

NRI

# 日本の 資産運用 ビジネス

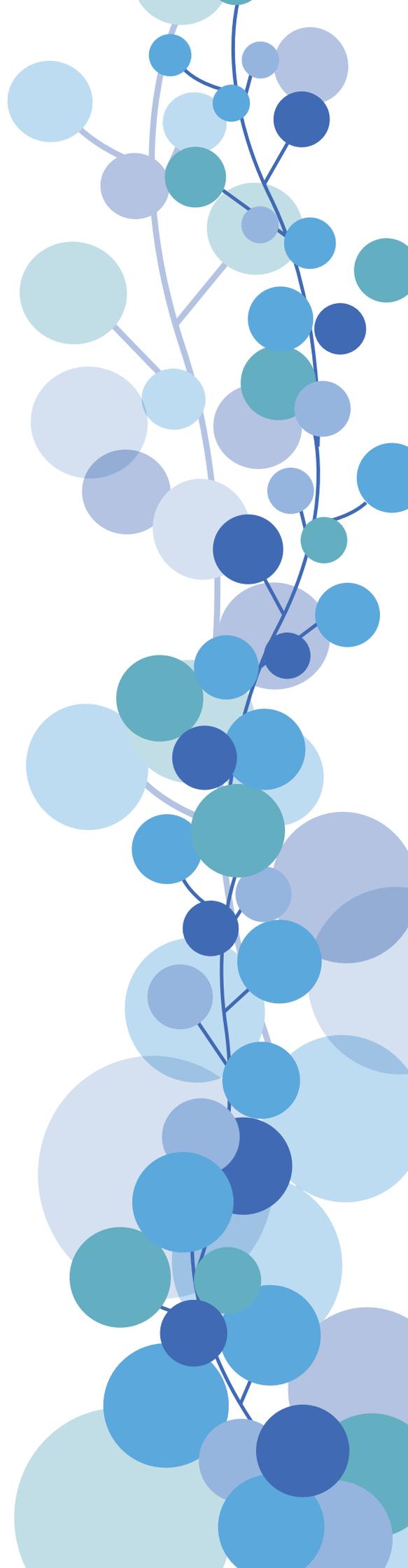
2023  
Japan's  
Asset Management  
Business  
24

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

野村総合研究所  
Nomura Research Institute



# 巻頭言

当局と金融業界が一体となり推し進めてきた、「貯蓄から資産形成へ」の流れは着実に進んでいるようだ。野村総合研究所が2022年に実施した「全国の生活者1万人を対象とした金融行動や家計・資産に関するアンケート調査」によると、「投資経験者」の割合は32%に達し、およそ3人に1人は投資をしているという結果になった。この流れは、実際の公募投資信託の資金フローからも確認することができ、21年度以降、直近まで旺盛な資金流入が続いている。さらに24年からの新NISAにより、成長の勢いが増すことはほぼ間違いなく、今後も長期的な成長を最も期待できるのは、公募投資信託ビジネスであることに疑いの余地はあるまい。

一方で、公募投資信託ビジネスにおけるパッシブ化が急速に進んでおり、アクティブ投信については、個人投資家にその価値をうまく示せていない。業界では、持続可能な手数料水準を確保できるか懸念が高まっており、今後は「運用力の向上により、アクティブ投信の価値を示すことができるか」が、業界全体としてのKey Success Factorであると言えるだろう。

政府は、「資産運用立国」の実現を目指し、資産運用業等の抜本的な改革に関する政策プランを年内に策定する予定だ。まさに改革の時であると言え、今後の経営戦略次第では、資産運用業界の勢力図が大きく変わる可能性もあるだろう。海外事業者の新規参入もあり、競争が激化し、資産運用会社として価値の提供や運営の効率化が今以上に求められる。それだけではない。フィナンシャル・グループにおける資産運用部門の位置づけをも変える対応が必要になるかもしれない。改革の時を好機ととらえ、挑戦することが、日本の資産運用ビジネスのさらなる成長に不可欠である。

本レポートは今後の資産運用ビジネスの方向性を考える際の基点を提供することを目的とし、資産運用会社、金融商品販売会社双方の経営者、マーケティング企画、営業企画担当者、さらにフィナンシャル・グループの経営企画担当者などを想定読者としている。「貯蓄から資産形成へ」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ある。

2023年11月吉日

株式会社野村総合研究所  
金融デジタルビジネスリサーチ部  
「日本の資産運用ビジネス2023/2024」総括責任者

竹端 克利

## 穏やかな増加傾向が続く 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、2023年3月末時点で909兆円と推定される（図表1）<sup>1)</sup>。1年間で21兆円の増加となったが、その率は2%と直近10年間で2番目に低い水準となった。増加率の低下の主因は、金融引き締めや金融政策の一部修正を受けた内外の債券相場の低迷である。そのほか、前年度に20%を超えるリターンを上げた外国株式のリターンはプラスを維持したものの、前年度から大きく低下したことなども影響している。

