

日本の 資産運用ビジネス

2010/2011

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

金融危機から2年以上が経過しましたが、日本の資産運用ビジネスには未だ底打ち感がないように思われます。事実、2009年度の収入は2008年度から約6%減少、2010年度も9月末までの推計ではまだ上昇傾向が見えていません。年金ファンドは既に高齢化のため今後は資金流出フェーズに入ります。また金融機関も中長期的には投資家としての存在感が増すでしょうが、短期的にはバーゼル規制や国際会計基準への対応など、ファンド投資を控える環境変化が控えています。一方、今後5年間は、団塊世代の退職金が引き続き期待できるほか、ゆうちょ銀行の定額貯金や個人向け国債の償還もあり、投信市場にはまだ十分な資金が流入すると思われます。したがって、今後数年間は、運用会社にとってまだら色のビジネス状況の中で経営の舵取りを行うことを余儀なくされると考えられます。

このような環境の中、野村総合研究所では、毎年継続している経営者へのアンケート調査や金融機関の有価証券運用に関するインタビュー調査、運用会社の事業報告書等の多岐にわたるデータベース、経営者へのインタビューを含めた定性情報などを通じ、資産運用ビジネスの置かれている環境を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2010/2011」を作成しました。2006年から数えて5冊目になります。英語版も、海外の資産運用ビジネス関係者に広く読まれる冊子として定着しています。

この冊子は、例年通り、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。今回は、「迫られる事業構造の大転換」、「顧客満足度に直結する投資家リターンの向上が求められる投信ビジネス」などの提言を盛り込んだ内容となっています。

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、読者からいただいた意見も反映させ、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。

2010年11月吉日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部
「日本の資産運用ビジネス2010/2011」総括責任者

堀江 貞之

第1章

日本の投資家動向

依然巨額な金融資産

— 資産構成に大きな変化は見られず

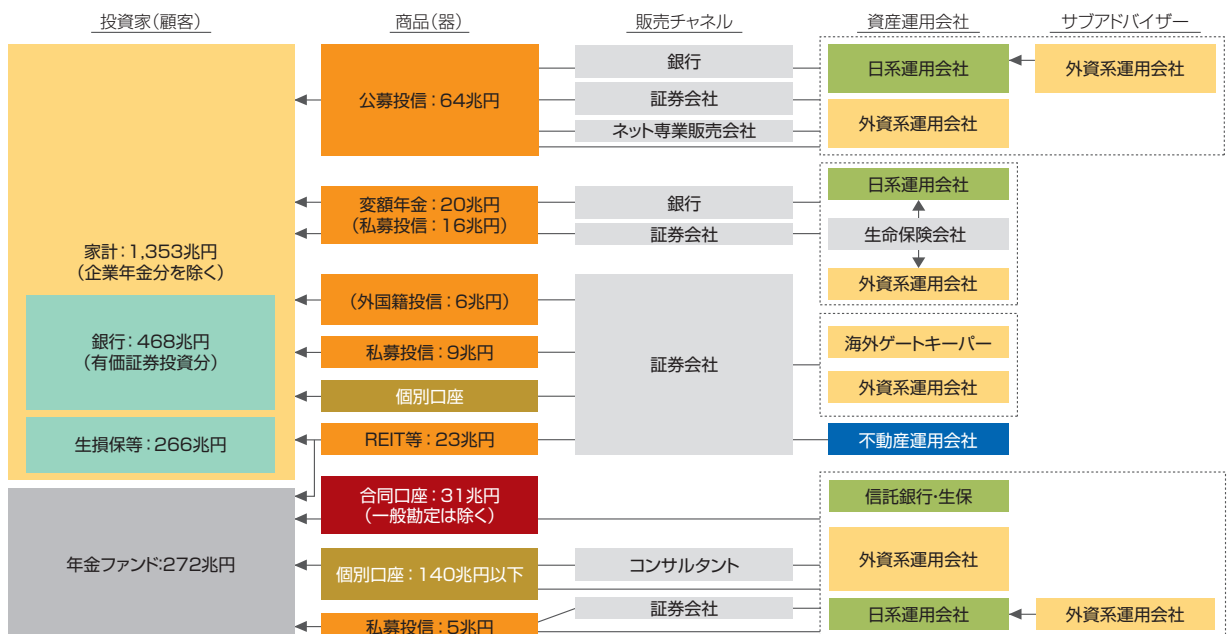
2009年度の日本の資産運用市場は、株式市場の回復もあって資産額が増加したものの、全体としては前年度から大きな変化は見られない。図表1は、2010年3月末現在の日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。日本で運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家(家計)、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つである。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は、全体で1,625兆円

と推定される。1年前と比べ約56兆円の増加、そのうち家計は39兆円、年金ファンドは17兆円の増加となっている。家計の金融資産は預金等の安全資産が中心であることから、金融危機などがあってもかわらず、過去数年間その総額は大きくは変動していない。

資産全体のうち、資産運用機関が運用委託を受けている金額は344兆円¹⁾、約2割である。この割合も過去5年間あまり大きな変化は見られない。家計の金融資産の受け皿として投信は高い成長が期待されているが、資本市場の低迷もあり、現在は緩やかな成長に留まっている。資産運用機関の成長がやや足踏み状態が続いているというのが現状である。

運用収入を投資顧問(主として年金)と投信(主としてリテール)に区分すると、2009年度はほぼ半分ずつの

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

割合であった。家計の高利回り商品への需要は引き続き強いものと予想され、このニーズに対応しうる投信の成長力は依然として大きい。したがって今後、投信の収入割合が増加することは確実である。

家計—投信への資金流入は回復基調

家計の金融資産は、2010年3月末現在で約1,353兆円と、1年前と比べ39兆円、率にして3%増加した。その多くは株式、投資信託の増加によるものである。預金金額は前年度からあまり変わらず、保険（除く年金）は減少傾向にあるものの、依然として預金と保険の合計で金融資産の7割以上を占めている。

では、今後5年間の金融資産の動向はどうなるのか。図表2はデータに基づいて推計した結果を示したものである。まず、金融資産の原資として重要な位置を占める退職金だが、退職時の住宅ローン残高を返済したネット金額で考えると、今後5年間で約40兆円が流入すると予想される。団塊世代の大量退職が終了し、後は退職世代の人数が減っていくことから、これまでよりも低い数値となっている。

ゆうちょ銀行の定額貯金からは5～10兆円程度が流出すると見られる。ここ1、2年、流出に対して歯止めをかける姿勢が見られており、後はこれまでよりやや流出額が減少すると考えられる。保険からは10～15兆円の流出が見込まれる。これまで資金の流入先であった個人国債であるが、2011年から償還が始まる。現在の低金利がある程度継続すると考えると、今後の買い換え需要はあまり期待できないだろう。金利水準にもよるが

12～24兆円が流出すると見られる。

一方、資金の流入先を見てみると、一般銀行の預金には今後も継続的に29～39兆円が流入すると予想される。個人年金には、定額年金を中心に10～14兆円が流入すると見込まれる。株式投信等のリスク性商品については、29～34兆円が流入すると見ている。投信への流入額は08年度大きく減少し、一般には悲観的な見方をしていた向きもあったように思われる。しかし09年度は資金が戻ってきており、この傾向はしばらく続くものと予想される。投信への資金流入は回復基調にあると見てよいだろう。

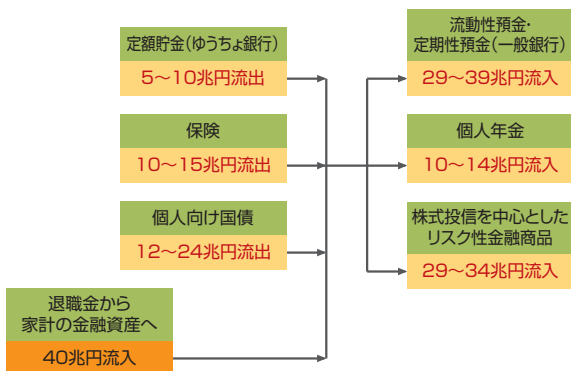
有価証券残高が増加するも 安定志向の続く全国銀行

最大の機関投資家である年金ファンドの2010年3月末資産額は約272兆円と推定される。このうち公的年金資産は約179兆円で前年度比8兆円増、その他の企業年金等は93兆円で9兆円増であった。この要因としては株式市場の回復による部分が多い。10年度、公的年金の中心である厚生年金では前年度よりネットの資金流出が増加する見込みで、年金ファンド全体でも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、全国銀行が約230兆円、信用金庫・信用組合等で60兆円、ゆうちょ銀行180兆円、生命保険会社165兆円、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734兆円となっている。

