

# 日本の 資産運用ビジネス 2017/2018

- 巻頭言 資産運用会社は国民の期待に応えられるか
- 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

## 資産運用会社は国民の期待に応えられるか

日本の資産運用機関への運用委託額は2016年度末に前年度比で約30兆円増加した。とはいえ、資金流入は銀行や日銀による私募投信とETFの購入に限られ、その銀行向け私募投信も2017年度に入って流入ペースが落ちている。このため、資産運用ビジネスは表面的には成長が鈍化しているようにもみえる。しかし、目を凝らせば、資産運用サービスがわが国社会に幅広く根付いていくための基本的条件が揃いつつあることを見出すこともできる。

公募投信ビジネスでは、高い分配金によりキャッシュフローをもたらす金融商品としての利用が減り、長期に安定的なリターンをもたらす資産運用手段としての活用が徐々に増えている。運用会社にとっては、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優れた投資商品の提供が重要になってくる。一方、銀行向けファンドビジネスは、残高の拡大ペースはやや鈍化しているものの、銀行での管理体制整備の進捗と共に再び拡大のペースは加速する可能性が高い。資産運用会社には、ルックスルー対応のための詳細なデータ提供など、顧客サービスにおける業務プロセスの改善や、さらには銀行の有価証券運用も含め、ポートフォリオ運用の十分な知見に基づくサポートが求められよう。年金ビジネスにおいては、公的年金を中心に運用対象の多様化や資産運用会社への報酬体系が見直され、運用力に基づく競争環境が整うとともに、競争の一層の激化も予想される。

ここで指摘した環境変化は、どれも業界関係者が長年にわたって願ってきたものであるが、現時点では必ずしも明確なトレンドとなっていないものもある。だからこそ、資産運用会社として十分な対応を行い、変化のトレンドを一層確実なものにする必要があるだろう。本書では、変化の予兆を捉えるため様々な工夫を凝らして分析を試みている。このような分析はさまざまな議論を通じて改善されると考える。多くの読者からの忌憚のないご意見を頂ければ幸いである。

2017年11月吉日

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション事業本部  
「日本の資産運用ビジネス2017/2018」総括責任者

金子 久

# 第1章

# 日本の投資家動向

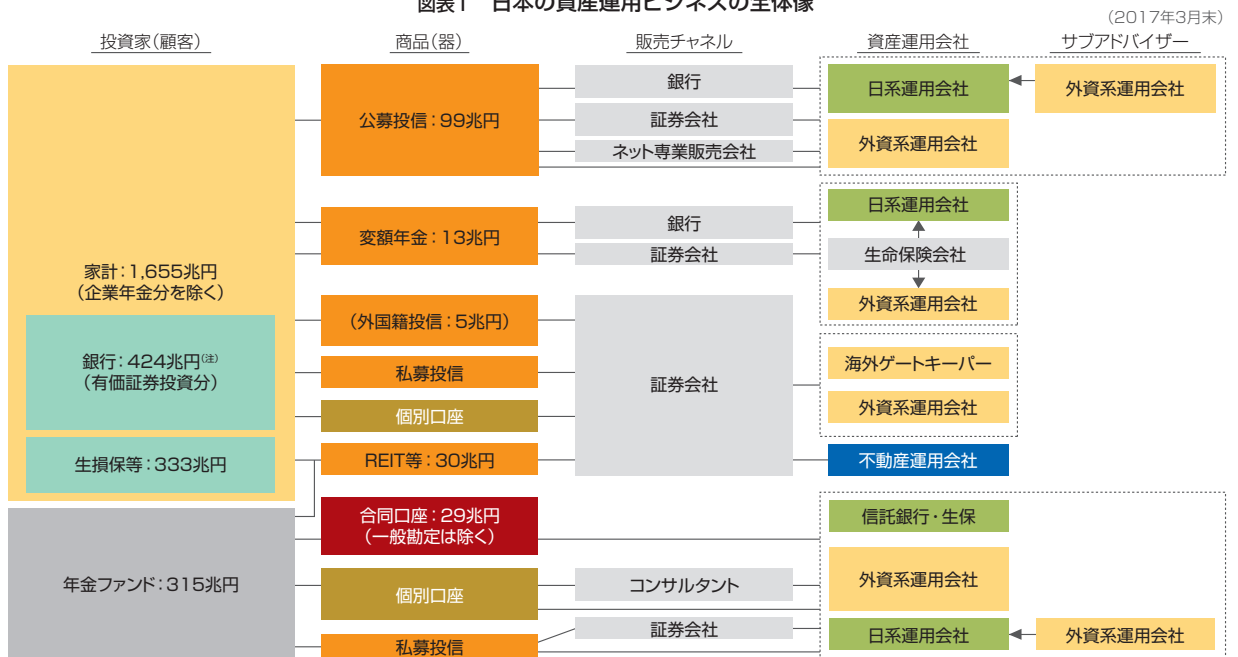
## 再び増加に転じた金融資産

2012年から継続してきた日本の資産運用ビジネスの成長は、15年度にやや足踏み状態となったが、16年度は再び増加に転じた。ペースはスローダウンしたが、銀行の有価証券運用におけるファンド投資が継続していることが一番の要因である。ただ、資産運用ビジネスを取り巻く環境は依然として不透明な状況にある。公募投信の資金流入額は鈍化傾向、分配金はピーク時ほどの額ではないが依然高水準である。投信の残高は史上最高水準にあるものの、販売会社が金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」に則った販売モデルを模索していることもあり、販売動向は今後も不安定な状況が続くと考えられる。一方で、個人型確定拠出年金（通称iDeCo）の

加入資格が公務員等にも拡大したことで投信の裾野が広がり、着実に残高が増加することも期待される。

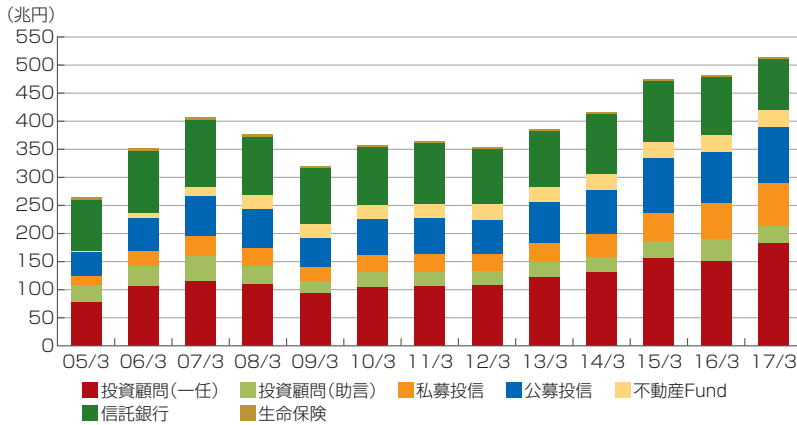
ここで16年度末の資産運用ビジネスの状況を概観しておく。図表1は、17年3月末現在の日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。日本で運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家（家計）、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つである。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は全体で1,970兆円と推定される。1年前に比べ114兆円の増加で、うち家計が104兆円、年金ファンドは10兆円、と家計の増加がそのほとんどを占めた。

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

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基に野村総合研究所作成

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514兆円<sup>1)</sup>、前年比で32兆円の増加となり、ようやく500兆の大台に到達した。金融資産全体に占める割合も3割を目指す水準に近づいている。資産運用機関の存在感は今後も拡大すると期待される。

## 家計、年金ファンド、金融機関の動向

家計の金融資産は、17年3月末現在で1,655兆円、1年前と比べ104兆円の増加である。商品別に大きな変動はなく、預金と保険の合計で全体の8割弱を占める。

今後5年間の家計の金融資産動向を推計してみると、退職金の額がピークを過ぎたとは言え、金融資産の重要な原資が退職金や給与からの毎月の貯蓄であることに変わりはなく、年間20兆円程度あると見込まれる。これに個人の株式の売却金等を併せ、年間23兆円の資金が金融資産に流入する。このうち銀行の預金及び各種の保険商品に約8割の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5兆円強の流入が見込まれる。一方、公募投信では年間5兆円という高水準の分配金が少しずつ減少してきているが、この鈍化速度の推定は難しい。仮に現在の半分の水準に低下したとすると、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3兆円となる。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、NISAの非課税期間が継続する今後2年間は年3兆円弱の資金が流入するが、その後3年間は資金流入はネットでほぼゼロとなる。その中で株式投信に回るのは7割弱とみられ、

NISA経由の投信への平均流入額は、年間1兆円弱となる。その他、確定拠出年金でも投信への流入額が5千億円程度あると見込まれ、これらを合計すると今後5年間の投信への年平均資金流入額は4～5兆円程度と予想される。NISAや確定拠出年金は、ポテンシャルは高いものの、市場の拡大に大きく貢献するには時間がかかると考えられる。

最大の機関投資家である年金ファンドの17年3月末の資産額

は315兆円と推定される。公的年金資産が207兆円(前年度比12兆円増)、その他の企業年金等は108兆円(同2兆円減)である。全体では10兆円の増加となったが、資本市場のリターン改善がその主な要因である。またGPIFには、厚生年金基金の解散・代行返上による資金流入もあった。GPIFでは10月から経営委員会による合議制での意思決定がスタートするが、オルタナティブ投資の増加、本格的な成功報酬体系の導入など、投資改革は継続される。これまでと同様、高いリターンを提供すれば高い運用報酬を期待できる存在である。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が218兆円、信用金庫・信用組合で68兆円、ゆうちょ銀行139兆円、生命保険会社310兆円(うち、かんぽ生命64兆円)、損害保険会社24兆円で、合計約758兆円(前年度比20兆円の減少)となっている。

超低金利や日銀による国債の大量購入が継続される中、金融機関において相対的に利回りの高い資産への分散投資のニーズは高い。外国証券やファンドを中心とする「その他の証券」への投資は継続すると考えられるが、金融庁が有価証券運用のリスク管理について監視を強化しており、これまでのように一本調子で増加する状況ではなくなった。ただ、ゆうちょ銀行やかんぽ生命の有価証券運用の管理体制整備は継続しており、金融機関がビジネス戦略上重要な顧客であることに変わりはないだろう。

