



# 日本の金融 ビジネス

Japan's Financial Business



## 2019/2020



序章 競争を迫られる金融ビジネス

第1章 ビジネスモデルの再構築を加速する銀行業

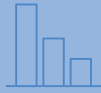
第2章 「対面」の真価が問われる証券業界

第3章 環境変化から読み解く保険業界の展望

第4章 ビジネスドメインの再考を迫られる資産運用業

補遺 日本の資産運用ビジネス

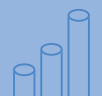




巻

頭

言



本レポートは、「デジタル時代の金融サービスの付加価値とは何か？」をテーマに、今後の金融ビジネスの方向性を考える際の起点を提供することを目的とし、金融機関の経営者、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まとめています。

月刊レポート「金融ITフォーカス」では、2006年より10年以上にわたって別冊「日本の資産運用ビジネス」を毎年発行して参りました。参加者が多様化し、サービス形態も複雑化している日本の資産運用ビジネスについて継続的に情報提供するためです。

一方で、業態の垣根を越えた構造変化が加速し、金融ビジネス全体を俯瞰して把握すべき時代となってまいりました。こういった状況を踏まえて、今年度より、資産運用だけでなく、銀行、証券、保険と金融ビジネス全般に範囲を拡大し、「日本の金融ビジネス」としてまとめることとしました。

デジタル化の流れは、世界の産業全体に影響を与えるものであります。金融業においても、顧客接点を中心に、これまで提供できなかったサービスが可能になり、金融ビジネスそのものも変わりつつあります。小口でお手軽な投資も行われるようになりましたが、口座残高が増えるものの、手数料は着実に減少しています。フィンテックにより、細やかなサービスが可能になったものの、店舗や販売員は大幅な削減を余儀なくされています。異業種やプラットフォームの参入にも目が離せません。金融ビジネス構造の変革ゆえに、金融制度・法規制が抜本的に見直されようとしています。このように、金融のビジネスモデルそのものが変わろうとしている時だからこそ、テクノロジーやデジタル化という変化をもたらすドライバーより、金融業の本質を追求していくことこそが重要ではないでしょうか。今後、「デジタル時代の金融サービスの付加価値」を見極めていくために、第一回目の今回は、基本に立ち返り、現在、金融ビジネスがおかれている環境分析をしました。

皆様が今後のビジネスを考えるにあたって、本レポートが参考になれば幸いです。

2019年11月吉日

株式会社野村総合研究所  
金融イノベーション部  
部長

河合 孝

## 1 収益の減少が続く銀行と証券会社

本書で取り上げる金融5業種のうち、銀行と証券はここ数年にわたって利益の減少傾向が続いている。銀行業は業績が取引残高に影響を受けるため比較的安定的に推移するのだが、業務純益は直近のピークであった2011年度に比べ6割の水準にまで落ち込んでいる（図表）。金融資本市場の取引量に影響を受け業績が変動しやすい証券業の場合はさらに厳しく、業界全体の営業利益は直近のピークである13年度の3分の1に低下している。

業績の長期的な低迷の要因は、銀行であれば、金融緩和政策による低金利環境の長期化や借入需要の趨勢的な低下により国内預貸業務の収益性が低下していることが挙げられる。また、証券会社の場合は、低金利環境の長期化により債券のトレーディングで収益が落ち込み、市場部門の収益力が低下していることに加え、金融庁が求める「顧客本位の業務運営」に基づき毎月分配型投信を中心とした頻繁な勧誘を手控えたことなどによる営業部門の利益の落ち込みが大きな要因といえる。この時期に金融庁が「顧客本位の業務運営」を求めた背景には、証券ビジネスの社会的役割の中で、老後の所得確保を行う個人への支援が重要になってきたことが挙げられる。従って、銀行や証券会社の業績低迷は少子高齢化や経済の低成長に対応したビジネスの再構築が進んでいないという構造的要因が大きく作用している結果とすることができる。

また、損害保険会社全体の保険引受利益は最近10年間では赤字の期間も多く、黒字を確保している直近5年もボラタイルな動きとなっている。本業の儲けを圧迫しているのは大規模自然災害であり、銀行と証券会社の業績低迷とは別の要因であるが、構造的な要因が背景にある

点では共通している。

## 2 収益が堅調に推移する生命保険会社と投信会社

銀行や証券、損害保険に比べ、生命保険や資産運用の利益は安定的に推移している。生命保険会社の18年度の基礎利益は3期連続の増加となり、過去最高益をあげた14年度に比肩する水準にまで回復している。基礎利益を構成する三利源の中で最も大きな柱である危険差益は長寿化により増加する。保険契約高の大半を占める死亡保障の場合、長寿化が進行する中では保険金の支払いが想定よりも少なく済むためだ。このため、平均寿命の延伸が続く限り危険差益は増加し、それに引きずられる形で基礎利益も拡大基調がしばらくは続くと考えられる。

また資産運用会社の18年度の営業利益も最高水準に近い。投資信託協会に加盟する資産運用会社（多くは投資顧問業も兼業している）全体の営業利益は過去最高を記録した前年度から減少したが、それはわずかな額にとどまっている。ETFや確定拠出年金制度向けファンド、投資一任（ラップ）向けファンドを含む公募投信を中心に運用残高は着実に増加していくものと思われる。このため、報酬率が現行の水準を保てるのであれば、業界全体の収益は拡大していくものと考えられる。

## 3 競争を迫られる金融ビジネス

このように同じ金融でも現況は業種によって様々だが、それぞれの業界の将来を展望すると、競争の激化が予想されることは共通点としてあげられよう。

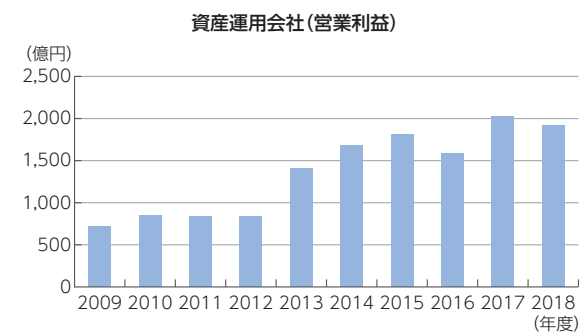
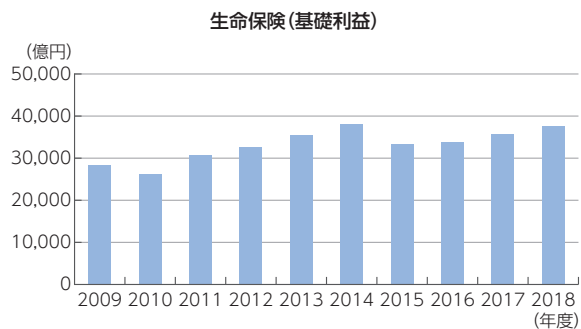
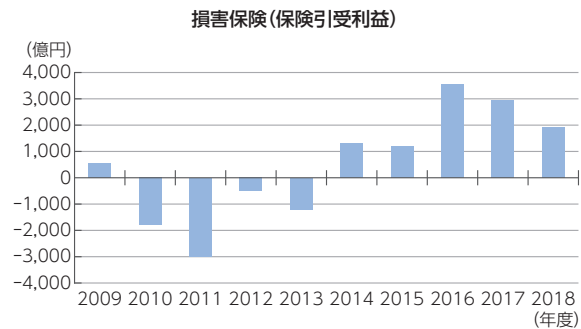
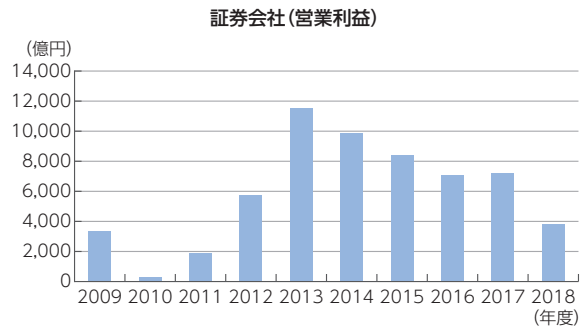
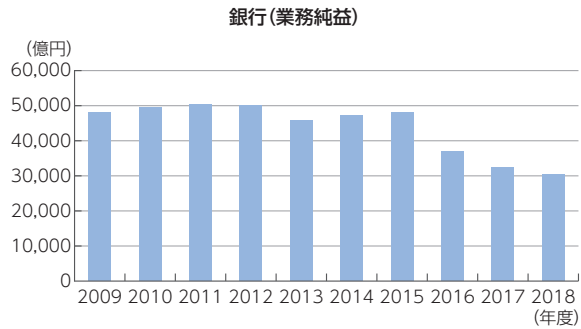
元々、金融は現代経済の中核を支える役割を担ってきたことから、安定的なサービスの提供が社会から期待されてきた。このため金融業は厳しい規制や監督を受け、これが高い参入障壁となり新規参入が希で、既存業者間の競争も他業種と比較して穏やかであった。

ところがデジタル化の流れは、世界の様々な産業に影響を与え、金融もその流れに飲み込まれている。デジタル化は個人の思考や行動をデータとして捉えることを可能にし、利用者個人を起点とした今までにないサービスを登場させている。金融サービスにおいては、新興のIT企業などが自らのコアサービスに付随させる形で金融サービスを始めている。これら企業が始めた金融サービスは、今のところ既存の金融業のコア業務からかけ離れた周辺業務の部類に属するものが多いが、この動きに刺激を受けた既存業者がコア業務にもデジタル技術を活用し始め、業界内部から競争を仕掛けようとする動きも出てきている。

このような動きは本書で取り上げた金融5業種にも現れている。具体的な事例は各章で触れているが、その中でも多くみられるのは異業種とのエコシステムの構築に取り組むケースや商品やサービスのパーソナライズ化である。これらの取り組みによりサービス全体の提供量は着実に拡大するが、競争により得られる報酬はむしろ縮小する場合が多い。この穴を埋めるため、既存業者の中には、デジタルサービスと人によるサービスの融合を図ることで高付加価値化を狙う動きも見られる。販売員をデジタル技術で支援したり、デジタルサービスに人のサポートをつけたりすることにより利用者の満足度を高めようとする動きだ。いずれもそのサービス領域での経験豊富な人材を抱える既存業者の優位性を利用したものと見える。

今後金融業においても競争が激化することは間違いなし、それによりマージン率は低下する場合も十分あり得る。既存業者の中には競争は可能な限り避けたいと思うところもあるかもしれない。しかしながら、十分な競争は消費者のニーズに沿った商品が供給されることを意味し、その商品の需要が拡大することを通じて、企業の成長をもたらす。そして、それは業界全体の発展といった連鎖につながっていくことも忘れてはならない。

図表 金融5業種の利益の推移



(出所) 全国銀行協会、証券業協会、保険研究所(「インシュアランス統計号」)、投信会社の財務状況等資料を基に野村総合研究所作成

# ビジネスモデルの再構築を加速する銀行業

## 1 収益力の低迷が続く銀行

2019年7月、首都圏を主たる市場とする千葉銀行と横浜銀行が提携を発表した。肥沃な首都圏を営業地盤とする大手地域銀行同士の提携発表は、銀行を取り巻く経営環境の厳しさを示していると言える。日本銀行は、2019年4月に公表した「金融システム・レポート」で、次のように述べ、国内銀行に警鐘を鳴らした。「わが国の金融システムは全体として安定性を維持している。……もっとも、金融仲介活動の中核となる国内預貸業務の収益性が低下を続けている。これには低金利環境の長期化に加えて、人口減少に伴う成長期待の低下と借入需要の趨勢的な低下という構造要因による面が大きいと考えられる」。その上で、銀行にとって第一の課題は、収益力の強化にあると指摘した。

足もと金融当局が、銀行の収益性に対して関心を強めている理由は、たとえ、現在銀行の自己資本が十分であっても、銀行の収益力の低迷が長期化する場合には、内部

留保の蓄積が進まず、将来の自己資本の十分性が保証されなくなるという懸念があるからである。

全国銀行協会のデータに基づき、業態別の業務粗利益の推移を見てみると、都市銀行<sup>1)</sup>では、2015年度から低下が続いており、18年度は、前年度から3千億円減り、4.4兆円となった。地方銀行も同様に15年度から低下が続いていたが、18年度は、3.3兆円と17年度とほぼ同じ水準で推移している。第二地方銀行では14年度から低下が続いており、18年度の業務粗利益は0.9兆円となった。

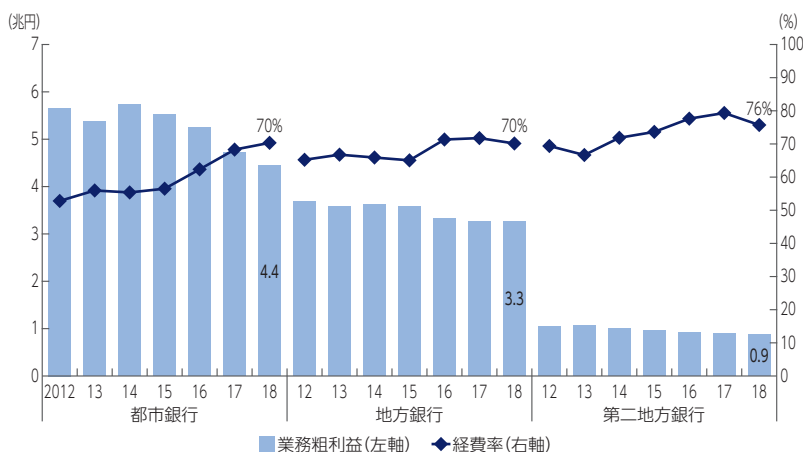
経営の効率性を示す指標である経費率（＝経費÷業務粗利益<sup>2)</sup>）の推移を見ると、業態を問わず、経費率は上昇を続けている。経費削減が業務粗利益の低下に追いついておらず、銀行の経営は厳しい状況にあることがわかる。なお、都市銀行では18年度も経費率は上昇しているが、地方銀行、第二地方銀行では、経費率が低下に転じている。

経費率の水準は、3業態中、第二地方銀行が最も高く、18年度は76%であった。一方、都市銀行と地方銀行は、70%と同じ水準にある。

業態別の違いが生じる理由を探るため、経費（除く税金）の内訳を見てみる。都市銀行

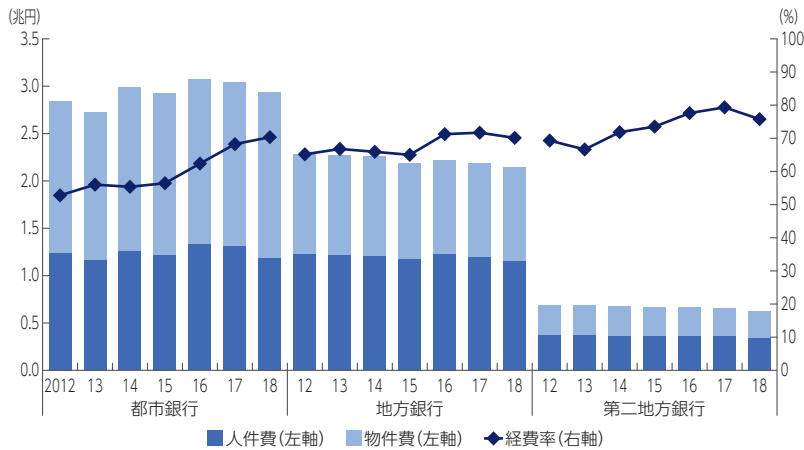
では、14年度から人件費、物件費共に増加している。これは、都市銀行が、海外だけでなく、国内でも店舗網を拡充したことによると考える。なお18年度には、人件費が1千億円超減少したが、業務粗利益が約3千億円減少したため、経費率は引き続き上昇した。一方、地方銀行、第二地方銀行では、11年度～12年度から人件費、物件費共に減少しており、

図表1-1 業態別 業務粗利益の推移



(出所) 全国銀行協会

図表1-2 業態別 営業経費(除く税金)の推移



(出所) 全国銀行協会

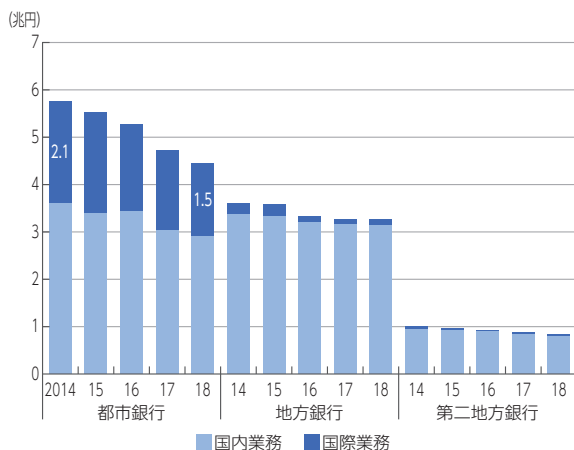
経費削減の努力を続けてきたことがわかる。前述の通り、足もとわずかではあるが、経費率も低下している。しかし残念ながら収益の低下を補うにはまだ十分ではない。

またいずれの業態も、物件費に比べ、人件費の減少が緩慢である。従来から指摘されていることではあるが、これは、銀行の経費削減において、硬直的な人事制度が課題となっていることを示していると考えられる。

## 2 都市銀行とは言え 楽観的になれない状況

都市銀行は、海外業務の拡大という選択肢があるため、国内業務が中心である地域金融機関<sup>3)</sup>に比べ、収益面で優位であると言われるが、データを見ると、都市銀行とは言え、決して楽観的にはなれない状況であることがわかる。

図表1-3 業態別 国内・海外業務粗利益の推移



(出所) 全国銀行協会

業態別の業務粗利益の推移を、国内外に分けて見ると、金融危機以降、都市銀行の収益に大きく寄与してきた国際業務粗利益は、15年度から低下を続けている<sup>4)</sup>。14年度には、2.1兆円だった国際業務粗利益は、18年度には1.5兆円となった。

前出の「金融システム・レポート」では、海外金融機関との競争激化や外貨調達コストの高止まりを背景に、リスクがやや高い

先への与信を増やす動きがみられること、また海外エクスポージャーの拡大に伴い、大手金融機関が従来よりも海外市場で発生するストレスから影響を受けやすくなっていることを指摘した上で、大手金融機関の重要な課題としてリスク対応力の強化をあげている。今後、大手金融機関が海外業務で安定した収益を上げ続けるためには、海外におけるリスク管理体制の高度化が急務であるが、人材確保、ノウハウ蓄積、情報システム・インフラストラクチャの整備という観点から考えると決して容易なことではないと考える。

## 3 経費削減や前向きな投資への取り組み

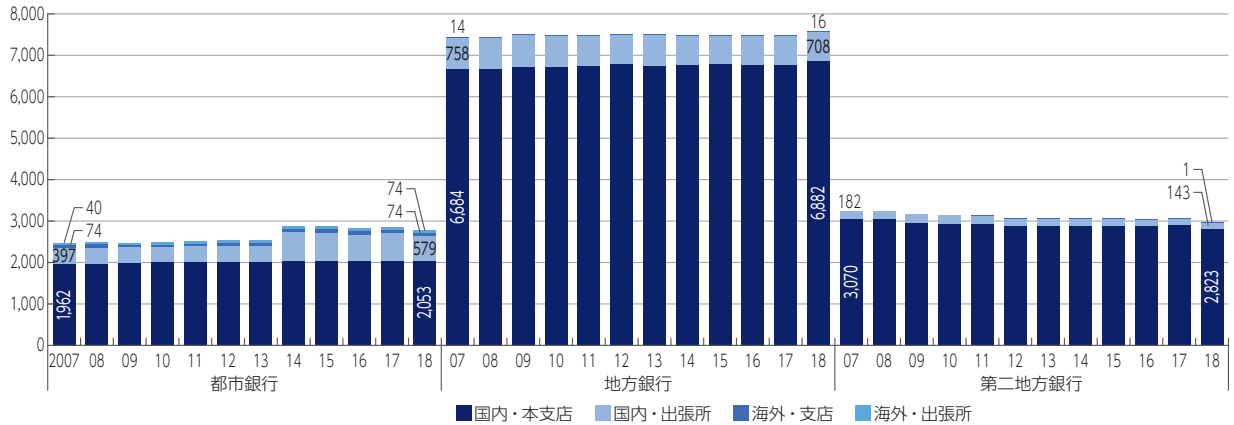
銀行にとって収益を上げる方法は、大きく二つあると考える。一つは、経費を減らすことである。もう一つは、新市場の開拓や新サービスの開発である。本項では、全国銀行協会のデータに基づいて、これら2つの観点から業態別の取り組みを見てみる。

### 店舗網の合理化の取り組み

海外の金融業界では、一般に景気後退や業績悪化局面において店舗を大幅に合理化することにより収益の下支えを図るが、国内の銀行業界ではどうなのだろうか。ここでは、営業経費の中核を占める店舗に着目して経費削減の取り組みを見てみる。

図表1-4に見る通り、最も積極的に店舗網の合理化に取り組んできたのは、第二地方銀行である。07年度に3,252

図表1-4 業態別 店舗数の推移



(出所) 全国銀行協会

あった国内店舗数は285減り、18年度には2,967となった。内訳を見ると、国内支店数が3,070から2,823へ、国内出張所数が182から143へ減少している。一方、地方銀行では、07年度に7,456あった国内店舗数は、18年度には7,606と150増加した。内訳を見ると、国内支店数は6,684から6,882へ198増加し、国内出張所数は758から50減り、708となった。地方銀行では、収益低下が続く中、軽量店舗を減らし、フルサービス店舗の強化を推進してきたと考えられる。しかし18年度は、再び軽量店舗を増加させる動きが出てきている。その背景には、店舗維持コストの軽減と技術革新により従来の枠を超えた後方事務の合理化が可能となったことがあると考える。

都市銀行においても、国内店舗数は、大きく増加している。07年度の2,359から18年度には2,632へと273増加した。内訳を見ると、国内支店数は1,962から91増加し、2,053となった。国内出張所数は、337からほぼ2倍の579へ増加した。国内出張所数の急増は、14年度に三井住友銀行が出張所数を325増やしたことによるものである。なお、大手都市銀行は、金融危機以降、国内における低金利環境の長期化や人口減少に伴う資金ニーズの低下に対応するため、海外業務を拡大してきた。それに伴い、海外店舗数も増加している。07年度に114だった海外支店数は、18年度には148となり、34増加した。なかでも海外出張所数の増加が大きく、同時期に43増え、74となった。

業態別データからは、国内銀行は、まだ店舗網の抜本的な見直しよりも、むしろ資金収益の落ち込みを役務収益の拡大で補うべく、セールスの場としての店舗の機能を

強化してきた様子が見られる。経営効率を上げるためには、店舗網の合理化が不可避であるとの認識はあっても、具体的にどの店舗を残し、どの店舗を廃止するかについては、悩ましいところというのが現実のようだ。

### 前向きな投資への取り組み ～新市場の開拓や新サービスの開発

銀行は、国内資金収益の低下を、ただ手をこまねいて見ているわけではない。従来の枠を超えた提携や協業を通して、新たな商品やサービスの提供、新たな市場の開拓に取り組んでいる。2019年7月には千葉銀行と横浜銀行が提携を発表、同年9月には三菱UFJ銀行と三井住友銀行が店舗外ATMの共同利用を開始するなど、競合という枠を超えた取り組みも出てきている。また同年8月には、ふくおかフィナンシャル・グループが地方銀行で初めてモバイル専門銀行を開業することを発表するなど従来では考えられない動きも出てきている。

足もと数年間の銀行の投資行動はどうなっているのか。全国銀行協会が公表している連結キャッシュ・フロー計算書のデータに基づいて、固定資産の取得に関する投資キャッシュ・フロー<sup>5)</sup>の動きを見てみる(図表1-5)。15年度を100として、17年度までの固定資産の取得に関する投資キャッシュ・フローの変化を見てみると、108社中、66社で投資キャッシュ・フローが減少している。その大きな理由は、収益の低下が続く中、銀行が投資を抑制していることにあると考える。

