

日本の 資産運用ビジネス 2013/2014

- 巻頭言 「価格競争」から「価値競争」、
「短期売買」から「長期の資産形成」への転換
- 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

巻頭言

「価格競争」から「価値競争」、 「短期売買」から「長期の資産形成」への転換

日本の資産運用ビジネスは金融危機以降5年以上の長い低迷期を抜ける転換期に差し掛かったと言えるのではないかと。機関投資家ビジネスでは、「価格競争」から「価値競争」への転換、リテールビジネスでは、「短期売買」から「長期の資産形成」への転換が起ころうとしているからである。

機関投資家ビジネスでは、安倍政権の下で公的年金ファンドの運用改革の機運が出ている。この動きは一言で言うと、運用会社の顧客である年金ファンドが素人的な管理からプロ集団に変わることを意味している。過去のリターンや低い運用報酬にこだわる悪習から抜け出し、真に価値を持つ優れた投資商品に適正な価格を支払う転換になる可能性がある。さらに、機関投資家ビジネスでもサブアドバイザーの活用が進み、日本に進出していない外資系運用会社も競争相手となりつつある。機関投資家ビジネスは、特徴のある優れた投資商品を提供できなければ生き残れない、「価値競争」へ転換していくものと考えられる。

一方、リテールビジネスは、NISA（少額投資非課税制度）のスタートによって、投信が国民の長期資産形成の商品となる機会がようやく到来したと考えられる。制度上、短期売買を実質的に制限するものであり、またこれまで投信の主要顧客であった高齢者層だけでなく、若年層の購入期待も高くなっている。従前と異なる顧客層に長期投資をしてもらうことができる土台が設定されたわけである。これを機に販売会社が相談型サービスへビジネスを転換していき、その商品の中心に投信を置く姿勢を強めていけば、これまでとは全く違うステージに投信ビジネスが移行する可能性がある。顧客の中心層が高齢層であることは変わらないためインカムゲイン指向は継続すると思われるが、長期のトータルリターンを指向する投資商品が出現し、高い絶対リターンを実現できれば、投信が個人投資家の資産運用の柱として成長すると期待できる。運用会社はこのような商品を生み出す義務がある。

2013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2013/2014」総括責任者

堀江 貞之

第1章

日本の投資家動向

金融資産－リーマンショック前の水準へ

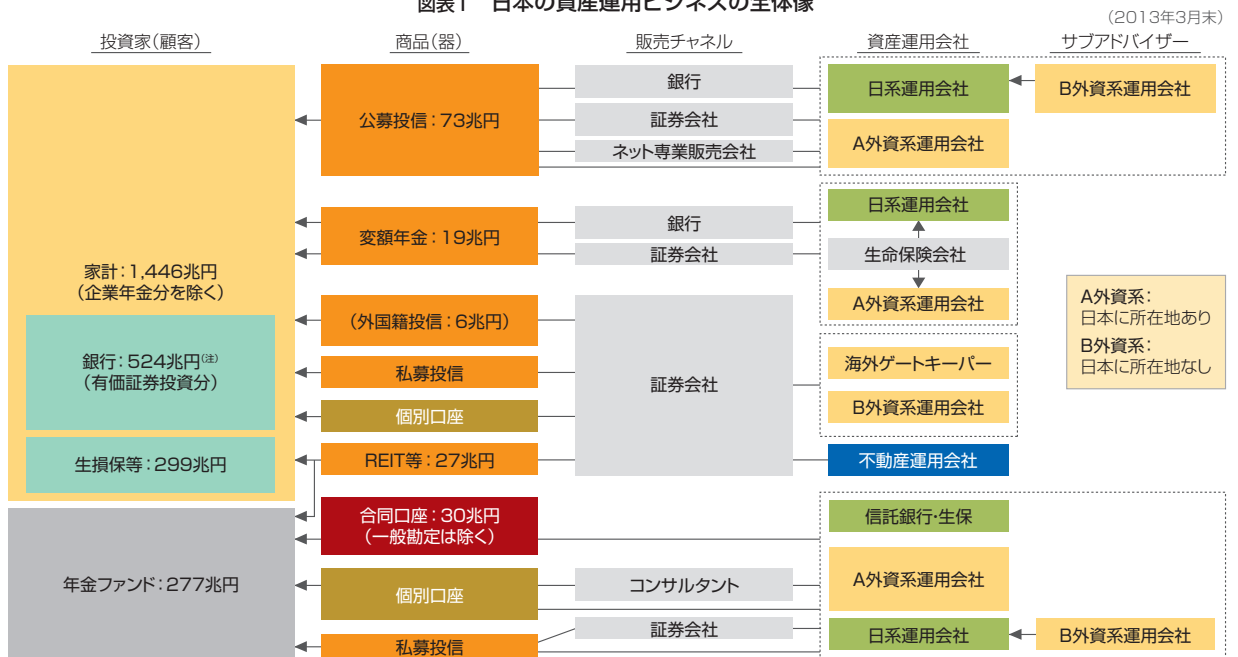
2012年度末の日本の金融資産は、約1,723兆円と前年度比約72兆円増加し、リーマンショック前の水準に匹敵するまでになった。この増加の多くは12年末の政権交代以降に生じた株式市場の上昇・円安の進展によるものである。12年度末の段階では、日本の資産運用市場にここ数年と比較して大きな構造変化と言えるものはまだ見られない。しかし個人の証券投資を促す新制度の創設や、日銀の異次元緩和により銀行の国債主体の投資が変更される可能性など、13年度以降、資産運用市場に大きな変化が起きる可能性がある。

ここでまず12年度末の資産運用ビジネスの状況を概観したい。図表1は、13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1,723兆円と推定される。1年前に比べ72兆円の増加、そのうち家計が55兆円、年金ファンドが17兆円の増加となっている。

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367兆円¹⁾、約2割である。金融危機後、08年3月末のピーク時より2割ほど低い水準に留まっていたが、ようやくピーク時に近づきつつある。

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



(注) 農中、共済連は除く
(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

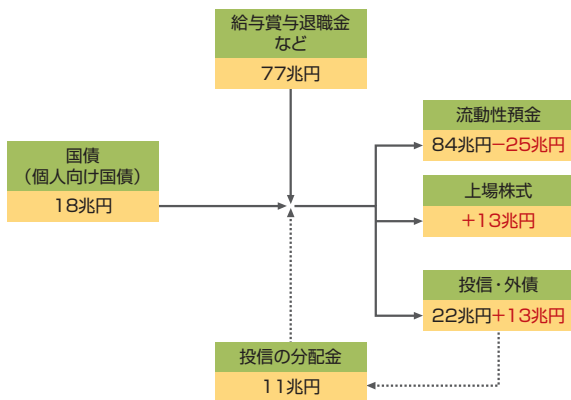
家計—NISA創設による投信拡大への期待

家計の金融資産は、12年度末現在で約1,446兆円と、前年度比55兆円の増加となった。商品別には大きな変動はなく、預金と保険の合計で全体の約8割を占める。

今後5年間の家計の金融資産動向はどうか、過去のデータに基づいて推計したのが図表2である。金融資産の重要な原資である退職金や賞与などからは、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77兆円が流入するとみられる。また、現在の1%に満たない金利水準が続くとすれば、個人向け国債からは18兆円が流出すると見込まれる。過去の傾向ではこうした資金の多くは銀行預金へ流入しており、その額は84兆円と予想される。リスク性商品としては外債や投信へ22兆円が流入するとみられる。しかし投信からは分配金として流出する分がある。今後トータルリターンを超えた分配は控えられると見られるため、分配金による流出は現在の水準より低下して11兆円程度と予測される。したがって、投信へはネットで11兆円の資金流入が予想される。

