

プライベートバンキングの拡大と大衆富裕層の創出

——日本におけるPBビジネス成否の視点から——

澤 田 貴 之

目 次

- I. はじめに
- II. 世界の現状：富裕層市場の拡大
- III. 顧客にとってのプライベートバンキングの利点
- IV. 日本におけるプライベートバンキングの進展とコモディティ化問題
- V. おわりに：プライベートバンキングの抱える課題

I. はじめに

本稿で取り上げるのは商業銀行を中心として、近年、世界的に急速な拡大を遂げつつあるプライベートバンキング部門のビジネスとしての成否である。とりわけ当該事業・業務において遅れをとってきたといわれている日本の金融機関についての戦略上の課題に焦点を当てていく。

取り上げるテーマが特定サービス部門の事業戦略とはいえ、世界的なプライベートバンキングの拡大とは、新たな富裕層の取り込みを意味しており、伝統的なスイス、英国のプライベートバンクに加えて、従来、同ビジネスの中で顧客対象とされてこなかったマス富裕層の取り込みが盛んになっている。今や世界の民間金融機関のコアビジネスの一つとなりつつあるわけだが、金融機関のみならず、企業サイドが資産・所得のセグメント別に購買層を絞ってビジネス戦略やマーケティングなどを決定していくことは今や当たり前となりつつある。

その意味では C. K. Prahalad (Prahalad [2004]) が描いて見せた世界人口ピラミッドのボトムに位置する一日1ドルないし2ドルの所得しか得られない BPO (Bottom of Pyra-

mid) 市場に対する攻略法とビジネス機会の獲得例は、一見含意が異なり富裕層向けビジネスの対極にあるように見えながら、積極的に市場セグメントに対応する企業群の姿として、富裕層向け市場に対するそれと共通性を有している。他方で、最も異なる点として、金融ビジネスの場合、カスタマイズされた商品提供と包括的なイメージ戦略を通じて、対象となる顧客を逆説的にマス層に転化させるということであろう。本稿で取り上げるプライベートバンキング（以下 PB と呼ぶ）の原型はスイス・英国の伝統的な（そして、その多くはパートナーシップ型の）プライベートバンクに遡ることができる。これまでもプライベートバンクの歴史的経緯や国際金融市場における影響力を扱った研究は存在しているが（cf. Fehrenbach [1966], Bauer and Blackman [1998]）、横並び的な金融サービスに傾斜し金融規制の厳しい日本において、PB ビジネスの成否という視点から取り上げるという研究は依然として皆無に近い。

あくまでも PB ビジネスの裾野の範囲と限界に着目した上で、本稿では、まず世界的に PB ビジネスが拡大している現状とその背景を概観し、日本の金融機関の対応と問題点について考察を進めていくことにする。

II. 世界の現状：富裕層市場の拡大

II-1 メリルリンチ/キャップジェミニによる調査方法

例年『フォーブス』誌が発表する世界の富豪の中で、高成長を遂げている新興国からランキングされる富豪たちが増えている。とりわけBRICsをはじめとしたアジア諸国から多くの富豪たちがランキング100位、500位に名を連ねるようになったことは各種報道でも興味深く取り上げられてきた。ただし、『フォーブス』のランキング発表では、これら億万長者は突出した存在であるため、比率としてアジア地域の超富裕層の台頭が散見されることを確認できるものの、高成長新興国の富裕層一般のデータとしてその増加傾向を論じることはできない。

そこで現時点では確実に使用できうる統計データとしての限界を念頭に置いた上で、メリルリンチ/キャップジェミニによるウェルス・マネジメント業界のための市場調査に依拠して、富裕層人口の状況について言及していくことにしよう。少し長くなるが同調査報告から調査方法について説明しておく必要がある（以下同 pp. 24-25 からの調査方法の説明に基づいて紹介しておく）。ここで用いる同『アジア太平洋版ワールド・ウェルス・レポート』は中国、香港、インド、インドネシア、日本、シンガポール、韓国、台湾の8市場を調査対象としている。市場規模モデルと数字についてはアジア太平洋地域18カ国および地区も含まれる。調査手法は基本的にサンプリングによる推計である。

同調査チームは80年代に開発したキャップ・ジェミニ・ロレンツ曲線をベースとしてマクロレベルで富裕層の人口と金融資産算定のために毎年更新している。富裕層規模測定のためには人口サンプルから集めた外挿法を重視しており、他の分析・調査方法よりも、トップダウンのマクロ経済モデルの方が相対的に精緻かつ

包括的で、信頼に値する方法であるとしている。

同モデルは二段階で構成され、まず市場別に富の総額を推定、次に当該市場の成人人口における富の分布状況を推定、市場別富の総額は、IMF・世界銀行公認の国民統計を用いて毎年国民貯蓄を算定し、それに基づいて推計された数値を長期間加算、当該国で蓄積された金融資産を求める。求められた簿価ベースの金融資産の最終的な数字は、富裕層の株式資産の市場価値が反映されるようにし、世界の株価指数に基づいて調整する（この他の調整項目には申告されていない貯蓄や海外投資がある）。

富の分布状況については各市場ごとに異なるが、富と所得の既知の関係に基づき、成人人口の富の分布状況を推定（所得分布データは世銀または各国国民統計から入手）、それらに基づいて求めたローレンツ曲線を使用、市場ごとに成人人口における富の状況を把握、主要な調査とともにデータ入手可能な市場の統計値を使用して、富の全体に占める金融資産の割合を求める。

