

# 日本の 資産運用ビジネス

2011/2012

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 顧客別市場の動向

## はじめに

金融危機に次いで欧州でのソブリンリスクの顕在化など、資本市場は高変動であることが常態化しています。このような環境の下、日本の資産運用ビジネスは2011年度に入り、また収益状況が悪化しています。収入面では2010年度に幾分回復しましたが、2011年度はこのままの資本市場の状況が続けば、再び運用残高・収入共に減少する見込みです。

海外顧客にも訴求力の強いアジア株式の運用能力向上や、低迷が続く日本株での運用体制の再構築など、収入拡大に向けた運用面での体制整備を加速することも重要ですが、変動費化の推進など、コスト面でも一層の工夫を行い損益分岐点を下げる経営努力を行うことが、今後予断を許さない資本市場の環境に備える上で重要になるものと考えられます。

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2011/12」を作成しました。2006年から数えて6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、「新規参入の観点からみた資産運用ビジネス」、「2015年問題に対応すべき投信ビジネス」など新たな視点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のないご意見をいただければ幸いです。

2011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2011/2012」総括責任者

堀江 貞之

# 第1章

# 日本の投資家動向

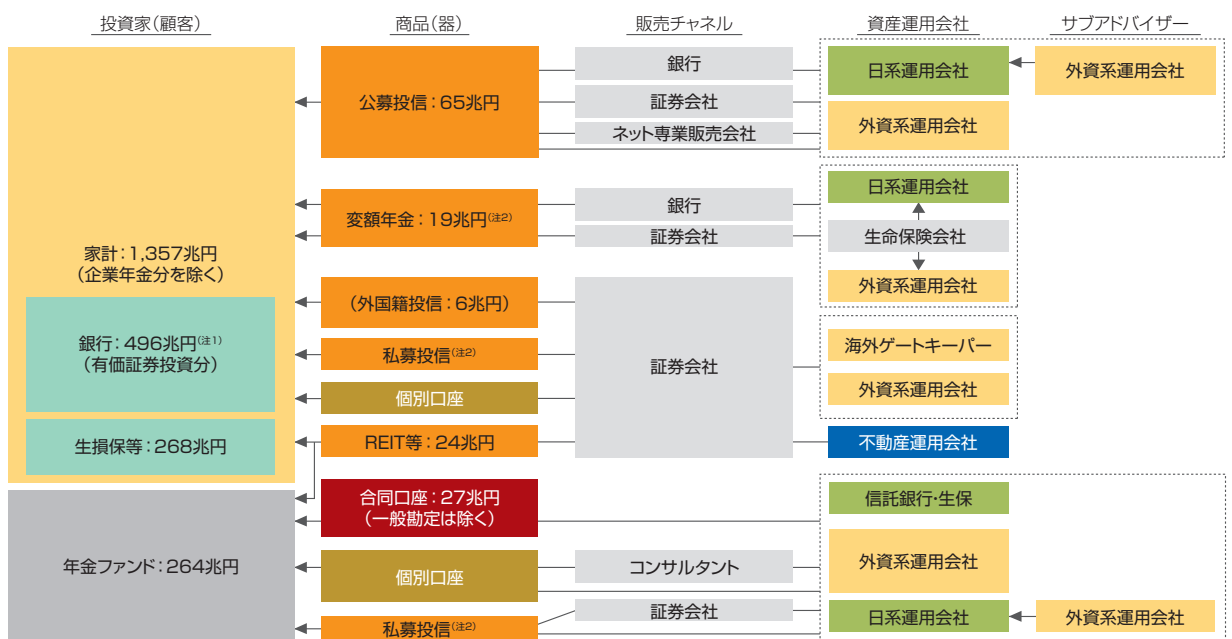
## 金融資産—潜在力は大きい 外部委託は依然停滞気味

2010年度の日本の資産運用市場は、全体として前年度から大きな変化は見られない。これは、この3年間でてもあまり変化がないということであり、日本の資産運用ビジネスには停滞感がある。図表1は、11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、全体で約1,620兆円と推定される。1年前と比べ約5兆円の減少、そのうち家計は4兆円の増加、年金ファンドは8兆円の減少となっている。家計の金融資産は預金等の安全資産が中心であり、金融危機などにも関わらず過去5年間大きな変動はない。

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340兆円<sup>1)</sup>、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、資本市場の不確実性も高く、期待どおりの伸びになっていない。今後は国内顧客だけでなく、海外顧客の取り込みを含めた成長戦略が必要になると考えられる。

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



(注1) 農中、共済連は除く (注2) 変額年金での投資も含めた私募投信の合計額は30兆円  
(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

## 家計—やや弱まると見られる 投信への資金流入

家計の金融資産は、11年3月末現在で約1,357兆円と、1年前と比べ4兆円の微増となった。商品別には大きな変動はなく、依然として預金と保険の合計で金融資産の7割以上を占める。

では今後5年間の家計の金融資産動向はどうか、データに基づいて推計してみたのが図表2である。まず金融資産の重要な原資である退職金からは、退職時の住宅ローン残高を返済したネット金額で見ると、今後5年間で約40兆円が流入するとみられる。団塊世代の大量退職が終了し、後は退職者数が減っていくことから、退職金額は減少傾向にある。

ゆうちょ銀行の定額貯金からは5～10兆円が流出するとみられる。流出は続いているものの、ここ1、2年の流出額は年1～2兆円に留まっており、この傾向は継続すると考えられる。保険はかんぽ生命で減少が続いていることから10～20兆円の流出と予想している。個人向け国債は、資金の出入りが金利水準によって決まる傾向が強い。低金利が今後も継続すると考えると、その時々金利水準にもよるが、9～22兆円の流出となるのではないだろうか。

以上を合計すると64～92兆円が、新たな資金流入あるいは他の資産への振り替わりとなるとみられる。これはどの商品に流入していくのか。一般銀行の預金へは、ここ数年の傾向から、半分以上の35～51兆円が流入すると予想される。個人年金については10～15兆円の流入が見込まれる。株式投信を中心とするリスク性商

品には、19～27兆円が流入すると見ている。08年の金融危機により落ち込んだ投信への流入額は、その後回復を見せたものの、大幅な増加には至っていない。最近の欧州危機への懸念等もあり、この傾向が今後もある程度継続すると考えると、リスク性商品に向かうのは流入資金全体の3割弱程度となるのではないかと見られる。

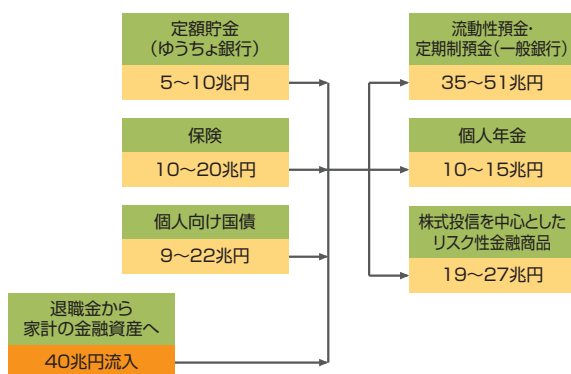
## 拡大が狙える金融機関向けビジネス

最大の機関投資家である年金ファンドの11年3月末資産額は約264兆円と推定される。このうち公的年金資産は約171兆円で前年度比7兆円減、その他の企業年金等は92兆円で1兆円減であった。公的年金の減少額が大きいのは、公的年金の中心である厚生年金で09年度から積立金の取崩しが発生し、10年度も約6兆円の資金流出となったためである。企業年金も含め、今後も緩やかな資金減少が継続する見込みで、年金ファンド全体で残高が減少していく。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が258兆円、信用金庫・信用組合で63兆円、ゆうちょ銀行175兆円、生命保険会社171兆円、かんぽ生保77兆円、損害保険会社20兆円となっており、合計で約764兆円となっている。

運用会社からみると、金融機関向けビジネスの収入は年金ファンドに比べまだ小さく、運用および営業体制は相対的に小規模である。金融機関は、単年度での契約が多数を占め、足の短い資金と位置付けられており、規制強化の影響で説明責任も増大している。そのため、資産運用会社としてはその重要性を判断しかね明確な位置づけをしていない場合も多い。債券中心の運用であり報酬率が相対的に低いことも体制整備をためらう一因となっている。しかし、金融機関向けビジネスは中長期的に有望なビジネスだと思われる。有価証券投資額が巨額に上り今後も残高の増加が予想されることに加え、相対的に報酬率の高い外債への外部委託ニーズもある。さらに残高を減らしている株式投資でさえ特徴のある期待リターンの高い運用商品への期待は依然として強い。こうしたことから判断するとまだ伸びしろは大きく、戦略的な対応をすべき時期に来ているのではないだろうか。