ただし、リスク性商品への流入額は14年にスタートするNISA（少額投資非課税制度）の動向に大きく影響される。野村総合研究所が行った調査などを参考にNISAの導入によって上場株式や投信に新たに流入する額を予想すると、今後5年間で25兆円程度となる。その額の半分が投信に回ると考えると流入額は13兆円になる。現在投信の残高は約70兆円だが、流出する分配金を勘案してもNISA分と併せて約25兆円近くの流入が見込まれ、残高100兆円も視野に入る水準となる。NISAを通

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)



(注) 赤字はNISA効果を勘案した場合の予想額
(出所) 野村総合研究所

じた株式や株式投信への投資資金は預金からの振り替えが多くを占めるとみられ、その結果、流動性預金への資金流入額は減少する可能性がある。NISAは、安全性資産からリスク性資産への移動や若い世代への投信の浸透を促す起爆剤になると期待される。

銀行は国債中心の運用から分散化へ

最大の機関投資家である年金ファンドの13年3月末資産額は約277兆円と推定される。このうち公的年金資産は約176兆円で前年度比9兆円増加、その他の企業年金等は101兆円で8兆円の増加となった。ただ公的年金では、中心である厚生年金で引き続き積立金の取崩しが発生している。12年度は約4兆円が取り崩され、今年度も5兆円弱が予定されており、今後数年間は資金減少が続くとみられる。企業年金でも厚生年金基金の解散や代行返上を進める制度変更が行われ、確定給付型企業年金の資産は今後減少していくと考えられる。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が285兆円、信用金庫・信用組合で67兆円、ゆうちょ銀行172兆円、生命保険会社206兆円、かんぽ生保73兆円、損害保険会社21兆円で、合計約822兆円となっている。

銀行の有価証券投資は債券中心かつ内部運用中心であることから、運用会社からみると金融機関ビジネスの収入は年金ファンドに比べ大きいものではない。しかし、依然として貸出は伸びておらず、有価証券投資の重要性は変わらない。その中で、日銀による国債の大量購入が行われ、また金利上昇シナリオの蓋然性が高まってきている。国債中心の運用は曲がり角を迎えており、今後国債以外の証券へと分散化が進むことは間違いない。12年度の傾向としては、その他の証券の残高が大きく伸びた。外債を中心としたものだが、ファンドも増加している。銀行が運用収益の増強を図るため、投資対象を拡大する戦略へ舵を切ったと言える。こうした資産は銀行にとって機動的な売買により売却益を獲得する一つの選択肢となっており、運用会社や販社にとっては売却タイミングや資産選択のアドバイスを行うことが取引関係の構築・維持の面で非常に重要になると考えられる。

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、定期保険・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 資産運用ビジネスの現状

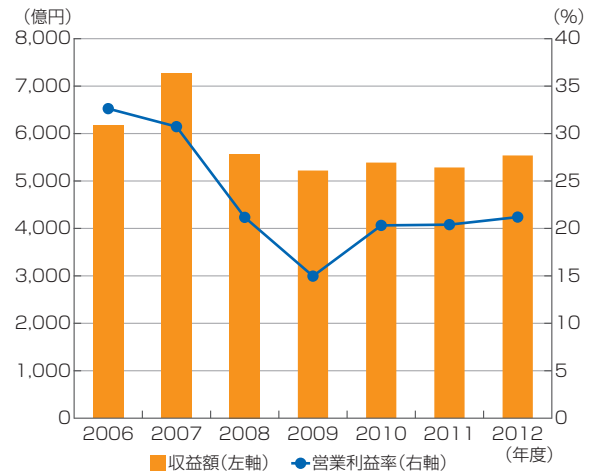
野村総合研究所の推計によると、日本の資産運用ビジネスの市場規模は、2013年3月末の運用残高で387兆円（海外顧客分を含む）、運用収入で7,220億円であった。

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。

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。12年度は、特に11月以降、政権交代を契機とする株高・円安によって資産時価が上昇した。この効果により、機関投資家市場（投資一任および私募投信の合計）で17.6兆円、リテール投資家市場（公募投信）で5.7兆円、運用残高が増加した。資金流

図表4 運用会社の運用報酬と営業利益率の推移

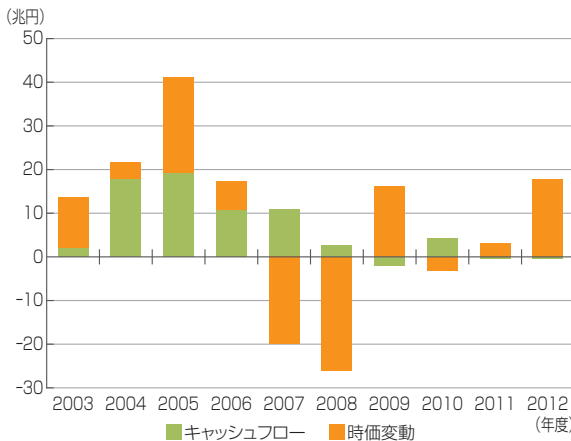


(出所) 各社営業報告書、投信協会、日本証券投資顧問業協会資料より野村総合研究所作成

入について見ると、機関投資家では近年の傾向が踏襲され、ほとんど資金が流入していない。リテール投資家では、グロスでの資金流入は多かった（公募投信の設定額は68.8兆円。08年度以降で最大）ものの、相場上昇を

図表3 運用残高の変動の要因分析

機関投資家(投資一任、私募投信)

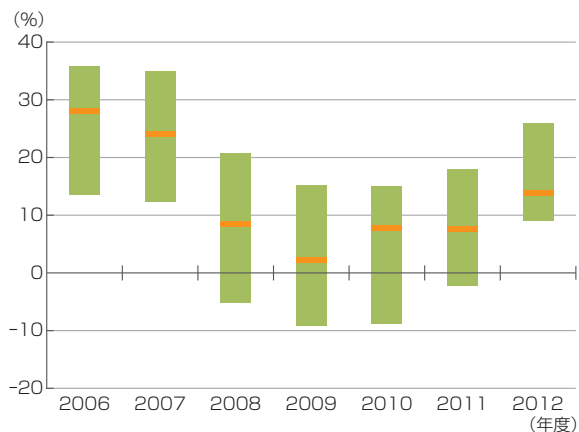


リテール投資家(公募投信)



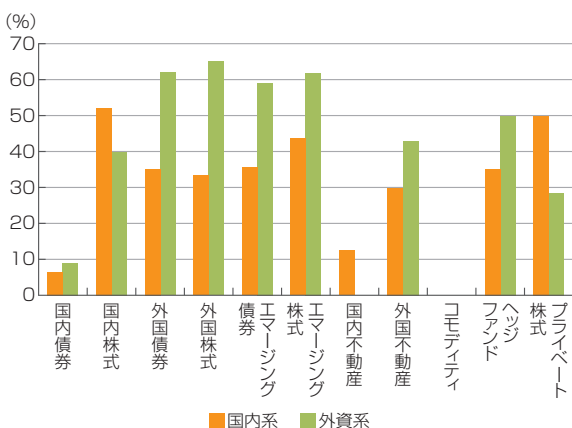
(注) 合併・事業譲渡、契約形態の変更による影響を調整したもの
(出所) 投信協会、日本証券投資顧問業協会、その他資料より野村総合研究所作成

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。2012年度は本稿執筆時点で利用可能な26社のみ。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。赤マーカーは中央値、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

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) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

受けて利益確定のために投信を解約する動きもあったことから、ネットでは4.7兆円の流入に留まった。さらに、追加型株式投信の分配金として流出した額もおよそ4.7兆円であったことから、実質的な流入額はほぼゼロであったと推定される。相場は上昇したものの、資産運用会社にとって意味のある資金流入を享受できたわけではなかったのが、12年度の実態である。

運用会社の運用報酬についても確認しよう。本稿執筆時点で入手可能なデータに基づく推計では、12年度の運用会社の運用報酬の総額は5,527億円、実質営業利益率は21.1%であった。ともに前年度から僅かながら改善した模様であるが、ピークであった2006～07年度の水準には戻っていない(図表4)。

