

日本の 資産運用ビジネス 2018/2019

巻頭言 変革の中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 資産運用ビジネスを取り巻く環境の変化

巻頭言

変革の中の資産運用ビジネス

数年前には、資産運用ビジネスは成長産業と盛んに喧伝されていたのに、現在はビジネス全体に閉塞感が蔓延している。これは、銀行向け私募投信の今期の動向などもあるが、大きな期待を背負っていたリテール向けビジネスが途中で失速し、成長軌道に回帰する気配がないことが最大の要因だ。しかし、そのリテール向けビジネスにおいても、運用残高や収益規模等の金額軸を離れて眺めると、今後の飛躍につながる可能性のある新たな取り組みが各所に見られる。

とくに現役世代に重点をおいたサービスに注目すると、新たな動きが多い。まず挙げられるのがいわゆるロボアドサービスで、スマートフォン・アプリでリスク許容度や運用目標額などを指定すれば分散投資が始められる。投信の購入単位の小口化や積立頻度の自由度を高めたサービスも今までなかったものだ。これを利用すれば、毎日数百円ずつファンドを買い付ける積立投資も可能だ。さらに、クレジットカードやオンラインモールの会員ポイントを運用で増やすなど、ちょっとした投資を味わうことができるものもある。こうしたサービスは、異業種などから比較的最近参入した会社が、自社の顧客が歓迎するようなサービスを追求して生み出したものだ。昔から資産運用ビジネスに携わってきた人が経済合理性の観点から考えると、特段価値の高いサービスとは考えられないものも多いが、開始1年足らずで利用者が30万人近くに達しているものも見られ、資産運用の裾野を着実に拡大させている。

このほか、富裕層や準富裕層等に重点を置いたIFAなど、リテール向けビジネスへの新規参入は後を絶たない状況だ。これは投資一任事業にも当てはまるようで、5年前に比べ一任勘定の運用会社も30社近く増えている。この状況に鑑みれば、このマーケットは成熟に向かっているのではなく、発展過程の魅力あふれる市場であるに違いない。様々な地殻変動が同時に起きているため、どのような事業者が成功者となるか今の段階では明らかでないが、顧客視点に立った投資商品やサービスを提供できるかどうかが今後のマーケットの主導権を握る鍵となっていることは間違いあるまい。

2018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2018/2019」総括責任者

金子 久

第1章

日本の投資家動向

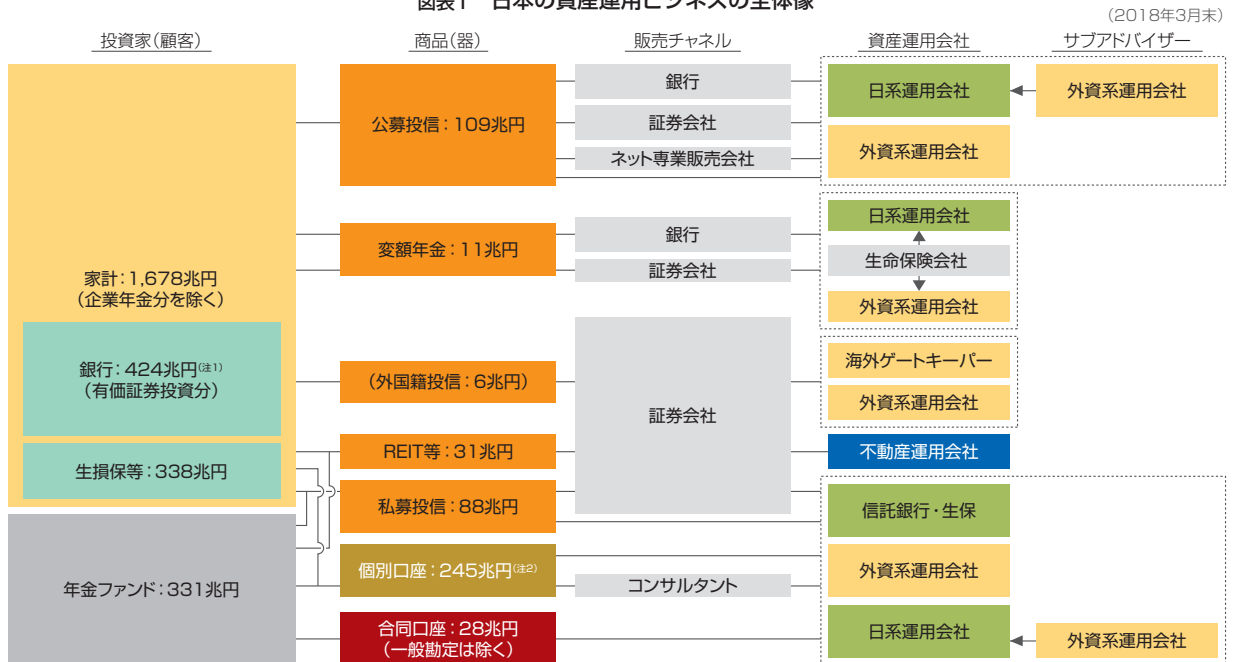
不透明感が広がる資産運用ビジネス

日本の資産運用ビジネスは2011年度を底に拡大が続いている。これを牽引しているのが民間銀行のファンド投資で、これに中央銀行によるETFの買い入れが続く。もっとも、このうち民間銀行は今年度に入って投資の拡大ペースを大幅に鈍化させているなど、今後のビジネスの拡大に対して不透明感が広がっている。ETF以外の公募投信の残高は15年以降横ばいを続けている。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への転換を模索する中、かつて残高で8割を占めた分配型投信の残高が急減し、一方で、ラップなど投資一任サービス向け投信が大きく伸びている。確定拠出年金向け投信の残高も拡大が続いており、投資一任

サービス向け投信とあわせると、ETFを除く株式投信に占める残高割合は2割を超えた。これらのファンドへの資金流入は、局面によっては多少減速することがあっても、中長期的に継続していくものと期待されている。

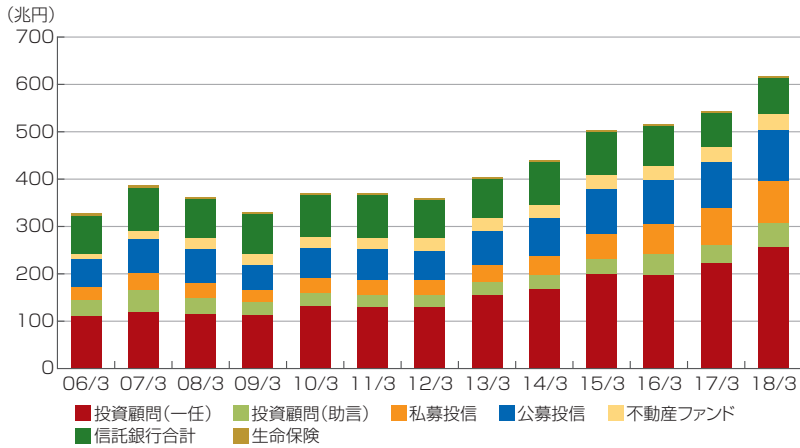
ここで17年度末の資産運用ビジネスの状況を概観しておく。図表1は、18年3月末現在の日本の資産運用市場の全体像を、投資家、商品、販売会社、運用会社という4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家のお金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単純化して示している。日本で運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家（家計）、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つである。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は全体で2,009兆円と考えられる。1年前に

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



(注1) 農中、共済連は除く
 (注2) 日本投資顧問業協会の数値
 (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
 (出所) 資産運用会社の営業報告書、投資信託協会、投資顧問業協会等の資料を基に野村総合研究所作成

比べ61兆円の増加、そのうち家計が44兆円、年金ファンドは16兆円、と家計の増加が大半を占めた。

資産全体のうち、資産運用機関が運用委託を受けている資金の額は618兆円¹⁾と1年間で75兆円増加している。ただしこれは、時価の上昇と銀行や保険グループにおける運用会社への機能移管等による統計上のかさ上げが大きく、家計や年金基金からの実際の受託額はそれほど増えていないと考えられる。

家計、年金ファンド、金融機関の動向

家計の金融資産(除く企業年金)は、18年3月末現在で1,678兆円、1年前と比べ44兆円の増加である。商品別に大きな変動はなく、預金と保険の合計で全体のほぼ8割を占める。

資産価格の上昇や経済状況の変化を想定せず、単純に人口の高齢化だけを考慮して、今後5年間の家計の金融資産残高を推計してみると、毎年約28兆円のペースで拡大が続くと考えられる。人口の高齢化が進むにもかかわらず家計金融資産の拡大が続くのは、日本の高齢者がそれほど金融資産を取り崩していないためだ。家計の金融資産の増加額28兆円のうち約8割の22兆円が銀行の預金及び各種の保険商品に振り向けられる。株式投信の増加は4兆円強と見込まれる。その内訳は、50代半ば以降の世代にも分散投資が浸透することにより、ファンドラップやバランス型ファンド等に平均で年6兆円流入する。また、現役世代ではDCでの投信保有やそれ以外でのインデックス投信の保有が進むことにより、年平均1兆

円が流入する。一方で、分配型投信からは引き続き資金が流出し、その額は分配額を含め年平均3兆円程度で推移すると予想される。

最大の機関投資家である年金ファンドの18年3月末の資産額は331兆円と推定される。公的年金資産がそのうち3分の2の220兆円(前年度比13兆円増)、その他の企業年金等は110兆円(同2兆円増)である。全体では16兆円の増加となったが、投資

対象資産の価格上昇が主な要因である。GPIFでは18年4月から新たな実績連動報酬体系が導入された。アクティブ運用を行う資産運用機関を対象に基本報酬率をパッシブ並みに引き下げる一方で、超過収益に応じた実績連動報酬の上限を撤廃している。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216兆円、信用金庫・信用組手で68兆円、ゆうちょ銀行139兆円、生命保険会社314兆円(うち、かんぽ生命60兆円)、損害保険会社24兆円で、合計約762兆円(前年度比4兆円増)となっている。

異次元緩和の導入以降、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ニーズは高く、外国証券やファンドへの投資が積極的に進められてきたが、欧米で出口戦略が進展する中で外国証券への投資スタンスは抑制へと傾いている。また金融庁は地域銀行の有価証券運用について注意を喚起しており、これまでのような調子で増加する状況ではなくなっている。金融機関は有価証券運用に対するリスク管理能力強化を迫られており、販売会社や資産運用会社からの支援をこれまで以上に期待する機運が高まっているとも考えられる。これら金融機関に対するコンサルテーションの展開により、新たな事業機会へ繋がる可能性が高まっているといえる。

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む。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。なお、私募投信を投資対象とした公募投信や投信の運用の一部を一任するケースなどの重複は考慮せず、単純に集計している。

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、利益率共に過去最高を記録

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、2017年度、時価変動は約14兆円のプラス要因となった。これは16年度の約2倍であるが、16年度同様、主として内外株式の時価上昇によるものである。資金流入は約15兆円と、ほぼ時価要因と同程度であった。16年度と比べると大きく減少したように見えるが、16年度の資金流入41兆円の内、約27兆円は国内の大手金融・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ため、それ