1) この金額は、信託・生保では、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を含まない、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。

### 収益は5%減少

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、2016年度、時価変動は約8兆円のプラス要因となった。これは主として内外株式の時価上昇によるものである。

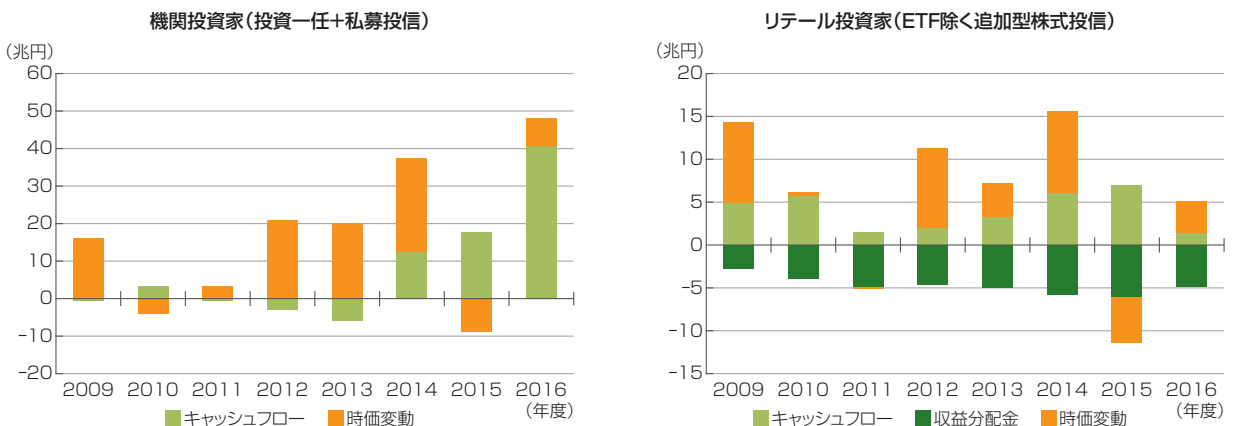
一方、資金流入は約41兆円と極めて大きいプラス要因となった。このうち投資一任契約への資金流入が約29兆円を占める。ただしこのほとんどは、国内の大手金融・保険グループにおける資産運用会社の統合と機能移管に伴うものである（約27兆円<sup>2)</sup>）。公的年金の中で共済年金等は16年度にも運用会社の採用を進め、一部には

資金流入もあったが、企業年金等では緩やかな解約・資金流出が続いており、年金セグメント全体としては大きな資金フローはなかったといえる。

主に金融法人向けである私募投信への資金流入は約12兆円である。私募投信を通じた金融法人からの運用委託は近年急速に拡大してきた。16年度の資金流入額は、15年度よりも2.5兆円程度減少し若干の減速が見られたものの、基本的には従来からのトレンドが続いたと見てよいだろう。

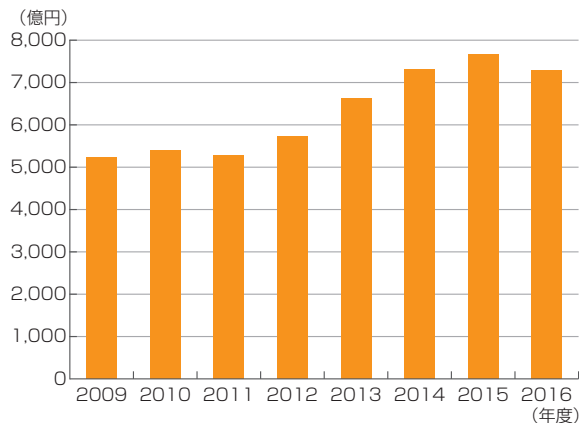
次にリテール投資家（右図：ETFを除く追加型公募株式投信）について見ると、時価上昇で約4兆円の資産増となった。また、設定・解約等をネットにした資金流入は約1兆円と辛うじてプラスの水準に留まったものの、一昨年までの堅調なフローは急速に衰えた。収益分配金による流出約5兆円を考慮すると、実質的には資金流出が生じており、時価上昇分を含めても運用残高（純資産額）の成長はほぼゼロだったといえる。なお、この分配金は絶対額として縮小に転じており、15年度比で1兆円程度の減少となった。年度末時点を比較すれば運用残高は大き

図表3 運用残高の変動の要因分析



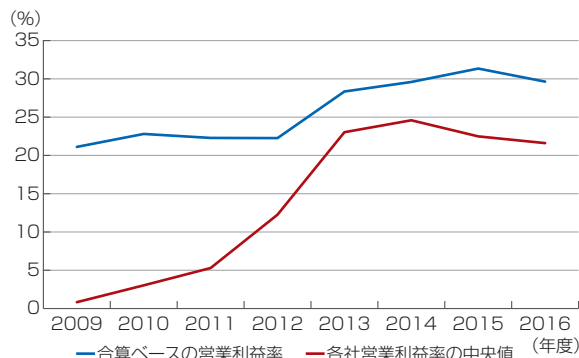
(出所) 投信協会、日本投資顧問業協会、NRI Fundmark等より野村総合研究所推計

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を基に野村総合研究所作成

図表5 営業利益率の推移



(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)。「合算ベースの営業利益率」は集計対象会社の営業利益総額をネット収益総額で除したものである。

(出所) 有価証券報告書を基に野村総合研究所作成

く変わっていないことから、この減少は市場全体の平均的な分配金利回り<sup>3)</sup>の低下によるものである。分配金利回りは15年度末には10%程度であったが、足下では7%台となっている。

図表4は運用会社の収益総額の推移を示したものである。本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、16年度の運用報酬額はおよそ7,300億円となった。過去最高だった15年度比で約5%の減収であり、14年度の水準と同程度である。収益水準に影響する運用資産の平均残高の変化を確認すると、16年度には私募投信が2割以上伸長した一方、公募投信(図表3と同じ定義による)は約7%減少した。公募投信における収益額の減少を、他のセグメントで埋め合わせられなかったことになる。

国内系運用会社(公募投信委託会社のみ)を対象に営業利益率を集計したのが図表5である。対象会社の営業利益総額を収益総額で除した利益率は30%となり、15

年度比で1%ポイント低下した。各社の営業利益率の中央値は23%と、これも15年度比で1%ポイント低下した(図表4と同様、執筆時点のデータに基づく)。

## 2 資産運用ビジネスの将来見通し

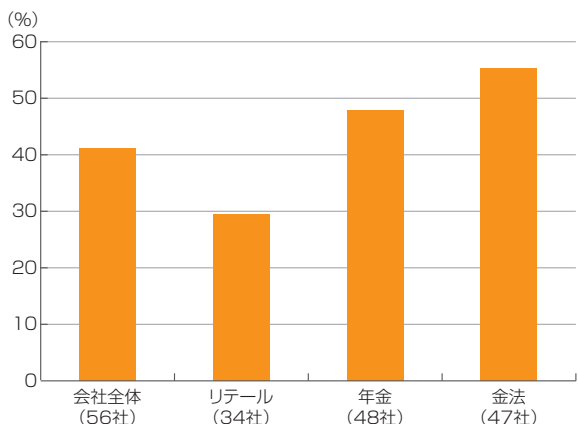
15年度まで堅調に推移してきた収益、利益率は、16年度には悪化し、トレンドが反転したようにも見える。もちろん、16年度の減収の主たる要因は運用残高(平残)の減少であり、その背景には資本市場の動向がある。今年度に入ってから、執筆時点での主要な株式市場の価格水準を見ると、平残ベースでは16年度に対して概ね10~15%程度上昇しているケースが多いため、このまま経過すれば2017年度は増収・増益となると予想される。

しかし、運用会社は市場要因に関わらず、資金フローを獲得するための事業戦略を有しているはずである。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」<sup>4)</sup>)を毎年実施しており、以下ではこれをもとに、各社が当面の事業環境をどのように評価し、施策を立案しているのか見ていく。

### 成長期待は依然高いものの、大きな見通しの変化はない

まず、会社全体の収益の見通しを確認する。図表6は、会社全体および事業(投資家セグメント)別に、今後3~

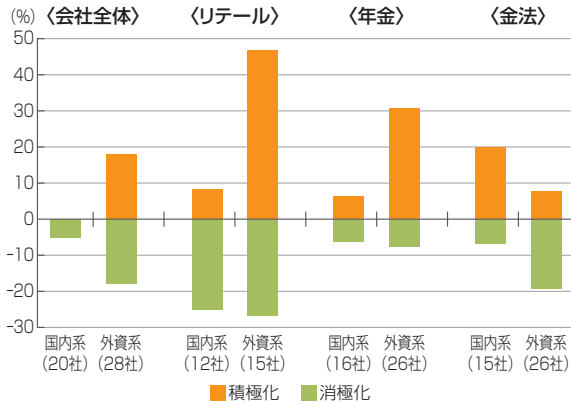
図表6 今後3~5年で10%以上の増収を予想する会社の割合



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」



図表7 収益額の増減見通しの変化(会社全体・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  
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

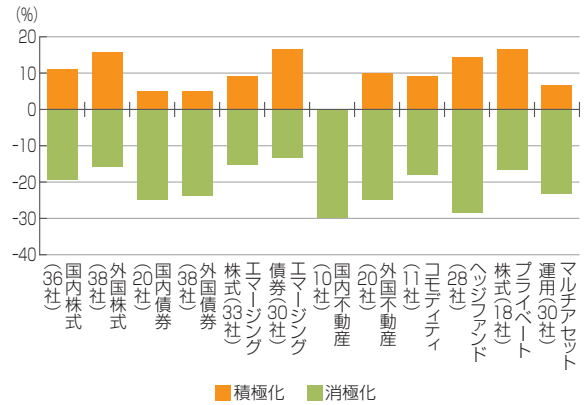
5年での収益の増減予想(市場変動によるものを含まない、資金流入によるもの)が10%を超えると回答した運用会社の割合を示したものである。会社全体については約4割が10%以上の増収を予想している。事業別には金融法人、年金、リテールの順で増収予想をする会社が多い。