全国銀行では、投資有価証券残高は08年度末より37兆円と2割近く増加した。そのうち国債の増加額が35兆円と大半を占める。08年度に見られた安全資産への投資傾向が09年度も継続している。一方、「その他の証券」は08年度と同様に減少した。「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（以下、ファンド等）などが含まれるが、08年度はファンド等の減少が大きかったのに対し、09年度に減少したのは主に外国証券で、ファンド等は残高を維持したものと推定される。銀行では貸出の伸び悩みが続いており、この状況が続けば今後も有価証券運用の重要性は一層増すことになるが、当面は安全志向の運用が続くものと思われる。

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 収益率の低下が続く資産運用ビジネス

野村総合研究所の推計によると、2009年度の日本の資産運用ビジネスの状況は、10年3月末の運用残高が355兆円（海外顧客分を含む）、運用収入は6,531億円であった。前年度と比べ、運用残高は40兆円（+13%）の増加となったものの、運用収入は420億円（-6%）の減少であった。08年度末は市場のボトムであったため、09年度はその反動によって運用残高は持ち直したが、期中の平均残高は08年度の水準に満たず、初の2年連続減収となった。

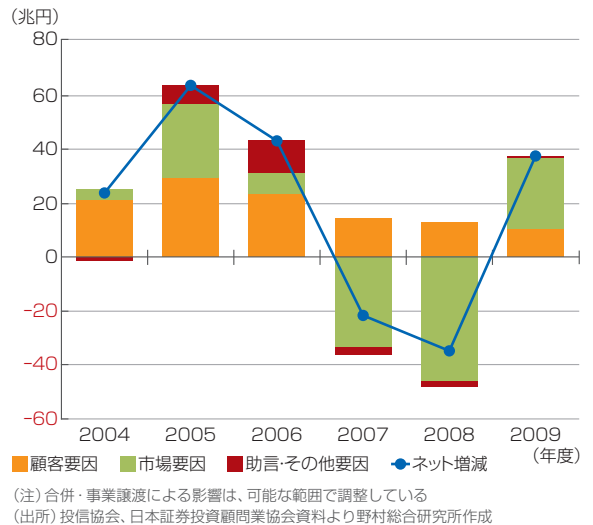
本章ではこのうち、信託銀行と生保会社を除く、投信投資顧問専門の会社（以下、運用会社）について、ビジネスの状況と課題を確認したい。

収益は2年連続の減少、利益率は下げ止まらず

図表3は、運用会社における運用残高の増減要因を時系列で示したものである。09年度は37兆円の増加となったが、その7割に相当する26兆円は、市場要因（資産価格の上昇）によるものである。顧客要因（顧客からの純資金流入）は約10兆円だが、これには年金信託契約が投資一任契約へ振替えられた分が6兆円程度含まれる²⁾。したがって、09年度の実質的な純資金流入のほとんどは投信によって占められる構造であったと言える。

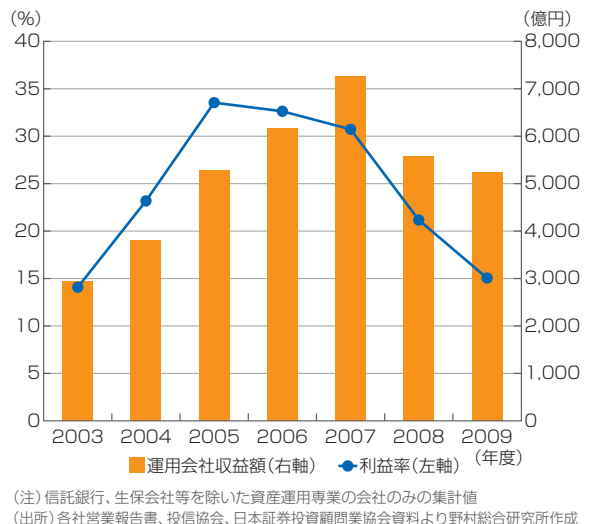
一方、運用報酬は約5,250億円で、前年度比310億円（-8%）の減収となった（図表4）。運用報酬の内訳は、投信ビジネスが3,100億円（前年度比-9%）、投資顧問ビジネスが2,150億円（同-2%）で、運用報酬額の減少が止まらない。

図表3 運用資産増減額の要因分解

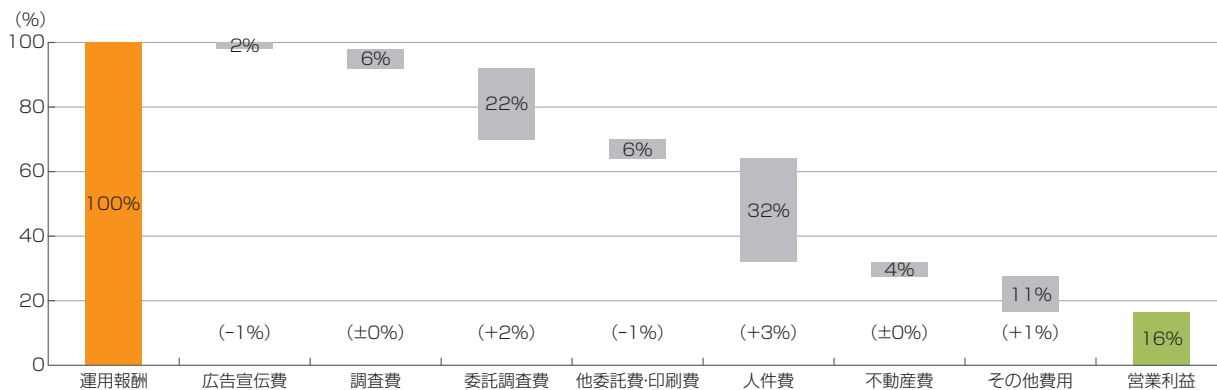


営業利益率も大きく低下した。図表4に営業利益率の推移を示している。過去には30%を越える水準だったこともあるが、09年度は約15%にまで低下した。これは、運用残高や運用報酬額が現在の6割程度の水準だった、03年度の水準に近い。ビジネスの拡大を見込んで人

図表4 運用会社の運用報酬と営業利益率の推移



図表5 運用会社のコスト構造



(注) 運用報酬は、投信の代行手数料に相当する支払手数料を控除した純額。括弧内の数値は、前年度における各費目の構成比との差(単位: %ポイント)
 (出所) 各社営業報告書、有価証券報告書より野村総合研究所作成

員等の経営資源の増強を図ったものの、運用環境の暗転やそれに伴う資金流入の停滞から報酬が大幅に減少し、利益率も低下したことが窺える。

硬直的なコスト構造

報酬額の低迷が利益率を大きく低下させた背景には、硬直的なコスト構造がある。図表5は、執筆時点で損益計算書が利用可能な約60社(全体の営業利益率は16%)について、09年度の運用報酬に対する各費目の割合を示したものである。このうち、大きな割合を占めるのが人件費(32%)と委託調査費(22%)である。人件費は最も重要な経営資源である人材の調達コストであり、委託調査費には、外資系運用会社における外国本社からの配賦コストや、外部の運用会社へ流出する投資顧問料が含まれる。

図表には、08年度(集計対象会社全体の営業利益率は20%)の各費目構成比との差分も示した。これを見ると、人件費は3%ポイント、委託調査費は2%ポイント上昇している。その分、営業利益率は低下したことになる。総コストの中で大きな割合を占めるこれらの費用は固定費的な性格が強く、運用報酬の低下に対して弾力的に抑制することが難しいため、利益率の低下を免れ得ない状況にある。