運用受託額の内訳をみると投資顧問の一任契約は12兆円増加し、427兆円まで拡大した。残高が3%とはいえ増加した要因は、収益率が相対的に高かった内外株運用の割合が多いことが考えられる。なお、投資顧問の一任契約の残高は10年間で3.6倍（増加率は年率約14%）に拡大しているが、これは、この間生じたいくつかの金融グループにおける投資顧問会社への運用機能の移管による高上げ分も含まれている。23年3月期も、大手生保が

運用を系列投資顧問会社に委託している。その影響による残高の伸びは約2兆円である。

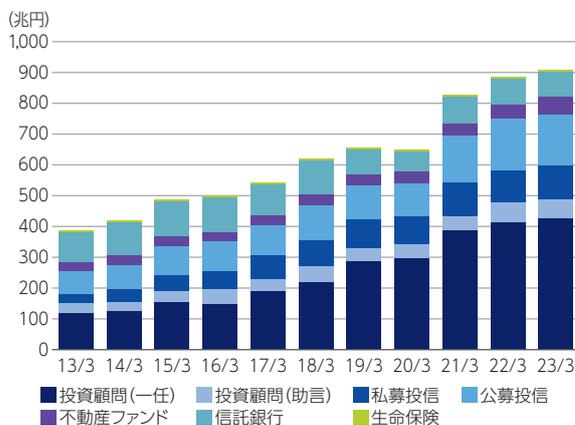
投資一任契約に次いで規模の大きい公募投信の残高は3兆円しか増えなかったが、相場変動によるところが大きい。資金流入は落ち込んだわけではなく、個人の「貯蓄から資産形成へ」の流れは継続している。

なお、24年3月期に入ると円安により外貨建て資産の価格は上昇し、国内株も大幅に上昇している。このため、23年6月現在、投資顧問の一任契約や助言、公募投信及び信託銀行の運用受託残高は23年3月末比で10%程度増加しているとみられる。

## 年率7%で拡大する投資家の運用委託額

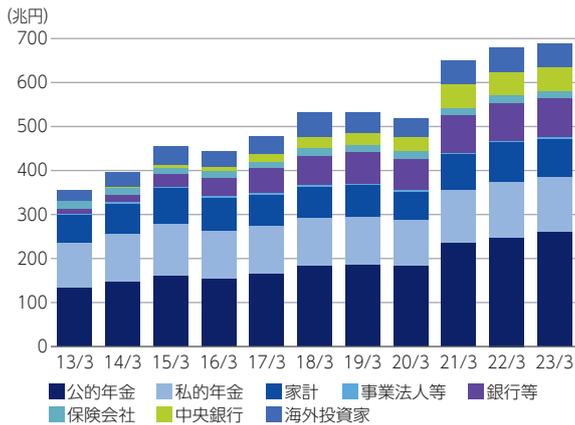
顧客サイドから日本の資産運用会社に委託している運用額についても確認したい。これは図表1で見た資産運用会社の運用受託額には、運用会社間の運用資金のネスティングが多分に含まれており、顧客による運用委託額の水準とは乖離するためだ。例えば、私募投信を組み入れた公募投信FoFs等の場合、顧客が購入したことによる残高の増加は公募投信にも私募投信にも計上されるため、資産運用会社の運用受託額は二重にカウントされる。同様に、企業年金等から投資一任契約で非課税適格機関投資家私募を組み入れて運用する場合や、年金信託契約で主として系列の投資顧問会社に一任したり、私募投信を組み入れる場合など様々な例を挙げることができる。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

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、投資顧問協会等の資料を基に野村総合研究所作成

図表2 投資家の資産運用会社への運用委託額



(注) 公的年金は自家運用を含んでいない

(出所) 資産運用会社の営業報告書、投資信託協会、投資顧問業協会、日銀等の資料を基に野村総合研究所作成

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のように推移している<sup>2)</sup>。少し長い目で見ると、顧客の運用委託額も資産運用会社の運用受託額と同様2012年3月を底に増加している。ただ、顧客の運用委託額は2023年3月までの10年間に1.9倍（増加率は年率約7%）にしか拡大しておらず、資産運用会社サイドからみた運用受託額（10年間で2.4倍、増加率は年率約9%）ほどは伸びていない。

10年間の運用委託額の変化を顧客別に見ると、126兆円増えた公的年金を筆頭に銀行等（預金取扱機関）や中央銀行がそれぞれ75兆円増、52兆円増で続いている。これらに比べ海外投資家や私的年金、家計の運用委託額の増加は少ないが、それでもそれぞれ約20～30兆円増えている。

