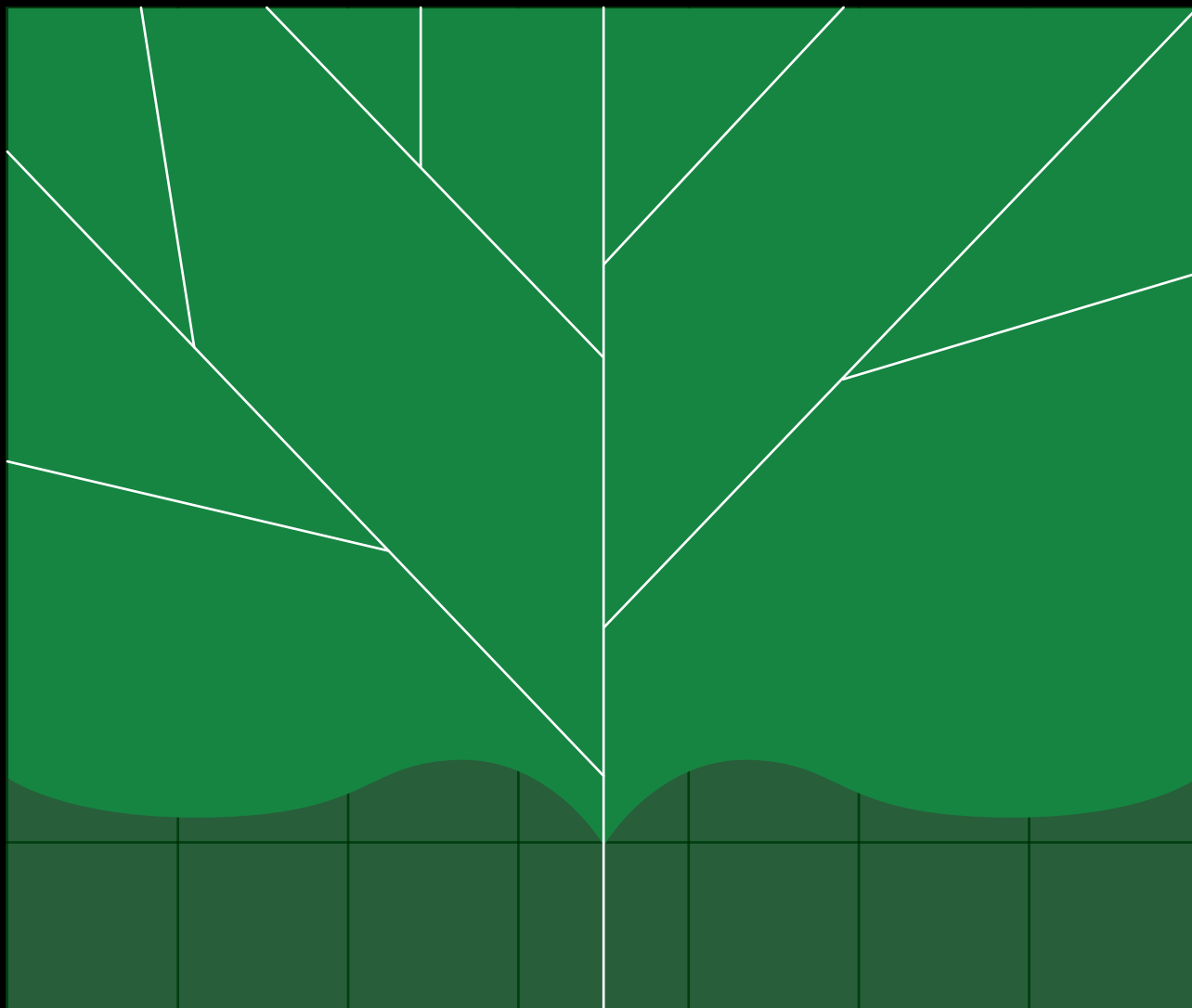


# 日本の メガバンクの展望



ディラン・ウォルシュ

ジャスパー・イップ

小熊 アンジェリーナ

ジュリアン・アドラー

ヴァルン・ヴィシュヌバトラ

## 本稿をご覧いただいている皆様へ

日本の銀行業界は、世界最大級の規模ですが、株式投資家は日本のメガバンクを同業界のグローバルリーダーのように高く価値付けてはいません。グローバル同業他社とのバリュエーションの差は現在、70%に達しています。投資家の抱く懸念に対処するために、メガバンクが行動を起こさなければ、このバリュエーションの差は拡大を続ける一方でしょう。

旧聞に属することですが、国内のメガバンクモデルの組織面および業務面の複雑さが投資家にとって大きな懸念点となっています。こうした課題に対処するには時間がかかり 完全には解決されない恐れがあります。当社の調査で新たにわかったのは、メガバンクがバリュエーションの差を解消できる好機が存在すると投資家は見ていることです。邦銀には、現在、他の市場で一般的な収益を生み出すウェルス・マネジメントの営業基盤を構築し、約150%の株価純資産倍率 (PBR) 改善を見込める絶好の機会が訪れています。また 投資家は、アジア全域のバンキングプラットフォームに大きな未開拓の価値を見出しており、現地の成長機会を捉え、地域事業から相乗効果を得て、PBRを約115%改善する余地があります。それぞれの機会は、東京証券取引所が要請している、PBR 1倍超えの重要な目標値を実現するための道筋を示しています。

邦銀は重要な局面を迎えています。世界中の関心が日本に向かっており、邦銀は自明な機会を捉えるために迅速に行動する必要があります。

# 目次

<b>エグゼクティブサマリー</b>	<b>4</b>
<b>機会の到来</b>	<b>6</b>
<b>試練のとき</b>	<b>8</b>
<b>好機をとらえる</b>	<b>14</b>
戦略1: 組織と業務上の非効率性に対処する	14
戦略2: 顧客志向のウェルスマネジメント事業を展開する	15
戦略3: アジア全域の銀行大手としての地位を確立する	20

# エグゼクティブサマリー

日本のメガバンクは稀にみる好機を享受しています。経済の追い風により収益が向上し、資本バッファが補充されたことで、これらの金融機関により多くの方策を展開する余地が生まれ、本質的な戦略上の動きを追求する機会がもたらされています。

しかし、「メガバンクの奇跡」に対する投資家の懐疑的な見方は、いまなお消えていません。過去18ヵ月間に渡り株価は大幅に上昇したとはいえ、いまだ北米の同業他社に対して大幅なディスカウント水準で取引されており、東京証券取引所（東証）が全上場会社を対象に設定したPBR 1倍超の維持という目標を達成できていません。<sup>1,2</sup>

世界の投資家は、より多くの構造変化の証拠をみなくては株価を再評価しないでしょう。日本のメガバンクは、自己資本を最適化してきた欧米の同業他社の経験から学ぶことができます。それらの銀行は、高いバリュエーションを得る活動に基づくビジネスモデルや、投資家向けの明確なナラティブ（物語）を構築してきました。メガバンクがたどる道筋はそれぞれ異なると思われませんが、戦略面のプレイブックは同じはずで、日本のメガバンクは以下の3分野で行動を起こすことが期待されています。

**オペレーティングモデルの複雑さと非効率性の低減：**日本のメガバンクの断片化したガバナンスと散漫な法人組織構造により、世界の投資家は分析に苦戦しています。長年にわたり、メガバンクはガバナンスと構造の簡素化の可能性を探ってきました。ある程度までは、これらの構造は日本の法律、規制および事業環境の特徴と言えます。ところが、足元の経済の追い風によって、メガバンクがこの複雑性を除去し、長期的により高いリターンを実現できることを投資家に確信させる機会が与えられています。投資家は、成果（収益性やリターンなど）を今後も重視するとはいえ、複雑さの軽減、リスク統制、効率改善を実現するために、オペレーティングモデルをどのように進化させていくかをはっきりと説明できれば、道筋を示せるでしょう。

**投資家に評価される事業活動について信頼できる戦略を構築する：**投資家は、持続的な経済の追い風に支えられた収益性の高い安定した事業（ウェルスマネジメント、トランザクションバンキングなど）を評価する傾向があります。日本国内におけるウェルスマネジメントと資産運用を巡る機会はこの状況に合致しますが、その可能性を最大限に引き出すためにビジネスモデルを進化させる必要があります。米国のウェルスマネジメント業界で生じた最近の変革は、日本のメガバンク向けの戦略上のプレイブックとなり、約150%<sup>3</sup>のPBR改善が可能であると当社は考えています。

1 Yuasa, K. (2023年1月26日). Tokyo Stock Exchange plans ultimatum: Shape up by 2026 or delist. [Nikkei Asia](#).

2 邦銀については、直近に公表された財務指標を使用（2023年3月期）。

3 2023年3月期（2022年4月～2023年3月）のメガバンク平均を使用して算出し、オリバー・ワイマンの分析に基づいて推定した最大の改善率。

**グローバルな舞台での国内の規模の活用：**日本のメガバンクは、国内の営業基盤の強み（粘着性のある顧客預金、柔軟性の高い資本基盤など）などを原動力に、日本国外でシェアを獲得して魅力的なリターンを創出できる有利な状況にあります。しかし、成功する経済モデルを構築するには、国際的なオペレーティングモデルとインフラを深く統合し、焦点を絞った戦略が求められます。戦略の執行が成功すれば、PBRを約115%<sup>4</sup>改善できる余地があると考えています。国内の複雑な銀行モデルを再現してしまうと、外でのメガバンクのつかの間の優位性を損なうことになるでしょう。

