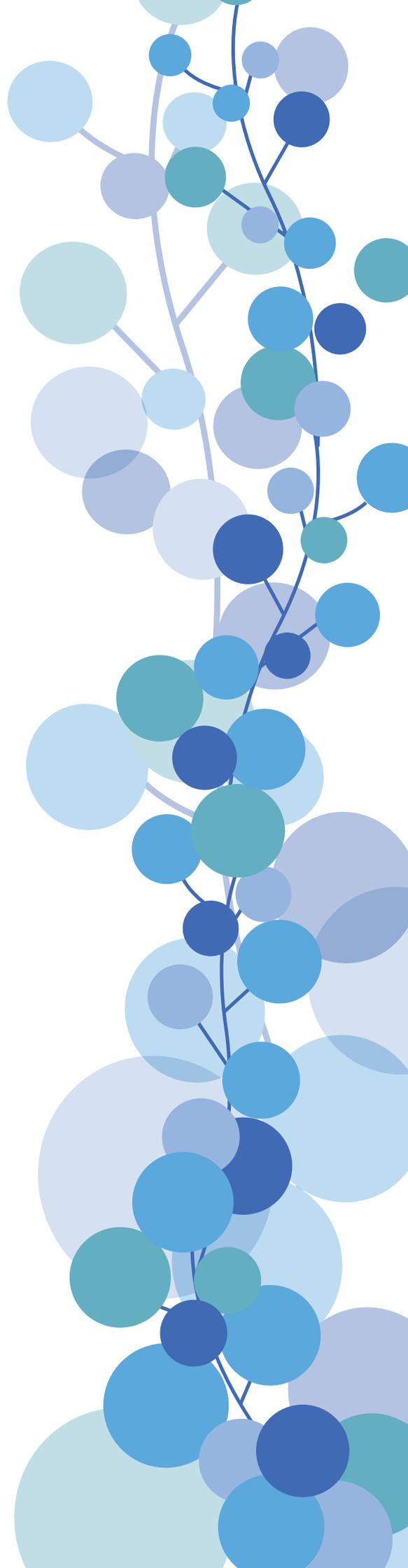


日本の 資産運用 ビジネス

2020
Japan's
Asset Management
Business
21

- 第1章 日本の投資家動向
- 第2章 資産運用ビジネスの現状
- 第3章 顧客別市場動向と商品戦略



巻頭言

安倍前首相がデフレ脱却のため大胆な金融緩和を行うという方針を掲げ、日銀が大規模な金融緩和策を実行に移して以降、資産運用ビジネスの規模は大きくなった。資産価格の上昇と顧客からの資金委託が続き、資産運用会社の営業利益は3倍近くに達している。そうした中において、資産運用会社に委託する運用額の伸びが最も低かったのは個人だ。年金ファンドや銀行等、他の顧客は国債の運用から資産運用会社への委託運用にシフトさせたものの、個人による預金から投信など運用商品へのシフトはそれほど大きなものにはなっていない。結果、個人の金融資産の半分は依然として預金のままだ。もっとも、その個人の間でも積立投資を始める人が増えるなど今までの貯蓄感覚に変化が見え始めたり、証券投資を長期の運用手段と捉える考えが主流を占めるようになってきている。今後の長期的な成長を最も秘めている顧客は個人であることに疑いの余地はあるまい。

折しも、金融庁は2020年6月に「資産運用業高度化プロセスレポート2020」を公表した。その中では、主として個人向け運用サービスである投信ビジネスを念頭に、中長期的に良好な運用成績を上げることにより、顧客の信頼・支持を獲得しなければならないと指摘している。今までの投信は、短期にしか良好な成績を上げられなかったと苦言を呈した訳だ。顧客への便益の提供を短期重視型から中長期重視型に変更することはサービスの仲介者である販売会社との関係性を見直すことなしには達成できない。当局が挙げたように、資産運用会社単独でできる対策といったら、会社の運営姿勢を整えること位しかないし、これは顧客の支持・信頼を獲得するための条件のひとつに過ぎない。しかしだからといって、従来のやり方にとどまっているわけにはいかない。顧客ニーズはすでに中長期重視型に移っているからだ。

「もはや『戦後』ではない」というフレーズで有名な昭和31年の経済白書では特殊な需要が占める時代は終わり、苦痛を伴う近代化が必要だと強調している。その後の日本経済が産業構造の転換に成功し、成長を遂げたことは周知の通りだ。翻って、現時の資産運用ビジネスを眺めた場合、将来のビジネス基盤の確保のためには、例え大きな抵抗を伴うものであってもビジネスの改造を手がけることが喫緊の必要事と言えるのではないか。

2020年12月吉日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション事業本部
「日本の資産運用ビジネス2020/2021」総括責任者

金子 久

Ⅲ 拡大する資産運用会社の運用受託額

日本の資産運用会社の運用受託額は、2020年3月末時点で651兆円と推定される(図表1)¹⁾。これは前年度と比較すると3兆円の減少であり、年度末を基準にすれば12年3月を底に1.9倍に達した運用受託額の拡大は7年で途絶えたことになる。もっとも、この減少は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて2~3月に生じた資産価格下落の影響が大きい。6月末時点では、概算で700兆円まで回復しており、資産運用会社の運用受託額は拡大基調が続いていると言える。

運用受託額の内訳を見ると投資顧問の一任契約の拡大が目立っている。20年3月までの一年間で10兆円以上増加し、あと一歩で300兆円というところまで来ている。この一任契約は12年3月以降2.8倍に拡大している。ただしこれは、銀行や保険グループにおける運用会社への機能移管等による効果も含まれている。また、私募投信の残高拡大も著しい。20年3月までの一年間で2兆円増

加し、直近8年間で3倍以上に拡大したことになる。反対に、直近1年間で残高の縮小が目立つのは、信託銀行と公募投信だ。信託銀行は先に挙げた金融グループ内の機能移管の影響で縮小しているが、公募投信はETF以外の投信の残高が減少したことが足を引っ張っている。

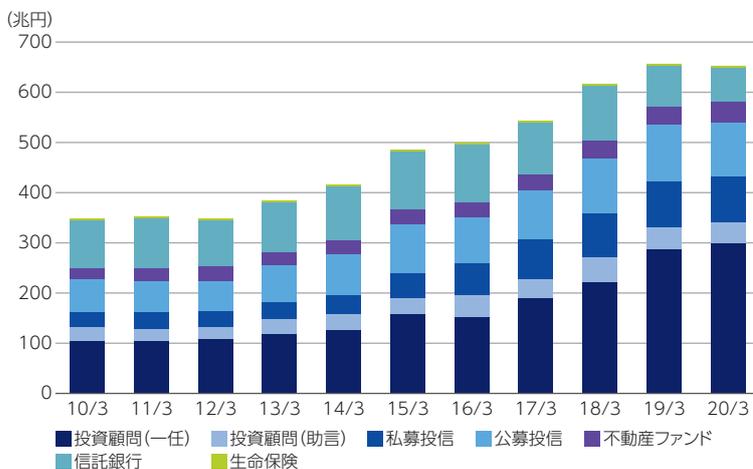
Ⅲ 2年連続で減少する投資家の運用委託額

顧客サイドから日本の資産運用会社に委託している運用額についても確認したい。これは図表1で見た資産運用会社の運用受託額には、運用会社間の運用資金のネスティングが多分に含まれているためだ。例えば、私募投信を組み入れた公募投信FoF's等の場合、顧客が購入したことによる残高の増加は公募投信にも私募投信にも計上されるため、資産運用会社の運用受託額は二重にカウントされる。同様に企業年金等から投資一任契約で非課税適格機関投資家私募を組み入れて運用する場合や年金信託契約で主として系列の投資顧問会社に一任したり、私募投信を組み入れる場合など様々な例を挙げるこ

とができる。運用資金がネスティングされた場合、資産運用会社各社のフィーは一般に低下する。運用会社が多層化しても、所詮役割の分担を行ったに過ぎないので、運用サービスを受ける顧客が支払うフィー全体はそれほど変わらないからだ。このため、資産運用会社全体の収入推移を計る上では、顧客サイドからみた運用委託額の動向のほうがより重要な情報を与えてくれる。

顧客サイドからみた運用委託額は図表2の様に推移している²⁾。少し長

図表1 資産運用会社の運用受託額



(注) 生保は特別勘定の確定給付年金受託残高
(出所) 資産運用会社の営業報告書、投資信託協会、投資顧問業協会等の資料を基に野村総合研究所作成

い目で見ると、図表1でみた資産運用会社の運用受託額ほどのペースではないにせよ、顧客の運用委託額も12年3月を底に増加し、18年3月までの6年間で1.6倍に拡大している。これを牽引したのが、銀行等（預金取扱機関）や公的年金で、これらはそれぞれ50兆円以上も運用委託額を増やしている。このほか、海外投資家や中央銀行も大きく委託額を増やした。個人による増加も15兆円に達したが、委託額を急拡大させた他の投資家の中ではそれほど目立たない。

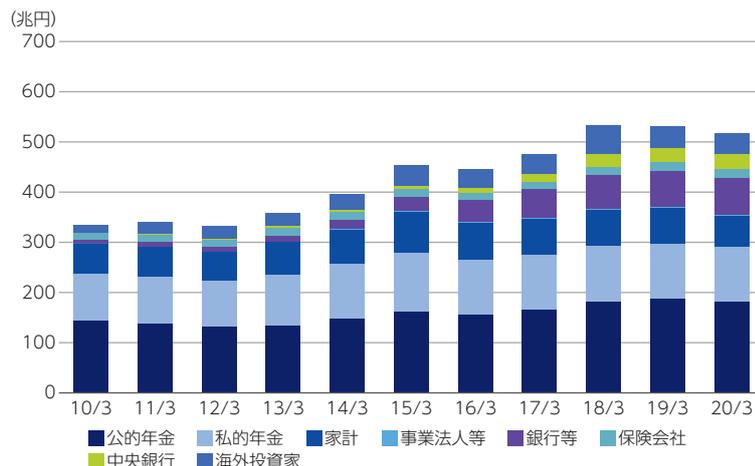
最近に目を向けると、顧客の運用委託額は18年3月以降減少に転じている。銀行等や中央銀行は運用委託額を増やしたが、公的年金については横ばいで、家計や海外投資家が委託額を10兆円以上減少させたためだ。このように資産運用ビジネスのフィードバックは資産運用会社の運用受託額ほど増えていないのが実態で、足下はやや縮小している。

