

# 世界の資産運用の 潮流と日本への示唆



2023年6月

一橋大学大学院経営管理研究科客員教授  
一橋大学大学院フィンテック研究フォーラム代表  
藤田 勉, Ph.D.

# 1. 世界の金融機関の経営 の構造変化

---

# リテール証券業の成長

1. 世界的に、フィンテック企業が成長。デジタル化、グローバル化、Eコマースの発達。
2. リテール分野のデジタル化が進行。特に、決済・送金、資産運用。証券会社の成長。
3. 伝統的な銀行の株価低迷。特に、米国。ウクライナ危機、金利上昇、株価下落の影響大。

先進国の主要な金融機関・フィンテック企業時価総額増減額上位下位10社(2020年以降、**証券会社**)

	上位10	国	時価総額 (兆円)	増加額 (兆円)	株価 騰落率(%)	下位10	国	時価総額 (兆円)	増加額 (兆円)	株価 騰落率(%)
1	モルガン・スタンレー	米国	19.1	7.5	59.9%	バンク・オブ・アメリカ	米国	31.0	-13.3	-21.1%
2	S&Pグローバル	米国	16.6	7.2	34.6%	シティグループ	米国	12.1	-12.3	-44.5%
3	インテュイット	米国	16.6	7.0	60.0%	ウェルズ・ファーゴ	米国	20.9	-10.2	-26.0%
4	マスターカード	米国	48.0	6.3	22.2%	ペイパルHD	米国	9.7	-8.1	-42.7%
5	ビザ	米国	50.1	5.0	17.6%	FIS	米国	4.5	-7.4	-60.8%
6	プログレッシブ	米国	10.5	4.6	76.7%	USバンコープ	米国	6.4	-6.3	-49.6%
7	チャールズ・シュワブ	米国	13.1	4.5	10.8%	JPモルガン・チェース	米国	55.5	-5.7	-2.6%
8	KKR	米国	6.2	4.0	76.5%	トウリスト・ファイナンシャル	米国	5.7	-4.9	-45.9%
9	ゴールドマン・サックス・グループ	米国	15.1	3.9	40.9%	クレディ・スイス・グループ	米国	0.5	-4.4	-93.9%
10	アポロ・グローバル	米国	5.3	3.8	40.1%	グローバル・ペイメンツ	米国	3.6	-4.1	-46.5%

# 先進国金融機関時価総額上位20社

フィンテック企業の時価総額は大きい。ビザ、マスターカードは高収益。

	赤:フィンテック、青:証券・運用	国	時価総額 (兆円)	株価騰落率 (2020年代、%)	自己資本利益率 (%)	PER (今期予想、倍)	PBR (倍)	株主資本比率 (%)
1	JPモルガン・チェース	米国	55.5	-2.6	12.8	9.3	1.4	7.7
2	ビザ	米国	50.1	17.6	40.0	25.7	12.4	42.0
3	マスターカード	米国	48.0	22.2	145.9	29.7	64.9	16.6
4	バンク・オブ・アメリカ	米国	31.0	-21.1	10.1	8.1	0.9	8.1
5	ウェルズ・ファーゴ	米国	20.9	-26.0	7.2	8.3	0.9	9.0
6	HSBCホールディングス	英国	20.4	-0.2	8.9	6.2	0.8	6.1
7	モルガン・スタンレー	米国	19.1	59.9	10.7	12.4	1.5	8.0
8	RBC	カナダ	17.3	18.2	15.3	10.7	1.6	5.6
9	S&Pグローバル	米国	16.5	34.6	16.9	29.3	3.3	62.2
10	アメリカン・エクスプレス	米国	16.5	27.4	31.8	14.3	4.5	10.6
11	インテュイト	米国	16.4	60.0	15.7	29.4	7.2	59.3
12	ゴールドマン・サックス	米国	15.1	40.9	9.9	9.9	1.0	7.8
13	オーストラリア・コモンウェルス銀行	豪州	14.8	21.1	12.8	16.3	2.3	6.1
14	トロント・ドミニオン銀行	カナダ	14.4	5.5	16.5	9.2	1.3	5.4
15	ブラックロック	米国	13.8	30.8	13.7	18.8	2.6	24.3
16	チャールズ・シュワブ	米国	13.1	10.8	15.5	15.9	3.4	5.9
17	シティグループ	米国	12.1	-44.5	7.4	7.2	0.5	7.7
18	アリアンツ	ドイツ	12.0	-8.4	10.9	8.3	1.4	5.1
19	MUFG	日本	11.8	57.2	6.5	8.7	0.7	4.3
20	チャブ	スイス	10.8	19.4	9.6	10.2	1.5	26.0