**この局面を十分に活用できなければ、メガバンクはバリュートラップから抜け出せない可能性があります。**足元の軌道において、アナリストの現在のコンセンサス予想は、日本のメガバンクが北米の同業他社に比べて大幅なディスカウントでの推移が続き、東証が設定した PBR 1倍の目標を引き続き下回ると見ています。

**より大きなリスクは、国内外での国際的な競合他社との競争です。**日本の国内市場（そして近年日本のメガバンクが市場シェアを拡大してきた海外市場の多く）は、国際展開する競合他社には一段と魅力的に映っています。バリュートラップを解消する絶好の機会は間もなく終わる可能性があるため、日本のメガバンクにとって時間がもっとも重要です。

---

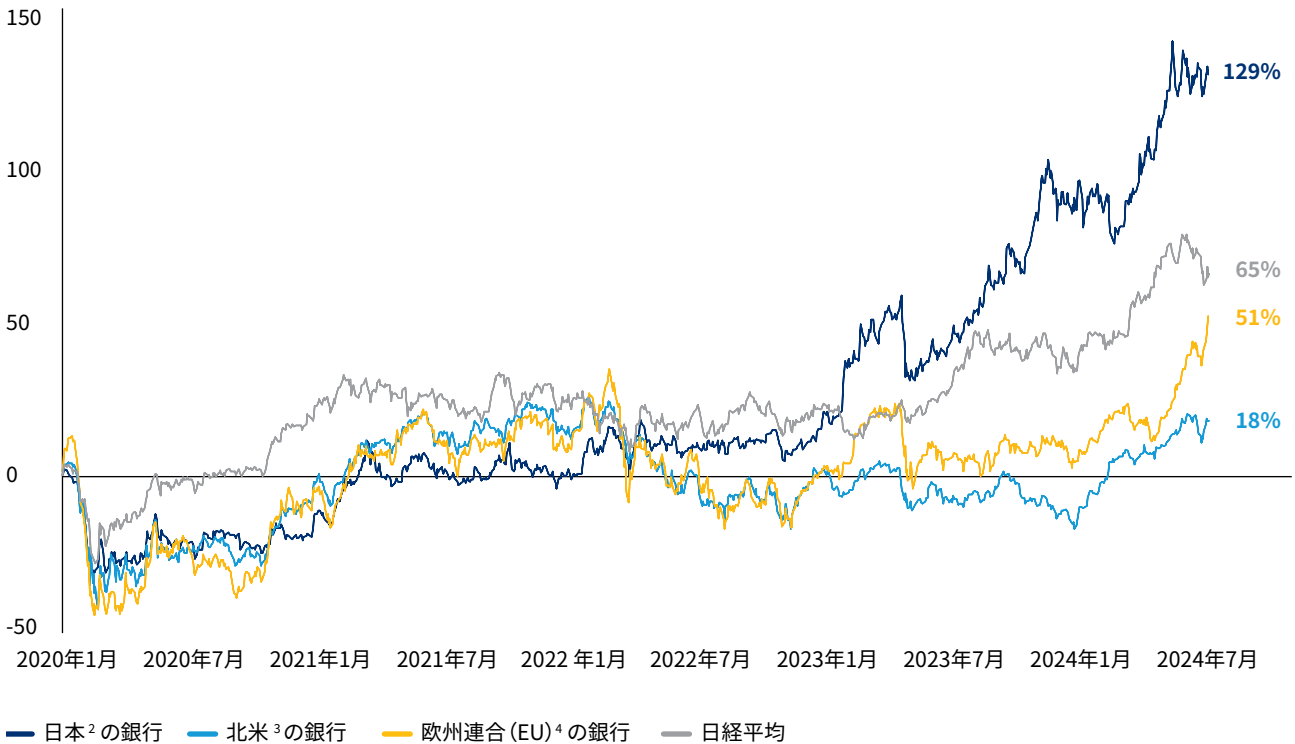
<sup>4</sup> 2023年3月期（2022年4月～2023年3月）のメガバンク平均を使用して算出し、オリバー・ワイマンの分析に基づいて推定した最大の改善率。

# 機会の到来

これまで何十年も話題に上ることのなかった邦銀が、今では世界の投資家の注目を集めています。三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)、三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、みずほフィナンシャルグループ (MHFG) の3大メガバンクは、2023年に好業績を記録しました。また、市場では投資家心理が回復しています。米連邦準備制度理事会 (FRB) やその他の各国中央銀行による近年の政策金利引き上げにより株価が上昇し、日経平均だけでなく、北米や欧州の同業他社をアウトパフォームしていることが背景にあります。株主総利回り (TSR) も同様のトレンドをたどっています。同期間において、邦銀は、欧州 (68%) および北米 (30%) の銀行と比較してTSRが151%上昇しました。

図表1: 新型コロナ禍後の投資家センチメント (心理) と銀行株価<sup>1</sup>

2020年2月以降の変動率 (%)

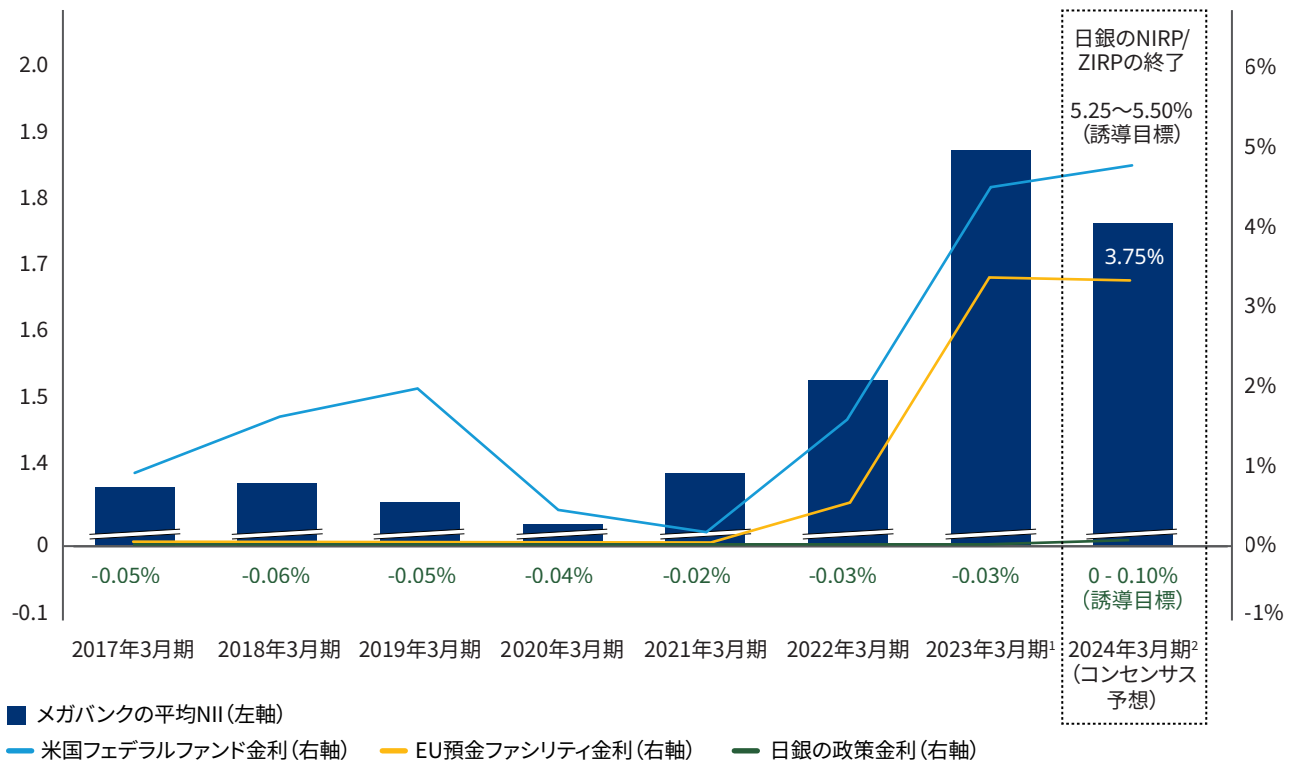


1. 現地通貨建て株価を使用し、一部銀行の2020年2月以降の平均変動率から算出しています。  
 2. 三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)、みずほフィナンシャルグループ (MHFG)。  
 3. JPモルガン・チェース (JPM)、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、シティグループ (C)、カナダロイヤル銀行 (RBC)。  
 4. サンタンデール (SAN)、BNPパリバ (BNP)、ドイツ銀行 (DB)、パークレイズ (BARC)。  
 出典: LSEGデータストリーム

日本の銀行に対する楽観的な見方は主として、マクロ経済環境が変化したことが背景にあります。最近のパフォーマンスを大きく左右している要因は海外の金利上昇であり、2019年3月期以降でメガバンクの純金利収入 (NII) の平均は約30%の伸びを示しています。メガバンクは軒並み、国内事業では資金調達コストの面で優位に立っており、海外市場では積極的に事業展開を進め、高い利ざやを獲得し収益を増やしています。一方、国内市場のマクロ経済環境は、自国経済の回復を支える形に変化しています。日本銀行は3月に、長年維持してきたマイナス / ゼロ金利政策 (NIRP/ZIRP) の解除を発表しました。強気相場を受けて、日本の資本市場取引が活性化しています。これらはすべて、邦銀に戦略的優先事項を追求するための高い柔軟性をもたらしてきました。

