





Bank of America Corporation

ワールド・ウェルス・レポート 日本語版

2011

| 2010年には世界の富裕層人口と資産が引き続き増加   | 4  |
|---|----|
| 2010年回顧:<br>世界経済は成長軌道に復帰し、市場パフォーマンスは堅調に推移                               | 8  |
| 2010年には富裕層による株式への配分が<br>増大し、エマージング市場は利益の機会を提供                           | 16 |
| 2010年には、資産増加に伴い嗜好品投資に対する富裕層の需要が回復                                       | 20 |
| 富裕層の人口統計的特性にわずかな変化が<br>見られるが、その影響は徐々に現れる見込み                             | 22 |
| スポットライト:<br>ウェルスマネジメント各社は企業価値を活用することで、<br>危機後の富裕層の複雑なニーズへの、より良い対応が可能になる | 25 |
| 富裕層は危機以後、アドバイザーとウェルスマネジメント各社に対する信頼を回復した<br>ものの、以前より保守的で慎重になっている         | 25 |
| ウェルスマネジメント各社は新たな業界の現実に直面  | 28 |
| 包括的サービス会社は顧客と業界の変化を乗り越える上で比較的好位置にいる<br>公算が大きい                           | 29 |
| 危機後のパラダイムの中で、ウェルスマネジメント各社と富裕層にとって企業価値が<br>鍵となる可能性                       | 30 |
| ウェルスマネジメント各社にとって最優先事項は、重要でありながらサービス提供が<br>不十分な富裕層の「価値達成手段」              | 31 |
| ウェルスマネジメント各社は、課題を克服することにより、大きな利益を得る態勢になる                                | 33 |
| すでに革新的な企業価値の戦術策定を進めているウェルスマネジメント会社がある                                   | 34 |
| 企業価値の導入における優先事項はコミュニケーション、インセンティブ、そして<br>卓越した支援                         | 34 |
| 付属資料A: 調査方法   | 36 |
| 付属資料B: 国別の富裕層人口   | 37 |

ワールド・ウェルス・レポート2011日本語版は、World Wealth Report 2011(英文オリジナルレポート)を三菱UFJメリルリンチPB証券 (株)が翻訳したものです。英文レポートと日本語翻訳内容に相違等がある場合には英文レポートが優先しますので、英文レポートをご覧いただけますようお願い申し上げます。英文レポートは、三菱UFJメリルリンチPB証券 (株)のホームページ http://www.muml-pb.co.jp/companyinfo/pressrelease.aspでご覧いただけます。

# World Wealth Report

#### 読者各位

メリルリンチ・グローバル・ウェルスマネジメントとキャップジェミニは2011年版のワールド・ウェルス・レポートをお届けできることを喜ばしく思います。私たち2社は過去20年以上にわたり、富の創造を推進するマクロ経済的要因を分析すると共に、世界の富裕層に影響を与える主要な動向に関する理解を深めるために、共同で努力を重ねてきました。

2010年には世界の多くの金融市場が堅調に推移しました。もっとも、2008年の大幅な落ち込みの反動で急回復した2009年と比べれば、その上昇ペースは緩やかなものでした。富裕層人口と資産の伸びもやはり緩やかで、富裕層は危機前よりも保守的な姿勢を依然崩していないものの、機敏に成果を追求する意欲は示しています。世界経済は、特に中国やインドなど急成長中のアジア太平洋諸国を中心とするエマージング諸国の活況に牽引されて、成長軌道に復帰しました。

世界金融危機の最悪期は過ぎ去ったように思われますが、依然終息の気配が見えない欧州のソブリン債危機や、経済危機関連の刺激策によって多くの国で悪化した巨額の財政赤字に示されるように、今なお様々な国がその後遺症に立ち向かっています。

富裕層顧客は、これらのリスクのほか、中東の政治的混乱や日本の大震災と原発危機などのリスクに極めて 敏感になっています。こうした不確実な時代にあって、富裕層は熱心に資金の保全を図ると共に、自らの財 務戦略が、お仕着せの投資ベンチマークだけでなく人生の目標の達成に役立つと期待しています。

ウェルスマネジメント各社とアドバイザーは、こうした富裕層のすべての優先事項に配慮しながら、ますます厳しくなる利益率のプレッシャーと業界の競争に対処するという困難な課題に直面しています。

幸いなことに、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーは、危機以後、富裕層顧客の信頼を回復していることから、富裕層の意向に沿った気配りの利いた柔軟な提案によって、その信頼に応えることに集中できる状況となっています。多くの会社は、このことに向けた全社的な対応を要求されており、富裕層と会社の双方に価値をもたらす形で危機後の顧客の複雑なニーズを完全に満たすために、たとえば投資銀行業務やコーポレート・バンキング業務など、ウェルスマネジメントを超えた業務能力を結集する必要に迫られています。

私たちは、調査結果をお届けできることを喜ばしく感じると同時に、引き続き皆様が、ワールド・ウェルス・レポートに示された洞察に価値を見い出してくださることを祈っています。

John W. Thiel

Head, U.S. Wealth Management and the Private Banking and Investment Group

Merrill Lynch Global Wealth Management

Jean Lassignardie
Global Head of Sales and Marketing
Global Financial Services

Capgemini

## 2010年には世界の富裕層人口と資産が 引き続き増加

2010年は、世界の富裕層1人口と資産が共に増加したが、2008年の危機に関連する大幅な減少の反動で多くの市場が上昇した2009年に比べ、その伸びは緩やかなものにとどまった。

- 2010年には、世界全体の富裕層の金融資産は9.7%増の42.7兆米ドルに達し、2007年に付けた危機前のピークを上回った。世界全体の富裕層人口は8.3%増の1,090万人となった。地域的には次の点を指摘できる。
  - アジア太平洋の富裕層人口は330万人で、今や北米に次いで世界 2位となり、初めて欧州を上回った。アジア太平洋全体の富裕層資産はすでに2009年に欧州を抜いており、2010年にはその差がさらに広がった。
  - 欧州全体の富裕層資産は2010年に7.2%増の10.2兆米ドルとなったが、アジア太平洋の富裕層資産は12.1%増の10.8兆米ドルだった。
  - 北米の富裕層資産は2010年に9.1%増の11.6兆米ドルに達した。
  - 2010年における中南米の富裕層人口は前年に続き緩やかに伸び (6.2%増)、富裕層資産は9.2%増加した。中南米の富裕層セグメントは近年、比較的堅固で安定的な動きを示しており(2008年の富裕層人口はわずか0.7%減にとどまった)、富裕層資産は現在、2007年比18.1%増となっている。
- ■インドの富裕層人口が初めて世界12位となり、オーストラリアは順位を1つ上げて世界9位につけた。富裕層人口は、時間と共に極めてゆっくりと世界的に分散化が進んでいるものの、2010年の地理的分布は全体的に以前とほとんど変わらず、世界の富裕層の53.0%が依然として米国、日本、ドイツに集中している。
- 超富裕層<sup>2</sup>はその人口と資産で平均をやや上回る伸びとなった。 2010年における世界全体の超富裕層人口は10.2%増、資産は11.5% 増だった。その結果、世界全体の富裕層資産に占める超富裕層の 資産比率は35.5%から36.1%に上昇したが、人口の点では全体のわ ずか0.9%にすぎなかった。

#### 富裕層セグメントは波乱の2年の後、 緩やかな伸びに戻った

### 富裕層セグメントは2009年よりも緩やかなペースで増加した

2010年に世界全体の富裕層人口は8.3%増加し(図1参照)、2009年の17.1%増に比べ、より持続可能なペースへと鈍化した。富裕層の金融資産の伸びも9.7%に低下した(図2参照)。それでもこれは健全なペースと言えるが、危機に関連する2008年の大幅落ち込みの反動があった2009年の18.9%という急増には及ばなかった。とはいえ、2010年の伸びは、世界の富裕層の金融資産を42.7兆米ドルという危機前の水準を突破するのには十分なものだった。

アジア太平洋は、今年も富裕層人口の増加率が最も高い地域となった。その結果、同地域の富裕層は、2009年にすでに人口規模の点で欧州を追い越したことに加え、今や金融資産の点でも欧州を上回ることとなった。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 超富裕層とは、主な居住用主な居住用不動産、収集品、消費財、および耐久消費財を除き、3,000万米ドル以上の投資可能資産を所有する資産家として 定義される。

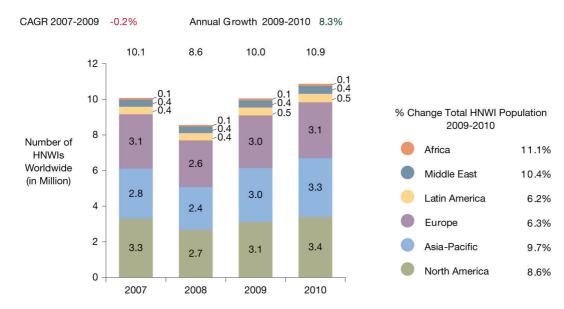




<sup>1</sup> 富裕層とは、主な居住用不動産、収集品、消費財、および耐久消費財を除き、100万米ドル以上の投資可能資産を所有する資産家として定義される。

#### 図1. 富裕層人口の推移 2007-2010年(地域別)

#### (in Million)

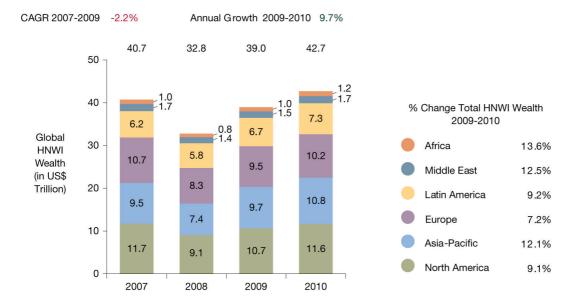


注記:グラフ中の数値や記載した比率は端数処理のため合計と一致しない場合がある。

出所:2011年のキャップジェミニ・ローレンツ曲線分析

#### 図2. 富裕層の資産の推移 2007-2010年(地域別)

(US\$ Trillion)



注記:グラフ中の数値や記載した比率は端数処理のため合計と一致しない場合がある。

出所:2011年のキャップジェミニ・ローレンツ曲線分析

#### 各地域の調査結果から次の点を指摘できる。

- アジア太平洋の富裕層人口が9.7%増の330万人となったのに対し、欧州は6.3%増の310万人だった。アジア太平洋の富裕層資産は12.1%増の10.8兆米ドルとなり、2010年に資産が7.2%増の10.2兆米ドルとなった欧州を上回った。アジア太平洋の富裕層資産全体は、危機の影響で途中大幅に落ち込んだにもかかわらず、2007年末から現在までの間に14.1%増加している。北米や欧州はいまだにその落ち込みを完全には回復しておらず、同期間で減少となっている。
- ■北米の富裕層人口は2009年に16.6%増加した後、2010年には8.6%増の340万人となった。富裕層資産は9.1%増の11.6兆米ドルだった。米国は依然として世界最大の富裕層セグメントを擁しており、その人口は世界全体の富裕層の28.6%を占める310万人である。
- ■中南米の富裕層人口は全体としてまだ少数にとどまり、50万人にも達していない。しかしながら、超富裕層人口が比較的多いため富裕層資産の全体的水準が押し上げられ、2010年に9.2%伸びて7.3兆米ドルとなった。中南米の富裕層セグメントは、危機の頂点で受けた影響が小さく(2008年の富裕層人口の減少はわずか0.7%)、その後富裕層人口は緩やかに伸び、2009年と2010年の増加率はそれぞれ8.3%と6.2%だった。超富裕層人口が相対的に多いことが富裕層資産の増加にも寄与し、その資産は2007年から現在までの間に18.1%増加した。
- ■中東の富裕層の人口規模は、2010年に10.4%増の40万人となり、資産は12.5%と急増して1.7兆米ドルとなった。その結果、人口と資産の両方で他のすべての地域に遅れをとった20090年の比較的低調な伸びが埋め合わされた形となった。

#### 富裕層人口は依然として一部に集中しているものの、時間が 経つにつれて緩やかに分散化しつつある

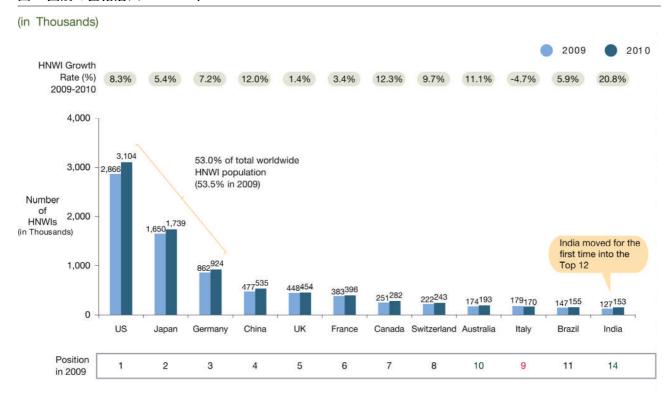
世界の富裕層人口は、依然として米国、日本、ドイツが大きな 比率を占めているものの、時間が経つにつれて緩やかに分散 化する傾向が見られる。2010年には世界の富裕層人口の 53.0%がこの3カ国で占められたが、2006年の54.7%よりは縮 小している。エマージング市場や発展途上市場の富裕層人口 が先進市場よりも急速に増加し続けた場合、この3カ国の比率 は引き続き低下することになるだろう。

現在のところ、アジア太平洋が引き続き、世界の富裕層人口の年間増加に最も大きく寄与している。2010年には、香港(33.3%増)、ベトナム(33.1%増)、スリランカ(27.1%増)、インドネシア(23.8%増)、シンガポール(21.3%増)、インド(20.8%増)で富裕層人口が大幅に伸びた。総じて、これらの富裕層セグメントの急増は、国内総所得(GNI)などのマクロ経済指標の堅調さや、株式市場のパフォーマンスなど他の主な資産形成要因の好調さを反映したものである。これらの国々の一部、特に香港やインドなどは、2008年の大幅減の後、2009年にも著しい増加を示していた。

とはいえ、こうした国々の富裕層人口は、その多くが依然として比較的少数で、世界最大級の富裕層市場と肩を並べて重要な役割を担うまでには至っていない。それでも、2010年にはインドの富裕層人口(15万3,000人)がスペイン(14位に後退)に代わって世界12位の座に就いた(図3参照)。また、オーストラリアは2010年に富裕層人口が19万3,000人に増加し、イタリアを抜いて世界9位となった。



#### 図3. 国別の富裕層人口 2010年



注記:グラフ中の数値や記載した比率は端数処理のため合計と一致しない場合がある。

出所:2011年のキャップジェミニ・ローレンツ曲線分析

#### 超富裕層セグメントでは2年連続して人口と資産が大幅に伸 びた

2010年には世界全体の超富裕層人口が10.2%増の10万3,000人となり、その資産は2009年の21.5%の急増に続き11.5%の大幅増となった。

依然として人口比をはるかに上回る資産が、超富裕層に集中している。2010年末時点で超富裕層は世界全体の富裕層人口の0.9%を占めるにすぎなかったが、その資産は富裕層全体の36.1%に達していた。その比率は2009年の35.5%から若干上昇した。

北米はこれまでと同様に、超富裕層が最も集中している地域である。2010年末時点で、同地域の超富裕層人口は合計4万人で、2009年の3万6,000人から増加した(ただし、2007年の4万1,000人をまだ下回っている)。地域別に見ると、富裕層全体に占める超富裕層の比率が最も高いのはやはり中南米で、世界平均0.9%に対して、2.4%となっている。

### 2010年回顧<sup>3</sup>:

#### 世界経済は成長軌道に復帰し、市場パフォーマンスは堅調に推移

- 2010年には正常化が始まったものの、危機の遺産が財政問題や巨額の財政赤字として明瞭に現れた。ユーロ圏のソブリン債危機のように財務問題が悪化し、多くの政府が、どのようにして経済成長と財政再建を同時に追求するのかという難問に取り組んだ。2010年の米国の財政赤字の国内総生産(GDP)比は10.6%となり、先進国中最大だった4。
- 2010年はエマージング諸国が引き続き世界経済の主要な原動力となり、世界のGDPは成長基調を取り戻した。実質GDP成長率は、2009年にマイナス2.1%に落ち込んだ後、2010年にはプラス3.9%となったが、それに大きく寄与したのは、日本を除くアジア太平洋の8.3%成長と、中南米の5.7%成長だった。米国、欧州、中央アジアは、2009年の落ち込みから回復して緩やかな成長となった。
- 2010年には株式市場やコモディティ市場などが堅調に推移した。同年中、世界の株式時価総額は、問題が悪化した一部市場の下落にもかかわらず18.0%増加したものの、2009年に比較すればはるかに小幅な伸びにとどまった。多くのコモディティ価格は、急成長する国々の原材料に対する堅調な需要や投資家の強い買い意欲に支えられ、上昇して年末を迎えた。不動産価格も上昇したが、地域差が見られた。アジア太平洋では価格が大きく上昇し、資産バブルを懸念した一部の政府が介入に踏み切った。
- この先、世界経済は短期的リスクとまだら模様の回復が見込まれる。世界全体のGDP成長率は、中国やインドなど急成長する発展途上国の生産能力の制約に大きく影響されて、2011年は3.2%に鈍化し、2012年もその水準にとどまると予想される。しかしながら、欧州諸国や中東諸国の混乱やエマージング市場への大量の資金流入に伴う、かく乱的要因など、世界経済の回復には依然リスクが残っている。