更に、投資キャッシュ・フローを有形固定資産の取得と無形固定資産の取得に分けて見ると、有形固定資産の

図表1-5 業態別 固定資産の取得に関する投資キャッシュ・フローの推移

1. 固定資産の取得を目的とした投資キャッシュ・フローの増減銀行数

	増加させた銀行	減少させた銀行
都市銀行 ( 5)	2	3
地方銀行 ( 62)	26	36
第二地方銀行 ( 41)	14	27
合計 (108)	42	66

1-1. 有形固定資産の取得を目的としたもの

	増加させた銀行	減少させた銀行
都市銀行 ( 5)	2	3
地方銀行 ( 62)	22	40
第二地方銀行 ( 41)	13	28
合計 (108)	37	71

1-2. 無形固定資産の取得を目的としたもの

	増加させた銀行	減少させた銀行
都市銀行 ( 5)	3	2
地方銀行 ( 61)	33	28
第二地方銀行 ( 36)	17	19
合計 (102)	53	49

(出所) 全国銀行協会

取得を目的とした投資キャッシュ・フローは、108社中、71社で減少している。反対に、無形固定資産の取得を目的とした投資キャッシュ・フローは、102社中、53社で増加している。このデータのみで判断することは難しいが、この動きの背景には、デジタルライゼーションの進展があると考えられる。収益的に厳しい状況にあっても、業務効率化や顧客サービスの向上につながる技術投資を推進する銀行が増えていると思われる。なお日本銀行が金融機関を対象に実施したアンケート調査結果でも、「業態を問わず、IT関連経費については積み増しを計画している先が多いことが判明した」と指摘している<sup>6)</sup>。

## 4 ビジネス・モデルの再構築を加速化する銀行

先行き金利が上がる見通しが無い中、銀行は、足もとビジネス・モデルの抜本的な見直しを加速している。既に多くの銀行が、営業経費の大宗を占める店舗網の合理化を進めている。

例えば、三菱UFJ銀行は、23年度末までに予定している店舗の削減率を20%から35%へ増やした。なおフル・バンキング店舗は5割削減する予定とのことである<sup>7)</sup>。RPA

(Robotic Process Automation) 活用で実績を出している三井住友銀行では、21年度にリテール分野の店舗改革により300億円のコスト削減効果を見込んでいる<sup>8)</sup>。

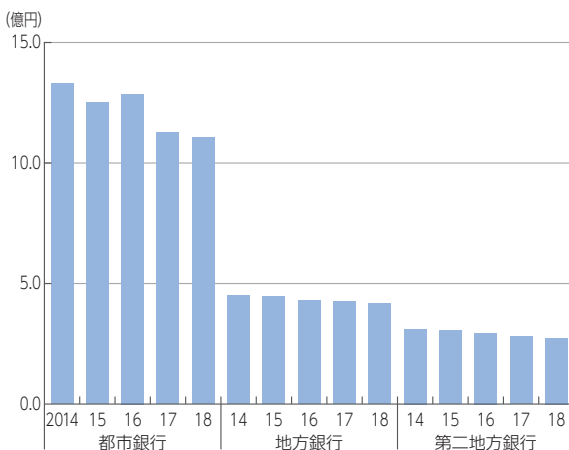
地域金融機関の18年度決算報告書を見ても、店舗の統廃合、店舗の軽量化、特化型店舗の推進、店舗の機能の見直し、同業他社及び他業との共同店舗の推進、店舗事務の効率化など店舗の合理化に関する経費削減策が多くあげられている。

銀行が既存の店舗網の抜本的な見直しに取り組み始めた理由の一つは、既に概観した通り、店舗網の効率性の低下が看過できないところにまでできていることにある。図表1-6の通り、業態別の1国内店舗(出張所を含む<sup>9)</sup>)当たりの業務粗利益はいずれも、低下が続いている。都市銀行では、18年度の1国内店舗(出張所を含む)当たりの業務粗利益は、14年度から約2億円低下し11億円となった。同期間に地方銀行では、3千億円低下し4.2億円、第二地方銀行では、4千億円低下し2.7億円となった。

次に、銀行業を広範な店舗・ATM網とそれらを支える大規模な情報システムを必要とする装置産業と仮定し、固定資産への投資に見合った収益性を上げているかを見してみる。

固定資産回転率(=売上高÷固定資産)は、固定資産に対する売上高の比率を指す。固定資産が有効活用されているかどうかを示す指標である。銀行業では一般的な経営指標ではないが、営業目的で保有する固定資産の効率性を判断する一つの目安となるとの考えから今回、分析を試みた。なお売上高=業務粗利益として分析を行った。

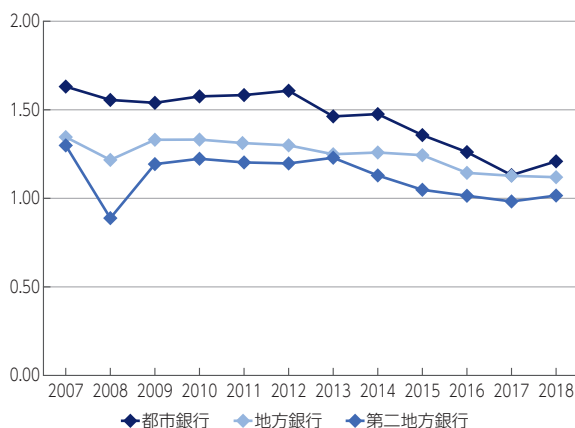
図表1-6 業態別 1国内店舗当たりの業務粗利益の推移



(出所) 全国銀行協会

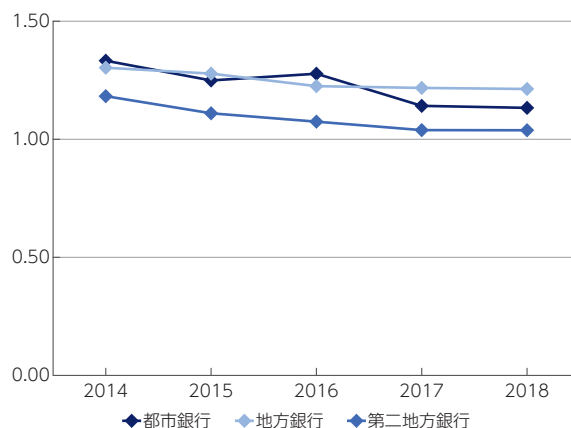


図表1-7 業態別 固定資産回転率の推移



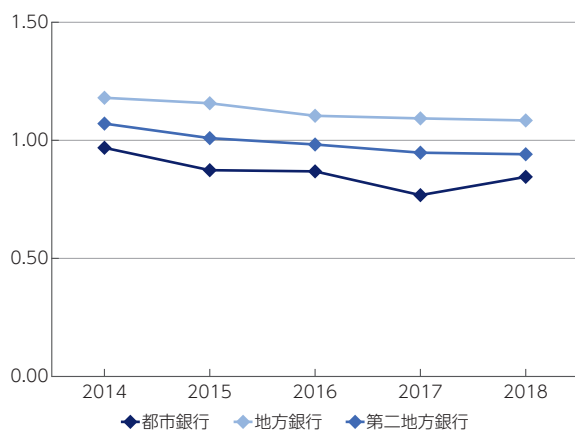
(出所) 全国銀行協会

図表1-9 業態別 国内有形固定資産回転率の推移



(出所) 全国銀行協会

図表1-8 業態別 国内固定資産回転率の推移



(出所) 全国銀行協会

固定資産回転率は、業種によって大きく異なるため、絶対水準ではなく、固定資産回転率が上昇しているのか、低下しているのか、その傾向に着目して分析した。なお、分析に用いた国内の有形固定資産額データは、日本銀行の「民間金融機関の資産・負債」から取得した。

07年度以降の固定資産回転率の推移を業態別に見ると、業態を問わず低下している(図表1-7)。都市銀行の固定資産回転率は、12年度までは、地方銀行・第二地方銀行に比べ、0.3～0.4ほど高い水準で推移しており、規模の経済性が働いていたと言える。しかし、足もと数年の間に業態別の格差がなくなっている。

国内に着目して見ると、都市銀行の固定資産回転率は、3業態中、最も低い水準で推移している(図表1-8)。

都市銀行において固定資産の効率性が低下している背景として、13年度以降、「その他の無形固定資産」が大幅に増加したことが指摘できる<sup>10)</sup>。これは、業態全体と言う

よりも特定行のシステム関連投資によるものである。設備投資をしたばかりの時は、このように固定資産回転率が一時的に低くなる。そうした影響を排除するために、有形固定資産のみを分母として回転率を算出、業態別に比較してみた(図表1-9)。しかし、その場合でも、都市銀行の数値が大きく改善することはなく、業態間の格差は僅かに留まる。国内については、業態を問わず、有形固定資産への投資が過多となっており、経営の効率性が低下していると言える。

第二に、顧客と銀行との付き合い方が大きく変化していることが挙げられる。全国銀行協会が18年7月に実施したアンケート調査結果<sup>11)</sup>によれば、銀行店舗の利用率は、75.8% (母数3,400)。15年度調査結果である89.3%から13.5%減少した。「未利用」という回答(24.2%)に、利用頻度が「半年に1回未満」という回答(20.1%)を加えると44.2%となり、回答者のほぼ半数が店舗をほとんど利用していないという現状が明らかになった。

一方、ATMについては、「週1回以上」、「月1回以上、週1回未満」という回答の割合が高く、それぞれ31.9%、51.0%であった。ATMが店舗の代替として定着していることがわかる。なおインターネット・バンキングについては、利用しているという回答の割合は6割と、2015年度調査結果とほぼ同じ水準であった。しかしその一方で、デジタルライゼーションの進展を背景に、スマートフォン向けバンキングを利用しているという回答の割合は、15年度調査結果11%から20.8%へ上昇している。

このように取引の場としての店舗の重要性の低下は、長期的な趨勢となっており、銀行が既存の店舗網の抜本

的な見直しを推進する余地は大きいと考える。

なお、足もと銀行が既存の店舗網の抜本的な見直しに取り組み始めた3つ目の理由として、デジタルライゼーションの進展について指摘しておきたい。デジタルライゼーションの進展は、大きく2つの側面から銀行に影響を与えている。一つは、金融サービスの提供や利用の形態の変化である。その代表的な事例は、アマゾンや楽天などのプラットフォーマーの登場とそれらが商取引から金融分野へサービス提供範囲を拡大していることである。携帯端末さえあれば、いつでも、どこでも金融サービスを利用し、取引を完結することができる環境が整いつつある。もう一つは、銀行の業務運営の変化である。AI (Artificial Intelligence) やRPAなどの新技術は、銀行の業務運営に単なる事務の合理化以上の変化をもたらしている。近い将来、単純な意志決定は機械が行うようになり、人間は人間にしかできないより付加価値の高い業務やサービスの提供に従事するようになって考えられている。銀行には、人間が対応すべき付加価値の高い業務やサービスとは何かを見極め、それを踏まえたビジネス・モデルを再構築することが求められている。

## ビジネス・モデルの再構築には 何が必要か

顧客の取引性向の変化やデジタルライゼーションの進展は、銀行にとって営業経費面で大きな負担となっている店舗網の合理化を進める好機とも言える。銀行にとっての課題は、顧客満足度を上げながら、デリバリー・チャンネルの適正配置を行うことにある。そのためには、従業員の再教育も重要になる。

まずは、どのような顧客が、どのような目的で、どのようなデリバリー・チャンネルを利用しているのか、自社の顧客の取引性向を詳細に分析することが不可欠である。その上で、店舗、ATM、電話、インターネット、スマートフォンという各デリバリー・チャンネルの役割を再定義し、最適な配置を検討する必要がある。

最も重要な点は、顧客をたらい回しにしない、顧客に何度も同じことを聞かない仕組みを構築することである。未だデリバリー・チャンネル間の情報フローに断裂がある銀行も多いと考える。しかし、顧客は、目的に応じて異なるデリバリー・チャンネルを利用している。銀行も顧

客の視点に立ち、デリバリー・チャンネルの位置づけとチャンネル間の情報連携を再考することが肝要である。

第二に、フル・バンキングに拘らず、自社の経営資源に見合った投資を行うことである。例えば、中小金融機関にとっては、すべてのデリバリー・チャンネルでフル・バンキングを提供することに伴う費用負担は大きい。また投資を薄く広く配分すれば、顧客満足度の低下を招くかもしれない。顧客の取引性向に基づき、費用を低減しつつ、顧客の利便性や使い易さを高めるチャンネル間の機能分担や情報フローのあり方を探索することが肝要である。

第三に、単に効率性を重視するのではなく、収益向上につながる仕組みを作り込むことである。コスト削減策だけでは、安定的な収益基盤の構築につながらない。例えば、どのような属性の顧客が、どのようなきっかけや理由で、どのような商品あるいはサービスを、どのデリバリー・チャンネルを通じて購入しているか、またどのような属性の顧客がどのような情報を検索、照会しているかなどの情報は、銀行が販売戦略を検討する上で非常に重要である。既に、銀行の中には、こうした顧客やその取引に関する多くの情報がある。しかしながら、これらの情報は、十分に活用されているとは言えない状況にある。データの利活用とそのためインフラ整備は、銀行にとって喫緊の課題と考える。

しかし、利用可能なデータの存在と分析力は、銀行にとって競争に勝ち残るための必要条件であるが、それだけでは十分ではない。勝ち残るためには、何が必要なのか。

## 改めて銀行の優位性は何かを考える

アマゾンや楽天などのプラットフォーマーと比べ、銀行にとっての優位性は何か。それは、人的資源と店舗の存在である。例えば、個人や企業の置かれた現状と将来を踏まえたきめ細かなアドバイスは人間によってしかできない。プラットフォーマーは、この点において銀行に劣後している。またデジタルライゼーションが進展した社会においても、店舗が銀行のブランドとしての信頼を象徴する存在であることは変わらない。むしろ社会との関わりという観点から、その存在は、デジタル化社会においてはより高まるとも言える。既に、海外では、こうした銀行の優位性を踏まえ、顧客とのリレーションシップの深耕に取り組んでいる銀行もある。彼らは、リレーショ

ンシップの深耕の取り組みは、すぐには収益につながらないかもしれないが、銀行の長期的な収益の安定化に寄与すると考えている。

## 顧客指向をどこまで貫けるかが成功の鍵

わが国においても、長引く低金利環境下において、銀行は、資金収益の落ち込みを役務収益の拡大で補うべく、販売力の強化に取り組んできた。しかし残念ながら、顧客との間に強固なリレーションシップを構築するには至っていないように思う。そしてその理由は、単なる販売担当者のスキルや知識不足よりも、銀行の顧客指向が弱いことにあると考える。そしてその根底には、長期的な組織としての目標と足もとの収益目標との乖離がある。何れの銀行も中期経営計画の冒頭に経営理念や経営目標を謳っているが、金融商品やサービスの販売について、企業理念や戦略目標から説き起こしてその意義を職員に説明している銀行はどの程度あるのだろうか。

なぜ運用商品や保険商品を販売するのかと聞かれた際、営業担当者の多くは、企業理念や戦略目標よりも役務収益の増強のためと答えると考えられる。このような状況では、商品やサービスを販売し、役務収益を上げた後も、販売の過程で得た情報を活用し、更に当該顧客との取引関係を深めようとするインセンティブは湧かない。

近年、わが国の銀行業界においても、金融商品やサービスの販売に関する組織的不正が多数発覚しているが、これは、収益環境が厳しさを増す中、銀行がいつの間にか目先の収益を過度に重視するようになってきていることを示していると考えられる。こうした悪しき販売慣行について量的目標を廃止すれば解決すると考えている経営者も多いようだ。しかし、この問題は、そう簡単には解決しない。その理由は、従業員が金融商品やサービスを販売することに意義を見出せていない、深いところで腹落ちしていないことに根本的な原因があるからである。大規模な組織的不正により風評リスクに晒されたWells Fargoであるが、クロス・セールスで有名になった頃、販売担当者がそのクロス・セールスを楽しんで行っていたという話はあまりにも有名である。それはなぜか。そこには、顧客の金融面での目標の達成を支援することで、従業員は企業理念を体現すると共に自らの収益目標を達成できるというウィン・ウインの関係が成立していたからである。こ

れは、顧客の金融面での目標の達成を支援するという企業理念の浸透があつてこそなし得るのである。

銀行が企業として成功し続けることができるかは、銀行がどこまで顧客指向を貫くことができるかにかかっていると考える。企業理念や戦略目標の従業員への浸透は、それを大きく左右する。そして企業理念や戦略目標を組織に深く浸透させることは、経営陣の重要な責務なのである。

- 1) 都市銀行は、みずほ銀行、三菱UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行の5行を指す。
- 2) 全国銀行協会の定義による経費率（経費÷預金・譲渡性預金・債券平残）の場合、預金等が増加すると経費率が下がってしまうため、本章の分析では、一般企業の財務分析で用いられる経費率の定義を採用した。
- 3) ここでは、地方銀行と第二地方銀行を指す。
- 4) 全国銀行協会は、14年度から国内外を分けた業務粗利益の開示を開始した。本章では、14年度以降のデータを使い、分析を行った。
- 5) 連結キャッシュ・フロー計算書を開示している場合、単体のキャッシュ・フロー計算書を開示する必要はないため、分析には、連結キャッシュ・フロー計算書のデータを使用した。
- 6) 「銀行・信用金庫におけるデジタルライゼーションへの対応状況」(日本銀行 2019年5月)
- 7) 三菱UFJフィナンシャル・グループ 2018年度決算説明会資料
- 8) 三井住友フィナンシャル・グループ 2018年度決算 投資家説明会資料
- 9) 出張所は、母店の所属となっていると考えられるが、ここでは、独立的に扱った。
- 10) 個別行のデータを見ると、みずほ銀行の「その他の固定資産」が同期間に大きく増加している。同行の有価証券報告書にて、制作中のソフトウェア開発費用であることを確認した。
- 11) 全国の18～79歳の男女、3,700名（うち企業経営者300名）を対象としたインターネット調査。調査報告書は、2019年2月に公表された。

## 第2章

# 「対面」の真価が問われる 証券業界

### 1 岐路に立つ対面証券

#### アベノミクス期に明確になった ネット証券との差

対面型の証券会社が岐路に差し掛かっている。図表2-1は、日本証券業協会が公表するデータを基に、会員企業の営業利益率の推移を示したものだ。「本庁監理」とは、日証協の会員企業のうち金融庁が所管する先、「財務局監理」とは地方の財務局が所管する先を意味する。「本庁監理」には、日系でいえば大手・準大手とネット専門の証券会社が、「財務局監理」は、中規模証券会社、地方銀行の証券子会社、地場の証券会社などが含まれる。

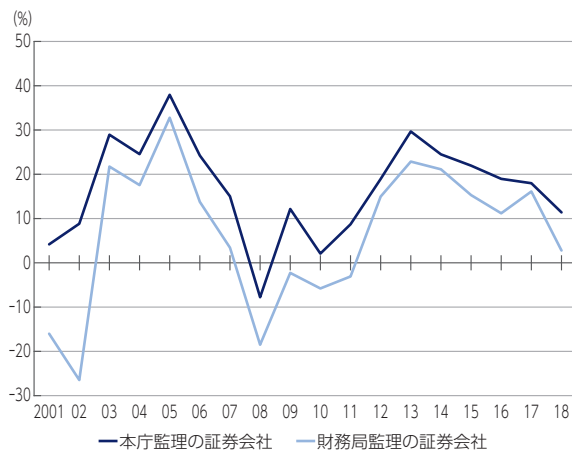
グラフから最近の動きを確認すると、2013年度をピークに営業利益率が下落トレンドにあることがわかる。特に、中堅証券、銀行子会社証券、地場証券等で構成される「財務局監理」のグループについては、直近18年度の営業利益率が3%程度にまで落ち込んでいる。グラフにはないが、既に営業赤字に転じている会社もある。

地方の証券会社の営業利益が縮小した最も大きな要因はトップラインを示す営業収益の落ち込みである。図表2-2は、2001年度の営業収益を100として指数化したものだが、前半と後半に2つの大きな「山」がある。1つ目の山は小泉政権期の景気回復と株高が実現した時期、2つ目はアベノミクス期である。「本庁監理」の各社は、アベノミクス期において小泉政権期のピークと匹敵する水準にまでトップラインを回復させた。その一方で、「財務局監理」の各社は、アベノミクス期において急回復しているものの、小泉政権期につけたピークからは遠く、力強さに欠けている。つまり、景気や株価の回復といったマクロ環境

は同じでも、その「追い風」をトップラインの拡大に結びつけられたかどうかについてははっきりと分かれたといえる。「相場が回復すれば業績も上向く」といった構図が単純にはあてはまらなくなってきており、ビジネスモデルの根本的な見直しを迫られているといえよう。

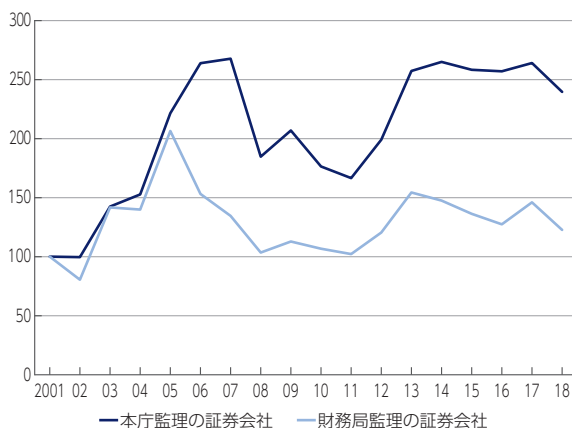
さらに、「本庁監理」のグループといえども、この中で営業収益の拡大を維持できているのは、ネット大手

図表2-1 証券会社の営業利益率の推移



(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」より野村総合研究所作成

図表2-2 証券会社の営業収益の推移 (2001年=100)



(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」より野村総合研究所作成

のSBI証券と楽天証券だけであり、大手や準大手証券の  
 トップラインは下落トレンドにある。この意味では、大  
 手や中小といった規模に関係なく、「トップラインの伸  
 び悩み」問題は対面証券全般に共通する課題ともいえる。

## 2 老後資金に対する 社会的な関心が高まる

リテールの証券ビジネスにおいて、このままネット大  
 手独り勝ちが続くのかというと、必ずしもそうとはいえ  
 ないと考えている。ここにきて、対面証券にとっても追  
 い風が吹いているからだ。

その「追い風」とは、個人の自助努力の必要性がこれま  
 で以上に高まっていることと、さらに、そのことについ  
 て多くの生活者が認識し始めていることである。

2019年6月3日に、金融審議会の市場ワーキンググ  
 ループ（以下、市場WGと表記）は、「高齢化社会における  
 資産形成・管理」と題する報告書を公表した。この報告書  
 そのものは高齢化が進む中での資産形成の在り方や必要  
 な政策対応などについて包括的にまとめられたもので  
 あったが、「65歳から30年の間に2000万円不足が生じ  
 る」という一部の記述だけが独り歩きし、政治問題化し  
 てしまった。

ただ、政治問題化したがゆえに、普段は関心を示さな  
 い人も含め多くの人の目に留まることとなり、結果的に  
 「自分の老後は大丈夫か」と考える人が増えたことも事  
 実である。この問題の後、資産形成セミナーへの申し込  
 みが増えた、iDeCoやNISAの資料請求が増えたとの報  
 道が相次いだ。

19年8月27日に厚生労働省が発表した公的年金の財  
 政検証結果も同様の効  
 果をもたらしたと思わ  
 れる。5年前の検証結  
 果とそれほど大きな違  
 いはないものの、この  
 先どれだけ経済が成長  
 しても「自分がもらえ  
 る年金は今の年金受給  
 者と比べて確実に減  
 る」ことが再認識され