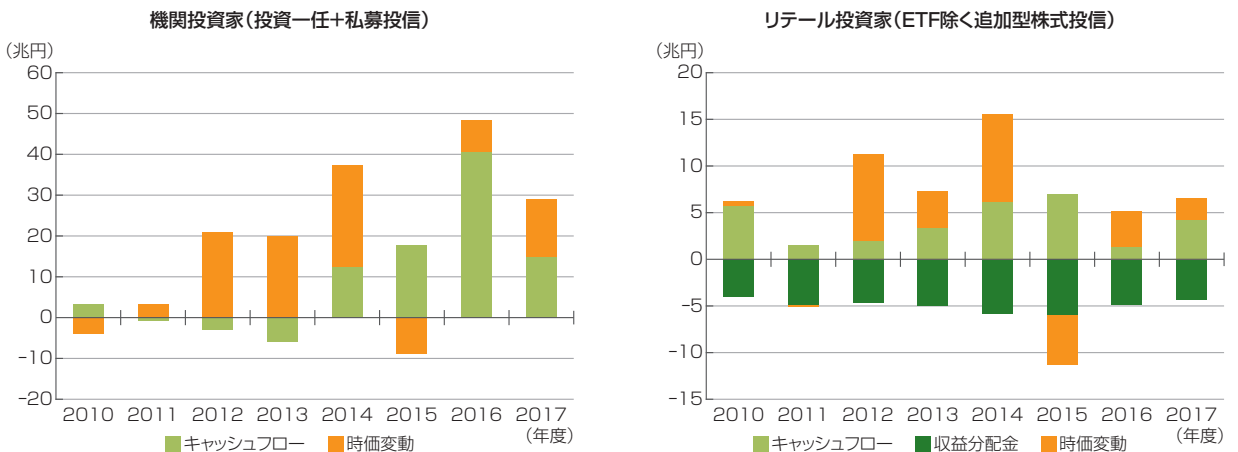
を除けば、同程度であったといつてよいであろう。

17年度の資金流入額約15兆円のうち11兆円が、主として金融法人向けである私募投信への資金流入である。近年、金融法人向けの私募投信ビジネスは急速に拡大してきたが、流入額は15年度の約15兆円、16年度の約12兆円、17年度の約11兆円と、その拡大速度は少し落ち着いてきた。足下（18年4月～8月）では逆に約2,000億円の資金流出に転じている。投資一任契約への資金流入は約4兆円で、16年度の統合と機能移管に伴う影響を除けば、ここ数年、大きな資金フローは生じていないと言える。

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、時価変動は約2兆円のプラス要因となった。資金流入は約4兆円で、16年に一度衰えたフローが回復した。ただ収益分配金による流出約4兆円を考慮すると、実質的には資金流入はほぼゼロであり、時価上昇分だけ運用残高（純資産額）が成長したと言える。

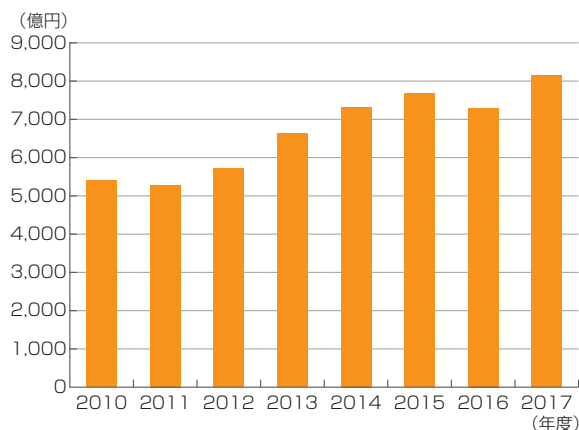
なお、この分配金は15年度に過去最高を記録した

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 収益総額の推移



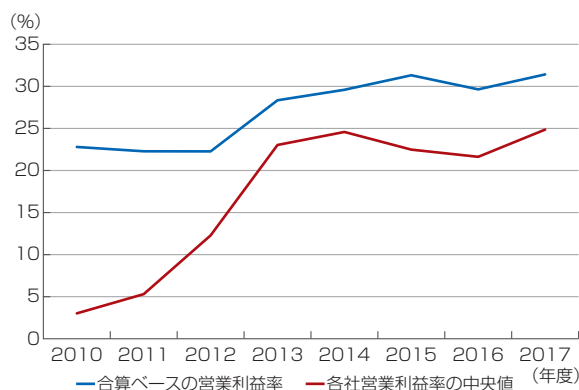
(出所) 正会員の財務状況等に関する届出書、日本投資顧問業協会資料を基に野村総合研究所作成

後、16年度から縮小に転じており、17年度もわずかが減少した。年度末時点の運用残高が約2兆円増加している中での減少で、これは市場全体の平均的な分配金利回り²⁾の低下を表すものである。実際、分配金利回りは15年度末には約10%であったが、16年度末には約8%、17年度は約7%となっている。

運用会社の収益状況に目を転じると、収益総額は図表4に示すように17年度は大きく増加した。本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、17年度の収益総額はおよそ8,100億円となり、16年度比で約11%の増収、過去最高であった15年度をも上回った。

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。17年度は約31%となり、16年度比で約1%ポイント上昇し、過去最

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) 正会員の財務状況等に関する届出書を基に野村総合研究所作成

高の15年度とほぼ等しい水準となった。各社の営業利益率の中央値は約25%で、16年度比約3%ポイント上昇し、こちらも過去最高の14年度にほぼ等しくなっている（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

上述のように、15年度まで堅調に推移し、その後16年度に一度悪化した収益と利益率も、17年度には再び上昇へと転じた。ポジティブな変化の主な要因は、市場変動と、私募投信への資金流入だったと言えるだろう。

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17年度に対して概ね5%程度上昇しているところが多いため、このまま経過すれば18年度も増収・増益になると予想される。一方、17年度の主なポジティブ要因であった私募投信のネットの資金流入は、足下（18年4月～8月）ではマイナスとなっており、将来は楽観視できない。

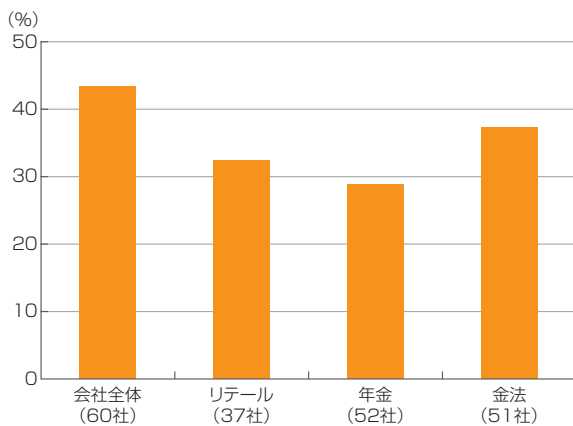
野村総合研究所では、資産運用ビジネスの直近の状況や将来見通しのコンセンサスを知るため、運用会社のマネジメントクラスを対象にしたアンケート調査（「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」³⁾）を毎年実施している。以下ではこれをもとに、各社が当面の事業環境をどのように評価しているのか見ていく。

成長期待は依然高いものの、見通しは消極化へ

まず、会社全体の収益の見直しを確認する。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5年での自社の収益が1.5倍以上に増加する（市場変動によるものを含まない、資金流出入によるもの）と予想した運用会社の割合を示したものである。会社全体の収益については約4割が1.5倍以上の増収を予想している。事業別には金融法人、リテール、年金の順で1.5倍以上の増収予想をする会社が多い。

前回の見直しと比較するため、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直しについては、国内系の約4割、外資系の約3割が据え置きと

図表6 今後5年で収益が1.5倍以上になると予想する会社の割合

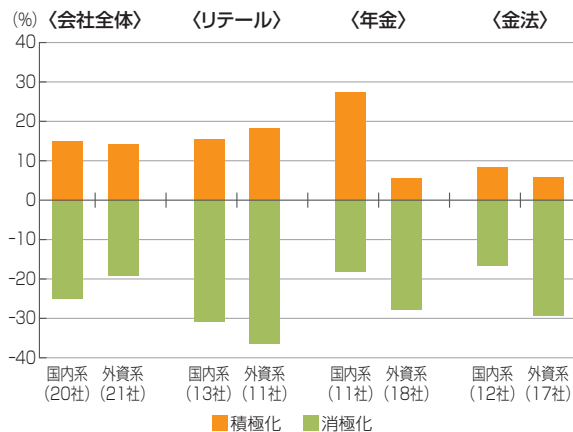


(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

なっている。据え置き以外の会社では、国内系、外資系共に消極化した会社が多い結果となった。事業別に見ると、積極化した会社が多かったのは年金事業に対する国内系の見通しのみであり、他はすべて消極化が多い。リテールの消極化が最も大きいのは、パッシブ化による低収益化や最近の残高の伸び悩みが背景にあると考えられる。

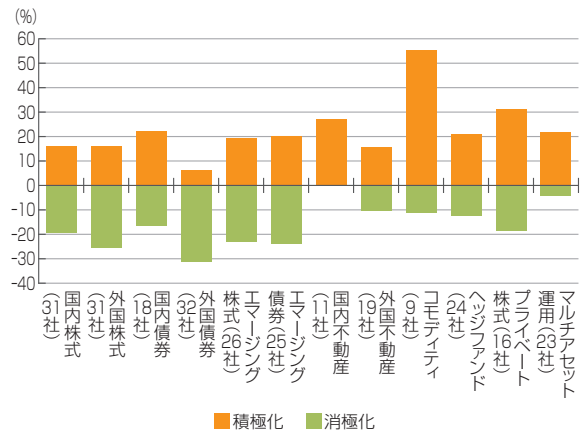
図表8は、各社の提供する運用戦略への資金流入の見通しの変化を資産クラス別に集計したものである。伝統的資産がやや消極化の方に偏っており、オルタナ、マルチアセットが、積極化の方へ偏っている傾向が見取れる。消極化の中では、相対的に海外債券の消極化傾向が強い。これは、米国の金利上昇の影響による運用成績の低迷が主な要因と考えられる。一方、オルタナ、マルチアセットが総じて積極化が多かったのは、世界的な低金利

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」

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」

下における相対的に高い利回りと、ポートフォリオ分散効果を期待した機関投資家からのニーズが増加していることによるものと考えられる⁴⁾。

3 運用会社におけるアウトソースの利用

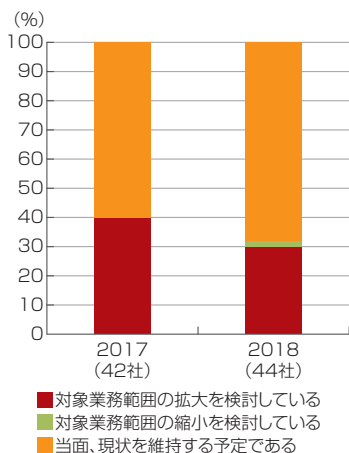
業務アウトソースの拡大速度は鈍化、運用のアウトソースはさらなる拡大へ

今回のアンケートでは、アウトソースの利用について現在の状況と今後の方針等を訊ねている。

まず、業務アウトソースについて現状を見ると、約70%の会社が利用しており、検討中を含めると約90%であった。昨年に比べてほぼ変化の無い結果で、業務アウトソースの利用という面では既にかかなり普及が進んでいる。図表9は、利用している会社に今後の見通しを聞いたものだが、さらに拡大を検討するという会社は約30%という結果であった。昨年と比較すると約10%の減少で、利用の拡大が鈍化傾向にあると読み取れる。日本では、業務アウトソースがバックオフィスのみにとどまっているケースが多く、アウトソース化を終えたと判断している会社が増えているのかもしれない。

一方、運用のアウトソース(サブアドバイザーの利用)の状況はどのようになっているだろうか。前年からの変化を見るため、本調査に2年連続で回答を寄せた運用会社を対象に、運用のアウトソース利用状況の変化を

図表9 業務アウトソース利用会社の今後の方針

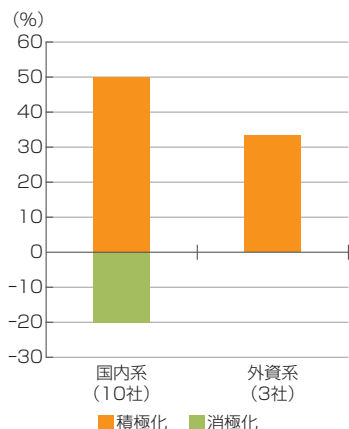


(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

まとめたのが図表10である。昨年調査と今回調査を比べ、国内系で約50%、外資系で約30%が運用のアウトソース利用を積極化した。多様化する投資家のプロダクトニーズに対し、運用のアウトソース、すなわちサブアドバイザーを活用して対応したことがわかる。

自社で運用能力を持っていないプロダクトについて、市場競争力のある運用能力を確立するまでには、時間もコストもかかる。すべてのプロダクトを自社で運用することは現実的ではなく、投資家のプロダクトニーズに即応するための手段として、運用のアウトソースは有効である。退職世代・機関投資家に加え、資産形成層の台頭により、今後もリスクプロファイルの異なる投資家ニーズの多様化が予想されることから、運用のアウトソースは拡大していくと思われる。