## 年金ファンド、銀行等、家計等の動向

公的年金のうち年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）については、運用資産額の増減要因のうちキャッシュイン要因である寄託金の受入とキャッシュアウト要因である寄託金の償還及び年金特別会計への納付額の推移をみると、20年3月期以降拮抗している。直近の財政検証で示された慎重シナリオによれば、ネットインフローは年1兆円程度とされていることから、この先はかつてのような資金流入は期待できない。

私的年金のうちDB型企业年金では今後大きなキャッシュインは想定されないものの、企業年金の統合が検討されるなど大きな動きが見られるかもしれない。政府は「資産運用立国」の実現を目指す中で、企業年金のガバナンス改善・体制強化などを進めようとしているためだ。

動向次第では、CIOアウトソーシングなども注目される可能性がある。

私的年金のうち個人型を含むDC年金では加入者に比べ受給年齢に達した者がいまだ少ないことから、引き続き現状と同程度（年間1兆円程度）の資金流入が続くと考えられる。個人型については22年に加入可能年齢が65歳まで引き上げられたうえ、さらに70歳への再引き上げも検討されているなど、資金流入の拡大に寄与する見直しが続くことが想定される。

日本銀行による異次元緩和の開始以降、銀行はファンド投資を大幅に拡大してきた。日本銀行の金融政策が見直されようとする中、ファンド投資の増加もかつてのような勢いを失いつつある。もっとも、今まで有価証券運用に関わる体制を強化してきた銀行では、引き続き資産運用会社への運用委託を含め、有価証券の運用にも力を入れていくはずだ。

主として個人が購入する公募投信は最も高い成長性が期待されている。個人の証券投資に対するイメージが変わり、若年層を中心に長期投資や資産分散の重要性を理解する人が増え、投信を保有する人が増えているためだ。政府は制度的な後押しも行っている。個人向けの非課税投資制度であるNISAは24年以降、恒久化され、投資枠も2倍以上の1,800万円に引き上げられる。このため家計による投信保有が長期的に拡大することは間違いない。そうした中、パッシブ投信のシェアが急速に高まっている。長期投資におけるパッシブ投信の優位性が個人投資家の間で広く信じられるようになってきているため、パッシブ化はこの先も確実に進行するだろう。

残高ベースで既に公募投信の55%をパッシブ投信が占めている。このためもあってか、今まで、パッシブ化を好意的に受け止めていた当局にも、アクティブ投信の価値を見直す動きがある。長期に保有するポートフォリオの構成要素として、アクティブ投信の価値を個人に示すことができるのが、資産運用業界に問われている。

- 1) この金額は、信託・生保については年金顧客等のために資産運用を行っている部分は含めている。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めず、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。

## 1 資産運用ビジネスの現状

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

### 収益は微増ながら過去最高を更新

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。まず機関投資家について見ると、時価変動は約1.8兆円のマイナス、キャッシュフローは約11兆円の資金流入であった。資金流入の内、約2兆円は、国内金融グループの運用機能移管に伴うもの<sup>3)</sup>であり、この影響を除いた実質キャッシュフローは約9兆円の資金流入となる。低金利による運用難から、主に金融法人から国債償還金の受け皿としてのニーズを維持してきた私募投信は、22年度も約4兆円の資金流入となった。ただし、23年度に入ると、8月末までで約5千億円の資金流出となっている。今後の金融政策による金利動向次第で