図表2: 日本のメガバンクのNIIと主要国の政策金利の比較

単位:兆円



1. 日本の事業年度は、4月から3月までの期間です (例えば2022年4月から2023年3月までが2023年3月期となります)。  
 2. 2024年の政策金利は、米国と日本の最新の誘導目標レンジの中間値、直近のECBの政策金利 (2024年6月12日時点の3.75%) を示しています。  
 出典: ビジブル・アルファ、LSEGデータストリーム、および中央銀行のウェブサイト

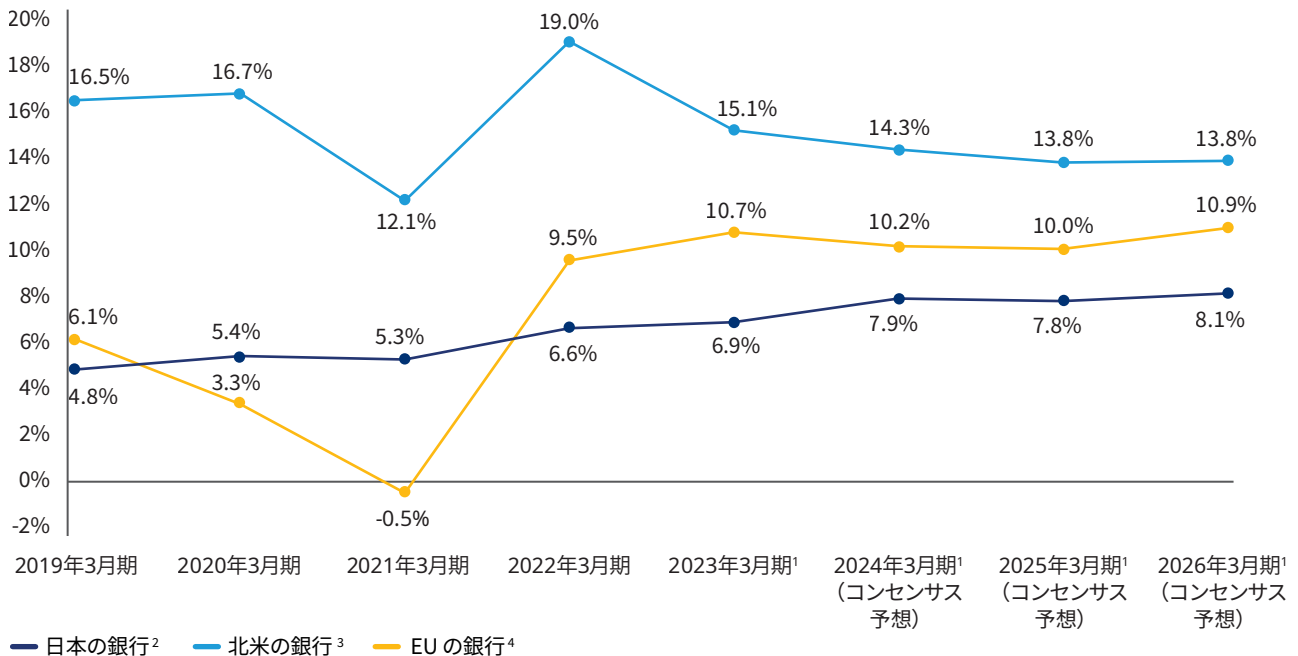
# 試練のとき

では、邦銀は本当に危機を脱したのでしょうか、それとも一瞬スポットライトが当たっただけなのでしょう。投資家は、日本のメガバンクが最近の勢いを持続させ、以前からの課題と新たな課題の双方に対処できるかどうかを注視すると見られます。過去10年引きずっているリターンへの懐疑的な見方がバリュエーションに影響を与えている一方、金利環境を受けて新たな課題が生じています。

## リターンを巡る懸念

最近の株価上昇をもってしても、投資家は、メガバンクが将来の景気サイクルにわたり、どのように持続的にリターンを改善する予定なのかと尋ね続けています。有形普通株主資本利益率 (ROTCE) ベースでは、日本のメガバンクは北米と欧州の同業他社に劣後し、規模を活かして株主にとって魅力的な利益還元を創出することに苦戦しています。これらの差は、今後3年間で縮小する見込みですが、見通しを変更するには実質的には十分ではありません。

図表3: 有形普通株主資本利益率 (ROTCE)



1. 2023年3月期は2022年4月～2023年3月、RBCについては2021年11月～2022年10月、他は2022年1月～2022年12月までの期間を示しています。

2. 三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)、みずほフィナンシャルグループ (MHFG)。

3. JPモルガン・チェース (JPM)、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、シティグループ (C)、カナダロイヤル銀行 (RBC)。

4. サンタンデール (SAN)、BNPパリバ (BNP)、ドイツ銀行 (DB)、バークレイズ (BARC)。

出典: ビジブル・アルファ

**低リターンはメガバンクのバリュエーションに影響を与えており、米国の同業他社を依然として下回っています。**今後数年間は上昇基調をたどると予想されていますが、メガバンクは引き続きROTCEが10%を大きく下回り、少なくとも、欧州の同業他社を250bps、北米の同業他社を500bps下回る見通しです。<sup>5</sup>投資家は、2026年3月期には株価有形資産倍率 (P/TBV) が0.7~1.1倍の範囲へと改善すると見込んでいますが、1倍のP/TBVの閾値を超えるのは3大メガバンクのうち1行 (MUFG) のみだろうと予想しています。図表4をご参照ください。

**株主還元を増やす際に関心を引きやすい手段は配当と自社株買いですが、メガバンクの配当性向は既に同業他社水準に達しています。**配当性向を更に引き上げれば短期的には株価を押し上げられるかもしれませんが、収益性の持続力に対する投資家の懸念には対応できません。図表5をご参照ください。

**投資家に加えて、東証は最近、PBR<sup>6</sup>1倍割れの上場企業に対して、バリュエーションの改善に向けた計画を明確に示すように要請し、不十分であれば降格、または上場廃止となる恐れがあることを発表しました。**現実にはメガバンクの上場廃止の可能性は低いものの、今回の要請は、銀行がまだ危機を脱していないことをはっきりと思わせさせるものです。この取り組みを強化するために、東証は、資本の効率化計画を進めている企業を適切に開示するために月次での公表を開始しています。したがって、まだ取り組みを実施していない企業に対して間接的に世間の注目が向きます。<sup>7</sup>

**PBR 向上の要請は、上場会社の基準を高めるために東証が講じた一連の措置における最新のアクションです。**2021年には、東証は企業に独立性、多様性、サステナビリティに関する取り組みの向上を求めるためのコーポレートガバナンス・コード (CGC) を改訂し、準拠しない場合には理由の説明を求めることを発表しました。

---

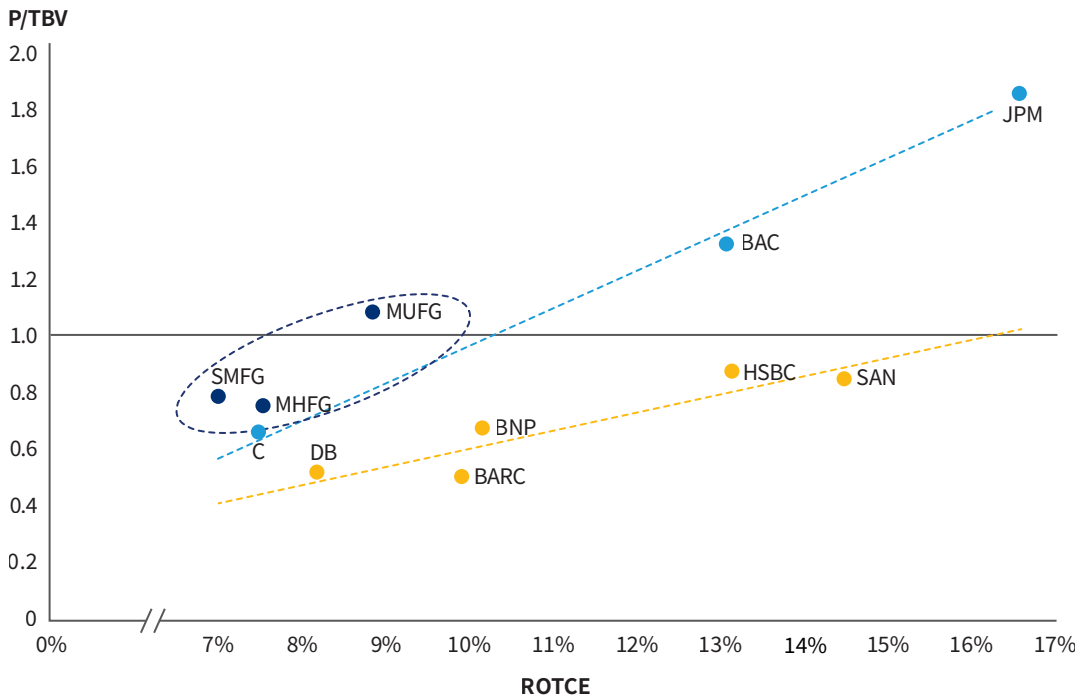
5 日本のメガバンクに対して3要素に分解して分析するデュボン分析を行ったところ、低ROEは主としてコストのかかる資産ベースが要因であることが明らかになっています。また、メガバンクは、米国および欧州の同業他社に比べてレバレッジ比率が高く、資産資本比率は約25倍です。

6 東証はPBR 1倍超を求めています。本書では全般的に、特にROTCEに関連してP/TBVを検討していきます。

7 Bridge, A. (2024年1月15日) [Explainer: is the Tokyo Exchange's new list of firms disclosing capital efficiency plans? ロイター](#).

