

# 金融 IT フォーカス

2009.10

特別号

## 日本の資産運用ビジネス 2009(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

日本の資産運用会社の2008年度決算は、大幅な減収・減益となりました。減収・減益はデータが入手可能な2002年度から初めてであり、3割近くの運用会社は赤字となっています。家計や年金基金を合わせると、1,600兆円近い資産を持つ投資家が存在し、高い潜在力があると言われているものの、運用会社が投資家から委託されている資産額はいまだにその2割に満たず、今後のビジネスの成長性を疑問視する声も出るようになってきました。しかし、詳細にデータを分析すると家計の貯蓄から投資への流れは依然続いており、規模の増加があまり見込めないと思われる年金基金でも会計基準変更を含む急激な環境変化への対応が必要になるなど、変革期の中でのビジネス機会は多いのではないかと考えられます。

このような環境の中、野村総合研究所では、コスト・収入データを基にしたベンチマーキング調査、経営者へのアンケート調査、金融機関の有価証券運用に関するアンケート調査、運用会社の事業報告書等の多岐にわたるデータベースと、経営者へのインタビューを含めた定性情報を通じ、資産運用ビジネスの置かれている環境をできる限り正確に把握し今後のビジネス動向を分析した冊子、「日本の資産運用ビジネス2009」を作成しました。2006年から数えて4冊目になります。

この「日本の資産運用ビジネス2009(要約版)」はその内容をコンパクトにまとめたもので、経営幹部の方や企画担当者を想定読者として編集したものです。詳細については本編をお読みいただければと思いますが、「ファブレス化が進展する投信ビジネス」、「証券会社優位の投信販売状況が運用会社に意味するもの」、「環境変化の中でポートフォリオ運用の変革必至の年金ビジネス」、「二極化する金融機関の有価証券運用」などのメッセージを盛り込んでいます。

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。

2009年10月吉日

株式会社野村総合研究所  
金融市場研究部  
「日本の資産運用ビジネス2009」統括責任者  
堀江 貞之

# 第1章

## 日本の投資家動向

### 依然として大きなポテンシャルをもつ日本の投資家

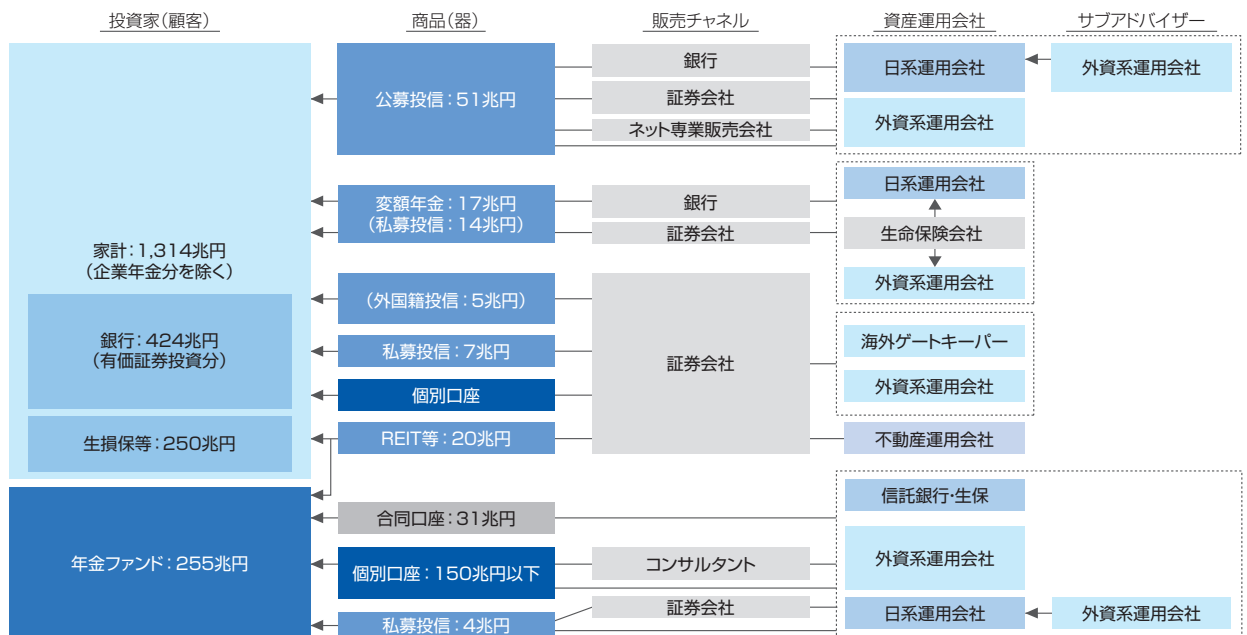
図表1は、2009年3月末現在の日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。日本において運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家（家計）、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つと考えられる。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は、全体で1,570兆円と推定される。1年前に比べ110兆円の減少となったが、率にすると6.5%である。米国では減少率が15%を超えていることを考えると、比較的軽微な減少で

あったとすることができるだろう。

このうち資産運用機関が運用委託を受けている金額は300兆円<sup>1)</sup>、全体の19%に過ぎない。08年度は未曾有の金融危機により資産運用ビジネスにとって極めて厳しい年となっており、前年度に引き続き、市場要因による運用委託資産の減少が続いた。しかし、国内における未開拓の資産はまだまだ巨額に上っており、日本の資産運用ビジネスが大きな可能性を秘めていることは依然として変わらないと言えるだろう。

資産運用機関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214兆円で約7割を占め、残り3割の87兆円がリテールとなる。しかし運用収入では、ホールセールに強い信託銀行を含めても、運用報酬率の高い投資信託を中心と