昨年時点での見通しと比較するため、本調査に2年連続で回答を寄せた運用会社を対象に、収益の増減予想の変化をまとめたのが図表7である。会社全体としての収益見通しについては、国内系のほぼ全社が据え置いた。外資系も半数は据え置きであり、それ以外の積極化または消極化した会社は2割程度ずつと拮抗している。外資系では会社によって見通しが割れたとはいえ、概して従来の見通しから変わっていないといえる。事業別にはリテールと年金では外資系で積極化した会社が多かった。金融法人では据え置きが多いが、相対的には国内系で積極化した会社が多かった。

過去数年、資産運用業界の成長を後押しするような環境変化(個人の資産形成の促進を図る制度の創設・拡充、公的年金の運用高度化、国内金利の低位抑制、堅調な株式市場等)が続いた。しかし、それらが収益へ与えるポジティブなインパクトは既に織り込まれており、将来見通しに大きな影響を与えるような事象は過去1年の間にはなかったといえるだろう。

次いで図表8は、各社の提供する運用戦略への資金流入の見通しの変化を資産クラス別に集計したものである。回答は全体としてやや消極化の方に偏っており、特に内外の債券や国内不動産について相対的にその傾向が

図表8 資産クラス別の資金流入見通しの変化



(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」

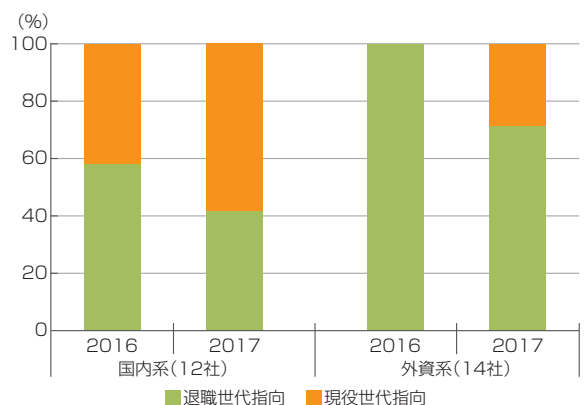
強い。これは金利環境等を背景としたバリュエーション上の割高感や直近のパフォーマンス、GPIFが外国債券のマネジャー・ストラクチャーを15年に完了させたことなどによるものだろう。これに対して外国株式、エマーシング債券、プライベート株式については相対的に積極化も多かった。ただし、過去の調査に比べるといずれも顕著な偏りとはなっておらず、評価が割れている。こうしたことも、過去1年に大きな環境変化がなかったことを示唆している<sup>5)</sup>。

### リテール投信で現役世代の存在感が高まる。 外資は機関投資家ビジネスで大手シフトを進める

アンケートでは、投資家セグメントごとに重視する施策等を訊ねている。この結果から、各社の重要施策の変化を確認しよう。

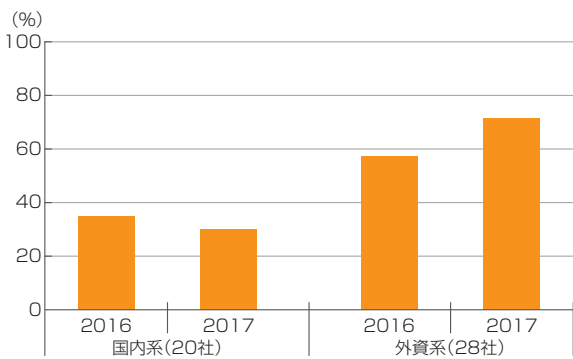
まずリテール向け投信ビジネスにおいて、各社(公募

図表9 リテール投信ビジネスにおいて重視する投資家層



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計  
(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10 年金ビジネスにおいて「大口顧客にフォーカスした営業の強化」を重点施策とする会社の割合



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計。それぞれ12の施策の中から3つまで重視するものを選択したとき、その中に該当の選択肢を含む会社の割合(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

投信の委託会社のみ)が重視する投資家層を集計したものが図表9である。現在の公募投信保有者の主体は退職世代であるが、DCやNISAのように現役世代の資産形成に寄与する制度が創設・拡充され、親世代の資産相続も進展することなどから、今後は現役世代が重要なリテール投資家層として台頭することが予想される。

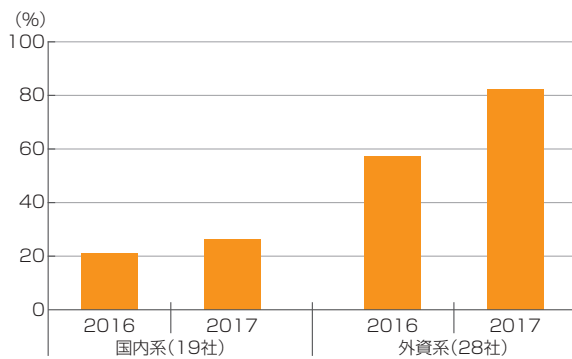
図表9によれば国内系か外資系かによらず、昨年と比べて現役世代をターゲットとするような施策を重視する運用会社が増加している。例えばDCや「積み立てNISA」ではシンプルで低コストのファンドが中心となり、資金流入のペースも緩やかなので、ビジネスとして収益性は低いと判断されることが多い。しかし国内系では既に半数以上が現役世代指向となり、外資系でも現役世代を顧客の主軸に据えるという会社が複数現れている<sup>6)</sup>。

次に年金ビジネスでの重要施策を見ると、公的年金をはじめとする大口顧客へ特にフォーカスしようとする会社が外資系で増加した(図表10)。同様の変化は金融法人ビジネスについても見られ、メガバンクや生保等の大手金融法人に特に力点を置く外資系が増加した(図表11)。なお、地銀等の地域金融機関を重視するとの回答は、資本タイプによらず減少している。外資系にとってダイレクト・アクセスが可能で委託の規模も期待できる大手の機関投資家をセールス・マーケティングの中心に据えるのは自然であるが、その傾向がより強まる形となった。

## 成長軌道への回帰

日本の資産運用ビジネスは、成長ポテンシャルはあり

図表11 金融法人ビジネスにおいて「メガバンク等の大手金融法人顧客の開拓・深耕」を重点施策とする会社の割合



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計。それぞれ12の施策の中から3つまで重視するものを選択したとき、その中に該当の選択肢を含む会社の割合(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

ながらも、足下では資金フローが伸び悩むなど、停滞感もある。こうした環境で自社が成長を実現するには、リテールにおける現役世代・投資未経験層の台頭や、公的年金における運用の高度化、金融法人の直面する規制の変化など、投資資金の質的で不可逆的な変化に対し、自社の競争力をどのように開発・構築して適用していくか検討する作業が必要となる。長期の成長を指向するなら現在の競争力を所与とする必要はなく、経営ビジョンに照らして必要と考えるものの開発・構築に取り組みばよい。そのようにして顧客の投資経験を改善することは、自社として新たな顧客を取り込むだけでなく、業界として顧客ベースを拡大することにも寄与するだろう。

当面の環境変化が見えた今日のような状況は、改めて的確な環境認識を行い、自社の現在と将来のポジショニングを検討し、長期の事業戦略を刷新する好機ではないだろうか。

- 2) このうち、みずほ信託銀行がGPIFをはじめとする公的年金との一任契約をアセットマネジメントOne社に移管した影響額が推計で約15兆円、みずほ信託銀行が同社の運用をアセットマネジメントOne社に一任した影響額が推計で約12兆円ある。
- 3) 過去1年の収益分配金を純資産で除したものと算出。
- 4) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、17年度は9月に実施した。有効回答数は61社(国内系32社、外資系29社)、運用資産のカバー率は76%である。
- 5) 商品別の絶対的なニーズの水準については3章第4節を参照。
- 6) ただし、このような会社が投信ビジネスの収益見通しを積極化させたわけではない。図表7にあるように、外資系の4割超が投信ビジネスの収益見通しを積極化させたが、該当の会社のほとんどは図表9における「退職世代指向」の会社に含まれる。



## 1 年金向けビジネス

### 年金資産は2年前の水準まで戻る

日本の年金資産は2017年3月末現在、全体で約315兆円と推定される。前年度に比べ約10兆円増加、2年前の水準と同程度まで戻った。公的年金（国民年金、厚生年金等）は207兆円（前年度比12兆円増）、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108兆円（2兆円減）となった。公的年金が全体の約66%と2/3を占め、割合が大きくなっている。

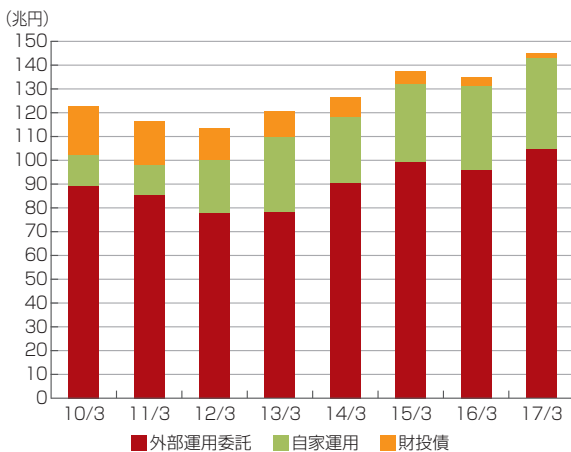
公的年金については一元化から約2年が経過し、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国民年金と民間被用者の厚生年金保険の積立金を運用、公務員や私立学校職員等に関する積立金の運用は各共済組合が行う体制が取られている。

GPIFの17年3月末の資産残高は約145兆円で、前年

度から10兆円増加した（図表12）。運用利回りが5.9%とプラスに転じたことに加え、代行返上等により寄託金額が増えていることも資産増に寄与していると思われる。外部委託が105兆円と約9兆円増加し、初めて100兆円を超えた。自家運用は38兆円で、3兆円のプラスと伸びは小さいが増加傾向が続いている。16年度末の資産配分は国内債券33%、国内株式24%、外国債券14%、外国株式24%と、厚生年金積立金のモデルポートフォリオ（国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%）にかなり近い。ただ、このほか短期資産が5%と高い水準になっている。共済組合が運用管理する資産額は約54兆円（1兆円増）で、うち厚生年金部分が約29兆円と半分強を占めている。

