

金融 IT フォーカス

Financial
Information Technology
Focus

特別号

日本の資産運用ビジネス
2006



2006
7

野村総合研究所の金融ITイノベーションセンター（以下当センター）は、目まぐるしく変化する金融ビジネス環境において様々な難しい意思決定に迫られる金融機関等市場参加者を支援すべく、金融ITの先端動向を調査し、変革の方向性を提示することを目的として2005年4月に創設されました。

昨今の日本における金融ビジネス環境の変化は著しく、特に資産運用業界に注目すれば、90年代を通して常に成長を期待されながらも投資環境の悪化などを背景として伸び悩んできましたが、近年は、金融制度改革や投資家行動の変化、更には日本経済の回復などに伴ってビジネス規模が急拡大しつつあります。また、資産運用ビジネスの参加者も多様化し、サービス形態も複雑化してきており、日本における今後の資産運用ビジネスの動向を予想する上で、資産運用ビジネスの現状について改めて把握しておく意義が高まっていると思われます。このような問題意識から、当センターでは、客観データに基づいた分析を中心として、日本の資産運用ビジネスの現状を月刊レポート「金融ITフォーカス」の別冊「日本の資産運用ビジネス2006」としてまとめることとしました。

実際、データが示すところによると、21世紀に入り日本の資産運用ビジネスは、質と量の両面で大きな変貌を遂げています。2000年以前の日本の資産運用ビジネスは、信託銀行、生命保険会社、投信投資顧問会社のみが外部委託の運用主体であり、投資対象としても先進国の内外株式や内外債券といった流動性の高い伝統的な資産クラスが中心でしたが、21世紀に入り、運用主体、投資対象、投資家、運用形態など様々な面で格段の広がりを見せております。

資産運用サービスを提供する運用主体に目をやると、ヘッジファンド、アクティビストファンド、不動産投信会社など、従来とは異なる投資対象や投資戦略を採用する資産運用会社が登場し、急速に運用資産額を増やしています。また、運用会社の顧客となる投資家側においても、年金や個人投資家の他に金融機関や富裕層など多様な層に拡大していることが分かります。更には、証券会社が資産運用会社と協力し、マネージドアカウントと呼ばれる個別ニーズに対応した資産運用サービスを富裕層向けに展開するなど資産運用サービスの裾野は重層的に拡大しているのです。結果として、このようなビジネスの広がりを受け、資産運用会社の運用資産残高は2006年3月末現在で343兆円、運用収入も約6,500億円と、5年前に比べそれぞれ5割以上の増加となっています。

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ます。貯蓄から投資への流れが加速する中、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、本レポートがその業界動向を理解する上の一助となれば幸いです。

目 次

Part I 運用会社を取り巻くビジネス環境

1. 好調続く日本の資産運用ビジネス環境	
—過去最高の残高・収入・利益率に	4
(1) 過去最高を記録した残高と収入	4
(2) 膨らむ資産運用ビジネス規模	4
(3) 欧米並みの水準に達した営業利益率	6
2. 投信・投資顧問ビジネスの違いによる収益格差の存在	
—中小規模の運用会社で大きな収益格差	7
(1) 大きな収益格差の存在	7
(2) コスト構造に大きな差	7
3. 運用会社の種類別ビジネス状況—存在感を増す外資系と独立系運用会社	10
4. 依然として規模の大きな機関投資家向け市場	
—今後の成長率ではリテール市場が有望	12
(1) 資産残高では機関投資家向け市場が8割を占める	12
(2) 運用収入と今後の成長性ではリテール市場が有望	12
(3) リテール市場におけるサブアドバイザービジネス	14
<コラム> 日本の不動産投信運用会社の概要	16

Part II 機関投資家向けビジネス

1. 年金市場の成長性	
—公的年金は市場運用拡大、企業年金では確定給付型資産の伸びが停滞	17
(1) 公的年金（厚生年金）のビジネス規模推計—市場運用の拡大	17
(2) 企業年金のビジネス規模推計—適格年金からの移行資金の行方	19
<コラム> 日本の年金制度の概要と最近の動き	22
2. 適格年金からの移行で大きく拡大する企業型確定拠出年金	24
(1) 確定拠出年金（DC）専用投信の運用状況—パッシブ運用が主流	25
(2) 大きな成長性が見込まれる企業型確定拠出年金	26
3. 非伝統的資産への投資が広がる年金資産運用	28
(1) 企業年金の資産運用—増加するオルタナティブ投資	28
(2) 主要公的年金のアセットアロケーション	
—GPIFはパッシブ運用中心で低い運用委託手数料	30

4. 金融機関のヘッジファンド投資動向	
ーファンドオブヘッジファンズを中心とした運用で、今後も拡大傾向	32

PartⅢ リテールビジネス

1. 老後の生活に備えた元本保証ニーズとキャッシュフローニーズの高さ	37
<コラム> SMA (Separately Managed Account) ープロダクトからプロセスへ	40
2. 個人向け金融商品の商品性の変化ー投資信託、変額年金を中心に	41
(1) 国内籍公募投信市場ー残高拡大とともに商品の多様化進む	41
<コラム> 日本の上場投信 (ETF) はどうしたら増えるか?	44
(2) 外国籍投信市場ー年平均 13%で拡大する成長市場	45
(3) 個人向け変額年金市場ー消費者の元本保証ニーズとともに増加	46
3. 投資信託ビジネスにおいて存在感が増す販売会社	48
(1) 公募投信のチャネル別販売動向ー地域系金融機関の動向に注目	48
(2) 郵貯窓販のインパクトー他社にプラスの販売効果も	50

Part I 運用会社を取り巻くビジネス環境

1. 好調続く日本の資産運用ビジネス環境—過去最高の残高・収入・利益率に

(1) 過去最高を記録した残高と収入

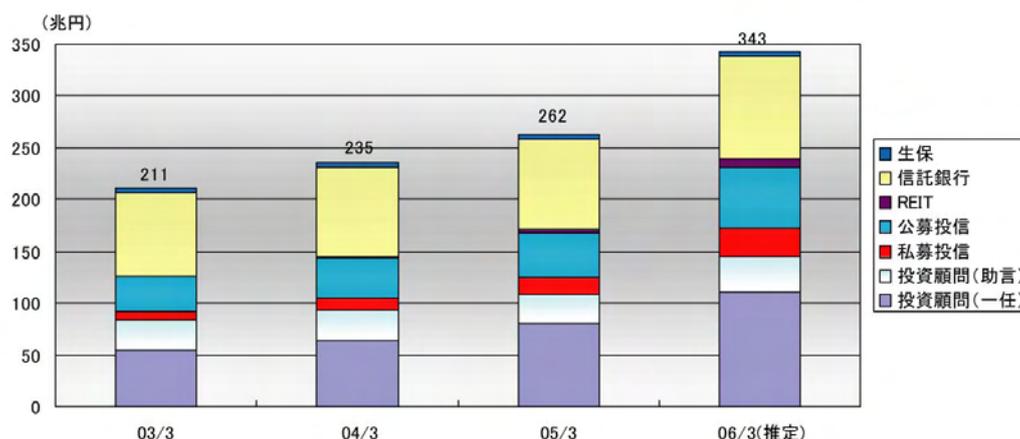
弊社の推定によると、2005年度の日本の資産運用市場は、2006年3月末で運用資産残高が約343兆円、運用収入約6,600億円と、2004年度に引き続き史上最高水準を更新した模様である（資産額、運用収入の推移は図表I-1、図表I-2¹を参照）。2004年度と比較して残高で約3割、収入で22%の伸びとなった。

拡大を続けている日本の資産運用市場において、運用面における主要プレーヤーは投資顧問会社、投資信託会社、信託銀行、生命保険会社であるが、なかでも近年プレゼンスを大きく上昇させているのが投資顧問、投信会社という資産運用専門会社（以下、運用会社）である。343兆円市場のうち、投資顧問は42%（143兆円）、投信会社は26%（90兆円）を占め、両者で全体の2/3以上の運用を手がけていることになる。運用会社に限った残高・収入の伸びを見ると、各々37%、31%と、市場全体よりさらに大幅な伸びを記録している。以下では、投信投資顧問専門の運用会社に絞り、そのビジネスの現状について解説する。

(2) 膨らむ資産運用ビジネス規模

運用会社の2005年度末資産残高は前年度末から約63兆円増加し約233兆円へ、運用収入は1,200億円増の約5,000億円となった。残高では顧客からの資金流入による増加分が30兆円と増加分のおよそ半分を占めている。これは2004年度の23兆円を越えるもので、

図表 I-1 資産運用会社の運用資産残高の推移

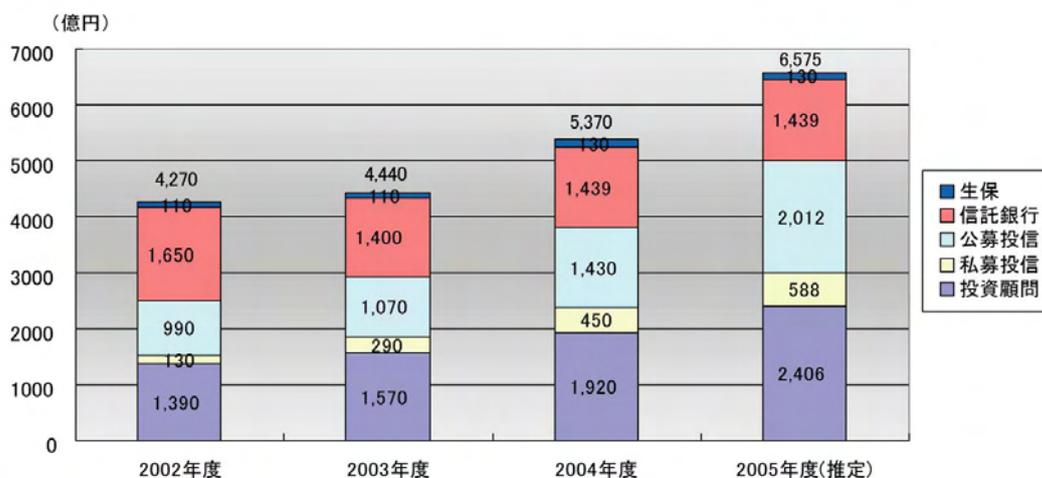


(注) 生保は予定利率の決まっている一般勘定を含まない、特別勘定のみ残高。

(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書、投信協会、投資顧問業協会等の資料を元に野村総合研究所作成

¹ 信託銀行と生命保険会社の2005年度のデータはまだ更新されていないため、2004年度とほぼ同じと仮定している。投信・投資顧問会社の2005年度の運用収入は、2004年度と同じ運用報酬率であったと仮定して試算した。

図表 I-2 資産運用会社の運用収入の推移



(注) 生保は予定利率の決まっている一般勘定を含まない、特別勘定のみを対象

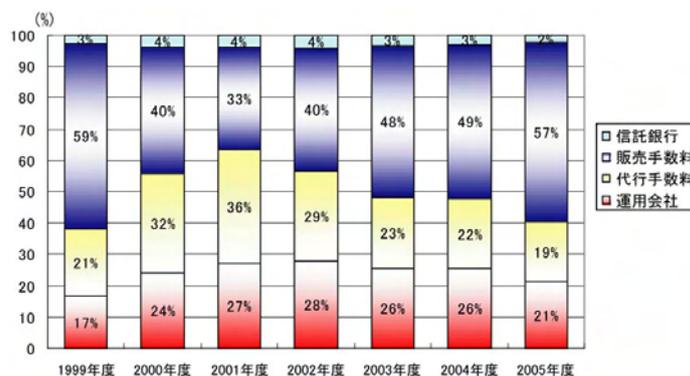
(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書、投信協会、投資顧問業協会等の資料を元に野村総合研究所作成

引き続き顧客からの資金流入が続いている。収入 5,000 億円の内、個人投資家を対象とした公募投信の収入は 2,000 億円、私募投信が 600 億円、年金基金などを対象とした投資顧問収入が約 2,400 億円となっている。

投資顧問収入は、国内株式市場の好調も反映して、2004 年度以降、連続して 2 割以上の堅調な伸びを示している。企業年金、簡保・郵貯資金を含む公的資金ともに、日本株運用を中心に運用資産が拡大し、さらに海外顧客からの運用委託も増加していることが特徴である。

投信市場は、運用会社の公募投信収入が 2 千億円であるのに対し、販売会社の販売及びサービス手数料は 7 千億円を越えている。私募投信の収入を加えると投信関連ビジネスの収入は、1 兆円近い規模となっており、金融ビジネスとしての存在感が増している。ちなみに、投信市場は顧客から受け取った手数料に占める販売会社取り分がかなり大きいことが特徴である。図表 I-3 は投信関連収入の会社の取り分シェアを示しているが、2005 年度で

図表 I-3 公募投信関連収入のシェアの推移



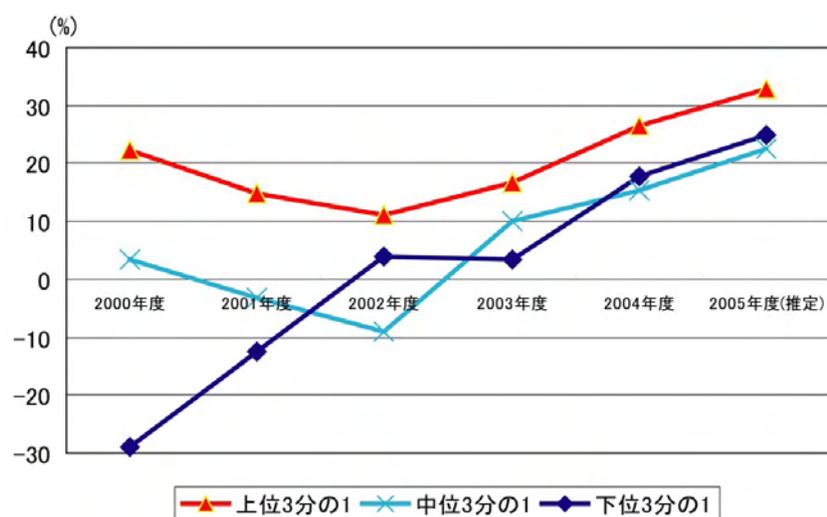
(出所) 野村総合研究所の Fundmark データを元に作成

は、販売会社が顧客から受け取る販売手数料及びサービス手数料に相当する代行手数料が全体の8割近くを占め、運用会社の取り分は2割程度に過ぎない²。

(3) 欧米並みの水準に達した営業利益率

2004年度以降、運用会社のビジネス面で特筆されるのは、営業利益率³が過去に比べ格段に上昇したことである。図表 I-4 は、2000年度以降の各年度について、運用資産額が1千億円以上の運用会社約80社⁴を対象に資産額順にランキング・三等分し、営業利益率の推移を示したものである。資産額が中下位にある運用会社も、2003年度以降は利益率がプラスに転じ、2005年度は20%以上になったと推定される。運用会社全体での2005年度の利益率は30%を越え⁵、欧米の運用会社並みの水準になった模様である。

図表 I-4 運用会社の営業利益率の推移(資産残高グループ別の単純平均値)



(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書をベースに野村総合研究所作成

² 米国では、運用会社と販売会社の取り分はほぼ同じと言われている。
³ 営業利益率は、営業利益を代行手数料等を除いた正味の運用収入で割った数値で計算。一般的にプロフィットマージンと言われている。
⁴ 資産額で投信投資顧問会社全体の99%以上をカバーしている。
⁵ 運用資産額で加重平均した数値である。

2. 投信・投資顧問ビジネスの違いによる収益格差の存在

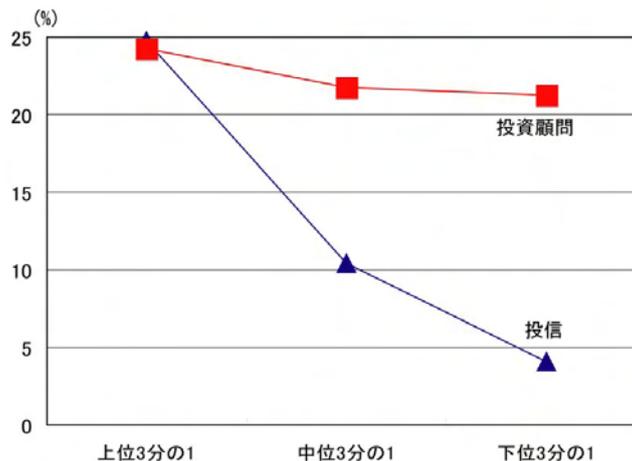
—中小規模の運用会社で大きな収益格差

(1) 大きな収益格差の存在

運用資産額では欧米と比較してまだまだ小規模ながら、利益率では表面上欧米並みになった日本の資産運用ビジネスだが、ビジネス規模が相対的に小さな運用会社では、依然として投信と投資顧問で大きな収益格差がある。図表 I-5 は、2004 年度のデータに基づき、図表 I-4 と同じく資産額順にランキング・三等分し、同じ資産額グループ毎に投信収入の多い運用会社と投資顧問収入の多い運用会社に二分、各営業利益率の平均値を計算したものである⁶。

資産額上位では投信と投資顧問ビジネスで利益率にほとんど差はついていない。ところが資産額が小さくなるほど、投信中心の運用会社の利益率は低下する傾向が見て取れる。一方、投資顧問中心の運用会社は、資産額の大小に係わらず、利益率に大きな差はない。

図表 I-5 資産規模/投信・投資顧問ビジネス別の営業利益率(2004 年度)



(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書をベースに野村総合研究所作成

(2) コスト構造に大きな差

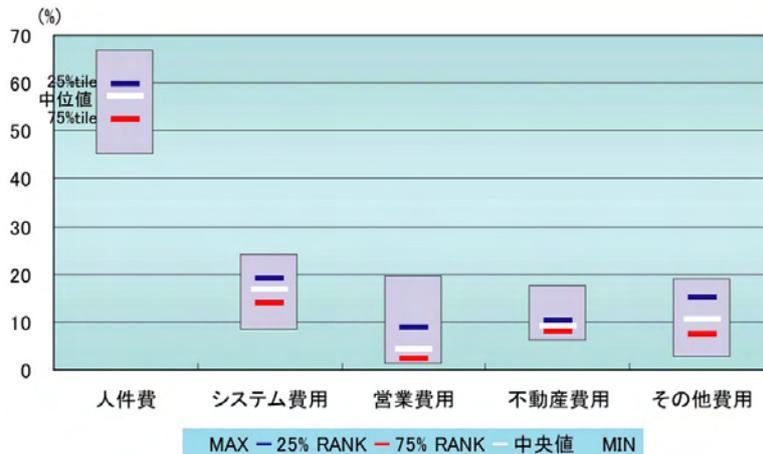
◆費目別のコスト構造

資産規模とビジネスの違いにより、利益率に大きな差が存在するのは投信・投資顧問ビジネスに大きなコスト構造の違いがあるためである。資産運用のコスト構造を、人件費・システム費といった費目別に分けた場合と、フロント、ミドル、バックオフィスなど機能別に分けた場合の2つの観点から確認する⁷。図表 I-6 は各運用会社のコストを「100」として、そのコストを人件費、システム費、営業費用、不動産費用、その他費用の5つに分

⁶ 2005年3月末のデータでは、2兆円以上の残高を持つ運用会社が上位、5千億円以上が中位、それ以下が下位に分類されている。

⁷ コスト構造のデータは、2003年度、2004年に野村総合研究所が実施した「資産運用会社の効率性に関するマルチクライアント・プロジェクト」の内容を元に計算したものである。