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

するリテールが半分近くのシェアとなっている。潜在的な成長力ではリテール市場の方が大きく、09年度にリテール市場の収入が5割を超えることは間違いない。

## 家計—それでも投資への流れは止まらず

家計の金融資産は、前年度比76兆円減少したが、08年度末で約1,310兆円（企業年金等を除く）という極めて大きな額を維持している。金融資産の7割以上は、依然として現預金と保険（年金以外）で占められている。

個人投資については、サブプライムローン問題の影響が出始めた07年10月以降、「貯蓄から投資へ」の流れは変わった、と一般に言われてきた。08年第4四半期には、株式投資信託が00年以来初めてネットで資金流出になるという事態も生じている。本当に流れは変わったのか、今後5年程度の個人金融資産の動向を、データに基づいて見てみたい（図表2）。

まず退職金からの新規流入資金は、今後5年間で退職年齢を迎える人がそれ以前よりも増加するため、今後5年間でも80兆円程度を維持すると見込まれる。これまで流出が続いたゆうちょ銀行の定期預金は、民営化以降の積極的な営業活動により資金流出がほぼ止まっている。ただ民主党政権の政策によっては再び資金流出が起きる可能性があり、その程度によって、ゆうちょ銀行からは0～30兆円が今後5年間で投資資金に振り変わる可能性がある。このほか、かんぽ生命からの流出資金が10兆円程度見込まれる。

一方、一般銀行の定期性預金は、優遇金利などにより流入が継続すると考えられる（30～40兆円）。また個人向け国債にも20～25兆円の流入があろう。大きく様相が変わっている

のが個人年金で、最低保証をつけた変額年金の新規販売停止等により変額年金への資金流入は大幅に減少した。今後の個人年金は定額年金が中心となるとみられる（10～15兆円）。

最後に株式投信等のリスク性商品だが、たしかに07年10月以降、投信への資金流入は大きく減少した。しかし、個別海外債券への直接投資は増えており、リスク性金融商品への資金流入が著しく減っているわけではない。「貯蓄から投資へ」の流れは脈々と続いている。今後5年間では、株式投信を中心に30～35兆円程度が流入するのではないだろうか。

## 当面は運用資産の増加が見込めない 機関投資家

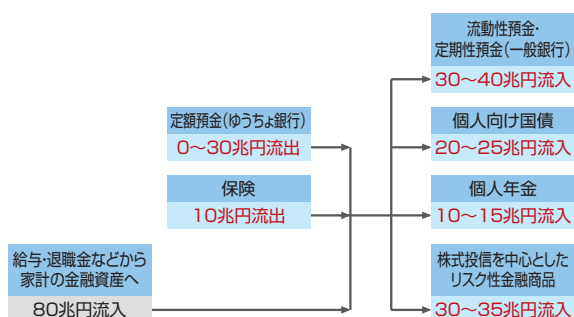
最大の機関投資家である年金ファンドの09年3月末資産額は約255兆円と推定される。このうち公的年金資産は約170兆円で前年度比20兆円減、企業年金は74兆円と14兆円の減少であった。巨大市場ではあるが、少子高齢化により、とくに公的年金では給付が収入を上回る年が当面続き、今後、残高の伸びは期待できない。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が195兆円、信用金庫・信用組合60兆円、ゆうちょ銀行170兆円、生命保険会社150兆円、かんぽ生保80兆円、損害保険会社20兆円となっており、合計で約675兆円にのぼる。

全国銀行では、前年度に比べ有価証券投資額が4%増加した。ただ内容には変化が見られる。国債の比率が全体の半分に達し、債券が全体の7割を占めるに至った。逆にその分、株式と「その他の証券」の比率が低下している。「その他の証券」には外国証券のほか、投信やヘッジファンドなどが含まれるが、特に外国証券以外のファンド等の部分が減少しており、地銀・第二地銀でその傾向が強い。国債へのシフトも含め安全指向が強まっている姿が見て取れる。ただ、国内の貸出需要は伸びておらず、今後も銀行収益における有価証券運用の重要性は増すことはあっても低下することはないと考えられる。

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、特別勘定のみを残高。

図表2 家計における投資商品の資金流入予想  
(今後5年程度の動向)



(出所) 野村総合研究所

## 資産運用ビジネスの現状と運用会社の経営課題

### 1. 試練の時を迎えた資産運用ビジネス

野村総合研究所の推計によると、2008年度の日本の資産運用ビジネスは、09年3月末の運用残高が約315兆円（海外顧客分を含む）、運用収入が約6,780億円であった。前年度に比べ、運用残高は62兆円の減少（-16%）、運用収入も2,080億円減少した（-23%）。両者とも、データが入手可能な02年度以降、最大の減少率となった（図表3）。金融危機の影響により08年度後半に資産価格が大幅に下落したことが主な要因である。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37%の116兆円、投信会社が24%の76兆円を占めている。ここでは、これら運用会社について08年度の状況を見て行く。

#### 残高、運用報酬とも大幅な減少

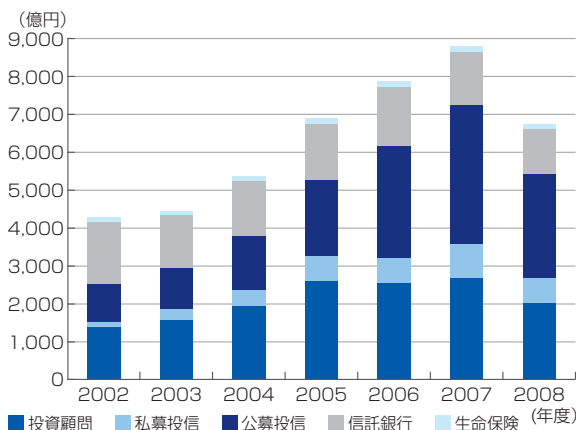
運用会社の資産運用残高は08年度末で192兆円と、前年度比52兆円の減少となり、前年度に続く大幅減となった。図表4は運用残高増減の要因を時系列で示したもので