2 迫られる事業構造の大転換

こうした深刻な状況にある事業環境を踏まえて、運用会社の経営者はどのような見通しを持ち、対応を採って

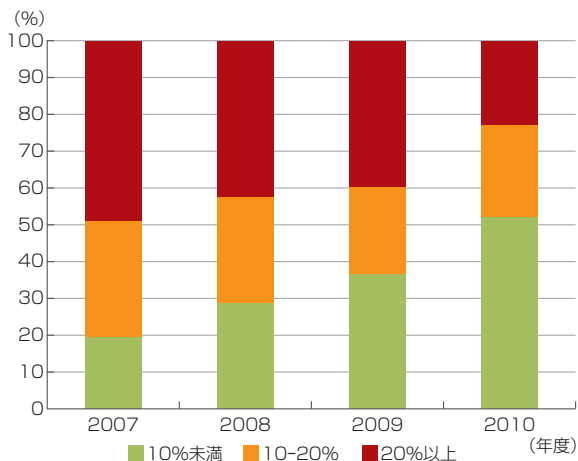
いるのか。野村総合研究所が2010年に実施した「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」³⁾から分析したい。

後退する事業見通し

アンケートでは毎年、将来の運用資産額の増減見通し(今後3~5年間で、市場の変動を除いた純資金流入の見通し)を訊いている。各年の回答を時系列で確認すると、10%以上の資金流入を見込む強気の見通しは一貫して減少している。今年は「10%以上増加」と「10%未満の増加あるいは減少」とが、ほぼ半々となっている(図表6)。

市況の回復が期待できない状況で、さらに、経営者の考える通り資産運用業界全体への資金流入が鈍化・先細りするとすれば、自社ビジネスを拡大させるためには、従来よりも積極的な施策が必要になる。例えば運用商

図表6 運用資産額の増減見通しの推移(会社全体)



(注) 今後3~5年の純資金流入による運用資産額の増減率見通しに対する回答を集計。有効回答数は各年とも約40~50社
 (出所) 「資産運用会社の経営課題に関するアンケート」各年度

品の観点では、受け皿ファンドや代替プロダクトの設定によって顧客資産の流出を回避しつつ、パフォーマンス競争力が強く分散効果の高い独自性あるプロダクト、リテール顧客の固有のニーズに応えるファンドなどを機動的に提供し他社からの乗り替えを図るといったことが考えられる。今後、こうした動きが一層活発化することが予想される。

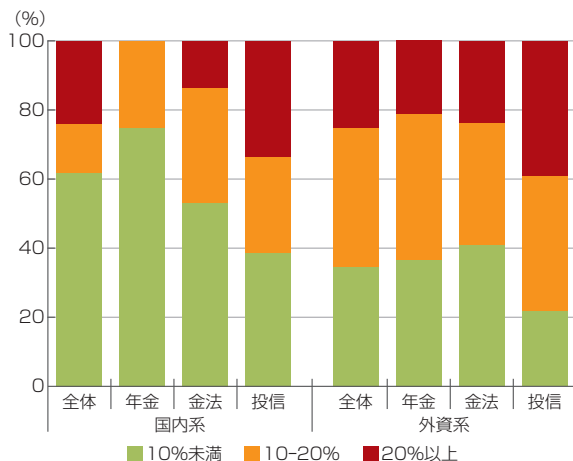
大きな伸びが期待される エマージング資産

資金流入の見通しを、運用会社の資本タイプ別に比較すると(図表7)、強気の回答は外資系に多い。会社全体についての見通しを見ると、本年の調査で10%以上の増加を見込む回答の割合は、外資系が国内系の倍程度になっている。全体としては先細りと予想されている資金流入の取り込みに成功する確信度は、外資系の方が強いようである。

外資系運用会社は、なぜ国内系よりも強気の経営見通しを堅持できるのだろうか。この背景には、それぞれが強みを持つ資産クラスの違いがあると考えられる。

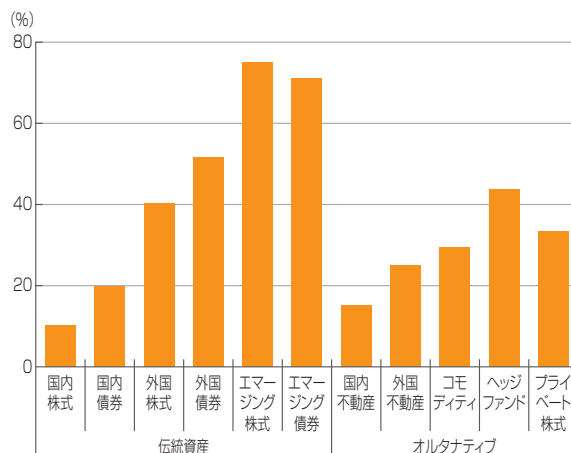
アンケートによれば、経営者が評価する資産クラス別の有望度にはかなりの差がある。図表8は、資産クラスごとに、今後3～5年で10%以上の運用資産の増加を見込む回答の割合を示したものである。まず伝統資産では、国内資産よりも外国資産、さらにエマージング資産に高い資産増を期待する構図が鮮明である。不動産などのオルタナティブ商品については、一定の増加は期待されて

図表7 運用資産額の増減見通し(資本タイプ別・ビジネス別)



(注)「全体」は会社全体。今後3～5年の純資金流入による運用資産額の増減率見通しに対する回答を集計
(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート」(2010年度)

図表8 資産クラス別の運用資産額の増減見通し
(10%以上の増加を見込む回答の割合)



(注)今後3～5年で10%以上の運用資産額の増加を見込む回答の割合
(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート」(2010年度)

いるものの、エマージング資産ほどの強気の見通しは持たれていない。

外資系運用会社の経営見通しが相対的に強い理由は、エマージング資産を始めとする有望度の高い運用商品の提供で自らに強みがあると考えているためと思われる。一方、多くの国内系運用会社の強みは国内株式を中心とする運用であり、提供可能な商品と成長の見込める資産クラスが合致していないのである。国内系運用会社は今後の投資資金の取り込みにおいて大きな障害に直面する可能性がある。

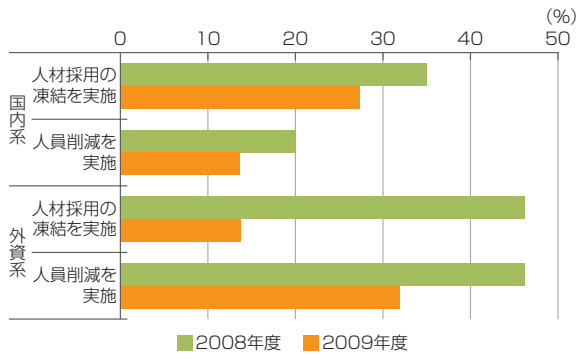
周知の通り、国内系運用会社の提供する外国資産の運用商品は、外資系運用会社をサブアドバイザーに据えて実質的な運用を委託するケースが多い。もちろん短期的には、商機を逃さないようサブアドバイザーを活用し、いち早く商品提供を行うという経営判断もあり得るが、その場合は運用報酬の流出を伴うため利益率の低下が避けられないだろう。投資資金の取り込みとそれに見合う利益成長を得られるかは、今後の成長ドライバーとなる資産クラスで自社の運用上の強みを構築できるかどうかにかかっている。

一段落した人件費管理策

先に述べたように、運用ビジネスにおける最大の費目である人件費は、運用収益の増減に対して弾力的に調整することが難しい。アンケートでは、人件費のコントロールに関連する施策の実施状況についても訊いている。

まず、コスト構造の問題が表面化した08年度と、09

図表9 人員施策の実施状況(2008、2009年度)

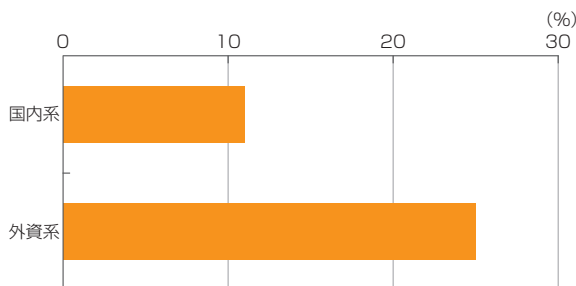


(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート」(2009、2010年度)

