

# 日本の 資産運用ビジネス

## 2014/2015

巻頭言 運用会社はビジネス変革の動きに  
対応することができるか

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

第3章 顧客別市場動向と商品戦略

# 巻頭言

## 運用会社はビジネス変革の動きに 対応することができるか

この1年、日本の資産運用ビジネスは大きな変革の中にある。リテールビジネスではNISA(少額投資非課税制度)がスタート、年金ビジネスでは公的年金の資産運用改革が動き出し、資産配分比率の大幅変更が予定されると共に国民の信頼に足る運用組織とするためのガバナンス改革も始まるようとしている。日銀の異次元金融緩和により金融機関の有価証券投資の内容も変化し始めた。

こうしたなか、2013年度は実際の数値でもこれまでよりポジティブなデータが多く出てきている。運用会社が顧客から委託されている資産残高は、ようやく2007年度のピークを越えた。収入・営業利益率もピーク時の数値に近づきつつある。人員も営業部門を中心に増員する動きが出ている。

その一方で、現在の様々な変革がビジネスのやり方や投資戦略などに大きな影響を与える可能性が高く、これまでの勢力地図が大きく塗り替わることも考えられる。一例は、株式市場改革がもたらす日本株式投資戦略への影響である。運用会社と投資先企業との対話を重視する傾向が強まる中、株価形成や顧客が好む投資戦略に大きな変化が現れ、運用会社の株式投資プロセスそのもの見直しにつながる可能性がある。投信の販売会社が残高ベースの手数料ビジネスへの移行を進めるシナリオが現実になった場合にも大きな影響が運用会社に及ぶ。運用会社へのアンケート調査によると、好まれる商品の変化、投資家層の拡大、販売会社と系列運用会社との関係など、多面的な影響があると回答している運用会社が多い。

現時点で、明確なトレンドが出ているわけではない。しかし、少しずつ進む変化が、5年後の勢力地図を大きく塗り替えることにつながる可能性も否定できない。今回のレポートは、そのような小さな変化を細かく分析することで今後の変化を捉えようと各執筆者が考え執筆を行った。こうした分析はさまざまな議論を通じて改善されると考えており、多くの読者から忌憚のないご意見をいただければ幸いである。

2014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2014/2015」総括責任者

堀江 貞之

# 第1章

# 日本の投資家動向

## 増加傾向が持続する金融資産

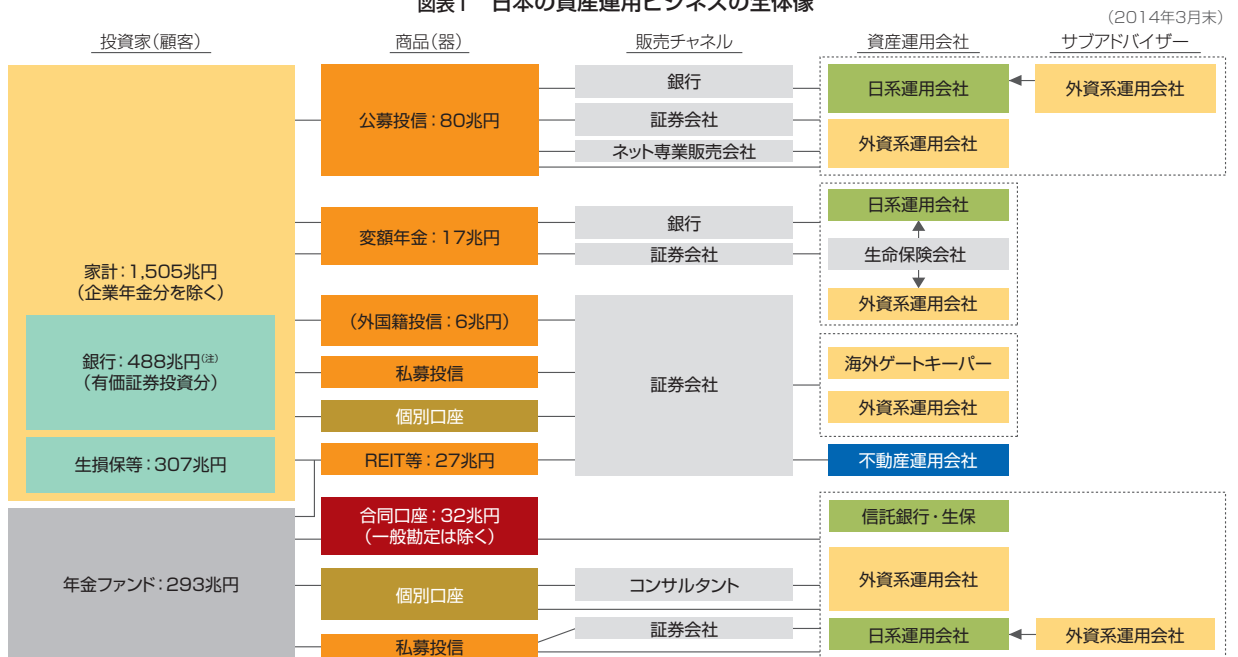
2014年、日本の資産運用ビジネスには大きな変化があった。リテールビジネスでは、投資収益が非課税となるNISA（少額投資非課税制度）が2014年からスタート、開始後6月末までの半年間で、残高は約1兆6千億円、そのうち投資信託への投資は約1兆円と比較的順調なスタートを切った。公的年金ファンドでは、デフレからインフレ経済への移行を見据え、株式比率が大幅に引き上げられた。今後さらなる分散投資の拡大など、資産運用ビジネスに大きな影響を及ぼす変化が生じると見込まれる。

ここでまず13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、14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1,798兆円と推定される。1年前に比べ75兆円の増加、そのうち家計が59兆円、年金ファンドが16兆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391兆円<sup>1)</sup>、約22%となっている。金融危機後は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、ようやくこのピークを超えた。

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



## NISAによる牽引が期待される投信の保有拡大

家計の金融資産は、14年3月末現在で約1,505兆円と、1年前と比べ59兆円の増加となった。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8割弱を占める。

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。退職金（住宅ローン残高を除く）や賞与・給与などからは、今後5年間で約80兆円が金融資産に回るとみられる。また、金利水準が現在と同様1%に満たない状況であるとすれば、個人向け国債からは15兆円が流出すると見込まれる。過去の傾向ではこれらの資金の多くが銀行預金となっており、今後5年間の預金への流入額は73兆円程度とみられる。投信や外債などのリスク性商品への資金流入は22兆円と予想される。ただ投信からは分配金として流出する分がある。分配金による流出は今後低下していくとみられるが、今のところは依然としてかなりの規模であるため今後5年では18兆円程度の額となろう。したがってネットでの投信・外債への流入は4兆円程度にとどまることになる。

リスク性商品への流入額に大きな影響を与えるのが14年から始まったNISAである。前述のように比較的順調なスタートを切ったが、まだ開始後3カ月ということで、13年度末の数値では、今後の動向はわからない。野村総合研究所の調査などからは、今後5年間のNISAへの流入額は25兆円程度と予想される。その額の6割が投信に回るとすると流入額は15兆円になる。現在投信の残高は約80兆円。NISAへの流入資金が預金からの新規資金と考えると、分配金の流出を勘案しても、投信の残

高は100兆円程度の水準となる。野村総合研究所の調査では、NISAをきっかけに投資を始めた人の約5割が20代、30代の若い層となっている。NISAは今後も制度の継続的な改良が行われていくとみられ、リスク性資産の保有層や資産額の拡大につながる事が期待される。

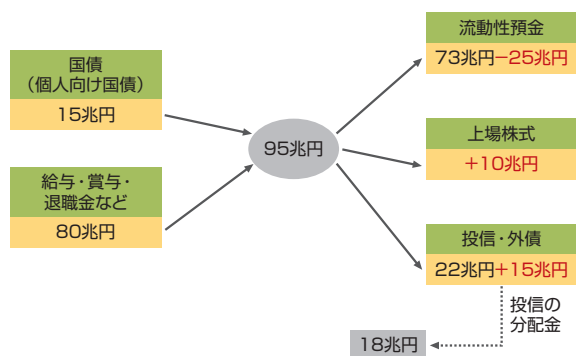
## 銀行は国債残高が減少、分散投資を図る

最大の機関投資家である年金ファンドの14年3月末資産額は約293兆円と推定される。このうち公的年金資産は約184兆円で前年度比8兆円増加、その他の企業年金等は109兆円で8兆円の増加となった。公的年金では、給付額の増加から積立金の取崩しが今後も続くと思われる。ただ、厚生年金基金制度の見直しから今後5年間で基金の解散・代行返上が大きく進み代行部分が国に返還されることから、厚生年金等の資産運用を行うGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）では、当面は大きな資産の減少はないと考えられる。一方で確定給付型企業年金は資産を減少させていくとみられる。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が255兆円、信用金庫・信用組合で67兆円、ゆうちょ銀行166兆円、生命保険会社216兆円、かんぽ生命69兆円、損害保険会社22兆円で、合計約795兆円となっている。

13年度末の銀行の投資有価証券残高は、13年4月に始まった日銀の「量的・質的金融緩和」の影響を受け、大きく減少した。その大部分は国債である。この金融緩和政策による影響もあって、国内では低金利環境が続いており、銀行の収益環境は厳しさを増している。その中で銀行は運用体制の強化を進めている。銀行は、引き続き国債の金利リスクを抑制しながら、収益機会を求めて国債以外の資産に分散投資を図っていくと考えられる。銀行が志向しているのは国際分散投資である。地域金融機関においても私募投信などのファンドを活用して外国証券投資を積極化している。大手行も含めて、国際分散投資を進める上では、運用会社の調査・分析や運用・管理能力に期待するところは大きい。単に利回りの高さだけでなく、銀行の投資方針に合致した提案をすることがポートフォリオ単位の運用受託につながると考えられる。

図表2 家計における投資商品の資金流入出予想  
(今後5年程度の動向)



(注) 赤字はNISAによる増減分の予想額  
(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、予定利率の決まっている一般勘定は含まない、特別勘定のみが残高。