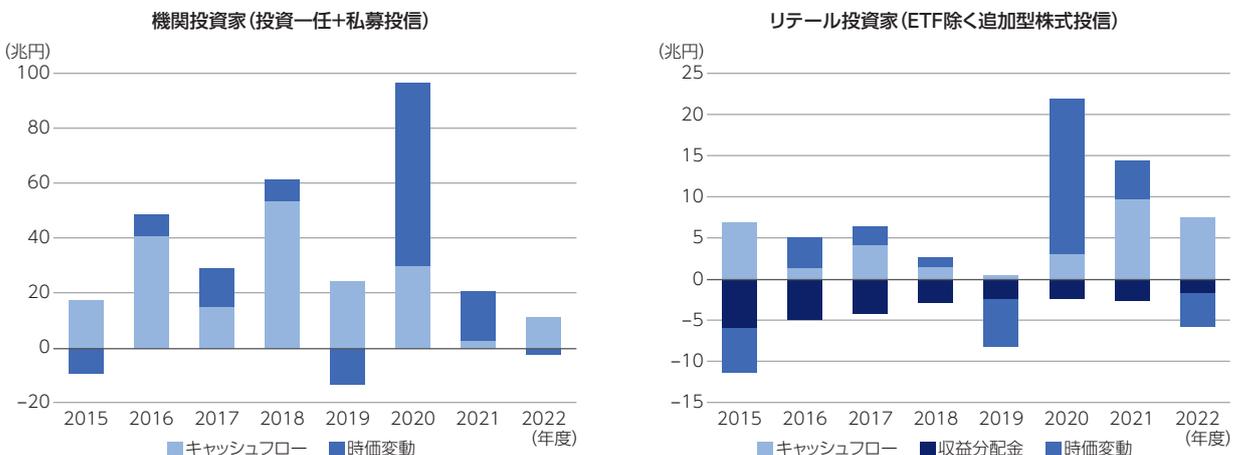
は、潮目が変わる可能性もあるだろう。

次にリテール投資家について見ると、時価変動は約4.1兆円のマイナス、キャッシュフローは約7.5兆円の資金流入となった。収益分配金の約1.8兆円を除いた実質的なキャッシュフローでも、約5.7兆円の資金が流入したことになる。16年度以降、実質的なキャッシュフローとしては流出が続いていたが、20年度にわずかながら流入に転じ、21年度以降は旺盛な資金流入となっている。分配金は15年度をピークに減少を続け、15年度末には10%程度であった分配金利回りは、足下では約2%まで低下している<sup>4)</sup>。

続いて、運用会社の営業収益と営業利益率についてみていく（図表4）。本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、22年度の運用会社の収益総額は約9,900億円である。過去最高を記録した21年度の約9,800億円から微増となった。17年度からほぼ横ばいが続いていたが、21年度以降は増収となった主たる要因は、主にリテール投資家の運用残高（平残）の増加と推測できる。

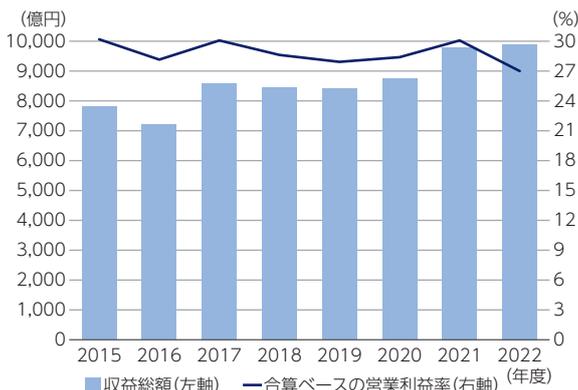
国内系運用会社（公募投信を設定している投信会社の

図表3 運用残高の変動の要因分析



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

図表4 収益総額と営業利益率の推移



(注) 営業利益率は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)。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) 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

み)を対象とした推計では、営業利益率 (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は約28%となり、前年度より3%程度下落した。利益率が下落した主な原因は、収益額が微増した一方、サブアドバイザーに支払う投資顧問料が増大し、営業費用も増加し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>5)</sup>) 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。

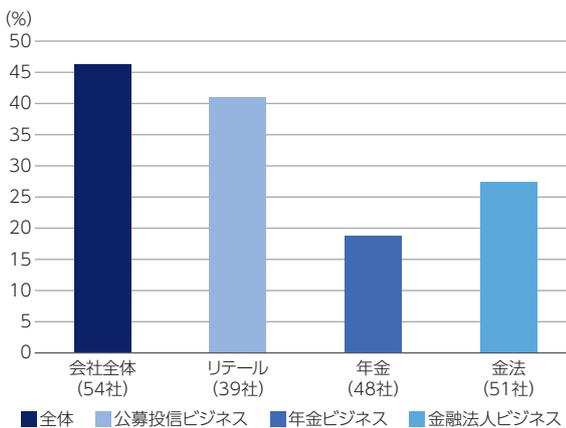
### 新NISAによる成長期待が高まる リテール

図表5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。まず、会社全体の収益の見通しを確認すると、約45%の会社が1.5倍以上の増収を予想している。事業別に見ると、リテールが1位、次いで、金融法人、年金という結果となった。この傾向は、18年度から続いている。リテールが1位を維持したのは、昨年度からの良好な資金流入に加え、新NISAをはじめ、個人の資産形成促進を図る制度がさらに拡充され