なお、図表5に個社別の営業利益率の分布を示した。12年度については、本稿執筆時点で情報が利用可能な、大手を中心とする26社についての集計値であり、その中央値は14%であった。

収益見通しは変わらず

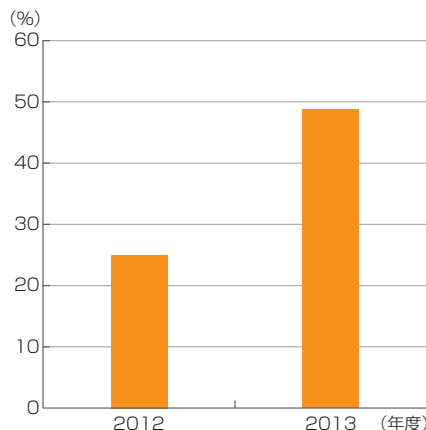
野村総合研究所では、今後の資産運用ビジネスに対する状況や将来見通しのコンセンサスを知るため、運用会社のマネジメントクラスを対象にしたアンケート調査(「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」)を毎年実施している²⁾。これをもとに、各社が今後の資産運用ビジネスについてどのように予想しているかを見ていく。

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、今後3～5年で各社が予想する資金流入による運用資産額増減を、資産クラス別に尋ねた結果である。昨年同様に、外資系では、外国資産やエマーシング資産で10%以上の高い資金流入を予想する会社が多い。

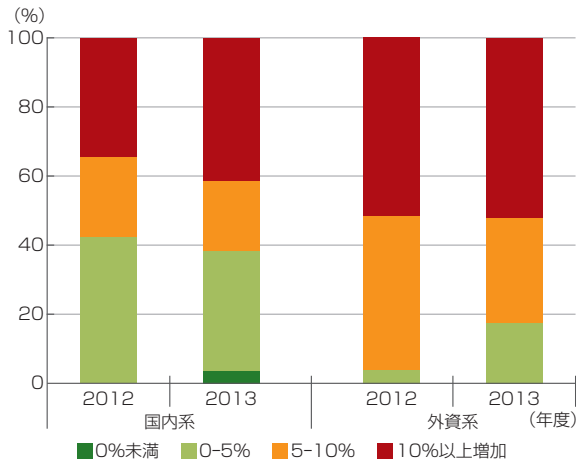
昨年度と比較して端的な違いが現れたのが国内株式である。昨年度までは国内株式に強い資金流入を予想する会社は全体の4分の1程度であったが、今年度はそれが倍増した(図表7)。安倍政権が実施している国内の経済政策やインフレへの期待が強まったことを背景に、国内株式へのポジティブな資金フローを予想する運用会社が増加したものと見られる。特に国内系で、外国資産よりも国内株式への資金流入に期待している状況が、図表6からも確認できる。

図表7 資金流入による運用資産額変化の見通し (国内株式で10%以上の増加を見込む回答割合)



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表8 収益額の増減見通し(資本タイプ別)

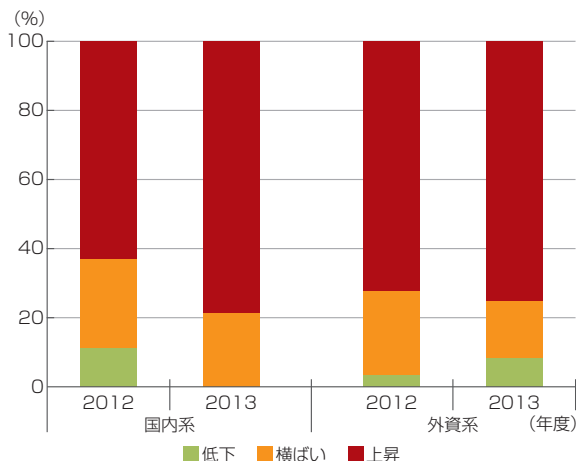


(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

次に収益見通しについて確認していく。図表8は、今後3～5年で各社が予想する収益額の増減見通しを、昨年と比較したものである。収益額の見通しは、昨年度から大きくは変化しておらず、むしろ若干保守化したともいえる。

ただし運用会社を個別に見ると、リテール投信やそのアドバイザリーを主なビジネスとする運用会社等では、昨年に比べて見通しが楽観的に変わっており、逆に年金等のビジネスを主体とする運用会社では、保守的に変わったという傾向があった。実際、NISA(少額投資非課税制度)の開始や、政府・日銀によるインフレ誘導政策など、リテール投資家の資金を株式等の投資に向かわせる誘因は多い。これに対して機関投資家では、厚生年金基金制度の実質的な終焉や、GPIFをはじめとする公的資金

図表9 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) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

の運用高度化など、当面予想される変化は、必ずしも運用会社にとってポジティブなものではない。

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9)。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「今後改善する」との回答が8割程度に増加した。これに対して外資系では大きな変化は見られない。国内系では、図表8で確認したように収益額の見通しに大きな変化がないにもかかわらず、利益率としては楽観的な見通しが増えた背景には、コスト面での何らかの施策が予定されている可能性がある。

2 外部資源の活用に見る マネジメント手法の差異

資産運用会社は、従来より、主要な業務の一部を外部へ委託することがあった。周知の通り、フロント部門の機能を他の運用会社(サブアドバイザー)へ委譲した運用商品(アドバイザリー商品)は、特に公募投信では数多い。また、バックオフィス等の機能をサードパーティに委託する業務アウトソース(いわゆるBPO: ビジネスプロセス・アウトソーシング)を利用することも一般化しつつある。

以下では、こうした外部資源活用に関する現状を確認していくことにする。

アドバイザリー商品の定着と、ディストリビューター: サブマネジャー関係の複合化

国内系運用会社で外部資源の活用方法として従前より一般的だったのは、運用機能そのもののアウトソースである。典型的には、国内系運用会社が国内投資家向けの投資ビークルの組成やマーケティング等の機能を提供する一方、運用のエンジンであるフロント部門の機能は、日本には拠点を有さないサードパーティの運用会社に委託するものである。

先のアンケート調査をもとに、資産クラス別に、国内系運用会社でのアドバイザリー商品のシェアを確認したのが図表10である。例えばリテール向けに提供されるハイイールド債券運用商品の実に90%以上が、サブアドバイザーを活用したものとなっている。アドバイザリー商品の割合は、外国資産やエマージング資産で高い。なお、外

図表10 アドバイザリー商品のみを提供する
国内系運用会社の割合(資産クラス別)

	リテール向け	年金向け
国内債券	0.0%	14.3%
国内株式	6.3%	21.1%
外国債券	7.7%	31.3%
外国株式	26.7%	35.3%
エマージング債券(ドル建)	72.7%	88.9%
エマージング債券(現地通貨建)		87.5%
アジア債券	38.5%	N/A
エマージング株式	44.4%	42.9%
ハイイールド債券	91.7%	71.4%
バンクローン	N/A	85.7%

(注) その資産クラスの商品を提供をしている運用会社のうち、その商品としてサブ
アドバイザーを活用した商品のみを提供する会社の割合
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

資産運用会社では、グループの拠点への再委託等を活用
できることが多いため、国内系運用会社のようにサード
パーティのサブマネジャーを使った商品は少ない。

野村総合研究所が2013年に実施したアドバイザ
リー商品の調査によれば、信託銀行を含む国内の大手運
用機関は、サブマネジャーの探索・評価や、委託開始後の
モニタリング、サブマネジャーと連携したレポートイン
グについて能力や体制を充実させてきている。

