

日本の 資産運用ビジネス

2012/2013

- 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、金融危機後の約4年間、収入面でほぼ横ばいの状況が続いています。投信では、これまで人気を集めてきた通貨選択型投信や信用リスクを持った外債ファンド等での分配金の削減もあって資金流入が細り、多くのファンドでは既に資金流出が始まっています。年金ファンドも、厚生年金基金の廃止方針を政府が発表するなどビジネス面で明るい見通しが持てない状況です。2012年度も7ヶ月以上が経過しましたが、現時点では収入が前年度比で減少する状況になっています。一方、運用会社各社のビジネス状況は大きく異なっており、厳しい環境下で高い収益性や顧客満足度を実現している運用会社も存在します。厳しい環境であればあるほど、運用戦略や経営戦略の巧拙が優勝劣敗を決める状況になるのではないかと考えられます。

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、海外のグローバル運用会社の経営者などへのインタビュー等も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2012/2013」を作成しました。2006年から数えて7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。

今回の冊子も、「コスト構造から見た環境変化への耐性の違い」、「外資系運用会社の日本拠点の意義」、「高リスク商品中心の投信販売が長期の投信普及の阻害要因か」、「投資家層の拡大に繋がる日本版ISAの導入」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のないご意見をいただければ幸いです。

2012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2012/2013」総括責任者

堀江 貞之

第1章

日本の投資家動向

金融資産—過去4年間ほぼ横ばい状況

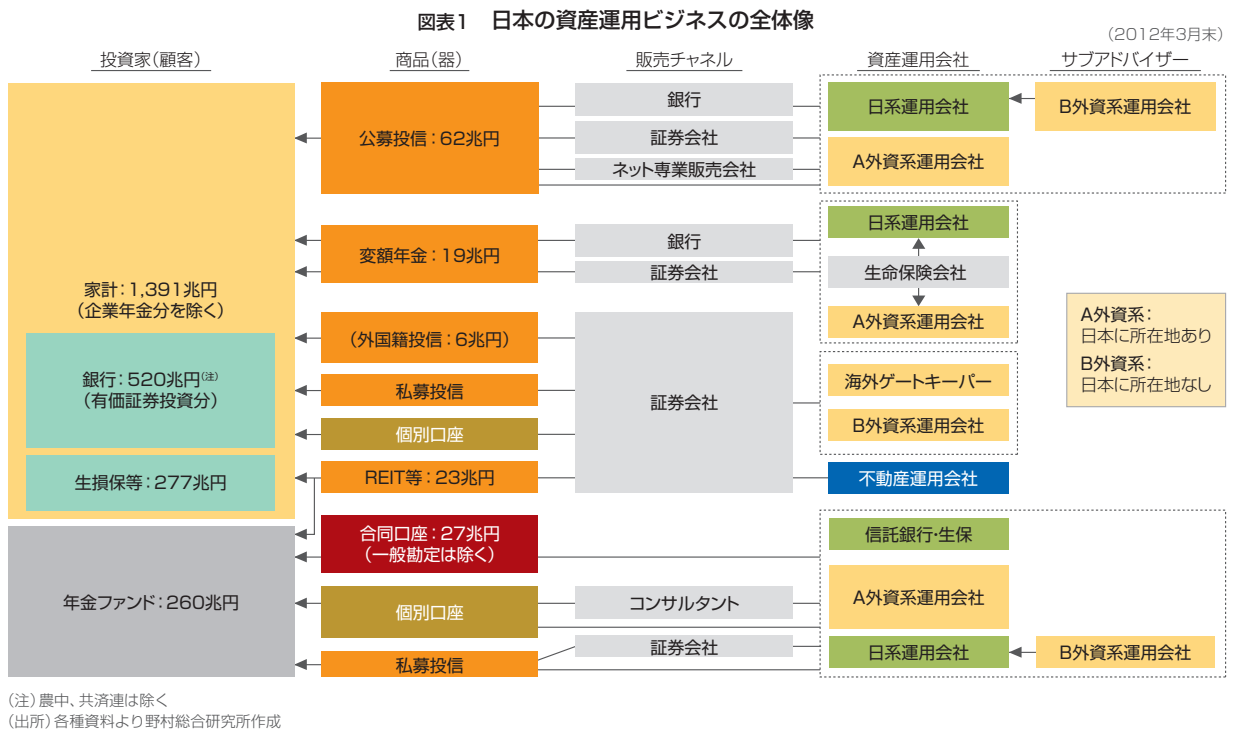
2011年度の日本の資産運用市場は、全体として前年度から大きな変化は見られない。08年度以降の4年間、残高・収入ともほぼ横ばい、日本の資産運用ビジネスは上昇の兆しが見られない状態である。図表1は、12年3月末現在の日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。日本で運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家(家計)、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つである。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は、全体で

1,651兆円と推定される。1年前に比べ30兆円の増加、そのうち家計は34兆円の増加である。家計の金融資産は富裕層を除き安全資産が中心で、過去5年間大きな変化は見られない。

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337兆円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、現在はほとんど停滞している状態である。

家計—投信への資金流入が期待できるISA創設

家計の金融資産は、12年3月末現在で約1,391兆円と、1年前と比べ34兆円の増加となった。商品別に大きな変動



はなく、預金と保険の合計で全体の7割以上を占める。

今後5年間の家計の金融資産動向をデータに基づいて推計してみたのが図表2である。図表の数値は昨年とほぼ同じであり、大きな変化はない。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、今後5年間約40兆円が流入する。団塊世代の退職が終了し、退職金額は減少傾向にある。

その他、ゆうちょ銀行の定額貯金、かんぽ生命を中心とした保険、個人向け国債などからの資金流出額（これらはその時々金利動向に大きく左右される面がある）を合わせると、今後5年間で合計64～92兆円となり、これが他の資産へ振り替わることになる。これはどの商品に流入していくのか。その額を予測するのは困難だが、過去数年間の傾向を伸ばしてみると、一般銀行の預金へは、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、過去5年間で平均して全体の3割の資金が流入しており、それを将来に当てはめると、19～27兆円の流入となる。

しかし、投信への流入額は、11年度後半以降、急速に減少、一方で分配金の直近の額は年間3兆円に達すると見られ、分配金まで考慮したネットでの今後5年間の流入額は10兆円以下に留まる可能性もある。一方、日本版ISA（少額投資非課税制度）が2014年にスタートし、政府は2027年の残高目標を25兆円としており、その額の半分が投信に回るとすると10兆円以上が投信に流入する可能性もある。制度設計によっては、長期の資産形成という投信が持つ本来の役割を担うことができる。安

全性資産からの資金も流入して、投信の残高を大きく押し上げること期待できる。今後、日本版ISAの制度内容に注目すべきであろう（第3章で詳述）。

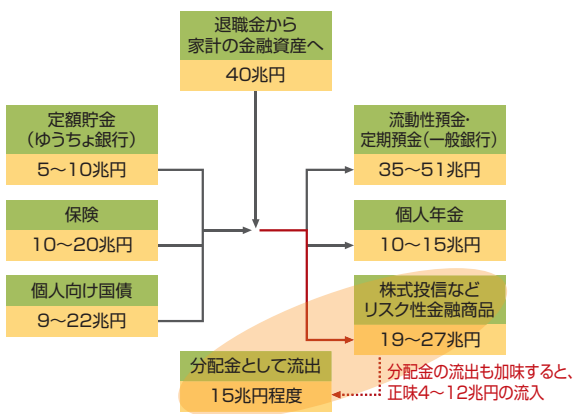
中長期的に有望な金融機関向けビジネス

最大の機関投資家である年金ファンドの12年3月末資産額は約260兆円と推定される。このうち公的年金資産は約167兆円で前年度比3兆円減、その他の企業年金等は93兆円でわずかながら増加した。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ているためである。09～11年度には合計16兆円の資金が取り崩され、12年度も9兆円の取崩しが予定されており、今後数年間は資金減少が続くとみられる。企業年金も資金が大きく増加する見込みはなく、年金ファンド全体では残高減少が継続する可能性が高いと考えられる。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が279兆円、信用金庫・信用組合で66兆円、ゆうちょ銀行176兆円、生命保険会社183兆円、かんぽ生命75兆円、損害保険会社19兆円で、合計約797兆円となっている。

