

NRI

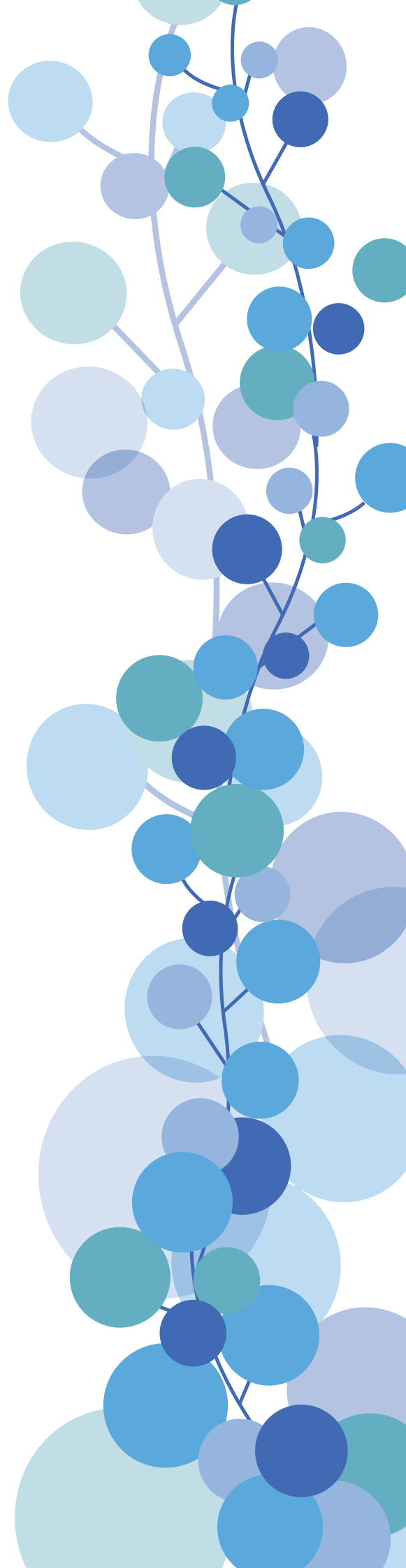
日本の 資産運用 ビジネス 2021

Japan's
Asset Management
Business

22

- 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 資産運用会社のコスト構造

野村総合研究所
Nomura Research Institute



巻頭言

若年層を中心に個人投資家の裾野は拡大している。しかもその勢いはかなり急なようだ。野村総合研究所の広告効果測定サービスである「インサイトシグナル」によると2018年8月から21年5月までのおよそ3年間で、投資している人の割合は35%から43%へ、8%増えている。特に増加しているのは20代や30代で15%近く増加した。ネット調査特有のバイアスを考慮して冷静に評価すべきだが、iDeCoの拡充やつみたてNISAの導入以降、これまでに経験したことのないペースで投資している人が増えているのは間違いないだろう。

足下の資産運用ビジネスの状況は、20年後半以降の米国をはじめ海外主要国の株価上昇による運用受託残高の拡大もあり、21年度はこのまま行けば、資産運用会社全体の営業収益は前年比20%増になる。積立投資などの個人資金の安定的な流入は中長期に期待される。だが、このように良好なビジネス環境は、資産運用会社の経営が長らく安泰であることを期待させるわけではない。例えば、証券会社等の販売会社が顧客向け運用機能を強化する動きがある。またFintech企業が小口化されたカスタマイズ運用サービスを武器に参入する動きがある。この先、これらのサービス業者との競争が待ち受けており、資産運用会社が従来担っていたサービス領域が浸食されることになるだろう。様々な成長の機会が現れる中でどの機会を狙うのか、経営判断の巧拙が個々の資産運用会社の成長や衰退を決めるといふ難しい局面を迎えている。

本レポートは今後の資産運用ビジネスの方向性を考える際の基点を提供することを目的とし、資産運用会社、金融商品販売会社双方の経営者、マーケティング企画、営業企画担当者などを想定読者としている。貯蓄から投資への流れが加速し、新卒のプレーヤーも参入する中、資産運用ビジネスの役割は今後ますます重要になることが予想される。本レポートがその業界動向を理解する上で一助となれば幸いである。

2021年11月吉日

株式会社野村総合研究所
金融デジタルビジネスリサーチ部
「日本の資産運用ビジネス2021/2022」総括責任者

金子 久

||| 増える資産運用会社の運用受託額

日本の資産運用会社の運用受託額は、2021年3月末時点で825兆円と推定される(図表1)¹⁾。前年度末に発生したコロナショックによる資産価格下落の反動により直近1年間の増加額は174兆円、増加率は26%と高い。もっとも前年度末を一時的な例外と見なせば、運用受託額は2012年3月以降、比較的コンスタントに増加しており、そのペースは年率約10%になっている。

運用受託額の内訳を見ると投資顧問の一任契約の拡大が目立っている。2021年3月までの一年間で89兆円以上増加し、387兆円にまで拡大した。この一任契約の残高は12年3月以降3.6倍に拡大している。ただしこれには、この間生じたいくつかの金融グループにおける投資顧問会社への運用機能の移管等による嵩上げ分も含まれている。公募投信の残高拡大も著しい。2021年3月までの一年間で45兆円増加し、このうち23兆円がETFの増加で、それ以外の公募投信の残高も22兆円増えている。この急増によりETFを除く公募投信の残高は6年ぶりに過去最高を更新し

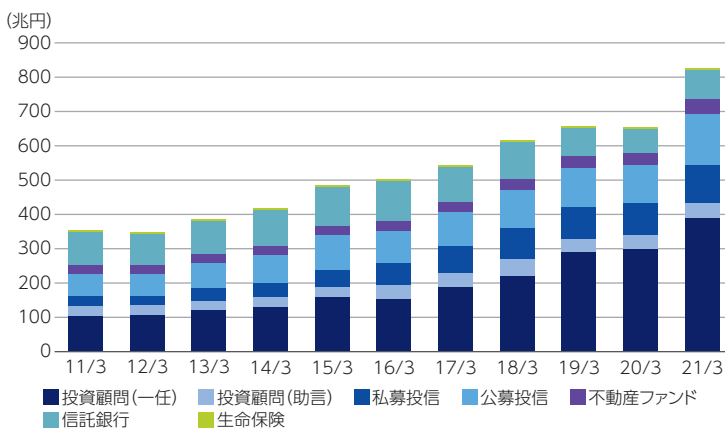
ている。信託銀行や私募投信の運用残高も年間で10兆円以上増えるなど、すべての運用形態で残高が増えている。

||| 年率8%で拡大する投資家の運用委託額

顧客サイドから日本の資産運用会社に委託している運用額についても確認したい。これは図表1で見た資産運用会社の運用受託額には、運用会社間の運用資金のネスティングが多分に含まれているためだ。例えば、私募投信を組み入れた公募投信FoF's等の場合、顧客が購入したことによる残高の増加は公募投信にも私募投信にも計上されるため、資産運用会社の運用受託額は二重にカウントされる。同様に企業年金等から投資一任契約で非課税適格機関投資家私募を組み入れて運用する場合や年金信託契約で主として系列の投資顧問会社に一任したり、私募投信を組み入れる場合など様々な例を挙げることができる。運用資金がネスティングされた場合、資産運用会社各社のフィーは一般に低下する。運用会社が多層化しても、所詮役割の分担を行ったに過ぎないので、運用サービスを受ける顧客が支払うフィー全体はそれほど変わらないからだ。このため、資産運用会社全体の収入推移を計る上では、顧客サイドからみた運用委託額の動向のほうがより重要な情報を与えてくれる。

顧客サイドからみた運用委託額は図表2の様に推移している²⁾。少し長い目で見ると、顧客の運用委託額も資産運用会社の運用受託額と同様2012年3月を底に増加している。運用受託額は、資産運用会社サイドからみたもののほどは伸びていないものの、2021年3月までの9年間に2.0倍(増加率は年率約

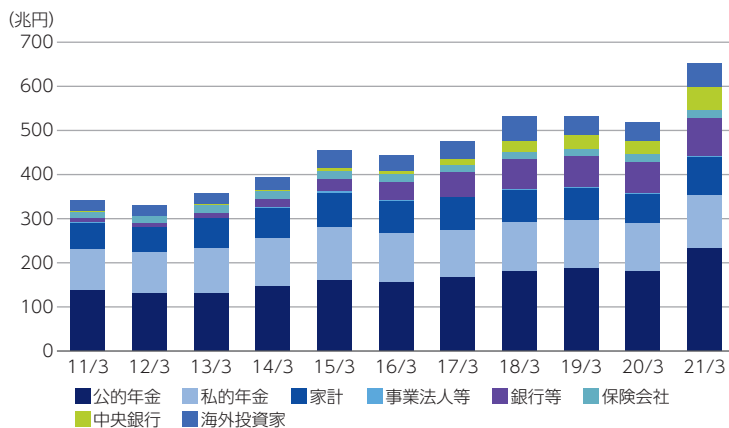
図表1 資産運用会社の運用受託額



(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

図表2 投資家の資産運用会社への運用委託額



(注) 公的年金は自家運用を含んでいない

(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、日銀等の資料を基に野村総合研究所作成

8%) 拡大している。

9年間の運用委託額の変化を顧客別に見ると、103兆円増えた公的年金を筆頭に銀行等（預金取扱機関）や中央銀行がそれぞれ75兆円増、51兆円増で続いている。これらに比べ海外投資家や私的年金、家計の運用委託額の増加は少ないが、それでもそれぞれ約30兆円増えている。

年金ファンド、銀行等、家計等の動向

年金ファンドのうち公的年金は、10年来、厚生年金基金の代行部分の返還や基本ポートフォリオの資産配分比率の変更により、資産運用会社への委託額を増やしてきたが、すでにその影響は実現している。この先はかつてのような資金流入は予定されていない。

私的年金のうち企業年金は、確定拠出年金（DC）の運用委託額が拡大する条件が整いつつある。確定給付企業年金（DB）を併用する企業の場合、DCの拠出上限は現在一律に27,500円とされているが、DBの掛金相当額の多寡に応じて増減することが決まった。この見直しによって、多くのDB併用企業のDCの拠出上限が拡大し、DCの掛金を増やすことも可能になる。従って、企業型DCの残高拡大ペースは今まで以上になると考えられる。もっとも、その分DB資産が増えにくくなるはずで、企業年金全体としては、現状から大きく拡大することは考えにくい。企業年金以外の私的年金である個人型DCは、2022年より加入可能年齢が延長され、企業型DCとの同時加入が容易になる。これらの影響により資産残高は増加することは間違いないが、月々の掛金による資金流入が基本となることから、増加ペースは緩やかなものにならざるを

得ない。

日銀が国債の大量購入を始めて以来、銀行の有価証券運用にとってファンド投資の重要性は格段に高まった。数年前のような規模でファンド投資を増額することはないが、年々投資額を積み増してきている。特に地域銀行の中で、投資一任契約や投資助言サービスを利用する機運が高まっている。運用・リスク管理体制が脆弱な場合には、当局は外部機関の知見を活用することを推進しているためだ。金融機関が資産運用会社に

とって重要な顧客であることに変わりはない。

家計による運用委託は公募投信の購入やラップ契約の締結によって行われる。個人の証券投資に対するイメージが変わり、長期投資や資産分散の重要性を理解する人が増えている。このため家計による運用委託額が長期的には拡大することは間違いない。実際、昨年度、ETFを除く公募追加型株式投信の残高は6期ぶりに過去最高を更新した。今年度上半期の資金流入はリーマンショック前のペースに近づいている。そうした中、パッシブ投信のシェアが急速に高まっており、この先、個人による運用委託額がどのようなペースで拡大していくにせよ、確実にパッシブ化は進行するはずだ。しかしながら、このことがアクティブファンド全体の縮小になるとは言えず高品質なアクティブファンドがリテールマーケットでも再評価される可能性もある。