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

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、特別勘定のみを残高。

# 資産運用ビジネスの現状と運用会社の経営課題

## 1 改善した2010年度の利益率

野村総合研究所の推計によると、2010年度の日本の資産運用ビジネスの状況は、11年3月末の運用残高が359兆円（海外顧客分を含む）、運用収入は7,227億円であった。前年度と比べ、運用残高は4兆円の微増、運用収入は261億円（+4%）の増加であった。期中の平均残高が10年度に上昇したため増収となっているが、本格的な回復とは言いがたい。

本章では、信託銀行と生保会社を除く、投信投資顧問専業の会社（以下、運用会社）について、ビジネスの状況と課題を確認していく。

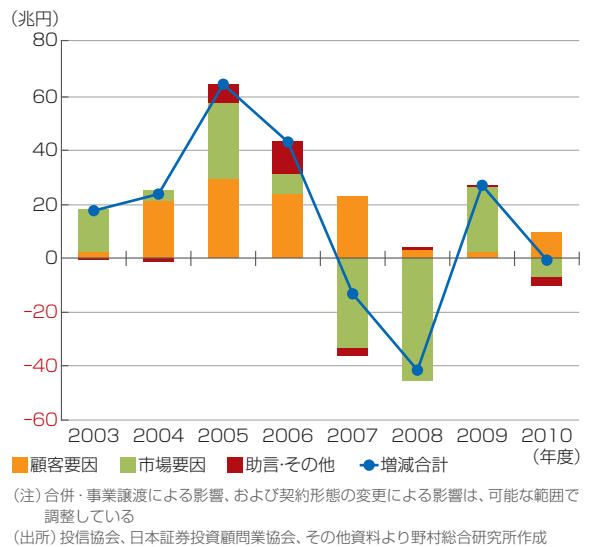
### 10年度は僅かながら増収、利益率は改善

図表3は、運用会社における運用残高の増減とその要因を時系列で示したものである。10年度は約1兆円の純減で、業界全体としてみれば、前年度末からの変化はほとんどなかったといえる。増減要因を見ると、顧客要因（顧客からの純資金流入）は約9兆円のプラスであったものの、市場要因（資産価格の変動）で7兆円のマイナスが生じたため、顧客要因の大部分が相殺される形となった。

顧客要因への寄与が最も大きいのは公募投信である（約6兆円）。公募投信への資金流入は08年度にいったん停滞したが、09年度には4兆円以上が流入しており、10年度も資金回帰の傾向が継続したといえる。

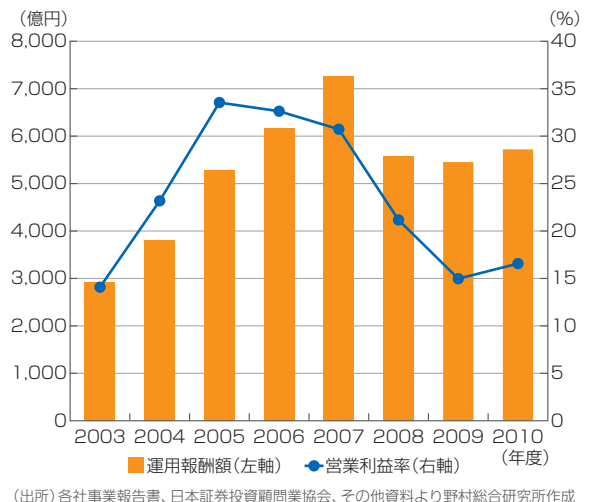
一方で、投資顧問への資金流入は、実態としては停滞が続いている。統計上は投資一任契約に約3兆円の資金流入が生じているものの、このうちの大部分は、一部の運用会社で保険系グループ会社からの運用受託や外国籍投信の再委託を増加させたことによるものと見られ、主

図表3 運用資産増減額の要因分解



要顧客である国内年金等からの運用受託が増加したわけではない。10年度の資産運用ビジネスへの資金流入は、09年度と同様に、そのほとんどが公募投信によって占められる構造であったといえる。

図表4 運用会社の運用報酬と営業利益率の推移



運用会社の運用報酬の総額は、推計で約5,700億円であり、前年度比で約5%の増収となった模様である(図表4)。前述のように10年度は運用資産額に大きな変動がなかったため、運用報酬も概ね昨年度と同じ水準であったことは頷ける結果である。一方、営業利益率を見ると18.0% (前年度比+3.0%) とやや大きな改善を見せている。以下でこの改善の要因を見ていきたい。

## コスト構造に見られる変化

図表5は、執筆時点で損益計算書が利用可能であった62社について、全体としてのコスト構造を各費目の運用報酬に対する比率で示したものである。我が国の運用会社のコスト構造では、人件費と委託調査費(外部の運用会社に対するサブアドバイザー・フィー、および外資系運用会社における海外本社からの配賦コスト)が主要な費目であり、これは10年度においても変わらない。

ただし各費目の構成比を前年度と比較すると、幾つかの点で変化があったことが分かる。

まず、人件費の構成比が2%ポイント減少した。人件費は固定費的な色彩が強く、金融危機に見舞われて運用報酬が落ち込んだ09年度も弾力的な抑制は見られなかったが、10年度はやや状況が変わったと言える。個別に確認すると、主に外資系運用会社で、賞与や役員報酬を大きく抑制した例が散見された。

もう一つの主要な費目である委託調査費は、海外資産など自社(日本拠点)で運用能力を持っていない資産の商品提供が増えるほど、増加する傾向がある。10年度は構成比で2%ポイント増加し、人件費が減少した効果を相殺する形となった。委託調査費の増加は、国内系・外

資系を問わず見られ、昨年度よりも10億円以上増加した会社が数社存在した。

大きな変化があったのは委託計算費・印刷費である。具体的には構成比で3%ポイントのマイナスと、前年度の6%から半減している。個別に確認すると、特に印刷費が減少した例が多い。大きな要因となったのは、10年度に公募投信の目論見書が簡素化され、限られたページ数の交付目論見書を主体とする制度に移行したことである。この効果は、11年度以降も継続すると考えられる。

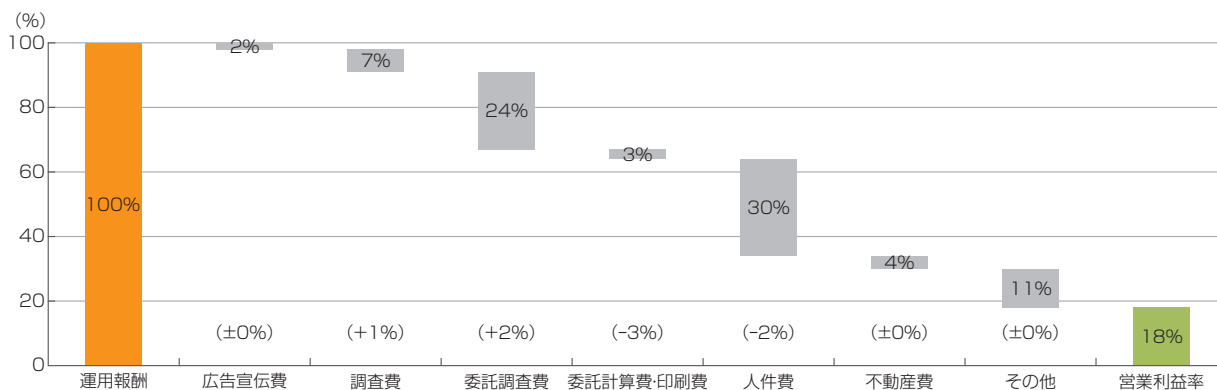
以上のように、営業利益率の改善では、各社の経営上の努力もさることながら、業界全体にかかわる制度変更の寄与が大きかったのが10年度の特徴といえる。