巨額の有価証券投資額を持つ金融機関だが、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い。ただ、今後も投資額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り、中長期的には有望なビジネスである。株式投資も、保有額は減少しているものの、債券との相関の低さから、期待リターンの高い特徴ある商品へのニーズは強い。運用会社が金融機関ビジネスを拡大するには金融機関がもつ特徴を把握することが肝要と思われる。銀行の有価証券投資は業務純益などの会計数値に影響を与えるため、短期的視点で投資を行う傾向があること、資産クラス毎に商品選択が行われる傾向が強くなり、有価証券全体のポートフォリオから見た提案が必要な年金ファンドとは異なること、などがあまり理解されていないのではないか。金融機関の顧客特性に応じたスピーディな対応を患直に行い顧客満足度を上げていくことが、長期的に見て有望な資金獲得の手段であると思われる。

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

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・定期年金など、予定利率の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経営課題

1 ダイナミズムを欠く運用ビジネスの現状

野村総合研究所の推計によると、日本の資産運用ビジネスの市場規模は、2012年3月末の運用残高で350兆円（海外顧客分を含む）、運用収入で6,933億円であった。

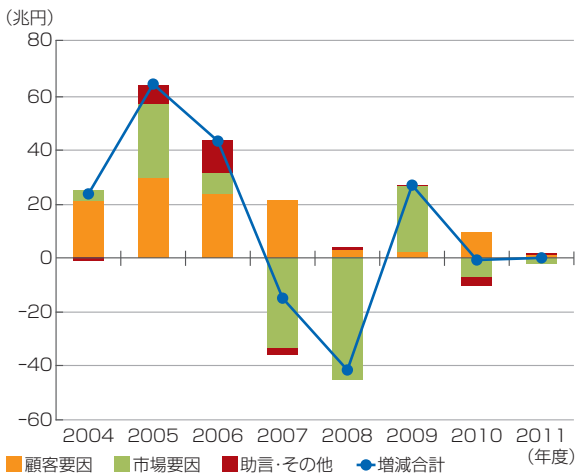
本章では、このうち信託銀行と生保会社を除いた、投信投資顧問専門の会社（以下、運用会社）について、ビジネスの状況と課題を確認していく。

均衡状態の続く資産運用ビジネス

図表3は、運用会社によ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。11年度末における資産額は、前年度末からほとんど変化がなかった。内訳としては市場要因がマイナス、顧客要因（顧客からの純資金流入）がプラスであるが、いずれも2兆円に満たない。

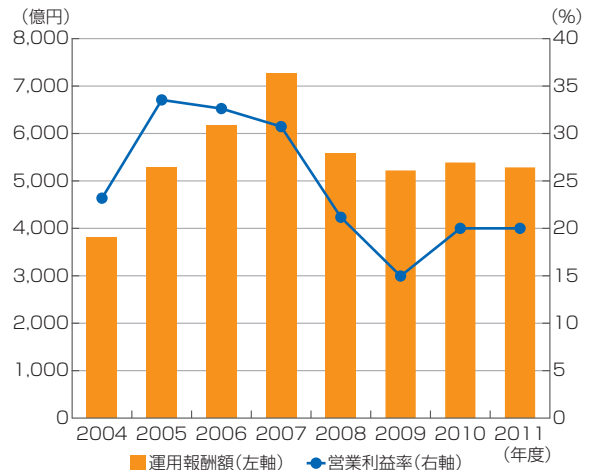
顧客要因へのプラスの寄与は、前年度に引き続き、公

図表3 運用残高の変動の要因分析



(注) 合併・事業譲渡、契約形態の変更による影響を調整したもの
(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

図表4 運用会社の運用報酬と営業利益率の推移



(出所) 各社営業報告書、投信協会、日本証券投資顧問業協会資料より野村総合研究所作成

募投信によるものがほとんどである。ただし、公募投信への資金流入（純設定額）から分配金の払い出しを控除した、運用会社にとっての実質的な運用資産の変化額ではマイナスになる。さらに市場要因についても、11年度

図表5 営業利益率の分布



(注) 営業利益率が利用可能な62社の集計値。営業利益率は、代 hands 手数料を控除した実質営業収益に対する営業利益額として算出。赤マーカは中央値、上辺は第3四分位値、下辺は第1四分位値
(出所) 有価証券報告書、事業報告書より野村総合研究所作成

末にかけて生じた株式市場の一時的回復の影響が織り込まれたものである。実態としては、事業環境は前年度よりもやや厳しいものだったといえるだろう。

運用会社の運用報酬の総額は、推計で約5,300億円であり、こちらも前年度比で殆ど変化していない。営業利益率は、全体を集計した業界全体で約20%、各社の中央値では8%と見られ、収益性についても前年度から大きな変化は生じていない(図表4、図表5)。

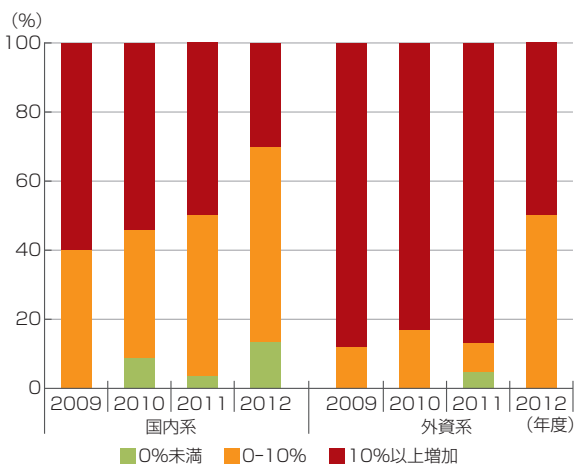
近年の資産運用ビジネスが、規模や収益性の観点で停滞していることは明白である。このような均衡状態を打開するには、何が必要であろうか。

収益見通しは保守化

野村総合研究所では、今後の資産運用ビジネスに対する見通しのコンセンサスを知るため、運用会社のマネジメントクラスを対象にしたアンケート調査(「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」)を毎年実施している²⁾。これを基に、各社が今後の資産運用ビジネスについてどのように予想しているかを見ていく。

まず運用資産額の増加について、各社の見通しを確認する。図表6は、資金流入による運用資産額増減の予想を、資産クラス別に尋ねた結果である。エマージングをはじめとする外国資産やヘッジファンドについて、10%以上の高い資金流入を予想する会社が多い。昨年度と比較すると、外国債券とヘッジファンドでの資金流入を見込む会社の割合が大きく増加しており、コモディ

図表7 収益額の増減見通しの推移(資本タイプ別)



