

# 金融 IT フォーカス

2008. 10

特別号

## 日本の資産運用ビジネス 2008(要約版)

第1章 日本の投資家動向

第2章 資産運用ビジネスの現状と運用会社の経営課題

第3章 顧客別市場動向と商品戦略



## はじめに

日本の資産運用ビジネスは現在大きな試練に直面しています。2007年度の下期以降、それまで順調であった顧客からの資金流入が急激に細り、2008年3月末の運用会社の運用残高は年度末の数値として過去5年間で初めて減少し、2008年度に入っても減少基調が継続しています。2008年度は顧客からの資金流入が低水準のまま続く、過去5年間で初めて減収になる可能性もあると考えられます。サブプライムローン問題は米国の金融及び社会構造の脆弱性をさらけ出し、日本の資産運用ビジネスにも顧客に提供するポートフォリオの価格低下という形で大きな影響を与えています。一方、過去5年間で倍近くに運用残高が増え、運用会社の規模も急成長を遂げました。陣容を急拡大した直後に世界的な金融危機が直撃、いわば兵站が伸びきったところに敵の攻撃を受けた状況とも言えるでしょう。運用会社の内部、外部環境ともに問題を抱えた状態であり、運用会社の今後の経営の舵取り如何がビジネスの帰趨を制する重要性を持っているのではないのでしょうか。

このような環境の中、野村総合研究所は2006年、2007年に引き続き「日本の資産運用ビジネス2008」を作成しました。運用会社の事業報告書、運用会社経営者に対するアンケート調査、金融機関の有価証券ポートフォリオ及びヘッジファンド投資に関するアンケート調査、Fundmarkデータなどを活用し、資産運用ビジネスの現況を出来る限り正確に捉えたものであると自負しています。貯蓄から投資の流れが止まってしまうのか、それとも今後も資産運用ビジネスは高齢化社会の中で国富を増やす重要な産業として発展を続けるのか。日本の資産運用ビジネスの姿をこのレポートの中で多面的に描くことで、どちらの方向に向かうのかを読者の方が判断していただけるものと確信しています。

この「日本の資産運用ビジネス2008 (要約版)」はその内容をコンパクトにまとめたもので、ビジネスの舵取りを行っている経営幹部の方やビジネス企画担当者を想定読者として編集したものです。野村総合研究所は、今後も資産運用ビジネスに携わる方々の業務に役立つ調査を行い、読者からの意見も反映させ継続的に調査内容の充実を行う予定です。この冊子についても皆様からの忌憚ないご意見をいただければ幸いです。

2008年10月吉日

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーションセンター  
「日本の資産運用ビジネス2008」統括責任者  
**堀江 貞之**

## 日本の投資家動向

### 依然高いポテンシャルをもつ日本の投資家

2007年度はサブプライムローン問題に端を発した世界的な株式市場の低迷等により、日本の資産運用ビジネスも大きな影響を受けた年であった。しかしながら、日本の資産運用市場が依然として大きな成長の可能性を持つことは変わっていない。

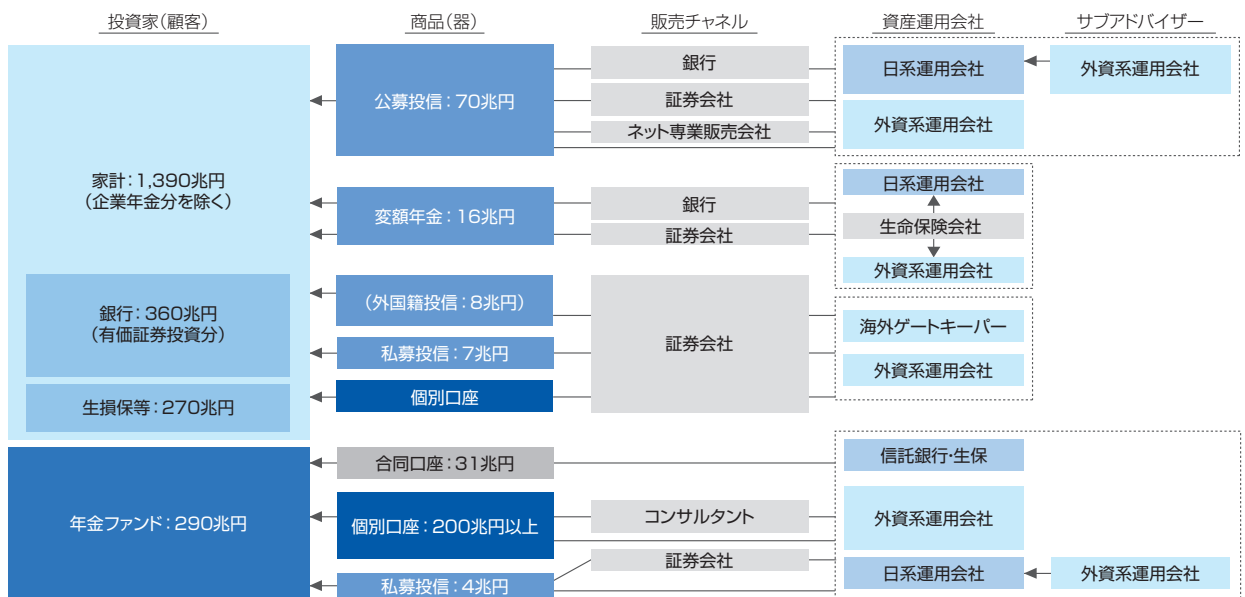
図表1は、日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。

日本において運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家（家計）、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つと考えられる。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え、これを調整すると、これら投資家の保有する資