ここでの金融資産は上場企業の株式、債券、ファンド、現預金、プライベートエクイティを簿価ベースで含んでいる（自宅不動産、美術品の類は含まず）。またオフショア投資については統計的に把握できるものについては含むとしている。関係調査機関の現地専門家、ファイナンシャル・アドバイザー、現地マネージャー、商品スペシャリストを動員したインタビュー調査、オンライン調査を数多く実施し精度を高めている。ドル為替換算についても特定年の変動の影響を大きく被ることのないように、過去100年以上のドル時系列データを用い、蓄積された富をベースで計算している。

以上の点から本報告は一般的な配布・情報提供を目的としており、この種の調査チームとしても世界的にも端緒といえるような富裕層の人口動態分析であって、利用データの正確性や完

全性についての担保については保留されているものの、現時点では富裕層人口の趨勢を知る相対的に信頼できうるデータと考えられる。

II-2 高成長新興国における富裕層人口の拡大
 メリルリンチとキャップジェミニの調査によれば、持ち家を除いた金融資産を100万ドル以上保有する人々を富裕層と定義した場合、富裕層数は06年にシンガポール、インドで前年比2割以上増え、ロシア、UAEで15%超だった。世界全体の富裕層数を見ると、8.3%増の約950万人、資産総額は11.4%増で37兆2000億ドル、資産総額の内訳は株式31%、不動産24%、債券21%だった。資産内訳をアジア地域に限定すれば、株式と不動産については各々24%、29%と逆転する。さらに個人資産3千万ドル超の超富裕層は世界全体で11.3%増、約9万5千人、保有資産は16.8%増の13兆1千億ドルになっている（『日経新聞』07.7.30）。このように近年の株高で金融資産が膨れあがった結果、一般的な富裕層、超富裕層共に増加しており、資源高と輸出好調の恩恵を受けた新興国での富裕層の数が躍進している。

上述の調査報告書から、アジア地域に焦点を絞れば、同地域での富裕層人口が世界平均よりも高い増加率を示していることがわかるが、とりわけ韓国とインドでの伸び率がさらに顕著であることが判明する。まずアジア太平洋地域の富裕層人口は全世界の富裕層人口の27.1%に相当し、資産額では22.9%に相当している。アジア地域の中でも韓国とインドの増加ペースは最も速く、富裕層人口は各々21.3%、19.3%の伸びとなっている。以下同報告書に沿って韓国・インドの増加要因をまとめれば次のとおりである。

最も富裕層を増やした韓国では、GDP、株式時価総額の伸びが後押し、比較的小規模の富裕層中心に増加が見られ、富裕層全体の金融資産

は2,300億ドルに達している。GDP成長率自体は既に4%というようにBRICsやこれに続く新興諸国ほどではない。しかし、投資家による国内新興市場（KOSDAQ）への関心が高く、韓国株価指数KOSPIは05年に54%上昇し、同年中に世界でも非常に高い株価上昇を遂げた国の一つだった。インドも実質GDPの伸び（04年7.1%、05年8%）につれてBRICsの中でも富裕層の数が著しく伸びた。富裕層人口は19.3%増加し、05年末には83,000人強に達している。こうした背景には韓国同様、株価・不動産価格の上昇があり、ボンベイ証券取引所株価指数（SENSEX）は05年に42%強上昇、ムンバイにおけるAグレード住宅物件の価格は。05年の1年間に1平方フィート当たり400USドルから750USドルに上昇し、デリーでは同年に250USドルから600USドルに上昇した。上昇率は各々87.5%、140%であり、商業用物件についても同様に上昇は著しい（同報告書、pp.6-7）¹¹⁾。

年間上昇率では株価上昇率よりも不動産価格上昇率の方が高く、この点では韓国のソウルも例外ではない。メリルリンチ/キャップジェミニの富裕層の資産定義はあくまでも「金融資産」に限定されるため、自宅外の不動産を所有する高位の富裕層の資産額がどうしても低く見積もられてしまうが、こうした高成長新興国の場合、高位富裕層が不動産価格上昇で得た利益を株式市場に投資することで資産額が積み上がることも当然ありうる。

06年韓国の証券市場は前年の反動とウォン高なども手伝って上昇にブレーキがかかったが、都心部の不動産市況は活況であった。このように不動産価格の上昇によって、それが金融資産へ転化されれば、国内株式市場が仮に低迷したとしても統計上、資産額は増える可能性を持っている。また欧米や他の新興国の証券市場の上昇が顕著であったから、富裕層は株式・

REITなどのファンドや個別銘柄の購入などを通じて06年を通じても自己の金融資産を増やす機会はさらに増えていたと考えられる。

要するに金融資産に限定して、100万ドル以上の資産保有者を富裕層と定義すれば、様々な業界において富裕層をターゲットとした商品の販売戦略が可能となる。他方で調査データにあらわれてこない、新興国特有の富裕層の投資行動・資産選好もありうる。特に不動産の把握と取り扱いが同調査では不鮮明となっている。ウェルス・マネジメントもしくはプライベートバンキング部門が十分に発達していない新興国の場合、ヘッジファンド、REITなど金融商品も普及していないため、土地保有者の投資・資産選好が国内では金融資産に向かわず、不動産取得に向かうケースも考えられる。さらに長期的な分析データが今後得られる場合でも、不動産価格と株式価格のタイムラグなどの発生も考えられよう。