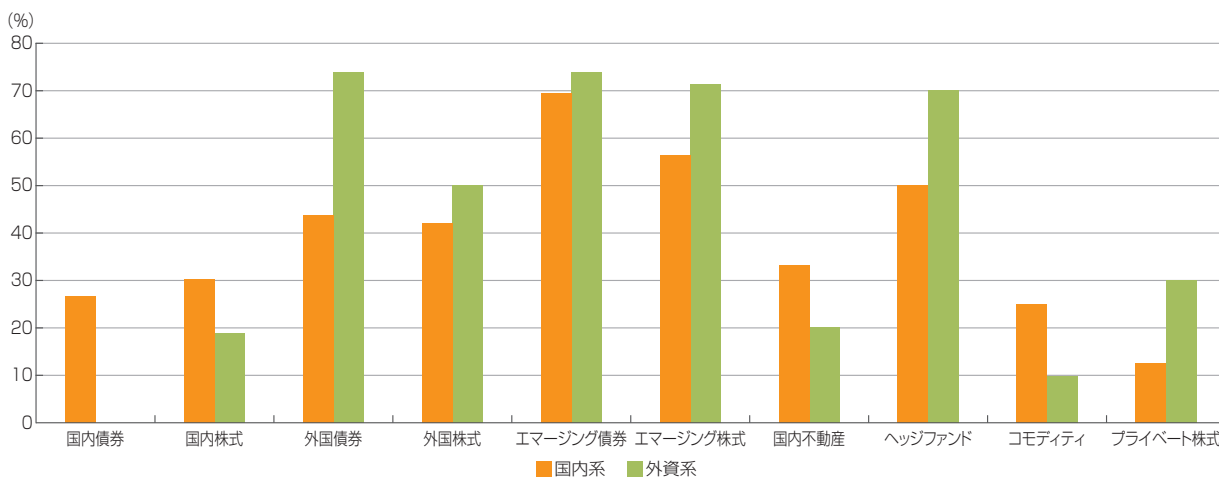
(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

ティは逆に大きく減少している。

次に今後の収益動向について見ていく。図表7に、今後3～5年で予想される収益額の増減見通しを、過去の推移とともにまとめた。比較のため、会社の資本タイプ(国内系/外資系)別に集計している。

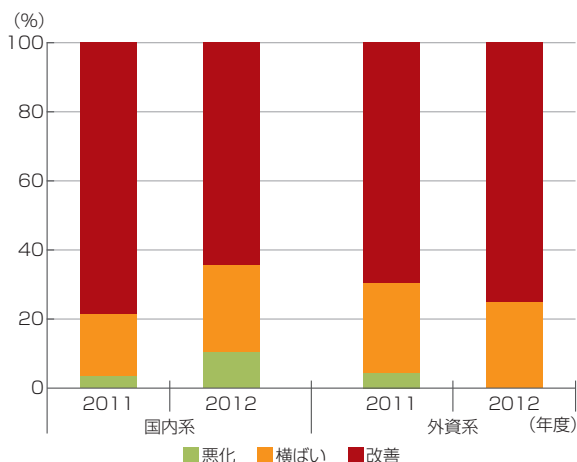
収益額の見通しは、資本タイプによらず保守化している。特に外資系では、「10%以上の増加を見込む」との回答がおおよそ9割から5割に減少するという注目すべき変化が起きている。外資系運用会社は、ほとんどの会社が過去一貫して強気の収益見通しを示していたが、本年度はそれが大きく後退する形になった。国内系についても、約5割から3割に減少している。収益額見通しは、図表6で示した資金流入に関する見通しと共に、市場要因によ

図表6 資金流入による運用資産額変化の見通し(資本タイプ別。10%以上の増加を見込む回答割合)



(注) 今後3-5年で、資金流入による10%以上の自社の運用資産の増加を見込む会社の割合
(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

図表8 営業利益率の見通し



(注) 今後3-5年で、営業利益率の改善を見込む会社の割合
(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

る残高の増減にも影響を受ける。強気後退の背景には、不透明な運用環境が続いていること、それによって投資家のリスク許容度も低下していることがあろう。

また、アンケートでは営業利益率の見通しについても尋ねている(図表8)。今後3～5年で予想される利益率の変化について、国内系では「今後改善する」との回答が6割程度に減少した。これは、前述の収益見通しと連動したものと理解できる。これに対して外資系では、異なる回答となっている。資産運用ビジネスの利益率は、ビジネスモデルが同じであれば、基本的に運用資産額や収益額に連動する。しかし外資系運用会社は、収益見通しを保守化させたにも関わらず、利益率についての見通しを、大きく変化させていない。

2 コスト構造に見る 環境変化への耐性の差異

実際、外資系運用会社にとって、利益率のコントロールは容易である面がある。図表9は、野村総合研究所が蓄積している運用会社の財務データを元に、資本タイプ間でコスト構造(実質営業収益額に対する主要な費目の構成比)を比較したものである。最終的な営業利益率は国内系で27%、外資系で9%となっており、共に前年度から変化していない³⁾。

人件費施策

国内系・外資系に共通して構成比の高い費目となっているのが、委託調査費と給与・賞与等の人件費である。

このうち委託調査費は、主として運用プロセスの委託先であるサブアドバイザーに流出するコストである。外資系の場合は、ヘッドクォーター等の海外拠点の運用機能を活用して日本市場に商品を投入する際、国内法人に配賦されるコストが含まれる。

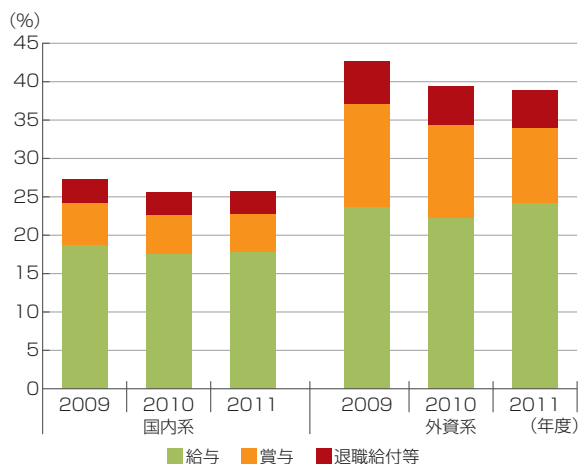
人件費の中では、基本給(ベースサラリー)に相当する給与が、国内系で18%、外資系で24%を占める。会社や個人業績への連動性の強い賞与等は、国内系8%、外資系15%であった。利益率維持の観点から注目すべきなのは、これらの水準の違いではなく、給与と賞与等の構成である。国内系は業績に連動させやすい賞与の構成比が低いため、人件費全体の下方硬直性が強い。反対に外資

図表9 コスト構造の差異

	国内系	外資系	差(%pt) (国内系-外資系)
実質営業収益	100	100	
広告宣伝費	2	1	+1
調査費	6	5	+1
印刷費・委託計算費	3	2	+1
委託調査費	25	22	+3
給与	18	24	▲6
賞与等	8	15	▲7
不動産費	3	5	▲2
委託業務費	1	6	▲5
減価償却費	3	1	+2
その他	9	10	▲1
営業利益率	23	9	+14

(出所) 有価証券報告書、事業報告書より野村総合研究所作成

図表10 営業収益に対する人件費関係費目の構成比



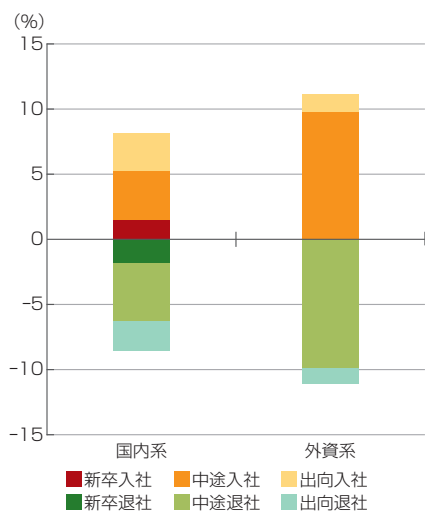
(出所) 有価証券報告書、事業報告書より野村総合研究所作成

系の賞与の構成比は高く、比較的柔軟に人件費を増減させることができる。実際、人件費の過去の推移を確認すると(図表10)、近年、収益額対比で見ても、賞与水準を抑制してきた状況が窺える。こうした柔軟性を発揮できることは、厳しい事業環境下で利益率の維持に寄与し得る要因の1つといえる。

人材の流動性についても特徴がある。図表11は、先のアンケート調査から、各社の直近1年間に入退社した役員・従業員数をそれぞれ集計し、資本タイプ別に、直近の人員数に対する比率で表示したものである。

これによれば、人員数自体は資本タイプによらず殆ど変動していないものの、外資系では中途採用により10%程度の従業員の入れ替わりがあったことが分か

図表11 社員属性別・入/退社数(期末人員数に対する割合)