図表 I-6 日本の運用会社の費目別コスト構造



(出所) 野村総合研究所が 2003 年、2004 年に実施した「資産運用会社の効率性に関するマルチクライアントプロジェクト」のデータを元に作成

け、それぞれの比率の分布を示したものである。

中位値レベルで見ると、コスト全体の約 6 割を人件費が占めている。欧米でも、運用会社のトータルコストに占める人件費の割合は 6 割を超える会社が多い。人件費比率で日本と欧米の運用会社に大きな差はない。想像に難くないように、資産運用ビジネスはコスト面でも人に大きく依存した構造になっている。残り 2 割がシステム費用、不動産費 1 割、営業費+その他費用 1 割というのが、大まかな資産運用会社のコスト構造である。システム費用の比率は欧米の運用会社に比べやや高いが、減価償却費の取扱いなどが各国で異なることもあり、実質面で大きな差があるかどうかはよく分からない。

◆機能別のコスト構造

図表 I-7 は、投信と投資顧問ビジネス毎に全体のコストを 100 として、フロント、ミドル⁸、バックオフィスといった機能毎に分け、どの業務にコストが掛かっているかを示したものである。各部門のコスト比率の棒グラフは、各運用会社のコスト分布を示しており、幅が広いほど、その部門のコスト比率のバラツキが大きいことを示している。

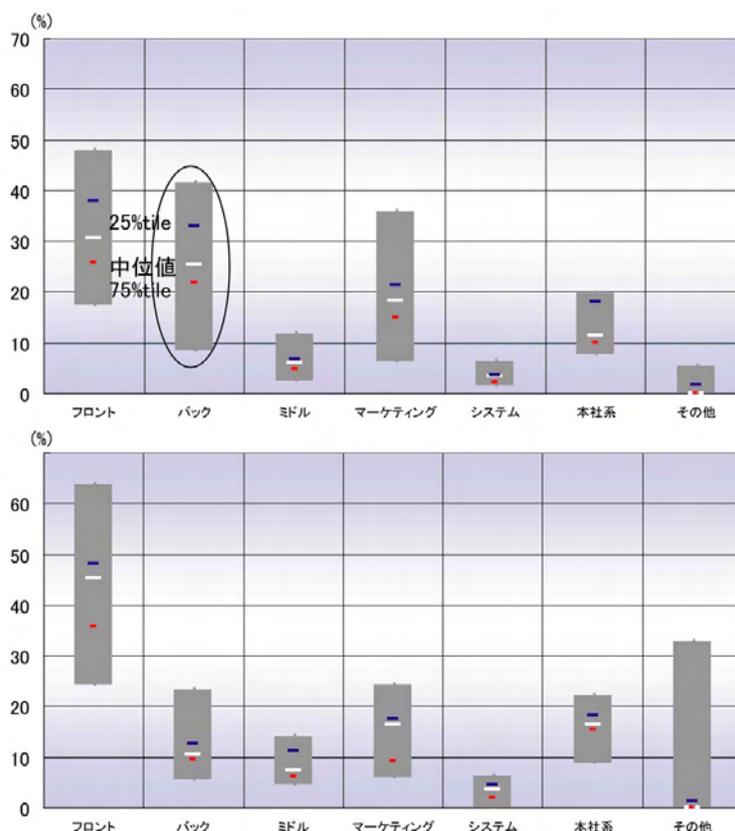
運用商品の製造を行うフロントオフィス部門のコスト割合が最も高いことは両部門で共通しているが、それ以外のコスト割合には大きな違いが見られる。投信ビジネスは基準価格計算や法定帳票の作成といった、いわゆるバックオフィス部門のコストがフロントオフィスとほぼ肩を並べるほど高いことが際立った特徴となっている。欧米の投信専門の運用会社はバックオフィス部門のコスト割合が日本の運用会社ほど高くなく、バックオフィス部門のコスト割合の高さは日本独特の特徴と言える。特に規模の小さな運用会社では、大規模な運用会社に比べ、バックオフィスのコスト比率がフロントオフィスよりも高く、全

⁸ フロント業務とはポートフォリオ運用、調査、トレーディング業務などを、ミドル業務はリスク管理などを指す。

体の4割以上を占める運用会社も存在する。投信ビジネスの運用報酬率が相対的に高いにもかかわらず⁹、小規模の運用会社で利益率が低いのは、バックオフィスとマーケティング費用が投資顧問に比べ高く、一定規模以上でなければ高い固定費をカバーできないためと考えられる。逆に、運用会社上位に入る、2兆円を越える資産残高を確保できれば、運用報酬率が高い分、利益率が高くなり投資顧問ビジネスと大差ない利益率に達するものと思われる。

一方、投資顧問ビジネスはフロント業務中心のコスト構造であり、特色のある運用部隊があれば、比較的小規模でも利益を出すことが可能である。事実、資産額下位で利益率の高い運用会社は、オルタナティブ投資、アクティビストファンド等、顧客ニーズを捉えた運用に特色があり、サブアドバイザー¹⁰の形で運用以外のコストを抑えるなどの工夫をしている投資顧問専門の運用会社が多い。ちなみに、欧米の運用会社も投資顧問ビジネスではフロント業務のコスト割合が高い。

図表 I-7 日本の運用会社の機能別コスト構造(上:投信ビジネス、下:投資顧問ビジネス)



(出所) 野村総合研究所が2003年、2004年に実施した「資産運用会社の効率性に関するマルチクライアントプロジェクト」のデータを元に作成

⁹ 2004年度のデータでは、公募投信の運用報酬率が0.52%であるのに対し、投資顧問の運用報酬率は0.19%となっている。

¹⁰ サブアドバイザーとは、他の運用会社に対して運用助言を行うもので、自社のブランドは表に出ない形の運用形態を指す。

3. 運用会社の種類別ビジネス状況—存在感を増す外資系と独立系運用会社

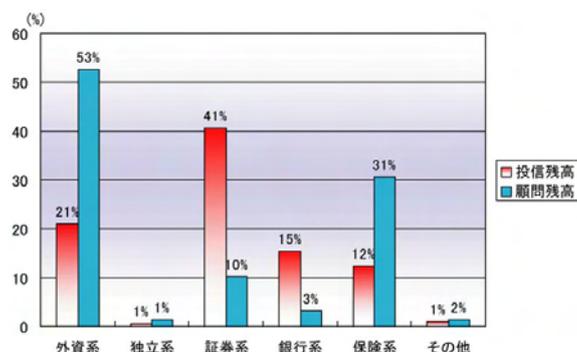
全体として史上最高の収入、利益率を達成した運用会社だが、資本タイプ別（外資、独立、証券、銀行、保険、その他）でみた経営状況はどうなっているのかを2004年度の数値から確認しておく。

まず資産残高だが、外資系が投資顧問ビジネスで既に5割を超えるシェアを持っていることを図表I-8で確認できる。2001年度の残高シェア39%と比べ、14%もの増加となっている（投信残高シェアは12%から21%に増加）。投信ビジネスでは、親会社であることが多い販売会社との関係が強い証券系運用会社のシェアがまだ高いが、投資顧問では年金基金を中心に独立したコンサルタントのアドバイスなどが顧客獲得に重要な役割を果たすため、外資系のシェアが高いのではないかと考えられる。

次に、運用収入のシェアを比較したのが図表I-9である。資産残高と比較して、外資系のシェアが一段と高まっている。国内外の株式など、平均より高い運用報酬率のファンドが多いためである。時系列で比較すると、2001年度と比べ投信・投資顧問とも9%程度の増加となっている。

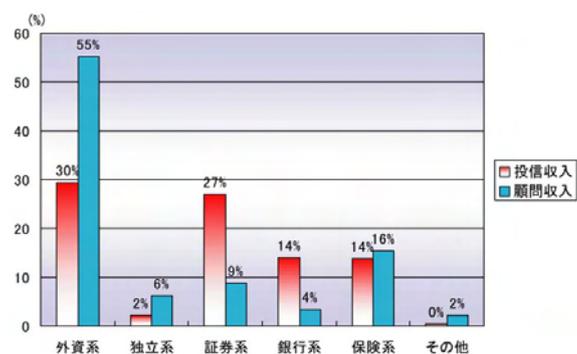
独立系も残高シェアに比べ運用収入シェアが高く、株式やオルタナティブ投資など運用報酬率の高い運用商品の比率が高いと推定される。2001年度と比較すると、投資顧問収入

図表 I-8 資本タイプ別資産残高シェアの比較（2004年度）



(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書をベースに野村総合研究所作成

図表 I-9 資本タイプ別運用収入シェアの比較（2004年度）

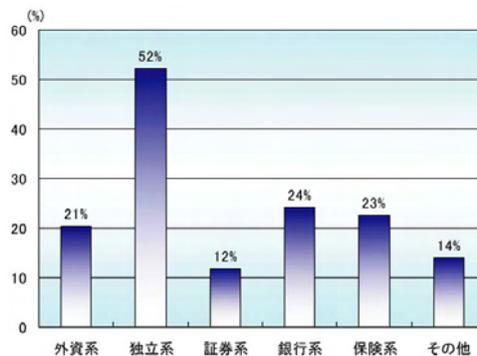


(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書をベースに野村総合研究所作成

では1%未満から6%強と、大幅にシェアを上げている。逆に証券系運用会社は運用収入シェアが資産残高シェアに比べかなり低く、時系列的に見ても、2001年度の30%から18%へと大きく収入シェアを下げている。これは公社債投信の残高が大きく減少したことによるものである。保険系運用会社は、親会社の助言口座の運用報酬率がかなり低いため、投資顧問の運用収入シェアが資産残高シェアの半分以下に低下している。時系列的に見ても2001年度から3%以上収入シェアを下げている。

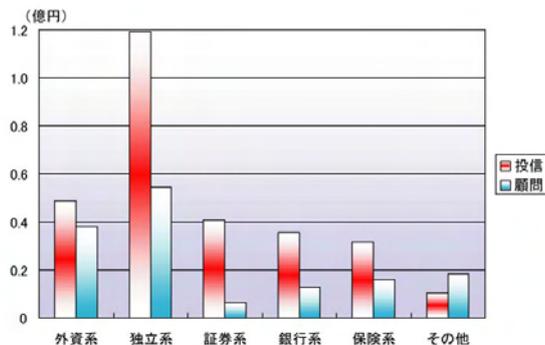
図表 I-10 で営業利益率を比較しているが、ビジネス規模が相対的に小さい独立系運用会社が圧倒的に高い。2004年度時点で営業利益率は50%を越えており、その他の運用会社の利益率が20%台に留まっているのに対して、際立った高さとなっている。図表 I-11 で確認できるように、独立系運用会社の1ファンド当たり運用収入は他の運用会社に比べかなり高い。運用商品の種類をあまり増やさず、小数の特徴ある運用報酬率の高い運用商品に集中することで高いファンド当たり収入を実現しているため、利益率が高いのではないかと考えられる。資産運用ビジネスの場合、運用コストはファンド規模よりもファンド数に比例して増加する特徴があり、1ファンド当たりの収入が多いことは、コスト効率面で非常に有利である。運用報酬率の高さとともに、このファンド単位当たりの生産性の高さが、利益率を押し上げる大きな要因となっているのではないだろうか。

図表 I-10 資本タイプ別営業利益率の比較(2004年度)



(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書をベースに野村総合研究所作成

図表 I-11 資本タイプ別1ファンド当たり運用収入の比較(2004年度)



(出所) 金融庁及び財務省関東財務局に提出された運用会社の営業報告書の中の損益計算書をベースに野村総合研究所作成

4. 依然として規模の大きな機関投資家向け市場

—今後の成長率ではリテール市場が有望

(1) 資産残高では機関投資家向け市場が8割を占める

これまで運用会社を軸に日本の資産運用ビジネスの内容を概観してきたが、ここでは視点を変え、顧客や商品の観点から資産運用ビジネスを捉えてみたい。日本において運用会社の顧客となりうるのは、主として、年金ファンド、金融機関を含む各種法人、個人投資家の大きく三種類に分類できる。通常、個人投資家向け市場をリテール市場、年金ファンド等を対象にした市場を機関投資家向け市場と言っている。

図表 I-12 は、日本の資産運用ビジネスを運用会社、商品、顧客という軸から捉えたものである。図表の右端に示した機関投資家向け市場とリテール市場という区分で見ると、年金ファンドを代表とする機関投資家向け市場の資産残高が約 273 兆円で全体の約 8 割、リテール市場が約 70 兆円となっており、機関投資家向け市場が主たるビジネス分野であることを確認できる¹¹。

機関投資家向け市場の太宗を占める顧客は、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)¹²、公務員年金 (各種共済年金)、企業年金を中心とした年金ファンドであり、およそ 246 兆円の資産残高となっている。年金ファンドの運用総額の内、信託銀行・生保の運用額はおよそ 92 兆円、運用シェアは 37%である。残り 63%の資産は投信・投資顧問会社が運用している。

年金以外の主な顧客は、郵政公社と金融機関である。郵政公社の運用会社への委託資産残高は 2005 年 3 月末で約 12.3 兆円、金融機関の委託運用資産残高は約 15 兆円となっている。郵政公社の外部委託運用は、信託銀行が 2003 年まで独占していたが、2004 年より投信・投資顧問会社にも門戸が開放され、2005 年 3 月末現在の運用残高は 9,300 億円であり、年々シェアが高まっている。金融機関の運用委託先は内外の運用会社である。特に最近、金融機関が積極的に運用委託を進めているのは、絶対収益追求型のファンドで、その代表例がヘッジファンドである。銀行や生命保険会社が主たる運用委託元であり、ヘッジファンドへの投資額は 2005 年 3 月末現在で、既に 5 兆円を越える規模にまで拡大したと推定される。

(2) 運用収入と今後の成長性ではリテール市場が有望

資産残高では 8 割を占める機関投資家向け市場だが、運用収入の点ではその比重はかなり下がる。リテール市場の運用報酬率が高いためである。公募投信の収入に私募投信の中の変額年金部分を加えてリテール市場の運用収入と仮定すると、その割合は約 35%となり、

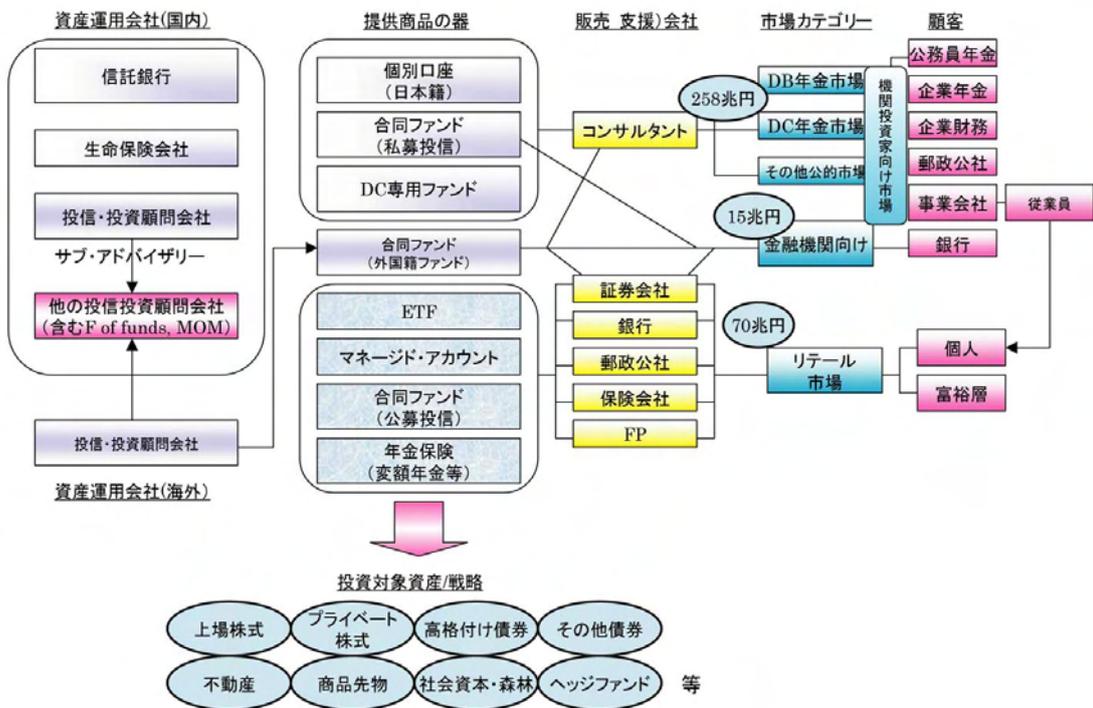
¹¹ この数値は、いわゆる外部運用委託されている資産額を示しており、資金全体の規模ではない。

¹² 民間サラリーマンの公的年金である厚生年金の積立金を運用する、世界最大の年金ファンド。2006 年 3 月末までは年金資金運用基金と呼ばれていたが、2006 年 4 月に現在の名称に変更した。2005 年末現在で、財投債を含め約 100 兆円の運用資産を持つ。平成 20 年度末には 160 兆円にまで残高が増加する予定。

資産残高の2割からかなり大きくなる。

成長性の点でもリテール市場に分がある。機関投資家向け市場は資産残高及び運用収入の点で、穏やかな伸びに留まるのに対して、リテール市場は郵政公社や地方銀行など販売会社の旺盛な販売意欲を背景に、今後も順調な伸びを示すと予測されるからである。郵政公社の販売目標額などを加味してNRIが試算した数値では、2008年度のリテール市場運用収入は、現在よりも約800億円増加し、率にして40%弱の伸びとなる模様である。一方、機関投資家向け市場の運用収入の伸びは400億円強に留まり、リテール市場の運用収入シェアは4割弱にまで高まる見込みである。

図表 I-12 日本の資産運用ビジネスの俯瞰図



(出所) 野村総合研究所作成

<リテール市場と機関投資家向け市場の区分について>

リテール市場は最終顧客が個人という点で機関投資家向け市場と区分されるが、運用会社が直接相手をするサービス先が主として企業である点で機関投資家向け市場と似た部分も多い。例えば、変額年金市場は最終顧客は個人であるが、運用会社が商品提供先としてサービスをしなければならないのは生命保険会社である。確定拠出年金も同じように最終顧客は企業の従業員であるが、商品提供先はスポンサー企業の年金担当部署（人事部・総務部等）である。現在、運用会社が個人に直接販売するというケースは少数の例外を除いてほとんどなく、リテール市場といっても企業に対するサービスを見捨てることは出来ない。米国では、リテール市場と機関投資家向け市場を組み合わせたとような市場を、「Insti-vidual 市場¹³」と呼んでいる。

¹³ Institutional（機関投資家）と Individual（個人投資家）の合成語。

(3) リテール市場におけるサブアドバイザービジネス

機関投資家向け市場に比べ、今後高い成長率が見込まれるリテール市場は運用会社にとって重要度の高い市場である。しかし、これまで年金など機関投資家向けのビジネスを専門に行ってきた運用会社にとって、リテールという新たな顧客セグメントに向けたビジネスの開拓は容易ではない。ビジネス拡大にあたって追加投資が比較的少なく済む「サブアドバイザー・サービス」は、機関投資家向け市場を得意とする運用会社がリテール市場に参入するための重要な経営戦略上の選択肢と言える。