年度における、採用凍結と人員削減の実施状況を見たものが図表9である。2つの施策の実施割合はいずれも減少しており、落ち着きを取り戻しつつある様子が窺える。しかし、国内系と外資系の間には大きな違いがある。外資系運用会社では、人材採用を凍結していた会社、人員削減を実施した会社はともに大きく減少した。他方で国内系では、もとよりこれら施策の実施割合が低く、減少幅も相対的に僅かであり、既存の人員を維持する一方、新たな人材の採用は抑制するという傾向が依然として鮮明である。

こうした非流動的な人事施策を一概に否定することはできない。仮に金融危機以前の水準の運用資産を取り戻すことができれば、むしろ固定費率の高いコスト構造が奏功し、外資系運用会社以上に利益率を改善することができる可能性もあるからである。しかし、エマージング資産への投資ニーズが高まる状況を考えると、国内系運用会社が運用資産を順調に積み増していくことは容易ではないだろう。今後の増員計画を比較しても、積極的な増員意向のある国内系は外資系に比べて少ないが、これは今後の事業拡大に対する見通しの違いが反映していると思われる(図表10)。

図表10 今後3-5年で10%以上の増員計画のある会社の割合(2009年度)



(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート」(2010年度)

国内系運用会社の挑戦すべき課題

これまで見てきたように、今後の資金流入は、エマージング資産のような、従来は国内系運用会社が強みを持っているとはいい難かった資産に向かうと見られる。国内系運用会社は、ビジネスの拡大と利益率の向上という点で、外資系に水をあけられていくシナリオが有力である。

こうした状況を考慮すると、国内系運用会社の取り組むべき優先課題として明らかなのは、有望な資産クラスへの運用商品に対する自社の運用能力強化や、そのためのリストラクチャリング(人材の再配置による運用体制の再構築、運用プロセスの刷新など)を進めることである。

人事・報酬制度については、必ずしも大幅な刷新が要件となるわけではないと考える。もちろん当面予想される低い利益率のプレッシャーに耐えられないケースでは、人件費の変動費化とその抑制しか途はない。しかし多くの場合は、自社の組織能力の強化のためにどのような制度が適しているか再検討した上で、各社が最適と判断する制度に移行していくのではないかと。

国内系運用会社が、以前の水準にビジネス規模や利益率を回復するために乗り越えるべきハードルは、外資系に比べて相当に高いと思われる。しかしながら、以上のような課題に挑戦し、克服することが、資産運用ビジネスの危機的状況を打開するために不可欠である。

3 投資家リターンの向上が求められる投信ビジネス

これまで、業界全体の成長の鈍化と投資ニーズの質的变化が予想される中で、運用会社がどのような経営課題に直面しているかを述べてきた。しかし、より本質的かつ業界全体に関わる課題として、資産運用ビジネスが投資家に付加価値を提供しているか、という問題がある。

前掲の図表7でも示されているように、今後の資産運用ビジネスの中で、投信ビジネスは大きな伸びが期待されている。しかしその投資信託では、全体として見ると長期的に投資家がリターンを享受している状況になっていない。2000年度から09年度までの10年間に投資家が追加型株式投信を保有したことによる損益を、期初期末の時価と、その間の設定・解約・分配等の資金フロー

とから計算すると、総損失が総利益を7兆8,000億円ほど上回っているのである。手数料や売却益等にかかる税金を考慮すれば、実際の純損失はこの金額以上になる。投資家が獲得するリターンの高さは顧客満足度の大きな部分を占めると考えられる。損失が大きくなれば顧客の満足度の低下につながることになる。投資家の損失は、3つの要素に分解することができる。これらの要素を見ていくことで、この状況を改善する方策を探ってみたい。

第1の要素は投資対象市場の収益率に起因する部分である。資本市場が長期的にはプラスの投資収益率を維持するならば、この要素もプラスになる。しかし、一連の金融危機を含む10年間では、この要素にかかる損失は特に多額となった。

第2の要素は投資対象市場の収益率とファンドの収益率の差に起因する部分である。ファンドタイプによっては、この差が大きくマイナスになっている。一例を挙げると、10年間の国内株式一般型の平均収益率は-55%で、このタイプのファンドの多くがベンチマークとしているTOPIX配当込み指数の変化率より10%以上低い。

第3の要素はファンドの収益率と投資家リターンの差に起因する部分である。追加型株式投信の中で残高が1千億円以上の16分類を対象に、ファンドの時間加重収益率と投資家リターンを表す金額加重収益率とを比較したのが図表11である。これをみると、金額加重収益率が低い分類の方が多い。金額加重収益率が時間加重収益率

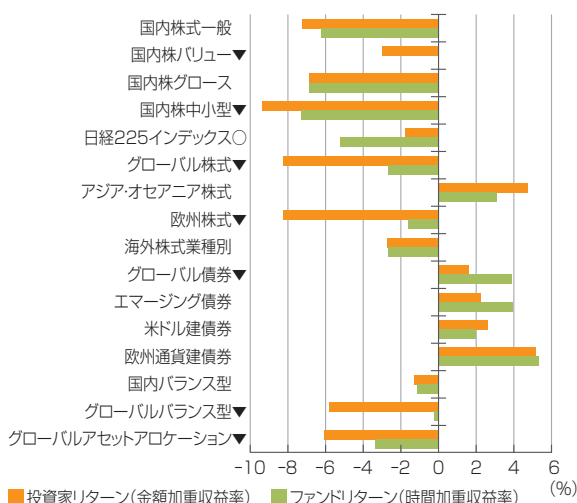
を年率2%以上上回る分類は日経平均インデックスのみであるのに対し、逆に2%以上低いものは6分類にも及んでいる。特に人気の高いグローバル債券やグローバル株式、グローバルバランス型（海外ハイブリッドの1つ）で下回り方が大きくなっている。この理由としては、基準価額の高いときに購入し、価額が下がった段階で損切りをする投資家が多いことなどが考えられる。このためファンド自身の時間加重収益率がプラスであったとしても、投資家の実際のリターンはマイナスになることも十分あり得る。

第1と第2の要素については投信会社も自分の専門領域として、その向上への努力を続けている部分である。期待収益率の高い資産の比率を高める、市場を上回るアルファをもたらす運用手法の開発等を進める、といったことが日々行われている。しかしこれまで投信会社も、投資家リターンがファンドの収益率を大きく下回ることにはあまり注意を払ってこなかったのではないかと。

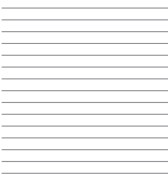
投資家リターンの向上には投資家の売買タイミングを適正にすることなどが必要になる。投信会社にしてみればそれは難しいということになるだろうが、果たしてそうだろうか。ここで述べたような投資家リターンとファンド収益率の差に注目することでも改善に資することができる。たとえば、販売会社や販売経路毎に投資リターンを日々把握することで、ファンドの課題を顧客からの視点で、リアルタイムに捉えることが可能になるだろう。また、投資家リターンがファンド収益率を大きく下回るような場合には、投資家の投資行動や販売会社の販売勧誘が適正かどうかを確認することも必要となるだろう。そのような販売レベルまでのフィードバックを通じて、顧客リターンの向上を図る様々な策を検討することができるのではないかと。

100年に1度と言われる金融危機を含んではいるものの、最近10年間で見ると日本の投信業界は結果として個人の資産運用に役立ったとは言い難い。最終的には投資家リターンがプラスでなければ、顧客満足度を向上させることは難しいだろう。もちろんこれは運用会社だけの問題ではない。投信のさらなる普及を図るためには、投信ビジネスに関わる業界全体の問題と関係者が捉え、あらゆる方策をとっていくことが必要である。

図表11 ファンドリターンvs投資家リターン



(注) 計算期間は2000年度初～2009年度末。収益率は年率換算。
 ○はファンドリターンより投資家リターンの方が2%以上高いことを示す。
 ▼はファンドリターンより投資家リターンの方が2%以上低いことを示す
 (出所) 野村総合研究所



1 年金向けビジネス

株式市場の好調により運用資産額は増加

年金市場の資産規模は、2010年3月末で272兆円と推定される。そのうち公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）が約179兆円（前年度比8兆円増）で2 / 3を占める。その約7割、128兆円は厚生年金保険・国民年金の積立金となっている。