ここではウェルス・マネジメント業界、主として金融機関のターゲット層を問題にしている

ため、極論すれば、世界的な富裕層の絶対的增加云々の是非を論じないことにする。上述の個別市場における資産選好という細かい問題の他、金融資産額の定義によって「富裕層」は増減してしまうからである。重要な点は金融機関がこれら富裕層を顧客としてマス化して対応していくビジネス戦略を既に採用し、富裕マス層のための総合的な資産運用業務、すなわちプライベートバンキング業務に注力していることである。この点については投資銀行、商業銀行、証券会社などの区別がない。先の調査を待つまでもなく、個別金融機関の内部では預かり資産の大きな上位層が収益源であることは既知のことだからである。

ただし、市場ごとに発展段階差がはっきりしているため、金融業界、とりわけPBにとっては、市場セグメントごとのビジネス戦略と課題を明確に認識した上で、各市場への参入と対応が必要となってくる。表1はその違いを示したものである。

表1 ウェルス・マネジメント業界にとっての戦力的課題

市場	ウェルス・マネジメント・プロバイダーが直面する戦力的課題
成熟市場：香港，シンガポール	・投資ポートフォリオ全体を完全に把握しないまま、クライアントの資産配分を支援しなければならない。
成熟市場：日本	・バーチャル・サービス・ネットワークを活用して、家族的サービスを中間富裕層に提供する。 ・優秀なアドバイザーの採用と維持。
成長市場：韓国，インドネシア，台湾	・限られたIT資源で、システムの整備・開発を行う。 ・商品，価格，アドバイスのコモディティ化に対する差別化 ・投資家の高度化に合わせて，サービスを高める。
新興市場：インド，中国	・オンショアサービスの提供の強化 ・市場参入戦略の策定 ・インフラ整備と顧客基盤の確立を加速 ・富裕層投資家の高度化およびウェルス・マネジメントサービスに関する知識と意識を高める。

出所) メリルリンチ/キャップジェミニ [2006] p. 92.

注) 市場別戦略は厳密に区分されているわけではなく、一部重複もある。

Ⅲ. 顧客にとってのプライベートバンキングの利点

Ⅲ-1 差別化された金融商品：ヘッジファンドについて

プライベートバンキングのプロトタイプとしてのプライベートバンクが富裕層に提供するサービスはカスタマイズされた幅広いものとして知られている。既に述べたようにスイスのそれをプロトタイプとして見れば、元来は富裕層の資産保全を第一義的なものとしており、口座維持管理料と投信などの様々な金融商品を提供する上でのフィー（手数料）ビジネスに主眼が置かれていたため、突出した運用パフォーマンスを誇示・広告して顧客を集めるといったビジネスではなかった。

プライベートバンクは20：80といわれるように全体の顧客の20%が全体の80%の収益を稼ぎ出す源となっており、富裕な顧客の中でもさらに富裕な層が、この金融ビジネスの顧客の中核に位置している。従ってスイスのピクテや英国王室の資産を管理していることで有名な英国のクーツなどに代表される伝統的なプライベートバンクは何世代にもわたる一握りの超富裕ファミリーを顧客として抱えておけば、このビジネス自体は十分に成立するものであった。しかしながら過去にプライベートバンクについても国際的な再編・買収は避けられず、新規のプライベートバンクは伝統的なプライベートバンクに対して、より低い預かり資産・預金でも受け入れるようになったこと、欧米系の商業銀行・投資銀行がプライベートバンキング部門に力を入れるに当たって、より高い運用パフォーマンスを喧伝するようになったこと、これに伴い顧客側も運用パフォーマンスを重視するようになったこと、そして新たな富裕層獲得のためにも高い運用パフォーマンスを提示する必要が出てきたことなど、国際的な金融ビジネス競争

の深化に旧来の大手プライベートバンクも対応せざるをえなくなっている。

通常、投資家が金融機関に資産を一任運用、もしくは事実上、一任運用させる判断基準の一つは、徴収される様々な手数料や報酬に対して、資産の保全度+運用パフォーマンスをどの程度担保できるか否かにかかっていると云える。そのためには金融機関が株式、債券、公募投信以外にどれほど独自性かつ相対的優位性を持った商品、すなわち私募投信やヘッジファンドを提供できるか否かにかかっていると云えよう。しかしながら、実際には円換算で3000万円ほどの運用資金であれば、老舗を除けばスイスのプライベートバンクでも口座開設は可能であり、多くのPBも預かり資産は一部の数十億円単位という受け入れ基準のハードルを低くし、より多くの顧客を獲得しようしてきた。ただ現実には本来の富裕層同様の金融サービスが用意されているかとなると話は別である。そこでは運用のルーチン化（=PBのコモディティ化）が避けられないであろう（例えば町田[1998]曾根[1998]参照）。