#### 2010年には金融危機が沈静化したものの、 その遺産が財政問題や巨額の財政赤字と して現れている

### 正常化が軌道に乗り始める中で、危機に関連する問題が依然として世界で顕在化している

2010年には金融危機の影響が世界的に後退したものの、いまだにその余波が欧州でのソブリン債危機や、大きく膨れ上がる米国の財政赤字など、さまざまな姿で顕在化している。この種の余波は景気回復の脆弱性を示しており、2011年にも成長の妨げとなる可能性が残されている。

2010年、ユーロ圏では、ギリシャとアイルランドが欧州連合(EU)と国際通貨基金(IMF)の救済を受ける事態となり、ソブリン債危機が頂点に達した。2011年初頭には、ポルトガルも財政破綻の瀬戸際に至り、他の国々、特にスペインも依然として危険な状態にある。EUは危機の重大性に鑑みて、欧州安定メカニズムの設立を議決し、いずれこの組織が、現在の一時的な救済メカニズム(欧州金融安定基金)に取って代わることになった。ソブリン危機とその後の救済措置はEUの連帯を危うくし、今もなお金融市場の安定性と健全性の脅威となっている。

米国では財政赤字に対処するための政治的、経済的な緊急要請として、財政困難に直面する地方自治体にさらなる追加的な負担が課せられている。このことは、州や市町村など地方自治体が抱える債務の返済能力に対する懸念につながっている。

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> 国際通貨基金「ギア・チェンジ:財政再建に向けた課題への取り組み」Fiscal Monitor(各国財政状況報告書)、2011年4月





<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> 別途明記されていない限り、すべてのマクロ経済データと予測は、2011年1月、2月、3月のエコノミスト・インテリジェンス・ユニットの地域別報告書と国別報告書に 基づいている。

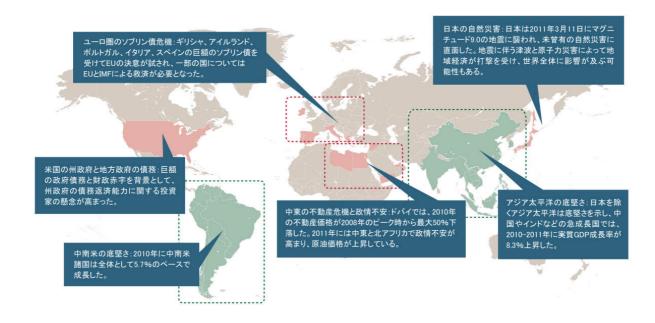
2010年には中東も固有の財政問題に直面し、ドバイは、不動産価格の低迷の直撃を受けて2009年末に破綻した国有コングロマリット、ドバイ・ワールドの後始末の処理に苦闘した。そのコングロマリットの破綻がソブリン債問題を引き起こしかねないとの懸念から、当初は国際金融市場の信用状況が逼迫したものの、市場が満足できる形で事態が解決されたため、同地域への投資状況に永続的な影響を与えることはなかった。

こうした財政問題の多くは世界金融危機に根ざすものだったが、2011年初頭に起きた政治的混乱と自然災害は、世界経済の回復が別の形で今もなお遅れたり妨げられたりする可能性を示す別の事例となっている(図4参照)。

一つには、中東全体で政治的混乱が広がった。2010年12月 半ばにチュニジアで民衆の暴動が勃発し、その後、同じような 反乱が、エジプト、シリア、リビア、バーレーン、イエメンなど、 北アフリカと中東の多くの国々で発生した。こうした事態を受けて、グローバル投資家の間に同地域に関する不安感が広がり、原油価格が急騰して、同地域の景気回復と石油依存度の高い諸国の健全性が脅かされた。

2011年3月、日本は、同国史上最大となるマグニチュード9.0 の地震に襲われた。地震とそれに伴う津波が原因で、地震地帯にあった原子力発電所で放射性ガスや放射能を帯びた水が外部に漏れ出し、原子力災害も引き起こした。日本の危機は当初、サプライ・チェーンと商業取引のほか、日本への投資も混乱に陥れた。日本銀行は4月初め、この災害により日本企業の間で事業状況に関する広範な懸念が発生したと報告した。しかし、世界の経済成長に広くどのような影響が及ぶかについては、依然はつきりしていない。

#### 図4. 2010年および2011年第1四半期における世界の財政・経済問題



出所: 2011年のキャップジェミニによる分析

#### 危機後の財政赤字も引き続き、2010年の主要な課題となった

金融危機と景気後退は、特に経済活動の回復がより緩やかだった先進国を中心に、財政赤字と公的債務の水準を悪化させる作用も及ぼした。2010年の公的債務のGDP比は、日本では200%に近付き、ドイツとフランスでは80.0%を上回り、英国は12.9%増の77.0%となった。米国でも同年中、GDP比が16.4%急上昇して62.3%となり、連邦レベルと州レベルの巨額の財政赤字が景気回復の足を引っ張る脅威となっている。

2010年は、多くの国々で、経済成長と同時に政府赤字と政府債務の縮小に向けた政策(「財政再建」)を追求しようとすることが重要課題となった。少なくとも2010年には、先進国の間で財政再建よりも成長を優先する傾向が見られた。たとえば、米国や日本は新たな景気刺激策をとり、財政再建をさらに先延ばしした。その結果、2010年の両国の財政バランス(税収と資産売却による収入から歳出を差し引いた額)の赤字は、それぞれGDPの10.6%と9.5%に達した。同年の米国の財政赤字は先進国中最大で、2009年の12.7%からは縮小したものの、2011年には景気刺激策の継続的影響により、GDP比10.8%へと再び拡大することが見込まれている。

一方、2010年には多くのエマージング市場で、運用利益を追求する資金が流入してインフレの兆候が増える中で、政府が景気過熱の兆しに神経を尖らせた。多くの中央銀行が利上げを実施したが、それに伴い総需要が縮小して成長が減速し、政府が赤字を削減するための方策がより限定される可能性がある。それでも、G20のエマージング諸国の財政赤字の平均は、依然としてG20の先進諸国を下回っている(エマージング諸国のGDP比3.6%に対して先進諸国は8.2%)7。

#### 世界のGDPはアジア太平洋に牽引されて 拡大軌道に復帰

### 2010年には発展途上国の内需が世界の経済成長を牽引した

2010年の世界経済は、困難な状況が続いたにもかかわらず 実質年率3.9%で成長したが、拡大の真の原動力となったの は発展途上国だった。こうした状況は、発展途上国の成長に より世界のGDPの縮小が2.1%にとどまった2009年とほぼ一致 したものであった。

2010年にはすべての地域がプラスの経済成長を達成し、欧州、北米、日本など2009年に大幅なマイナス成長となった地域もその例外ではなかった(図5参照)。もっとも、その原動力となったのはやはり日本を除くアジア太平洋で、中国、インド、シンガポールなどの市場における旺盛な内需が、同地域のGDPを8.3%押し上げるのに寄与した。日本も2009年に5.2%縮小した後、2010年には4.0%の成長を達成し、力強い回復を見せた。北米と西欧のGDP成長率はそれぞれ2.9%と2.0%で、エマージング諸国よりもはるかに緩やかだった。

中南米も相当なペースで回復し、GDP成長率は2009年にマイナス2.4%だったが、2010年にはプラス5.7%に上昇した。

#### 世界全体で個人消費と政府消費がわずかに増加した

2010年には、世界的に消費者信頼感がゆっくりと回復して、個人消費がわずかに伸びた(3.1%増)。しかし、個人消費の回復が最も力強かったのはやはり日本を除くアジア太平洋(10.0%増)だったのに対し、北米と西欧の先進地域はほとんどあるいは全く変化がなかった。

米国では、失業率の高止まりと危機後の景気刺激策の段階的縮小を背景として、個人消費は2.0%の伸びにとどまり、消費者信頼感はほとんど変化しなかった。欧州の個人消費は、ソブリン債危機に対する懸念が続く中、横ばいとなった。



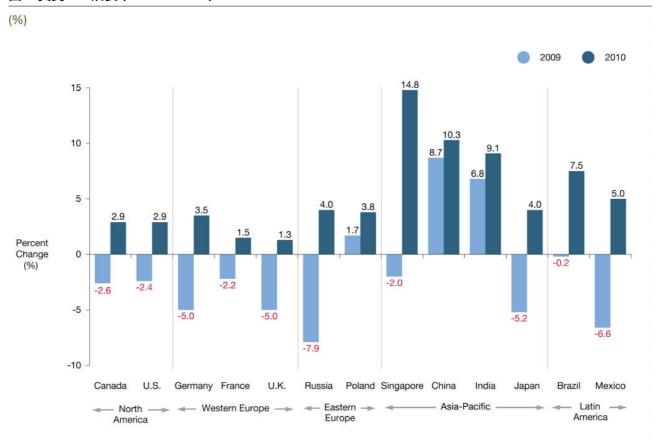


 $<sup>^5</sup>$  国際通貨基金「ギア・チェンジ:財政再建に向けた課題への取り組み」Fiscal Monitor(各国財政状況報告書)、2011年4月

<sup>6</sup> 前掲資料

<sup>7</sup> 前掲資料

#### 図5. 実質GDP成長率 2009-2010年



出所: 2011年のキャップジェミニによる分析。エコノミスト・インテリジェンス・ユニット - 2011年3月(前年比実質GDP成長率)

2010年に世界の政府消費は2.2%拡大した。この伸びは、2009年の3.4%増の後を受けたもので、景気刺激策を通じて金融危機の影響を緩和しようとする多くの政府の継続的な取り組みを反映している。世界の政府支出全体の中で最大の比率を占めるのは、依然として成熟国である。これまで通り、西欧と北米が政府消費で最大規模となっているものの(2010年にそれぞれ3.2兆米ドルと2.8兆米ドル)、2009-2010年には、アジア太平洋と中南米も継続的な景気回復を支援するために公的支出を大幅に拡大させた。

#### 国民貯蓄が増加する一方で家計貯蓄が減少した

2010年には、サハラ以南のアフリカを除き、すべての地域で国 民貯蓄が増加した。GDP比で見た場合、世界の国民貯蓄は 2009年の21.3%から22.2%と小幅に増加した。GDP比が最も 高かったのは引き続き日本を除くアジア太平洋で(39.3%)、 最も低いのは北米(10.9%)だった。

2010年には、高い失業率、低下傾向にあった消費者信頼感、EU地域で依然続く財政的圧迫などの継続的な問題の影響で、可処分家計所得に占める家計貯蓄の比率が、大部分のG7諸国で低下した。今後、中央銀行が金融引き締め政策に踏み切った場合、預金金利の魅力が増すと見られることから、家計貯蓄率は再び上昇に向かう公算が大きい。

### 2010年には市場その他の主要な資産形成要因が引き続き伸びた

2010年には多くの市場パフォーマンスが富の増加に寄与した。株式や他の資産クラスは、2009年の反発過程で見せた急激なペースには及ばないものの、価額が上昇した。コモディティと不動産は、多くのヘッジファンドと同様、上昇して年末を迎えた。一部の発展途上国の高金利が、低金利の先進国から投資家の資金を引き付けた。

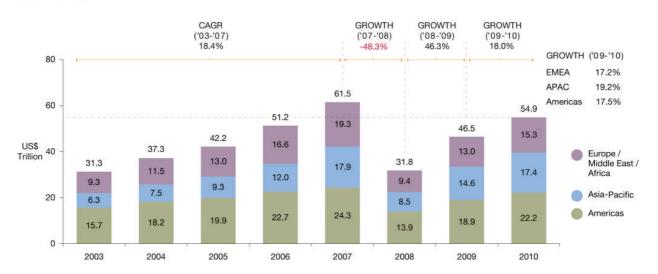
世界の富に大きく影響する市場における注目すべき動向として次の点が挙げられる。

■力強さに欠ける世界の景気回復や、世界各地で散発する 経済的政治的混乱にもかかわらず、世界の株式時価総額 は18.0%増加した<sup>8</sup>。2010年末時点の時価総額は54.9兆米 ドルで、2007年に付けた61.5兆米ドルのピークには依然とし て届かなかった(図6参照)<sup>9</sup>。株価はこれまでと同様、継続 的な政府の刺激策によって下支えされた。たとえば、米国 は低金利を維持するために米国債買い上げプログラムを実 施し、そのことで株式が相対的に魅力の高い投資対象と なった。世界の株式市場のボラティリティは、依然として危 機前の水準よりも高く、年央にはEUのソブリン債危機に対 する懸念が高まったことから、急上昇した(図7参照)。

- ■金融市場に対する投資家の信頼感が回復し、債券発行を 目指す金融機関、事業会社、政府にとって需要と流動性が 高まったことから、2010年には国際的な債券市場の規模が 拡大した。店頭デリバティブ商品やクレジット・デフォルト・ス ワップ (CDS) は価格が下落した。それでもなお投資家は、 危機のさなかにおけるその種の金融商品の壊滅状態を踏 まえ、そうした商品への投資に対する慎重な姿勢を崩さな かった。
- ■エマージング市場では金利が上昇して資金を引き付けた。 2010年には大部分の先進国が低金利を維持したことから、 多くのエマージング諸国の金利上昇が資金の流入を招い た。その過程で、様々なエマージング市場の通貨が上昇し た。2010年末時点で、米ドルはブラジル・レアルに対して 4.6%の下落、対インド・ルピーには3.4%、対人民元には 3.3%の下落となった。その一方で、英ポンドとユーロに対し ては、それぞれ5.2%と8.1%の上昇を示した。
- ■コモディティ価格は広範囲に上昇した。2010年には、原材料および投資対象としてコモディティに対する旺盛な需要があった(図8参照)。中国やインドなどの急成長国を中心に農産物と金属に対する強い需要があったことから、多くのコモディティ価格が高値を更新し、2011年はさらに上昇すると見込まれている。金と銀に対する投資家需要の源泉としては、ヘッジファンドや他の機関投資家、個人、および中央銀行が際立った。ダウ・ジョーンズUBS金サブインデックスは28.6%と急上昇し、銀はほぼ80.3%の大幅上昇となり、ほとんどの資産クラスをアウトパフォームした10。

#### 図6. 株式時価総額 2003-2010年(地域別)

(US\$ Trillion)



出所:2011年のキャップジェミニによる分析。国際取引所連合、2011年1月





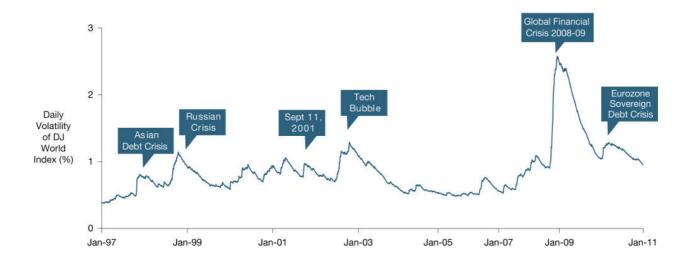
<sup>8</sup> キャップジェミニによる分析

<sup>9</sup> 前掲資料

<sup>10</sup> ロンドン午後固定価格、http://www.kitco.com

#### 図7. ダウ・ジョーンズ・ワールド・インデックスの日次ボラティリティ 1997年1月-2010年12月

(%)



出所: 2011年のキャップジェミニによる分析。ダウ・ジョーンズ・ワールド(W1)・インデックス - 1997年1月1日から2010年12月31日までの日々の終値。

#### 図8. 主要コモディティ指数のパフォーマンス 2009年12月-2011年3月



出所:ダウ・ジョーンズUBSのコモディティ・インデックス(DJUBS)、金サブインデックス(DJUBSGC)、小麦サブインデックス(DJUBSWH3)、とうもろこしサブインデックス (DJUBSCN)の日々の価格。