ることにより、投信保有が今後スピードを上げて拡大していくという見通しに基づくものと考えられる。

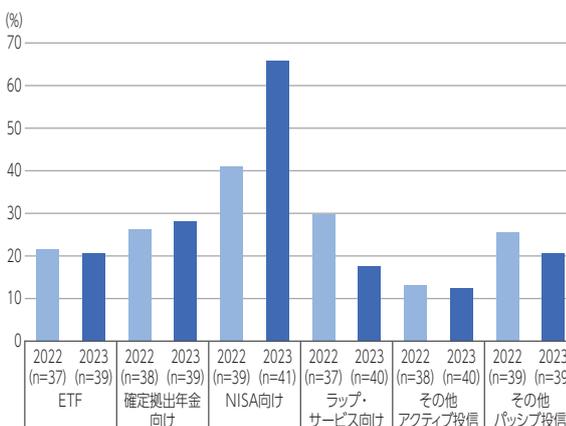
18年以降、継続して最も高い成長期待を示しているリテールは、特にどのビジネス領域への期待が高いであろうか。図表6は、公募投信を特徴別にいくつかに分け、今後5年間でキャッシュフローによって運用資産額が1.5倍以上増加すると予想する会社の割合を示したものである。NISAによる資産額増加を期待する会社が最も多く、昨年度比でも大きく増加し、65%を超える結果となった。現行NISAで投信残高を着実に伸ばしてきたという実績から、新NISAへの期待は高い。今年度よりアクティブETFが解禁になったが、ETFへの期待値に大きな変化は見られず、期待値上昇要因とまではなっていないようだ。ただし、アンケートでは、外国株式や外国債券のアクティブETFを商品投入予定と回答した会社が一定数みられ、商品ラインアップの多様化は進みそうだ。

図表5 今後5年で収益が1.5倍以上になると予想する会社の割合



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表6 今後5年間でキャッシュフローによる1.5倍以上の運用資産額増加を予想する会社の割合



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表7 今後1～2年間で役職員の増員を予定している部門

順位	部署名	割合
1	投信営業／マーケティング(販売会社、投資家)	45%
2	機関投資家営業(年金・金法等)	41%
3	ポートフォリオ運用(自社運用)	39%
4	運用・商品企画／プロマネ	37%
5	リサーチ(ファンダメンタル分析)	30%
6	企画業務(営業、商品等)	30%
7	システム企画・開発	29%
8	コンプライアンス・審査等	25%
9	投信計理	23%
10	顧客・販売会社向けレポート	23%

(圏外)

(注)「増員する予定」と回答した会社の割合が多かった上位10部門(選択肢は20部門)までを抜粋。部門のタイプ別に色分け

(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

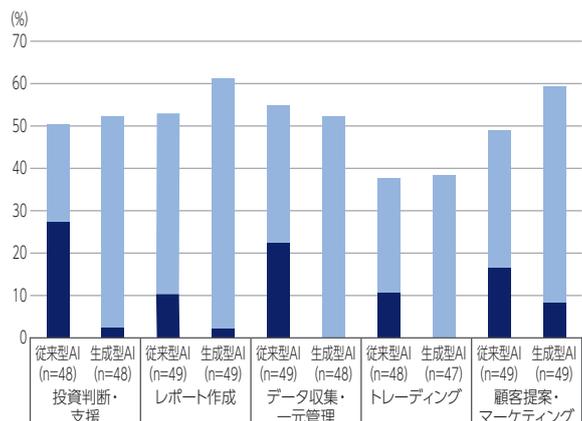
比較的報酬率の高い「ラップ・サービス向け」、「その他アクティブ投信」への期待は低い結果となった。パッシブ化による低収益化が急速に進む中、運用力を向上させ、アクティブ投信の魅力を高める経営戦略の重要性は増していると言って良いだろう。政府が目指す「資産運用立国」の実現にも、「資産運用業の運用力の向上」は、重要な論点の一つとして取り上げられている。

図表7は、今後1～2年の間に役職員を増やす方針との回答が多い部門順に並べたものだ。3位に「ポートフォリオ運用(自社運用)」が入っており、約40%の会社がインハウス運用体制を強化し、運用力の向上に取り組もうとしていることがわかる。国内系に限ると、その傾向がさらに強く、約60%の会社が増員を予定しており、順位は1位となる。国内資産の運用力向上はさることながら、外国資産の外部委託運用をインハウス運用化し、収益の外部流出を抑えたいという思いもあるのだろう。運用力の向上は、短期間で達成できるものではないため、中長期的な目線で取り組むことが重要だ。

### III 資産運用業界でも関心が高いAI

続いて、生成型AIによって今まで以上に大きな注目を浴びているAIの資産運用業務への活用状況や活用可能性について見ていく。AIを従来型AIと生成型AIの2つに分け、従来型AIを「決められた行為の自動化を目的とするもの」、生成型AIを「新しいコンテンツを生成することを目的とするもの」と定義し、活用状況・方針について訊いた結果が図表8である<sup>6)</sup>。従来型AIと生成型AI共に、

図表8 AIの活用状況・方針について



(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

50%以上の会社がほとんどの業務で、既に活用しているか活用を検討しており、関心の高さがうかがえる。

従来型AIは、「投資判断・支援」や「データ収集・一元管理」において、既に20～30%の会社で活用されている。特に「投資判断・支援」については、運用資産規模5兆円以上の会社(n=14)に限ると、約80%の会社が既に活用していると回答した。「決められた行為の自動化」という面では、既にAIの活用が進んでいることがわかる。