通常ヘッジファンドは富裕層を対象とした私募形式をとっている。最近では日本でもマン・インベストメントのものやマネックス証券がシンガポールの政府系ファンド Temasek と提携して販売しているアジア地域を投資対象としたものやファンドオブファンズ型のものなど、投信ブームとともに個人投資家の注目を集めるようになって久しいが、総じて日本の証券会社が販売している、これら一般向けのヘッジファンドが欧米のプライベートバンクやプライベートバンキングが富裕顧客層に提供するものと大きく異なっているのは、これらがほぼ例外なく公募型商品であるという点である。私募型同様、当初の運用期間において、解約できない期間や解約に一定の制限を設けているものがあるものの、中には近年の人気商品である「分配型」を

模したものである。

これら日本の一般個人投資家向けに販売されているヘッジファンドは、新規設定のものを除いた場合、長期の運用パフォーマンスでは欧米のプライベートバンク、プライベートバンキングが提供するものより劣っている。ヘッジファンド業界の競争は熾烈であり、盛衰が激しい。長期運用で顧客の資産保全と高いパフォーマンスを残しているヘッジファンドは、富裕層向けに囲い込まれた、閉鎖的かつ差別的な商品であって、他方で新規参入、後発組のヘッジファンドは新たな販路を求めているため—日本でも近年、ヘッジファンド・ビジネスの参入が相次いでいる—、顧客の運用資産と利用金融機関によって、顧客自身の運用面での有利・不利が必然的に分かれてしまう。すなわち欧米の各金融機関が定める富裕層の基準を満たす顧客は一般的な投信の信託報酬を超える高い報酬を払う代わりに、運用面で長期にわたる優位性を享受できる蓋然性が高い。

従って日本の金融機関がプライベートバンキング部門に参入した場合、まず伝統的プライベートバンクや大手金融機関とのプライベートバンキング部門との間にオリジナル金融商品の提供という点で格差を残したままでの競争が展開されることになろう。しかも日本の商業銀行や信託銀行は周知のごとく、ユニバーサルバンキングシステムを採ってこなかったために、一般的に資産運用業務に弱いことが知られている。また証券会社にしても金融規制緩和に伴って、顧客の一任取引を行うラップ口座を提供するようになったが、事実上は公募投信を用いたポートフォリオを顧客がどの程度リスクをとれるかで、金融機関側が債券重視型か株式重視型に組むにすぎず、このどちらかのタイプにさらにREITなどの代替投資が組み込まれる。証券会社ならば個別銘柄への投資も行われるが、上述したように基本的には公募投信の組み合わせ

にすぎず、顧客は個別の投信手数料と信託報酬に加えて、プライベートバンキングや一任取引に対する報酬（場合によってはさらに上乗せされた成功報酬）も負担しなければならない。

日本の金融機関がビジネスタargetとするプライベートバンキング市場は、このようにヘッジファンドをはじめとする差別化金融商品の導入などまだまだ課題は多く、これらの点については後述することとして、ここではなぜ絶対利益追求型の金融商品であるヘッジファンドが商品ラインナップとしてかかせないのかという点にだけ触れておこう。その名が示すとおりヘッジファンドは市況に左右されずに絶対収益を追求するファンドであり、特に市況の短期的変化に対応して動くために、市況そのものの変動率（ボラティリティ）を高め、不安定にするものとしてしばしば世界的な批判も受けてきたし、公募投信のように情報公開をはじめとした透明性にも問題があり、その世界的な実態（総数と運用資産額など）も正確なデータはなく、ヘッジファンドを対象とする規制論議が現在に至るまで続けられている。

III-2 ヘッジファンドの運用手法と限界

ヘッジファンド自体は第二次大戦後の米国の投資組合を起源と言われ（社会学者アルフレッド・ジョーンズによる1949年の設立が最初と言われている）、73年の主要国における変動相場移行を契機として、様々な金融派生商品が登場するようになると、ヘッジファンド自体も多様化し、国際金融市場での影響力を高めていくことになる。それらの多くがカリブ海や英仏海峡など世界のタックスヘイブン（租税回避地）に設立されている。90年代後半にアジア通貨危機（97年）の際、アジア通貨下落の引き金を引いたことでヘッジファンドの名前は一躍一般に知られるようになった。米国では

ジョージ・ソロスのクオンタム・ファンドやノーベル経済学賞受賞者（ショールズとマートン）を取締役にし入れ、ロシア金融危機（98年）後、破綻したLTCMがよく知られている。現在ではこうしたヘッジファンドが年々増加しており、米調査会社、ヘッジファンド・リサーチ（HFR、時事通信インタビューに対するHFR社長談）によれば、07年4月現在で、世界のヘッジファンドの資産規模は約1兆6000億ドルに達したといわれている。2000年初めの推計では3200億ドルであったから、その規模はおよそ5倍に膨れ上がったことになる（数字はFinancial Journal「ヘッジファンドという世界」financial-journal.net/blog/2007/05/000195.html）。

このように資産額が膨れ上がり、本数で見ても世界全体でファンド数は06年Q3現在で9200以上（90年は610本）にも達している（キャピタルパートナーズ [2007]（16）原データはHFR Industry Report）。ヘッジファンドは後述するように共通の投資戦略を持っているが、個別ファンドによって運用・投資対象も異なっている。本数の増加は個別ファンドに競争圧力をかけているが、これは単に既存の富裕層がヘッジファンドへの運用額を増やしたというよりも、プライベートバンキング・ビジネスが囲い込む顧客層の裾野が広がっていることを意味している。実際、欧米系はかつて伝統的なプライベートバンクとプライベートバンキングが避けてきた広告宣伝を多用しており、従来の口座開設の基準としていた資産規模以下でも見込み顧客として柔軟にこれを取り込もうとしている。その際のアセットアロケーションとして、どの程度運用資産の中に組み込むかは別にして、他のオリジナル金融商品以上にヘッジファンドが差別的な商品として提供されることで、世界全体としての運用額は当然のごとく増える。