ここでは、サブアドバイザー・サービスとして、①投資信託、②変額年金、③マネージド・アカウント、④マルチ・マネジャーの4分野を取り上げ、主に残高規模やサブアドバイザーが受け取る報酬額を尺度に、その魅力度を比較した。4分野の報酬額を合計すると1,000億円程度になると推計され、国内運用会社の運用収入総額（2005年度）約5,000億円と比較して、その大きさが十分魅力的であることが確認できる。

◆投資信託向けサブアドバイザー市場

国内の投資信託では、個人投資家の商品ニーズの多様化・複雑化を背景として、運用の外部委託が広く普及している。当社の推定では、公募投信全体の約16%程度がサブアドバイザーを採用している。

サブアドバイザーの形式としては、ファンドを設定した投信会社と同系列の運用会社に委託するケースと、系列外の運用会社に委託するケースがある。前者をインハウスの一部と捉えると、純粋なサブアドバイザー市場という意味では後者が対象となる。投信市場の残高の拡大や、販社や投信会社の商品開発競争が再過熱していることを背景に、外部委託ニーズは高まることが期待される。

推定運用残高：6兆円（2005年）

推定報酬：200～300億円/年（2005年）

ただし、ファンドオブファンズ、マネジャー・オブ・マネジャーズを除く

◆変額年金向けサブアドバイザー市場

変額年金市場は、銀行等の金融機関における、退職者セグメント向けの主力商品として、投資信託市場と並んで、今後も成長が見込まれる。

各保険会社が変額年金商品を提供する際、運用部分に対して、運用アドバイザーを採用している。その多くの場合、運用会社が運用する私募投信に保険の特別勘定が投資する形態がとられ、この運用がサブアドバイザービジネスの対象となりうる。

推定運用残高：10兆円（2006年3月）

推定報酬：250～400億円/年（2006年3月）

◆マネージド・アカウント（主に SMA）向けサブアドバイザー市場

2004年4月から、日本でも大手証券会社を中心に SMA サービス¹⁴が開始され、中小証券や信託銀行に広がりつつある。国内の SMA は、各社がサービスを開始して日が浅いこともあり、現在の市場規模はまだ小さいが、証券会社を中心に、大衆富裕層向けの有望商品として注力しており、今後の成長が見込まれる。

米国の SMA の場合、①SMA サービスを提供する金融機関の系列の運用会社が運用を行う自社 SMA 型、②自社系列以外のファンドマネジャーによる運用も選択できる他社 SMA 型、③複数のファンドマネジャーが提供するモデルポートフォリオを選択できるマルチ・スタイル・ポートフォリオ (MSP) 型がある。日本では、業務効率の高い MSP 型（外部運用会社による投資助言）が主流となっており、サブアドバイザーとしては、モデルポートフォリオの提供が主な役割となる。

推定運用残高 (SMA) : 4~5 兆円 (3 年後目処) 推定報酬 (SMA) : 100 億円/年 (3 年後目処)
--

◆マルチ・マネジャー市場

マルチ・マネジャーは、ファンドオブファンズ(FoF)と、マネジャー・オブ・マネジャーズ(MoM)に大別される。リテール向けのファンドオブファンズは、国内では投資信託として 2000年9月に初めて設定されて以来、順調に残高を増やしている。国内では、リテール市場向けのマネジャー・オブ・マネジャーズは殆ど存在しない。

推定運用残高 : 7 兆円 (2006 年 3 月) 推定報酬 : 250~350 億円/年 (2006 年 3 月)
--

¹⁴ p40 のコラム「SMA (Separately Managed Account) -プロダクトからプロセスへ」参照。

コラム：日本の不動産投信運用会社の概要

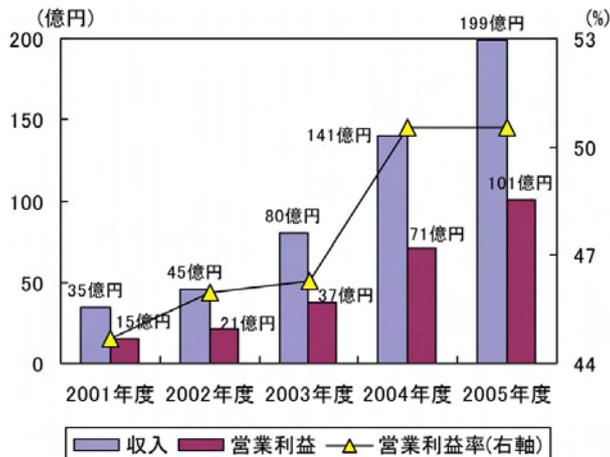
2001年9月に不動産投資信託（通称 J-REIT）が東京証券取引所で上場され5年余りが経過し、残高は2006年4月末現在で3兆5千億円を越える規模にまで成長した。J-REIT 以外の私募形式の不動産ファンドの残高も2005年末時点で4兆4千億円を越えたとの推定結果も出ており¹⁵、不動産ファンドの総額は既に8兆円を越える額に達したと考えられる。J-REIT を運用する不動産投信専門の運用会社も、40社を越えている。下の図に示したように、2005年度の不動産投信専門の運用会社の運用収入は約200億円、営業利益も100億円を越えた模様である。つまり、不動産投信専門の運用会社の運用収入は、公募投信収入の約1割に相当するレベルにまでそのプレゼンスを高めているのである。

不動産投信の資産運用残高と運用会社数の推移



(出所) 金融庁に提出された運用会社の営業報告書、投信協会のデータ等より野村総合研究所作成

不動産投信専門の運用会社の運用収入と営業利益額の推移



(出所) 金融庁に提出された運用会社の営業報告書、投信協会のデータ等より野村総合研究所作成

¹⁵ 「不動産プライベートファンドに関する実態調査2005年」住信基礎研究所、2006年1月30日

Part II 機関投資家向けビジネス

1. 年金市場の成長性

— 公的年金は市場運用拡大、企業年金では確定給付型資産の伸びが停滞

資産運用ビジネスの機関投資家向け市場において中心となるのが年金市場¹⁶である。2005年3月末における資産規模は、公的年金の積立金が約200兆円、企業年金（含む確定拠出年金、中退共）資産が約80兆円と、合計で280兆円に達している（図表Ⅱ-1）¹⁷。

図表Ⅱ-1 年金資産の推移

年度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	平成6 95/3	平成7 96/3	平成8 97/3	平成9 98/3	平成10 99/3	平成11 00/3	平成12 01/3	平成13 02/3	平成14 03/3	平成15 04/3	平成16 05/3
公的年金	151.4	161.5	171.4	179.0	186.5	192.7	196.5	198.0	196.9	197.0	197.4
国民年金	6.4	7.0	7.8	8.5	9.0	9.5	9.8	9.9	9.9	9.9	9.7
厚生年金保険	104.5	111.8	118.5	125.8	130.8	134.8	136.9	134.6	132.1	137.4	137.7
共済年金	40.5	42.8	45.1	44.8	46.7	48.5	49.8	50.6	49.3	49.7	50.1
国家公務員(等)共済組合	9.2	9.6	10.1	7.9	8.1	8.3	8.6	8.6	8.7	8.7	8.7
地方公務員等共済組合	27.2	28.8	30.5	32.2	33.7	35.2	36.2	36.9	37.5	37.8	38.1
うち地方公務員共済組合連合会	---	---	---	---	---	12.5	13.0	13.4	13.7	14.0	14.2
私立学校教職員共済組合	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2
農林漁業団体職員共済組合	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	na	na	na
企業年金	58.0	62.4	66.4	70.9	74.3	79.7	83.5	84.1	82.2	82.6	81.6
厚生年金基金	38.4	41.8	45.0	48.7	51.3	55.5	58.0	58.3	57.2	50.0	38.5
うち厚生年金基金連合会	2.4	2.7	3.0	3.4	3.9	4.6	4.7	5.4	5.7	7.9	9.9
確定給付企業年金	na	na	na	na	na	na	na	---	0.4	8.1	21.7
適格退職年金	17.0	17.8	18.5	19.2	20.0	21.1	22.4	22.7	21.4	21.0	17.2
確定拠出年金	na	na	na	na	na	na	na	---	0.1	0.6	1.2
中小企業退職金共済制度	2.6	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.1
国民年金基金	0.4	0.6	0.8	1.0	1.1	1.4	1.4	1.5	1.4	1.8	2.1

(注) 国民年金は、国民年金特別会計のうちの国民年金勘定。基礎年金勘定は含まない。
 厚生年金保険の積立金には厚生年金基金が代行する部分の積立金は含まない。
 平成14年4月より、農林漁業団体職員共済組合の給付の2階部分は厚生年金保険へ統合され、以降は3階部分の職域部分(特例年金)のみとなっている。
 中小企業退職金共済には、特定業種退職金共済(建設業退職金共済、清酒製造業退職金共済、林業退職金共済)を含めていない。
 「na」= 制度終了または未開始
 「***」= 情報未公開、未入手
 (出所) 社会保障統計年報、統計でみる社会保険、国民年金基金連合会、勤労者退職金機構、厚生労働省確定拠出年金連絡会議、信託協会の資料を基に野村総合研究所作成

この年金市場では今後数年の間に、公的年金、企業年金ともに大きな変化が生じようとしている。公的年金においては、財政融資資金（旧財政投融资）への預託金全額償還に伴う市場運用の拡大がある。また企業年金では、適格退職年金制度の2011年度末での廃止に伴い、他制度へ資金の移動が生じる見込みである。確定給付型年金から確定拠出型年金へと移行する動きを含めて、今後、企業年金ビジネスに大きな影響を与えると考えられる。

こうした状況を踏まえ、当社では、公的年金および企業年金について、今後の年金資産運用ビジネスの市場規模および運用報酬の予測を行った。

(1) 公的年金（厚生年金）のビジネス規模推計—市場運用の拡大

公的年金（国民年金、厚生年金、共済年金）の積立金は、2004年度末（2005年3月末）で約200兆円となっている。その資産運用管理を行う機関のなかで最も大きいのが GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人、旧年金資金運用基金）で、公的年金全体の約3/4

¹⁶ わが国の年金制度については章末（p22）のコラム「日本の年金制度の概要と最近の動き」を参照。

¹⁷ 公的年金による財政融資資金預託分、財投債等の引き受け分など、外部運用委託されていない資産を含む。

にあたる厚生年金（国民年金を含む）積立金の運用管理を行っている¹⁸。厚生年金の運用では、これまで積立金は財政融資資金（旧資金運用部）に預託されてきたが、この制度が2001年に廃止され、公的年金の預託義務はなくなった。過去の預託金も2008年度までに全て償還されることが決まっており、それに伴い、厚生年金積立金のうち、市場で運用される資金が拡大されることになる。そこで、償還が完了する2008年度末までにGPIFからの外部運用委託額と運用報酬がどの程度になるのかを推計してみた。

図表Ⅱ-2は推計結果を示したものである。GPIFの運用資金は2004年度末の約90兆円から08年度末には170兆円弱と、2倍近くに増加する。預託に代えて財投債の引き受けが行われているため、この金額がそのまま外部運用委託分となるわけではないが、自家運用を考慮に入れても、GPIFが外部運用機関に委託する金額は、04年度末の53兆円から4年後には113兆円となり、2倍以上に拡大することが予想される。それに伴い、手数料収入も約200億円から480億円へと倍増する見込である。

図表Ⅱ-2 GPIF運用資金の推計

厚生年金・国民年金の運用の内訳 (兆円)					
	05/3(実績)	06/3	07/3	08/3	09/3
積立金額	163.3	174.7	171.4	168.7	166.5
財政融資資金預託部分	75.7	56.8	37.9	18.9	0.0
GPIF運用分	87.6	117.9	133.6	149.8	166.5
代行返上受入	0	0.2	0.4	0.7	0.9

GPIF運用の内訳 (兆円、運用報酬は億円)					
	05/3(実績)	06/3	07/3	08/3	09/3
財投債	28.6	33.7	36.7	39.7	42.7
自家運用	5.5	7.9	9.1	10.4	11.7
GPIF外部運用委託額	53.1	76.5	88.1	100.4	113.0
運用報酬	203	327	377	429	483

(出所) 各種資料より野村総合研究所推計

推計の前提

- 積立金は平成16年度財政再計算における財政見通しの額を採用。
- 財投債（2001年度より引受け開始）引受残高は、2年債は償還+新規引受けの結果、純増ゼロ、5年債は最初の償還を迎える2006年度までは毎年2.1兆円増加、以降純増ゼロ、10年債は毎年3兆円増加を見込む。20年債は発行額が少ないため考慮外とする。
- 推計外部運用委託額と将来時点で予想されるアセットアロケーションから組入れ資産額を推計し運用報酬を算出。
- 大手運用会社の運用報酬率は、他の公的年金（共済組合など）に比べ、ディスカウントが限界に到達しているものと想定されるため、料率はイーブンと想定。

公的年金のビジネスにおける不確定要素としては、「一元化」の問題がある。日本では被

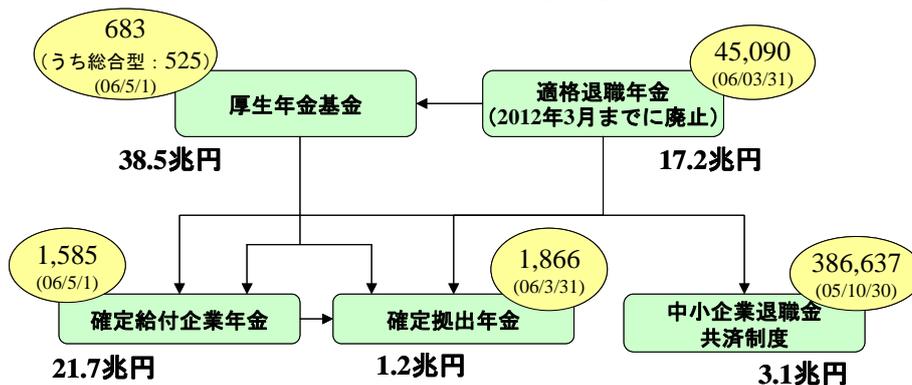
¹⁸ 2005年3月末現在、積立金の全額がGPIFの管理下にあるわけではなく、約半分は財政融資資金に預託されているが、2008年度末までに預託金は全額償還となり、GPIF管理となる（図表Ⅱ-2の上の表を参照）。

用者の報酬比例年金について、民間セクターは厚生年金、公務員等は共済年金と、二つの公的年金制度が存在する。これらの制度は年金財政上も別制度として扱われ財政計算も別個に行われており、保険料率や給付も厚生年金、各共済制度で異なっている。これら厚生年金と共済年金の被用者年金については、今後「一元化」される方針が決まっている。ただ、「一元化」と言っても、財政的にのみ一元化するのか、年金制度の管理や資産運用も全て一つの組織に一本化するのか、などの具体的方法はまだ決まっていない。資産運用も全て一つの組織に統合された場合（例えば、共済組合連合会や共済組合での資産運用管理を廃止して GPIF に統合する、など）は、運用主体が一つになることから、当然、外部運用委託機関の数も減少することとなり、かつ共済年金分の手数料率も引き下げられる可能性が高いことから、全体の手数料収入の減少は避けられない。現在のところ、「運用の一元化」が近々実現する可能性は低いと見られるが、今年 4 月に閣議決定された一元化に関する基本方針では、基本的な資産構成割合などを厚生年金積立金の運用ルールに統一するという内容の記述も見られ、とくに共済年金について運用方針に影響が生じる可能性はあると考えられる。

(2) 企業年金のビジネス規模推計－適格年金からの移行資金の行方

企業年金の各制度における積立金の合計額は、2005 年 3 月末時点で約 82 兆円である（図表 II-3）。今後、企業年金市場に変化をもたらす最大のファクターは、適格退職年金制度の廃止であろう。そこで、適格年金廃止が完了する 2011 年度末時点をターゲットに、各制度の年金資産額と運用報酬についての予測を行った。

図表 II-3 企業年金各制度の現況



* 金額は 2005 年 3 月末時点の数値
 (出所) 各種資料より野村総合研究所作成

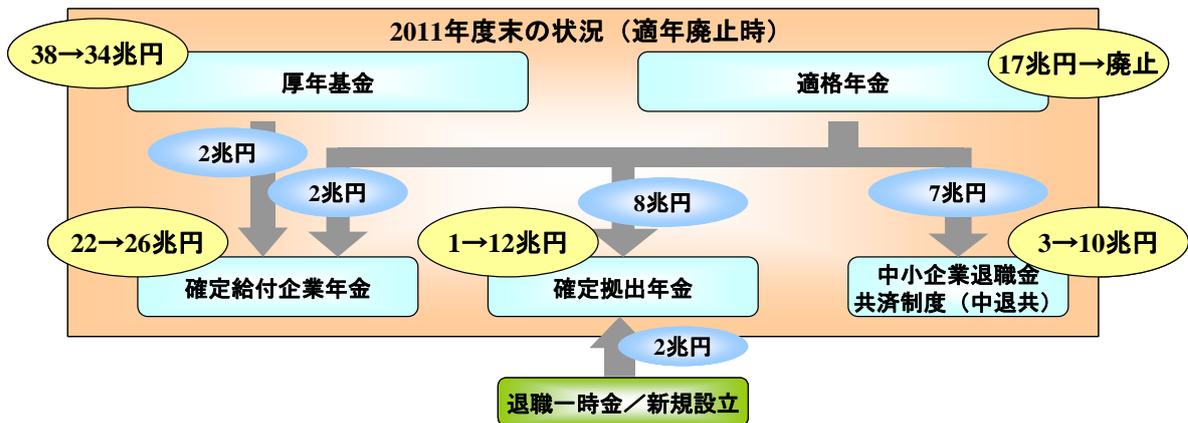
適格年金は大手企業とともに多くの中小企業に採用されているため、適格年金からの制度変更は企業規模によって対応が分かると考えられる。今回の資産額予測では、規模の小さい企業は中退共（中小企業退職金共済）に移行、一定規模以上の企業は確定拠出年金へ、またさらに大手の場合は確定給付企業年金と確定拠出年金の併用に移行すると想定した（推計の前提については、p21 を参照）。この結果、特に確定拠出年金で今後大きな資金

流入が生じると予想される。確定給付企業年金では、適格年金のみならず厚生年金基金からの制度移行もあり、今後も資金流入が続くと考えられるが、その規模は緩やかなものだろう。厚生年金基金は、代行返上による確定給付企業年金等への移行のため年金資産の減少が続いている。ただ、資産の減少傾向は今後も継続するものの、制度移行のピークは過ぎており、減少は小幅に留まると見ている。

このような考え方のもとに2011年度末時点の各制度資産と運用報酬を推計した結果が図表Ⅱ-4である。最も大きく拡大するのは確定拠出年金で、資産規模では2004年度末の1.2兆円から約12兆円へと約10倍に、運用報酬では28億円から約390億円へ14倍という増加が見込まれる。まだ確定給付型に匹敵する資産規模には達しないが、新規の設立もあり、企業年金市場で大きなプレゼンスを持つに至るだろうと想定される。また、確定拠出年金と同様に適格年金資産が流入すると考えられる中退共も資産が確定拠出年金並みの規模になると予測されるが、運用報酬は低いレベルに留まっている。

確定給付型では、確定給付企業年金が資産で約22兆円から26兆円へ、運用報酬で850億円から1,000億円へと、2割弱程度の伸びになると見られる。一方、厚生年金基金は縮小傾向ではあるものの、依然として資産規模は34兆円と最も大きく、収入も約1,400億円と、企業年金ビジネスの最大分野でありつづけると予想される。今後確定給付型の企業年金が大きく拡大することは考えにくい、適格年金の廃止を受けても当面は企業年金ビジネスの中心が確定給付型年金（厚生年金基金、確定給付企業年金）であることは変わらないと想定される。