たはずだ。

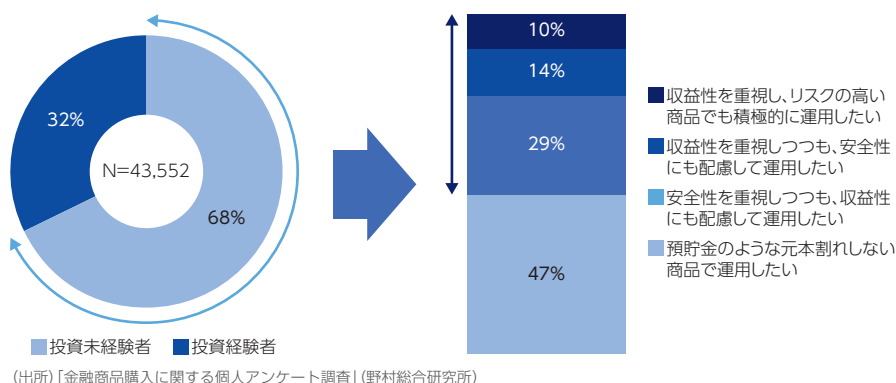
### 「老後の資産形成ニーズ」の ポテンシャルは大きい

「しかし、いくら世の中の関心が高まったといっても、  
 日本人は預貯金志向が強い。実際に投資をしたいと考  
 える人などほとんどいないのでは」と思われた方も多  
 だろう。確かに、様々な調査結果によれば、投資する人は日  
 本人の中でもせいぜい2～3割であり、多くの日本人が  
 自分とは関係ないと考えていても不思議ではない。ただ、  
 投資をしていない人は、全く投資を不要と考えているの  
 か、それとも投資に関心はあるものの何らかの障害に直  
 面しているため立ち止まっているだけなのか、を区別す  
 ることは重要だ。

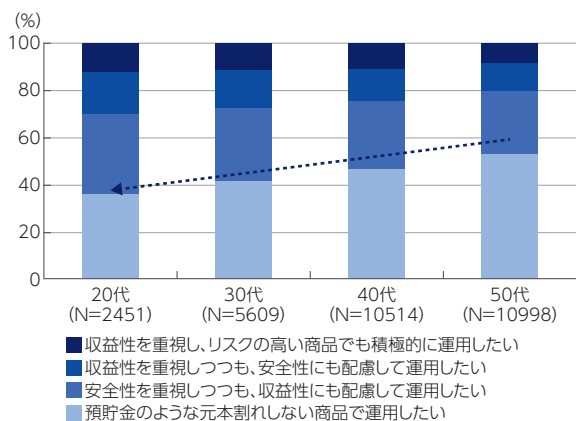
野村総合研究所（NRI）が2019年9月に実施したアン  
 ケート調査によると、株式・債券・投資信託といったリ  
 スク性商品を保有している投資経験者はサンプル全体  
 の中で3割程度であり、7割が「投資未経験者」であった（図  
 表2-3）。

しかし、この7割の投資未経験者のうち、「老後資金な  
 ど将来必要になるまとまった資金をどのように準備した  
 いか」という問いに対して「預貯金のように元本が確保  
 される手段」と答えた人は47%だった。つまり、投資未  
 経験者の中でも残り半分強の人は、元本の安全性と収益  
 性のどちらに重きを置くかで濃淡はあるものの、何らか  
 の形で「運用して将来の資金を準備したい」という意識  
 を持っていることがわかる。さらに、このような潜在的  
 な「運用ニーズ」を持つ人の割合は、若い世代ほど高くな  
 る（図表2-4）。

図表2-3 投資未経験者が希望する将来資金の準備手段



図表2-4 投資未経験者が希望する将来資金の準備手段  
(年代別)



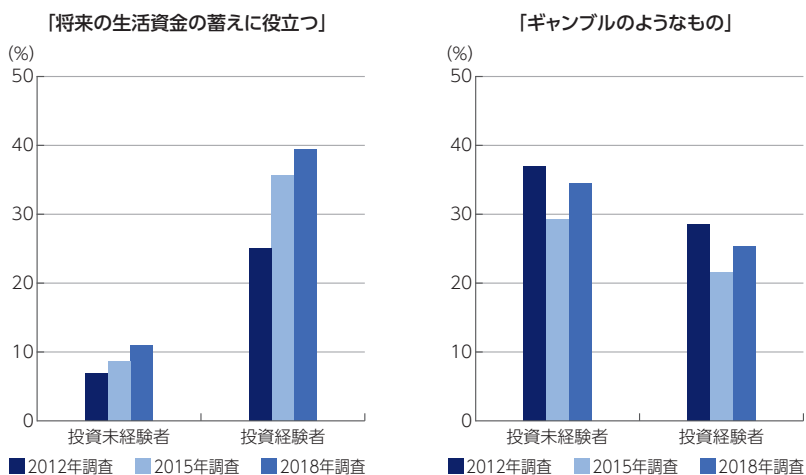
(出所)「金融商品購入に関する個人アンケート調査」(野村総合研究所)

## 「証券投資＝長期の資産形成手段」というイメージも浸透してきている

ここでは投資を長期の資産形成手段と限定して考えたが、そのこと自体は世の中の流れと矛盾していない。日本証券業協会が3年毎に実施する「証券投資に関する全国調査」では、「証券投資に対するイメージ」を問う設問があるが、この結果を経年比較すると興味深い傾向が見えてくる。

具体的には、直近3年分の調査を時系列でみると、証券投資に対するイメージとして、「将来の生活資金の蓄えに役立つ」と回答した人の割合が着実に増加しているという点である(図表2-5)。そして、この傾向は投資経験者か未経験者かは関係なく、両者に共通している。同じ期間に「ギャンブルのようなもの」の回答率が減少傾向に

図表2-5 証券投資に対するイメージの変化



(注) 調査年順のサンプル数は、投資未経験者が5203、5163、5229であり、投資経験者が1298、1308、1305であった  
(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」より野村総合研究所作成

あるのと合わせて考えると、証券投資そのもののイメージがここ数年で変わってきていることを示唆している。ここ6年の間に、NISAやiDeCoの導入など、国をあげて投資＝長期の資産形成手段としてのメッセージを発し続けてきた効果が出始めていると理解できる。

日本では20年以上前から「貯蓄から投資へ」のスローガンの下に様々な対策が採られてきたにもかかわらず投資の裾野は十分広がらなかった。その要因として、預貯金の金利が十分高かったこと(預貯金で充分資金が増えた)、土地神話の存在(財産形成＝土地という意識)、公的年金に対する高い信頼など、戦後から長期間形成されてきた経済構造や習慣のようなものがあつたことが挙げられる。一方で、それ以前の問題として「証券投資はギャンブル」というイメージが根強かつたこともまた事実であろう。そのイメージが変わりつつあることは、証券業界にとっても重要な変化と捉えるべきだ。

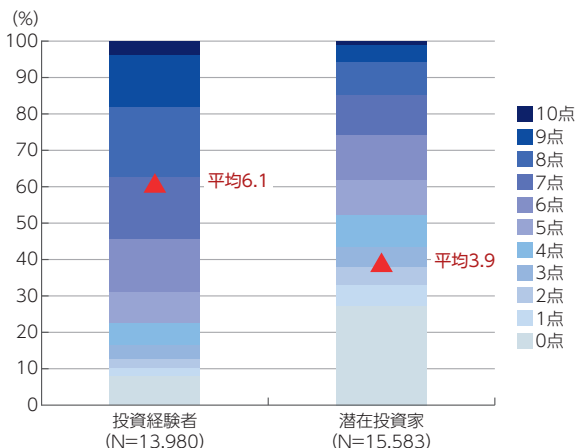
## 3 潜在的な投資ニーズを持つ人に必要とされる「人によるサポート」

投資＝資産形成手段というイメージが定着し、投資に対する潜在的なニーズが高まっている。この環境変化がなぜ対面証券にとって追い風になるかということ、そのような人たちは総じて投資のリテラシーが高くなく、潜在的なニーズを実際の行動に結びつけるためには、「人によるサポート」が不可欠と考えるからだ。

NRIが今回実施したアンケート調査では、回答者の金融リテラシーの水準を確認するために、経済や金融に関する基本的な知識を問う出題をしている。この設問の採点結果について、潜在的には投資が必要と考えているにも関わらず投資に着手できていない人(以下、潜在投資家と呼ぶ)と、既に投資経験している人(以下、投資経験者と呼ぶ)で比較したものが図表2-6である。

平均点をみると、投資経験者が6.1点なのに対して潜在投資

図表2-6 投資経験者と潜在投資家のリテラシーテストの分布



(出所)「金融商品購入に関する個人アンケート調査」(野村総合研究所)

家は3.9点と、明らかに潜在投資家のリテラシーが低い。この設問の中には、「投資信託の時間分散」や「積立効果」の意味を問う問題も含まれているが、潜在投資家の正解率はそれぞれ18%、33%であり、投資経験者のそれが42%、68%であったのと比較するとその差は大きい。

リテラシーがある程度高い人は、自分で情報を収集し、口座開設の手続きを進め、投資を実行していけるだろう。そして、自分で進められる人の多くは、ネット証券に流れていくと思われる。ただ、今回の調査でも明らかな通り、潜在的な投資家のリテラシーはそれほど高くないので、情報を集めたり、判断したり、資産運用を行う上では、人のサポートが必要となるのではないかな。

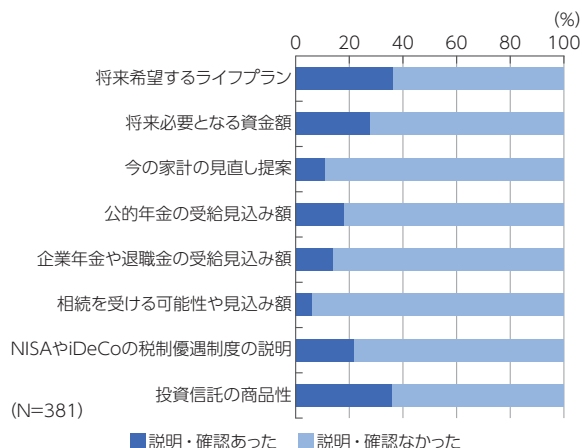
長期の資産運用手段として投資を望んでいるが、他者からのサポートがないと行動できない人が相応のボリュームとして存在することは、対面証券にとっては「人の価値」を活かすという意味で、大きなチャンスとみるべきだ。

### 窓口のコミュニケーションから 見えてくるもの

現実に顧客対応の窓口において「人の価値」をどう活かしていくべきかを考える前提として、今の証券会社の営業職員はどのようなコミュニケーションをとっているのだろうか。

NRIが実施したアンケート調査では、証券会社の窓口で投資信託を購入した経験を持つ社員に絞り、「対面の窓口でどのような説明や確認を受けたか」を尋ねている。選

図表2-7 投資信託購入時の説明・確認内容



(出所)「金融商品購入に関する個人アンケート調査」(野村総合研究所)

択肢には、「将来希望するライフプランの確認」「公的年金で受け取ることができる想定金額」など、長期の資産運用を考える際にポイントとなる内容が含まれている。

結果を見ると(図表2-7)、「将来希望するライフプランの確認」「投資信託の商品性」については「確認/説明があった」とする回答が比較的多かった。

他方で、「公的年金による給付額」「勤め先の年金制度や退職金からの想定受取額」「相続の可能性や想定される資産額」などに関しては、途端に回答率が低下することがわかる。

長期的な時間軸で投資を考える際、①将来どういった生活を送りたいか、②そのためにはどの程度の資金が必要かを明らかにする。その上で、③公的年金や企業年金、相続などでどの程度確保できそうか、④自分で投資に回すべき金額はいくらで、⑤何に投資するか、という順序で考えていくはずだ。だが、今回の調査から、①と⑤をつなぐはずの「自分はなぜ、いくら投資をしておく必要があるか」という極めて基本的な点についての説明や確認が不足していることがわかった。

さらに、これらの説明が「なかった」と回答した人に投資信託の保有目的を聞いたところ、概ね4割程度の人が「老後のための蓄え」と回答した。つまり、顧客本人は老後の準備として投信を買いたいと思っているものの、実際に窓口でなされたコミュニケーションは、その意図を十分に汲み取りきれていない可能性がある。

## 長期の資産形成ニーズを取り込むには ビジネスモデルの転換が必要

先に紹介した調査結果は、証券会社の窓口で起こった出来事の一部を取り出したのだが、長期投資による資産形成をしたい顧客と、現場の営業職員による対応とのギャップが生じている可能性が高いことを示唆している。

もっとも、そもそも多くの対面証券がブローカレッジ業務中心のビジネスモデルであったことを踏まえると、営業職員に長期の資産形成に必要なコミュニケーションが不足していること自体は、ある意味で自然なことといえるかもしれない。率直に言って、「それは証券会社の仕事だろうか」と思われる方も多いだろう。

しかし、NRIのアンケート調査によると、「短期の売買益」を目的として対面の証券会社で個別株を買っている人の68%が、長期の資産形成の運用ニーズを持っていることが明らかになっている。もしかすると、顧客は対面証券会社に対して「手早く儲けさせてほしい」と期待し、営業職員もそれに対応できているものの、その顧客が潜在的に有している長期の運用ニーズまで聞き出せていないのではない。

本章の前半で「大きい」と述べたニーズは、あくまで投資未経験者のものだ。証券会社からすると「まだ見えない顧客」がたくさんいると言われても、今のビジネスモデルを変えてまで長期の資産形成ニーズを取り込もうとはならないかもしれない。しかし、NRIのアンケート調査は、「今見えている顧客」も、長期の運用ニーズも持っていることを示唆している。今の顧客の潜在的な期待に応えるという意味でも、そして「まだ見えていない顧客」を取り込むという意味でも、長期の資産形成ニーズを取り込む、そのためにビジネスモデルを大きく転換するという経営判断は避けられないのではない。そして、実際にビジネスモデルを転換させていく上では、次の視点が重要になるだろう。

第一に、営業職員の知識範囲を広げ、顧客対応におけるコミュニケーションの引き出しをしっかりと増やすことである。自主的に勉強したり、あるいはファイナンシャルプランナーの資格をとったりしている営業職員も一定数いるだろう。しかし、そういった人材価値の底上げは、本人の自己研鑽の範囲に閉じ込めてしまうのではなく、

経営が責任をもって組織的に対応すべきである。つまり、「人への投資」に責任を持つことが重要である。

第二に、デジタルへの投資を通じて人材の価値を下支えすることである。先に述べたように営業職員の能力を下支えすることは重要だが、その能力を発揮しやすい環境を整備する投資も同時に欠かせない。特に、顧客の個別事情を反映させた情報を基に、相談を進め、判断を仰ぎ、定期的にフォローアップしていく必要があることを考えると、扱う情報やデータは必然的に膨大になってくるはずだ。営業職員が顧客対応以外に使う時間をなるべく抑えたり、顧客対応のプロセスを組織内で共有したりする仕組みが必要となるだろう。

## 「すべて自前で」が難しければ、 IFA化という業態転換も一つの選択肢

ビジネスモデルを転換すべき、そのために人とデジタルに投資すべきというのは理屈としては理解できるが、現実問題としてそういった前向きな投資に舵を切るのは難しいという指摘もみられる。確かに、トップラインが伸び悩み、営業黒字の確保すら困難な状況になりつつある中では、ビジネスモデルの抜本的な転換には大きな経営リスクが伴うのは間違いない。

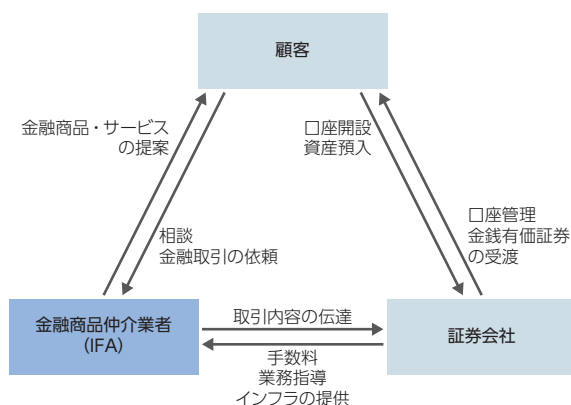
他方で「現状維持」を選択することのリスクも無視できないことを踏まえると、現実的には今の柱であるブローカレッジ業務を軸に、試験的にでも長期の運用ニーズに対応する体制を整えていくことになるのではない。ただ、規模の小さい証券会社であるほど、すべての投資を自社で賄うことは採算の面からも難しいかもしれない。そういった場合には、「すべてを自前でやる必要はない」と割り切った上で、他社との協業を前提に、自社が担う領域を限定するという方向性が考えられる。IFA化による業態転換は、その一つの選択肢となる。

IFA、正式には金融商品仲介業と呼ばれる業は、2004年に創設された。証券会社（金融商品取引業者）からの委託を受け、顧客に対して証券取引等の勧誘等を行う者を指す。委託する証券会社は「所属金融機関」と呼ばれ、IFAに対して取引プラットフォームを提供するほか、日々の業務運営の指導や、顧客から損害賠償請求に応じる義務を負っている（図表2-8）。

19年7月末時点で、法人584、個人308の合計892の



図表2-8 日本のIFAのビジネスモデル



(出所) 金融庁資料等を基に野村総合研究所作成

業者が登録されている。このうち8割が1社のみの金融機関に所属している。所属先の金融機関は「IFAプラットフォーム」と呼ばれるが、IFAプラットフォームとして存在感を示しているのがエース証券、SBI証券、楽天証券、証券ジャパン、PWM日本証券、三菱UFJモルガンスタンレー証券などである。

## 「人の価値」が真正面から問われる

2017年1月、福岡県飯塚市を拠点とする飯塚中川証券が、証券会社から金融商品仲介業 (IFA) への転換を行った。転換後の社名は「なかがわ証券アドバイザー」であり、IFAとして営業やマーケティングなどの対顧客業務に特化し、口座や預かり資産の管理は証券ジャパン (東京都) に移管されることになった。同様の事例は他にもある。2019年2月、石川県金沢市を拠点とする竹松証券が、金融商品取引業者の登録を廃止するとともに、金融商品仲介業である「竹松投資アドバイザー」を設立、飯塚中川証券の例と同じく、竹松証券の顧客資産の管理が証券ジャパンに移管された。これらは、地方に拠点を置く証券会社が、IFAへの業態転換を通じてミドルバックオフィス業務を切り離し、顧客接点に特化する動きといえる。

2019年8月26日に発表された山陰合同銀行と野村証券による包括提携も、類似の動きの一つとして理解できる。両社が公表したプレスリリースによれば、山陰合同銀行の投資信託等の窓販業務の口座と同行子会社のごうぎん証券の口座を野村証券に移管し、口座管理を野村証券松江支店、新規開拓を含めた対顧客業務を山陰合同銀行が受け持つことになる。さらに、野村証券の社員が同行に出向し、専門的なノウハウや情報の提供を通じて営

業支援を行うとされている。

これらの事例では、地方証券会社あるいは地方銀行は地域性を武器に対顧客業務に専念し、口座管理をはじめとする管理業務を他社に移管することでコストメリットを享受する。口座管理の受け皿となる金融機関側からすると、自社が取り扱う商品やサービスの販売チャネルを広げられる。このような具合に、顧客接点側、ミドル・バック業務の受け皿側の双方にとってメリットが見出しやすい取り組みといえ、こうしたケースは今後も広がりをもつ可能性が高い。

特に中小の証券会社にとっては、コストメリット以上に、顧客対応能力の底上げが期待できるとみられ、筆者らはこのメリットのほうが大きいと考えている。一口に中小の証券会社といっても、提供するサービスから商品に至るまで千差万別だ。自社サイトを持たない会社もあるし、自社サイトはあるが簡単な会社紹介に留まるなど極めて機能が限定的な会社もある。取扱商品のみでも、投資信託は取扱をしていますが、つみたてNISAやiDeCoの受け付けをしていないなど、長期の資産形成ニーズを取り込む上では「武器」が寂しいところもある。こうした証券会社であるほど、IFAプラットフォームへの参加を通じて、顧客接点に特化できるだけでなく、顧客に向かっていく際の「武器」を充実させることが可能になるのではないかと。

金融庁が実施した委託調査「独立系フィナンシャルアドバイザー (IFA) に関する調査研究」(委託先:みずほ総合研究所 2019年7月)によれば、証券会社からIFAに業態転換した例は、飯塚中川証券と竹松証券も含めて4例と、数としてはそれほど多くはない。しかし、冒頭触れたように、トップラインである営業収益がすう勢的に低下していることを踏まえると、IFA化を選択する経営者が今後は増える可能性は高いと考えられる。

いずれにしろ、長期の資産形成ニーズは確実に高まっていること、そのニーズに対応していくために「人の価値」が真正面から問われていること、そして「人の価値」をサポートするためのデジタルツールが不可欠であること。この3つは、規模に関係なくどの対面証券会社にも共通して認識すべき点である。この環境認識の中で、自社の経営リソースを踏まえた現実的で最適なビジネスモデルの転換が、証券会社各社には求められている。

# 第3章

## 環境変化から読み解く 保険業界の展望

### 1 保険業界の決算概況

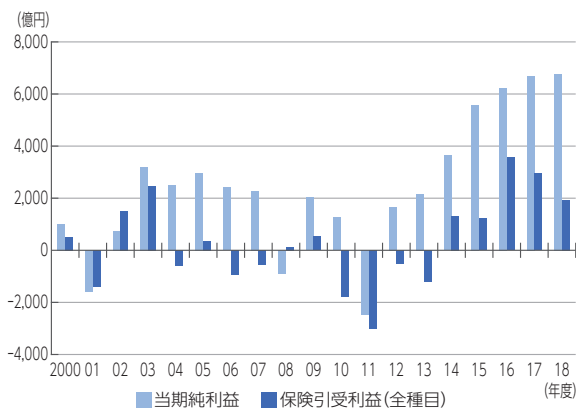
2000年以降の保険業界は、アメリカ同時多発テロ、リーマンショック、東日本大震災などの影響を受けた01年度、02年度、08年度、11年度を除き経常利益・当期純利益ともに堅調に推移している。しかし、本業である保険引受に関する収支を見ると課題が見えてくる。

#### 損保では自然災害が本業の儲けを圧迫

損害保険業界において、保険引受利益を当期純利益と比較すると、当期純利益に比べて損失が発生している年度が多くなっている(図表3-1)。

特に、火災保険では自然災害等の増加により2000年度以降、保険引受損失となる年度が目立っている。その一方で、収入保険料のおよそ半分を占める自動車保険においては、自動車の安全性能向上による事故の減少や、年齢別の保険料率制度の導入、事故あり等級制度の導入

図表3-1 (損保) 当期純利益と保険引受利益

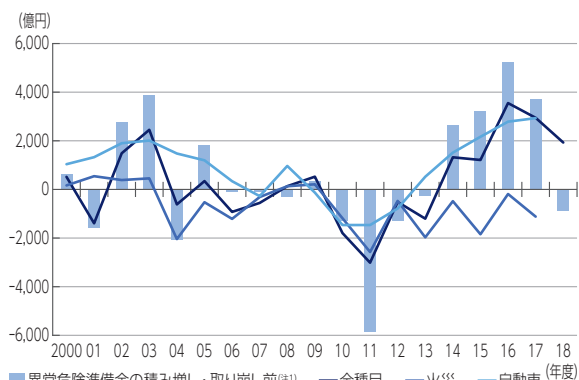


(注) 2000～2017年度の数値には再保険会社を含まない。2018年度は再保険会社を含む全社の数値  
(出所) 2010～2017年度は保険研究所「インシュアランス損害保険統計号」、2018年度は日本損害保険協会「平成30年度 損保決算概況」および各社資料を基に野村総合研究所作成

等によって大幅に収支改善が進み、全種目でみると14年度以降保険引受利益を確保している(図表3-2)。

なお、18年度は異常危険準備金の大幅な取り崩しにより保険引受利益を確保しているが、取り崩しをしていなければ保険引受損失に転落していた。今後、東日本大震災や18年度の西日本を襲った災害(西日本豪雨、台風21号、24号)規模の損害が継続して発生した場合、特に火災保険において、異常危険準備金が枯渇するおそれがあり、業績への影響が懸念される。