ヘッジファンドがなぜ特別な金融商品となり

うるのかについては、通常の株式投信がカラ売りできず、基本的に株式の買い主体で保有することで値上がり益と配当の獲得を目指し、必要に応じて銘柄構成を変更するものの、ブーム期には運用益がプラスになっても、市況が悪化した年には、これに対応できず、運用益がマイナスになってしまう。株式や債券で運用を行う投信の場合、運用がマイナスであっても、そのパフォーマンスはベンチマークより上か下かで客観的に判断されるため、顧客にとって長期運用上の心理面での予想期待を高く持つことが難しい。これに対してヘッジファンドはカラ売りを行い、短長期において、市況の悪化があっても平均して高い運用成績を残すことができる。資産別運用パフォーマンスの違いは表2が示しており明らかである⁽²⁾。これは個別のヘッジファンドではなく、過去、世界のヘッジファンドが不況期にもプラスの運用益を実現してきたことが経験則として知られているため、販売窓口となる金融機関のプライベートバンキングだけでなく、富裕層側からの需要も高い。PBだけでなく、年金基金などの機関投資家のヘッジファンドの選定については最も注意を要するとともに（この点については四塚 [2004] 参照のこと）、長期的にパフォーマンスの良いヘッジファンドをPBが金融商品として提供できるのかという点は個別PB自体の国際的位置づけとも関係してこよう。

ヘッジファンドの一般的な投資戦略は株式売買のレベルでは大別してロングとショートに別れる。いわゆる株式のロング・ショート戦略と呼ばれるもので、割安株銘柄を買い建て（ロング）、割高銘柄を空売り（ショート）することで、市場全体の変動によって被る影響を抑えながら収益を追求するもので、こうした投資戦略こそが「ヘッジ」という名の由来ともいわれる。この他にイベント・ドリブンと呼ばれるディストレスト債権（破綻もしくは破綻寸前企業の有価

表2 資産別運用パフォーマンス (1995年12月末-2006年12月末)

	ヘッジファンド (HFR 加重平均)	米国株 (S & P 500)	米国債券 (MSCI 米 国トレジャ リー指数)	日本債券 (MSCI 日本 国債指数)	コモディティ (CRB 商品 指数)	日本株 (TOPIX)
リターン (年率)	11.5%	7.9%	5.7%	2.3%	2.1%	0.6%
ボラティリ ティ(年率)	7.3%	16.5%	4.5%	2.9%	10.5%	16.5%
修正シャー プレシオ	1.07	0.25	0.44	- 0.48	- 0.15	- 0.19

出所) キャピタルパートナーズ [2007] (7) (原データはブルームバーグ)

注) 1. 修正シャープレシオの算出には米国トレジャリービル3ヶ月物のデータ機関の平均値3.7%をリスクフリーレートとして使用。

注) 2. HFR加重平均については95年12月末より06年11月末までのデータを使用。

注) 3. シャープレシオは投資の効率性尺度を示す。SR = 投資収益率 - 無リスク証券の収益率 (リスク無に得られる収益, 例えば定期預金金利など) / リスク (ボラティリティ)

証券), M&A とレバレッジド・バイアウトに関係した投資, 株式とオプション間の価格乖離, 信用リスク・銘柄間回り格差を利用した投資 (裁定戦略), 先物・オプション利用による市場の下落リスクのヘッジ (マーケット・ニュートラル), 転換社債の買い建てと同じ発行会社の株式の売り建てを行うことで, 転換社債と株式間の裁定機会をレバレッジ使用によって追求すること (転換アービトラージ) などが主な投資戦略である (三菱 UFJ 証券 [2006] 参照)。

ただし, ここで示したオリジナル商品・代替商品としてのヘッジファンドはあくまでも差別化商品としての一例であり, むろんリスクフリーなわけではない。ヘッジファンドを組み入れることが困難な場合, 日本の金融機関は商品ファンドや REIT を代替投資商品として用意しているケースが多い。また本来の富裕層以外の個人投資家がヘッジファンドに容易に投資できるようになった背景として, ヘッジファンドの「ファンドオブファンズ化」・「ミューチャルファンド化」(関 [2002]) があったことも指摘しておかねばなるまい。後述するように, 今日,

PB 自体がコモディティ化する傾向は避けられないが, その前提として中核的な差別化商品・代替投資商品であるヘッジファンドのコモディティ化が進展していたことをひとまず押さえておく必要がある。

IV. 日本におけるプライベートバンキングの進展とコモディティ化問題

アジア地域における資産運用業務に最も早い段階から乗りだし, 税制面などでの優遇措置を金融機関・ファンドに付与し成功を収めてきたのはシンガポールである。そしてアジア地域での PB ビジネスの取り込みはこの地で最も顕著である (澤田 [2007])。外資系のシティバンクは 05 年にアジア最大の資産運用センターを同地にかまえ, スイス PB 大手のジュリアス・ベアも進出を果たしている。ファンドから大手銀行に至るまでこうした資産運用業務拡大の結果, 同地での運用資産総額は 04 年末には前年比末 23% 増, 5,726 億シンガポールドル (約 40 兆 6500 億円) で 97 年末の 4.6 倍にも成長して