厚生年金保険・国民年金積立金のほとんどを運用しているのがGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）である。09年度は3年ぶりでリターンがプラスとなったことから、資産額は08年度末に比べ約5兆円増加した（図表12）。09年度は新規の寄託金（保険料収入）を寄託金の償還（年金給付）が上回っているが、10年度はこれがさらに大きくなり、6兆円以上の資金流出となる見込みである。

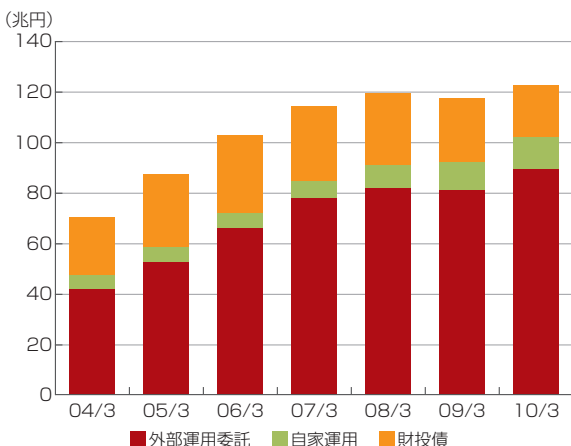
直接引受財投債を除いた自主運用分の資産配分は、国

内株・外国株が3割近くに増加、国内債がその分減少し6割強となった。また、手数料率はさらに低下し2.1ペーシポイントとなった。運用委託手数料は増えたものの、資産管理機関の集約が進み、手数料全体の低下につながった。

一方、確定給付型の企業年金は09年度末、資産残高が約8兆円増加、74.4兆円となった（図表13）。内外株式市場が好調であったことが大きな要因である。制度別に見ると、確定給付企業年金は規約型の数が1年で1.5倍となり、基金型を含めて7,400件となった。資産額も確定給付型企業年金全体の半分以上を占めるまでに至っている。適格退職年金からの移行が続いていることが大きく影響している。

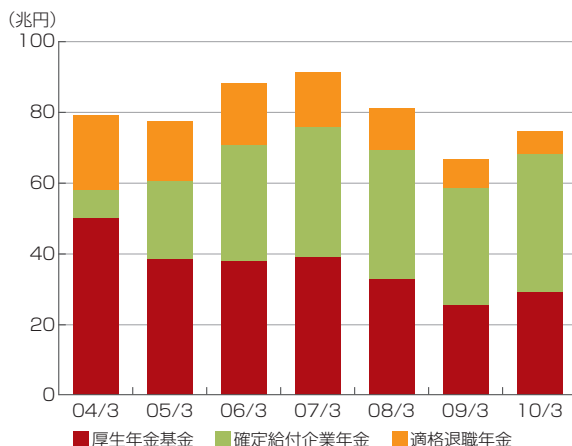
その適格退職年金だが、12年3月末の制度廃止を2年後に控えた10年3月末で、1万7千件、6.4兆円がまだ残っている。09年度は確定給付企業年金への移行割合が件数ベースでさらに増加し、3割近くにのぼった。そのほか、約1割が確定拠出へ、1 / 3が中退共への移行となっている。現在残っている制度の大半は小規模である

図表12 GPIF運用資産の推移



(出所) GPIF「平成21年度業務概況書」より野村総合研究所作成

図表13 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

と見られる。

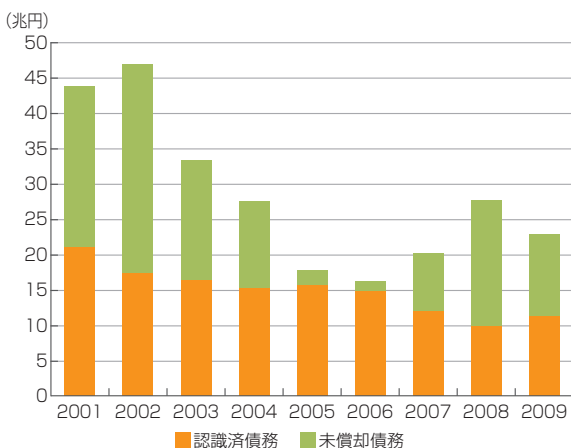
一段と高まる企業年金の業績への影響

企業年金の積立不足は09年度やや縮小したが、依然として企業業績に大きな影響を与えている。図表14は、東証一部上場会社全体について、退職給付債務（以下PBO）と年金資産額の差額の内訳を示したものである。この差額は、退職給付引当金等の形でバランスシートの負債の部で認識されている部分（認識済債務）と、バランスシートでの認識が猶予され、将来の償却費用となる部分（未認識債務）から成る。前者は代行返上や確定拠出年金制度の導入など、制度のリストラチャリングによって減少傾向にある。一方、後者の未認識債務は、06年度にゼロに近い水準まで減少したが、その後2年続けて大きく増加した。

未認識債務が増加したのは、07、08年度と運用利回りが2年連続で2桁マイナスに陥り、未認識数理計算上の差異（以下、未認識数理債務）が大幅に増加したためである。この時期に増加した未認識数理債務は16.5兆円に及ぶ。この償却が退職給付費用の水準を高める上、09年度末でも未償却残高が12兆円ほどあることから、今後も財務業績に対して大きな負担が生じることが懸念される。

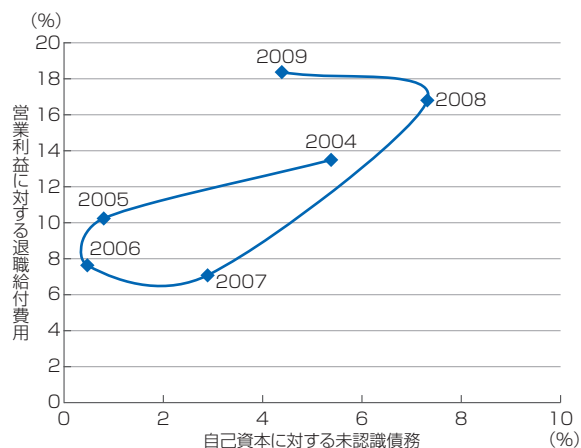
具体的に、財務業績に対する年金制度の影響を、営業利益に対する退職給付費用の大きさと、自己資本に対する未認識債務の大きさという2つの観点でみたのが図表15である。08年度は運用環境の悪化や本業における業績低迷の影響を受けて、どちらも大きく高まった。09

図表14 PBOと年金資産の差額の内訳



(出所) 日経メディアマーケティング資料より野村総合研究所作成

図表15 財務業績に対する年金制度の影響度



(注) 横軸は、税効果を考慮しない未認識債務総額ベース。縦軸は、退職給付費用控除前の営業利益に対する退職給付費用の割合
(出所) 日経メディアマーケティング資料より野村総合研究所作成

年度は、未認識数理債務の償却が行われたことなどから自己資本の観点では低下したものの、営業利益の観点では償却費用の増加により、その負担は過去最大の水準に達した。

こうした財務業績への影響は、会計基準によって変わる。日本基準においては、PBO評価に用いる割引率に期末値を使用するルールを導入（09年3月期）、未認識債務のバランスシートにおける即時認識（12年3月期）など、時価会計のトレンドに則した変更の途上にあり、年金の影響がさらに色濃く母体の業績に表れるようになるかもしれない。しかし他方で、15年度より日本企業にも強制適用される公算のあるIFRSでは、未認識債務の償却を期間損益に影響させない基準となる予定となっており、短期的な利回り変動の影響が現在より小さくなる可能性も十分にある。

母体企業では、新たな会計基準を前提に負担可能なリスクとコストの水準を見直す動きが広まるであろう。仮に、より厳格な会計基準が適用される場合、負債指向投資のように母体への影響を抑制するソリューションに対する関心が高まるかもしれない。しかし、現段階では具体的な基準の内容には不確実性が残されている。むしろ構造的な要因としての成熟度の高まりや、金融危機で被った損失の経験を踏まえて、年金資産の運用効率の向上が一層意識され、ポートフォリオに組み込むべき「高いアルファ」や「異なるベータ」を探索する動きが活発化すると考えられる。