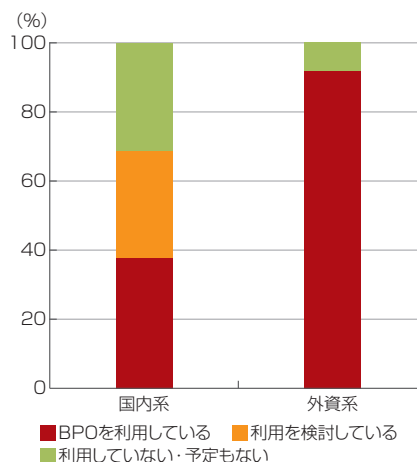
また、国内系運用機関が同一の資産クラスで複数のサ
ブマネジャーを採用したり、サブマネジャー側も複数の
国内運用機関をディストリビューターとしてパートナリ
ングするなど、両者の関係が複合化する傾向も見られる。
さらに、既に日本に拠点のある外資系運用会社が、自社
の拠点以外の国内系運用機関とパートナーリングして販路
を拡大するケースも増えている。

業務アウトソース(BPO)が 一層普及する見込み

外部資源活用のもう1つの方法が、業務プロセスの
アウトソース(BPO)である。先のアンケート調査では
BPOの利用状況やその意図についても尋ねており、その
主要な結果を見ていく。まず、現状でのBPOの利用状況
や今後の利用意向を確認した結果が図表11である。既
に利用している運用会社は、国内系では3分の1に留ま
るが、外資系運用会社では9割に達している。

注目すべきは、国内系でも、「BPOの利用を検討して
いる」という運用会社が実に3分の1に達する点である。

図表11 BPOの利用状況・利用意向

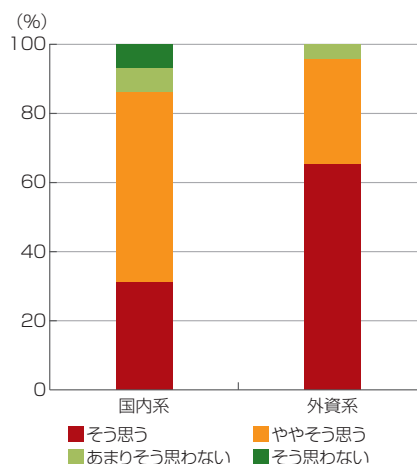


(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

個別に確認すると、こうした利用意向は、事業規模とし
ては大手から中堅の運用会社に多かった。国内系運用会
社においても、BPOの利用が今後一層普及する可能性が
高いといえるだろう。前掲の図表9で確認した今後の利
益率の見通しも、こうしたBPOの利用意向を反映してい
る可能性がある。

国内系と外資系で、現状のBPOの利用度合いに差が生
じる理由は、経営ツールとしてのBPOの有効性に対す
る認識の違いにあると考えられる。図表12は、「経営の
ツールとして、業務アウトソースは最も有効な選択肢の
一つである」との考え方にどの程度同意するかを訊いた
結果である。「そう思う」との回答は、外資系では3分の2
を占める一方、国内系は3分の1程度に留まっている。オ

図表12 「経営のツールとして、業務アウトソースは
最も有効な選択肢の一つである」に同意するか?



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表13 BPOを利用しない場合に想定されるリスク
(ランキング)

順位	リスクの内容
1	業務ノウハウの更なる属人化(キーマンリスク)
2	将来、ITコスト・業務コストが増大するリスク
3	人件費が固定化するリスク
4	新規事業の拡大に向けた対応力の欠如
5	必要な人材の育成や、採用ができないリスク

(注) 主要なリスクの種類(選択肢)を3つまで選択するよう求めた結果、回答が多かったリスクの種類ランキング。既にBPOを利用している運用会社には、利用していない状況を想定して回答を求めた
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

ペレーションを自社で実施しようとする意向が外資系に比べて国内系でやや強いことを表していると思われるが、実際にはBPOの利用に動きだそうとしている国内系運用会社が多いのが現状といえる。

アンケートでは、BPOを利用しない場合に想定されるリスクについても訊いている。その集計結果をまとめたのが図表13である。利用しない場合の業務の属人化やコスト増大、人件費の固定化が、主要なリスク項目として挙げられていた。これらは、裏返せばBPO利用によって期待される(または実感されている)効果であり、こうしたリスクの回避が誘因となって、多くの運用会社をBPOの利用へと促していると考えられる。

3 資産運用会社の コア・ファンクションは何か

以上で確認したように、運用会社は、運用については本国等のグループのリソースの活用(外資系の場合)や、サードパーティの運用会社をサブアドバイザーとして活用(国内系の場合)している。それに加えて標準化が可能な業務については、国内系・外資系を問わずBPOを活用した事業展開を指向しようとしている。こうしたマネジメント・モデルを突き進めると、日本を拠点とする資産運用会社に残されるファンクションは

- 企画機能
- 国内投資家・販社向けマーケティング、レポーティング等の機能
- 業務の委託者としてのモニタリング機能

など、限られたものになる。実際に外資系では、日本拠点においては実質的にマーケティングだけを行っているケースもある。

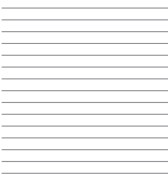
国内系運用会社の場合はどうだろうか。多くの国内系にとっては、運用のアウトソースとBPOの利用ではその意味が異なると考えられる。後者は、非コアと位置づけられた業務を、属人化を避けつつ柔軟なコストで実施するための、いわば不可逆的な選択である。これに対して、運用のアウトソースは必ずしもそうではない。運用を依然として付加価値源泉と考え、自社運用での提供を理想とはするものの、多様化する投資家ニーズに即応するため、ないし競争力を欠く自社運用商品を補うための当面の手段としてアウトソースを位置づけている運用会社が、実態として多いと思われる。もし自社で市場競争力のある運用が可能ならば、サブマネジャーに依存することなく提供しようとするのは、資産運用会社として自然な発想かもしれない。

しかし、サブアドバイザーやBPOといった形での業務の外製化が柔軟にできる環境となったからこそ、改めて、自社の付加価値源泉を何に求めるのか問い直すべきである。運用を付加価値の源泉と考えることは自然かもしれないが、市場競争力のある運用能力の構築はもとより容易でないし、特に外国資産では、国内に持ち込まれた優れた在外マネジャーとの競争にも曝されるようになってきているからである。自社にとってリターンの獲得に確信を持ち得る明確な投資哲学とプロセスを有した運用がどのようなもので、どう構築していくかの入念な検討が必要である。

他方で、外部の優れたマネジャーの運用を日本の顧客に提供する能力を付加価値源泉とすることも、有効な経営判断となり得る。

このように付加価値源泉を明確化した上で、①既存のコア部門が持つべき能力の定義・能力獲得のためのプラン、②サブアドバイザーを使ったビジネスと、自社運用のビジネスとの棲み分け、③BPOを活用する業務領域と、内製する業務領域とを明確に整理することが、自社の中長期的な成長ストーリーを描くために必要であろう。

2) 調査は2007年度以降毎年実施している。13年度は7月から9月にかけて調査票を配布し、有効回答数は55社(国内系31社、外資系24社)であった。



1 年金向けビジネス

3年ぶりの増加となった年金運用資産

2013年3月末の日本の年金資産は全体で約277兆円と推定され、前年度比17兆円増と3年ぶりの増加となった。そのうち公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）が64%を占め176兆円（9兆円の増加）、企業年金等（企業年金と国民年金基金および小規模企業共済）は101兆円（8兆円の増加）となっている。

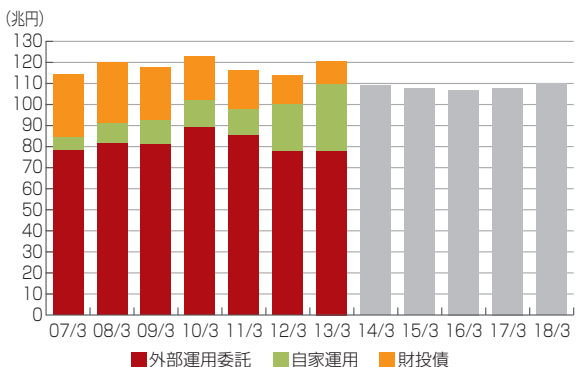
公的年金の7割強、126兆円は厚生年金保険・国民年金の積立金であり、そのほとんどがGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によって運用されている。13年3月末のGPIF資産残高は約120兆円で、運用利回りが10.2%と二桁の大台に乗ったことから、前年度比7兆円の増加となった（図表14）。ただ、給付支払に備えた流動性確保等の目的で行う自家運用が大幅に増えたため、外部委託は前年度とほぼ同額であった（約79兆円）。また、12年度の積立金取崩額は約4兆円となっており、13年度も5兆円弱が予定さ