図表Ⅱ-4 企業年金市場の規模推計



今後の企業年金の資産規模

	(単位：兆円)		
	2005/03	2008/03	2012/03
厚生年金基金	38.5	36.8	34.5
確定給付企業年金	21.7	23.4	25.7
確定拠出年金(企業型)	1.2	5.7	11.7
中退共	3.1	6.1	10.2
適格退職年金	17.2	9.9	0.0

今後の企業年金の資産運用ビジネス規模（運用報酬）

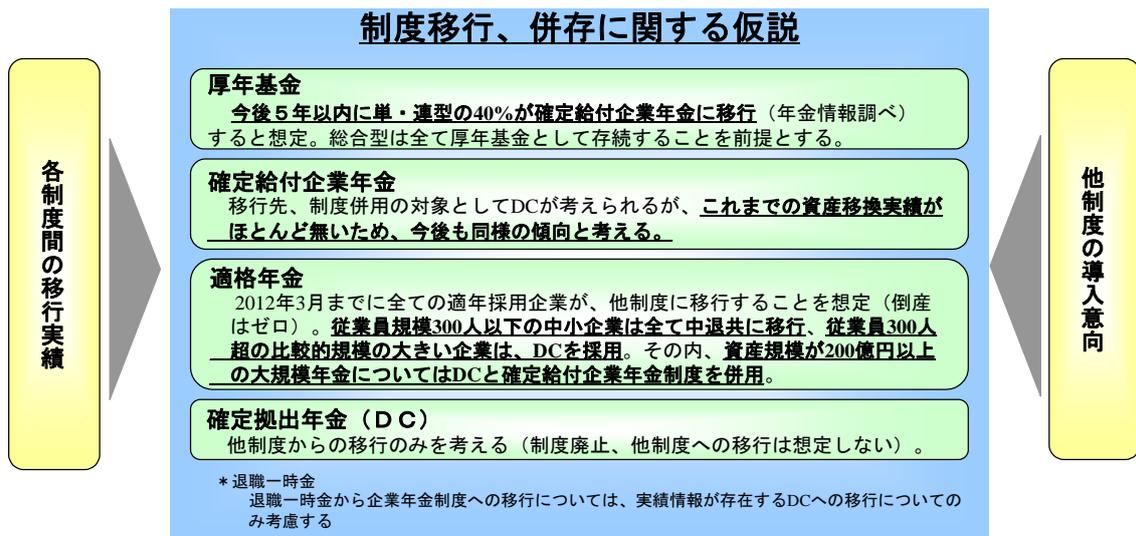
	(単位：億円)		
	2005/03	2008/03	2012/03
厚生年金基金	1,529	1,461	1,371
確定給付企業年金	851	918	1,008
確定拠出年金(企業型)	28	156	389
中退共	17	33	55
合計	2,424	2,568	2,823

* 適格退職年金はビジネス規模推計の対象外としている
 * 確定拠出年金は投信のみを対象
 (出所) 各種資料より野村総合研究所推計

企業年金ビジネス規模推計の前提

1. ビジネス規模推計における考え方

- 厚生年金基金、確定給付企業年金、適格年金、確定拠出年金を対象に各制度間の移行動向を過去の実績、今後の意向等を基に予測する。
- 推計資産規模と将来時点で予想されるアセット・アロケーションから、各組入資産残高を推計し、運用報酬を算出する

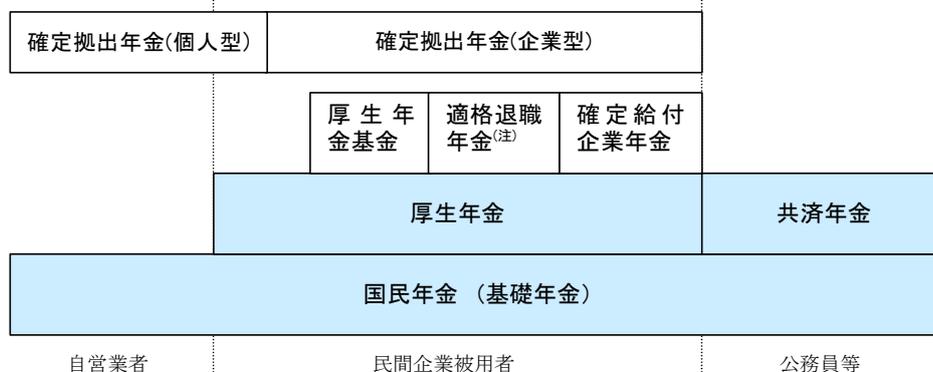


2. 確定拠出年金（DC）の推計について

- DC への制度移行が可能なものとして、厚年基金、確定給付企業年金、適格退職年金、退職一時金／新規（他の年金制度なし）が考えられるが、今回は適格退職年金からの移行を中心に推計を行った。
- 厚生年金基金、確定給付企業年金については、移行実績もほとんどないことから、今後3～5年間の移行数は無視できるものとする。
- 適格年金からの移行については、従業員300人超の企業は、DCを採用。その内、資産規模が200億円以上の大規模年金についてはDCと確定給付企業年金制度を併用すると仮定。
- 新規のDC設立（退職一時金からの移換も含む）の増加は、過去1年の水準と過去のトレンドを参考に推計する。
- DC資産に占める投信の割合は、2015年3月末に48.9%（米国401k資産に占める投信の割合（2005/3））に達し、それまでは毎年、線形的に投信の割合が増加するものとする。米国との単純比較は難しいが、本邦におけるDC資産に占める投信の割合は29.8%（2005年3月末）となっており、これは米国401kでの1995年の割合とほぼ同じ水準にある。
- DCに関する法制度は現行のままとする。

コラム：日本の年金制度の概要と最近の動き

日本の年金制度の概要



(注) 適格退職年金制度は 2011 年度末で廃止される。

1. 公的年金制度

公的年金制度(図の青色部分)には、以下の3つの制度がある。

- ・国民年金(基礎年金)：20～60歳の全国民が加入(図には表示されていないが、専業主婦など無職の人も加入)。加入期間に応じた定額給付。
- ・厚生年金：民間企業に勤める被用者を対象とした所得比例年金。
- ・共済年金：公務員、教員を対象とした所得比例年金。
 - ①国家公務員共済、②地方公務員共済、③私学共済、の3制度がある。

◆公的年金積立金の運用

公的年金は基本的に賦課方式で運営されているが、かなり多額の積立金を保有している(ほぼ給付5年分)。厚生年金・国民年金の積立金は GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が運用管理を行っている。共済年金の積立金は、国家公務員共済と私学共済については国家公務員共済連合会、日本私立学校振興・共済事業団によりまとめて運用管理が行われ、地方公務員共済については地方公務員共済組合連合会とともに個別共済組合も運用にあたっている。

2. 企業年金制度

◆新しい確定給付企業年金制度の創設と適格退職年金の廃止

日本の企業年金としては、従来、厚生年金基金と適格退職年金の2つの確定給付型年金制度が設けられていた。厚生年金基金は、公的年金である厚生年金の一部について給付・運用を代行する役割も負っていた。しかし、高齢化の進展、経済状況の低迷による運用難等により、厚生年金の代行を行わず、かつ受給権保護などの規制も整備された新しい企業年金制度が求められ、確定給付企業年金制度が2001年に創設された(2002年4月実施)。同時に適格退職年金制度は2011年度末で廃止されることが決まった。

◆確定拠出年金制度の創設

さらに同じ2001年、確定拠出年金制度が創設された（2001年10月実施）。企業が設立する確定拠出年金（企業型）は、企業が定められた限度額^(注)までの範囲で各従業員の口座に拠出を行うもので、現在従業員の拠出は認められていない。60歳から年金で受け取ることが原則となっている（中途受取や一時金による受取は例外を除いて認められず）。また、確定拠出年金制度には企業型以外に、確定拠出年金も含め企業年金がない企業に勤める被用者および自営業者のための個人型も創設されている（個人が限度額の範囲内で任意加入）。

(注)確定拠出年金の1人当たり拠出限度額（月額）

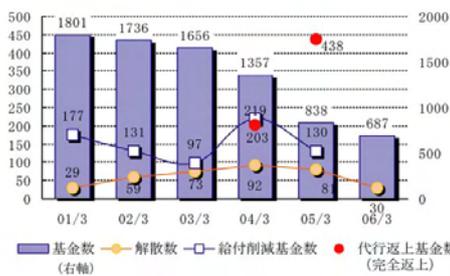
・企業型	ほかに企業年金あり	: 23,000円	・個人型	民間企業被用者	: 18,000円
	企業年金がなし	: 46,000円		自営業者	: 68,000円

◆進む制度移行

確定給付企業年金の創設以降、厚生年金の代行部分を国に返し（代行返上）、確定給付企業年金等に移行する厚生年金基金が続出し、厚生年金基金数は大きく減少している。現在存続している厚生年金基金の多くは、複数企業が合同で設立する「総合型基金」となっている。

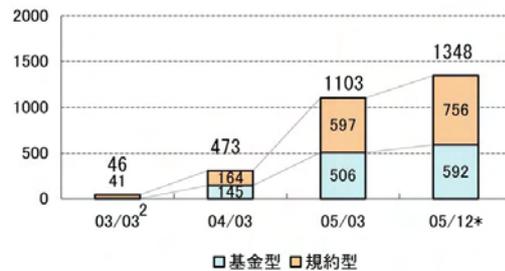
また、適格年金は小規模企業から大企業まで幅広く利用されてきたため、廃止に伴い今後各社がどのような制度に移行するかが注目の的となっている。小規模企業の受け皿としては中小企業退職金共済制度（中小企業のために国によって設立された制度）が、中規模以上の企業の移行先としては、確定拠出年金や確定給付企業年金が多くなると予想される。

厚生年金基金の状況



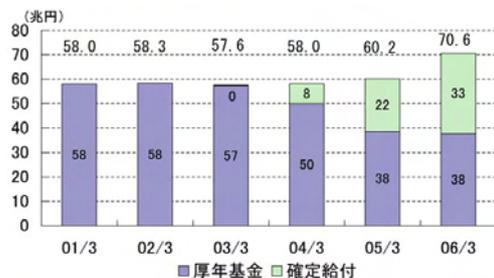
(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」等を元に野村総合研究所作成

確定給付企業年金数



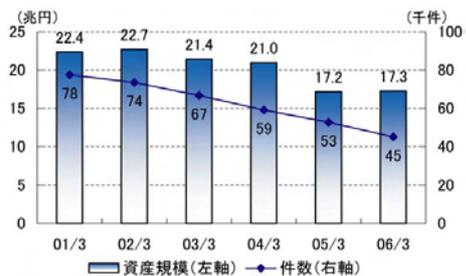
*2005年12月1日時点の数値
(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」等

厚生年金基金と確定給付企業年金の資産残高



(出所) 信託協会、生命保険協会

適格年金の資産規模と件数の推移



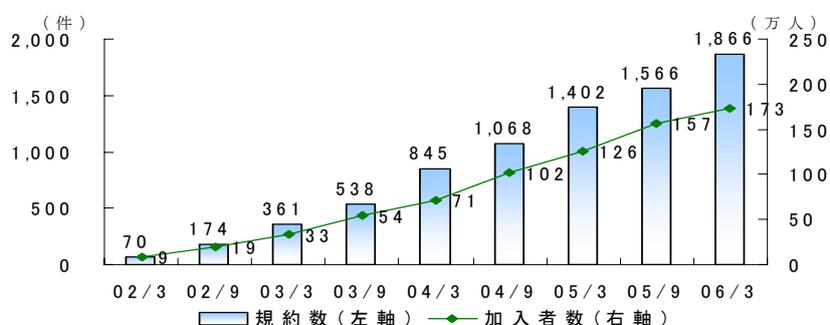
(出所) 格付投資情報センター「年金情報」、信託協会・生命保険協会等資料

2. 適格年金からの移行で大きく拡大する企業型確定拠出年金

企業型確定拠出年金は2001年10月の創設以来、着実に拡大を続け、2006年3月末で加入者数約170万人、規約数約1900、運用資産残高は2.0兆円となっている。他の企業年金・退職金制度からの移行動向を見ると、制度廃止をにらんだ適格年金からの移行が増加し5割を占めているが、新規の創設というケースも3割あり、新しい企業年金の一形態として根付きつつある。

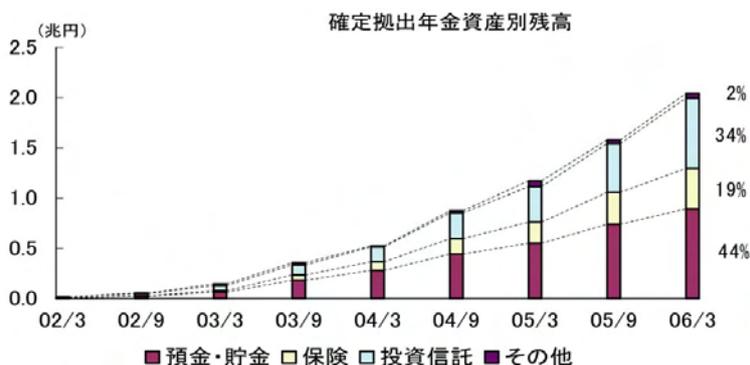
運用商品数は平均で12~14でその多くが投資信託などの有価証券となっているが、資産残高の内訳で見ると、依然として預貯金の比率が5割近くに達する状況である。投資信託については、近年、株式市場の回復等による資産増もあり、割合がやや拡大する傾向にある。

図表Ⅱ-5 確定拠出年金(企業型)の規約数と加入者数



(出所) 厚生労働省資料より野村総合研究所作成

図表Ⅱ-6 確定拠出年金資産別残高



(注) %は構成割合

(出所) 格付投資情報センター「年金情報」

図表Ⅱ-7 他制度からの資産移換動向(各月末時点の件数)

	(単位: 件)														構成比率 (05/10)
	02/5	02/7	02/8	02/12	03/2	03/5	03/8	03/12	04/2	04/5	04/9	04/11	05/2	05/10	
厚年基金	1	1	1	3	5	9	9	13	15	18	22	23	23	28	2%
確定給付											1	3	3	3	0%
適格退職年金	17	21	33	65	83	140	174	230	265	345	412	428	493	595	38%
退職金	11	16	18	23	29	38	46	69	82	110	139	143	170	215	14%
適年・退職金	5	6	8	17	21	27	33	57	69	100	132	143	174	259	16%
なし(新規)	61	76	93	123	136	193	213	256	268	311	345	358	379	458	29%
その他	0	1	2	2	2	5	5	7	8	13	15	16	18	22	1%
合計	95	121	155	233	276	412	480	632	707	898	1068	1114	1260	1583	

(出所) 厚生労働省確定拠出連絡会議

(1) 確定拠出年金 (DC) 専用投信の運用状況ーパッシブ運用が主流

確定拠出年金で採用されている投資信託の多くは DC 向けの専用投信となっている。以下では DC 専用投信について、その動向を見ていきたい。

2005 年 12 月末で DC 専用ファンド残高は約 6,500 億円となっている。残高、本数とも、最も多いのが国内株式と国内ハイブリッド (いわゆるバランス型) である。DC 専用投信への資金流入は増加を続けており、05 年度は 11 月までの 8 ヶ月だけで約 2,000 億円と、04 年度を上回っている。中でも株式ファンドへの資金流入が大きくなっている。

アクティブ・パッシブの別で見ると、依然としてパッシブファンドが主流となっている。残高で約 7 割がパッシブ運用であり、資金流入でも 02 年度から比べアクティブの割合は低下している (株式は若干持ち直し気味)。ただ、この傾向は、パッシブを中心とした品揃えにしている企業があることなど、必ずしも制度加入者の選好を適切に示しているとは限らないことに注意が必要である。

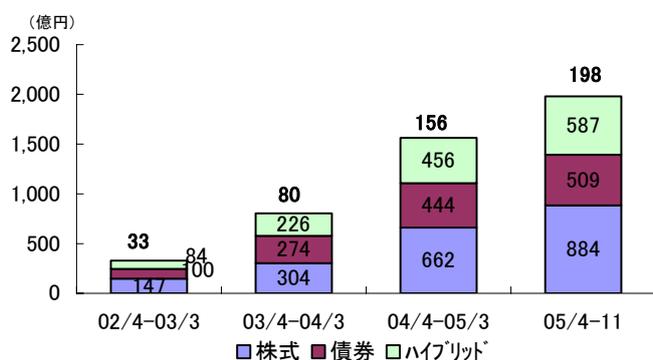
図表 II-8 DC 専用ファンド残高 (2005 年 12 月末)

(億円)

	アクティブ		パッシブ		合計	
	残高	本数	残高	本数	残高	本数
【株式投信】						
国内株式	918	(54)	1,401	(34)	2,319	(88)
海外株式	155	(24)	538	(16)	694	(40)
国内債券	110	(17)	602	(18)	712	(35)
海外債券	96	(16)	674	(19)	770	(35)
国内ハイブリッド	197	(37)	1,084	(39)	1,281	(76)
海外ハイブリッド	190	(19)	315	(9)	505	(28)
その他株式投信					25	(4)
小計					6,306	(306)
【公社債投信】						
MMF					149	(1)
合計	1,666	(167)	4,615	(135)	6,456	(307)

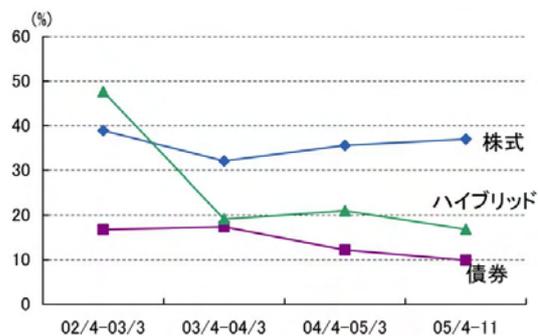
(注) シードマネー相当分控除後
(出所) 野村総合研究所

図表 II-9 DC 専用投信への資金純流入内訳



(出所) 野村総合研究所

図表 II-10 アクティブファンドへの資金流入割合



(出所) 野村総合研究所

DC 専用投信の信託報酬について状況をまとめたのが、図表Ⅱ-11 である。パッシブファンドの信託報酬が一般投資と比較して大幅にディスカウントとなっていることが分かる。単純平均ベースでは、一般投信に対し DC 専用ファンドは 0.15～0.25%程度低くなっている（特に海外もの）。2005 年 12 月末残高で加重平均すると、格差はより大きくなっている。アクティブファンドの場合は、信託報酬のディスカウントはほとんどない

図表Ⅱ-11 DC 専用ファンドの信託報酬(2005 年 12 月現在)

(%)

		一般			DC専用		
		ファンド数	信託報酬		ファンド数	信託報酬	
			単純平均	加重平均		単純平均	加重平均
国内株式	アクティブ	225	1.48	1.47	58	1.32	1.30
	パッシブ	27	0.65	0.73	34	0.48	0.32
海外株式	アクティブ	145	1.56	1.50	24	1.54	1.64
	パッシブ	8	0.80	0.84	16	0.55	0.36
国内債券	アクティブ	23	0.63	0.63	17	0.60	0.57
	パッシブ	6	0.46	0.46	18	0.30	0.20
海外債券	アクティブ	220	1.08	1.14	16	1.16	1.16
	パッシブ	6	0.75	0.99	19	0.48	0.38
国内ハイブリッド		102	1.04	0.98	76	0.80	0.47
海外ハイブリッド		158	1.27	1.27	28	1.04	0.59