産合計額は約1,680兆円と推定される。このうち運用会社が運用委託を受けている額は約351兆円<sup>1)</sup>である。日本の投資家の金融資産のうち、運用委託されている割合はわずか21%に過ぎない。家計の資産で見ると、現預金のうちの生活資金部分、保険のうち生存保障部分を除いたとしても、700兆円以上は潜在的に投資商品に回る可能性があると考えられる。まだまだ日本の資産運用ビジネスは拡大の余地が大きいと言えるだろう。

運用会社が運用を受託している金額をホールセール（金融機関、年金）、リテール（個人）に区分すると、ホールセール分が265兆円で約3/4を占め、現時点での運用会社の主要顧客となっている。しかし、潜在的な成長力ではリテール市場の方が大きく、運用収入の面でも、運用報酬率が高い投資信託を中心とするリテールが4割以上のシェアを持つ。

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



(出所) 各種資料により野村総合研究所作成

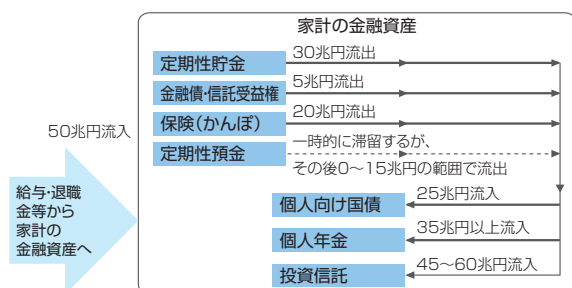
## 家計—貯蓄から投資への流れは変わらず

日本の家計の金融資産は約1,390兆円で、2006年度末より60兆円減少したものの、極めて大きな額である。個人金融資産の7割以上は現預金と保険（年金以外）が占めており、リスク資産への投資割合は低位に留まっている。しかも2007年度は、証券市場の低迷や金融商品取引法施行により投信市場への資金流入は鈍化、最近は逆に銀行の定期性預金が増加していることから、貯蓄から投資への流れが止まったのではないかという危惧の声も聞かれるようになった。

そこで、やや長いタームで個人の資金の流れを見てみた。まず過去の実績として2002年度から6年間の資金の動きを見ると、一貫して資金が流出しているのが、ゆうちょ銀行の定期性貯金、金融債・貸付信託、かんぽ生命の保険等である。この資金に新たな貯蓄資金を加え年間約29兆円が現金・流動性預金、個人向け国債、個人年金、株式投信等に流れ込んできた。前述のように、ここ3年ほどは銀行の定期性預金にも資金が流入している。

図表2は、これを踏まえて今後5年間の資金の流れを予想したものである。現金・流動性預金への流入は最近頭打ちとなっている。また定期性預金も優遇金利により退職金等の資金が集まっているが、優遇期間は3ヶ月程度と短く、この資金は別の商品に移りやすい性格を持っていると考えられる。結局、資金の受け皿として期待されるのは、やはり投資性商品となろう。退職金等の新たな資金流入も勘案すると、今後5年間で、個人向け国債に25兆円程度、個人年金に35兆円以上、株式投信には45～60兆円程度の資金が向かうと考えられる。やや長い目で見れば、貯蓄から投資への流れ

図表2 家計における投資商品の資金流入予想  
(今後5年間の動向)



(出所) 野村総合研究所作成

は今後も変わらないと言えるだろう。

## 有価証券運用を拡大させる金融機関

ホールセール最大の投資家は年金ファンドである。2008年3月の資産額は約290兆円と推定される。公的年金資産は前年度と同水準の約200兆円、企業年金は10兆円減少し約90兆円となっている。年金資産全体のうち、運用委託されているのは約203兆円と見られる。巨大市場ではあるが、人口の減少、団塊世代の退職などにより、今後、残高の大きな伸びは期待できない。

一方、銀行、保険会社など金融機関においては有価証券投資の重要性が増している。銀行をみると、2007年度末は、サブプライムローン問題による時価の下落の影響を受け、有価証券残高は188兆円と前期末より12兆円減少した。預託率も若干低下したが、全国銀行で31%と依然高い水準を保っている。有価証券の構成では、社債や「その他の証券」の割合が前年度に比べさらに増加した。「その他の証券」には外国証券のほか、投資信託やヘッジファンドなどが含まれており、利回りの高い投資商品による収益性重視の傾向は続いている。足下、景気は減速しており、今後数年は預貸率の大幅な改善は期待できない。銀行の収益における有価証券運用の重要性は一層増すことになろう。

このほかの主要投資家として注目されるのは、ゆうちょ銀行とかんぽ生命保険である。両者合わせて、2008年3月末で260兆円の有価証券を保有している。両者とも民営化時に発表された実施計画の中で今後の有価証券運用の体制について述べているが、共通して、運用力の強化とリスク分散投資を強調している。今後、満期保有を中心とする債券投資から、有価証券ポートフォリオの分散化を進め、自社内に運用スキルの無い資産クラスや投資戦略については外部委託が行われると考えられる。運用会社にとっては、大きな潜在力を秘めた運用受託先の出現となる可能性がある。

1) この金額は、信託・生保については、年金顧客等のために資産運用を行っている部分のみを含んでいる。生保では、定額保険・定額年金など、予定利率の決まっている一般勘定を含まない、特別勘定のみが残高。また、ここには海外の投資家からの運用委託額約23兆円は含まれていない。

## 資産運用ビジネスの現状と運用会社の経営課題

### 1. 踊り場にさしかかる資産運用ビジネス

NRIの推定によると、2007年度の日本の資産運用ビジネスは、2008年3月末の運用資産残高が約374兆円（海外顧客分を含む）、運用収入が約9,220億円であった。前年度に比べ、運用残高こそ38兆円減少（-9.2%）したが、運用収入は1,220億円増加（+15.3%）し、2006年度に引き続き史上最高水準を更新した模様である（図表3）。残高のうち、投資顧問、投信会社という資産運用専門会社（以下、運用会社）でみると、投資顧問が40%の151兆円、投信会社が27%の102兆円を占めている。ここでは、これら運用会社について2007年度の状況を見て行く。