年金ファンド、銀行等、家計の動向

年金ファンドのうち公的年金は、厚生年金基金の代行部分が国に返還されたことや基本ポートフォリオの資産配分比率の変更により、資産運用会社への委託額を拡大させてきたが、すでにその影響は実現しており、この先は今までのような拡大は継続しないとみられる。

私的年金のうち企業年金は、確定拠出年金（DC）の運用委託額が拡大する条件が整いつつある。確定給付企業年金（DB）を併用する企業の場合、DCの拠出上限は現在一律に27,500円とされているが、DBの掛金相当額の多寡に応じて増減する見込みである。予定通り制度が見直された場合、大半のDB併用企業でDCの拠出上限が拡大する。このため、この見直しが見直される場合、企業型DCの残高拡大ペースは今まで以上になると考えられる。もっとも、その分DB資産が増えにくくなるはずで、企業年金全体としては、現状から大きく拡大することは考えにくい。企業年金以外の私的年金である個人型DCは、企業型DCとの同時加入や拠出上限の拡大が予定されることから、資産残高が増加することは間違いないが、月々

図表2 投資家の資産運用会社への運用委託額



(注) 公的年金は自家運用を含んでいない
(出所) 資産運用会社の営業報告書、投資信託協会、投資顧問業協会、日銀等の資料を基に野村総合研究所作成

の掛金による資金流入が基本となることから、増加ペースは緩やかなものにならざるを得ない。

銀行等については、地域銀行で投資一任契約や投資助言サービスを利用する機運が今まで以上に高まる可能性がある。地域銀行において運用・リスク管理体制が脆弱な場合には、当局は外部機関の知見の活用を促すようになったためである。

家計による運用委託は公募投信の購入やラップ契約の締結によって行われる。後述の様に、個人の証券投資に対するイメージの改善が見られることから、家計による運用委託額が長期的には拡大することは間違いない。ただし、5、6年以内にどの程度効果が現れているのか予測することは難しい。足下、パッシブファンドの割合が高まっており、この先、個人による運用委託額がどのようなペースで拡大していくにせよ、確実にパッシブ化は進行するはずだ。しかしながら、このことがアクティブファンド全体の縮小になるとは言えず、販売会社の動向次第で高品質なアクティブファンドがリテールマーケットでも再評価される可能性もあろう。

- 1) この金額は、信託・生保については年金顧客等のために資産運用を行っている部分のみを含めており、例えば生保では定額保険・定額年金など予定利率の決まっている一般勘定は含まない、特別勘定のみを残高としている。なお、私募投信を組み入れた公募投信や投信の運用の一部を一任するケースなどの重複は考慮せず、単純に集計している。
- 2) ここに挙げた顧客の資金は、資産運用会社に委託した運用資金の変動リスクを主として顧客自身が負う場合に限定して集計している。従って、公募投信が私募投信を組み入れる場合、私募投信側から見れば公募投信は顧客となるが、公募投信は価格変動リスクを自身の保有者に負わせているので、公募投信の資金は集計対象に含めていない。

1 資産運用ビジネスの現状

本章では、投信投資顧問専業の会社（以下、運用会社）について、各種のデータおよびアンケート調査を用いてビジネスの状況を確認していく。

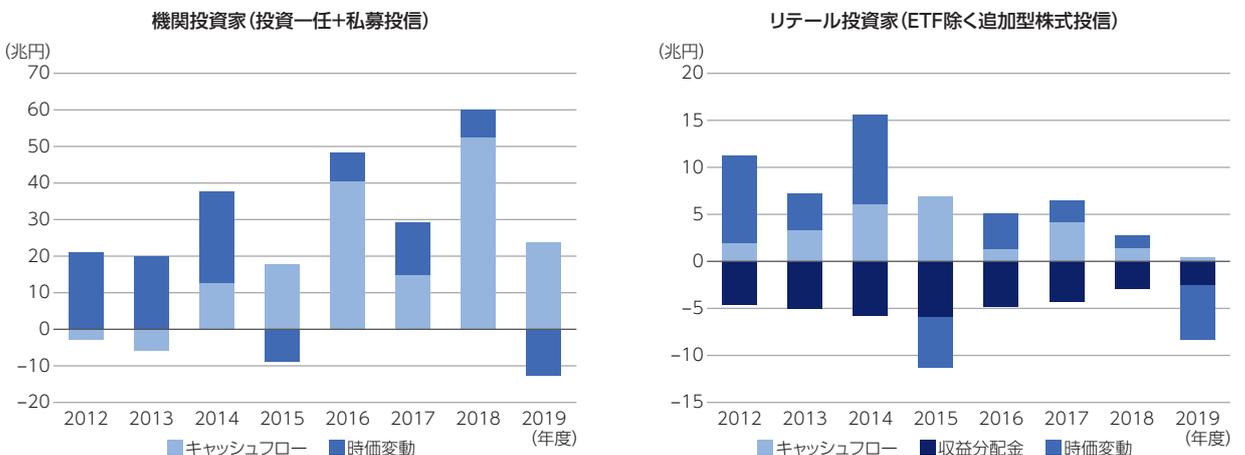
減少傾向にある利益率

図表3は、運用会社の運用残高の増減要因を時系列で示したものである。まず機関投資家（左図：投資一任と私募投信の合計）について見ると、2019年度、時価変動は約12.7兆円のマイナス要因となった。10年度以降最高のマイナスとなったが、それは、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミック化の影響により、第4四半期の時価が大幅に低下したためである。一方、資金流入は約23.8兆円と、大きなプラス要因となった。ただし、この内、約16.4兆円は、国内の金融グループの運用機能移管に伴うものであり、この影響を除くと約7.4兆円の資金流入であった。運用機能移管に伴う影響を除

いた資金流入の時系列推移を見ると、17年度14.8兆円、18年度2.5兆円、19年度7.4兆円と、18年度に大きな落ち込みを見せたものの、19年度は回復に転じた（16年の資金流入の内、約27兆円、18年の資金流入の内、約50兆円は、運用機能移管に伴う影響）。

資金流入を投資一任契約と私募投信で分けて見ると、投資一任契約へは約18兆円であり、国内の金融グループの運用機能移管の影響（約16.4兆円）を除くと、1.6兆円であった。18年度は、運用機能移管の影響を除くと、資金流出を示していたので、わずかながらプラスに転じたことになる。近年、急速に拡大してきた私募投信への流入額は約5.6兆円であった。時系列で見ると、17年度の約11兆円から18年度は3.6兆円と大きく流入額が減少したが、19年度はそこから微増という結果となった。主な投資家である金融法人のリスク管理体制の構築が間に合っていないこと、金融当局がその状況に対する懸念を示していることから、17年度のような大きな資金流入とはならなかった。しかしながら、低金利による運用難から、国債の償還金の受け皿としての一定

図表3 運用残高の変動の要因分析



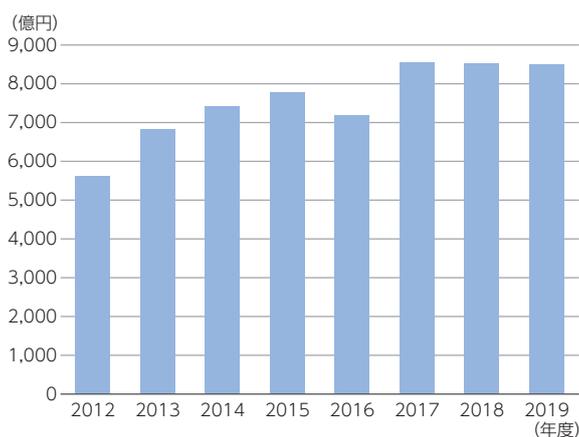
(出所) 投信協会、日本投資顧問業協会、NRI Fundmark等より野村総合研究所推計

のニーズは維持している。コロナショックによる時価減少はあったものの、残高は20年7月末に初めて100兆円を突破した。

次にリテール投資家（右図：ETFを除く追加型公募株式投信）について見ると、時価変動は約5.8兆円と大きくマイナスとなった。こちらも、コロナショックの影響によるものである。資金流入は、第4四半期合計では、プラス約0.8兆円であったものの、通期では約0.4兆円のプラスにとどまった。収益分配金による流出約2.5兆円を考慮すると、4年連続で実質的には資金流出となっている。時価減少を考慮すると、運用残高（純資産額）が約8兆円減少したことになる。

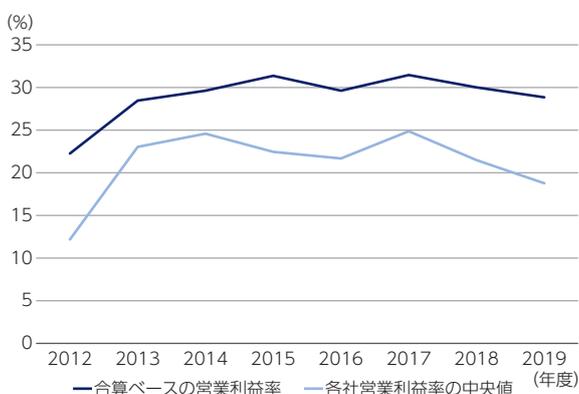
本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、19年度の運用会社の収益総額は8,498億円である（図表4）。過去最高を記録した17年度から、2年連続でほぼ横ばいとなった。

図表4 収益総額の推移



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

図表5 営業利益率の推移



(注) 国内系の公募投信委託会社の集計（集計対象会社数は年度により異なる）。「合算ベースの営業利益率」は集計対象会社の営業利益総額をネット収益総額で除したものである

(出所) 正会員の財務状況等に関する届出書を基に野村総合研究所作成

国内系運用会社（公募投信を設定している投信会社のみ）を対象に営業利益率を集計したのが図表5である（図表4と同様、執筆時点のデータに基づく）。17年度まで上昇傾向にあったが、19年度は約28.8%となり、18年度に続き2年連続で低下した。

利益率が低下した主な理由は、パッシブ化などにより収益が微減した一方、人件費が増加したためである。人件費の上昇は、近年、金融グループの運用人材を、運用会社に集約する動きがあるためと考えられる。

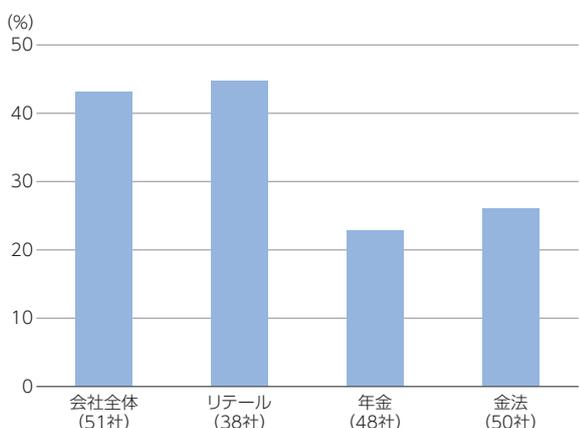
2 資産運用ビジネスの将来見通し

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」³⁾）を毎年実施している。以下ではこれをもとに、各社が当面の事業環境をどのように評価しているのか見ていく。