図表10 サブアドバイザーの活用の変化



(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」

コスト削減と競争分野の明確化が肝

公募投信を中心とした運用のパッシブ化により低収益化が進むと予想される資産運用業界では、コスト削減はより重要な経営課題となるであろう。併せて、競争分野において、自社の競争力をどこに置くかを明確化した成長戦略の策定と実行が重要となる。

コスト削減には、非競争分野の業務アウトソースと新しいテクノロジーを活用した業務効率化が有効であると考えられる(新しいテクノロジーについては第4章を参照)。日本では、バックオフィスに対する業務アウトソースは、着実に進んできたと言ってよいであろう。一方、海外では、バックオフィスに留まらず、既にミドル業務まで進んでおり、さらには、フロントのトレーディング業務までもアウトソースする動きがある。日本でも、業務アウトソースのさらなる範囲拡大を検討することは、コスト削減に有効な一手と言えるだろう。

業務アウトソースと新しいテクノロジーを活用した業務効率化が進んだ後、資産運用会社の競争分野として残るのは、運用、営業、マーケティング、企画業務と考えられる。そのなかで運用は、自社の強みとして自社で運用するプロダクトと、運用のアウトソースを活用するプロダクトの、戦略的な選別が重要になるであろう。

運用のアウトソースは報酬の外部流出に繋がるため、自社で運用するプロダクトを拡大(自社の運用能力を拡張・強化)していくという戦略は、コスト削減にも有効に働く可能性がある。一方、パッシブ化がさらに進むと予測されることから、自社での運用による競争力強化を目指すよりも、外部の優れた運用を選択・提供する能力を高めることや、運用以外の営業、マーケティング、企画業務に注力し、そこで競争力を発揮することも一つの有効な戦略と言えるだろう。

いずれにせよ、自社の強みと投資家ニーズを照らし合わせ、長期的な自社の競争分野を今一度明確化し、既存の人的資源を競争分野に再配置することが必要ではないか。

- 2) 過去1年の収益分配金を純資産で除したものと算出。
- 3) 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60社(国内系32社、外資系28社)、運用資産のカバー率は76%である。
- 4) 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。

1 年金向けビジネス

年金資産は330兆円へ

日本の年金資産は2018年3月末現在、全体で約331兆円と推定される。前年度に比べ約16兆円の増加で、3年前のピークを上回った。公的年金（国民年金、厚生年金等）は220兆円（前年度比13兆円増）、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110兆円（同2兆円増）で、公的年金が全体の67%と3分の2を占めている。

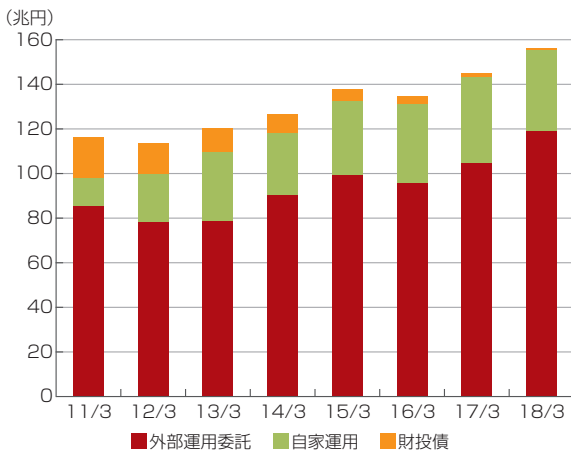
国民年金と民間被用者の厚生年金保険積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の資産残高は156兆円、前年度比11兆円の増加となった（図表11）。財投債残高は1兆円を割り、ほぼ100%が市場運用となっている。市場運用分の収益率は6.99%と2年連続でプラスとなった。市場運用分の中で外部運用が119

兆円と約14兆円増加したのに対して、自家運用は37兆円で、4年ぶりに前年の額を下回った。そのため市場運用分に占める自家運用の割合は24%と、前年より3%程低くなっている。外国資産の増加や運用手法の多様化もあってか、管理運用委託手数料の額は487億円と、前年度に比べ約2割増、手数料率（資産全体の平残に対するもの）も3bp台へと上昇した。

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管理を行っているが、その積立金の額は約56兆円で、前年度比3兆円の増加となった。うち厚生年金部分が約31兆円と半分強を占めている。

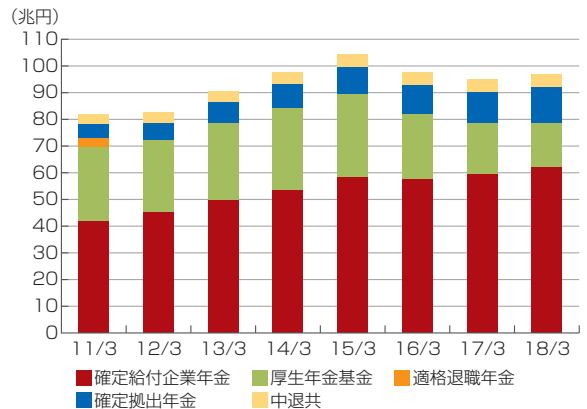
企業年金の資産残高は、総計で約97兆円、前年度比2兆円の増加となった（図表12）。うち確定給付型年金は79兆円で、前年とほぼ同額である。厚生年金基金は、基金の財政運営基準が厳格化される19年3月末を間近に控え、解散や代行返上がさらに進んでいる。17年度の解散数は41、代行返上は33で、18年3月末の基金数は36（加入者数57万人）となった。資産額は17兆円（2兆

図表11 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12 企業年金の資産残高



(注) 確定拠出年金には個人型を含む
(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

円減)だが、うち12兆円は企業年金連合会の分である。今年度末以降存続を予定するのは8基金にすぎず、今後は資産のほとんどを企業年金連合会が占めるということになる。

一方、確定給付企業年金は、規約型の数は減少が続いているものの、基金型は43増加し748基金となり、全体の加入者数も900万人を越えた。資産額は3兆円増の62兆円となり、厚生年金基金での減少を補う形となった。ただ、厚生年金基金の解散・代行返上もピークを過ぎ、確定給付企業年金への転換も今後はあまり見込めなくなる。将来的に資産の大幅な増加は期待できないと考えられる。

確定拠出年金 (DC) は、着実にその規模を拡大している。企業型では資産額が11.7兆円 (1.1兆円増)、加入者数は648万人となった。個人型 (iDeCo) は17年度1年間で加入者数が倍増し、年度末には85万人に、18年8月末には100万人を越えた。また、18年5月からは、「中小事業主掛金納付制度」が開始されている。この制度は、従業員が100名以下、DCを含め企業年金を実施していない中小企業で、iDeCoに加入している従業員の口座に事業主が掛金を追加拠出できるものである。従業員の拠出限度額以内であれば、事業主と従業員の拠出割合は自由に決められる (事業主拠出の方が多くても可)。厚生労働省では、iDeCo+ (プラス) という愛称を付け、退職給付制度の採用が難しい小型・零細企業での普及を図ろうとしている。現在の個人型DC資産額は1.6兆円だが、こうした制度の後押しも受けて加入者がさらに増加し、資産拡大に繋がることが期待される。

年金資産運用の動向

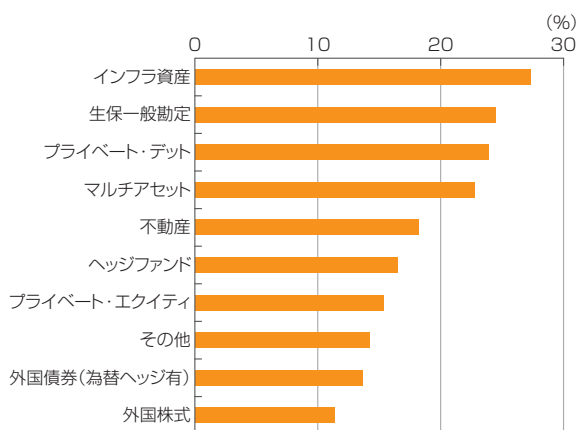
ここからは年金資産運用の動向について見ていきたい。まず、確定給付企業年金における運用課題をアンケート調査⁵⁾から探ると、①マイナス金利対応、②為替ヘッジコストの上昇、③ポートフォリオ全体のリスク抑制、④インカム収入・安定収益の確保などが上位に入っている。マイナス金利政策下におけるインカム収入の確保が現在の主要な関心事項といえる。

図表13は確定給付企業年金が「これから配分を増やしたい」とする資産である。上位にはインフラ資産、生保一般勘定、プライベート・デットなど、インカム収入が期

待される資産が入っている。特にプライベート・デットが昨年との比較で大きく上昇している。図表14には、株式と債券について、「これから検討・採用したい」商品をまとめた。株式は昨年まで低リスク戦略がトップであったが、今年はESG投資およびエンゲージメントを含む集中株投資が低リスク戦略を上回った。一方、債券は昨年と同様に債券マルチアセット (アンコンストレインド債券) の人気が高い。もっとも、債券戦略については「検討・採用したいものがない」という回答が最も多い。債券戦略への関心は、より高いインカム収入が期待されるインフラ資産やプライベート・デットといった債券代替となる低流動性資産に向いているといえる。

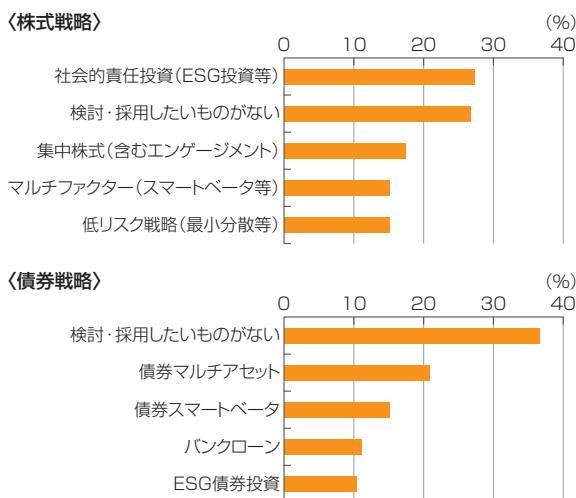
資産運用に関する最近の話題としては、ESG (環境・社会・ガバナンス) 投資への関心が公的年金、企業年金を

図表13 これから増やしたい資産



(注) 確定給付企業年金を主として対象とするアンケート調査 (2018年8月)
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

図表14 これから検討・採用したい商品



(注) 確定給付企業年金を主として対象とするアンケート調査 (2018年8月)
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

問わず高まっている。GPIFでは15年9月に責任投資原則(PRI)に署名して以降、ESGに関する取組みを強化している。17年7月に国内株式で3つのESG指数を選定してパッシブ運用を開始、18年9月にはグローバル環境指数を選定して投資対象を外国株式にまで拡大した。また、債券のESG投資に関する共同研究の実施やESG活動報告の公表など、さらなるESG投資の取組みを進めている。

企業年金では、18年4月に厚生労働省が「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」を見直し、スチュワードシップ責任やESGに関する事項がガイドラインに盛り込まれた。また、18年6月にはコーポレートガバナンス・コードが改訂され、「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」に関する原則が追加された。これらの見直しに対応するため、企業年金ではスチュワードシップ活動やESG投資への関心が急速に高まっている。図表14の「これから検討・採用したい商品」で株式、債券のどちらにもESG投資が入っていることも、これらの影響と考えられる。

その他で注目される動きとして、GPIFが18年4月から新しい実績連動報酬体系を導入したことが挙げられる。アクティブ運用を行う運用機関を対象に、基本報酬率をパッシブ運用並みの水準に引き下げるとともに、超過収益に応じた実績連動報酬の上限を撤廃した。導入の背景には、採用している多くのファンドで目標超過収益率が達成できていないという状況がある。運用成果と報酬の連動性を高めることで、アクティブ運用機関側の目標超過収益率の設定やキャパシティ管理を含めた運用の高度化を求めているといえる。今後の運用機関の対応や影響が注目される。

2 銀行の有価証券投資

運用先に悩む銀行

17年度末の全国銀行の有価証券残高は、216兆円⁶⁾であった。13年4月の日本銀行による異次元緩和開始後、銀行の有価証券残高は大きく減少したが、17年度は、前年度末比約1兆円減と横ばいで推移した。総資産額に占