(出所) 野村総合研究所

(2) 大きな成長性が見込まれる企業型確定拠出年金

先の「年金市場の成長性」の章でも述べたように、2011 年度末の制度廃止により、確定拠出年金へは中規模、大規模を中心とする適格年金から大きな移行資産が流入すると考えられる。それに伴い、資産規模は 2004 年度末の 1.2 兆円から、07 年度末で 3.6 兆円、11 年度末では約 12 兆円へと、大きく拡大すると見込まれる。その中で、今後特に投信の割合が増加すると考えられ、11 年度末には全体の 4 割強、約 5 兆円が投信で運用されると想定している。これにより、投信の信託報酬は確定拠出資産全体の拡大以上の伸びを示し、04 年度末の 28 億円から、11 年度末には約 390 億円へ 14 倍という大幅な増加が見込まれる(推計の前提については p21 を参照)。

また、適格年金廃止による確定拠出年金市場の急拡大は 2011 年度末で一服するものの、その後も企業年金制度見直しに伴う移行や新規の設立が継続すると予想され、市場の拡大は続くと考えられる。

図表Ⅱ-12 確定拠出年金市場の規模推計

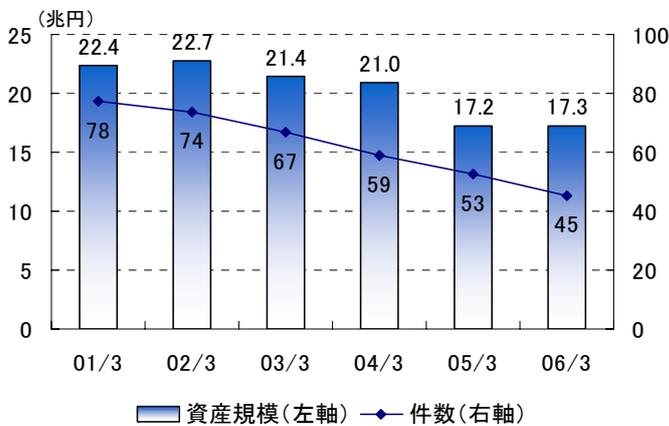
(兆円)

資産移動額	2005/3	2008/3	2012/3
適年からの流入	—	3.6	8.4
退職一時金からの流入	—	0.5	1.1
新規	—	0.5	1.1
DC資産残高	1.2	5.7	11.7
投信残高	0.4	2.0	5.1
投信の占める割合	29.8%	35.5%	43.2%
信託報酬 (億円)	28	156	389

(出所) 野村総合研究所

今回の適格年金から確定拠出への移行予測では、規模の小さい企業（従業員数 300 人未満）は中退共（中小企業退職金共済）に移行、それ以上の企業は確定拠出年金へ、またさらに資産規模も大きい大手企業の場合は確定給付企業年金と確定拠出年金の併用に移行すると想定した。すなわち、多くの資産が確定給付型から確定拠出型へ転換されると想定している。現在、適格年金の資産は 17 兆円にまで縮小しているが、そのほとんどが生保と信託銀行によって運用されている。適格年金の多くが確定拠出に移行するということは、生保、信託にとって伝統的な確定給付型年金の運用受託ビジネスがそれだけ減少することになり、今後パイの拡大が大きくは見込めない確定給付型年金市場において、投資顧問も含めた競争がますます熾烈になるものと考えられる。

図表 II-13 適格年金の資産規模と件数の推移



適年の受託状況 (2006年3月末)

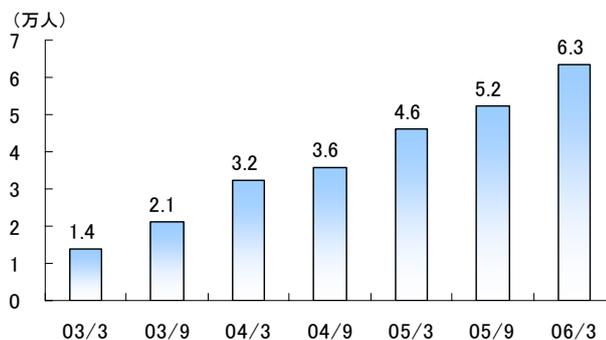
受託機関	件数	資産残高 (兆円)
生命保険	37,725	6.8
信託銀行	6,938	10.1
全共連	427	0.3
合計	45,090	17.3

(出所) 格付投資情報センター「年金情報」、信託協会・生命保険協会等資料

◆ 確実な増加が続く個人型確定拠出年金

個人型確定拠出年金の資産は 500 億円 (2004 年度末)、加入者数は 2005 年度末で 6 万人程度となり、加入者数も資産額も確実に増加している。この資産の多くは企業型からの移換分となっており、純粋な個人による加入はまだ少ないのが現状である。ただ、今後の法制度の見直し等によっては、退職所得の受け皿として機能し、大きく残高が拡大する可能性も秘めていると考えられる。

図表 II-14 個人型確定拠出年金加入者数の推移



(出所) 厚生労働省資料より野村総合研究所作成

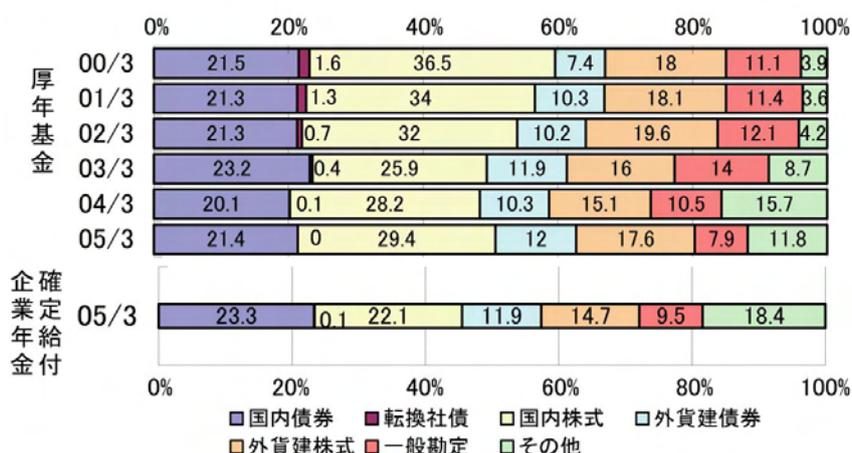
3. 非伝統的資産への投資が広がる年金資産運用

企業年金の資産運用では、伝統的資産に加えて、徐々にオルタナティブ投資などの非伝統的資産への投資が増加してきている。公的年金では、最大の資産運用管理機関である GPIF の運用は、資金の巨額さもありパッシブ中心となっている。

(1) 企業年金の資産運用—増加するオルタナティブ投資

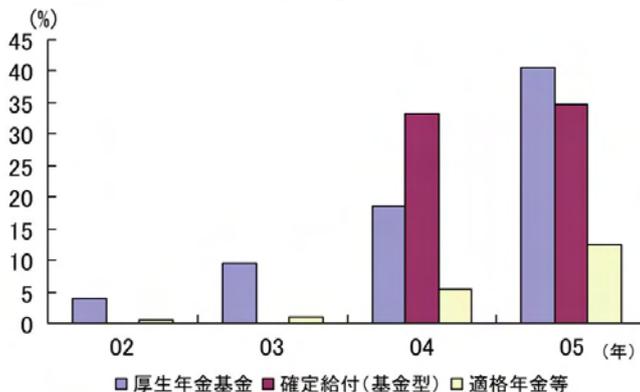
図表Ⅱ-15 は、厚生年金基金のアセットアロケーションを時系列で見たものだが、2000～2002年の株式市場の低迷から国内株式の比率がかなり低下し、その後も2000年度の水準にまでは戻っていない。その代わりに増加したのが「その他」である。「その他」には、オルタナティブ投資、不動産などが含まれる。つまり、厚生年金基金では非伝統的な投資が増えてきているのである。2004年度末のデータしかないが、確定給付企業年金では、さらにこの傾向が強い。「その他」は18.4%と、国内債券や国内株式に迫る比率を占めている。

図表Ⅱ-15 厚生年金基金と確定給付企業年金のアセットアロケーション



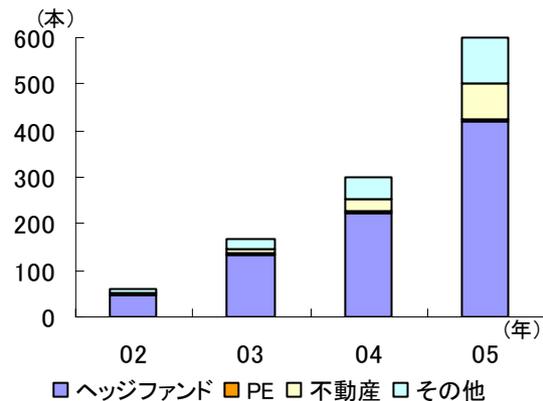
* 「その他」はオルタナティブ投資、不動産、貸付金等
 (出所) 企業年金連合会「資産運用実態調査」、「企業年金に関する基礎資料」

図表Ⅱ-16 オルタナティブ投資を実施している企業年金の割合(制度別)



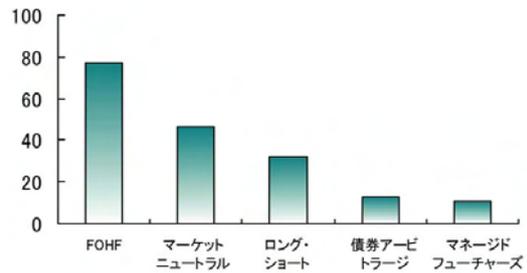
(出所) 格付投資情報センター「年金情報」

図表Ⅱ-17 年金のオルタナティブ商品採用状況



(出所) 格付投資情報センター「年金情報」

図表Ⅱ-18 ヘッジファンドへの投資状況



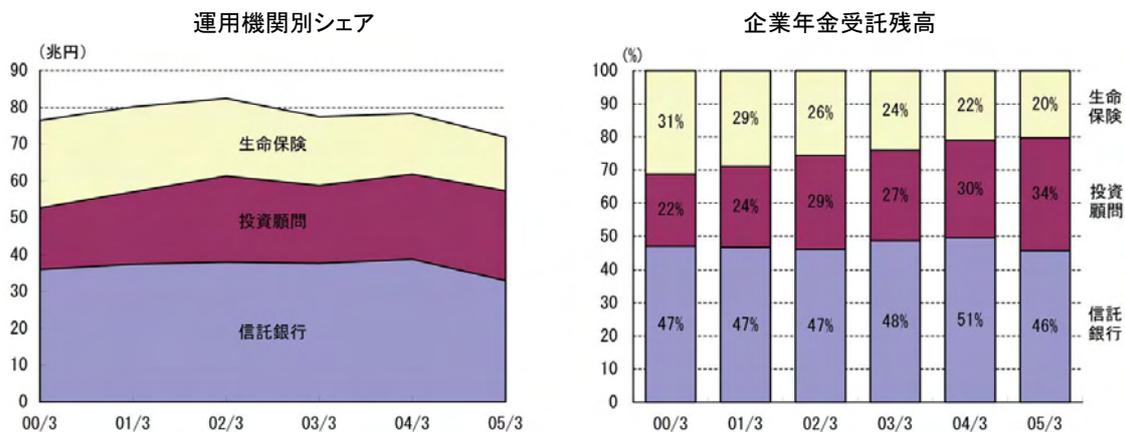
(出所) 大和総研「年金ニュースレター (オルタナティブ投資特集)」 2005年6月

「年金情報」誌が毎年行っている調査¹⁹によれば、2005年はオルタナティブ投資を実施する年金が大きく増加し、厚生年金基金では調査回答基金の4割、確定給付企業年金では35%がオルタナティブ投資を行っているとのことである(図表Ⅱ-16)。また資産規模が大きくなるほどオルタナティブ投資を行う年金が多くなる傾向がある。オルタナティブ投資はそのほとんどがヘッジファンドだが、最近是不動産投資なども増加傾向にある。またヘッジファンドの中では6割以上がファンドオブヘッジファンズとなっている。

◆運用機関の採用状況

企業年金資産(厚生年金基金、確定給付企業年金、適格年金)の運用機関別受託残高の推移を見ると、生保、信託がその額もシェアも減少させている。適格年金の制度移行や、2004年度に過去分を含めた代行返上が大きく進んだことから、それが生保、信託の受託減

図表Ⅱ-19 運用機関別受託残高



(出所) 格付投資情報センター「年金情報」より野村総合研究所作成

¹⁹ 「運用会社の年金顧客評価調査」 2005年は2005年12月19日号。オルタナティブ投資については2006年4月17日号に掲載。

少につながったものと想定される。これに対し、2004年度も投資顧問は受託残高がわずかながら増加、相対的にシェアを伸ばしている。

厚生年金基金の採用運用会社数を資産規模別に時系列で示したのが図表Ⅱ-20である。全体として採用社数が減少しており、特に小規模な基金で運用先の統合が進んでいる。資産規模300億円以上の大手基金では、採用社数の減少傾向は止まった感がある。また大規模基金では投資顧問の採用社数が大きくなっている。

図表Ⅱ-20 資産規模別平均契約運用会社数

(単位：社)

資産規模 (億円)	1996年	97	98	99	2000	01	02	03	04			
										信託銀行	生命保険	投資顧問
-30	6.3	6.0	5.5	5.0	4.9	4.7	4.8	4.1	3.3	1.6	1.6	0.0
30-50	7.3	7.0	6.6	6.3	6.0	5.8	5.6	5.1	4.9	2.5	2.3	0.2
50-100	7.5	7.3	7.0	6.6	6.6	6.3	6.2	5.4	5.1	2.5	2.3	0.4
100-200	7.8	7.8	7.6	7.4	7.3	6.9	6.8	6.2	5.9	3.0	1.8	1.2
200-300	9.4	9.0	8.9	8.3	8.4	8.2	8.3	7.1	7.0	3.3	1.6	2.2
300-500	10.6	10.9	10.8	10.1	10.4	10.3	10.2	8.5	8.6	3.3	1.8	3.4
500-	14.8	15.4	15.4	14.7	15.0	14.6	14.9	12.9	13.2	3.6	1.8	7.7
計	8.4	8.4	8.3	8.2	8.1	7.8	7.6	6.9	6.8	2.8	1.9	2.0

(出所) 企業年金連合会「企業年金」

運用報酬率について見てみると、運用資産の大きな基金ほど、運用報酬率は低くなっている。料率の水準自体には、この10年で大きな変化の傾向は見られないようである。

図表Ⅱ-21 資産規模別運用報酬率

(単位：%)

資産規模 (億円)	1995年	97	99	2001	02	03	04
25億円未満	0.43	0.41	0.44	0.41	0.40	0.44	0.42
25-50	0.40	0.39	0.43	0.41	0.39	0.43	0.43
50-75	0.39	0.38	0.44	0.40	0.38	0.41	0.42
75-100	0.38	0.35	0.41	0.39	0.37	0.40	0.42
100-250	0.38	0.34	0.40	0.37	0.35	0.38	0.37
250-500	0.35	0.32	0.38	0.35	0.32	0.34	0.32
500-750	0.33	0.29	0.39	0.33	0.29	0.32	0.32
750-1000	0.29	0.27	0.36	0.31	0.27	0.31	0.29
1000-2500	0.26	0.24	0.33	0.27	0.25	0.26	0.28
2500億円以上	0.23	0.20	0.28	0.23	0.20	0.23	0.26
計	0.32	0.28	0.35	0.31	0.28	0.31	0.31

(出所) 企業年金連合会「企業年金」

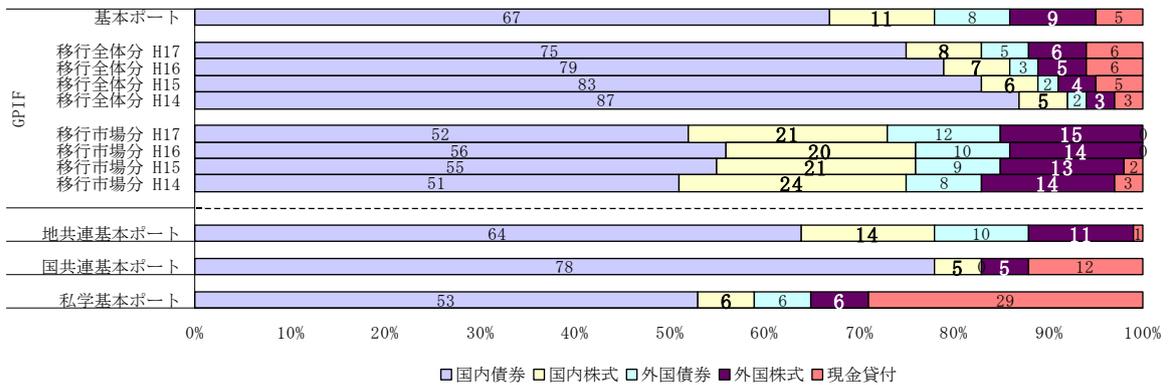
(2) 主要公的年金のアセットアロケーション

－GPIFはパッシブ運用中心で低い運用委託手数料

図表Ⅱ-22は、公的年金制度の資産運用管理を行う主な機関（GPIF、地方公務員共済組合連合会、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団）の基本ポートフォ

リオを示している。私学共済以外は、一定の債券への投資義務があるため国内債券比率が高くなっている。前述のように財政融資資金が償還される GPIF 運用分では、償還分が株式を含めた市場運用に回されるため全体としての国内債券比率は減少してきている。最終的な基本ポートフォリオは 2008 年度に実現されることになっている。

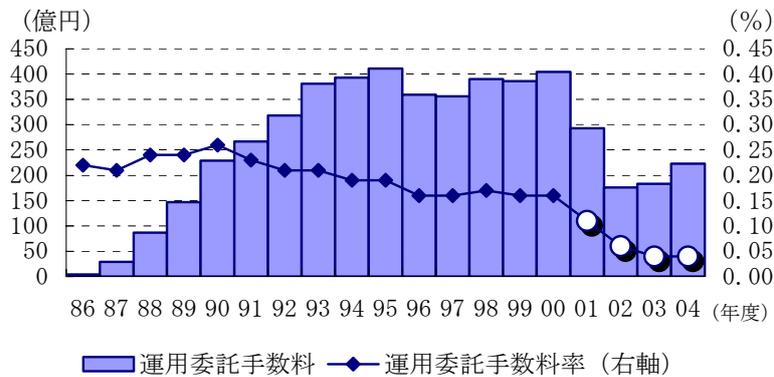
図表 II-22 主要な公的年金の基本ポートフォリオ



(出所) GPIF、地共連、国共連、私学共済の資料をもとに野村総合研究所作成

巨額な資産の運用管理を行う GPIF では、市場運用分でもアクティブ運用は 2 割程度に留まり、ほとんどがパッシブ運用となっているが、その分、運用委託手数料率もかなり低く抑えられている。

図表 II-23 GPIF の運用委託手数料



(出所) GPIF の資料を元に野村総合研究所作成

4. 金融機関のヘッジファンド投資動向

ーファンドオブヘッジファンズを中心とした運用で、今後も拡大傾向

金融機関ではここ数年、貸出の低迷を補うため有価証券投資が増加を続けてきたが、有価証券投資の内容自体は以前と大きく異なっている。全国銀行では、10年前には全体の1/4程度であった国債が、2003年度以降は約50%と2倍の水準にまで達し、結果として極めて金利リスクが高い構成となっている。また、持ち合い解消により株式保有が大幅に減少していることから、金利上昇による損失を株価上昇で補うことも難しく、金融機関からは、「リスクを増やすことなく収益を高める手法」を用いた有価証券運用が求められていると考えられる。すなわち、現在保有するリスクとの分散効果をもちながら、収益性を高めることができる運用手法へのニーズである。