高まるリテールへの成長期待

まず、会社全体の収益の見通しを確認する。図表6は、会社全体および事業（投資家セグメント）別に、今後5年での自社の収益が1.5倍以上に増加すると予想した運用会社の割合を示したものである。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。これは過去数年、同水準を維持している。事業別に見ると、18年度と同様、リテールが1位、次いで、金融法人、年金とい

図表6 今後5年で収益が1.5倍以上になると予想する会社の割合



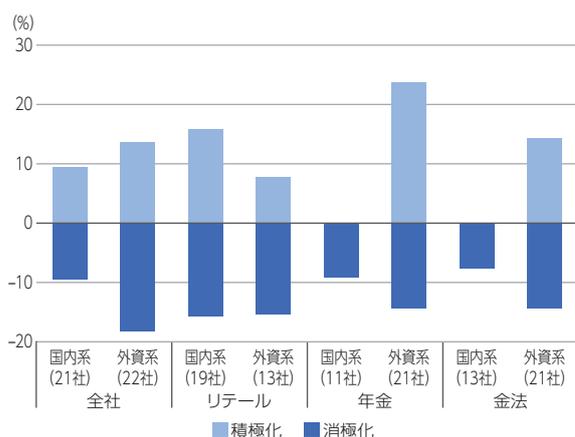
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

う順に見通しが良いという結果となった。16年度、17年度の調査では、金融法人の増収を予想する会社が最も多かったが、18年、19年と2年連続でリテールが1位となった。昨年度と値を比較すると、リテールの増収を予想する会社が微増、金融法人と年金が微減し、リテールへの成長期待が他に比べてさらに高くなっていることがわかる。

昨年度の見通しからの変化を見るため、本調査に2年連続で回答を寄せた運用会社を対象に、収益の増減予想の変化をまとめたのが図表7である。今年は、会社全体としても、事業別に見ても、据え置きが多くを占める結果となった。18年度比で見ると、18年度は金法ビジネスを消極化する会社が多かったが、今年度はそれが落ち着いた結果となった。

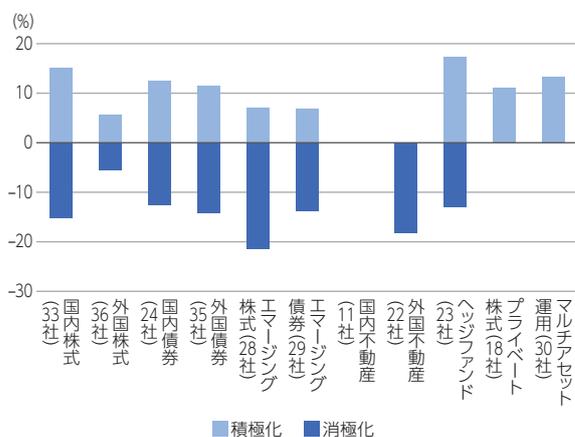
図表8は、各社の提供する運用戦略への資金流入の見通しの変化を資産クラス別に集計したものである。こちらも、据え置きが多いという結果になった。資産クラス

図表7 収益額の増減見通しの変化(会社全体・事業別)



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表8 資産クラス別の資金流入見通しの変化



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

別にみると、プライベート株式とマルチアセット運用について消極化した会社はなく、ネガティブに考える会社がないというのが1つの特徴である。市場環境に応じて機動的な運用をするマルチアセット運用は期待が高まった。

3 コロナ禍における業務運営上の課題

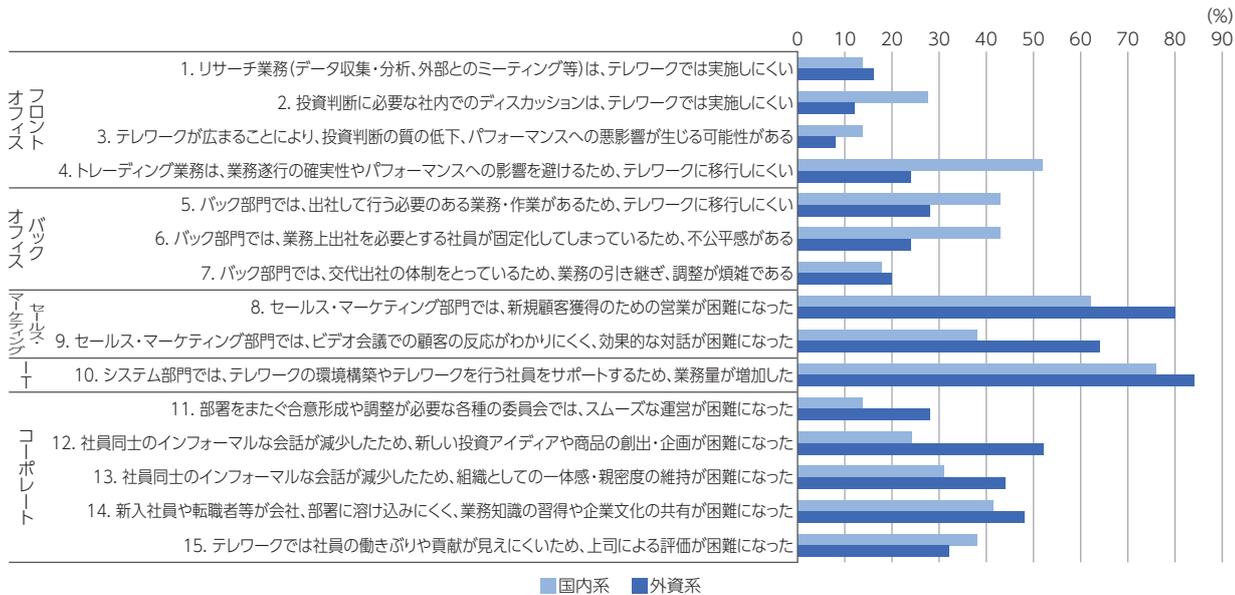
日本の運用会社は、コロナ禍での業務運営、さらに、ポストコロナ時代を見据えた成長戦略を検討する上で、様々な課題に直面している。ここでは、アンケート調査をもとに、各社がどのような課題認識を持っているかについて見ていく。図表9は、業務部門別に考えられる課題に対し、どれぐらいの割合の会社が課題として認識しているかを示したものである。

部門別にみると、特にITやセールス・マーケティング部門への課題認識が強いことがわかる。IT部門の業務量増加は約80%の会社が課題と感じている。コロナ禍で緊急対応を行ったテレワークの環境構築や社員サポートなどが落ち着いた後も、ペーパーレス化の推進、業務プロセスの自動化等、今後実施すべき施策にもIT部門の必要性は高く、業務量の増加は続くと考えられる。迅速に対応していくには、人材の補強、業務アウトソースの検討が必要になるかもしれない。

セールス・マーケティング部門では、特にリードジェネレーションについて強い課題意識があることがわかる。コロナ禍という顧客にとっても共通の環境変化が契機となり、営業活動においても非対面がスタンダードとなりつつある。これにより、既に関係性を構築できている既得意顧客対応では大きな課題は生じなかったが、顧客と信頼関係を新たに作り出すという活動に関しては、オンラインでカバーすることの難しさが浮き彫りになった。今後は、プッシュ型の営業スタイルのみではなく、顧客接点拡大のためのコンテンツを拡充し、プル型の営業スタイルを確立できるかが、新規顧客獲得のための鍵となるであろう。

続いて、コーポレート部門では、特に外資系の会社において、コミュニケーション不足による新しい投資アイデアや商品の創出・企画が困難になったと感じている会

図表9 コロナ禍における業務運営の課題



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

社が多い。これは、競合他社との差別化につながる付加価値が損なわれる可能性があるということである。資産運用業界に限らず、事業開発や企画など、高い創造性が求められる業務には、リアルなコミュニケーションが不可欠だという声は少なくない。まずはオンラインコミュニケーション促進という対策を打ち、それでも効果が見られない場合は、コロナ禍が落ち着いた後に、リアルなコミュニケーションの機会を設けることが必要になるかもしれない。また、新入社員や転職者との関係構築、業務知識・企業文化の共有に課題を感じる会社も多い。この課題に関しては、オンラインでの社員同士のコミュニケーション促進、Off-JTでの育成プログラム構築等の対策が考えられる。人事評価に対する課題に関しては、Job descriptionの明確化・精緻化、KPI・評価体系の設定・見直しが必要となるのではなかろうか。

フロントオフィスでは、特に国内系において、トレーディング業務がテレワークに移行しにくいと感じている会社が多く、アンケート結果をみても、実際にテレワーク率は低い。テレワークでも業務はできるものの、出社して会社のファシリティを使った方が確実に効率的と考えている人が多いのだろう。DRサイトを活用した2拠点化を検討する動きもあるようである。アウトソースも考えられるが、付加価値の源泉であること、ブローカーとの関係維持等を考えると直ぐには踏み切れないというのが実情であろう。一方で、フロントオフィスの運用・リ

サーチ業務に対しては、比較的課題を感じている会社は少なく、実際にテレワーク率も高い。投資哲学が浸透してプロセス・分担も確立していれば、リモート化による投資判断への影響やパフォーマンスへの悪影響は抑えられるという考えからだと思われる。

バックオフィス業務は、業務プロセス上に属人的なリスクが残っていること、紙媒体を前提とした業務が残っていることが喫緊の課題といえよう。業務プロセスの自動化、ペーパーレス化の推進、業務アウトソースの活用がその解決策となるのではないかな。

資産運用会社は、今後待ち受ける社会のニューノーマル化に、資産運用ビジネスをどう対応していくべきか検討すべき時にある。これは、投資判断を中心とする「運用」というコア機能自体のあり方について再考を迫るものではない。しかし、現時点では、多くの運用会社が課題意識を持っているわけではないが、インオフィスで醸成されてきた運用会社としての企業文化・投資哲学は、テレワークでは維持されにくいのではなかろうか。マネジメントは中・長期的に企業文化・投資哲学の浸透度が低下することによって「顧客本位の業務運営」が徹底されなくなるリスクを認識すべきかもしれない。ニューノーマル下の社会では、従業員エンゲージメントを強化する工夫が不可欠であろう。

3) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、19年度は8月から9月にかけて実施した。有効回答数は55社(国内系28社、外資系27社)、運用資産のカバー率は73%である。