きた。その7割は海外からの流入で、近年ではインドからの流入が目立つといわれる（読売新聞オンライン、06年6.26）。MAS（Monetary Authority of Singapore）によれば、新しい金融集積と呼ばれるウェルズアドバイザー事業などの分野は伝統的な保険・金融仲介業務に比較して成長率が高く03年以降10%超、全体の金融サービスの中では2000年の19%から06年の22%に比率を高めている（MAS [2007] 35）。

シンガポール以外にも香港ではHSBC、スタンダードチャータードのような伝統的な銀行をはじめとして、海外からのPB向け顧客獲得には極めて熱心であり、アジア域内ではインドからシンガポールへという資産運用のルートが強化されつつあるように、PBビジネスを通じて高成長新興国からアジアの金融センターへの資金流入が顕在化しており、新興国へ外資系金融機関のPB部門が進出している。翻って日本の場合、海外から国内金融機関がPB用資産を委ねられるという状況は考えにくい。現状の国内金融機関のPBへの参入はあくまでも国内顧客をターゲットとしたものである。

日本の場合、香港、シンガポール、韓国、台湾、中国等の東アジア諸国と比較しても証券税制面で明らかに個人は不利であり、株式譲渡益と配当金に適用される現時点の暫定的な証券優遇税制（税率10%）でさえもそれは明らかである。しかも預金・外貨預金に対しては20%の源泉徴収が行われている。法制度面で言えば、ロンドン、NY、シンガポール、香港のように海外からの資産運用資金を呼び込んで金融センターとしての市場を拡大していくという展望を抱くことはできない。むしろ海外へのPBの取次ぎビジネスなどを通じて個人の運用資金が流出する「新興国型」に日本は該当しよう。従って日本のPBにとっては国内顧客をどのようにして取り込むのか、いかにしてオリジナル商品や海外金融機関・子会社と連携して他金融機関と差

別化を図り、「国内的」優位性を富裕層顧客に浸透させていくかということが肝要となる。

ここで留意しておかなければならない点は、日本の場合、国際金融センター・資産運用センターを志向できない枠組みの中で、国内金融機関がPBに相次いで参入してPB市場が拡大しているということである。しかも専門的な人材は明らかに不足している。にもかかわらずマーケティング的な視点から富裕層を取り込もうという動きは強く、NRI（野村総研）が、定年退職組・高齢者以外に現役の富裕層を類型化して金融機関がどのようなアプローチを行えば有効であるかを示した『新世代富裕層の研究』などはその代表的なものであろう。同書によれば、金融資産が1-5億円の富裕層マーケットの規模は、05年時点で、167兆円、世帯数は81万世帯であり、双方とも03年以降増加している。純金融資産規模別分類としては3000万円以下（512兆円、3,831.5万世帯）、3000-5000万円（246兆円、701.9万世帯）、5000万-1億円（182兆円、280.4万世帯）、そして超富裕層5億円以上（46兆円、5.2万世帯）までの層も提示している（野村総研 [2007] 31-32、以上NRIによる推計、推計方法については注を参照のこと）⁽³⁾。

以上のNRIの富裕層の細分化に示されるように、金融機関が富裕層顧客にアプローチする場合、現役世代か退職世代・高齢者層というように世代別でも、保有資産別でも異なったものとなることが予想されるが、同時にそれは同一の金融機関による階層別差別化というよりも、金融機関の種類・規模によっても異なってくるものが予想されよう。実際に現時点でのPBビジネスは金融機関ごとに受け入れ基準や提供サービスが異なったものとなっている。

表3に示した日本国内における各行のPBの概要はごく一例にすぎない。メガバンク、信託銀行、証券会社だけでなく地銀もこの分野への進出に力を入れている。外資系金融機関が預か

表3 プライベートバンキング各行の違い（日本の例）

	長所	主な難点
ピクテ FMC	<ul style="list-style-type: none"> ・海外のファンドなど独自性ある商品を紹介 ・非金融サービスも充実 	利用は3億円程度から。一般サラリーマンの退職金程度では利用が難しい。
HSBC	<ul style="list-style-type: none"> ・新興国関連の投資商品に強みがある。 	3億円以上の金融資産を持ち、うち1億円以上を預ける顧客が対象。一般サラリーマンの退職金程度では利用が難しい。（1千万以上の顧客も対象とすることをその後発表）
スタンダードチャータード銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨預金の為替手数料が無料 ・2000万円からの利用が可能で、一般サラリーマンが利用できるケースも 	ファンド関連では私募ファンドの販売もあるが、最低購入額が大きい。
みずほ銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・目安として1000万円程度からの利用が可能で、一般サラリーマンが利用できるケースも 	用意された商品は一般でも買えるものが基本で、独自性に乏しい。
日興コーディアル証券	預かり資産1000万円以上	運用は投資顧問会社の日興グローバルラップ株式会社、10種類の資産区分に応じた専用の投信で運用、一般購入困難な投信も用意。
十六銀行	特になし	資産運用のためのサロン PLAZA JUROKU を開設、用意された商品は一般でも買えるものが基本で、独自性に乏しい。
住友信託銀行	預かり資産1億円以上	信託銀行の強みを活かした遺言信託、事業継承コンサルティングなどのサービスを提供。