これらの投資家以外で注目に値するのが、通称「大学ファンド」だ。今年度末より資産規模4.5兆円で運用をスタートさせ、数年以内にさらに5.5兆円運用資産を増やす予定とされている。運用資産の65%が配分されるグローバル株式を中心に外部の資産運用会社に運用を委託することがわかっている。

- 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めており、例えば生保では定額保険・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としている。なお、私募投信を組み入れ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。
- 2) ここに挙げた顧客の資金は、資産運用会社に委託した運用資金の変動リスクを主として顧客自身が負う場合に限定して集計している。従って、公募投信が私募投信を組み入れる場合、私募投信側から見れば公募投信は顧客となるが、公募投信は価格変動リスクを自身の保有者に負わせているので、公募投信の資金は集計対象に含めていない。

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・利益率共に横ばい

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、2020年度の時価変動は約66兆円と、直近10年間では突出した額となった。これは主に、コロナショック後の内外株式の時価上昇の影響である。

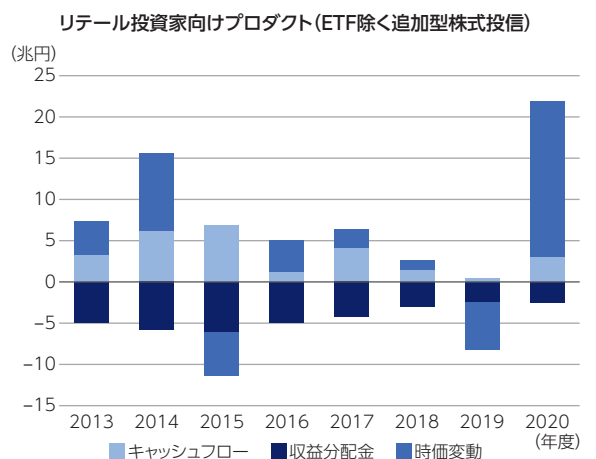
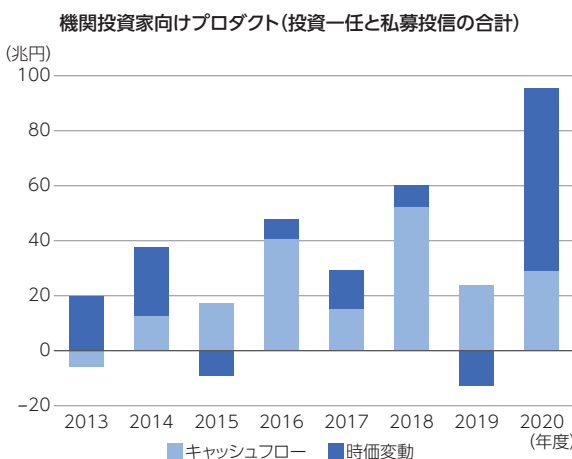
一方、資金流入は約29兆円と、こちらも大きなプラスとなった。このうち投資一任契約への資金流入が約23兆円を占める。ただし、この内、約34兆円は、国内大手信託銀行の投資顧問業協会への入会、金融グループの運用機

能移管に伴うもの³⁾であり、この影響を除くと約11兆円の資金流出であった。アセットクラス別に見ると、内外株式の流出が多くを占めている。主な理由としては、コロナショック後の内外株式の時価上昇により、公的年金が期末にかけて株売り・債券買いのリバランスをした影響が考えられる。

主に金融法人向けである私募投信への資金流入は約7兆円であった。私募投信への資金流入は16年度から18年度に急速に拡大した後、金融当局が金融法人（以下、金法）のリスク管理体制に対する懸念を示したことにより、19年度に大きく落ち込んだものの、以降は少しずつ上昇するトレンドが続いている。低金利による運用難から、国債償還金の受け皿としての一定のニーズは維持していると考えられる。

次にリテール投資家向けプロダクト（右図：ETFを除く追加型株式投信）について見ると、残高は1年間で約19兆円増加した。残高増減を要因分解すると、時価上昇による影響が+19兆円、投資家の購入・売却による影響

図表3 運用残高の変動の要因分析



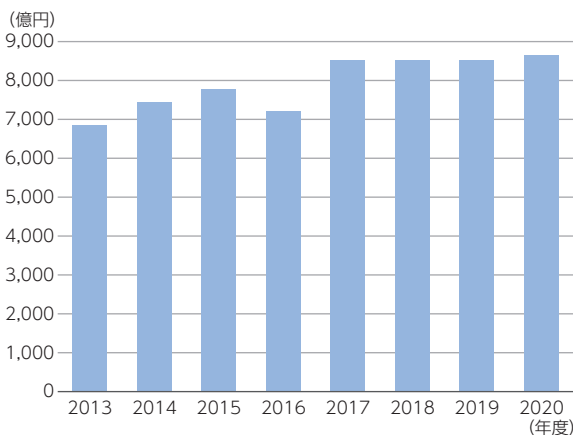
(出所) 投信協会、日本投資顧問業協会、NRI Fundmark等を基に野村総合研究所推計

が+3兆円、収益分配金による資金流出が2.5兆円となっている。

続いて、収益総額と利益率についてみていく。本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、20年度の運用会社の収益総額は約8,670億円である（図表4）。過去最高を記録した17年度から、ほぼ横ばいが続いている。

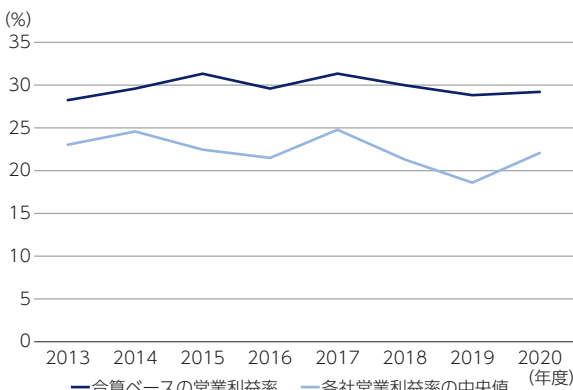
国内系運用会社（公募投信を設定している投信会社のみ）を対象に営業利益率を集計したのが図表5である（図表4と同様、執筆時点のデータに基づく）。14年度以降、30%付近を推移している（濃紺の線）。20年度は運用受託残高が上昇した一方、収益総額が横ばいとなっており、運用報酬率の低下が進行していることがうかがえる。

図表4 収益総額の推移



(出所) 投資信託協会の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

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の

(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

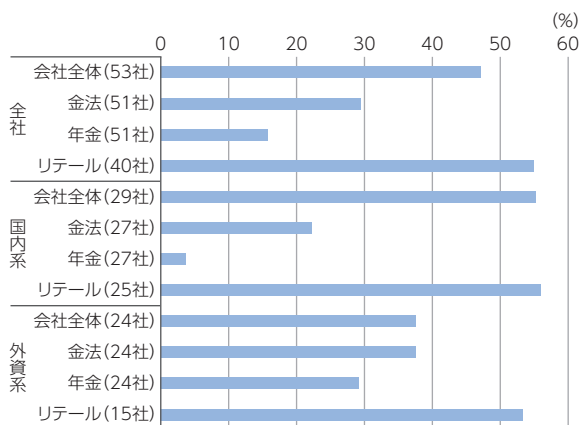
2 資産運用ビジネスの将来見通し

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」⁴⁾）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。

さらに高まるリテールへの成長期待

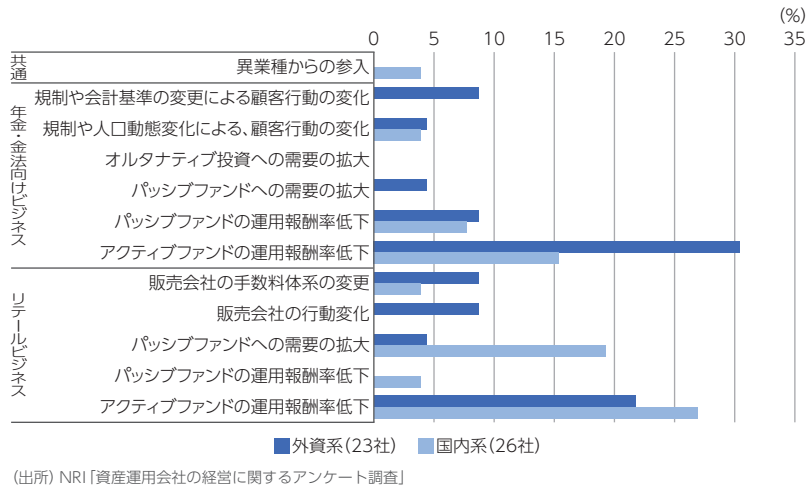
まず、会社全体の収益の見通しを確認する。図表6は、会社全体および事業（投資家セグメント）別に、今後5年での自社の収益が1.5倍以上に増加すると予想した運用会社の割合を示したものである。国内系、外資系に分解した値も示している。会社全体の収益については、50%の会社が1.5倍以上の増収を予想している。この割合はここ数年は40%前後で推移していたので、今年度になって明るい見通しを持つ会社が微増したと言える。事業別に見ると、18、19年度と同様、リテールが1位、次いで、金融法人、年金という順に見通しが良いという結果となった。順位に変わりはないが、よりリテールへの期待が高まり、金融法人は横ばい、年金は減少と、事業別の期待値の差は開いている。国内系、外資系共にリテールへの期待が最も大きいということは共通しているが、国内系はリテールビジネスに関心が偏り、外資系は年金及び金融法人ビジネスへの関心も持っていることがうかがえ

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

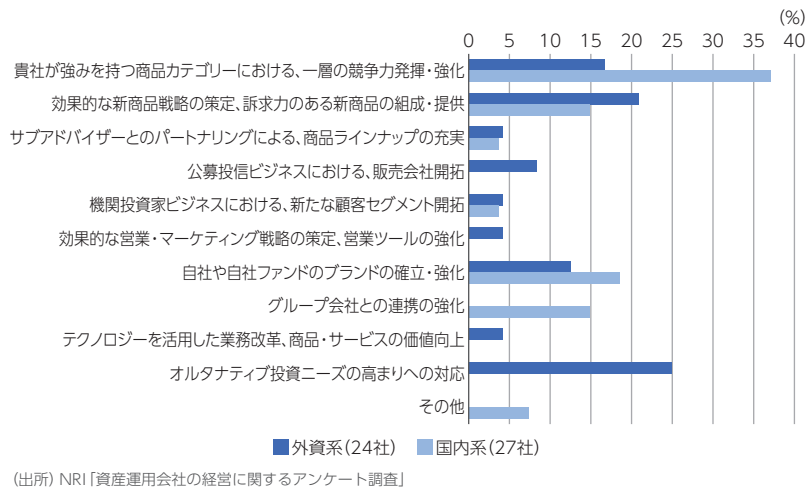


(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

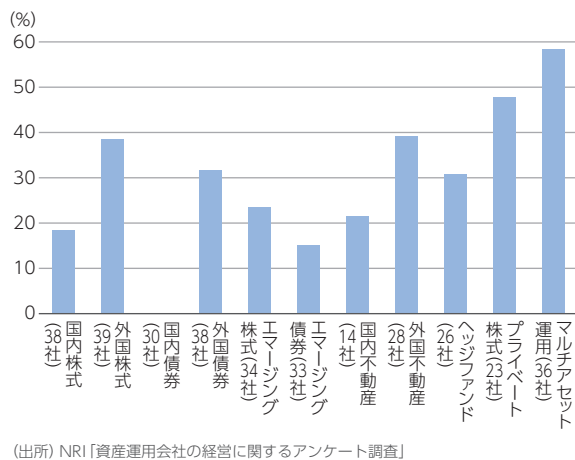
図表7 今後起こりうる事象について最も脅威と感ずるもの



図表8 今後5年間で事業規模の拡大や収益性の向上のために最も重視している方針



図表9 今後5年間でキャッシュフローによる1.5倍以上の運用資産額増加を予想する会社の割合



る。これは、「今後起こりうる事象について脅威と感ずるもの(図表7)」、「今後5年間で事業規模の拡大や収益性

の向上のために重視している方針(図表8)の回答結果からも見て取れる。図表7より、国内系は、リテールビジネスにおけるアクティブファンドの運用報酬率低下を最も脅威と感じている一方で、外資系は、年金・金法ビジネスにおけるアクティブファンドの運用報酬率低下を脅威と感じている会社が最も多い。また、図表8より、外資系は、オルタナティブ投資ニーズの高まりへの対応を最も重視している会社が多く、年金・金法ニーズへの対応を重要な方針と位置付けていることがうかがえる。一方、国内系は、自社のブランド力を強化し、個人投資家への認知を高め、グループの販売会社と連携を強化し、リテールの事業拡大を重要視しているようにみることできる。