める割合も20%と前年度とほぼ同水準であった。一方、日本銀行等への預け金残高は、228兆円(前年度比26兆円増)、前年度と同じく大幅に増加した。預け金残高は、都市銀行で155兆円(同17兆円増)、地方銀行で36兆円(同5兆円増)、第二地方銀行で6兆円(同0.7兆円増)、信託銀行で29兆円(同3兆円増)となり、銀行が運用先に悩む様子が窺われる結果となった。

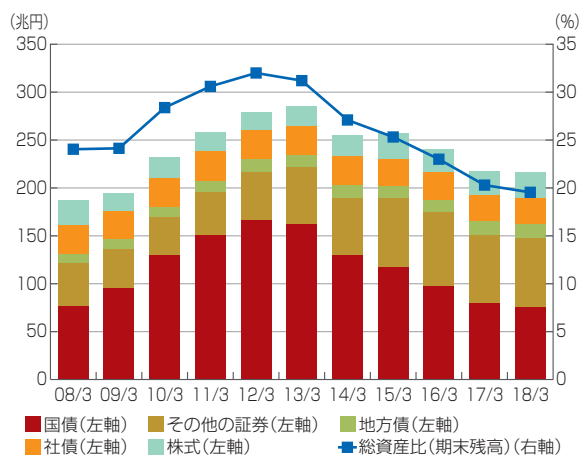
業態別に保有証券残高の推移を見ると、都市銀行の残高は107兆円(前年度比4兆円増)、地方銀行は71兆円(同5兆円減)、第二地方銀行は15兆円(同1兆円減)で、地方銀行と第二地方銀行では2年連続で残高が減少した。信託銀行は前年度比ほぼ横ばいで推移し、21兆円⁷⁾となった。

業態により異なる投資行動

全国銀行の有価証券残高の内訳を見ると(図表15)、引き続き国債残高が前年度末比で減少し、4兆円減の76兆円となった。有価証券残高に占める国債の割合は、35%と前年度より更に低い水準となった。一方、最も残高が増加したのは、株式である。株価の上昇もあり、前年度比1.5兆円増、残高は26兆円となった。次いで、地方債が前年度比約1兆円増加し、15兆円となった。昨年度と同様、地域金融機関だけでなく、都市銀行も、地方債引き受けに積極的な姿勢を維持している。一方、社債及びその他の証券⁸⁾は、ほぼ横ばいで推移し、残高はそれぞれ28兆円、72兆円となった。

業態別の内訳を見ると、各業態で投資行動に違いがあ

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

ることがわかる。まず国債については、都市銀行が残高を増やす一方、地方銀行、第二地方銀行および信託銀行では減少した。都市銀行の残高は、46兆円（前年度比2兆円増）。地方銀行では、21兆円（同6兆円減）、第二地方銀行では、4兆円（同1兆円減）、信託銀行では41兆円（同1兆円減）であった。その他の証券については、地方銀行で残高が減少し、18兆円（同1.3兆円減）となった。都市銀行と信託銀行では残高が増加し、それぞれ36兆円（同7千億円増）、16兆円（同1兆円増）となった。第二地方銀行は、横ばいで推移した（4兆円）。

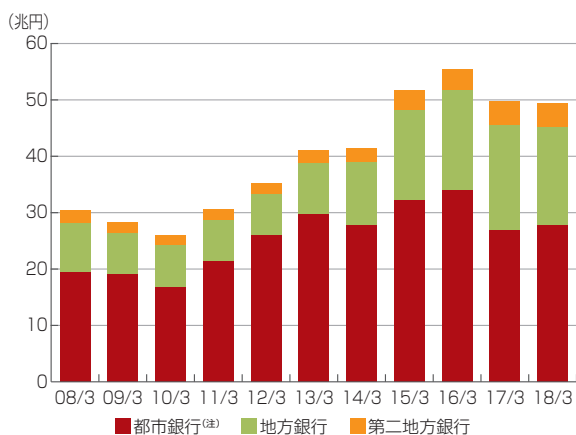
増加が続く

「外国証券以外のその他の証券」

銀行は、異次元緩和実施後、国債比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。その「その他の証券」残高も16年度末には減少に転じた。日本銀行「民間金融機関の資産・負債」によれば、17年度末の銀行のその他の証券残高（除く海外支店勘定）は62兆円（前年度比1兆円増）と、業態により投資行動に違いはあるものの横ばいで推移した（図表16）。

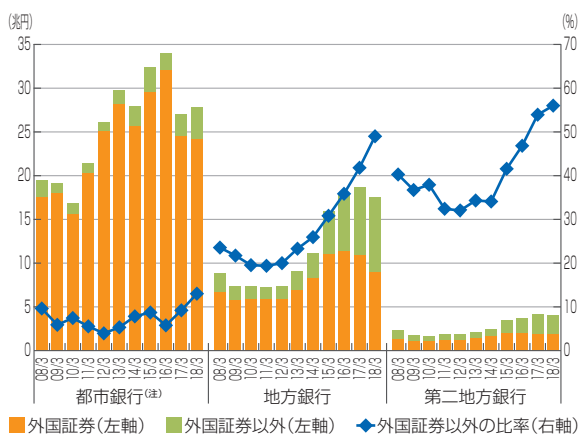
その内訳を見ると、「外国証券以外のその他の証券」（ファンド⁹⁾、ヘッジ・ファンド、仕組債など）は、11年度以降、増加が続いており、17年度末で17兆円（前年度比2.5兆円増）となった。「外国証券以外のその他の証券」投資は、銀行にとって有価証券ポートフォリオの分散化と収益向上を図る重要なツールとなっている。一方、17

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

図表17 その他の証券 業態別残高推移



外国証券(左軸) 外国証券以外(左軸) 外国証券以外の比率(右軸)
(注) 都市銀行5行（みずほ、三菱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

年度末の外国証券残高は、45兆円で、16年度末に続き減少した（前年度比2兆円減）。背景には、銀行による米国債の含み損解消がある。異次元緩和後、有価証券ポートフォリオの分散化のために米国債投資を積極化してきたことが裏目に出た結果となった。

業態別に見ると、都市銀行と地方銀行で、「外国証券以外のその他の証券」残高が増加、それぞれ3.6兆円（前年度比約1兆円増）、8.5兆円（同1.3兆円増）となった。「外国証券」残高については、地方銀行で前年度比2兆円と大幅に減少し、9兆円となった。これは、前述の通り米国債の含み損解消によるものである。その結果、17年度末のその他の証券に占める「外国証券以外のその他の証券」の割合は、約50%に達した（図表17）。一方、第二地方銀行では、「外国証券」と「外国証券以外のその他の証券」共に、残高は横ばいで推移し、それぞれ1.8兆円、2.3兆円となった。

2018年度上半期の有価証券投資の動向

日本銀行「民間金融機関の資産・負債」によれば、銀行の有価証券残高は、18年度上半期も減少が続いている。18年7月末時点の残高は、17年度末比15兆円減の193兆円であった。国債残高が減少する一方で、その他の証券残高の増加が続いている。同時点の「外国証券」残高は46兆円（同1兆円増）で、「外国証券以外のその他の証券」残高は19兆円（同1兆円増）となった。

業態別で見ると、都市銀行および第二地方銀行は、「外国証券」について抑制的な投資スタンスをとっている。

銀行にとって外国証券投資は、分散投資の重要な手段であるが、欧米で出口戦略が進展する中、含み損を如何にコントロールするかが課題となっている。一方、「外国証券以外のその他の証券」残高は、都市銀行で17年度末比約5千億円増加し、4兆円となった。地方銀行では同時期に、「外国証券」と「外国証券以外のその他の証券」残高がそれぞれ1千億円ほど増加している。地方銀行では、個別行によって投資スタンスが異なる様子が窺われる。

なお19年3月末には、国内基準行を対象に「バンキング勘定の金利リスク」規制の適用が予定されており、地域金融機関の多くは、18年度を通じ、金利リスクテイクに慎重なスタンスを維持すると思われる。

正念場を迎える地域金融機関の 有価証券運用

金融庁は18年7月に「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめ」¹⁰⁾を公表し、地域銀行の有価証券運用について注意を喚起した。金融庁によれば、「地域銀行では、一定の収益を確保するために、有価証券運用において、金利リスクのみならず、流動性リスク、信用リスクのほか、それらを組み合わせた複雑なリスクテイクを拡大する動きがみられている。その結果、地域銀行においては、有価証券運用でのリスクテイクが、量的な面のみならず、保有商品の多様化・複雑化といった質的な面でも、経営体力と比較して過大と考えられる先が少なからず存在している」とのことである。

金融庁は、地域銀行の健全性と金融システムの安定性を維持するためには、次の3点が必要であると考えている。第一に、経営体力・リスクコントロール能力に見合ったリスクテイクをすることである。これには、過度に有価証券運用に依存しないビジネスモデルの構築も含まれる。有価証券運用の収益の安定化のためには、取締役会等において自らの経営体力やリスクコントロール能力にもとづいて定めたリスクテイク領域やリスクテイク上限、許容できる含み損の範囲内でリスクテイクすることが重要である。

第二に、適性ある人材の確保・育成を含め、リスクテイクに見合った運用態勢・リスク管理態勢を構築することである。これは、経営陣の重要な責務とされている。なかでも重要なのは、予期せぬ市場変動が発生した場合で

も損失を一定規模に抑制する枠組みを構築することである。さらに中間とりまとめからは、銀行がポートフォリオ全体という視点から横断的にリスクを捉える能力を強化する必要があることも読み取れる。また外貨流動性リスク・エクスポージャーに見合った管理態勢の構築も課題の一つとして指摘された。なお外貨流動性リスク管理の高度化は、グローバルに活動する大手金融機関にとっては喫緊の課題である。

第三に、経営陣による有価証券運用に対するリスクガバナンスの発揮である。中間とりまとめでは、リスクガバナンスの実効性を高めるツールとしてリスク・アペタイト・フレームワーク(以下、RAF)の活用が提案された。RAFとは、「リスク・アペタイト¹¹⁾を資本配分や収益最大化を含むリスクテイク方針全般に関する社内の共通言語として用いる経営管理の枠組み」¹²⁾である。有価証券運用で言えば、どのような投資対象にどれだけ投資を行い、どのようなリスクをどれだけ、またどのようにとり、収益をあげるか、即ちリスク・アペタイトを明確化し、関係者で共有すること、そして日々の業務運営をこのリスク・アペタイト対比でモニタリング、評価、統制することで、収益に引きずられ本来とるべきでないリスクをとる、収益の低下に繋がるリスクの顕在化を放置するといったこと無く、収益の安定化を図る枠組みと言える。

わが国に先駆けてRAFを導入している海外の金融業界では、リスク・アペタイトには、組織としての価値基準を統一し、透明性のある意思決定に導く効果があると認識されている。有価証券運用についてリスク・アペタイトを設定することは、実効的なリスクガバナンスへの第一歩と言える。

求められるコンサルテーション営業の 強化

マイナス金利政策を受け、銀行がファンド投資を積極化する中で、販売会社および運用会社は金融法人向けのコンサルテーション営業の強化に取り組んできた。過去に野村総合研究所が実施したアンケート調査から、大手行に比べ限られた人容で有価証券運用に取り組んでいる地域金融機関は、多くの年金基金と同様、販売会社や運用会社の投資や管理に関する専門性に多くを期待していることがわかっている。販売会社や運用会社の戦略は、

こうした地域金融機関のニーズを受けたものでもある。

しかし前出の中間とりまとめでは、銀行のガバナンスやリスク評価、管理機能の脆弱性もさることながら、「担当者数名という運用態勢のもとで、リスク特性を把握しないまま、販売会社に数億円にのぼる信託報酬・手数料を支払った上で、複雑なリスクプロファイルを有する銘柄柄を含む、合わせて数百もの外債・投資信託・仕組債に投資している」、「投資信託を購入する際の稟議書を販売会社が代理作成しており、担当部署は当該投資信託の月次運用結果の把握・分析さえしていない」、「同種投資信託の運用成績、手数料などを評価・比較検討することなく、販売会社に勧められるがまま特定の投資信託に投資している」など、地域銀行に対して販売会社や運用会社が適切なコンサルテーションを展開できていない様子も明らかになった。