(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

る。国内系でも回転率は低くはないが、その一定割合は、親会社等のグループ会社からの出向・転籍者によるものであり、これを除くと回転率は外資系のおよそ半分になる。こうした点を見ても、外資系運用会社のコスト・コントロールの余地は、相対的に大きい。

固定資産化の抑制と 業務アウトソースの活用

収益に占める構成比は大きくないものの、両者の差が大きい費目として、主にオフィス賃料から構成される不動産費と、各種固定資産の減価償却費を挙げることができる(図表9参照)。具体的には、外資系は不動産費率がやや高い一方、減価償却費率は低い。長期に亘って償却負担が生じる固定資産の活用を避け、財務上の身軽さを確保したマネジメントを行っていることが窺える。

さらに委託業務費も、両者の差が大きい費目として指摘できる。委託業務費は主に、運用以外の業務プロセスの一部を外部業者にアウトソースするための費用であり、外資系では5%ポイントほど国内系よりも大きい。国内系は業務プロセスを内製するのに対し、外資系はアウトソースを活用する傾向が鮮明である。

アウトソースの利点は、下方硬直性の高い人件費や、大規模な初期投資と長期の償却負担をもたらす固定資産投資を、運用残高やその他の業務量に連動した費用に転化できることである。先の人件費体系の違いと並んで、利益率水準の維持に寄与する要因として指摘できる。

コスト構造の転換に見いだすべき 成長への活路

以上で確認した国内系・外資系におけるコスト構造の差異は、これまで各社が長年に亘って構築・強化してきた組織能力やインフラ、ビジネス慣行などの違いに起因する面が大きい。もし国内系運用会社が報酬体系を含む人事ポリシーの変更や、外部委託などの変動費化策を導入するとしたら、マネジメントの方法論を大きく変える必要が生じる。企業文化への影響をはじめ、一時的に様々な調整を強いられる可能性が高い。

国内系運用会社には、今後の事業展開の方向に2つの可能性がある。1つは、自社の運用能力を拡張・強化し、運用から商品組成までのオペレーション、顧客サービス

までを一貫して行う組織へ転換することである。いま1つは、運用についてはサブアドバイザーを一層活用し、顧客サービスと、運用以外の国内向けオペレーションに特化することである。どちらの場合も、既存の人的資源を自社の目指す重点領域に再配置すると共に、差別化源泉とならない非競争力領域は撤退・アウトソースなどによって効率化することが必要である。

効果的なコスト・コントロールは、こうした成長戦略実現のための手段に過ぎない。コスト・コントロールを手段とする経営基盤の安定化が実現してはじめて、コア業務に資源を集中させることが可能となるからである。こうした努力を競争力の向上に結実できれば、日本の資産運用ビジネスを再び成長軌道に戻すことも可能となるのではないか。

3 外資系運用会社に関われる日本拠点の意義

日本に拠点を持つ外資系運用会社は、国内におけるビジネス展開のあり方が問われる状況に直面している。

象徴的な動きを、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が新たに開始するエマージング株式運用に見ることができる。これは外資系が得意とする分野と思われたが、委託先として選定された6社のうち、国内系運用会社が4社を占め、外資系は2社に過ぎなかった。しかし実は、国内系が採用された商品はいずれも、実質的な運用を日本に本格的な拠点をもたない外国運用会社が行い、国内系運用会社は主として商品組成と対顧客レポートを担うという、水平分業により提供されるものである。

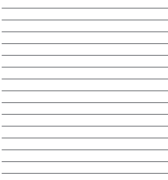
GPIFのケースは、国内に拠点を持たない運用会社でも、優れた運用能力さえ具備していれば、サブアドバイスを通じて日本市場に参入できることを示している。実際、国内で年金等に向けて提供されている外国資産の運用商品には、日本に拠点を持たない海外の運用会社に再委託等を行っているものが増えている。これは、国内系運用会社の投信ファンドで広く行われているサブアドバイザーの活用が、投資顧問においても一般化していることを示唆している。優れた運用会社を探索して国内で商品を組成し、顧客にレポートする能力が、国内系運用会社に備わったことが背景にある。

このことは、国内で拠点展開する外資系運用会社にその存在意義を問い直すことになっている。スポンサーないし再委託元が評価するのは運用能力であり、国内拠点を有するかどうかは無関係である。一方、海外の運用会社としては、国内でのマーケティング能力を得ることさえできれば、国内で自ら拠点展開せずに、サブアドバイザーの形で参入する方が効率が良い可能性もある。既存の外資系運用会社に問われているのは、先に述べたコスト管理ではない、国内ビジネスにおける成功を、どのように実現していくかである。

その答えは、国内資産の運用能力を如何に構築するかにあると思われる。従来、外資系運用会社は、運用サイドではグローバルなポートフォリオに対して国内資産（主として日本株）の運用を提供すると共に、営業サイドでは自社の海外拠点が提供する外国資産の運用商品を主体に国内投資家に対するマーケティングを行うことが多かった。しかし、国内資産の魅力が減退するにつれて、既に主軸は後者に移っている。投資妙味を欠くと評価されがちな国内資産についても、銘柄厳選・集中投資型や、絶対リターン型などの運用商品にはニーズがある。改めて運用能力を強固なものにし、運用会社としての存在価値を取り戻すことが必要ではないか。

2) 調査は07年度以降毎年実施している。12年度は8月から9月にかけて調査票を配布し、有効回答数は58社（国内系31社、外資系27社）であった。回答会社の運用資産額の合計は140兆円（公募投信34兆円、私募投信30兆円、投資一任73兆円、投資助言14兆円）であった。

3) なお外資系運用会社については、移転価格の設定にある程度の裁量があるため、営業利益率の水準自体を比較することにはあまり意味がない。よく指摘されるように、報告ベースの営業利益を管理指標としていないケースも多い。ここでは特定の費目に限定して比較を行い、営業利益率の水準については議論しない。また、図表9では費目ごとに合算して構成比を算出しているため、大手運用会社の影響が色濃く反映することに注意が必要である。



1 年金向けビジネス

運用資産の減少は小幅ながら継続

2012年3月末の日本の年金資産は全体で約260兆円と推定される。そのうち公的年金(国民年金、厚生年金、共済年金)が約65%の167兆円(前年度比3兆円の減少)、企業年金等は93兆円(1兆円の増加)となっている。

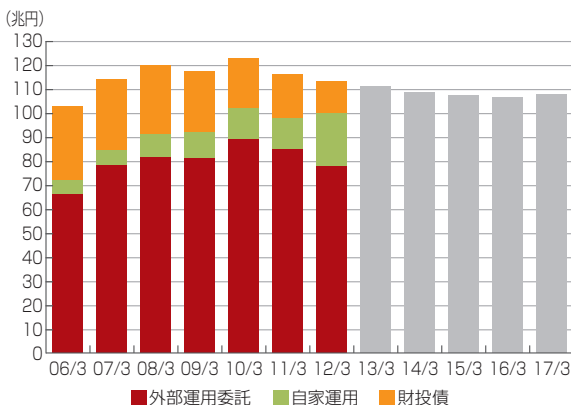
公的年金の7割強、119兆円は厚生年金保険・国民年金の積立金であるが、そのほとんどはGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)によって運用されている。12年3月末のGPIF資産残高は約114兆円で前年度比3兆円の減少となった。運用利回りが2.3%とプラスであったため、寄託金の償還(積立金の取崩)が6兆円近くあったものの、資産の減少額は小幅ですんでいる(図表12)。ただし、外部委託は7.2兆円の大幅な減少となった。積立金の取崩に対処するためのキャッシュアウト対応ファンドが設置され、自家運用が9兆円も増加したためである。