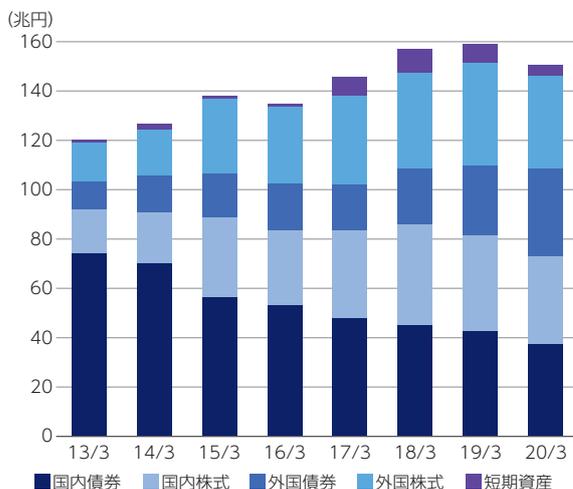
1 年金向けビジネス

年金ではオルタナティブ投資への傾倒が進む

日本の年金資産の残高は、2020年3月末時点で311兆円と推定される。これは前年度と比較すると14.1兆円の減少であり、16年度から3年続いた増加傾向が反転したことになる。もっとも、この減少は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて2～3月に生じた資産価格下落の影響が大きい。

厚生年金保険と国民年金の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の資産は5.4%減少し151兆円となった（図表10。なお9月末時点では167.5兆円まで回復している）。GPIFは、昨年の財政検証の結果と社会保障審議会資金運用部会での議論を経て、3月に20～24年度の基本ポートフォリオを公表している。

図表10 GPIFの運用資産額と資産配分

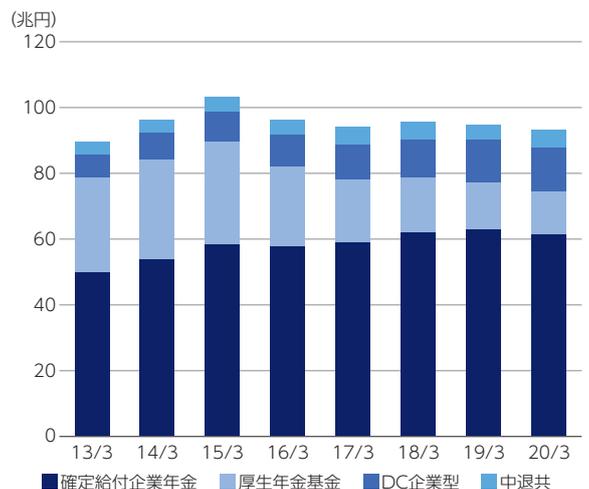


(出所) GPIF「業務概況書」を基に野村総合研究所作成

その内容はモデルポートフォリオの通り、内外の株式・債券で25%ずつというもので、実際の配分も期中のリバランス等によって既に均等に近いものとなっている（図表10）。なお、GPIFが近年積極化している低流動のオルタナティブ資産（インフラ、不動産、プライベート株式）への実投資額は、前年度比で倍以上の約9,400億円となった。これらは個々の特性に応じて4つの資産クラスのいずれかに分類されている。また、各共済組合についても、16年の被用者年金の一元化後には、厚生年金保険に相当する部分はGPIFとモデルポートフォリオを共有しているため、それに沿った基本ポートフォリオを定めている。

企業年金等の資産は2.1%減少し93兆円となった（図表11）。このうち、代行返上を経た厚生年金基金からの移行等によって増加傾向にあった確定給付企業年金（DB）の資産は61兆円と、初めて減少に転じた（前年度比3.0%の減少）。DBの運用においては予定利率の引き下げや株式比率の低減などデリスキングの動きが続いており、2

図表11 企業年金等の運用資産額



(出所) 信託協会、勤労者退職金共済機構資料を基に野村総合研究所作成

～3月に生じた資産価格急落の影響も GPIF に比べて抑制されたと思われる。制度数の点では、生保が受託する小規模な規約型の年金が別制度に移行する動きが継続しており、昨年度末の12,959件から12,579件へ減少している（信託銀行、農林中金全共連の受託分を含む）。これに対して、企業型確定拠出年金（DC）の資産は14兆円と、昨年度から1兆円増加した。解散した総合型厚生年金基金の加入者の受け皿の1つとしても導入が広がるなど、事業主・加入者ベースでも拡大が続いている。

近年、政府は、公的年金を補完するものとして私的年金の拡充・普及策を検討している。17年に導入されたDBのリスク対応掛金（将来の市場急落に備えるため、母体が掛金を非課税で拠出できる）の制度もその一つで、拠出例は400件に迫ろうとしている。これには、超長期債の利回り低下によって近年上昇している非継続基準への抵触リスクを抑える効果があり、既存のDBの持続可能性を高めようとする母体が一定数存在することが分かる。

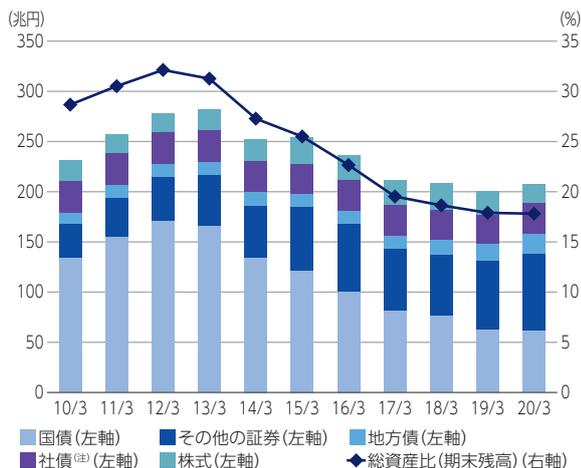
また、現在行われている社会保障審議会企業年金・個人年金部会では、企業型DCの拠出限度額の見直しが検討されている。これは企業型DCの拠出上限（現行では加入者1人あたり月額5.5万円）に対して、DBも併用する事業主の場合は現行の一律半分（2.75万円）ではなく、DBへの掛金相当額を控除した額を上限とする案である。すなわち、DBの掛金相当額が2.75万円以下ならばDCの掛金上限が引き上がることになる。他方で、それを超える事業主（大手企業であることが多い）も一定数おり、その場合はDBとDCから成る自社の年金制度自体のバランスを見直す必要が生じることになるため、関係団体からは慎重論も出ている。各企業が自らの状況と人事・財務戦略に照らしてDBとDCのベストミックスを模索する状況は当面続くだろう。

2 銀行の有価証券投資

増加した都市銀行の有価証券投資残高

国内銀行の有価証券投資残高は、2014年度末以降、減少が続いていた。しかし19年度末の残高は、18年度末か

図表12 有価証券残高推移 資産クラス別



(注) 短期社債を含む

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」を基に野村総合研究所作成

ら7兆円増加し208兆円となった。なお総資産額に占める割合は18%と18年度末とほぼ同水準で推移している（図表12）。

業態別に見ると、19年度末の都市銀行の有価証券投資残高は106兆円、地方銀行は66兆円、第2地方銀行は13兆円、計185兆円となった⁴⁾。都市銀行の残高は、18年度末から約9兆円増加した。一方、地方銀行と第2地方銀行の残高は、ほぼ横ばいで推移した。

進む分散投資

銀行は、低金利環境下で投資収益を確保するために、13年4月に日本銀行が異次元緩和を実施した後は、国債投資を抑制し、分散投資を推進してきた。19年度もこの傾向に変わりはない。

国内銀行の有価証券投資残高の内訳を見ると、その他の証券（外国証券・ファンド等）残高が最も大きく、77兆円となった（18年度末比、約9兆円増加）。その他の証券（外国証券・ファンド等）残高は、国内銀行の有価証券投資残高の約4割を占めるまでに増加した。次いで国債（61兆円）、社債（30兆円）の順となった。

国債は、銀行にとって預貸業務のための流動性調整弁という役割がある。このためその重要性は引き続き高いものの、11年度末以降、残高の減少は続いている。19年度末の残高も、18年度末から2兆円減少した。一方、地方債は、銀行の有価証券投資全体に占める割合は社債より小さいものの、その他の証券（外国証券・ファンド等）に次いで残高が増加した。19年度末の残高は、18年度末

比、約3兆円増加し21兆円となった。国内銀行は少しでも利回りの高いアセットクラスを選別し投資している。

なお2020年4月以降は、コロナ感染症の拡大とそれに伴う経済状況の先行きの不透明さを受け、銀行は、有価証券投資に慎重に取り組んでいる。アセットクラス別に見ると、国債の増加が著しい⁵⁾。20年8月末の国債残高は、3月末比、18兆円と大幅に増加し79兆円となった。銀行は、コロナ感染症の収束の目処が立つまでは、慎重な投資姿勢を維持するだろう。

業態別に有価証券投資残高の内訳を見ると、都市銀行では、その他の証券（外国証券・ファンド等）残高が18年度末比、8兆円増加し41兆円となった。その他の証券（外国証券・ファンド等）残高は、国債（41兆円）とほぼ同水準となった。その他の証券に次いで、地方債、国債の順で残高が増加した。

地方銀行では、18年度末にその他の証券（外国証券・ファンド等）残高が国債残高を超えた。19年度末もこの傾向は変わらず、その他の証券（外国証券・ファンド等）残高は19兆円（18年度末比1兆円増加）、一方国債残高は13.7兆円（同2兆円減少）と、その差は拡大している。なお19年度末には、国債と地方債の残高も逆転し、地方債残高は13.9兆円（同2兆円増加）となった。

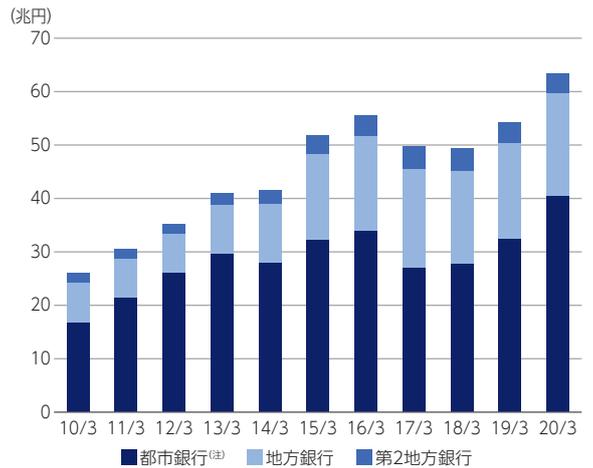
一方、第2地方銀行では、地方銀行より1年早く17年度末に国債とその他の証券（外国証券・ファンド等）残高が逆転した。その後、国債とその他の証券（外国証券・ファンド等）共に残高は減少しているが、順位に変化はない。19年度末の残高は、その他の証券（外国証券・ファンド等）が3.7兆円、国債が2.8兆円となった。更に18年度末には、国債と社債の残高も逆転した。19年度末の社債残高は3.2兆円となった。なお18年度末比、残高が増加したアセットクラスは、地方債と事業債のみであり、増加額も小幅であった。