図表3-2 (損保) 保険引受利益の推移



(注1) 2018年度は大手3グループの自動車保険・火災保険の異常危険準備金取り崩し分のみ控除  
(注2) 2000～2017年度の数値には再保険会社を含まない。2018年度は再保険会社を含む全社の数値  
(出所) 2010～2017年度は保険研究所「インシュアランス損害保険統計号」、2018年度は日本損害保険協会「平成30年度 損保決算概況」および各社資料を基に野村総合研究所作成

図表3-3 火災保険における異常危険準備金取崩しの主な例

年度	主な災害	取崩し額(億円)
2004年度	5つの台風が上陸	▲364
2011年度	東日本大震災、台風15号	▲2,783
2012年度	東日本大震災	▲958
2017年度	台風21号	▲191
2018年度 <sup>(注)</sup>	西日本豪雨、台風21号・24号	▲2,546
2017年度末残高		9,195

(注) 2018年度は大手3グループの取り崩し額のみを集計  
(出所) 保険研究所「インシュアランス損害保険統計号」、日本損害保険協会「平成30年度 損保決算概況」を基に野村総合研究所作成

例えば、17年度末の火災保険の異常危険準備金は、東日本大震災や18年度の西日本での災害と同規模の災害が4年連続すると、理屈上枯渇する状況となる。

将来的な自然災害の影響については後述するが、安定した収益確保のためには、自然災害の影響を極小化する施策、例えば防災や減災などのリスクコントロールが重要となってきている。

### 生保では若年層とファミリー層の加入者確保が課題

生命保険業界において、基礎利益を經常利益と比較すると、年度ごとに増減は見られるものの、經常利益ほどの変動はなく、09年度以降は堅調に推移している（図表3-4）。

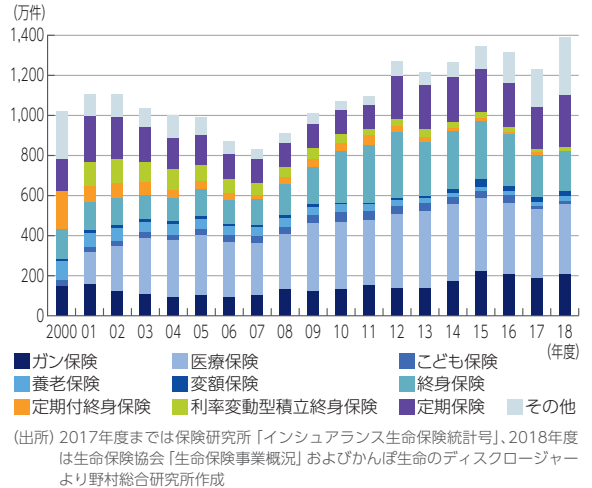
保険契約高の大半を占める死亡保障の場合、長寿化により危険差益は増加する。このため、平均寿命の延伸が続く限り危険差益は増加し、それに引きずられる形で基礎利益も拡大していくことが予想される。

一方で個人保険の新契約動向を見ると（図表3-5）、保障金額が少額な医療保険やがん保険などの生存保障の件数が増え、保障金額が高額な死亡保障の件数が減っている。その結果、トータルの新規契約件数は増加しているものの、新規契約高は減少している（図表3-6）。この傾向は保有契約の件数と契約高にも見られる。

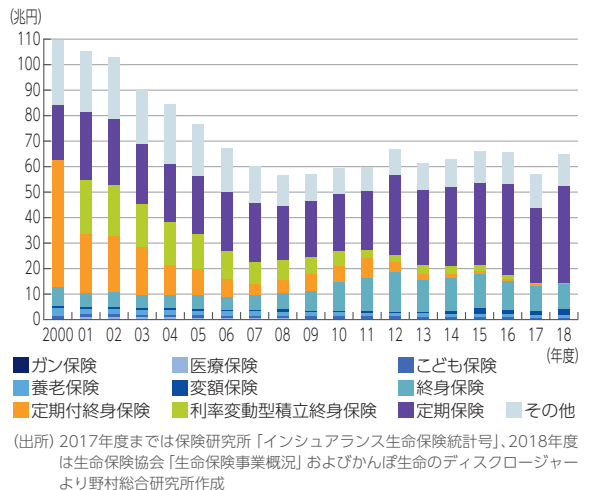
また、年代別の新契約状況を見ると（図表3-7）、60歳以上は大きく増加しているが、10代および30代が減少基調となっている。高齢者の契約割合の増加は、危険差益を増加させるが、平均寿命の延伸が止まると危険差益は急減

することが予想される。生存保障へのシフトも保有契約高の減少につながり、危険差益に下方圧力をかける。その結果、基礎利益も縮小していくことが予想されるため、

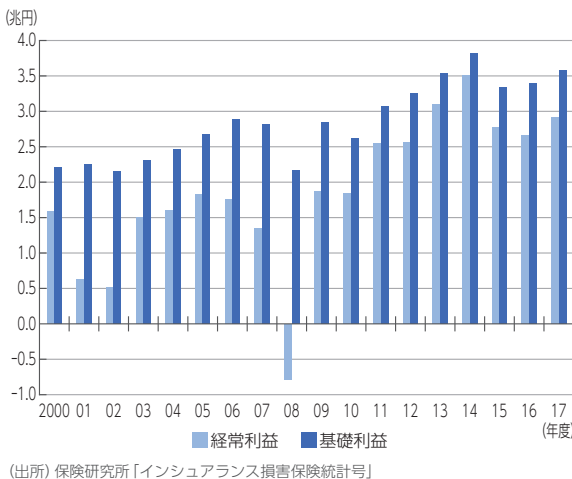
図表3-5 個人保険の種類別新契約件数の推移（除くかんぽ生命）



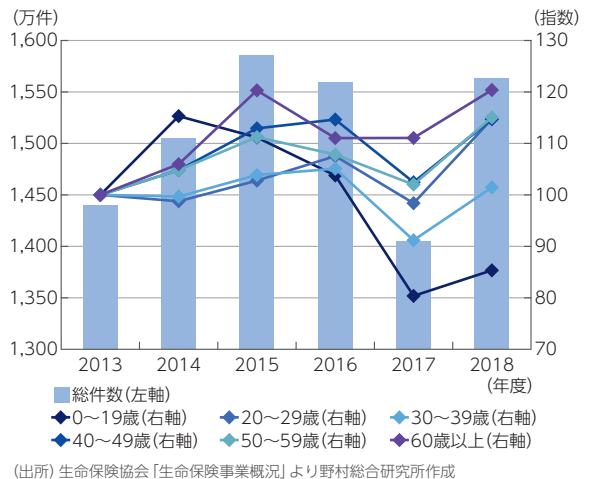
図表3-6 個人保険の種類別新契約高の推移（除くかんぽ生命）



図表3-4 經常利益と基礎利益の推移



図表3-7 新契約件数の年代別増減推移（2013年を基準）



来安定した収益確保のためには、死亡保障のニーズが高いファミリー層や、より長期間保険契約を継続する可能性が高い若年層を今から確保することが重要である。

## 2 保険業界を取り巻く環境変化

寿命の延伸やデジタル化によるリスクの低減などの環境変化は一見、保険業界にとってプラスの影響をもたらすように思える。しかし、環境変化の内容をよくよく考えてみると、既存の保険ビジネスの持続可能性に懸念が生じる。ここでは、生保・損保両業界に共通する環境変化について記載する。

### 少子高齢化が与える影響

まず少子高齢化を取り上げたい。少子高齢化は損害保険事業の主力である自動車保険の収益悪化につながる。自動車保険では、相対的に保険料が高く若年層を運転者を含む年齢条件の契約数に比べ、保険料が安く高齢層を含む年齢条件の契約数が増加している(図表3-8)。

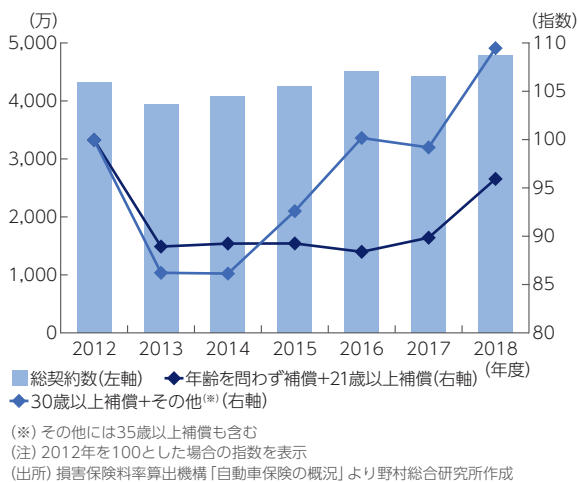
また、近年報道されることが多くなっている高齢者の事故については、統計からも増加していることが読み取れる。確かに、この10年間の自動車事故全体の減少率に比べ、高齢者の事故減少率は低く、自動車事故に占める割合は相対的に増えている(図表3-9)。昨年度の事故発生件数においても、65歳以上の件数は16歳から29歳までの件数を上回っている。今後もこの傾向が続くとすると、収益への影響は避けられず、高齢ドライバーに対する事故対策が重要になってくる。

生命保険事業においては、前述の通り、新契約に占める60歳以上の割合が増加しており、新契約全体の件数も近年増加傾向にある。60歳以上の人口が増加する局面では好影響となる。年齢区分別の人口推移予測をみると(図表3-10)、60歳以上人口は26年頃に一度前年より減少するが、それを除くと37年頃までは対前年比で増加し続ける。高齢者の増加は、定年後も継続して就業したり、趣味や様々な活動へ積極的に参加するアクティブシニアの増加につながり、生存保障やレジャー関連の保険ニーズが高まることが予想される。その結果、高齢者を対象とした商品の増加や、それに伴う保険料収入の増加が見

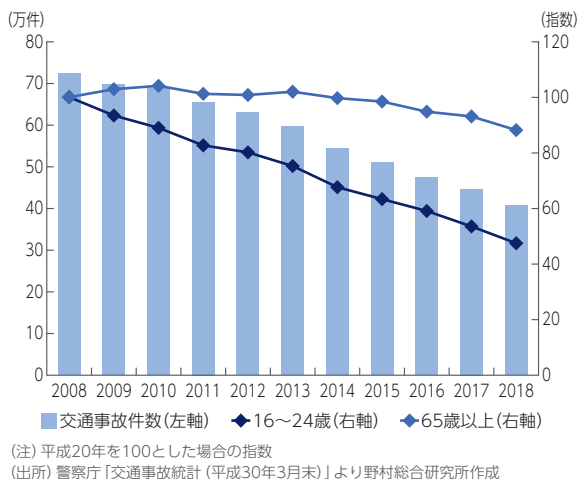
込まれる。

しかしながら、35年頃にはボリュームゾーンである団塊Jr世代が65歳以上となる一方で、その親世代である団

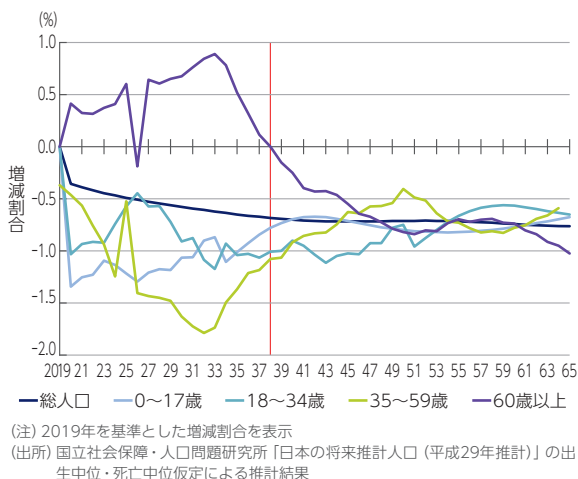
図表3-8 自動車保険年齢条件別契約数の推移



図表3-9 原付以上運転者(第1当事者)の交通事故件数推移



図表3-10 年齢区分別人口推移予測(対前年比増減割合)



塊世代は85歳以上となり、寿命を迎える年代に差し掛かる。この頃から保険金支払いが大幅に増加する。60歳以上人口も38年を境に減少に転じ、以降はすべての年代で人口減少となるため、絶対的な加入者数の減少につながる事が予想される。それは収入保険料の減少につながり、収益確保が厳しい状況となるため、将来的な収益確保の観点からも、今から若年層の契約者を増やす取り組みが不可欠である。

## 自然災害は今後まだまだ増加する

本年9～10月にかけて台風15号、19号および亜熱帯低気圧が関東・東北・甲信越地方を中心に甚大な被害をもたらした。18年度にも西日本を襲った集中豪雨や台風の上陸などが続発し、自然災害は増加の一途をたどっている。日本損害保険協会によると、12年度以降の風水害による保険金支払額は2.4兆円に達し、その中でも18年度だけで1.5兆円の支払いが発生している。18年度に発生した3つの災害はいずれも、過去の単一の災害による保険金支払額ランキング上位10に入っており(図表3-11)、いかに18年度が突出していたかを物語っている。また、19年度も台風等による被害は大きく、保険金支払額は膨らむことが予測される。

これらの災害の影響は随時火災保険等の保険料率にも反映されており、直近では18年6月の参考純率改定(平均5.5%の引き上げ)により、19年10月から火災保険料の改定が行われた。この改定は18年度の保険金支払状況がまだ反映されていないため、更なる保険料の引き上げが想定される。今後、自然災害の発生が過去の平均程度に落ち着くのであれば保険料も収支も安定すると考えら

図表3-11 過去の風水害等による高額支払保険金事例

災害名	対象年月日	支払保険金 <sup>(注)</sup>
平成30年台風21号	2018年9月3日～5日	1兆678億円
平成3年台風19号	1991年9月26日～28日	5,680億円
平成16年台風18号	2004年9月4日～8日	3,874億円
平成26年2月大雪	2014年2月	3,224億円
平成11年台風18号	1999年9月21日～25日	3,147億円
平成30年台風24号	2018年9月28日～10月1日	3,061億円
平成30年7月豪雨	2018年6月28日～7月8日	1,956億円
平成27年台風15号	2015年8月24日～26日	1,642億円
平成10年台風7号	1998年9月22日	1,599億円
平成16年台風23号	2004年10月20日	1,380億円

(注) 支払保険金は火災・新種・自動車・海上の合計  
(出所) 日本損害保険協会・資料「過去の風水害等による高額支払保険金事例」

図表3-12 21世紀末<sup>(注)</sup>における地球温暖化の影響予測(対20世紀末<sup>(注)</sup>比)

項目	21世紀末の状況	2018年度の状況(東京)
年平均気温	全国平均で4.5℃上昇 地域によって3.3～4.9℃上昇	+0.79℃
猛暑日の年間日数 (日最高気温35℃以上)	地域によって6日～54日増加 真夏日・夏日・熱帯夜も増加 冬日・真冬日は減少	+9.7日
年降水量の変化	ほぼ全国的に明瞭な増減傾向なし	▲32.3mm
滝のように降る雨の年間発生回数(1時間降水量50mm以上)	短時間強雨の頻度は全国的に増加 全国平均では2倍以上の頻度に	1.46倍 ※全国平均
雨の降らない日の年間日数 (日降水量1mm未満)	雨の降らない日の頻度は全国的に増加 特に冬の日本海側での増加が明瞭	+6.85日

(注) 20世紀末:1980～1999年、21世紀末:2076～2095年  
(出所) 気象庁「地球温暖化予測情報第9巻(平成29年3月公表)」および気象庁の過去の気象データより野村総合研究所作成

れるが、楽観視できる状況とは言えないだろう。

既に温暖化の影響を感じていると思うが、20世紀末から18年度までよりも大きな変化が今後訪れるという予測が多い。気象庁の「地球温暖化予測第9巻(平成29年3月公表)」によると、21世紀末に向けて図表3-12のような影響が予測されている。

これらの予測から考えると、豪雨等による建物などへの物損害だけでなく、熱中症や感染症の増加による人損害が拡大し、生保・損保ともに影響が拡大する可能性が高い。影響を極小化するためには、災害発生後の保険金支払いに加えて、居住地域ごとの災害発生予測や疾病予防対策による防災・減災・予防の取り組みが急務である。

## 「シェア」する時代の保険のあり方

最近よく耳にするシェアリングエコノミーも保険ビジネスに影響を与えつつある。シェアリングエコノミーは、08年に米国でAirbnbが保有する住宅や物件を宿泊施設として登録し、貸出できるプラットフォームを提供したことから拡がり始めた。日本国内においても成長著しく、事業者売上高を見ると15年度の285億円から、22年度には1,386億円に達すると見込まれている<sup>12)</sup>。シェアする対象も広がっており、「モノ」「空間」「スキル」「移動」「お金」の5つに分類される。

最も市場規模が大きいのが「移動」で、その大部分をカーシェアリングが占めている。18年度末時点における会員数は160万人を超え、特に都市部における利用が多くなっている。それに合わせるかのよう都市部の世帯

図表3-13 地域別自家用車普及台数とカーシェア車両台数

地域	世帯当たり自家用車普及台数			カーシェア車両台数	
	2004年度末	2018年度末	減少台数	2018年度末	割合 (%)
全国	1.112台	1.052台	▲0.060台	31,339台	100.0
除く三大都市圏+広島・福岡	1.357台	1.361台	0.004台	3,060台	9.8
東京	0.538台	0.432台	▲0.106台	11,704台	37.3
大阪	0.729台	0.645台	▲0.084台	4,419台	14.1
神奈川	0.820台	0.705台	▲0.115台	3,337台	10.6

(出所) 自動車検査登録情報協会「自家用自動車(登録者と軽自動車)の世帯当たり普及台数」およびジェイテックス「カーシェアリング比較360°」より野村総合研究所作成

当たりの自家用車保有台数が減少しており、例えば、東京都では、18年度末の世帯当たりの保有台数は04年度末に比べて約20%も減少している。一方、三大都市圏+広島、福岡を除くと保有台数は増加しており、「車離れ」が起こっているわけではないことがわかる(図表3-13)。カーシェアリングの車両台数が一部の都府県に偏っていることから、自動車の「所有」から「利用」への流れはあくまで都市部においてのみ生じているとみることができる。

最近では個人間カーシェアも広がりを見せている。業界大手のAnycaでは、15年10月末に約400台だった登録台数が、19年1月には約7,000台と急速に広がっており、「乗りたい時」に「乗りたい車」に乗るのが都市部においては浸透しつつある。自動車保険もそうした利用方法に合わせて、利用するときだけ保険料を支払う「1日型」や「時間単位型」が提供されてきている。こうした期間を細分化した保険は、自動車以外の分野でも応用は可能であり、今後拡がることが予想される。

こうした保険は保険料負担が利用時のみに限定できるので利用者にとっては歓迎できる仕組みといえよう。一方、利用期間中のみ限定した保険契約の場合、一般的には損害率が高くなる傾向があるため、損害保険会社にとってカーシェアをはじめとしたシェアリングエコノミーの拡大は収益減少要因となる可能性もある。現時点では各社ともカーシェアユーザーに対してスマホアプリなどを活用した運転診断サービスやそれに付随する契約時の割引を導入するなど積極的な対応を示しているが、今後は、損害率を注視していく必要がある。

シェアリングエコノミーでは、そもそも保険を「シェアする」ということも考えられ、欧米や中国を中心にP2P(Peer-to-Peer)保険が広がりを見せている。P2P保険には、図表3-14のような特徴がある。

日本ではまだ認可がなくこのような保険は販売されていないが、仕組みは生命保険の団体保険と似た考え方である。団体保険においても保険期間(1年間)中に同一団体において保険金請求が少なく剰余金が生じた場合は、剰余金を配当金として加入者に還元する。P2P保険は従来

の団体保険の仕組みを「任意のグループ(団体)」で「任意のリスク(商品)」に加入する仕組みとみられることもできるが、異なるのはグループの組成から保険加入、請求、支払い、払戻しに至るすべての業務がソフトウェア上で自動的に処理されるという点である。

P2P保険では、従来の保険会社を介する必要がなく、IT企業や他業種からInsurtechを活用して参入することができるため、既存の保険会社にとっては大きな脅威となることが予想される。近い将来、日本の既存保険会社もP2P保険の販売に乗り出すと思われるが、その際大きな課題となるのは、保険販売や保険金支払いのために今まで必要とされていた多数の従業員の処遇である。

P2P保険などInsurtechを活用した保険ビジネスでは基本的に大規模な要員確保は不要であり、少数のメンバーとIT技術で多くの契約者を獲得することができる。例えば、中国のAntFinancialが18年に始めた「相互宝(シャンフーバオ)」というP2P保険は、わずか半年で5,000万人を超える契約者を集め、今後2年間で3億人を目指すとしている。このような新たな保険会社に対抗していくには、これまでのビジネスモデルで築き上げた要員体制や社内文化も大きく変えていく必要がある。

図表3-14 P2P保険の特徴

P2P保険の特徴	
1	同じリスクに興味のあるグループで保険料を拠出する
2	保険事故が発生した場合は、グループ内で拠出した保険料から保険金を支払う
3	保険期間満了時にグループ内に残高があれば、保険金請求をしなかったメンバーにキャッシュバック等の還元を行う

(出所) 野村総合研究所

## IOTデバイスは保険の提供する価値の概念を変える

近年、IOTデバイスの広がりは著しく、保険分野にも大きな変化をもたらすことは確実である。IOTデバイスの拡大により、これまで人的作業に頼っていたところからデータをベースにした自動検知ができるようになり、様々な領域でリスクの制御・予測が可能となってきている。ここでは保険をイメージしやすいよう、「自動車」と「医療」を例に説明したい。

「自動車」についてはIOT化により、運転者と車両が直接つながることで、運転者ごとのリスクを把握し、事故の予測・検知が可能となる。そのため、保険事業者にとっても車両からその情報を得ることで、保険契約者ごとのリスクを把握することができる。また、自動運転化も現在レベル3まで進んできており、2030年代には完全自動運転のレベル5に到達すると見込まれている。

完全自動運転の世界では、基本的に法令違反が発生しない。例えば「おおり運転」や「信号無視」、「わき見運転」などの人の操作が原因の交通違反事故は発生しなくなる。現在、交通事故での死者のうち、およそ9割が交通違反によるものであるため、将来的にその大半がなくなる可能性がある。これにより、自動車保険など交通事故に関連する保険は損害率が大幅に低下すると同時に、保険料単価も下がっていくことが予測される。

「医療」分野においては、ウェアラブルデバイスに代

表される個人の生体データを取得するものや、服薬支援の薬箱のような日常の健康維持に資するもの、万一の際の見守りや緊急通報サービスなど、幅広い範囲でIOTデバイスの活用が広がっている。生命保険ではこれらのデバイスから得られる情報を活用した健康増進型保険が増えてきている。個人ごとのデータを取得できるため、契約者ごとに保険料の割引を行ったり、健康状態を改善することでポイントを付与したりする商品が出てきている。これまでの保険は契約者とリアルタイムでつながることができず、健康状態の悪化や入院などの「結果」に基づいたサービスが主流であった。しかし今後は、契約者のリアルタイムな行動や生体データを収集・分析することで、健康の維持や疾病予防のためのアドバイスなど、保険事故発生前のサービスが益々広がっていくだろう。

IOTの活用による疾病対策は実際に効果も検証されている。例えば広島県呉市ではレセプトデータを分析することで糖尿病腎症患者を抽出し、保険指導をする糖尿病腎症等重症化予防事業（呉モデル）を実施している。この事業により、新規透析導入患者数が6年間で約6割減少した。これらの結果から、IOTの活用が医療保険などの給付金支払率の低下に寄与することが予想される。

上記以外にも、スマートホームやスマート家電などIOTデバイスはあらゆる分野に広がっている。多くの領域でリスクを事前に察知することが可能となり、保険事故発生前に対策をとれるようになる。また、見守りサービスなど高齢化社会にフィットしたサービス提供も可能となるため、保険周辺ビジネスの拡大も見込まれる。

