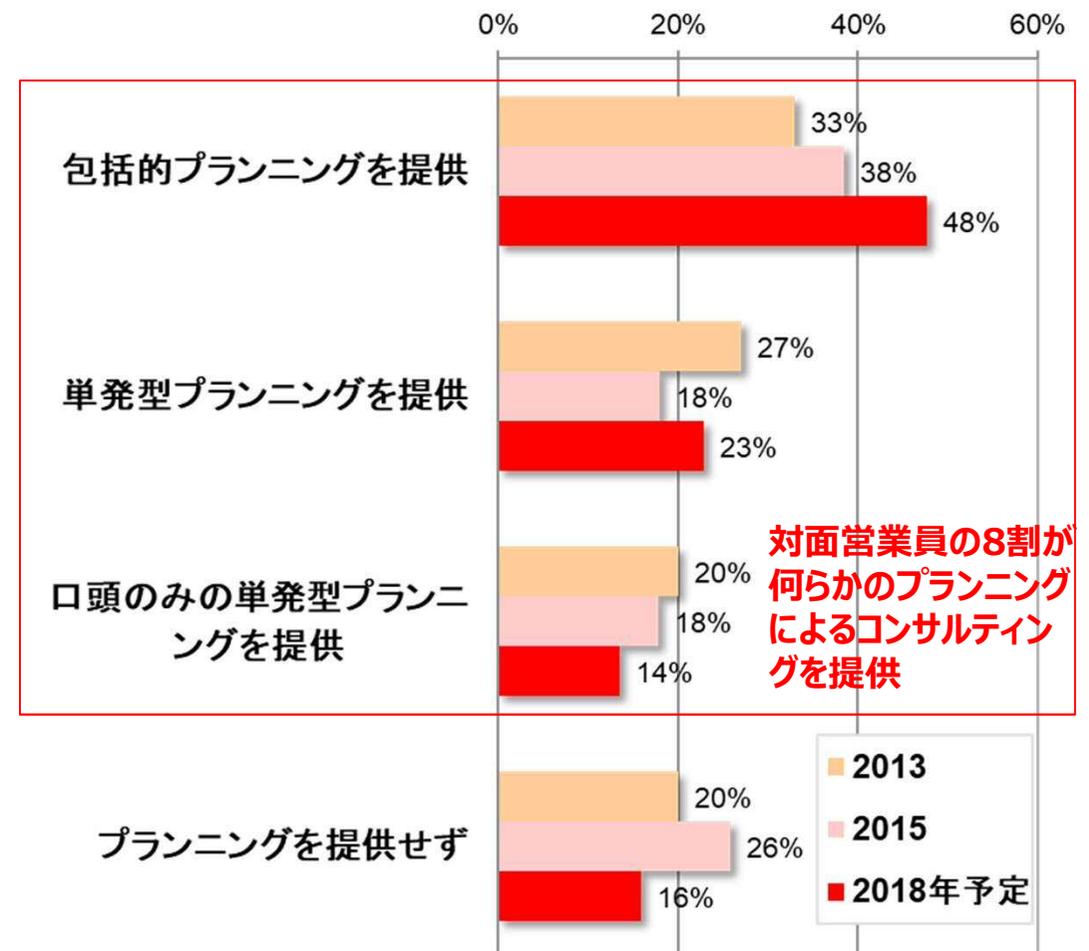
- 既顧客との定期・随時のレビューや営業以外の接触機会**（会食、時候の挨拶、雑談等）を通じた顧客情報収集機会を捉え、将来の夢などを日頃から聞き出してアップデートしておく

#### (2) プランニングを伴うもの（包括的プロセス）

##### i) プランニングの質問票を用い直接的に聞き出す

- 新規顧客への**当初プロファイリングの一環**としてプランニングの質問票を用い**ゴールを直接的かつ包括的に聞き出し**に行く
- 営業員がすでにゴールを一定理解しているつもりの**既顧客に対しても機会を捉えてプランニングを勧め、未発見のゴールを追加的・包括的に聞き出し**に行く