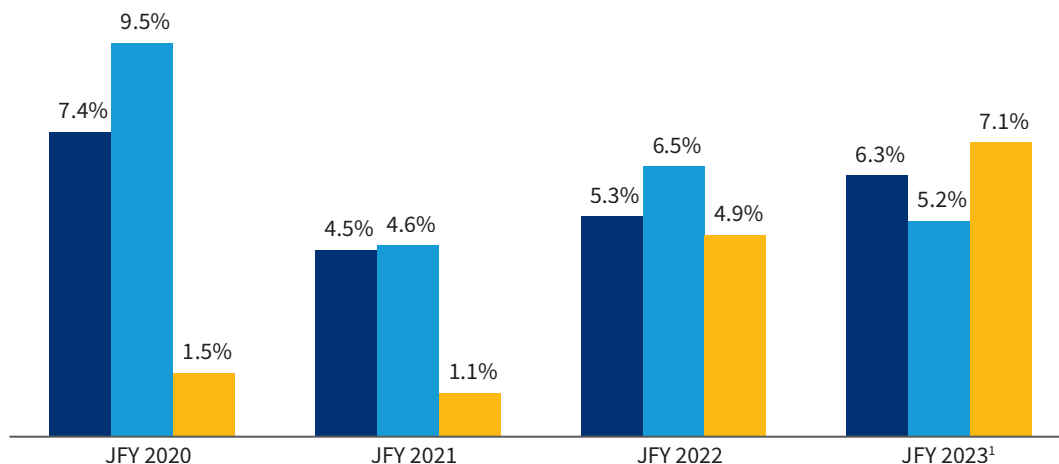
図表4: ROTCE および P/TBV

	2023年3月期 <sup>1</sup> および 2023事業年度 <sup>2</sup>		2026年3月期 <sup>3</sup> および 2025事業年度 <sup>4</sup>		2023- 2025年 トレンド
	ROTCE	P/TBV	ROTCE	P/TBV	
三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)	7.08	0.64	9.12	1.08	↗
三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)	7.01	0.61	7.35	0.80	↗
みずほフィナンシャルグループ (MHFG)	6.52	0.55	7.85	0.75	↗
JPモルガン・チェース (JPM)	20.76	1.98	16.66	1.86	↘
バンク・オブ・アメリカ (BAC)	13.46	1.38	13.23	1.33	↘
シティグループ (C)	4.90	0.60	7.83	0.65	↗
サンタンデール (SAN)	15.17	0.79	14.60	0.85	↘
BNPパリバ (BNP)	8.99	0.71	10.44	0.67	↘
ドイツ銀行 (DB)	7.44	0.44	8.51	0.51	↗
パークレイズ (BARC)	9.00	0.47	10.18	0.50	↗
香港上海銀行 (HSBC)	15.66	0.99	13.30	0.87	↘



● 日本の銀行<sup>5</sup> (2026年3月期<sup>3</sup>)    ● 北米の銀行<sup>6</sup> (2025事業年度<sup>4</sup>)    ● EUの銀行<sup>7</sup> (2025事業年度<sup>4</sup>)

1. 2023年3月期は、2022年4月～2023年3月までの期間を対象とします。  
 2. 2023事業年度は、2023年1月～2023年12月までの期間を対象とします。  
 3. 2026年3月期（コンセンサス予想）は、2025年4月～2026年3月までの期間を対象とします。  
 4. 2025事業年度（コンセンサス予想）は、2025年1月～2025年12月までの期間を対象とします。  
 5. 三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)、みずほフィナンシャルグループ (MHFG)。  
 6. JPモルガン・チェース (JPM)、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、シティグループ (C)。  
 7. サンタンデール (SAN)、BNPパリバ (BNP)、ドイツ銀行 (DB)、パークレイズ (BARC)、香港上海銀行 (HSBC)。  
 出典：ビジブル・アルファ

図表5: 株主への再分配<sup>2</sup>

■ 日本の銀行<sup>3</sup> ■ 北米の銀行<sup>4</sup> ■ EUの銀行<sup>5</sup>

1. 2023年3月期は2022年4月～2023年3月、RBCについては2021年11月～2022年10月、他は2022年1月～2022年12月までの期間を示しています。

2. 配当金や自社株買い（1株当たり配当金、発行済株式総数の変動、現地通貨建ての期末株価を用いて計算）を含みます。

3. 三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)、みずほフィナンシャルグループ (MHFG)。

4. JPモルガン・チェース (JPM)、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、シティグループ (C)、カナダロイヤル銀行 (RBC)。

5. サンタンデール (SAN)、BNPパリバ (BNP)、ドイツ銀行 (DB)、パークレイズ (BARC)。

出典：LSEGデータストリーム、ビジブル・アルファおよび、オリバー・ワイマンの分析

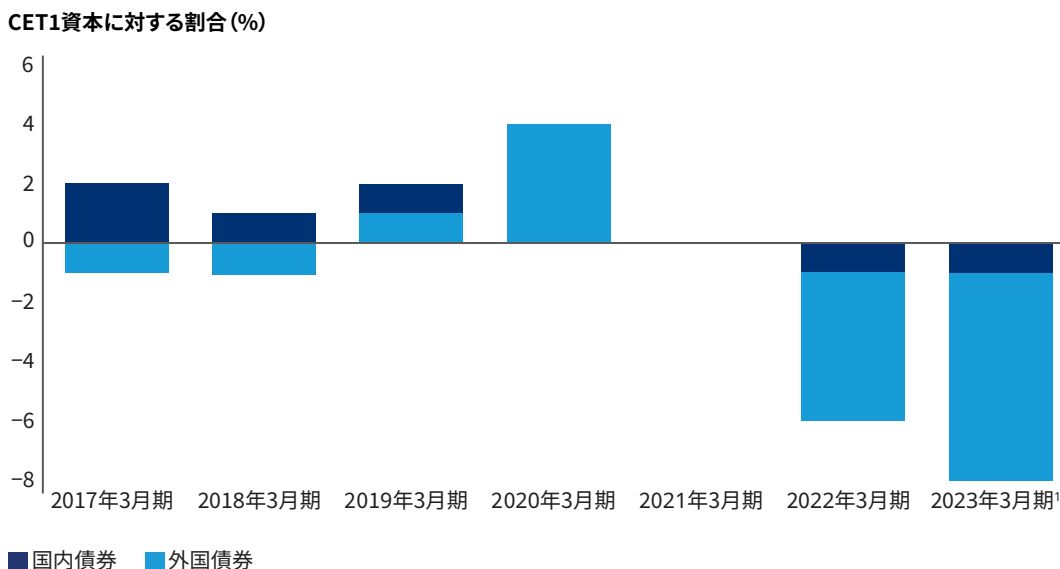
## 金利管理をめぐる懸念

邦銀の経営幹部にとって、国内外のダイナミックな金利環境を管理しなければならないのはこの世代では初めてのことで、金利の変化は大きな利益をもたらす（海外のNIIの拡大など）一方で、バランスシートや貸出金残高が金利動向の影響を受けやすいことを踏まえると、関連リスクを厳密に管理する必要があります。国際的な銀行は、金利が相対的に低水準で安定していた数十年間を経て、既に金利のリスク管理の「学び直し」を迫られており、日本のメガバンクも、NIIを安定させ、資本基盤を保護するためのベストプラクティスを採用する際に同様の措置を講じる必要があります。

利上げが日本のメガバンクのバランスシートに与える影響の一つは、未実現損失の蓄積です。2023年3月期（暦年で2022年4月～2023年3月）時点で、外国債券の未実現損失は、普通株式等Tier 1 (CET1) 資本の約7.4%に達しています。2022年から2023年の間に、国内債券の未実現損失については、CET1 資本に対する割合が0.25%上昇して0.8%に達しました。これらの損失は、海外の金利が高止まりし、国内の金利が上昇する場合には、引き続き蓄積されると思われます。

未実現損失は重大な影響をもたらしかねず、既に農林中央金庫にその影響が現れ、その他の包括利益 (AOI)<sup>8</sup> の未実現損失が110億米ドル (1.79兆円) を上回ったことから、CET1資本の29%減を相殺するために77米億ドル (1.2兆円) の増資の実施を決定しました。<sup>9</sup>

図表6: 日本のメガバンクの未実現損益<sup>2,3</sup>



1. 日本の事業年度は、4月から3月までの期間です (例えば、2022年4月から2023年3月までが2023年3月期となります)。

2. 国内債券と外国債券の未実現損益を使用して算出、未実現損益の総額を示したものではありません。

3. メガバンクの総額を使用して算出。

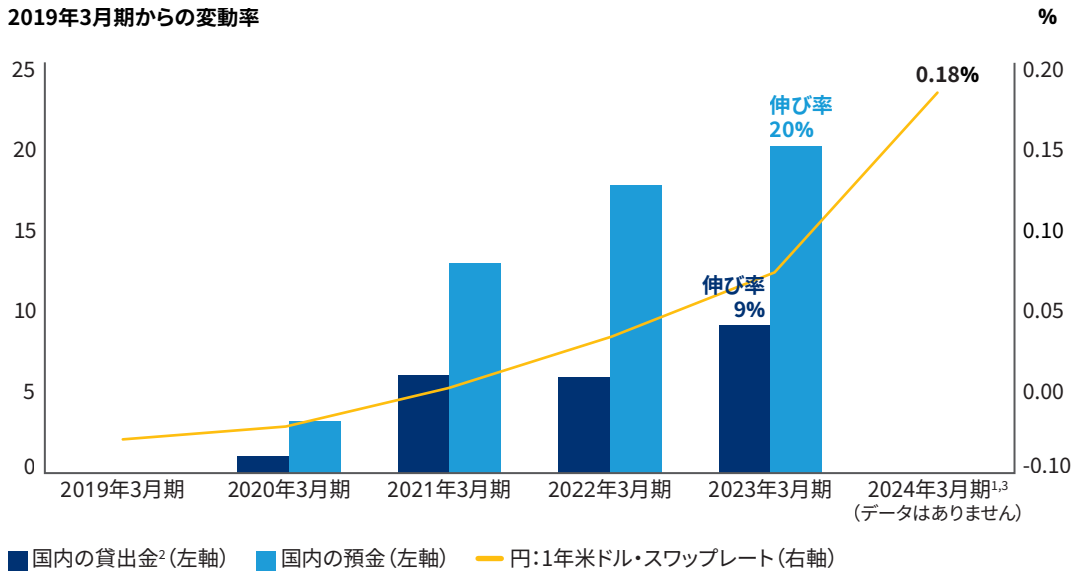
出典: MHFG、SMFG、MUFGの決算データブック、SMFGについては決算補足資料 (JGAAP)