現在、国内資産に対する利回り期待が減退していることから、サブアドバイザー・フィー等の形での外部流出は、構造的に避けたい面もある。しかし、人件費の減少が委託調査費の増加と同程度であることは、国内系・外資系を問わず、わが国における資産運用ビジネスの、特に運用そのものの付加価値が海外に流出するという、一種の空洞化に直面していることを示唆しているようでもある。各社が独自の強みを活かして事業構造を再構築しない限り、このような状況に大きな変化は訪れないと思われる。

## 2 依然として楽観できない事業環境

ここでは、野村総合研究所が2011年に運用会社を対象に行った「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」<sup>2)</sup>を基に、各社の経営者がどのような事業見通し

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(推計額)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) 投信協会、日本証券投資顧問業協会、その他資料より野村総合研究所作成

を持ち、それに対応しようとしているかを見ていく。

## 事業見通しは後退したまま、 ほぼ変わらず

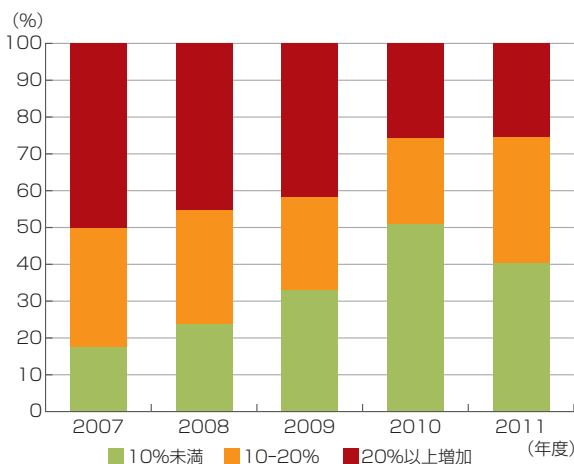
アンケートでは毎年、将来の運用資産額の増減見通し（今後3～5年での、市場変動を除いた純資金流入による増減率の見通し）を訊いている。この回答内容を過去からの推移で見ると、減少し続けていた「10%以上増加」の強気見通しは、11年度調査では僅かながら好転したようである（図表6）。ただ、「10～20%の増加」という回答は昨年度に比べ増加したものの、「20%以上の増加」を予想する回答割合には変わりがなく低いままである。事業環境は依然として楽観視されていない状況にある。

こうした事業見通しは、運用会社の資本タイプによって、さらには事業セグメントによって、大きな違いがある。図表7は、資本タイプ別に事業セグメントごとの資金流入の見通しを示したものである。

まず会社全体での運用資産額としては、外資系の9割が10%以上の増加を見込む一方、国内系で同様の見通しを持っているのは4割に留まっている。外資系は環境認識が概して強気であることが分かる。どの事業セグメントを見ても、外資系は相対的に強気の見通しをもっている。

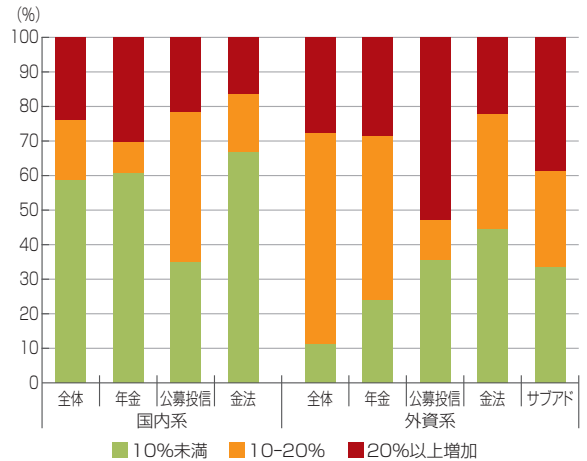
多くの国内系運用会社が10%以上の運用資産増を見込む事業は、公募投信である。これに対して外資系では、公募投信に加えて、サブアドバイザーと年金の2つを有望と考える回答が多い。周知の通り、国内投信マーケットでは、国内運用会社の設定した国内籍投信に対するサ

図表6 運用資産額の増減見通しの推移（会社全体）



（出所）「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」

図表7 運用資産額の増減見通し（資本タイプ別・事業別）



（出所）「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」（2011年度）

ブアドバイザー・ビジネスが外資系運用会社にとって重要な事業となっている。リテール、年金とも、エマージング資産のような外資系運用会社が得意とする運用商品への需要が高まっていることから、見通しに対するこのような違いが生じていると理解できる。

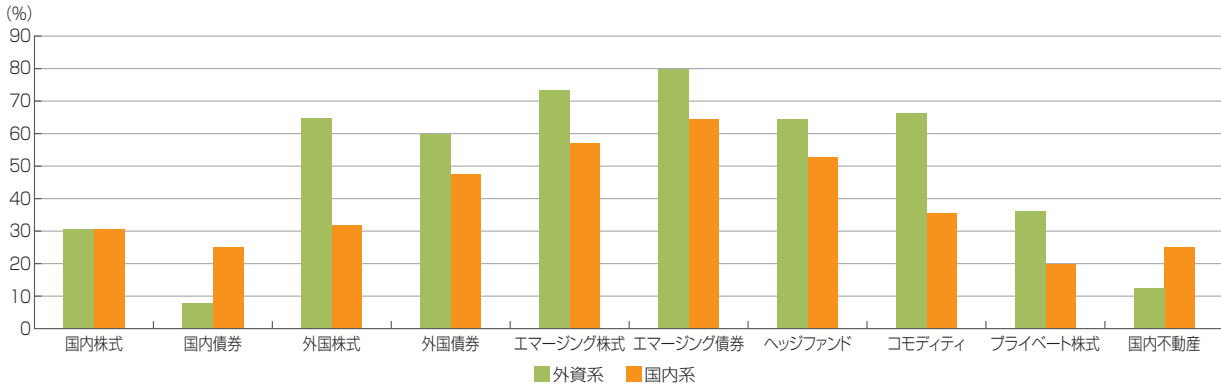
金融法人については、どちらの資本タイプでも共通して、資金を集めるには最も難しい顧客との認識が持たれているが、このビジネスでも外資系運用会社の持つ見通しは相対的に明るいものとなっている。

## エマージング資産への資金流入は 外資系に追い風

資産クラス別にみた資金流入の見通しはどのようになっているか、国内系・外資系ごとに示したのが図表8である。10%以上の増加見通しをもつ運用会社の割合が多いのは、エマージングを中心とする外国資産やコモディティである。特に外資系運用会社にとって、これらの資産クラスにおける運用資産の増加は、ビジネス上の重要な成長ドライバーとして期待されている。

国内系運用会社が外資系に比べて強気の見通しをもっているのは国内債券・不動産に限られる。日本国債を中心とする国内債券は、十分な運用体制を敷いている外資系運用会社が多くないことに加え、足下では米国・欧州の財政危機等を受けて再評価がされているなど、数少ない有望領域の一つと言えるのかもしれない。しかしながら、エマージング等の資産クラスに比べると、大きな資金流入を期待できるものでは決していないだろう。

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



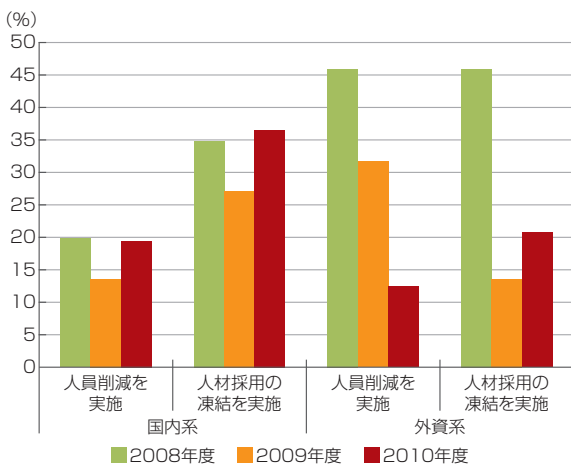
(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」(2011年度)

## 人件費管理施策

図表5にみるように、人件費は運用会社にとって最大の費目であり、このコントロールは主要な経営上のテーマである。アンケートに基づき、人件費の抑制に関する施策(既存人員の削減、新規採用の凍結)について確認する。

これらの施策の実施状況を、コスト構造の問題が表面化した08年度から示したのが図表9である。国内系運用会社では、どちらの施策も、過去3年で大きな変化を見せていない。これに対し外資系では、人員削減は過去3年間で一貫して減少している。採用凍結については、10年度はやや増加したものの、大きく減少した09年度の水準と大差はない。外資系の方が機動的な人員施策を採っていることは明らかであろう。10年度の状況を国内系・外資系で対比すると、どちらの施策についても、外資系で実施した会社の割合は国内系のおよそ半分の水準であ