参考) 米国対面証券会社・RIA営業員の  
プランニング提供比率



# ゴールベース資産管理の浸透

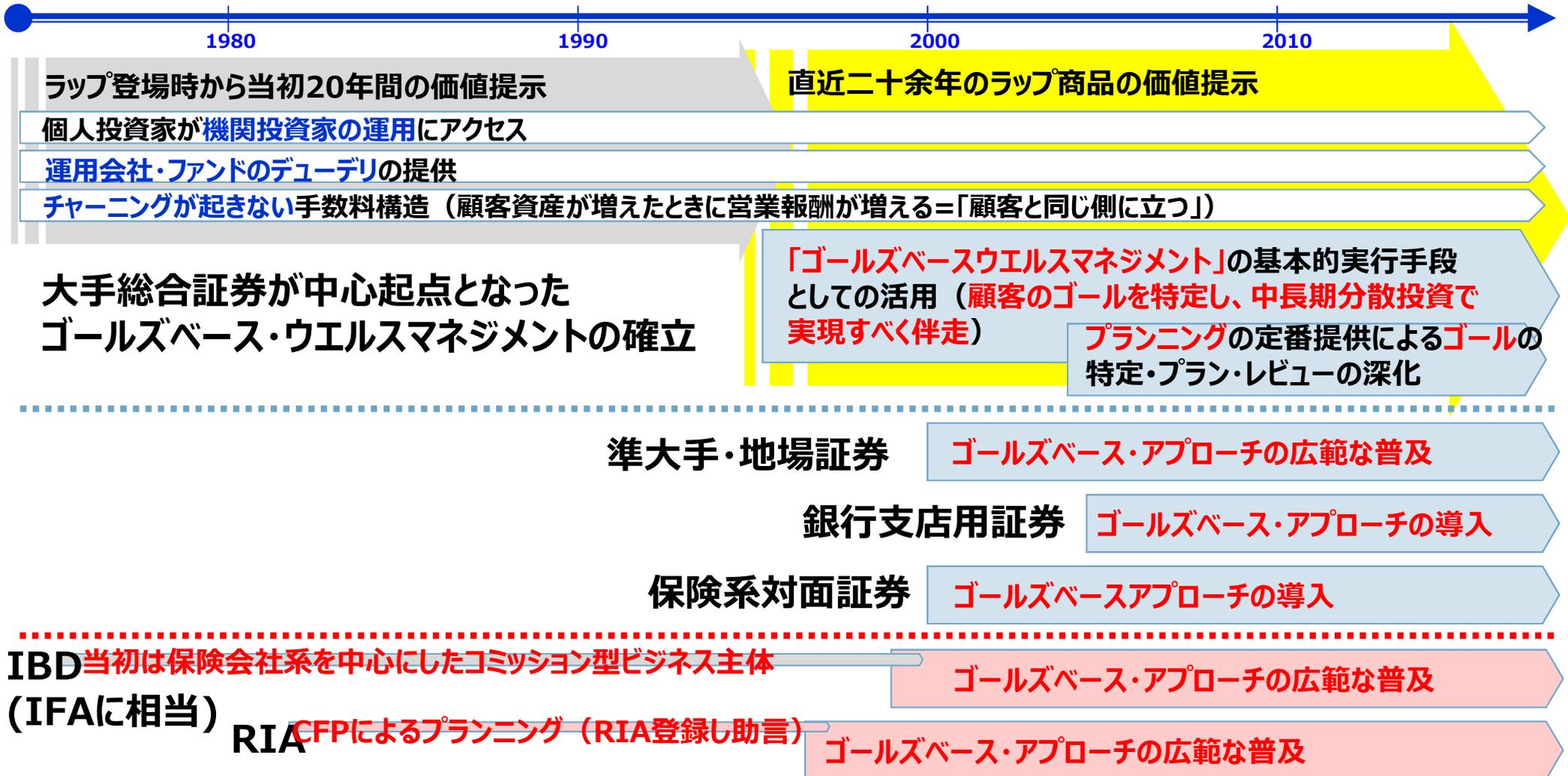
## 大手総合証券らを起点とするゴールベース資産管理は広範な対面チャネルに波及

▼株式手数料自由化

▼個人向けマネジドアカウント（ラップ商品）の登場 ▼ブラックマンデー

▼テキーラ危機 ▼ロシア金融危機

▼アジア金融危機 ▼ハイテク株バブル崩壊 ▼リーマンショック



参考) 米国のウェルスマネジメント事業モデル類型の概要と業容等

## 対面チャネルは営業員モデルと独立営業員モデルのいずれも年率5~10%超の預り資産増加

事業モデル		証券会社の正社員が営業				契約社員か独立業者が営業	
		大手総合証券	準大手・地場証券	銀行支店用証券※1	保険系対面証券	IBD 契約外務員活用型証券会社	RIA リテール向け投資顧問会社
属性等							
業態※2		証券会社	証券会社	証券会社	証券会社	証券会社	投資顧問会社
概要		ワイアハウスと呼ばれる総合証券の代表格	準大手以下の総合証券会社。①特定地域に集中するものと、②小店舗で広域展開するもの、③ホールセール証券の個人部門に大別	銀行支店での対面投資販売を行う証券子会社や専用部門が中心。メガバンクだけではなく中堅地銀グループにも多い	保険会社が保有する対面証券会社。保険代理店を出自とするものが多く、保険販売のみの営業員も多い	営業員は契約外務員(IC≒IFA)で、①FPなどの営業スタイル特化型と、②営業スタイル自由型等がある	業法上”RIA”は投資顧問会社すべてが含まれるが、実態として個人向け中堅中小投資顧問会社を指す。IBD兼業のハイブリッドRIAも
業容 (2017年末)	社数	4社	767社	93※3	約46社	約111社	16,896社
	営業員数 (直近5年の増減)	46,820人 (年率0.8%減)	41,306人 (年率1.2%増)	23,941人 (年率2.2%増)	76,675人 (年率1.0%減)	59,361人 (年率1.5%減)	63,202人 (年率3.8%増)
	預り資産 (直近5年の増減)	7兆1,895億ドル (年率6.4%増)	3兆2,321億ドル (年率8.9%増)	1兆4,538億ドル (年率9.4%増)	9,278億ドル (年率8.1%増)	2兆7,786億ドル (年率10.9%増)	4兆7,404億ドル (年率11.1%増)
代表的プレーヤー		<ul style="list-style-type: none"> <li>Merrill Lynch Wealth Management</li> <li>Morgan Stanley Wealth Management</li> <li>UBS Wealth Management</li> <li>Wells Fargo Advisors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Edward Jones</li> <li>Ameriprise</li> <li>Raymond James</li> <li>RBC Wealth Management</li> <li>Stifel</li> <li>Hillard Lyons</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chase Investors Services</li> <li>Citi Personal Wealth Management</li> <li>BB&amp;T Investment Services</li> <li>Fifth Third Securities</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AXA Advisors</li> <li>NYLIFE Securities</li> <li>MML Investor Services</li> <li>Signator Investors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LPL</li> <li>Ameriprise</li> <li>Raymond James Financial</li> <li>Commonwealth Financial</li> <li>Voya</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>HighTower Advisors</li> <li>Focus Financial</li> <li>United Capital</li> <li>Snowden Lane</li> </ul> <p>(なお、Charles SchwabやPershingらはRIAに対してインフラや事業支援サービスを提供)</p>