また、円/米ドルのスワップレートの上昇も、日本のメガバンクの実現可能なNIIに影響を与え始めています。2019年3月期以降、円建て預金は20%増加する一方、国内の貸出金の伸びは9%にとどまっています。このように低い利率で調達できる預金の余剰があることは、資金調達の面では強みとなりますが、国内の貸出金の伸びが低いのは、国外での貸出機会に集中しているためです。海外の金利が上昇しても国内の金利が抑制されているというシナリオでは、スワップレートの上昇が進み、これらの事業の資金調達が困難になり、海外での競争力が維持しにくくなります。

8 AOIは、主に銀行の有価証券評価差額金で構成されています。

9 Walker, J. (2024年5月30日)。Norinchukin's paper losses double to record high. [Risk.net](https://www.risk.net).

図表7: 国内の貸出金と預金 (3メガバンクの平均)



1. 日本の事業年度は、4月から3月までの期間です (例えば、2023年4月から2024年3月までが2024年3月期となります)。日本については、2024年3月期のデータはありません。

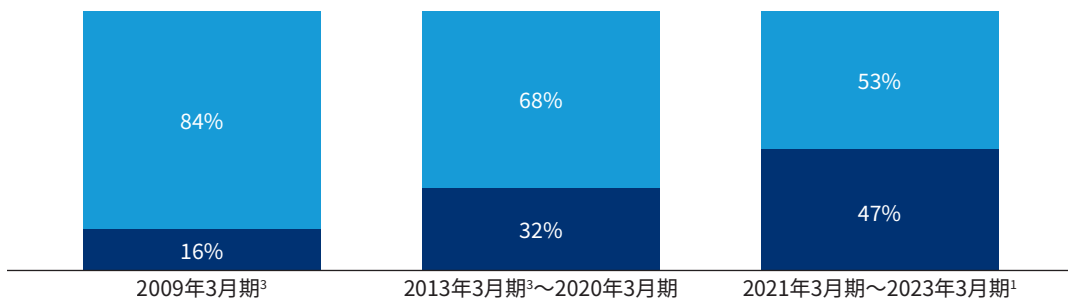
2. MUFGの国内の貸出金には、商業 住宅カードおよびその他の項目のローンが含まれています。

3. 期末のスワップレートが表示されています。

出典: MHFG、SMFG、MUFG のフォーム20-F報告書

邦銀は海外の金利低下の影響も受けやすいです。2009年以降、邦銀が海外事業から稼得したNIIの割合は30パーセントポイント以上上昇しています。米国 / 欧州の金利低下ペースが国内の金利上昇を上回るシナリオ下では、銀行の収益が圧迫される恐れがあります。

図表8: 純金利収入 (NII) の割合<sup>2</sup>



■ 海外 ■ 国内

1. 日本の事業年度は、4月から3月までの期間です (例えば、2022年4月から2023年3月までが2023年3月期となります)。

2. 日本の3大メガバンクすべてについて、NIIの平均を用いて算出した割合。データは単体決算から取得しているため、MHFG、SMFG、MUFGの連結決算に記載されているNIIの数値と等しくない場合があります。

3. MHFGのデータは、2013年以前は公開されていないため、2013年以前のデータは、SMFGとMUFGのNIIの総額の割合となります。

出典: MHFG、SMFG、MUFGのデータブック

# 好機をとらえる

投資家の見方は多くの要因に左右されますが、現在および以前の株式アナリストの見解は、メガバンクが次のいくつか広範な対応策を講じることで、魅力的なエクイティ・ストーリーをより明確に伝えることができると示唆しています。(1) 組織および業務上の非効率性への対処、(2) ウェルスマネジメントの営業基盤などの安定した、価値の高い事業の成長実現、(3) 差異化された海外戦略とオペレーティングモデルの実行。上記の戦略を併せて実行することで、銀行は対外環境に対応しながら、持続的な成長を目指す方法についても答えを見出すことが可能でしょう。

## 戦略 1

### 組織と業務上の非効率性に対処する

組織および業務上の不備に対処するための抜本的な改善を行うことは、メガバンクがグローバルな同業他社とのリターン格差を縮小できることを投資家に納得させるための鍵となります。3メガバンク全体に跨り、投資家の関心を喚起させるのに役立つ、広く適用可能な強化点が存在します。

#### リソースを積極的に管理する

新たなグローバルおよび国内の資本規制の下で財務リソースが割高になってきていることから、国際的な銀行は、事業、地域、顧客全体へのリソースの展開状況を測定して管理するための枠組みを構築してきました。これは、組織構造のサイロ化やこれらの銀行全体の財務データが複雑化している邦銀にとって継続的な課題となっています。より一貫性のある資本（および資本利益率）の尺度を採用すれば、リターンの高い事業活動へのリソースの効率的な展開が可能になり、メガバンクがリターン向上を追求する戦略について投資家とより透明性の高いコミュニケーションを実現できるでしょう。

#### ガバナンス

信託、証券および銀行業務（そして法人組織全体）との間が分断されているため、一般的に邦銀が海外市場において、またはある程度国内市場において、グローバルな同業他社と同じように効率的な業務運営を行う能力には概して限界があります。ガバナンス構造を統合して近代化する措置をとることで、価値を解き放ち、有効活用できていないリソースを一定範囲に抑え、協調的な意思決定ができていることを投資家に示すことができるでしょう。

#### サポートモデル

テクノロジーとプラットフォームの強化は、将来の成長目標をサポートするために不可欠です。これらのプログラムは結果が出るまでに数年を要しますが、メガバンクは経営幹部の任期が短いことが影響し、手っ取り早い解決策に重点を置く傾向があります。テクノロジーは、邦銀がリスクと潜在的な機会を継続的に監視するためには特に重要となってきます。

### カバレッジおよび雇用モデル

人材は、商品のクロスセルを推進すると同時に、ブランドの認知および統一性を構築するためにも重要な要素です。同業他社のプラクティスが示すように、「ワンチーム」として業務運営することで、顧客が商品全体をよりよく把握でき、コスト効率を通じた収益連携を促進させることが可能です。

これらの領域は、投資家による邦銀の認識を向上させるための土台となり、その改善はより実質的な戦略的イニシアチブを実行するための構成要素となります。バリュートラップを解消するには、オペレーティング慣行を決定的な変化が必要であり、その行動を起こす機会がようやく現れています。その機会を活用できなければ、過去20年間を連想させるような、メガバンクに対する冴えない評価が継続される恐れがあります。