- 原油価格は2010年末までに大幅に上昇した。同年中は大方の期間を通じ、急成長国からの旺盛な需要に支えられ、価格はかなり狭い範囲で推移した。しかし、12月に入って供給上の制約が顕在化し、原油価格は1年前の79.4米ドル/バレルを上回る91.4米ドルで2010年の年末を迎えた。2010年12月半ばにはチュニジアで政情不安が勃発し、2011年初頭には不安定状態が他の多くの中東諸国へも広がった。この混乱に伴い原油価格がさらに上昇し、この騰勢が今後も続く可能性がある。
- ヘッジファンドは株式に歩調を合わせて上昇した。ダウ・ジョーンズ・クレディ・スイス・ヘッジファンド・インデックスは、11.0%上昇して2010年を終え、2007年末の水準を上回った。ヘッジファンドは、危機の時期には大量の解約が生じ、資産価額が急落したものの、2010年下期には純流入が大幅に増え始めた。同年中、株式戦略が総じて債券戦略ファンドをアウトパフォームしたが、各種ファンドの中でトップクラスの成績を上げたのは、不動産ローン関連の有価証券に投資したファンドだった。2010年には市場が引き続き回復する中で、ヘッジファンドのパフォーマンスのボラティリティも低下した。とはいえ、ヘッジファンド業界に対する監視が強化されており、評判の悪化や規制の改正などによって投資家の信頼感が損なわれる可能性がある。
- ■不動産投資の価額が上昇した。米国などの市場が安定化し、英国など他の市場が急反発したのに伴い、世界の不動産投資が上向きとなった。とはいえ、不動産投資の短期的見通しは不透明である。米国や英国では、住宅支援に向けた政府の施策があらかた打ち切られたことを受けて、需要と価格が低迷する可能性がある。アジア太平洋では、多くの市場で不動産価格が急上昇し、今やいくつかの国では、潜在的な資産価格バブルの防止が政策の焦点となっている。香港では、力強い経済成長と中国本土からの旺盛な買い意欲を受けて、2010年に不動産価格が19.5%高騰した<sup>11</sup>。ダウ・ジョーンズ・グローバル・セレクトREIT指数は2009年に23.8%上昇した後、2010年も18.6%上昇した。

## 世界経済は回復の途上にあるものの、依然下振れリスクが残る

中国やインドなど急成長する発展途上国が生産能力の制約に直面し、先進諸国が財政不均衡に取り組んでいる状況にあることから、世界全体のGDP成長率は2011年に3.2%に鈍化し、2012年もその水準にとどまると予想される。しかしながら、世界的な景気回復への道のりは平坦ではなく、様々なリスクが残ると見られる。そうしたリスクとして次のものが挙げられる。

■ 多くの政府が今もなお財政赤字への取り組みを余儀なくされている。財政赤字と政府債務の水準は、多くの政府にとって、ひいては世界経済にとって、短期的リスクであると同時に長期的な構造的課題を突き付けている。危機に関連する政府の刺激策により、様々な主要国で借り入れが増加し、政府債務の水準が上昇した。それにもかかわらず、2011年におけるG20の先進諸国の財政再建の規模は、GDPの0.25%未満と予想されている。これに対し、平均債務比率はGDPの107%に上昇すると見込まれている12。

多くの先進諸国は、財政赤字の縮小を追求するにあたり、 政府給付金制度(たとえば、年金、医療、教育)などの長期 的な構造的問題に対処する必要がある。しかも、経済成長 の支援と並行してそうした取り組みを進めることが要求され る。また、大方の急成長中のエマージング市場でも、景気 過熱とインフレの抑制に焦点が移るのに伴い、財政見通し が悪化している。

■成熟国でもエマージング諸国でもインフレが加速している。 先進諸国とエマージング諸国の両方で食品価格と燃料価格が上昇しているが、最も速いペースでインフレが進行しているのは、生産能力の制約問題を抱えた急成長中のエマージング市場である(図9参照)。アジア開発銀行は、新興アジア(中国とインドを含む)の2010年のインフレ率が平均4.4%、2011年には平均5.3%に上昇すると見ている。これに対し、米国の2010年のインフレ率は平均1.5%にとどまった。それでも、特に原油価格の急騰を背景として、明らかに世界全体でインフレ圧力が増しており、多くのエマージング諸国はその趨勢に歯止めをかけようと、すでに金利を引き上げつつある。しかし、世界各国がインフレに立ち向かうことで、景気回復の進行ペースに悪影響が及ぶ可能性がある。

<sup>12</sup> 国際通貨基金「ギア・チェンジ:財政再建に向けた課題への取り組み」Fiscal Monitor(各国財政状況報告書)、2011年4月





<sup>11「</sup>グローバル・プロパティ・ガイド」2011年1月

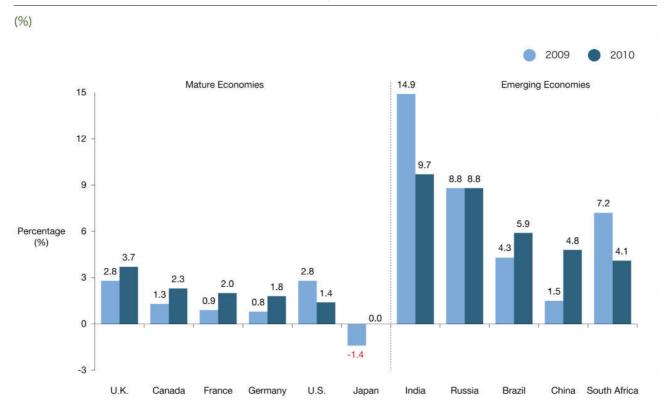
- ■金融緩和政策がマクロ経済のボラティリティに一役買っている。これまで、先進諸国の中央銀行が景気回復を支援するために低金利を維持する一方、多くのエマージング諸国は景気過熱を冷やすために利上げに踏み切ってきた。こうした状況を受けて、より高いリターンを求めて資金が先進国から発展途上国へと移動した。海外からの大量の資金流入によって大部分の発展途上国の通貨が上昇し、その結果、発展途上国の輸出競争力が低下すると共にマクロ経済の健全性が揺るがされることになった。
- ■高い失業率が引き続き懸念材料となっている。米国や欧州連合の先進国では、失業率が改善の初期の兆候を示しているものの、その水準は依然として高い。2010年には、雇用者数や賃金がまだ大幅な伸びを示すに至っておらず、ILO(国際労働機関)の発表によれば、同年の世界の失業者数は2億500万人、失業率は6.2%で、基本的に前年と変わらなかった。雇用回復のスピードは個人消費の伸びの力強さを左右する重要な要因であり、とりわけ、先進国の家計がまだレバレッジ解消に動いている状況にあってその影響は

大きい(家計の債務は、米国やカナダ、日本では可処分所得の125.0%を超えており、最高は英国の170.6%である)。

#### 結論

アジア太平洋の富裕層の資産が平均以上に増加したことに示されるように、金融危機以後、成熟国と発展途上国の間でマクロ経済的アンバランスが拡大している。この先1年ほど、各国政府は、そうしたアンバランスが雇用水準、金利、財政赤字や貿易赤字を含めた経済成長の諸側面に与える自国固有の影響に対処する必要に迫られるであろう。それと同時に、多くの国々が危機に関連した刺激策から、大規模な財政赤字や経常赤字の削減へと経済政策を転換することが予想され、また、インフレ圧力の管理が必要になる国も少なくないと見られる。そのために講じられる政府の方策によって、世界の景気回復のペースが影響を受けると同時に、アジア太平洋や他のエマージング諸国が今後どの程度、高成長のリターンを追求するグローバル投資家の標的となるかが決まることになろう。

#### 図9. インフレ率<sup>a</sup>、主要成熟国および主要エマージング諸国、2009-2010年



a インフレ率は、現地通貨に基づく消費者物価指数(期末ベース) の前年比変化率で定義。 出所: 2011年のキャップジェミニによる分析。エコノミスト・インテリジェンス・ユニット、2011年3月。

# 2010年には富裕層による株式への配分が増大し、エマージング市場は利益の機会を提供

- 2010年には富裕層がさらに株式の 保有を増やす一方で、現金/預金と 債券の保有を徐々に減らした。こうし た動きは、継続的だがゆっくりとした 危機関連の懸念の後退と、慎重なリ ターン追求を反映したものだった。富 裕層は、2010年末時点で投資資産 全体の33%を株式で保有しており、1 年前の29%から比率が上昇した。
- エマージング市場は利益の機会を 提供した。富裕層が2010年末時点で 保有するエマージング市場の資産の 比率は年初時点とほぼ同じだったが、 見かけとは裏腹に1年のうちに大き な動きがあった。投資家は、年初から11カ月は過去最高の金額をエマー ジング市場の株式と債券ファンドに 投入したが、多くのエマージング市 場で投資の時価総額が危機前を超 えたのを受けて、年末にかけて利益 確定の売りに動いた。
- 2012年には、富裕層は株式への配分をさらに増やすことが予想される。とりわけ世界経済が持続的回復の明確な兆候を示した場合、それが富著になるであろう。その一方で、の顕著になるであろう。その一方で、ののと減らし続けることが見込まれる。地域別の選好については、さほどうでは言えない。それは、景気に対する政府の刺激策の支援が市場なって、エマージングできるかが新高値に押し進むことができるかが新高値に押し進むことができるからよって、同市場の投続が左右されるためである。

### 2010年に富裕層はリターンの向上を求めて計画的なリスクテイキングを実行

2010年には、市場が危機関連の下落から反転上昇するのに伴い、多くの富裕層がより大きなリスクをとるようになった。その結果、全体的なポートフォリオの保有状況は、株式への傾斜を強める一方で、現金/預金や予測可能な債券投資から遠ざかる傾向が見られた。とはいえ、富裕層は市場機会や長期的選好に基づき、たとえば引き続き、次のような特定の資産クラスを好んだ。

- 北米の富裕層は長年にわたり、資産クラスとして株式を選好している。2010年末時点の株式保有比率は全体の42%で、2009年末の36%から上昇し、世界平均の33%を上回っている。株式へのエクスポージャーの増大は主に、米国経済と世界経済が回復の兆しを見せる中で投資家信頼感が改善したことを反映したものである。
- ■日本を除くアジア太平洋の富裕層は、引き続き不動産のリターンを追求した。 2010年末にポートフォリオ全体に占める不動産の比率は31%となり、1年前 の28%から上昇し、世界平均の19%を大幅に上回った。同地域では質の高 い居住用不動産の供給が比較的逼迫する状況にあって、エマージング諸国 で増加している中間層の需要が旺盛で、ファンダメンタルズが強固なことから、 同地域の富裕層にとっては居住用不動産が依然として特に魅力が高く、利 益が大きい。
- 日本の富裕層は引き続き世界で最も保守的な傾向が強く、2010年末時点でポートフォリオ全体の55%を債券と現金/預金の金融商品の形で保有しており、この比率は1年前の48%から上昇し、世界平均の43%を上回っている。

### 世界全体では、富裕層はさらに株式への傾斜を強める一方、債券と現金/預金を徐々に減少させた

- ■世界の株式時価総額は2009年の49%の大幅増の後、2010年も18%増加し、 富裕層はそうした株価上昇に基づくリターンを積極的に捉えようとした<sup>13</sup>。そ の結果、2010年末時点で資産全体に対する株式比率は33%となり、1年前 の29%から上昇した。これに対し、現金/預金への配分は17%から14%に低 下し、債券投資資産の保有比率は31%から29%へと小幅に低下した(図10 参照)。
- 2010年に株式の伸びが顕著だったのは、リターンの追求のほか、危機関連の損失をさらに取り戻そうとする富裕層の意思を反映したものである。この先、投資家信頼感とリスク選好が強固化しさらに改善するにつれ、富裕層の資産全体に占める株式の比率は、2012年末までにさらに5ポイント拡大して38%に達すると予想される。相対的に予測可能性の高い債券投資への配分は、横ばいの29%と予想され、現金/預金の保有比率は14%から11%に低下すると見込まれる。



<sup>13</sup> キャップジェミニによる分析

### 世界的に富裕層の不動産保有にほとんど変化は見られなかったが、REITへの配分は増加した

2010年末時点で、世界の富裕層の不動産に対する配分比率は、1年前の18%に対し19%となったが、商業用不動産賃料の下落や居住用不動産の在庫水準の高さを背景に、先進国の不動産市場で不透明性が高まっている。

富裕層の保有不動産全体に占める居住用不動産の比率は、2009年の48%から46%へとわずかながら低下した。居住用不動産は2010年も引き続き不動産全体の中で最大の下位セグメントだったが、明らかに、価格低下や不透明な経済見通し・住宅市場の見通しの影響を受けた。2010年における世界全体の富裕層の商業用不動産に対するエクスポージャーは、保有不動産全体の26%で、2009年の27%に比べほとんど変化がなかった。

居住用不動産の保有比率は日本を除くアジア太平洋の富裕層で最も高かったが、保有不動産全体に占める割合は60%から51%へと、これまでの低下傾向がさらに続いた。

保有不動産全体に占める商業用不動産の比率は、日本を除くアジア太平洋の富裕層で24%から37%へ、中東の富裕層で29%から34%へとそれぞれ上昇した。商業用不動産は、これらの地域のエマージング市場では依然として投資機会として捉えられているものの、先進国市場では低調な状況となって

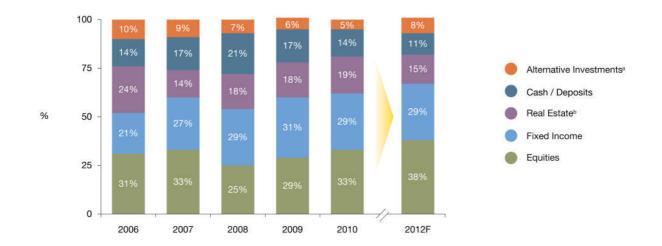
いる。米国では2010年の商業用不動産の空室率が過去の ピーク水準に接近し、リテール用スペースの全国平均が約 10.9%、オフィス用スペースが同17.6%に達した<sup>14</sup>。北米の富 裕層では、商業用不動産の保有不動産全体に占める比率が 2010年にわずか20%にとどまった。これに対して、欧州の富 裕層では商業用不動産の比率は30%となっており、同地域で は不動産市場が非流動的なため、商業用不動産の資産売却 が困難だった。

ダウ・ジョーンズREIT指数が年間24%上昇する中、2010年末時点に世界全体の富裕層が保有するREITの不動産投資全体に対する比率が、1年前の12%から15%に上昇した。REITへの配分比率は北米と日本で高かったが(それぞれ24%と23%)、これは主として、REIT商品が比較的容易に入手可能で、それらの市場では投資家に比較的広く受け入れられているためである。

世界の富裕層が保有する不動産は、2010年末には全資産の19%だったが、2012年末には15%まで低下することが予想される。一定の不動産セグメントに限れば、特にエマージング市場において引き続き旺盛な投資意欲が見込まれるものの、不動産セクターでは危機関連の大きな打撃からの回復が総じて鈍いことから、多くの富裕層は依然として同セクターに懸念を抱いている。

#### 図10. 富裕層の金融資産の内訳 2006-2012年(予測)

(%)



a 仕組み商品、ヘッジファンド、デリバティブ、外国為替、コモディティ、プライベートエクイティ、ベンチャー・キャピタルが含まれる。

b 商業用不動産、不動産投資信託(REIT)、居住用不動産(主な居住用不動産は除く)、未開発地、農地その他が含まれる。

注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。

出所: キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2007年、2008年、2009年、2010年、2011年





#### オルタナティブ投資では、多くの富裕層が外国為替と コモディティを選好

2010年末時点で、世界の富裕層資産全体に占めるオルタナティブ投資<sup>15</sup>の配分比率は、1年前の6%から小幅に低下して5%になったが、その構成カテゴリーでは次のような様々なシフトが生じている。

- ■2010年にはコモディティ投資がオルタナティブ投資全体の22%を占め、2009年の16%から上昇した。同年中、中国やインドなどの急成長国がベースメタル(卑金属)、プラチナ、パラジウム(自動車部品に使用)や原油などの原材料に対する需要を押し上げたことに加え、投資家が米ドルとユーロの不安定な動きを受けて金に殺到したことから、多くのコモディティ価格が過去最高値を付けた。
- 2010年には、米国や欧州の先進諸国よりも金利水準が高い国の通貨を投資家が買いに動いたことから、オルタナティブ投資全体に占める**外国為替**の保有比率は13%から15%に上昇した。
- ヘッジファンドの保有比率は27%から24%に低下した。2010年にはダウ・ジョーンズ・クレディ・スイス・ヘッジファンド・インデックスが11%上昇し、ヘッジファンド・リサーチ・インク(HFRI)のファンド加重総合指数は10.5%の上昇となった。もっとも、HFRIによれば、この上昇分の大部分は年末にかけて生じたもので、1年の終盤になってやっと資金が流入した。その結果、ヘッジファンドの資産全体は1.9兆米ドルに増加し、2008年第2四半期に付けた過去最高水準に接近した。