れている。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と予想される。

公的年金の運用に関しては、変化が起きる兆しがある。13年8月から政府の下で有識者会議が開催され、公的年金ファンドのガバナンス構造などを変更し、より専門性の高いファンドへと脱皮を図ろうとしている。こうした動きが進展すれば、コスト控除後のリターンを最大化するため、分散投資を徹底した上でオルタナティブなどへの投資割合も高まり、特徴ある運用会社への委託が増えていく可能性がある。

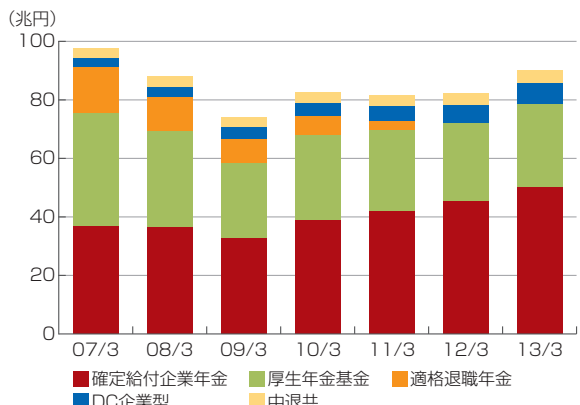
一方、企業年金の資産残高は総計で約90兆円、8兆円の増加であった（図表15）。確定給付型でみると、確定給付企業年金は資産額が50兆円と5兆円のプラスとなったものの、件数は1万4700件で300の減少となった。制度創設以来初めての減少である。厚生年金基金も、資産額が3兆円増加し29兆円となったが、基金数の減少が続いている。13年6月には厚生年金基金制度を大きく変更する法改正が行われ、基金の解散や確定給付企業年金など他の企業年金への転換が促されることになった。行く行くは厚生年金基金資産の8割程度が国に返上されGPIF

図表14 GPIFの資産額（実績と予測値）



(注) 2014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24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15 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

で運用されることになると見られ、確定給付型企業年金の資産額は将来的に大きく減少することになる。

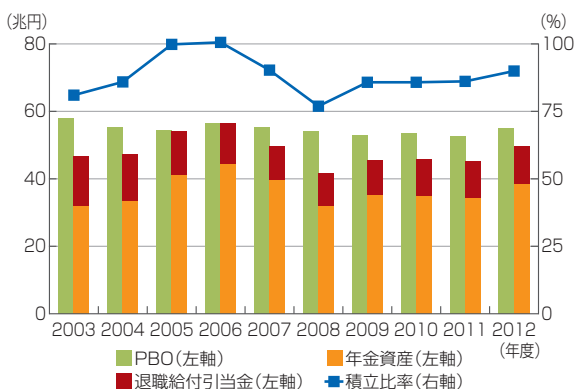
確定拠出年金の企業型は、6.8兆円と前年度比0.8兆円程度の増加となったが、規約数や加入者数の伸び率は低い水準であった。厚生年金基金制度や会計基準の変更が今後確定拠出年金の拡大を促す可能性もある。

迫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

東証一部上場企業の退職給付会計の状況をまとめたのが図表16である。12年度は、円高・株安によって年金資産は4.1兆円ほど増加した。ただし同時に、退職給付債務(PBO)も2.5兆円増加した。実質的な積立比率は、改善したものの、約90%に留まっている。

10年3月期以後、割引率として期末一時点の債券の利回りをを用いる基準が適用されているが、これまでは変更後の割引率で計算したPBOが10%以上変動するものでなかったため、従来通りの割引率を使用している企業も多かった(重要性基準)。12年度にPBOが増加したのは、長期債の利回りが重要性基準の適用範囲を超えて低下したため、PBO評価に用いる割引率を低めた会社が多かったからである。集計によれば、12年度の集計対象1,520

図表16 退職給付会計の財政状況と積立比率の推移



(注) 日本基準適用の東証一部上場会社を対象。グループ企業の重複上場は考慮していない。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DM資料より野村総合研究所作成

社のうち680社が割引率を低めていた。

さらに14年3月期より、新たな退職給付会計基準の適用が始まる。おそらく最も影響が大きい変化は、連結B/S上、年金資産がPBOに満たない部分全額を負債としてオンバランスするというものである。これにより、未認識数理計算上の差異など、従来は認識を猶予されて

いた債務が負債として計上されるようになる。給付債務への意識が先鋭化することで、LDIをはじめとするソリューションや、下方リスクの抑制・絶対収益の獲得を企図する運用戦略、リスク源泉の分散に寄与する資産クラスへの関心が一層高まることになろう。

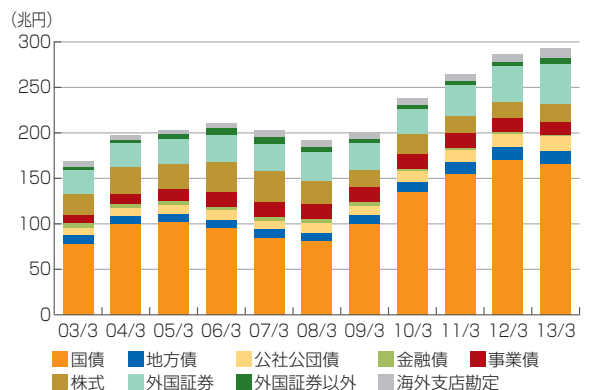
2 銀行の有価証券投資

分散投資が進む銀行の有価証券投資

全国銀行協会によれば、12年度末の全国銀行³⁾の投資有価証券残高は285兆円。11年度比6.3兆円の増加となったが、増加額は前年度の3分の1の水準にとどまった。総資産額に占める割合も過去10年間で最も高い水準となった11年度から約1%低下、31%となった。業態別では、都市銀行の残高は166兆円と、11年度比ほぼ横ばいで推移した。都市銀行で残高の伸びが鈍化した背景には、足もとの貸出(主に海外向け)の増加に加え、日本銀行の新金融政策に対応した国債投資戦略の見直し(e.g. 保有国債の売却)がある。一方、地方銀行・第二地方銀行の残高は、12年度も増加が続いている。地方銀行の残高は75兆円(11年度比4.2兆円増加)、第二地方銀行の残高は16兆円(11年度比0.7兆円増加)であった⁴⁾。

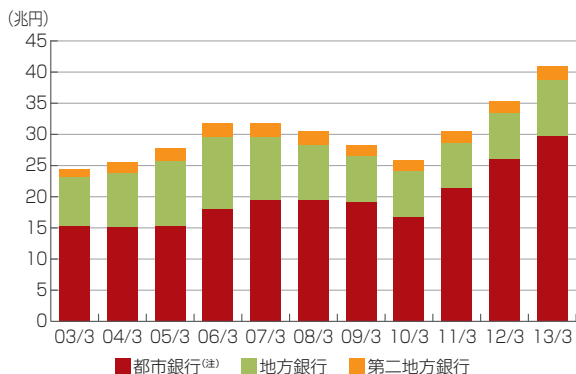
日本銀行の統計にもとづいて銀行の投資有価証券の内訳(除く海外支店勘定)を見ると、引き続き国債の占める割合が最も高く59%(167兆円)、次いでその他の証券⁵⁾(18%、50兆円)、社債(11%、32兆円)、株式(7%、21兆円)の順となっている。09年度以降、国債残高の大幅

図表17 有価証券投資残高推移(資産クラス別)