大手行に比べて、経営体力に余裕のない地域銀行⁶⁾では、資産選択はより利回り指向の強いものとなっている。

その他の証券（外国証券・ファンド等）投資の動向

低金利環境が長引き、銀行の収益環境が厳しさを増す中で、引き続きその他の証券（外国証券・ファンド等）の重要性は高く、残高の増加が続いている。19年度末のそ

図表13 その他の証券 業態別残高推移（除く海外支店勘定）



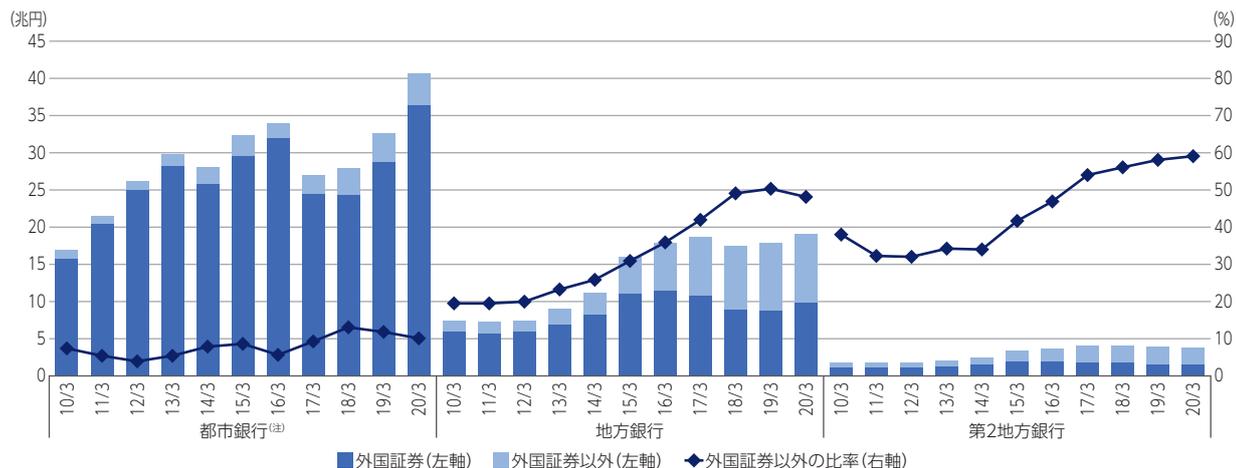
(注) 都市銀行5行（みずほ、三菱UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな）を指す
(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」を基に野村総合研究所作成

の他の証券（外国証券・ファンド等）残高は、都市銀行で41兆円、地方銀行で19兆円、第2地方銀行で3.7兆円となった。なかでも都市銀行では、16年度末以降、その他の証券（外国証券・ファンド等）残高が大きく増加している。その一方で、第2地方銀行では、17年度末以降、残高はわずかながら減少傾向にある（図表13）。

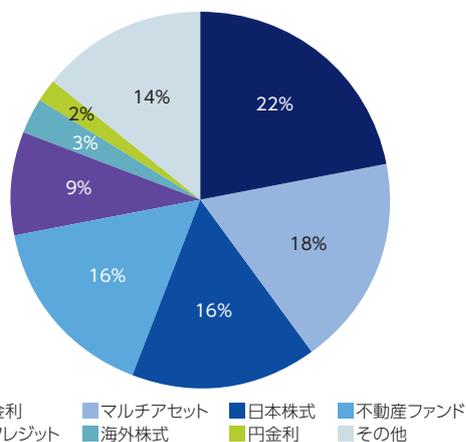
業態別にその他の証券（外国証券・ファンド等）の内訳を見ると、都市銀行では、17年度末以降、外国証券残高が大きく増加し、19年度末の残高は37兆円となった。一方「外国証券以外」（ファンド⁷⁾等）の残高は4兆円であった。日本銀行によれば、大手行⁸⁾のファンド投資は、債券や政策保有株式等の評価損益を管理するための「ペア型」投資信託が約5割を占める⁹⁾。一方、地方銀行では10年度、第2地方銀行では11年度以降、「外国証券以外（ファンド等）」のその他の証券に占める割合が大幅に増加している。日本銀行によれば、地域金融機関¹⁰⁾では、内外金利、社債、REIT、海外株式に加え、マルチアセット型投資信託への投資が進んでいる⁹⁾（図表14及び15）。

上記のような都市銀行と地域銀行の投資対象の違いは、両者の運用体制・ノウハウの違いによるものである。大手行に比べて運用体制が脆弱な地方銀行や第2地方銀行では、分散投資を推進する上で、運用に関する知見やノウハウを外部に依存しており、ファンド投資が好まれている。なお都市銀行においても、自行に知見やノウハウの蓄積のない市場等へ投資をする場合や特定のマネージャーズ・ビューを得るために、ファンドを活用することもあるようだ。金融機関の規模を問わず、ファンド投

図表14 その他の証券 業態別残高推移



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

図表15 地域銀行^(注)の投資信託保有残高内訳 (2020年6月末時点)

(注) 地域銀行は、地方銀行と第2地方銀行を指す
(出所) 日本銀行「金融システムレポート」2020年10月

資は、自己運用に役立つ情報やノウハウ(市場や相場の見方、リスク分析手法や投資ノウハウなど)を得る機会となっている。

業態別の投資動向

① 都市銀行

厳しい収益環境を背景に、ここ数年、都市銀行を含む大手行では、海外クレジット投資、なかでもCLO(Collateralized Loan Obligation)への投資を積極化してきた。金融庁と日本銀行の合同調査¹¹⁾によれば、18年度末の大手行¹²⁾のクレジット投資残高は76兆円であった。うち4割程度をCLOやハイイールド債等が占めている。

証券化商品については、18年度末に所要自己資本比率

規制の見直しが行われたが、大手行のCLO残高は、19年上半年から大きく増加し、19年9月末時点で約14兆円となった¹³⁾。その背景には、新規制には21年度末まで経過措置が設けられていることや、大手行がAAA格トランシェを選んで投資していること¹¹⁾にあると考える。

金融庁と日本銀行は、今後、投資環境が改善すれば、大手行が投資を積極化する可能性があると考えており、合同調査の継続を予定している¹³⁾。

都市銀行は、今後、リスク資本見合いのリターンがあることだけでなく、リスク・プロファイルに見合ったリスク管理体制があるかという観点からCLOを含む証券化商品への投資を判断すると考える。

② 地域銀行

一方、地方銀行と第2地方銀行については、19年度に金融庁の有価証券投資に関するモニタリング姿勢に一つの変化があった。それは、リスク・ガバナンスや運用・リスク管理体制の高度化だけでなく、体制が脆弱な場合には外部機関の知見の活用を促すようになったことである。こうした変化の背景には、低金利環境が続く中、地域銀行の保有する国債や地方債のうち約4割が今後3年間に償還を迎えるが、その再投資に際して利益を維持するために過度なリスクテイクの懸念がある¹⁴⁾ことがある。なお20年度も、金融庁の姿勢に変化はない。

これを受け、地域銀行の投資行動にも徐々に変化が出てきている。第1に、投資助言サービスや投資一任契約の利用である。投資一任契約には、運用関連事務を外部化できるというメリットもある。なお投資助言に加え、人

材育成やリスク管理など周辺業務も併せて支援するプレーヤーも出てきている。こうした動きを受け、資産運用会社もファンドの提供だけでなく、運用まわりの業務支援に力を入れるようになってきている。第2に、投資ノウハウや資金力のあるパートナーとの共同投資のより一層の推進である。投資対象は、地域ファンドやプライベート・エクイティなどである。SBIグループのように、有価証券運用に留まらず、地域銀行と包括的な業務提携を指向するプレーヤーもいる。

運用の外部化については、既に有価証券運用収益の安定化というメリットを享受している地域銀行もあるが、その一方で、地域銀行に新たな課題を呈している。それは、リスク・ガバナンスの発揮である。経営陣には、委託先に対して、運用やリスク管理に対する方針を明確にし、委託先がそれらを遵守しているかを注意深くモニタリングし、必要な牽制を働かせることが、これまで以上に求められる。

成長が期待される銀行のESG投資

2015年にGPIFが国連の責任投資原則に署名した後、日本においてもESG投資に対する関心が高まっている。しかし、欧米と比べ、市場規模はまだ小さく、取り組みは揺籃期にある。銀行は、SDGs(持続可能な開発目標: Sustainable Development Goals)の一環としてESG投資に取り組んできたが、いまだ多くが社会貢献活動の一環として推進しており、事業戦略とは結びついていない。しかし20年10月には、転機となる出来事があった。菅総理が正式に2050年までに温室効果ガス排出を実質ゼロにすると表明し、日本においても脱炭素社会への移行が具体的なものとなったことだ。ESG投資は、銀行にとって、顧客や社会全体の脱炭素社会への移行を支援する重要な戦略的ツールである。国家目標の達成に向けて今後その成長が期待される。

3 リテールビジネス

株式投信の流通チャンネルが変化

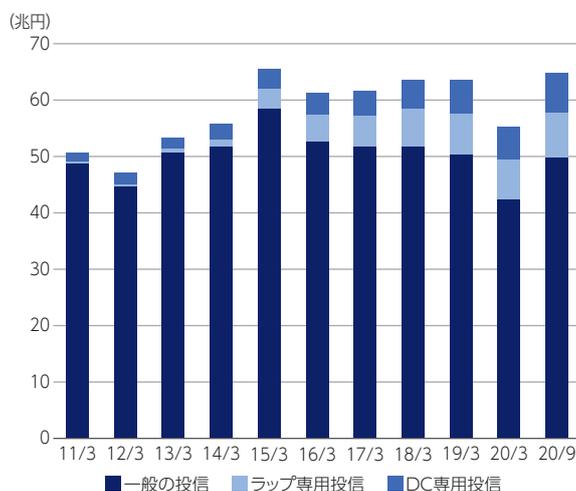
ETFを除く公募追加型株式投信(以下、単に株式投信

という)の残高は、2015年以降60~66兆円の間を推移している。このレンジを大きく下回ったのは16年の夏と20年の春だけで、いずれもその後残高は持ち直している。このように株式投信全体の残高だけ見ると、あまり代わり映えのしない状況が続いているが、その内部構成は大きく変化してきている。