ある。金融危機の影響による資産価格の下落（市場要因）により46兆円が失われた。純資金流入を示す顧客要因がプラスになっているが、実は公的年金運用の信託契約が一部投資一任契約に振り替えられた影響が含まれており、実質的な資金流入は投信・顧問ともほとんどなかったと言える。

また、08年度の運用報酬額は約5,430億円と推計され、前年度比1,850億円、25%ものマイナスとなった。ここ数年成長を続けてきた運用会社としては、初めてと言ってもよい収益の大幅な落ち込みであった。これまでは顧客要因による残高の増加が増収につながってきたが、08年度は時価の下落が極めて大きな要因となった。

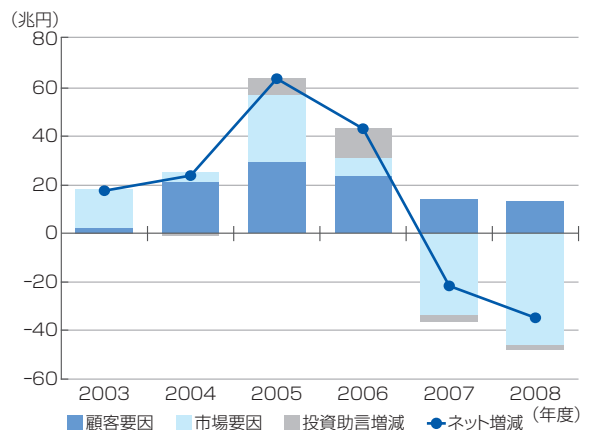
営業利益率<sup>2)</sup>も大きく低下した。07年度の31%から21%へと、10%ポイント減となった模様である。この大きな要因の一つは人件費とみられる。収入に対する費目別の割合を前年度と比較すると、人件費率だけが約7%の上昇となっている。金額自体が上昇しているわけではないが、収入が減少する中、固定費の性格の強い人件費の削減が追いつかなかったと考えられる。

図表3 資産運用会社の運用収入



(出所) 野村総合研究所

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等の資料を元に野村総合研究所作成

## 投信ビジネスと顧問ビジネスで 収益性の格差が拡大

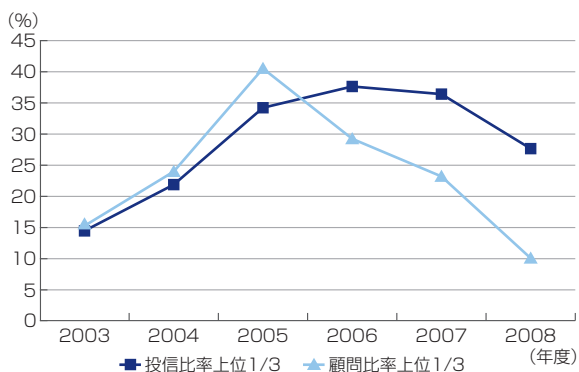
08年度に営業利益率は大きく低下したが、実は、投信主体の運用会社と投資顧問主体の運用会社では利益率の水準に大きな違いが出てきている。図表5は各年度ごとの収入に占める投信収入の比率が上位1/3のグループと、投資顧問収入の比率が上位1/3のグループについて営業利益率の推移を示したものである。特徴的なのは05年度から06年度にかけて、投信グループの利益率が顧問グループを逆転していることである。その後も投信グループは相対的に高い水準を維持している。

この理由の一つは収益の伸びの違いである。投信・投資顧問ビジネス別に運用報酬額の推移を見ると、投信が07年度まで資金流入を受けて報酬額が増加を続けてきたのに対し、投資顧問はここ数年停滞している。そのため全運用報酬額に占める投信と投資顧問の割合は05年度まではほぼ半々であったのが、07年度には63：37と投信ビジネスが大きく上回った。08年度もこの比率は変わっていない。

投資顧問ビジネスの収益が停滞しているのは、最大の顧客である年金ファンドの動向によっている。投資顧問の年金顧客としては、07年度から特に公的年金の契約残高比率が増加している。公的年金は契約金額も大きい、その分大幅にディスカウントされた運用報酬率が適用される。また少子高齢化もあり年金資産自体の伸びも期待できない。

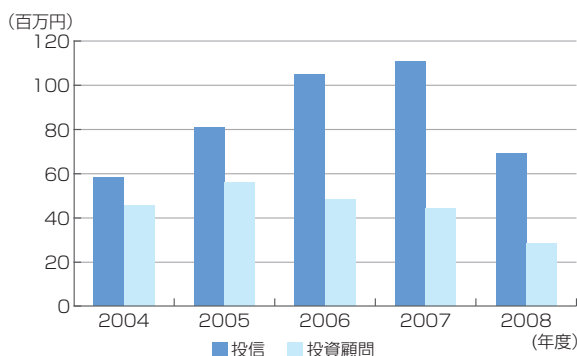
さらに効率性の面でも違いが出ています。一人当たり収入

図表5 主たる事業別の営業利益率推移



(出所)各ファンドの有価証券報告書、各社の事業報告書・HP・決算公告資料等をもとに野村総合研究所作成

図表6 一人あたり実質収入



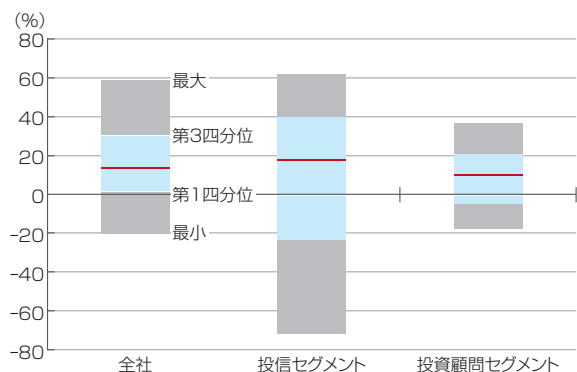
(出所)各ファンドの有価証券報告書、各社の事業報告書・HP・決算公告資料等をもとに野村総合研究所作成