(注) 海外支店勘定は、都市銀行・地方銀行の海外支店勘定
 (出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より野村総合研究所作成

図表18 その他の証券 業態別残高推移 (除く海外支店勘定)



(注) 都市銀行6行 (みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな) を指す
 (出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より野村総合研究所作成

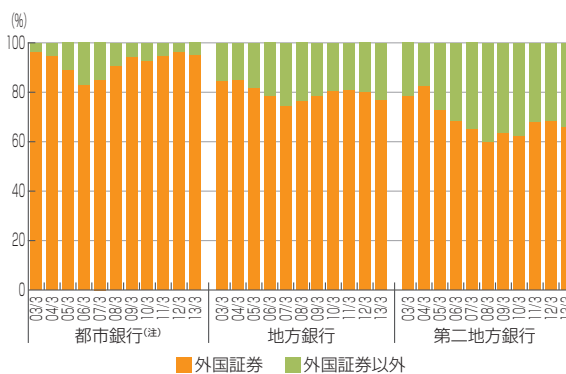
な増加が続いていたが、12年度は国債残高が4.4兆円減少した。代わって残高が増加したのは、その他の証券(11年度比、7兆円増加)、株式(同、2兆円増加)、社債のうち公社国債(同、1.2兆円増加)、地方債(同、0.3兆円増加)である。なかでもその他の証券の残高が大きく伸びており、銀行が運用収益の増強を図るため、伝統的な商品以外に投資対象を拡大する戦略へ転換したことがより鮮明になった。なお、社債および地方債は、運用収益の改善を図りたいが、経営資源の制約が大きい地方銀行や第二地方銀行にとって重要な収益資産となっている。また、株式については、政策株式の保有額が高い銀行は、足もと数年間、計画的に持ち高を圧縮しており、こうした流れに変化はない。12年度末の株式残高の増加は、12年度下期の株価上昇による含み損の解消や、新たに株式を収益資産として組み入れる動きを反映したものである。

拡大が続くその他の証券投資

日本銀行によれば、13年3月末時点で銀行が保有するその他の証券残高(除く海外支店勘定)は50兆円(11年度比7兆円増加)と、3年連続で増加した。内訳を見ると、外国証券が44.2兆円、11年度比約5兆円の増加であった。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5.5兆円。外国証券以外の「その他の証券」は、08年度末以降、ほぼ横ばいで推移してきたが、11年度比1.3兆円と大幅に増加した。

業態別(除く海外支店勘定)では、都市銀行のその他の証券投資残高は29.8兆円、11年度比3.7兆円増加した。地方銀行では、11年度比1.7兆円増加し、残高は9兆円となった。第二地方銀行では、11年度比0.4兆円増加し、

図表19 業態別その他の証券内訳推移



(注) 都市銀行6行 (みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな) を指す
 (出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より野村総合研究所作成

残高は2.2兆円となった(図表18)⁴⁾。地方銀行、第二地方銀行では、08年度末以降、その他の証券の残高はほぼ横ばいで推移してきたが、12年度は大幅に残高が増加しており、その他の証券投資を積極化する姿勢は、大手行だけでなく、業界全体の傾向となった。

その他の証券の内訳を見ると、業態別に投資選好が異なることがわかる(図表19)。都市銀行では、外国証券の占める割合が非常に高く、12年度末は95%であった。都市銀行は、11年度からその他の証券投資を積極化してきたが、その中核は外国債券投資である。外国債券には、証券化商品も含まれているが、証券化商品への投資スタンスは個別行により大きく異なる。一方、外国証券以外の占める割合は、ここ数年低下が続いていたが、12年度末には5%と上昇に転じた。都市銀行は、世界的な低金利環境を背景に、外国債券以外の資産への投資拡大を模索し始めている。一方、地方銀行、第二地方銀行では、都市銀行比、外国証券の占める割合が低く、12年度末時点ではそれぞれ77%、66%であった。これは、都市銀行に比べ、経営資源に限りのある地方銀行、第二地方銀行では、運用収益の改善において運用会社等の運用ノウハウ、分析やリスク管理能力に依存するところが大きいという理由によると思われる。都市銀行と同様に、地方銀行、第二地方銀行においても、足もとその他の証券に占める外国証券以外の割合が上昇している。地方銀行、第二地方銀行では、うまく外部リソースを活用し、運用収益の改善を図ろうとする動きが今後更に強まる可能性がある。

2013年度の投資動向

12年度は、運用収益の改善を図るため、投資対象資産

の多様化を進める銀行の姿勢がより鮮明になった。13年度には、多くの銀行が運用方針として分散投資を掲げており、この動きが決定的なものとなっている。大小を問わず、銀行の投資スタンスは、国債の金利リスクを管理範囲内に抑制する一方で、運用収益の増強を図るために国債以外の資産に幅広く投資を行うというものである。こうした銀行の運用方針の転換を後押ししているのが、日本銀行の金融政策の転換である。異次元緩和の実施により銀行は、期末に国債を売却し、売却益を得ることが難しくなった。この結果、銀行は、起動的な売買により売却益を獲得できる投資対象を、国債以外の資産に求めるようになってきている。外国債券、ファンド等のその他の証券投資を積極的に行っている銀行では、その他の証券を起動的な売買により売却益を得る手段として位置づけている。個別株式やETFも売却益獲得のための資産の一つと見なされている。ETFは、透明性と市場流動性が高いなどの理由から、大手行から地方銀行へと投資家層が広がった。更に日本銀行の買い入れ対象資産となったことで投資を検討する銀行が増えている。

外国債券、ファンド、株式など起動的な売買により売却益を得る手段として位置づけられた投資商品は、市況に応じて利益の確定を行うことが前提となるため、実質的な保有期間は短期化する。また、利益確定後、売却して得た資金は、必ずしも同じアセット・クラスに再投資されるわけではなく、そのときの市況で最も利益が見込めるアセット・クラスへ投資するというオポチュニスティックな側面がある。このため運用会社、販売会社等の商品提供側は、商品販売後も売却のタイミングや売却後の資産選択など銀行の投資判断に必要な助言を提供することが取引関係を維持していく上で重要な鍵となる。

金融危機以降、銀行は、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。その一方で、地方銀行、第二地方銀行は、大手行と異なり、ロットが小さく、わずかな利回りの差にも敏感にならざるをえない。近年、私募投信が人気を集めている理由はここにある。商品提供者には、運用環境や金融機関側のニーズの変化に応じたきめ細かな提案や助言が今後ますます求められるようになるだろう。こうしたきめ細やかな対応をするための体制整備のために

クライアントを絞り込む必要に迫られる可能性もあるかもしれない。

3 リテールビジネス

投信販売は2半期連続で過去最高を更新

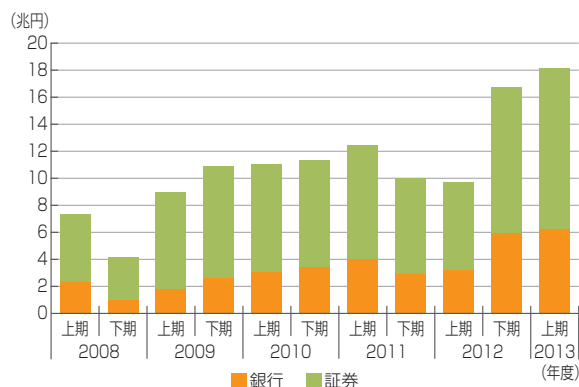
12年度下期以降、投信販売は急速に回復している。ETFを除く株式投信の販売額は12年度下期に16.8兆円となり、過去最高額を6年ぶりに更新した(図表20)。投信販売は13年度に入っても増加し、同年度上半期には18兆円を超えている。特に証券会社における投信販売の増加は顕著で、13年度上期にはリーマンショック前の最高額の1.3倍に達している。ここ数年低迷してきた銀行の投信販売も増加しており、同上期には過去最高額の8割を超える水準にまで回復している。