コンサルテーション営業を行う上では、金融機関の置かれた状況やニーズに則した提案が不可欠となる。販売会社や運用会社は、商品単体ではなく、金融機関がどのような商品を保有しているのかを把握した上でポートフォリオ全体という観点から提案を行うことが重要である。さらに、商品を販売した後は、それらの商品の性質に合致した適切なサポートを提供することが欠かせない。単に目論見書やルックスルー情報を提供するに留まらず、ポートフォリオ全体という視点から継続的に専門家としてのビューを提供することは、銀行が投資判断を行う上で重要な情報であるだけでなく、販売会社や運用会社にとっても顧客リレーションシップの強化を通じ新たな事業機会をもたらすことになると思う。

徴の一つに投資家層が挙げられる。一般の株式投信はほぼすべてを個人投資家が保有していると考えられるのに対し、ETFの場合はその大半を金融機関や中央銀行が保有している。個人の保有比率は1割程度、最近ではさらに低下し3%程度にまでなっている。このことを考慮し、個人が保有する株式投信の残高を見たのが図表18だ。これを見ると、先に述べた株式投信の残高推移とはイメージが全く異なる。個人が保有する株式投信の残高は、確かに15年3月までは拡大しているが、その後概ね横ばいに転じ、18年9月になってようやく過去のピーク時と同じ水準にまで回復している。

図表18では、個人が保有する株式投信を購入チャネル別に区分して残高を示している。株式市場を通じて購入されるETF、確定拠出年金(DC)制度を通じて提供されるDC向け投信、投資一任サービスを通じて提供されるラップ向け投信、そして一般の投信である。また、一般の投信については更に、商品性により分配型(四半期以上の頻度で決算を行う投信)と非分配型に分けて残高を示している。

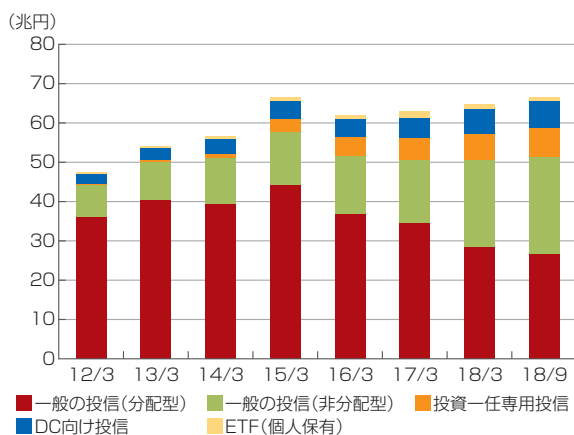
この残高の内訳を見てまず気がつくのは、株式投信全体の残高推移では横ばいで変化が乏しいと見られる時期に、商品区分の構成比率が大きく変化していることだ。具体的には分配型投信の残高が44.2兆円(15年3月)から26.8兆円(18年9月)に急減している。かつて株式投信残高の8割近くを占めた分配型投信は、足元ではその比率を4割にまで低下させている。この背景には、分配型投信の主要顧客層である60歳以上75歳未満の人口

3 リテールビジネス

主役の座を降りる分配型投信

公募追加型株式投信(以下、単に株式投信という)の残高は、投資信託協会の統計によると、ここ数年ほぼ本調子で拡大し、18年9月末には103.1兆円と過去最高を記録した。12年3月の残高は50.2兆円だったので、6年半で2倍に拡大したことになる。この間の残高拡大の主役はETFだ。ETFがその他一般の株式投信と異なる特

図表18 追加型株式投信のタイプ別残高(個人保有分)



(注) ETFは個人保有比率を考慮し、他は個人がすべて保有しているとみなしている(出所) 投資信託協会、証券保管振替機構などの統計を基に野村総合研究所作成

が15年を境にそれまでの増加から微減に転じたこと、また販売会社が専ら高い配金利回りにより顧客の関心を惹き付ける販売スタイルを転換し始めたことが挙げられる。

分配型投信の残高の急減を埋めるように非分配型が残高を拡大させている。非分配型投信の残高はこの間11.0兆円増加しているが、このうち8.0兆円は資金流入に起因するものである。その資金流入の7割がAIやビッグデータ、自動運転などのデジタルテクノロジー関連ファンドを中心とした海外株式に集まっている。このような、テーマ型ファンドへの資金流入は我が国の投信マーケットでは今までも時折見られる事象で、珍しい現象とは言えない。しかし、テーマ型ファンドほど目立たないものの、目を凝らせば、今までとは明らかに異なる潮流も見えてきている。

■ 着実に拡大する分散投資

近年様々な購入チャネルで目立ちはじめたのが、投資対象の地域や資産を分散する動きだ。例えば、銀行を中心にバランス型投信への資金流入が目立っている。2000年代の中頃にも同様の動きが見られたが、当時は分配型投信の多様化の流れの中でバランス型投信が目目されたものだった。これに対して現在は、高い配金の確保から、様々な市場環境の中でも相対的に安定した運用収益を確保することへと主眼が移っている。その証拠に、15年4月以降の純流入額を見てみると、①分配型バランス投信が0.3兆円に過ぎないのに対し、非分配型バランス投信では、1.7兆円にも達している、②非分配型バランス投信のなかでも、株式の基本組入比率が中位以下のファンドへの資金流入が過半となっている。この間、国内外の株式相場を中心に市場環境に恵まれたこともあり、これらのタイプの投信のパフォーマンスは概ね良好だった。パフォーマンスの悪化と共にこの流れが途絶える可能性も否定できないが、少なくとも、個人顧客に資産分散への理解を高めようとする動きだと言える。

また、中長期の一貫した運用方針を基に提供される運用サービスも着実に拡大している。それは投資一任(ラップ)サービスで、単一資産クラスのファンドを顧客のニーズによって複数組合せ、ポートフォリオ全体で資産分散を図るものである。このサービスでは専用に設計された

投信が提供されており、それら投信の総残高は15年3月末からの3年半の間に3.4兆円から7.5兆円に拡大している。投資一任サービスは従来大手証券会社を中心に取引扱われていたが、2年ほど前から、ネット証券や大手銀行等も新たに参入し始めている。また、最近になってラップ専用の投資顧問会社と提携することにより地域銀行もこのサービスに乗り出している。中長期の一貫した運用方針に基づくサービスだけに、投信のチャネルとして、この先も安定的に拡大していくと期待できよう。

さらに、確定拠出年金(DC)も資産の分散投資を前提に投信が提供されているチャネルといえる。この制度を経由して提供されている投信の残高は、最近3年半の間に4.5兆円から7.0兆円へと1.6倍に拡大している。DCは、毎月の掛金による投資が基本となっていること、加入者はこの先確実に増加していくと予想されること、さらに政府は19年以降も利便性をさらに高めるための制度改正を継続すると見られることから、投信の販路として息の長い成長が続くと考えられる。また、制度加入者への投資教育が重要視されており、現役世代に分散投資の経験を与える場としても、大きな効果が期待できる。

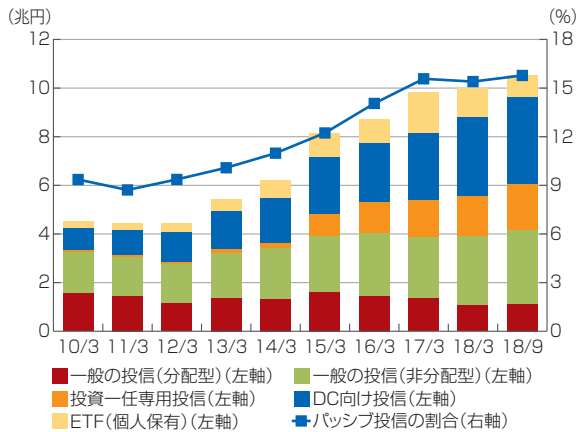
分散投資の一環として投資家が保有する投信は、上で挙げたものだけでも既に21.6兆円に達し、個人が保有する投信全体の大半3分の1を占めるに至っている。

■ 進行するパッシブ化

分散投資の浸透と共に予想されるのがパッシブ投信のシェアの上昇だ。有名な「ポートフォリオ・パフォーマンスの決定要因(Determinants of Portfolio Performance)」で述べられているように、資産運用の成績の9割は資産配分で決まる。言い換えれば、一つの資産内で優れたファンドを選定することは全体のパフォーマンスの1割に影響を及ぼすに過ぎない。従って、資産分散への関心が高まれば、アクティブ投信をそれほど重要視せず、パッシブ投信を選択する割合が高まることが考えられる。

実際、近年の傾向としてパッシブ投信の残高が拡大している。図表19は個人が保有するパッシブ投信残高の推移である。これを見ると、11年3月には4.4兆円に過ぎなかったものが18年9月には10.5兆円にまで拡大している。個人が保有する追加型株式投信に占める割合も

図表19 パッシブ投信の残高(個人保有分)



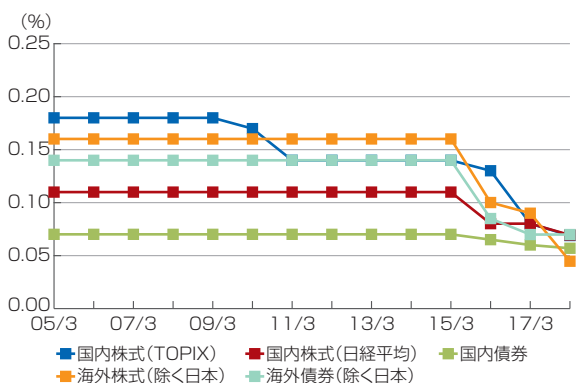
(注) パッシブ投信にはパッシブファンドを複数組み入れたバランス投信も含む
(出所) 投資信託協会、証券保管振替機構などの統計を基に野村総合研究所作成

同期間に8.7%から15.8%に高まっている。今後も資産分散の考え方は個人に一層浸透して行くと想定されることから、この傾向は続くであろう。以前から諸外国や、わが国でも年金運用で見られていたパッシブ化が、いよいよ日本の投信にも見られるようになってきた。

パッシブ運用を中心に進む低マージン化

パッシブ運用におけるコストの最大要素である、インデックス投信の運用報酬率(信託報酬率のうち投信会社取り分)が、ここ数年で大きく低下している。図表20はインデックス投信の種類ごとに運用報酬率の最安値の推移を示したものである。これを見ると運用報酬率の最安値は15年以降大きく値下がりしていることが分かる。それまでより低い運用報酬の投信が新たに誕生している

図表20 公募インデックス投信の運用報酬(業界最安値)の推移



(注) 運用報酬とは、信託報酬(投資会社取り分)を指す。調査対象は確定拠出年金や投資一任専用投信を除く公募投信
(出所) 野村総合研究所

ばかりでなく、既存の投信の中にも新投信への対抗措置として運用報酬の値下げに踏み切るものがみられる。現在、主要な資産クラスのインデックス投信における運用報酬の最安値は概ね年率0.10%以下にまで低下している。運用報酬が最安値に近い投信はネット証券や、対面チャネルのある販社では特定のサービスだけで提供されており、すべての販社のすべての顧客が安価なインデックス投信を購入できる訳ではないが、業界全体に影響を与えていることは間違いない。運用報酬の実勢を示す残高加重平均値は年々低下し、現在では主要な資産クラスのインデックス投信では年率0.16~0.25%程度まで低下している。

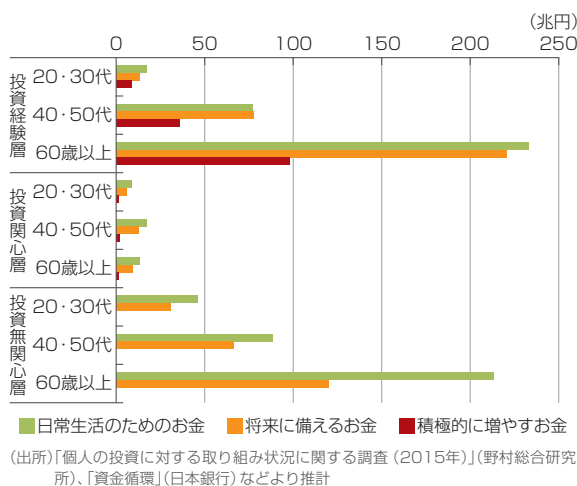
一方、アクティブ投信の場合、例えばクオンツやジャッジメンタル等様々な種類があり、インデックス投信のように画一化されていないため、その比較は容易でない。このため精緻な分析は困難なのだが、少なくともインデックス投信のような運用報酬率の低下は見られない。今後、アクティブ投信でも運用報酬率が低下するかどうか、定まった見方はない。しかし、その方向性がどちらにあるにせよ、わが国の個人向け投信市場においてパッシブ投信のシェアが拡大していくことは間違いなく、それに従って市場平均報酬率は徐々に低下していくはずだ。