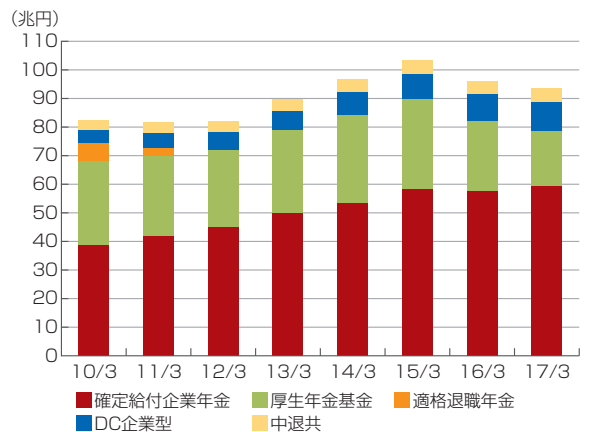
企業年金の資産残高は総計で約95兆円、前年度比2兆円の減少となった（図表13）。うち確定給付型年金（DB）は79兆円で、4兆円近い減少である。運用利回りはプラスと推定されるが、厚生年金基金の解散や代行返上が継続しており、全体の資産額は昨年度に続き減少した。厚

図表12 GPIF運用資産の推移



(出所) GPIF 各年度「業務概況書」より野村総合研究所作成

図表13 企業年金の資産残高

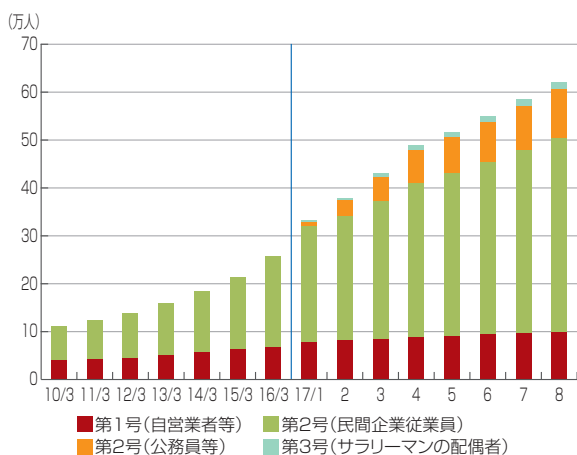


(出所) 信託協会、運営管理機関連絡協議会、勤労者退職金共済機構資料を基に野村総合研究所作成

生年金基金は、16年度110基金が解散、36基金が代行返上を行い、17年3月末の基金数は110となった。資産額は19兆円（5兆円減）、加入員数は139万人（115万人の減少）である。17年度に入って8月までの解散・代行返上は既に43基金にのぼり、8月末の基金数は67にまで減少している。確定給付企業年金は資産額が59兆円で、1兆円強の増加にとどまった。規約型の制度数減少が続いているが、基金型は16年度86基金が新たに設立され17年4月1日現在705まで数を増やしている。

確定拠出年金（DC）は、企業型DCで加入者数が590万人を超え、資産額も10.5兆円と1兆円近くの増加となった。順調に加入者・資産額とも増え続けてはいるが、厚生年金基金などDBが減少するなか、増加ペースはそれほど大きくない。一方、個人型では17年1月から大きな制度改正が実施され、公務員等や第3号被保険者（いわゆる専業主婦（夫））、企業年金のある企業の従業員も加入できるようになった。制度的には、60歳未満の人はほぼ誰でも個人型DCに加入できることになったのである。創設以来、増加は続けているものの、16年末でも30万人程度であった加入者数は、制度改正からたった8ヶ月で62万人と2倍を超える勢いで増えている（図表14）。iDeCoという愛称が付き、様々な宣伝やキャンペーンが行われて大きな話題となったことも功を奏したと言えよう。資産額は17年3月末で1.4兆円と前年度末比1,600億円の増加であったが、今後加入者が拠出を続け、運用益が蓄積されるにつれ、これまでとは異なる増加カーブを描いていくのではないかと期待される。

図表14 個人型確定拠出年金（iDeCo）加入者数



(出所) 厚生労働省、国民年金基金連合会

## 2 銀行の有価証券投資

### 4年連続で減少した有価証券残高

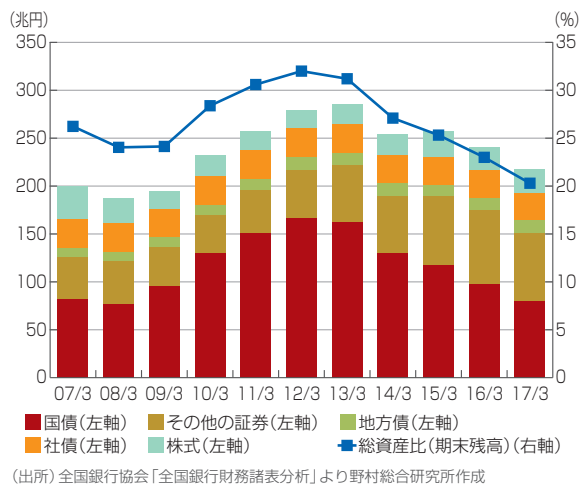
16年度末の全国銀行の有価証券投資残高は、218兆円<sup>7)</sup>、15年度末比、23兆円の減少となった。総資産額に占める割合も9.4%減少し、20%となった。13年4月に日本銀行が異次元緩和を開始してから、銀行の有価証券残高の減少は4年連続である。異次元緩和は、銀行による貸出などリスク性資産への投資を促進することを目的としたものであるが、その実施後は、貸出や有価証券投資に向かうべき資金の一部が日本銀行の当座預金口座に滞留する状態が続いていた。そこで日本銀行は、16年2月に当座預金口座に保有する超過準備金に対して-0.1%の金利を課すというマイナス金利政策<sup>8)</sup>を開始したが、16年度末の預け金残高は15年度比36兆円と大幅に増加し、202兆円となった。その理由は、都市銀行だけでなく、地域銀行においても預け金残高が大幅に増加したことにある。都市銀行の残高は138兆円（前年度比22兆円増）、地方銀行は31兆円（同9兆円増）、第二地方銀行は6兆円（同1.2兆円増）、信託銀行は26兆円（同3兆円増）であった。しかし、銀行の当座預金残高はマイナス金利が適用される水準に迫っており、これ以上預け金を増やすことは難しいという状況にある。

業態別の有価証券残高は、15年度比、すべての業態で減少した。都市銀行の残高は102兆円（前年度比15兆円減）、地方銀行は76兆円（同3兆円減）、第二地方銀行は16兆円（同8千億円減）、信託銀行は21兆円（同3.7兆円減）<sup>9)</sup>となった。

### 残高が減少した国債とその他の証券

全国銀行の有価証券投資残高の内訳を見ると（図表15）、国債残高が15年度から更に18兆円減少し、80兆円となった。その結果、有価証券残高に占める国債の割合は、この10年間で最も低い水準（37%）となった。次いで減少したのが、その他の証券<sup>10)</sup>である。その他の証券残高は、15年度末比5.7兆円減少、71兆円となった。国債とその他の証券に代わって増加したのは、地方債と株式であった。

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

16年度末の地方債と株式の残高は、それぞれ14兆円(前年度比、1.2兆円増)、25兆円(同9千億円増)であった。僅かな金利差を求めて足もと地域金融機関だけでなく、都市銀行も地方債の引き受けに参加するようになった結果である。一方、株式残高の増加は、16年度下半期の株価上昇に起因したものである。

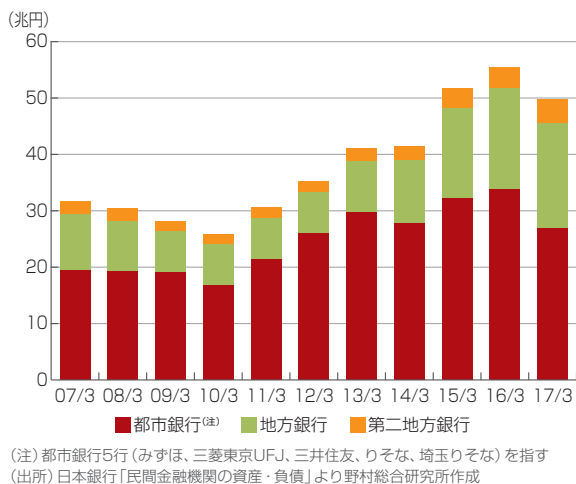
業態別で見ると、その他の証券残高の動きに違いがある。都市銀行では、残高が15年度比6.4兆円と大きく減少し、35兆円となった。一方、地方銀行、第二地方銀行では逆に残高が増加した。地方銀行では約1兆円増加の19兆円、第二地方銀行では4兆円(前年度比約4千億円増)となった。

### 引き続き増加した 「外国証券以外のその他の証券」

銀行は異次元緩和実施以降、国債と比べて利回りの高い資産への分散投資を推進してきた。その受け皿となったのが、その他の証券(海外証券やファンドなど)である。しかし上述の通り、15年度末まで増加傾向にあったその他の証券も16年度末には減少に転じた(図表16)。日本銀行「民間金融機関の資産・負債」によれば、16年度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61兆円。15年度末比6.8兆円の大幅な減少となった。

その内訳を見ると、外国証券残高が大幅に減少する一方で、「外国証券以外のその他の証券」(ファンド<sup>11)</sup>、ヘッジ・ファンド、仕組債など)残高は引き続き増加している。

図表16 その他の証券 業態別残高推移(除く海外支店勘定)