今後も当面は給付費用が保険料等の収入を上回るとみられ、積立金の取り崩しは継続する。図表12に厚生労働省が実施した平成21年財政検証に基づいた今後5年間のGPIF資産額の予測値を示しているが、今年度以降も緩やかな積立金の減少が予想されている。しかし12年度は9兆円近くの積立金取り崩しが予定されており、運用が低迷すればこの予想以上にGPIFの資産額は減少し、12年度末で100兆円前後となる可能性もある。

一方、企業年金の資産残高は総計で83兆円であった(図表13)。適格退職年金が12年3月末で廃止となったが、残高は増加している。確定給付型年金で見ると、確定給付企業年金は適格退職年金から規約型への移行が多く、前年度比1.5倍の1万5千件にまで増加した。資産額も45兆円(前年度比+3兆円)と確定給付型全体の6割以上となっている。厚生年金基金はこのところ落ち着いていた代行返上が増加、資産額は1兆円減の27兆円であった。

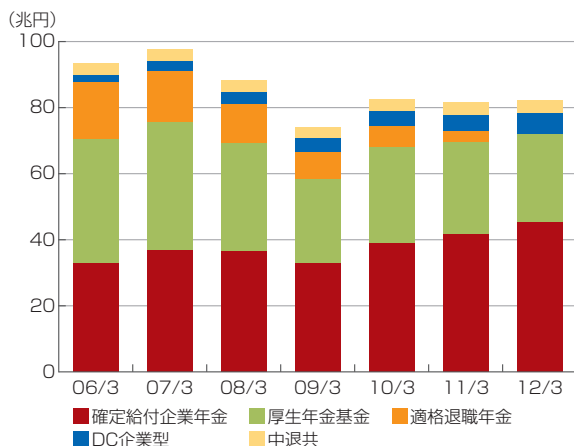
確定拠出年金の企業型は、前年度の5兆円から1兆円増加し6兆円となった。近年では大きな増加額である。適格退職年金廃止の影響については不明であるが、運用環

図表12 GPIFの資産額(実績と予測値)



(注) 2013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23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 企業年金の資産残高



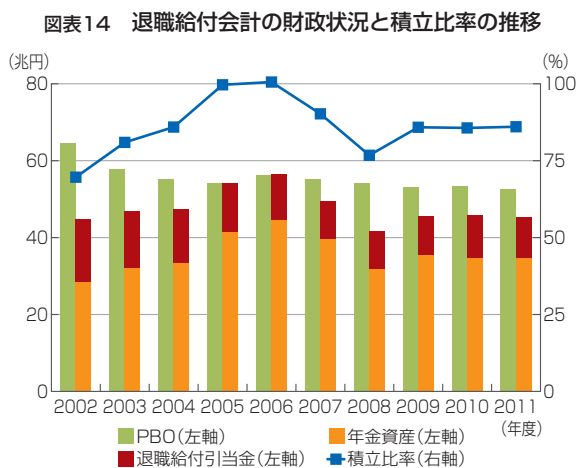
(出所) 信託協会、生命保険協会、運営管理機関連絡協議会、勤労者退職金共済機構資料

境の悪化に加え退職給付会計基準の改訂（2014年3月期から実施）もあり、確定拠出年金の導入を検討する確定給付企業年金採用企業も増加しているようである。資産の増加が今後加速するか注目される。

会計基準の変更が運用リスクに対する スポンサー企業の関心を高める

企業年金制度のスポンサーである母体企業は、困難な制度運営を迫られている。

図表14は、東証一部上場会社の退職給付会計における積立比率の推移を示したものである。積立比率を構成する年金資産と退職給付引当金、および退職給付債務（以下PBO）は、資産サイドでリーマン・ショックのリバウアウトのあった09年度末以降、殆ど変化していない。



(注1) 日本基準適用の東証一部上場会社を対象
 (注2) 退職給付債務は、前払年金費用を控除した純額。
 積立比率 = (年金資産 + 退職給付引当金) / PBO
 (出所) 日経DM資料より野村総合研究所作成

しかしながら、既に改訂が決定した日本基準の退職給付会計は、スポンサー企業にとって懸念材料となっている。従来は、逆ざや（期待運用収益率と実際の運用収益率の差に相当）に起因する損失等は一定期間に亘って定期的に償却されることが多く、その未償却部分はオフバランスされていた。しかし基準改訂によって、未償却残高が期末のバランスシートで直接認識されることとなり、年金制度における積立状況がスポンサー本体の財務諸表に、より直接的に反映されることになる。

また、総合型の厚生年金基金等に参加する中小の事業者についても、いわゆるAJI問題から波及した厚生年金基金自体の制度疲労を指摘する政治的見解や、制度の見直し案に曝されながらの基金運営を迫られている。折か

らの基金の成熟化、加入事業者のリスク許容度の低下もあり、資産運用への期待を高める基金も多い。

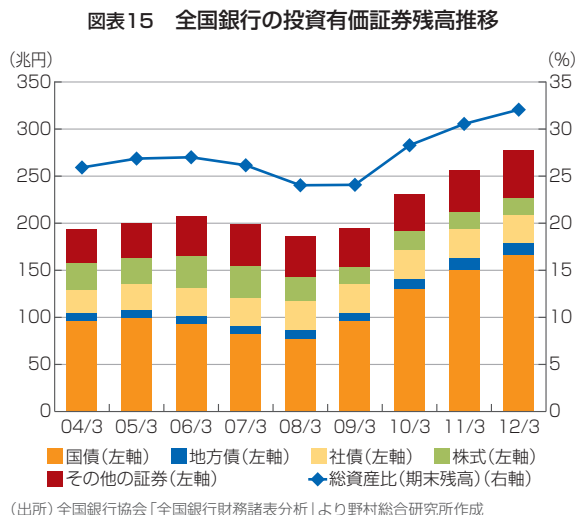
今後の年金プラン運営は、存続可能性とインカムの獲得をより重視したものになると思われる。給付債務への意識が強くなるに従い、LDIや下方リスクの抑制・絶対収益の獲得に寄与するソリューションへの関心が高まると同時に、増大する給付の原資を獲得するため、インカム・リターンを安定的に生成する運用商品への関心も高まるであろう。これら2つのニーズに対する解を、年金資産運用においてどう実現させていくかが課題となる。

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、11年度末で279兆円、10年度比21兆円の増加となった。総資産額に占める割合は32%となり、過去10年間で最も高い水準となった（図表15）。内訳を見ると、「国債」の占める割合が最も高く60%（167兆円）、次いで「その他の証券」（18%、51兆円）、社債（11%、30兆円）、株式（7%、18兆円）の順となった。10年度に比べ、国債とその他の証券の残高が大きく増加した。ここ数年間、政策株式を保有する銀行は、計画的に持ち高を圧縮しており、株式残高は11年度も引き続き減少した。

業態別に見ると、10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11%、地銀9%、第二



(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

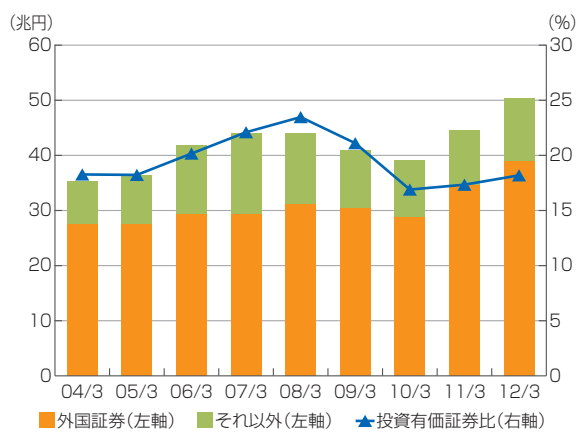
地銀8%、信託銀行は横ばいとなった。残高の増加が続いている背景には、①預金の増加、②貸出の伸び悩みがある。12年3月末時点の全国銀行の貸出金残高は458兆円、10年度比2.5%（11兆円）増加した。一方、預金残高は617兆円、前年度比伸び率は2.1%であるが、増加額は13兆円と貸出金の増加額を上回っている。