## 1 資産運用ビジネスの現状

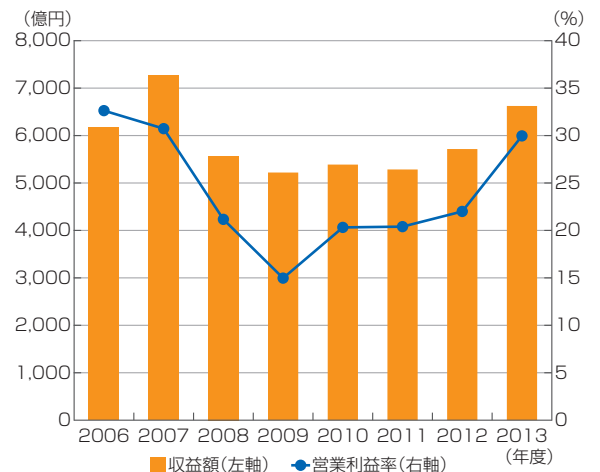
野村総合研究所の推計によると、日本の資産運用ビジネスの市場規模は、2014年3月末の運用残高で415兆円（海外顧客分を含む）、運用収入で8,080億円であった。

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。

### 回復軌道に乗る資産運用ビジネス

図表3は、運用会社の運用残高の増減要因を時系列で示したものである。まず機関投資家（左図：投資一任と私募投信の合計）について見ると、12年末からの株高・円安による資産時価の上昇が13年度においても緩やかに続いたことで17.5兆円ほどの資産増があった。しかし資金流出も5.8兆円あり、合計では11.7兆円の増加となっ

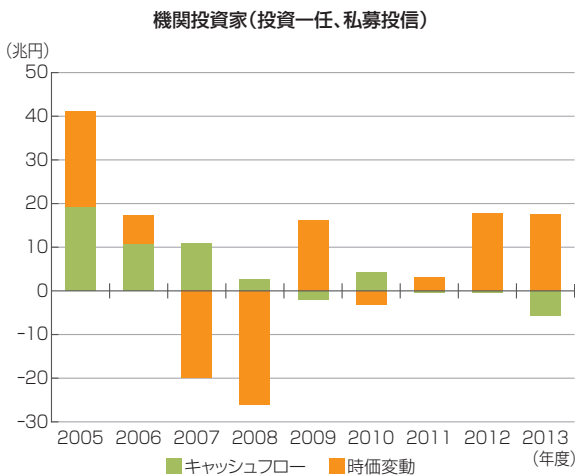
図表4 運用会社の運用報酬と営業利益率の推移



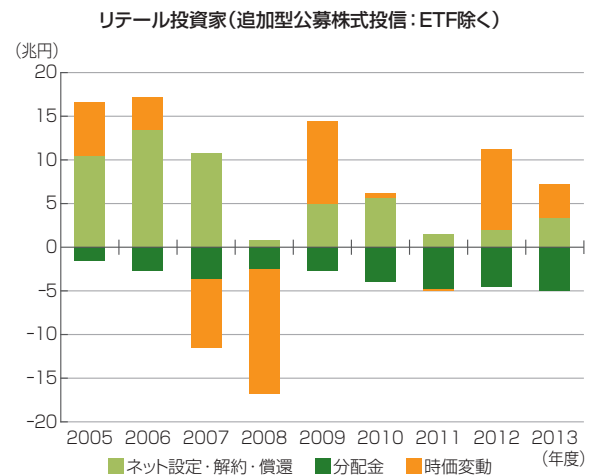
(出所) 各社営業報告書、投信協会、日本証券投資顧問業協会資料より野村総合研究所作成

た。この資金流出は、代行返上や解散を決議した厚生年金基金が、相場好転を受けてリスク性資産をキャッシュ化したり、GPIFの運用との乖離リスクを抑えるためにパッシブ化するなどしたことで、投資顧問会社から信託銀行

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、NRI Fundmark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会社の集計値 (投資顧問専業会社を除く)。2013年度は本稿執筆時点で利用可能な56社のみ。営業利益率は、代 hands 手数料を控除した実質営業利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

への資産の移管・集約が進んだためと考えられる。

リテール投資家 (右図: 追加型公募株式投信) では、資産時価の変化で3.9兆円の増加、設定・解約・償還のネットの資金流入でも3.4兆円の増加となった。解約・償還を差し引く前のグロスの設定額は32兆円と過去最高であったが、同時に解約・償還も28兆円と、こちらも過去最高となった。設定・解約・償還のネット額は、08年の金融危機時にほぼゼロとなって以来、低位で推移している。これらの他に分配金の払い出しも5兆円程度あったため、資産時価の上昇と合わせた全体の資産額増は、2.2兆円に留まった。

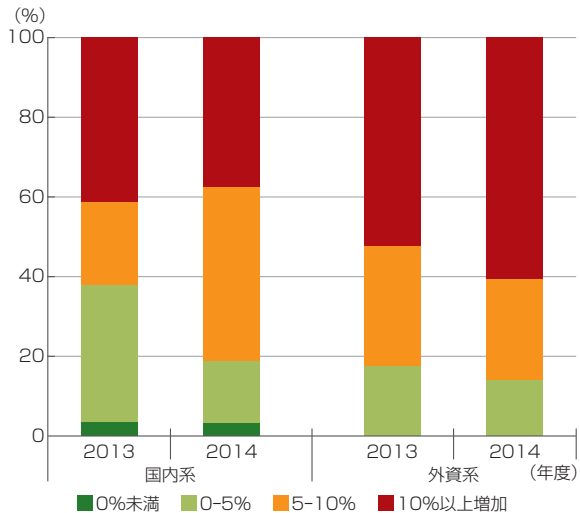
運用報酬について見ると、本稿執筆時点で入手可能なデータに基づく推計では、13年度の運用会社の運用報酬総額はおよそ6,600億円、実質営業利益率は30%であった。ともに前年度から大きく改善し、ピークであった06～07年度の水準付近まで回復した (図表4)。

図表5は個社別の営業利益率の分布である。13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56社についての集計値である。その中央値は22%で、金融危機以前の水準近くまで回復している。

### 収益見通しはやや改善。 高まる国内株式への期待

野村総合研究所では、資産運用ビジネスの足下の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

図表6 収益額の増減見通しの推移 (資本タイプ別)



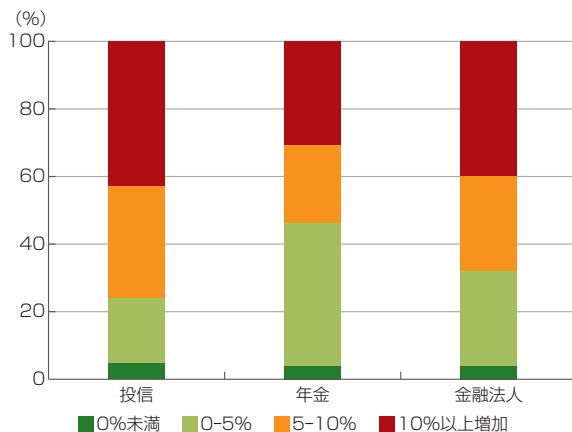
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

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<sup>2)</sup>。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。なお、アンケートは7月に各社に配布し、9月上旬までに回収したものである。

図表6には、今後3～5年で各社が予想する収益額の増減見通しについて、昨年の調査と比較した結果を示した。国内系運用会社で5～10%の増収を見込む会社が倍増するなど、収益見通しはやや楽観的なものに変化したといえるだろう。

図表7は、事業別での収益額の増減見通しである。年金は、5%以内の増収に留まる (または減収) との回答がおよそ半数あるなど、他に比べてやや保守的な収益見通しとなり、年金向けビジネスの規模の縮小を意識したと思

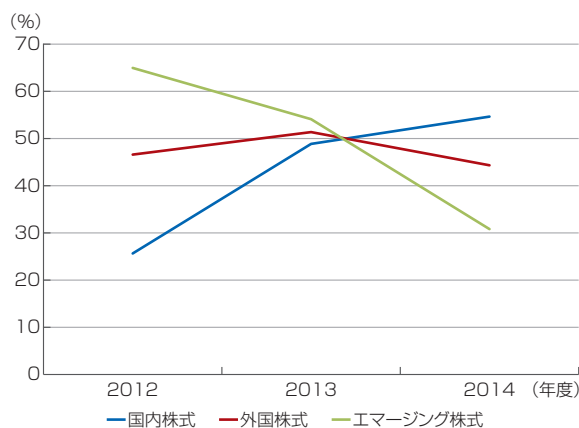
図表7 収益額の増減見通し (事業別)



(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8 資金流入による10%以上の運用資産の増加を見込む運用会社の割合(内外株式運用)



(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」

われる回答が多く見られた。これに対し投信は最も収益拡大が期待されるビジネスであり、10%以上の増収を期待する回答が約4割、5%超の増収を期待する回答が約3割あった。後述するNISAのスタートや販売会社のビジネスモデルの転換、DCの拡大など、現在の事業環境の良好さが背景になっているようである。金融法人についても楽観的な回答が多く、日銀が金融緩和策を採る中で、銀行や生保会社におけるポートフォリオの収益源泉の分散に期待が持たれている状況がうかがえる。

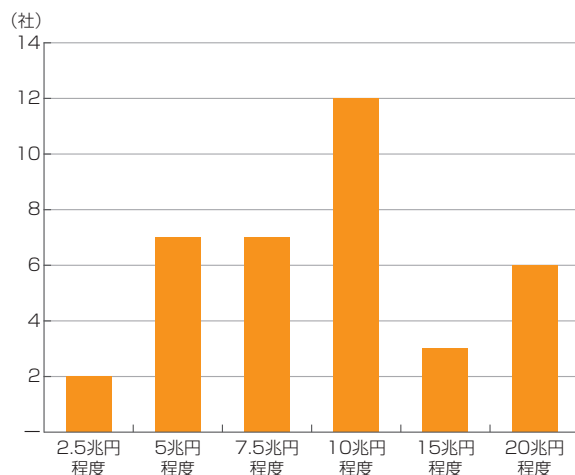
図表8は、過去3年分の調査から、各社の内外株式運用について、将来3～5年の間に10%以上の運用資産増を見込む会社の割合を時系列で示したものである。従来は高い経済成長期待を背景としてニーズが見込まれていたエマージング株の市場リターンは、近年不調である。これに呼応して、10%以上の資金流入を予想する会社も2年続けて減少し、3割程度にまで落ち込んだ。代わって強い資金流入が予想されているのが国内株式であり、本年調査では半数以上の会社が10%以上の資金流入を予想している。