図表9 人員施策の実施状況

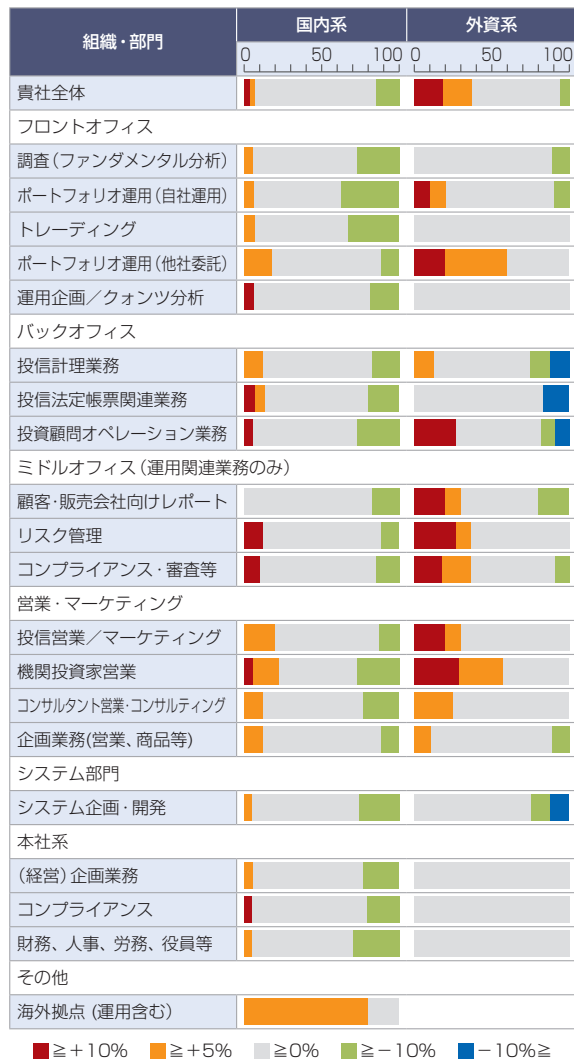


(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」

た。このことは、先述のように外資系で事業見通しが強気であることと整合している。

図表10は、アンケートに回答した運用会社が、各部署

図表10 部署別の人員増減見通し(資本タイプ別)



(注) 各部門について、現在1名以上の人員を置いていると回答した運用会社による回答を対象に集計  
(出所)「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」(2011年度)



の人員増減をどのように計画しているかを見たものである。図表には、外資系運用会社のメリハリのある計画が現れている。例えば、バックオフィスのように競争力の源泉とはなりにくい部門の人員はやや減らす一方、運用部門やミドルオフィス、営業・マーケティング部門で増員を計画するという傾向がある。こうした結果となる背景には、人員削減・新規採用や配置転換などによって組織上の重点を機動的にシフトさせようとする外資系運用会社の意向がある。

これに対して国内系運用会社は、どの部門についても、傾向としての増員・削減計画は見られず、むしろ、どの部門も微減を見込む傾向にある。ただし海外部門は例外で、既に海外に拠点のある運用会社の多くが、増員を計画している。特に大手の国内系運用会社にとっては、顧客を海外に求めることは必然的なトレンドになっていると言える。

### 3 新規参入の観点から見た日本の資産運用マーケット

日本の資産運用ビジネスは、最近やや停滞気味であると言えるが、海外からの「新規参入」という視点から見るとまだ有望な市場のように思われる。なぜ、新規参入する運用会社から見ると、日本市場は魅力的なのか。それは、リテール投資家、年金ファンド、金融機関という3つの投資家から期待できる収入額がかなり大きな市場だからである。各投資家から見込まれる収入額は、①各投資家からの資金流入額（新規資金）と、②既に他の運用会社が運用委託を受けている資金の何割に入替ニーズがあるのか（入替資金）を推定し、推定された資金額に運用報酬率を掛け合わせることで推計できる<sup>3)</sup>。推計方法については異論もあるだろうが、この簡単なロジックで3つの顧客の収入規模を推計したのが図表11である。

まずリテール投資家は、今後数年間、退職者の退職金が毎年8兆円程度積み上がり、その何割かが利回りの高い投信などの投資商品に向かうと考えられるため、ある程度の規模の資金流入が期待できる。今後減少が見込まれる年金ファンドだが、3年に一度は運用成績の悪い運用会社を入れ替える慣習が定着しており、新規参入者にとっては入替収入が毎年約300億円見込める。これは、

図表11 新規参入する資産運用会社にとっての顧客別の収入キャパシティ推定

	リテール投資家	年金ファンド	金融機関
既存の投資額 <sup>(注1)</sup>	64兆円	80兆円(企業) 170兆円(公的)	36兆円
新規流入額 <sup>(注2)</sup>	5兆円	0兆円	4兆円
入替額	0兆円	21兆円	9兆円
推定報酬率	0.60%	0.29%(企業) 0.20%(公的)	0.20%
年間収入	新規	300億円	0億円
	入替	0億円	300億円
合計収入	300億円	300億円	260億円
2010年度の収入 <sup>(注3)</sup>	3,100億円	3,300億円	600億円

(注1) 金融機関の投資額は、その他有価証券の額と外債投資額等を足し合わせて推計

(注2) リテール投資家の流入額は、退職金、個人国債の償還額などから投信に投資される額を推計

(注3) 日本証券投資顧問業協会、FUNDMARKのデータ等から推計

(出所) 各種データから野村総合研究所が推計

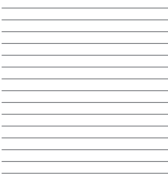
公募投信で5兆円の資金流入があった場合と同じ収入規模である。金融機関<sup>4)</sup>からも260億円の収入が期待できる。金融機関は契約を毎年見直す場合が多く、既に金融機関を顧客にしている運用会社からすると解約されるリスクも高いが、逆に新規参入する側からみると、入替ニーズが高く参入機会が大きいことになる。

合計すると860億円となり、現在の資産運用ビジネスの収入額約7千億円に対して10%以上に当たるビジネス機会が、新規資金獲得もしくは入替に伴って存在することになる。前提条件が変われば数値が変動することは確かだが、3つの市場のいずれにも一定規模以上の収入が期待できるのが日本の資産運用ビジネスの特徴だと考えられる。

2) 本アンケートは、日本で事業を展開する国内系・外資系運用会社を対象に、2007年度から5年間続けて実施しているものである。2011年度調査は2011年8～9月に実施し、56社から回答を得た。2010年度末の運用会社の運用資産額総額に占める回答会社の割合は、公募投信で67%、私募投信で77%、投資顧問で76%である。回答会社の運用資産残高合計は、公募投信43兆円、私募投信24兆円、投資顧問91兆円。資本タイプ別では、国内系32社、外資系24社である。

3) 年金ファンドは、3年に1回、運用成績が下位4分の1の運用会社が解約され、新規の運用会社に入れ替えられるとして入替額を推計した。金融機関は、毎年運用成績が下位4分の1の運用会社が解約されるとして推計した。リテール投信の運用報酬率は、公募投信の現在の平均的な運用報酬率を採用、企業年金は企業年金連合会の調査結果を利用、公的年金はGPIF以外の報酬率を運用会社の収入から推計し、GPIFについてはGPIFの公表データから推計した。金融機関については債券の平均的な運用報酬率を採用した。

4) ここでは主としてメガバンク・地方銀行等の全国銀行を指す。



## 1 年金向けビジネス

### 給付増により運用資産は減少

2011年3月末の日本の年金資産は全体で264兆円と推定される。そのうち公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）が約171兆円（前年度比7兆円の減少）と65%を占める。その7割強、122兆円は厚生年金保険・国民年金の積立金となっている。

厚生年金保険・国民年金の積立金のほとんどはGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によって運用されている。11年3月末のGPIF資産残高は116兆円。運用リターンはゼロに近い若干のマイナスであったにも関わらず、前年度に比べ6.5兆円の減少であった。これは給付費用が保険料等の収入を上回り、積立金の取り崩しが行われたためである。厚生労働省が実施した平成21年財政検証における見通しでも、当面は積立金の減少が予想されている。図表12はGPIF運用資産額の推移とともに、

