

日本の 資産運用ビジネス 2015/2016

- 巻頭言 変曲点を越えたと考えられる
日本の資産運用ビジネス
- 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
- 第4章 さらなる収入拡大に向けての施策

巻頭言

変曲点を越えたと考えられる 日本の資産運用ビジネス

日本の資産運用ビジネスは、成長の変曲点を越えた可能性がある。顧客から預かった資産残高、運用収入ともに2007年度のピークを超えたと考えられ、今後、残高・収入ともにさらに拡大が予想される。顧客からの運用委託額も500兆円の大台が視野に入っている。

しかしビジネス拡大を継続するためには大きな課題の解決が不可欠である。投信ビジネスでは、証券会社や一部の信託銀行で始まった残高比例手数料ビジネスモデルが銀行にも拡大した場合、これまでと異なる仲介形態への対応が必要になるとともに、組み込まれる商品に大きな変化が生じ商品組成面での変革が不可欠になるだろう。銀行向けビジネスも、ファンドへの需要拡大の裏で、ルックスルー対応による詳細なデータ提供等、業務プロセスの負荷が高まり、これまでの顧客サービス内容の改善を行う必要性に迫られることになる。公的年金ビジネスでは、特徴ある投資商品への選好が強まる傾向が見られ、そうした投資戦略を提供できなければ生き残ることができないだろう。日本の株式市場でも、スチュワードシップ・コードの導入により、運用会社は自らのガバナンス改革に取り組むと共に投資先企業に対する責任が一段と重くなっている。コーポレートガバナンス・コードにより企業経営者の経営方針も変化することが予想され、日本株の投資戦略にも大きな影響を及ぼすものと考えられる。

今回のレポートでは、変化するビジネスの実態を様々なデータや調査・分析により正確に映し出すと共に、ビジネス拡大に向けて運用会社が抱える課題についてもまとめた。ビジネスが持つポテンシャルは大きいものの、顧客視点に立った投資商品やサービスの提供を行うことができなければ、そのポテンシャルを生かすことができないうリスクも抱えていると言える。このレポートが、運用会社にとって、今後の戦略を考える際の一助になれば幸いである。

2015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2015/2016」総括責任者

堀江 貞之

第1章

日本の投資家動向

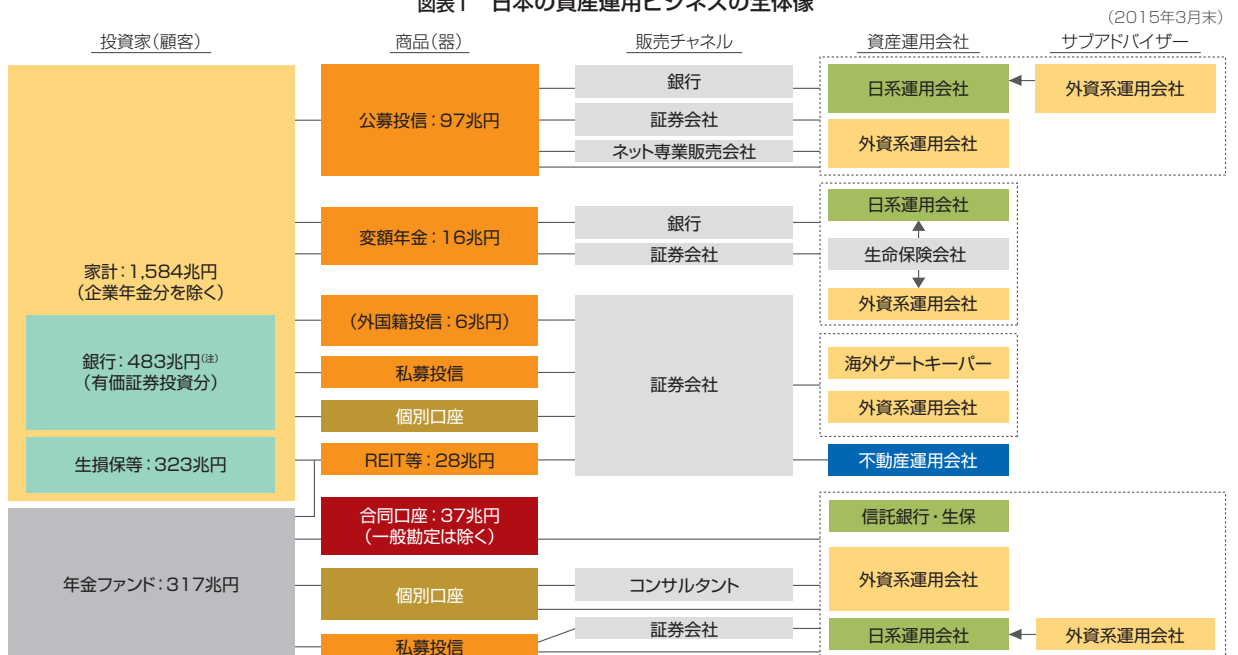
増加傾向が続く金融資産

2015年、日本の資産運用ビジネスは14年に引き続き大幅な拡大を見せた。14年にスタートしたNISA（少額投資非課税制度）は、我々の当初の予想より残高の伸びがやや小さいものの順調に拡大している。NISAによる投信残高は15年6月末で3.5兆円を超えた。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、14年10月にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が株式の政策資産配分比率を24%から50%に変更、15年には実際の配分比率も徐々にその値に近づいている。GPIFではさらに、分散投資の拡大、ガバナンス改革の進展による成功報酬制への移行など、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。

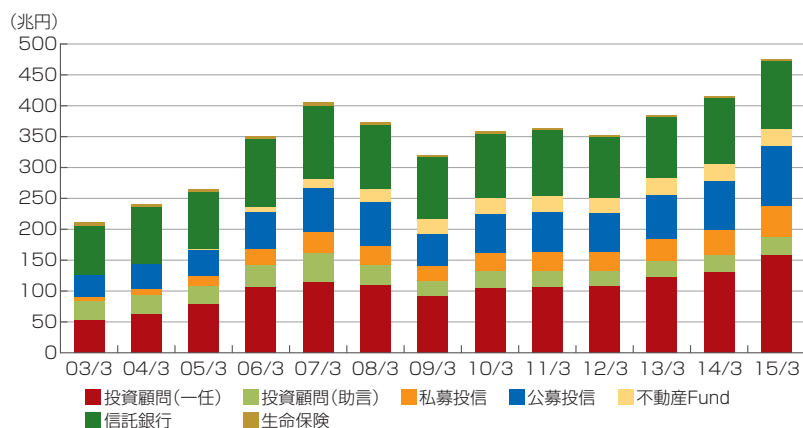
ここでまず14年度末の資産運用ビジネスの状況を概観したい。図表1は、15年3月末現在の日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。日本で運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家（家計）、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つである。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は全体で1,901兆円と推定される。1年前に比べ103兆円の大幅増加、そのうち家計の増加が79兆円、年金ファンドは24兆円である。

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475兆円¹⁾である。過去10年にわたり350兆

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



図表2 資産運用会社の運用残高の推移



(注) 生保は特別勘定の確定給付年金受託残高。予定利率の決まっている一般勘定を含まない
 (出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書、投信協会、投資顧問業協会等の資料をもとに野村総合研究所作成

円前後を上下していたが、ようやく500兆円台に近づくレベルにまで到達した(図表2)。全体に占める割合も20%から25%にまで上昇してきている。今後、残高はさらに大きく増加する可能性がある。

家計、年金ファンド、金融機関の動向

家計の金融資産は、15年3月末現在で1,584兆円、1年前と比べ79兆円の増加である。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推計してみると、まず金融資産の重要な原資である退職金は団塊世代の退職が既にピークを打ったことから今後減少するが、それでも年間17兆円程度が金融資産に回ると見込まれる。これに個人向け国債の償還金等を併せ、年間23兆円の資金が金融資産へと流入する。このうち銀行の預金には半分以上の18兆円が振り向けられ、株式投信を中心とするリスク性商品には5兆円の流入が見込まれる。ただし投信の分配額は減少が見込まれるものの年間で2兆円程度はあるとみられるため、分配金による資金流出まで考慮したネットでの投信流入額は年間3兆円程度と考えられる。これとは別にNISAへの流入額を野村総合研究所の調査をベースに予想すると、今後5年間で年平均4兆円が預金から振り替えられるとみられる。NISAの投資対象は株式か株式投信であるため、この額の半分が投信に回るとみると、最低2兆円が投信に流入するだろう。

最大の機関投資家である年金ファンドの15年3月末の資産額は317兆円と推定される。このうち公的年金資

産は201兆円(前年度比17兆円増)、その他の企業年金等117兆円(同7兆円増)と、13年度に引き続き全体で大きく増加した。企業年金は、厚生年金基金制度が大きく変更され、基本的に基金の解散や他の企業年金への転換が促進される。厚生年金基金資産のうち代行部分、およそ20兆円は将来的にその多くが国に返上され、GPIFで運用されるとみられる。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が257兆円、信用金庫・信用組合で70兆円、ゆうちょ銀行156兆円、生命保険会社299兆円(うち、かんぽ生保66兆円)、損害保険会社24兆円で、合計約806兆円となっている。

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。銀行のポートフォリオは債券(それも国債)が主であり、内部運用が中心だからである。しかし、ここに来てその傾向に大きな変化が出ている。第一に、アベノミクスによって金利上昇シナリオの蓋然性が高まり、国債重視のポートフォリオのリスクが高まっている。第二に、日銀の異次元緩和により、残存5~10年のゾーンで日銀が発行額とほぼ同額の大量購入を行っており、このゾーンの国債購入が困難になっている。

銀行の投資行動は、日本国債の金利リスクを抑制する一方で、収益機会を求めて日本国債以外の資産、それも海外資産に幅広く投資していく流れにある。地域金融機関を含めた全業態において、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。14年度も外国証券やファンドを含む「その他の証券」の残高が大きく伸びた。国内の経営環境は依然として厳しく、銀行が収益面で有価証券運用に期待するところは大きい。今後もしばらくの間は、その他の証券投資を積極化する動きは継続すると思われる。

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、特別勘定のみを残高。

1 資産運用ビジネスの現状

本章では、投信投資顧問専業の会社（以下、運用会社）について、各種のデータおよびアンケート調査を用いてビジネスの状況を確認していく。

収益額は過去最高を更新

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、2012年度後半に始まった円安・株高による資産時価の上昇が14年度も続いたことで、約23兆円の資産増があった。

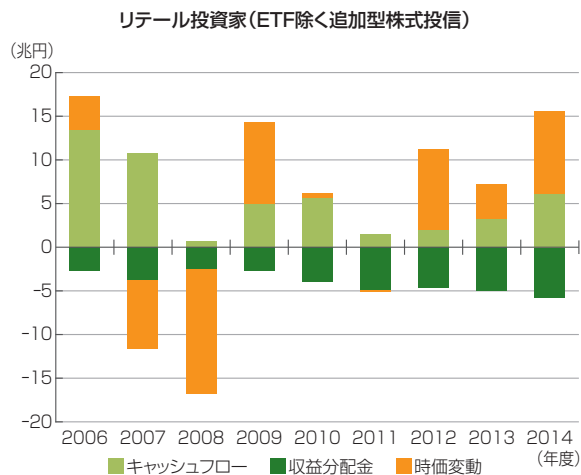
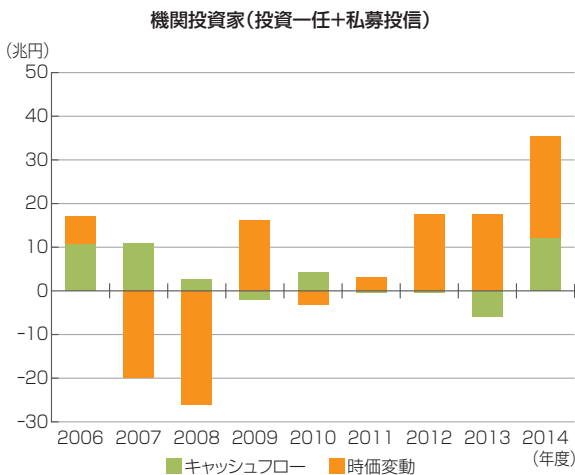
資金流入も約12兆円という近年にない規模となり、残高増加の要因となった。このうち6.8兆円は私募投信への資金流入、他は投資一任への資金流入である。これまでも金融法人は私募投信を通じて運用会社へ委託運