#### 運用収入は大幅増だが残高は減少へ

運用会社の資産運用残高は2007年度末で253兆円と、前年度比22兆円の減少となり、過去5年間続いてきた高い成長基調に変化が生じている。図表4左図に運用残高増減の要因を時系列で示した。2006年度までは、顧客要因（資

金流入）および市場要因（時価変動）ともに、一貫してプラスであった。しかし2007年度は、顧客要因は引き続きプラスとなったものの、市場要因が-33兆円と大きく減少したことが影響し、残高がマイナスに転じた。

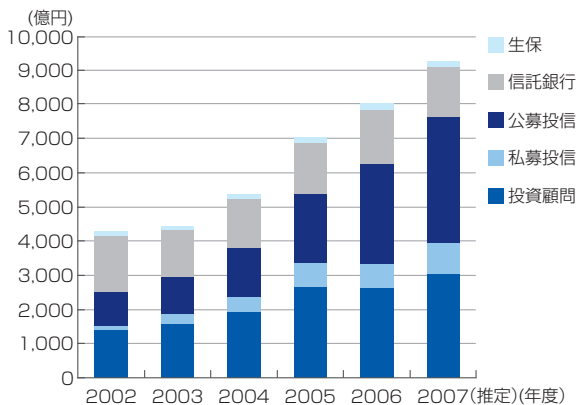
図表4右図では2007年度をより詳しく、四半期ごとに投信と投資顧問別に残高増減の要因を見ている。第1四半期は市場要因もまだプラスであり、特に投信では顧客要因も大きく貢献して残高が増加した。その後サブプライムローン問題の表面化により市場要因はマイナスに転じ、それに呼応するように顧客からの資金流入も減少、結局第4四半期は投信でも顧客要因が若干の純減となった。

一方、運用会社の運用収入は依然として大きな伸びが続いており、2007年度は投信で約4,600億円、投資顧問で約3,000億円と、合計で前年度比1,300億円を上回る増収となったと見られる。営業利益率も31%と欧米の資産運用会社と肩を並べる水準である。また、2006年度は投信の運用収入が初めて投資顧問の収入を大きく超えた歴史的年度であったが、2007年度もこの傾向は変わらず、投信のシェアが60%を占めた。

残高が減少したにも関わらず、2007年度の運用収入が増加したのは何故だろうか。運用収入は運用資産の報酬率と期中平均残高とによって決定される。報酬率は全体としてそれほど大きく上昇しておらず、この要因の貢献度は2割弱にすぎない。主たる要因は実は運用資産の平残増によるものであった。末残は減少したものの、期初における流入が大きかったため期中平残を押し上げることになったのである（図表4右図参照）。

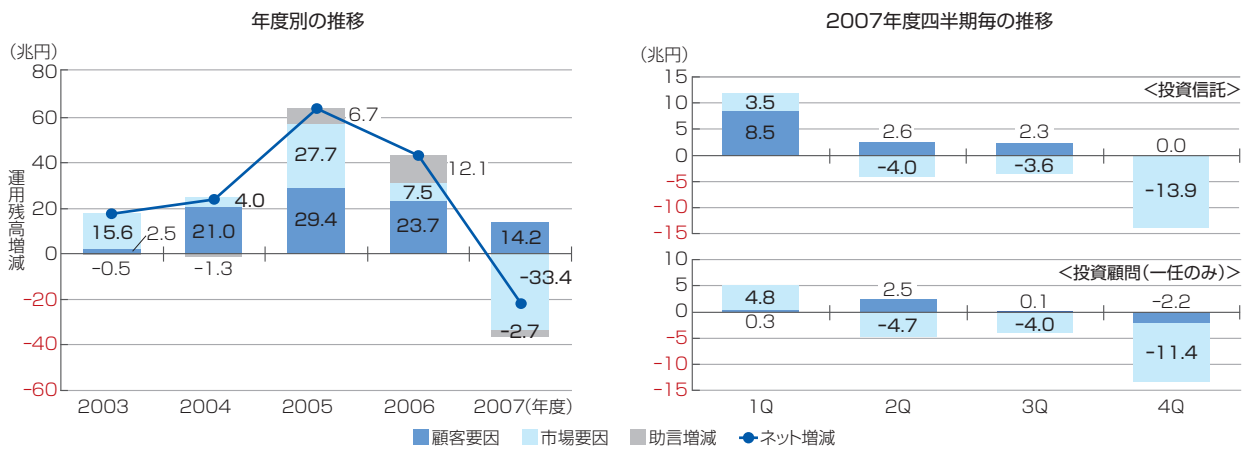
しかし、前述のように投信の資金流入は第4四半期には純減となり、運用報酬率も、公社債投信から株式投信へのシフトによる上昇は続いているが、今後大幅な上昇はないだ

図表3 資産運用会社の運用収入



(出所) 金融庁および財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書、投信協会、投資顧問業協会等の資料をもとに野村総合研究所作成

図表4 運用残高増減額の推移とその要因



(出所) 投資信託協会、日本証券投資顧問業協会のデータより野村総合研究所作成

ろう。投資顧問ビジネスも報酬率、資金流入とも低位に留まっている。市場の混乱が長引くとすれば、運用収入が減少に転じる可能性もあるだろう。

## 公募投信と投資顧問で異なるビジネス構造

日本の資産運用ビジネスでは、公募投信、投資一任など事業によって、運用残高の集中度やプレーヤーの顔ぶれに大きな違いがある。公募投信では、残高規模の大きな運用会社に資産が集中する傾向が強い。2007年度では、残高ランク3位までの運用会社が資産の46%、10位までが76%を占めている。また10位中7社までが日系の運用会社である。公募投信においては、リテール顧客と接する販売会社に対する営業・サポートが重要であり、そうした体制をとることができる大規模な運用会社がシェアを獲得していると言える。