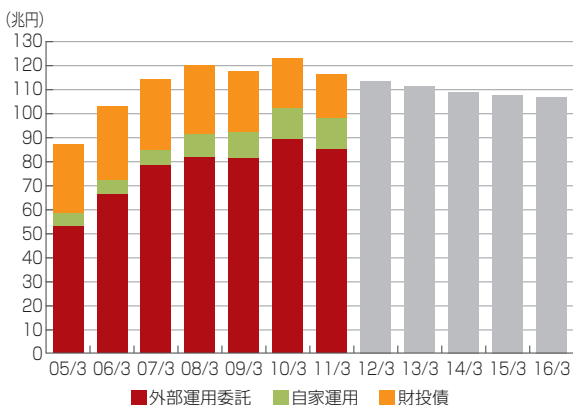
この財政見通しに基づいた今後5年間の資産額予測を示したものである。ただし、2011年度も10年度と同様、6兆円以上の積立金取り崩しが予定されており、大幅な運用リターンが得られない限り、ここで示した額以上にGPIF資産額が減少する可能性がある。

直接引受財投債を除いたGPIF自主運用分の資産配分は前年度とほぼ変わらず、国内株・外国株が3割近く、国内債が6割である。また、手数料率も昨年と同じ2.1パーセントであった。資産管理機関の集約も終了し、資産配分にも変化がなかったためと考えられる。

一方、確定給付型の企業年金の10年度末資産残高は73兆円、前年度から1.5兆円の減少となった（図表13）。制度別では、確定給付企業年金の規約型の数がさらに大きく増加し、基金型も合わせて1万件を超えた。適格退職年金は12年3月末の制度廃止を前に、3兆円にまで減少している。多くは確定給付企業年金や中退共に移行しているが、年金制度を廃止したところも少なくないと見られる。

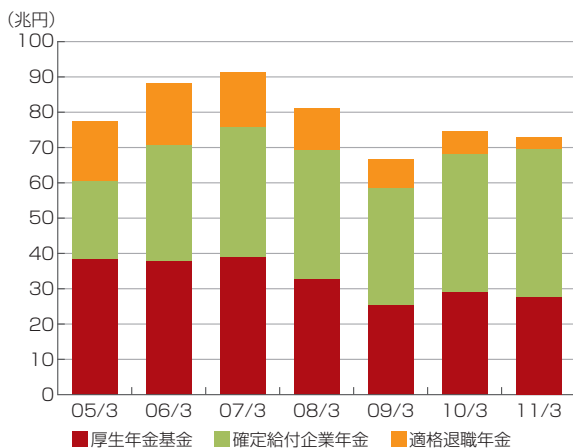
今年制度創設10周年を迎えた確定拠出年金は、企業型・個人型を含め5.5兆円と、大幅な伸びはないものの

図表12 GPIFの資産額（実績と予測値）



(注) 2012年3月末以降は、平成21年財政検証にもとづいてNRIが試算したGPIF資産額の予測値  
 (出所) GPIF「平成22年度業務概況書」、厚生労働省「平成21年財政検証結果レポート」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

着実に資産額を増やしている。11年8月には、いわゆる年金確保支援法が成立し、加入者のマッチング拠出が12年から認められることになった。拠出額の上限に変わりではなく、マッチング拠出が企業拠出を上回ることができないなど制約はあるが、資産額の増加にある程度つなげると期待される。

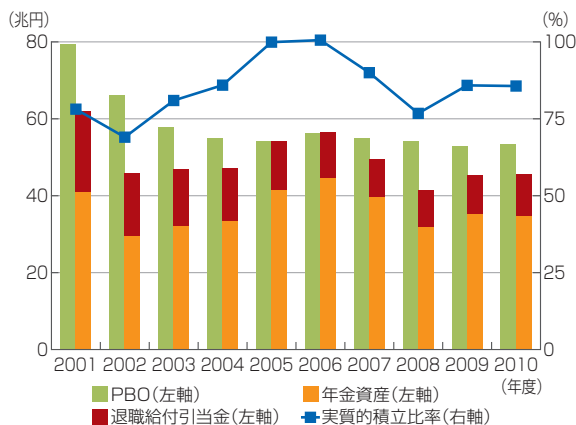
## 10年度はやや落ち着きを見せた 企業年金の財務への負荷

退職給付制度が企業の財務に与える影響は引き続き大きなものとなっている。図表14は東証一部上場会社のうち、日本の会計基準が適用されている企業を対象に、退職給付債務（PBO）と年金資産、およびバランスシート上で負債計上された退職給付引当金の推移を示したものである。また年金資産と退職給付引当金（認識済み債務）の合計額のPBOに対する比率を「実質的積立比率」として示した。

退職給付会計の導入間もない時期には80兆円近くあったPBOは、代行返上や確定拠出年金への制度変更等により数年で大きく減少したが、その後はあまり変化がなく50兆円強の水準で推移している。年金資産はリーマンショックに見舞われた08年度に32兆円まで減少し、その後09年度にやや持ち直したものの大きな改善は見られない。10年度も前年度とほぼ同じ35兆円であった。そのため、実質的な積立比率もほとんど変わらず、85%程度に留まっている。逆に言えば、PBOの15%程度が未認識債務として残っているということである。

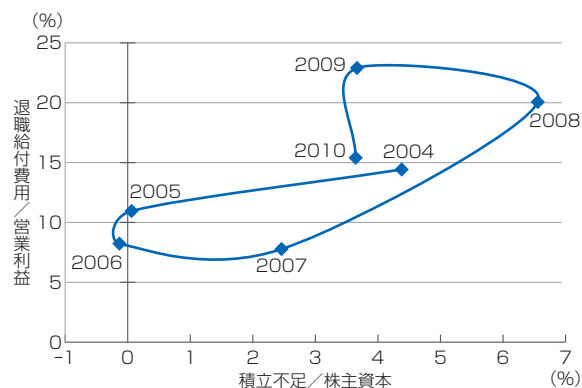
一方、退職給付費用は10年度、やや減少を見せ4.2兆

図表14 退職給付会計の財政状況と積立水準



(注1) 日本会計基準適用の東証一部上場企業を対象  
 (注2) 退職給付債務は、前払年金費用を控除した純額。  
 実質的積立比率 = (年金資産 + 退職給付引当金) / PBO  
 (出所) 日経MMデータより野村総合研究所作成

図表15 退職給付制度の企業財務に対する影響度



(注) 日本会計基準適用の東証一部上場企業を対象  
 (出所) 日経MMデータより野村総合研究所作成

円となっている。数理計算上の差違の償却費用の減少、期待運用収益の増加がその要因である。

具体的に退職給付制度の財務業績に対する影響を見たのが図表15である。営業利益に対する退職給付費用の大きさと、株主資本に対する積立不足（未認識債務）の大きさという二つの観点から示している。

08年度、本業の業績悪化と同時に、退職給付費用も増加したことから、退職給付制度は営業利益を20%程度低下させる要因となった。また積立不足も拡大したため、株主資本に対する潜在的な負荷も過去最大となった。翌09年度は、多くの企業で積立不足の償却が開始されたことから株主資本への負荷は減少したが、その分退職給付費用が増加して、営業利益の低下圧力はやや高まった。

10年度は、前述のように積立不足の償却は続いたが償却額は減少し、同時に本業の業績も改善したため、営業利益への負荷は低下した。一方、積立不足は前年度とほぼ変わらず、株主資本への潜在的な影響に大きな変化はない。

08年度に急激に高まった企業年金の財務業績に対する負荷は、ここ2年は落ち着きを見せている。しかし、年金資産運用で取っているリスクは母体企業の本業のリスクと強く連動しており、ひとたび年金資産の運用環境が悪くなれば、同時に本体のビジネス環境も悪くなり、08年度のように母体企業に対する影響は増幅されることになる。

退職給付制度による企業業績への負荷を分離する方法は、過去には代行返上等の制度面の対応策もあったが、現在では選択肢が限られている。下方リスクの抑制、一層の分散化による運用効率の改善など、資産運用面に対する企業の期待は強いのではないかと。