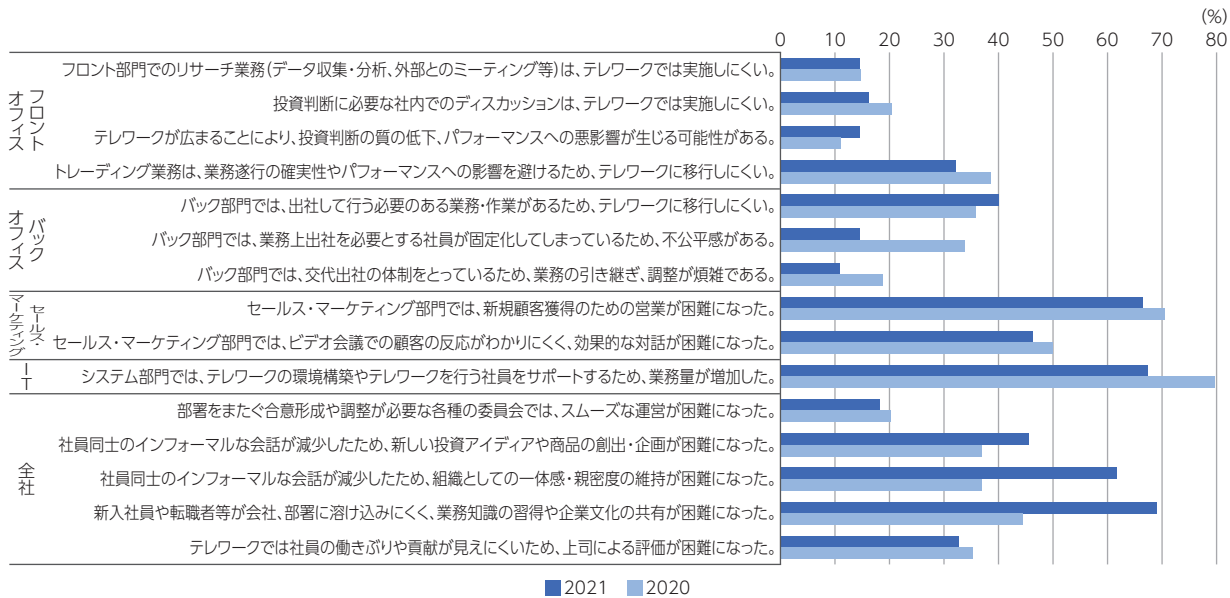
図表9は、各社の提供する運用戦略への資金流入の見通しを資産クラス別に集計したものであ

る。昨年度に引き続き、マルチアセット運用とプライベート株式への見通しが良好である。市場環境に応じて機動的な運用をするマルチアセット運用は、コロナショック下において期待とニーズが高まり、今年も高成長の予想を維持する結果となった。

3 コロナ禍における業務運営上の課題

日本の運用会社は、コロナ禍での業務運営、さらに、ポストコロナ時代を見据えた成長戦略を検討する上で、様々な課題に直面している。ここでは、アンケート調査をもとに、各社がどのような課題認識を持っているかについて昨年度と比較して見ていく。図表10は、業務部門別に考えられる課題に対し、どれぐらいの割合の会社が

図表10 コロナ禍における業務運営の課題



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

課題として認識しているかを示したものである。

昨年度の調査で、課題と感ずる会社が最も多かったIT部門の業務量増加は、今年はやや減少したものの、未だ高いレベルとなっている。テレワークの環境構築や社員サポートなどの緊急対応は落ち着いたが、ペーパーレス化の推進、業務プロセスの自動化等、緊急対応以外の実施すべき施策にもIT部門の必要性は高く、業務量の増加が続いていると考えられる。

次に課題と感ずる会社が多かった、セールス・マーケティング部門への課題認識は、微減という結果であった。営業活動においても、非対面がスタンダードとなりつつあるが、特にリードジェネレーションについて、未だ強い課題と感ずている会社が多いことがわかる。顧客接点拡大のためのコンテンツを拡充するなど、新規顧客獲得のための新たな戦略・工夫が必要となるであろう。

時間経過と共に、多くの課題は解消に向かって一方、課題と感ずる会社が増加したものもある。それは、社内コミュニケーション関連の課題である。企業文化の共有が困難になった、組織としての一体感・親密性の維持が困難になった、新しい投資アイデアや商品の創出・企画が困難になったと感ずている会社は、前年比で増加し、高い水準となっている。インオフィスで醸成されてきた運用会社としての企業文化・投資哲学は、テレワークでは維持されにくいことが浮き彫りになってきたので

はなかろうか。また、新しい投資アイデアや商品の創出・企画が困難になったということは、競合他社との差別化につながる付加価値が損なわれる可能性がある。アンケートによると、昨年度より現状の出社率は上昇しており、コロナ収束後はさらに出社率を上げる意向の会社が多い。これまでは、オンラインコミュニケーション促進という対策を打ってきたが、それでも解消されない課題については、少しずつリアルなコミュニケーションの機会を設けることが必要になるであろう。

運用会社は、低収益化等のビジネス環境変革の中、自社の強み、差別化要素となる付加価値から、成長戦略を明確に策定することが重要となる。さらに、コロナ禍という特殊な環境の中でも、策定した成長戦略と、これまで培ってきた企業文化・投資哲学をしっかりと社内に浸透させ、さらに新しい投資アイデアや商品の創出がなされるような環境づくりを行うことが必要とされているのではなかろうか。

3) このうち、三菱UFJ信託銀行が投資顧問業協会へ入会した影響が推計で約20兆円、日本生命グループの生命保険会社の一部運用をニッセイアセットマネジメントに移管した影響額が推計で約14兆円である。

4) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、21年度は8月から9月にかけて実施した。有効回答数は56社(国内系32社、外資系24社)、運用資産のカバー率は76%である。

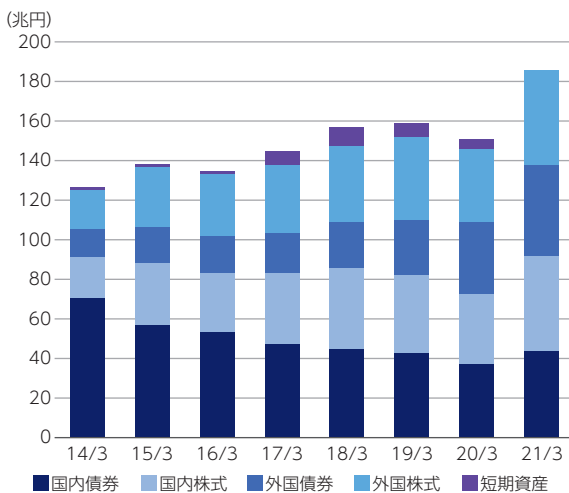
1 年金・生命保険・大学ファンド

国内債券から低流動オルタナティブ投資に傾倒する年金

日本の主要な年金制度の積立金残高の合計は、2021年3月末時点で369兆円と推定される。新型コロナウイルスの初期の感染拡大により資本市場に極めて強いストレスがかかっていた前年度末に比べて18%増加した。

厚生年金保険と国民年金保険の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の資産は24%増加し186兆円となった（図表11）。20年度の運用収益はGPIFにとって過去最大となる38兆円だった。GPIFおよび共済組合の厚生年金保険積立金部分は20年度から新しい基本ポートフォリオ（内外の債券・株式各25%ずつ）を適用しており、年度末時点でも概ね均等配分にリバランスされている。なおGPIFおよび共済組合は、基本

図表11 GPIFの運用資産額と資産配分



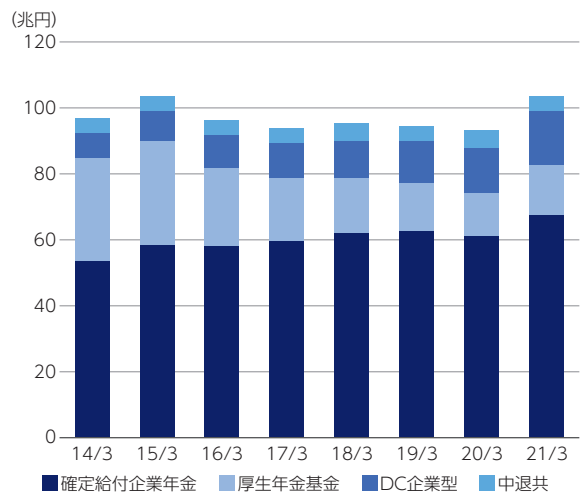
（出所）GPIF「業務概況書」を基に野村総合研究所作成

ポートフォリオの改定に合わせてヘッジ外債を国内債券の区分で扱うよう改めている。既にGPIFでは米国債とMBS、ユーロ建先進国債のヘッジ付インデックスの戦略を国内債券パッシブ運用として採用している。アクティブ運用についても、各戦略の中でヘッジ外債をより柔軟に活用できるようになる可能性がある。

GPIFの低流動オルタナティブ投資は、前年度比で4,000億円程度増加して約1.3兆円（積立金の0.7%。上限は5%）となった。これらは個々の特性に応じて4つの資産クラスのいずれかに分類されている。コミット額はおよそ3兆円（積立金の1.6%）であり、引き続き優れたマネジャーと投資機会を探索する動きが予想される。共済組合においても同様に低流動オルタナティブ投資が増加しているものの、GPIFとの比較ではそのペースは緩やかなものに留まっている。

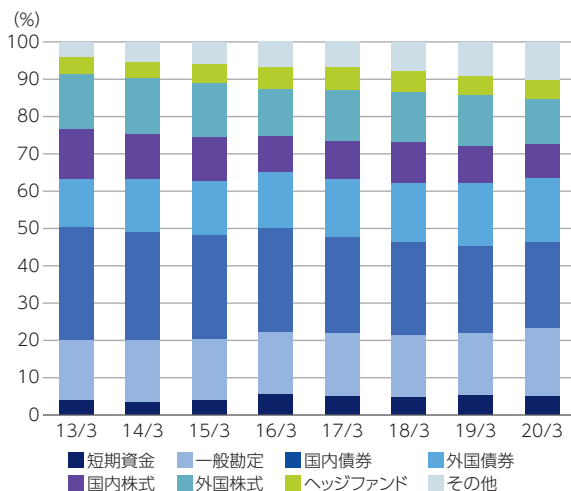
企業年金等の資産は12%増加して104兆円となった（図表12）。この太宗を占める確定給付企業年金の資産は68兆円（前年度末比+10%）となった。公的年金と比較