出所)「日本経済新聞」07.7.1および各社Websiteより作成。

り資産において国外同様の高いハードルを設定しているのに対して、総じて日本の金融機関のハードルは低い。地銀に至るとメガバンクや信託銀行に比較して、大口預金者とその予備軍的な預金者に対するハードルはさらに低くなる。証券会社においても1000万円からラップ口座（SMA: Separately Managed Account）の開設を受け入れているケースもある。

各社・各行の預かり資産の最低額は同表に示した日興コーディアル証券の1000万円と新光

証券の2000万円から大和証券の5000万円、野村証券の3億円まで非常に幅広い。また表には掲載していないが、総合的な顧客サービスとして大和証券のように旅行、弁護士・税理士の紹介から健康医療相談まで行うコンシェルジュ的なサービスを含むものまでである。これらの付随的なサービスはスイスなどの伝統的なプライベートバンクが行う富裕層の家族をも対象とした各種サービス提供（例えば子弟の進学先までも調査手配する）を参考にしたものと思われる。

また信託銀行ならば、遺言信託や現物の収益不動産販売などで一定の差別化を図れるものの、本来のプライベートバンクのようにオフショアを利用した会社やSPCの設立を通じた節税対策については、監督官庁の監視や規制が存在して、そこまで踏み込むことはできないし、今後とも困難であろう。

このように国内PB市場は同じPBサービスといっても金融機関によって千差万別であり、全体としてはハードルが低くなる傾向があり、この点では世界的な傾向と一致しているが、問題は日本の金融機関が提供する金融商品が、ハードルを下げたマス（またはサブ）富裕層に対しては、既述したように本来の富裕層向けの差別化商品となっておらず、商品・サービスの魅力に欠けていることである。それでも、これらマス向けサービスの導入が本格的に開始されるようになった05年以降、証券会社も含めて口座は漸増傾向にあり、例えば大和証券のSMA契約資産は07年3月末現在で2000億円を超えている（日本証券投資顧問業協会公表資料により大和証券調べ）。

金融機関にとってPBは重要な収益獲得源としての事業部門となりつつあるものの、金融機関の規模の格差から提供できる金融商品については限界があるのも確かである。規模の格差と並んで、預かり資産によっても対象顧客は100万から3000万円規模で定義されたマス富裕層については通常の顧客以上の有利性を明確に見出すことは困難である。また規制という側面から言えば、07年に新規公開株を大口顧客に対して優先的に割り当てたことで、金融庁が外資系のピクテ投信顧問に対して業務の一部停止を命じたように、明確な顧客差別化については監督官庁の厳しい規制が存在している。現時点での金融機関のPBは金融機関自らが富裕層を定義し、ターゲットを絞り込んだ上でのイメージ戦略が先行していると言っても過言ではなから

う。そして競争の激化は国内需要に依存したPBビジネスのコモディティ化を早晩招く可能性と外部環境（市況）の変化によって顧客離れが容易に進みやすい土壌の上に築かれているにすぎないのである。

V. おわりに：プライベートバンキングの抱える課題

日本の金融機関がこの金融サービス・ビジネスで成功を収めていくために、懸念される最大の問題として、預かり資産やラップ口座の運用額を低くしていくことで、業界全体がコモディティ化に陥ることである。ポートフォリオを形成する主な金融商品としての組み合わせである投信自体で設定ブームを背景として、マザーファンドの安易な組み合わせによるファンドオブファンズなどが過去設定されてきた経緯があり、結局のところ各金融機関は高級イメージ戦略で対応しているにすぎない。国内ではプライベートバンカーの名に値する人材は育成されておらず、FPが代替しているのが現状だが、FPそのものが単なる「資格」にすぎず、担当者の運用経験と実績を裏付けるものでないことと、メガバンクから地銀に至るに連れて豊かな運用経験を持つ人材は不足しているのが現状である。

そもそも顧客の資産運用におけるカスタマイズはマス富裕層・一般退職者層に対するイメージ戦略の域を脱しておらず、事実上のPBのコモディティ化（金融機関による大衆富裕層の創出）は、高齢層と団塊世代の大量退職者の余剰資金をターゲットにすることで避けられないものとなっている。市況が好調であれば既存金融商品の組み合わせであっても、投資経験の浅いマス富裕層に一定程度浸透していくこともあろうが、国内の低金利が解消に向かう局面や市況が悪化に転じる時機を含めて、中長期的に見た

場合、顧客の損失発生と解約の増加は避けられない。その際コモディティ化したPB市場からの資金流出を食い止めることは難しく、市場自体が急速に縮小するというビジネスリスクを背負わざるをえないであろう。

特に地銀や非大手証券会社にとって本来のPB業務は事実上困難であり、これを克服するためには海外へのプライベートバンク子会社、投資顧問会社、欧米金融機関との提携、外国人を含む運用マネージャーの育成・雇用も含めた内部ネットワークの強化しかない。しかし、これとても、現状のサービス範囲も含めるならば、国内メガバンク、信託銀行、大手証券会社、外資系金融機関に相対的優位性があることに変わりはない。ビジネス・マクロの観点からは各金融機関横並びのフィービジネス狙いのPB部門進出から、口座・取引の差別階層性を導入し、高位富裕層を顧客としてどの程度獲得できるかが、PBビジネスの今後の成否を判断する鍵となる。