また、オルタナティブ投資の選好は地域によって異なっている。 北米と中南米の富裕層ではコモディティの保有が平均を上 回っていた(それぞれ30%と26%)。日本の富裕層は34%を 外国為替に配分し(世界平均は13%)、26%を仕組み商品に 振り向けたが、この比率はどの地域の富裕層よりも高かった。 日本を除くアジア太平洋の富裕層は、オルタナティブ投資の 22%を仕組み商品に配分した(世界平均は17%)。中南米の 富裕層にとっては、ヘッジファンドが依然として重要な商品と なっており、オルタナティブ投資全体の35%を占めているが、 この比率は1年前の49%に比べ大幅に低下した。

今後、急成長国の需要により下支えが見込まれるコモディティや外国為替への富裕層による配分は、引き続き拡大すると予想される。ヘッジファンドについては、規制当局によるファンドの継続的な監視に伴い、関心が薄れる可能性がある。マイナス材料の報道がなされたり新たな監視策が講じられた場合、富裕層がヘッジファンドへの配分を削減するおそれがある。

#### 富裕層資産の地域配分の鍵はアジア太平洋が握る

世界的に見て、富裕層は自地域へ最も多く投資し、北米への 投資がそれに次ぐ(北米の富裕層はまず自地域に、次に欧州 に投資する)。しかしながら、富裕層が利回り追求と分散化の 必要性の間でバランスをとろうとする中で、資産の地域配分が 変化している。こうした動向は2010年に明瞭に現れたが、この 先1年ほどの間に、富裕層は引き続き資産の地域的な再配分 を進めることが予想される。

全体的に見て、2010年末における富裕層資産の地域配分は、1年前と極めて類似していた。たとえば、世界全体の富裕層資産のうち39%は北米への投資資産の形で保有され、1年前の38%から上昇した一方、欧州への資産は23%から21%へと減少した。アジア太平洋(22%)、中南米(13%)、中東(3%)に配分された資産比率は、1年前と変わっていなかった。しかしながら、見かけ上の無変化とは裏腹に、1年のうちに重要なシフトが発生していた。

EPFR社の推定によれば、2010年年初から11カ月間は、過去最高となる800億米ドルがエマージング市場の株式ファンドに投資され、340億米ドルがエマージング市場の債券ファンドに投資された。これらの資産の多くは、リターンが急増して、同期間中に危機前の最高水準を上回った。たとえば、2008年以降、MSCI先進国指数は39%の上昇にとどまったのに対して、MSCIエマージング市場指数は104%上昇した。ところが、特に他の市場の投資機会が改善に向かい始めたことなどを背景として、2010年末までに、多くの投資家がエマージング市場の資産の利益を確定した。

一つには、2010年中、次第に米国への投資の魅力が相対的に高くなったことがある。連邦準備制度理事会(FRB)は9月に協調的な金融緩和を開始し、それを受けて投資家は株式などの高利回りの投資への傾斜を強めた。12月には、米国政府が新たな財政刺激策の中身を明らかにしたことで投資家の信頼感が高まると共に、消費支出が増加傾向にあることを示す、より多くの指標が現れた。EPFR社の推定によれば、12月にはわずか3週間のうちに、220億米ドルが米国株式ファンドに投資された。

#### 資産配分戦略は富裕層の居住地域によっても異なる

2010年末時点で、北米の富裕層は資産の76%を自地域へ投資しており、この比率は1年前と変わらなかった(図11参照)。しかし、北米の富裕層がより高い利回りを捉えるためにエマージング市場に向けて資産を再配分し、またリスクの分散化を目的として別の先進国市場に向けて再配分を行うのに伴い、2012年末までにはその比率が68%に低下していると予想される。





<sup>15</sup> 仕組み商品、ヘッジファンド、デリバティブ、外国為替、コモディティ、プライベートエクイティ、ベンチャー・キャピタルが含まれる。

欧州の富裕層の間ではこうした趨勢がすでに顕在化しており、2010年には自地域への配分が59%から56%に減少したのに対して、北米への保有資産は21%から23%に増加し、エマージング市場の比率も小幅に上昇した。2012年までに、欧州の富裕層による自地域への配分はさらに7ポイント低下して49%となる一方で、北米やエマージング市場への資産は一層比率が高くなると見られる。

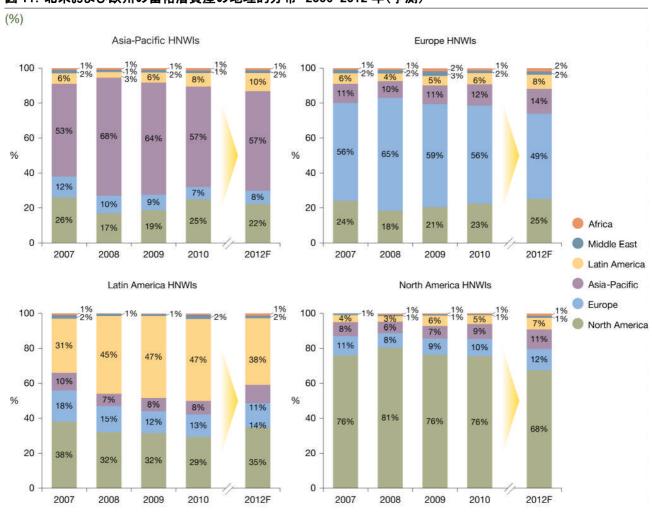
アジア太平洋の富裕層の間でも自地域への投資配分が2010年には前年の64%から57%へ減少し、北米への投資は19%から25%に増加し、危機以前の水準に近づいた。このような自地域への投資配分の傾向は2012年もほとんど変わらないと予想されるが、アジア太平洋の富裕層が他のエマージング市場への投資機会を追求するにつれ、北米への投資が相対的には減少すると見られる。

中南米の富裕層の投資配分は2010年にほとんど変化がなかったが、2012年には大きく変化し、北米への投資配分が増加する一方で、自地域への配分が減少すると予想される。

このようなシフトにもかかわらず、投資家は世界経済が危機後の回復局面を脱却して、より完全に機能するのを待っていることから、2012年末時点においても現在とほぼ同様の状況にある公算が大きい。

2012年にはアジア太平洋に投資される富裕層資産の比率が上昇している見込みが高いものの(22%から24%へ)、全体的にエマージング市場にどの程度シフトするかは、同市場の景気に対する政府の刺激策の支援が弱まる中で、それらの市場が新高値に押し進むことができるかどうかにある程度左右される。富裕層が保有する北米への投資資産は38%に小幅低下すると予想されるのに対して、他地域への配分比率は横ばいで推移すると見られる。

#### 図 11. 北米および欧州の富裕層資産の地理的分布 2006-2012 年(予測)



注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。中東地域のデータは表記されていないが、自地域以外への投資配分を増やしている傾向は

同様である。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ、アドバイザー調査、2007年、2008年、2009年、2010年、2011年

# 2010年には、資産増加に伴い嗜好品投資に対する 富裕層の需要が回復

- 2010年には嗜好品投資に対 する富裕層の意欲が高まっ たが、その背景には、世界経 済が回復し、富裕層資産の 水準が(2009年の大幅な伸び の後で)続けて上昇したこと がある。嗜好品投資の多くの カテゴリーで資産価値が拡大 し、富裕層は美的・感情的な 魅力と潜在的なリターン価値 を求めて資産を取得した。美 術品などの収集品は、主流と なる金融投資とは低相関また は逆相関の関係にあるとみ なされていることから、引き続 きポートフォリオ分散化の魅 力を維持した。
- エマージング諸国の資産の 伸びが嗜好品投資市場の回 復の加速に寄与した。エマー ジング市場の富裕層人口と その資産水準の急激な伸い に伴い、嗜好品投資のグロー バル市場が拡大しつつあり、 あらゆる種類の投資について 中国の買い手からの広範な 需要が世界各地で報告され ている。

#### 2010年にはすべての種類の嗜好品投資に対する需要が拡大

嗜好品投資への注力に向けた富裕層の決定では、特に美的価値やライフスタイル/ステータス上の魅力などの感情的要素が作用するため、個人的な好みが大きな役割を果たす。とはいえ、富裕層はまた、多くの嗜好品投資を長期にわたり資産を保全し拡大したり、ポートフォリオのエクスポージャーを分散化したりするための代替的手段として、あるいは短期的な投機的利得を上げるための手段としてさえ捉えている。

2010年には資産水準の回復を受けて、あらゆる形態の嗜好品投資に対する関心も再び高まった。嗜好品投資に対する富裕層の相対的な配分は2009年とほとんど変わっていないものの、エマージング市場からの新たな需要の伸びが明瞭に認められる。

2010年に見られた嗜好品投資の主要カテゴリーにおける主な動向として次の点が挙げられる。

- 嗜好品投資の中で最大の比率を占めるセグメント(29%)は、これまで通り**高級収集** 品(高級自動車、ボート、ジェット機など)であった。2010年には高級自動車の需要が広い範囲で回復したが、特に顕著なのはアジア太平洋、ロシア、中東などのエマージング諸国だった。たとえば、メルセデス・ベンツは2010年に世界全体の売上高が15%増加したと発表しているが、香港を含む中国での売上高は112%の大幅増、またインド、ブラジル、ロシアなど他のエマージング市場における売上高も急増した。フェラーリの決算発表によれば、2010年の中国での売上高は、過去最高だった2009年に比べさらに約50%伸びた。フェラーリは、今や「大中華圏」(香港と台湾を含む)が同社にとって上位5位までの国際市場に入っていると付け加えた。
- ■美術品は嗜好品投資全体の22%を占めたが、その比率は欧州の富裕層で比較的高く(27%)、最も高いのは中南米の富裕層(28%)だった。また、美術品は金融投資の一形態とみなされることが最も多い。実際、アドバイザーの42%は、富裕層顧客が主にキャピタルゲインの潜在力を理由として美術品に投資していると考えられると述べている16。

美術品の価値を一般化するのは難しいものの、確かに、2010年初めのオークションで競売による芸術品売買の世界記録が2度破られて新聞の見出しを飾った。一つは2月にジャコメッティの絵画が1億430万米ドルで売れたこと、二つ目は5月にピカソの絵画が1億650万米ドルで売買されたことである。その後のオークションではそれほどの勢いはなかったものの、オークション会社は、質の高い作品に対する需要は依然として活発であると報告している。

新たに富裕層の仲間入りをした中国人の買い手が、特に急速に供給が消失しつつある自国芸術家の作品を取得するために、様々なギャラリーやオークション会場で熱心に競りに参加したり買い付けたりしていることが広く報じられている。2010年4月には、中国の現代美術家、劉野(リュウ・イエ)の「Bright Road」が、オークション前の予想のほぼ3倍に当たる245万米ドルで落札された。これは、サザビーズのアジア現代美術オークションでのことで、オークション全体の売上げは、オークション前の予想を約250万米ドル上回る1,870万米ドルに達した<sup>17</sup>。中国人の需要はヨーロッパ美術や美術全体対しても旺盛と報じられており、中国人コレクターは、2010年終盤にニューヨークの主要オークション会場で売りに出された多くの品目で、積極果敢に競りに参加したと言われている。2000年から2009年までの期間における中国美術の売上総額は、40億ドル強に上ると推定されている<sup>18</sup>。

<sup>18</sup> 前掲資料





<sup>16</sup> キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、ファイナンシャル・アドバイザー調査、2011年

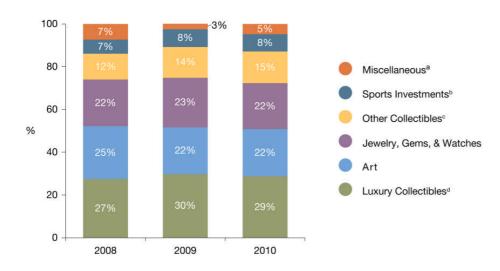
 $<sup>^{17}\ \</sup>mathrm{http://www.nytimes.com/2010/04/07/business/global/07auction.html}$ 

- ■2010年には、**宝飾品、宝石、時計**も嗜好品投資全体の22%を占めた。最も比率が高かったのは中東の富裕層の29%だったが、35%に達していた2009年に比べ低下した。2010年の国際オークションでダイヤモンドが過去最高価格を付けたことに示されるように、世界の富裕層の間では、大型ダイヤモンドを安全かつ高成長の代替的な投資手段とみる傾向が強まった。現在、市場の最高級品に対する需要は、大部分がロシアと中東からのものと思われるが、中国や他のアジア太平洋の投資家からの需要も急速に伸びている<sup>19</sup>。高級時計や希少時計に対する需要も明瞭に現れており、クリスティーズ・インターナショナルは2010年にそれらのオークションで9,120万米ドルの売上高を計上し、「中国や香港を中心に、アジア諸国の買い手の参加が加速度的に増えている」と報告している。
- ■「その他収集品」(ワイン、アンティーク、コイン、記念品など)は、2010年に嗜好品投資の15%を占めた。同年中、金価格の上昇が一因で希少コインに対する需要が高まり、スピンク・エインシェント、イングリッシュ・アンド・フォーリン・コインズ、コメモラティブ・メダルズなどのオークションに出品された多くの品が、オークション前の予想をはるかに上回る売上げを達成した。2010年には高級ワインの売上高も急増した。たとえば、サザビーズはワインの国際販売で8,830万米ドルの売上げを計上したが、これは2009年の総売上高の2倍以上で、40年に及ぶ同社のワイン・オークションで最高の金額だった。サザビーズの香港でのワイン・オークションの売上げは268%伸びた。
- ■スポーツ関連投資は富裕層の嗜好品投資全体の8%を占めたが、その比率が比較的高かったのは、中東(13%)、日本を除くアジア太平洋(10%)、中南米(10%)の富裕層だった。近年、ロシア、インド、中東などのエマージング市場の富裕層が、サッカー・フランチャイズの取引を数多く行っている。2010年における富裕層のスポーツ関連投資で注目すべきは、米国の起業家スタン・クロンケ氏がアメリカン・フットボール・チームのセントルイス・ラムズを買収したことだった。同氏は他にも、米国のバスケットボール、サッカー、アイス・ホッケー、ラクロスのチームや、英国のサッカー・チームの持ち分を保有している。また、2010年には米国バスケットボールのスーパースターであるマイケル・ジョーダン氏が、バスケットボール・チームのシャーロット・ボブキャッツの支配権を取得した。

富裕層は間違いなく経済的目的を超えた動機に基づいて嗜好品投資資産を取得しており、このカテゴリーに流入する投資金額は、全体的な資産水準に応じて増減する傾向が見られる。しかしながら、多くの嗜好品投資は本質的に金融投資の性格を併せ持っており、グローバルな金融市場との相関が低い投資を追求する富裕層を中心に、今後も富裕層のポートフォリオで一定の役割を果たすことが見込まれる。

#### 図12. 富裕層の嗜好品投資の配分 2008-2010年

(%)



- a「それ以外」にはクラブメンバーシップ、旅行、銃、楽器などが含まれる
- b 「スポーツ関連投資」にはスポーツチーム、ヨット、競走馬などが含まれる
- $^{c}$ 「その他収集品」にはコイン、ワイン、アンティークなどが含まれる
- d「高級収集品」には自動車、ボート、ジェット機などが含まれる

注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2009年、2010年、2011年

<sup>19</sup> コンセプトアナリティクス「世界の宝石・宝飾品市場レポート、2010年版」

# 富裕層の人口統計的特性にわずかな変化が 見られるが、その影響は徐々に現れる見込み

- 富裕層の人口構成は時間と共に次第に多様化している。たとえば、2010年には若年富裕層(45歳以下)は全体の17%を占めるにすぎなかったが、わずか2年前の13%から上昇している。同様に、女性は2010年に世界の富裕層人口の27%を構成していたが、この比率は2008年の24%から上昇している。
- 新興の人口層は旧来の富裕層顧客とは異なるニーズを持っている可能性がある。ウェルスマネジメント各社とアドバイザーは、人口構成が変化する中で自身の既存の価値提案が今後も共感を得られると想定することはできず、多数派を成す富裕層の過去の要求に基づいて新興の人口層のニーズについて一般化を行うことを注意深く避けなければならない。
- 人口統計的な変化は徐々に進行す るものであり、各社は、全面的な変 革を直ちに実行するというより、バラ ンスのとれた調整を行うことが要求 される。今のところ、変化は絶対的 規模としては小幅にとどまっている ものの、いずれは極めて異質な業 界状況をもたらす可能性を秘めてい る。各社は、こうした傾向による潜在 的影響を十分認識することによって、 混成チームを基にしたアプローチや 潜在的顧客層の教育などの取り組 みを活用することが可能となり、そ の結果として、そうした変化の時間 的展開に応じて常に迅速に対応す る体制がとれるようになるであろう。