をみると、投信では収入全体と同様に07年度まで増加が続いた(図表6)。一方、投資顧問では05年度以降、減少が続いている。つまり収入は伸びていないにもかかわらず人員を増加させたとみられるのである。投資顧問ビジネスにとっては、金融危機以前から厳しい状況が続いていると言ったことができよう。

## 投信ビジネスの特性

これまで述べたように、投信の収益性は投資顧問を上回っているが、収入面でのその大きな理由の一つは運用報酬率の高さである。投信の運用報酬率は投資顧問よりも高い場合が多い。もう一つ重要な点は、投資顧問では上述のように契約金額が大きくなると報酬率がディスカウントされるが、投信の場合はいくら売れても報酬率は一定である。つまり、売れば売るほど収入は直線的に増えることになる。業界全体として投信の収益性が上昇したのは、販売額が増

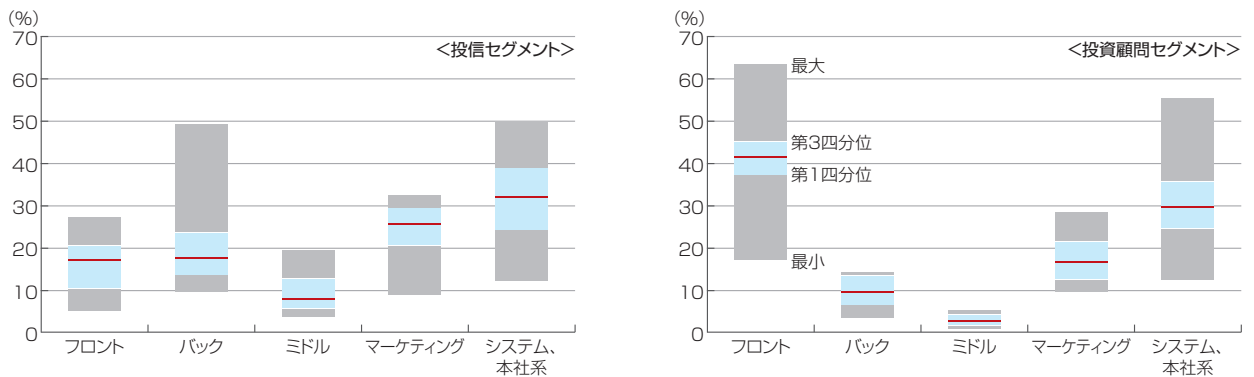
図表7 セグメント別営業利益率



(注)赤線は中央値。各セグメントで最上位、最下位の会社は除いて表示している  
(出所)「資産運用会社ベンチマーキング調査」(2009年度、野村総合研究所)



図表8 セグメント別のコスト構造



(注) 赤線は中央値  
(出所)「資産運用会社ベンチマーキング調査」(2009年度、野村総合研究所)

加したことが大きく貢献している。

では、個社ベースの収益性はどのようになっているだろうか。図表7は野村総合研究所が実施したベンチマーキング調査<sup>3)</sup>から、調査参加会社のビジネスを投信・投資顧問のセグメントに分け営業利益率の分布を示したものである。投信セグメントの利益率は投資顧問に比べ、バラツキがかなり大きく、08年度は大きくマイナスとなっている会社も少なくない。これには投資顧問とは異なる投信ビジネスのコスト構造が影響している。

図表8は、上述の調査から、調査参加会社のビジネスを投信・投資顧問のセグメントに分け、コスト構造をみたものである。一見して、投信セグメントでは総コストに占めるバックオフィスとマーケティングの割合が、投資顧問セグメントに比べ非常に高いことがわかる。投信は販売会社を通じた不特定多数の個人への販売が中心であり、販売会社へのサポートや顧客に対する資料作成、基準価額計算などの費用が多くかかるためである。

これらの費用は、運用資産が少なくても相当程度必要となるものである。そのため運用残高がある程度大きくなるまでは必要コストの方が高くなり、なかなか利益を上げることができない。しかし、いったん残高がコストを上回るようになれば、報酬率が高い分、その後の資産の伸びに対する利益の増加率は非常に大きい。投信は運用資産の多寡によって利益率に大きな差が出てくるビジネスなのである。日本の投信が全体的に投資顧問よりも高い利益率になったのは、資金流入が続いて運用残高が大きくなり、コストを吸収できるだけの

収入を上げられる規模になったからである。

投信のバックオフィス・コストを引き上げている理由として、残高が極めて少ないファンドの数が非常に多いという、日本の投信市場特有の状況もあると考えられる。追加型公募株式投信のファンドごとの収入額の分布をみると、ごく少数のファンドのみが非常に高い収入を得ており、1ファンド当たりのコスト(推定で4,200万円程度)を上回る収入を得られているファンドはわずか20%に過ぎない。8割が採算割れである。これらのファンドにも前述した基準価額計算や報告書の作成負担のコストは発生し、これが投信会社のコスト全般を押し上げているのではないと思われる。こうした業務のコストを収入に応じて変動費化するという方法を採用することができれば、コスト低減につながるのではないだろうか。