## 2 投信ビジネスで予想される量的・質的变化

### NISAの見通し

14年に始まったNISA(少額投資非課税制度)は、年

図表9 2019年末のNISA口座からの投信保有残高の予想

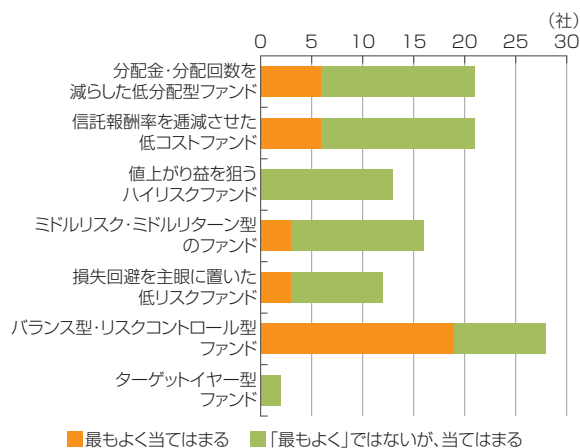


(注) 投信委託会社42社の回答の集計  
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

当たり100万円を上限に、投資開始から最大5年間の譲渡益や配当(分配金)が非課税となる制度である。6月末時点の口座数は727万口座、口座からの買付額は1兆5,600億円に達しており、利用が広がっている。買付額のうち1兆円ほどを投信が占めており、上場株式に比べて倍程度の規模となっている<sup>3)</sup>。

アンケートでは、制度開始5年後にあたる19年末に、NISAの口座経由で保有される投信残高の見通しを尋ねている。その結果を集計したものが図表9である。ややばらついた結果となったものの、「10兆円程度」との回答が12社(32%)で最も多く、「20兆円以上」との回答も6社(16%)あった。仮に10兆円とすると、足下の株

図表10 NISA口座からの買い付けによって残高が伸びると予想されるファンドのタイプ



(注) 投信委託会社42社の回答の集計  
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

式投信残高がおよそ2割増加するほどのインパクトであり、本制度に対して運用会社が強い期待を持っている様子がうかがえる。

また、NISA口座からの買い付けにより残高が伸びるファンドタイプとしては、「バランス型・リスクコントロール型ファンド」を挙げる会社が多かった(図表10)。非課税枠の再利用ができないNISA口座経由では投資家にリバランスの自由がないため、長期に運用を任せられるファンドにより強いニーズがあると考えられている。

## ファンド販売方針の変化の影響

先述のように、投信ビジネスは資金流入額(設定額)も大きい、流出(解約等)も大きい。日本の公募投信の平均保有期間は2年程度とされており、他の先進国と比べても短期間しか保有されない投資ピークルといえる。保有期間が短い理由の1つとしてかねてから指摘されているのは、販売会社が顧客に短期の売買(回転売買)を促すことで、販売手数料収益を獲得しようとするインセンティブが強く働いていることである。

しかし近年、こうした状況に変化をもたらそうとする金融監督当局からの強い働きかけが見られるようになった。そのうち、当局の姿勢が端的に表明されているのは、次の2つであろう。

- 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の改正。3月7日に改正適用されたものでは、「営業員の業務上の評価に係る留意事項」が新設され、監督

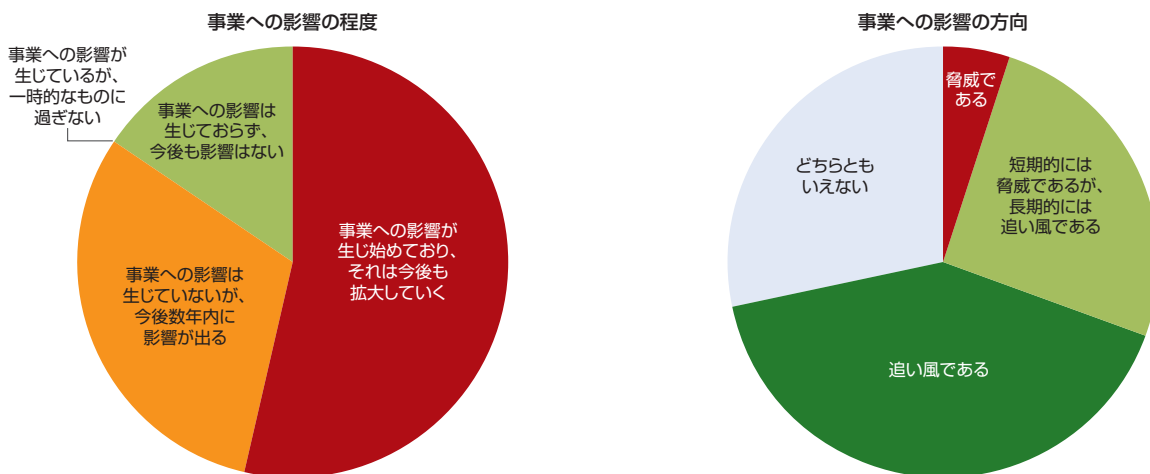
上の観点として、販売会社の営業担当者に対する評価が販売手数料などの収益に過度に依存したものになっていないかが加わった。また、9月17日に改正適用されたものでは、販売手数料率や、長期保有するほど年当たりの販売手数料が低減すること等を顧客に説明しているかどうか、などが監督上の観点に加わった。

- 「金融モニタリングレポート」の公表(7月4日)。ここでは、投資による資産形成が日本の家計に定着しない理由として「投資信託の乗換え売買による販売手数料により収益を稼ぐ、という経営のインセンティブが金融機関にあること」との仮説を持ち、金融モニタリングからこれに整合する調査結果をまとめている。

こうした当局の動きは、NISAの導入と相俟って、販売会社に対し売買に基づく手数料(コミッション)ビジネスから資産残高に基づくフィービジネスへの転換を求めらるものである。現に販売会社では、事業目標を売買の成立から残高の積み上げに転換し、大手を中心にラップ(投資一任)ビジネスの拡大を目指す動きがある。また、販売員の業績評価に当たって販売額よりも資産残高の増加を重視するよう改める動きも広がっている。

この変化は、資産運用会社の事業にどのような影響をもたらすのか。図表11は、投信委託会社を対象に、事業への影響と、その影響の方向を質問した結果をまとめたものである。事業への影響については、「既に影響があり、

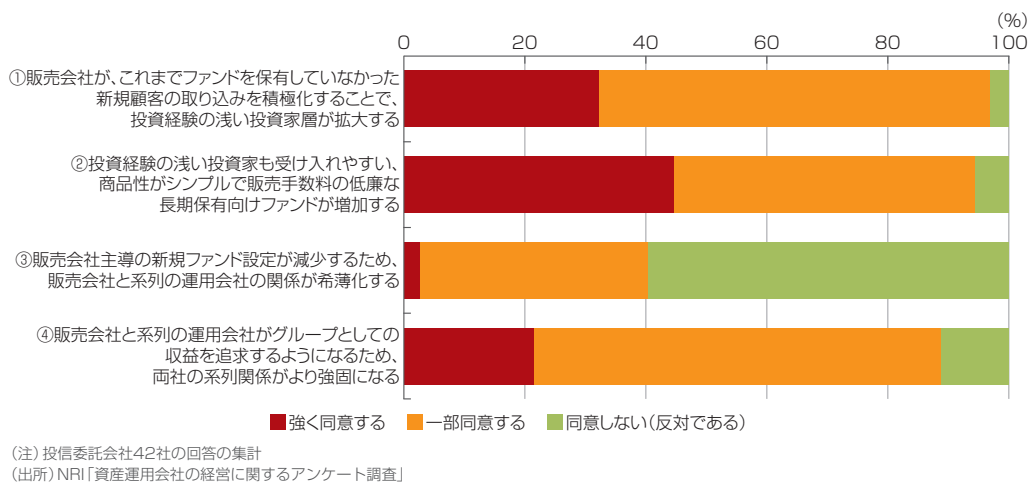
図表11 投信の販売方針の変化がもたらす影響



(注) 投信委託会社42社の回答の集計  
(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12 投信の販売方針の変化がもたらす事象(想定シナリオに対する評価)



今後も拡大する」との回答が半数以上の21社(54%)、「今後数年内に影響が現れる」との回答が12社(31%)あった(図表11左図)。「影響はあるが、一時的」と答えた会社はなかった。また「現在も今後も影響がない」と答えた会社が6社あるが、回答会社は極めて親密な系列販売会社を持つなど、事業モデルが特殊なケースが殆どである。先述のような販売会社の動きは、資産運用会社からは総じて強く真剣なものとして捉えられ、事業への大きな影響が現に生じているか、または予想されている状況であるといえる。

図表11右図は、その影響の方向について質問した結果である。「追い風である」との回答が最も多く16社(41%)ある一方、「短期的には脅威である」との回答も10社(25%)ある。「短期的には脅威」との回答は、国内系・外資系を問わず、公募投信残高の大きい運用会社に多かった。これまで資産の獲得に成功してきた大手の投信会社にとって、販売方針の変化は、既存の事業モデルや組織体制の有効性を問い直す契機になっているのではないか。

### 顧客基盤の質的变化と系列関係の強化

アンケートでは、さらに具体的に、販売方針の変化によって今後生じると考えられるシナリオを20ほど提示して、それぞれの確からしさを質問している。そのうち4つを取り出して結果を示したのが図表12である。①②は同意するとの回答が多かったシナリオで、①は、販売会社が残高の積み上げを指向して顧客基盤の拡大に動く

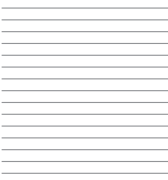
ため、投資経験の浅い投資家層が拡大する、②は、経験の浅い投資家層向けに商品性がシンプル(したがってコストが低廉)なファンドが増加するというものである。それぞれ「強く同意する」が32%、45%となっている。