用を行ってきたが、14年度には特に顕著な資金流入があったと見られる。また、投資一任による年金への資金流入のかなりの部分は公的年金によるものである。企業年金については、近年はパッシブ化、キャッシュ化、代り返上のトレンドによって運用会社への委託から信託銀行への集約が進んでおり、全体としては運用会社への委託を増やす状況にはない。

リテール投資家（右図：追加型公募株式投信）では、資産時価の上昇で9.4兆円、資金流入で6.1兆円の増加となった。解約・償還を差し引く前のグロスの設定額は約34兆円と過去最高であった。しかし、解約・償還額も約28兆円と、依然として大きい。さらに、収益分配金のかたちで払い出された額も5.8兆円と過去最高となった。収益分配金まで考慮すれば、ネットの資金流入は3,000億円程度に過ぎず、資産増額のほとんどは時価上昇に起因するものといえる。

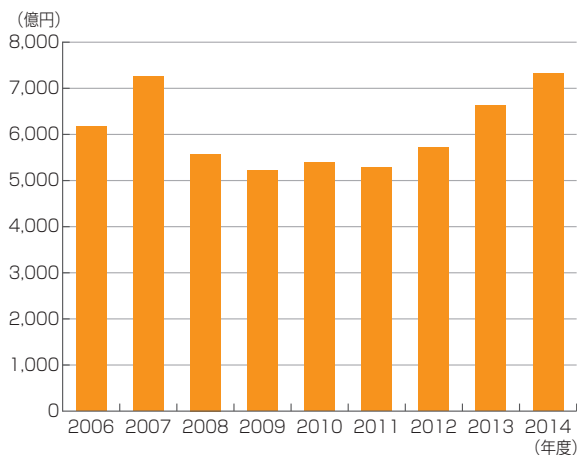
図表4は業界全体の収益額の推移を示したものだ。本

図表3 運用残高の変動の要因分析



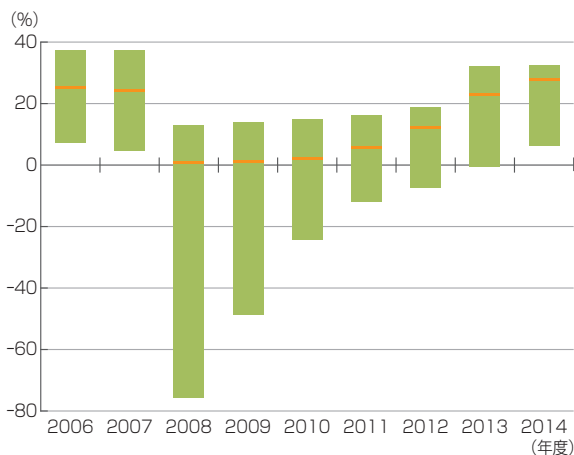
(注) 合併・事業譲渡、契約形態の変更による影響を調整したもの
(出所) 投信協会、日本証券投資顧問業協会、NRI Fundmarkより野村総合研究所作成

図表4 運用報酬の推移



(出所) 有価証券報告書、日本投資顧問業協会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) 国内系の公募投信委託会社の集計 (集計対象会社数は年度により異なる)。営業利益率は、代行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) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、14年度の運用報酬額はおよそ7,300億円で、過去最も高かった07年度の水準をわずかながら上回ったと見られる。

国内系運用会社 (投信委託会社のみ) を対象に、各社の営業利益率の分布を示したのが図表5である。中央値ベースでは28%となり、こちらも07年度の水準を上回った (図表4と同様、執筆時点のデータに基づく)。

収益額は過去最高となり、利益率も全体として高位となったが、こうしたポジティブな変化の最大の要因は市場変動であり、実質的な資金流入があった投資家セグメントは金融法人と年金の一部に留まったというのが、14年度の状況だったといえるだろう。

2 資産運用ビジネスの将来見通し

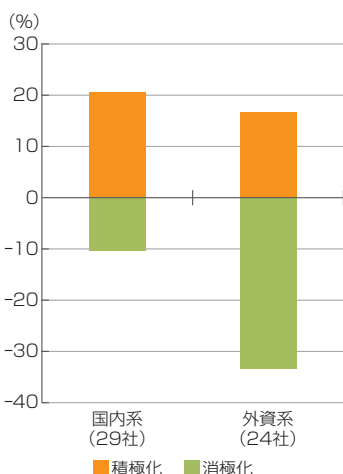
野村総合研究所では、資産運用ビジネスの直近の状況や将来見通しのコンセンサスを知るため、運用会社のマネジメントクラスを対象にしたアンケート調査 (「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」²⁾) を毎年実施している。これをもとに、各社が当面の事業環境をどのように評価しているのかを確認する。

国内系は投信、外資系は年金で収益見通しを積極化

まず、会社全体の収益額の見通しについて見てみよう。図表6は、調査に2年連続で回答が寄せられた運用会社を対象に、今後3~5年で予想される収益増減 (市場変動によるものを含まない、資金流入による収益増減) の方向をまとめたものである。国内系では、全社の収益見通しを積極化させた (1年前に比べ、予想される増収率を引き上げた) 運用会社が2割程度、消極化させた (予想される増収率を引き下げた) 会社が1割程度であった。外資系は、積極化させた会社も2割弱あったものの、3分の1の会社が消極化させており、一般的なビジネス環境に対しては、国内系の方がポジティブな変化を認識しているといえるだろう。

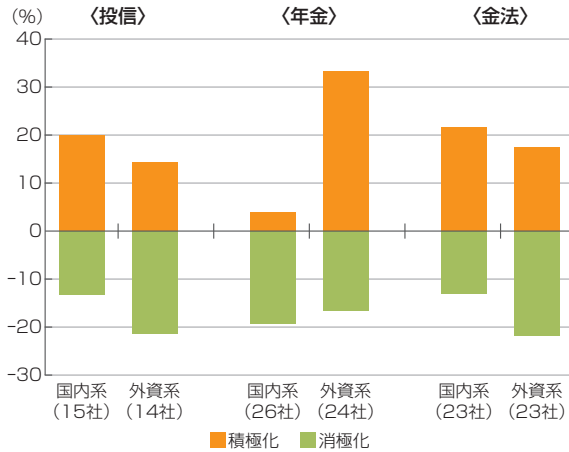
同様の変化を、事業別にみたのが図表7である。このなかで、国内系と外資系で顕著な差があったのは年金ビジ

図表6 収益額の増減見通しの変化



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象にした集計
(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7 収益額の増減見通しの変化(事業別)



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計。投信は投信委託会社のみ(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

ネスである。国内系では収益見通しを積極化させた会社がほとんどなかったのに対し、外資系では3割程度に及んだ。反対に投信については、積極的な見通しに改訂したのは国内系に多かった。

こうした変化には、投信と年金それぞれの事業環境の違いが反映しているように思われる。投信ビジネスでは、14年度までの数年間、収益分配金までを考慮するとほとんど意味のある資金流入はなかった。しかし個人投資家の長期の資産形成ニーズが顕在化すれば、依然として市場拡大が期待できるビジネスである。目下、多くの販売会社が資産形成ニーズを掘り起こし、金融グループ全体としてフィービジネス化を推進する姿勢を見せるようになっており、それが重要な環境変化となっている。

国内系の販社系列運用会社は、こうした方針の下で、シンプルな商品性のファンド(したがって、単品では差別化の必要性の低いファンド)を中心に今後残高を伸ば

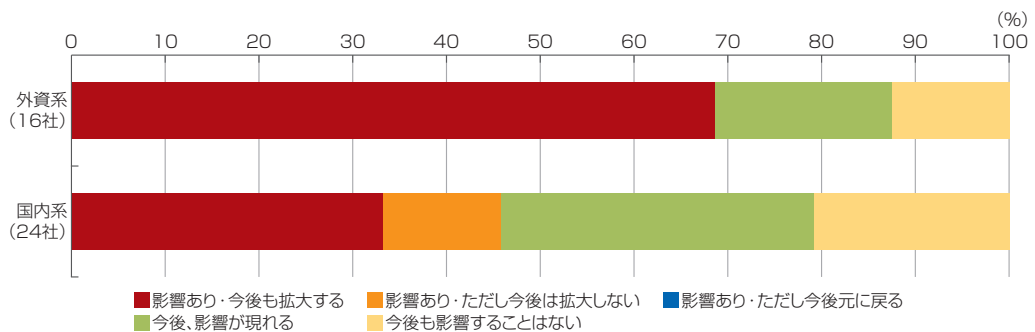
していく機会がある。販社との強力なリレーションを重要な経営資源とする国内系運用会社にとって、目下の環境変化は追い風といえるだろう。これに対して、グループ販社のない外資系にとって、この変化は一般的には向かい風となる。販社サイドに見られる変化が事業に与える影響を質問したところ、外資系の約7割が「既に影響が生じており、それは今後も拡大する」と回答しており(図表8)、販社の行動の変化を警戒視しているのは外資系の方に多いようだ。

これに対して年金ビジネスでは、全体の運用資産の増加は期待できないものの、運用戦略そのものがその成否を決めるため、比較優位のある運用戦略が提供できるならばビジネスの拡大も依然可能という特徴がある。公的年金はリスク資産の増加・収益源泉の分散化に動いており、GPIFの例に見られるように、日本株運用ですら外資系運用会社が多くのアクティブ・マンドートを獲得している。また、日本拠点が非常に小規模であってもマンドートを与えるという実績もある。公的年金等の大手にフォーカスすれば、少人数のダイレクト・セールスで十分なカバーが可能であり、また中小年金の資産には信託銀行等を経由してサブアドバイザー形態でアクセスする方法もある。海外資産を含む多様な資産クラスで差別化された運用戦略を提供できる外資系にとっては、年金のビジネス機会は大きいものとなっていると考えられる。

NISA、DCによる投信ビジネス拡大の見通し

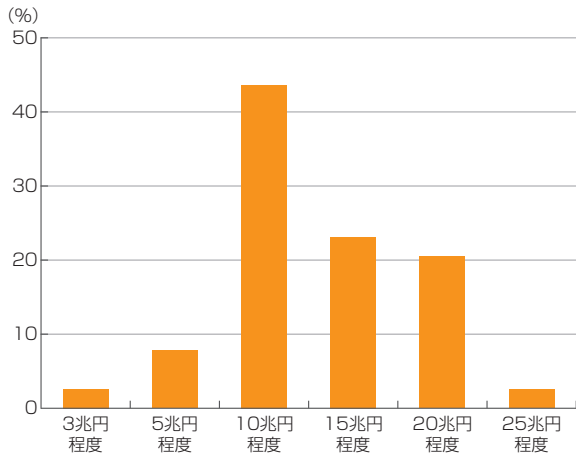
個人投資家による長期の資産形成についてはNISA(少額投資非課税制度)と確定拠出年金(DC)の拡充と

図表8 投信の販売方針の変化がもたらす影響



(注) 投信委託会社の回答の集計(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9 5年後のNISA口座による投信保有額の見通し