# ウェルスマネジメント各社は富裕層の新興人口層のニーズに対応できない場合、預かり資産を失うおそれがある

「平均的」富裕層なるものが存在するわけではないが、2010年において世界全体の富裕層の83%は45歳を超えており(55歳超は59%)、また全体の73%が男性である。目下のところ高齢層男性が大多数を占めているものの、富裕層人口の多様化が徐々に進んでおり、世界的な人口統計的、文化的、経済的変化に伴い、富裕層の人物像や富裕層が資産を取得、管理、使用する方法について広範囲に当てはまる一般化を行うことが難しくなっている。

言うまでもなく人口統計的特性の多様化は緩やかに進むため、富裕層の優先 事項や行動における危機後の変化に対処するために必要だったのと同様の、 緊急的対応や根本的変革が要求されるわけではない(「企業価値に関するスポットライト」参照)。とはいえ、女性富裕層と若年富裕層というわずか二つの 特性であっても、変化しつつある重要な人口統計的趨勢を調べることによって、 ウェルスマネジメント各社が特定のニーズに応じるために今後サービス・モデルをどのように微調整する必要に迫られるかが明らかになる。

注目すべきは、この戦略が、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーが金融危機以後、採用を余儀なくされた共感的アプローチと整合しているという点である。富裕層が保守的な姿勢を強めており、その多くが危機前に熱中していたような短期的リターンの追求ではなく、まず初めに人生の目標を達成することを重視するようになっている状況を、各社とアドバイザーはすでに経験している。危機後に富裕層の要求が変化したことに伴い、多くのウェルスマネジメント各社とアドバイザーは自身の提案を磨き上げる必要に迫られているが、人口構成の変化についても、同じように長期にわたり個人的ニーズを重視していく対応が要求されることになろう。

#### 富裕層全体のうち45歳以下は5人に1人以下だが、この比率は地域により 異なる

2010年には、富裕層全体のうち45歳以下はわずか17%にすぎなかったものの、この比率は2年前の13%から上昇した。55歳以下の富裕層は全体の41%を占め、37%から増加した。もっとも、人口全体や経済の構造から世帯の規模と形成、資産承継の慣行の差異に至る様々な要因を反映して、そうした比率は地域によって異なっている(図13参照)。たとえば、次の点が挙げられる。

- ■日本を除くアジア太平洋では、急速な経済成長に伴い、数多くの新タイプの起業家が出現しており、富裕層の41%が45歳以下である。
- ■中東では、全人口の50%以上が25歳未満と推定されており、富裕層人口も世界平均より若い水準にある。すなわち、45歳以下が21%、55歳以下が56%を占めている。
- ■世界で最も高齢化が進んでいる国の一つである日本では、富裕層の80%が55歳以上で、45歳以下は8%にすぎない。



■ポスト工業化経済が最も進んでいる米国も人口が高齢化しており、富裕層の68%が55歳を超えている。

若年富裕層の人数が急激に増加することはまず考えられないものの、こうした傾向は、若年層が既存の富裕層かそれとも旧世代から移転された資産の承継者のいずれであっても、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーが若年層を無視できないことを示している。

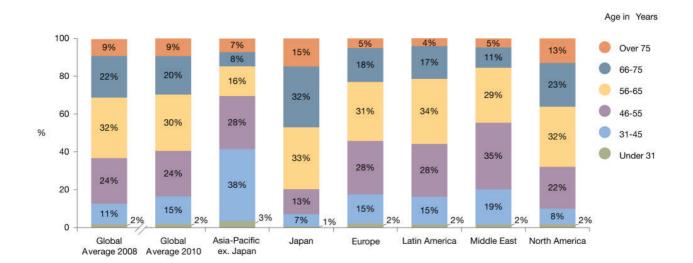
現在、アドバイザーは世代間の資産承継に伴って、推計で預かり資産の49%を失っている。金融危機の後、若年富裕層は危機のさなかに生じた難局に焦点を合わせ、アドバイザーと組むことが自身の最良の利益に適うかどうか確信が持ちにくくなっていることから、アドバイザーにとって、新たに仲間入りし

た富裕層を引き付けることはもちろん、既存の資産を維持することも一層困難となっている場合がある。

その結果、次世代の富裕層顧客は、財務全体(租税を含む) や、急成長するグローバル市場における投資機会、資産承継を専門とする弁護士・会計士との連携に関する広範囲の助言など、ウェルスマネジメント各社やアドバイザーからの、よりグローバルかつ総合的なアプローチを必要としていると思われる。また、若年富裕層は、その多くがコミュニケーションや取引のために圧倒的にリアルタイムのデジタル・メディアを選好していることから、日常の取引の透明性や効率性、テクノロジー、利便性という点で、より厳しい要求を各社とアドバイザーに迫る可能性がある。

#### 図13. 富裕層人口の年齢別内訳 2010年(地域別)

(%)



注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2009年、2011年

#### 富裕層の4人に1人以上が女性

2010年に世界全体の富裕層人口に占める女性の比率は27% となり、2008年の24%から上昇した(図14参照)。この場合もや はり地域的な差異が見られ、最も一般的な要因として文化的・ 経済的趨勢がそこに反映されているものの、女性の起業家数 や高所得者数の増加傾向が続くことに伴って女性富裕層の 人数も増加する公算が非常に大きい。

実業界で女性の地位が十分に確立されている北米では、すでに富裕層人口全体の37%が女性である。中東では富裕層の86%が男性であるものの、イスラム法は女性の資産を保護していることから、女性富裕層向けに特化したウェルスマネジメント・サービスの必要が生じている。

女性富裕層に関しても、各社とアドバイザーは、自身が提供する価値提案が預かり資産を維持し、引き付けるのに適したものかどうかを検討する必要があろう。たとえば、現在のところ各社は、男性から女性に承継された資産については、全体の66%という目覚ましい比率で当初それを維持しているようであるが、問題は、長期にわたってその預かり資産を維持できるかどうかということである。

女性も男性と同じように多様な人生の出来事(事業の売却のほか、失業、結婚、離婚、長期医療、世代間の遺贈など)の可能性に備えた計画を必要としているが、女性は平均的に男性

よりも長生きする。女性富裕層は、たとえば配偶者よりも長生きした場合や、すでに相続人のために信託が設定されている場合など、平均的な男性富裕層顧客と著しく相違することがあるため、アドバイザーにとっては、女性富裕層の経済的優先事項やリスク選好、その他の投資目的を理解することが重要となる。

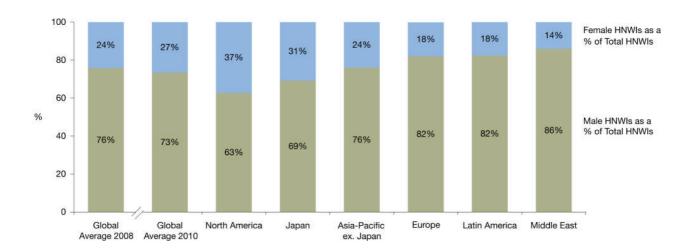
アドバイザーはまた、女性富裕層がそうした意思決定を下す際に依拠する「影響のネットワーク」を完全に理解する必要もある。たとえば、ウェルスマネジメント各社は、チームに基づくアプローチを活用して相互補完的な強みと多様な視点を組み合わせることによって、女性富裕層の複雑なニーズに反復して対応できるようになるであろう。

#### 結論

人口統計的変化は一朝一夕に生じるものではないが、現状を変えるその力を押しとどめることはできない。したがって、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーはそうした変化をレーダー上で捉え、時間経過につれて継続的に富裕層への価値提案を見直していく必要がある。その際、最も重要なことは、既存の富裕層顧客のみならず女性や若年(あるいはそれ以外)の新興人口層の共感を得るためのツールや技法を活用することによって、個々の富裕層顧客にとって常に有用であり続けることである。

#### 図14. 富裕層人口の性別内訳 2010年(地域別)

(%)



注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2009年、2011年

### スポットライト:

ウェルスマネジメント各社は企業価値<sup>20</sup>を活用することで、 危機後の富裕層の複雑なニーズへの、より良い対応が可能になる

- 金融危機以後、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーは、富裕層顧客の信頼と信用のほぼすべてを取り戻した。 したがって、各社とアドバイザーにとって必須の課題は、 富裕層顧客が目下直面する目標や懸念、優先事項の複雑な 絡み合いを管理するのを支援することである。この課題は、 富裕層顧客が依然として規制当局に対する信頼を欠き、度 合いは低いが、金融市場に対しても同様の状態にあるとい う事実によって複雑化している。
- ウェルスマネジメント各社は、「企業価値」を活用して富裕層の危機後の複雑なニーズに対して総合的に対応することによって、富裕層顧客の満足度を著しく高めることができるであろう。その際、最優先すべきは、富裕層が極めて重要と考えながら今日まで満足を得ていない領域において、適切な企画提案を提供することである。求められている全社的な能力(つまり、「価値達成手段」)の主要例を挙げれば、全社的な専門的助言チーム、投資銀行を通じた独自の投資機会、起業家に対する優先的ファイナンス、資産形成過程におけるプライベート・バンクや投資銀行の助言/専門能力などがある。
- 危機を経た今日の顧客中心の企業価値のパラダイムは、従来の企業中心の相乗効果の追求とは大きく異なっている。 多くの金融サービス会社はこれまで、概して相乗効果の便益を求めて企業価値を捉え、その活用を図ろうとしてきたが、そうした試みはたいていの場合失敗に終わった。今や、将来を考えようとする会社は、顧客にとっての便益の視点に立って企業価値の戦略や投資プログラムを構築する必要がある。そのためには依然として、戦略的関与の確保のほかインセンティブの管理や支援メカニズムの確立など、そうした構築の過程で現れる重要な課題に直面することになる。
- 今日の極めて競争の激しい市場でより機敏な対応を要求されているウェルスマネジメント各社にとって、企業価値のアプローチは特に重要な差別化要因となり得る。このアプローチはまた、各社が富裕層セグメントの人口統計的特性の長期的変化に対して、より適切に対応する態勢を整えるのにも役立つであろう。その一方で、各社が長い間追求してきた経済的利益を捉えられる可能性も依然存在している。しかし、企業価値は短期的な調整ではなく、長期的な進化と注力である。

富裕層は危機以後、アドバイザーとウェ ルスマネジメント各社に対する信頼を回 復したものの、以前より保守的で慎重に なっている

### アドバイザーとウェルスマネジメント各社に対する富裕層の信頼は徐々に回復してきた

2010年には、世界的に金融市場と景気が回復するのに伴い、ウェルスマネジメントのアドバイザーに対しては富裕層顧客の98%が、またウェルスマネジメント各社(以下「各社」)に対してはその88%が信頼と信用を回復したと考えられている。こうした肯定的姿勢は、富裕層のほぼ50%がアドバイザーと各社への信頼を失っていた2008年と著しい対照をなしている(P26、図15参照)。一方、規制当局と金融機関に対する信頼と信用は、回復にほど遠い状況にある。2010年に監視機関を信頼していた富裕層顧客はわずか44%にとどまり、富裕層のほぼ3分の1は金融機関に対して依然はつきりとした不信を抱いていた。

このような信頼と不信が入り混じった状態は、これまで富裕層がたどってきた長く、時には苦痛を伴う道筋を反映したものである。その過程で、富裕層は投資目標を見直すと共に、その目標達成のために引き受ける用意のあるリスク量を慎重に考慮してきた。またそれがきっかけで、富裕層投資家は、各社とアドバイザーに新たに要求をするようになった。こうした変化は、特により広範な全社的能力の活用が可能ならば、幅広くかつ複雑な顧客ニーズに対応できるトップクラスの各社にとって特筆すべき機会をもたらしている。

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> 企業価値:顧客ニーズを満たすことにおいて、差別化することを可能にする、異なる事業部門が提供するサービスを活用する能力

### 市場と規制当局に対する信頼の低下が一因で、富裕層の資産配分は依然として危機前よりも保守的である

2010年末時点の資産配分は、危機関連の懸念の継続的な後退と富裕層による慎重なリターン追求を示していた。とはいえ、世界全体の株式時価総額が2009年と2010年にそれぞれ46.3%、18.0%増加したにもかかわらず、富裕層は、依然として全資産の43.5%に当たる18.6兆米ドルを保守的な金融商品(債券や現金/預金)の形で保有していた。

富裕層が依然として資産の相当部分を低利回りの金融商品として保有しているという事実には、危機が投資家心理に及ぼした次のような影響が明瞭に現れている。

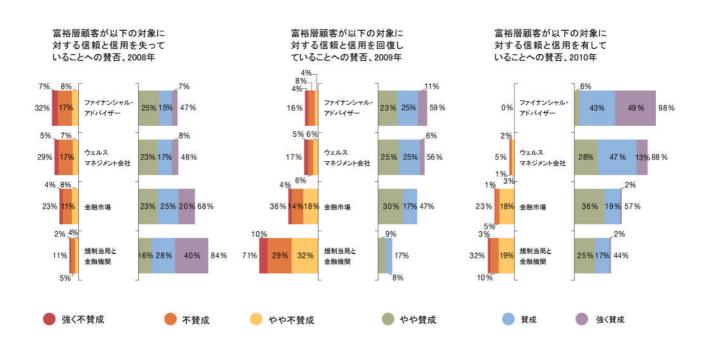
- 富裕層は今もなお、市場が安定性を維持することや金融危機が終息したことに確信をもてず、新たに予想外のシステミックなショックが発生する可能性を懸念している。
- 富裕層は、世界各国の政治や経済が、金利や他の多くの 政策に関する決定で同じ方向に動いており、そのことが将 来の市場リターンに影響する可能性があると認識している。

- 富裕層顧客は、任意の投資目標だけでなく、人生上の特定 の目標基準を達成することを非常に重視している。その結 果、富裕層の多くは、何よりもまず、自身の人生目標に向け た財源として積み上げた資金の保全に全力を傾けている。
- 富裕層投資家は、代替的な機会や新規の機会がリスクに値 することを容易に納得しない。あるいは少なくとも、あらゆる 投資商品が何らかの種類のプラスの利回りをもたらすように 思われた強気相場の時代ほどには容易に納得しない。

このような危機後の状況にあって、各社とアドバイザーは引き続き顧客の懸念を念頭に置くようにしなければならないが、自身の受託者責任を無視することはできない。たとえば、特にすでに低水準にある一部の資産クラスのリターンがインフレ加速によってさらに損なわれた場合など、アドバイザーは2011年の早い時期に、富裕層顧客が過度に保守的になっていないかをその顧客と話し合う必要に迫られる可能性がある。こうした話し合いは、顧客が資金の保全あるいは高利回りの取得のどちらを目指しているかにかかわらず必要となるものであり、また、そのためにアドバイザーは、高度な技術を駆使して自身の顧客を理解し、共感の得られる実行可能な戦略を提供しなければならない。

#### 図15. 富裕層顧客の信頼水準、2008年-2010年

(%)



注記:調査の質問文は毎年多少異なっているものの、結果は明瞭である。つまり、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーは世界の顧客から十分に信頼されているのに対して、規制当局と市場はそれほど信頼されていない。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2009年、2010年、2011年



#### 富裕層は、マクロ経済動向や租税が投資パフォーマンスや 投資目標に及ぼす影響に敏感である

顧客との話し合いが個人的ニーズによって変わることは言うまでもないが、今回の危機を受けて、明らかに富裕層投資家は、総じて、自身のポートフォリオのパフォーマンスや特定の投資目標・人生目標の達成可能性を損なうおそれのあるマクロ経済動向に、一層敏感になっている。