一方、投資一任では残高集中度が公募投信ほど高くない。残高ランク10位以下の会社が5割を占める。特徴ある運用商品を提供することで小規模の運用会社でも存立することが可能なビジネスとなっている。

資本タイプ別に見ると、運用資産全体では外資系のシェアがほぼ50%と日系と肩を並べるまでに至っている。事業分野別では、外資系は投資顧問で6割のシェアを占め、日系は前述のように公募投信で強みを持つ(シェア7割以上)。ただし投信シェアには、外国もの運用で重要な役割を果たす外資系のサブアドバイザービジネスは含まれていない

ことに注意が必要である。運用収入のシェアで見ると、外資系は投信・投資顧問とも残高シェアに比べ高い割合を占めている。この理由として、投信では日系大手が公社債投信など幅広い商品を提供しているのに対し外資系は株式投信中心であること、投資顧問では外資系が外国証券を中心に組み込んだ報酬率の高い商品を重点的に供給していること、などが考えられる。

## 2. 今後のビジネス見通しと経営課題

これまでの高い成長基調に変化が見える中、運用会社の経営者はビジネス状況をどのように認識しているのだろうか。NRIは2007年に引き続き2008年6月に主要運用会社の経営者に対するアンケート調査を実施した。

### 依然として強気見通しを持つ運用会社

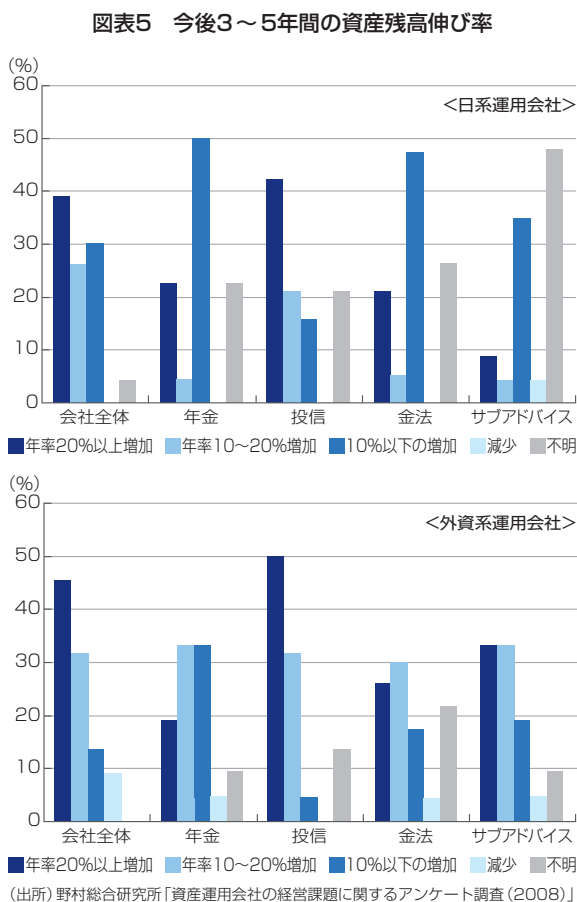
図表5は、今後3～5年、投信、年金などの分野ごとに自社の資産残高の伸びをどう予想しているか、日系運用会社と外資系運用会社とに分けて示したものである。会社全体での伸びについては、日系、外資系とも年率20%以上という回答が最も多い。年率10%以上と回答した比率は日系で65%、外資系では77%に上る。2/3以上の運用会社がまだ二桁の伸びを見込んでいるのである。2007年調査との大きな相違は、日系・外資系で見通しにあまり差がなくなったことである。2007年調査では非常に強気であった外資

系が、今年はやや弱気に転じる一方、日系にはあまり変化がなく、結果的に両者が近づいた。

ビジネス別に見ると、最も高い伸びを見込んでいるのが投資信託で、半数近くの運用会社が20%以上としている。2007年度後半に販売が落ち込んだものの、個人金融資産が向かう投資商品の代表として、今後も成長が続くという見通しを持っていると考えられる。残高に対する見通しと同様、利益率（コスト考慮後）についても「今より向上する」と考える運用会社の比率は6割程度と高い。今後3～5年の人員計画も、会社全体で10%以上の増員を見込む運用会社が日系・外資系とも45%程度と半数近い。昨年調査では外資系で強気の計画が目立ったが、今年は外資系がやや弱気、日系が逆にやや強気に転じ、両者の差がなくなった。どちらも、特にマーケティング部門の増強を図ろうとしている。

## 重要課題である人材確保

運用会社にとって人材が重要であることは言うまでもな



い。特に運用部門とバックオフィス部門で、経営課題として「スタッフの人材育成(補強)」を最重要とする回答が多数を占めた。これらの部門は、成果に対する人の影響が非常に大きいと思われる。バックオフィスは9割が最重要課題に人材育成を挙げており、現時点では業務アウトソースよりも内部資源の強化を目指しているようである。

従業員の処遇改善については、運用部門、マーケティング部門で報酬スキームの改善を最重要とする回答率が高かったが、ミドルオフィス、バックオフィス部門については、特に日系において、負担軽減・地位向上を挙げる割合がかなり高かった。これは、日系運用会社で暗黙の部門序列が存在することを示していると考えられる。長年の慣習を変えることは難しいが対処すべき課題であろう。