変化の中で大きなものの一つが、流通チャンネルだ。株式投信は証券会社や銀行の対面もしくはネットで販売されるほか、確定拠出年金(DC)制度や、ラップ(投資一任)サービスを通じて提供されている。このうちDCやラップを通じて提供される株式投信の残高の増加が著しい。

DC制度では、運営管理機関という受託者責任を負う機関を通じて投信が加入者に提供される。取扱商品はプラン(規約)ごとに選定されるが、どこでも加入者の利益が優先されるため、信託報酬の低いファンドが多く、インデックスファンドの割合が高い。また、商品本数は1つのプランで原則35本以内に限定され、容易に商品の除外ができないため、商品の追加が減多に行われないなど通常の投信販売とは異なる特徴を持っている。このようなDC制度を通じて提供される投信(図表16の「DC専用投信」)の残高は15年3月の3.5兆円から20年9月には7.1兆円と5年あまりで2倍に拡大している。資金流入も年々増えており、昨年度は8千億円を超えた。この背景にあるのが、加入者の増加だ。元々、企業型の確定拠出年金は年間40万人のペースで増加していたが、17年より個人型(愛称iDeCo)の対象者が職場に企業年金のあるサラ

図表16 追加型株式投信(除くETF)の残高



(出所) 野村総合研究所

リーマンや、公務員など共済加入者、専業主婦（第三号被保険者）にも拡大されると、それまで年間3,4万人しか増加しなかった加入者が40万人のペースで増加している。この結果、確定拠出年金の加入者は企業型と個人型の合計で920万人を超えている。

確定拠出年金は今後も制度変更が続く。22年には確定拠出年金の加入可能年齢が個人型・企業型でそれぞれ5歳ずつ上がり、また、企業型DC加入者の個人型への同時加入が容易になることが決まっている。さらに、その先には企業型や個人型DCの拠出上限の変更が予定され、大半の加入者にとっては拠出を増やすことができるようになる。このように加入者の増加や一人当たり拠出額の拡大が想定されるため、DC専用投信の残高は今後も着実に拡大していくことは間違いない。

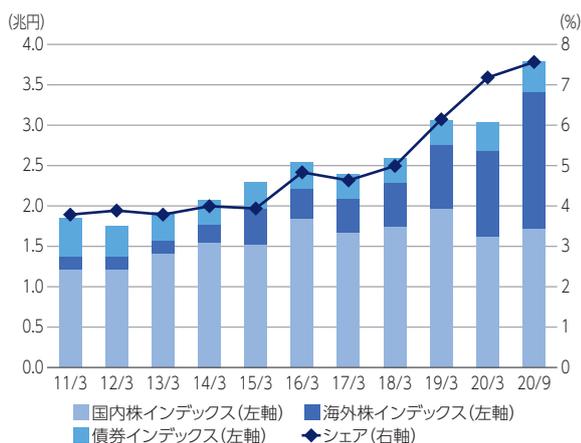
ラップ・サービスは、顧客と契約した投資一任業者（多くは証券会社や信託銀行）が、取扱商品を選定している。商品の追加や除外は珍しいことではないが、受託者責任を持つ者が商品選定を行うという点ではDCと同じだ。このこともあってか、DCほどではないにせよ、インデックスファンドの割合が高くなっている。このようなラップ・サービスを通じて提供される投信（図表16の「ラップ専用投信」）の残高は1.2兆円に過ぎなかった14年3月から、5年後の19年3月には7.6兆円に達している。その後、拡大ペースは鈍化し、20年9月現在で7.8兆円に留まっている。これは14年以降このサービスの普及に注力してきた証券会社や銀行の一部で、サービスの解約の動きが出てきたためだ。一方で、この間も新たにこのサービスに参入する金融機関も出てきており、契約数自体は着実に増えている。ラップ・サービスを経由した投信の残高は多少の上下はあっても、基本的には拡大していくものと考えられる。

Ⅲ 着実に拡大するインデックスファンド

株式投信の内部構成の変化のもう一つがインデックスファンドの拡大である。インデックスファンドの残高は同ファンドの割合が高いDC制度やラップ・サービスの拡大により増えているのだが、証券会社や銀行の対面もしくはネットで販売される一般の投信の中でも増えている。

図表17はインデックスファンドの残高とそのシェア

図表17 インデックスファンド（DC・ラップ専用投信を除く）の残高



(注) シェアはDC専用やラップ専用ファンドを除く一般の投信に占める残高割合 (出所) 野村総合研究所

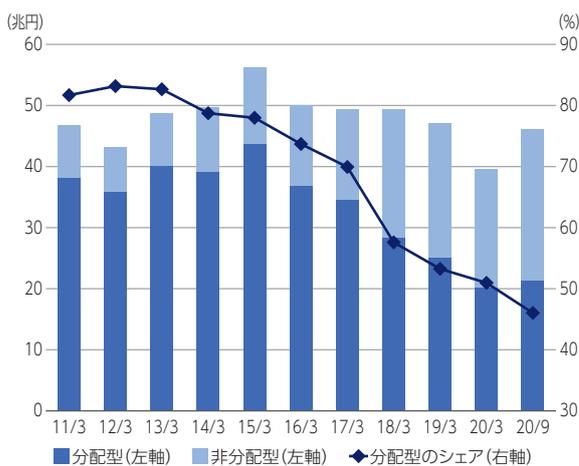
を示したものだ。これを見ると、19年3月以降急拡大している様子が見取れる。拡大のきっかけの一つとして考えられるのが、この前年の18年1月よりスタートした「つみたてNISA」だ。「つみたてNISA」における商品購入のおよそ8割がインデックスファンド¹⁵⁾で、最近ではインデックスファンドの購入のおよそ2割が「つみたてNISA」経由と考えられる¹⁶⁾。

インデックスファンドの中でも、最近残高の拡大が著しいのが海外株式型で、国内株式型と肩を並べる規模に達している。海外株式型インデックスファンドの中では世界株式型のほか米国株式型が多くを占めている。その理由は、これらのインデックスが上昇しているからであろう。18年4月から20年9月までの間におよそ1兆円の資金が海外株式型インデックスファンドへ流入（純流入ベース）しているが、この金額は同期間のアクティブを含む海外株式型¹⁷⁾への資金流入額の3割を超えている。これは特に顕著な現象で、アクティブファンドからインデックスファンドへ投資家の選好の変化が着実に進んでいる。

Ⅲ 残高の縮小が続く分配型ファンド

株式投信の内部構成の変化の3つ目が、分配型投信（年間4回以上の分配を行う投信）の残高の縮小だ。図表18はアクティブファンド（DC専用投信やラップ専用投信を除く）を分配型と非分配型に区分し、残高を示したものだ。12年3月には分配型投信は残高ベースでアクティブファンドの8割以上を占めていた。この割合が年々低

図表18 アクティブファンド(除くDC専用・ラップ専用投信)の残高



(出所) 野村総合研究所

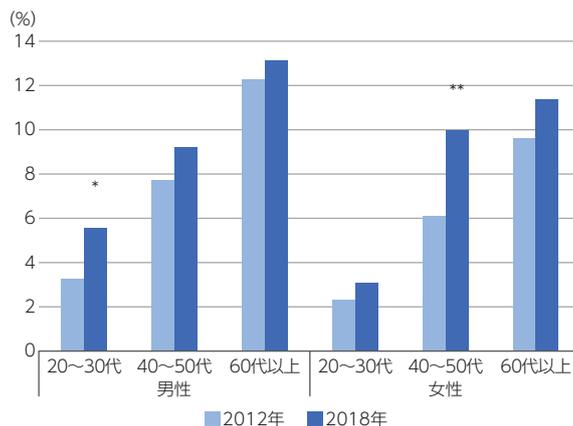
下し現在では5割を下回っている。シェアの低下が特に顕著なのが18年3月までの1年間で、12%も低下している。17年3月末に金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」の確定版を公表するとともに、同原則の定着に向けた取組みについて公表したが、その中で特に銀行投信販売が分配型に偏っている問題を指摘している。こうした指摘を踏まえ、販売会社では投信販売が分配型商品に大きく偏らないように自社のKPIを設定し、管理しているため、分配型投信の残高が今後、直ちに拡大に転じることは考えにくい状況である。

一方、アクティブ投信の中の非分配型の残高は拡大している。これを牽引しているのは世界株式や情報技術関連株に投資する投信である。しかしながら、資金流入が継続するファンドは少なく、非分配型投信全体の残高が安定的に拡大していくか予測は困難だ。

長期の運用手段という イメージが強まる証券投資

ここまで挙げた株式投信の内部構成の変化の多くは、顧客層の変化や顧客の意識の変化によってもたらされたと考えられる。まず、投資家層の変化については、次の様な調査から読み取ることができる。図表19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」の中から投信を保有している人の割合を取り上げたものだ。投信を保有している人の割合を年齢階級別にみると「20～30代の男性」と「40～50代の女性」で増えている。特に「40～50代の女性」の増加が著しい。

図表19 投信保有者の割合



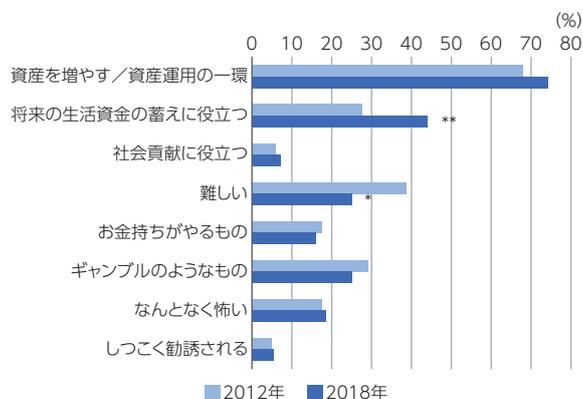
(注) p値は12年と18年の比率の差の(両側)検定における有意確率を表す (*: p<.05, **: p<.01)

(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

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ことが確認できる。

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20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(図表20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くなっているが、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

図表20 株式や投信を保有する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

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は挙げられていない「積極的に売買を繰り返すもの」というイメージがいまだに強い可能性はあるものの、「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。