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

いう制度的なバックアップも期待されている。先のアンケートでは、それぞれについて5年後の投信保有額の見通しも質問している。

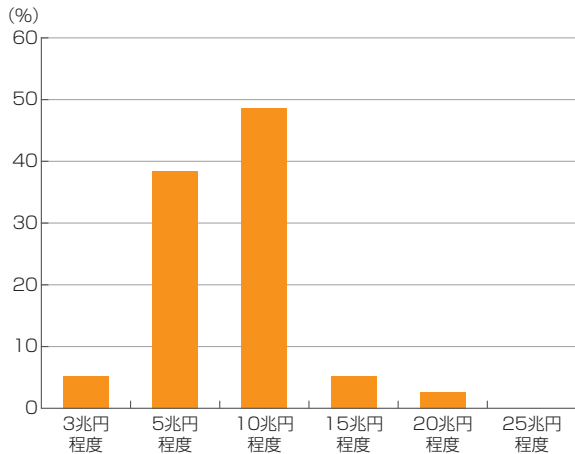
まずNISA口座の足下の状況を確認しよう。NISAによる実際の金融商品の買付額は、制度開始後1年半経った15年6月末時点で約5.2兆円、そのうち投資信託とETFは約3.5兆円だった³⁾。

図表9は、アンケート調査から、約5年後(2020年度末)のNISA口座経由の投信保有残高に対する各社の見通しを集計したものである。もし今後もこれまでと同じペースで資金流入があると想定すると(時価変動は考慮せず)、1年あたり2.3兆円、5年では12兆円ほどの資金流入(残高としては17兆円程度)があることになる。これを基にすれば、5年後の残高予想は15~20兆円程度がベースシナリオになるだろう。アンケートを見ると、ベースシナリオの通りに15兆円程度、20兆円程度とする回答が併せて4割程度となった。他方で、より保守的に10兆円という回答も4割程度あった。NISA口座で保有されるファンドには分配金利回りの高いものも多いとされていることから、このようなファンドによる実質的な資金流出が加味されて保守的な見通しを持つ会社もあった可能性がある。

次に、DC経由での投信保有の見通しを確認しよう。企業型DC経由での実際の投信保有額は、近年は概ね年間4,000億円程度ずつ増加しており、14年3月末時点ではおよそ3.3兆円となっている⁴⁾。

図表10は、アンケート調査から5年後のDC経由の投

図表10 5年後のDC経由の投信保有額の見通し



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

信保有額の各社の見通しを集計したものである。上述の実績データを基にすると、ベースシナリオとしては、1年当たり4,000億円、5年では2兆円ほどの資金流入(残高としては5兆円程度)となるだろう。実際、5兆円程度との回答は約4割あったが、それ以上に10兆円程度とする回答もおおよそ半数あった。

このような楽観的な予想は、DCを巡る各種の制度改革が織り込まれたことが要因であろう。既に、企業型の掛金上限の引き上げやマッチング拠出が実現している。また足下では、個人型DCに加入可能な対象者の拡大や、加入者の運用方法選択を支援する制度の導入といった、DCでの投信保有の拡大に寄与と思われる改正を含む「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案」の成立が待たれている状況にある。こうした制度変更に後押しされて、従来よりも早いペースでDC経由での投信保有額が増加するとの見通しを持つ会社も多かったと考えられる。

2) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、15年度は7月から9月にかけて調査票を配布した。有効回答数は68社(国内系37社、外資系31社)であった。

3) 「NISA口座の利用状況に関する調査結果の公表について」(金融庁、2015年9月15日)

4) 「確定拠出年金統計資料」(運営管理機関連絡協議会、2014年11月)

1 年金向けビジネス

GPIF、企業年金ともに資産が大幅増加

日本の年金資産は2015年3月末現在、全体で約317兆円と推定され、前年度に比べ25兆円の大幅増加となった。公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）がそのうち約63%を占め201兆円（17兆円の増加）、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117兆円（7兆円の増加）となっている。

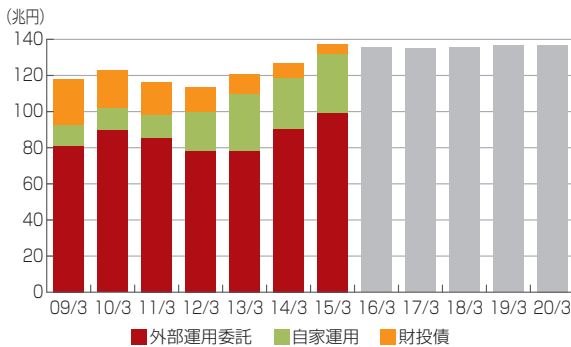
公的年金の7割強、146兆円は厚生年金保険・国民年金の積立金で、そのほとんどがGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によって運用されている。15年3月末のGPIF資産残高は約137兆円で、前年度から11兆円増加した（図表11）。運用利回りは12.3%となり、GPIF創設以来最大の数値となった。外部委託は99兆円（約9兆円増）で100兆円寸前である。自家運用も33兆円（約5兆円増）となり、自家運用・外部運用の比率が1：3となる

るまでに増加している。

図表11のグレーの部分は、昨年行われた公的年金の財政検証結果等を参考にGPIFの今後5年間の資産額を予測したものである。資産額は今後5年程度、概ね横ばいになるとみられる。当面は給付費用が保険料等を上回ると見られるが、14年度から厚生年金基金の解散・代行返上が進んでおり（後述）、代行部分のかかなりの部分が国に返還される。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。

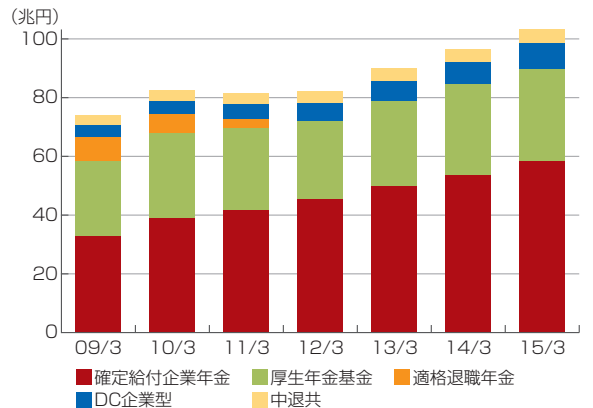
被用者年金は15年10月より一元化され、公務員等も厚生年金の被保険者となる。積立金は、厚生年金の積立金部分（共通財源）と旧3階（職域）の処理にあてる部分に仕分けされる。イメージではあるが、共済年金積立金の5割程度（26兆円程度）が共通財源にあてられるようである。共通財源の管理運用については、GPIFと国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、私学事業団が管理運用主体として、資産構成の目標となるモデルポートフォリオを作成、それを踏まえ各運用主体が基本ポートフォリオを決定することになっている。15

図表11 GPIFの資産額（実績と予測値）



(注) 2016年3月末以降は、平成26年財政検証をもとに野村総合研究所が試算したGPIF資産額の予測値。定下の経済前提は参考ケース
 (出所) GPIF「平成26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12 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

年3月にモデルポートフォリオが発表されたが、昨年発表されたGPIFの基本ポートフォリオと構成は同じ（国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%）である。今後、各運用主体の株式比率が大幅に上昇することは間違いない。

一方、企業年金の資産残高は総計で前年度比7兆円増の約104兆円となった（図表12）。確定給付企業年金は資産額が58兆円で5兆円のプラスとなったが、件数や加入者数は減少が続いている。厚生年金基金の資産額は微増の31兆円であった。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後、基金の解散・代行返上が急増している。14年度の解散基金数は74、今年度は9月までで既に61に上っており、現存基金でも9割近くが解散・代行返上の内諾を受けている。確定給付型企業年金の資産額は将来的に減少していくことになろう。

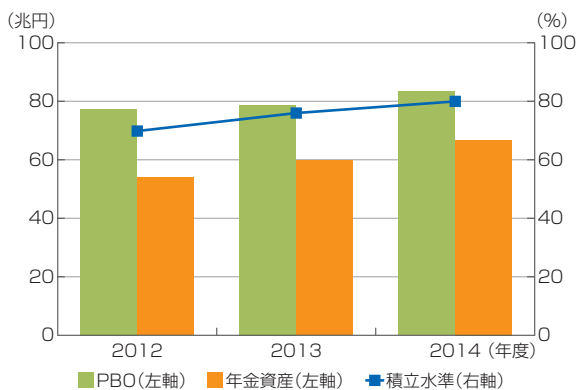
一方、確定拠出年金（DC）の企業型は、約9兆円と前年度比1兆円以上の増加であった。個人型も1兆円となり、合計で10兆円となった。14年4月には、加入資格者の大幅な拡大を含む確定拠出年金法の改正法案が国会に提出された。これまで加入が認められていなかった公務員等の共済加入者や第3号被保険者（いわゆる専業主婦（夫））にも加入が認められる。これにより、加入資格者は大幅に増える。また中小企業を対象に、設立手続き等を簡便化した「簡易型DC制度」や個人型DCに加入する従業員に事業主が拠出できる制度を創設する。この法案は継続審議となったが、成立すればDCの拡大に大きく寄与すると考えられる。

企業年金の積立状況は一層の改善

退職給付会計から見た企業年金制度の積立状況は、昨年に続いて一層改善した。

図表13は、東証一部上場会社の退職給付会計に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。まず、PBOは4.7兆円増加した。これは長期金利の低下によってPBO算出に適用する割引率を引き下げた会社が多かったことが主な要因だ。一方、年金資産は好調な運用環境により6.9兆円増加した。結果、積立水準は80%となり、2年前の70%から10ポイント改善した。

図表13 退職給付会計の財政状況と積立水準の推移



（注）2014年度に東証一部に上場しており、連続3期の決算情報が利用可能な1,607社の集計値
（出所）日本経済新聞社データより野村総合研究所作成

PBOには、退職一時金など積立型でないため年金資産がない制度の給付債務も含まれる。これを除いて集計する（ただし開示のある日本基準の適用会社のみ）と、その積立水準は100%に近い水準となっており、全体としては年金の給付債務に見合った資産を保有している状況にあるといえる。

次に、年金資産の増減要因を見てみよう。図表14は、2年分の開示資料が利用できる3月決算の会社について、年金資産の増減を要因別にまとめたものである。14年度における年金資産増加の最大の要因は、13年度に続いて運用収益であった（合併による増加等、その他の要因と併せて+6.7兆円）。事業主の掛金は、確定給付型の制度については13年度から減少した（▲0.3兆円）が、確定拠出年金ではやや増加した（+0.1兆円）。

退職給付会計から見た年金財政は、近年の運用環境の好調さを受けて良好な状況にあるといえる。ただし、確定給付型の年金においてリスク抑制を指向するデリスキングの傾向は変わらず、再びリスクを取る（レリスク）機運

図表14 年金資産の増減要因

	2013年度	2014年度	増減
期首資産額	49.7	54.7	+5.0
掛金	2.7	2.4	△0.3
給付	△2.7	△2.6	+0.1
運用収益他	5.0	6.7	+1.7
期末資産額	54.7	61.2	+6.5
確定拠出年金への掛金	0.5	0.7	+0.1

（注）単位：兆円。2015年3月末に東証一部に上場し、連続2期の決算情報が利用可能な3月決算の会社1,289社の集計値
（出所）日本経済新聞社データより野村総合研究所作成

があるようには思われない。長期的には社会保障審議会
で議論されたリスク分担型DB(仮称)のように、企業年
金の新しい形を模索する局面に入っていくと思われる。

2 銀行の有価証券投資

地銀・第二地銀で増加した有価証券投資

全国銀行協会によれば、14年度末の銀行の有価証券
投資残高は257兆円⁵⁾。ピーク時である12年度末から
28兆円減少したが、13年度末比、ほぼ横ばいで推移し
た。総資産額に占める割合も1.8%減少し25.3%となっ
た。投資有価証券残高の伸びが鈍化している背景には、
①13年4月から実施されている日本銀行の新金融政策
と、②銀行が貸出推進に力を入れていることがある。

業態別で見ると、14年度末は都市銀行以外で有価証
券投資残高が増加した。都市銀行の有価証券残高は130
兆円、13年度末比4兆円減少した。一方、地方銀行は82
兆円で、13年度比5兆円増加した。第二地方銀行でも1
兆円増加し残高は17兆円となった。また信託銀行でも1
兆円増加、25兆円の残高となった⁶⁾。