注

- (1) 90年代以降の経済自由化を通じて、インドの地価上昇はデリー、ムンバイのような四大都市圏でも著しいが、外資系企業や内外ITソフト産業が集積しているベンガルール、ハイデラバードでは、2000年以降さらに用地需要が増大しているため、上昇ペースが際立っている。筆者が07年1月にハイデラバードを視察した時、土地をITパーク（ハイテクシティ）に売却した土地保有者からの聞き取りによれば、パーク周辺の地価は直近5年間で20倍に上昇したという。ウェルス・マネジメントとして代表的な金融機関のプライベートバンキング部門が欧米や一部のアジアの諸国のように発達していない新興国の場合、国内物価上昇率と金利の高さから、土地売却によって利益を得た富裕層はさらに周辺の土地やプランテーション取得に乗り出すという投資行為が合理的になる。また資産運用のため国外に個人の資金が流出しやすくなっている。
- (2) 誤解を招く恐れがあるため言及しておく必要があ

るが、ヘッジファンドの収益性と安定性については、あくまでも長期の加重平均から検出された結果である。個別ファンドではファンドマネージャーや運用チームの個性があらわれるし、短期的な市況変化によって運用成績が低迷することは勿論だが、時に致命的な打撃を被るか、破綻するファンドも少なくない。例えば欧米の商業銀行、投資銀行傘下の後発ヘッジファンドは運用パフォーマンス競争の圧力の下で、ハイリスク金融商品への投資を嗜好するかもしれない。直近の例として、低格付けの米国のサブプライムローン証券に投資した米国ベアスターン傘下のヘッジファンド破綻の事例を挙げることができよう。個人（低所得者）のローンを低格付け債（実際には市場で格付けは高く設定されていた）として販売する銀行とこれを購入・投資するヘッジファンド・金融機関などの双方向的な証券ビジネスについては、社会経済と市場にむしろ将来にわたって負荷を与えるという、より大きな問題を内包している。引き金はローン審査の緩和であるが、これは単純に見ても低所得者への高金利負担を前提としている限り、低所得者からヘッジファンドに投資している富裕層、機関投資家への逆進的な富の再配分、もしくは収奪と言い換えても過言ではない。運用パフォーマンス重視からSRI（社会的責任投資）も含めたヘッジファンド自体の評価再編システムの構築が急がれよう。

- (3) NRIは国税庁公表の相続税に関する統計資料、総務省の人口推計、全国消費実態調査、NRIによる97年以降実施の「生活者1万人アンケート調査」を利用している。相続税の課税価格から、金融資産別の被相続人数、被相続人の金融資産の合計金額を推計した結果を用いて、富裕層の世帯数と金融資産の合計金額を推計し（超富裕層についても同様）、準富裕層、アッパーマス層、マス層に関しては、総務省人口推計、全国消費実態調査、生活者1万人アンケート調査の結果を組み合わせ、世帯数と金融資産の合計金額を推計している。なお日銀の資金循環統計（05年）の個人金融資産合計額約1506兆円よりもNRIの合計推計額は小さく、これは保有者が認識していない金融資産をNRIが除いたためと説明している（以上詳細に関しては同書pp. 33-34参照のこと）。

参考文献

- キャップジェミニ/メリルリンチ調査チーム [2006] 『アジア・パシフィック・ウェルス・レポート 2006 アジア太平洋地域版』
- キャピタルパートナーズ [2007] 「ヘッジファンド投資セミナー：国際分散投資の勧め」7月（パワーポイント資料）。
- 澤田貴之 [2007] 「ウェルス・ソブリン・ファンド（WSF）と高成長新興国 シンガポールの Temasek の事例から」『名城論叢』第8巻第2号。
- 関雄太 [2002] 「個人投資家層に広がるヘッジファンド投資」『資本市場クォーターリー』秋。
- 曾根一興 [1998] 『プライベート・バンキング入門』オーエス出版社。
- 四塚利樹 [2004] 「絶対収益型ヘッジファンドの選定法」『みずほ年金レポート』みずほ年金研究所, 3/4月号。
- 野村総合研究所, 宮本弘之+尾日向竹信 [2006] 『新世代富裕層の研究：ネオ・リッチ攻略への戦略』東洋経済新報社。
- 町田顕 [1998] 『プライベートバンキング』東洋経済。
- 三菱UFJ証券 [2006] ヴァテル・フィーダー・トラスト, スパークス満期時元本確保型アジア・パシフィック・ダイバーシファイド・ファンド2（ケイマン籍オープンエンド契約型外国投資信託）, 目論見書及び販売用資料。
- Bauer Hans, Warren J, Blackman [1998], *Swiss Banking: An Analytical History*, Macmillan, London.
- Fehrenbach, T. R. [1966], *The Swiss Banks*, New York, McGraw-Hill Book Company.
- MAS (Monetary Authority of Singapore) [2007], *Annual Report 2006/07*.
- Prahalad, C. K. [2004], *The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty through Profits*, Upper Saddle River NJ, Wharton School Publishing (スカイライトコンサルティング訳『ネクストマーケット 「貧困層」を「顧客」に変える次世代ビジネス戦略』英治出版, 2005年)。