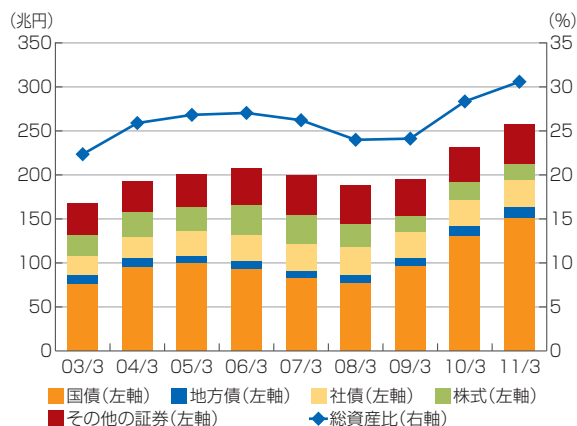
## 2 銀行の有価証券投資

### 増加が続く銀行の有価証券投資

全国銀行における投資有価証券保有残高は、10年度末で258兆円、09年度比26兆円の増加となった。総資産額に占める投資有価証券残高の割合は30.6%となり、過去10年間で最も高い水準となった(図表16)。内訳を見ると、国債の占める割合が最も高く59%(151兆円)、次いで「その他の証券」(17%、45兆円)、社債(12%、30兆円)、株式(7%、19兆円)の順となった。09年度に比べ、国債とその他の証券の残高が大きく増加している。一方、株式については、ここ数年間、業態を問わず政策株式を圧縮しており、10年度も残高は減少した。

業態別に見ると、09年度と同様に、投資有価証券保有残高の伸びは大手行で最も大きく、地銀、第二地銀、信託銀行に比べ、2～3倍の伸び率となった。残高増加の背景には、①預金の増加、②貸出の伸び悩みがある。企業の資金需要の低迷を反映して銀行の国内貸出残高は09年度から減少傾向にある。11年3月の東日本大震災の影響で一時的に企業の資金需要が高まったが、11年度上期には、欧米金融市場の混乱や円高の進行など先行きの不透明感が高まり、企業は銀行借入を圧縮する動きに出ている。足もと経済が好転する兆しが無いなか、貸出の伸び悩みと貸出金利低下によるスプレッドの縮小は、銀行の有価証券投資にとって大きな収益圧力となっている。

図表16 全国銀行の投資有価証券残高推移



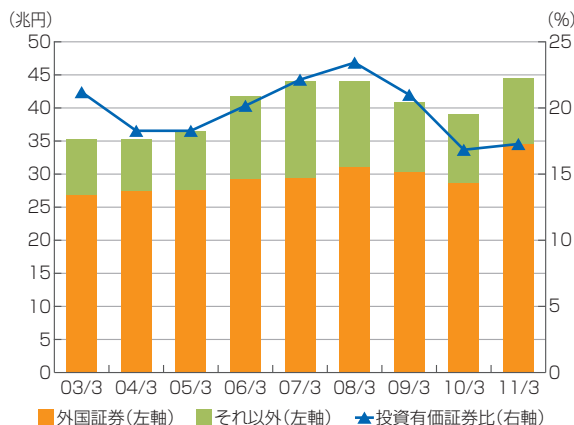
(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」より野村総合研究所作成

### 拡大する外国証券投資

11年3月末時点の「その他の証券」の残高は、44.5兆円となり、前年度比6兆円の増加となった(図表17)。「その他の証券」は、07年3月以降、減少を続けていたが、4年ぶりで増加に転じた。内訳を見ると、外国証券が34.6兆円と、前年度比5.9兆円増加した。一方、外国証券以外のその他の証券(ファンド、ヘッジファンド、仕組債など)の残高は10兆円と、前年度に比べ若干の減少となった。

業態別に見ると、大手行では、09年度比「その他の証券」の残高が大幅に伸びており(25.9兆円、前年度比23%増)、収益拡大を狙って積極姿勢に転じた様子がうかがわれる。第二地銀も、若干ではあるが残高が増加に転じた(1.8兆円、前年度比5%増)。一方、地方銀行では残高が引き続き減少している(7.6兆円、前年度比2%減)。地銀、第二地銀では、個別行によって「その他の証券」に対する投資スタンスに大きな違いがあるようだ。

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「民間金融機関の資産・負債等」より野村総合研究所作成

### 転換期を迎えた有価証券投資

野村総合研究所では、07年度から継続的に銀行の有価証券投資について実態調査を行ってきた。これまでの調査結果によると、07年に深刻化した米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機とそれに続くソブリン危機を受け、銀行の有価証券投資行動は、大きく二つに分かれている。一つは投資資産の多様化を推進するもの、もう一つは金利リスク・テイクを積極化するものである。

業態別に見ると、信託銀行を含む大手行は前者、地銀、

第二地銀は後者を指向している<sup>5)</sup>。

先の金融危機以後、大手行は、流動性に関する国際的な規制強化への対応などもあり、国債残高を大幅に増やしてきた。しかし、10年度下期には、有価証券投資収益を拡大すべく、国債以外の多様な資産に投資する姿勢に転じている。投資対象は、ファンド、ヘッジファンドや外国債券である。なかでも外国債券投資残高の伸びが著しい。大手行では、投資有価証券に占める国債の割合が既に7割近くに達しており、金利リスクという観点から国債投資を拡大する余力がなくなっていることも、こうした動きを後押ししている。今後も、大手行は、リスク分析・評価などのリスク管理能力を強化し、表面的なリターンではなく、投資に伴うリスクや管理コストを勘案し、実質リターンがどの程度あるのかという観点から投資対象を選別した上で投資をするという方針を堅持するだろう。なお、現在進められているシャドウ・バンキング規制・監視の強化の内容によっては、銀行によるヘッジファンド等への投資は、今後、抑制される可能性もある。

一方、大手行に比べ人的リソースの制約が大きい地銀・第二地銀では、10年度からバンキング勘定の金利リスク算出手法を高度化し、債券ポートフォリオのデュレーションを長期化することで、収益向上を図る動きが本格化している。いわゆる、コア預金モデルの導入である<sup>6)</sup>。投資対象は、国債が中心であるが、同時に地方債、社債、外国債券などの残高を増やしている銀行もある。前述の通り、10年3月末以降、銀行の外国証券投資残高が大幅に増加しているが、ここ数年の欧米経済の不透明感を反映し、外国債券に対する投資スタンスは個別行により大きく異なる。その背景には、先の金融危機以降、銀行は、金融規制当局から投資対象に見合ったリスク管理体制の整備を求められているという理由がある。足もと銀行の有価証券投資に対する収益圧力が高まるなか、相対的に人的リソースに制約があり、社内に十分な体制を整備することができない地銀・第二地銀にとっては悩ましい状況である。地銀・第二地銀の中には、自社内に不足しているノウハウを外部の第三者から調達しようとする動きもあるようだ。例えば、投資助言サービスや一任契約を利用することにより、①自社のリスク評価・分析力を補完することができる、②投資ノウハウが学べる、などのメリットが得られる。

一部の地銀、第二地銀では、大手行と同様に、リスク管

理を高度化しつつ、ファンドや外国債券など投資対象の多様化を図る動きもある。今や、投資商品の販売に際しては、販売会社が商品性の詳細な情報を提供することはあたり前のことになっているが、現在のような市場環境において有価証券投資で安定的な収益を確保していく上では、運用会社が持つリサーチ力や分析力に期待するところは大きいと思われる。

なお、業態にかかわらず残高が減少している株式投資であるが、政策株式を減らす一方で、純投資としての株式を増やす、ETFや株式投資信託などに投資するなどの動きが見られる。投資有価証券ポートフォリオに占める債券の割合が高まる中で、逆相関資産としての株式の重要性は認識されている。株式あるいは株式を裏付けとする投資商品については一定の投資ニーズが存在する点には着目すべきであろう。

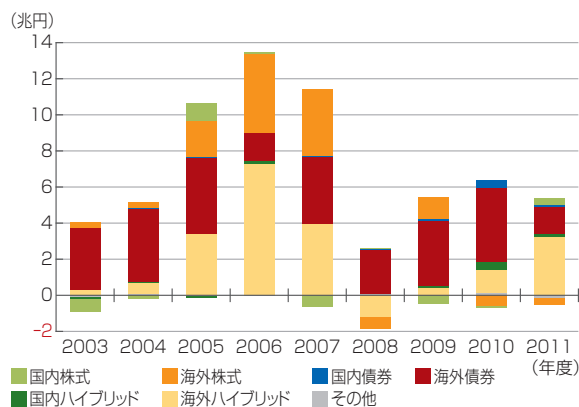
## 3 リテールビジネス

### 高分配金利回り・高リスクの商品へ 資金流入が継続

国内で設定された公募投信の残高は、11年3月末で65兆円と、前年から1兆円の増加となった。ただ、その後11年度上半期末は、欧州の経済混乱等の影響による資産価値の下落で、58兆円にまで低下している。