金融機関の中には、このような運用を実現するために、外部運用機関の金銭信託や私募投信、ヘッジファンドなどを利用している所も少なくないと考えられる。この章では、外部運用委託の一つであり、近年運用手段として重要性の増しているヘッジファンド投資に関し、金融機関がどのような態度で臨んでいるかをアンケート調査から見ていくこととする。

金融機関のヘッジファンド投資動向ーアンケート調査から

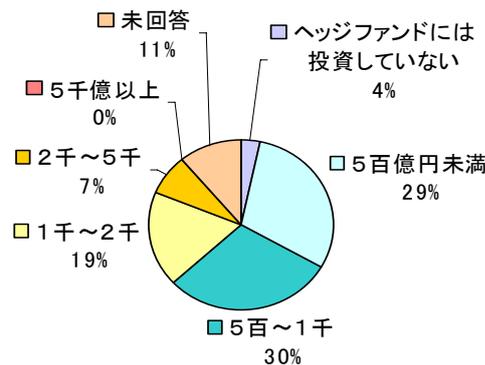
AIMA-Japan (Alternative Investment Management Association-Japan) は野村総合研究所の協力の下、ヘッジファンド投資を行っている大手金融機関を中心とする31社を対象に2005年7月にアンケート調査を行い、うち27社から回答を得た(銀行および生損保が中心で商社3社を含む)。金融機関のヘッジファンド投資額の6~7割をカバーすると思われる)。そこからは、投資規模約1千億円、ファンドオブヘッジファンズを主体とする運用を行い、今後も依然として生損保を中心に投資意欲が強い、というヘッジファンド投資の平均的姿が浮かび上がってくる。

◆ヘッジファンドへの現在の投資金額－27社の合計は2兆円超

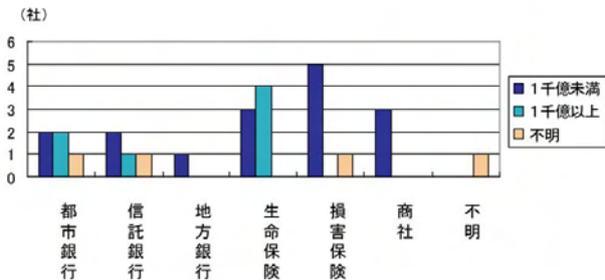
約1/4の金融機関が1,000億円以上を投資しており、500億円以上の投資額となっている機関は56%と半数を超える。回答企業の総投資額は2.25兆円にのぼり、回答項目の中間値を用いた平均投資額は約1千億円となっている。

投資開始時期を回答した24社中半数以上の14社が1999年以前にヘッジファンド投資を始めているが、それ以降に開始した、いわば「後発組」の方が投資額は大きくなっている。

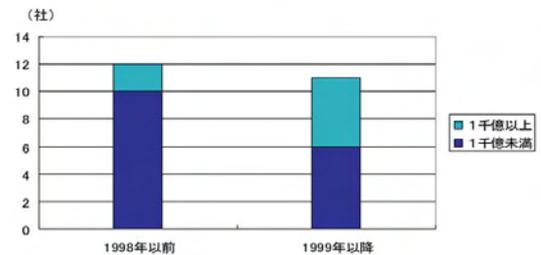
図表Ⅱ-25 現在のヘッジファンド投資額



【参考1】業種・業態別のヘッジファンド投資額



【参考2】投資開始時期別のヘッジファンド投資額



1999年以降に投資を開始した企業の方が、相対的に投資額が大きい傾向がある。

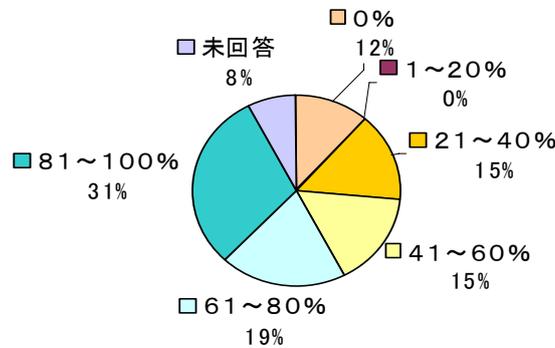
◆ファンドオブヘッジファンズを中心とする投資内容

ヘッジファンドへの投資額のうち、6割以上をファンドオブヘッジファンズに投資している金融機関は半数にのぼり、ファンドオブヘッジファンズが投資の主流と見ることができる。全くファンドオブヘッジファンズの投資を行わず、シングルファンドだけ、という機関は12%に過ぎない。ファンドオブヘッジファンズの数も6以上という機関が約半数の49%を占めている。

シングルファンド投資の場合、マネジャー数は15以下が57%と約6割だが、21以上のファンドに投資している機関も3割にのぼっている。

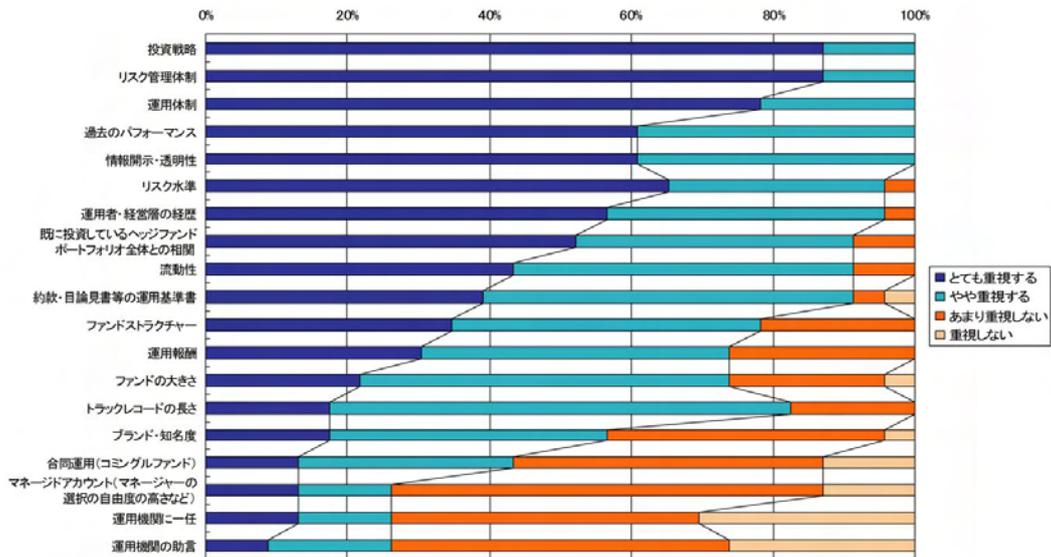
ファンドオブファンズにしても、シングルファンドにしても、海外のファンドやマネジャーを利用するケースが多数を占め、日本のものは未だ少数に留まっている。

図表Ⅱ-26 ファンドオブヘッジファンズの投資額割合



ファンドオブヘッジファンズの採用ポイントを聞くと、投資戦略、リスク管理体制、運用体制のほか、過去のパフォーマンスやリスク水準、情報開示・透明性に関して重視されていることがわかる。

図表Ⅱ-27 ファンドオブヘッジファンズの採用ポイント

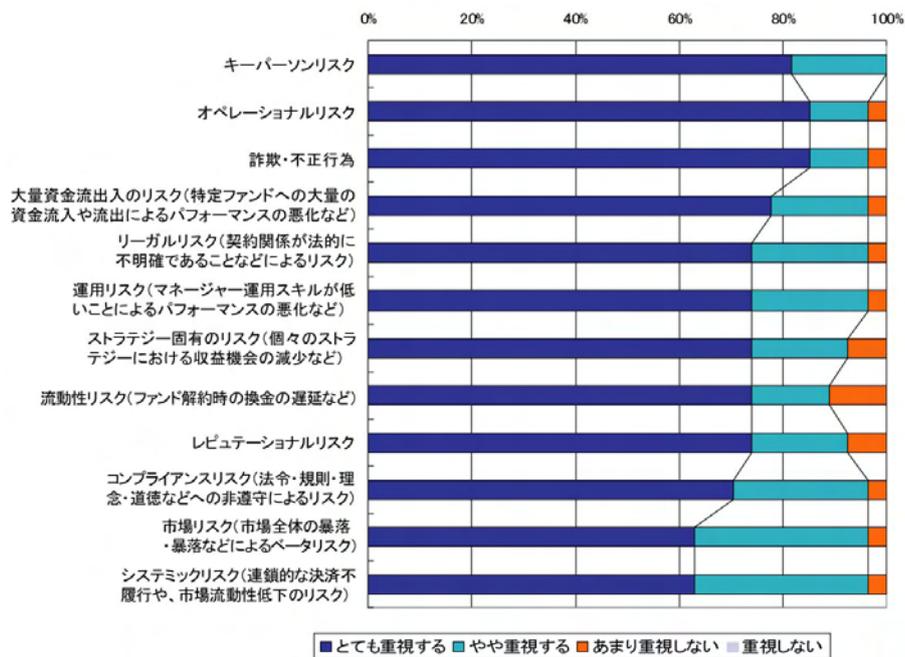


◆リスクマネジメントの状況

ヘッジファンドのパフォーマンス評価については、ほぼ全社(95%)が「絶対収益」を重視しており、約6割が「+3%~+7%」を目標水準としている。最も多いのが「+5%~+7%」で、全体の約3割に達する。ヘッジファンドのモニタリング頻度としては月次が圧倒的に多い。

リスクとしてどのような項目を重視するかを聞いた結果が下表である。キーパーソンリスク、オペレーショナルリスク、詐欺・不正行為などについて、ほぼ全ての機関が「とても」あるいは「やや」重視すると答えている。しかし他の項目についても関心が高く、項目間での重要度の差はあまり見受けられない。

図表 II-28 ヘッジファンド投資のリスク

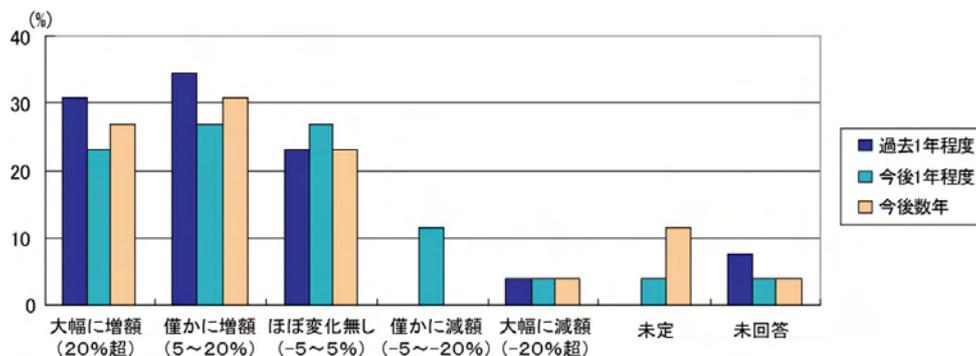


社内でヘッジファンド投資に従事している人数としては、約4割の11社が4名以上の担当者を置いて管理を行っている。しかし、海外マネージャーやファンドへの投資が多いわりに、海外専任の担当者を置いている機関は15%に過ぎない。

◆今後も投資額は拡大傾向

過去と将来1年の投資額の増加状況について聞くと、過去1年で2/3の機関が5%以上の増額を行っており、今後についても半数以上の機関が5%以上の増額を予定している。特に生損保で増額を考える機関が多くなっている。

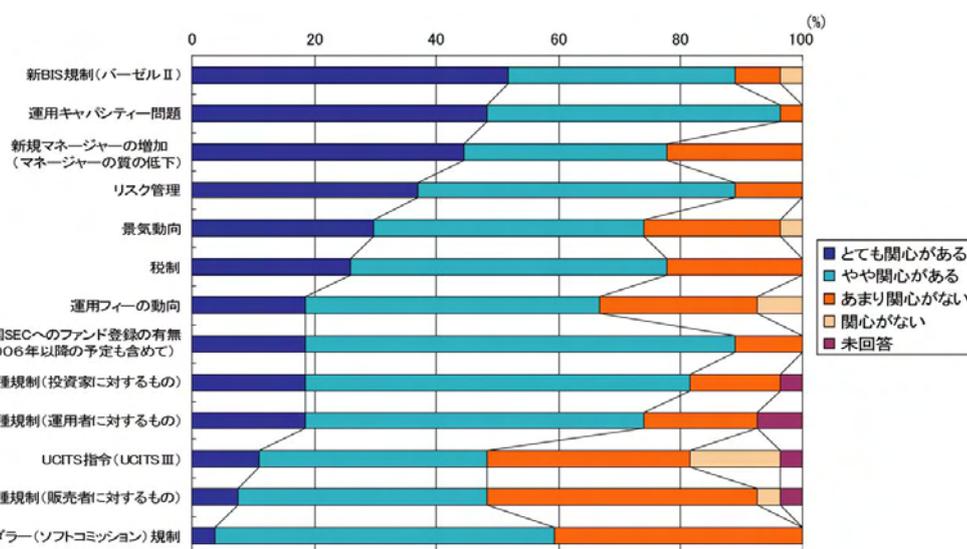
図表 II-29 過去・将来のヘッジファンドの投資額増加状況



◆最近気になるテーマは新 BIS 規制、キャパシティ問題

最近、ヘッジファンドについて感心のある項目を聞いたところ、下図のように、新 BIS 規制、運用キャパシティ問題、新規マネジャーの増加による質の低下などに大きな関心が寄せられていることが分かった。新 BIS 規制では、ヘッジファンド投資のリスクウェイトをどの程度にするかについての詳細規定が作成過程にあるため、大きな関心と呼んでいると思われる。

図表 II-30 ヘッジファンドについて最近気になるテーマは？



Part III リテールビジネス

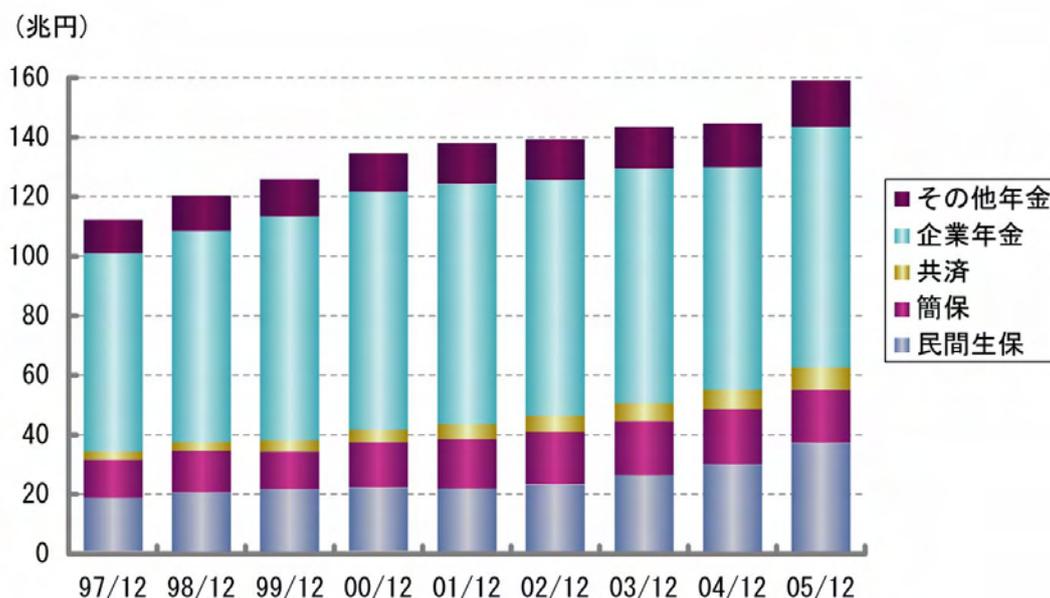
1. 老後の生活に備えた元本保証ニーズとキャッシュフローニーズの高さ

2005年12月末時点の日本の家計に占める金融資産は1,500兆円を越えた。各金融機関は、金融商品の販売によって金融資産を取り込むことにこれまでも注力してきたが、その約半分は依然として預貯金という形で「眠って」おり、まだ販売拡大の余地は大きい。

金融機関が商品戦略を考える上で消費者の趣向が重要であることは、いまさら言うまでもないが、マクロ的な観点からもその趣向の一旦を確認することができる。日本銀行の資金循環統計により、家計に占める金融資産の内訳を見ると、ここ数年、三つの資産の構成比が増加している。増加幅の大きい順に、年金準備金、国債、投資信託である。

まず年金準備金について、その内訳を見ると、中でも民間保険会社が提供する個人向け変額年金の増加が大きい（図表Ⅲ-1）。変額年金向け商品の特徴の変化を見ると、以前は死亡保障特約が付いた商品がメインであったが、最近では年金原資を保証する特約が付いた商品に資金が集まる傾向がある。ここからは、将来の年金生活に備えた、元本保証ニーズの高さが窺える。

図表Ⅲ-1 年金準備金の内訳



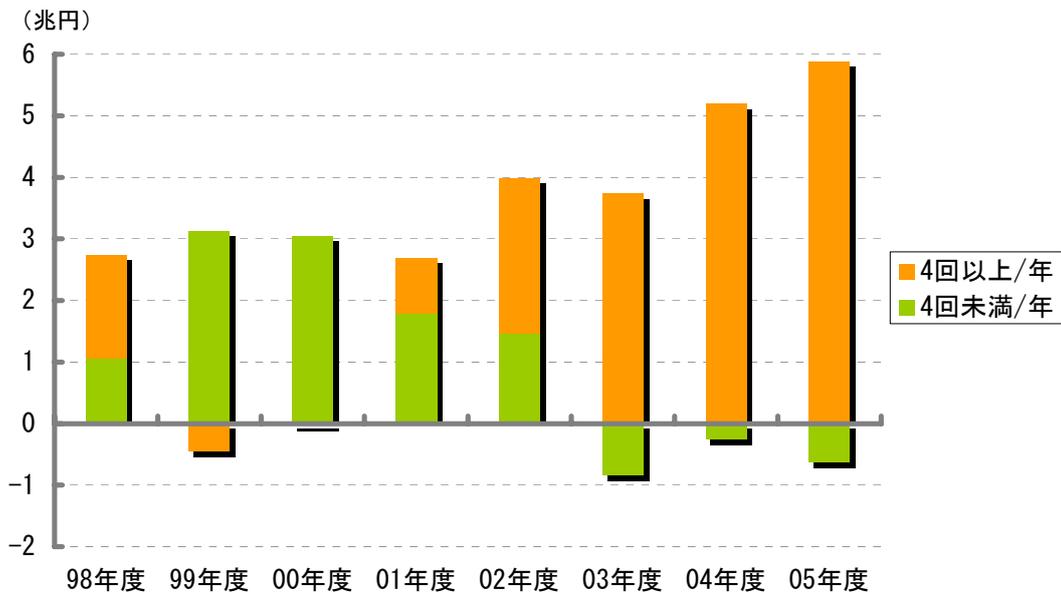
(出所) 日本銀行の公表データをもとに野村総合研究所作成

また、国債についてであるが、現在の金利水準の低さからは、投資目的や利子収入目的というよりも、元本保証性が高い長期の貯蓄が目的と考えられる。

最後に、投信についてどのような商品が選択されているのか、投資リスクと分配回数の二つの観点から見てみたい。2002年までは、主に株式に投資する比較的风险の高い投信

に資金が流入していたが、03年には流出に転じた。対して01年以降、外債に投資するファンドや、複数の資産クラスに投資するバランスファンドなど、ミドルリスクの商品に資金が流入し始め、その額は年々増加している。結果、投資リスクを軽減する方向に資金が向かっている。また、分配回数の観点からは、年に4回以上分配金が支払われる、いわゆる多分配型のファンドに資金が集まる傾向が顕著だ（図表Ⅲ-2）。その商品に関しても、ブームとなった外債ファンドだけでなく、バランスファンドや配当の高い株式に投資する高配当株ファンドなど、最近は内容が多様化してきている。このようなミドルリスクの商品や、分配回数の多い商品に資金が集まる傾向が見られることから、お金を増やすことよりも、老後の生活資金として、投資元本は取り崩さずに、運用益を原資とした安定的なキャッシュフロー収入を重視する傾向が見える。