有価証券投資以外の資産構成の変化を見ると、業界全
体で預け金残高⁷⁾が増加している。都市銀行では13年度
に続き預け金残高が大幅に増加したが、14年度は、都市
銀行以外の業態においても同様の傾向がみられた。業界
全体として貸出あるいは有価証券投資に向かうべき資金
の一部が預け金に滞留している状況にある。14年度末
の預け金残高は、都市銀行で102兆円(13年度末比30
兆円増)、地方銀行で19兆円(同約6兆円増)、第二地方
銀行で4兆円(同7千億円増)、信託銀行で14兆円(同6
兆円増)となった。

一方、日本銀行の新金融政策が企図している貸出の促
進であるが、貸出残高は、業界全体で前年度末比24兆円
増加し523兆円となった。増加額のうち約11兆円が海
外貸出である⁸⁾。量的・質的緩和後、金利は緩やかに低下。
現状も低い水準に止まっている。都市銀行や少数の地方
銀行は、より高い貸出スプレッドを求めて海外貸出に積
極的に取り組んでいる。貸出残高の業態別内訳を見ると、
都市銀行は247兆円(13年度比13兆円増)、地方銀行

では179兆円(同7兆円増)、第二地方銀行では48兆円
(同1兆円増)、また信託銀行では42兆円(同2.5兆円増)
となった。

50%を切った国債比率

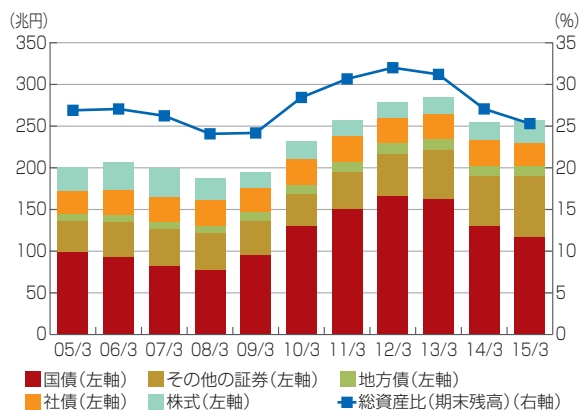
全国銀行の投資有価証券残高の内訳を見ると、13年
度に比べ国債残高が13兆円減少、118兆円となった(図
表15)。国債の占める割合は金融危機後初めて50%を
切り45.7%となった。国債に代わって残高が増加した
のがその他の証券⁹⁾と株式である。その他の証券残高は、
13年度比12兆円増加し72兆円。有価証券全体に占め
る割合は28%となった。数字上は国債の減少分がその
他の証券投資に向けられた形になっている。なお、株式
残高は27兆円(13年度比5.5兆円増加)、有価証券残高
の10%を占めている。

業態別に見ても、その他の証券と株式は全業態で増加
している。その他の証券の残高は、都市銀行で13年度比
4兆円増加、39兆円となった。地方銀行では17兆円(13
年度比5兆円増)、第二地方銀行では3.5兆円(同1兆円
増)、信託銀行では12兆円(同2兆円増)であった。一方、
株式であるが、13年度に引き続き株価上昇を背景に積
極的に投資する動きが見られた。都市銀行の株式残高は
15兆円(13年度比3兆円増加)。地方銀行では7兆円、
第二地方銀行では1兆円、信託銀行では、3兆円となった。

大きく拡大したその他の証券投資

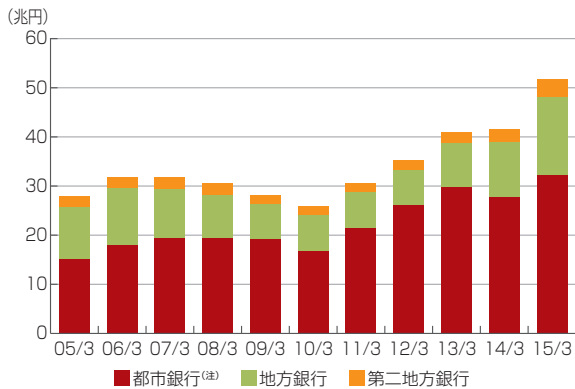
日本銀行「民間金融機関の資産・負債」によれば、15年
3月末時点で銀行が保有するその他の証券残高(除く海

図表15 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

図表16 その他の証券 業態別残高推移(除く海外支店勘定)



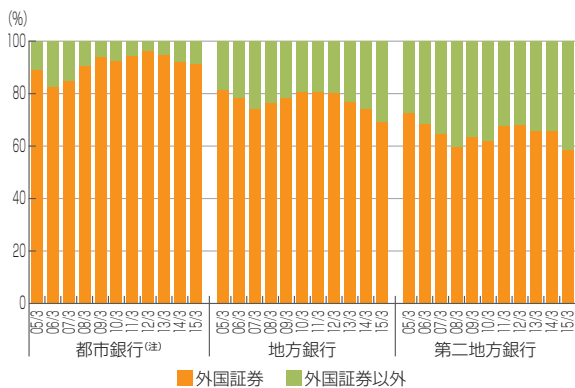
(注) 都市銀行5行(みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな)を指す
(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より野村総合研究所作成

外支店勘定)は64兆円、13年度末比12兆円増という大幅な増加となった。内訳を見ると、外国証券残高が約8兆円増加して53兆円となった。一方、「外国証券以外のその他の証券」(ファンド¹⁰⁾、ヘッジファンド、仕組債など)の残高は11兆円となった。前年度末比約4兆円という大幅な増加である。

業態別で見ると、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行のすべてでその他の証券残高が大幅に増加した(図表16)。都市銀行のその他の証券残高は32兆円。13年度末比4兆円の増加である。地方銀行では、都市銀行を上回る勢いで残高が増加、16兆円となった(13年度末比5兆円増)。第二地方銀行でも1兆円増加し、残高が3.5兆円となった。

また図表17に示すように、14年度は「外国証券以外のその他の証券」の割合がすべての業態において増加した。なかでも、動きが緩やかだった第二地方銀行におい

図表17 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

て「外国証券以外のその他の証券投資」の占める割合が13年度比8%増加し42%となった。その他の証券への投資を積極化する動きは業界全体の流れとなっている。

銀行がどのような商品に投資しているかであるが、12年以降、ETF、REIT、外国国債、外国社債に投資対象を拡大してきた。さらに足もとは、外国株式、マルチ・アセット型ファンド、外国籍投資信託、エネルギーやインフラ関連、ヘッジファンドなど、より多様な商品へ投資、あるいは投資することを検討している¹¹⁾。

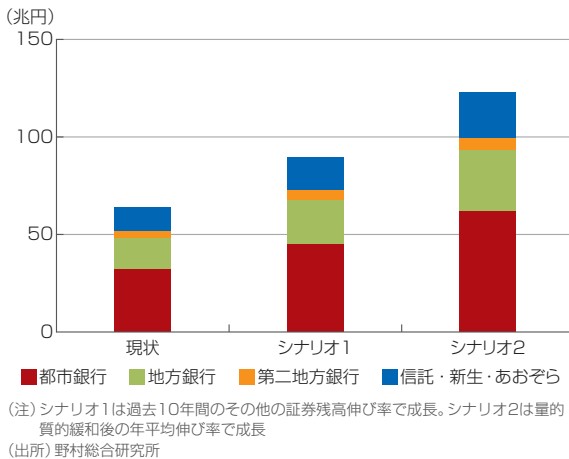
ファンド投資は、銀行にとって有価証券投資業務における経営資源やノウハウの不足を補完してくれるというメリットがある。具体的には、①運用の多様化・国際化を可能とする、②一度に多数の資産に投資が可能であり業務効率化が図れる、③資産運用会社の持つ投資対象資産や市場に関する調査能力・分析能力、④資産運用会社の持つ多種多様な資産を運用する能力、⑤資産運用会社の持つリスク分析やリスク管理能力である。

銀行は、公募投資信託より私募投資信託に好んで投資しているが、それは、私募投資信託には、①銀行の投資方針や投資ニーズ(e.g. 為替ヘッジの有無)に合致した商品を組成できること、②銘柄情報開示など、適時・適切な情報開示を求められることができること、③自社の持ち分が変動しないため管理がし易いこと、④解約差益が資金利益に算入できる、などのメリットがあるという理由による。自己資本比率計算のための情報取得のし易さという観点から私募投資信託にしか投資しないという銀行も多い。こうした銀行のニーズを受け、ここ数年、販売会社や資産運用会社も、ルックスルーを前提とした私募投資信託商品の提供に力を入れてきた。

その他の証券投資はどこまで拡大するのか

14年度は銀行が有価証券投資においてその他の証券投資を積極化する動きが業界全体の流れとなったことが明らかになった。銀行の投資行動は、日本国債の金利リスクを抑制する一方で、収益機会を求めて日本国債以外の資産、それも海外資産に幅広く投資していく流れにある。国内の経営環境は依然として厳しく、銀行が収益面で有価証券運用に期待するところは大きい。今後もしばらくの間は、その他の証券投資を積極化する動きは継続

図表18 2019年度末の銀行のその他の証券投資残高推計



すると思われる。

販売会社や資産運用会社にとっては、銀行のその他の証券投資、つまりファンド投資がどこまで拡大するのかが関心のあるところであろう。野村総合研究所では、過去の銀行による有価証券投資のデータに基づいて、5年後のその他の証券投資残高を試算した。シナリオは2つ。シナリオ1は過去10年間の年平均伸び率で成長すると仮定した場合、シナリオ2は量的・質的緩和後の年平均伸び率で成長すると仮定した場合である。何れの場合も、現在の金融・経済環境の継続を前提とした。

シナリオ1の試算によれば、20年3月末の銀行のその他の証券投資残高は、都市銀行45兆円、地方銀行22兆円、第二地方銀行5兆円、信託銀行他17兆円、計89兆円となった(14年度末比 40%増加)。シナリオ2の試算結果は、都市銀行62兆円、地方銀行31兆円、第二地方銀行7兆円、信託銀行他23兆円、計123兆円(14年度末比、2倍)となった(図表18)。

しかし、試算結果のようなその他の証券投資の拡大を実現するには、克服すべき課題も多いのが現状である。

銀行のファンド投資拡大のために 解決すべき課題

野村総合研究所が銀行及び資産運用会社を対象に実施したインタビュー調査では、銀行のファンド投資を促進するためには解決しなければならない課題があることが明らかになった。

銀行は、①自己資本比率計算・報告に必要なファンドのルックスルー情報、②NAV等、日々の管理に必要な情

報を販売会社を通じて資産運用会社から取得している。このうち自己資本比率計算・報告に伴うファンドのルックスルー関連業務の負荷が大きくなっており、現行の体制ではこれ以上ファンド投資を増やすことは難しい状況にある。例えば、銀行はファンドのルックスルーに必要なデータを資産運用会社や受託銀行から取得しているが、各運用会社の書式が異なる、同一銘柄に投資している場合であっても各社によって付与する格付けが異なるなどの理由から、データ・チェックや集計に多くの時間と労力をかけている。分散投資はファンド投資のメリットの一つであるが、ルックスルーに伴う業務負荷からファンドの投資対象銘柄数に制限を加えているという銀行もあり、ファンド投資のメリットが損なわれる状況も生じている。

一方、金融危機後の規制強化の流れの中で、ルックスルーすべき情報の種類が増加、資産運用会社の業務負荷も大きくなっている。営業担当者が少ない外資系資産運用会社の中には、ルックスルー情報の提供に伴う負荷から広範な顧客層への商品提供を控えているところもある。各銀行の書式が異なることや必要な情報が異なることも、資産運用会社のルックスルー情報の提供の業務負荷が大きくなっている理由のひとつである。

17年1月には、「銀行のファンド向けエクイティ出資に係る資本賦課」最終規制文書の適用が予定されており、今後更にルックスルーが厳格化される可能性がある¹²⁾。現行規制以上にルックスルーが厳格化されるとなれば、更なる事務負担の大きさから銀行や資産運用会社がファンド投資や商品提供に消極的にならざるを得ない状況が生じる可能性も想定される。