# 世界の証券業界

1. 米国リテール証券の成長力が圧倒的に高い。独立系大手オンライン証券（イー・トレード、TDアメリトレード）は消滅。
2. IFA向けプラットフォーム提供会社が成長（レイモンド・ジェームズ、LPLファイナンシャル）。
3. 富裕層と棲み分け。2023年FAトップ100:モルガン・スタンレー上位10名中7名、トップ1200:メリルリンチ273名（バロンズ）。

世界の証券時価総額上位10社の純利益

	(兆円)	国	時価総額	純利益	株価騰落率 (5年)
1	モルガン・スタンレー	米国	19.1	1.6	63.1%
2	ゴールドマン・サックス・ググループ	米国	15.1	1.6	43.4%
3	チャールズ・シュワブ	米国	13.4	1.0	-5.3%
4	中信証券	中国	5.4	0.5	-25.5%
5	インタラクティブ・ブローカーズG	米国	4.5	0.3	6.1%
6	CSCファイナンシャル	中国	3.4	0.1	33.6%
7	中国国際金融	中国	2.9	0.1	-13.4%
8	バンコBTG	ブラジル	2.8	0.2	440.9%
9	レイモンド・ジェームズF	米国	2.7	0.2	40.4%
10	国泰君安証券	中国	2.4	0.2	-47.1%

米国証券の時価総額上位10社（リテール証券）

	(兆円)	時価総額	純利益	株価騰落率 (5年)
1	モルガン・スタンレー	19.1	1.6	63.1%
2	ゴールドマン・サックス・ググループ	15.1	1.6	43.4%
3	チャールズ・シュワブ	13.4	1.0	-5.3%
4	インタラクティブ・ブローカーズG	4.5	0.3	6.1%
5	レイモンド・ジェームズF	2.7	0.2	40.4%
6	LPLファイナンシャルHD	2.1	0.1	183.2%
7	ロビンフッド・マーケッツ	1.1	0.1	-
8	ジェフリーズ・フィナンシャルG	1.0	0.1	37.4%
9	フリーハン・ローキー	0.8	0.0	78.6%
10	スティーフル・フィナンシャル	0.8	0.1	41.8%

# 米国：リテール証券の成長

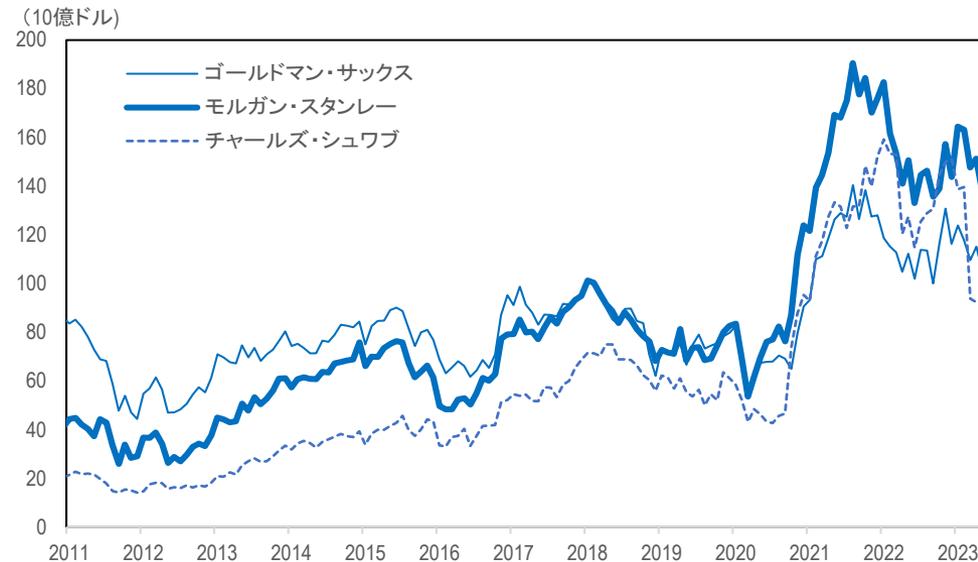
1. フィデリティ(非上場)、チャールズ・シュワブ(時価総額証券世界1位): デジタルと対面営業の融合。売買手数料依存脱却。
2. マネージド・アカウント(証券会社のアドバイザーによる一任運用)の普及。報酬率は年1%前後(対残高)。
3. モルガン・スタンレー: 時価総額世界2位。リテール強化。スミスバーニー、イー・トレード買収。