投信マーケットの拡大可能性

分散投資に関する意識がさらに浸透することなどにより、投信は安定的な資産運用の手段だというイメージが定着すれば、マーケット規模は大幅に拡大する可能性がある。

昨年の本誌で述べたように、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。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)」)。その際、投資経験の違い(投資経験層、投資関心層、投資無関心層)と年齢層によってグループを分け、各グループの人々の金融資産がそれぞれのカテ

図表21 個人金融資産(除く年金・生命保険)の分布



ゴリーに分類されるのかを推計した(図表21)。

それによると、「投資経験層」の場合、どの年齢層でも「積極的に増やすお金」は金融資産の2割に過ぎず、その2倍の金額を「将来に備えるためのお金」として保有している。「投資経験層」全体で「積極的に増やすお金」が約140兆円なのに対して、「将来に備えるためのお金」は約310兆円と推計され、60歳以上の人の分だけでも200兆円を超えている。一方、個人は上場株式と投信に約180兆円投資しているが、これらの投資資金の中心は、上述の「積極的に増やすお金」から捻出されており、「将来に備えるためのお金」からは40兆円が投じられているに過ぎないと考えられる。

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だというイメージが定着した場合、投信は「将来に備えるためのお金」を運用するものという認識が広まるはずだ。その場合、まず投資経験層、とりわけ40・50代や60歳以上を中心に「将来に備えるためのお金」310兆円の中から、これまで以上の資金を投信にシフトする動きが広まるだろう。また、投資関心層や投資無関心層の中からも、「投信は高リスク商品」という今までのイメージが緩和されてくるに従い、連鎖的に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。そうなれば、彼らが保有する「将来に備えるためのお金」約240兆円の中からも投信マーケットに流れ込むことになるだろう。

投信会社のビジネス機会は広がる

投資経験層のごく一部のような、金融知識と運用経験を十分に有する人は例外として、一般的なレベルの顧客に中長期に安定的なリターンを享受してもらうためには、運用のスタート時や途中経過段階で適切なアドバイスが必要になる。顧客は、目先の目標は自覚していても、それより先のことになる自身の腹に落ちた明確な目標を持っていない場合が大半であろう。また、仮に長期の運用目標を設定できたとしても、足下の相場変動により運用に対する考え方がぶれてしまう場合が多いからだ。

一方、販売会社も、顧客への適時適切なアドバイスの対価として収入を得るビジネスモデルに転換していく必要性に迫られる。資産分散の考え方の浸透やパッシブ投信のシェアが拡大するに従って、販売会社では、投信会社以上に収益の減少が予想される。顧客が自分に合ったバランス型投信を保有した場合、リバランス自体はファンド内で行われるため、投信の売買の頻度が下がる。このため、投信のパッシブ化により信託報酬の販社取り分である代行報酬が低下するだけでなく、販売手数料も減少することが予想される。顧客の潜在的なニーズに鑑み、販売会社は遅かれ早かれビジネスモデルをアドバイス型へ大きくシフトせざるを得ない。このことは既に多くの金融機関で認識されているが、これまでのところ、目先の収益の落ち込みを懸念し、実際にアドバイス型に舵を切る金融機関は少ない。ところが最近では、例えば、銀行で経営環境への対処の必要性から預金を減らして投信にシフトさせるべきとの意見も見られるようになるなど、銀行における投信ビジネスは担当部門の枠を超え、組織全体の関心事になりつつある。銀行において投信のビジネスモデルを変える絶好の機会が訪れており、銀行等では今まで以上にアドバイス型への転換を積極的に進める機運が高まっている。

販売会社がアドバイスを重視するようになると、投信会社が地域金融機関などに手厚く行っていた販売支援の内容も、これに応じて変わることが求められるようになるだろう。販売員は市場環境に対する見方やポートフォリオを構成する個々の商品の特徴は余り重要視せず、代わって、顧客が納得する運用方針の決め方や運用方針に沿ったフォローの仕方に関心を持つようになるからだ。また、

運用方針に応じたポートフォリオの特定方法の研修なども販売支援として期待されよう。

販売会社が顧客に安定的なリターンを享受してもらうために、単なるアドバイスに留まらず、ラップなどのサービスを提供するようになると、さらに投信会社の活躍の場が広がる可能性がある。ラップサービスで顧客のポートフォリオを適時適切に維持するには資産運用のノウハウが必要になるが、地域金融機関などが単独ですべてを用意することは難しい。そうした金融機関には資産運用会社の協力が不可欠であり、投信会社等がラップの投資顧問機能を担うことも考えられる。現在、いくつかの投信会社ではラップサービスに不可欠な低価格インデックス投信を提供しているが、これに留まらず、顧客の運用目標に合致したポートフォリオの提案から運用などまで含めて、販売会社がラップサービスを始めるに当たって必要となる機能を提供することも考えられるはずだ。既に一部の地域金融機関が専門のラップサービスプロバイダーと提携するケースも見られている。その多くは、いわゆるロボアドバイザーと呼ばれるサービスの提供業者で、どちらかといえばマス層をターゲットとしたサービスとして提供されている。アッパーマス以上の顧客層をターゲットとしたサービスを提供する例はまだ限られており、この層を取り込むためのラップサービスがこれから本格化する可能性は高い。

パッシブ化の進展により、個々のアセットクラスの運用自体で差別化を図ることは難しくなるが、顧客に応じた運用方針の設計やそれに合わせた運用等の資産運用サービスは拡大する機運がある。資産運用会社にとってビジネス機会が広がっていると考えるべきだ。

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22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。

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外国株式アクティブが、今年もトップを維持した。外国株式アクティブファンドの17年度の設定額実績を見ると、上位はAI、IoT、Fintech、ロボティクス、自動運転、EV関連株に投資するテーマ型ファンドが多かった。次いでニーズ評価が高かったのは国内株式アクティブで、昨年より評価を高めた。また、リスクコントロール型、フロア確保型を含む広義のバランス型と、国内株式・外国株式パッシブのニーズ評価は、昨年と同程度の高さを維持した。一方、外国債券ファンドのニーズ評価は総じて低下した。特に、ヘッジ外債、ハイイールド債券が大きく低下。米国の金利上昇の影響による運用成績の低迷が主な要因の1つと考えられる。近年、低下傾向が続いていた定期分配型は、昨年と同程度の評価を維持し、依然として比較的高いニーズを保っている。

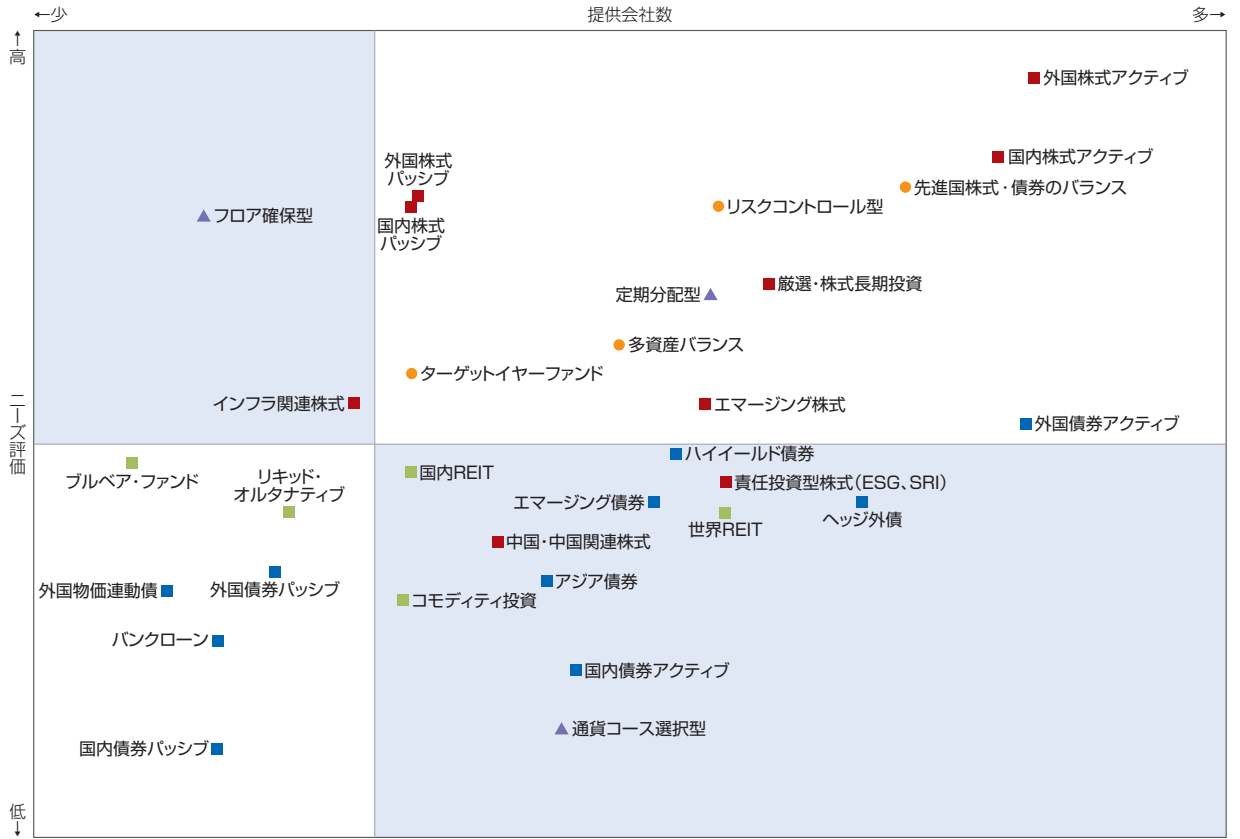
年金では、リテールと同じく、運用成績低迷の影響からか、外国債券ファンドのニーズ評価が低下した。トップとなったのは、プライベート・デット、プライベート・エクイティ（PE）である。世界的な低金利下で、相対的に高い利回りに期待が集まるとともに、ポートフォリオ分散効果への期待も高まったためと思われる。内外の私募不動産（REIT含む）や、マルチアセット運用戦略は、昨年と同程度のニーズの高さを維持した。金融法人と比べると、GPIFの影響からか、ESG投資のニーズ評価が今年も高い。また、GPIFが採用した、成功報酬制アクティブ運用（今年から新たに追加）も、比較的高いニーズ評価となった。

金融法人は、昨年は外国債券ファンドのニーズ評価が突出して高かったが、今年は、バンクローン、プライベート・デット、プライベート・エクイティ、マルチアセットと同レベルへと低下した。これは、金融庁が外国債券への集中リスクを警告したことや、運用成績低迷の影響と考えられる。とはいえ、利回り追求のニーズは変わらず、依然として比較的高いニーズを維持する結果となった。