図表12 企業年金等の運用資産額



（出所）信託協会、勤労者退職金共済機構資料を基に野村総合研究所作成

図表13 確定給付企業年金の資産配分



(出所) 企業年金連合会資料を基に野村総合研究所作成

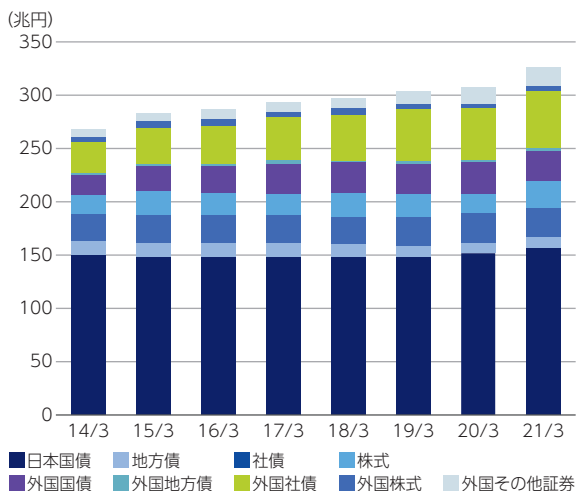
して上昇率が小さいのは平均的には名目2~3%程度を目標とする保守的な資産配分による。企業年金の資産配分の推移を示した図表13を見ると、低利回りの国内債券が縮小し、外国債券および「その他」(株式・債券以外のオルタナティブ投資が含まれると考えられる)が増加するといった緩やかなトレンドを確認できる。足下の積立水準も良好であることが多いため資産配分のレベルで積極的にリスクを取る動きは見られず、個別に特徴ある運用戦略を採用することで運用目標の達成を図ろうとしている。オルタナティブ投資、ESG投資、マルチアセット戦略には引き続き強い関心が持たれている(後述)。また、企業型DCは16兆円(同+20%)となった。企業型DCへの掛金は、近年は年あたり1兆円を超えており、今後も漸増することが予想される。

グループ内の運用ケイパビリティの再編に動く生命保険会社

生命保険会社(直近で42社)のバランスシートベースの有価証券投資額は343兆円となった(前年度比+7%、図表14)。近年増加が著しいのは外国証券であり、うち社債は53兆円(+7%)、「その他証券」(伝統的な株式・債券以外で、ファンド形態での投資が含まれる)は18兆円(+27%)、株式は5兆円(+30%)となった。低金利・低成長環境下で、相対的に利回りが高く投資機会も多様な海外クレジットおよびオルタナティブ投資の機会を求めているのは年金と同様である。

なお、主要な国内生保各社は、従来から事業戦略とし

図表14 生命保険会社の有価証券投資残高



(出所) 生命保険協会資料を基に野村総合研究所作成

て資産運用の高度化を指向しており、グループ内の運用会社とその重要な役割を果たしてきた。直近ではグループ内で運用機能の再編の動きがあり、本年3月に、最大手である日本生命が、それまで生保本体にあったクレジットおよびオルタナティブ投資の機能をニッセイアセットマネジメントに移管した。これにより、従来の特別勘定の運用(助言)等に加えて、新たに15兆円程度の一般勘定資産の運用を一任で行う態勢となったとみられる。今後、他の大手生保グループでも同様の動きが広がる可能性がある(なお、こうしたグループ内での運用機能の再編・強化は生保以外の金融機関グループでも起きている)。グループ外への運用の再委託も、運用会社を起点に行われるようになるのではないかと。

新たにローンチする10兆円の大学ファンドの概要

年金・生保以外で、昨今資産運用業界が強い関心を持っているのが通称「大学ファンド」である。これは、具体的には(国研)科学技術振興機構(JST)が運用管理を担う予定の公的な基金である。21年度中に公的資金を調達して長期運用を開始し、将来的にその運用益を競争力のある科学技術研究の環境整備や研究者の育成等に充てていくこととされている。またその規模は当初は政府出資金5,000億円、財投融資資金4兆円の合計4.5兆円(予算ベース⁵⁾)で、数年内には10兆円規模に引き上げられることとされている。現時点で明らかになっている、または想定されているのは次の5点である。

- 長期的な支出は実質ベースで年間3,000億円程度と見積もられる。支出スケジュールと足下の運用環境を踏まえ、当面（5年程度）はグローバル株式65%、グローバル債券35%をリファレンス・ポートフォリオとする。
- JSTは、所管官庁である文部科学省の監督の下、リファレンス・ポートフォリオのリスク量以内で運用利回りを最大化するように基本ポートフォリオを策定し、主体的に運用管理にあたる。
- 株式の運用は委託運用を中心とする。また、債券を含め、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を組み合わせる。
- 運用戦略として低流動のオルタナティブ投資を組み入れることも、JSTの裁量によって可能である。
- 運用開始に先立ち、JSTに運用・監視委員会を設置する。また、委託先運用機関の選定を行い、実運用を開始する。

JSTの資金運用事業を主導する運用業務担当理事は既に民間金融機関から招聘されており、運用・監視委員会のメンバーも任命された。目下は外部コンサルタントを活用しながら運用組織・態勢の構築が行われている段階にあり、今後、人材面での拡充が行われることが予想される。

実際の運用のあり方については、現時点では不確実な点が多い。さしあたって次の諸点が、運用開始における重要な決定事項となる。

- 基本ポートフォリオをどのように定めるか。リファレンス・ポートフォリオを踏襲して高い自由度を保持するか、公的年金のように伝統4資産の枠組みで合意するか、別の方法で定義するかなど。
- マネジャー構成をどう策定するか。公的年金のように特化型を組み合わせるか、複数資産にまたがる戦略的パートナーを採用するか、規定上委託運用の必要のない債券をどこまで自家運用するかなど。
- 運用機関をどう選定するか。公的年金のようなマネジャー・エントリー制（提供可能な運用戦略群について各社に常に状況報告を求め、任意のタイミングで委託する方式）を用いるか、それとも数年単位のラウンドを設定するのか。内部的な解約の基準や、運用機関とのフィーを含む長期の契約をどう設計するか。低流動のオルタナティブ投資の機会をどのように見いだす

か。コンサルタントを起用するか。

- どの投資ビークルを使うか。投資一任による単独運用か、既設の非課税適格機関投資家私募投信を使うか、ETFを自家保有するか。オルタナティブ投資にどのように投資するか。
- フロントおよびミドルのリスク管理に、どのように実効性を持たせるか。

いずれも検討は不可避だが、容易には合意できない論点を含んでいる。

JSTには、数年内に巨額の資金流入が予定されているものの、米国の大学基金（エンダウメント）の寄附金のような安定的な収入がその後期待できるわけでは必ずしもない。また、ファンド設立の目的である科学技術研究の環境整備や研究者の育成等への支出を早期に行うという要請もある。さらに、調達資金の太宗を占める財投融資の償還のための支出もいずれは生じることになる。つまり、ダウンスайдリスクへの配慮が極めて重要な、難度の高い運営が求められている。

自明なことだが、機関投資家のパフォーマンスは、究極的には資産規模に裏付けられた交渉力とガバナンスの巧拙に依存する。10兆円規模のファンドを設立することは既に決まっている以上、資産運用業界に対して相応の交渉力を備えた投資主体になることは疑いない。投資開始までのタイムフレームが非常に短いため多くのプレッシャーに曝されているとはいえ、少なくともJST内部においては適切なガバナンス構造を時間をかけて構築し、機関投資家としての組織能力・洗練度の向上を図りながら、自身に見合うポートフォリオを順次・段階的に構築していくアプローチを採ることを期待したい。

2 リテールビジネス

大幅な資金流入超となる株式投信

ETFを除く公募追加型株式投信（以下、単に株式投信という）の残高は21年3月時点で74.9兆円となった（図表15）。15年3月以降、60～66兆円の間を推移してきたが、コロナショックによる一時的な下落を経て、6期ぶりに過去最高を更新した。資金流入⁶⁾も16年3月期以来の流入超過となった。今期に入ると勢いは増し、残高は21年9月に81.9兆円に達している。今半期の残高増加分（7.1兆円）の4割強は資金流入がもたらしたもので、年換算6兆円の資金流入はリーマンショック前の08年3月期に近い。資金流入がこれほどの規模に達したのは、現在、株式投信が持つ3種類の「販売経路」すべてで資金流入となったことが大きい。

販売経路とは投資家の窓口となる販売会社のサービスによる区分で、証券会社や銀行による通常の投信ビジネスとして誰もが真っ先に思い浮かべる対面やネットで行われる勧誘・販売が最も一般的である。この販売経路で提供される投信を「一般の投信」と呼ぶことにすると、この一般の投信は20年3月期まで9期連続で資金流出が続いていた。これが21年3月期にわずかに流入に転じ、今期は上半期だけで1.8兆円の資金流入となっている（図表16）。

資金流入が好転した理由の一つは、分配型投信の残高

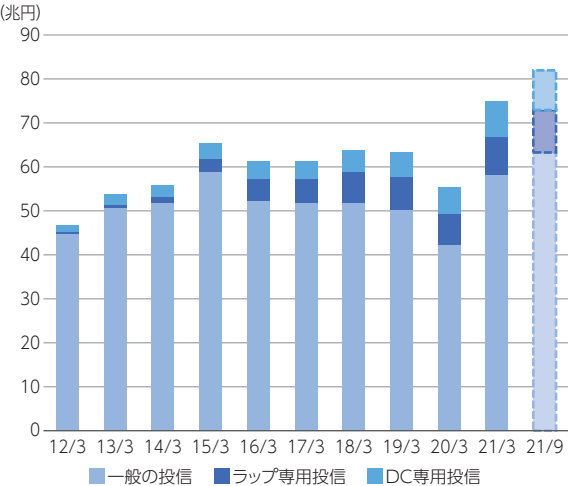
が縮小し、平均分配率（残高に対する分配額）も低下したことにより資金流出の一つである分配の総額がピーク時の4割程度まで低下していることが挙げられる。

もう一つの理由は非分配型（分配型投信以外の一般の投信）の中から資金流入が数年続くファンド群が現れたことである。具体的には海外株式型で、中でも広く世界の株式に投資するグローバル株式型や北米株式型は17年3月期頃から流入基調が続いている。後述の様に長期投資を志向する人々の中で海外株式への投資比率を上げる動きが見られ始めている。このようなことを背景に、一般の投信への資金流入が継続的に発生しやすい条件が揃ってきている。

2つめの販売経路はラップ・サービスだ。このサービスでは、現在、専用に設計された投信（以下、ラップ専用投信）を提供していることが多い。前年度まで2期連続で資金流出が続いていたラップ専用投信は今期になって資金流入に転じている。大手の証券会社や銀行では数年かけてストック型への収益構造の転換を図ろうと動き始めたため、その一環として、ラップ・サービスに再び注力し始めている。また、大手以外でも、このサービスに参入する金融機関も出てきている。ネットや提携ファイナンシャル・アドバイザーに強みを持つ金融機関や最近では地銀（あるいはその系列証券会社）等だ。契約数は着実に増えて、運用金額も徐々に増えてきている。ラップ・サービスを経由した投信の残高は多少の上下はあったとしても、基本的には拡大していくものと考えられる。

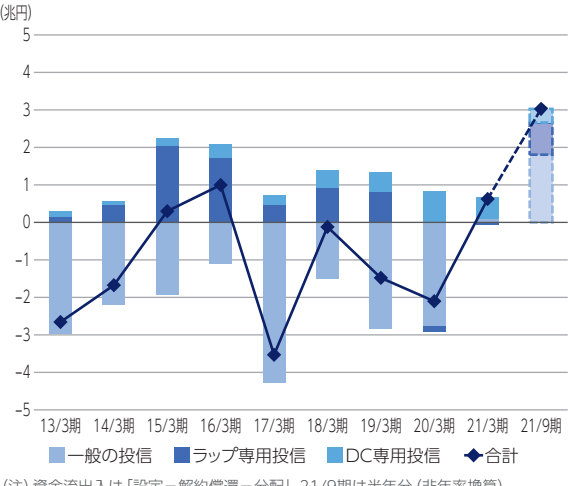
最後の販売経路は確定拠出年金（DC）制度だ。この制

図表15 追加型株式投信（除くETF）の残高



(出所) 野村総合研究所

図表16 追加型株式投信（除くETF）の資金流出入



(注) 資金流出入は「設定－解約償還－分配」、21/9期は半年分（非年率換算）
(出所) 野村総合研究所

度においては、専用に設計された投信（以下、DC専用投信）が提供されている場合が多い。DC専用投信には毎年資金が流入し続けている。毎月安定した掛金が存在している上、加入者は長期運用を意識しているためポートフォリオを短期に変更することが希なためだ。加入者が企業型と個人型をあわせて毎年70万人ペースで増加していることもあり、流入する資金の額も増える傾向にある。また、来年には加入可能期間の延長や企業型と個人型の並行加入が容易になることが決まっている。さらに2年後にはDB年金加入者のDCへの拠出上限が変更になり、拠出可能額が増加する加入者が多いと考えられている。このような制度拡充が予定されていることから、DC専用投信の残高が今後も着実に拡大していくことは間違いない。