公募投信全体のうち8割強が追加型株式投信である。10年近くにわたって、その中心は海外有価証券に投資

図表18 追加型株式投信への資金流入

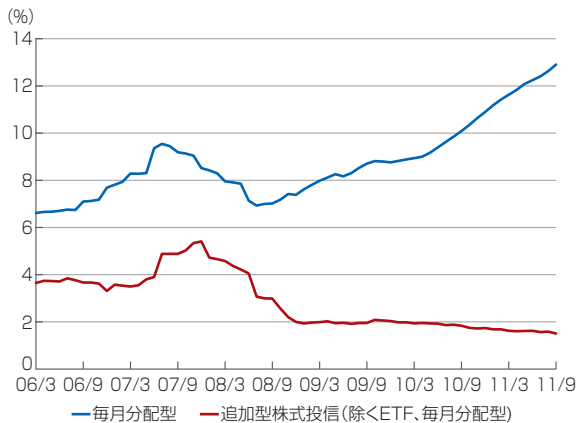


(注1) 2011年度は上期分を年度換算

(注2) 上場投信、毎日決算型、公社債投信を除く

(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

図表19 追加型株式投信(除くETF)の分配金利回り



(出所) 野村総合研究所

するタイプの投信が占めている。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。08年度以降は海外債券型が主流だったが、10年度からはこれに加え海外不動産投信型を中心とした海外ハイブリッドへの資金流入が目立っている(図表18)。

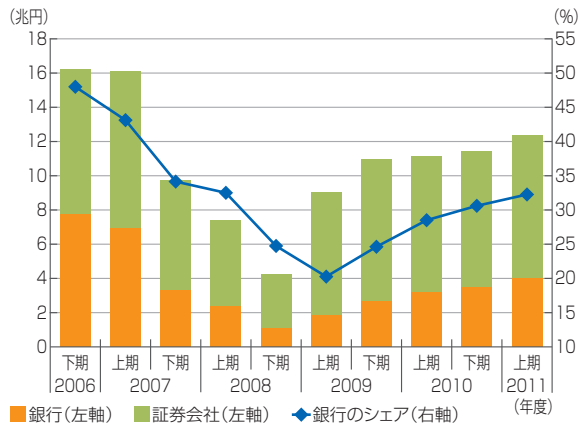
株式投信の販売では、依然として分配金利回りの高いファンドに人気が集中している。上述した海外投資型のファンドの多くはまさにこのタイプである。毎月分配型とそれ以外の投信の分配金利回りには大きな差がある。08年度以降その差は広がる一方で(図表19)、非分配型投信からは4半期連続で資金が流出している。さらに毎月分配型の中でも、通貨選択型やブラジル債券ファンドなど、比較的高いリスクが高いファンドへの資金流入が続いている。

では顧客は本当にこうしたリスクの高い商品を求めているのだろうか。野村総合研究所が10年9月に行ったアンケート<sup>7)</sup>によると、投資経験者の中でも、金融商品に対し10%以上の利回りを求める人は1割に満たない。利回りは例えば5%、3%、あるいは2%程度で十分と考える顧客が大半で、その分リスクの低い商品を望んでいる。高い分配金利回りを好む顧客が多いと決めつけるのではなく、より低リスクのファンドにも注目していくべきである。それが、投信購入の経験がない層へと裾野を広げ、顧客基盤を拡大することにつながると考えられる。

### 銀行の投信販売シェア上昇の鍵を握る 地銀・第二地銀

証券・銀行別の株式投信の販売額を見ると、依然証券会社の販売力は強く、11年度上期には8兆円超と、00年度以

図表20 追加型株式投信(除くETF)の販売額



(出所) 各種資料より野村総合研究所推計

降のピークである07年度上期の9割を超えた(図表20)。ただ前年同期比では5%程度の増加で、販売の伸びは弱い。一方、銀行の11年度上期投信販売は前年同期比で25%の増加となり、シェアも1/3にまで回復した。しかしピークの06年下期に比べると未だ半分に過ぎない。

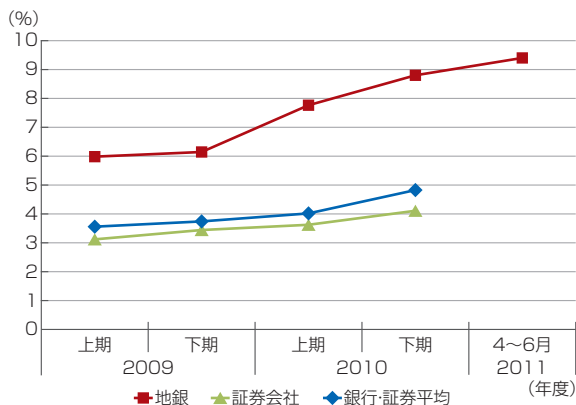
銀行による投信販売がかつてのような水準に戻るための鍵を握っているのが地銀・第二地銀である。地銀・第二地銀では、投信販売額はピーク時の1/3に留まり、都銀や信託銀行に比べ回復が遅れている。その原因は、地銀・第二地銀がリーマンショック以降、新規口座の獲得に対し積極性を欠いたことにある。07年度下期以降はほとんど投信口座数が増えていないのである。退職世代の投信非保有顧客にもう一度注目する、あるいは定期預金や個人向け国債の満期到来時に投信を提案するなど、新規顧客の獲得に注力するべきではないか。

証券会社にとっても、銀行の投信販売が伸びないことの影響は小さくない。証券会社は、銀行で投信投資を始めた人の一部を取り込むことによって販売額を伸ばすことができたとと思われる。地銀・第二地銀による新規顧客獲得が鈍ってくると、証券会社の投信販売も将来的にペースが落ちていくことも考えられる。

### 地銀を中心に高まる投信のネット販売比率

投信のインターネット販売は07年度下期以降大きく落ち込んだが、09年度からやや持ち直しを見せている。ネット販売の比率は、証券会社に比べ銀行、特に地銀(第二地銀を除く)で高まっている。現在、地銀の投信販売額のほぼ1割がネット経由である(図表21)。

図表21 投信(MRFとETFを除く)のネット販売比率



(出所) 日本証券業協会、「金財・QUICK投信データバンク」より野村総合研究所作成

ネット販売では、銀行を中心に販売手数料の割引を行うところが多く、地銀では9割が実施している。割引率は平均で3割、ネット販売の比率が高い銀行では、総じて割引率が高い傾向にある。大手銀行でも割引を行うところが現れ、今後証券会社に波及する可能性もある。

ネット販売で闇雲な手数料の割引競争に陥らないためにも、手数料の水準やそれに対応するサービス内容を顧客に分かり易く示し、顧客の判断でサービスを選択出来るようにすることが重要であろう。

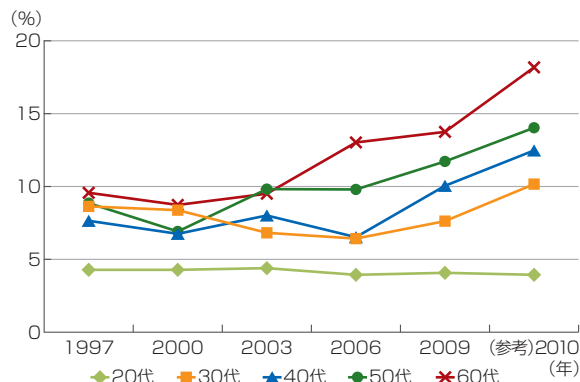
### 急がれる「2015年問題」への対応

団塊世代が既に退職を迎え、今後60歳となる人口は大きく減少していく。そのため、投信の主要な顧客層である60～79歳(あるいは60～84歳)の人口は、15年頃にピークを迎えることになる。これが「2015年問題」である。

2015年以降も投信マーケットを持続的に拡大していくためには、まず主要顧客層の投信保有率をさらに向上させていくことが重要である。図表22は年齢層別の投信保有者の割合を示したもののだが、60代の投信保有者割合は00年以降急上昇している。今後もこの勢いを持続できるかが、2015年問題を乗り切る鍵となる。