生成型AIは、話題になってから間もないため、活用を開始している会社は少ないものの、「活用を検討している」までを含めると、その比率は従来型AIと同程度に高い。検討している業務への活用用途をみると「レポート作成」と「顧客提案・マーケティング」が多いことがわかる。特に「顧客提案・マーケティング」は、先にも触れた図表7の、増員を予定している上位2部門の業務に該当するため、活用検討する価値や効果は高いであろう。生成型AIは、作業効率化だけでなく、付加価値向上も期待できるため、今後さらに活用の検討が進むと考えられる。

- 3) 住友生命が、スミセイ・アセット・マネジメント経由で、グループの海外投資顧問会社に、海外事業債の運用を委託した影響額が推計で約2兆円である。
- 4) 過去1年の収益分配金を純資産で除したものととして算出。
- 5) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、23年度は8月に実施した。有効回答数は56社(国内系32社、外資系24社)、運用資産ベースの業界カバー率は77%である。
- 6) ここでは、「従来型AI：生成AIが出てくる前のAI。決められた行為の自動化を目的とするもの」、「生成型AI：“Generative AI”とも呼ばれ、さまざまなコンテンツを生成できるAIのこと。データのパターンや関係を学習し、新しいコンテンツを生成することを目的とするもの」と定義する。

## 1 オルタナティブ投資が 着実に積み上がる年金

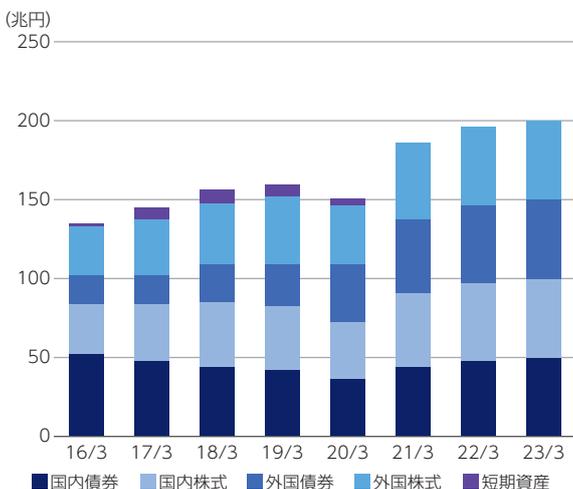
日本の年金資産は2023年3月末現在、全体で390兆円と推定される。海外の主要中央銀行による積極的な金融引き締めの動きなどを受け、市場のボラティリティが大きく上昇する中、前年度比約2兆円の増加で21年3月期以降3期連続の増加となった。

国民年金と民間被用者の厚生年金保険積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の資産残高は200兆円、前年度比4兆円の増加となった（図表9）。年度第1～3四半期までの運用収益率は-3.71%と、3四半期連続のマイナスとなったが、年度通算では+1.50%と3年連続でプラスとなった。その資産配分は基本ポートフォリオに従い内外の債券・株式にほぼ均等に投資されている。GPIFのオルタナティブ投資については、前年度より資金拠出をさらに増やしたことや円安の影響などにより、残高は6,800億円増加して約2.8兆円となった。運

用資産に占めるオルタナティブ投資の残高割合は1.38%に過ぎず、上限5%との乖離も未だ大きいことから、今後もオルタナティブ投資を着実に積み上げることが予想される。運用資産が増加する一方で、管理運用委託手数料は前年度比50億円少ない302億円となった。資産全体の平均残高に対する手数料額の割合である手数料率は1.5bpへと低下し2年連続で過去最低を記録している。

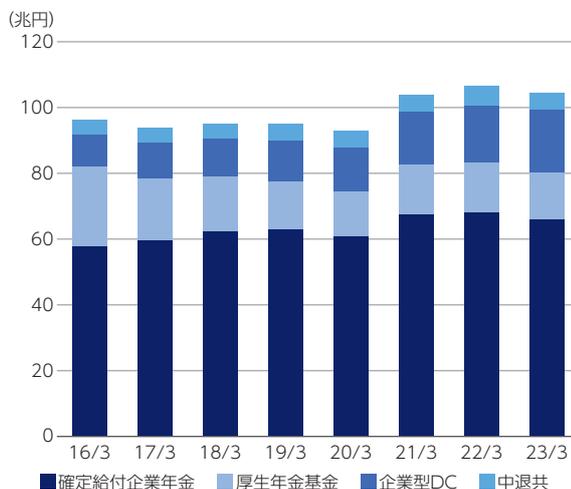
企業年金等の資産残高は、2023年3月現在総計で105兆円、前年度比約2兆円の減少となった（図表10）。そのうち確定給付企業年金と厚生年金基金の資産残高は、それぞれ3.1%、3.7%減少している。運用の収益率がマイナスになったことや加入者数（両者合計）が前年度より2%減り924万人となったことなどが影響している。年金資産が減少しているにもかかわらず、退職給付会計上の積立比率は上昇し、100%を超えた企業がさらに増えている。金利上昇により年金資産以上に退職給付債務が減少しているためだ。このため、資産配分のレベルで積極的にリスクを取る動きは見られず、資産クラス内で特徴ある