投信のパッシブ化が急速に進んでいる

このような事情で株式投信は15年3月期以前のような拡大基調に戻ったが、その間に、今後の投信ビジネスに大きな影響を与える変化が生じている。その一つが投信のパッシブ化の進行である。

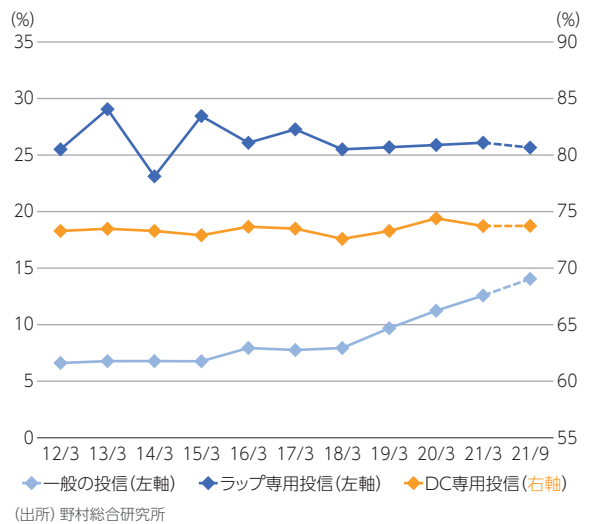
株式投信に占めるパッシブ投信の残高割合は15年3月には11.5%であったが、その後10%以上シェアを伸ばし、直近（21年9月）では22.0%にまで上昇している（図表17）。わが国のパッシブ化の進展には2つの要因があるが、いずれの要因を念頭においても、パッシブ化が一層進展することは間違いない。

要因の一つが、パッシブ比率の高い販売経路が拡大し

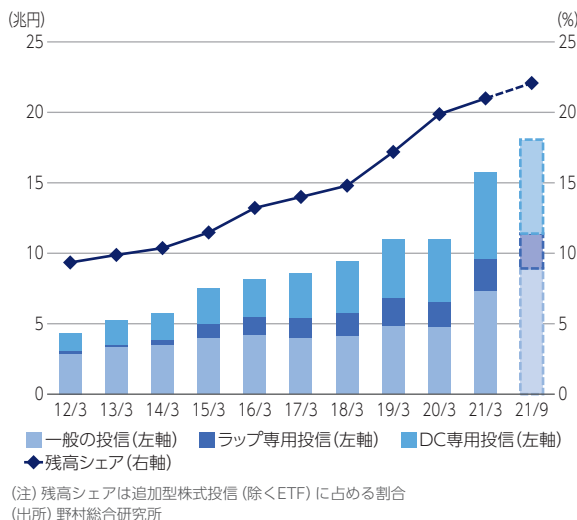
ていることである。DC制度のことで、パッシブ比率は約75%と、最近10年間ほとんど変化がない（図表18）。しかし、これら販売経路経由の投信の残高シェアは2015年3月以降の6年半で2倍以上に拡大している（図表19）。

もう一つの要因が一般の投信におけるパッシブ比率の上昇で、これは2018年以降に生じた。2018年3月時点で7.9%から2021年9月には14.1%にまで上昇している（図表18）。これは、個人投資家のパッシブ投信の効能に対する認知の変化の現れと考えられ、その変化のペースはかなり急だ。このきっかけのひとつは18年に導入された「つみたてNISA」であることは間違いない。2020年の場合、一般の投信に含まれるパッシブ投信への純資金流入のおよそ4割が「つみたてNISA」を利用したもの

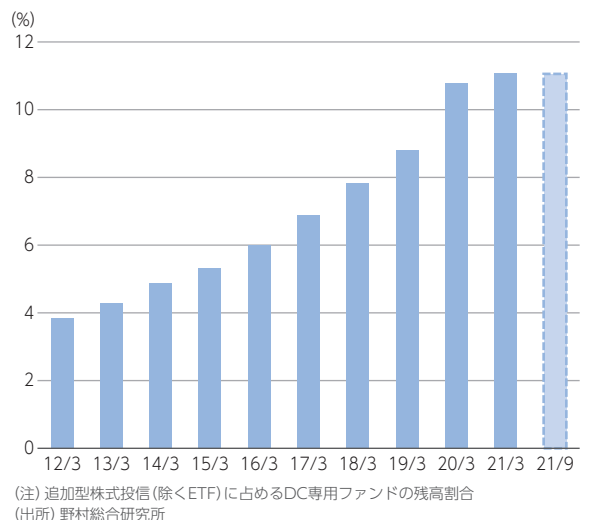
図表18 パッシブ投信の残高割合



図表17 パッシブ投信の残高



図表19 DC専用ファンドの残高割合



だったことがその理由だ。

パッシブ投信の平均運用報酬率（信託報酬のうち運用会社取り分）は低下が著しい。アクティブ投信との比較では10年前には半分ほどの水準であったが、競争激化によりさらに低下し、直近では4分の1に低下している。急速に進むパッシブ化は、資産運用会社の収益に与える影響も大きい。

|| ホームバイアスの解消が進む

今後の投信ビジネスに大きな影響を与える変化の2つ目は、海外株式型投信への投資が増えていることである。一般の投信において近年海外株式型に資金が流入していることは既に述べたが、DC向け専用投信でも同様のことが生じている。

図表20は、少数の加入者のスイッチングによる影響を排除するため、加入者であれば全員が毎月行う掛金の配分を推計したものだ。掛金は投信以外の預貯金など元本確保型にも配分されるが、この図表では、投信に配分された資金に占める各分類の割合を示している（配分比率の多い上位3分類を表記）。

これを見るとわかるように、以前は国内株式型がバランス型に次いで配分比率が高かった。国内株式型の配分比率は徐々に低下し、10年間で8.0%低下している。それとは反対に配分比率が上昇しているのは海外株式型で、同じ期間で5.5%上昇している。これと同様なことがバランス型の中でも観察される。バランス型投信を経由してどの資産クラスに投資されているかを見てみると、日

本株への投資比率は低下し、海外株への投資比率は上昇している。

これらの事実は、多くのDC加入者が長期運用において海外株をより重視し、日本株はそれより劣後すると見なし始めたと解釈できる。この分析はDCを対象にしたものだが、一般の投信において海外株式型への資金流入が目立っていることも考え合わせると、広く一般の投資家の認識が変化しているのではないだろうか。

もしそうだとすると、アクティブファンドの残高割合が低下する傾向にある中、今まで日本株の運用を重要な収益源としてきた日系運用会社にとっては、経営環境は一層厳しくなることになる。

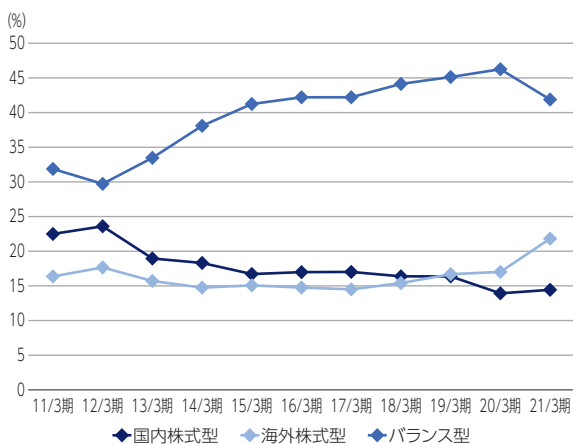
|| 投信会社の関与が小さい リテール向け資産運用サービスが拡大

投信会社の関与が小さいリテール向け資産運用サービスが拡大している。ラップなど投資一任のことで、比較的大手の証券会社や銀行グループを中心に、数年前から注力している。また最近、大手証券会社等ではチーフインベストメントオフィス（CIO）という組織を創設し、投資一任サービスの高度化を図ろうという動きもある。

大手金融機関の投資一任サービスが拡大していくと、たとえそのサービスが投信を投資対象とする場合であっても、投信会社の収益が減少する可能性もある。ラップなど投資一任サービスの場合、主要な付加価値の一つである「効率的な資産分散」は大手金融機関が担う。投信会社に任されるのは特定の資産クラスに対する運用で、一定のアクティブ・リスクの範囲内の運用しか求められない。また、投信会社が行う運用実績に関する説明も比較的簡素なものが求められる。つまり、投信会社に求められる役割がかなり限定されているのだ。このこともあって、ラップ専用投信は一般の投信に比べ、運用報酬率が低い。例えば、日本株アクティブ投信の場合、一般の投信の残高加重平均は年率0.64%なのに対して、ラップ専用ファンドの場合は年率0.39%だ（図表21）。このため、証券会社や銀行による投資一任サービスの強化が進む中、一般の投信から投資一任サービス向け専用投信に置き換わると、投信会社にとって収益が減少してしまう。

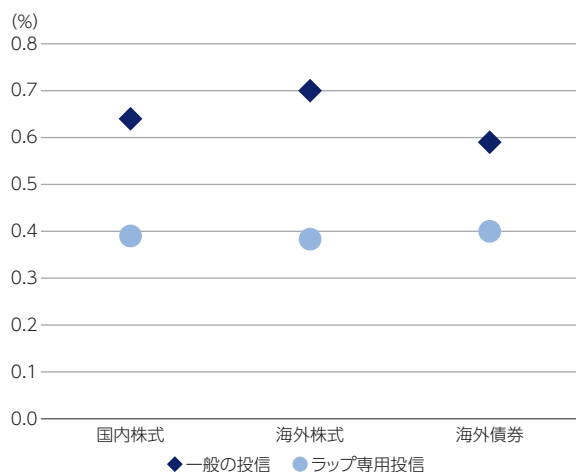
実際、投信業界全体では、このような例が見られている。先に示した様に15年3月以降ラップ専用投信の残高

図表20 企業型DCの掛金配分割合
(元本確保型への配分を除く)



(注) 毎月25日を拠出日とする設定額を基に推計
(出所) 野村総合研究所推計

図表21 アクティブ投信の平均運用報酬率



(注) 2021年7-9月時点。平均は残高加重。運用報酬率とは信託報酬の運用会社取り分(出所) 野村総合研究所推計

が拡大する一方で、一般の投信の残高が縮小する時期がしばらく続いたため、公募投信ビジネス (ETFを除く) の運用収益は16年3月期がピークで、以降昨年度に至るまで5期連続で過去最高を更新していない。先述のように、昨年度の後半以降ようやく一般の投信にも資金が流入し始めたため、今後は投信業界全体の収益が落ち込むことは起こり難いと考えられるが、個々の投信会社では今後も生じうる。

環境の変化に適用して競争力を高める

このように、近年、投信ビジネスに大きな影響を与えるであろう3つの変化が生じている。それぞれ投信会社にとって短期的にはビジネス上の脅威になるが、長期的に見れば、ビジネス転換の機会にもなりうる。

パッシブ化の進行は、アクティブ・マネジャーにとっては確かに脅威だが、個人顧客がベンチマークを持つようになることも意味している。質の高いアクティブ・ファンドを理解する素地を持つ人が増えているとも考えられる。適切な報酬率が設定できれば、パッシブ投信を志向する人々に別の選択肢を提供することになる。そのため、運用の特徴や運用能力に応じた販路の選択が必要だ。長期的に期待できるアルファ以上のコストがかかる販路はナンセンスであり、顧客にとって魅力的なアルファが残る販路流通網を選択する必要がある。