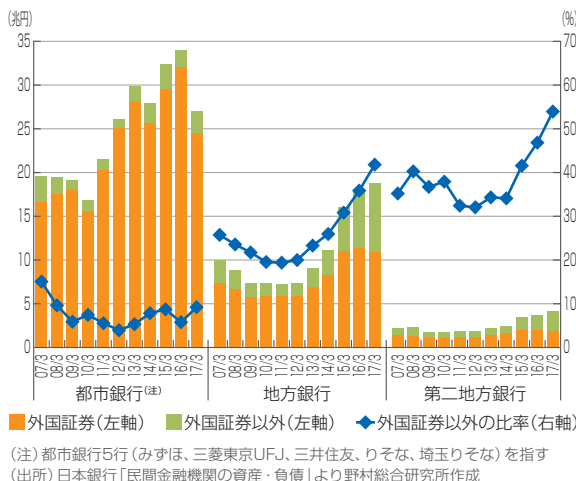


(注) 都市銀行5行(みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな)を指す  
(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より野村総合研究所作成

外国証券残高は46兆円と、15年度末比10兆円減少した。この大幅な減少は、主に16年度下半期の米国金利変動に起因した売却に伴うものである。一方、「外国証券以外のその他の証券」は、15年度比3兆円増加、15兆円となった。「外国証券以外のその他の証券」への投資は、銀行にとって有価証券ポートフォリオの分散化と収益向上を図るための重要なツールとなっている。

「外国証券以外のその他の証券」残高は、すべての業態で増加した(図表17)。都市銀行の16年度末のその他の証券残高は27兆円(前年度比7兆円減)。うち外国証券残高は24兆円と15年度比7.5兆円の大減少だったが、外国証券以外の残高は2.5兆円で、0.5兆円とわずかながら増加した。地方銀行では、その他の証券残高は19兆円。うち外国証券残高は11兆円(同0.5兆円減)、外国

図表17 その他の証券 業態別残高推移



(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

証券以外は、15年度と同じく1.5兆円増加し、7.8兆円となった。足もと地方銀行がファンド等への投資を積極化している様子がうかがわれる。第二地方銀行のその他の証券残高は4兆円。うち外国証券残高が1.9兆円（前年度比横ばい）に対し、外国証券以外は2.2兆円（同0.5兆円増）と、外国証券残高を上回る水準となった。大手行比、人材や投資ノウハウなど有価証券投資に係る経営資源には限りがある地方銀行や第二地方銀行では、「外国証券以外のその他の証券」投資への依存度が年々高まっている。

日本銀行<sup>12)</sup>等によれば、銀行は、株式投資信託、不動産投資信託、債券ラダー型投資信託（海外金利物）、仕組み債などへ投資している。銀行の中には、ルック・スルーの手間を省くため上場投資信託に限定して投資しているところもあるが、私募投資信託を好む銀行が多い。これは、ダブル・ギアリングなどの自己資本比率規制や自行の投資方針などによる制約のためである。

## 2017年度の有価証券投資の動向

17年度に入って4月以降の銀行の有価証券投資動向を見ると、その他の証券残高、なかでも外国証券残高が再び増加している。業態別で見てもこの傾向は変わらない。含み損を一掃し、銀行は再び外国債券残高を積み増している。海外貸出に積極的に取り組んでいる都市銀行や大手地方銀行にとっては、外貨流動性管理も外国債券投資の重要な目的の一つとなっている。

一方、「外国証券以外のその他の証券」残高は、17年4月以降ほぼ横ばいで推移していたが、7月に都市銀行で大きく増加した。その背景には、経営環境が厳しさを増す中、少しでも高い利回りを求めて投資対象を選別していることや、増加する外国債券投資に対するヘッジとして株式投資信託などへの投資を増やしていることなどがある。

規制という観点からは、17年度末に銀行の有価証券投資に影響を与える制度改正が実施される予定である。銀行勘定の金利リスク管理強化である。本制度改正により国際基準行は、通貨毎に設定されたシナリオ下において経済価値とネット金利収入の減少額を算出し、自己資本額と共に開示することが必要になる。19年3月末には国内基準行にも新制度が適用される予定である。制度

実施を控え、既に銀行は制度改正による金利リスク・テイクへの影響を分析、今後の方針を検討している。もともと銀行の有価証券ポートフォリオは、国債の割合が大きく、金利リスクに対して感応的である。今回の規制強化により、銀行はより金利リスク・テイクに慎重になることが予想されており、長期債や外貨建て資産への投資にはより慎重になることが考えられる。

## 運用収益の安定化のために 何をすべきか

長引く低金利環境下、貸出の伸びは緩やかであり、銀行にとって有価証券投資の収益面での重要性に大きな変化はない。今後も銀行は、銀行全体の収益安定化を図るためにその他の証券、なかでも「外国証券以外のその他の証券」への投資を継続するだろう。

有価証券投資でリスク・テイク姿勢を強める銀行に対して、監督当局は、リスク性の高い資産へ投資をする際にはそれに見合った管理体制を整備すべきという一貫したスタンスをとってきた<sup>13)</sup>。銀行は、足もと5年ほどの間に急速に多様化した有価証券ポートフォリオのリスク・プロファイルに見合った管理体制を整備する必要に迫られている。しかし大手行を除き、その他の証券残高の伸びに伴う有価証券ポートフォリオのリスク・プロファイルの多様化に未だ管理体制が追いついていない状況にある。そしてこのことが銀行の有価証券投資の収益安定化を阻む要因となっている。つまり銀行は、専門性の欠如により有価証券投資の収益機会を最大化できない状況にあると言える。

運用体制の整備が追いついていない大きな理由の一つとして、銀行の経営陣が運用リスクについて十分に理解していないという問題点が指摘されている。その背景には、大手行も含めて運用業務の経験を持つ経営陣が非常に少ないことがある。現在に至る超長期的な低金利環境下で、銀行は、貸出業務と有価証券投資業務に主従はなく、両方でバランスよく収益をあげることが重要であることを強く認識するに至った。将来的な収益の安定化のためには、外部人材を役員に登用し、トップダウンで運用体制を強化することも有効な選択肢となろう。

銀行、なかでも地域銀行にとって運用業務に係る人材の育成は、喫緊の課題となっている。銀行には、長期的な

視点に立ち、運用分野で専門人材の育成に取り組むことが求められる。しかし当然のことながら人材を育成するには、それなりの時間がかかる。銀行は同時に、人材不足を補うための短期的な施策を講じる必要がある。例えば、現状多くの銀行において運用管理業務は手作業やエクセルが中心である。こうした業務のシステム化を積極的に進めることで効率化を図ることが可能となる。その結果、現状の人員体制でより規模の大きなポートフォリオを管理できる、投資分析や評価という付加価値の高い業務に時間を使うことができるなどの効果が期待できる。

もう一つは、既に地域銀行が共同で資産運用会社に出資する動きが出てきているが、自行に専門性のない運用業務を外部専門家に委託することである。共同運用には規模の経済性が期待できるが、その一方で、委託運用に対してガバナンスをしっかりと効かせることが銀行の経営陣にとっての課題となる。

更に、銀行グループ内で有価証券投資業務を一元化することである<sup>14)</sup>。改正銀行法の施行により、銀行は、同一グループ内の共通・重複業務の集約が可能となった。運用業務をグループ内で一元化することにより、規模の経済性が達成できる、効率的な人員配置が可能となるなどの効果が期待できる。

最後に、外部人材を積極的に登用することである。専門性が不十分なまま業務に取り組むことにはリスクがある。担当者レベルだけでなく、ガバナンスを効かせ、経営陣に対して説明責任を十分に果たすことができるシニアな人材を登用することも重要である。

漂っている。

その理由のひとつは、大半の資産運用会社の運用残高が先に挙げた統計のように伸びていないためだ。定義上株式投信の一種とされるETFの残高が拡大している（17年3月期1年間で7.5兆円増）だけで、それ以外の株式投信の残高はむしろ微減（同0.1兆円減）となっている。残高が急増しているETFにしても、日銀の買い入れ（17年3月期5.6兆円）が主因で、日銀以外の投資家はむしろ0.2兆円の売却超過となっている。そのETFは、少数の資産運用会社が設定しているに過ぎない。

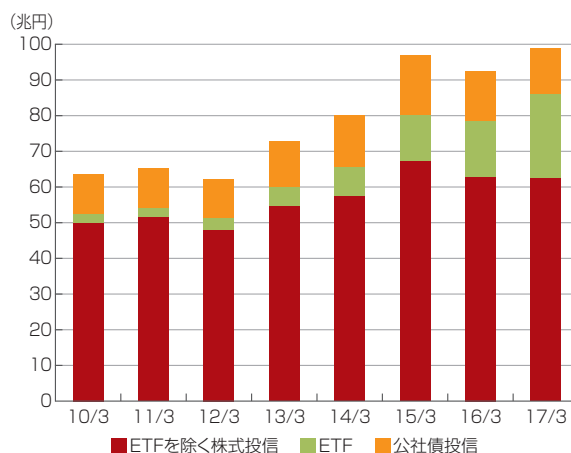
また、最近数年間に導入された投資促進策への期待が次第にしぼんできていることも、マーケットの停滞感につながっている。NISA（少額投資非課税制度）は14年に創設され、その後年間投資枠の拡大や、未成年専用の「ジュニアNISA」と積み立て投資に特化した「つみたてNISA」の導入等、相次いで拡充が実施されている。また17年にはiDeCo（個人型確定拠出年金）の加入対象者が拡大され、原則として60歳未満のすべての人が利用可能となっている。これらの制度は事前の期待通り、利用者を着実に増やしているが、同時に、投信マーケットへの金銭的な影響が顕在化するまでには時間が掛かることがはっきりしてきた。NISA口座は17年3月に1,077万件に達したが、実際に投資しているのは大凡6割といわれる。これまでのところ投資額は年3兆円で、このうち2兆円が株式投信に流入している。一方、解約と分配による流出率は年20%とみられ、この傾向が大きく変わらないとすれば、16年末に4.1兆円に達したNISA経

## 3 リテールビジネス

### 閉塞感が漂う投信マーケット

日本の公募投信の残高は17年3月末現在、98.8兆円で、その内訳は、MRFなどの公社債投信が12.8兆円、株式投信が85.9兆円となっている（図表18）。このうち、株式投信の残高は1年前に比べ7.4兆円（9.4%）の増加である。残高が1年間で1割近く増加しているのであれば、業界は活況に沸いていると表現しても良さそうなのだが、実際にはむしろ停滞感や閉塞感に近い雰囲気