図表9 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

図表10 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

運用戦略を採用することで運用目標の達成を図ろうとしている。中でもプライベート・エクイティ/デット、海外私募不動産をはじめとする低流動オルタナティブ、マルチアセット戦略には引き続き強い関心が持たれている。

なお、政府は「資産運用立国」の実現を目指す中で、企業年金等アセットオーナーのガバナンス改善・体制強化などを進めている。運用管理を担う専門人材を内部で雇用するのが難しい企業年金の場合、より大規模なスキームへの統合や、CIOアウトソーシングが選択肢となろう。

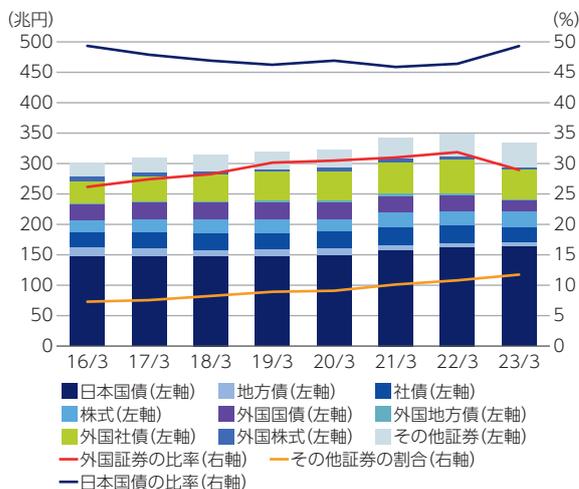
確定拠出年金 (DC) の企業型 (以下、企業型DC) は19兆円 (前年度比+2%) となった。企業型DCでは加入者に比べ受給者が未だ少ないことから引き続き現状と同程度 (年間1兆円程度) の資金流入が続くと考えられる。

## 2 生命保険会社の資産運用

### 拡大を続ける生命保険会社の外部委託運用

生命保険会社のバランスシートベースの有価証券投資額は前年度比-4.2%の約335兆円となった (図表11)。主な減少要因は、近年拡大してきた外国証券が、90兆円から74兆円 (-17.8%) と大きく減少したことにある。米国をはじめとした世界的な金利上昇の影響を大きく受け、円安にもかかわらず外貨建債券の時価が大きく減少したことが大きい。一方で、日本国債とその他証券

図表11 生命保険会社の有価証券投資額



(出所) 生命保険協会資料を基に野村総合研究所作成

(主に外部委託運用を指す) は増加し、それぞれ165兆円 (+2%)、39兆円 (+4.8%) となった。

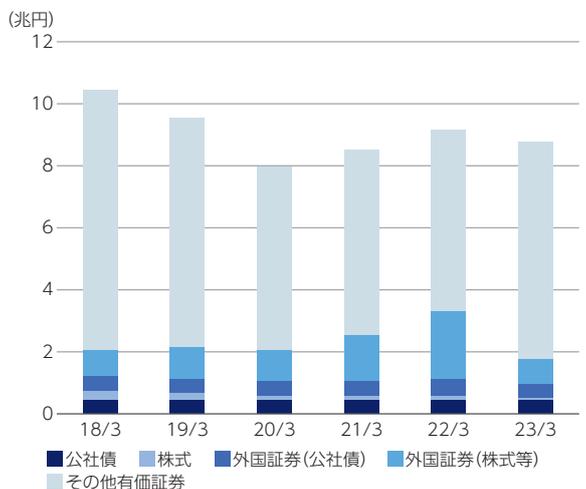
日本国債の増加の要因としては、25年度より新資本規制 (経済価値ベースのソルベンシー規制) が適用される見込みとなっており、超長期債の積み増しによってデュレーションを延伸し、経済価値ベースの保険負債とのミスマッチを抑制する動きが挙げられる。

一方、低金利・低成長環境下で相対的に利回りが高く投資機会も多様なオルタナティブ投資を含む「その他証券」の運用ニーズも高い。その他証券の割合は、17年度は約7%であったが、直近では約12%に達し、全体に占める割合は小さいものの一貫して上昇が続いている。