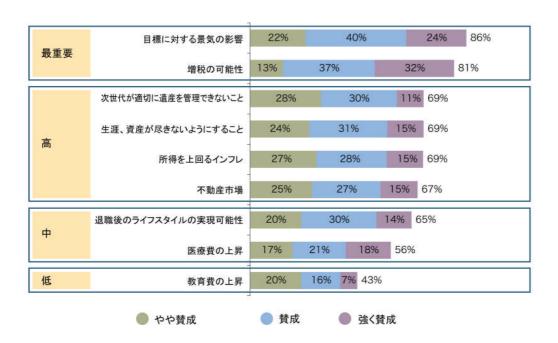
金融危機の影響で先進諸国では景気が落ち込み、それに対して公的機関による大規模な対策が講じられた。各国政府は、危機の悪影響を打ち消して自国経済をバランスのとれた成長軌道に復帰させる課題に取り組んだ。こうした状況の中で、富裕層は様々な新しい懸念を抱え込むことになった(図16参照)。最も重大なのは、財務上の目標に対する景気の影響に関する全般的不安や、税率が引き上げられて所得やポートフォリオの正味リターンが減少すると同時に、国際的な資産の移動がより非効率的で高コストになる可能性があるという懸念である。

富裕層の他の主要な懸念としては、生存中に資産が尽きること、次世代が適切に遺産を管理できないこと、所得がインフレにより目減りすることなどが挙げられる。

近年、富裕層顧客は強気相場による資産急増と大幅な損失の両方を経験しており、それを考慮すれば、その懸念が広範かつ深刻であることはほとんど驚くにはあたらない。とはいえ、富裕層が明確な人生目標と投資目標を持ちながら、その目標達成の財源に充てるリターンを生み出すために資金をリスクに晒すことをおそれている状況にあって、共感を得られる提案を作り上げることは、各社とアドバイザーにとって難しい課題となるだろう。

#### 図16. 富裕層顧客の主な懸念事項、2010年

(%)



注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。調査の質問文は「以下の事項について、あなたの富裕層顧客および超富裕層顧客が最も懸念している事項として、どの程度賛成しますか?」という内容だった。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2011年

#### 富裕層は資金の保全と専門能力を望んでいる。

近年、激しい浮き沈みを経験したことを受けて、ほぼすべての 富裕層 (97%) が、自身にとって資金の保全が重要と述べており、また、極めて重要とみなす富裕層も相当数 (42%) に上っている(図17参照)。同様に、効果的なポートフォリオ管理を重要とする富裕層は94%、極めて重要とする富裕層は30%を占めている。危機の結果として、こうしたニーズが高まっただけでなく、専門的助言(重要とする富裕層93%)や報告書や手数料の透明性(同93%)など、比較的新しい問題が優先事項とされたり、その優先順位が上がったりしている。

また、富裕層は人生目標の達成を目指して、以前よりもはるかに深く自身の財務実務に関与している。こうした関与それ自体が新たな要求を生み出している。たとえば、多数の富裕層(84%)が現在では、より頻繁な/革新的なコミュニケーションが自身にとって重要になっていると述べている。つまり、アドバイザーの接触頻度が投資家の満足度を高める公算が大きい一方、富裕層は、デジタル・メディアやモバイルアプリケーションなどのツールを含め、コミュニケーション手段を選択できることも期待している。しかし、根本的に欠かせないのは、富裕層顧客が先を見越して資産管理に関与したがっているのか、あるいは単にチェックしたいだけなのかを問わず、各社とアドバイザーが全面的に利用可能であると富裕層顧客が感じられるようにすることである。

さらに、多くの富裕層(82%)が、自身にとって承継計画の立 案能力が重要と述べている。これは、富裕層が投資リターンの 追求のために自分の遺産を危険に晒したくないと考えている もう一つの証しと言える。

#### ウェルスマネジメント各社は新たな業界の現実に 直面

各社とアドバイザーは、富裕層の進化しつつあるニーズに効果的に対応する取り組みにおいて、自身も、その業界において変化しつつある経済状況と経営上の必要事項に直面していることを自覚することが重要である。このような事態を踏まえれば、富裕層顧客を満足させるためには、各社は今後、従来と同ことを繰り返しているわけにはいかない。

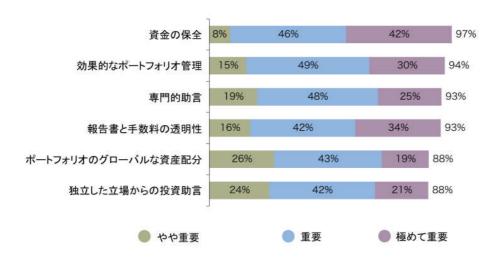
#### ウェルスマネジメント事業の利益率は底堅いものの、徐々に 低下しつつある

総合金融サービス会社におけるウェルスマネジメント事業の利益率は、金融サービス組織全体の利益率よりも安定的に推移してきた。ウェルスマネジメント事業の利益を別個に報告している大手金融サービス機関(FSI)の一部グループを見ると、ウェルスマネジメント部門における税引前利益率は、2006年から2009年にかけて300ベーシスポイント以上低下した。しかし、これに比べFSIの会社全体では、同じ期間に3,000ベーシスポイントを超える大幅な落ち込みとなっている。こうした急減は、主に投資銀行事業と資産管理事業の損失に起因するものだった。

しかしながら、ウェルスマネジメント事業の利益率は、相対的に底堅いものの、2006年以降、毎年徐々に低下しており、2010年には320ベーシスポイントの落ち込みとなった。こうした落ち込みの背景には、各社が報酬(採用と雇用維持)や規制(事務処理、IT、研修に関する新たな負担)に由来するコスト増を吸収したことに加え、投資家が依然として、限定的な手数料しか生み出さない保守的な金融商品に大量に投資していることがあった。

#### 図17. 富裕層顧客の優先事項上位6位、2010年

(%)



注記:端数処理のため比率の合計が100%にならない場合がある。調査の質問文は「あなたの顧客にとって以下の事項は、どの程度重要となっていますか」という

内容だった。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2011年



こうした状況は、富裕層顧客が支払うことを惜しまない価値提案を提示するという点で、各社に追加的なプレッシャーが加わっていることを示している。今後、各社が持続可能な成長を遂げるためには、そうした提案の策定が必須となり、それに向けて「同じことの繰り返し」から脱却して、(基本的な相乗効果追求ではなく)「真の」企業価値などの革新を実現することが必要となろう。

FSIにとって、ウェルスマネジメント事業は間違いなく、これまで通り重要かつ、かなり安定的な現金収入の源泉となっている。 FSI はこの先、自己勘定取引など他の収入源に関して新たな規制上の制限に直面する可能性がある。また FSI は、親会社の水準で、従来よりも多額の資本を剰余金として留保しておく必要に迫られており、リターンの創出に使用可能な資本が限定されることになる。

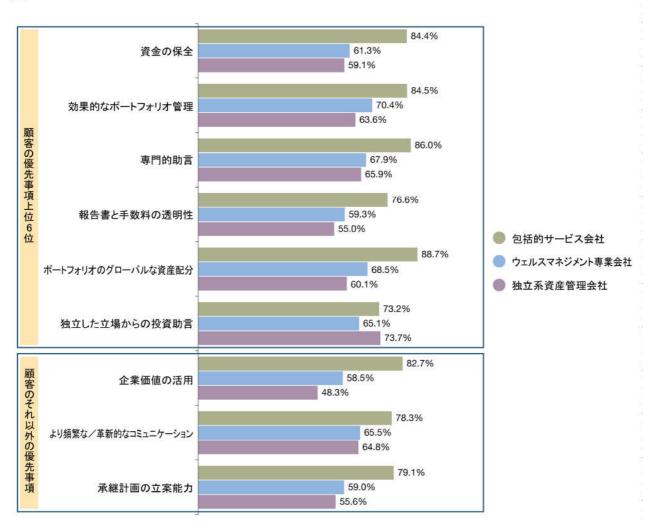
# 包括的サービス会社は顧客と業界の変化を乗り越える上で比較的好位置にいる公算が大きい

十分な資本基盤をもつ、経験豊富な包括的サービス会社は、 上述したような業界と顧客の新たな現実問題の多くについて、 それに対処する上で好位置にいる公算が大きく(図18参照)、 その規模を生かして適応できると思われる。

具体的に言えば、包括的サービス会社は、資金の保全や効果的なポートフォリオ管理、専門的助言、より頻繁な/革新的なコミュニケーションといった現在の富裕層顧客の優先事項に対応するという点で、ウェルスマネジメント専業会社や独立系資産管理会社(IAM)よりもはるかに良い位置にあると捉えられている。当然ながら、包括的サービス会社は、その世界的規模や広範な事業能力に基づき、企業価値を活用し、グローバルな資産配分のニーズを提供するという点でも好位置にあると見られている。

図18. どのウェルスマネジメント会社が富裕層顧客の優先事項に対応する態勢を十分に整えているかに関する アドバイザーの認識、2010年

(%)



注記:調査の質問文は「新たな顧客の要求を満たすための態勢は、以下のタイプの会社でどの程度十分に整っていると感じているかを評価してください」という

内容だった。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2011年

信頼が低下した危機の時期に成長した新生の業界セグメントであるIAMは、総じて、今日の複雑な富裕層のニーズを管理する準備が最も整っていないと考えられている。独立した立場からの助言は、本来、IAMが最も得意とする分野の一つである。ところが、IAMは、資産管理を外注するために余分な費用を払うだけの価値があることを、富裕層顧客に証明する必要に迫られている。それに加え、増加傾向にある業界コストを管理することも必要となっている。これはすべての市場参加者が直面している問題だが、IAMは比較的小さな企業規模を基にしてそのコストを吸収しなければならないのである。

とはいえ、包括的サービス会社が本来の強みを最大限活かすには、企業全体の価値を活用した、完全に統合された対応策を提供して、富裕層のニーズを満たす必要があると思われる。 超富裕層や起業家などの特定のセグメントにサービス提供したり、参入を試みたりしている会社にとっては、企業価値がさらに重要な意味をもつ可能性がある。

### 危機後のパラダイムの中で、ウェルスマネジメント各社と富裕層にとって企業価値が鍵となる 可能性

したがって、業界にとっての課題は、利益率のプレッシャーが 高まる中で、富裕層にとって適切な危機後の価値提案をどの ように作り直し、目標として定めるかということである。一つの決 定的な差別化要因となり得るのは、各社が投資銀行やコーポ レート・バンキングといった他の事業部門から追加的な業務能 力を結集する能力、つまり企業価値を活用する能力である。

企業価値の構想は、新しいものではないが、ここで改めて取り上げたのは――これまでわずかしか実践されていないことに加え――、富裕層顧客が各社やアドバイザーとの関係から、利回りの追求に大きく重心が傾いていた危機前の時代に比べ、より持続可能で広範囲の価値が生み出されることを期待しているという事実に、直接応えようとしたものであるからである。したがって各社は、足元の状況の中で、顧客にとっては価値を、会社にとっては金銭的取り分を生み出すことのできる、均衡した企業価値のアプローチを設計する必要がある。

#### ウェルスマネジメント各社は、顧客の視点から企業価値を 考える必要がある

企業価値を活用しようとする各社の従来の試みは、主にコスト 上の相乗効果や一つの事業部門が他の事業部門の顧客基 盤を利用することの容易化という形で、一定の戦略上・利益上 の便益を生み出してきた(ただし、多くの場合、短期的な投資 利益率(ROI)の視点で捉えられた)。各社は現在でもそうした 便益に与ることができる。たとえば、投資銀行を通じて資産を 形成した富裕層グループに関する情報を利用して、それらの 富裕層をウェルスマネジメント事業の顧客として獲得すること が可能である。しかし各社が享受できる便益にもかかわらず、 今日の企業価値の概念は、ますます複雑化する富裕層の要 求と直接に結び付いている。

富裕層顧客の視点に立った場合、企業価値は次のような重要な便益の提供に寄与する可能性がある。

- 富に関する一層グローバルな捉え方。これは、コーポレート・バンキング・サービスや投資銀行サービスが必要になると思われる、広範囲の取引への関心をもつ富裕層にとって特に重要となるであろう。
- ■かつては機関投資家の顧客に限定されていた投資機会を 利用できる可能性
- ■より調和的で一貫したサービス提供
- 一つの窓口を通じた、より広範な経営資源や複雑な業務能力の利用

各社がこうした便益を提供できるとすれば、富裕層顧客は、会社との関係に、より大きな価値を認める公算が大きい。したがって、企業価値の潜在力が富裕層やアドバイザーの関心をすでに集め始めていることは、ほぼ当然と言ってよい。実際、調査対象となったアドバイザーの89%が、「投資銀行やコーポレート・バンキング、資産管理やウェルスマネジメントの各事業にまたがる統合の全体的価値の活用強化」は、富裕層顧客や超富裕層顧客に向けた自社のアプローチ/戦略の重要な一部をなすと述べている。ところが、自社が顧客の便益のために企業価値を活用できているかという点になると、同意は57%にとどまっている。

各社にとって重要なのは、富裕層顧客のために価値を創出する特定の結び付きに焦点を絞ることである。そのためには、各社の多くにとって大幅な変化を要求されるような柔軟性や対応性の確立が必要となる。しかし、機敏に動くことのできる会社にとっては、自身の注力と価値を富裕層顧客にはっきり示し、危機後の提案と危機前との間に明確な一線を画すことは、大きな収益機会にもなり得る。

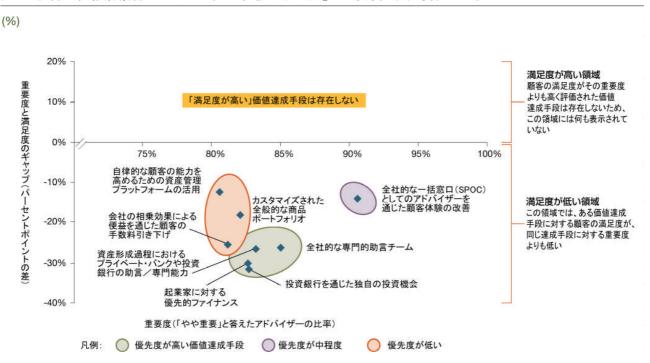


### ウェルスマネジメント各社にとって最優先事項は、重要でありながらサービス提供が不十分な 富裕層の「価値達成手段」

富裕層顧客にとって重要な企業価値の結び付きが数多く存在しているが、富裕層顧客は今のところ、そうした企業の「価値達成手段」のすべてに満足しているわけではないことが、今回の調査で示されている。このことは、各社が企業価値の活用で成功したいと考える場合、なすべき仕事が大量にあることを示唆している。

だが、各社とアドバイザーは第一歩として、顧客の優先度が高いのに満足が得られていない価値達成手段に焦点を合わせることができる。調査では、特に四つの価値達成手段、つまり、全社的な専門的助言チーム、投資銀行を通じた独自の投資機会、起業家に対する優先的ファイナンス、資産形成過程におけるプライベート・バンクや投資銀行の助言/専門能力がこのカテゴリーに入ることが明らかとなった(図19のグリーンの領域)。

#### 図19. 世界の富裕層顧客における企業の「価値達成手段」の重要度と満足度、2010年



注記:調査の質問文は「以下の会社の『価値達成手段』が、富裕層顧客にとってどの程度重要かを評価してください」と「以下の会社の『価値達成手段』 に、富裕層顧客がどの程度満足しているかを評価してください」という内容だった。

出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイザー調査、2011年

最優先の価値達成手段に対応する能力に関してウェルスマネジメント担当上級役員に質問して得られた回答では、それらの領域における収益機会が明らかにされると同時に、課題が浮き彫りにされている。

#### 全社的な専門的助言チーム

役員は、富裕層顧客がウェルスマネジメント会社に一括窓口を持つことが決定的に重要であるが、会社の誰もが専門的助言チームに参加する意思と能力を備えているべきであると述べている。そうすれば、現在のところ見つけ出して利用することが困難な会社全体の専門能力が、より利用しやすくなるであろう。もっとも、役員はそうした行動について、認定などの手段を通じてインセンティブを与えることが必要になる可能性を認めている。また、比較的高度あるいは複雑なソリューションが高く評価される、超富裕層などの特定の顧客セグメントでは、こうしたチームの必要不可欠性がより高くなると指摘している。

#### 資産形成過程におけるプライベート・バンクや投資銀行の 助言/専門能力

役員は、特定の専門家を臨時に利用できるようにすることに大きな価値を認めており、専門家が資産形成過程の初期段階で関与することによって成功を収めた特定の事例を報告している。こうした相互関係は、目下のところ十分には幅広く利用されていないものの、富裕層顧客の高い信頼、信用、満足を維持するためには今後ますます重要になる、と役員は述べている。

#### 起業家に対する優先的ファイナンス

言うまでもなく、優先的ファイナンスは一部の富裕層にのみ関係するが、このようなファシリティ(ほとんどの場合、コーポレート・バンクを通じて提供されるであろう)は差別化要因となるため、こうした富裕層顧客との関係で「固着性」を生み出し強化できる可能性がある。起業家は通常、要求が非常に厳しい顧客であり、他では得られないサービスを高く評価する。役員の話によれば、ウェルスマネジメント各社は、ファイナンス・ファシリティを提供することによって、起業家富裕層との取引を増やすチャンスが高まると思われる。しかし、特に足元の状況において、各社の貸出能力には限度があり、起業家にファイナンスを提供することで負うリスクについて慎重に熟慮する必要があることも役員は認めている。