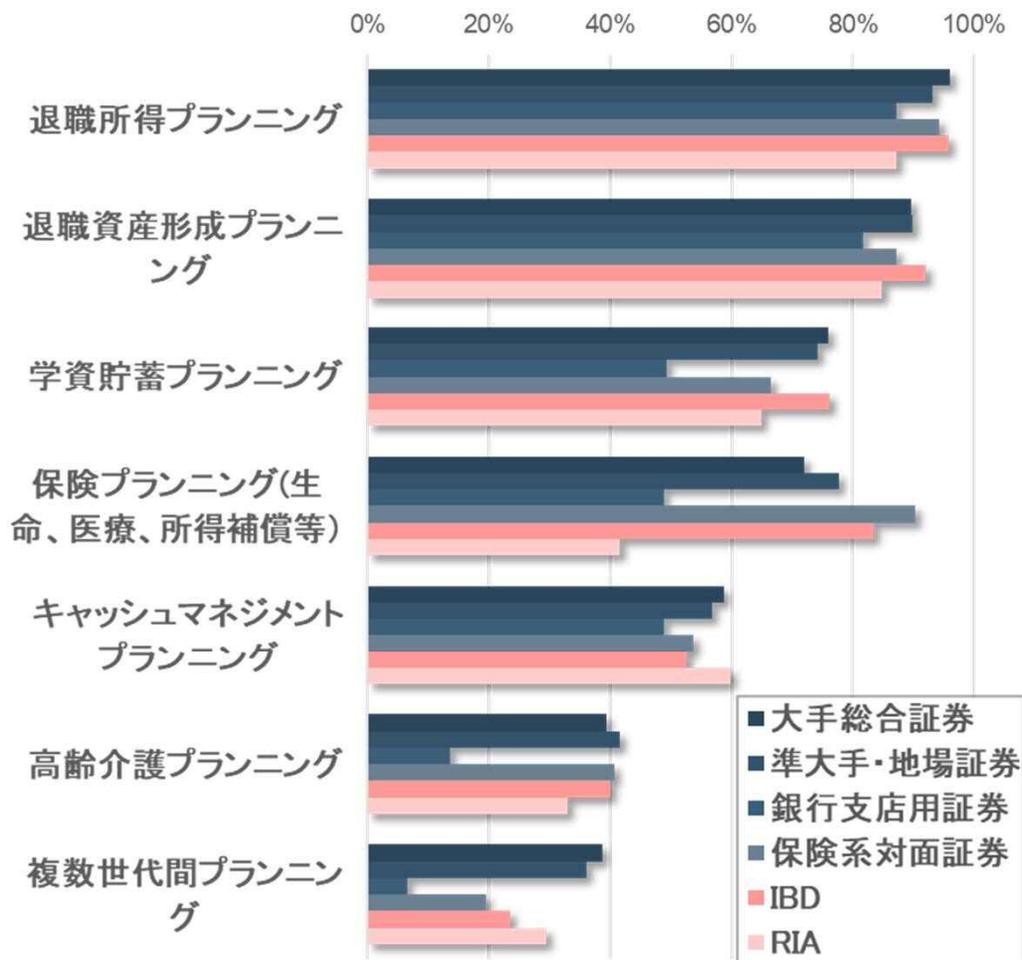
※1 ここでは銀行グループが保有する銀行支店専用の証券子会社85社とともに外部証券会社(TPM)11社の登録営業員に間貸し方式で提携する銀行282行を含む

※2 多くの証券会社は投資顧問業を本体で兼営するが、ここでは主たる営業体として説明

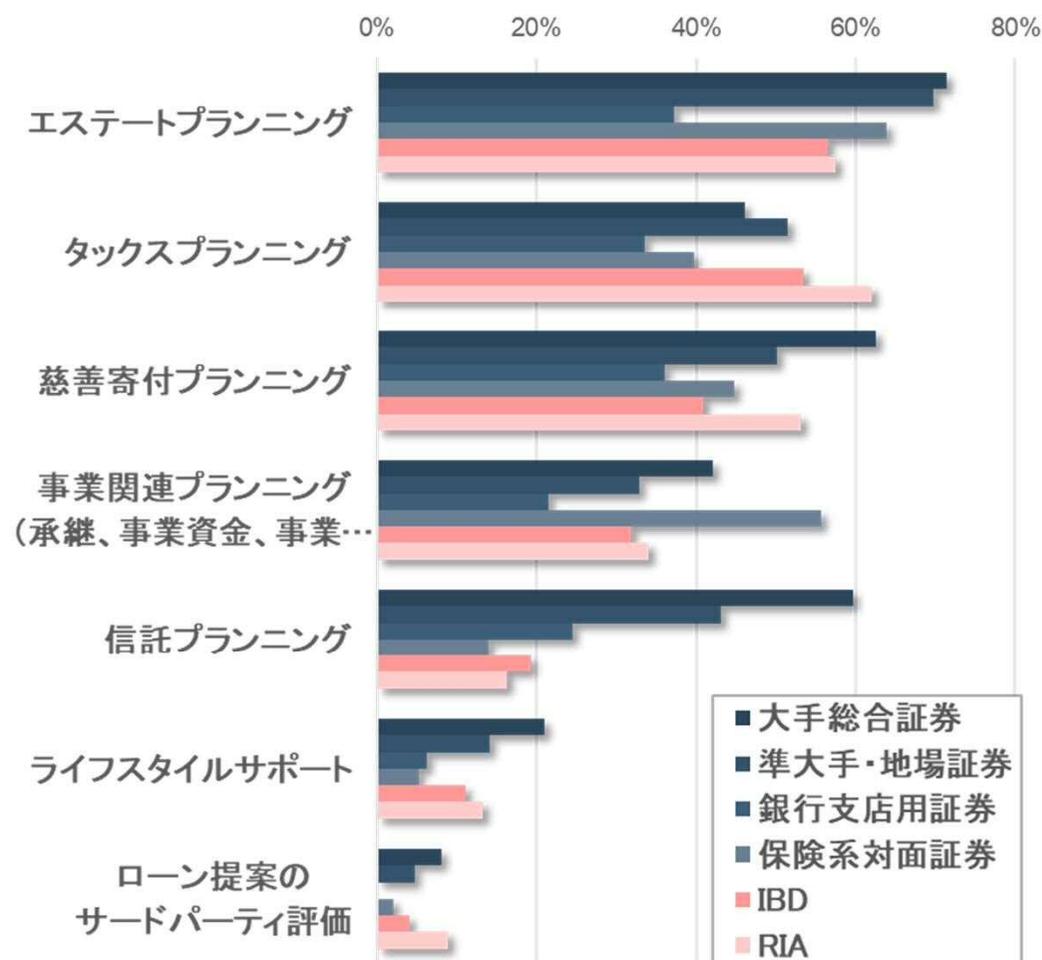
※3 銀行支店での投資商品販売はグループの専業証券子会社を通じて行うことが多いが、証券子会社の一部門として提供されたり外部証券会社との提携もあり社数表示せず。数値は08年末時点。