図表Ⅲ-2 分配回数別投信への資金流入の状況



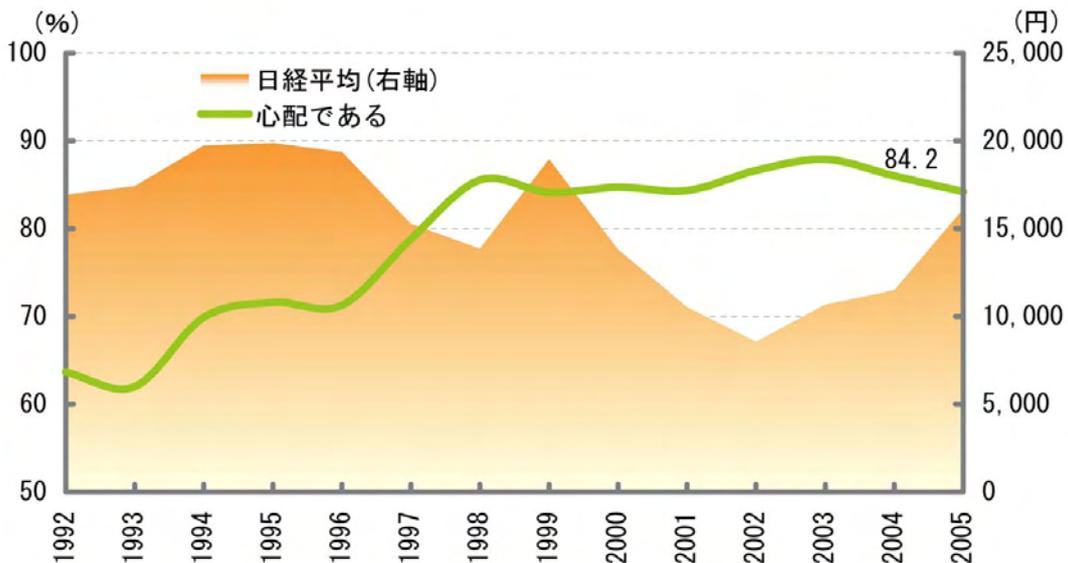
(注) 毎日決算型のMMF、MRF等を除外。05年度の値は、11月末までの実績
 (出所) Fundmark等のデータをもとに野村総合研究所作成

◆老後の生活に対する不安

日銀のアンケート調査によると、2000年のITバブル崩壊による株価下落とともに個人の景況感は一旦悪化した。2003年以降、株式市場の堅調さに連動するように景況感も改善してきた。このように、個人の比較的短期の生活意識は、足元の市況に左右される傾向が見られる。ただその一方で、金融中央広報委員会が行ったアンケートによれば、家計が抱える老後の生活に対する不安は90年代徐々に高まり、90年代後半には、不安を感じる世帯の比率は8割を越えるようになった。しかも、近年、景気は回復傾向にあるにもかかわらず、その比率は高止まったままである（図表Ⅲ-3）。

先に述べたように、金融機関が提供する金融商品の傾向をみると、キャッシュフローに対するニーズや元本保証に対するニーズに対応する商品の残高が増加するとともに、商品性も多様化してきている。これらは、いわゆる「長生きリスク」を回避したい消費者の気持ちの表れともとれる。老後に不安を感じる世帯の割合が依然高い水準にあることから、このような商品へのニーズは今後もしばらく続くことが想像される。

図表Ⅲ-3 世帯主60歳未満の世帯における、老後の生活に対する不安



(注) 日経平均は各年12月末の値

(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」等をもとに野村総合研究所作成

コラム：SMA (Separately Managed Account) – プロダクトからプロセスへ

2004年4月の投資顧問業法改正によって、証券会社における投資一任業務に関する規制が大幅に緩和され、SMA サービス、所謂ラップサービスの提供が可能になった。これを契機として、大手、準大手の証券会社が相次いで提供を開始、もしくは検討を行っている段階だ。また、証券会社だけでなく、銀行や信託銀行へも広がりつつある。

消費者がサービスを利用する際の最低投資額は、1,000万円から3億円と比較的高額に設定されており、個人富裕層にターゲットを絞ったサービスとなっている。サービスを開始してから日が浅いこともあって市場規模はまだ小さいが、それでも2006年3月末時点での各社の契約金額は既に3,400億円程度となっているようだ。

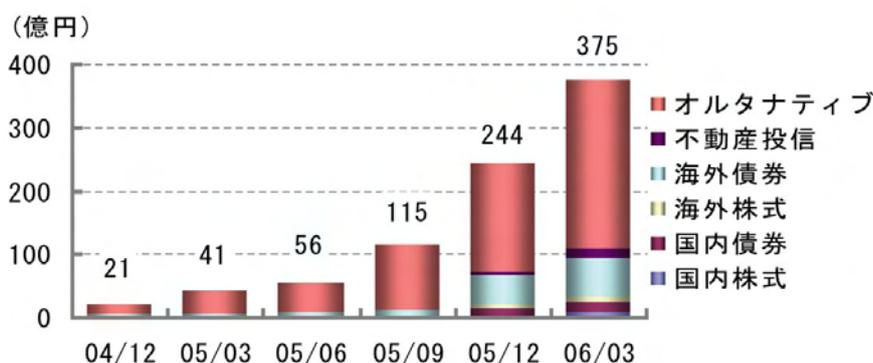
個人を対象としているものの中では比較的高額の金融商品であることから、サービスの魅力度を高めることに各社工夫を凝らしている。たとえば、提供する運用商品にヘッジファンド的なものを取り入れるなど、商品選定に力を入れたり(下図)、アセット・アロケーションをはじめとする投資提案に工夫を施したり、金融商品というより、投資提案から運用報告に至る一連のサービスであることを強調している。

SMAで提供される運用商品は、個別銘柄によるポートフォリオ運用や、投資信託を用いたファンド運用となっている。一部の金融機関では、投信ラップといわれるような投資信託のみを提供するところもあるが、個別銘柄と投資信託の組合せを選択できるところもある。個別銘柄による運用は国内株式が中心となっている。

米国のSMAの場合、個別銘柄の運用はその形態により、①自社(系列運用会社)がポートフォリオを作成して運用する自社SMAタイプ、②自社系列の運用会社だけでなく、それ以外の運用会社が提供するポートフォリオも選択可能な他社SMAタイプ、③運用会社が提供するモデルポートフォリオを投資家が選択し、証券会社がポートフォリオを運用するMSP(Multi Style Portfolio)タイプの3つに分けられる。現在、日本で提供されるSMAサービスの場合、③のMSPタイプが殆どとなっている。

ある意味で、SMAは、これまで年金などの機関投資家向けだった資産運用サービスを、一般の個人投資家でも利用可能にしたものと考えられるが、今後、長生きリスクを背景とした資産運用ニーズの高まりとともに、市場の拡大が予想される。

オルタナティブ資産の多さが目立つSMA専用ファンド



(注) 国内籍の追加型株式投信のうち、SMA専用のものが対象

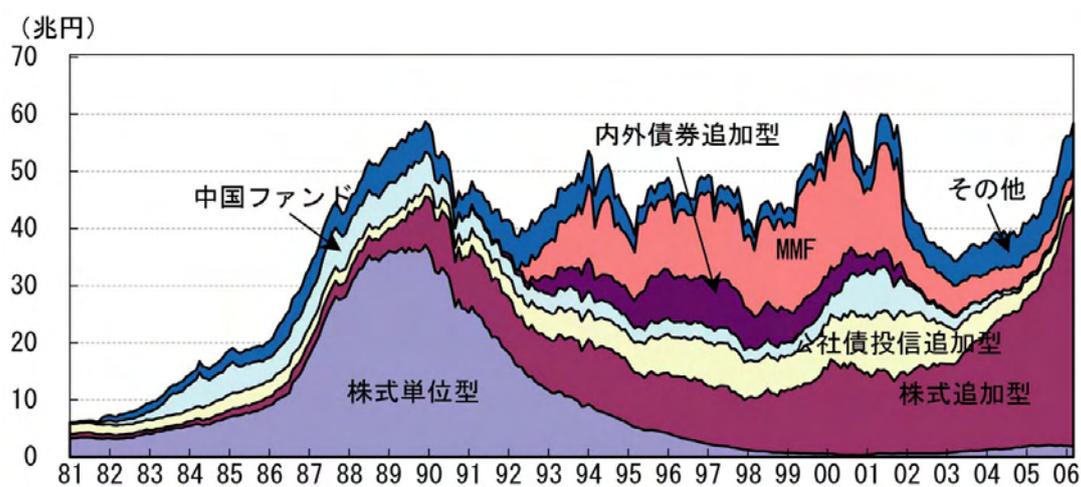
(出所) Fundmarkのデータをもとに野村総合研究所作成

2. 個人向け金融商品の商品性の変化—投資信託、変額年金を中心に

(1) 国内籍公募投信市場—残高拡大とともに商品の多様化進む

国内で設定された公募投信の残高は、2002年に大きく減少したが、2003年以降持ち直しを見せ、2006年3月末時点で約58兆円と、ピーク時に迫る勢いを取り戻している。その牽引役となっているのが追加型の株式投信である（図表Ⅲ-4）。中でも海外株式アクティブや海外ハイブリッドの残高がその割合を増やしている。

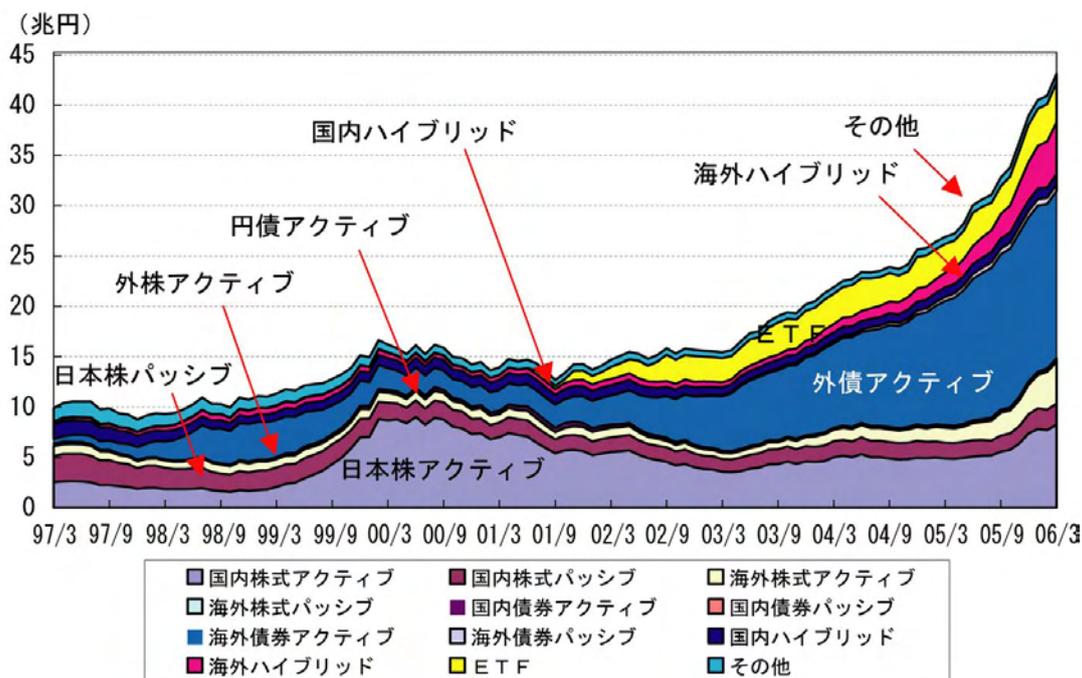
図表Ⅲ-4 国内の公募投資信託市場



(出所) 投資信託協会等のデータをもとに野村総合研究所作成

追加型株式投信を対象とした、四半期ごとの資金純流入額によるファンドのランキングをみても、2003年第3四半期頃までは、「グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）」に代表される海外債券ファンドが圧倒的に多かったが、2003年9月頃から、国内株式、中国株、不動産投信のファンドが上位に食い込み始めている。さらに直近では、国内株式相場の上昇を受け、既存の国内株式ファンド中でもパフォーマンスの良好なものや、海外株式型や海外ハイブリッド型のファンドも上位に入り始め、商品が多様化してきている様子が窺える（図表Ⅲ-5、図表Ⅲ-6）。

図表Ⅲ-6 追加型株式投信のタイプ別残高推移



(出所) Fundmark のデータをもとに野村総合研究所作成

<投資信託の傾向>

■ キャッシュフローニーズ対応商品

年間の分配金の支払い回数別に、追加型株式投信への資金純流入額額の推移を見ると、いわゆる多分配といわれる、年間4回以上の分配回数の商品への流入額が2001年以降年々増加しており、個人のキャッシュフローニーズの高さを物語っている(図表Ⅲ-2)。

■ 元本保証ニーズ対応商品

- 2002年後半ごろから、リスク限定型というタイプの投信が増加してきた。ただし、これらの商品はオプションのプレミアムに相当する部分を分配し、その利回りの高さを売りにしてきた側面があるが、近年、利回りが低下したことで商品の魅力が薄らぎ、残高の増加傾向は鈍化してきている。
- 投資信託への資金流入額を、各商品のリスクの高低に分けてみた場合、近年、高リスクの商品からは資金流出する傾向がある一方で、中程度にリスクが押さえられた商品に資金が集まる傾向が見られる。

コラム：日本の上場投信（ETF）はどうしたら増えるか？

国内の ETF は、2001 年以降、純資産残高は年々増加し（年平均増加率：56%）、2005 年末時点では 3.7 兆円となっている。残高の増加は継続しているものの、増加率は鈍化傾向にある。以前の残高増加の背景には、2000 年から 2002 年にかけての景気低迷、株価下落によって、企業の持ち合い株解消の手段として ETF が利用されたことが大きいと考えられる。（企業（プロ）向けの市場として拡大）

米国の ETF は、1993 年以降、純資産残高は年々増加し、2005 年末時点では約 3,000 億ドル（≒36 兆円、日本の約 10 倍の規模）となっている。全体の残高の年平均増加率は 81% で、種類別に見ると国内株式は 77%、グローバル・外国株式は 91%、債券は 59% と、グローバル・外国株式の増加が特に顕著である。増加の背景には、アドバイスを求める個人投資家向けの残高ベースのサービスにおける、パッシブ型 ETF の利便性の高さがあると言われる。（リテール向けの商品として拡大）

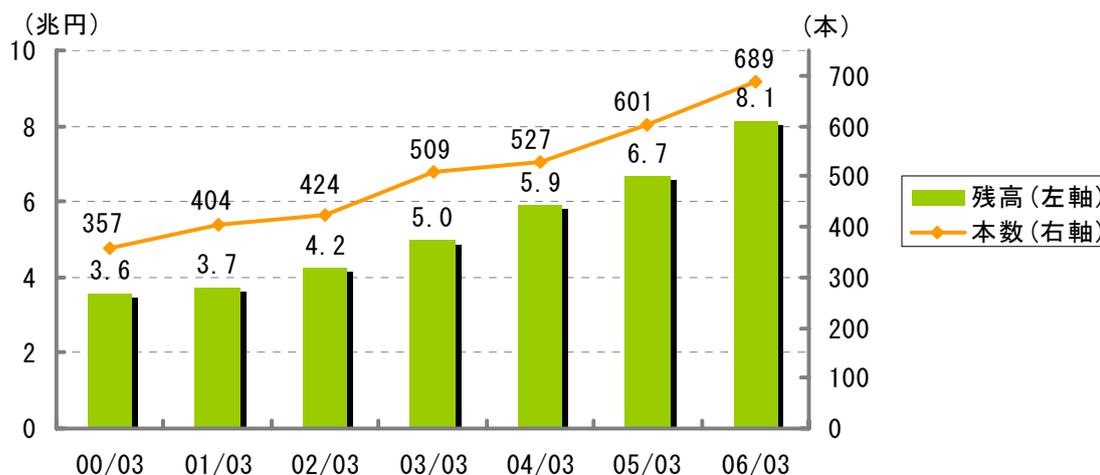
米国での ETF の拡大要因の一つには、個人投資家のアドバイスニーズの高まりに伴う、アドバイス付きの残高ベースのサービス拡大がある。その理由には以下の 3 つが挙げられる。①金融機関にとって、一般の投信のような販売時の手数料収入が期待できない ETF は、残高ベースのサービスでの利用の方が向いていること。②ファイナンシャルアドバイザー等が顧客にポートフォリオを提案する際には、アセット・アロケーションが重視され、各資産はパッシブ型商品が中心となる傾向にあること。③パッシブ型商品を提案する場合、忠実義務や顧客適合性の観点から、アドバイザーにとって、インデックス投信より報酬率の低い ETFの方が顧客に提案しやすいこと。

米国の事例をもとにすると、国内で ETF の市場が拡大するか否かは、リテールマーケットに定着するかどうか大きなポイントとなる。ETF の将来にとって、ポジティブな要因として、主に 2 つの点が挙げられる。一つは、個人向けの残高ベースの手数料サービスが国内でも拡大しつつあること。証券会社を中心として、これまでのコミッションビジネスから、フィービジネスへの転換を図っており、2004 年 4 月に始まった SMA サービスがそのきっかけとなる可能性がある。もう一つは、個人投資家によるオンライン証券の利用が拡大することで、多くの面で利便性が高い ETF の活用が増える可能性があることである。その一方で、大手の銀行や証券などを中心に、販売手数料を重視する金融機関は未だ多く、国内で残高ベースのビジネスが拡大するには時間がかかる可能性があることは、ETF 市場の拡大に対しては懸念材料である。

(2) 外国籍投信市場—年平均 13%で拡大する成長市場

2006年3月末時点、日本国内で販売されている外国籍投信の残高は約8兆円、ファンド数は689本である。公募の国内籍投信の残高58兆円と比較しても、市場規模としては十分に大きいといえるだろう(図表Ⅲ-7)。伸び率に関しても、残高、本数ともに、00年3月末からはほぼ倍増しており、その間の残高の年平均増加率は13%にも達する成長市場である。