図表18 公募株式投信の残高推移



(出所) 投資信託協会



由の投信残高は18年末には6兆円弱にまで増えるが、その後、残高は横ばいとなる（市場価格の変動は無視している）。これは非課税適用期間が最長で5年間とされているため、利用者が急増するか、非課税期間が長くなるか、あるいは市場価格が高騰しない限り、NISA経由の投信残高はこの先、大きく増えることはないだろう。

確定拠出年金（DC）の場合も同様だ。iDeCo加入者は17年1年間で新たに50万人近く増加し、年末には70～80万人に達しそうな勢いとなっている。ただ我々のアンケート調査によると、来年以降加入者の伸びは鈍化し、年間で10万人程度の伸びになるとみられる。従って、企業型DCと合わせ、加入者は毎年50万人近くの増加となる。年間の拠出総額は現在1兆円程度で、しばらくは毎年約700億円のペースで増加することが予想される。このうち投信マーケットに流入する資金は40～45%程度であり、この先5年間の累計でも2.8兆円に過ぎない。NISAにしても確定拠出年金にしても、ここ数年で投信市場を大きく拡大させることは難しい。

このように全体として閉塞感が漂う中、再び拡大に向かうための成長シナリオを業界は切望している。

## 内部で変化が進む株式投信

ETFを除く株式投信には一見大きな変容がみられないのだが、内部では確実に変化が起こっている。その一つとして流通形態の多様化が進んでいることが挙げられる。ETFを除く株式投信には、一般的な投信販売を通じて提供される投信以外に、確定拠出年金制度の中で提供

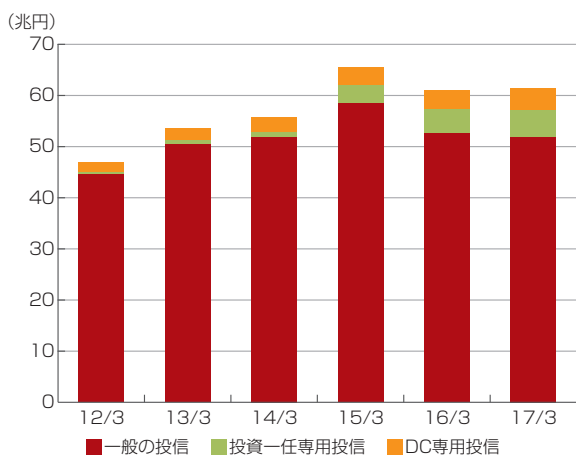
される投信（以下、DC向け投信という）や投資一任サービスを通じて提供される投信（同、投資一任専用投信）がある。このうち、DC向け投信と投資一任専用投信の残高は着実に拡大している（図表19：図表ではDC向け投信のうちDCだけに提供される「DC専用投信」のみを取り上げている）。DC向け投信には現在、1年間で5千億円程度の資金が流入している。毎月、掛金の一部が流入してくるため、流入額は安定している。

個人向け投資一任サービスはSMAやファンドラップと呼ばれることが多いが、いずれの場合もこれらサービス向けに設計された追加型株式投信を中心に提供されている。証券会社等による投資一任サービスは、わが国では04年頃から開始されたが、一般に注目を集めるようになったのは15年3月期頃で、この期1年間で専用投信への資金流入は2兆円を超えた。17年3月期に資金流入額は3,500億円まで減少したが、17年4月以降流入額は再び増加している。これはサービスを取り扱う販売会社が増えたためだ。投信に関わるサービスの付加価値として販売後の継続的なフォローに注目が移りつつあることから、今後も投資一任サービスへ参入する金融機関は一層増えることが予想される。これに合わせて、投資一任専用投信への資金流入額は再び拡大していくことが見込まれる。

## 縮小する分配型投信

投信の内部的変化のもう一つが、分配型投信の残高減少だ。図表19では一般の投信の残高が近年縮小傾向にあるが、その主因となっているのが分配型投信である（図表20）。分配型は投資収益を主として分配によって還元する投信で、四半期に一度以上の頻度で分配が行われる。2000年代前半以降、定期的なキャッシュフローに対するニーズの強い退職世代を中心に人気を集め、残高は最高で45兆円に迫った（15年3月）。ETFを除く追加型株式投信におけるシェアが8割近くに達したこともある（12年3月）。それが直近の2年間で残高が10兆円ほど減少し、足下のシェアは5割強にまで低下している。ピーク時には12兆円を超えた年間資金純流入（設定－解約）も17年3月期にはわずか5千億円にまで減少した。そのなかで分配による資金流出は4.7兆円とピーク（16年3月期の5.7兆円）からそれほど減っていない。18年3月

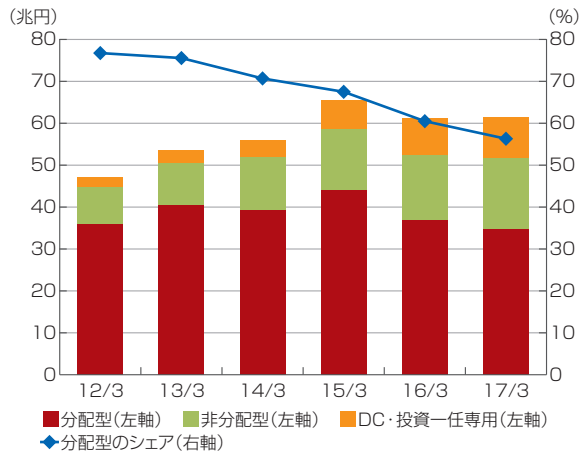
図表19 追加型株式投信（除くETF）の流通形態別残高



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成



図表20 追加型株式投信(除くETF)の残高推移



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

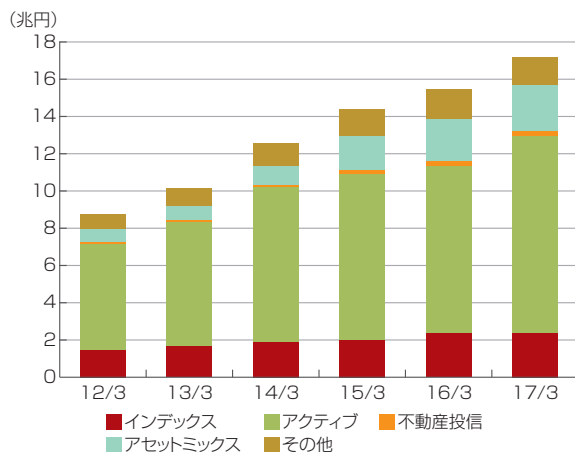
期には年間資金純流入が流出超過に転じると恐れ、この先も分配型の残高は縮小が続く可能性が高い。

## 拡大する非分配型投信

分配型投信とは反対に非分配型投信の残高は増加している。12年3月には9兆円に満たなかった非分配型投信の残高は、17年3月に17.3兆円に達し、さらに同年9月には20兆円にまで拡大している。

非分配型投信の中でも特に残高の拡大が目覚ましいのがアセットミックス型だ(図表21)。17年3月までの5年間でアセットミックス型投信の残高は3.5倍に拡大し2.5兆円に達している。アセットミックス型投信は様々なアセットクラスに分散投資する投信で、販売会社に

図表21 非分配型投信の分類別残高推移



(注) 集計対象はETF、投資一任専用投信、DC専用投信を除く非分配型投信。インデックス、アクティブは国内外の株式・債券の中で一つの資産に投資するファンドを対象に分類

(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

としては販売時に投資先のアセットクラスをすべて説明するなど手間が掛かるとして、かつては最も販売しにくい投信の一つとされた。ところが最近では、その販売会社からさえも、顧客に安定的な運用を提供する上で好ましい投信と評価されるようになってきている。

また、非分配型投信の中では国内株式型以外のインデックス投信の残高拡大も目立っている。17年3月時点の残高はまだ、7千億円をわずかに超える程度に過ぎないが、それまでの5年間で残高は3倍になっている。

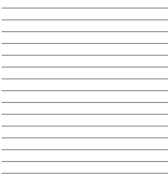
アセットミックス型やインデックス型は一般に中長期の運用を行う際のコアポートフォリオの構成要素とされる運用対象だ。分配型投信の人气が薄れ、反対に非分配型投信、中でもアセットミックス型の投信や、国内外の株式・債券のインデックスファンドが注目を集め始める等、投信のイメージが目先のキャッシュフローを提供する金融商品から中長期的に資産形成を行うための金融商品へと徐々に変化する兆しがみえている。

## 投信マーケットのポテンシャルは高い

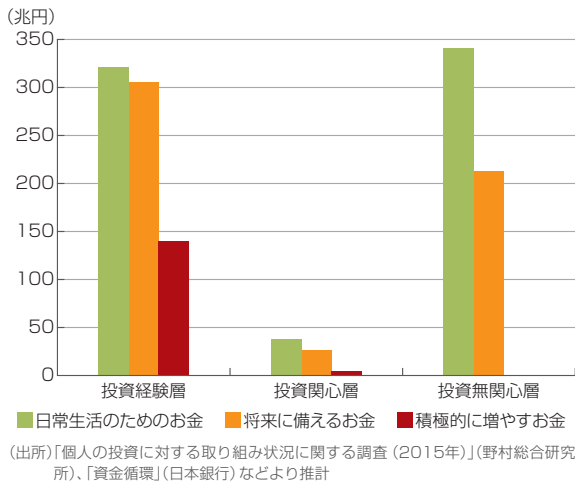
ファンドラップなどの投資一任やDCあるいはコアポートフォリオの運用手段としての投信というイメージが定着することは投信マーケットの規模の拡大につながる可能性がある。

とかく、これまで投信は「短期の利殖」のための商品と見なされてきた。少し前の投信の売れ筋商品からもわかるように、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、「日常生活のためのお金」、「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つのカテゴリーに分けてもらった(「個人の投資に対する取り組み状況に関する調査(2015年)」。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、各タイプの人々の金融資産がそれぞれどのカテゴリーに分類するのかを推計した(図表22)。