第二に、ファンドの本数の増加に伴い、一括してファンドのリスク分析やパフォーマンス分析を行うなど、ポートフォリオ管理体制を整備する必要性が生じているが、一部の銀行を除き、管理体制の整備が投資拡大に追いついていない状況にある。銀行は、12年度頃から有価証券運用を中核事業の一つとして位置づけ、強化してきた。なかには、出向を通じた運用ノウハウの取得など、将来を見据えた体制整備に取り組んでいるところもある。しかし行内に人材・ノウハウが少ないという理由から、現状の業務負荷軽減のための人員増強に止まるという銀行も少なくない。

第三は、日本銀行の量的・質的緩和により銀行は国債による益出しができなくなり、ファンドを単なる益出しの手段として保有する傾向が強くなっていることである。銀行との取引においては、入れ替えのタイミングを含め時機を得た投資アドバイスを提供することは付加価値と考えられている。しかし資産運用会社からは、分散投資による長期・安定的な収益の確保という本来のファンド投資の強みが活かされておらず、最終的にはファンド投資が定着しないのではないかという話も聞かれる。

銀行の有価証券投資においてファンド投資の残高が増加し、収益面での重要性が高まる中、これを一過性のトレンドで終わらせないためには、①銀行、販売会社、資産運用会社等が協力し、ファンドのリスク情報収集と授受の効率化を可能とする業界横断的なインフラ整備を通じたリスク業務負荷軽減の取り組みを進めること、②ファンド投資を有価証券ポートフォリオの総合的な利回りの向上と安定化の手段として活用してもらうために、銀行に対してファンド投資に関する教育・啓蒙活動を積極的に行うなどの努力が必要であるとする。

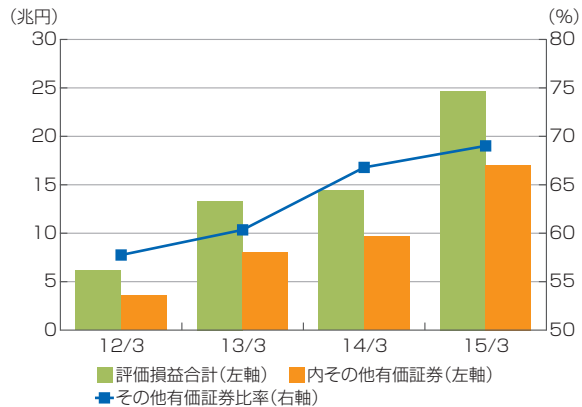
3 生保の資産運用

国債残高が17年ぶりに減少

生命保険協会によれば、14年度末の生命保険会社全42社の投資有価証券残高は299兆円。13年度末比16.6兆円の増加となり、総資産に対する比率は13年度末から0.2%増加し81.5%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50%（149兆円）、次いで外国証券24%（73兆円）、社債8%（25兆円）、株式8%（23兆円）の順となっており、全体としての保有ウェイトに大きな変化はない。しかしながら、1997年度以来一貫して増加が続いてきた国債はマイナス1.0兆円と17年ぶりに減少に転じた。一方、外国証券は+11.8兆円と引き続き大幅に増加、国内株式は+4.7兆円と3年連続で増加するなど、リスク抑制を意図して国債を買い増す動きが一巡し、投資対象を拡大する動きがより明確になってきていることは注目できる。生命保険会社における資産・負債

図表19 四大生保の評価損益の推移



(出所) 各社決算資料より野村総合研究所作成

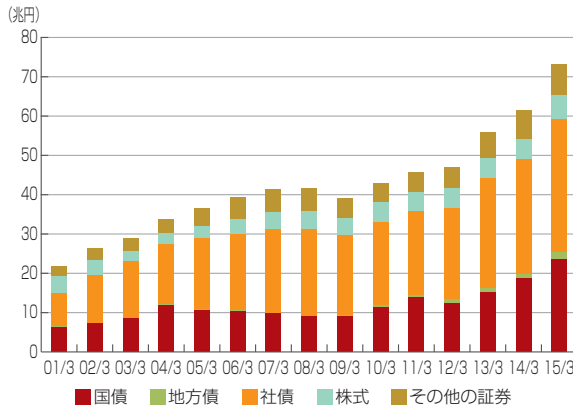
のデュレーション・ミスマッチは縮小し、一貫して上昇が続いていた国債保有に占める残存10年超の比率は頭打ち傾向が鮮明になった。

また、株式や外国証券といったリスク性資産の拡大には、低金利の継続という要因に加え、株価の上昇、円安の進行によって含み益が増加し、リスク許容度が拡大しているという面も見逃せない。四大生命保険会社の含み益は12年3月期には6兆円に過ぎなかったが、15年3月期では25兆円にまで拡大している。なかでもその他有価証券（責任準備金対応債券、満期保有目的の債券、子会社・関連会社株式、以外の有価証券）の含み益は17兆円（12年3月期は4兆円）に上っている（図表19）。実質的に売買が難しい責任準備金対応債券や満期保有目的の債券と異なり、その他有価証券は自由に売買可能であり、その評価益拡大はリスク許容度を増加させ、ややハイリスクな投資や流動性が低い資産への投資等も可能にすると考えられる。会社別に見ても評価損益の余裕が大きい会社ほどポートフォリオ全体に占める国債のウェイトが小さい。これまで保守的な運用を続けてきた会社も評価損益率の改善を背景に、資産運用益の拡大に向けてリスク性資産のウェイトを増加させる可能性は高い。

運用戦略の多様化が加速

生命保険保有契約の大半が個人の死亡保険である現状が続くと考えると、今後も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大きな変化は見られないと予想される。一方、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、

図表20 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

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ますます高まると考えられる。

超長期の固定金利支払いを約束している生命保険は契約期間中の大幅な経済変動に対して常にリスクを抱えており、リスク分散化のニーズがある。リスク許容度が高まっている現在は、海外クレジットやインフラ投資等、リスク特性の異なる資産への分散投資を進めるチャンスと考えられ、積極的な投資対象の拡大が指向されよう。実際に生保の外国証券投資は社債やその他証券の伸びが大きく、国債残高が増えている部分も周辺国等への投資が含まれるなど、資産の分散化は着実に進められている(図表20)。伝統的資産以外への投資ニーズが拡大する局面では、エマージング株式やクレジット、オルタナティブなどを中心に外部委託の拡大も想定される。

一方、投資対象が拡大することによりリスク管理の重要性が高まると考えられる。リスク管理の高度化により、取り得るリスクを拡大することができればより資産の分散化を加速させることが可能となる。長引く低金利と株式市場の低迷によりこれまでの生命保険の運用はロスをいかに抑えるかがテーマであったが、今後は適切なリスク管理の下、攻めの資産運用によりいかにリターンを確保していくかも重要なテーマとなろう。

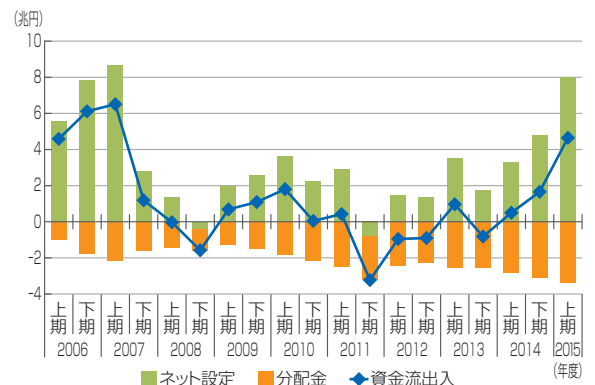
4 リテールビジネス

資金流入に転じる追加型株式投信

わが国の公募投信の残高は急拡大し15年5月には100兆円を突破している。公募投信の大半を占める追加型株式投信の残高も、初めて80兆円を超えた。その後の相場の下落により追加型株式投信の残高は縮小したが、それでも75.4兆円(15年9月)と3年前に比べ60%の増加となっている。これは株高や円安による資産価格の上昇が続いたためだが、14年度上期以降は資金流入による寄与も大きい。図表21は追加型株式投信の資金流入の状況を表している。分配金の支払いも加味した資金流入は11年度下期以降マイナス基調が続いたが、14年度上期にプラスに転じ、15年度上期には4.6兆円にまで増えた。この水準は06年度下期や07年度上期に次いで過去3番目に多い額となっている。

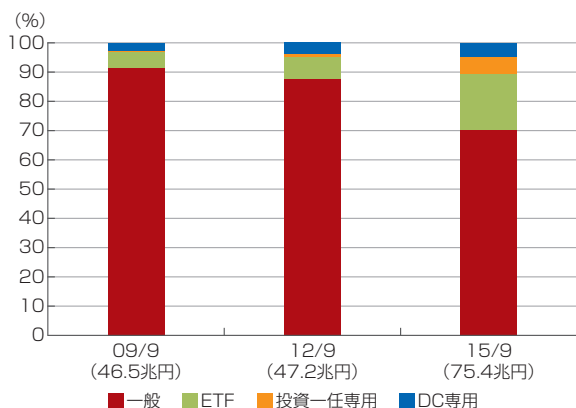
投信マーケットの拡大を押し進めた要因はいくつかあるが、資産運用会社と投資家をつなぐ仲介形態の多様化もその一つとして挙げられよう。投信の仲介形態としては、一般的な投信販売のほか、上場株式と同様の方法で行われる仲介、投資一任サービスの中で行われる仲介、確定拠出年金(DC)制度における仲介等がある。仲介形態によって証券会社や銀行などの仲介業者の役割やサービスが異なるため、資産運用会社は仲介形態ごとに専用の投信を用意することが多い。上で挙げた仲介形態毎に用意された投信をそれぞれ、「一般の投信」、「ETF」、「投

図表21 追加型株式投信の資金流入



(注) ネット設定とは設定から解約・償還を引いた額
(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

図表22 追加型株式投信の流通形態別残高構成



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

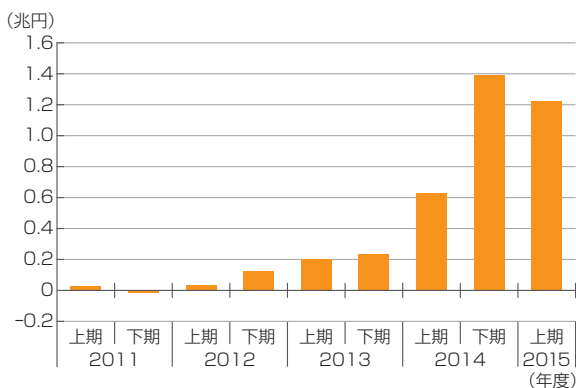
投資一任専用投信「DC専用投信」と呼ぶことにし、この区分に従って残高構成の変化をみたものが図表22だ。一見して分かるように、12年9月までは一般の投信が9割を占めていたが、その後3年でこの割合は7割にまで低下している。一方、ETFや投資一任専用投信、DC専用投信はどれも残高構成比を高めている。中でも投資一任専用投信とETFは急拡大しており、それぞれ1倍、4倍に残高が拡大している。以下では、仲介形態ごとに資金流入に影響を与える要因を考察し、今後の投信マーケットの動向を探ってみたい。

急速に資金流入が拡大する 投資一任専用投信

上で述べた投資一任サービスはラップ口座とも呼ばれる。ラップ口座では投資一任や売買執行、口座管理等の役務に対する手数料を口座全体の残高に応じて一括して徴収する。したがって一般の投信であれば代行報酬（信託報酬のうちの販社取り分）に含まれるような手数料についても顧客から直接徴収している。このためラップ口座では一般の投信とは別に専用の投信を用意し、代行報酬を低く設定することが多い。ラップ口座には、投信のみを投資対象とするファンドラップと投信以外に個別株式や個別債券等も投資対象とするSMAが存在するが、大半はファンドラップで、投信はラップ口座における主要な投資対象といえる。