もう一つの鍵は、今まであまり目を向けてこなかった現役世代の開拓である。図表からは、30～50代も06年以降、投信保有者割合が増加している可能性が窺える。この世代は運用金額も比較的少なく、直接的な収益にはなかなか結びつかないが、将来の退職世代の投信保有を拡大するという点で重要な層である。一口に30～50代と言っても年齢により運用ニーズは全く異なるはずで、そうしたニーズを汲み取った戦略を立てることが必

図表22 投信保有者の割合



(注) 2010年の調査は質問内容が異なるので過去のデータとの連続性には注意が必要である  
(出所) NRI生活者1万人アンケート(1997年、2000年、2003年、2006年、2009年、2010年金融編)

要だろう。まずはこれまでの主要顧客に近い、50代の退職を間近に控えた層の開拓が急務となる。

## 4 顧客別の商品市場動向

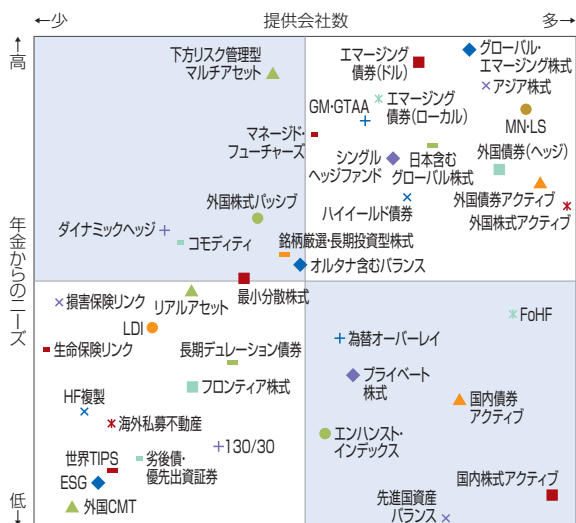
野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営課題に関するアンケート調査」を基に、投資家セグメント(年金、金融法人、リテール)別のプロダクト需給マップを作成した(図表23)。これは、運用会社の提供する様々な商品に対する各投資家のニーズの強さ(運用会社の評価による)と、現在の提供状況を対比したものである。このマップによって、有望な運用商品(ニーズが強く、かつ提供会社数は少ないもの。左上領域に相当)や、競争状況の厳しい商品(ニーズが弱く、かつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当)などを一望することができる。

3つの需給マップに共通するのは、伝統的な国内株式アクティブ運用や先進国資産のバランス運用は、投資家ニーズが低く提供会社数も多い右下領域に位置することである。また、エマージング株式・債券、アジア株式については、ニーズこそ高いものの、同時に提供会社数も多く、既に競争状況が厳しい運用商品となりつつある。

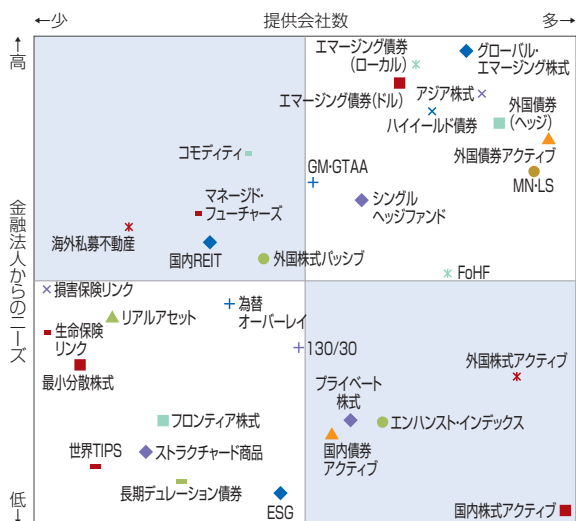
投資家セグメント別に見ると、まず年金では、左上の有望領域にプロットされる商品自体が少ない。かろうじて下方リスク管理型マルチアセットとダイナミックヘッジなどが挙げられる。これらは、資産クラス横断的な運用や、デリバティブを活用した相対的に高度なリスク管理機能を内包する商品であり、ニーズが高いと認識していても提供に至っていない運用会社が多いものと見られる。年金向けに

図表23 顧客別のプロダクト需給マップ

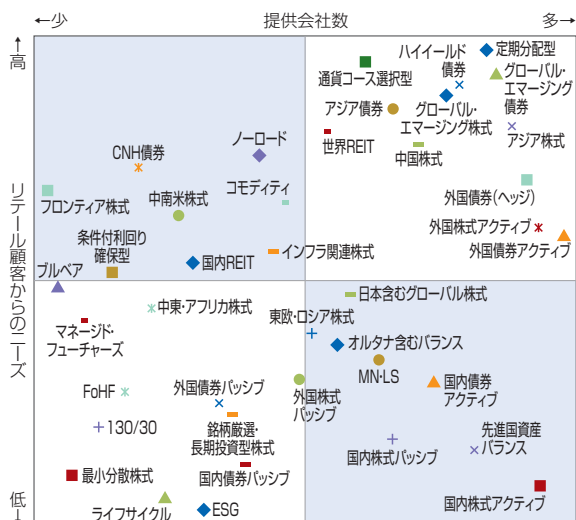
(a) 年金向けプロダクト



(b) 金融法人向けプロダクト



(c) リテール向けプロダクト



(注) 縦軸は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(商品を取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」より野村総合研究所作成

は昨年度、この有望領域にも多くの商品があったが、新商品の提供会社が増え、それらは右上領域に移動している。

また、この領域の周辺(ニーズは中庸だが提供会社数は少ない、またはニーズは高いが提供会社数がある程度存在する)には、年金顧客固有のニーズに合致した商品が位置している。リターン源泉の分散に寄与する保険リンク商品、年金債務の変動をヘッジするLDI、インフレ耐性のあるコモディティとリアルアセット、株式のリスクを抑制ないしヘッジする最小分散運用とマネージド・フューチャーズ、株式で絶対リターンを指向する銘柄厳選・長期投資運用などである。

金融機関向けでは、「高い利回りが期待できる商品」が右上領域に位置している。外債など相対的に期待リターンの高い投資商品や、債券との相関が低く期待リターンを見込める株式投資商品へのニーズが強い傾向が見取れ、第2節で述べた金融機関の動向と符合している。ニーズが強いが、まだ競合商品が少ないと思われる商品群としては、不動産ファンドやマネージド・フューチャーズなどが挙げられる。

リテール向け商品で左上領域にあるのは、本年度調査より新たな選択肢として加えたCNH債(中国元建て債券)、フロンティア株式、中南米株式など、ハイリスク・ハイリターン指向が強く、かつ既存のエマージングやアジア株式・債券運用ではカバーされない資産で運用する商品である。同様に中東・アフリカ株式も、領域の周辺に位置している。また、条件付利回り確保型や、ブルベアのように、相場環境に関わらず一定のリターンの確保を指向した商品も、左上領域の周辺に位置している。

定期分配型(毎月分配等)や通貨コース選択型は共に右上領域に位置しており、依然人気があるものの既に一般化した運用商品となっていることがうかがえる。

- 5) 大手行のなかにも、07年度以降ファンド投資などを圧縮し、長期国債や社債などの債券を中心とした運用を方針としているところもある。
- 6) ALM高度化という観点からは、預金や貸出などの資産や負債の動きを詳細に分析し、有価証券ポートフォリオで預貸の満期構造や金利リスク・プロファイルに合致したポジションをとることは、適切なアプローチと言える。しかし、現在利用されているコア預金モデルの多くは、金利上昇期の残高の動きについて十分な検証がされていないという点については、運用上、留意が必要である。
- 7) NRI生活者1万人アンケート調査(金融編)。



# 著者紹介

	<b>堀江 貞之</b> <i>Sadayuki Horie</i> 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		<b>金子 久</b> <i>Hisashi Kaneko</i> 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
	<b>川橋 仁美</b> <i>Hitomi Kawahashi</i> 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		<b>富永 洋子</b> <i>Hiroko Tominaga</i> 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
	<b>浦壁 厚郎</b> <i>Atsuo Urakabe</i> 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		

## 日本の資産運用ビジネス 2011/2012

発行日	2011年11月29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 <a href="http://www.nri.co.jp/">http://www.nri.co.jp/</a>
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

2011/2012