販売会社の変化は、運用会社との系列関係にも何らかの影響を及ぼすと考えられる。③④は、販売会社と運用会社の系列関係について、「希薄化する」「強固になる」との正反対の帰結になるシナリオのペアである。③は、販売会社が主導する新規商品の企画・新規ファンドの設定が減少するため、実際のファンド組成を受け持ってきた系列運用会社との関係が希薄になるとのシナリオであり、④は、代行報酬を含めたグループ全体での収益獲得のために、販売会社と系列運用会社の関係が従来よりも強固になるとのシナリオである。集計結果によれば、③よりも④「系列関係が強固になる」の方が圧倒的に確からしいシナリオと評価されている。

特に、親密な販社網を持たない外資系運用会社は、大手販売会社と系列運用会社との関係強化に対して懸念を持つケースが多いようである。販売チャンネルに関する施策を見直す動きもある。

資産運用ビジネスの競争環境は、販売会社の変化を起点にして今後大きく変わっていく可能性がある。

2) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、14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66社(国内系37社、外資系29社)であった。  
3) 「NISA口座の開設・利用状況等調査」金融庁



## 1 年金向けビジネス

### 前年度に引き続き増加が続く年金運用資産

日本の年金資産は2014年3月末現在、全体で約293兆円と推定され、前年度に引き続き、16兆円の増加となった。そのうち公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）が約64%の184兆円（8兆円の増加）、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109兆円（8兆円の増加）となっている。

公的年金の7割強、132兆円は厚生年金保険・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。14年3月末のGPIF資産残高は約127兆円で、前年度比6兆円の増加である（図表13）。運用利回りは8.6%と、前年度の二桁まではいかないものの、大きくプラスとなった。外部委託も90兆円となり約12兆円増加、これまでの最高額に匹敵する水準となっている。寄託金の償還は続い

ており、13年度は2.5兆円だったが、それを上回る運用益があったため資産の増加となった。14年度の寄託金償還予定は約5兆円となっている。

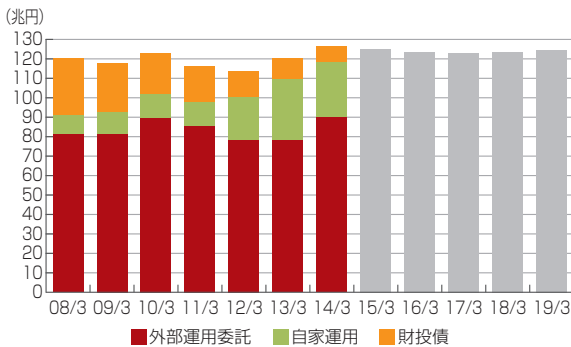
今年は5年ぶりに公的年金の財政検証が行われた。その検証結果等からGPIFの今後5年間の資産額を予測したのが、図表13のグレーの棒グラフ部分である。資産額は今後5年程度、概ね横ばいとなっている。当面は寄託金の償還が続くとみられるが、14年度から厚生年金基金の解散・代行返上が進み（後述）、代行部分のかなりの部分が国に返還される見通しである。それらを勘案すると、GPIFの資産額は当面は横ばい状態になると見込まれる。

公的年金については、15年10月より被用者年金が一元化され、公務員等も厚生年金の被保険者となる。保険料徴収や保険給付等の事務は現行通り共済組合・私学事業団が実施する。共済年金の積立金については、厚生年金の積立金部分（共通財源）と旧3階（職域）の処理に充てる部分に仕分けされることになっている。現在のイメージでは積立金の5割強（26兆円程度）が共通財源に仕分けされるようである。共通財源の管理運用は、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、私学事業団が管理運用主体として、GPIFとともに積立金基本指針に則ったモデルポートフォリオを作成し、各運用主体が実際の運用方針を決定することになっている。

公的年金の運用に関しては有識者会議の提言等を受け、特にGPIFにおいて大きな変化が起きようとしている。これについては、次の項で詳述する。

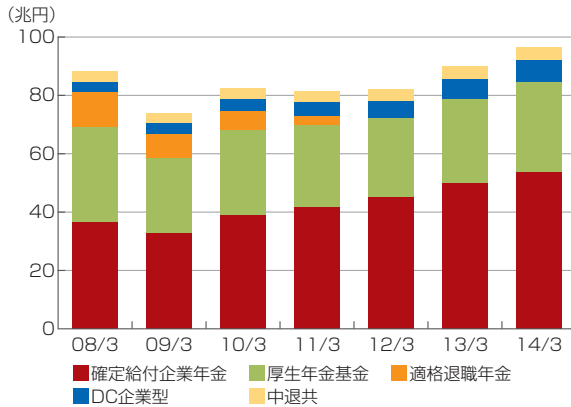
一方、企業年金の資産残高は総計で約97兆円となり、前年度比7兆円増加した（図表14）。確定給付型年金で見ると、確定給付企業年金は資産額が54兆円で4兆円程度のプラスとなった。件数や加入者数は前年度に引き続き減少している。厚生年金基金も、資産額が2兆円増加し

図表13 GPIFの資産額（実績と予測値）



(注) 2015年3月末以降は、平成26年財政検証にもとづいて野村総合研究所が試算したGPIF資産額の予測値。足下の経済前提は参考ケース  
 (出所) GPIF「平成25年度業務概況書」、厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し—平成26年財政検証結果—」、国家公務員共済組合連合会「財政再計算結果について」等より野村総合研究所作成

図表14 企業年金の資産残高



(出所) 信託協会、運営管理機関連絡協議会、勤労者退職金共済機構資料

31兆円となったが、今後は大きく資産額が減少していくとみられる。14年4月に厚生年金基金制度の実質的廃止とも言える法律が施行された。施行後5年間は解散等に関して特例措置が設けられ、その後は存続条件やモニタリングが厳しくなることから、この間に解散・代行返上を行う基金が非常に多くなると考えられる。行く行くは厚生年金基金資産の8割程度が国に返還されGPIFで運用されることになるかとみられている。9月末現在、現存する基金の6割以上が既に解散・代行返上の内諾を受けており、解散を選択する基金が圧倒的に多いことから、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だろう。

確定拠出年金の企業型は、7.5兆円と前年度比0.7兆円程度の増加であった。飛躍的な伸びではないが確実に存在感を増してきている。個人型も資産額0.9兆円と、1兆円目前となっている。14年10月からは、企業型について拠出限度額が引き上げられた(他の企業年金がない場合:月5.5万円、ある場合:2.75万円)。前述の厚生年金基金制度の見直しや会計基準の変更が、どの程度確定拠出年金の拡大につながるか注目される。

## GPIF改革の資産運用ビジネスへの影響

公的年金の資産運用改革は、14年11月現在、GPIFにおいて3つの形で実現しつつある。政策資産配分比率の見直し、分散投資の拡大(GPIFでのインフラ投資の開始等)、ガバナンス改革(独立行政法人改革)である。ここでは、資産運用ビジネスに与える影響という視点から改革の内容を説明する。

図表15 GPIFの基本ポートフォリオの変更

	これまで	今後
日本債券	60%	35%
外国債券	11%	15%
日本株式	12%	25%
外国株式	12%	25%
キャッシュ	5%	

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画の変更について」(2014年10月31日)

10月に決定された政策資産配分比率は図表15の通りである。金利上昇が予想される中、賃金上昇率+1.7%という目標利回りを達成するため、株式比率が24%から50%と大幅な上昇となった。

分散投資の拡大については、既に14年の初めからインフラ投資が開始されており、今後5年間で2,700億円の投資が予定されている。限られたリスクの下で、政策資産配分比率を上回る超過リターンを獲得するには分散投資が不可欠であり、今後、不動産、プライベート株式など低流動性資産を含む様々な資産への投資が開始される。低流動性資産への投資額には限りがあり、上限比率の目処は全体の5%程度と考えられるが、金額では6兆円以上の投資になり、採用されれば大きな収入源になる可能性がある。

ガバナンス改革において運用ビジネスに影響を及ぼすのは、GPIFが独立行政法人の形態のまま進むのか、それとも日本銀行のような、政府とは独立した機関となるのかという点である。14年6月に国会で独立行政法人通則法の改正案が可決され(15年4月1日施行予定)、これにより、GPIFがスタッフの増強等に掛ける予算を増やすことができる環境が整えられた。しかし、改正が行われても、予算権限を政府が握っていることは変わらず、大幅な人員増や運用報酬体系の見直しは難しい。従って、現行制度と比べビジネス上の大きな影響は少ないと考えられる。

一方、独立行政法人の形態ではなく、政府から独立した機関となるガバナンス改革が進展するならば、ビジネス上に大きな影響が出る可能性が高い。投資スタッフ自体が成功報酬をベースとした給与体系に移行し、運用会社にも成功報酬制の採用を促すことになるだろう。そうならば、超過リターンを獲得できる運用会社への支払い報酬は増加する。運用会社間の優勝劣敗が付きやすい環

境に変化すると予想されるのである。

日本の公的年金が海外の公的年金ファンドと異なる点は、既にキャッシュアウトのフェーズに入っていることである。GPIFのような大規模な年金ファンドは、資産売却で給付を賄おうとすると市場に大きなインパクトを引き起こすため、給付に備えてあらかじめ資金対応をしておく必要がある。債券のクーポン収入や償還金を給付に充てることが基本的な考え方であり、一部の国内債券は既に給付対応ファンドとして別管理されているが、今後はこうした給付対応資産が増加する可能性が高い。この部分はインハウスで運用管理され、運用会社への運用委託は行われないと考えられる。今後の経済状況によって保険料収入や給付額が大きく変化するため、給付対応資産がどの程度の規模になるか予想は難しいが、30～40兆円程度になるのではないかと。