図表Ⅲ-7 外国籍投信残高の伸び



(出所) Fundmark のデータをもとに野村総合研究所作成

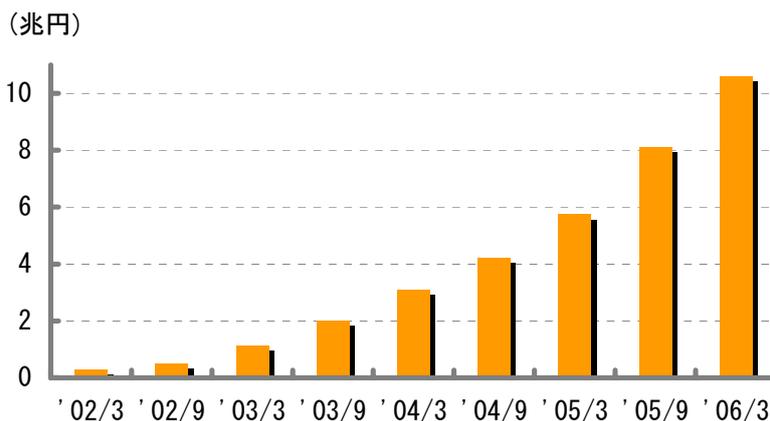
06年3月末時点の商品構成を見ると、主に外債による運用を中心としたファンドの比率が高く、全体の半分弱の44%程度を占める。この傾向は国内籍の投信の場合とよく似ている。国内籍投信と異なる点としては、まず、日本株タイプのもものが少ないことはある意味当然としても、非伝統的な資産に投資したり、比較的新しい運用手法を用いるものの比率が約2割を占めており、そのような商品の比率が2%程度である国内籍投信と比較して、比率がかなり高い点が特徴といえる。また、その比率は近年着実に増加している。この背景としては、伝統的な運用を行うものの場合、国内籍のものでも既に約3千本もの投信が存在する中、販売上の差別化がなかなか難しいこともあり、現在、証券系の販売会社を中心に、国内にはこれまでなかった運用を行う外国籍投信の取り扱いに注力していることがあると考えられる。

現行の制度では、外国籍の投信を国内で販売する場合、海外の管理会社に代わって事務手続きを国内で行う代行協会が必要であり、この代行協会になるためには、日本証券業協会の会員、つまり証券会社の資格が必要となっている。しかし、07年に導入が予定されている金融商品取引法では、証券会社以外、たとえば運用会社なども代行協会になれると目されており、今後プレーヤーが増加するとともに、外国籍投信の市場はさらに拡大することも予想される。

(3) 個人向け変額年金市場—消費者の元本保証ニーズとともに増加

日本の個人年金市場はそのほとんどが定額年金で占められているが、ここ数年、大きく拡大しているのが変額年金である。定額年金の保有契約高や契約件数が頭打ちとなっているのに対し、変額年金は残高でこそ未だ定額年金の1割程度にすぎないが、2002年度以降、毎半期2桁の大幅増となっている（図表Ⅲ-8）。

図表Ⅲ-8 変額年金の残高推移



(出所) 生保各社の公表データより野村総合研究所作成

変額年金は「保険商品としての特徴」と「運用商品としての特徴」を併せ持つ商品である。販売開始当初は、投信にシンプルな保険契約が付いた「保険つき運用商品」として受け入れられることが多かったが、近年は保証部分を充実させた商品の人気が高まり、保険商品としての側面が強く認識されるようになってきている。その一例として、死亡保障に加えて、年金原資の最低額を保証する商品の販売が拡大していることが挙げられよう。

変額年金に付帯する保険特約別に商品数の変遷をみると、従来は死亡保障に加えて、年金原資の最低補償額が、期間ごとに運用成果に応じて見直されるタイプ（ステップアップ・タイプ）のものが多かったが、現在は年金原資が元本保証されるタイプのものが主流となっている。一方、運用の内容別に商品数の変遷をみると、従来は顧客が運用対象を自由に選択できるタイプが主流であったが、現在は一定の割合で複数の資産に投資するバランス型の運用商品が主流になってきている（図表Ⅲ-9）。

こうした変化には保険会社側の事情もあるようだ。年金原資の最低額を保障する商品の場合、運用による元本割れリスクを一旦は保険会社が負担することになる。近年、変額年金の販売残高が増加してきたことに伴い、保険会社の健全性を的確に把握できるよう、ソルベンシーマージン比率を計算する際に、この変額年金によるリスクを明示的に含めなければならないようになった。このようなルール面での影響だけでなく、実質的にも、保険会社自身が負担するリスクの総量も増加してきたため、更なるリスク負担増加を押さえる

ために、運用リスクの小さいバランス型の商品に販売を移行したいという保険会社側の思惑も、商品内容の変化に影響を与えているようだ。

図表Ⅲ-9 商品特徴別の商品数の変遷

	商品の特徴	旧商品	旧商品(販売中)	新規商品
保険特約	死亡保障のステップアップ	21	19	2
	死亡保障のみ	11	29	10
	死亡保障+年金原資最低保証	6	23	28
運用内容	顧客選択(株式組入制限無し)	30	44	14
	顧客選択(株式組入制限有り)	0	3	6
	バランスファンド	8	24	20

(注) 旧商品 : 2004年7月には存在したが2005年9月には既に販売を中止した商品
 旧商品(販売中) : 2004年7月には存在し2005年9月現在も販売を継続している商品
 新商品 : 2004年7月以降に販売を開始した商品

(出所) 保険各社の公表情報をもとに野村総合研究所作成

<個人年金の傾向>

■ 変額年金

残高では定額年金が依然大きいものの、変額年金の残高の伸びが顕著である。運用成果の如何に関わらず、年金原資の最低額を保証する特約を付与することなどで、個人の元本保証ニーズに応えている。また、最近では契約直後から分配金が得られるタイプの、キャッシュフローニーズに対応した商品も登場している。

■ 定額年金

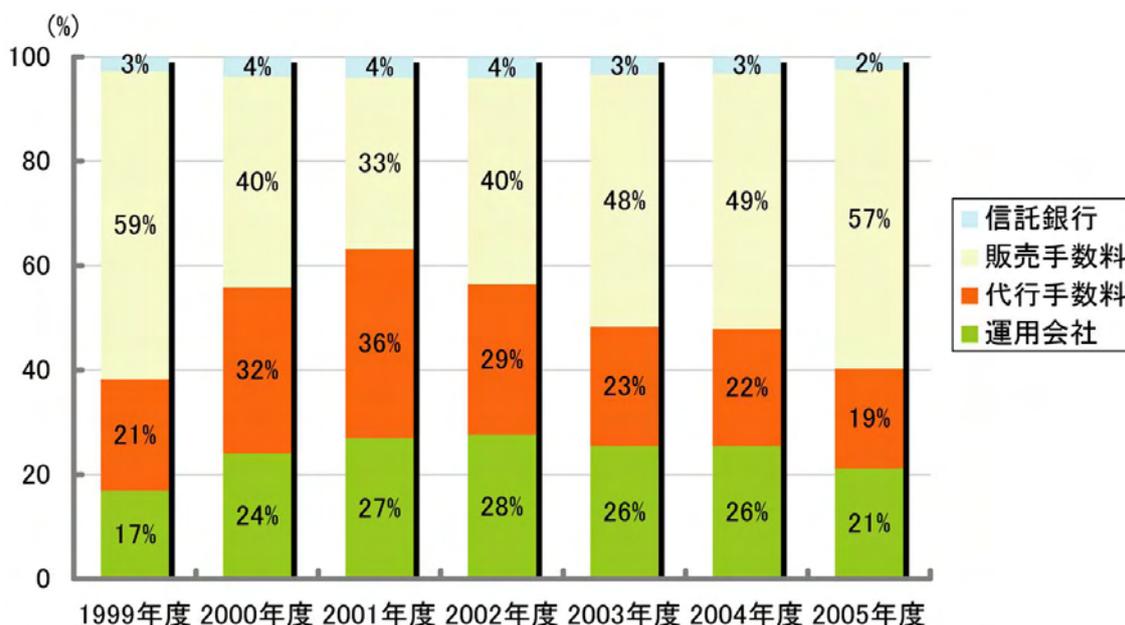
契約時に年金原資の額が決定する点で元本保証性の商品であることは言うまでもないが、最近では、積立期間中も定期的に資金の引き出しが可能な商品も登場し、キャッシュフローニーズへの対応も見られる。

3. 投資信託ビジネスにおいて存在感が増す販売会社

(1) 公募投信のチャネル別販売動向—地域系金融機関の動向に注目

わが国の公募投信ビジネスの収入を、受託銀行、販売会社、運用会社にかけて見てみると、販売会社が販売時に得る手数料収入の割合が57%と大きい。さらに、信託報酬のうちで販売会社が得る代行手数料を含めると、販売会社の収入が全体の3/4という圧倒的な割合を占めている。このことから、現在、投信市場は販売会社主導の市場であるといえるだろう。

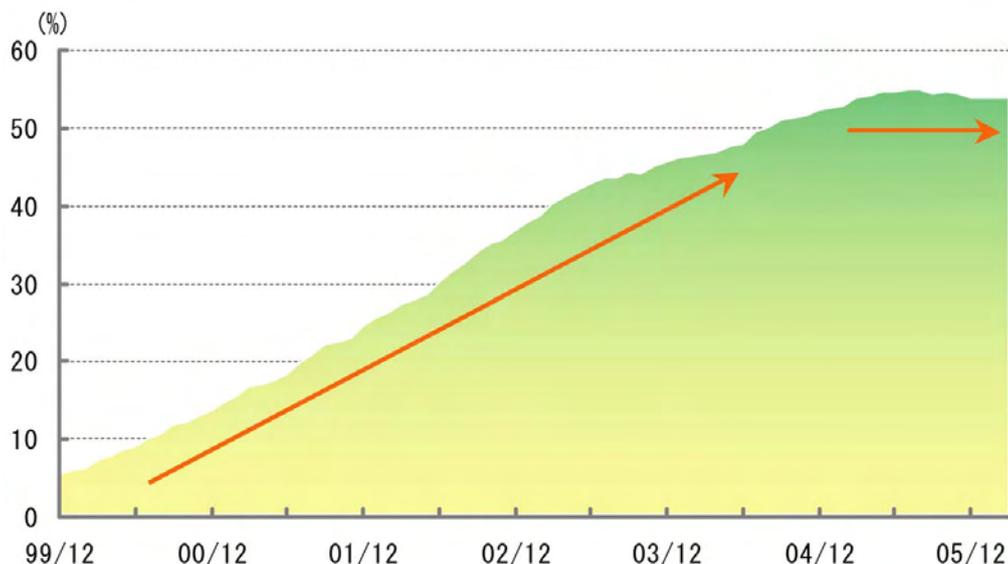
図表Ⅲ-10 公募投信による業態別の収入シェア



(注) 個別ファンドの残高、販売額、報酬率をもとに野村総合研究所が推計した値
 単一ファンドについて信託報酬率と販売手数料率に幅がある場合は、最大値を使用
 (出所) Fundmark のデータをもとに野村総合研究所作成

IT バブルと称され株式相場が好調だった 99 年度も、販社の収入シェアは約 8 割と、今と同様に高い割合を占めていた。しかし、当時と今の販社の構成は、当時の証券会社中心からは大きく変貌している。98 年に銀行での投信販売が解禁されて以降、銀行の投信販売は急激にシェアを拡大してきており、株式投信では 2005 年にはついに販売残高で銀行窓販が証券会社を上回ることとなった (図表Ⅲ-11)。ただ、その伸び自体は鈍化してきており、今後は拮抗状態が継続する可能性が高い。

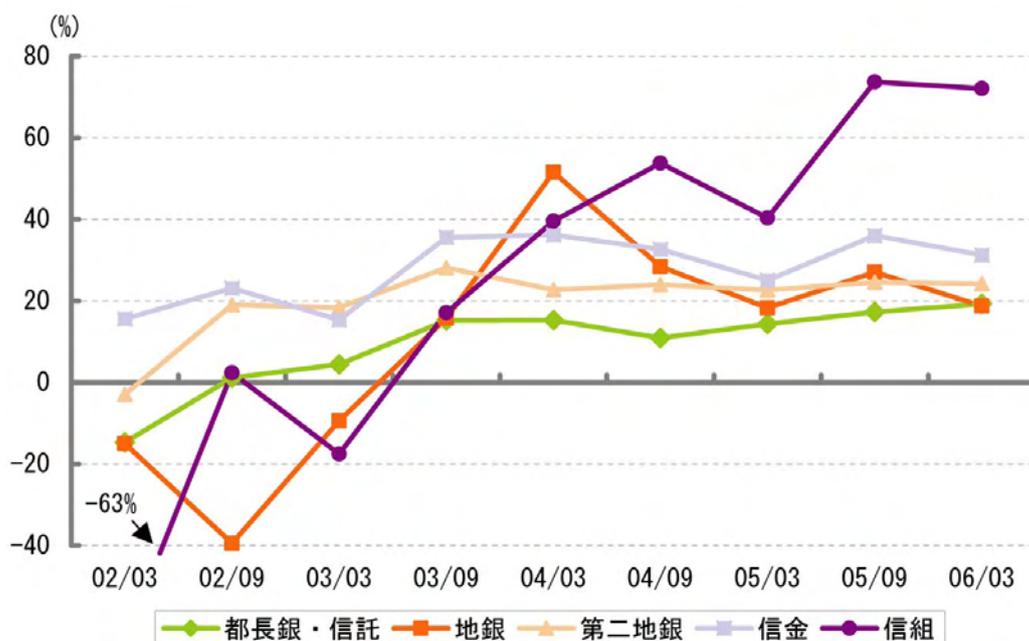
図表Ⅲ-11 公募株式投信(ETFを除く)の販売残高における銀行窓販のシェア



(出所) 投資信託協会及び Fundmark のデータをもとに野村総合研究所作成

投信販売における注目は地域系金融機関に移りつつある。銀行窓販の中では、地銀・第二地銀のシェアが拡大しつつある。また、信金・信組も残高シェアはまだ小さいものの高い伸び率で販売を拡大している(図表Ⅲ-12)。

図表Ⅲ-12 銀行窓販における業態別の投信預かり残高の伸び率(6ヶ月前比)

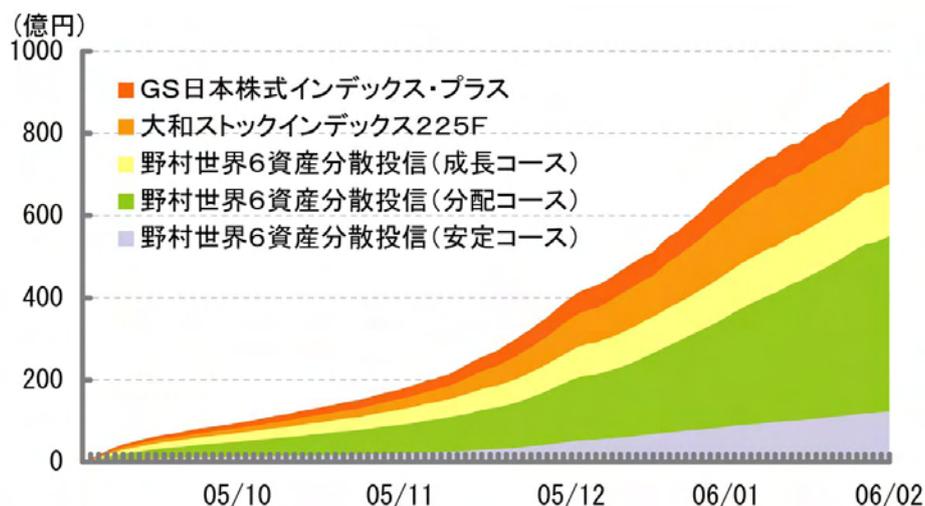


(出所) ニッキン投信年金情報のデータをもとに野村総合研究所作成

(2) 郵貯窓販のインパクトー他社にプラスの販売効果も

2005年10月から郵政公社における投信販売が開始されたが、開始後2ヶ月を過ぎた頃から残高は大きく拡大し始めている(図表Ⅲ-13)。中でも「世界6資産分散ファンド」が大きなシェアを占めている。

図表Ⅲ-13 郵貯取り扱いファンド(当初採用ファンド)の残高推移

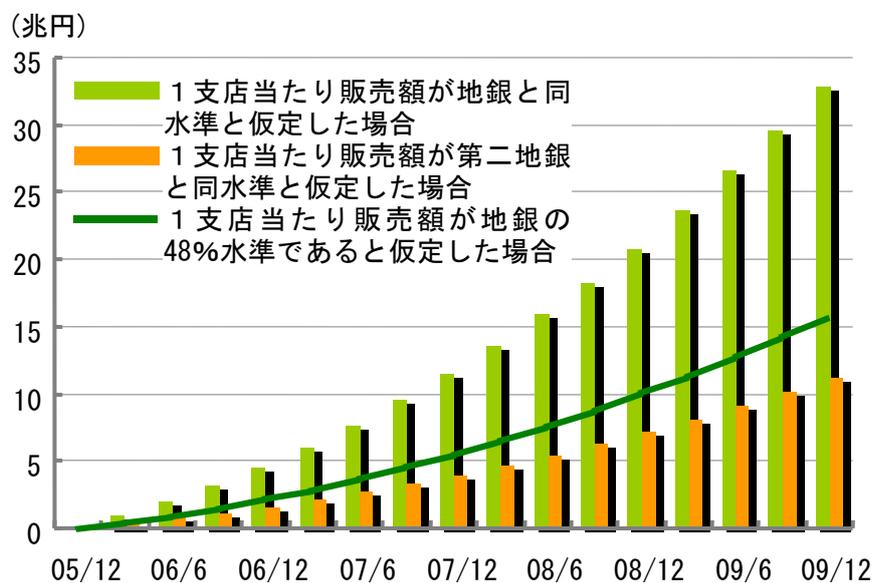


(出所) Fundmark のデータをもとに野村総合研究所作成

郵貯の投信窓販については、顧客を奪われるのではないかという金融機関からの懸念の声も聞かれるが、逆に郵貯が投信を販売することがきっかけとなって、まだ投信が浸透していない地方でも投信販売が促進される可能性も大きい。例えば、6資産分散投信の郵貯採用が決まった頃から同種のバランス型投信の販売が大きな伸びを見せている事実もある。また、都銀が投信販売等で地銀に攻勢をかけている地域ほど、地銀における投信販売(対預金の投信比率)が伸びており、郵貯の窓販拡大によって同様の効果が期待できると考えられる。

当社の行った 4 年後の郵政公社の投信販売残高の推計では、地銀のトップクラスの販売額にまで達するのではないかと見ている(図表Ⅲ-14)。

図表Ⅲ-14 郵政公社の投信販売残高の将来予測



(出所) 郵政公社、地銀協会、第二地銀協会等のデータをもとに野村総合研究推定

推計の前提

- 郵政公社の投信取り扱い店舗が、現在の 575 局から、4 年後に 1,500 局まで、徐々に増加すると仮定。
- 郵政公社の 1 局あたりの投信販売額が、4 年後には現在の地銀 1 店舗の販売額と同額まで増加する場合を最大ケースと想定した。
- 郵政公社 1 局あたりの貯金額が地銀の預金額の 48%であることから、これに比例し、郵政公社 1 局あたりの販売額を地銀 1 店舗あたりの販売額の 48%とした場合を中庸ケースと想定した。
- 郵政公社の 1 局あたりの投信販売額が、第二地銀 1 店舗の販売額と同額まで増加とした場合を最小ケースと想定した。
- この結果、4 年後の郵政公社全体での投信販売残高の推定額は、最大のケースで 30 兆円超、中庸ケースで 15 兆円程度、最低ケースで約 10 兆円となった。

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部

eMAIL: 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かを問わず一切責任を負いません。

NRI 未来創造
野村総合研究所