人員採用については、全体として即戦力重視の外資系、社内育成重視の日系という構図は変わらないものの、マーケティングの人材は日系でも即戦力採用を重視する割合が増えているのが本年調査の特徴である。

## 投信マーケティングにおける変化

アンケートでは、部門別の経営課題について様々な角度から質問をしている。昨年調査から大きな変化が見られる点の一つが投信マーケティング部門である。どのような数値目標を定めているかを尋ねているが、「資金流入の伸び」と「運用残高の伸び」を最重視するという割合が4割程度と拮抗している。昨年調査と比べ資金流入の伸びを重視する割合が増加した。2007年度後半に投信販売額が大幅に落ち込んだことで、資金量を再度増加させることが足下では優先されているものと見られる。

投信マーケティングにおけるもう一つの変化は重視する販売チャネルである。昨年調査では都銀・地銀を重要と考える割合が非常に高かったが、今回は証券会社の重要度が極めて高くなっている。2007年度後半から、相場低迷や金融商品取引法の影響により銀行経由の投信販売高が急減したのに対し、証券会社は依然として販売を伸ばしていることが背景にあると考えられる。

# 顧客別市場動向と商品戦略

## 1. 年金向けビジネス

### 資産の伸びが停滞する年金市場

年金市場の資産規模は、2008年3月末で、約290兆円と推定される。そのうち公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）が約200兆円と2/3を占める。この7割が厚生年金保険の積立金で、国民年金とともに、2001年度からGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）により本格的な市場運用が行われている。2008年3月末のGPIFによる市場運用額は91兆円で、前年度比6兆円の増加となった。

2007年度末のGPIF市場運用分のアセットアロケーションをみると、国内債が約60%、国内株が15%、外国証券が20%強となっている。前年度に比べ国内債が10%増、内外株式が逆に10%減と、債券の割合が増えている。GPIFの資金は極めて巨額であるため、パッシブ運用が約8割を占める。このような運用スタイルに規模の経済も加わり、GPIFの手数料率は0.03%と非常に低い。

厚生年金の積立金については、旧来行われていた財政融資資金への預託金の償還終了予定が2008年度となっており、財投債の引受義務も2007年度で終了している。GPIF運用額はこれまで増加を続けてきたが、今後は預託金償還などの制度要因もなくなり、さらに高齢化・少子化により、積立金が大きく増大することは考えにくい。預託金償還終了後のGPIF市場運用分は、引受財投債の償還等で若干増加する程度に留まるのではないかと見込まれる。

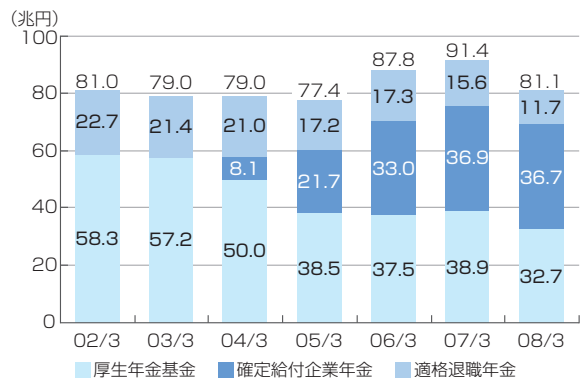
一方、企業年金は、大宗を占める確定給付型年金で資産額は81兆円となり、前年度末から10兆円減少した。2007年後半からの投資環境の悪化が大きく影響している。2007年度の運用利回りも5年ぶりにマイナスとなった。

各制度の状況を見ると、厚生年金基金は、代行返上も一段落し基金数は微減に留まったが、資産残高は大きく減少した。確定給付企業年金はその数が大幅に増加、とくに規約型が2倍近くになっている。適格退職年金からの制度変更が多かったためと見られる。件数の増加の割には資産規模は前年度末とほとんど変化がなかったものの、ついに厚生年金基金の資産額を上回り、企業年金で最大の制度となった（図表6）。

厚生年金基金、確定給付企業年金の資産配分を見ると、2007年度は内外株式のシェアが6～8%程度低くなり、その分債券比率が高くなった。厚生年金基金ではヘッジファンド比率が上昇し6%を超えた。「その他」と合計すると10%に上っており、オルタナティブ投資を拡大させている姿が浮かび上がる。

2012年3月末で制度廃止が決まっている適格退職年金は、件数・資産とも減少しているが、2008年3月末でも3万3千件、11.7兆円が残っている。2007年度中の移行状況を件数で見ると、中小企業退職金共済制度が4割弱、確定給付企業年金が2割、確定拠出年金が1割強、残り3割が不

図表6 確定給付型企業年金の資産残高



(出所) 信託協会、生命保険協会資料



明となっている。移行資産額は不明だが、制度廃止までの4年間でどの制度に移行されていくのか注目されるところである。

## 会計基準の変更が及ぼす影響

日本の企業年金は、2000年の退職給付会計の導入を一つの契機として大きなストラクチャリングを経験してきた。厚生年金基金の代行返上や確定拠出年金への移行、キャッシュバランスプランの普及などにより、企業会計上の年金債務・費用の金額やリスク量の圧縮が大幅に進んだと言えるだろう。

2001年度に100兆円近く存在した東証一部上場企業の年金負債は、今日では70兆円台へと大幅に圧縮されている。2000年代初めのパーフェクトストーム（株価の下落と割引率の低下）により発生した大幅な積立不足（未認識数理計算上の差異等）は企業にとって大きな負担となっていたが、それもほぼ解消している。2007年度は市場環境の低迷により、2008年度以降再び償却コストが増大することは確実である。しかし、これまでの対応により、過去のような極めて深刻な「イベント」とはならないと見られる。