分類別にみても、広範囲に様々なタイプのファンドが売れている。今まで株式投信の販売額の凡そ半分を占めていた海外債券型はもちろんのこと、近年目立たない存在であった国内株式投信の販売額も増加している。このタイプの投信は12年度上期には6,100億円しか売れなかったが、1年後の13年度上期には3兆9,000億円にまで増加している。このほか海外株式型や国内の不動産投信型の販売額も1年前の3倍に増加している。

依然として続く資金流出

しかし投信の残高は好調な販売額から想像するほどには増えていない。ETFを除く株式投信の残高は13年9

図表20 株式投信(除くETF)の販売額



(注) 2013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

月末現在54兆円で、前年同期比9.2兆円(+21%) 増えたが、相場状況や投信の販売額からすると増加額は極めて少ない。解約等の資金流出も多くなっているためだ。

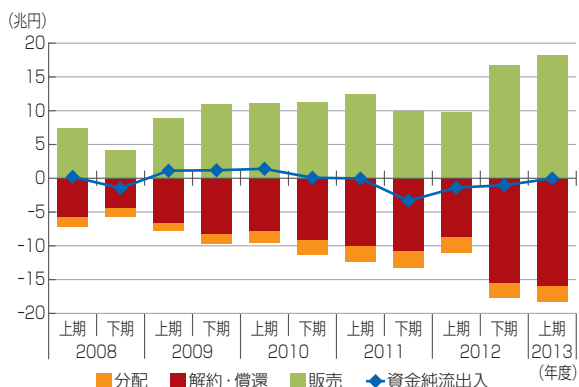
図表21は株式投信(除くETF)の資金流入を示したものである。12年度下期になって販売額が急増したが、同時に解約・償還も増加していることがわかる。加えて、以前から運用資産規模に比べ多いと言われていた分配額がさらに増加した。このため、販売額が過去最高になったにもかかわらず、分配も加えた資金流出額が流入を上回る状況が10年度下期以降6半期続いている。

かつてのように資金流入額がプラスになりにくい理由としては、投信を保有する人が増えていないことが大きい。ある調査機関によると、地方銀行における投信口座数は10年3月をピークに1割以上減少している⁶⁾。メガバンクや信託銀行でもほぼ同様の傾向と言われている。投資環境が大幅に改善したにも関わらず、投信投資家の裾野の拡大には繋がっていない。

短期的効率性の追求が 預り資産の拡大を阻害する投信販売

投信の販売手数料は上昇が続いている。図表22は追加型株式投信(除くETF)を対象に計算した課税前販売手数料(上限値)の販売額加重平均の推移だ。平均販売手数料は03年度以降急速に上昇し、途中リーマンショックを挟む間に一時的に低下したが⁷⁾、09年度以降再び上昇している。ファンドタイプ別に販売手数料(平均値)をみると必ずしも上がっている訳ではない。元々販売手数料の高いタイプの投信で販売額が増えていったため、販売手数料の加重平均値が上昇しているのである。

図表21 株式投信(除くETF)の資金流入



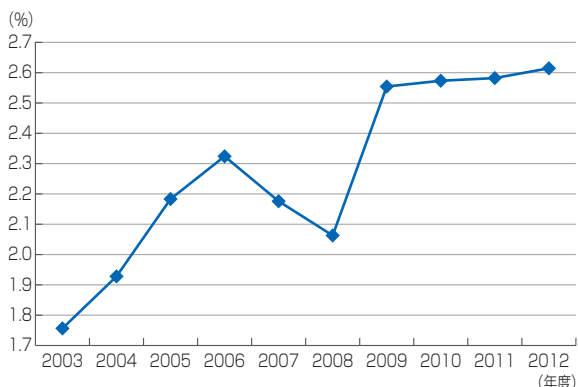
(注) 2013年度は8月末までの5ヶ月分を半期換算
(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

手数料の高いファンドを中心に販売すれば販売会社は効率的に手数料収入を得られるが、こうした投信を購入できる顧客は多くない。販売手数料の高いファンドは一般にリスクが高く、リスクを引き受けるだけの許容度をもつ投資家は限られるからだ。またそうした投資家でも、高リスクのファンドに充てる資金はそれほど多くないだろう。高手数料ファンドの販売に注力することは短期的には収益拡大に貢献するが、顧客層や投資資金が限られ、中期的なビジネスの拡大には繋がらない。短期的な収入確保と同時に中期的な成長ポテンシャルを追求していくことも重要だ。例えば一般にコストがかかり営業効率が悪いとされる新規顧客の開拓にも意識を向けるべきだ。また、投資に躊躇する顧客も取り込むためには、商品説明と最低限の適合性チェックのみで投資判断を迫るのではなく、敢えて時間をかけて顧客と共に運用プランニングを検討すべきだ。これらは、金融機関が今まで認識はしていても、実際には着手できないでいた課題だ。だが、以下に示すように実際に行動に移す条件が整いつつある。

新規顧客拡大の起爆剤として期待される NISA

14年からNISA(少額投資非課税制度)がスタートする。この制度は上場株式と株式投信の売却益や配当金(分配金)を非課税とするもので、当面23年まで10年間にわたり毎年100万円まで対象商品を購入することができる。ひとたび購入すると最長5年間非課税が適用されるので、投資家1人当たり最大で500万円の投資が可能となる。1人の投資家が利用できる金融機関は当面1社に限られるので⁸⁾、目下のところ、金融機関は既存顧客の

図表22 販売手数料の平均値(追加型株式投信)



(注) 課税前販売手数料(上限値)の販売額加重平均を用いている
(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

困り込みに走り、NISA口座の獲得競争が過熱している。

個人のNISAに対する関心も高い。野村総合研究所が13年7月に行ったアンケート調査を基にすると、NISAを「利用したい」と考える人は全国で950万人存在すると推計される。「どちらかと言えば利用したい」と考える人も含めると3,100万人に達する。年齢や性別による利用意向の差は小さく、今まで投資をしてこなかった若年層や女性などの関心も高い。金融機関にとってはNISAの導入は投信投資家の拡大を図る好機と期待される。

拡大の兆候がみられる相談型サービス

リスクを伴う投信の購入においては、顧客自らが投資商品の判断を行うことが原則だが、最近その判断を金融機関に任せる「相談型サービス」が伸びている。具体的にはSMAやラップ、ファンドラップ等である。このサービスは投資サービス全体の中ではまだ目立った存在ではないが、残高は着実に伸びている。ラップ全体の残高はリーマンショック後の一時期伸び悩んだが、13年3月にはそれまでの最高額（7,500億円）を超え、その半年後には1兆円を突破している（図表23）。ファンドラップの残高はリーマンショック後もほぼ一貫して増えており、特に最近1年間では2倍に拡大している。この結果ファンドラップはラップ全体の8割を占めるまでになった。

相談型サービスでは、一般に顧客と一緒に顧客自身の運用目標を特定し、運用方針や投資金額などの実現シナリオを設定する。具体的投資商品の判断については金融機関が顧客と取り決めた方針に沿って実行し、顧客に対して定期的なレビューを行う。手間はかかるが、顧客1人当たりの運用残高は1,500万円⁹⁾と一般的な投信販売¹⁰⁾

と比べて多額であるため、顧客1人当たりの収益額はむしろ多い¹¹⁾。また運用残高に対する収入額も遜色ない。

相談型サービスは顧客に個別銘柄（個別投信）に対する投資判断を求めないため、投資判断が苦手であったり、判断を好まない顧客に向いており、対象となる顧客層は広いと考えられる。実際、対象顧客が広いためか、ラップサービスの平均的なリスクはかなり低い。当社が計算したところ、ファンドラップ向け投信の平均ボラティリティは11%¹²⁾と、追加型株式投信の平均値（18%）より遙かに低くなっている。相談型サービスは大手証券や一部の銀行で導入されているに過ぎないが、多くの金融機関が関心をもって先行者の動向を見ている。このサービスが広く行われれば、投資サービスの顧客層が広がり、ひいては投信マーケットの拡大も期待できる。