もう一つ、投信のコスト構造で特徴的なのは、フロント部門、つまり運用・リサーチなどにかかっているコストの低さである。投資顧問では、フロント部門はビジネスの中枢であり、ここに最大のコストをかけているが、投信では中央値ベースで投資顧問の半分にも満たない(図表8)。これは、近年の投信では、売れ筋の大半が外国資産を組み込んだファンドやファンドオブファンズであり、その運用を外資系運用会社等に再委託するケースが多いためと考えられる。日本の投信ビジネスにおいては自社で運用商品の製造を行わない「ファブレス化」が進んでいる。商品の「製造」に力を入れるよりも、「営業」力で運用資産を集めているのである。日本の運用会社もつ運用スキルは日本株中心のものであ

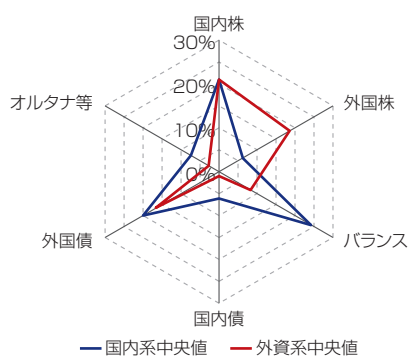
り、投信の売れ筋商品とはマッチしていないというのが現実であろう。日本の投信ビジネスにおいては「ファブレス化」も一つの選択肢と考えることもできるかもしれない。

## 国内系と外資系で差が出た08年度の減収率

ここで、08年度の収益に、国内系運用会社と外資系運用会社でどのような違いが出たかを振り返っておこう。08年度の運用会社の利益率は、上期と下期とで大きく異なっている。前述の野村総合研究所ベンチマーキング調査によると、上期の利益率は前年度並みの30%近い水準であったが、下期は中央値がゼロという状況であった。国内系と外資系とでこの下期の下がり方に違いが出た。相対的に外資系の方が低下の度合いが大きかったのである。

この理由の一つは商品ポートフォリオの違いである。図表9は、08年度の収入について資産クラス別の構成比を表したものである。国内系は、国内株式、外国債券、バランス型で均整がとれているのに対し、外資系は内外株式と外国債を中心としており、株式への依存度が高くなっている。08年度は内外株式が高い相関を持って下落し、かつ為替相場も大幅な円高に振れたため、内外株式と外国債券の運用を中心とする外資系運用会社は、国内系に比べて収入の低下が大きくなったと考えられる。

図表9 資産クラス別の商品ポートフォリオ



(注) 収入の資産クラス別構成比を各社毎に計算し、それらの中央値であるため、合計は100%にならない  
 (出所)「資産運用会社ベンチマーキング調査」(2009年度、野村総合研究所)

## 2. 今後のビジネス見通しと経営課題

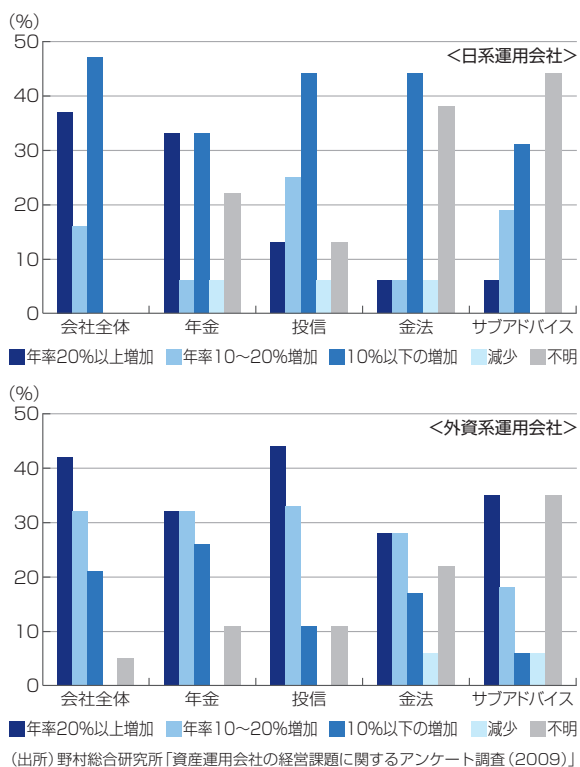
こうした状況の中、運用会社の経営者は今後のビジネス

にどのような見通しを持っているのか、野村総合研究所が07年以降実施しているアンケート調査から見てみたい。

日系・外資系別に今後3～5年間の資産の伸びを聞いたところ、強気の見方をする経営者が多かった(図表10)。「年率10%以上」が日系で約5割、外資系で約7割で、前年に比べ低下はしているが依然高い数値である。運用収入も「10%以上の成長」という回答が日系で6割、外資系8割で前年と変わらず、強気の姿勢が見てとれる。

ビジネス別では年金(特に企業年金)で高い成長を見込む会社がかかりあった。積立比率低下、国際会計基準導入などの環境変化をビジネス機会と捉えているのかもしれない。投信では「10%以上の成長」と回答した会社が、日系で大きく低下した。銀行での販売が大きく落ち込み、中期的な成長に不安を持つ姿が浮かび上がる。

図表10 今後3～5年間の資産残高伸び率



- 2) 営業利益を、ネットの収入(公募投信の販売会社への代行手数料相当分を収入から控除)で除した割合。
- 3) 野村総合研究所が2009年7月に実施した「資産運用会社ベンチマーキング調査」。業務効率性の面での改善点を見出すための調査で、国内系・外資系17社が参加。