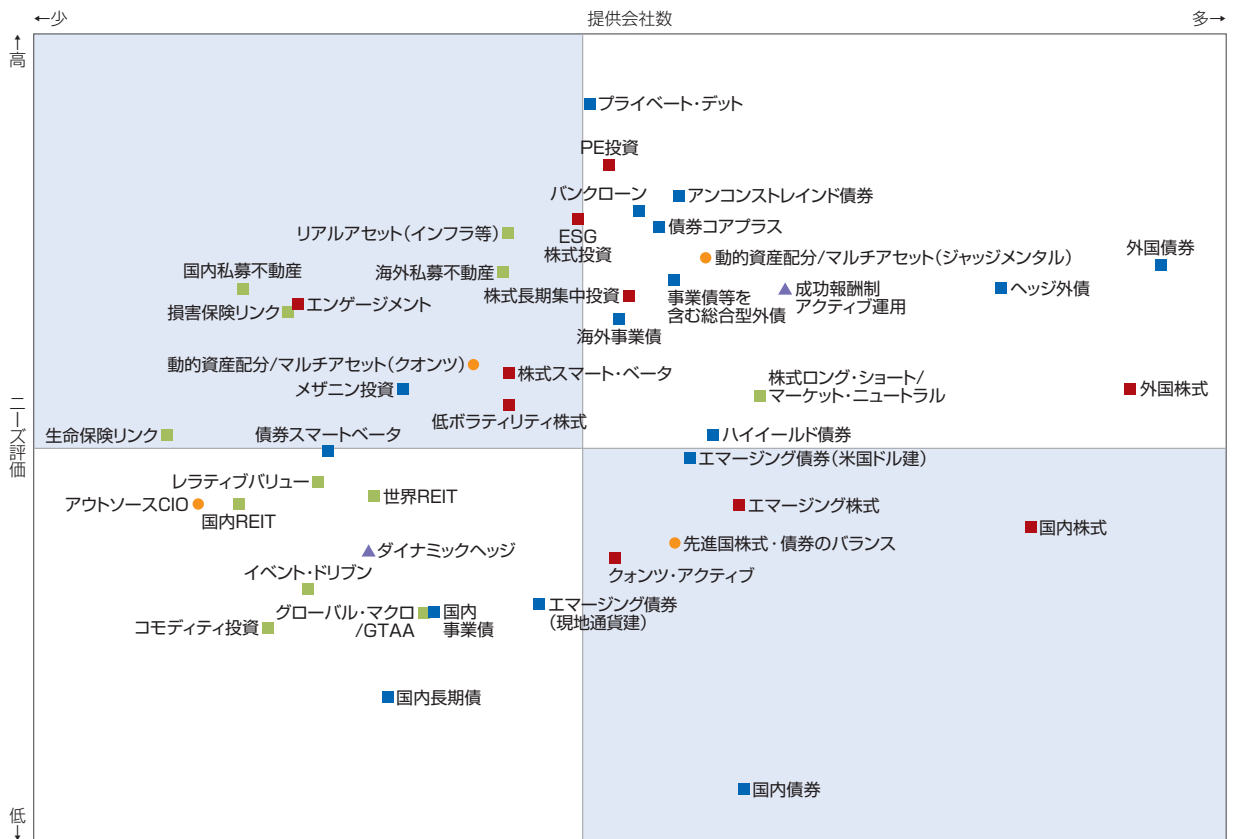
リテールでは長期運用に資する金融商品が求められ、機関投資家はポートフォリオの一層の分散化を進める、

図表22 顧客別のプロダクト需給マップ

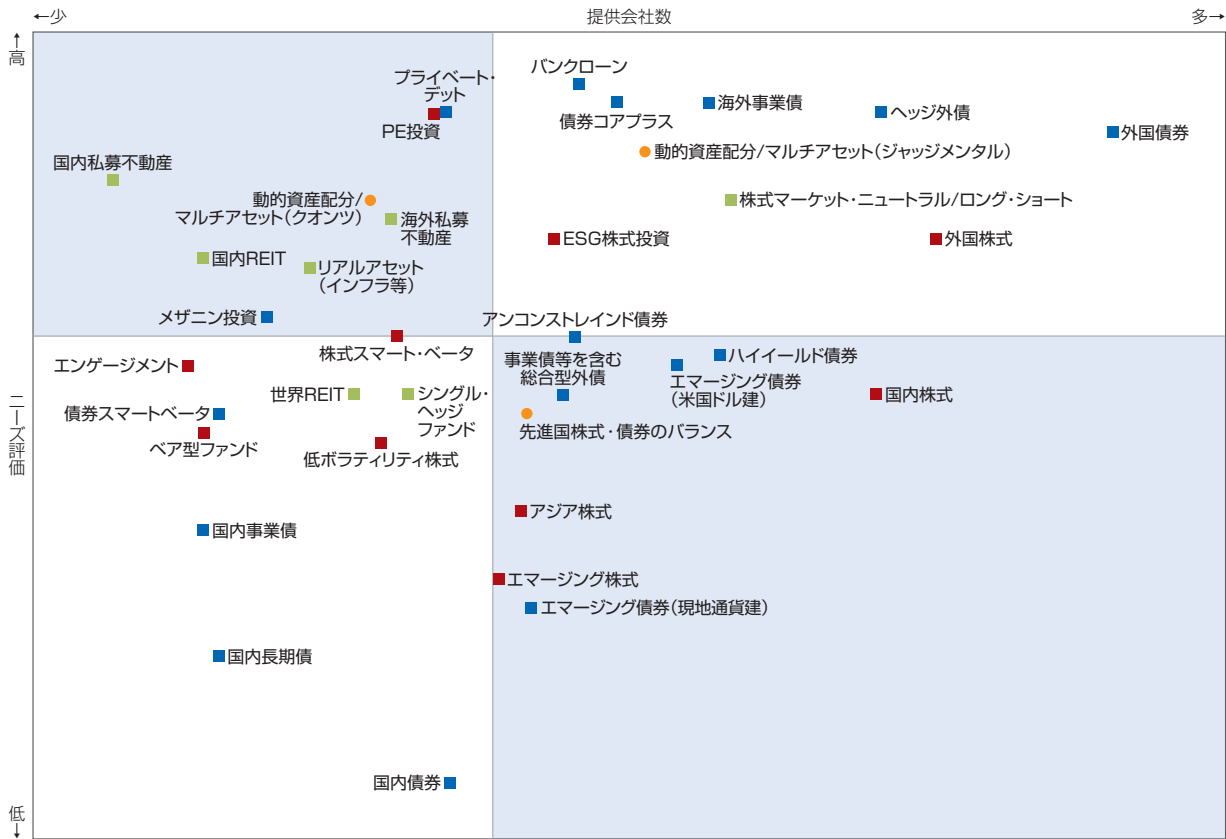
(a) リテール向けプロダクト



(b) 年金向けプロダクト



(c) 金融法人向けプロダクト



(注) 縦軸は顧客からの需要の強さを指数化して集計したもの(運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したもの(商品を扱っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)

(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

という動きは今後も継続していくと思われる。自社の競争力をどこに持つかという商品戦略を立て、差別化を図っていくことが重要だ。

- 5) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センターが2018年8月に確定給付企業年金を主な対象として実施したアンケート調査結果。回答数は202。
- 6) 全国銀行協会のデータは、海外支店勘定を含む。
- 7) 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。
- 8) 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。
- 9) 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基づき、資産別に計上しているケースもあるとのこと。
- 10) 金融庁が平成28事務年度以降、有価証券運用でのリスクテイクが経営体力やリスクコントロール能力対比で高いとみられる地域銀行(銀行持株会社を含む)を中心に31先(銀行27行、持株会社4社)に対して実施した重点的なモニタリングの結果をまとめたものである。
- 11) 自社のビジネスモデルの個性を踏まえ、事業計画達成のために進んで受け入れるべきリスクの種類と総量(金融庁「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめ」平成30年7月13日)。
- 12) 金融庁「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめ」平成30年7月13日。

資産運用ビジネスを取り巻く環境の変化

1 資産運用ビジネスにおけるデジタル化

デジタルテクノロジーの発達により、様々な業界のビジネスモデルは変革していくと考えられている。これは、日本の資産運用ビジネスにも言えることであり、デジタル化対応が、今後の企業成長や競争優位性を大きく左右する可能性がある。

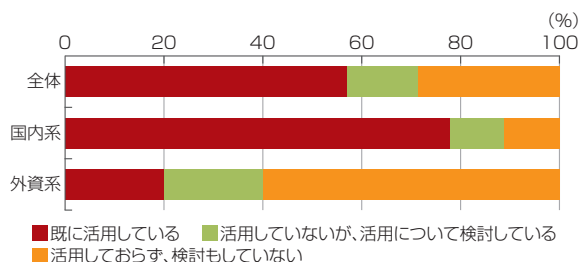
デジタル化の現状

投信投資顧問専門の会社（以下、運用会社）について、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、現在のデジタルテクノロジーの活用状況、なかでもRPA（Robotic Process Automation）とAI（Artificial Intelligence）の現状と課題を確認する。なお、比較的活用が進んでいると思われる会社の取り組みを見るため、2018年3月末時点で運用資産残高5兆円以上の運用会社を対象とする。

<約60%の運用会社がRPAを活用>

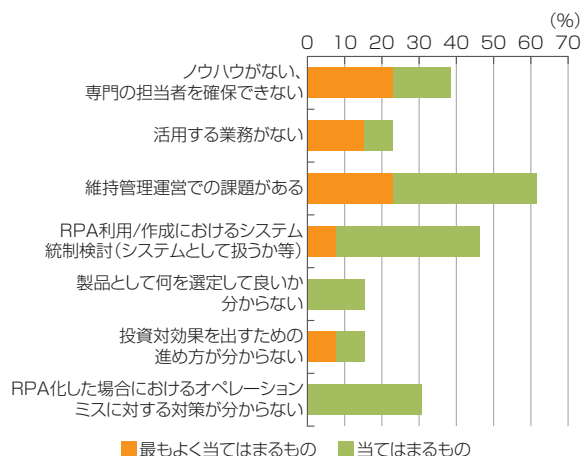
図表23は、運用会社におけるRPAの活用状況を示している。RPAは、主にコスト削減につながる業務効率化に活用されるものである。既に活用している会社の割合

図表23 RPAの活用状況



(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24 RPAを活用する上での課題



(注) 各社、選択肢の中から当てはまるもの3つまで選択。また、そのうち最もよく当てはまるものを1つ選択

(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

は、全体で約60%であった。国内系、外資系で見ると、国内系が約80%、外資系が20%であり、比較的、国内系の取り組みが進んでいることがわかる。

RPA活用における課題をまとめたのが図表24である。「維持管理運営での課題」が最も多く約60%となった。初期の定義作成はできるが、それを継続して使用していくとなった際に生じる、様々な課題への対処に苦悩している会社が多いことが窺える。次いで、「システム統制検討(システムとして扱うか等)での課題」が46%で、約半数の会社が、システムとして扱う(システム部門で管理する)か、各ユーザー部門で管理するかを課題と感じている。システムとして扱うと、既存のシステム開発と同程度のプロセスが必要になり、スピードやコストメリットが出にくい。一方、各ユーザー部門で管理になると、属人化するリスクなどがある。

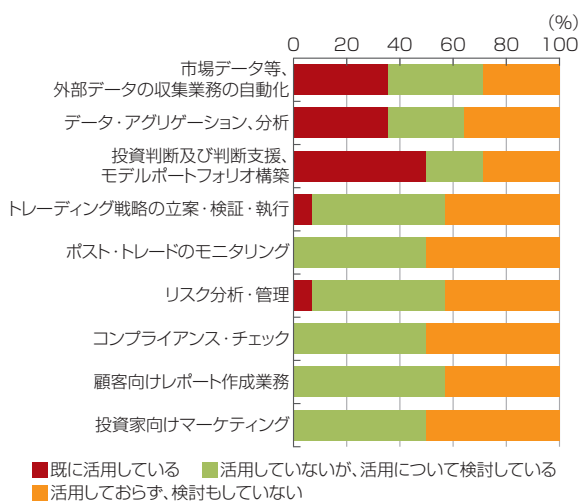
<AIは運用関連業務からスタート>

図表25は、運用会社の業務に対するAIの活用状況で

ある。最も活用が進んでいるのは、「投資判断及び判断支援、モデルポートフォリオ構築」で、既に50%の会社が利用している。主に、ニュース、有価証券報告書、アナリストレポートなどの公開データからAIが重要な情報や魅力的な銘柄をタイムリーに抽出するといった、投資判断支援業務である。次いで、「市場データ等、外部データの収集業務の自動化」、「データ・アグリゲーション、分析」で、約35%が活用している。しかし、それ以外の業務になると、ほとんど活用されていない。インプットデータが揃っていない、運用会社のコア業務といえる運用関連業務への対応からスタートした段階と言えるだろう。一方で「検討中」のものを見ると、すべての業務が50%以上となっており、AIへの関心の高さが窺える。