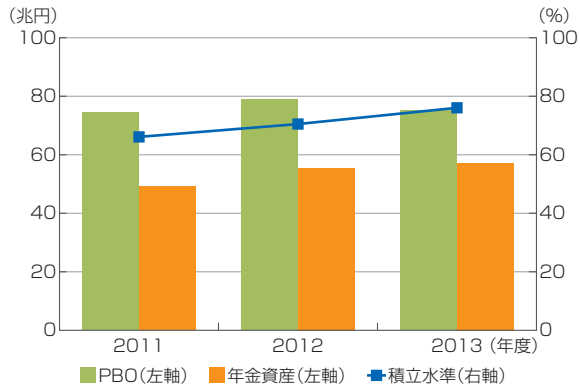
GPIFのような大規模な公的年金ファンドが基本ポートフォリオを上回るリターンを獲得することは容易ではない。一つの方法として、各運用会社に求める役割分担を今以上に明確にすることで、超過リターンを長期安定的に獲得することが考えられる。そうなれば、他社と差別化された、リターンの相関の低い、際だった特徴を持つ投資戦略が採用される傾向が強まるだろう。それとともに、中途半端なアクティブ戦略は、スマートベータ戦略などに置き換えられる可能性が高い。これまで以上に、差別化された投資戦略を確立すると共に、その内容を顧客にわかりやすく説明することが運用会社に求められるだろう。

## 会計基準変更の影響は軽微

企業会計基準委員会が12年5月に公表した「退職給付に関する会計基準」により、個別財務諸表における未認識数理計算上の差異（主に資産運用の利差損から生じる債務）等を、連結貸借対照表（B/S）で即時認識する基準の適用が決まった。14年3月期は即時認識が強制適用される最初の決算期で、年金資産運用で含み損を抱える母体企業にとって、この改正による負債計上額の増大は大きな懸念材料であった。しかし、折からの運用環境の好転により、その影響は軽微で済んだようである。

ここで大手スポンサーの退職給付会計の状況を確認したい。図表16は、東証一部上場会社の退職給付会計に

図表16 退職給付会計の状況と積立水準の推移



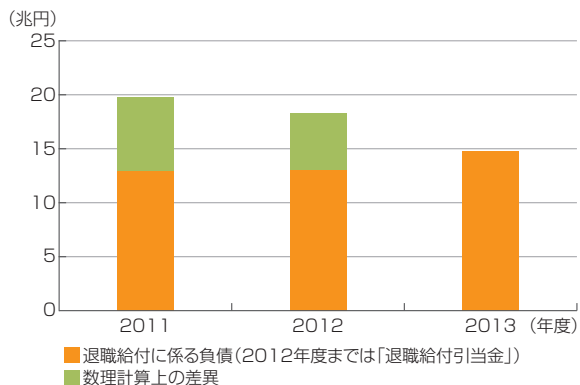
(注) 連続3期分の決算情報を利用できる東証一部上場会社1,685社の集計  
(出所) 日経デジタルメディア資料より野村総合研究所作成

おける年金資産と退職給付債務（PBO）、および両者の比で計算した積立水準の推移を示したものである。年金資産は全体として増加し、2年前に比べ8兆円ほど増えた。一方PBOはほぼ同水準で、結果、積立水準は2年前の66.0%から大きく改善して76.1%となった。

次に、本体の連結B/Sへの影響として、負債計上額の推移を見てみよう。図表17は連結B/Sの負債に計上された「退職給付に係る負債」（12年度までは「退職給付引当金」と未認識の数理計算上の差異の推移を示したものである。13年度は即時認識により、12年度に5.2兆円あった数理計算上の差異が新たに含まれるはずだったが、実際の計上額は14.8兆円であった。実は数理計算上の差異は、償却が進んだこと等により、12年度の5.2兆円から13年度には2.9兆円に減少しており、このため負債計上額の増加はそれほど大きくなかったのである。

即時認識に対する懸念は運用環境の好転により杞憂に

図表17 本体の連結B/Sへの影響（負債計上額）



(注) 東証一部上場で3月決算の日本基準適用会社1,105社の集計  
(出所) 日経デジタルメディア資料より野村総合研究所作成



終わったが、企業年金の低リスク化指向は変わっていないように思われる。前述の厚生年金基金制度の見直しも含め、企業年金からの給付を享受できる従業員は減少傾向にあるといえよう。十分な年金資産の形成を促すために、厚生年金基金の受け皿となる制度や、会社と従業員のリスクシェアリングを行う制度の実現が待たれているのではないかと。

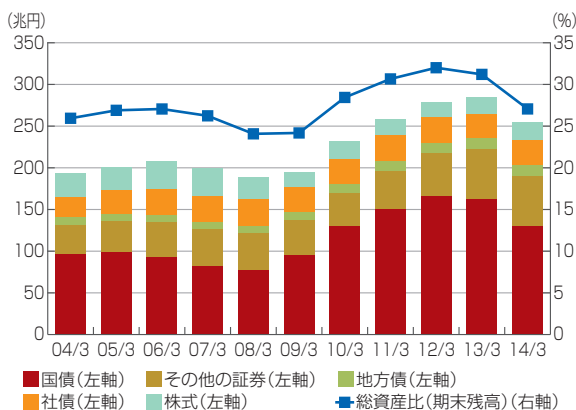
## 2 銀行の有価証券投資

### 大きく減少した都市銀行の国債残高

金融危機とそれに続く世界的な景気後退を受け、08年度以降、銀行の有価証券残高は増加が続いていたが、13年度末は残高が大きく減少した。全国銀行協会によれば、13年度末の全国銀行<sup>4)</sup>の有価証券残高は255兆円<sup>5)</sup>、前年度末比約30兆円減少した。総資産額に占める割合も約4%減少し、2.7%となった(図表18)。投資有価証券残高が大きく減少した背景には、13年4月から実施されている日本銀行の新金融政策がある。

業態別では、都市銀行で残高が大きく減少した。都市銀行の有価証券残高は134兆円、12年度末比32兆円減少し、うち29兆円が国債である。一方、地方銀行では、残高は2兆円増加し、77兆円となった。また第二地方銀行では、12年度比横ばいで推移、残高は16兆円となった<sup>6)</sup>。しかし、地方銀行、第二地方銀行においても、国債保有残高は前年度末と比べ減少している。

図表18 有価証券残高推移 資産クラス別



(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

国債の減少に伴い都市銀行の資産構造がどのように変化したのかをみると、国債に代わって預け金<sup>7)</sup>が大幅に増加している。13年度末の預け金残高は72兆円(前年度末比43兆円増加)。政策効果の期待される貸出は、前年度末比13兆円増加し、234兆円となった。このうち10兆円が海外貸出の増加である<sup>8)</sup>。量的・質的緩和以降、金利は緩やかに低下しており、都市銀行は、国内より貸出スプレッドの高い海外貸出に積極的に取り組んでいる。一方、地方銀行では、貸出残高は5兆円増加、国債の減少額(1.2兆円)を大きく上回った。第二地方銀行では、貸出増加額と国債の減少額は、各1兆円とほぼ均衡している。銀行が貸出を推進する背景には、量的・質的緩和だけでなく、銀行に長期安定的な収益モデルの構築を求める金融監督当局の動きがある。

### 分散投資が進展する銀行の有価証券投資

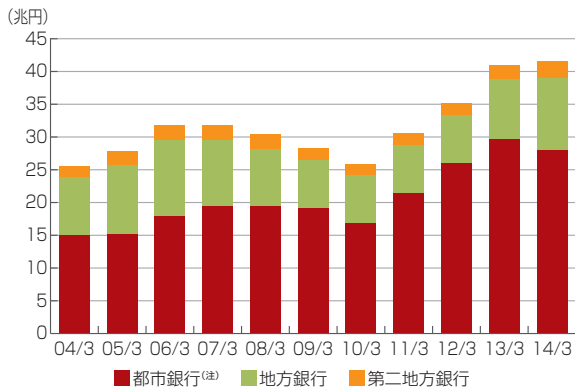
投資有価証券残高の内訳を見ると、大幅な減少にもかかわらず国債の占める割合が最も高く51%(130兆円)、次いでその他の証券<sup>9)</sup>(23.5%、60兆円)、社債(12%、30兆円)、株式(8.2%、21兆円)の順となっている。国債に代わり残高を伸ばしたのは、その他の証券(12年度末比、1.3兆円増)、株式(同、0.9兆円増)、社債(同、0.4兆円増)である。業態別に見ると、都市銀行では、残高が増加したのは株式のみであった。一方、地方銀行では、その他の証券、社債、株式の順で増加。第二地方銀行では、社債、その他の証券、地方債の順であった。銀行は、運用収益の増強を図るため、12年度から国債以外に投資対象を拡大してきたが、個別行の動きには温度差がみられた。しかし13年度は、運用収益の増強に向けた動きが業界全体の流れとなっている。

年金基金や保険会社とは異なり、銀行の有価証券投資は、貸出のための資金を一時的に運用するものであるため、その時々市況に応じて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。13年度は、12年度に引き続き株価上昇を背景に株式に積極的に投資する動きが見られた。

### 拡大が続くその他の証券投資

日本銀行「民間金融機関の資産・負債」によれば、14年3月時点で銀行が保有するその他の証券残高(除く海外

図表19 その他の証券 業態別残高推移(除く海外支店勘定)



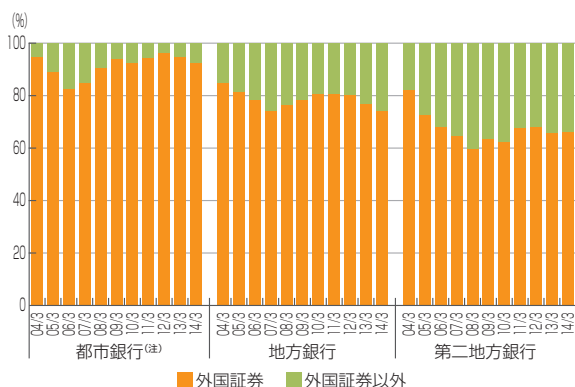
(注) 都市銀行5行(みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな)を指す  
(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より野村総合研究所作成

支店勘定)は52兆円(12年度末比2兆円増加)と、4年連続で増加した。内訳を見ると、外国証券は12年度末比約0.8兆円増加し、45兆円となった。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)は7兆円と1.4兆円増加し、2年連続で大幅な増加となった。