2年連続で増加した「その他の証券」投資

12年3月末時点の「その他の証券」の残高は51兆円（前年度比6兆円増加）となり、10年度に続き、2年連続で増加した。内訳を見ると、外国証券が39兆円で、10年度比4.5兆円増加した。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年度は僅かに減少したが、11年度は1.5兆円の増加となった（図表16）。

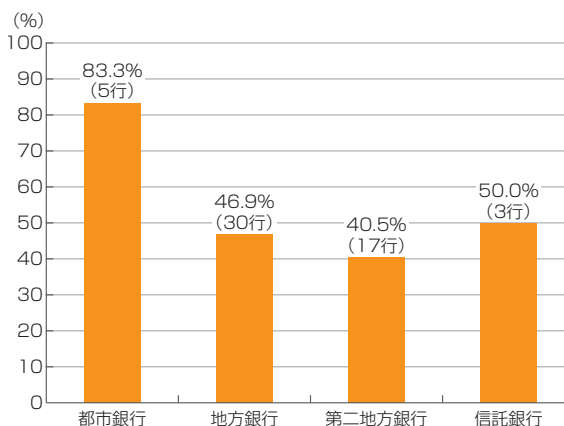
業態別に見ると、10年度と同様に都市銀行で最も伸び率が高く24%増、残高は32兆円となった。一方、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行では、残高はほぼ横ばいで推移した。10年度は、都市銀行（6行）のうち「その他の証券」残高が増加した銀行は2行のみであったが、11年度は5行で残高が増加しており、「その他の証券」投資を積極化する流れは全体の傾向となってきた（図表17）。都市銀行が「その他の証券」投資を積極化する背景には、①有価証券投資に占める国債の割合が7割近くとなり、金利リスク管理という観点からもこれ以上国債に依存できない状況にあること、②11年3月の東日本大震災以降、電力債の発行が一時的にストップしたため、代替投資先が必要になったこと、③政策株式の圧縮による

図表16 「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

図表17 「その他の証券」残高が増加した銀行



(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

代替投資先が必要になったこと、④貸出の伸び悩みやスプレッド縮小などによる収益プレッシャーの高まりなどがある。投資対象は個別行により異なるが、米国債、米国政府機関債、証券化商品（RMBS、CMBS、CLO、ABSなど）など、債券が中心である。

一方、地方銀行や第二地方銀行は、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。11年度に「その他の証券」残高が増加した地方銀行は63行のうち30行、第二地方銀行は42行のうち17行であった。地方銀行では「その他の証券」残高が増加した30行⁴⁾のうち24行で、外国証券の残高が最も増加した。投資対象は、外国政府債、政府機関債、国際機関債、日系企業債、外国企業債などである。また他の5行では、主に投資信託等（含むETF、REIT、組合出資）の残高が最も増加した。これには、債券の金利リスクヘッジを目的としたファンド投資も含まれている。第二地方銀行では、17行⁴⁾のうち13行で外国証券残高が最も増加した。主な投資対象は、外国債券（円建て・外貨建て）である。REIT、ETFを含む投資信託等の残高が最も増加した銀行は3行であった。

2012年度の有価証券投資動向

11年度は、国債等を中心とした運用を堅持する一方で、10年度に続き、運用収益の強化を図ろうとする銀行の姿勢がより鮮明になった。その背景には、預貸金利ざやの一層の低下がある。足もと、地域金融機関においては、国内貸出は増加に転じているが、国内経済環境の先行きの見通しからも、当分の間、銀行が有価証券運用を

収益の柱として位置づける流れは続くものと思われる。

保有国債残高の拡大に伴い金利リスク量の大きさが指摘されるところとなっており、銀行ではリスク分散という観点から、信用リスク、海外の金利リスク、外国為替リスクをテイクする動きが見られる。12年度上期はこうした傾向がより強くなっている。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を整備することを求められており、資産選択においては引き続き安全性、流動性、透明性が重視されている。

例えば、大手行では、11年度は電力債の発行停止や政策株式の圧縮を受け、海外債券（国債・政府機関債、社債、証券化商品など）の残高を増やしてきたが、格付が高く、市場流動性が高い投資商品を選んで投資している。また、大手行を中心とする国際基準行では、13年3月期からバーゼルⅢの段階的適用が開始される予定であり、このために新しい収益基準に見合わない投資商品（例えばファンド等）を入れ替える動きもある。

一方、人的リソースや運用ノウハウという面で制約がある地域金融機関では、大手行のように多様なアセット・クラスに投資することは容易でなく、国内社債⁵⁾が主たる収益資産となっている。しかし、国内社債残高が増加した地域金融機関の約3分の2では「その他の証券」の残高も増加しており、国内社債市場の流動性によっては、今後残りの地域金融機関についても外国債券やファンド⁶⁾などのポジションが増加する可能性がある。

また、これまで預金の評価に内部モデルを導入し、デュレーションの長期化を図ってきた地域金融機関では、国債の金利リスクの大きさが指摘される中、デュレーションの短期化やヘッジ手段の活用など、慎重な姿勢で投資を継続している。国債残高が増加する中で、金利上昇時の損失をカバーする投資商品へのニーズは根強く、ファンド⁷⁾投資もひとつの選択肢となっている。

国際分散投資が大きな流れとなる中で、ファンドは多様な資産への投資を可能とする手段として評価されている。大手行・地域金融機関を問わず、海外資産に投資する場合、投資対象の選択におけるファンドのリサーチ・分析能力やリスク管理能力に期待するところは大い。

なお、前述の通り、株式は減少傾向にあるが、ポートフォリオに占める割合は低い水準にとどまるものの、分散投資という観点から個別株式や株式投資信託等の株型

資産への投資は今後も続くだろう。例えば、ETFは、透明性と市場流動性が高く評価されており、機動的な売買を通じた収益獲得の手段として位置づけられている。大手行や地域金融機関の一部では、海外ETFも投資対象の一つとなっている。

3 リテールビジネス

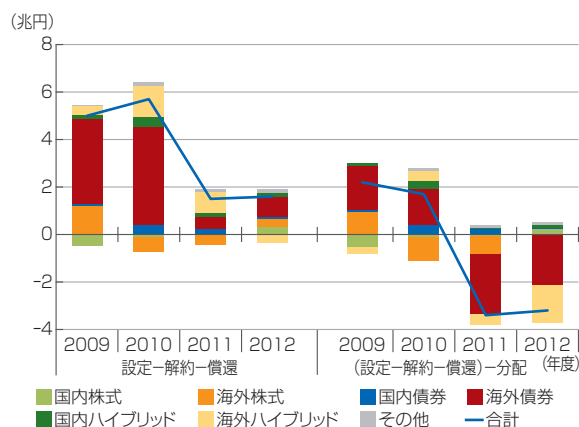
実質的な資金流出に転じる公募投信

国内で設定された公募投信の残高は12年9月末現在で59兆円である。リーマンショック後のピークである11年4月から一年半で8兆円減少した。残高減少の内訳をみると、資産価格の下落は3兆円強に過ぎない。むしろ顧客意思に基づく資金流入（設定－解約－償還）の流入額が大幅に縮小したこと、運用会社の裁量による資金流出である分配が増加したことが大きく影響している。

図表18は残高で公募投信の8割を占める追加型株式投信の資金流入を示している。図表左側の顧客意思に基づく資金流入をみると、11年度に急に流入が減少したことが分かる。特にそれまで資金流入の多くを占めていた海外債券型のほか、海外不動産投信などを含む海外ハイブリッド型で減少幅が大きい。これら2つのタイプは多額の分配により今まで人気を集めてきたが、分配も考慮した資金流入ではついにマイナスに転じている（図表18右側）。

11年度下期以降、海外債券型や不動産投信型を中心に

図表18 追加型株式投信（除くETF）の資金流入



(注) 2012年度は9月末までの6ヶ月分を年率換算
(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