2 銀行の有価証券投資

有価証券投資額の増加が続く全国銀行

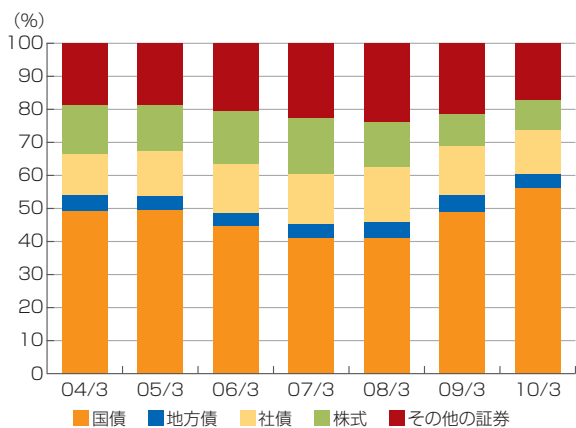
全国銀行における投資有価証券保有残高は、10年3月末で232兆円、前年度比37兆円の増加となった。預金の増加と貸出の伸び悩みから、銀行の有価証券投資額は金融危機後も増加している。投資有価証券残高の総資産額に占める割合は28.4%となり、過去10年間で最も高い水準となった。貸出残高の減少率が高い大手行では、地銀・第二地銀、信託銀行に比べ有価証券残高の伸びも大きくなっている。

内訳を見ると、国債は投資有価証券の6割近く（56%）を占めるまでに拡大した。次いで「その他の証券」（17%）、社債（13%）、株式（9%）となっている（図表16）。

資産別では、09年度からの傾向である安全資産指向を反映し、国債残高が09年度比35兆円の増加と著しい伸びをみせた。一方、「その他の証券」の残高は39兆円。08年度比2兆円の減少となった。その結果、投資有価証券全体に占める割合も4%低下し、17%となった。なお、08年度と同様に信託銀行を除く全ての業態で残高が減少している。「その他の証券」については、08年度に引き続き、新規投資の抑制と共に、売却・償却などの対応が進められてきた様子うかがわれる。

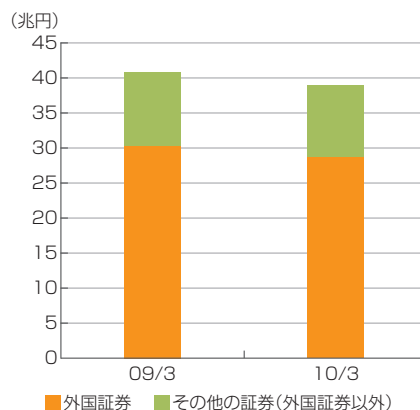
「その他の証券」の内訳を見ると、外国証券が1.7兆円減少し29兆円となった。「その他の証券」の減少分の大半が外国証券によるものということになる。ギリシャ危

図表16 全国銀行の有価証券残高構成比の推移



(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」, 「全国銀行の平成21年度決算の状況」等より野村総合研究所作成

図表17 「その他の証券」の内訳



(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、日本銀行「国内銀行の資産・負債等」、金融庁「我が国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品の保有額等について」より野村総合研究所推計

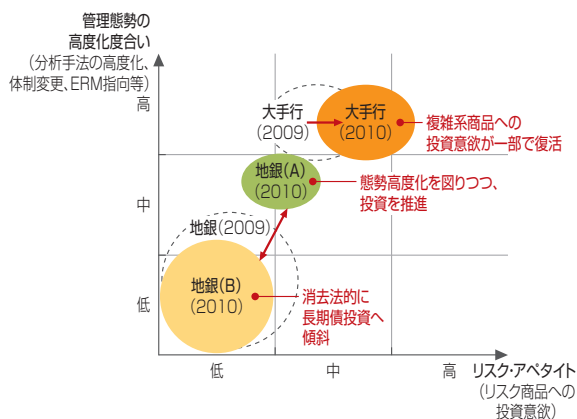
機に端を発したソブリン・リスクの高まりを受け、外国政府債を中心に売却が行われた様子うかがわれる。一方、外国証券以外のファンド、ヘッジファンド、国内証券化商品、仕組債などの残高は10兆円とほぼ08年度と同水準であった。金融危機を受けての売却、償却等の対応はほぼ収束したと思われる。

運用管理態勢により二極化する有価証券投資

貸出の低迷は当面続くと見られ、銀行の有価証券投資は重要性を増さざるを得ない。そのなかで銀行はどのような運用・リスク管理態勢で有価証券投資に臨んでいるのか、野村総合研究所では10年夏、大手行や地方銀行にヒアリングを行った。ここではファンド投資や証券化等複雑系商品を中心にその結果を見てみる。全体的には新規投資の大半が国債等の安全性・流動性の高い商品であったが、①一部の大手行では、ファンド・証券化等複雑系商品への投資を再開しつつある、②態勢高度化の度合いについて、地銀の中でも格差が生じつつある、ことが確認された（図表18）。

大手行では09年度と比較してリスク回避傾向はやや低下しており、メガバンクを中心に、ファンドや複雑系商品への投資を再開しつつある。ファンドについては、個別マネージャーを定量的基準のみでなく定性的にもより細かく精査し、厳格に選定しようとする銀行もあった。またファンド等の投資を再開する大手行では、運用・管理態勢の高度化を図った銀行も少なくない。例えば、

図表18 管理態勢の高度化度合い、リスクアペタイトから見た銀行マッピング



(出所) 銀行関係者へのヒアリングから野村総合研究所作成

益管理の区分けを細分化することで管理の徹底・収益の向上を図る銀行があった。その背景には、投資資産の多様化を進めてきたことで個々の商品についての専門性が後退した、との認識がある。この銀行では、ヘッジファンドやコモディティ等のサブ・カテゴリーレベルで収益目標を課しつつ、ストップロスの厳格化により収益管理の徹底を図っている。また流動性管理の観点から、ファンドの解約受付時期が一時点に集中しないよう、ファンドの解約流動性の分散を図るところもあった。

一方、地方銀行では、大手行と比べると陣容の充実度合いは確かに劣るものがあるが、リスク管理システムの刷新など、高度化に向けた取り組みも一部で行われている。地銀の場合、フロント業務は情報収集の相対的な容易性から東京に置きミドル・バック業務は地元で行う、という組織配置も少なくないが、ミドルによる牽制を図ったり、双方の情報共有を促進するため、リスク管理担当者をフロントオフィス内に常駐させる等、連携強化を進める銀行もある。

こうした高度化の動きがある一方で、多くの地方銀行は自社のリスク許容度を測れないまま、消去法的に長期債投資を進めていると推察される。これは、国内金利が大幅に低下する中、少しでも収益を賄うため、デュレーションの長期化や相対的にスプレッドの厚い海外国債への投資をまずは選択せざるを得ないことが背景にあるものと考えられる。

このように、銀行のなかでファンド投資を含む有価証券投資の態勢は、二極化がさらに進みつつあると言える。運用会社としては、それぞれのセグメントに対しどのよ

うな戦略で商品・サービスを提供するのか、そのメリハリが一層重要になると考えられる。

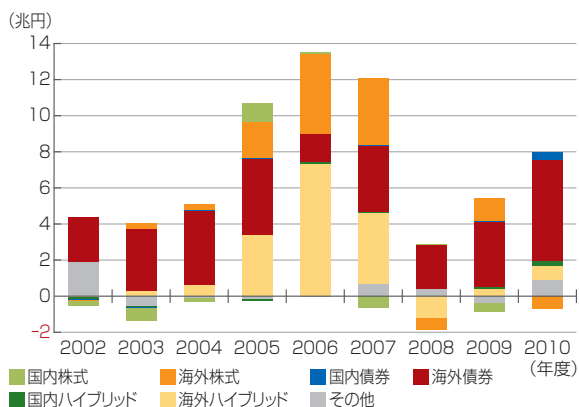
まず、投資意欲のある大手行に対しては、海外マネージャーが運用するファンドも含め、優良なファンドを引き続き提供していくことが何より重要であろう。相対的なパフォーマンスだけでなく、ストレス時のファンド運営能力も大手行のファンド選定においては重要なポイントとなる。高度化に向けた取り組みを始めつつある地銀に対しては、「管理のしやすさ」・「流動性」をキーワードとした商品提供が一層求められる。ピークルとしては、ETFやマネーゾディアアカウント、運用戦略では、海外債券ファンドや通貨L/S・CTAなどがこれに該当しよう。バーゼル上のリスクウェイトの低さも重要なポイントとなる。一方、消去法的に長期債投資を進める地銀については、ファンド提案の機会には相対的には期待しづらい。このセグメントに対しては、金利リスク管理のあり方、債券ポートフォリオとの親和性など、アドバイスを含めた啓蒙的な活動が、かつて来た道のようにも結果としては早道になると思われる。