米国と日本のリテール証券の預かり資産

(兆円)	特徴	2017年末	2022年末	増減額
フィデリティ・インベストメンツ	独立系、総合	952	1,442	490
チャールズ・シュワブ	独立系、総合	470	987	517
モルガン・スタンレー	商業銀行	332	586	254
BofAML	商業銀行	385	476	91
ウェルズ・ファーゴ	商業銀行	231	261	29
UBS WMアメリカ事業	スイス系銀行	172	221	50
レイモンド・ジェームズ	独立系、総合	97	145	48
野村ホールディングス	総合	110	118	8
大和証券グループ本社	総合	62	74	13

注:1ドル140円で換算。出所:各社資料

米国証券会社の時価総額の推移



出所:QUICK FactSet

# 米国: ビジネスモデル革新の歴史

1. 1995年、SECの要請に応じて、メリルリンチのタリー会長を議長とする委員会が、証券会社の報酬に関する報告書を作成。
2. ①残高収入に応じて営業員の報酬を支払う、②系列企業の商品を優先的に販売しない。
3. 1999年、メリルリンチは資産残高報酬口座(ラップフィー)開始。SEC規則では投資顧問業の登録対象外とされた。
4. 2007年、ワシントンDC控訴審判決でSEC規則は無効化。証券口座で一任運用するFAは、投資顧問業登録が必要。
5. 2008年リーマン危機後、受託者責任を負う一方、投資内容に広い裁量を持つレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの利用が拡大。
6. 2010年代には、MAが広く普及。
7. 証券会社と投資家の利益相反は小さくなり、「顧客とともに栄える」というビジネスモデルが定着。

# パッシブ運用会社の寡占化

1. 米国の資産上位10公募投信は、すべてパッシブ。世界のETF資産残高：2012年末230兆円→2022年末1,220兆円。
2. 過去5年間の資産増加額(昨年末)：投信1位フィデリティ500が29兆円、ETF1位SPDR S&P500が10兆円。
3. パッシブの両巨頭ブラックロック、バンガード(市場シェア合計8.5%→14.0%)。

## 運用会社の資産上位10社(パッシブハウス)

	2011年末	国	総資産額 (兆円)	上位500 構成比	2021年末	国	総資産額 (兆円)	上位500 構成比
1	ブラックロック	米国	457	5.6%	ブラックロック	米国	1,401	7.6%
2	アリアンツ	ドイツ	275	3.4%	バンガード・グループ	米国	1,185	6.4%
3	ステート・ストリート・グローバル	米国	241	2.9%	フィデリティ・インベストメンツ	米国	593	3.2%
4	バンガード・グループ	米国	240	2.9%	ステート・ストリート・グローバル	米国	579	3.1%
5	フィデリティ・インベストメンツ	米国	223	2.7%	JPモルガン・チェース	米国	436	2.4%
6	JPモルガン・チェース	米国	174	2.1%	アリアンツ	ドイツ	414	2.2%
7	BNYメロン	米国	164	2.0%	キャピタル・グループ	米国	380	2.1%
8	BNPパリバ	フランス	157	1.9%	ゴールドマン・サックス	米国	346	1.9%
9	キャピタル・グループ	米国	141	1.7%	BNYメロン	米国	341	1.8%
10	UBS	スイス	123	1.5%	アムンディ	フランス	327	1.8%