## 顧客別市場動向と商品戦略

### 1. 年金向けビジネス

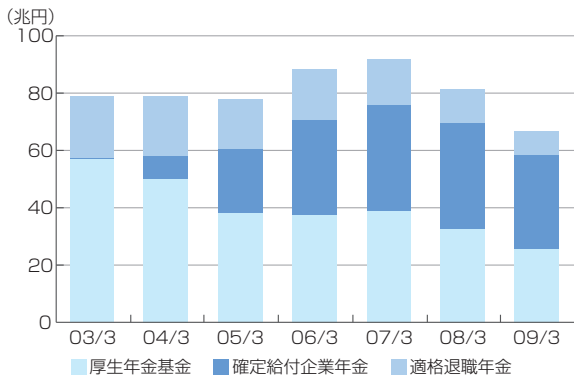
#### 大幅な資産減少に見舞われた年金市場

年金市場の資産規模は、2009年3月末で255兆円と推定される。そのうち公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）が約170兆円（前年度比20兆円減）で2/3を占める。その7割、約120兆円は厚生年金保険・国民年金の積立金となっている。

厚生年金保険・国民年金の積立金は、01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。09年3月末のGPIF市場運用分は118兆円で、パフォーマンスは悪化したが新規資金があったため、前年度比若干の減少に止まった。

08年度末のGPIF市場運用分は、国内株・外国株が減少した分、国内債が増加し、67%と2/3を占めている。GPIFは資産規模が巨大で、パッシブ運用主体であり、また資産管理機関の集約を進めた結果、手数料率は2.4ベースポイント(bp)と昨年度よりさらに0.5bp低下した。

図表11 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

厚生年金の積立金では、財政融資資金への預託金の償還が08年度で終了した。そのため今後のGPIF市場運用資金の原資は新規の寄託金と直接引受財投債の償還分ということになる。しかし高齢化・少子化により、年間の年金給付額が保険料収入を上回る状況が少なくともここ数年は続くと思込まれており、ネットで見るとGPIFでは資金流出が当面は継続するとみられる。

一方、企業年金は、確定給付型年金で資産額が67兆円となり前年度末から約15兆円（18%）減少した（図表11）。投資環境の悪化により、08年度の運用利回りは前年度を上回るマイナスを記録している。

各制度の状況を見ると、厚生年金基金は基金数ではほぼ変わらないものの、資産残高は2割以上減少、26兆円となった。確定給付企業年金は、廃止が近づいている適格退職年金からの移行が続きその数が大幅に増加、5,000件を超えた。件数は増加したものの、資産規模は縮小し、33兆円となった。

12年3月末で制度廃止が決まっている適格退職年金は、09年3月末で2万5千件、8兆円が残っている。08年度中の移行（件数ベース）をみると、確定給付企業年金への移行比率が増加し1/4となっている点が特徴である（そのほか、確定拠出へ約1割、中退共へ1/3）。今後もこの傾向は続くと思われ、最終的には件数ベースで15%程度が確定給付企業年金へ移行することになると見込まれる。ただし、この多くは小規模な年金ファンドと考えられ、運用会社の顧客として見込めるところは少ないかもしれない。

#### 拡大する企業年金のリスク

日本の企業年金は、00年の退職給付会計の導入以降、年金負債の圧縮に努めてきた。その甲斐あって東証一部上場企業の年金負債（PBO）は、ここ数年70兆円程度で安定的に推

移してきた。一方、06年度までは増加を続けていた年金資産は、07年度から2年続いた運用パフォーマンスの悪化により、45兆円まで減少した。このため、いったんは100%近い水準まで回復した積立比率（退職給付引当金を含む実質ベース）は80%を割り込む水準にまで低下した。また、この積立不足分の償却が08年度から始まり、償却額は1兆円を超えた。09年度には3兆円を超えると予想される。

こうした状況に追い討ちをかけると考えられるのが会計基準の改訂である。10年3月期以降、割引率の平準化が廃止され、債券利回りの短期的変動が年金負債額に直接の影響を与えることになる。さらに、遅延認識の見直しの検討が進んでいる。B/S上の未認識積立不足部分の即時認識は既定路線となっており、これを09年3月期にあてはめると、B/Sに計上される積立不足分は11兆円から29兆円と3倍近くに跳ね上がる。P/L上における遅延認識の廃止はまだ方向性が定まっていないが、もし実施されれば企業業績にさらに大きな影響を与えることになろう。

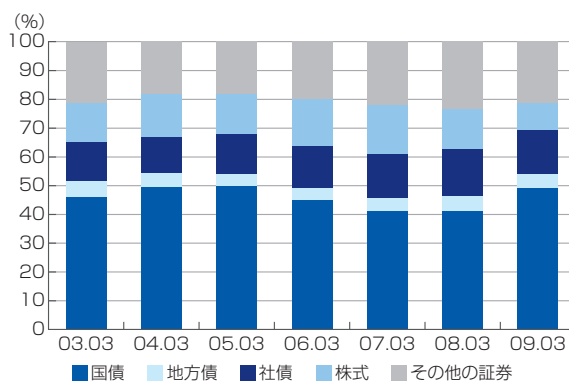
## 2. 銀行の有価証券投資

### 都銀と地銀で違いの出た08年度の 有価証券投資

全国銀行における投資有価証券保有残高は、08年度末で195兆円、前年度末より7兆円の増加となった。しかし資産構成は前年度末からかなり変化し、国債が半分を占めるまでに増加、逆に株式はついに10%を切り、ここ数年伸びていた「その他の証券」の比率も低下している（図表12）。金融危機により、銀行が信用リスクの低い国債等に資金をシフトし、安全指向を強めたことが窺える。ただこの状況も、都市銀行と地方銀行・第二地方銀行という業態別にみると、大きな違いが見られる。

実は投資有価証券の残高が伸びているのは都銀と信託であり、地銀・第二地銀では若干ではあるが減少している。都銀では、手元流動性を高めるために国債を大きく増加させ、預証率も上昇した。一方、地銀・第二地銀は、「その他の証券」を中心にポジションの縮小や減損処理を積極的に進めたり