# プランニングをビルトインしたゴールベース資産管理は広範な対面チャンネルに波及

米国対面チャンネルで提供する  
ベーシックなプランニングサービスの主なカバレッジ



米国対面チャンネルで提供する  
高度なプランニングサービスの主なカバレッジ



## FAQ

---

### しばしば頂戴する指摘や質問

「米国の成功は**株価が右肩上がり**で上昇したからうまくいったのでは？」

「日本人のカルチャーとして、**ゴールなど持たない**（あってもいわない）」

- 株価の上昇はゴールベース資産管理が広がった際の必要条件ではありましたが、それが自国株価の上昇でなければいけないわけではありません。
  - 人口減による低成長が展望される日本の株式主体ではなく、米国を含む成長国株式のエクスポージャーを組み込んだ**グローバル中長期分散投資で右肩上がりのポートフォリオを提案し顧客のゴール実現を図る**
  - ゴールベースの投資は相場の短期的値動きで儲けるものではないため**エキサイティングなものではないが、ヒストリカルデータに基づくグローバル分散モデルによる一定の中長期的な予見性**により、預金と比較した場合の証券投資の合理性を示す
- 米国人も自分で「生前に何をしたいのか」というゴールが整然と整理されていたり、自分からペラペラとしゃべる人はほとんどいませんでした。
  - 米国でも対面チャネルの**営業員が顧客一人ひとりからゴールを共有してもらおう関係をコツコツと創っていった**
  - 投機的売買や個別銘柄の一点買い等に比べ**一定の予見性ある中長期分散投資によりゴールへの進捗と実現を小さな成功体験として積み上げていく**ことで、日本でも投資家としてのマインドセットとビヘイビアを変えていける可能性がある
  - 年金制度の将来展望や長生リスク、健康寿命等に鑑みても、**引退時期や年金受給開始年齢などを先取的にプランしていく**ことは日本人一人ひとりに本来求められている