## 戦略 2

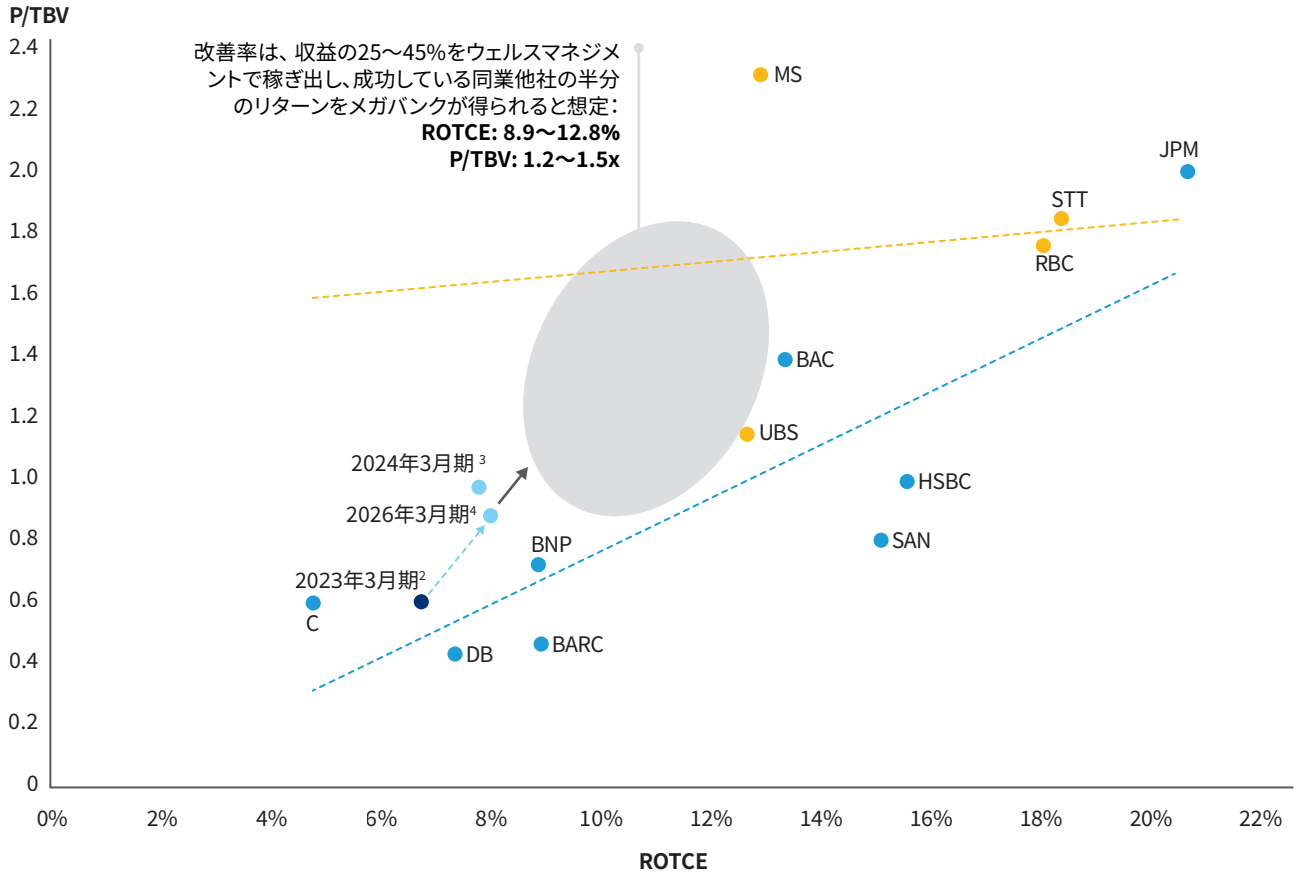
### 顧客志向のウェルスマネジメント事業を展開する

投資家は「何でも屋」として行動するのではなく、厳選された事業分野で他よりも秀でている企業を評価する傾向があり、予測可能で安定した収益プロファイルを踏まえて、明確にウェルスマネジメントおよびアセットマネジメント事業に重点を置いている企業に対して、特に明るい見通しを抱いています（図表9を参照）。日本ではこれまで、ウェルスマネジメントの営業基盤の構築が困難であったことから、メガバンクおよび大手金融グループは、マーケットリーダーと提携してサービス拡大を追及してきました（MUFGとモルガン・スタンレー、三井住友信託銀行とUBSなど）。これまでのところの前述の提携は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメントが「富裕層と超富裕層の顧客」とはっきりと表現したターゲット層を想定していました。<sup>10</sup> しかし、デフレ環境の風が弱まり、支援的な政策計画が導入されるなか、より広範な顧客基盤に合わせた内部リソースを活用したウェルスモデルの構築がかつてないほど実行可能になっています。

日本のメガバンクがウェルスマネジメントの営業基盤を強化すれば、バリュエーションが大幅に押し上げられる可能性があります。成し遂げる成功が同業他社と比べて一部に留まったとしても、日本のメガバンクは、ROTCEが9~13%の範囲へと上昇し、P/TBVレシオが1.2~1.5倍に達する可能性があります。

<sup>10</sup> UBSのプレスリリース（2021年8月10日）。表示ページは [Global](#)。

図表9: ウェルスマネジメント事業の差を縮小する



● 日本の銀行<sup>5</sup> (2023年3月期)<sup>2</sup> ● 世界のユニバーサルバンク<sup>7</sup> (2023事業年度)<sup>1</sup> ● メガバンクの平均コンセンサス予想<sup>5</sup>  
 ● ウェルスマネジメント<sup>6</sup> (2023事業年度)<sup>1</sup>

- 2023事業年度は、2023年1月~2023年12月までの期間を対象とします。ただし、2023事業年度が2022年11月~2023年10月までの期間を対象とするRBCと、2022年1月から2022年12月までの期間を対象とするUBSを除きます。
- 2023年3月期は、2022年4月~2023年3月までの期間を対象とします。
- 2024年3月期 (コンセンサス予想) は、2023年4月~2024年3月までの期間を対象とします。
- 2026年度 (コンセンサス予想) は、2025年4月~2026年3月までの期間を対象とします。
- 三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ (SMFG) みずほフィナンシャルグループ (MHFG)。
- モルガン・スタンレー (MS)、ステート・ストリート (STT)、カナダロイヤル銀行 (RBC)、スイス・ユニオン銀行 (UBS)。
- JPモルガン・チェース (JPM)、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、シティグループ (C)、サンタンデール (SAN)、BNPパリバ (BNP)、ドイツ銀行 (DB)、パークレイズ (BARC)、香港上海銀行 (HSBC)。

出典: ビジブル・アルファおよびオリバー・ワイマンの分析

**ウェルスマネジメントの成長に費やした過去の取り組みでは、投資家の評価に変化をもたらすには不十分でした。**提供内容よりも、むしろ、日本のメガバンクがウェルスマネジメントをどのように追求しているかが評価を妨げる要因となっており、そして成功している同業他社から学ぶべき教訓が存在します。

**これまでメガバンクは主として、洗練されたウェルスマネジメント商品の開発とマーケティングに注力してきました。**一方で、成功している市場の同業他社は顧客セグメントについて徹底して基本的理解を深め、見込み顧客に最適なサービスを提供するためのビジネスモデルと構造を重視してきました。これは従来の個人顧客とは異なるニーズを持つ、洗練された顧客を獲得しようとする場合には特に重要です。

**例えば、ウェルスマネジメントの顧客は、単一の窓口を通じてウェルスマネジメント商品全体を提供できる「ワンストップショップ」へのアクセス性を重視している傾向があります。**金融大手はこのモデルを最適化して、顧客体験をできるだけシームレスにしています（例えば、勤続年数が長く生涯にわたり担当してくれるリレーションシップマネージャーを通じてなど）。これにより、クロスセルを活用してより多くの顧客に、より多くの商品やサービスを提供できるようになっています。今まで、メガバンクはこのモデルを再現するのに苦戦してきました。さらに商品群は類似しているかもしれないものの、3本柱の組織構造（銀行、証券、信託）の別々の柱によって商品やサービスが提供されており複数の窓口の維持に依拠しています。

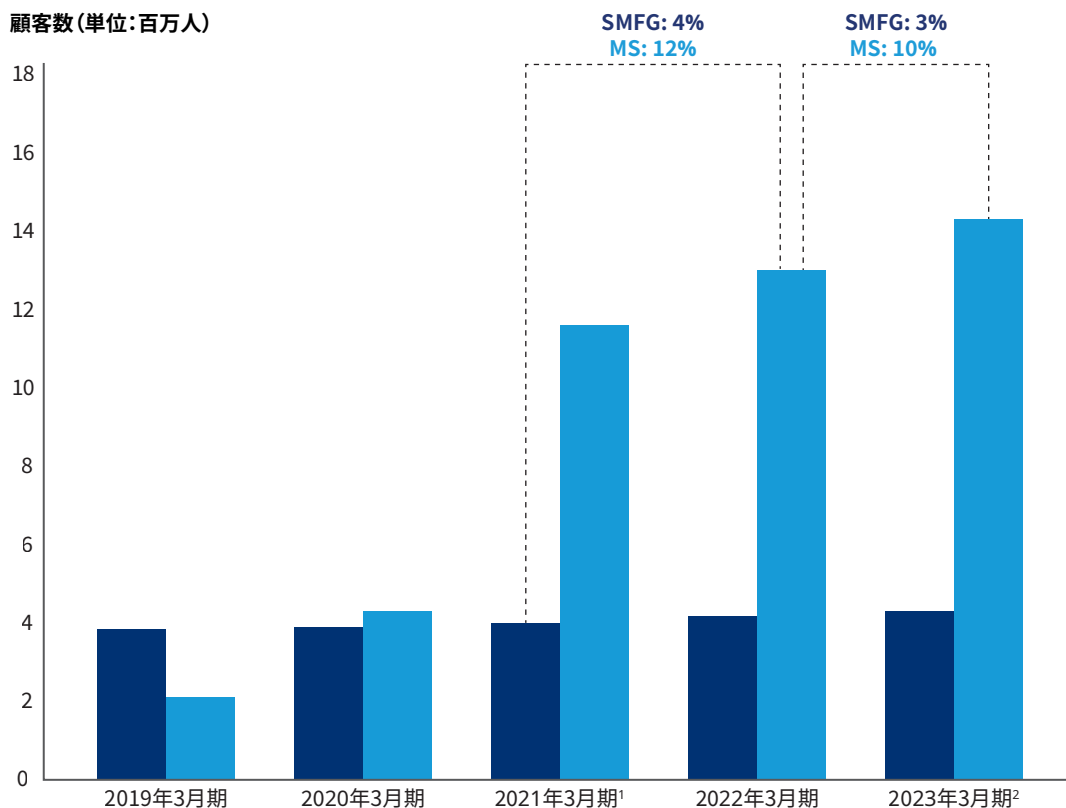
**顧客志向の配慮を優先しなければ、拡大する提供商品へ更なる投資を行ってもアピール力が限られています。**このアプローチは、同業他社と比較して顧客獲得の成功に結び付いていないことは明白です。例えば、類似商品を提供しているにもかかわらず、SMFGは、2021年3月期から2023年3月期の間にウェルスマネジメント商品を利用する顧客の年間伸び率はわずか4%でした。一方、MSは、2020年度から2022年度の間には、セルフダイレクト型やストックプラン（自社株制度）商品を利用する顧客の伸び率は年間11%に達しました。図表10をご参照ください。