それによると、「投資経験層」は「積極的に増やすお金」を約140兆円、「将来に備えるためのお金」を約300兆円保有している。現在、個人による上場株式への投資額



図表22 個人金融資産(除く年金・生命保険)の分布



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。これらの投資資金の中心は、「積極的に増やすお金」140兆円と「将来に備えるためのお金」の一部(60兆円)が原資となっていると考えられる。

投信が長期に安定的なリターンをもたらす資産運用手段として一般に認識されるようになった場合、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はずだ。これにより投資経験層が保有する「将来に備えるためのお金」約300兆円からさらに多くの資金が投信マーケットに流れてくるだろう。投資経験層ばかりではない。投資関心層や投資無関心層も同カテゴリーのお金約240兆円を抱えている。“投信は高リスク商品”というこれまでのイメージが緩和されてくるに従い、連鎖的に彼らの中からも投信による資産形成を始める人が出てくることも考えられる。

## 変貌が迫られる投信ビジネス

投信が長期に安定的なリターンをもたらす資産運用手段として一般に認識されるようになるためには、多くの金融機関が顧客の運用目的や運用方針に合わせたポートフォリオを提案するアプローチをとれるかどうか鍵を握る。個人の場合、ごく一部の金融知識が豊富な人を除き、一般的に自分自身でバランスのとれた分散ポートフォリオを構築することは難しいからだ。顧客が収益性を重視し、リスクの高い商品でも積極的に運用したいのであれば、金融機関に求められるのは、該当する商品を

見つけ出し、その特性を説明することが中心となる。ところが、顧客の関心が安全性と収益性のバランスにあるのであれば、どちらをどの程度重視するかの特定を行い、それに応じて適切なポートフォリオを提案することを金融機関は求められる。また、市場の状況や顧客のライフステージが変化した場合に、ポートフォリオが適切性を保てるよう提案することも金融機関には求められるであろう。

金融機関がこのような役務を提供するようになれば、それに応じてビジネスモデルを変えていく必要もあるだろう。今までのような主として販売手数料に頼るビジネスモデルでは、収益の獲得と役務の提供のタイミングがずれ、組織内部で適切な活動の評価ができず、その挙句に顧客に十分な水準のサービスを継続できなくなるからだ。このため、多くの販売会社で、残高ベースのフィー体系に軸足を移さざるを得なくなるであろう。既に述べたように、投信の提供手段としてラップ等の投資一任サービスが始まっており、このサービスでは残高に応じたフィー体系が採用されている。このサービスを提供している証券会社や銀行はまだ一部に過ぎないが、今後も拡大が予想される。また、投資一任以外のサービスにおいても、残高ベースのフィー体系は検討されるべきだろう。その場合、同じファンドでも、販売会社の報酬体系に応じて信託報酬の水準の多様化を図るなど、諸外国で専用のシェアクラスを設けることによって行われている対応を、資産運用会社が求められることも考えられる。

また、金融機関は、従来は分配型投信を保有することでキャッシュフローを得ていた退職世代の顧客に対しても、新たなアプローチを真剣に考える必要がある。中長期に安定的なリターンをもたらす資産運用が必要なことは、現役世代ばかりでなく、余命の長い退職世代でも同じことだ。ここ数年、金融業界では、現役世代を中心に投資家の裾野を拡大していくことに意識が向けられてきた。このことがわが国にとって重要なことは論を俟たないが、今後顧客となる現役世代の投信に対するイメージを変えていくためにも、既存顧客である退職世代が持つイメージから変えていく必要がある。このことは、ビジネス的にも意味がある。先に挙げた投資経験層が保有する「将来に備えるためのお金」約300兆円の7割以上は60歳以上の世代が保有しており、一定のビジネス規

模の確保は比較的容易なはずだ。

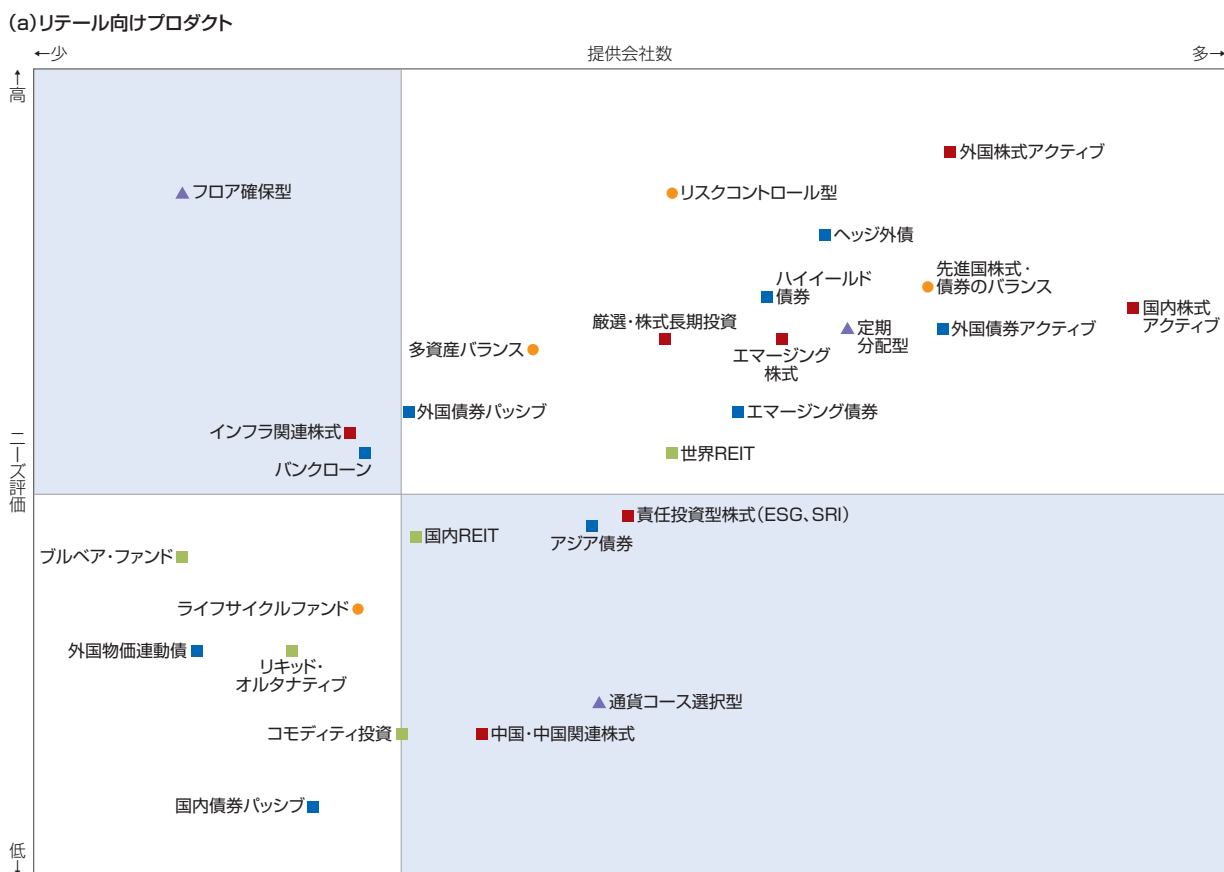
退職世代の場合、運用自体が安定的で効率的であるばかりでなく、計画的にキャッシュフローを作り出すことも必要となる。顧客の年齢に応じて資産配分を変化させる資産運用に関する機能と運用資産の現金化という口座管理サービスの機能を連携させる必要が生じる。米国などでは、リタイアメント・インカム用投信などの例があるが、まだ、知見の蓄積が十分に進んでいない。しかし、だからといって世界の中で高齢化の進展が最も早いわが国が、諸外国の先例を待っている訳にはいかない。投信会社と販売会社の役割分担や、顧客への報告の仕方などを新たに考案していくことが必要だ。

## 4 投資家セグメント別・運用商品市場動向

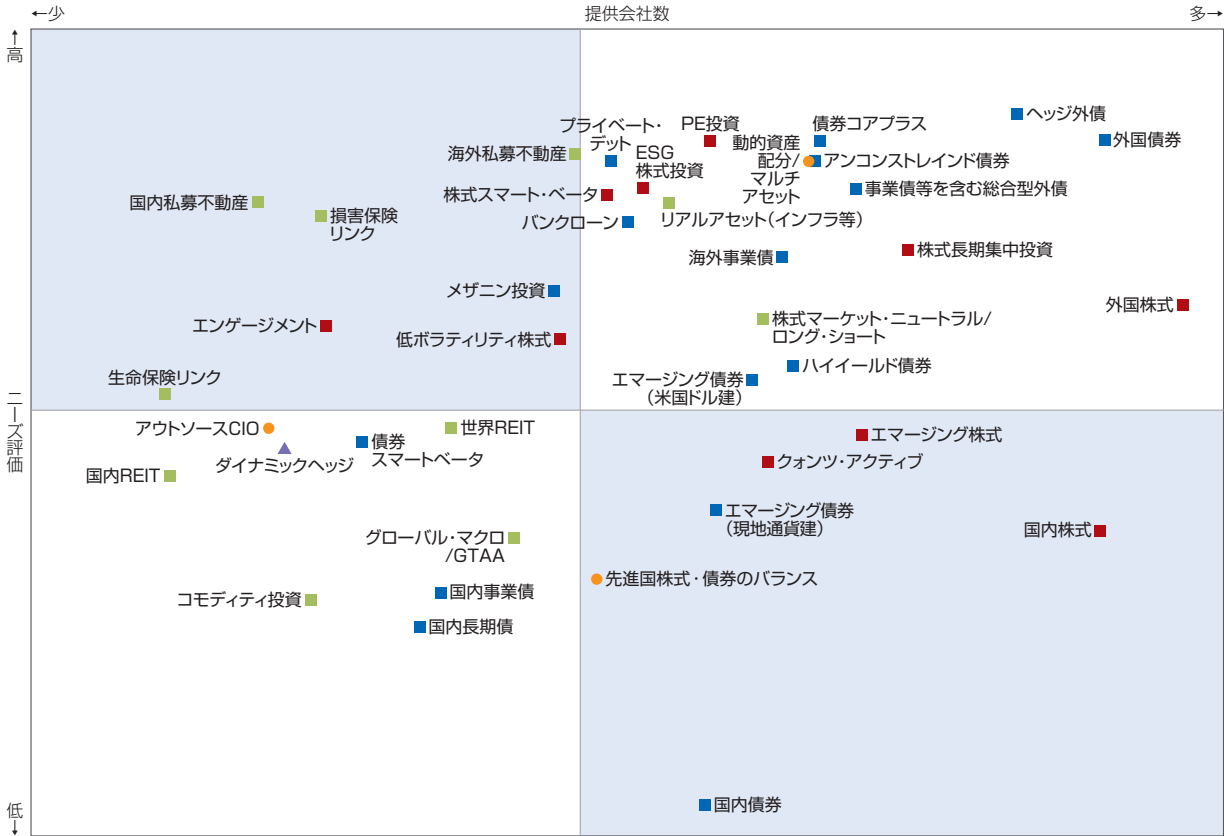
野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家タイプ（リテール、年金、金融法人）別のプロダクト・オポチュニティ・マップを作成した。これは、様々なタイプの運用商品について、各投資家のニーズの強さ（運用会社による評価）と、現在の提供状況（提供会社数に基づく評価）を対比したもので、有望な運用商品（ニーズが強く、かつ提供会社数は少ないもの。左上領域に相当）や、競争状況の厳しい商品（ニーズが弱く、かつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当）を確認できる。図表23は一部の商品を抜粋して作成したオポチュニティ・マップである。