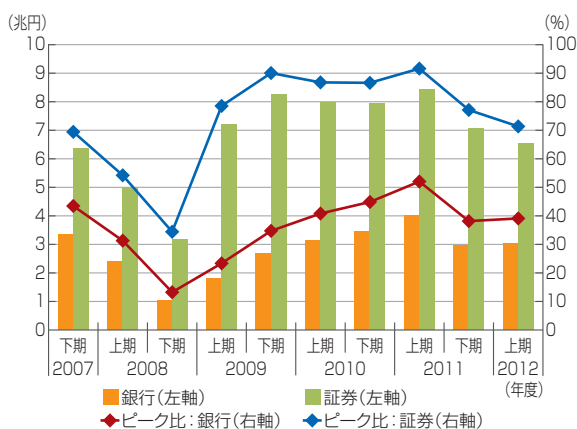
それまで高めに維持してきた分配を切り下げる動きが目立ってきた。減配を行ったファンドは分配による資金流出は減少するが、その減少分を遙かに上回る解約が生じることが多い。海外債券型や不動産投信型の中には数年にわたって運用収益以上に分配を行ってきたファンドが多いが、その分配を今後切り下げる可能性が高い。この場合、しばらくは公募投信から資金が流出し、資産価格の大幅な上昇がない限り残高は減少すると考えられる。

証券会社、銀行ともに販売額が減少

リーマンショックの後、大きく落ち込んだ投信販売をいち早く回復軌道に乗せたのは証券会社であった(図表19)。証券会社による投信販売は09年度上期にピーク時の7割を超え、続く下期には9割にまで回復した。一方、銀行の投信販売は、ペースこそ遅いが上向き拡大し、11年度上期の販売額はピーク時の5割に回復した。

ところが11年度下期以降、証券会社、銀行共に投信販売額が再び減少し、各々ピーク時の7割、4割にまで落ち込んでいる。この理由は、リーマンショック後の投信販売を牽引してきた通貨選択型、豪ドル債券型、海外不動産投信型等でも分配を切り下げる動きが広がり、これらファンドの売れ行きが急速に落ち込んだためである。

図表19 追加型株式投信(除くETF)の販売額

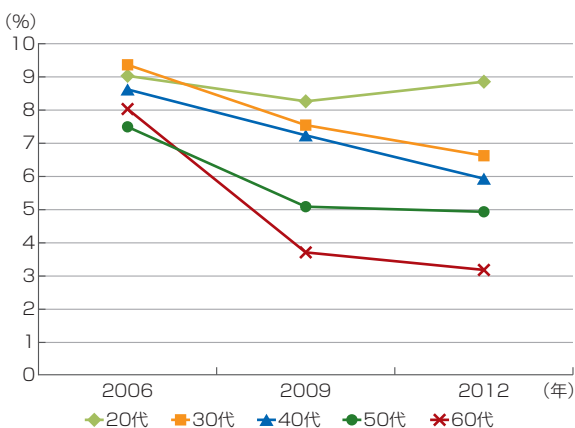


(注) 2012年度は8月末までの5ヶ月分を半期換算
(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

減退する投信への投資意欲

投信の主要顧客と言われる60歳から80歳までの人口は97年～12年までの15年間で4割も増え、これが2000年代の投信残高急拡大の背景となった。ところ

図表20 投信の保有を増やす又は保有を始めた人の割合



(注) 外貨預金の保有も含む
(出所) NRI生活者1万人アンケート(2006, 2009, 2012)

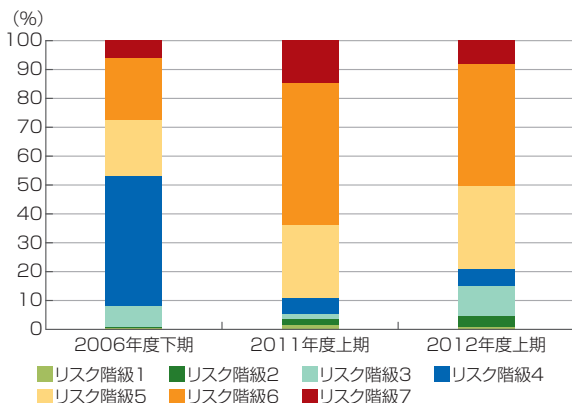
が、人口減少の波はこの年代にも押し寄せている。60歳から80歳までの人口は15年ごろピークを迎えると言われており(いわゆる「投信の2015年問題」)、既にこの年代の人口の増加率はゼロに近づいている。この先も投信残高を拡大させていくためには、あらゆる年代で投信保有者の割合(投信普及率)を高めていく必要がある。

ところが、投信を保有したいという人は少なくなっている。野村総合研究所が全国の生活者1万人を対象に実施している「NRI生活者1万人アンケート調査」によると、投信の保有を増やしたい人・始めたい人の割合は、むしろ減少している(図表20)。60歳代の人の場合、こうした人の割合は、06年から12年までの間に4.8%低下している。あるいは60代ほどではないにしても30～50代ではそれぞれ2～3%程度低下している。足下の状況から見れば、そう簡単に普及率を高めることはできそうにない。

高リスク投信中心の販売が投信普及の拡大を阻む

ここ数年の投信販売の傾向として、いわゆる売れ筋ファンドが高リスクファンドに偏っていることがある。実態を確認するために、投信の販売額をリスク階級別に分けたのが図表21である。個別ファンドの日次ボラティリティ(計測期間は6ヶ月)を、欧州で採用された投信のリスク指標における階級区分に従って7段階に分けて示している。投信販売のピークである06年度下期は、グローバル債券型などが多く含まれるリスク階級4以下の販売額が半分程度を占め、リスク階級6(株式ファンド

図表21 販売額のリスク階級別割合(ETFを除く追加型株式投信)

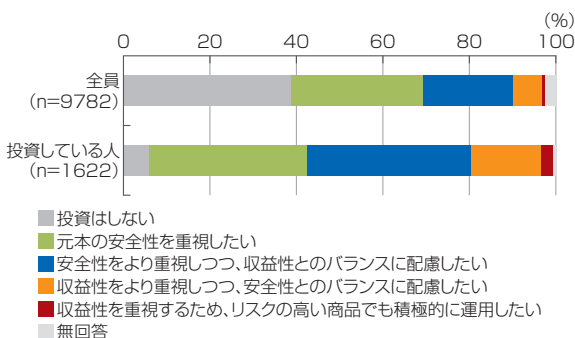


(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

等)以上の割合は2割に過ぎなかった。これが11年度上期では、リスク階級4以下のファンドの販売額は1割に過ぎず、リスク階級6以上が6割に達している。

高リスクファンドは一般に販売手数料が高く、販売会社から見れば効率的に手数料収入が得られる。投資家にとっては期待リターンの高さが魅力だが、リスクが高いために、購入するだけのリスク許容度をもつ投資家は限られるだろう。実際、「NRI生活者1万人アンケート(2012年)」によると、投資する際に収益性を安全性より重視する人は極めて少ない(図表22)。また仮に高リスクファンドを購入するだけのリスク許容度をもつ投資家でも、それに充てる資金はそれほど多くないはずだ。従って、短期的・局所的には高リスクファンドの販売が収益拡大に貢献すると考えられるかもしれないが、中期的・大所的な観点では、顧客層や購入資金が限定されるため収益規模に限界がある。短期的な収入の拡大と中期的な成長ポテンシャルの追求をバランスよく追求していくことが重要だ。低いリスクなら引き受けられるという人は多い。そうした人々にも目を向け商品の開発・提供

図表22 金融商品に投資する際の投資意向



(出所)「NRI生活者1万人アンケート」(2012年)