# モルガン・スタンレー

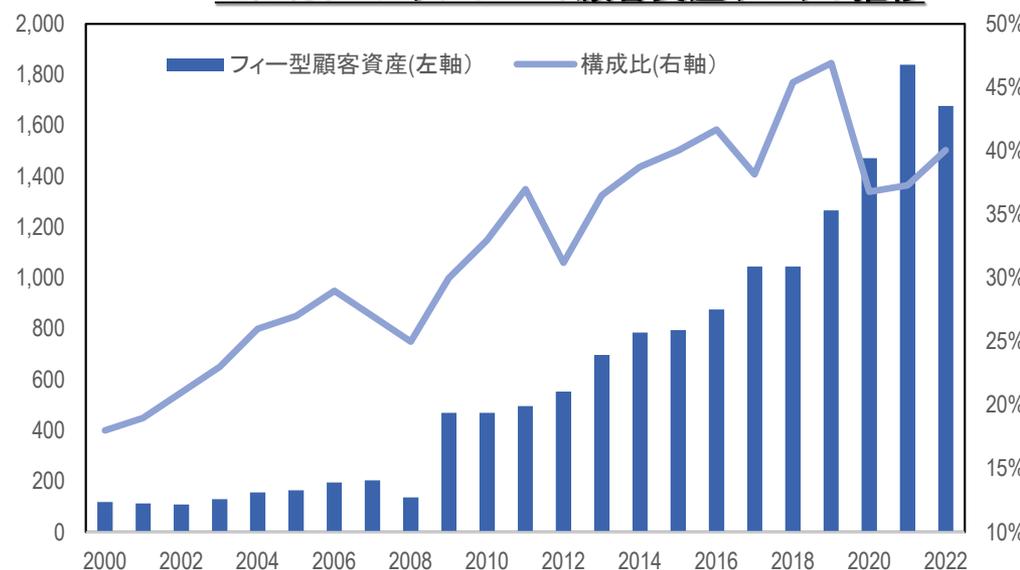
1. ウェルス・マネジメント(WM)部門強化。2010年、ゴーマンCEO就任。スミサーニー、イー・トレード買収。
2. 収入構成: ウェルス・マネジメント45%、機関投資家45%、資産運用10% (2022年)。
3. WMの純利益構成比42% (2022年)。WM(含むファミリーオフィス)と投資銀行部門のシナジー。

モルガン・スタンレーのセグメント別純利益

(百万ドル)	2020	2022	構成比	増減	ROE
機関投資家	7,012	5,242	47.5%	-1,770	
ウェルスマネジメント	3,361	5,139	46.5%	1,778	
資産運用	615	660	6.0%	45	
3部門合計	10,996	11,041	100.0%	45	
連結純利益	7,012	11,029		4,017	11.2%

(10億ドル)

モルガン・スタンレーの顧客資産(WM)の推移



# フィデリティのビジネスモデル

---

1. 世界最大の独立系運用会社→リテール証券業務に進出。総合資産運用サービス企業に転換。
2. Assets under Management(AUM、運用資産546兆円(2022年末)→Assets under Administration(AUA)。
3. 2022年12月期:売上高3.5兆円、営業利益1.1兆円。預かり資産(AUA)1,442兆円(2022年末)。証券口座数3,710万口座。
4. IFA向けのブローカレッジ業務、カストディ&クリアリング業務が成長(プラットフォーム)。
5. 全米最大の401(k)プランの運営管理機関。
6. 高コストのアクティブファンド運用会社から、低コストのパッシブ運用会社へ転換。
7. ノーロードで経費率ゼロの投信「フィデリティ・ゼロ」(直販専用)、「フィデリティ・フレックス」(一任運用向け)を開発。