投資一任専用投信への資金流入を見ると、12年度下期から増え始め14年度に急増、14年度下期には1.4兆円に迫っていることが分かる（図表23）。これはラップ

図表23 投資一任専用投信の資金流入



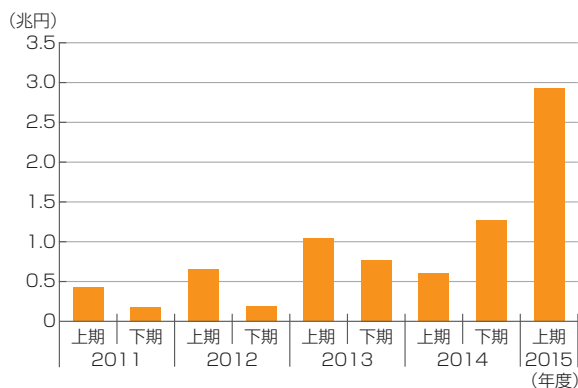
(注) 資金流入とは設定から解約・償還および分配を引いた額
(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

口座のサービス内容がこの時期の投資家のニーズを捉えたためだが、それ以外に販社が「販売手数料重視」から「残高やパフォーマンス重視」へとビジネスモデルの転換を迫られていることもこの流れを後押ししている。ラップ口座は未だ黎明期にあるといえ、証券会社や信託銀行の一部が取り扱っているに過ぎない。他の金融機関でも新たなビジネスモデルにおける手数料体系を模索しており、その解の一つであるラップ口座の提供を始める金融機関は早晚増えていくことが考えられる。このため、投資一任専用投信の資金流入はしばらく続くはずだ。もっとも、15年8月以降の相場下落の影響により、月次ベースの資金流入はやや縮小している。先行する証券会社や信託銀行がラップ口座の特長である契約後の定期的アフターフォローを徹底し、顧客満足度の低下を防ぎ、顧客をつなぎ止められるか、関係者は注目している。ラップ口座はいま投信の新たな仲介形態としての真価が問われている。

資金流入が増大するETF

資金流入額で投資一任専用投信以上に目立っているのがETFだ（図表24）。12年度下期以降の直近の3年間で資金流入は6.8兆円に達している。この資金の主な供給者は日銀とみられる。日銀自身の発表によると、直近3年の買入額は4.9兆円に達している。日銀は14年10月に決定した追加緩和によりETFの買入を加速し、年間3兆円ペースまで拡大している。日銀だけではない。都銀や地銀も保有を増やしているようだ。東京証券取引所などによると、保有するETF残高の増加率では都銀・地銀は

図表24 ETFの資金流入



(注) 資金流入とは設定から解約・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

日銀や外国人について高い。

一方、個人はどうか。個人のETF保有額も増加しているが、日銀や都銀・地銀等のようなペースでは増えておらず、その結果、ETF全体に占める個人の保有額の割合は12年7月の10.7%から15年1月には7.2%にまで低下している。どうすれば、個人によるETFの保有をさらに増やしていけるだろうか。現在、ETFを保有する個人の大半がいわゆる自己判断型投資家と考えられるが、彼らだけでETFの保有を大きく増やすことは難しい。個人によるETF保有を促進するためには、数の上では多数を占めるとみられるアドバイス尊重型投資家にもETFの利

図表25 わが国のETF (代表的な資産クラス別)

資産クラス	国内ETFの有無
国内債券	×
国内株式	○
海外・先進国国債	○
海外・先進国国債(為替ヘッジ)	×
先進国債券(クレジットを含む)	×
エマージング債券(ドル建)	×
エマージング債券(ドル建、為替ヘッジ)	×
エマージング債券(現地通貨建)	○
海外・先進国株式	○
エマージング株式	○
フロンティア株式	○
ハイ・イールド債券	○(注1)
バンクローン	×
J-REIT	○
世界REIT	△(注2)
コモディティ	○

(注1) 外国籍ETFが1ファンド東証に上場。国内籍ETFは存在しない
(注2) 世界REITのETFは米国・豪州の主要2カ国の国別のみであり△とした
(出所) 野村総合研究所

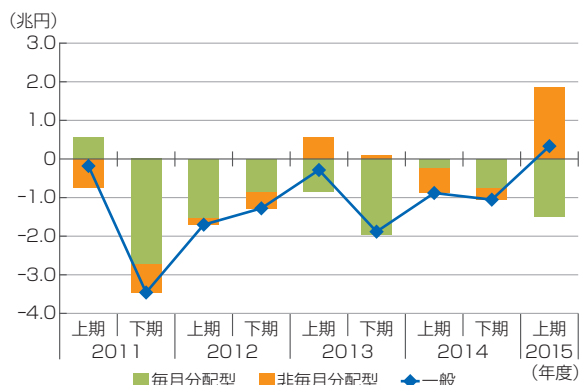
用を促す必要がある。この仲介役として期待されるのが、米国などでは既に存在しているETFに特化したラップ口座だ。前述のように、わが国でもラップ口座自体は急拡大しており、早晚、ETFに特化したラップ口座に注目が集まることは間違いない。

もっとも、このようなサービスを展開するためにはいくつかの課題がある。資産運用業界が解決すべき最大の課題はラインナップである。近年の充実ぶりはめざましいが、国内のETFを通じて年金などの長期投資家が保有するのと同等の資産クラスにアクセスできるかということ、道半ばである(図表25)。現状では、国内に上場しているETFだけでは代表的なアセットクラスへの投資が不可能であり、更なるラインナップの充実が必要となる。

資金流出が続く分配型、流入に転じる非分配型

ETFや投資一任専用投信などとは異なり、その他の一般の投信の資金流入はマイナス基調が続いている(図表26)。11年度上期以降、資金流出が8半期も続いた。15年度上期はプラスに転じたものの、その額は0.3兆円に過ぎない。一般の投信を分配の頻度により毎月分配型と非毎月分配型に分けた場合、毎月分配型の方がより深刻だ。毎月分配型はかつて多額の資金を集め、リーマンショック直後を除き資金の流入が続いてきた。それが11年度下期になると資金流出に転じた。その後14年度には回復の兆しも見え始めたが、15年度になり再び資金流出が加速している。毎月分配型投信の主要顧客層と言われる60・70代の人口が今後緩やかに減少していく

図表26 一般の投信への資金流入(分配頻度別)



(注) 資金流入とは設定から解約・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

ことを考えると、毎月分配型への資金流入がかつてのよ
うな水準に戻ることは難しいのかもしれない。

毎月分配型投信の資金流出が増える一方で、非毎月分
配型は15年度上期に2兆円に迫る資金が流入している。
この中心が国内外の株式に投資するファンドや、資産配
分を機動的に変更するアセットアロケーション型のファ
ンドである。非毎月分配型投信は14年1月に導入された
NISA（少額投資非課税制度）における投資対象としても
注目を集めている。非毎月分配型への資金流入がこのま
ま継続するかは定かでないが、その継続には長期の資産
形成における投信の普及が一つの鍵を握っている。

投信残高の継続的拡大のカギを握る 資産形成制度の普及

わが国の場合、個人の金融資産に占める投信残高の割
合は米国やドイツなどと比べて低い。そもそも保有して
いる人の数が少なく、野村総合研究所の調査（12年）で
は20歳から69歳のわずか11.2%しか保有していない。
また、高齢者に著しく偏っているのもわが国の特徴
と言われている。90年代後半以降、銀行窓販の解禁等、
様々な対策が打たれてきたが、保有率を3%程度上昇させ
たに過ぎない。特に20・30代に限ると保有率はほとん
ど変化しておらず（図表27）、若年層の資産形成の手段
として投信は全く定着していないのが現状といえる。

このような状況の中、勤労世代へ投信を中心にした投
資商品の普及を図ることを一つの使命として資産形成
支援制度の整備が進んでいる。その一つが14年1月に
スタートしたNISAで、この制度を利用して購入した上

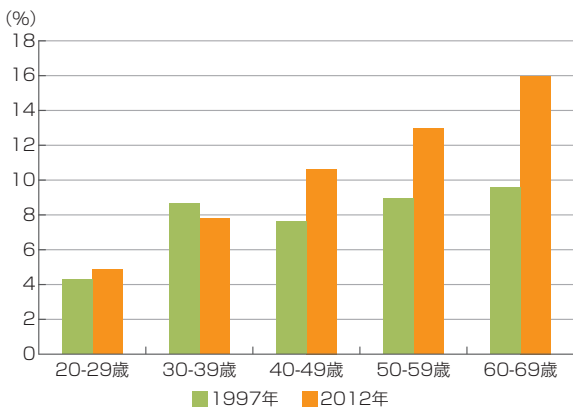
場株式や株式投信の売却益や配当金（分配金）は非課税
となる。政府は、16年から年間投資枠を120万円へと
20万円増加することや、子供向けに特化したジュニア
NISAの導入を決めている。さらに手続き面での簡素化
など、この先も利便性の向上につながる様々な見直しを
行う姿勢をみせている。

15年6月時点のNISA口座の開設数は921万口座で、
導入からわずか1年半で成人の9%が口座を開設した計
算になる。口座保有者に占める60歳以上の割合が55%
と、依然として高齢者の利用が過半を占めていると言わ
れるが、徐々に変化も見られている。15年1月以降の開
設口座に限ると、勤労世代（20歳～59歳）の割合が6割
まで上昇している。また、金融機関は企業と契約して従
業員に提供する職場積立NISAの導入を積極的に進めて
おり、勤労世代へのNISAの利用促進に弾みがつくもの
と期待される。

投信ビジネスにとってNISAは重要だ。15年6月まで
にNISAを利用して購入された投信（ETFを含む）の総額
は3.5兆円を超えている。解約率も低く（年率10%程度
とみられる）、分配も加味した資金流入は2.8兆円程度
と推定される。この間の単位型なども含む株式投信全体
の資金流入（5.2兆円）の過半がNISA経由とみられる。
NISAの幅広い世代への浸透と共に、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。

勤労世代への資産形成支援策として整備が進められて
いるもう一つの制度が確定拠出年金（DC）だ。01年に
導入されたDC制度は552万人が加入している（15年6
月現在）。このうち企業単位で加入する企業型の加入者
が530万人と大半を占め、個人で加入する個人型の加入
者は22万人に過ぎない。個人型の加入者がこのような
水準に留まっている原因の一つが、利用可能な人が限定
されていることだ。普及の担い手である金融機関にとっ
て能動的に顧客を見つけて営業することが難しいと言わ
れている。政府の見直し案によると、個人型DCに加入可
能な人の範囲が拡大され、現在加入することのできない
専業主婦（国民年金の第3号被保険者）や企業年金加入
者、公務員等共済年金加入者も加入できるようになる。
これにより個人型DCに加入可能な人数が2,000万人以
上増加するとみられる。野村総合研究所のアンケート調
査によると、専業主婦と公務員等共済年金加入者の3割

図表27 投信保有者の割合（年代別）



（出所）NRI「生活者1万人アンケート調査」（1997年、2012年）

が加入に関心を示している。また、個人型DCの加入可能範囲が拡大された場合、先に挙げた職場積立NISAと相乗的な普及が期待できる。勤労者にとっては、いざというときに自由に引き出せるNISA、引き出せないが税優遇がより大きいDCと、選択肢が広がる。また金融機関にとっては、DCを導入していない企業に対して両者を併せて提供することにより、別々に提供する場合に比べ投資教育など情報提供のコストを低く抑えることもできる。