を行っていくことがマーケットの拡大に繋がるはずだ。

日本版ISAは投資家層の拡大に繋がる

2014年から英国にならった日本版ISAがスタートする。日本版ISAは上場株式と株式投信を対象とする非課税口座制度で、上場株式や株式投信への軽減税率が廃止される(税率は10%から20%に)のと同時に導入される。この制度は今のところ16年までの3年間の時限措置で、投資家一人当たりの最大投資額が300万円と少ないこともあり、積極的な対応を躊躇する販売会社も多い。

こうした中、政府は今年7月末に閣議決定された日本再生戦略において、「長期・分散投資による資産形成の機会を幅広い家計に提供する」ことや「自助努力に基づく資産形成を支援・促進する」ことを、日本版ISAの新たな目的に加えている。さらに金融庁は平成25年度税制改正要望の中で、購入期間の恒久化や非課税投資総額の拡大、対象商品に公社債や公社債投信を加えるよう求めている。金融庁の要望は、今秋以降の政府税制調査会で取扱いが議論されるもので、実現の可能性は今のところ定かではない。ただし、閣議決定を経て新たに加えられた目的を尊重して議論されていくのであれば、当然として時限的な措置から永続する制度とされるべきであり、対象となる金融商品も幅広く認められるはずだ。

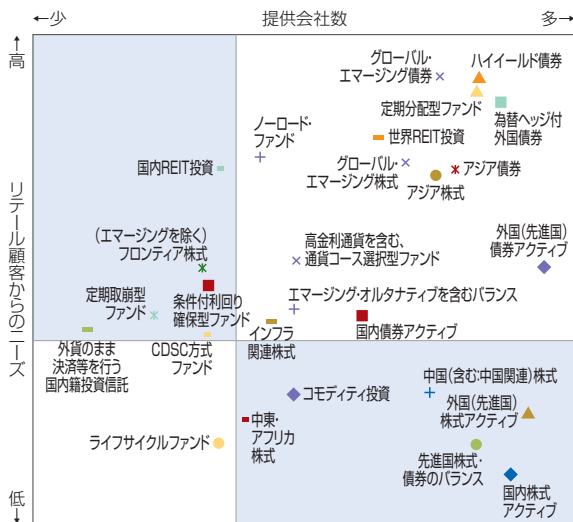
日本版ISAは投資未経験者にとってもメリットが分かり易く、販売会社にとっては顧客数の拡大に意識を向ける切っ掛けとなるため、投信投資家のすそ野の拡大に大きく貢献するものと期待できる。運用会社には、新たな投資家層の運用ニーズに対応した商品提供が求められるはずであり、大きく収益を拡大させる好機と言える。

4 投資家セグメント別運用商品市場動向

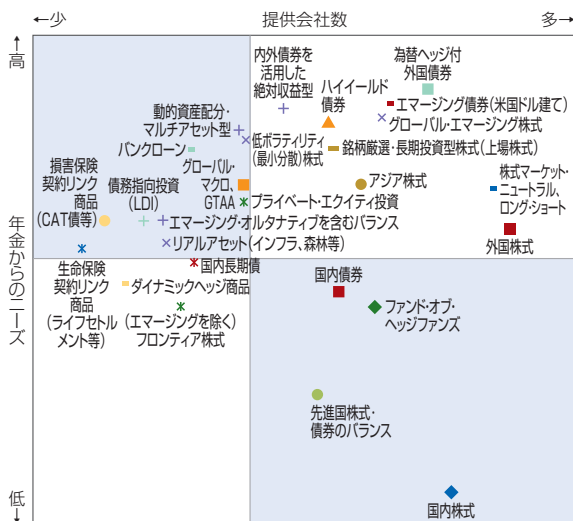
野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家セグメント(リテール、年金、金融法人)別のプロダクト・オポチュニティ・マップを作成した(図表23)。これは、様々な運用商品について、各投資家のニーズの強さ(運用会社による評価)と、現在の提供状況(提供会社数に基づく評価)を対比したもので、有望な運用商品(ニーズが強く、かつ提供会社

図表23 顧客別のプロダクト需給マップ

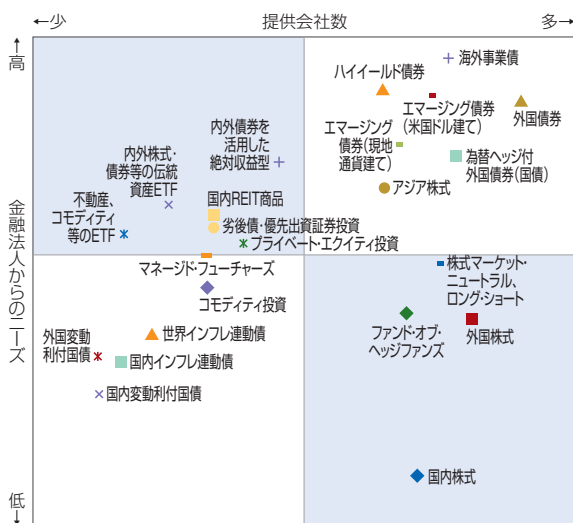
(a) リテール向けプロダクト



(b) 年金向けプロダクト



(c) 金融法人向けプロダクト



(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に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

数は少ないもの。図の左上領域に相当)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)などを一望できる。

リテール投資家ビジネスにおいて、提供会社数に比してニーズが高いと評価される資産クラスには、国内REITとフロンティア株式がある。前者は分配金利回りの高さ、後者はエマーシング株式よりもさらに潜在的な成長可能性の大きさが評価されたと考えられる。

商品性に特徴のあるものとしては定期取崩型、条件付利回り確保型ファンドなどがある。両者は、本質的には投資家の資金需要に合致するようにキャッシュフローを変換する機能を提供するもので、現在の主要な投資家層である退職前後の個人のニーズに合致する。主に若年層からの資産形成を想定したライフサイクルファンドのニーズが低く評価されているのは対照的な結果である。

年金投資家については、資産クラスとして生保・損保契約リンク商品、バンクローン、リアルアセットが有望と評価された。これらは、年金資産のリスク源泉の分散化に資すると考えられるもので、株式リスクに偏重したポートフォリオから保険、クレジット、流動性といった幅広いリスク・プレミアムの獲得を企図する投資家ニーズに応えようとするものである。

また、マルチアセット型運用、LDI(債務指向投資)、国内長期債も有望領域に含まれる。国内年金の間では、静的な資産配分管理に対する限界が認識されつつあり、代わって資産配分を動的に変更し、下方リスクの抑制・絶対リターン獲得を目指す運用戦略が支持されている。LDIと長期債については、退職給付会計の改訂や、厚生年金基金において代行リスクへの懸念が広がっている中で、需要が見込まれていると考えられる。

金融法人で有望領域に含まれるのは、ETF、国内REIT、劣後債・優先出資証券、プライベート・エクイティなどである。これらは、既に銀行等の有価証券ポートフォリオで活用が進んでいる商品だが、提供会社数は多くない。特にETFは、収益やリスク管理上の使い勝手の良さが評価され、近年、積極的に活用されるようになってきた。

- 4) うち1行は、詳細不明。
- 5) 事業債、公社公団債、金融債など。
- 6) 外債ファンド、バンクローン・ファンドなど。
- 7) 債券ベア型投資信託、外債ファンド、バンクローン・ファンドなど。

著者紹介



堀江 貞之

Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部
上級研究員
s-horie@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ITイノベーション研究部
上級研究員
h-kaneko@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
h-kawahashi@nri.co.jp
専門は、リスク管理、ALM



富永 洋子

Hiroko Tominaga

金融ITイノベーション研究部
NRI契約コンサルタント
h-tominaga@nri.co.jp
専門は、金融制度調査



浦壁 厚郎

Atsuo Urakabe

金融ITイノベーション研究部
主任研究員
a-urakabe@nri.co.jp
専門は、資産運用

日本の資産運用ビジネス 2012/2013

発行日	2012年11月20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	日経印刷株式会社
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を問わず一切責任を負いません。



Japan's

Asset

Management

Business

2012/2013