**これとは別に、日本のメガバンクは、ウェルスマネジメントの営業基盤の収益性を高めるために、別の収益モデル（コミッションベースの報酬体系からの移行など）を検討することもできます。**2022年12月現在、日本では代理店コミッションが投資運用の報酬体系の中心となっており、パッシブファンドとアクティブファンドの両方で、掛かる報酬の約半分を占めています。<sup>11</sup>これは、10年以上前の2011年におけるモルガン・スタンレーの報酬体系と似ています。それ以降、取引ベースの収益は減少し、資産運用（AUM に対して一定率が課されるアドバイザーフィー）と金利収入は増加しています。こうした状況は、リターンの目覚ましい上昇につながっています。図表11および図表12をご参照ください。

11 金融庁。（2023年）。資産運用業高度化プログレスレポート2023 – 「信頼」と「透明性」の向上に向けて

図表10: ウェルスマネジメント商品を利用する顧客

顧客数 (単位:百万人)



■ ウェルスマネジメント商品を利用する顧客 (SMFG)

■ セルフダイレクト型またはストックプラン商品を利用するウェルスマネジメント顧客 (MS)

1. 2020年3月期から2021年3月にかけてのモルガン・スタンレー (MS) の顧客数増加は、イー・トレードの買収が主な要因です。

2. 日本の事業年度は、4月から3月までの期間です (例えば、2022年4月から2023年3月までが2023年3月期となります)。

MSは、もっとも重複が多い事業年度に調整しています (例えば、2023年3月期は、2022年1月～2022年12月と対応)。

出典: SMFGの2023年度年次報告書、MSのフォーム10K報告書

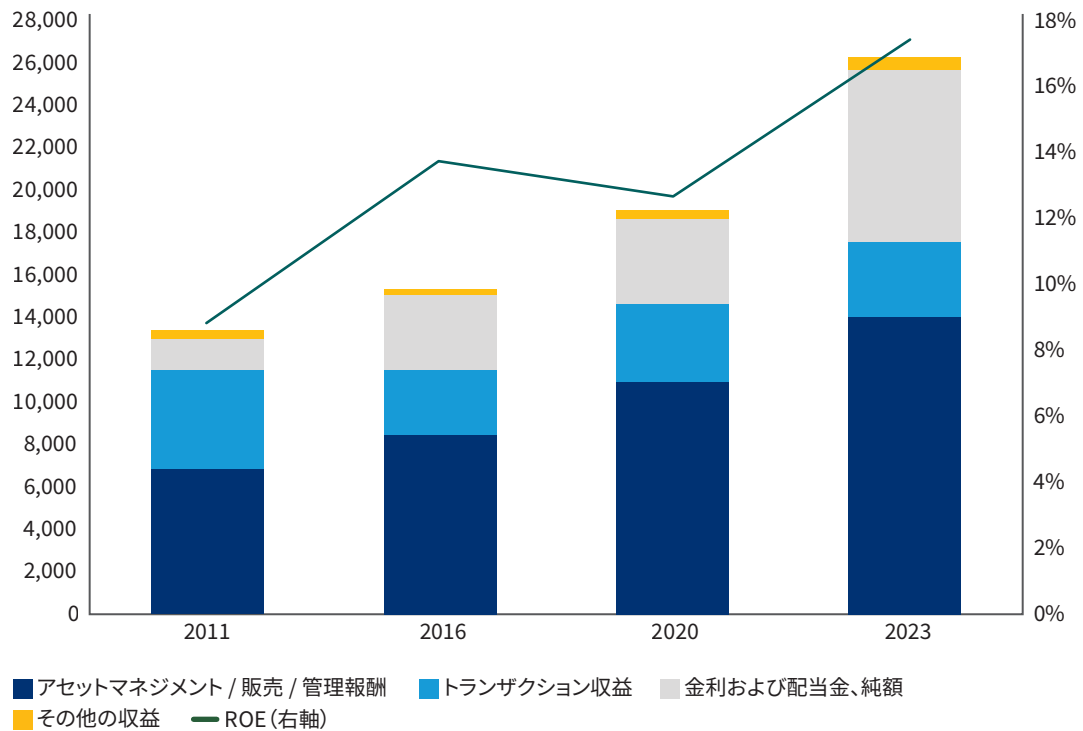
**ウェルスマネジメントのグローバルリーダーにて有効だった施策は、日本のメガバンクが投資家を獲得するための戦略的な傾斜をどのように策定できるかについての有用な指針となります。** 顧客志向で統合されたフィーベースのモデルに移行することにより、ウェルスマネジメントは収益性の高いスケールブルな事業に発展できる可能性があります。

**メガバンクがウェルスマネジメントの営業基盤を構築しなければ、海外の競合企業はその好機を活かすべく迅速に動く可能性があります。** 2023年時点で、日本政府は、5兆米ドル規模の資産運用業界への外国銀行の参入を歓迎する旨を公表しました。成熟化したウェルスマネジメントおよびアセットマネジメント事業を抱える国際的な銀行に向けて、日本進出を促しています。<sup>12</sup>

12 Yamazaki, M. (2023年9月21日)。Japan's Kishida seeks to shake up to \$5 trillion asset management industry. [ロイター](#)。

図表11: モルガン・スタンレーのウェルスマネジメントの収益の内訳とRoE

収益(単位:百万ドル)



出典: Autonomous

図表12: 純収益全体に占める割合

	2011	2016	2020	2023	トレンド
ROE	9%	14%	13%	17%	↑
その他の収益	3%	2%	2%	2%	→
金利および配当金、純額	11%	23%	21%	31%	↑
トランザクション収益	35%	20%	19%	14%	↓
アセットマネジメント / 販売 / 管理報酬	51%	55%	57%	53%	↑

出典: Autonomous

### 戦略3

## アジア全域の銀行大手としての地位を確立する

日本のメガバンクは、事業構成に新たなサービスを加えるだけでなく、アジア全域の優良銀行としての地位確立を目指すことも可能です。メガバンクのプロファイル全体に占める海外事業の規模が大きくなっており、海外の収益は過去5年以上にわたり国内の収益を超えています。

メガバンクは、国外成長のためのM&A（企業の合併・買収）を追求することでこうしたトレンドを活用する一方、収益性が低くなっている分野からの撤退を進めています。例えば、2022年にMUFGがユニオンバンクを110億米ドルで売却した件については、投資家から肯定的な見方を得られており、ステークホルダーは「より大きい」ことを必ずしも「より良い」と解釈していないことがわかります。

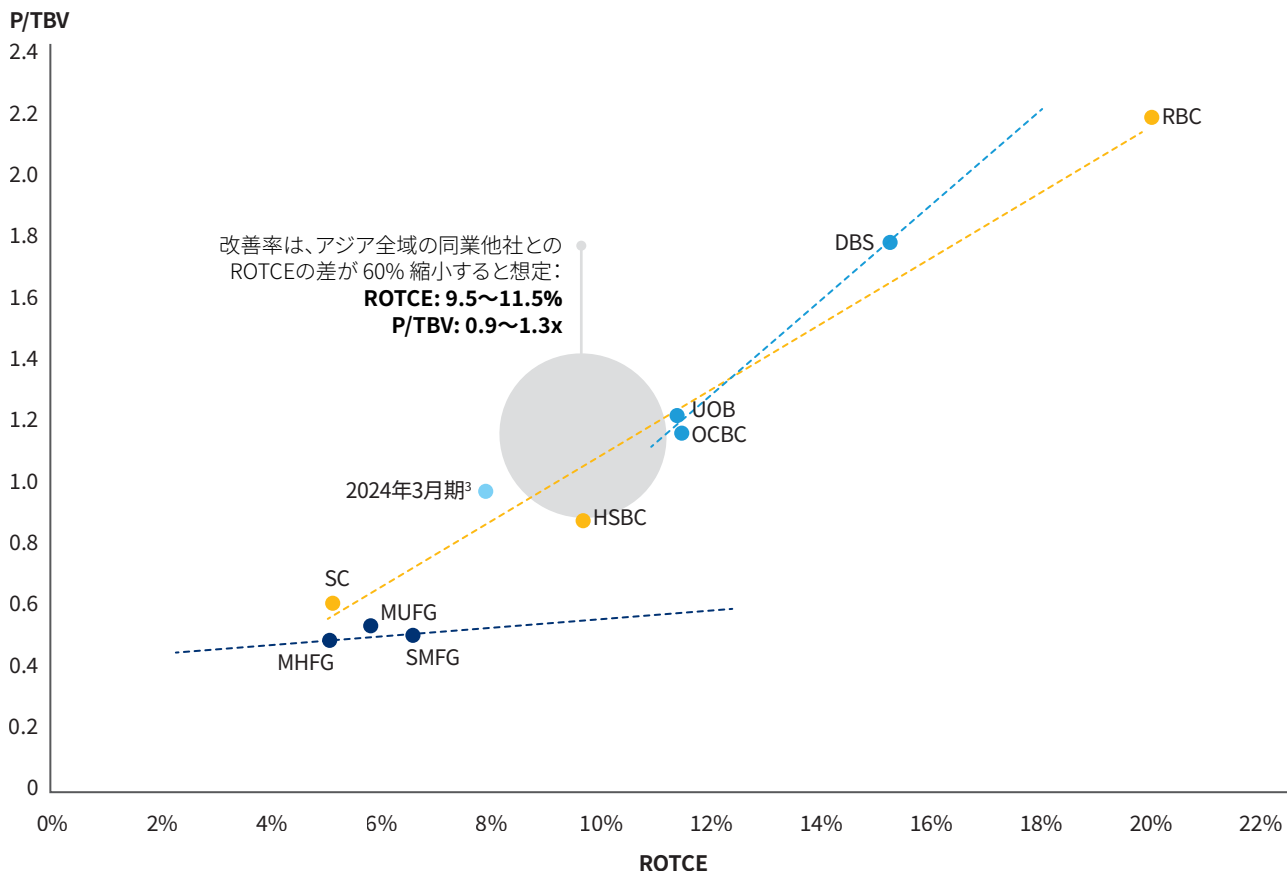
メガバンクは海外進出を拡大しているものの、投資家は、一貫運営するために海外事業をどのように位置づけているのか、懐疑的な見方をしています。