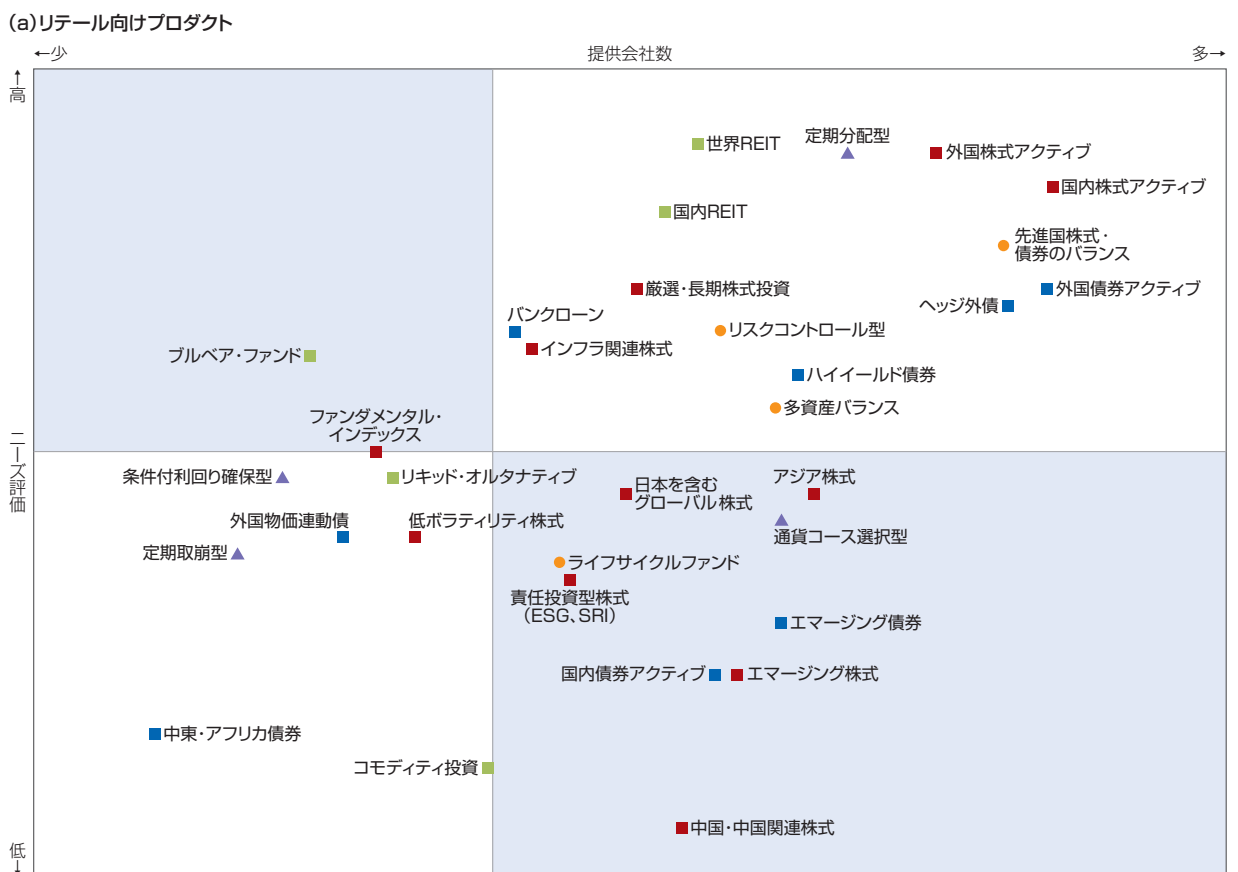
このほか、政府の見直し案には、DCを導入している企業がデフォルト商品を投信とすることを容易にすることも含まれている。現在、DC経由で投信マーケットに流入する資金は年間2千億円ほどに過ぎないが、資金変動が小さく安定的である。政府が検討している見直し案が順当に導入された場合、DC経由の資金流入は確実に拡大していくものと期待される。

5 投資家セグメント別・運用商品市場動向

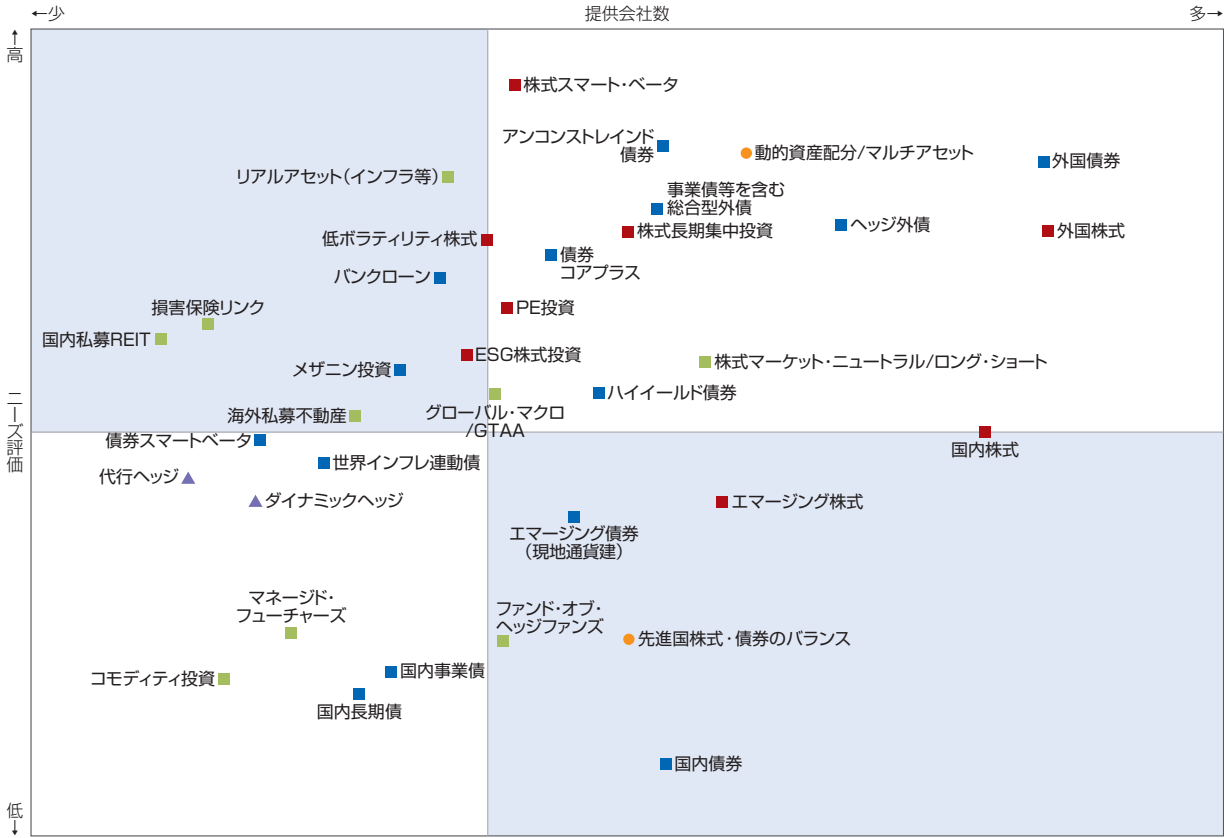
野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家タイプ（リテール、年金、金融法人）別のプロダクト・オポチュニティ・マップを作成した。これは、様々なタイプの運用商品について、各投資家のニーズの強さ（運用会社による評価）と、現在の提供状況（提供会社数に基づく評価）を対比したもので、有望な運用商品（ニーズが強く、かつ提供会社数は少ないもの。左上領域に相当）や、競争状況の厳しい商品（ニーズが弱く、かつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当）を確認できる。図表28は一部の商品を選抜して作成したオポチュニティ・マップである。

リテール投資家ビジネスにおいては、昨年度までに続いて内外株式のニーズ（縦軸）が高いと認識されている。また、分配金利回りを意識したと考えられる定期分配型ファンドや内外REITも、引き続き強いニーズが認識さ

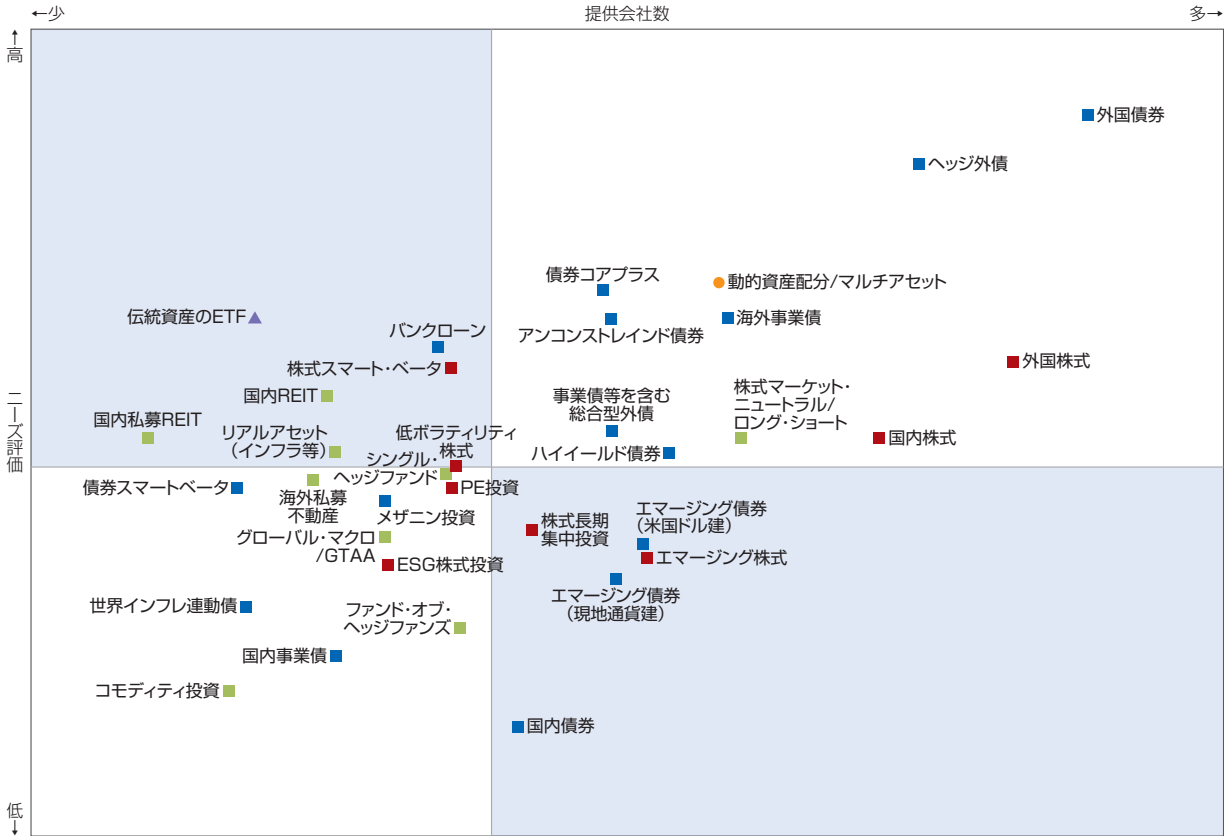
図表28 顧客別のプロダクト需給マップ



(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

れている。従来はハイイールド債券とバンクローンも同様であったが、両市場は14年央から軟調に推移していることもあってか本年度の調査ではニーズ評価が低下した。エマージング株式・債券も同様に低下している。これらに変わってニーズ評価を上げたのがバランス型である。分配金利回りは引き続き重要であるものの、長期資産形成のニーズも認識されつつあるという解釈ができるだろう。

年金については、引き続き株式スマートベータ、アンコンストレインド債券、マルチアセット等のニーズが意識されている。年金はデリスキングによって株式については全般にニーズが低いと考えられているものの、実際にはスマートベータ、低ボラティリティ、長期集中投資、PE投資のように、高いニーズが認識されているものもある。国内株式よりも外国株式に対して強いニーズが認識されているのも年金に固有の特徴だ。

金融法人については、株式スマートベータのニーズ評価が上昇した以外に、大きな変化はなかった。引き続き、円金利リスクの分散が期待できて相応のイールドもある、クレジットを含む外国債券系のプロダクトが中心である。債券におけるコアプラスやアンコンストレインド、株式等も含むマルチアセットのプロダクトのように、運用機関の固有の能力に期待するプロダクト群に強いニーズがある傾向も変わらない。

それぞれのセグメントにおいて、提供状況の面での変化は少なく、外形的な特徴から見ても有望といえる商品は多くない。既存商品の中で、際だった運用哲学とプロセス、商品性によって明確な差別化を行うことが必要だ。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。