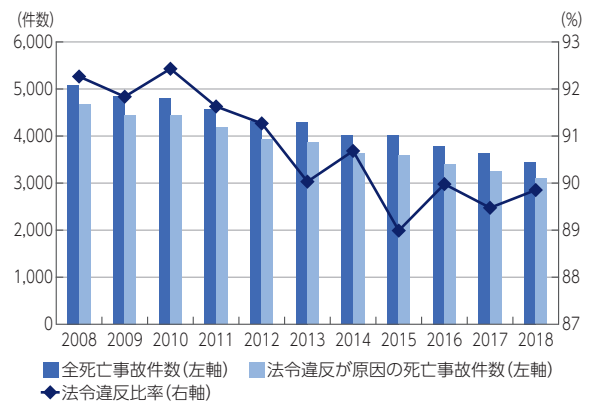
このようにIOTデバイスの浸透は、保険会社が提供し

図表3-15 自動運転化レベルの定義

レベル	名称	定義概要
0	自動運転化なし	運転者が全ての動的運転タスクを実行
1	運転支援	システムが縦方向（加減速）又は横方向（ステアリング操作）のいずれかの車両運動制御のサブタスクを限定領域 <sup>(注)</sup> において実行
2	部分運転自動化	システムが縦方向（加減速）及び横方向（ステアリング操作）両方の車両運動制御のサブタスクを限定領域において実行
3	条件付運転自動化	システムが全ての動的運転タスクを限定領域において実行 作動継続が困難な場合は、システムの介入要求等に適切に応答
4	高度運転自動化	システムが全ての動的運転タスク及び作動継続が困難な場合への応答を限定領域において実行
5	完全運転自動化	システムが全ての動的運転タスク及び作動継続が困難な場合への応答を無制限に（すなわち、限定領域内ではない）実行

(注) 必ずしも地理的な領域に限らず、環境、交通状況、速度、時間的な条件を含む  
(出所) 国土交通省「自動運転車の安全技術ガイドライン」

図表3-16 交通死亡事故における法令違反が原因の死亡事故割合



(出所) 警察庁交通局「平成30年中の交通死亡事故の発生状況及び道路交通法違反取締り状況等について」より野村総合研究所作成

てきた価値の概念を大きく変化させるだろう。これまでは主に、事故発生後から保険金を支払うまでの期間に対して価値を提供してきたが、今後は事故発生前に価値を提供する業態に変化することが考えられる。その場合、保険としての機能だけでなく、安全運転支援や疾病予防支援、健康増進などのサービスに対する価値も含めたトータルの商品として料金が設定されるであろう。そして、こうしたサービスが今後の保険会社の収益拡大をけん引していくと考えられる。

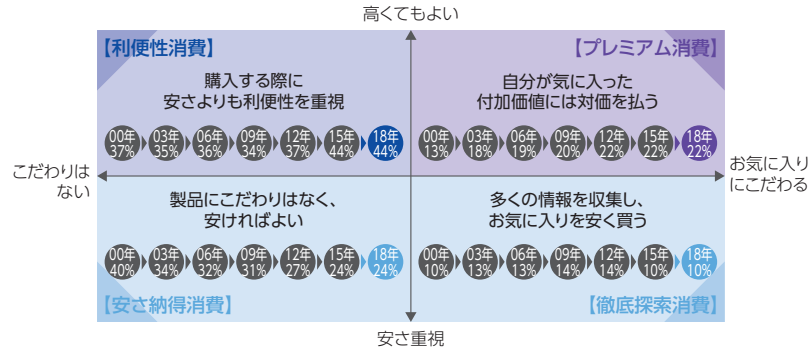
### 顧客の消費行動の変化への対応

最後に、「顧客」自身の行動変化が保険会社に与える影響を考えたい。NRIの「2018年 生活者1万人アンケート調査」によると、図表3-17に示すように、4つの消費スタイルのうち手間なく楽に買いたいという「利便性消費」と、気に入った付加価値には対価を払う「プレミアム消費」を志向する顧客の割合が2000年に比べて高まっている。一方で、安ければよいという「安さ納得消費」の割合は減少している。図表3-18からは、顧客が購入前の検討段階で重視する情報が、企業が発信するCMや新聞広告等の情報から、ネット上の評価サイトやブログの記事など、「自分の知らない誰か」が発信する「口コミ」等の情報へと変化してきている。飲食店に予約を入れる際「食べログ」等の点数を基にしている方は実感できるのではないかな。

商品やサービスの情報がインターネットで簡単に取得できるようになった現在、情報量が多すぎて困るという人が全体の約7割を占めているということも同調査から読み取れる。そうなると、不要な情報には関心を示さず、より簡単で面倒でない（＝利便性の高い）購買へのアシストを求める傾向が強まる。その代表例が自分自身とそれほど変わらない人間がシンプルな言葉で表現する「口コミ」や「点数」を基にした情報だろう。

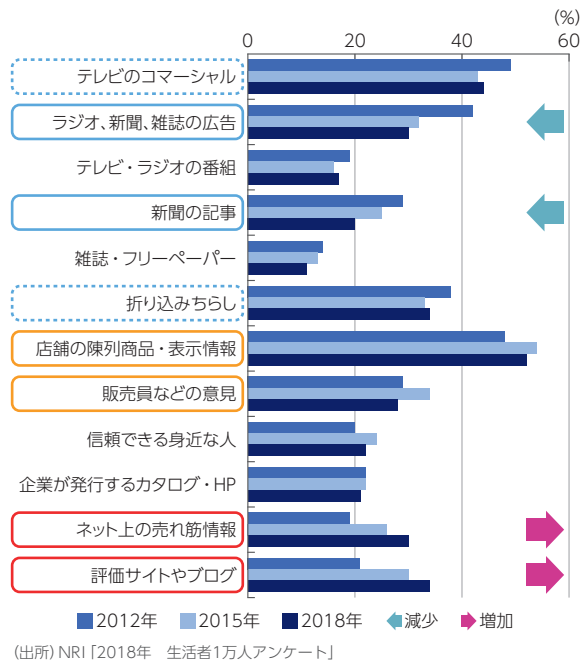
これらの状況から、今後は必要と感じた時により利便性の高い方法で情報を収集し、熟慮せずに判断する顧客が増加することが予想される。そうなると、LINEなどの利便性の高いサービスを持つ事業者が顧客接点を独占

図表3-17 4つの消費スタイルの構成割合



(出所) NRI「2018年 生活者1万人アンケート」

図表3-18 商品やサービスを購入する際に利用する情報源の推移



(出所) NRI「2018年 生活者1万人アンケート」

し、これまで保険募集人等が行ってきた「人による顧客接点」の創出は、苦戦を強いられるのではないかな。

## 3 環境変化を踏まえた 保険事業の方向性

今まで述べてきた環境変化のうち、少子高齢化と自然災害の増加による収益減少リスクは避けられないため、特にリテールビジネスにおいてはIoTなどのデジタル技術を活用した商品を投入し、ローコストオペレーションを実現する必要がある。また、保険期間が細分化していく中で、より長期間顧客とつながり続けることが必要不可欠となる。そこに利便性を求める顧客の変化を加味す



ると次のような方向に向かっていくものと考えられる。

## ■ 保険商品のパーソナライズ化

IOTデバイスの広がりにより、死亡率等の静的データを活用した従来商品から、健康状態などの動的データを活用した商品への移行が進み、引き受けるリスクも個人ベースになっていくことが予想される。個人の動的データに基づいた究極のカスタマイズ商品がスマートフォンを通じて個人ごとにレコメンドされる時代が訪れるかもしれない。顧客は自分宛の商品を「受け取る」か「受け取らない」かの判断となり、商品を「選択する」という行動が不要となる可能性がある。また、上述のとおり、IOTデバイスによりリスクを検知し予防するサービスの提供が可能となるため、顧客に支払う保険金・給付金も低く抑えることができるだろう。

このような商品が登場すると、そこに人を介した営業は最小限に抑えられ、また保険金の支払いにおいても医療機関とのデータ共有により自動化されるなど、人手をかけないローコストな仕組みが実現されるだろう。

## ■ 他業種とのエコシステム構築

IOTデバイスを基点とした保険はそもそもデバイス側に優位性がある。よって、デバイスメーカーが保険に参入してくると保険会社の優位性は担保されない。最近では、米電気自動車メーカーのテスラが自動車保険へ本格参入する話があったが、今後もそういったメーカーの参入が続く可能性があり、保険会社にとっては脅威となり得る。また、シェアリングエコノミーの拡大により、保険自体が利用中のみに細分化されるため、保険の「短期化」「少額化」が進む可能性がある。このような中で保険会社が収益性を確保するには、保険会社が主導権を持つエコシステムの形成が必要と考える。

MaaSの事例として、フィンランドのWhimというサービスがある。Whimを利用すると、例えば目的地まで移動する際に、最適なルートの手配から利用する交通手段の予約、決済まですべてアプリの中で完結できる。こういったサービスを保険会社基点で実現できることが望ましいが、そこには課題がある。Whimの例でいえば、移動は「目的」となり得るが、保険は「目的」とはなり得ないため、それだけでは利用されないからだ。よって、保

険のエコシステムを形成するには「目的」を作ることが必要となる。先に示した健康増進型保険などはその典型であり、「健康増進」という目的に沿って保険会社がハブの役割を果たしている。

「目的」設定の際に、収益性の観点から望ましいのは同じ目的を反復して何度も繰り返すようなものと考えられる。旅行を例にすると、四国八十八か所巡りや日本百名城巡りなどがイメージしやすい。この「目的」を共有する事業者でエコシステムを組むことで、すべての目的地を網羅するまで長期間顧客をつなぎとめることができる。

顧客が目的を達成するまでには様々なリスクが存在するが、エコシステムを組む事業者から顧客の動的データを取得し、保険契約から保険金支払までをアプリ内で完結させることで、複数のリスクを包括的にカバーする保険も実現できる。また、エコシステム内だけのポイントサービスや決済サービスなど、目的達成への期待を高めるような付加価値を提供することで、サービス利用料も含めた料金設定と長期間の顧客グリップが可能となり、新たな収益の柱となることが期待される。

## ■ 課題は「人」の役割の再定義

ここまで述べてきたように、リテールビジネスにおいてはデジタル技術の活用などにより人による保険設計や募集が不要となる領域が拡大する。また、保険金支払も自動化が進み、従来の営業職員や代理店（保険募集人）、および保険会社社員などの関わりは減少する。

一方で、AIなどデジタル技術が現時点で苦手としている「思いやり」などの人を想う部分は、保険との親和性が高い。個人のリスクではなく家族間の家計プランニングや広範囲にわたるリスクカバーなど、ライフプランニングの一環としての保険は「人」による説明が依然として残るだけでなく、より総合的な金融サービスとしてその役割は重要となっていくだろう。

また、今後も専門性の高い「人」による引受判断や査定が重要である企業保険分野や、保険周辺サービスなどの新規事業へ「人」の役割をシフトしていきながら、環境変化に耐え得る収益基盤の確保が各保険会社には求められる。

12) 出所：矢野経済研究所「シェアリングエコノミー市場に関する調査」(2018年9月12日発表)

# 第4章

## ビジネスドメインの再考を迫られる資産運用業

### 1 投信の裾野が顕著に広がる

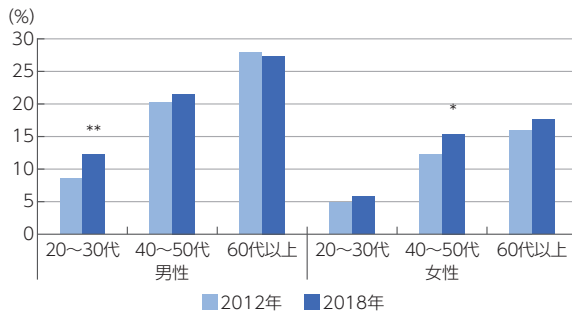
本章では、資産運用ビジネスのうち個人向けすなわち公募投信ビジネスの潜在市場の規模並びに業界の課題とその解決のための取り組みについて概観する。

5、6年前には資産運用ビジネスの中で最も成長性が高いと思われていた個人向け資産運用すなわち公募投信ビジネスの規模はここ数年横ばいとなっている。それは、ETFを除く追加型株式投信の運用残高を見れば一目瞭然で、2014年度以降は60～65兆円の範囲で変動を繰り返している。このように、金額規模で外観する限り変化に乏しいマーケットに見えるが、投信を保有する人の割合や投信に対する人々のイメージに目を向けると大きな変化が起きている。

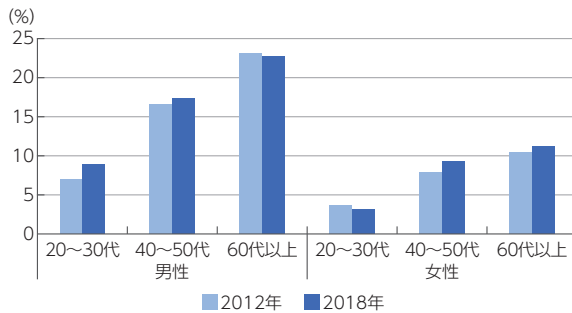
まず、投資家層の変化について指摘したい。図表4-1は日本証券業協会が3年おきに実施している「証券投資に関する全国調査」の中から株式や投信を保有している人の割合を取り上げたものだ。株式又は投信を保有している人の割合を年齢階級別にみた図表4-1.Aによると「20～30代の男性」と「40～50代の女性」の保有者が増えている。ともに今まで投資家の大半を占めると言われてきた「60代以上」とは異なる層で、比較的若い層で株式又は投信を保有する人の割合が増えていることが確認できる。スペースの関係で具体的なデータを示すことはできないが、年収別に5区分<sup>13)</sup>に分けてみると、最上位の「年収500万円以上」の層では株式又は投信を保有する人の割合は横ばいと見られるのに対して、「年収300～500万円未満」の層では増加している。また、保有金融資産の額に応じて4区分に分けて同比率の変化についても見ると、「50万円未満」の層で増加が確認され、それ以上

の層で顕著な増加は確認されなかった。年収にしても保有金融資産額にしても、投資家の大半が含まれる富裕層において投資家の割合に顕著な変化が見られない一方で、それよりも少ない層のいくつかで増加が見られるな

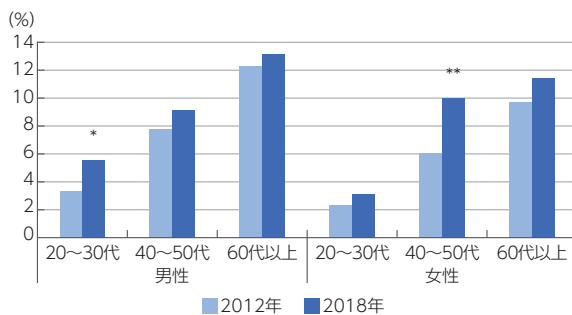
図表4-1.A 株式又は投信保有者の割合



図表4-1.B 株式保有者の割合



図表4-1.C 投信保有者の割合



(注) p値は12年と18年の比率の差の(両側)検定における有意確率を表す(\*: p<.05, \*\*: p<.01)  
(出所)「証券投資に関する全国調査(12年、18年)」(日本証券業協会)の匿名個票データを用いて野村総合研究所が分析

ど、投資が様々な層へ広がっている様子が確認できる。

この投資家層の広がりには、株式よりも特に投信で見られている。株式に投資している人の割合は、どの年齢層も横ばいと言えるが（図表4-1.B）、投信に投資する人の割合は「20～30代の男性」と「40～50代の女性」で増えている（図表4-1.C）。特に「40～50代の女性」は著しい。一般に同じ年齢層であれば、男性の方が投資する人の割合が高いが、「40～50代」に限って言えば、投信に投資している人の割合では女性は男性と同等かそれ以上存在するようだ。投信への投資については、年収階級で見ても、「300～500万円未満」の層で増加しているほか、「100～200万円未満」でも増加しているなど、幅広い層で広まっている様子がうかがえる。

また、証券投資に対する人々の意識そのものも変化している。図表4-2は実際に証券投資を行っている人が証券投資全般についてどのようなイメージを持っているかについて取り上げたものだ（図は株式又は投信を保有している20～30代男女の例）。2012年と2018年に実施したアンケートの結果を比較しているが、この間にNISA（少額投資非課税制度）が導入されている（導入は2014年1月）。図表を見ると「資産を増やす」ことをイメージする人が最も多いが、2時点間の変化に注目すると「将来の生活資金の備えに役立つ」というイメージを持つ人が顕著に増えていることがわかる。証券投資に対しては、アンケート調査の選択肢になかった「積極的に売買を繰り返すもの」というイメージが未だに強い可能性があるものの、「長期的な資産形成の手段」をイメージ

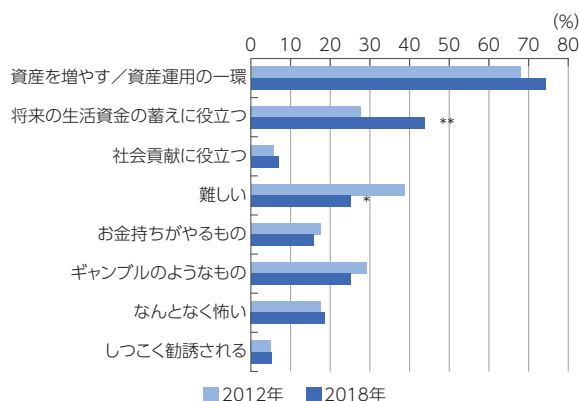
する人が増えていることは間違いない。この傾向は、株式又は投信を保有する他の年代（40～50代男女、60代以上の男女）でも見られる。さらには、株式や投信を保有していない人に対しても見られており、国民全般の投資に対する意識も徐々に変わりつつあることがわかる。

## 2 投信マーケットの潜在規模は巨額

証券投資、特に投資信託が「長期的な資産形成の手段」というイメージに変わることは、投信マーケットの規模の拡大につながる可能性がある。今までのように「積極的に売買を繰り返すもの」というイメージのままであれば、限られた人の部分的な資金しか投信マーケットに流れ込まない。それが、「長期的な資産形成の手段」というイメージが変わると、老後など「将来に備えるための資金」の運用対象ということになり、投信マーケットに流れうる資金が数倍になる。

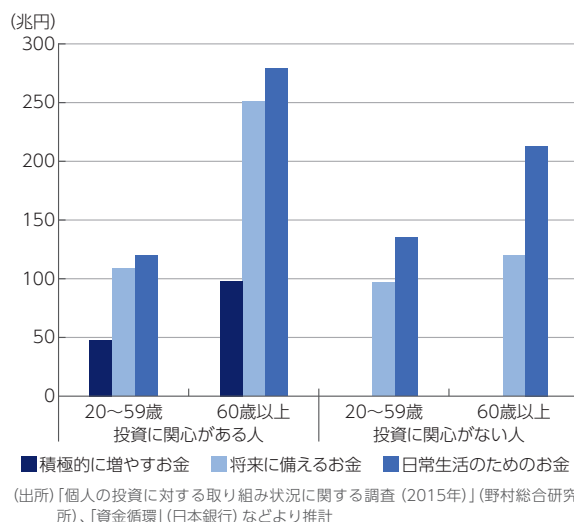
具体的な金額規模のイメージを示してみよう。15年に野村総合研究所が個人に行ったアンケートにおいて、自身の金融資産を資金性格によって、「日常生活のためのお金」、「将来に備えるためのお金」、「積極的に増やすためのお金」の3つのカテゴリーに分けてもらった（「個人の投資に対する取り組み状況に関する調査（2015年）」）。その際、投資への関心の有無と年齢層によってグループを分け、各グループの人々の金融資産がそれぞれどのカテゴリーに分類するのかを推計した（図表4-3）。

図表4-2 株式又は投信を保有する20～30代男女が持つ証券投資のイメージ



（注）\*等は12年と18年の比率の差の（両側）検定における有意確率(p値)を表す（\*：p<.05、\*\*：p<.01）  
（出所）「証券投資に関する全国調査（12年、18年）」（日本証券業協会）の匿名個票データを用いて野村総合研究所が分析

図表4-3 個人金融資産（除く年金・生命保険）の分布

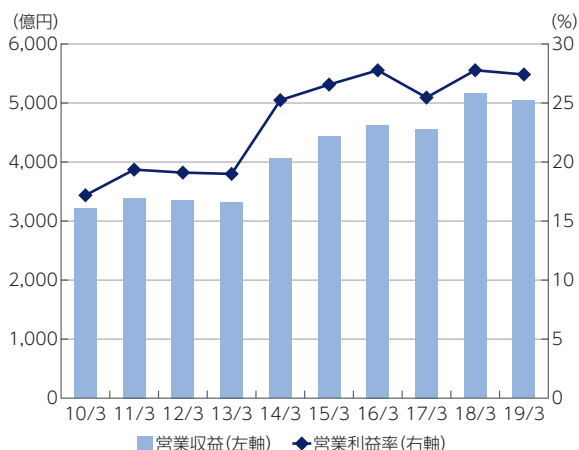


それによると、「将来に備えるためのお金」は「積極的に増やすお金」の4倍近い資金量となっていた。投信は「将来に備えるためのお金」を運用するためのものという認識が定着した場合、投資に関心がある人を中心に「将来に備えるためのお金」360兆円の中から投信にシフトする動きが広まるだろう。また投資に関心がない人の中にも、投信は「長期的な資産形成の手段」と言うイメージが広まっていることを考えると、彼らが保有する「将来に備えるためのお金」217兆円の中からも投信マーケットに流れ込むことになる。

### 3 報酬率の低下圧力に脅威を感じる投信会社

投信会社の業績を見てみると、業界全体<sup>14)</sup>の営業収益は一貫して拡大している(図表4-4)。18年度(19年3月期)は、過去最高を記録した前期を下回ったものの、高い水準にある。営業利益率はリーマンショック後の最悪期である09年度(10年3月期)ですら17%で、13年度(14年3月期)以降は一貫して25%を上回っている。このように高い収益性を確保している上、先に述べたように市場の拡大も期待できるのであれば、投信会社は将来に対して明るい見通しを持っているはずだが、現実には必ずしもそうっていない。今までのビジネスを脅かす状況が生じつつあるからだ。具体的には、公募投信の運用報酬率(運用残高に対する報酬額の割合)が年々低下していることだ。

図表4-4 投信会社の営業収益と営業利益率の推移

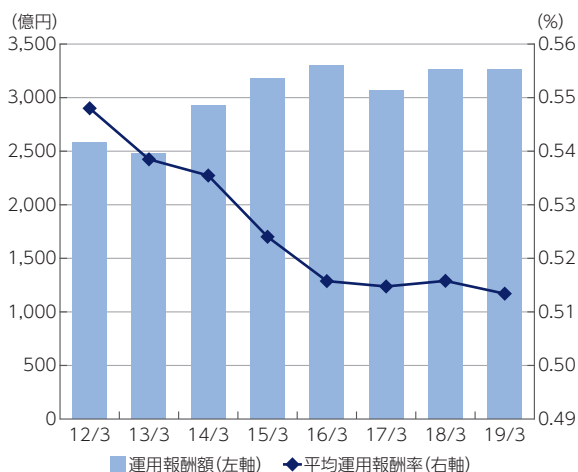


(注) 集計対象は公募投信を設定している3月決算の資産運用会社。営業収益には公募投信の代行報酬を含めていない。営業利益率は営業収益に対する営業利益の割合(出所) 投信会社各社の財務状況等に関する資料を基に野村総合研究所推計

目論見書及び運用報告書に記載されている情報を基に運用報酬(信託報酬のうち投信会社取り分)を集計したところ、平均運用報酬率は2012年3月期に55bpであったが、16年3月期には52bpにまで急低下し、その後ペースは落ちたものの低下が続き、直近では51bpとなっている(図表4-5参照)。