例えば、アジア太平洋（APAC）地域（除く日本）は、メガバンクにとってもっとも収益性の高い市場ですが、地域の同業他社と比べてリターンとバリュエーションが劣っています。メガバンクの規模が大きいことだけを踏まえても、域内の収益の相乗効果とクロスセルを促進する明確な機会が存在します。

各地域における銀行業務をめぐる機会は、広範な地域の貿易および資金調達ルートにおけるそれぞれの特定の役割に大きく関連しています。アジア太平洋地域（APAC）の銀行業界は、コーポレート・トランザクション・バンキング（CTB）が過度に重視されていますが、国際貿易における地域の役割や、多くの法域における多額のクロスボーダー取引のフローを円滑にする必要性もその一因です。また、多数の地域とそれに関連する法域があることは、オペレーションの観点から見ると課題となっていますが、サービス提供およびこれらのフローを活用する機会ももたらしています。

APACを拠点とする評価の高い同業他社（特にOCBCなどのシンガポールの銀行）は、これらのクロスボーダー取引のフローを理解して獲得するよう明確に戦略を調整してきました。邦銀は、価値を解放するため、APAC地域のルートや相互接続が現在どうなっているか、そして今後10年から20年でどうなっていくのかというビジョンにつながる包括的なAPAC戦略を策定する必要があります。簡素化されたガバナンスモデルを通じてこの戦略を方向付ければ、リソースを効果的に傾斜させてより高いリターンを創出することが可能であり、同時に事業基盤をより包括的に統合することで、顧客体験の向上を実現できるでしょう。上記のアクションを併せて実行すれば海外に点在するパズルのピースをどう組み合わせるかを理解するのにこれまで苦労してきた投資家に、説得力のあるエクイティ・ストーリーを伝えられるでしょう。これを実行して成功させ、競合他社との差をほんのわずかでも縮小できれば、ROTCEは9～11.5%レンジに到達し、P/TBV レシオが0.9～1.3倍に向上すると思われる。

図表13: 5年平均ROTCEおよびP/TBV



- 日本の銀行<sup>4</sup>(2019年3月期から2023年3月期)<sup>1</sup> ● 地域の同業他社<sup>5</sup>(2019事業年度から2023事業年度)<sup>2</sup>
- メガバンクの平均コンセンサス予想<sup>4</sup> ● 世界の同業他社<sup>6</sup>(2019事業年度から2023事業年度)<sup>2</sup>

1. 2023年3月期は、2022年4月～2023年3月までの期間を対象とし、2019年3月期は、2018年4月～2019年3月までの期間を対象とします。
2. 2023事業年度は2023年1月～2023年12月まで、2019事業年度は2019年1月～2019年12月までの期間を対象とします。ただし、2023事業年度が2022年11月～2023年10月まで、2019事業年度が2018年11月～2019年10月までの期間を対象とするRBCを除きます。
3. 2024年3月期(コンセンサス予想)は、2023年4月～2024年3月までの期間を対象とします。
4. 三菱UFJフィナンシャル・グループ(MUFG)、三井住友フィナンシャルグループ(SMFG)、みずほフィナンシャルグループ(MHFG)。
5. DBS銀行(DBS)、ユナイテッド・オーバーシーズ銀行(UOB)、オーバーシー・チャイニーズ銀行(OCBC)。
6. カナダロイヤル銀行(RBC)、香港上海銀行(HSBC)、スタンダード・チャータード(SC)。

出典: ビジブル・アルファおよびオリバー・ワイマンの分析

前述のように、この戦略を効果的に活用するには、非効率性を低減し、ガバナンス構造とレポーティングラインを簡素化する必要があります。効率的に規模を拡大し、投資家やアナリストがメガバンクの強みを理解して評価しやすくするためには、これらの措置が不可欠です。

日本のメガバンクは、市場では地域会社の集合体として見られる傾向があり、地理的な拡大により、入り組んだレポーティングライン、サイロ化、複数のマネジメント層がさらに複雑化しています。現在のメガバンクの体制は、3本柱のガバナンス構造（銀行、証券、信託）と地域事業が比較的独立して運営される傾向（時には別のフランチャイズの下で）の両方が存在していることから、レポーティングラインが増殖している状況です。一部のメガバンクは、地域レベルのリーダーシップ層を追加することでこの問題の解決を試みましたが、これにより別の副次的な階層構造が生じて、アカウントビリティがより分散される可能性があります。

これは、メガバンクのバリュエーションが、相当大きな存在感がある地域でも同業他社のバリュエーションに劣っていることを考えると、特に明白です。例えば、HSBCも同じようにグローバルに事業展開していますが、日本のメガバンクをアウトパフォームしています。APAC地域での存在感が大きく、成長過程にある小規模な地域の同業他社である DBS も同様です。

簡素化プロセスにおいて最適な指針となる原則は、ターゲットとする主要顧客セグメントのプロファイルを理解し、「顧客を起点として逆向きに考察」して構造を定義付けることです。顧客がよりグローバルな場合（国際展開する大企業など）、グローバルサービスモデルが最適かもしれませんが、一方で地域によって差異が大きい顧客セグメントをターゲットとする場合は、ローカル化したガバナンス構造が必要になることもあります。このように目的に合った手法で再構築することで、リソースを維持し、各地域で競争優位性を生み出せます。

執筆者

**ディラン・ウォルシュ**

パートナー

dylan.walsh@oliverwyman.com

**ジャスパー・イップ**

パートナー

jasper.yip@oliverwyman.com

**小熊 アンジェリーナ**

パートナー

angelina.oguma@oliverwyman.com

**ジュリアン・アドラー**

プリンシパル

julian.adler@oliverwyman.com

**ヴァルン・ヴィシュヌバトラ**

エンゲージメントマネージャー

varun.vishnubhatla@oliverwyman.com

協力者

**ヒュー・ヴァン・スティーニス**

副会長

huw.vansteenist@oliverwyman.com

**リー・セオヤン**

パートナー

seoyoung.lee@oliverwyman.com

**面 圭史**

シニアアドバイザー

keishi.hotsuki@oliverwyman.com

**伊勢谷 直樹**

シニアアドバイザー

naoki.isetani@oliverwyman.com

**佐藤 広大**

マネージャー

kodai.sato@oliverwyman.com

**サラ・コトサキス**

シニアコンサルタント

sara.cotsakis@oliverwyman.com

**ジャキ・ピンク**

コンサルタント

jaqui.pink@oliverwyman.com

オリバー・ワイマンのバンキングインサイトグループ (BIG) は、グローバルなバンキングおよび金融サービスの未来を形成する重要なマクロトレンド全体に関する洞察の策定に重点を置いています。BIGは、現職および元株式アナリストを含む、オリバー・ワイマンのプラクティスと全地域に跨る専門的知見を活用しています。BIGの目標は金融機関に、市場に係る複雑な課題について明確で斬新かつ鋭い視点を提供することです。

オリバー・ワイマンは世界30カ国、70都市以上を拠点とするグローバル経営コンサルティングファームです。7,000人を超えるプロフェッショナルチームを擁し、日本を拠点とするクライアントの国内および海外におけるビジネス最適化、オペレーションとリスクプロファイルの改善、組織的パフォーマンス向上をご支援します。

詳しくは、下記のいずれかのオフィスまでお電話ください。

東京オフィス  
+81 3 3500 4960

アジア・パシフィック  
+65 6510 9700

ヨーロッパ・中東・アフリカ  
+44 20 7333 8333

米州  
+1 212 541 8100

Copyright ©2025 Oliver Wyman

All rights reserved. 本レポートの一部又は全部をオリバー・ワイマンの書面による許可なく複製または再配布することはできません。また、オリバー・ワイマンは、この点に関する第三者の行為について、一切の責任を負いません。

本レポートにおける情報および見解は、オリバー・ワイマンによって作成されたものです。

本レポートは、特定の金融機関がその戦略をどのように実行すべきかについて、個別の専門的助言に代わるものではありません。本レポートは、投資の助言ではなく、かかる助言として、あるいは専門の会計士、税務アドバイザー、法律顧問、財務アドバイザーへの相談に代わるものとして依頼すべきではありません。オリバー・ワイマンは、信頼性のある最新の総合的な情報と分析を用いるようあらゆる努力をしておりますが、全ての情報は、明示的であれ黙示的であれ一切の保証なく提供されます。オリバー・ワイマンは、本レポートにおける情報または結論を更新する一切の責任を否認します。オリバー・ワイマンは、本レポートまたは本レポートにおいて言及されているあらゆるレポートもしくは情報源に含まれる情報に基づく作為または不作為から生じた一切の損失について、または、派生的損害、特別損害もしくは類似の損害について、かかる損害の可能性について通知を受けていた場合でも、一切の責任を負いません。

本レポートは、オリバー・ワイマンの書面による同意なく販売することはできません。