ここでリスクとして考えられるのは、数年後の年金会計のルール変更である。米国会計基準や国際会計基準では、年金財務評価の厳格化、透明性の向上が図られている。日本の退職給付会計も国際会計基準との収斂が予定されている。その際、大きな問題として浮かび上がるのは資産サイドであろう。その額は増加基調にあるが、金利変動リスクを相

殺しうる債券の比率は決して多くはない。かりに「割引率平滑化の廃止」と「積立不足の即時認識」が導入されると、時価ベースの資産負債額の変動がバランスシートに即時反映されることになる。これは、こうした変動リスクを管理するための手法（たとえばLDI（負債指向投資））が、日本にも導入されるインセンティブを生み出すことになると考えられる。

## 2. 銀行の有価証券投資

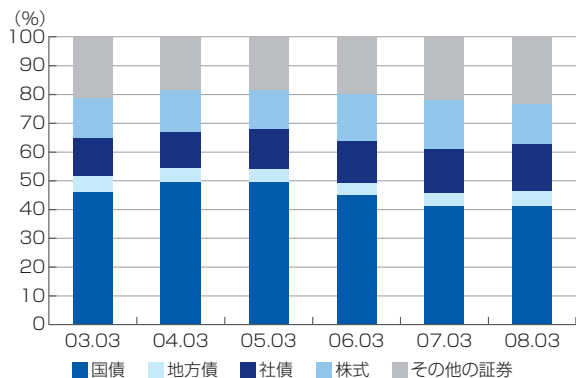
2007年度末の全国銀行における有価証券保有残高は、前年度比12兆円減の188兆円となった。貸出需要が低迷する中、銀行における有価証券投資は重要な収益源と位置づけられてきている。そのため、高い運用利回りが見込める商品へ投資が拡大されてきた。それが「その他の証券」の運用拡大にも現れている。全国銀行でみると「その他の証券」は2007年度末44兆円で、投資有価証券全体の23.4%と1/4近い割合を占めている（図表7）。

野村総合研究所は2008年7月に金融機関に対し有価証券投資に関するアンケート<sup>2)</sup>を実施した。その結果から、「その他の証券」に含まれる、ファンド、ヘッジファンド、仕組債、証券化商品について投資状況を見ていく。

### 投資対象を拡大する銀行

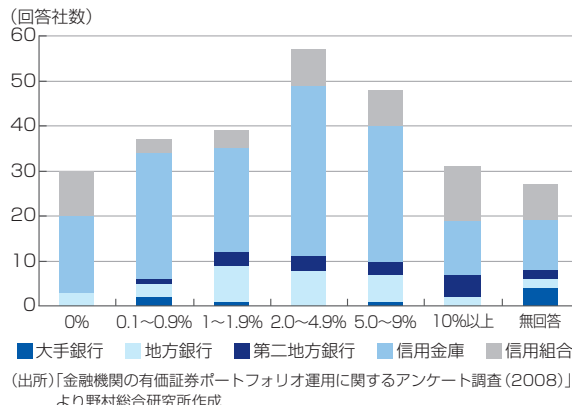
金融機関では、投資を行うためには投資対象商品を規定に定めておく必要がある。ほぼ全ての金融機関で国債、地方債、国内社債が規定に定められているが、その他にも多様な

図表7 全国銀行の有価証券残高構成比の推移



(出所) 日本銀行「国内銀行の資産負債等」より野村総合研究所作成

図表8 ファンドの投資比率



(出所) 「金融機関の有価証券ポートフォリオ運用に関するアンケート調査(2008)」より野村総合研究所作成

証券が投資対象とされていた。

ファンド（含むREIT、ETF）は外国株式ものを除き、業態に関わらず広く投資対象に規定されている（6～7割程度）。実際の投資比率は各社の投資スタンスによってバラツキが見られるが、金融機関に最も受け入れられている投資商品の一つとすることができよう（図表8）。

ヘッジファンドについては、商品性の複雑さから投資対象としているところは3割程度に留まっている。今回のアンケートでは地方銀行以下で投資比率が高くなる傾向が見られた。リスクスルー可能なものなど、投資しやすい商品をファンドの延長線上で投資している中小金融機関があることが伺われる。

仕組債は特に地銀以下で投資対象とされている。実際の投資比率も比較的高く、第二地銀以下を中心に積極的な投資姿勢がみられる。

一方、証券化商品は、スキームの複雑さやリスク評価の難しさから、そもそも投資対象としている機関の割合は低い。また、投資対象としている金融機関の割合と実際に投資をしている割合とに、かなり差があるのも特徴である。サブプライム問題の影響により、証券化商品の売却が進んだものと見られる。

## 今後の有価証券投資動向

サブプライムローン問題は銀行の有価証券投資に対する方針に影響を与えている。アンケートでは、4割以上の金融機関がサブプライム後に投資方針に「変化があった」と回答している。「変化」の具体的内容では、「リスク評価が困難な商品への投資をやめた」という回答が圧倒的に高く、3/4にのぼった。リスクを十分に考慮した上で投資を行う重要性が改めて認識されたものと思われる。ポジションの増減については、「特に変化なし」という回答が6割を超えた。変化があった金融機関では、国債などの伝統的債券を増加させたところが多く、減らしたという回答が多かったのは株式純投資、ファンド、ヘッジファンド、証券化商品であった。

では、今後の有価証券投資ではどのような商品を増やそうと考えているのか。アンケートによると、回答機関の15%以上が増やす意向を示したのは、国内株式ファンド、

外国債券ファンド、ETFであった。ファンドは、パフォーマンスの低下から損失処理のため売却した金融機関が多かったが、外国債券への投資が抑制される中で、分散投資という観点からニーズが高まっていると見られる。