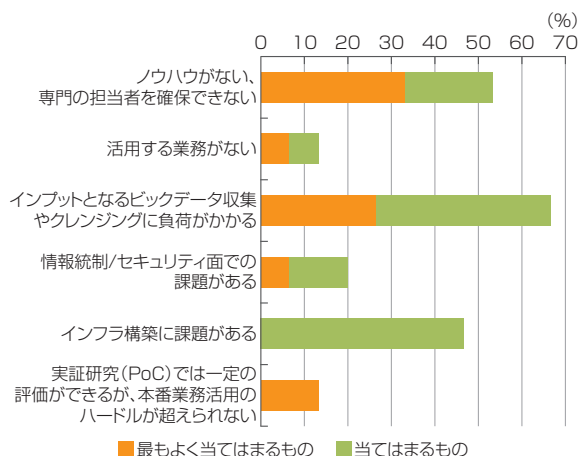
AIを活用する上での課題をまとめたのが図表26であ

図表25 AIの活用状況



(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26 AIを活用する上での課題



(注) 各社、選択肢の中から当てはまるもの3つまで選択。また、そのうち最もよく当てはまるものを1つ選択

(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

る。「インプットとなるビッグデータ収集やクレンジングに負荷がかかる」という回答が最も多く、約70%であった。次いで、「ノウハウがない、専門の担当者を確保できない」、「インフラ構築に課題がある」が続き、共に約50%の会社が課題と感じている。

デジタル化の将来見通し

日本の運用会社のデジタル化への取り組みは、今後どのように変わっていくのでしょうか。

RPAについては、「維持管理運営」、「システム統制検討」での課題が多かったことから、新設の専門組織あるいは既存のシステム部門による統括など、全社横断的な体制構築はされておらず、各ユーザー部門で局所的に活用し始めている段階と思われる。ただ、一連の業務の中で一部分でも人手による作業が残ると、大きなコスト削減には至らないことが多い。大幅なコスト削減を望むのであれば、全社横断的に業務を整理し、活用を推進していく組織が必要になるのではなかろうか。

AIについては、業務アウトソースの対象とはなりにくく差別化しやすいマーケティング業務にも活用が広がる可能性が高い。そのためには、アンケート結果にもある通り、インプットとなるデータの収集が最初の課題となるだろう。投資家向けマーケティングでは、販売会社の営業支援データ(支援実績や反応、成果等)と投資家データ(投資家属性や保有ファンド、購入タイミング等)の2種類が必要である。前者については、既に販社向けCRMなどにデータとして蓄積されているが、さらに包括的で詳細なデータの収集が必要である。後者の投資家データは、特に投信ビジネスではこれまで所持してこなかったため、提携先の販売会社や情報銀行等からデータを収集することから始めなくてはならない。あるいは積極的に自ら投資家に直接販売し、詳細なデータを取得することも考えられる。いずれの領域も、AI活用の進捗に従い、新たなデータを能動的に作ることでAI活用のレベル向上のためには欠かせない。

資産運用ビジネスにおいてもデジタルテクノロジーの活用が将来の成長を大きく左右する。その鍵を握るのは、業務プロセスの再設計と、デジタル化を可能にする組織の再編成であることは間違いない。

2 ファンドの流動性リスク管理規制

世界的に高まるファンドの流動性リスク管理への関心

オープンエンド型ファンドの流動性リスク管理に対する関心が国際的に高まっている。

金融安定理事会 (FSB) は2017年、金融安定性を脅かす可能性のある資産運用業の構造的脆弱性の一つとしてオープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチを指摘する政策提言を公表。これを受けて18年に証券監督者国際機構 (IOSCO) も、13年に発表したファンドの流動性リスク管理における原則を更新した勧告の公表を行った。国・地域レベルでも、ファンドの流動性管理に関する規制やガイダンスを導入する動きが見られる¹³⁾。

一般に、投信などのファンドは、銀行の特徴の一つである、短期で調達して長期の資産を保有する「満期変換機能」を持たず、大半が流動性の高い資産に投資されている。大量の顧客の解約請求に対しても、資産売却で対応できれば流動性の問題は発生しない。しかし、市場ストレス時などに資産価格が潜在的な価値から乖離したりすると、投資家の利益や公平性を損なわずに解約に応じるのが難しくなる可能性がある。

ファンドの流動性リスクに対する関心が高まっている背景として、世界的に投信の運用資産が拡大していることに加え、低金利環境下、利回りを追求して流動性の低い資産への投資が増加したことが挙げられる。実際、米国では2015年にパフォーマンスが悪化した高利回り債ファンドが半年間にわたり大量の投資家の解約請求を受け、解約を停止し清算された。英国でも2016年にEU離脱の国民投票結果を受けて6本のオープンエンド型不動産ファンドが解約中止を余儀なくされている。

ファンドの流動性リスク管理には、ファンドの設計段階から緊急時への対応までさまざまな側面が存在する。上述のIOSCOの勧告では、①設計段階、②日々の流動性管理、③緊急時対応計画の3つの局面に分けて、ファンドの運営責任者に対して17項目を提言している。①には、たとえば流動性リスク管理プロセスを策定し、維持すべき流動性の内部基準を設定すること、②には、流動

性管理プロセスに沿って、ポートフォリオ資産の流動性を定期的に評価したり流動性ストレステストを継続的に実施したりすること、③には、ストレス時に備えて緊急時対応計画を設定し実際に流動性管理ツール(たとえば、解約制限・停止など)が速やかに使えるか検証すること、などが含まれる。

近年、流動性リスク管理で特に重要性の認識が高まっているのがストレステストである。IOSCOの勧告でもファンド運営者の課題の一つに挙げられ、ファンドの流動性リスクやその管理戦略を評価する上でストレステストが有効であることが強調された。EUでは既にAIF(オルタナティブ投資ファンド:ヘッジファンドなど)、UCITSのどちらにも流動性リスクに対するストレステストの実施が義務化されているが(UCITSは「必要に応じて」、欧州システミックリスク理事会(ESRB)では更に、欧州証券市場監督局(ESMA)に対してストレステストのガイダンス策定を求めている。ESRBの調査によれば、93%の運用会社がすべてのファンドに定期的にストレステストを実施していると回答したが、ファンドによってはシナリオの妥当性を疑問視されるものが見られたという。

一方、FSBが上述の政策提言で政策当局に検討を促した、市場全体の流動性リスクを分析し金融市場や金融システムへの影響を検証する「システムワイド・ストレステスト」については、現時点では模索段階で、近い将来に実施が広まる可能性は低そうだ。ファンドだけでなくさまざまな投資家による大量の資産売却の影響を検証しようとするものだが、データやモデル面での限界もあり監督ツールとしての有効性を疑問視する向きも少なくない。資産運用業界には、通常の投信がシステミックリスクを引き起こした例はほとんどなく、FSBが想定する「投信の資産売却の影響が市場全体に波及して金融安定性の脅威となる」というシナリオ自体に疑問を投げかける声も強い。

米国の流動性リスク管理規制をめぐる議論

国際的にファンドの流動性リスク管理体制を整備する動きが見られる中、FSBの提言に先立って包括的な流動性リスク管理規制を採択した米国では、実施前にもかか

わらず規制の見直しが行われている。

米証券取引委員会（SEC）は16年、オープンエンド型ファンド（ETFを含むがMMFは除く）に対して、流動性リスク管理プログラムの導入と、関連する報告・開示を求める規則を採択した（図表27）。新規規則で特に注目されたのが図表中の②、ファンドのポートフォリオ投資をSECの定めた基準に基づき、その時の市場環境下で売却して現金化するのにかかると考えられる日数に応じて4つに分類する義務である。この流動性分類義務は、図表中の③、④における高流動性、非流動性投資の比率を算出するため、そしてファンドの流動性リスクを統一の枠組みでSECが監視したり投資家に報告したりするための基礎となることが期待された。

転機となったのは、トランプ政権の進めるドッド・ فرانク法を見直す金融改革である。資産運用業についても17年10月、米財務省が広範な規制緩和を勧告する報告書を公表した。報告書は流動性リスク管理規制について、流動性リスク管理プログラム策定の重要性を認める一方、流動性分類義務のような詳細な規定に基づくものは導入コストを正当化できないとして、実施を延期してプリンシプルベースのものにすべきと勧告した。こうした状況下、SECは今年に入り、①流動性分類義務の実施を半年延期すること¹⁴⁾、②投資家に対してファンドごとの流動性分類比率を公表することをやめ、代わりに前年度の流動性リスク管理プログラムの運営状況を株主報告書で説明すること、を相次いで決定した。

①の流動性分類義務の延期は、運用会社にとって対応が簡単でないことを物語る。大半の運用会社が分類や報告に必要な市場データやツールをサービスベンダーに頼

図表27 米SECによる投信の流動性リスク管理規則

流動性リスク管理プログラム	関連する開示・報告
<ul style="list-style-type: none"> ■ ファンドごとに流動性リスク管理プログラムを導入し実施 ① ファンドの流動性リスクの評価、管理、定期的な見直しを実施 	<ul style="list-style-type: none"> ・前年度の流動性リスク管理プログラムの運営状況を株主報告書に記載
<ul style="list-style-type: none"> ② ポートフォリオの各投資を流動性に応じて4つ（高流動性、中流動性、低流動性、非流動性投資）に分類⇒実施を半年延期。プリンシプルベースにすることを検討 	<ul style="list-style-type: none"> ・ポートフォリオの各投資の流動性4分類を毎月非公開でSECに報告⇒半年延期 ・ファンド全体の流動性分類の比率を毎四半期、投資家に開示⇒撤回
<ul style="list-style-type: none"> ③ 「高流動性投資」の純資産に対する最低比率（HLIM）を決定（「主として」高流動性投資で構成されているファンドは免除）⇒半年延期 	<ul style="list-style-type: none"> ・HLIMを毎月非公開でSECに報告⇒半年延期
<ul style="list-style-type: none"> ④ 「非流動性投資」への投資を純資産の15%以下に制限 	<ul style="list-style-type: none"> ・左記の高流動性投資、非流動性投資の制限に抵触した場合、非公開でSECに報告⇒高流動性投資については半年延期

（注）青字は2018年に入って新設、変更された部分
（出所）野村総合研究所作成

らざるを得ず、ベンダー側の準備に加えて、ベンダーの選択手続きにも時間がかかることが指摘されている。一方、②は、投資家に対して流動性分類比率の4つの数字を示すだけでは各ファンドの流動性リスクについて誤解を生みやすいという指摘に改めて対応したものである。流動性の分類は評価者が採用した手法や前提の影響を特に大きく受けるが、そうした影響を考慮せず結果の数字ばかりが強調されるリスクは否めない。

SECは、財務省の勧告した、流動性分類義務のプリンシプルベースへの移行についても、実際に規制を実施した後、収集したデータに基づいて検討する意向を示している。予てからプリンシプルベースの規制を主張する米投資会社協会（ICI）は、こうした手法は内部の流動性リスク管理プログラムとして用いるのは有益だが、SECや投資家への報告・開示のデータとしては比較可能性が低い上に実施コストも大きいと批判する。自前の流動性管理プログラムを実施する運用会社にとっては、無用な負担となる可能性も指摘されている。

日本への示唆

近年、日本の運用会社でも流動性リスク管理に対する意識は高まっている。しかし、上述のように米国で投信の流動性分類義務の実施延期が発表されると、近い将来、日本で米国のような厳格な規制が課される可能性は小さくなったと見て関心は一旦落ち着いているように見える。

とはいえ、仮に今後米国で流動性分類義務が見直されたとしても、SECがプリンシプルベースの規制で高い質のプログラムを求めることは想像に難くない。またEUでも、ファンドのストレステストにガイダンスを導入することで、一定の質の維持を図ろうとしている。ファンドに質の高い流動性管理プログラムの実施を求める世界的な流れは変わらないだろう。規制の如何にかかわらず、日本でもファンドごとの特徴を踏まえて、適切な流動性リスク管理の仕組みを整える必然性は高まっているのではないだろうか。

13) 最近では今年8月に、シンガポール通貨監督庁（MAS）がFSB、IOSCOの提言を考慮したガイドラインを公表している。

14) 資産10億ドル以上のファンドは2018年12月、それ未満のファンドは2019年6月からの実施を求めている。

著者紹介



日本の資産運用ビジネス 2018/2019

発行日	2018年11月15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 http://www.nri.com/jp
発行人	林 滋樹
編集人	河合 孝
編集	金融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

2018/2019