品質が問われるアクティブ運用

証券投資のイメージの変化により、資産運用サービスに対する顧客の期待も変化しているはずだ。証券投資が以前の様なイメージのままであれば、投信会社や販売会社に期待されることは、その時点の期待リターンの高い投資戦略を探し、その戦略を内包するファンドを短期に立ち上げ、顧客に勧誘を行うことである。そして、その投資戦略の期待リターンが低くなる前に、顧客にファンドの売却提案を行うことだ。この場合、勧誘を受け入れた顧客が想定する期待リターンは、その投資戦略の長期的な期待リターンに比べ、かなり高いはずだ。それが、証券投資が「長期的な資産形成の手段」というイメージに変われば、顧客が想定する期待リターンは投資対象の長期的な期待リターンであり、一時的な高い期待リターンとは水準が異なる。なぜなら、顧客は投信会社や販売会社に安定的な運用を期待し、投資対象の期待リターンの短期的な変化を追わず、長期的な視点で投資収益を獲得することを重視するためだ。

こういった顧客の期待の変化は、資産運用サービスの手数料率（信託報酬率は販売手数料率）にも影響を与える。短期的に高い期待リターンを想定して受けるサービスであれば高い手数料率でも許容できるが、それほど高い期待リターンを想定していないのであれば、高い手数料率は許容できない。

また、顧客の期待の変化により、求められる投信のタイプにも当然変化が生じる。多少期待リターンが高そうに見えても品質にバラツキがあるアクティブファンドより、均質なインデックスファンドを選択することが多くなるはずだ。

先に示したDCやラップ専用ファンド以外でのインデックスファンドのシェア拡大は、現実には生じている。シェア拡大のペースが今はまだゆっくりとしているが、これが加速するとすれば、そのきっかけとなり得るのが投信の販売員のアドバイザー化である。ここで言うアドバイザーは従来の販売員と異なり、顧客との利益相反を防ぐため、報酬を顧客から直接徴収することを基本とする。それはランニング・フィーにも及び、現在の投信の代行報酬（信託報酬の販売取り分）も実質的に受け取らず、管理手数料やサービス手数料などの名目で顧客から直接受け取る。このような報酬体系の変化により、アドバイザーは、品質が同じであれば、低価格商品を顧客に提供しようとするはずで、インデックスファンドのシェア拡大は一層進むはずだ。

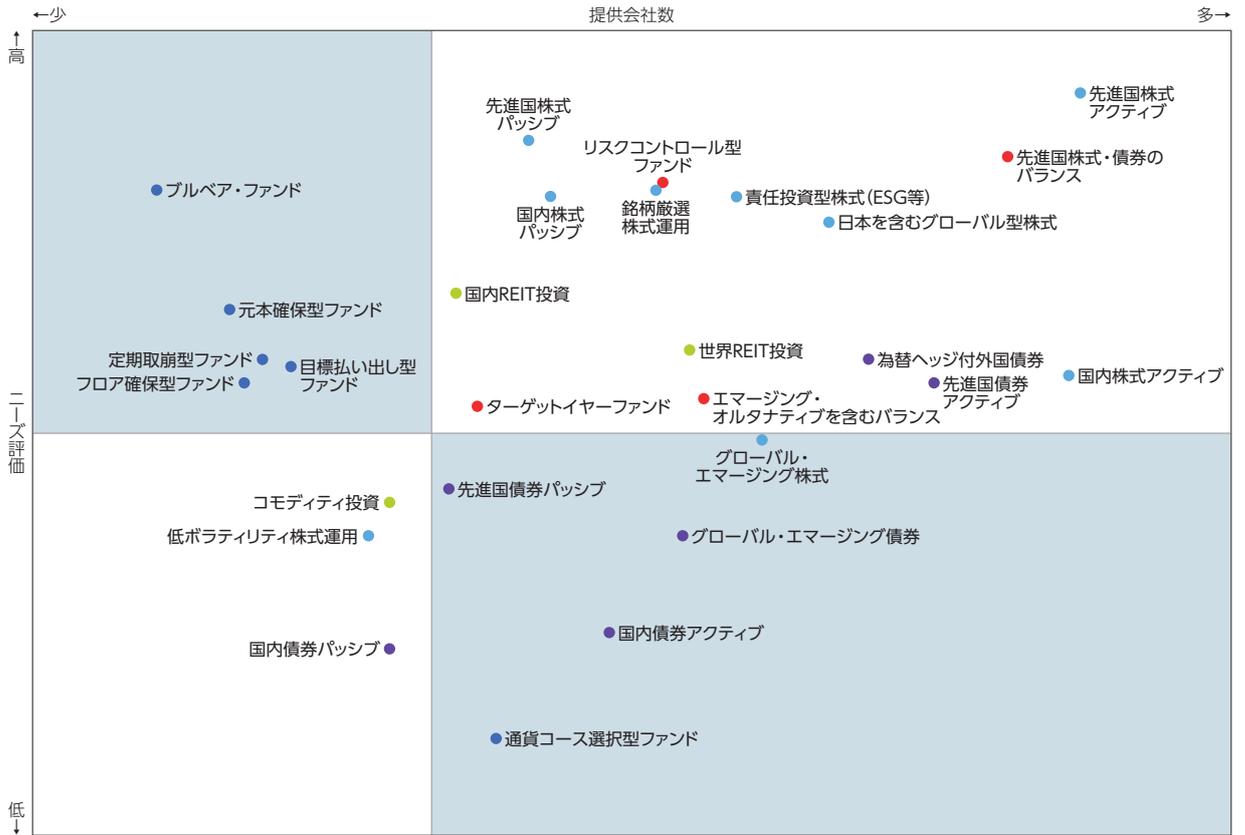
ここで挙げたアドバイザー報酬の変更を既にも実施した英国では、投信のパッシブ化が急速に進んだ。日本でも同様なことが考えられるが、英国ほどパッシブ化が進むとは限らない。販売員のアドバイザー化と言っても、日本の場合、英国の様なビジネス規模の小さいIFAが中心になることは想定しにくい。それよりはむしろ大手金融機関が中心になってアドバイザー化を進める方が実現性は高い。その場合、大手金融機関は差別化のため、質の高いファンドの選定にも注力するはずだ。このため、顧客に提供する商品はパッシブ一辺倒にはならず、高品質なアクティブファンドも一定の割合で提供されることも考えられる。英国の様になるのか、それとも少し違う道をたどるのか、現時点で予測することは難しいが、中途半端なアクティブファンドには、市場からの退出という同じ結果しか待っていないはずだ。真のアクティブハウスを標榜する資産運用会社にとっては、むしろ好機の到来と言えるかもしれない。

4 投資家セグメント別・運用商品市場動向

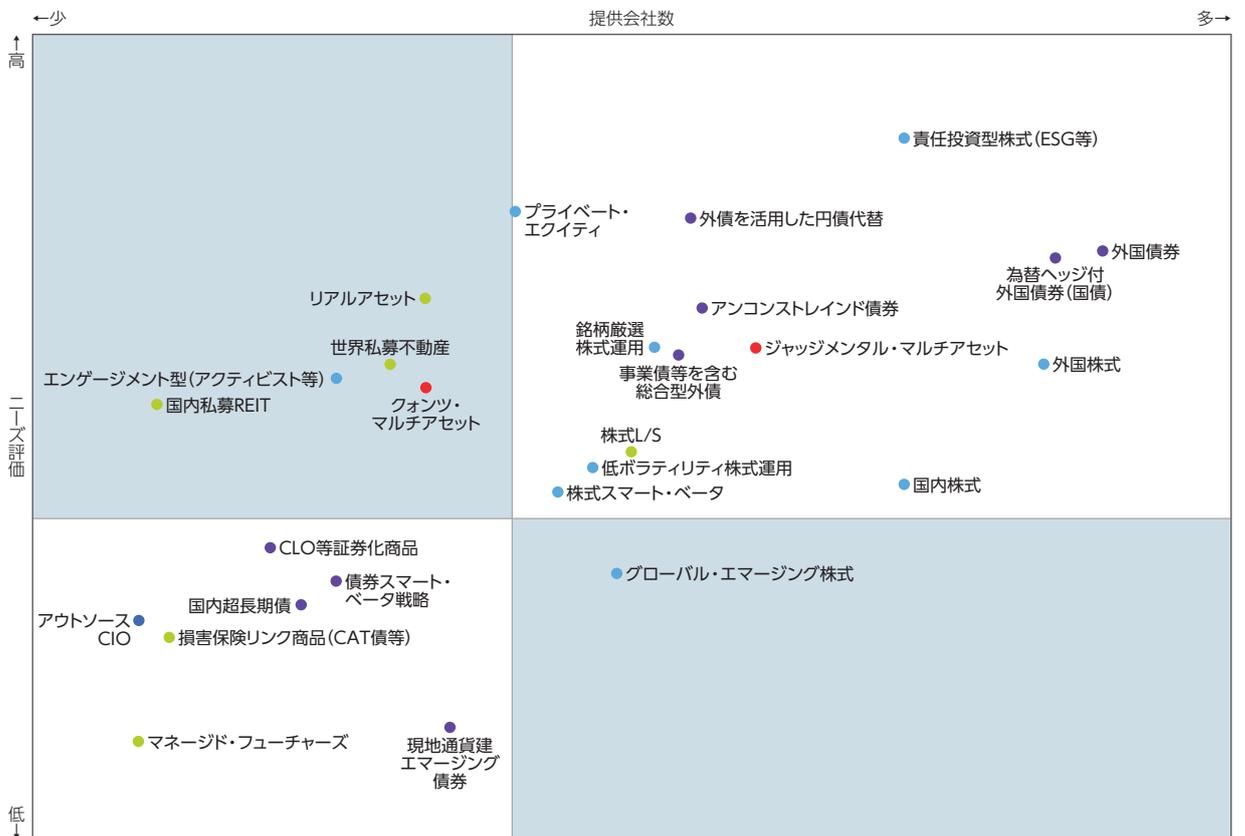
野村総合研究所が2020年8月から9月にかけて実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家タイプ（リテール、年金、金融法人）別のプロダクト・オポチュニティ・マップを作成した。これを見ると、様々なタイプの運用商品について、投資家タイプ