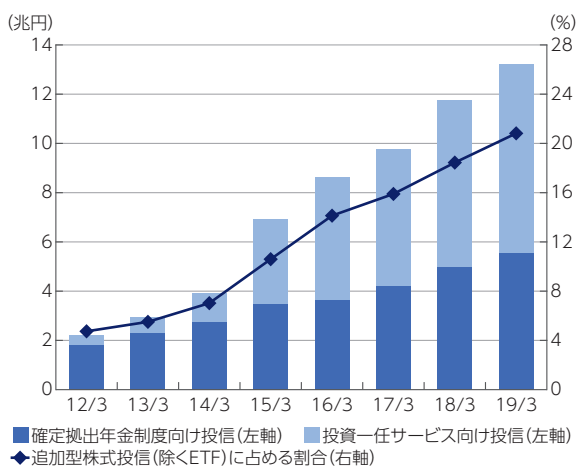
このような運用報酬率の下落には2つの原因が考えられる。一つは、信託報酬の抑制に強いインセンティブを持つ機関を介した投信残高が拡大していることだ。例えば確定拠出年金制度を通じた投信残高は毎年着実に拡大し、現在では専用ファンドだけでも5.5兆円に達している(図表4-6参照)<sup>15)</sup>。確定拠出年金(DC)には企業型と個人型があり、残高では9割が企業型となっている。DCの中で提供される運用商品の選定には個々の企業の意向が

図表4-5 公募追加型株式投信(除くETF)の運用報酬



(注) 運用報酬とは信託報酬のうち投信会社取り分(出所) 野村総合研究所推計

図表4-6 確定拠出年金制度・投資一任サービス向け専用投信の残高



(出所) 野村総合研究所推計

強く反映されるが<sup>16)</sup>、なかでも運用コストの効率性に重点を置く企業が多い。そのため、専用ファンドの信託報酬率の一部である運用報酬率は平均で23bp（2019年3月期）と一般の投信に比べ低い。

ファンドラップなどの投資一任サービスも運用報酬の抑制にインセンティブを持つ機関を介して投信が提供されている。ファンドラップは2004年に登場し、現在では同サービスを通じて提供される投信の残高は7.5兆円を超える。投資一任契約の場合、投資一任業者の報酬は投資資産の一定割合で決定されることが多く、顧客の資産を極大化しようとするインセンティブが強く働く構造が存在しているため、日々、料率に応じて純資産を減少させる信託報酬を低く抑えようとするのだ。実際、投資一任サービス向け専用ファンドの運用報酬率は28bpと低い。

確定拠出年金制度や投資一任サービスなど信託報酬の抑制に強いインセンティブを持つ機関を通じて提供される投信の追加型株式投信（除くETF）に占める残高シェアは既に2割を超えている。他にも、つみたてNISAのように信託報酬の抑制を企図して設計された制度等も加えると、信託報酬の抑制に強いインセンティブを持つ機関や制度を介した投信残高の割合はさらに高くなる。

運用報酬率が低下しているもう一つの要因は、インデックス・ファンドのシェアの拡大である。確定拠出年金や投資一任向け専用ファンドを除く一般の投信に占めるインデックス・ファンドの残高シェアは、5年前の4.0%から現在6.1%と増加している（図表4-7参照<sup>17)</sup>。しかも、インデックス・ファンドでは、信託報酬の値下げ競

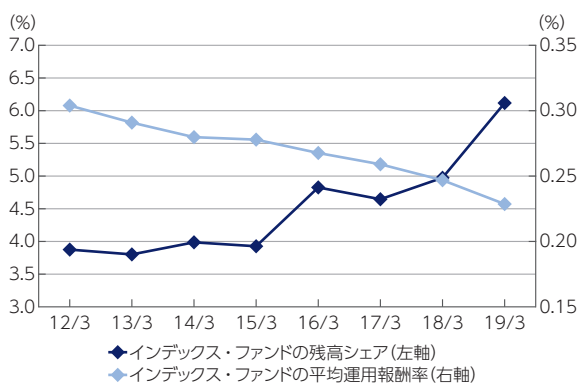
争が激化しており、平均運用報酬率は12年3月期の30bpから直近期では23bpにまで低下している。

これらは日本の年金制度の3階部分に当たる私的年金分野での確定給付型企業年金から個人型を含む確定拠出年金へのシフトや、運用サービスの多様化を図る証券会社や銀行の動き、あるいは、若年層を中心にインデックス・ファンドを軸にした国際分散投資の普及などが背景となっていると考えられる。そうだとすれば、運用報酬率の低下は、今後も低下し続けるはずで、むしろ、そのペースが速まるかもしれない。

## 4 低下していないアクティブ・ファンドの報酬率

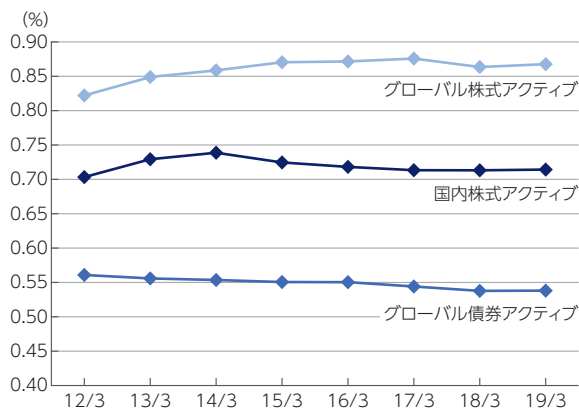
運用報酬率の低下は、信託報酬の抑制に強いインセンティブを持つ機関を介した投信の他に、一般の投信の中でもインデックス・ファンドにおいて見られる。しかし、アクティブ・ファンドでは、局所的に見られることはあっても、支配的な動きにはなっていない。図表4-8は一般の投信の中のアクティブ投信について平均運用報酬の推移を見たものである<sup>18)</sup>。図表4-6と比べてわかるように、インデックス・ファンドの平均運用報酬が12年3月期から19年3月期までの間に7bp低下しているのに対し、アクティブ・ファンドは下がっていない。グローバル債券アクティブ型では56bpから54bpへとわずかに2bpほど低下しているが、国内株式アクティブ型やグローバル株式アクティブ型では70bpから71bpへ、82bpから

図表4-7 インデックス・ファンドの残高シェアと平均運用報酬率



(注) 残高シェアは確定拠出年金や投資一任向け専用ファンドを除く一般の投信に占めるインデックス・ファンドの残高割合を示し、平均運用報酬率は残高による加重平均値を示している。インデックス・ファンドにはパッシブ・ファンドのみを組み入れたバランス型投信は含んでいない  
(出所) 野村総合研究所推計

図表4-8 アクティブ・ファンドの平均運用報酬率



(注) 確定拠出年金や投資一任向け専用ファンドを除く一般の投信の中で、国内株式、グローバル株式、グローバル債券のいずれか一つの資産クラスにのみ投資するアクティブ・ファンドで目次幅広く分散された指数をベンチマークとしているファンドを対象に運用報酬率の残高加重平均値を計算  
(出所) 野村総合研究所推計

87bpへ、それぞれ1bp、5bp上昇している。このような状況は、海外でも指摘されている。

例えば英国FCA（金融行為規制機構）は16年11月にまとめたレポート<sup>19)</sup>で、パッシブ・ファンドの信託報酬率が過去5年間で低下しているのに対して、アクティブ・ファンドの信託報酬率は過去10年間、ほぼ同じ水準にとどまっていることを示している。インデックス・ファンドの様に同質性が高い場合は競争が生じやすいが、アクティブ・ファンドの場合は運用方針やアクティブ度（アクティブ・リスク）、目標とする超過リターン水準がそれぞれ異なり、単純に信託報酬が低い方がいいとは言い難い。このため、価格競争が生じにくく、信託報酬の低下圧力を受けにくいと解釈できる。

この状況が続けば、運用会社にとっては収益を確保しやすい環境が残ることになるが、本当にそうなるだろうか。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）では、アクティブ・ファンドのパフォーマンスを市場連動部分と超過リターン部分に分解し、市場連動部分にはパッシブ・ファンドのフィー水準を、超過リターン部分には成功報酬を払うといったスタイルに移行しようとしている。この動きがリテール分野にも波及すれば、アクティブ・ファンドの運用報酬にも影響する可能性はある。

今は、差し迫った脅威に聞こえないかもしれないが、こうした動きは既に見られ始めている。金融庁が定めた「顧客本位の業務運営に関する原則」の「手数料等の明確化（原則4）」では、信託報酬等の手数料について「顧客が理解できるよう情報提供」することのみを求めているが、いくつかの金融機関はさらに踏み込んで「合理的な手数料水準を設定」することを宣言しているのだ。このような運用報酬率の水準を合理的に説明する動きが広まれば、アクティブ・ファンドへも運用報酬の水準の低下圧力が及ぶことは間違いない。

## 5 低下する運用報酬への対抗策

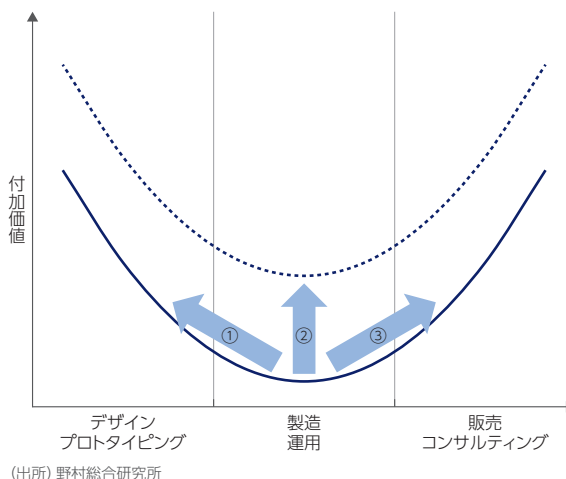
運用報酬の低下が不可逆的であるとすれば、投信会社はこの状況に合わせた事業戦略を検討する必要がある。この場合、徹底的に低価格戦略を目指すか、高い付加価値の創出を追求するかのいずれかになる。前者の場合は

インデックス・ファンドでの価格競争に勝ち抜くことを意味し、そのためには効率的な運営を追求する体力も必要となる。従って、この戦略で勝ち残ることのできる会社は極めて少数に限られる。後者の場合の展開を整理するために、いろいろな業界で見られるスマイルカーブを取り上げてみたい。

スマイルカーブは資産運用業にも当てはまる。運用手法を組み合わせて今までないようなプロダクトを作るとは、高い利益率が期待でき、スマイルカーブ上で上流にシフトする取り組みと考えられる（図表4-9の①）。しかし、かつての通貨選択型ファンドや目標分配型ファンドを見てもわかる通り、この種の開発は独自の知的資産として見なされることは少なく、競合が類似ファンドを容易に作れてしまい、高い利益率を享受できるのは短期間に限られる。

もう一つの取り組みはプロセス・ドメインを変えずに、高付加価値化を目指す取り組みで（図表4-9の②）、従来、自前で運用できなかったアセットクラスに乗り出すことが考えられる。実際、これらは国内系大手資産運用会社を中心に、取り組み事例が見られる。野村総合研究所が毎年実施している「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」によると、エマージング市場よりさらに規模の小さなフロンティア市場の運用を自前でを行う体制を整えたと回答している運用会社が数例登場している。あるいは、プライベート・エクイティであるとかプライベート・デットのようなアセットクラスについても、同様の取り組みが見られる。もっともこの取り組みは国際的に見れば、高いノウハウを持つ競合が既におり、彼らに負

図表4-9 資産運用業におけるスマイルカーブ



けない品質を達成できるかが、会社全体の収益性を高められるかの鍵を握っている。

## 下流域へのシフトの試み—直販

高付加価値化を目指す3つめの取り組みは下流側のプロセス・ドメインへのシフトをめざすものだ(図表4-9の③)。この取り組みの一つが運用会社による直販である。単純に考えると、直販は、通常販売会社が得ている収益を顧客と運用会社が分け合うことにより、顧客にとっては安価で、運用会社にとってはより多くの収益をもたらす。また直接個人投資家との接点を構築することによって、販売会社の戦略の影響を受けずに、ビジネスを伸ばしていくこともできる。2000年代中頃以降、直販の中心は独立系運用会社が担い、彼らは、独自のコミュニケーションの場作りを通じて、資産運用に対する自らのこだわりを地道に個人に伝えていった。その結果、最近では、運用の独自性に共感する個人が増えている。

野村総合研究所が2019年8月に行った「金融商品購入に関する個人アンケート」で投信を直販で購入した人にその理由を聞いたところ、「販売手数料が掛からないから」の次に、「ファンドマネージャーの投資に対する考え方に共感したから」をあげる人が多かった(図表4-10参照)。このような独自の取り組みと、それに対する顧客からの評価がメディアを通じてさらに多くのひとに伝わると残高の急増に結びつく。12年3月には4,000億円に満たなかった直販投信の残高は7年後の19年3月には9,000億円近くに達している(図表4-11参照)。確定拠出

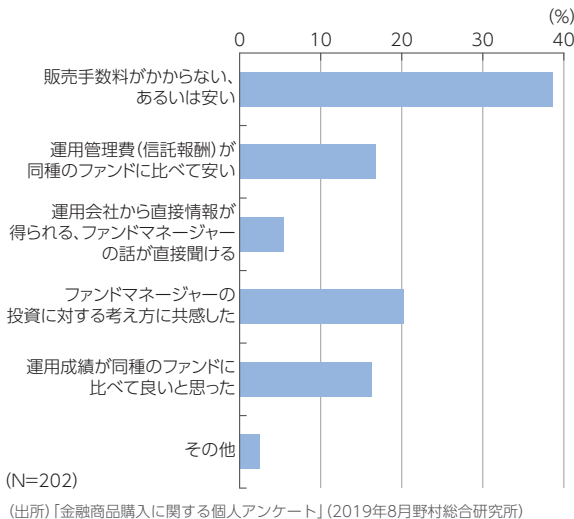
年金や投資一任サービスを除く一般の投信販売における残高シェアも0.9%から1.7%にまで拡大している。

さらに最近では大手銀行系フィナンシャル・グループ傘下の運用会社も直販ビジネスへの参入を果たしている。これらの運用会社は、当初、従来の直販運用会社とは異なり、販売手数料が掛からない低信託報酬のインデックス・ファンドシリーズの提供を直販の特徴として売りだそうとした。しかし、同様の特徴をより大規模に打ち出しているネット証券に正面から立ち向かうのは難しく、従来の直販運用会社のように独自のアクティブ・ファンドの提供も始めている。とはいえ、従来の直販運用会社も自社の独自性を顧客に浸透させていくのに長い時間をかけたわけで、最近、直販に参入した運用会社が短期間で成果を出すことは容易なことではない。

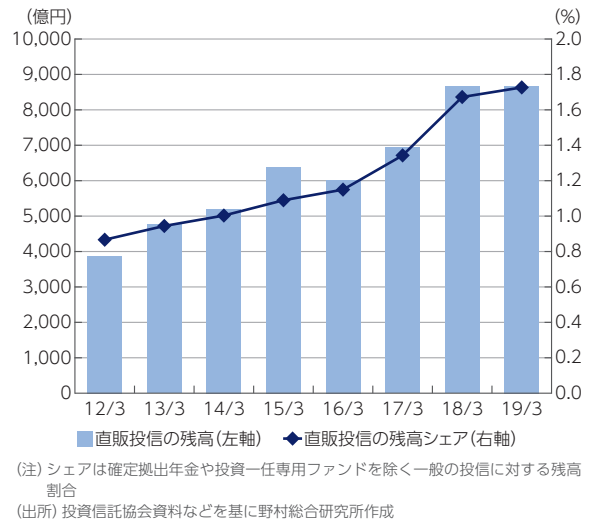
## 下流域へのシフトの試み—ラップ・プロバイダー

スマイルカーブの下流側のプロセス・ドメインへのシフトをめざすもう一つの取り組みが銀行や証券会社に対するラップ・サービス・プラットフォームの提供だ。顧客の個別のニーズをくみ取った運用を行うため、規格化された運用サービスに比べ、収益性が高いと考えられる。従来の運用会社の投信ビジネスは、銀行や証券会社に個々の運用商品を提供するだけにとどまっているが、この取り組みは銀行や証券会社が顧客に運用の最適組み合わせサービスを行うために必要となるシステムとノウハウを提供する。投信の直販では銀行や証券会社と同じ販

図表4-10 直販で投信を購入した一番の理由



図表4-11 直販投信の残高

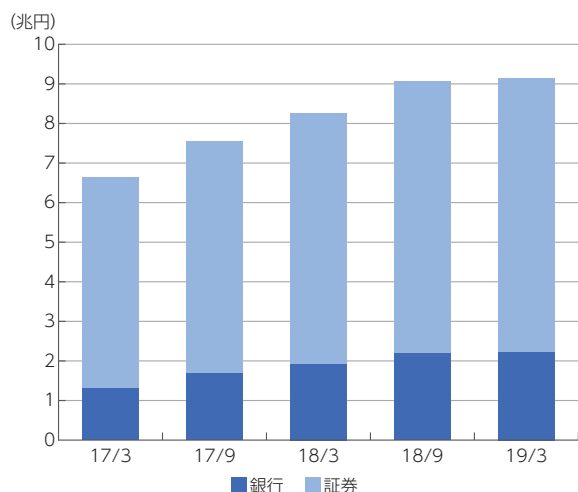


売そのものを手がけるのに対して、この取り組みは銀行や証券会社に対してサービス手段を提供しているため、直販ほど下流域に踏み込んでおらず、既存の提携販売会社の反発も少ない。

先にも述べたように投信は「長期的な資産形成の手段」というイメージで捉えられることが多くなってきている。そのような顧客が求めるのは安定的なリターンだが、顧客自らの判断だけで、これを行うのは難しい。長期に安定的なリターンを享受するためには相場急変時にもその場の雰囲気などに影響されず一貫性のある投資行動を取ることが大事になるが、個人はこれが難しいためだ。ラップは顧客に投資行動の一貫性を支援するサービスとも言える。

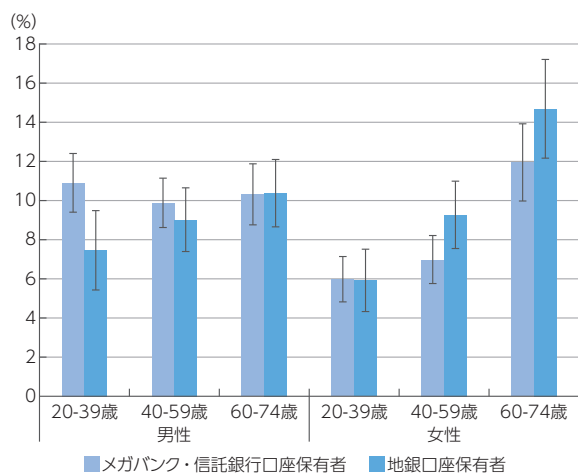
ラップサービスは当初大手証券会社で行われてきた

図表4-12 ラップサービスの業態別取扱残高



(出所) 投資顧問業協会と各社の株主向け資料などを基に野村総合研究所推計

図表4-13 証券会社と取引がない投信保有者の割合



(注) 最大、最小は95%信頼レベルにおける推計誤差の範囲を示す

(出所) 「ラップ口座契約者の実態調査」(2019年3月 野村総合研究所)

が、銀行でも提供され、残高を伸ばしている。銀行経由で提供されているラップの残高は2兆円を超え、残高シェアは大凡4分の1に達している(図表4-12)。現状では銀行のなかでもメガバンクや信託銀行が大半だが、地域金融機関でも大きなビジネスになる可能性を秘めている。アンケートなどで投信保有者の割合等で見ると、メガバンクや信託銀行と地域金融機関の間で顧客の投資選好に大きな違いがないと考えられるからだ(図表4-13)。

もっともラップサービスを行うには、顧客のポートフォリオを適時適切に維持するための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にノウハウを持つ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を含めた機能を提供することも考えられる。

実際3年ほど前から新設の投資顧問専業会社やネット証券、あるいはFintech企業が相次いでこのビジネスに参入しているが、彼らは既存の金融機関との提携を積極的に進めている。これら新興ラップサービス・プロバイダーと提携した金融機関は32社に達し、このうち地域金融機関は21社を占めている。地域金融機関の中にはラップサービスの取扱残高を急速に拡大しているところも現れている。とは言え、全国で見れば、地域金融機関によるラップサービスはまだ緒についたばかりであり、今後、大きく拡大する可能性は十分にある。

パッシブ化の進展により、従来のアセットクラスの運用のみで収益性を確保することは難しくなる。その際、ここまで述べてきたように資産運用会社が収益性を維持するための戦略はいくつかある。多くの運用会社はまず、資産運用サービスにこだわり現状のビジネスドメインにとどまって高付加価値を維持できる運用を探索するだろう。ただ、資産運用サービスの社会的意義を広く捉えるのであれば、より下流側のプロセス・ドメインにシフトし、顧客の個別ニーズに沿ってカスタマイズした運用サービスを提供する一翼を担うことも考えられる。資産運用会社にとってのビジネス機会は広がっていると考えられることができる。



- 
- 13) 年取区分は「100万円未満」、「100～200万円未満」、「200～300万円未満」、「300～500万円未満」、「500万円以上」の5つとした。
  - 14) ここでは、公募投信を設定している3月決算の投信会社を対象に集計している。営業収益には投信の委託者報酬（なお、公募投信については販社の取り分である代行報酬を推計し、それを控除）のほか、兼業している投資顧問事業の報酬である運用受託報酬や投資助言報酬も含まれる。
  - 15) 確定拠出年金制度では、同制度に特化した専用ファンド以外に、同制度以外（NISAやその他課税口座）にも提供されている併用ファンドが存在する。同制度向けに提供されている投信の残高は7.0兆円（2019年3月末現在）と推計されるが、その大半が専用ファンドである。
  - 16) なお、法律上の規定では企業が選定・委託した運用関連運営管理機関が「運用商品の選定と加入者（従業員）への提示」を行うことになっているが、実態としては企業側の意向が強く反映されると言われている。
  - 17) 対象としたインデックス・ファンドは国内株式、国内債券、グローバル株式、グローバル債券のいずれか一つの資産クラスにのみ投資する投信に限定している。これらに、REITに投資するインデックス・ファンドやパッシブ・ファンドのみを組み入れるバランス型投信も含めた場合のシェアは19年3月時点で8.7%に達している。
  - 18) 集計対象のアクティブ・ファンドはそれぞれのマーケットで広く分散された指数をベンチマークとして採用しているファンドに限定している。具体的には次の通りである。国内株式アクティブ型は東証株価指数、同配当込み指数、日経平均、日経平均トータルリターン・インデックスJPX日経インデックス400、同配当込み指数、Russell / Nomura Total Marketインデックス（配当込み）。海外株式アクティブ型はMSCI ワールド、MSCI コクサイ。海外債券アクティブ型はFTSE世界国債インデックス、JPモルガン世界国債、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合。
  - 19) Asset Management Market Study Interim Report (FCA, November 2016)

資産運用ビジネスについては本編の第4章で取り上げましたが、リテール（公募投信）が中心であったため、補遺ではそれ以外について解説する。

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2,036兆円と考えられる。1年前に比べ27兆円の増加、そのうち家計が25兆円、年金ファンドは2兆円、と増加の大半を家計が占めた。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642兆円と1年間で23兆円増加している（図表5-2）。これは、大手金融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も含まれており、家計や年金基金から実際の受託額はそれほど増えていないと考えられる。