図表12 全国銀行の有価証券残高構成比の推移

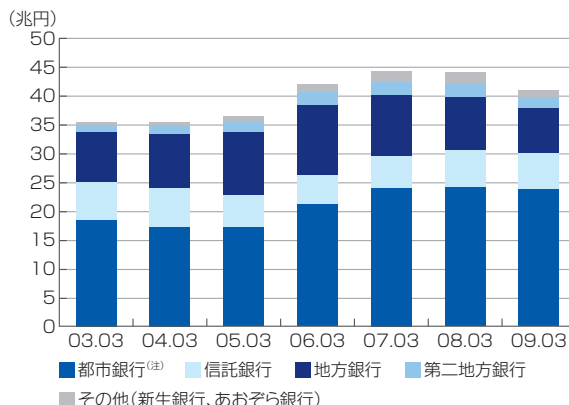


した結果、残高が縮小し預証率も低下している。金融危機に対し、業態によって異なる対応となったことが見てとれる。

### 管理体制により二極化する 今後のファンド投資

有価証券の中で資産運用ビジネスに最も関連が深いファンド等の状況はどうであろうか。ファンド等が含まれる「その他の証券」は、09年3月末全国銀行では約40兆円で、このうち外国証券は30兆円、残りの10兆円がファンド、ヘッジファンド、証券化商品などである。この10兆円のうち5兆円がヘッジファンドを含むファンド投資額と推定される。「その他の証券」は前年度末と比べ約3兆円減少したが、そのほとんどが外国証券以外の減少で、うち半分がファンド関連と見られる。

図表13 業態別の「その他の証券」の推移



大きく減少したファンド投資だが、今後の投資意欲に関しては業態や個別行ごとに違いが見られる。野村総合研究所が実施したインタビュー調査やアンケート調査<sup>4)</sup>によると、都市銀行では、今後投資したい商品としてファンド／ヘッジファンドおよびコモディティを挙げる意見が多く聞かれた。地域金融機関では、国債や国内社債など債券を今後の投資商品として挙げるところが多く、ファンドの順位は全体としては高くない。しかし、リーマンショック以降も継続的にファンド投資を行っているところも少ないながら存在する。今後ファンド投資を行うにあたっては、商品の透明性、情報開示（たとえばルックスルーが可能な商品）、リスク管理のしやすさが重要なポイントとなるという声が強かった。

今回の金融危機により、金融監督の観点からも有価証券のリスク管理の高度化を求める動きが強まっており、銀行は有価証券運用に対しより慎重な姿勢をとるようになってきている。貸し出しが伸び悩む中、有価証券の運用収益は銀行収益の重要な柱の一つであることに変わりはないが、管理体制によって有価証券投資の収益性にも違いが出てくるだろう。相対的に運用管理体制が充実している大手行や、地域金融機関でも体制整備を図っているところでは、収益向上に資する幅広い投資対象に積極的な投資が可能となる。投資環境が好転してくれば、ファンド等への投資も増加する可能性がある。一方、十分な運用体制が整っていないところでは、当面自らの管理能力の範囲内で有価証券運用を行うことになるだろう。

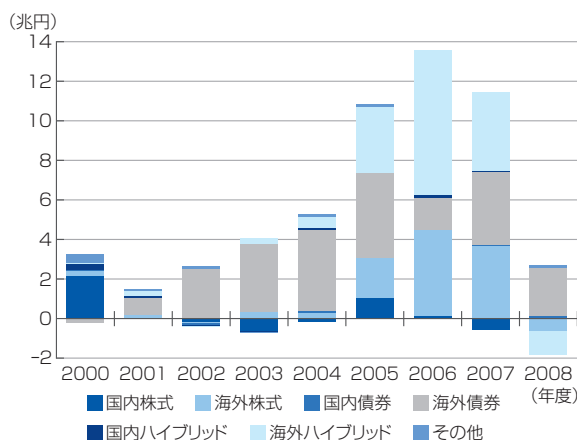
### 3. リテールビジネス

#### 海外債券型投信が資金流入を維持

国内で設定された公募投信の残高は、07年10月の82兆円をピークに減少に転じ、08年3月末には約70兆円となったが、09年3月末には51兆円とさらに大きく減少した。

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、いずれも海外の有価証券に投資するものである。08年度は相場状況の悪化により投信からの資金流出が続

図表14 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

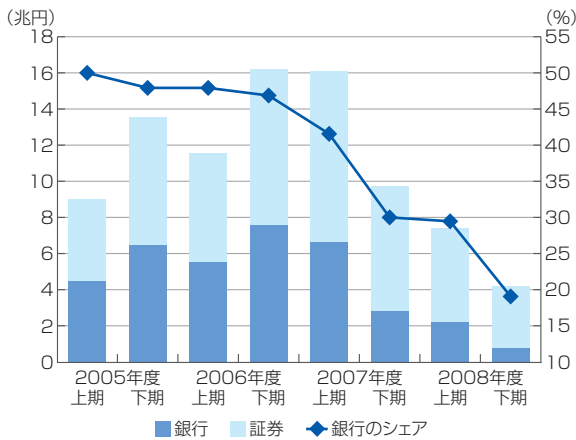
いたが、特に海外ハイブリッド型と海外株式型は大幅な資金流出となっている。これには分配金利回りが大きく影響している。海外ハイブリッド型は07年度から、海外株式型は08年度から分配金利回りが低下しており、それに伴って資金が流出した。一方海外債券型は、基準価額は低下したが分配金の水準を維持したことで分配金利回りが上昇、資金流入を維持した。