3 リテールビジネス

依然として高分配金利回り商品への資金流入が続く

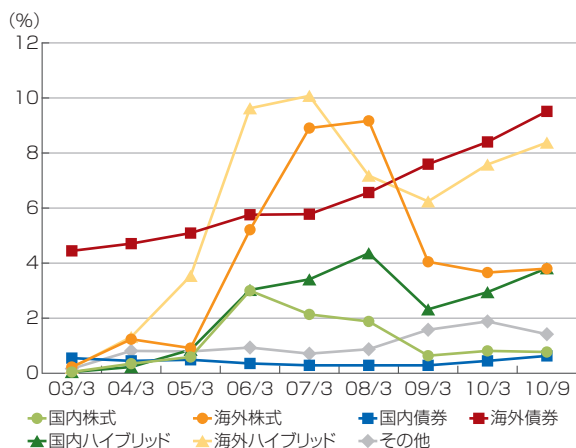
国内で設定された公募投信の残高は、09年3月末には51兆円とピーク時の6割近くに減少したが、10年3月

図表19 追加型株式投信への資金流入



(注1) 2010年度は上期年度換算
(注2) 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

図表20 追加型株式投信の分配金利回り



(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

末は64兆円まで回復した。その後10年度上半期は若干減少し63兆円となっている。

公募投信全体のうち8割強を追加型株式投信が占める。その中心は依然として海外有価証券に投資するタイプのファンドである。このタイプには海外株式型、海外債券型、海外ハイブリッド型の3つがあるが、08年度からはとくに海外債券型が資金流入の多くを占めている。09年度も資金流入の大半が海外債券型であった(図表19)。

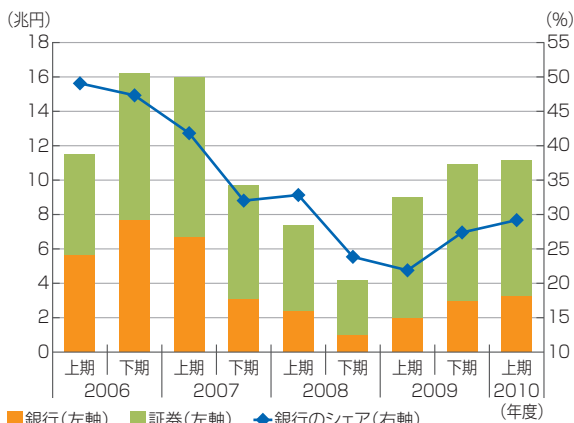
この理由は分配金利回りの高さである。図表20に見るように、海外債券型の分配金利回りは上昇を続けている。海外株式型や海外ハイブリッド型は、分配金利回りの低迷や、08年度の大規模な価格下落などから、資金流入の回復が遅れている。

海外債券型への資金流入傾向は10年度に入っても継続しているが、その一方で、分配金が1%台に過ぎない国内債券型に資金が流入するという新たな動きも見られる。国内債券型は、金融危機の後で安全志向に傾いた顧客向け商品として銀行が力を入れている模様である。

徐々に回復する銀行チャンネル

投信販売額は、08年度下期を底として、09年度には大きく回復した(図表21)。08年度の11.6兆円から、09年度は20兆円と、約7割増となっている。この回復過程で大きく販売額を伸ばしたのが証券チャンネルである。証券会社のシェアは09年度上期、78%にまで上昇した。証券会社経由の販売額自体も、ピークであった07年度下期の85%にまで迫っている。通貨選択型や新興国債券ファンドなど、新商品の相次ぐ投入が功を奏した

図表21 追加型株式投信(除くETF)の販売額



(注) 2010年度上期は暫定値
(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

と言えよう。

これに対し銀行は、証券会社よりも回復が緩やかで、09年度上期はシェアが2割程度にまで下がったが、下期には3割近くにまで戻している。10年度に入ってもこの傾向は続き、シェアを徐々に上昇させている。

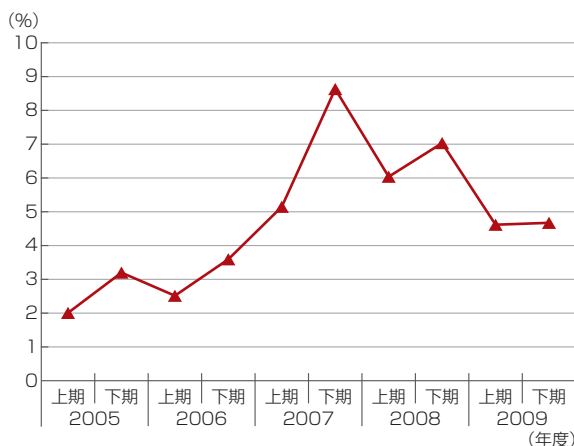
一方、運用会社の収益に直結する残高の観点から見ると、銀行のシェアはここ1、2年で低下しているが、それでも未だ51%を占めている。銀行の販売額がこのまま回復していけば、残高シェアの低下にも早晚歯止めがかかり、再び上昇に転じることになる。証券会社に比べ銀行の販売額が少ない状態が続いているにも関わらず、残高シェアが依然過半を保っているのは、銀行チャンネルの解約率が証券チャンネルに比べ著しく低いためである。残高が比較的安定している銀行チャンネルは、運用会社から見れば魅力的なチャンネルであることは間違いない。

また最近銀行は、これまで証券会社が手がけてきた通貨選択型投信や新興国債券投信も販売する一方で、前述のようにリスクの低い国内公社債で運用する投信の販売にも力を入れるようになった。このタイプの投信は、投資対象は債券中心であっても「株式型」として設定されるため、税制上、国債を直接購入するより有利となる。2011年から始まる個人向け国債の償還(今後5年間で償還額は約28兆円)をにらんだ動きと見られている。

中期的には増加が見込まれる インターネット・チャンネル

インターネット経由の投信販売は、徐々に増加して07年度下期には投信販売全体の9%近くに達した。その

図表22 投信のインターネット販売の割合

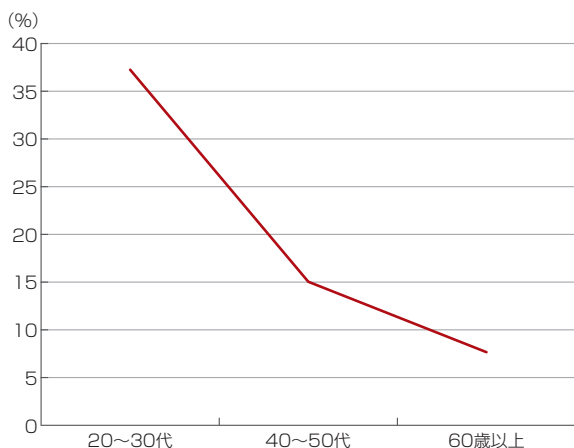


(出所) 日本証券業協会、金融財政事情などより野村総合研究所推計

後やや勢いが衰え、現在は5%弱という水準である(図表22)。しかしネット専業証券や銀行は、今後インターネットによる投信販売に一層注力すると伝えられており、中期的にはその比率も上昇していくと考えられる。

2010年に日本証券業協会が実施したアンケートによると、投信をインターネット経由で購入した人を年齢別に見た場合、若年齢層でその比率は圧倒的に高くなっている。とはいえ40～50代でも15%の人がネット経由で購入していることがわかる(図表23)。この年代の多くが退職金を手にして多額の資金運用を開始する10年後までには、金額ベースで見たインターネット販売比率は、保守的に見ても15%には達するであろう。また、その間に現在インターネットで取引をしていない50代の人々にもネット取引が広まるであろうことを考えれば、ネット取引の割合は2割程度まで拡大するのではないだろうか。