海外株の運用ニーズの高まりは、長期運用を前提に加入者が決めるDCの掛金配分などでも見られるもので、一過性とは考えにくい。この状況に対して、日系運用会

社の場合は、①パッシブ投信やサブアドバイザーを利用した投信をよりローコストで運営する体制を構築することや、②自前でアクティブ・ファンドを運用する体制を強化する方が必要になってくる。このうち②は多くの日系運用会社が長年課題としてきた問題で、容易に達成できるものではない。一般の投資家の運用ニーズに対応するためにも腰を据えた対策が肝要だ。

大手証券会社等では投資一任サービスの高度化を目指した動きが見られる一方で、ファンド・ラップを導入していない地銀や中小証券会社も多い。現在多くの金融機関は、顧客本位の観点から、投信販売ビジネスの手数料体系を再設計し、残高に応じた手数料への変更が大きな課題となっている。解決の切り札と目されるのが投資一任サービスだ。ファンド・ラップもその一つで、多くの金融機関が今後新たに導入したいと考えているはずだ。同時に、そうした金融機関ではリソースが限られていることも多く、自前でファンド・ラップを用意することは困難とも考えているだろう。このような金融機関にとって、専門の運用会社と提携し、ファンド・ラップを顧客に提供することは魅力的な方策だ。実際そうした手法で、ファンド・ラップを個人顧客に提供する事例がいくつか出てきている。この動きは今後も続くはずで、地銀や中小証券との提携によりファンド・ラップを提供することは、投信会社にとっても成長のための有力な選択肢になりうる。

日本の公募投信は再び拡大基調に戻ったが、それに先立つ停滞の中で、顧客や販売会社のニーズ変化が明らかになってきた。そうした変化に、現実はどう対応していくかが、今後、資産運用会社にとって重要な局面になってきた。

3 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、投資家タイプごとのニーズの強さ（運用会社による評価）に対して提供されているプロダクトが少ないもの（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は一部の商品を抜粋して作成したオポチュニティ・マップである。なお、調査は2021年8月から9月にかけて実施した。

まずリテール投資家からのニーズの評価は、総じて外国株式に集中した。アクティブおよびパッシブの外国株式と、銘柄厳選・長期投資型、ESGをコンセプトとする株式運用のニーズスコアが高い。この結果は実際の公募投信の資金フローの状況とも一致しており、先進国株式の中でもアクティブでは米国の大型テクノロジー銘柄を中心とするクオリティ・グロース系のファンドや、グロース系のテーマを追求するものに旺盛な資金フローがあった。パッシブではS&P500、MSCI ACWI 連動のファンド等への資金流入が継続している。これに対して、日本株やエマージング株式、中国関連株式のニーズスコアは昨年度と比べて低下した。債券カテゴリーで最もニーズスコアが高かったのはヘッジ外債となった。

バランス型の中では、先進国資産のバランス型とリスクコントロール型のニーズスコアが相対的に高い。しかし、昨年度との比較では両者とも明確なスコアの低下が見られる。利回りが低い債券を組み入れて分散するバランス型のポートフォリオよりも、外国株式に集中したいという個人投資家のニーズを多くの運用会社が認識しているのではないかと見られる。仕組み上の特徴があるファンドの中では、昨年度まで一定のニーズスコアであった元本確保型やフロア確保型でスコアの低下が見られた。いずれも、提供する会社数は少数である。

次に、年金からのニーズ評価は、混合した結果となっている。株式ではESG投資戦略やPE投資のニーズスコアが高い。一方で、低ボラティリティ戦略は、パンデミック

後の市場ストレス時の下値抑制が必ずしも効かなかったことや、市場の上昇局面でのパフォーマンス劣後を経験した年金が多かったためか、ニーズスコアは低位に留まった。債券カテゴリーでは、バンクローンやハイイールド債のように特化した運用戦略よりもコアプラスやアンコンストレインド戦略のような、コア型ないし絶対収益指向のニーズスコアが高くなっている。これは、クレジットスプレッドの低下もさることながら、セクター特化型の多様な債券運用を組み合わせ分散したポートフォリオを構築するよりも、市場環境に合わせて柔軟に運用して欲しいという企業年金のニーズを反映しているだろう。債券スマートベータ戦略のニーズスコアは昨年対比で上昇した。

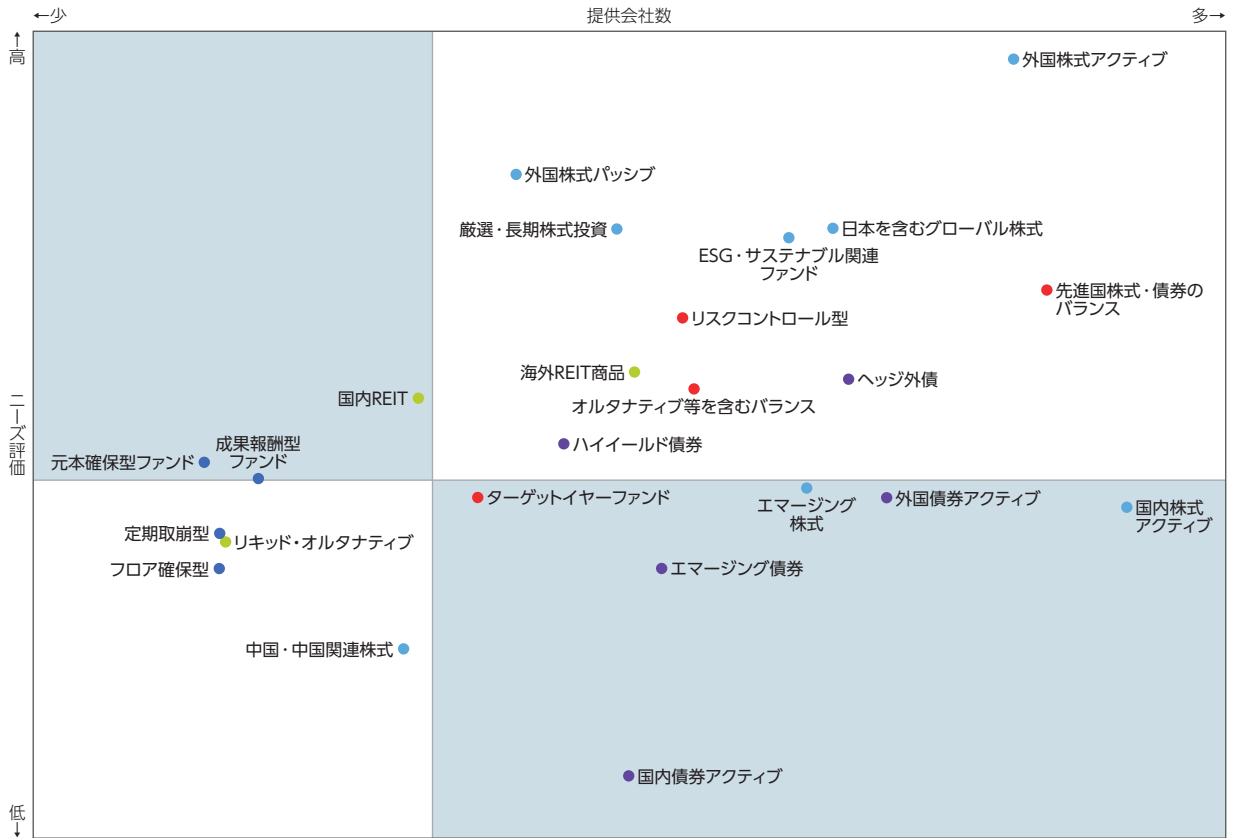
マルチアセット戦略は国内公的年金では採用実績がないため、企業年金からのニーズを想定したスコアと考えてよい。クオンツ型のスコアは昨年度と比べて大きく低下し、ジャッジメンタル型の戦略に対するニーズが引き続き高いとの結果となった。クオンツないしルールベースの運用戦略の中には、パンデミック後、足下までの市場環境で上手く機能しなかったものがあることが意識された可能性がある。低流動のオルタナティブ投資の中では、国内私募不動産（私募リート含む）のスコアが低下した。国内私募不動産商品が多く組み入れる大都市圏のオフィス、商業施設の今後の稼働状況が不透明なためであろう。プライベートデット、海外私募不動産ファンドのニーズスコアは引き続き高い。

金融法人については、有価証券ポートフォリオ利回り向上を追求する投資ニーズが強い。例えば地域金融機関等では、定期的に生じる日本国債の償還金の投資先を探す中で、円ベースの利回り水準を意識した債券系プロダクトを求める傾向がある。ニーズスコアが高位なのは外国債券、ヘッジ外債、海外クレジット、コアプラス等である。具体的には米国の地方債、モーゲージ債、投資適格債、カナダ州債、豪ドル債、デンマーク・カバードボンド戦略などが引き続き提供されている。ESG投資は、株式の中では例外的にスコアが高く、昨年と比べても上昇した。

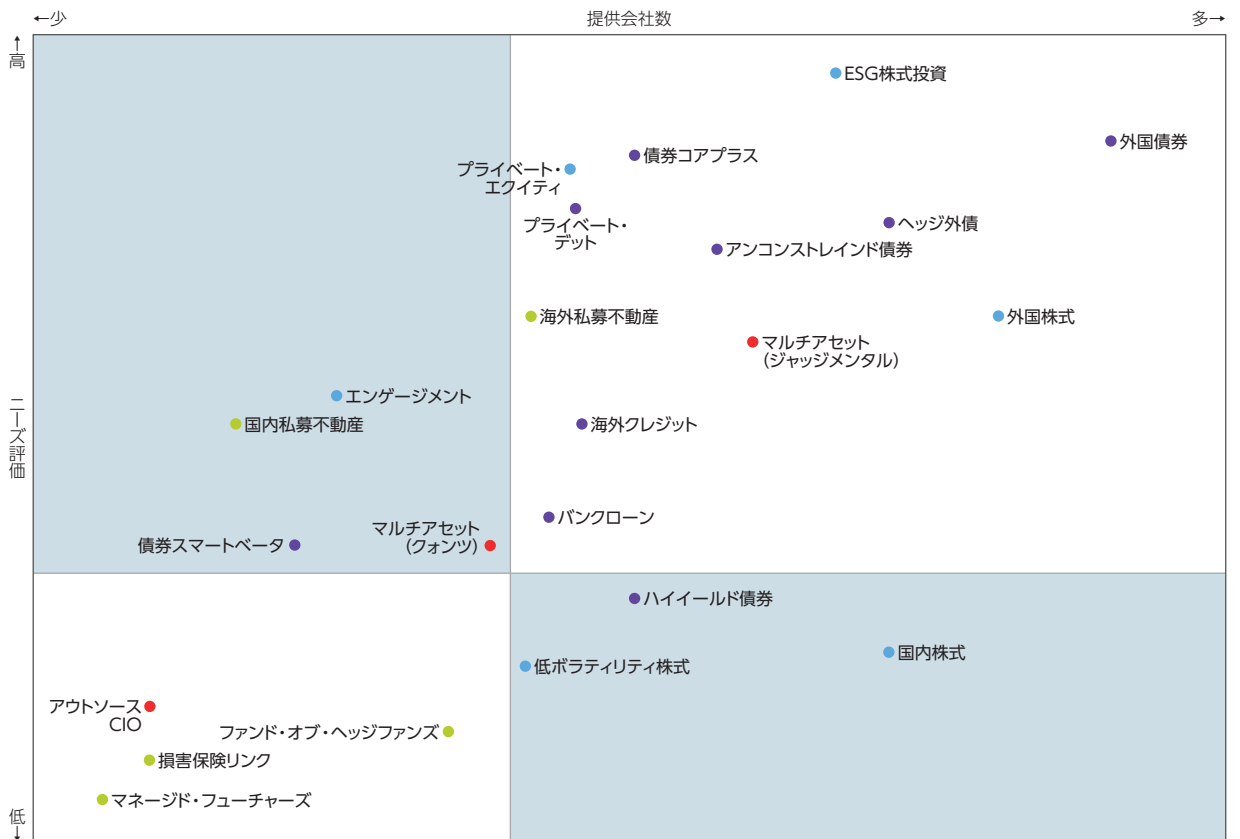
マルチアセットについては、年金と同様に相対的にジャッジメンタルのニーズスコアが高い結果となった。昨年度の調査との比較では、アウトソースCIOのニーズスコアは低下している。オルタナティブ投資についても、