- 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と4業態合計との差分は、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) 銀行がファンドとして報告したもの。金融機関の中には、ファンドのルック・スルー情報にもとづき、資産別に計上しているケースもあるとのこと。
- 11) 野村総合研究所が銀行・資産運用会社を対象に実施したインタビュー調査結果による。
- 12) 同文書では、1) ルック・スルーの厳格化（みなし方式による対応を制限）、2) ファンドの財務情報の開示頻度をあげること、3) ルック・スルー情報について独立した第三者（デポジトリ、カस्टディアン銀行、あるいはマネジメント会社）による検証を行うことなどが要求されている。

さらなる収入拡大に向けての 施策



日本株の投資改革の断行

ここまで日本の資産運用ビジネスについて統計データやアンケート調査に基づき概観してきたが、最後に運用会社の収入を拡大するために少し提言めいたことを述べておきたい。今後5年間で大きな経営変革を実行することが収入拡大に不可欠と考えるからである。

第一に、日本株の投資において長期視点に立った企業価値評価に基づく投資戦略を確立することを運用会社に求めたい。コーポレートガバナンス・コードなどの導入により、今後、日本企業の収益性が改善することを大前提とすれば、日本株は投資家に対して絶対リターンを提供できるコアの資産クラスとなり得る。ベンチマークに対して高い超過リターンを提供する投資戦略を実現できれば、投資家からの支持を得て多額の資産を預かることができるのは間違いない。日本株の投信は10兆円に過ぎないが、個人で個別株式に投資をしている投資家層にも訴求できる投資戦略の開発で30兆円を超える資産残高にすることも可能と考えられる。

日本に拠点を置く運用会社として、日本株で優位性を持つ投資戦略を打ち立てることは、外資系運用会社にグローバル運用の再委託を行うだけの「運用サービス会社」に陥らないための不可欠の要素である。日本株商品は、2012年まで10年以上、ベンチマーク自身のリターンも高くなく、しかもベンチマーク対比で勝ったり負けたりといった、投資家にとって魅力のない商品が多く、顧客からの資金を集めることができなかったと思われる。真に企業価値を見抜く能力を付け、投資家にベンチマークも上回る高い絶対リターンを提供することが、日本に拠点を置く運用会社の使命だと考えるべきではないか。そのための運用体制整備を含めた経営方針を明確にしな

ければならない。

投信残高の倍増に向けて

二番目の挑戦は投信残高を大きく伸ばすことである。投信残高にどの程度の伸びしろが期待できるか、販売会社のビジネスモデルの変化と個人の金融資産の分布という2つの軸から考えてみたい。結論を先に言うと、約100兆円の投信残高は今後5年間で倍以上伸びる可能性を秘めている。

日本の個人投資家は自己判断ではなく販売会社のアドバイスに従って投信を購入する割合が極めて高い。従って、販売会社の投信販売ビジネスモデルが個人投資家の投信購入に大きな影響を与える。

これまで投信は、「短期の利殖」のための商品だと見なされてきた。毎月の高い分配金を謳う高リスクの商品が売れ筋の中心を占め、現在もその傾向が続いていることは事実である。しかし、販売会社のビジネスモデルが残高ベースの収入モデルに移行すれば何が起ころうか。販売会社は顧客の残高を増やすことに主眼を置くことになり、投信は、「長期の資産形成のためのツール」に変貌する可能性がある。持続的に顧客の残高を積み上げることが目標となるため、安定的なリターンを提供する分散投資型ポートフォリオを推奨することになり、投信が長期的に資産形成をサポートする投資商品だと見なされるようになると考えられる。

残念ながら、現在の投信の売れ筋商品から分かるように、投信は投資経験層にとっても「資産を積極的に増やすため」のものとのイメージが強く、「将来に備えるため」のものとは見なされていない。野村総合研究所では個人投資家にアンケートを行い、自身の金融資産を資金性格によって、「いつでも使うお金」、「将来に備えるため

のお金」、「積極的に増やすためのお金」の3つに分けてもらった。また、投資経験の違いによって、投資家を3つのタイプ（投資経験層、投資関心層、投資無関心層）に分け、各タイプの個人投資家の金融資産が、それぞれのカテゴリーにどれくらい分類されるのかを推計した。

それによると、「投資経験層」は「積極的に増やすためのお金」を約140兆円（NRI推計）、「将来に備えるためのお金」を約300兆円（同）保有している。現在、個人の株式への直接投資額は約100兆円、投信への投資も約100兆円、合わせて200兆円が投資性商品に投資されているが、これらの投下資金の中心は、この「積極的に増やすためのお金」140兆円と「将来に備えるためのお金」の一部（60兆円）が原資になっていると考えられる。

重要な点は、投信が「将来に備えるための資金」だと見なされれば、投資経験のある人の資金の中で「将来に備えるためのお金」約300兆円にアプローチできるという点である。販売会社が残高ベースのビジネスモデルに移行し、推奨される投資商品が安定的なリターンをもたらす分散型ポートフォリオの投信になった場合、投信は「将来に備えるためのお金」を運用するためのものという認識が広まるのではないかと考えられる。

このようなビジネスモデルの変化は、まだ金額は小さいとは言え「ファンドラップ」と呼ばれる商品において一部の大手証券会社や信託銀行で既に現れている。ファンドラップとは、販売会社が投資家から投資一任を受け、投信を組み合わせてポートフォリオを構築するサービスである。販売手数料はなく、残高に応じた手数料が課される。ファンドラップの残高は急激に伸びており、15年6月末で4兆円を突破、それまでの1年間で3倍以上となっている。またファンドラップに組み入れられている商品は、これまでのような年率で10%以上の高配分を行う高リスクのものではない。パッシブ運用のファンドも含め、多くの資産に分散投資を行うバランスの取れたミドルリスク・ミドルリターンのポートフォリオ構成になっている場合が多い。

販売会社がこのような残高ベースの報酬体系に移行することで、「将来に備えるためのお金」約300兆円へのアクセスが可能になると考えられる。そうなれば、投信残高を今後5年間のうちに200兆円の台に乗せることも不可能ではない。

このシナリオが実現した場合、運用会社にはどのような機能が必要になるだろうか。販売会社が投資家の意向を踏まえて資産残高の安定的な増加を目指して投資商品の推奨を行うわけで、その平均像としては多様な資産クラス・投資戦略に分散投資されたポートフォリオが考えられる。その時々投資環境に応じたタイムリーな商品提供ではなく、安定的な資産蓄積を目指すポートフォリオに組み込まれるべき、多様なしかも特徴を持ったロングセラーの投資商品の開発が不可欠なのではないか。販売会社が顧客のポートフォリオ構築に責任を持つ将来像が予想される以上、運用会社にとってはそこに組み込まれる優れた投資商品の提供が極めて重要になると考えられる。

年金ビジネスの変貌の可能性

第三の挑戦は、成長が見込めないと多くの人が考えている年金ビジネスの拡大である。

GPIFの資産額は、資金の流出は継続するものの、厚生年金基金の実質的廃止に伴う代行返上部分の資金流入により、現状維持、あるいは増加も予想される。

GPIFではスタッフの増強等にかかる予算を大幅に増やしたため、資産管理能力は向上していくと考えられる。今後は成功報酬制の採用が一般化し、超過リターンを獲得できる運用会社への支払い報酬が増加する。運用会社の運用成果次第で大きな収入増が期待できる。同時に、特徴のある運用会社を厳選する傾向が強まるため、他社との投資戦略の差別化が極めて重要になると考えられる。運用会社の投資戦略の違いにより、優勝劣敗がつきやすい環境に変化すると予想される。

年金ファンドにとって、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。例えば、資産クラスごとに超過リターンを獲得しようとしてバリューやグロースといったスタイルにティルトすれば、長い期間にわたり超過リターンがマイナスになる恐れがある。従って、できる限り異なる超過リターンを獲得できる投資戦略を組み合わせることが重要となる。各運用会社に求められる役割分担を今以上に明確にし、長期安定的に超過リターンを獲得する道を目指すことになるだろう。

一方、確定給付型の企業年金では、退職給付会計が本体の財務諸表に遅延なく直接影響を及ぼすようになって

たこともあり、スポンサー企業が年金リスクを厳しく管理する傾向が今後も継続する。2%台の期待リターンをベースに、できる限り安定したインカムゲインの獲得、徹底した分散投資など、これまで取り組んできたリスク分散の考え方を今後も続けるだろう。

分散投資の進展という共通項はあるものの、株式投資へのスタンスの違い、資産管理スタッフの充実度など、今後、公的年金と企業年金は大きく異なるニーズを持ち、管理体制にも大きく差が出る可能性が高い。運用会社の対応も複線系で考える必要があるのではないかと。

銀行ビジネスへの挑戦

第四の挑戦は、投資家としての銀行に対するサポートの改革である。銀行の、ファンド投資を含む「その他の証券」の投資残高は15年3月末で約64兆円である（ゆうちよ銀行を除く数値）。過去10年間（05年～14年度）の伸びは年率7%、日銀の異次元緩和以降に限ると年率14%である。今後5年間の伸びをこの中間、年率10%と想定すると、5年後のその他の証券の残高は約100兆円に達する。そのうちファンド投資に向かう額を予測することは困難だが、現在2割弱のファンド比率が高まる可能性は高い。さらにゆうちよ銀行は11月の上場後、有価証券運用を高度化させるべくプロフェッショナル人材の獲得に乗り出しており、リターン向上を求めてファンド投資が大きく拡大する可能性がある。これらを合わせて考えると、ファンド投資額が現在の水準から大きく上振れする可能性もあるのではないかと。

銀行は資産クラス毎に商品選択が行われる傾向が強く、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という特徴がある。金融機関の顧客特性に応じたスピーディな対応を愚直に行い顧客満足度を上げていくことが、有望な資金獲得の手段であると思われる。また銀行の有価証券運用は、業務純益への貢献という会計上の観点もあり、毎年、利益額の大きいファンドを売却して利益を確定することが多い。年金ファンドとは逆に、運用成績の良いファンドほど先に解約される足の短い資金という性格を持っているわけである。

しかし、これまでの延長線上での有価証券運用はもはや通用しないとの見方もある。単年度の収益調整型の余

資運用から、年金ファンドと同じような中長期のトータルリターン獲得を目指した本格的なポートフォリオ運用への転換が求められるという見解である。現在、金融庁は銀行に対して、収益向上策の提示を強く要求しており、貸出があまり大きく伸びない中、有価証券運用に対する期待は大きい。しかし地銀では運用体制は十分ではなく、ポートフォリオ運用に対して十分な知見を持つ運用会社のサポートが必要になる可能性がある。

この場合、銀行に対して提供される機能はファンド運用だけではない。銀行が日々の有価証券運用を行うにあたっての戦術的なアドバイス、ポートフォリオのリスク管理、ポートフォリオのモニタリングやレポートニングなど多岐にわたる。場合により、銀行本体のバランスシート全体を踏まえたALMの視点からのポートフォリオ構築のアドバイスなども含まれるだろう。このようなサービスを提供できる運用会社の数はさほど多くなく、海外の大手年金ファンドやSWFに対して行われている戦略的パートナーシップのようなサービスに近いものになる可能性もある。

一方、銀行がバランスシートを含めた詳細なデータをどこまで運用会社に開示してくれるのか、という点に関し懐疑的な見方も強い。当初は運用会社に運用委託をしても最終的にはインハウス化してしまい、ビジネスを失うという見方である。どちらの見方が正しいにしろ、今後、銀行に対する運用会社の対応を大きく変化させる可能性を示唆している。銀行ニーズの変化への運用会社の対応いかんでは、銀行ビジネスの勢力図が大きく変わることも考えておかねばならないだろう。

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

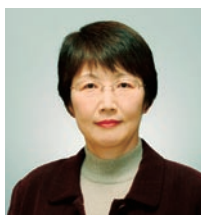
金融ITナビゲーション推進部
上級研究員
focus@nri.co.jp
専門は、個人金融マーケット調査



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 2015/2016

発行日	2015年11月19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	齊藤 春海
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問わす一切責任を負いません。



Japan's

Asset

Management

Business

2015/2016