#### 投信販売の落ち込みにより顕在化する販路の変化

投信の販売額は07年度下期から大きく減少し、08年度はその傾向に拍車がかかった。手数料収入の大半を占める公募株式投信の販売額は08年度下期約4兆円で、ピーク時の1/4にまで落ち込んだ。この状況は販売会社に投信関連収入の大幅減少をもたらすとともに、証券・銀行の販売シェアにも大きな影響を与えた。銀行ではリーマンショック以降、既存顧客のフォローに集中し新たな販売活動をほぼ停止させたところも少なくなかったと言われ、08年度下期の販売額は07年度上期の1/10にまで減少した。一方、証券会社は新興国債券ファンド、通貨選択型ファンドなど新たな商品を次々に打ち出し、減少に歯止めをかけることに成功した。証券会社の同時期の落ち込みはピーク時の1/3までとなっている。

しかし残高でみると状況は大きく変わる。銀行のシェアは

図表15 公募株式投信(除くETF)の販売額



(出所) 投資信託協会、週刊金融財政事情、Fundmarkのデータを元に野村総合研究所推計

ここ数年5割強で安定的に推移している。この背景には証券会社が販売する投信の解約率の高さが挙げられる。過去5年間では年率36%と銀行の2倍にも上るのである。収益がほぼ残高に比例する投信運用会社の観点からは、安定的に残高を維持している銀行は依然として重要なチャンネルとすることができる。

また、銀行にはまだまだ販売余力があるとみることができ。銀行は、退職金等の取り込みを狙って、06年度以降、預入れ当初の金利を優遇し、定期預金残高を増やしてきた。その額は24兆円に達する。この大部分が既に優遇金利の対象から外れており、より有利な投資のための待機資金、すなわち市場動向が回復すれば投信などへ向かう可能性のある資金と考えられよう。

では銀行における投信販売はいつごろ回復できるのか。相場の上昇が必須であるとともに、既存顧客の評価損が縮小し投信を勧めやすい環境が整う必要がある。推計評価損益率をみると、海外ハイブリッド型や海外株式型は09年6月末現在-20%を下回り、資金流入にはまだ時間がかかると考えられる。一方、海外債券型では既にゼロに近づいており、銀行窓販でも流入超過に転じると期待される。

#### 4. 商品動向と今後の商品需要

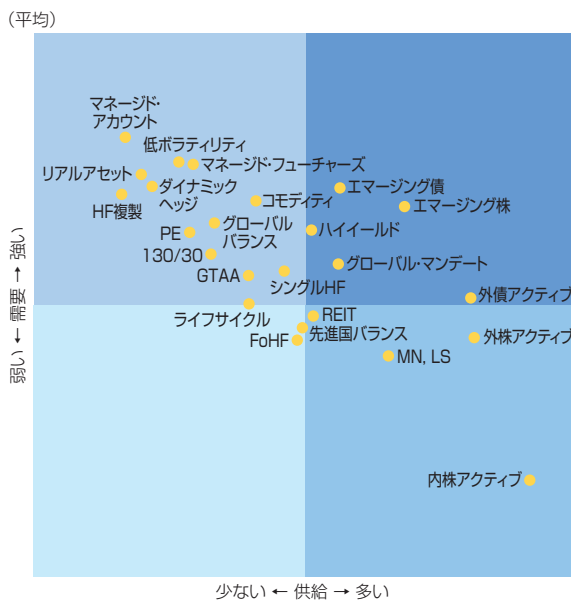
現在、運用会社は日本の投資家(リテール、年金、金融法

人)に対してどのような商品を提供し、また投資家の関心はどのような商品にあるのか。前述の資産運用会社向けアンケート調査から分析を行なった(図表16)。

国内株式のアクティブ運用は、多くの運用会社が提供しているものの、投資家の需要は低い。またロング・ショートなどやファンドオブヘッジファンズも、リターンの悪化に加えて流動性リスクの高さから需要減退となっている。

逆に投資家全般の需要が高いと見込まれている商品は、エマージング株式・債券である。このほか、リテールではコモディティやハイイールド債、機関投資家ではマネージドフューチャーズやリアルアセットなどの需要が高いが、商品供給が追いついていない。さらに、金融危機を経験した中で、低ボラティリティ運用、ダイナミックヘッジなどリスク管理を伴う株式運用の需要も高い。アンケートで今後提供を検討している商品を探ねたところ、運用会社の多くがこうした需給ギャップの高い商品の提供を目指していることが窺えた。

図表16 日本の投資家向け商品の需給バランス



(注) 横軸は、当該商品を提供している運用会社数を指標化したもの(商品を提供している運用会社数であり、金額の規模ではない)。縦軸は、当該商品を提供している運用会社に対する、投資家からの需要が強いと考える運用会社数の相対的な多さを指標化したもの

(出所) 野村総合研究所

4) 全国505の地域金融機関を対象に実施したアンケート調査。回答件数258(回収率51.1%)

## 著者紹介



### 堀江 貞之

*Sadayuki Horie*

金融市場研究部  
上級研究員

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*

金融市場研究部  
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*

金融市場研究部  
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、リスク管理、ALM



### 小宮山 信

*Makoto Komiyama*

金融市場研究部  
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、企業財務、資産運用



### 外園 康智

*Yasunori Hokazono*

金融市場研究部  
主任研究員

focus@nri.co.jp

専門は、金融ビジネス調査



### 浦壁 厚郎

*Atsuo Urakabe*

金融市場研究部  
副主任研究員

focus@nri.co.jp

専門は、資産運用



### 前山 拓哉

*Takuya Maeyama*

金融市場研究部  
副主任研究員

focus@nri.co.jp

専門は、投資信託評価



### 富永 洋子

*Hiroko Tominaga*

金融市場研究部  
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2009 (要約版)

### 金融ITフォーカス特別号

発行日 2009年10月22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 金融市場研究部

デザイン 株式会社ベネクスマーケティング

印刷・製本 株式会社さとう印刷社

問い合わせ先 金融市場研究部  
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。