図表22 顧客別のプロダクト需給マップ

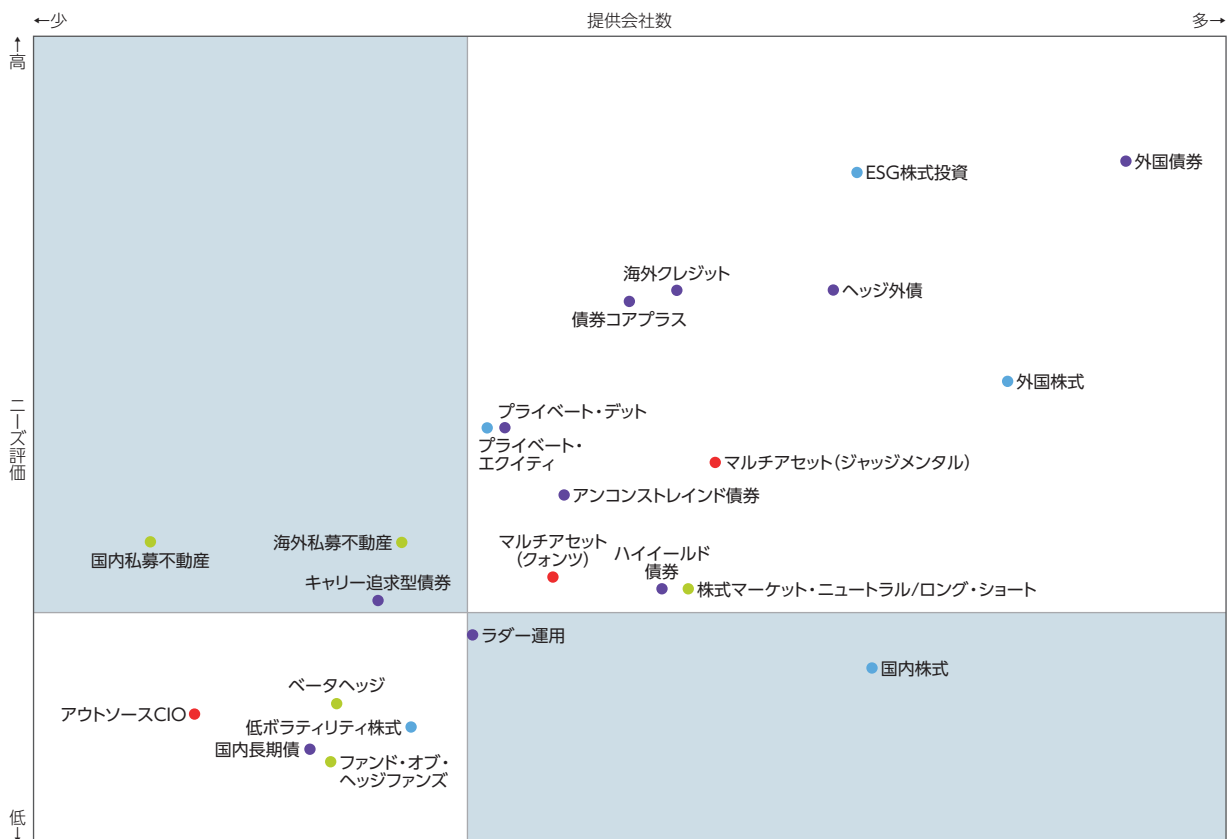
(a) リテール向けプロダクト



(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(商品を取っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)

(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に野村総合研究所作成

年金と同様に国内私募不動産のスコアに明確な低下が見られた。しかし水準は依然高く、海外私募不動産と同程度となっている。

- 5) (国研) 科学技術振興機構、「国立研究開発法人科学技術振興機構が中長期目標を達成するための計画(中長期計画)」による。
- 6) 本節において投信の分配金も資金流出と考え、資金流入を「設定-解約-償還-分配」として計算している。

本章は運用会社のコスト構造の分析を紹介する。特に、運用会社の経営に必要な様々な業務を、各社がどの程度インハウスで行い、どの程度アウトソースしているのかをコスト面から分析していく。実際の運用会社のコスト構成がどのようなものかは、新たに資産運用ビジネスへの参入を検討している会社や、既存のプレイヤーで他社の水準と比較をしたい会社にとっても参考になる。

本章で主に用いるのは、公募投信の委託会社の損益計算書 (P/L) における営業費用と販売費および一般管理費である。

運用会社が備える機能とそのコスト

一般に運用会社が備える機能は、単純化すれば次の3つである。

- ①運用
- ②IT・オペレーション
- ③セールス・マーケティング

規模やビジネスモデルにかかわらず、この3つの機能はいずれも資産運用ビジネスに必要である。

各社は、これらの機能の一部を外部委託（アウトソース）することができる。①のアウトソースは、例えば国内系運用会社がグローバル運用会社に運用を一任するアドバイザリー運用のことである。外資系運用会社においても、何らかの移転価格に基づいてグループ内の海外拠点に運用委託を行うことで、日本の投資家に商品を提供し

ている。

②のアウトソースは、ITサービスプロバイダーや信託銀行等に業務委託をすることである。外資系運用会社の場合、この委託先が自社グループの投資銀行のバックオフィス部門やシェアード・サービス会社である場合もある。

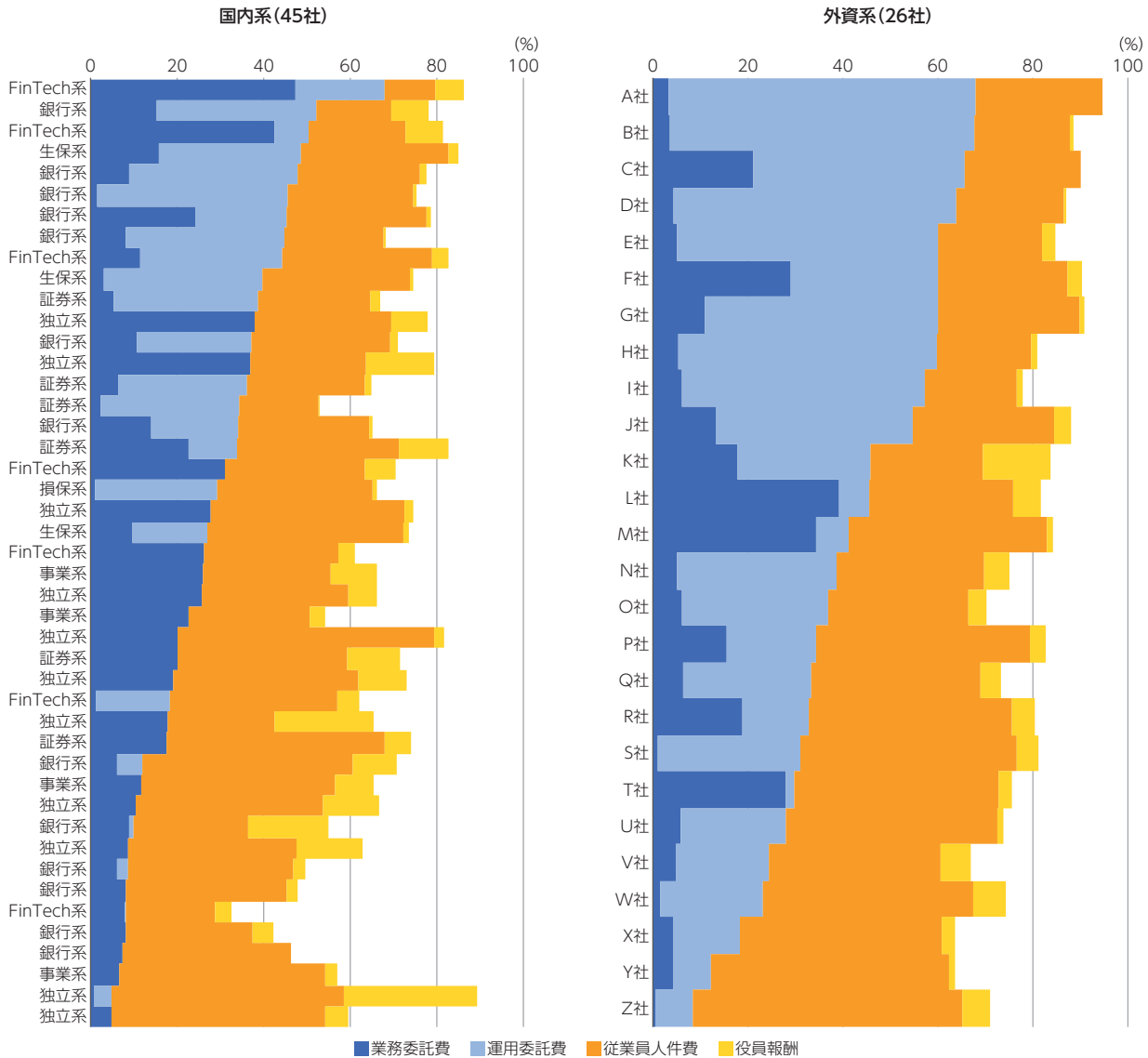
③のアウトソースは、例えば他社が組成する運用商品に対するアドバイザリー（日本の運用商品で多いアドバイザリー運用の逆のパターンで、海外投資家向けの商品の運用を受託することなど）である。ただし、このコストは運用報酬額の減少という形で生じる機会費用であるため、P/Lから把握することはできない。また、このようなアウトソース自体、日本の業界全体から見れば例外的である。そこで次節では、①②に着目して、アウトソースとインハウスのバランスを確認する。

図表23に対象とする費用科目をまとめた。運用の外注費用（以下、運用委託費）は、委託調査費、支払運用委託報酬などの科目で表示される。IT・オペレーションの外注費用（以下、業務委託費）には、委託計算費、業務委託費、事務委託費などが含まれる。内製費用は、ここでは単純に人件費とした。人件費を機能によって分けることはできないものの、その総額は給与・賞与等の科目から把握できる。

図表23 集計・分析対象とする費用科目

	①運用	②IT・オペレーション
内製費用 (インハウス)	<ul style="list-style-type: none"> ・【従業員人件費】給料・手当、賞与、福利費、その他人件費、等 ・【役員報酬】役員報酬、等 ※退職関連費用は含まず 	
外注費用 (アウトソース)	<ul style="list-style-type: none"> 【運用委託費】 ・委託調査費、受託者報酬、支払運用委託報酬、支払投資助言報酬、等 	<ul style="list-style-type: none"> 【業務委託費】 ・委託計算費、業務委託費、事務委託費、システム使用料、外注費、等

図表24 運用会社の費用構造



(出所) 野村総合研究所

内製費用と外注費用のバランス

図表24は、直近期（主に2021年3月期）のデータを基に、国内系45社、外資系26社⁷⁾の個社ごとの内製費用（人件費）と外注費用（運用委託費と業務委託費）の構成を示したものである⁸⁾。

外注費用の大きさは国内系でおよそ5～60%、外資系でおよそ10～65%とかなり幅広く分布している。しかし、これに人件費を加えた合計のコストは国内系で50～80%、外資系で65～90%の範囲に概ね収まる。つまり、内製費用（人件費）と外注費用は代替関係にあるといえる。