図表21 顧客別のプロダクト需給マップ

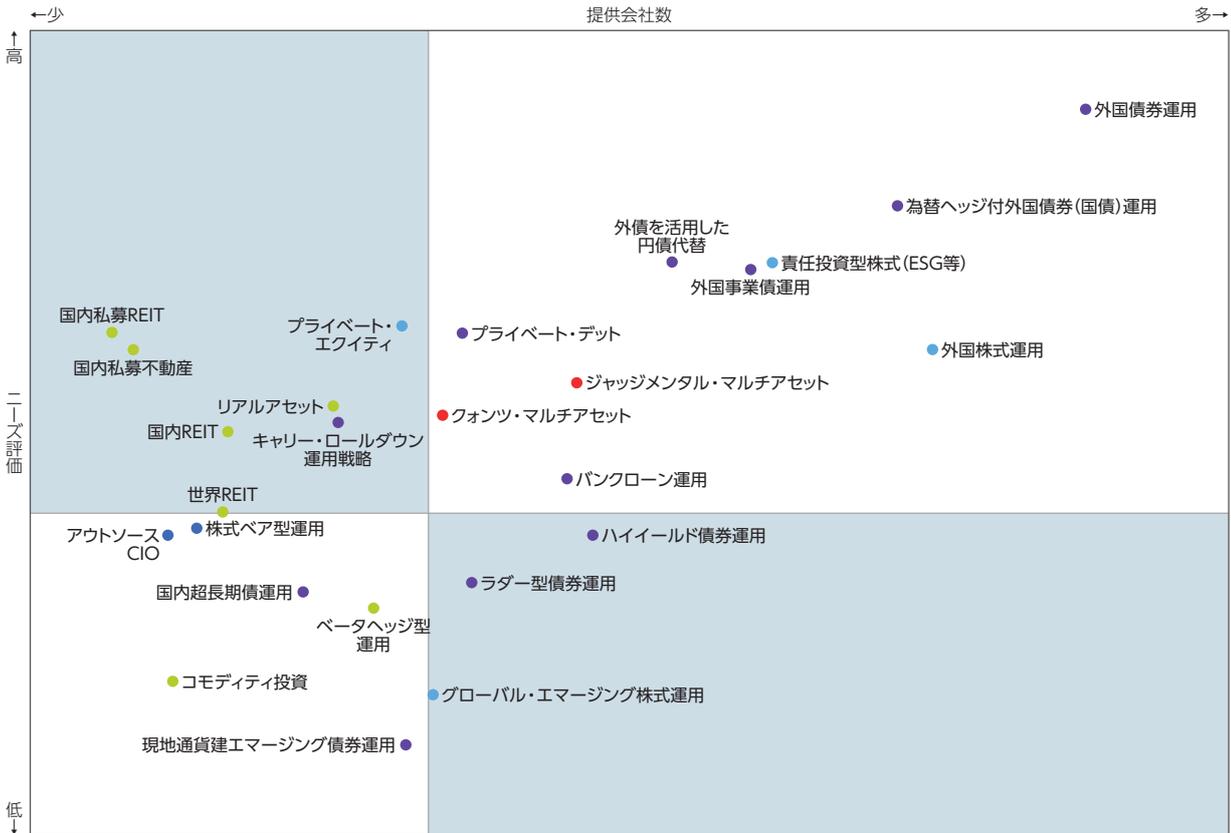
(a) リテール向けプロダクト



(b) 年金向けプロダクト



(c) 金融法人向けプロダクト



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

(出所)「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」より野村総合研究所作成

ごとのニーズの強さ(運用会社による評価)に対して提供されているプロダクトが少ないもの(左上領域に相当)や、競争状況の厳しい商品(ニーズが弱く、かつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当)を確認できる。図表21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、リテール投資家からのニーズが高いと考えられているのは、先進国の株式ファンドと先進国資産のバランスファンドである。株式運用については、長期の資産形成のパーツとして推奨されることの多いパッシブファンドの他、テーマ型を含むアクティブファンドや集中型、ESGをコンセプトとするファンドへのニーズが高いと考えられている。この結果は総じて公募投信の実際の資金フローの状況とも一致しており、特にテーマ型としては先進国の(IT銘柄を含む)成長株ファンドや、ESGを名に冠した比較的最近設定されたファンドへの流入が目立っている。バランス運用については、先進国資産のバランス型ファンドの他、ボラティリティ抑制や下値を意

識するリスクコントロール型ファンドのニーズが高いと考えられている。アクティブなバランス型ファンドは2月～3月の市場急変時にどのような投資行動を採ったかでパフォーマンスに差が生じており、その結果資金流出に転じているファンドもある。

昨年度からのニーズ評価の変化を見ると、国内REITやグローバル・エマージング株式のニーズ評価が低下した。これは新型コロナウイルスのパンデミックの影響が未だ不透明であることを反映していると考えられる。また、投資銀行のバランスシートを活用して組成する元本確保型に対するニーズも、依然として高い位置にはあるものの、昨年度と比べるとやや低下した。

年金については、プライベート・エクイティ、プライベート・デット、リアルアセット(インフラ、森林、農地を含む)のニーズが高く、近年の低流動オルタナティブ投資へのニーズが依然健在であることを示している。ただし、昨年度との比較では、内外の私募不動産ファンドや私募リートへのニーズは大きく低下した。パンデミック

の不動産へのインパクトの大きさはセクターや個別物件によって異なるが、プロダクトによってはインカムが低下してNAVの切り下げを行っているものもあり、今後の不透明感も高いことが背景にある。

上場株式会社の中ではESG投資や集中型のニーズが高かった。特に公的年金では株式のESG投資を積極化する動きが顕著である。債券の中では3月以降のヘッジコストの低下を受けてヘッジ外債へのニーズが上昇した。他に、マルチアセットや、アンコンストレインド債券のニーズも引き続き高い。マルチアセット等への関心が高いのは、公的年金ではなく企業年金と考えられる。企業年金はこれまでにデリスキングを進めており、総じて良好な積立状況を維持していると考えられる。しかし、一部の生命保険会社が一般勘定商品の保証利率を引き下げるなどしているため、安定収益が期待できるポートフォリオの構築は一層困難になりつつある。そのため、伝統資産のコア+アルファ型の運用というよりは、アセットアロケーションを含めてマネジャーのスキルに大きく依存する運用や、ニッチな運用戦略を含めて多数の収益源泉を取り込む形で分散を図ることを追求するだろう。

金融法人については、外国債券を中心に利回りの確保を追求するスタンスは基本的に変わっていない。ニーズ評価について昨年度と比較すると、評価が上昇したのは他のセグメントと同様、ESG投資であるが、低下したのはバンクローンやプライベート・デットであった。低格付けの海外クレジットの保有について近年懸念が表明されていることが背景にある。私募の海外不動産へのニーズは、年金等と同様にパンデミックを受けて低下したのに対し、国内の私募REITへのニーズは依然堅調と考えられている。また、低位ではあるものの、昨年との比較で大きくニーズが上昇したものの1つがアウトソースCIOである。これは日本では運用会社に幅広い裁量を与える運用委託というよりも、マルチアセット型の運用で各種のトレーニングプログラムの提供を伴うサービスと理解されている。従来のような利回り代替商品に留まらず、有価証券運用管理の高度化ニーズが顕在化しつつある可能性がある。

- 4) 差分(208兆円-185兆円=23兆円)は、信託銀行の残高である。
- 5) 日本銀行「金融システムレポート」(2020年10月)によれば、国債については超長期国債への投資が続いている。
- 6) 地方銀行と第2地方銀行を指す。
- 7) 銀行がファンドとして報告したもの。金融機関の中には、ファンドのリスクスルー情報に基づき、資産別に報告しているケースもあるとのこと。
- 8) 大手行とは、みずほ、三菱UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱UFJ信託、みずほ信託、三井住友信託、新生、あおぞらの10行を指す。
- 9) 日本銀行「金融システムレポート」2019年10月。
- 10) 地方銀行、第2地方銀行、日本銀行の取引先信用金庫を指す。
- 11) 日本銀行「日銀レビュー 本邦金融機関の海外クレジット投融資の動向」2020年6月。
- 12) みずほ、三菱UFJ、三井住友、りそな、埼玉りそな、三菱UFJ信託、みずほ信託、三井住友信託、SMBC信託、新生、あおぞら、ゆうちょ、農林中央金庫、計13行庫。
- 13) ニッキン「CLO調査を継続」2020年9月11日。
- 14) 金融庁「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～(令和元事務年度)」2019年8月。
- 15) 「NISA口座の利用状況調査(2020年6月末時点)」(金融庁)によるとつみたてNISAにおける買付累計額4,578億円のうち3,491億円(76%)がインデックス投信の購入だったという。
- 16) 金融庁の発表によると2020年1月～6月までの間につみたてNISA経由で購入されたインデックスファンドは1,294億円である。同期間のインデックスファンド(DC専用ファンドやラップ専用ファンドを除く)の設定額は6,429億円なので、つみたてNISA経由の購入は20%を占めることになる。
- 17) DC専用ファンドやラップ専用ファンドを除く。



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



浦壁 厚郎

Atsuo Urakabe

金融イノベーション研究部
上級研究員
focus@nri.co.jp
専門は、資産運用



前山 拓哉

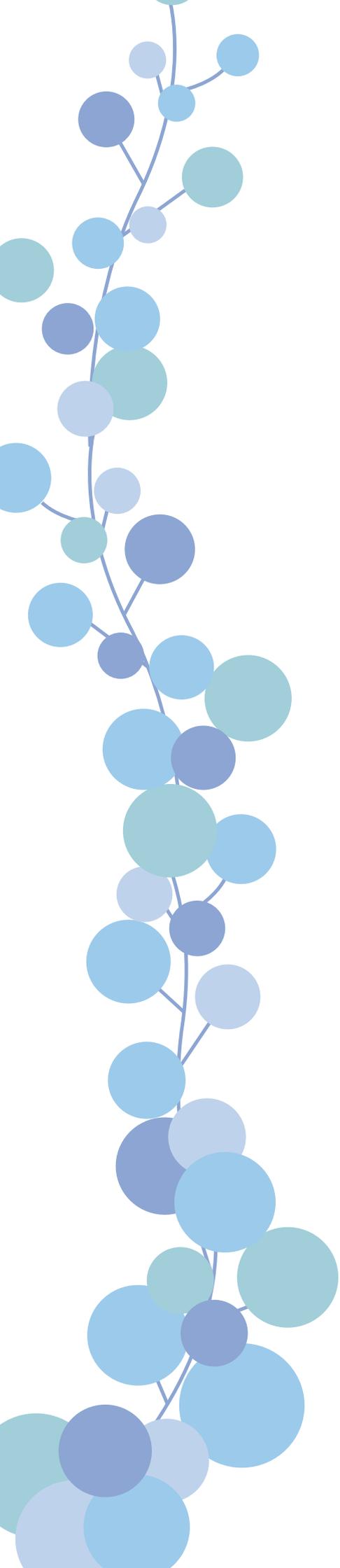
Takuya Maeyama

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

日本の資産運用ビジネス 2020/2021

発行日	2020年12月25日
発行	株式会社野村総合研究所 〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ https://www.nri.com/jp
発行人	林 滋樹
編集人	萩野 祐一
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	NRIフィナンシャル・グラフィックス株式会社
問い合わせ先	金融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んを問わず一切責任を負いません。



NRI