#### 投資銀行を通じた独自の投資機会

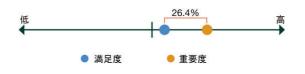
多くのウェルスマネジメント会社は、一部の高価値のセグメント (超富裕層など)に対しては、一般的な富裕層や一般投資家が利用できない商品やサービスの利用をすでに提供している。しかし役員の話では、各社が企業価値を活用して、一定の顧客について、その投資やリスクの選好や目標に基づいて特定の投資機会に向かわせる、より大きなチャンスがある。それにより、会社と顧客の双方にとって価値が生み出される可能性があるものの、この種の相互関係は本質的に極めて個別性が高くなる。

#### 図20.「全社的な専門的助言チーム」における 富裕層顧客の重要度と満足度のギャップ



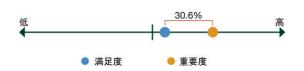
出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイ ザー調査、2011年

#### 図21.「資産形成過程におけるプライベート・バンクや 投資銀行の助言/専門能力」における 富裕層顧客の重要度と満足度のギャップ



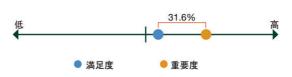
出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイ ザー調査、2011年

#### 図22.「起業家に対する優先的ファイナンス」における 富裕層顧客の重要度と満足度のギャップ



出所: キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイ ザー調査、2011年

#### 図23.「投資銀行を通じた独自の投資機会」における 富裕層顧客の重要度と満足度のギャップ



出所:キャップジェミニ/メリルリンチ・ウェルスマネジメント、アドバイ ザー調査、2011年



#### ウェルスマネジメント各社は、課題を克服する ことにより、大きな利益を得る態勢になる

危機後のパラダイムにおいて、企業価値には、明らかに富裕層顧客と各社のための価値を創出する潜在力がある。企業価値はまた、富裕層の人口統計的特性が変化して顧客のニーズや期待がさらに大きく変容したときに、各社が対応能力を維持するための、より良い態勢作りに役立つ可能性がある(人口統計の囲み記事参照)。

その一方で、企業価値を提供するためには、取締役会や最高経営責任者(CEO)レベルの適切な戦略的関与を確保する必要性から、インセンティブの管理や支援メカニズムの確立に至るまで、広範囲の課題が依然存在している。また、一部の活動は分離が義務付けられることがあるため、規制が新たに決定的な要因となる。たとえそうならない場合でも、今回の危機による連鎖的影響を目にした顧客は、事業部門間に距離を置くことを望むかもしれない。

各社には明らかに、企業価値を効果的に活用するために、 組織全体の各レベルや助言関係における利点と課題を理解 した上で、正味の効果について判断を下す必要がある。主 要な考慮事項としては次のことが挙げられる。

#### 親会社のレベル:

- ■利点としては、資金コストの低下やウェルスマネジメント部門 から他の事業部門に引き渡される取引フローの増大などの 可能性がある。各社は資産・負債の管理に関する厳しい規 制を尊重しなければならないが、それでもなお、そういった 利点を獲得できる余地がある。親会社はまた、ウェルスマネ ジメント部門を販売プラットフォームとして使用することに よって、利益を自社に取り込み、全社的な財務管理の最適 化に役立てることができる。顧客による紹介の可能性も依然 として重要なメリットとなる。副次的な相乗効果として、費用 の共同負担(不動産やサービスなどについて)を挙げること ができる。企業価値を意識的に差別化要因として位置付け るウェルスマネジメント会社は、とりわけ、新たな機会を高く 評価する顧客にとって利用可能な選択肢を、他の事業部門 を通じて多様化することでウォレット・シェア(ある顧客の支 出に占める自社シェア)を拡大できた場合には、持続的な 成功を享受できる可能性がある。
- 課題としては、ウェルスマネジメント部門が密接な連携を推 し進めた先の事業部門において不祥事や損失が報告され

た場合、ウェルスマネジメントのブランドが風評リスクに晒さ れる可能性がある。一部の法令や規制が異なる事業部門の 間での資金の使用を禁止したり、また、ファイヤーウォール などの手段によって(実際のまたは外見的な)利益相反が 適切に管理されない場合には、法的リスクが生じるおそれ がある。さらに各社は、一定の企業価値の達成手段を機能 させるためにバランスシート上でより大きなリスクを引き受け る必要に迫られる可能性があることから、リスク管理が決定 的に重要となる。各地域で同じソリューションや経験を提供 できる者がほとんどいないため(規制や顧客の選好が原因)、 多くのウェルスマネジメント会社は能力ギャップにも直面す るかもしれない。加えて、企業価値は新たな水準の協力と 協調を要するものであり、特に事業部門が社内で形成され ずに買収により取得された場合、各事業部門の文化が相互 に大きく異なることがあることから、多くの会社は文化の問題 にも対処する必要があろう。

#### 事業部門のレベル:

- 利点としては、追加的収益や市場参入の容易化がある。ある世界有数のウェルスマネジメント会社は、2007年にプライベート・バンクに流入した収益100米ドルにつき、他の事業部門で、37米ドルの追加収益が生み出されたと推定している。また、既存のコーポレート・バンキングの取引関係(多くの場合、長期的で信頼の厚い関係)を活用することは、新規株式公開(IPO)などの資金調達活動のために投資銀行を活用するのと同様、プライベート・バンキングの顧客基盤を迅速に構築するための効率的な方法となり得る。
- 課題としては、モチベーションやインセンティブの問題が挙 げられる。たとえば、投資銀行員は数億ドルの取引に慣れ ているため(プライベート・バンキングの案件は多くの場合、 数百万ドルの管理)、富裕層へのサービス提供については 彼らに適切なインセンティブを与える必要があるであろう。ア ドバイザーは、富裕層顧客が事業部門間をたらい回しにさ れることなく、高度に専門的で包括的な一連の相互関係を 通じてサービスを受けられるようにする必要があることから、 リレーションシップ管理も重要な懸念事項となる。まず間違 いなく、専任のリレーションシップ・マネジャーが顧客との相 互関係をすべて監視し、他の事業部門が適切に対応でき なかったときに発生するリスクを緩和する必要がある。こうし た相互関係は、おびただしい数のサブ部門(富裕層顧客の 戦略遂行に積極的だが間接的に関与する、金利や為替、 コモディティのトレーディング・デスクなど)でも生じ得るため、 その監視は相当な規模の業務になる可能性がある。

#### 現場レベル(アドバイザーおよびアドバイザーの管理者):

- **主な利点**としては、顧客関係の改善のほか、どれほど多様でも、またいかなる時でも、ウェルスマネジメント会社は富裕層のニーズや期待に対応する用意ができているという富裕層顧客の高い評価が挙げられる。
- 課題としては、多岐にわたる商品を富裕層に提供する必要性が挙げられる——今や富裕層の多くが、自分の価値観で商品選定過程に全面的に関与したいと考えている(いずれにせよ、オープンソース・プラットフォームの増加に伴い、純粋な独自商品から離れる動きが加速している)。また、アドバイザーは他の事業部門との関係を自身で構築し、連携して富裕層顧客に総合的な提案を行う上で、そうした事業部門の能力を信頼する必要がある。

### すでに革新的な企業価値の戦術策定を進めているウェルスマネジメント会社がある

ウェルスマネジメント業界には、すでに顧客中心の企業価値を 実践している創造的な事例が存在する。包括的な企業価値 の提案策定に向けて戦略的アプローチをとるウェルスマネジメント会社が少数あるものの、多くは初期段階の試みとして戦術 色の強い対応をとっている。とはいえ、各社がより広範囲の導 入を行うことの是非やその方法を決定する上で、こうした戦術 は、企業価値のボトルネックに対する一種の革新的ソリュー ションを提供している。

#### 具体例として次のものがある。

■「銀行内銀行」のアプローチ。あるウェルスマネジメント会社は、富裕層との関係を既存の投資銀行に押し付けるのではなく、富裕層顧客へのサービス提供に特化した投資銀行を設置している。その主な利点としては、起業家富裕層のために2,000万米ドルの資金調達を行う投資銀行員にモチベーションを与えるなどの導入時の課題を回避できることがある。銀行内銀行は、長期的な関係継続やサービスの質の高さを保証しながら、恐らくは顧客が他社に支払うより安い料金で、富裕層顧客にサービス提供するための独自の基準を用いることができる。このアプローチの主な課題としては、銀行内銀行の収益確保が挙げられる。この銀行は、元の投資銀行の縮小版となることは明らかであり、本拠地以外では事業を遂行できない可能性がある(少なくとも現実的な規模では)。

- ■提携。富裕層の依頼に対応することを投資銀行に承諾させるインセンティブが働かないことがある(たとえば、IPOの人気が高い時期には、IPOの最低規模が富裕層顧客のIPOを大幅に超えることがある)。ウェルスマネジメント会社によっては、顧客の依頼を単に断るよりは、他の会社の「提携組織」を顧客に提示することを選択するところがある。このサービスは、富裕層顧客に一定の選択肢を提供するものであり(どれかを具体的に推奨するわけではない)、顧客関係をそのまま維持するのに役立ち、その顧客がIPO後に管理を要する資産を携えて戻ってくるチャンスが高まる。
- ■協力を促すインセンティブ。一部のウェルスマネジメント会社は、一貫した協力を確保するためのメカニズムの提供を追求している。少なくとも1社は、協力の機会を発見して一貫した形で実行に移す任務を明確に担う事業部門に、顧客関係の監督を集中している。この取り組みはトップ(CEOレベル)主導で行われているものの、事業部門や、トレーディング・デスクなどのサブ部門の間で結ばれた収益の分配協定などのインセンティブによって支えられている。インセンティブは、1回限りの委託よりも持続的な相互関係の方が大きくなっており、各部門は積極的に、このコンセプトについて複数の職階を対象に教育を行い、その浸透を図っている(インセンティブによるディレテクター、バイス・プレジデント、一般社員などへの奨励)。
- 人気の高い技術向けのアプリケーションの活用。多くのウェルスマネジメント会社は、技術に強い顧客の関心を集めるために技術提供を開始しているが、こういった技術は、富裕層顧客による企業価値の利用を高める潜在力も秘めている。たとえば、一部の会社は、富裕層が事業部門を超えて統合されたポートフォリオ報告書を見たり、リサーチをダウンロードしたり、資産の再配分を実行したりできるモバイル技術アプリケーションを立ち上げている。

以上のような取り組みは短期的には有用と言えるものの、その多くは戦術的な改良であり、企業価値のアプローチの外観を各社にもたらすものにすぎない。したがって、各社は長期的にこの道をさらに進むために、より総合的な戦略を明確にして実施する必要がある。

### 企業価値の導入における優先事項はコミュニケーション、インセンティブ、そして卓越した支援

企業価値は今や顧客にとって必須の物になっているため、各 社が主として統合による相乗効果を追求する場合よりも、成功 の確率がずっと高くなることはまず間違いない。とはいえ、この アプローチには、戦略、文化、規制、プロセス、およびビジネ スモデルの経済性にまたがる大きな課題が依然として絡んで いる。企業価値は、ある種の変革に相当し、注力と忍耐、そし て次のような三つの異なる優先事項への留意が必要となる。



- 1.コミュニケーション。企業価値の導入によって、参加する事業部門の企業文化が問い直されることもあるため、各社は、企業価値を支持するという強力かつ一貫したメッセージを、スタート時点から明確に発する必要がある。この戦略は、取締役会やCEOレベルから始まって地域や事業部門のCEOへ、さらにはその下へと伝えられる必要がある。また、この戦略は、成功に向けた現実的な長期的戦略やベンチマークの策定や組み入れに関してすべての利害関係者の知見に依拠すると共に、真の変革を実行する枠組みを人々に提供するものでなければならない。
- 2. インセンティブ。各社は、利益に結び付く企業価値モデルを作成し導入する必要がある。主要な考慮事項としては、どの事業部門および、どの富裕層セグメントや富裕層顧客が対象となるのか(富裕層顧客全員を対象とするのは財務上実行が困難であろう)といった問題などがある。事業部門やサブ部門(トレーディング・デスクなど)の間で、どのようなインセンティブの仕組みを作って協定を締結するかが、決定的に重要となる(詳細については下記参照)。
- 3. 支援部門における卓越性。ITなどの支援部門の評価、監視、そしておそらくは改組が必要となるであろう。肝要なのは、コンプライアンスや利益相反のリスクを低減させつつ、ITシステムに関して(地域レベルと能力レベルの双方の点で)、一貫したグローバルな体験を提供する必要があるということである。変革が長期にわたることを勘案すれば、拡張性がもう一つの考慮事項となる。

### インセンティブその他の報酬実務は先を見越して取り組む必要がある

インセンティブはまず間違いなく、企業価値を可能にする要件の中で最も厄介な要素であり、先を見越して扱わないと障害の原因となる可能性がある。有効な戦術として、すでに二つの取り組みが浮上している。

- ■「ハード・ダラー(明示的支払い)」のインセンティブは、ブローカー/ディーラーの助言モデルに広く見られる手数料ベースの報酬モデルとよく整合しており、貢献した個人や事業部門が付加した価値と連動させて支払いを行う。支払比率が適切に設計されていれば、協力者に対する金銭的取り分が強力なツールになり得る。しかし、その比率を定めるのは複雑な作業であり、投資銀行員のような直接的な利害関係者だけでなく、デスク・トレーダーのようなサブ部門の参加者も考慮に入れなければならない。
- 二重(または擬似)会計は、「ハード・ダラー」のアプローチよりも簡単に導入できる(たとえば、事前の交渉が少なくてすむ)。このシステムでは、インセンティブが組織全体に一律に割り振られ、参加した全事業部門が売上げの全額を認識する。またこのシステムは、欧州のウェルスマネジメント会

社の一部のほかブティック型会社で見られる「給与と賞与」 式の報酬制度によく適合する。しかしながら、バックオフィス での処理が複雑になる可能性がある上に、支払スケジュー ルが長期化して利害関係者の熱意に水が差されることがあ る。

注目すべきは、ウェルスマネジメント会社によっては、企業価値文化をより深く組織に浸透させる一つの手段として、認定や内部顕彰のプログラムを通じて非金銭的報奨を提供しているところもあるということである。さらに、そうした会社は、上位の利害関係者だけでなく、長期的に見て影響力の大きい地位に昇進する見込みの高い、低位の従業員にも狙いを定めている。

#### 結論

金融危機の影響で、富裕層顧客の懸念や優先事項が複雑さを増しており、ウェルスマネジメント各社は、富裕層の投資行動が進化し続ける中で、高度な関連性を維持する方法を見つけ出す必要がある。危機以後は、従来よりも高水準の即応性と柔軟性が求められる状況となっており、ウェルスマネジメント各社とアドバイザーは、他の事業部門や企業が有する業務能力を、交渉の場で提示する必要に迫られることが増えている。その結果、とりわけ利益率の低下、固定費や変動費の増大、規制の強化といった逆風が業界に吹く中で、多くの会社では、付加価値的な提案を提供し続けることが難しくなるであろう。

企業価値の活用によって富裕層顧客のニーズを首尾よく満た すことのできるウェルスマネジメント会社は、この極めて競争の 激しい、困難な状況にあって、自身のブランドの差別化を果た すと共に、富裕層顧客が現在、自分のアドバイザーやウェル スマネジメント会社に対して抱いている大きな信頼に応えられ るであろう。

しかし、企業価値に主軸を置くのは変革を意味し、時間と忍耐、 そして長期的な投資利益率(ROI)への注視が要求される。富裕層顧客は、価値提案がビジネス・サイクルや投資サイクルの 全期間を通じて存続する保証を求めると見られることから、継続性が決定的に重要となる。ウェルスマネジメント各社は、企業価値がどのように事業の目標や戦略、熱望と整合するのか、 そして場所やセグメントが変わったときにどんな規模や範囲で 実行可能なのかを念頭に置きながら、立脚すべき位置を慎重 に定める必要があるだろう。

### 付属資料A:調查方法

ワールド・ウェルス・レポート(2011年版)は世界の71カ国を調査対象としており、それら71カ国は世界全体のGDPの98%、株式時価総額の99%を占めている。

メリルリンチ/キャップジェミニの調査チームは、1980年代にメリルリンチに対するコンサルティング業務を通じて開発されたキャップジェミニ・ローレンツ曲線を用い、富の規模とその成長を推定している。キャップジェミニ・ローレンツ曲線はマクロレベルで富裕層の人口と金融資産を算定するために毎年更新されている。