図表23 投信をネットで購入した人の割合



(出所) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」(2010年9月)

日本版ISAと今後の有価証券税制

2010年度の改正税法により、上場株式と株式投信を対象とする非課税口座制度(日本版ISA)が法制化され、12年からスタートする予定になっている。12年は上場株式や株式投信に対する税率が、軽減税率である10%から20%へと戻る年であり、ISAは言わばそれと引き替えに導入されるという説明がされてきた。

ところが金融庁は、10年8月末、2011年度税制改正について、「上場株式等の軽減税率の延長」を要望した。乏しい財源の中で、日本版ISAが実施されるのかどうか、また軽減税率が再延長されるのかどうかは、2011年度税制改正大綱の公表(例年は12月)を待たないと何とも言えない。

日本版ISAについては、当初の実施予定期間の短さや金額の少なさ(3年間で300万円まで)などから本格対応を躊躇する向きもある。しかし、退職世代だけでなく現役世代などに顧客層の裾野を広げる機会だと期待する運用会社もある。そうしたところでは、日本版ISAの実施に合わせて販売会社サポートを見直したり、新たな運用商品の提供を目指す動きも見せている。販社においても、日本版ISAを機に、新たな顧客層開拓や品揃えの見直しを図るところが出てくるだろう。これは運用会社にとっては商機となる。予定通り実施されれば、日本版ISAは運用業界の中でも大きなテーマとしてより注目を集めていくと考えられる。

4 顧客別市場動向と商品戦略

野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」を基に、投資家セグメント(年金、リテール)別の「需給マップ」を作成した(図表24、25)。これは運用会社の提供する様々な商品に対する投資家からのニーズの強さ(運用会社の評価による)と、現在の提供状況を対比したもので、有望な運用商品(ニーズが強く、かつ提供会社数は少ないもの。図の左上領域に相当)や競争の厳しい商品(ニーズが弱く、かつ提供会社数が多いもの。図の右下領域に相当)などを一望できるものである。

年金顧客とリテール顧客の需給マップで共通する点は、伝統的な国内株式アクティブや先進国バランス運用については、提供会社数は多いものの、投資家のニーズはかなり低いと考えられていることである。またエマーシング株式・債券は、需要こそ高いが、提供会社数も既に多い状況にある。

では、有望と考えられるプロダクトはどのようなものか、以下で投資家セグメント別に見てみよう。

(1) 年金顧客の需給マップ

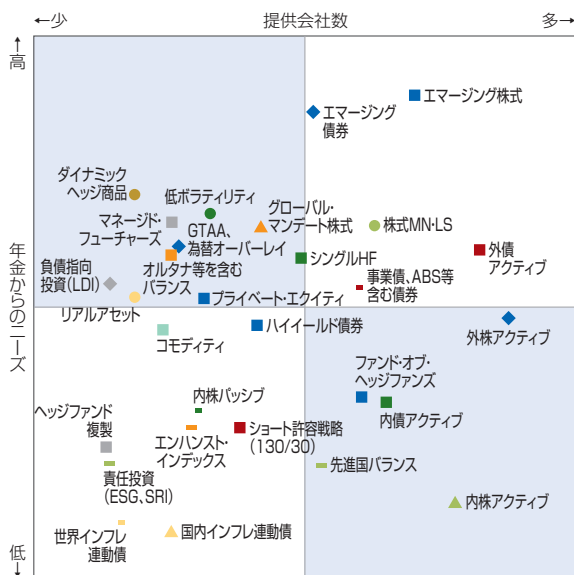
図表24左上の有望領域にプロットされたものの共通点は、「リスク管理に資する商品」ということである。ここに含まれる商品は、ダイナミックヘッジ商品や、マネージド・フューチャーズ、低ボラティリティ株式運用、負債指向投資(LDI)などで、これらはそれぞれ、ダウンサイド・リスクのヘッジや、リスク源泉の分散、株式リスクの低減、サープラス・リスク抑制といった、年金顧客のリスク管理に対する要求に合致する効果が期待できるものである。

ヘッジファンドは、我が国の年金資産運用で一般的なファンド・オブ・ヘッジファンズよりは、シングルヘッジファンドの方が有望であるとの結果になった。また、バランス型も、先進国のみのバランス型よりは、資産クラスを拡大したバランス型の方が有望であると見られる。

(2) リテール顧客の需給マップ

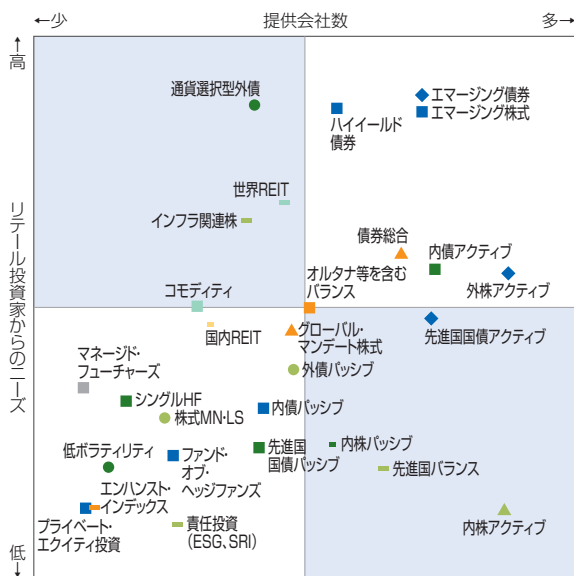
図表25のリテール顧客の需給マップを見ると、有望領域にプロットされるプロダクト自体が少ない結果になっている。通貨選択型外債(典型的には、米国ハイイールド債券に投資するファンドで、通貨コースの選択が可能なもの)やインフラ関連株などが希少な例だが、これらは直近の販売動向の影響を強く受けていると思われる、今後もこうしたプロダクトへの高いニーズが維持されるかは不透明である。リテール顧客については、資産クラスやリスク管理などの運用上の要求とは異なる商品性が重視され、時流に乗ったテーマやリテール顧客に特有のニーズに合致するプロダクトを、販社の協力を得ながら提供できるかどうか、ビジネスの成否を決める要件となるようである。

図表24 年金顧客の需給マップ



(注) 縦軸は年金顧客からの需要の強さを指数化して集計したもの(運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したもの(商品を扱っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)
(出所) 資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査(2010年)より野村総合研究所作成

図表25 リテール顧客の需給マップ



(注) 縦軸はリテール顧客からの需要の強さを指数化して集計したもの(運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したもの(商品を扱っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)
(出所) 資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査(2010年)より野村総合研究所作成

- 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、予定利率が決まっている一般勘定は含まない、特別勘定のみが残高。
- 2) このため、09年度の投資顧問への純資金流入額は、実質的にはマイナスである(年度単位でマイナスとなったのは初)。また、同様の振替は08年度にも生じており、投資顧問ビジネスに対する実質的な資金流入は08年度も殆ど生じていないと推測される。
- 3) 本アンケートは、日本で事業展開をする国内系・外資系運用会社を対象に、2007年度から4年続けて実施しているものである。2010年度の回答は44社から得られ、2009年度末の運用会社の運用資産総額に占める回答会社の割合は、投信で60%、投資顧問で51%である。

著者紹介

	<p>堀江 貞之 Sadayuki Horie</p> <p>金融ITイノベーション研究部 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</p>		<p>金子 久 Hisashi Kaneko</p> <p>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、個人金融マーケット調査</p>
	<p>川橋 仁美 Hitomi Kawahashi</p> <p>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</p>		<p>池田 雅史 Masashi Ikeda</p> <p>投資情報サービス事業部 主任コンサルタント focus@nri.co.jp 専門は、データ管理、リスク管理に関する調査・企画</p>
	<p>浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe</p> <p>金融ITイノベーション研究部 主任研究員 focus@nri.co.jp 専門は、資産運用</p>		<p>富永 洋子 Hiroko Tominaga</p> <p>金融ITイノベーション研究部 NRI契約コンサルタント focus@nri.co.jp 専門は、金融制度調査</p>

日本の資産運用ビジネス 2010/2011

発行日	2010年12月1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んを問わず一切責任を負いません。



Japan's

Asset

Management

Business

2010/2011