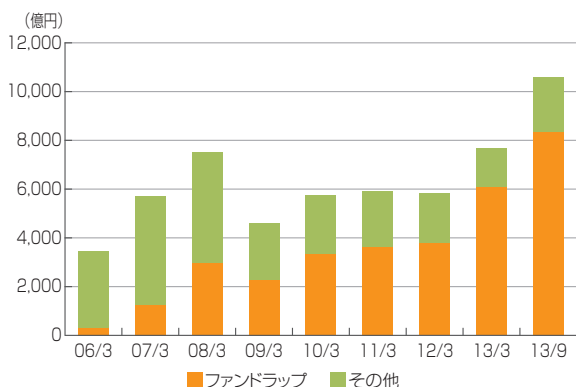
4 投資家セグメント別・運用商品市場動向

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、投資家タイプ（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。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）を確認できる。図表24は一部の商品を選抜して作成したオポチュニティ・マップである。

リテール投資家ビジネスにおいて、需給の観点から有望と評価される商品は非常に少なかった。NISA向け商品として今回新たに加えたリスクコントロール型ファンドは、ニーズ評価は高いものの、既に提供会社数も多い状況にある。また、昨年度までの結果と比較して大きく変化したのは、国内株式や外国株式のニーズ評価が上昇したことである。反面で、エマージング株式や中国関連株式はニーズ評価を大きく下げた。こうした変化は、足下の市場動向を強く反映したものと理解できる。

年金については、資産クラスとしては損保契約リンク商品、リアルアセットが有望と評価できる。昨年度、有望

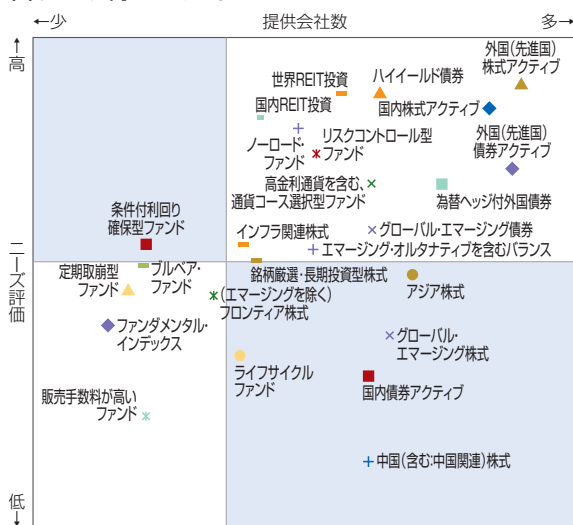
図表23 ラップ残高



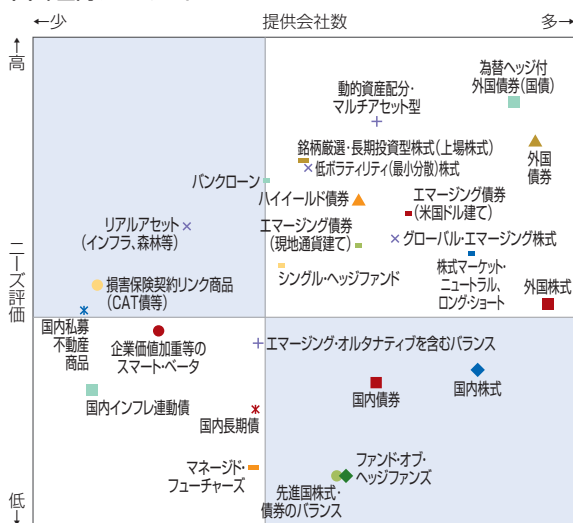
(出所) 日本投資顧問業協会の資料及びFundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

図表24 顧客別のプロダクト需給マップ

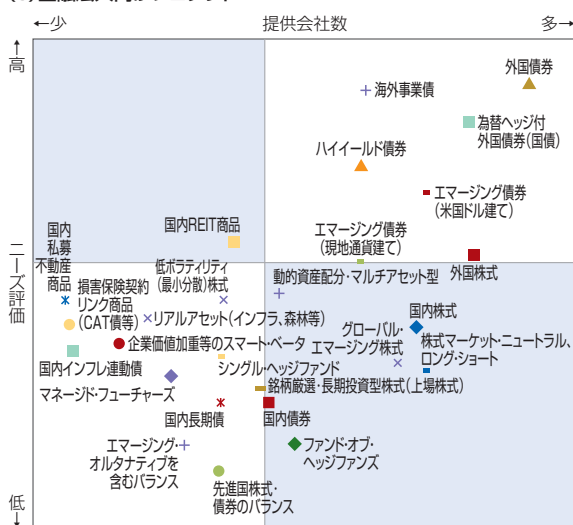
(a) リテール向けプロダクト



(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

領域に入っていたマルチアセット型運用やバンクローンは、提供会社数が増えて右上の領域に移動した。ニーズが高いと評価されるのは、年金資産ポートフォリオのリスク源泉の分散化に寄与すると考えられるものであるが、このような商品は各社がラインナップを拡充させており、競争状況が厳しくなりつつあることが示唆される。

伝統資産では株式よりも債券、国内よりも海外資産に対するニーズ評価が高い。これは昨年度までと同様であり、相場環境を受けた変化は見られない。例えば、国内株式へのニーズは低調なままであり、エマージング資産については引き続き高いという点で、リテールとは異なる結果となった。

金融法人については、リテールと同様に、有望と評価される商品は僅かだった。ニーズ評価だけに注目すれば債券系の運用商品、特に外国債券、海外事業債へのニーズが比較的高い状況にある。

以上のように、現在の日本の資産運用ビジネスでは、外形的な特徴から見て有望といえる商品は少ない。従来提供数の少なかった新しい商品群についても、サブアドバイザリー等を活用して提供する会社が増えたことがその要因の一つである。こうした事業環境においては、競合する他社プロダクトと、商品性やパフォーマンスにおいて明確な差別化を図ることが必要である。

- 3) 海外支店勘定を含む。
- 4) 差分は、信託銀行等によるもの。
- 5) その他の証券は、外国証券と外国証券以外を指す。
- 6) 出所は金財・QUICK投信データバンク。
- 7) 07年度下期及び、08年度は投信の販売額が急減する中、販売手数料の低いインデックスファンドの販売額が増えたため、販売額加重平均販売手数料は低下した。
- 8) 現在の制度では17年までは金融機関を変更できない。しかし政府は金融機関の変更を可能とするルールの変更を検討している。
- 9) 出所は日本投資顧問業協会資料。
- 10) 一般的な投信販売では顧客1人当たりの投信残高は大手証券の場合で1千万円程度、メガバンクの場合で500万円程度と言われる。
- 11) 例えば、投信の場合、販売会社が得る販売手数料は平均で2.6%、代行報酬率は0.5%。1人の顧客が500万円の投資を行い2年間で売却すると仮定すると、この間に収入は18万円。ファンドラップの場合、1人の顧客の投資額は平均で1,500万円、投信の販売手数料はゼロだが、代行報酬率とその他残高に対して掛かる手数料をそれぞれ0.16%、1.40%とすると2年間の収入は47万円になる。
- 12) ファンドラップ専用投信のボラティリティの残高加重平均値。ファンドラップの残高上位3社を個別にみても10~12%程度である。実際のファンドラップでは複数の投信を組み合わせて運用するため、ファンドラップの契約単位の平均ボラティリティは投信同士の共分散の効果により加重平均値より低いと考えられる。

著者紹介



堀江 貞之

Sadayuki Horie

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



金子 久

Hisashi Kaneko

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



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



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
focus@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
focus@nri.co.jp
専門は、資産運用

日本の資産運用ビジネス 2013/2014

発行日	2013年11月06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.com/jp
発行人	小粥 泰樹
編集人	堀江 貞之
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

2013/2014