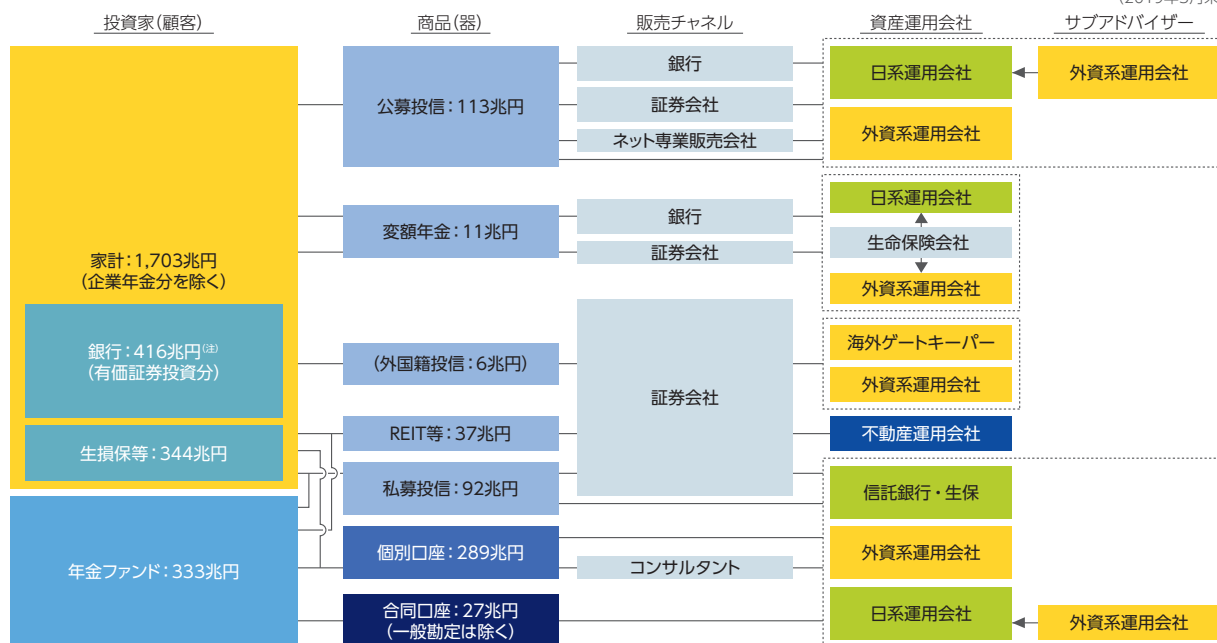
## I. 日本の投資家動向

### 足踏み状態が続く資産運用ビジネス

最初に18年度末の資産運用ビジネスの状況を概観しておく。図表5-1は、19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

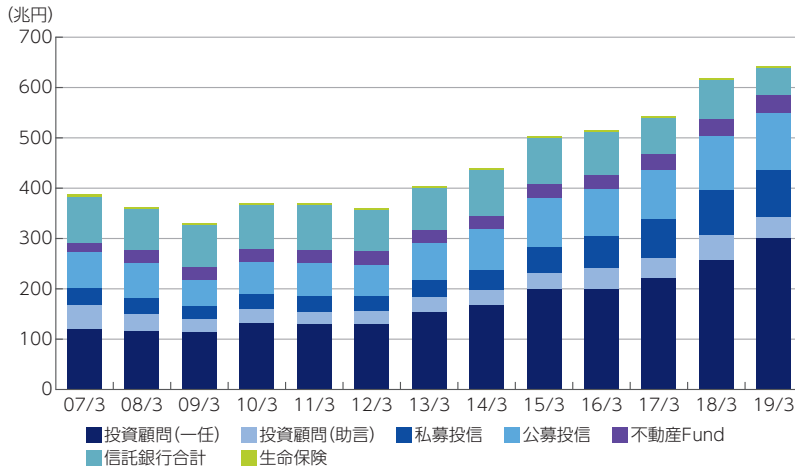
図表5-1 日本の資産運用ビジネスの全体像

(2019年3月末)



(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5-2 資産運用会社の資産運用額の推移



(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

## 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、19年3月末現在で1,703兆円、1年前と比べ25兆円の増加である。商品別に大きな変動はなく、預金と保険の合計で全体の4分の3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、将来の家計の金融資産残高を推計してみると、今後しばらくは毎年約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。このままの傾向が続けば、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。投資信託には毎年3兆円程度の流入が期待される。今まで資金流出が続いてきた分配型投信も2019年度になって資金流出が止まりつつある。確定拠出年金やラップサービス向け投信には年平均で1.5兆円の資金流入が見込まれる。「老後資金2000万円問題」を出すまでもなく積立によるファンド投資に取り組む人が増えてきており、非分配型投信にも年平均で1兆円強の資金流入が期待される。

最大の機関投資家である年金ファンドの19年3月末の資産額は333兆円と推定される。公的年金資産がそのうち3分の2の223兆円（前年度比2兆円増）、その他の企業年金等は110兆円（同 横ばい）である。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）の存在感は圧倒的で、その資産額は年金ファンドの47%超を占める。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一方で、超過収益に応じた報酬を払うという考え方だ。この考え方が年金ファンド全体に広まれば、高い超過リターンを提供できた資産運用会社は高い報酬を

得られるものの、資産運用業全体の報酬は必然的に低下する。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が211兆円、信用金庫・信用組合で69兆円、ゆうちょ銀行137兆円、生命保険会社320兆円（うち、かんぽ生命59兆円）、損害保険会社23兆円などで、合計約760兆円（前年度比2兆円減）となっている。

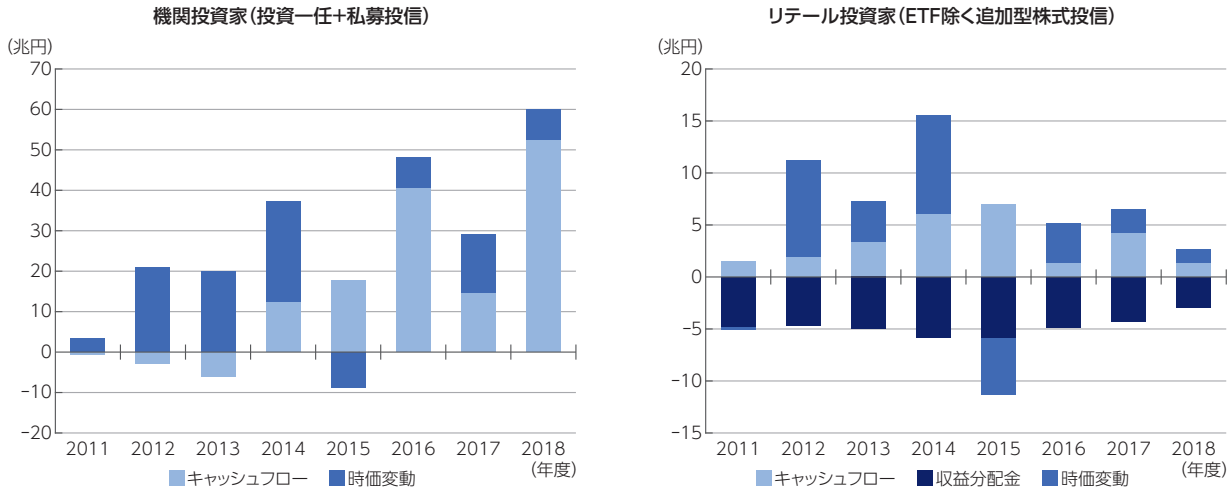
金融機関においては、異次元緩和の導入以降、相対的に利回りの高い資産への投資ニーズが高く、外国証券やファンドへの投資が積極的に進められてきた。しかし、2017年度頃から金融庁は地域銀行の有価証券運用に対するリスク管理について注意を喚起している。2018年度に入ると大手金融機関でも、ファンド投資に慎重になるところも出てきており、金融機関全体のファンド投資額はこれまでのような調子で増加する状況ではなくなっている。

## II. 資産運用ビジネスの現状

### 1 資産運用ビジネスの現状

第2節では、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。

図表5-3 運用残高の変動の要因分析



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

## 低下に転じた利益率

図表5-3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、2018年度の時価変動は約7.6兆円のプラス要因となった。これは17年度の約半分程度であるが、その要因は主として、第3四半期の内外株式の時価減少によるものである。一方、資金流入は約52.5兆円と、極めて大きいプラス要因となった。ただし、この内、約50兆円は、国内の大手金融グループの運用機能移管に伴うものである。この影響を除くと、約2.5兆円の資金流入となり、14年度以降、最も低い水準である。

資金流入を投資一任契約と私募投信で分けて見てみる。投資一任契約への資金流入が約49兆円であり、国内の大手金融グループの運用機能移管の影響（約50兆円）を除くと、わずかながら資金流出となった。近年、急速に拡大してきた私募投信への流入額は、18年度はわずか約3.5兆円となった。時系列で見ると、16年度は約12兆円、17年度は約11兆円と、流入額が大きく減少したことがわかる。ここ数年、低金利環境下での国債に変わる投資先として、また、会計上のメリットがあることから、金融法人から多くの資金を集めてきた。一方で、急激なリスク性資産の増加に対応するリスク管理体制の構築が間に合っていないことや金融当局がその状況に対する懸念を強めていることから、資金流入が鈍化したものと想像できる。

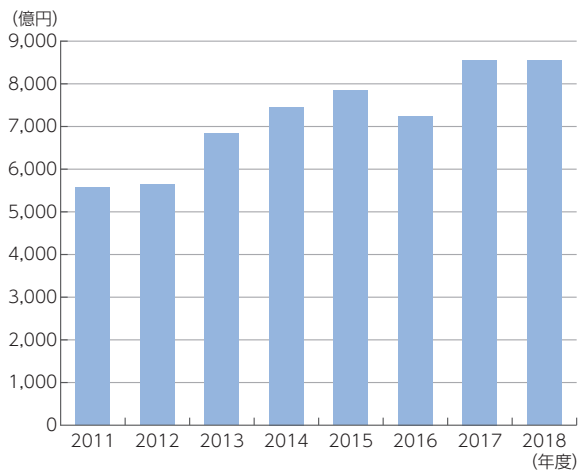
次にリテール投資家（右図：ETFを除く追加型公募株

式投信）について見ると、18年度の時価変動は約1.3兆円、資金流入は約1.4兆円のプラスとなったが、いずれも17年度に比べ減少した。収益分配金による流出約3兆円を考慮すると、実質的には資金流出に転じており、運用残高（純資産額）は微減した。

なお、この分配金は15年度に過去最高を記録した後、16年度から18年度まで縮小に転じている。市場全体の平均的な分配金利回り<sup>20)</sup>も、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%、18年度は4.5%と減少を続けている。

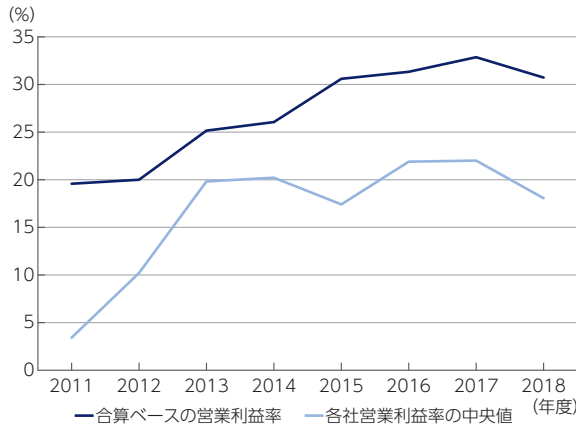
運用会社の収益総額は図表5-4に示すように、本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、18年度は8,545億円となった。過去最高を記録した17年度から減少したが、その額はわずかな額にとどまっている。

図表5-4 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5-5 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)。「合併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

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5-5である。利益率は近年上昇を続けてきたが、18年度は約31%と高い水準を保ちつつも、17年度比で約2%減少した。また、各社の営業利益率の中央値も17年度比約4%減少し約18%だった。いずれも、15年度の水準になっている (図表5-4と同様、執筆時点のデータに基づく)。利益率が低下した理由は、主として投資顧問ビジネスの運用受託報酬が減少したためで、近年公的年金で導入された実績連動報酬体系の下で目標超過収益率を下回るアクティブ運用機関が多かったためと考えられる。

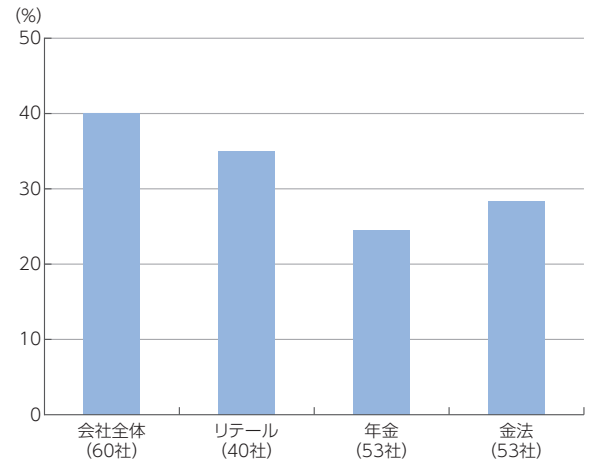
## 2 資産運用ビジネスの将来見通し

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」<sup>21)</sup>) を毎年実施している。以下ではその結果を基に、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。

### 成長期待は金融法人ビジネスからリテールへ

まず、会社全体の収益の見通しを確認する。図表5-6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

図表5-6 今後5年間で1.5倍以上の増収を予想する会社の割合

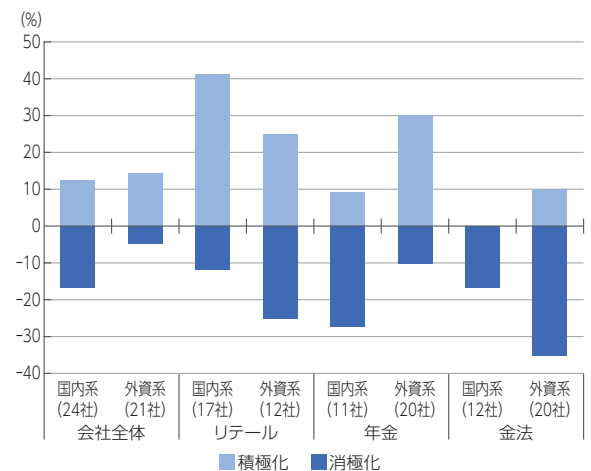


(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

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。事業別に見ると、18年調査に比べ、リテールが微増、金融法人と年金が減少した。結果、17年と18年の調査では、金融法人の増収を予想する会社が最も多かったが、今回の調査では、リテールが1位となり、次いで、金融法人、年金という順となった。

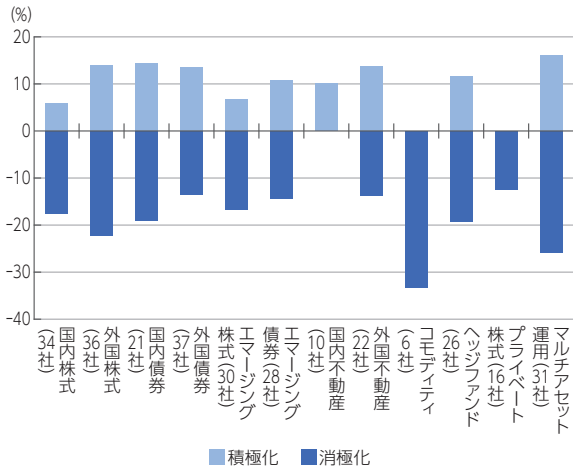
昨年度の見通しからの変化を見るため、2年連続の回答を得られた運用会社を対象に、収益の増減予想の変化をまとめたのが図表5-7である。会社全体としての収益見通しについては、国内系の約7割、外資系の約8割が据え置きと、据え置きが多くを占める結果となった。据え置き以外の会社では、国内系が消極化、外資系は積極化した会社が多く、国内系と外資系で異なる結果となった。

図表5-7 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5-8 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」

事業別に見ると、積極化した会社が多かったのはリテール事業に対する国内系の見通し、年金事業に対する外資系の見通しのみであった。私募投信の資金流入が大きな減少を見せていることから予想できる通り、金融法人ビジネスの消極化が最も大きい結果となった。

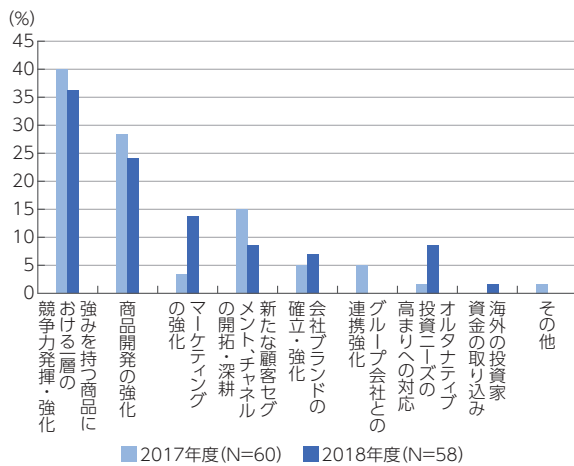
図表5-8は、資産クラス別に各社の提供する運用戦略への資金流入の見通しの変化を集計したものである。今回の調査では総じて消極化と回答した会社が多く、資産クラス別には大きな特徴は出ていない。昨年度、積極化が多かったオルタナ、マルチアセット資産でも、その主な顧客である年金、金融法人ビジネスの見通しが消極化したからか、全体で見ても消極化が多い結果となった<sup>22)</sup>。

### 3 成長戦略のための顧客マーケティング

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について聞いた結果が図表5-9である。本業と言える、「強みを持つ商品における一層の競争力発揮・強化」が最も高いことは、昨年度調査と変わらなかった。一方、変化が目立ったのは「マーケティングの強化」で、今年はこれを挙げる会社の数が最も増加した。

リテール分野では、「顧客本位の業務運営に関する原則」の中で、利益相反の適切な管理が求められるようになり、販売会社は系列の運用会社というだけで、その会社の商品を取り扱う時代は終わりを迎えようとしている。これにより、運用会社は、これまで以上に系列以外の

図表5-9 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



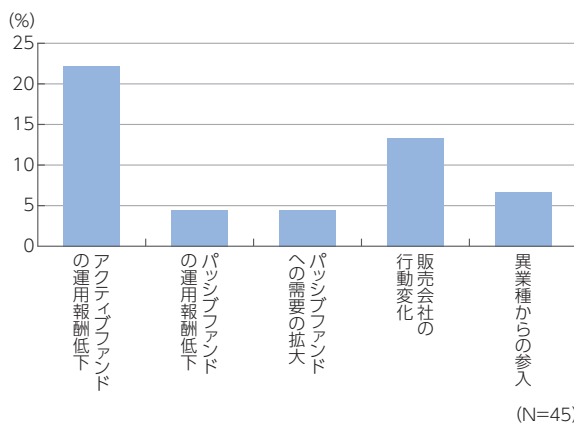
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

販売会社への営業を強化していく必要があるため、「マーケティングの強化」を重視すると回答した会社が増加したと考えられる。

また、資産運用ビジネスに今後起こりうる事象について、最も脅威と感じるものは何かの回答をまとめたのが図表5-10（公募投信を設定している投信会社のみ）である。これを見ても、「販売会社の行動変化」が「アクティブファンドの報酬低下」に次いで2位となっており、「マーケティングの強化」が重要と考える運用会社が増えていることと整合性がとれる。

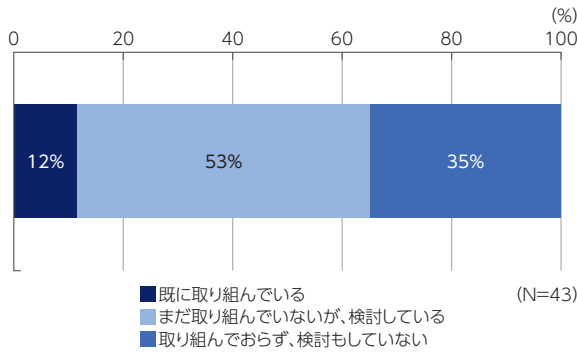
本来、運用会社にとってマーケティングとは、販売会社に対するものだけではない。公募投信であれば、個人に対する働きかけもマーケティングである。これまで運用会社は、個人向けのマーケティングについては、一般

図表5-10 資産運用ビジネスに今後起こりうる事象について最も脅威と感ずるもの



(注) 公募投信委託会社のみ (N=45)。残り49%は、年金、金融法人ビジネスに起こりうる事象を選択  
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表5-11 顧客情報を活用したデジタルマーケティングへの取り組み状況

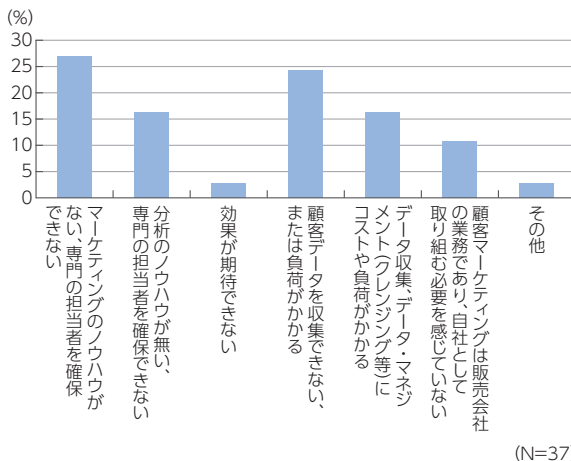


(注) 公募投信委託会社のみ (N=43)  
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

的な広告などを除けば限定的にしか実施してこなかったが、ここへ来て、関心を高めているようだ。

投信会社による顧客情報を活用したデジタルマーケティングへの取り組み状況が図表5-11である。既に取り組んでいる会社が12%、まだ取り組んでいないが検討している会社が53%と、高い関心が伺えるものの、多くの会社は取り組みまで至っていないことがわかる。また、顧客情報を活用したデジタルマーケティングの課題についても聞いたところ、今まで個人向けマーケティングを限定的にしか実施してこなかったため、マーケティングノウハウと人材が不足していることや、顧客情報の収集が困難であるという回答が多くを占めた(図表5-12)。個人向けマーケティングについては、重要と認識しつつも、現状ではまだ初歩的な段階で躓いているという姿が浮き彫りになっている。従来、わが国では、販売会社が投信を

図表5-12 顧客情報を活用したデジタルマーケティングの課題



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

保有している個人に関する情報を独占してきた。ところが近年、個人の身の周りにもデジタルサービスが浸透し、個人の投信保有状況を把握するサービスも現れている。従って、個人データが重要だと考える運用会社は、直販や、デジタルサービス・プロバイダーとの協業によるサービスの展開などを模索する動きが続いていくであろう。

### Ⅲ. 顧客向け市場動向と商品戦略

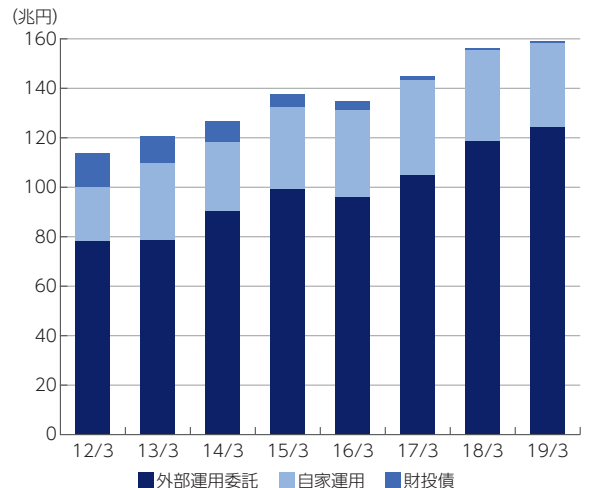
## 1 年金向けビジネス

### 年金資産は333兆円

日本の年金資産は2019年3月末現在、全体で約333兆円と推定される。前年度に比べ約2兆円の増加で、過去最高額となった。公的年金(国民年金、厚生年金等)は223兆円(前年度比3兆円増)、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(横ばい)で、公的年金が全体の3分の2を占めている。

GPIFの資産残高は159兆円、前年度比2兆円の増加となった(図表5-13)。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18年度第3四半期に株式を中心に10%近い下落となったものの1年間では1.54%と3年連続でプラスとなった。市場運用分の中で外部運用が124兆円と約5兆円増

図表5-13 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

加したのに対して、自家運用は34兆円で、前年度の額を2兆円下回った。そのため市場運用分に占める自家運用の割合は22%と、前年度を2%程度下回っている。運用残高が増加する一方、実績連動報酬体系を導入した中で、目標超過収益率を下回るアクティブ運用機関があったことから、支払い手数料の額は前年度比193億円少ない295億円、手数料率（資産全体の平残に対するもの）も再び2bp台へ低下した。

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、前年度比横ばいとなった。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、前年度比横ばいとなった（図表5-14）。うち確定給付型年金は78兆円で、前年度から微減となった。厚生年金基金は、解散や代行返上がさらに進み、18年度の解散数は10、代行返上は16で、19年3月末の基金数は10（加入者数16万人）となった。資産額15兆円（2兆円減）のうち12兆円は企業年金連合会の分である。存続を予定しているのは8基金のみとなり、今後は資産のほとんどを企業年金連合会が占めることになる。