## FAQ（続）

### しばしば頂戴する指摘や質問

「（対面投資商品販売会社の中心顧客である）高齢者にはいまさらゴールなどない」

「十分なカネを持っている金持ちはゴールを持つ必要がない」

- 「顧客のゴール」は当該顧客1人が生前に自分のために何をしたいかということに関するものだけではありません。
  - すでに70歳を超えるようなお年寄りであっても、配偶者、子、孫らの親族や社会（地元地域、出身地、出身校、その他所属組織）等を受益者に見立て、「〇〇のためにXXをしてあげたい」という観点でのゴールは切り出すことはできる
  - 本人自身が生前に成し遂げたいこと以外にもゴール対象を広げることで、想定される運用期間は本人の寿命に制限されない長期にも設定でき、取崩し期の保守的運用のみならずゴール次第では資産形成目的でのリスク設定もありうる※1※2
- 金持ちには金持ちなりの「老後もせめてこういう暮らしをしていきたい」というライフスタイル像やスタンダードがあります。
  - たとえば、年間5000万円以上を消費していた富裕層が、引退したからといって直ちに年間1000万円以下しか遣わない「儉約的」なライフスタイルや低い生活水準に転換するわけではない
  - 長生リスクにも鑑み、財産を枯渇させずに顧客やその家族が現役時代の6～8割くらいの消費額を伴うライフスタイルを続けるために必要なゴール設定と実現シナリオを営業員が顧客と一緒に考える

※1 ただし、相続手続きは必要

※2 ただし、生活資金とのポートフォリオ分別は必要

---

1. 米国投資商品の経費率の推移と傾向の概観

2. 米国投資商品販売における手数料の推移と傾向の分析

3. 米国投資商品販売における最近の潮流と構造的転換

4. 日本への示唆

## 「貯蓄から投資」「貯蓄から資産形成」を実現するための必要条件について

### 投資アプローチ

- 「次に儲かりそうなものは何か」という単品銘柄やセクターに着目した短期的な売買自体は善でも悪でもないが、そのような投機によって大多数の人々が将来の目標や課題克服を実現を目指すことはありえず、そのような予見性の低いアプローチで個人金融資産に占める証券資産の割合が高まることは、過去と同様、将来的にも考えにくい
- 米国を含む成長国株式のリスクを組み込んだグローバル中長期分散でのみ運用するという規律に則り一定の予見性を確保することは、引退後を含む将来の大事な支出に備え預金に滞留する資金を投資に誘導する前提となる

### ゴール設定と 投資資産のリスク選定

- リスク許容度クエスチョネア(RTQ)だけを用いたリスク判定は、極言すれば、多くの場合においてリスクを取るのがどれだけ好きか嫌いかを測るためだけのものである。しかし、プランニングにおいて特定されたゴールを実現するために一定の予見性を持つ期待リターン／想定リスクの範囲で分散ポートフォリオモデルのリスク水準を選定することは個人版LDIと呼ぶべきものであり、節度ある個人投資家の態度や最適なポートフォリオ選択に矛盾しないと考える
- なお、ゴールに紐付けると最適な投資が歪むという意見が日本の中で時折り聞かれるが、投資予定期間や資金の性格などを考慮したストレステスト等の結果、効率的フロンティア一点以外のアロケーションが適切な場合は存在しうる

### 説明責任と プライシング

- ヒストリカルデータにマクロ経済成長見通しなどを加味したグローバル中長期分散投資ポートフォリオの期待リターン／想定リスクのモデルは投資提案時にもファイナンシャルプランニングを通じたゴール設定時のシミュレーションにも必要だが、販社独自に開発できなければサードパーティのアロケーションモデルを使ってもよい
- ファイナンシャルプランニングに際しても上記の想定と一貫性あるモデルを用いることで、大部分の金融資産を預金に置いておく場合との比較シミュレーションがより透明性が高いものになり、また、手数料や投資家が負担する総コストの妥当性や納得感の検証（事前、事後）には役立つはずである

### 説明責任と 自己責任

- 中長期分散投資ポートフォリオが投機的な売買に比べて相対的に予見性が高いとしても投資の結果が想定通りにならないことがありうることはいうまでもないし、損をした場合の投資家の自己責任原則はどちらにもあてはまる。しかし、中長期分散投資と投機的売買で目指すリターンと結果としての損失の性格は同一のものではない
- ゴールに紐づく中長期分散投資が目指すのは、ゴールを共有したすべての投資家が期待リターンに近似の投資成果を通じてゴールを実現することである。これに対し、投機的売買の場合は、誰がどれだけ利益を上げられるか(損をするか)予断を許さず、自己責任で最終的に負う損益結果のばらつきも大きくなる

**NRI**

未来創発

**Dream up the future.**

**野村総合研究所**  
**Nomura Research Institute**