ただ上述のように、リスク評価が困難な商品については、一部の大手銀行を除き、投資を避ける傾向が当面続くだろう。今後、本格的に有価証券投資を収益の柱と位置づけていくためには、リスク管理体制の高度化が必要となる。アンケートにおいても、ファンドや証券化商品のリスク管理について、外部サポート（個別リスクの計量化、価格の妥当性検証、など）を求める声が高かった。

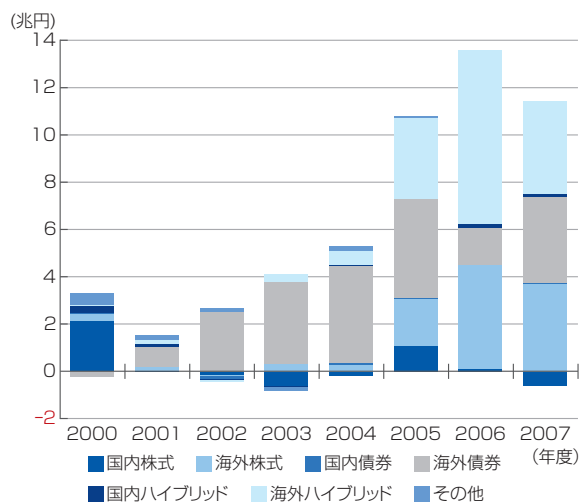
## 3. リテールビジネス

### 海外債券型に再び資金が流入した投資信託

2008年3月末時点の個人金融資産は約1,390兆円で、2006年度末より60兆円減少した。国内で設定された公募投信の残高も、2007年3月末の約73兆円から、10月の82兆円をピークに減少に転じ、2008年3月末には約70兆円となった。徐々に残高が大きく減少したことになる。

公募投信全体のうち追加型株式投信が約8割を占める。その中心は、依然として海外の有価証券に投資するタイプ

図表9 投信への年度別資金流入の状況



(注) 上場投信、毎日決算型、公社債投信等を除く  
(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

で、海外株式型、海外債券型、海外ハイブリッド型の3タイプである。ただ、2007年度の資金流入はタイプによって異なる動きとなっている（図表9）。そもそも追加型投信全体の資金流入が減少したが、中でも前年度大きく資金が流入した海外ハイブリッド型への資金流入が今年度は大幅に減少し（-3.4兆円）、逆に前年度減少した海外債券型が増加に転じた（+2.1兆円）。

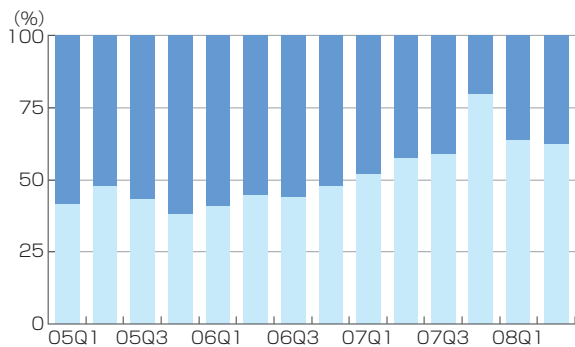
これら海外の有価証券に投資するタイプは分配金利回りが高い。分配金の高さがファンド選択の重要な基準となっている。2006年度、海外ハイブリッド型や海外株式型の分配金利回りは海外債券型を大きく上回る10%近い水準であった。ところが2007年度に入り海外ハイブリッド型の利回りは急速に低下し、2007年度末では債券型と同程度にまで落ち込んだ。サブプライム問題の顕在化以降、リスクも勘案して、個人の選好が海外ハイブリッド型から海外債券型へ移ったのではないかとと思われる。

## 販売チャネルでは証券会社が巻き返し

わが国の公募投信ビジネスの収入を、運用会社、販売会社、受託銀行に分けて見ると、販売会社が得る販売手数料収入の割合が最も大きく、2007年度は5割近くとなっている。さらに信託報酬のうち販売会社の取り分である代行手数料を含めると、全体の74%に上る。投信市場が依然として販売会社主導の市場であることが、この数値からも分かる。

投信販売においては、窓販解禁以降、銀行のプレゼンスは

図表10 主として証券チャネルで販売されているファンドと、主として銀行チャネルで販売されているファンドへの資金流入の割合（売れ筋上位50ファンドを対象に調査）



（出所）Fundmarkのデータを元に野村総合研究所作成

年を追う毎に増してきた。銀行窓販では、長期にわたって同一のファンドを継続的に販売し続ける事が特徴であり、その時々相場状況に応じて新ファンドを企画し、短期間に集中的に販売する事を得意とする証券会社の投信販売とは対照的である。昨年夏以前の数年間続いた安定した相場は、銀行流の投信販売が特に強みを発揮した。

ところが、サブプライムローン問題の影響が多くのアセットクラスに波及し、既存の大部分のファンドの基準価額が下落すると、同じファンドをコンスタントに販売していく事が難しくなった。このため、銀行は特に大きな影響を受けた。反対に、新設ファンドの販売を得意とする証券会社では、その影響は軽微に留まり、証券会社経由の資金流入のシェアが増加した（図表10）。こうした状況から、販売チャネルとしての証券会社の実力を改めて見直す機運が高まっている。

ただ、このまま証券会社が高いシェアを保ち続けると考えるのは危険であろう。金融市場が落ち着きを取り戻せば、銀行が得意とする、継続的に同じファンドを販売するという手法が再び力を発揮すると考えられる。また、銀行は優遇金利により団塊世代の退職金を定期預金に取り込んでおり、これが投資信託に振り替わる可能性も高い。全体として銀行は投信販売チャネルとして高いポテンシャルを持っていると考えられる。