業態別では、都市銀行で残高が減少する一方、地方銀行、第二地方銀行では前年度を上回る勢いで残高が増加、その他の証券への投資を積極化している(図表19)。都市銀行のその他の証券残高は28兆円、12年度末比2兆円の減少となった。一方、地方銀行では、2兆円増加、残高は11兆円となった。第二地方銀行では、0.3兆円増加し、残高は2.5兆円となった。

業態別に内訳を見ると、13年度は、何れの業態においても「外国証券以外のその他の証券」が増加した(図表20)。銀行が収益機会を求めてポートフォリオの入れ替

図表20 その他の証券 業態別内訳推移



(注) 都市銀行5行(みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、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

えを進める様子が見えてくる。都市銀行は、10年3月以降、外国証券、なかでも外国債券の残高を増やしてきた。しかし、13年度末は、外国証券の残高が減少する一方で、「外国証券以外のその他の証券」の残高が増加、その他の証券全体に占める割合は3%増加し、8%となった。なお、地方銀行、第二地方銀行では、引き続き「外国証券以外のその他の証券」の割合が高く、それぞれ26%、34%となった。特に地方銀行では、3年連続で残高が大きく増加している。

## 銀行の有価証券投資のこれから

銀行の有価証券運用は、本来貸出に向けられるべき資金を一時的に運用しているという考えから余資運用と位置づけられてきた。しかし12年度以降、有価証券運用を収益の柱の一つとして位置づけ、運用体制の見直しと強化を行う動きが本格化している。この動きは今後も継続すると思われる。銀行は、引き続き国債の金利リスクを抑制する一方で、収益機会を求めて国債以外の資産に幅広く投資していこう。低金利が続く国内では、収益機会が乏しいため、銀行は国際分散投資を指向している。

都市銀行に比して経営資源や専門性が限られる地方銀行、第二地方銀行では、直接、外国株式や外国債券に投資することには限界があるため、大宗はファンドを活用して外国証券投資を行っている。①銀行の投資方針に合致した商品を組成できる、②自社の持ち分が変動しないため管理がしやすい、③為替ヘッジを含めた商品設計が可能である等、柔軟な商品設計が可能という理由から、私募投資信託が好まれている。

銀行が国際分散投資を進める上では、運用会社の調査分析及び運用管理能力が決め手の一つになっている。投資管理体制のある大手銀行でさえ、資産選択においては運用会社の分析能力に期待するところが大きい。ファンダメンタルズから個別投資対象の分析まですべてを自前で行う場合、多くの時間と労力が必要になるからである。地方銀行、第二地方銀行においては、これまで以上に運用会社の専門性やノウハウを活用する動きが強まるだろう。既に、商品提供者は、銀行に対し対話型営業や自社の強みを全面に出した商品営業を積極化している。

商品提案や投資助言を行う上では、利回りの高さだけでなく、銀行の投資方針に合致していることが大前提と



なる。銀行の投資方針、つまりリスク・アベタイトを熟知することが、ポートフォリオ単位の運用受託に繋がる。また、銀行の有価証券投資はバイ・アンド・ホールドが基本であるが、その時々々の市況に応じて機動的な売買を行い収益を確定することも重要な役割の一つであることを忘れてはならない。国債の機動的な売買が難しい現状では、国債以外の資産がその対象となる。取引関係を維持・深耕するためには、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や情報を提供することが欠かせない。

## ファンドのルック・スルーを巡る動き

銀行は、ファンド投資に関して、日々のリスク管理および所要自己資本の計算に必要な情報を商品提供者から入手している。バーゼルⅡ（07年3月実施）とそれに続く金融危機の結果、銀行には、ファンドの中身をよく理解した上で投資することが強く求められるようになった。販売会社、運用会社は、こうした銀行の情報提供ニーズにきめ細かく対応してきたが、ここにきてこうした情報提供に伴う事務負担が増大している。その背景には、①銀行の所要自己資本の計算やリスク管理に関する規制強化が更に進展し、銀行が必要とする情報の粒度や取得頻度が高まっていること、②銀行のファンド投資が拡大していること、がある。

例えば、所要自己資本の計算という観点でみると、14年3月末に国内基準行を対象に実施された自己資本比率規制の改正では、ダブル・ギアリング規制強化に伴い、ファンドに含まれる金融機関等への投資をルック・スルーすること、ファンドに含まれるデリバティブ取引が清算機関を通じた取引であるか否かを確認すること、等が必要になった。さらに13年12月にバーゼル銀行監督委員会が公表した「銀行のファンド向けエクイティ出資に係る資本賦課」最終規制文書（17年1月実施予定）では、①ファンドの財務情報の開示頻度が銀行と同等あるいはそれ以上であること<sup>10</sup>、②ルック・スルーに必要な情報について独立した第三者（デポジットリー、カストディアン銀行、あるいはマネジメント会社）による確認を行うことを要求している。既にわが国では、本最終規制文書より詳細なルック・スルー方式が適用されているため、現行規則の修正範囲がどこまで及ぶかは未知数である。

しかし、仮に本最終規制文書がそのまま適用された場合は、ファンド業界への影響は非常に大きなものとなるだろう<sup>11</sup>。これまでルック・スルーに必要な情報の提供は、銀行に対する顧客サービスの一環として行われてきたが、その範囲にとどまらない可能性がある。

また、日々のリスク管理という点でも、銀行は体制の高度化を求められている。グローバルにシステム上重要な銀行には、機動的なリスク管理という観点からオンデマンドのデータ集計や報告の必要性が生じている<sup>12</sup>。仮に、銀行が何時でも計算したいときにリスク量や所要自己資本の計算を行い、報告する体制を整備するということになれば、現行の銀行と資産運用会社との間のデータ収集・授受方法では対応できない可能性もある。

既に欧州の保険業界では、第三者ベンダーが、複数のアセット・マネジャー、ファンド管理者からルック・スルーに必要な情報を収集し、提供している事例もある。銀行の有価証券投資においてファンド投資の重要性が高まる中、わが国においても、銀行、販売会社、運用会社等が協力し、ファンド関連のデータ収集の効率化とタイムリーな授受を可能とする共通インフラの整備を検討する時期に来ているのではないかと。

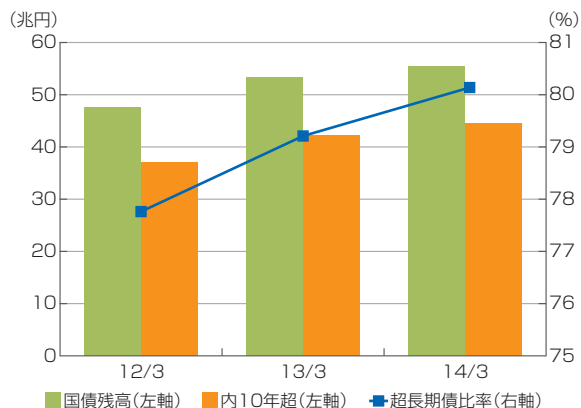
## 3 生命保険会社の資産運用

### 超長期国債への投資は概ね終了

生命保険協会によれば、13年度末の生命保険会社全43社の投資有価証券残高は285兆円。12年度末比6.8兆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。総資産における比率は12年度末から0.6%増加し81.3%となった。投資有価証券の内訳をみると引き続き国債の占める割合が最も高く53%（150兆円）、次いで外国証券（22%、61兆円）、社債（9%、25兆円）、株式（6%、18兆円）の順となっている。

特徴的なのは、大幅な伸びが続いてきた国債で増加額が1.0兆円と低下、一方で外国証券が5.5兆円増加した点である。残高の変化は時価変動の影響が大きいものの、国債の増加にブレーキが掛かりつつあることは注目される。その原因としては、予定利率に見合った金利を確保

図表21 四大生保の国債保有残高と超長期債比率



(出所) 各社決算資料より野村総合研究所作成

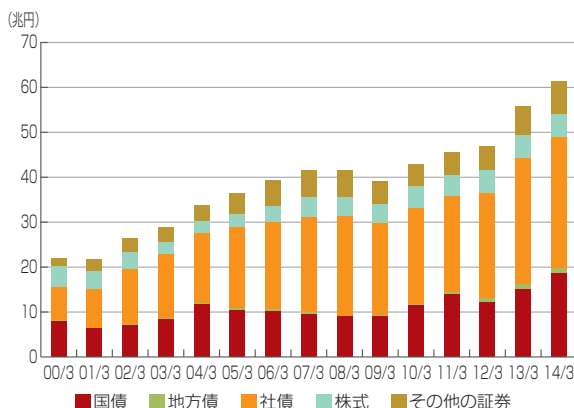
できる国債が残存15年以上に限られること、「責任準備金対応債券」や「満期保有目的債券」であれば時価評価されないとは言え、金利上昇時には含み損を抱え運用の自由度を損なう可能性があることなどが考えられる。超長期国債の継続的な買入れによって、完全とは言えないまでも生命保険会社における資産・負債のデュレーションミスマッチは縮小し、金利低下リスクは限定的となっている。今後は更なる金利低下リスクよりは金利上昇にも備える局面に入りつつあると考えられる。デュレーションマッチングの目的でさらに超長期債を積極的に積み増す必要があるとは考え難い。図表21に示したように、13年度末現在、四大生命保険会社の国債保有に占める10年超の比率はついに8割を超えており、超長期国債の買入れによる資産サイドのデュレーション長期化の動きは概ね終了とみられる。

## 資産の分散化が本格化

13年度末の生命保険保有契約高は1,367兆円となっているが、その大半が個人の死亡保険である。現在のそのような保有契約の構成が続くと考えれば、超長期の保障を全うすることを目的とした、保険契約の責任準備金のデュレーションに合わせた確定利付資産中心の運用に、今後も大きな変化は見られないと考えられる。

ただ、日銀による国債の大量購入が続き、国債市場の流動性が低下する中、確定利付資産の中でも外国債券投資など投資対象の分散化ニーズは高まると予想される。実際13年度の運用動向を見ても、各社で異なる運用戦略を模索し始めている。たとえば大手4社でも第一生命