このモデルは二段階で構成される。まず国別に富の総額を推定し、次にその国の成人人口における富の分布状況を推定する。国別の富の総額は、IMF・世界銀行公認の国民統計を用いて毎年の国民貯蓄を算定し、それに基づいて推計される。長期間にわたってこの数値を加算し、その国の蓄積された金融資産を求める。こうして簿価ベースの金融資産が求められる。金融資産の最終的な数字は、株式資産の市場価値が反映されるように、株価指数に基づいて調整される。

成人人口における富の分布状況は国ごとに異なる。それゆえ、富と所得の間の定式化された関係に基づき、成人人口における富の分布状況を推定する。所得分布データは世界銀行、エコノミスト・インテリジェンス・ユニットおよび各国国民統計から入手している。それらに基づいて求めたローレンツ曲線を使い、各国ごとに成人人口における富の分布状況を把握する。富の全体に占める金融資産の割合を求めるために、データが入手できる国々の統計値を用いてそれらの国々の金融資産額を計算し、こうして求めた結果を(データが入手できない)その他の国々に当てはめている。毎年、富の形成に影響する国内経済要因の分析を増やすなど、継続的にマクロ経済モデルを強化している。また、数社に在籍する世界各地の現地スタッフを動員して、各国の金融・財政政策が富裕層の富の形成に与える影響を評価している。

本書記載の金融資産には、上場企業の株式、債券、ファンド、現預金に加え、プライベートエクイティも簿価ベースで含まれている。但し、収集品、消費財、耐久消費財、主な居住用不動産は含まれていない。本書記載の金融資産の額には、理論的にはオフショア投資も含まれているが、オフショア投資が計算に入れられているのは、資産や投資の流出入が正確に推定できる国に限られている。本書では申告されていない貯蓄も計上している。

近年のドル相場の変動を考慮し、為替変動が調査結果に与える影響を評価した。分析の結果、為替変動は調査結果に大きな影響を与えていないこと、すなわち調査手法は揺るぎないものであることが改めて確認された。

#### 本レポートの作成に協力いただいた下記の方々および各社にこの場 を借りて謝意を表したい。

今年のレポートの全体的な指揮をとってくれたことについて、キャップジェミニのウィリアム・サリバン、デビッド・ウィルソン、チラグ・タクラルに対して感謝したい。調査、編集、調査結果の執筆、および詳細な市場分析の提供に関しては、サントシュ・エジャンタカール、ラジェンドラ・タクール、リシ・ヤーダブ、ジャッキー・ワイルズに感謝したい。その洞察と業界知識を提供してくれたことについて、ウィレムーボウデヴィン・チャルマースーホインクーファンーパーペンドレヒトとキャップジェミニ・ウェルスマネジメント・プラクティスのメンバーに対して感謝したい。さらに、世界全体で継続的なサポートを与えてくれたことについてカレン・シュナイダー、アリソン・クーム、ジョティ・ゴーヤル、マルティーヌ・メートル、マット・ヘーベル、ショーン・ライアン、ソーラフ・ムクエルジー、スノージ・バズハピリ、エリン・リーマーに感謝したい。

金融サービス業界で取り上げられている話題の展開を確認するために、指針やアクセス、業界の視点、リサーチを提供してくれたメリルリンチのセレナ・モリス、さらにサラールイーズ・ボイズ、クレア・ニューウェル、サニー・ウォン、およびチア・ペック・ウォンに対して感謝したい。また、業界のトレンドについて専門的なアドバイスを提供してくれたマイケル・ベンツ、ジル・ダール、ソニア・デュラ、アダム・ホロビッツ、デビッド・ジャービス、クラム・カムラニ、ミッシェル・メイヤー、タメル・ラシャード、スティーブ・サミュエルズ、ピーター・シュミット、アンディー・セイグ、ウィルソン・ソー、マイケル・サリバン、および他のメリルリンチの上級役員の方々に感謝したい。

調査結果の確認と分析の深化のために調査とエグゼクティブ・インタ ビューに参加してくれた、キャップジェミニ、メリルリンチおよびその他 諸機関に所属する何百人ものアドバイザーと各国のエキスパートにも 謝意を表したい。

さらに、世界全体のウェルスマネジメント業界に影響を与える出来事に 関する洞察を提供してくれた以下の各社、ならびに今年のアドバイ ザー調査に参加してくれた以下の各社にも特別な感謝を捧げたい。

以下は、調査に参加し、名称の公表に同意してくれた各社である。

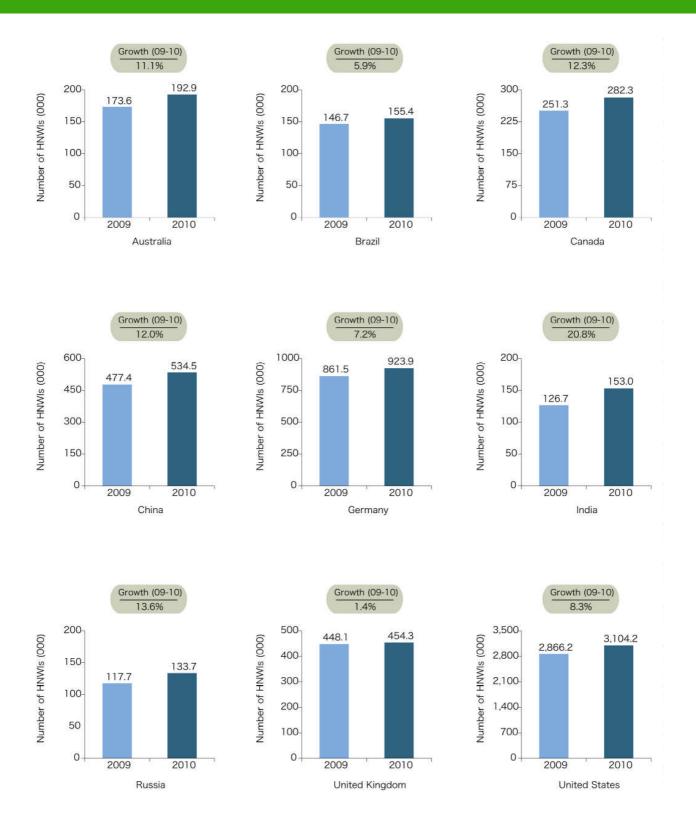
ALウェルス・パートナーズPTE Ltd、バンクハウス・ランペ、BNPパリバ・ウェルスマネジメント・スペイン、ブレンステム・アンド・パートナーズ AB、CIMBインベストメント・バンク、ダンスケ銀行プライベートバンキング(デンマーク)、ダンスケ銀行プライベートバンキング(スウェーデン)、Dnb NORプライベートバンキング、ファースト・リパブリック・バンク、フォークス・プライベートバンク(ノルウェイ)、フォルムエスフォルバルトニングAS、ハンデルス銀行・カピタルフォルバルトニング、ユスケ銀行A/S、カービー・プライベートウェルス、コータク・マヒンドラ・バンク・リミテッド、ミラエ・アセット証券、モルガン・スタンレー・プライベート・ウェルスマネジメント・インディア、ナショナル銀行プライベートウェルス 1859、ノルディア・プライベートバンキング、ロックフェラー・ファイナンシャル、サンポ銀行プライベートバンキング(フィンランド)、テラ。

この文書に含まれる情報は様々なデータ・ソースから入手したものである。そのため、利用したデータの正確性や完全性、およびそれに関係する分析の正確性や完全性は保証できない。この調査レポートは、一般向けの配布を目的とし、一般情報の提供のためにのみ提供されている。したがって、このレポートの内容に依拠しようとする場合、自分自身のリスクでそうされたい。





## 付属資料B: 国別の富裕層人口



#### キャップジェミニ・フィナンシャル・サービシーズについて

コンサルティング、テクノロジー、およびアウトソーシング・サービスを提供する世界最大の企業の一つであるキャップジェミニは、顧客がテクノロジーを通して変貌し高パフォーマンスを上げることを可能にします。キャップジェミニは、独自の手法(コラボラティブ・ビジネス・エクスペリエンス<sup>TM</sup>)を用いて、卓越した成果を達成するための自由度を高める洞察と能力を顧客に提供します。当グループは、多様な出身地の最高の人材について適切なバランスを図ることを目的とするライトショア®と名付けたグローバル・デリバリー・モデルに依拠し、クライアントのために最適のソリューションを創出し提供することを目指して1つのチームとして作業します。

キャップジェミニは世界の40カ国以上に拠点を持ち、2010年の世界全体の収益は87億ユーロで、世界中でおよそ110,000人以上の社員を雇用しています。

キャップジェミニのウェルスマネジメント事業は、ウェルスマネジメント各社が戦略を策定し実施に移すまでの過程を支援します。キャップジェミニは、世界全体のターゲット市場の規模と潜在力に関する独自の洞察に基づいて、クライアントが新たな顧客戦略を実行し、実務モデルを調整するのを支援すると同時に、予測される売上高と収益性に照らしてソリューションとコストが適切なものとなることを確実にします。さらに、ウェルスマネジメント各社が、既存顧客を維持し、新たなリレーションシップを獲得するために必要な経営インフラ(経営モデル、プロセス、テクノロジーなど)を構築し整備するのを支援します。

キャップジェミニがお客様のお役に立てる点に関する詳しい情報については www.capgemini.com/financialservices をご覧ください。

#### Select Capgemini Offices

| Beijing             | +86 10 656 37 388  |
|---------------------|--------------------|
| Berlin              | +49 30 887030      |
| Bratislava          | +421 2 444 556 78  |
| Brussels            | +32 2 708 1111     |
| Bucharest           | +40 21 209 8000    |
| Budapest            | +36 23 506 800     |
| Casablanca          | +212 5 22 46 18 00 |
| Chicago             | +1 847 384 6100    |
| Copenhagen          | +45 70 11 22 00    |
| Dubai               | +971 4 433 56 90   |
| Dublin              | +353 1 639 0100    |
| Frankfurt           | +49 69829 010      |
| Helsinki            | +358 9 452 651     |
| Krakow (BPO Center) | +48 12 631 6300    |
| Lisbon              | +351 21 412 2200   |
| London              | +44 207 7936 3800  |
| Madrid              | +34 91 657 7000    |
| Mexico City         | +52 5585 0324 00   |
|                     |                    |

| Milan       | +39 024 14931     |
|-------------|-------------------|
| Mumbai      | +91 22 675 57000  |
| New York    | +1 212 314 8000   |
| Oslo        | +47 2412 8000     |
| Paris       | +33 1 49 67 30 00 |
| Prague      | +420 222 803 678  |
| São Paulo   | +55 11 3708 9100  |
| Singapore   | +65 6224 6770     |
| Stockholm   | +46 853 68 5000   |
| Sydney      | +61 292 93 4000   |
| Taguig City | +63 2 667 6000    |
| Taipei      | +886 2 8780 0909  |
| Toronto     | +1 416 365 4400   |
| Utrecht     | +31 306 89 0000   |
| Vienna      | +43 1 211630      |
| Warsaw      | +48 22 4647000    |
| Zagreb      | +385 1 6412 300   |
| Zurich      | +41 44 560 2400   |
|             |                   |

Rightshore® is a trademark belonging to Capgemini





#### メリルリンチ・グローバル・ウェルスマネジメントについて

メリルリンチ・グローバル・ウェルスマネジメントは、世界各国の個人および企業を対象に総合的なウェルス・マネジメントと投資サービスを提供する世界有数のプロバイダーである。2011年3月31日現在で、およそ15,700人のファイナンシャル・アドバイザーを擁し、1兆5,000億ドルを超える顧客資産を預かる、業界の中で世界最大の企業の一つである。メリルリンチ・グローバル・ウェルスマネジメントの預かり資産の3分の2以上は、100万ドル以上の純資産を保有する顧客からの預かり資産である。

メリルリンチ・グローバル・ウェルスマネジメントの一部であるプライベート・バンキング&インベストメント・グループは、ブティックのようにきめ細かな配慮と、第一級の国際的金融サービス会社の人材的陣容を備えつつ、超富裕層の顧客一人ひとりに適したテーラーメードのソリューションを提供している。

これらの顧客に対しては、160以上のプライベート・ウェルス・アドバイザー・チームに加え、投資運用管理、集中的株式管理、世代間の資産承継戦略などの分野の専門家がサービスを提供している。メリルリンチ・グローバル・ウェルス・マネジメントは、バンク・オブ・アメリカ・コーポレーションの傘下にある。

#### Select Merrill Lynch Global Wealth Management Offices

| Amsterdam     | +31 20 592 5777   |
|---------------|-------------------|
| Atlanta       | +1 404 231 2400   |
| Bahrain       | +973 17 530 260   |
| Bangkok       | +662 685 3548     |
| Beirut        | +961 1 983 004    |
| Beverly Hills | +1 800 759 6066   |
| Boston        | +1 800 937 0866   |
| Chicago       | +1 800 937 0466   |
| Dubai         | +9714 425 8300    |
| Dublin        | +353 1 243 8877   |
| Geneva        | +41 22 703 1717   |
| Hong Kong     | +852 2844 5678    |
| Houston       | +1 713 658 1200   |
| Istanbul      | +90 212 319 95 00 |
| Jakarta       | +62 21 515 0888   |
| London        | +44 20 7628 1000  |
| Los Angeles   | +1 213 627 7900   |
| Luxembourg    | +352 49 49 111    |
| Madrid        | +34 91 432 9900   |
|               |                   |

| Miami            | +1 305 577 6900  |
|------------------|------------------|
| Milan            | +39 02 655 941   |
| Montevideo       | +598 2518 2602   |
| Mumbai           | +91 22 6632 8000 |
| New York City    | +1 212 236 5500  |
| Panama           | +507 263 9911    |
| Paris            | +33 1 5365 5555  |
| Pasadena         | +1 626 817 6888  |
| San Francisco    | +1 415 693 5500  |
| Santiago         | +562 370 7000    |
| São Paulo        | +5511 2188 4100  |
| Seoul            | +82 2 3707 0400  |
| Shanghai         | +86 21 6132 4888 |
| Singapore        | +65 6331 3888    |
| Taipei           | +886 2 2376 3600 |
| Tel Aviv         | +972 3 607 2000  |
| Tokyo            | +81 3 6225 8300  |
| Washington, D.C. | +1 202 659 7222  |
| Zurich           | +41 44 297 7800  |
|                  |                  |

©2011 Capgemini and Merrill Lynch Wealth Management. All Rights Reserved. Capgemini and Merrill Lynch Wealth Management, their services mentioned herein as well as their respective logos are trademarks or registered trademarks of their respective companies. All other company, product and service names mentioned are the trademarks of their respective owners and are used herein with no intention of trademark infringement. No part of this document may be reproduced or copied in any form or by any means without written permission from Capgemini and Merrill Lynch Wealth Management.

#### Disclaimer:

The material herein is for informational purposes only and is not directed at, nor intended for distribution to or use by, any person or entity in any country where such distribution or use would be contrary to law or regulation or which would subject Bank of America Corporation or its subsidiaries, including Merrill Lynch, or Capgemini to any licensing or registration requirement within such country. This is not intended to be either a specific offer by any Bank of America or Merrill Lynch entity to sell or provide, or a specific invitation to apply for, any particular financial account, product or service. Bank of America and Merrill Lynch do not offer accounts, products or services in jurisdictions where they are not permitted to do so, and, therefore, the Merrill Lynch Wealth Management business is not available in all countries or markets.

Bank of America Corporation is not an Authorised Deposit-taking Institution within the meaning of the Banking Act 1959 of Australia nor is it regulated by the Australian Prudential Regulation Authority.

The information contained herein is general in nature and is not intended, and should not be construed, as professional advice or opinion provided to the user, nor a recommendation of any particular approach. This document does not purport to be a complete statement of the approaches or steps that may be appropriate for the user, does not take into account the user's specific investment objectives or risk tolerance and is not intended to be an invitation to effect a securities transaction or to otherwise participate in any investment service. Rather, this document is meant solely to provide potentially helpful information to the user and is provided on an "as-is" basis.

Capgemini and Merrill Lynch disclaim any and all warranties of any kind concerning any information contained in this document.





For more information, please contact: wealth@capgemini.com

For Capgemini press inquiries, please contact: Karen Schneider at +1-516-607-9652

For Merrill Lynch Wealth Management press inquiries, please contact: Selena Morris at +1-212-236-2272

@2011 Capgemini and Merrill Lynch Wealth Management. All Rights Reserved.

WWR-0611