## 4. 商品動向と今後の商品需要

現在、運用会社が機関投資家にどのような商品を提供しているか、ベンチマーク／運用スタイル別にマッピングを試みた。国内・国外の債券・株式でみると、全体として、主要ベンチマークがただ一つという状況から、徐々にではあるが多様化が進み始めているようである。また日本株や外国株では、アクティブ運用の中でも様々な運用スタイルが登場し、スタイルの細分化が起きている。

では今後、日本の投資家はどのような運用商品への投資を進めていくのだろうか。前述の資産運用会社向けアンケート調査の結果をもとに、代表的な投資対象について日本の投資家（リテール、年金、金融法人）の需給ギャップ分

析を行なった。図表11の横軸は「供給」で、右側にあるほど多くの運用会社が日本の投資家向けに商品提供を行っていることを意味する（その商品を扱っている運用会社の数であり、投資金額の規模ではない）。縦軸は「需要」であり、その投資商品に対する投資家からの需要が高いと考えている運用会社数の多さを指標化したものである。

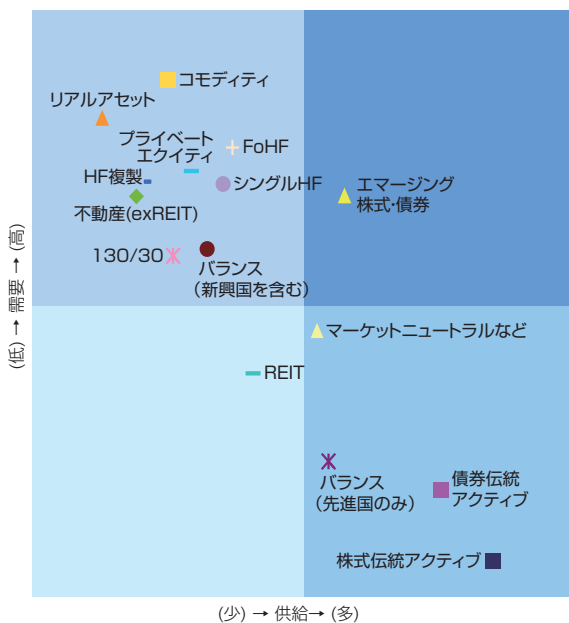
まず、日本の投資家のあいだでは全体に共通して、伝統的な株式や債券アクティブ運用、先進国市場でのバランス運用といった古くからの商品に対してほとんど需要がないことが確認できる。また、直近マーケットが軟調に転じているREIT運用も需要が減退しているようだ。

その一方、いわゆる非伝統資産・非伝統運用分野に該当する商品に対し、幅広く需要が発生している。リアルアセット（商品等の実物に対する投資）・不動産・プライベートエクイティといった非流動性投資クラスも、今後の主戦場となる可能性がある。

ちなみに、米国で普及が著しい130/30運用<sup>3)</sup>については、日本の場合、非伝統手法の中で相対的に需要が低い水準

にとどまっている。日本では米国以上に、ショートサイドのリスクを許容したり、ショートを禁止する運用指針を変更する意思決定が困難である、との声がある。また、近年登場したヘッジファンド(HF)複製に対しては、ファンド・オブ・ヘッジファンズ (FoHF) やシングルHF並みの需要があると考えられる。銀行などの金融法人に需要が発生すると見る運用会社が目下のところ多くなっている。

図表11 日本の投資家（リテール、年金、金融法人）向け商品の受給バランス



(注) 横軸「供給」は、その投資商品を提供している運用会社数を指標化したもの。縦軸「需要」は、その投資商品を買っている運用会社数に対して、投資家からの需要が高いと考えている運用会社数の多さを指標化したもの。  
 (出所) 野村総合研究所「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査(2008)」結果をもとに野村総合研究所が作成。アンケート回答数50社(日系26社、外資系24社)のうち、本質問の有効回答数40社のデータを集計。

- 2) 都市銀行等の大手銀行（メガバンク、信託銀行等）、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、地域信用組合を対象とする533社にアンケートを送り、269社の回答を得た（回収率50.5%）。内訳は、大手行8、地銀32、第二地銀17、信金159、信組53。
- 3) 「130/30」とは、一定のショートポジションを許容するポートフォリオ構築技術の通称である。空売り（ショート）を30%程度許容し、空売りした比率分を購入に回すことで買い持ち（ロング）を130%まで高めつつ、市場に対するベータは1近傍に維持する、という商品設計が典型的である。

## 著者紹介



### 堀江 貞之

*Sadayuki Horie*

金融市場研究室  
上席研究員

focus@nri.co.jp

専門は、資産運用関連の先端動向調査・研究



### 金子 久

*Hisashi Kaneko*

金融市場研究室  
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、個人金融マーケット調査



### 川橋 仁美

*Hitomi Kawahashi*

金融ITイノベーション研究部  
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、リスク管理、ALM



### 末吉 英範

*Hidenori Sueyoshi*

金融ITイノベーション研究部  
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、資産運用



### 浦壁 厚郎

*Atsuo Urakabe*

金融ITイノベーション研究部  
副主任研究員

focus@nri.co.jp

専門は、資産運用



### 富永 洋子

*Hiroko Tominaga*

金融市場研究室  
NRI 契約コンサルタント

focus@nri.co.jp

専門は、金融制度調査

## 日本の資産運用ビジネス2008(要約版)

### 金融ITフォーカス特別号

発行日 2008年10月10日

発行 株式会社野村総合研究所  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1-6-5 丸の内北口ビル  
<http://www.nri.co.jp/>

発行人 楠 真

編集人 小粥 泰樹

編集 金融ITイノベーション研究部

デザイン 株式会社インフィニウム

印刷・製本 株式会社さとう印刷社

問い合わせ先 金融ITイノベーション研究部  
focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかなるものも一切責任を負いません。