図表22 生保の外国証券投資



(出所) 生命保険協会資料より野村総合研究所作成

以外は積極的な国債の長期化は進めておらず、その他の内債や外債への投資を進めている。とくに明治生命が比較的残存の短い外債を買い増したことは特徴的である。

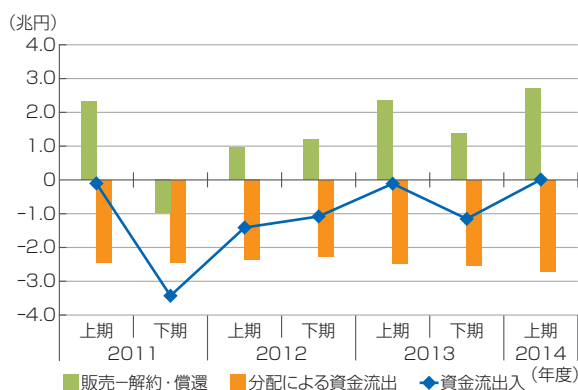
今後の運用としては、契約期間中の大幅な経済変動というリスクに対する分散化ニーズにどう対応するかが課題となろう。金利変動リスクを管理範囲内に抑制する一方、海外クレジットやインフラ投資等、時価会計の影響が小さくリスク特性の異なる資産への分散投資を進めることで、会計上の変動リスクを極力抑えつつ長期での大幅な市場変動に対するダウンサイドプロテクションを意識した投資を進めることが考えられる。実際、生保の外国証券投資では、社債やその他証券の伸びが大きいほか、国債も投資対象国の広がりを見せるなど、資産の分散化は着実に進められている(図表22)。

## 4 リテールビジネス

### 解約の減少により、 わずかな資金流入に転じる

分配の支払総額も加味した投信の資金流入は、10年度下期以降、7半期に渡ってマイナスが続いてきたが、14年度上期はわずかながらプラスに転じたようだ(図表23)。10年度下期に2.2兆円になった分配支払総額はその後も増加し、14年度上期には2.7兆円に達している。一方、販売から解約・償還を差し引いた純販売額は11年度下期を底に次第に増加し、14年度上期にはわず

図表23 株式投信(除くETF)の資金流出入



(注) 資金流出入とは設定から解約と償還および分配を引いた額  
(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

かながら分配支払総額を超えた。これは特定の業態の販売会社にだけ生じたものではないようだ。証券会社、都銀・信託をはじめ地銀・第二地銀でも分配金支払総額を加味した資金流出入がプラスの方向に改善している。

もっとも、これは販売が増加したためではない。解約の減少の結果として生じたものだ。14年度上期までの1年間とその前の1年間の販売額と解約額の変化をみると、販売額も減少しているが、解約額はそれ以上に減少している。これはどの販売チャンネルにも共通した現象で、証券会社にしても、都銀・信託や地銀・第二地銀にしても、販売が減少しているものの、解約はそれ以上に減少し、資金流出入がプラスとなった。必ずしも積極的なビジネス展開の結果とは言えないため、このまま順調に資金流入が増えていくとは言い難い。

### 投信残高の拡大を強く意識し始める 大手販売会社

多くの販売会社で解約が減少しているのには、販売姿勢の変化が影響している。近年、投信販売が増加し販社の収入は増えても、預り資産は伸び悩み、販社自身が投信ビジネスの成長性に限界を感じていた。また当局も監督指針などにより、ビジネスモデルの転換を迫っている。販社は、投信の顧客基盤を拡大させるために、乗り換え売買を縮小させ、新規資金の導入を伴う投信販売を強く意識し始めている。当局も投資を国民の資産形成の手段として定着させるためには、販社の意識改革が必要で、そのためには手数料に偏重している販売現場のインセンティブを残高の拡大などに変更する必要があるとまで指

摘している。

このような販売姿勢の変化により、短期的に収入が減少する販売会社が多く現れると考えられる。なぜならば、残高拡大を重視した場合、新規顧客の開拓に力を入れる必要があるが、これは一般にコストがかかり営業効率が悪いとされるためだ。それでも、今後も手数料ビジネスが重要であり続ける以上、金融機関は短期的な収益の落ち込みを許容し、中期的に残高を増大させて代行報酬などの残高フィーを中心とするビジネスに変えようとするはずだ。実際、筆者がインタビューをした大手証券や都銀・信託、大手地銀では、残高ビジネスへの転換に向けて動き始めようとしているところが多い。

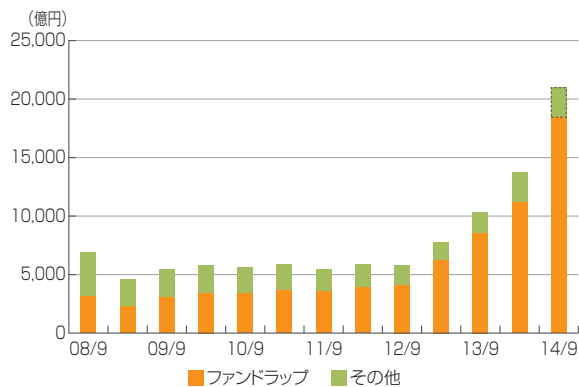
### 注目を集めるラップ口座

そのような金融機関が注目しているサービスの一つが「ラップ口座」だ。リスク商品の購入においては顧客自らが売買の判断を行うことが原則だが、ラップ口座では顧客はその判断を金融機関に任せている。サービスを提供する金融機関は顧客と共に運用目標を特定し、目標を実現するために取り得るリスク水準などの投資方針や投資金額を設定する。そして金融機関は注文執行や管理を行い、運用について顧客に定期的に報告を行う。通常の投信販売でも金融機関は顧客に対してアドバイスを行うのに対して、ラップでは具体的な投資商品の判断は顧客と取り決めた方針に則って金融機関が実行している。

わが国では、ラップ口座は04年4月に投資顧問業法が改正されて証券会社などに投資一任業務が認められたことにより始まったサービスである。ラップ口座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、12年9月以降急速に拡大し始めた。それまで5,700億円に過ぎなかった残高が2年間で4倍近くまで拡大し、14年9月には2兆1,000億円を突破した模様だ(図表24)。その原動力となったのが投資対象を投信に限定したファンドラップ<sup>13)</sup>である。登場以来、残高はほぼ一貫して増加し、今や1兆8000億円を超え、ラップ口座全体の8割以上を占めている。

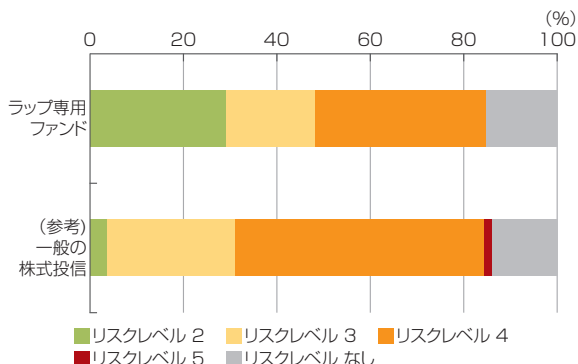
ファンドラップでは、投信の取引に伴う手数料は発生しない。あくまでも残高を基に手数料が決まる。一般的なファンドラップの手数料体系を見ると、管理手数料と投

図表24 ラップ口座の残高



(出所) 投資顧問業協会。ファンドラップおよび14年9月のその他の残高は野村総合研究所が推計

図表25 ラップ専用ファンドのリスク水準別残高構成



(注1) リスクレベルの数値が大きいほどリスクが高い  
 (注2) 14年8月末現在  
 (出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

資顧問手数料がほぼ同額で、その合計は年率1.4%程度である。投資顧問手数料を成功報酬型にしている場合もあり、その際は基準となる手数料率は低くなるが、運用によって増えた額に対して別途手数料がかかる<sup>14)</sup>。いずれの場合も、このほかに投信の代行報酬が金融機関の収益となる。ファンドラップで提供する投信の代行報酬は一般の投信の場合より低く、平均で年率0.15%程度である<sup>15)</sup>。

このようなファンドラップと従来の投信ビジネスを預り残高に対する収益性で比較した場合、どの程度の差があるだろうか。1,000億円程度の預り資産があれば、ファンドラップの場合には、年間で15.5億円の収益を得ることができる。従来の投信ビジネスの場合は平均保有期間をどの程度にするかで収益額が異なる。例えば、現在のように投信の平均保有期間が2年程度にまで短期化した状況を想定した場合、既存の投信ビジネスによって得られる収入は年間19.5億円となり<sup>16)</sup>、ファンドラップより多い。想定する保有期間が長くなると、既存の投信ビジネスとファンドラップの収益額の差は次第に縮まり、平均保有期間が2.9年以上でファンドラップの収益の方が多くなる<sup>17)</sup>。結局ファンドラップは従来の投信ビジネスに比べ収益性でそれほど劣ってはいないと言える。

ファンドラップでは、運用方針の違いにより5種類程度の運用スタイルが用意されている。このうち「安定的」とか「中庸」などと呼ばれる、比較的保守的な運用スタイルを選択する顧客が大半だと言われている。これはファンドラップ専用提供されている投信だけを見てもわかる。図表25はリスク水準別の残高構成比をみたものだが、一般の株式投資に比べファンドラップで提供されて

いる投信はリスクの低いものが多い。野村総合研究所が過去に行ったアンケートでは、投資に興味を持つ人でも投資に対しては保守的な傾向が強く、せいぜい中程度しかリスクをとれない人が大半だった。また既存の投資家でも、リスク水準が低い金融商品であれば、より多くの資金を預け入れたいと考えている人が多いようだ。こうしたことを考えると、リスク水準の低い投信が提供されているラップ口座は多くの資金を集める可能性がある。

ラップ口座は投資一任サービスであるため、専用の体制が必要となる。このため、取り扱う金融機関に限られ、信託銀行以外の銀行が直接行うことは法律上禁止されている。メガバンクでは系列証券会社のサービスの媒介などにより提供しているが、これを含めてもサービスを提供する金融機関はごく限られる。ところが新聞報道などによると、ラップ口座の実績のある金融機関と提携することにより地銀などでも同サービスを導入する動きが出てきている。今後ラップ口座は幅広い金融機関で提供される可能性が出てきており、その残高はさらに拡大していくと期待される。