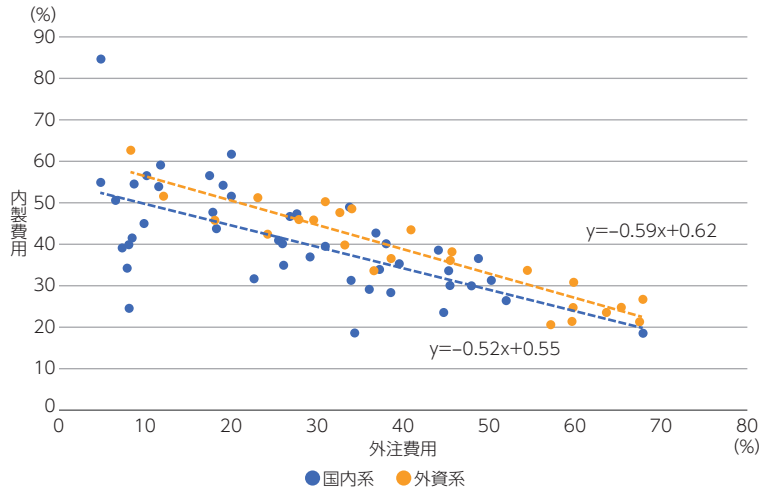
具体的にどのような代替性があるのかを示したのが図

表25である。国内系よりも外資系の回帰線が右上の方に位置するので、合計のコストの絶対水準は外資系の方が高いことが多いといえる。国内系は外資系に比べて平均的には左下に位置するが、バラツキが大きい。これは、内製費用でも外注費用でもない費用（調査費、広告宣伝費、不動産費等）のかけ方に多様性があるためである。

内製費用を外注費用に回帰させたときの回帰係数は国内系で約-0.5、外資系で約-0.6となった。すなわち、内製費用の割合を10%ポイント低下させるには、外注費用の割合は17～20%ポイント上昇するのが通常の関係と推定できる。

このクロスセクションの関係だけを踏まえると、アウトソースを利用せずにできるだけ内製化する方がトータ

図表25 各社の外注費用と内製費用のプロット (2020年度)



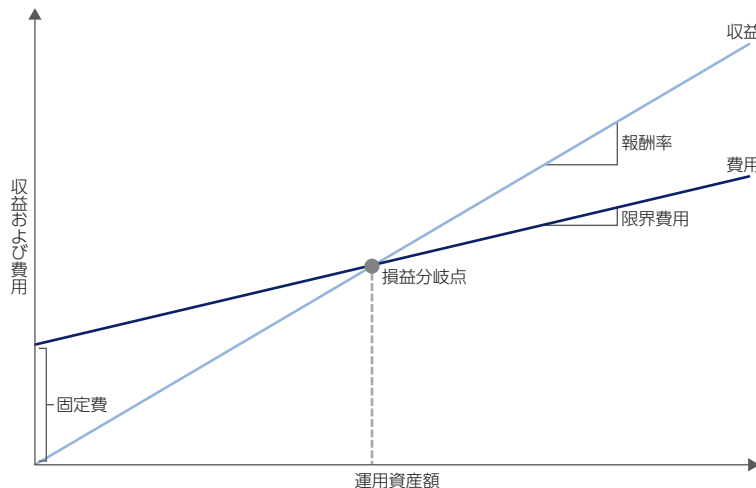
(出所) 野村総合研究所

ルのコストを抑えられるとの考え方もありうる。実際、図表24においても外注費用の割合が低い会社の方が、合計のコストが低下する傾向がある。

固定費と変動費の構成

ただし看過できないのが、内製費用（人件費）はその相当部分が固定費（運用資産額がゼロでも発生する費用）なので、会社としての損益分岐点を引き上げる、つまり営業レバレッジを高めるといえる点である（図表26）。これは例えば、設立間もないスタートアップの運用会社にとっては、黒字化までに要する時間が長期化することを意味する。また、収益低下のリスクのある運用会社にとっては、運用資産額が実際に減少したときの利益の減り方を増幅させることにもなる。逆に、損益分岐点を越えた

図表26 固定費・変動費分解のイメージ



(出所) 野村総合研究所

後の利益拡大は、内製費用中心の構成の方が早いだろう。

これに対して外注費用の多くは、運用資産額に応じて伸縮する変動費と考えられる。例えば業務委託費は、資産額や運用報酬額に対するパーセンテージで金額が決まる契約に基づいていることが多いとされる。運用委託費についても、絶対額ではなくそのファンド等の資産額に対するパーセンテージで契約されていることがほとんどである。従って、アウトソースを積極活用することは固定費

を下げて限界費用を高めることになる。これは多くの場合、損益分岐点を引き下げるのに有用である。ただし同時に、損益分岐点を越えた後の利益拡大を緩やかにする効果も伴うことになる。

スタートアップ運用会社のコスト

クロスセクションではなく個社の時系列データを用いれば、図表26のような標準的な方法で費用の分解と報酬率、損益分岐点等を推定できる。

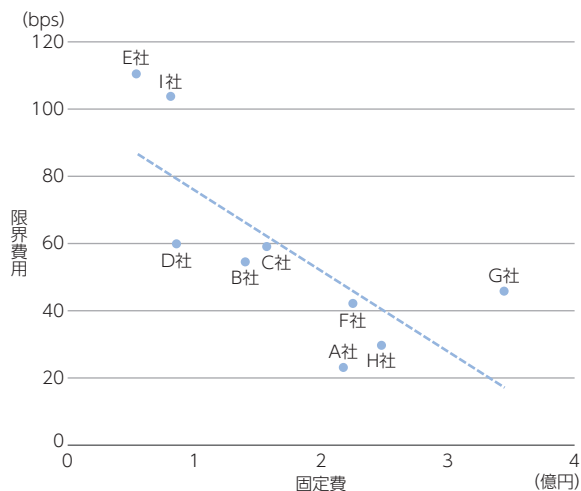
ただしこの分析が適用できるのは、過去に大きなビジネスモデルの変化がなかった運用会社に限られる。例えば、従来はアクティブ・ファンドを中心に提供していたが近年はパッシブの比重が高まっている会社では、運用資産額が増加しているにも関わらず報酬額が減少して

いることがある。こうした場合、報酬率の推定値がマイナスになるため、損益分岐点の推定等が適切に行えない。また、通減料率が適用される顧問ビジネスの比重が高い会社も分析には不向きである。

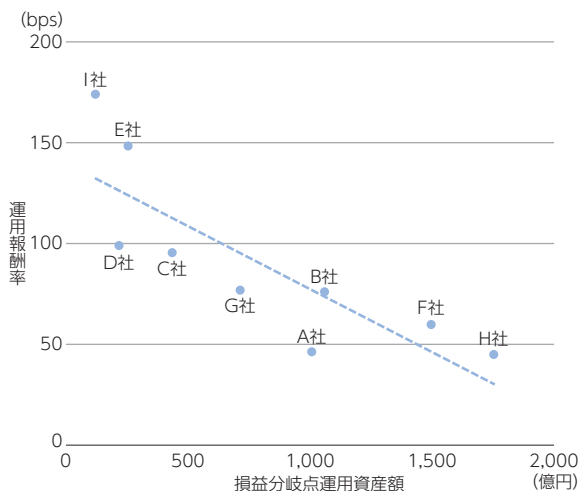
ここでは、公募投信による収益が大宗を占めており、相対的に小規模ながら近年成長を示している9社をピックアップして分析した結果を図表27に示す。

図表27左図によれば、固定費の水準は0.5～3.5億円の範囲に分布

図表27 固定費と限界費用、報酬率と損益分岐点の関係



(出所) 野村総合研究所



する。固定費が小さい会社の限界費用は高く、推定で100bpsを超える会社もある。同右図によれば、運用報酬率を1%程度に設定する、主としてアクティブ戦略を中心に提供する会社ならば損益分岐点はおよそ500億円であるのに対し、50bps程度に設定する、主としてパッシブファンドを提供する会社ならばおよそ1,500億円となる。I社やE社はブティック的な特徴のある運用戦略群を提供する運用会社である。H社やF社は販売会社系の運用会社で、垂直統合を前提に報酬率の低いファンド群で事業を拡大してきた運用会社である。

Ⅲ 最適な業務とコスト構造の構築

インハウスとアウトソースの最適な組み合わせは、各社のビジネスモデルによって異なる。自社プロダクトの平均運用報酬率、運用資金を獲得していく事業の成長スピードの期待値とそのリスク、黒字化するまでの期間をどのくらい長く許容できるかが、両者の最適な組み合わせを検討する上での重要なファクターである。

特に、新規参入する運用会社が早期に採算確保を実現するためには、アウトソースは有効に機能する。運用委託が容易にできること、業務委託によってIT・オペレーションの標準的なサービスを利用できることは、広く新規参入を促す環境構築において重要な要素となっている。

- 7) 決算データが入手可能な会社は85社あるが、このうち開示情報から業務委託費が不明な会社（国内系8社、外資系1社）、資産運用以外の事業が収益の大部分を占める会社（国内系1社）、外資系で運用委託費が不明な会社（4社）は対象から除外した。
- 8) 営業費用と販売費および一般管理費の総額（投信の代行手数料に相当する支払手数料を除く）に対する比率。

著者紹介



金子 久

Hisashi Kaneko

金融デジタルビジネスリサーチ部
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、個人金融マーケット調査
担当：第1章、第3章「リテールビジネス」

浦壁 厚郎

Atsuo Urakabe

金融デジタルビジネスリサーチ部
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、資産運用
担当：第3章「年金・生命保険・大学ファンド」
「投資家セグメント別・運用商品市場動向」、第4章



前山 拓哉

Takuya Maeyama

金融デジタルビジネスリサーチ部
主任研究員

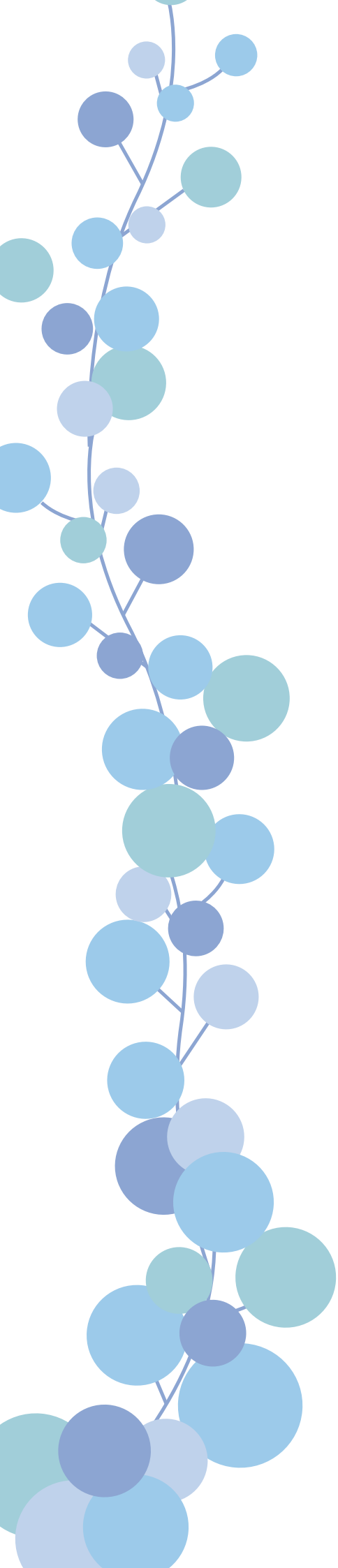
focus@nri.co.jp

専門は、投信評価
担当：第2章

日本の資産運用ビジネス 2021/2022

発行日 2021年11月18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
<https://www.nri.com/jp>
発行人 林 滋樹
編集人 末吉 英範
編集 金融デジタルビジネスリサーチ部
デザイン 株式会社ベネクスマーケティング
印刷・製本 NRIフィナンシャル・グラフィックス株式会社
問い合わせ先 金融デジタルビジネスリサーチ部
focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかんを問わず一切責任を負いません。



NRI