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13増加し761基金となり、加入者数も940万人に達した。資産額は1兆円増の63兆円となり、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・代行返上も終わり、確定給付企業年金への転換は今後見込めない。このため将来的に資産の

大幅な増加は期待できないと考える。

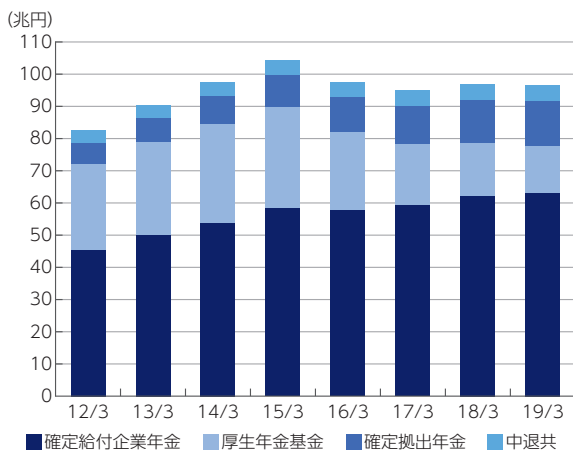
確定拠出年金（DC）は、着実にその規模を拡大している。企業型では18年度末の資産額が12.4兆円（0.8兆円増）、加入者数は688万人となり前年度末から40万人増加した。17年1月より加入可能範囲が大幅に拡大することで注目を集めた個人型（iDeCo）は、18年度も加入者数を36万人増加させ、年度末には121万人に、19年7月末には131万人を越えた。また、18年5月から開始された「中小事業主掛金納付制度」（従業員が100名以下、DCを含め企業年金を実施していない中小企業で、iDeCoに加入している従業員の口座に事業主が掛金を追加拠出できる制度。従業員の拠出限度額以内であれば、事業主と従業員の拠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））は、導入を支援する運営管理機関などによると、該当する事業主や従業員にも好評のようである。18年3月末現在の個人型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、資産拡大につながる事が期待される。

## 2 金融機関向けビジネス

### 有望な運用先を見いだせない銀行

金融機関のうち全国銀行が保有する有価証券残高を見ても、2018年度末時点で211兆円<sup>23)</sup>であった（図表5-15）。13年4月の日本銀行による異次元緩和開始後、

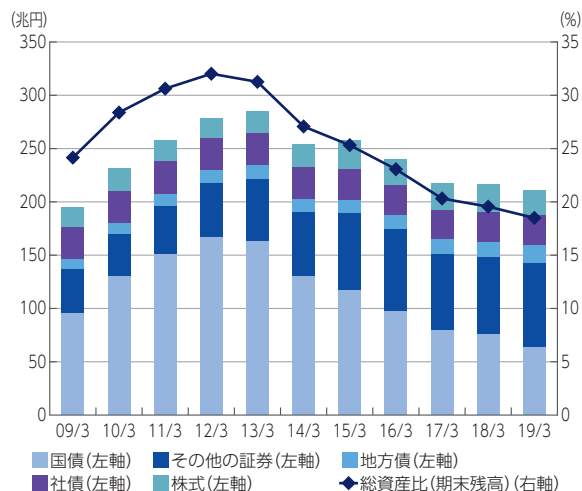
図表5-14 企業年金の資産残高



(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

図表5-15 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



銀行の有価証券残高は大きく減少したが、18年度もそのトレンドは続き、前年度末に比べ約6兆円減少した。総資産額に占める割合も18%と一段と低下している。業態別に有価証券残高の推移を見ると、地方銀行と第二地方銀行では引き続き減少している。都市銀行の残高は107兆円（前年度末比変わらず）、地方銀行は67兆円（同4兆円減）、第二地方銀行は13兆円（同2兆円減）、信託銀行は21兆円（同変わらず）<sup>24)</sup>となった。

全国銀行の有価証券残高の内訳を見ると、引き続き国債が前年度末比12兆円減少し、64兆円となった。異次元緩和開始直前には60%近くに達していた国債の割合は一層低下し30%となった。有価証券が全体的に減少する傾向にある中で、これらと異なる動きをしているのが地方債とその他の有価証券である。地方債はここ数年30兆円をやや下回る水準を保っている。外債や私募投資信託で構成されるその他の有価証券は前年度末から7兆円増加し79兆円となり、国債の残高を上回っている。

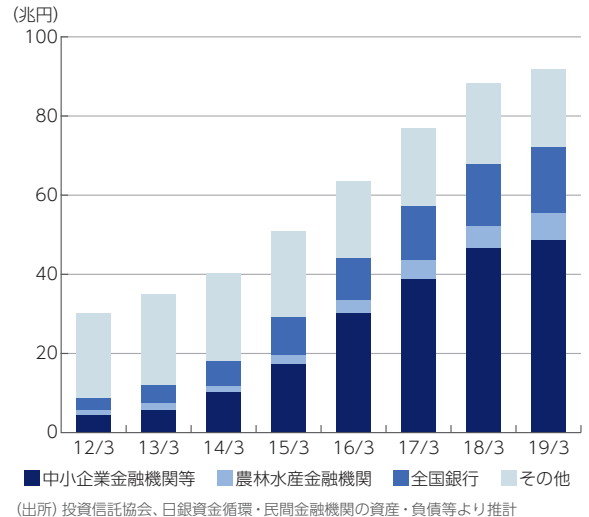
有価証券の投資残高が減少する中で日本銀行等への預け金残高は依然増加が続き、18年度末には246兆円（前年度末比18兆円増）となった。業態別に見ても、都市銀行で167兆円（同12兆円増）、地方銀行で40兆円（同4兆円増）、第二地方銀行で7兆円（同0.2兆円増）、信託銀行で31兆円（同2兆円増）といずれも増加を示しており、銀行が有望な運用先を見いだせずに悩む様子がうかがわれる。

## 拡大ペースが鈍化する 金融機関のファンド投資

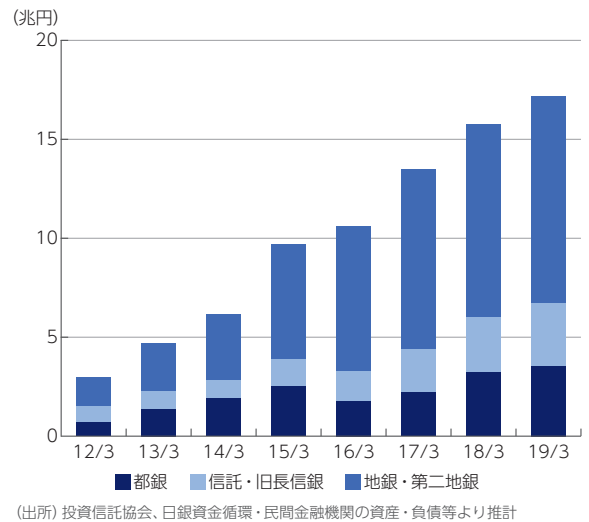
全国銀行が有価証券投資において国債への投資を減らす中で、急拡大させているのが「その他の有価証券」である。その中には私募投資が含まれる。資産運用業から見ると全国銀行を含む金融機関は重要な顧客になってきている。

図表5-16、5-17は私募投資の保有者別残高を見たものである。これを見ると、日銀の異次元緩和開始以前は保険会社や年金基金、公募投資などを含む「その他」が大半を保有していたが、現在では8割近くを全国銀行や中小企業金融機関等（ゆうちょ銀行、信用金庫、信金中金、商工中金等）、農林水産金融機関（農林中金、農業協同組合等）が保有している。中でも中小企業金融機関等の保有シェアは5割を超え、保有金額は50兆円近くに達する

図表5-16 私募投資の保有者別残高



図表5-17 私募投資の保有者別残高(全国銀行の内訳)



など特に大きな存在となっている。その中心となっているのがゆうちょ銀行である。全国銀行の中では、地銀や第二地銀による保有が多く、10兆円を超えている。

このように金融機関による私募投資の保有額は増えているが、その拡大ペースは次第に鈍化してきている。中小企業金融機関等は2年前までは毎年10兆円近く保有額を増やしてきたが、18年度には増加額を2兆円に鈍化させている。全国銀行にしても、以前は1年間で3兆円近く投資額を増やしてきたが、18年度には1兆円とそのペースを落としてきている。この背景には金利や為替の見通しなどの相場環境の悪化が挙げられるが、それ以外にも、特に地銀や第二地銀等ではリスク性の高い資産への投資をこれ以上増やしていくためにはそれに見合う管理体制の構築が必要だとの認識が広まってきたためと考えられ

る。有価証券運用に関するノウハウの蓄積には相応の期間を要する。さらに19年度になって金融機関は、「[信託解約損益を除いたコア業務純益]」の開示を求められるようになった。今まで、特に小規模な金融機関にとって、投信の解約益がETFなどの売却益と異なりコア業務純益に含まれることが投信を保有するインセンティブとなっていた。このため開示の変更により、ファンド投資に対する姿勢を抑制的な方向に転換する金融機関が出てくることも考えられる。このような状況のため、この先すぐに、金融機関がファンド投資を再び加速するとは考えにくい。

### 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、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5-18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、昨年度、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。一方、昨年度2位だった国内株式アクティブのニーズは評価を大きく下げた。反対に国内REITはニーズ評価が高まっている。また、今年より新たに調査に加わった元本確保型ファンドは、国内株式・外国株式パッシブを超えるほどの高いニーズ評価となった。これらのニーズ評価は、最近の販売実績を反映したものと考えられる。例えば、ニーズ評価が最も高かった外国株式アクティブは、次世代通信規格（5G）、先進医療関連株等に投資するテーマ型ファンドを中心に資金を集め、18年度の国内公募ファンド全体（ETF除く）のうち、販売額のシェアは約30%を占めるに至った。また、ニーズ評価が下がった国内株式アクティブの設定額は17年度に比べ32%減少し、反対にニーズ評価を高めた国内REITは約13%増加

した。

また、元本確保型ファンドは、投資未経験者等に、国債の代替として高いニーズがあるとのことから、18年7月に設定された第一号ファンドから19年8月までの14ヶ月間で13ファンドが新規設定され、約3,000億円の資金を集めた。これは、同期間に新規設定されたファンドの当初設定額合計（ETF除く）の約30%を占める。取扱販売会社数も平均20社と他のタイプの投信よりも多いことから、ニーズの高さがうかがえる。ニーズ評価が高い一方で、元本確保型ファンドを設定している運用会社数は限られているため、今後も新規設定は続くと思われる。

年金のニーズ評価では、プライベート・デット、プライベート・エクイティがトップを維持している。それと同レベルまで、責任投資型株式（ESG等）のニーズ評価が上昇した。一方、アンコンストレインド債券、バンクローンのニーズ評価が下がる結果となった。

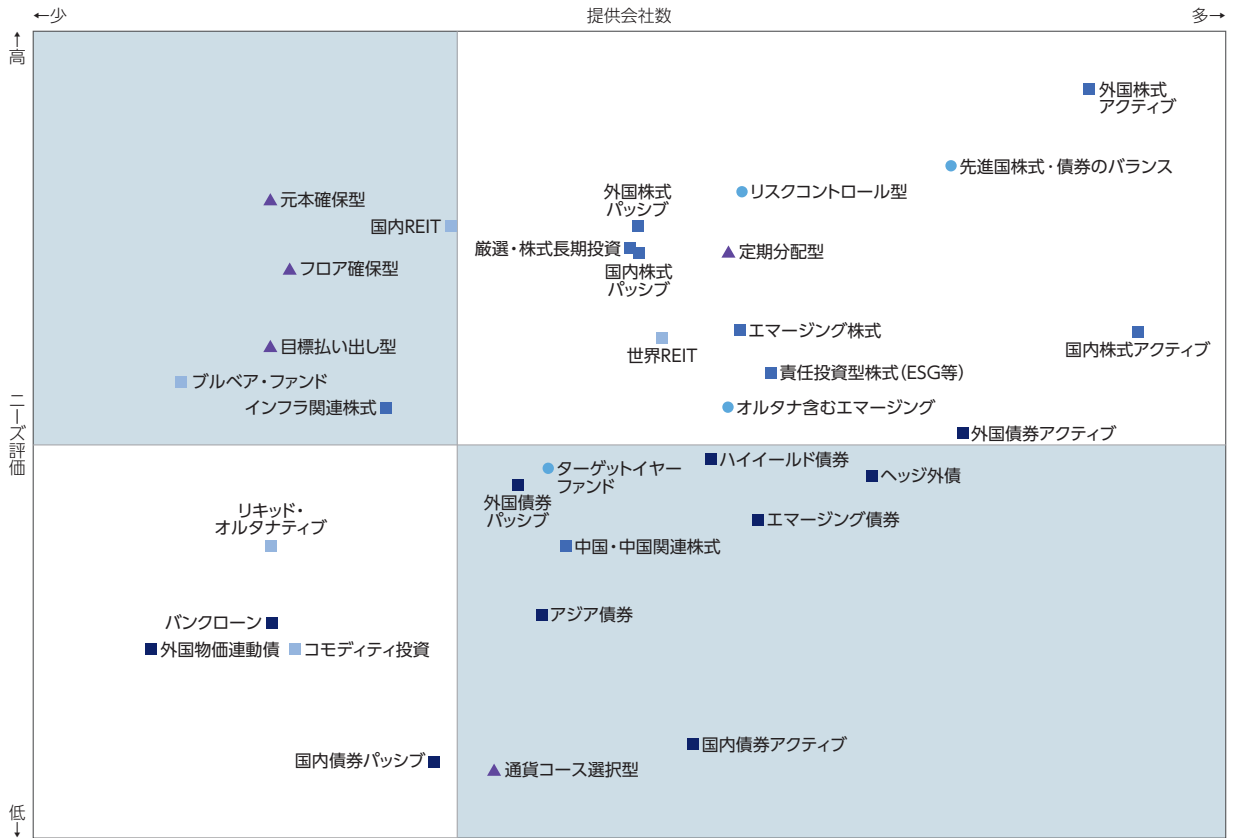
プライベート・エクイティは、主に公的年金と一部の大手年金基金にニーズがあると思われる。プライベート・デットは、厚めで安定的なインカムがあり、普通社債よりも価格変動も少ないため、企業年金からも高いニーズがあると言われている。公的年金のオルタナ投資については、現状、基本ポートフォリオにおける許容上限には達していないため、増える余地はまだあるといえよう。一部の大手年金基金も、プライベート・エクイティの配分比率を増やす方針を出しているため、このタイプのニーズ評価は今後も高さをキープすると思われる。

責任投資型株式（ESG等）には公的年金のほか企業年金も高い関心を寄せているとみられるが、企業年金の平均的な資産配分を見ると株式（特に国内）の比率がそれほど高くないため、ニーズの中心は公的年金と思われる。アンコンストレインド債券は、パフォーマンス不振、バンクローンは、米国市場を中心とした警戒心の高まりが影響し、ニーズ評価を下げたと考えられる。

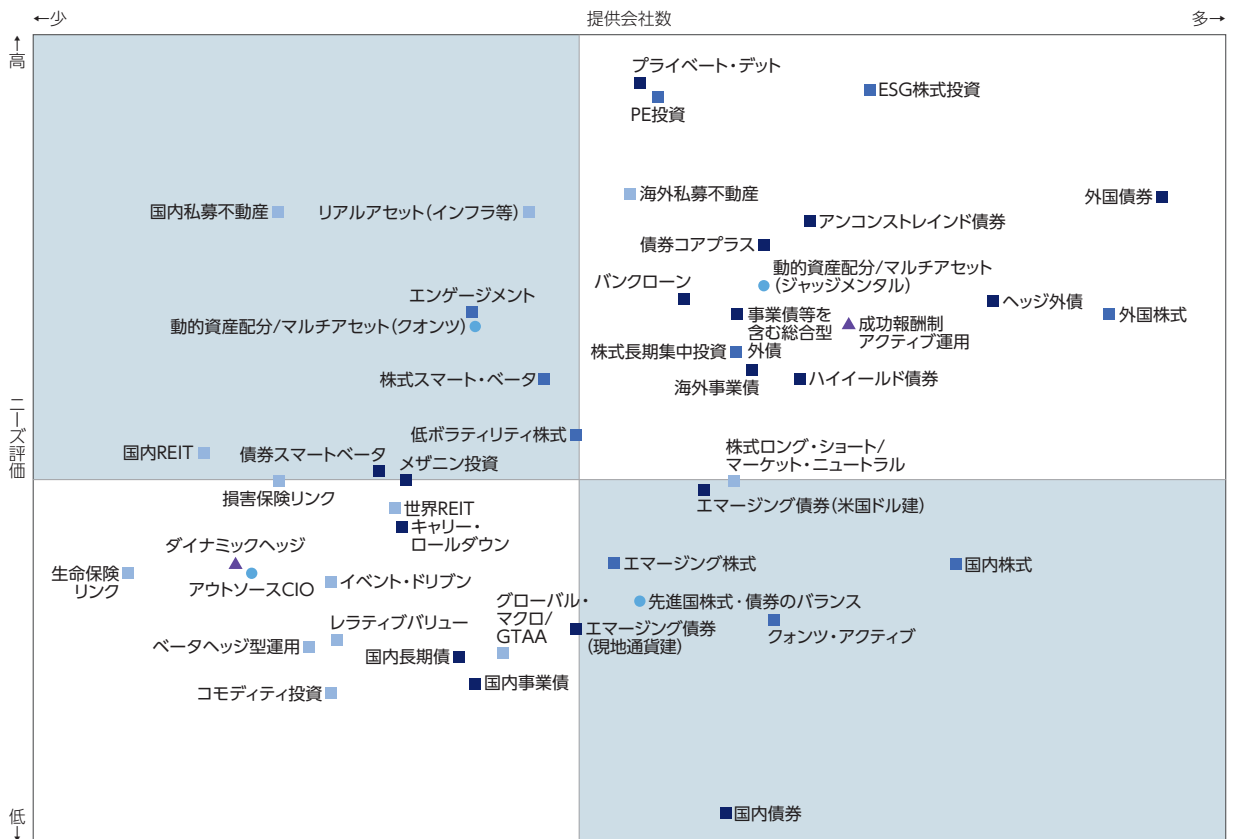
金融法人は、昨年度下落した外国債券ファンドのニーズが再度上昇し、1位に返り咲いた。金利低下局面に入ったと考える投資家が多く、国債に代わる利回り商品としてのニーズが高まったと考えられる。外国債券ファンド以外では、プライベート・デット、プライベート・エクイティ、外国事業債、責任投資型株式（ESG等）等も高いニーズとなっている。これらは、特に外資系運用会社の

図表5-18 顧客別のプロダクト需給マップ

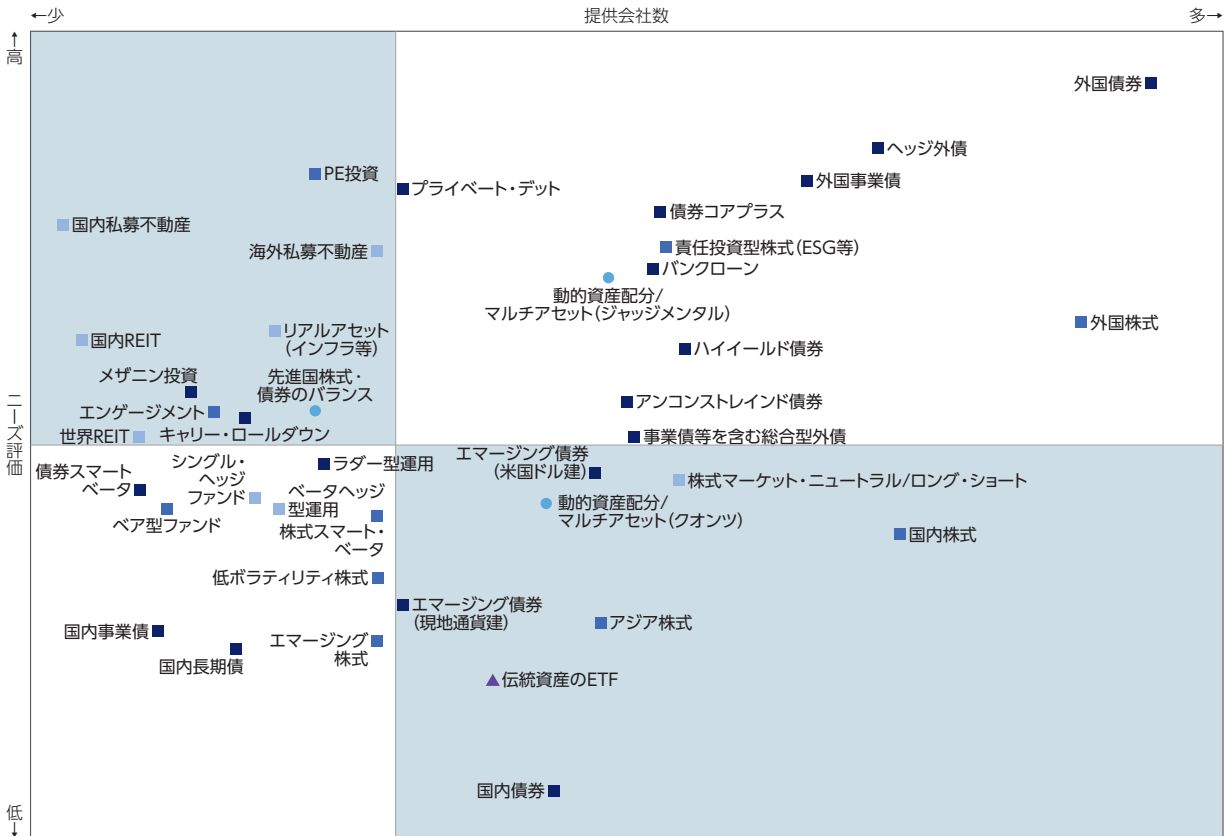
(a) リテール向けプロダクト



(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の(運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したものの(商品を取っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)  
 (出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

回答において顕著であることから、彼らのメイン顧客である大手金融機関のニーズを反映していると考えられる。一方、国内系運用会社の回答をみると、ヘッジ外債、債券コアプラス、国内不動産(非REIT)のニーズが高い。これは国内系運用会社が主として顧客としている地方金融機関のニーズを反映したものと見られる。これらファンドは地方金融機関にとって国債償還資金の受け皿として購入しやすい商品と見られているのかもしれない。

リテールでは、長期運用に資する金融商品が求められ、機関投資家サイドでは幅広いリスクプレミアムの獲得を目指す動きは今後も継続していくと思われる。時流によって変わるニーズを見極め、自社の競争力のある商品を投資家のニーズにあわせて打ち出せるかどうか、今後のビジネスの成否を左右することになる。

- 20) 過去1年の収益分配金を純資産で除したものと算出。
- 21) 調査は2007年度以降毎年実施しているもので、19年度は7月から8月にかけて実施した。有効回答数は61社(国内系35社、外資系26社)、運用資産のカバー率は76%である。
- 22) 商品別の絶対的なニーズの水準については第3節を参照。
- 23) 全国銀行協会のデータは、海外支店勘定を含む。
- 24) 全国銀行の投資有価証券残高との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。

# 著者紹介



## 金子 久

Hisashi Kaneko

金融イノベーション研究部  
上級研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、個人金融マーケット調査



## 川橋 仁美

Hitomi Kawahashi

金融イノベーション研究部  
上級研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、リスク管理、内外金融機関経営



## 大平 真司

Shinji Odaira

金融イノベーション研究部  
上級研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、デジタルインシュアランス



## 竹端 克利

Katsutoshi Takehana

金融イノベーション研究部  
上級研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、マクロ経済分析、通貨・金融制度論



## 前山 拓哉

Takuya Maeyama

金融イノベーション研究部  
主任研究員  
focus@nri.co.jp  
専門は、投信評価

## 日本の金融ビジネス 2019/2020

発行日	2019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 <a href="http://www.nri.com/jp">http://www.nri.com/jp</a>
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。