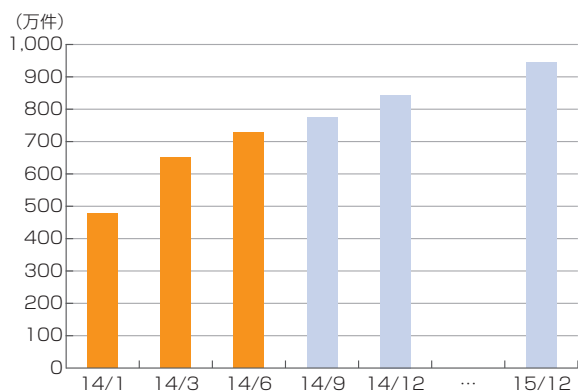
こうした動きはラップ口座を導入しない金融機関にも影響を与えるはずだ。たとえば、顧客に運用資産の中核としてマルチアセット型投信の長期保有を提案する営業スタイルが一般化することなどが考えられる。

## 投資家の裾野を広げるNISA

上場株式や株式投信の売却益や配当金(分配金)が非課税となるNISA(少額投資非課税制度)が14年1月に導入された。開始半年で開設されたNISA口座は727万件に達



図表26 NISA口座数の推移



(出所) 2014年6月以前は国税庁および金融庁発表資料。2014年9月以降は野村総合研究所がアンケート調査などを基に推計

した。野村総合研究所が実施したアンケート調査<sup>18)</sup>によると9月末までに累計で770万件の口座が開設され、年末までには841万件に達する可能性がある(図表26)。そのうち、2割に当たる188万件がNISAをきっかけに投資を始めた人の口座とみられる。20代・30代の若年層の口座も多い。投資を始めた人に占める若年層の割合は5割に達するなど、NISAは新たな投資家層の開拓に一定の効果をもたらしている。

NISAは、さらなる普及を目指して継続的に改良が加えられようとしている。14年8月末に金融庁が公表した税制改正要望では年間投資枠を120万円にまで拡大することや、20歳未満の子供も対象にすること(ただし、年間投資枠は80万円まで引き出し制限を課す)、マイナンバーを利用することにより申込手続きを簡素化することなどが盛り込まれている。さらに来年以降は、現在5年とされている非課税期間の延長や、NISA実施期間の延長ないし恒久化などについても議論されていくはずだ。

投信ビジネスにとって、NISAは重要だ。6月までのNISAにおける買付状況を見ると、全体の3分の2が投信の購入である。野村総合研究所のアンケート調査によるとNISAにおける年間買付額は5兆円程度と予想されるが、この場合3兆円以上は投信に流入することになる。また、売却すると非課税期間が終了してしまうため、NISAで投信を保有する場合、5年程度の保有を意識する人が多い。NISAを経由して、足の長い資金が継続的に投信マーケットに流入すると期待される。

## 5 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、様々なタイプの運用商品について、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27は一部の商品を抜粋して作成したオポチュニティ・マップである。

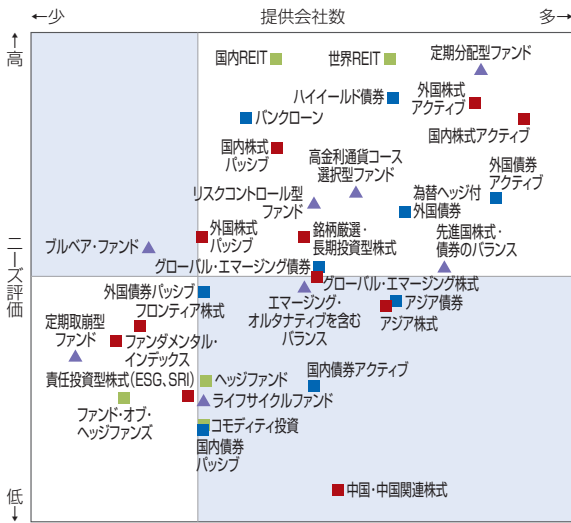
リテール投資家ビジネスにおいて、国内株式は折からの運用環境の好転を受けて、昨年度に続いてニーズ(縦軸)が高いと認識されている。また、分配金利回りの観点から高いニーズが認識されている商品も多い(定期分配型、REIT、バンクローン、ハイイールドなど)。依然として、高金利の外国通貨コースが選択できるファンドの需要も高いようだ。また、NISA向けと考えられるリスクコントロール型ファンドのニーズも相対的に高い。ただしこれらは、提供会社数(横軸)も一定以上になっており、その対比で見ると有望と評価されるものは殆どない。

年金からの強いニーズが認識されているものには債券系が多く、特に外国債券を活用する運用商品が多い。他方で、リテール投資家ほどではないものの、株式についても昨年に比べてニーズ評価が上昇した。提供会社数との対比では、株式スマートベータや低ボラティリティ株式、リアルアセット、プライベート・エクイティ、不動産系のプロダクトが有望のようである。逆に、ニーズが低いと評価されているものとして、国内の長期債やファンド・オブ・ヘッジファンズ、コモディティなどが挙げられる。

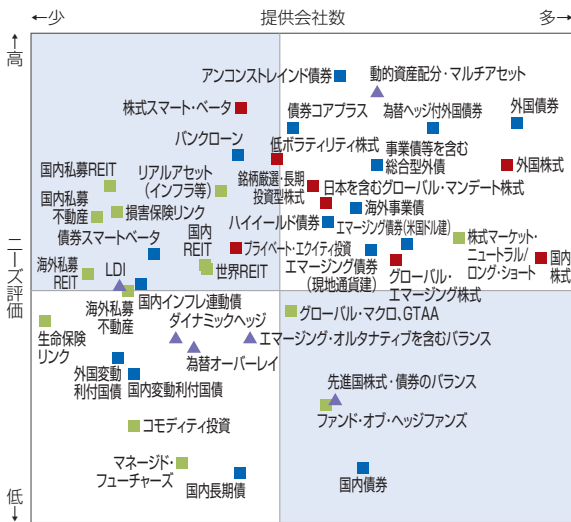
金融法人からのニーズが認識されているのは、引き続き外国債券系のプロダクトである。これに対して株式や、マーケット・ニュートラル等のプロダクトへのニーズは、概して低い。提供会社数との対比で見ると、年金でも評価の高かった債券コアプラスや、内外の不動産系プロダクトが、相対的には有望と評価できる。

図表27 顧客別のプロダクト需給マップ

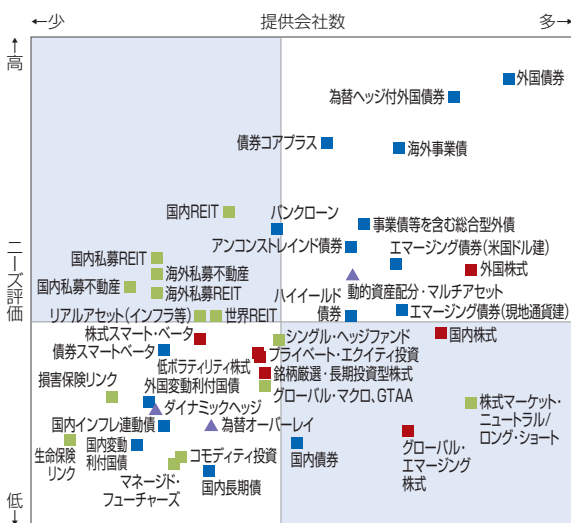
(a) リテール向けプロダクト



(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

以上で確認したように、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多くはない。際だった運用哲学とプロセス、そして商品性によって明確な差別化を図らなければならない。このためには、資本市場に接する運用サイドと、販社や顧客と接する販売サイドの両面からのアイデアを統合した、強力な商品企画機能が必要とされている。

- 4) 都市銀行5行、地方銀行64行、第二地方銀行41行、信託銀行4行、新生銀行、あおぞら銀行 計116行。
- 5) 全国銀行協会のデータは、海外支店勘定を含む。
- 6) 全国銀行の投資有価証券残高255兆円と3業態合計との差分27兆円は、信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行の残高である。
- 7) 日銀預け金、ゆうちょ銀行預け金、他の金融機関等への預け金、譲渡性預け金。
- 8) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」。
- 9) その他の証券は、国債、地方債、社債、株式以外の証券。外国証券と外国証券以外から成る。
- 10) 外部監査の必要無し。
- 11) 本最終規制文書は、シャドー・バンキング、つまりファンドに対する規制という側面もある。
- 12) パーセル銀行監督委員会「実効的なリスクデータ集計とリスク報告に関する諸原則」2013年1月公表。
- 13) ラップ口座には投資対象を投信に限定したファンドラップと個別株式などを含むサービスがある。ラップ口座を提供している金融機関の多くが後者をSMAと呼んでいる。ファンドラップが300万円から500万円で取引できるのに対して、SMAの場合は5,000万円から1億円以上の預け入れ資金が必要となっている。
- 14) 成功報酬型の場合、投資顧問手数料は通常のファンドラップの2分の1から3分の1になるが、運用によって増えた額に対して1～2割程度の手数料が掛かる。
- 15) 金融機関の報酬は、管理手数料と投資顧問手数料及び組み入れた投信の代行報酬の合計となり、残高に対して平均で年率1.55%になる。
- 16) 従来の投信ビジネスの場合、投信の販社が得る販売手数料は平均で2.72%、代行報酬率は年0.59%である(13年度の平均)。また平均保有期間は2年程度なので、預り資産1,000億円から得られる2年間の収入は39億円(1年当たり19.5億円)となる。
- 17) 例えば、投信の平均保有期間を3年とした場合、従来の投信ビジネスで得られる金融機関の収入は3年で45億円(1年当たり15.0億円)となる。
- 18) 2014年9月27日から28日に実施されたインターネットアンケート。



# 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  
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ナビゲーション推進部  
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ナビゲーション推進部  
上級研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、リスク管理、内外金融機関経営



## 富永 洋子

Hiroko Tominaga

金融ITナビゲーション推進部  
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  
上級研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、資産運用

## 日本の資産運用ビジネス 2014/2015

発行日	2014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 <a href="http://www.nri.com/jp">http://www.nri.com/jp</a>
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なるものを問わず一切責任を負いません。



Japan's

Asset

Management

Business

2014/2015