# チャールズ・シュワブ

1. 貯蓄貸付(S&L)持株会社。顧客の待機資金を運用(グループ内銀行)。金利上昇で大幅増益。
2. 2022年の純金利マージン2.24%(平均)。顧客資産の10%前後が余剰現金(利回りはゼロ%に近い)。
3. 純金利収入、プラットフォーム事業が中核。アドバイザー・サービス部門の資産438兆円(昨年末)。

## チャールズ・シュワブの純収益構成(安定収益)

(百万ドル)	2019年 12月期	構成比	2020年 12月期	構成比	2021年 12月期	構成比	2022年12月 期	構成比
純金利収入	6,516	60.8%	6,113	52.3%	8,030	43.4%	10,682	51.4%
資産運用・管理手数料	3,211	30.0%	3,475	29.7%	4,274	23.1%	4,216	20.3%
トレーディング収益	752	7.0%	1,416	12.1%	4,152	22.4%	3,673	17.7%
:売買手数料	549	5.1%	739	6.3%	2,050	11.1%	1,787	8.6%
:オーダーフロー収入	135	1.3%	621	5.3%	2,053	11.1%	1,738	8.4%
:プリンシパル取引	68	0.6%	56	0.5%	49	0.3%	148	0.7%
銀行預金口座手数料	-	-	355	3.0%	1,315	7.1%	1,409	6.8%
その他	242	2.3%	332	2.8%	749	4.0%	782	3.8%
純収益合計	10,721	100.0%	11,691	100.0%	18,520	100.0%	20,762	100.0%

# エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズ

1. 登録投資アドバイザー(RIA)(総合資産運用助言会社)が急成長。
2. 総合的なサービスを提供: 資産運用、ファイナンシャル・プランニング(FP)、タックス・マネジメント、不動産、相続、M&A、事業承継など。
3. エデルマン: バロンのRIAランキング4年連続1位。資産運用はロボアドバイザー中心。付加価値の源泉はFPを中心とする人生設計。
4. 確定拠出型年金(DC)に強い。

バロンズ RIAランキング上位10社(2022年)

米国のロボアドバイザー上位5社

	会社	運用資産 (兆円)	顧客数(千)
1	エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズ	37.7	447
2	バンガード	34.8	不詳
3	チャールズ・シュワブ	9.9	不詳
4	ベターメント	4.4	692
5	ウェルスフロント	3.2	327

	会社	場所
1	エデルマン・ファイナンシャル・エンジンズ	カリフォルニア州サンタクララ
2	ハイタワー・アドバイザーズ	シカゴ
3	クリエイティブ・プランニング	カンザス州オーバーランドパーク
4	キャップトラスト	ノースカロライナ州ローリー
5	マリナー・ウェルス・アドバイザーズ	カンザス州オーバーランドパーク
6	ウェルス・エンハンスメント・アドバイザー・サービス	ミネソタ州プリマス
7	CIBC プライベート ウェルス	アトランタ
8	マーサー・アドバイザーズ	デンバー
9	プライベートアドバイザーグループ	ニュージャージー州モリスタウン
10	セリティパートナーズ	ニューヨーク

# 3. 日本<sup>の</sup>経営への示唆

---

# 証券業の低迷

1. 米国など海外企業買収に成功した大手金融機関の株価上昇。ただし、バリュエーションは低い。
2. 大手証券会社の苦戦。手数料ビジネスから脱却できず。海外ビジネスに弱い。
3. 岸田政権の資産所得倍増計画など政策支援は拡大へ。NISAなどの利益率は低い。