まずリテール投資家については、昨年最もニーズ評価の高かった内外の上場REITファンドの評価が、今年は大きく低下した。これらは従来、分配金利回りの高さから人気のあったファンド群であった。しかし昨年来、主

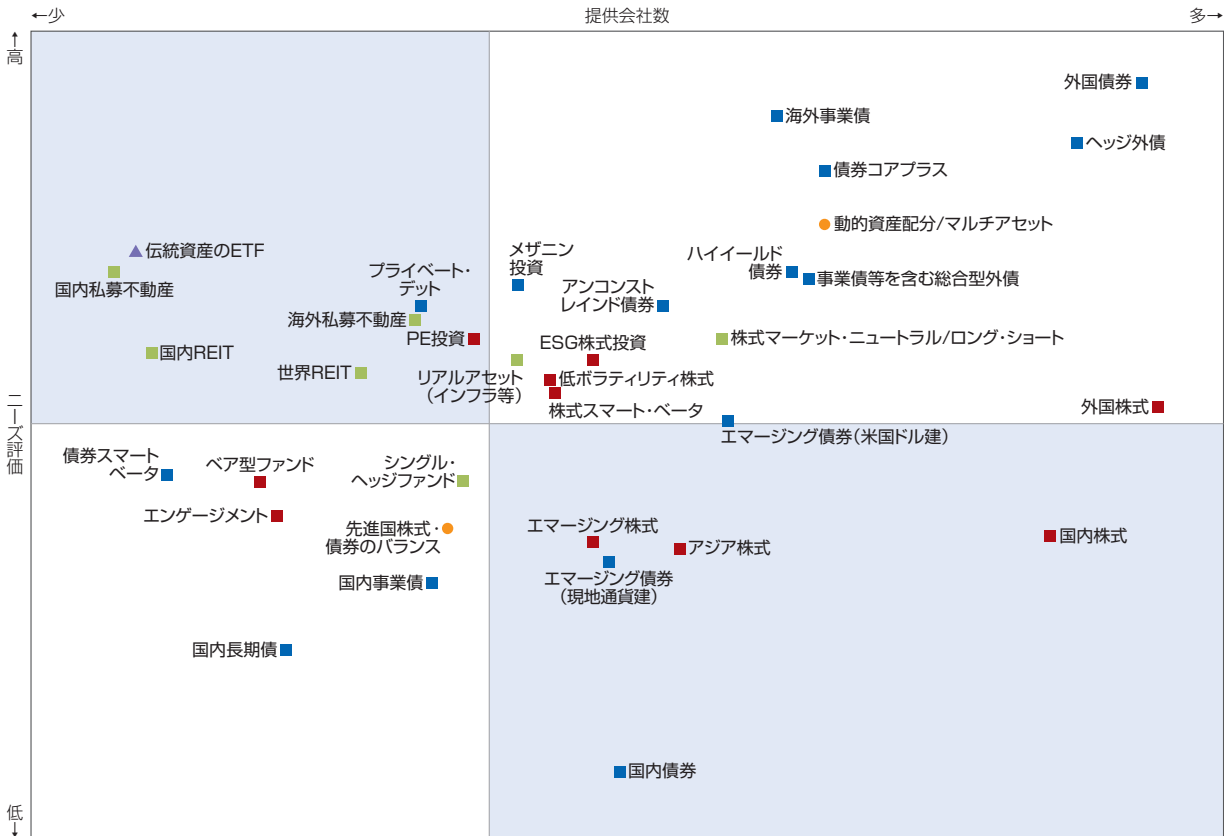
図表23 顧客別のプロダクト需給マップ



(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（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

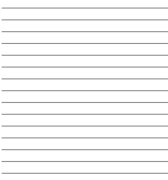
要ファンドが相次いで分配金を引き下げて資金フローも低迷したため、ニーズ評価が低下したと考えられる。また、定期分配型ファンドのニーズ評価は依然として比較的高いものの、経年で見ると低下傾向が続いており、本年度もその傾向は変わらない。

内外REITに代わって最も高いニーズ評価だったのが外国株式アクティブである。実際の資金流入を見るとテーマ型や国・地域特化型のファンドに資金が集まっている。また、今回新たに追加したフロア確保型ファンドのニーズ評価も非常に高かった。提供している会社は少数に留まることから、今後このタイプのファンドを新たに設定する動きが予想される。このフロア確保型を含め、リスクコントロール型や多資産バランスなど、広義のバランス型に対するニーズ評価は総じて高い。他に、近年のパフォーマンスが良好な資産クラスであるハイイールド債券やエマージング株ファンドのニーズ評価も高かった。総じて、分配金重視から資産形成向きのファンドへというニーズの変化を、多くの運用会社が感じ取っていることが窺える。

年金と金融法人は、ともに国内の金利環境の影響を強く受けており、プロダクトに対するニーズには共通性がある。国内債券の利回りが非常に低位に抑えられていることから、利回り追求と円金利リスクの分散のため、外国債券系のプロダクトへのニーズが高く、この傾向は昨年までと変わらない。また、プライベート・エクイティ、プライベート・デット、内外の私募不動産（REIT含む）のような流動性の低い投資戦略や、マルチアセット運用戦略に対するニーズ評価も引き続き高い。

年金と金融法人の相違点は、金融法人のニーズが債券系プロダクトに集中する傾向が強いのに対し、年金では、例えばESG投資や損害保険リンク証券などのプロダクト群のニーズ評価も高く、プロダクトのタイプが分散していることである。このうちESGについては、GPIFが本年、ESG評価をウェイトに反映する日本株インデックスを選定してパッシブ運用を開始した。他の公的年金等が追随する可能性もあることから、ニーズが高く評価されたものと考えられる。損害保険リンク証券の運用戦略は損保系運用会社等が提供しており、既に企業年金では不動産などと並ぶ代表的なオルタナティブ投資の1つとなっている。

リテール投資家における長期の資産形成ニーズの台頭や、機関投資家がポートフォリオの一層の分散化を進める動きは、一過性のものでなく不可逆的なものである。このような長期のトレンドに即しつつ、自社の能力を活かす強固な事業基盤を構築できるかどうかで、長期的な成長の成否が決まるだろう。



- 
- 7) 全国銀行協会のデータは、海外支店勘定を含む。
  - 8) マイナス金利政策とは、中央銀行が名目金利をゼロ以下に設定する政策。
  - 9) 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。
  - 10) その他の証券は、国債、地方債、社債、株式以外の証券を指す。外国証券と外国証券以外(ファンド等)から成る。
  - 11) 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。
  - 12) 日本銀行「金融システムレポート2017年4月」。
  - 13) 金融庁は、2016年10月に公表した金融行政方針で、「我が国の金融機関は、低金利環境下で収益確保の観点からよりリスクの高い投資を行っていく可能性があることを踏まえ、特定の資産やリスクへの集中が起こっていないか注視していく」としている。一方、日本銀行も17年3月に公表した考査の実施方針で、1) 有価証券及びポートフォリオ全体が内包するリスク・ファクター毎にリスクを把握・分析しているか、2) リスク管理部署が、リスク特性や運用手法に応じた適切な精度で、時価、リスク量や各種限度枠の遵守状況などをモニタリングしているか、3) バックテストの実施などを通じて、リスク計測手法の妥当性や限界を定期的に検証し、必要な対応を行っているか、またその際に、ストレスシナリオに沿ってリスク管理の枠組みが有効に機能していくかという3点を挙げている。
  - 14) 17年の改正銀行法の施行により、銀行は、同一グループ内の共通・重複業務の集約が可能となった。



# 著者紹介



**金子 久**

Hisashi Kaneko

金融ITイノベーション事業本部 事業企画室  
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イノベーション事業本部 事業企画室  
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



**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



**富永 洋子**

Hiroko Tominaga

金融ITイノベーション事業本部 事業企画室  
NRI契約コンサルタント  
focus@nri.co.jp  
専門は、金融制度調査

## 日本の資産運用ビジネス 2017/2018

発行日	2017年11月16日
発行	株式会社野村総合研究所 〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティグランキューブ <a href="http://www.nri.com/jp">http://www.nri.com/jp</a>
発行人	林 滋樹
編集人	山岸 弘幸
編集	金融ITイノベーション事業本部 事業企画室
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イノベーション事業本部 事業企画室 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

2017/2018