## 日本金融機関時価総額増加額上位、下位10社(2019年末以降、メガバンク)

	上位10	時価総額 (10億円)	増加額 (10億円)	株価 騰落率	下位10	時価総額 (10億円)	増加額 (10億円)	株価 騰落率
1	<b>MUFG</b>	11,831	3,724	57.2%	野村ホールディングス	1,581	-387	-13.2%
2	<b>SMFG</b>	7,805	2,261	40.6%	アコム	493	-300	-36.6%
3	東京海上ホールディングス	6,296	1,951	54.1%	イオンフィナンシャルサービス	257	-116	-31.1%
4	<b>みずほFG</b>	5,213	940	22.0%	オリエントコーポレーション	182	-102	-35.9%
5	オリックス	2,933	534	31.2%	セブン銀行	322	-100	-23.7%
6	<b>MS&amp;AD</b>	2,572	429	32.9%	アルヒ	35	-46	-56.4%
7	りそなホールディングス	1,506	393	32.3%	ジャフコグループ	96	-44	19.4%
8	<b>SOMPO</b> ホールディングス	1,978	373	32.3%	あおぞら銀行	301	-41	-12.1%
9	<b>T&amp;D</b> ホールディングス	1,120	237	36.3%	アニコムHD	48	-26	-35.7%
10	第一生命ホールディングス	2,370	193	31.8%	大垣共立銀行	75	-25	-25.3%

注:2023年5月末時点。2019年末非上場企業、経営統合したMHC、自己株式消却のゆうちょ銀行、かんぽ生命除く。出所:QUICK FfactSet

# IFAの課題

---

## 1. 日本のIFAは手数料依存型

歩合外務員からは進化しているが、売買手数料依存型のビジネスモデルに大きな変化なし。

## 2. 手数料は大きく低下へ

金融庁による営業姿勢適正化の指導強化。毎月分配型投信、テーマ型投信、投信ラップ、仕組債などの問題を指摘。

パッシブ化が進む。投信販売額上位はインデックスファンド。

## 3. サービス・ノウハウの高度化が必要

IFAのサービスは、大手証券と何が違うのか？ 付加価値は？ 金融資産以外のアドバイスは？

RIAのようにサービスの総合化、多様化、組織化が必要。

現状では、IFAが資産運用の主役になる可能性は低い。

# 結論：顧客と共に繁栄できるか？

## 1. 米国の教訓

1995年タリー委員会報告書が契機となって、「顧客と共に栄える」ビジネスモデルの実現が始まった。

2001年エンロン危機、2008年リーマン危機を経て、投資家保護の法律、判例が蓄積した。

## 2. 日本ではレギュレータの質の向上が必要

概ね2年に1度、金融庁の幹部は異動。組織にノウハウが蓄積されていない。専門家の育成が必要。

日本版タリー報告書の作成が必要。

## 3. 異業種からの参入が効果的

SBIホールディングスはソフトバンクグループからスピンオフ、楽天証券、楽天銀行は、楽天グループ傘下。セブン銀行は、セブン&アイ・ホールディングス傘下。

本資料は株式会社日本戦略総合研究所が作成したものであり、他の第三者に過去に提供された他の資料の抜粋を含む可能性があります。本資料に記載された情報は、適用される規制当局により定義された「アナリストレポート」及び「リサーチレポート」に該当することを意図しているものではありません。本資料に記載された情報は、一般的に入手可能な情報であり、信頼に足ると思われる情報源から入手したものです。正確性及び完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供のみを目的としており、特定の利用者の投資目的、財務状況、資力を考慮していません。本資料は、投資に関する助言又は金融商品の売買の勧誘ではありません。先物、オプション、高利回り証券を含む特定の取引又は取引戦略は、相当のリスクを内包しており全ての投資家に適したものではありません。直接、間接、派生的を問わず、本資料に記載された情報の使用により又は本資料に起因する損失に対して、当社は一切の責任を負いません。当社は、税務及び法律の助言を行うものではありません。お客様におかれましては、ご自身の税務及び法務アドバイザーより助言を受けた上で、ご自身の目的、経験、資力に基づく投資判断をなさるようお願いいたします。本資料に含まれる資料、記述、情報は当社に帰属するものであり、著作権その他の知的財産に関する法律によって保護されます。いかなる目的においても他者への転送、再配布を行うことはできません。

株式会社日本戦略総合研究所 All Rights Reserved.