### 変額保険・変額年金ビジネスにおける特別勘定の現況

ここでは、資産運用会社にとって重要な変額保険 (以下、VL) ・変額年金保険 (以下、VA) の特別勘定について見ていく。VL・VAを提供する生命保険会社の特別勘定 (VL・VAのみ) におけるバランスシートベースの有価証券投資額は、約8.8兆円 (前年度比-4%、図表12) となった。この内、約80%を占めるのが私募投信への投資額 (図表12のその他有価証券部分) であり、約7兆円 (+20%) に達する。私募投信投資額は、19~21年度はほぼ横ばいで推移していたが、22年度は大きく増加した。VL・VAビジネスは、契約者側の資産形成ニーズの高まりと、「インフレ懸念の中、保証金額のアップサイドを取れる」というメリットから、今後拡大していく可能性はあるだろう。資産形成ニ

図表12 変額保険・変額年金保険の有価証券投資額



(出所) 生命保険会社各社資料を基に野村総合研究所作成

ズを取り込むべく、VL・VAビジネスへの取り組みを積極化する生命保険会社が増えることも予想できる。

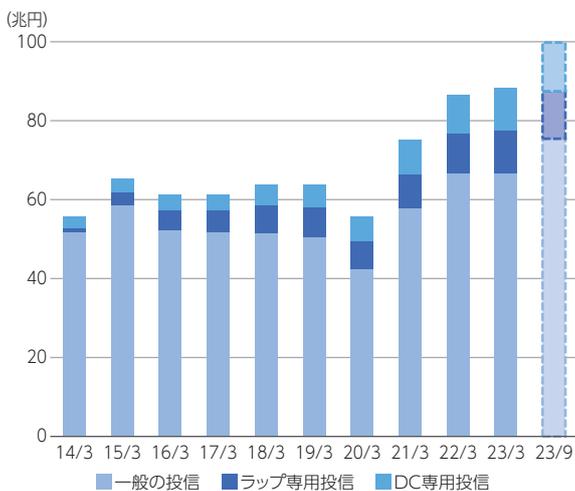
続いて、現在販売されているVL・VAを対象に、特別勘定が投資対象とする私募投信について見ていきたい。「アクティブ/パッシブ/バランス型」という区分でみると、本数ベースでは三者において大差はない。一方、残高ベースでは、アクティブが約75%、バランスが約15%、パッシブが約10%と、アクティブ中心であることがわかる。アクティブの中を資産タイプ別にみると、外国株式型が最も多く、全体の約65%をも占めている。契約者自身が特別勘定を選択する商品では、幅広い特別勘定を揃える商品が主流となってきており、最大で16種類の中から選択できる。そのため、特別勘定の投資対象である私募投信の種類は多様化しており、今後もその流れは続きそうだ。VL・VAを提供する生命保険会社と、その中で運用される私募投信の運用会社の関係を見ると、必ずしもグループ内の運用会社に限られているわけではなく、幅広くグループ外からも選ばれていることが見受けられる。

## 3 リテールビジネス

### 資金流入超が続く株式投信

ETFを除く公募追加型株式投信（以下、株式投信）の残高は2023年3月末時点で88.2兆円となった（図表13）。残高は期首から第3四半期（10-12月期）までは減少基調

図表13 追加型株式投信（除くETF）の残高

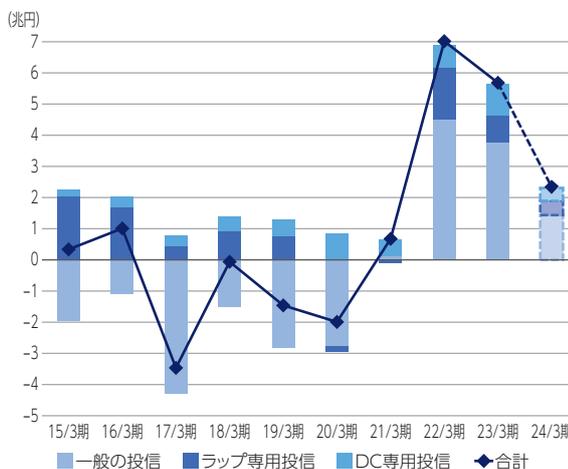


(出所) 野村総合研究所

が続いたが、第4四半期には反転拡大したため、年度通算では1.6兆円増加した。今期に入ると勢いは増し、23年9月には99.7兆円に達している。21年3月以降、残高の拡大基調が続いているのは、投信の運用収益率が株式投信全体で10%と良好なほか、年間数兆円規模の資金流入が継続しているためである。株式投信の3つの販売経路、すなわち、DC、ラップ・サービス、その他一般の販売経路は、いずれも資金流入が続いている（図表14）。この先の株式投信への資金流出入が、どのように想定されるのか、販売経路別に検討してみたい。

一つ目の販売経路としてDCをみている。DCでは専用に設計された投信（「DC専用投信」）が提供されている場合が多い。DC専用投信には毎年資金が流入し、流入額も増え続けている。制度上、毎月安定した掛金がある上、加入者の多くは長期運用を意識しているため、短期的な状況変化でポートフォリオを変更することはない。また、制度が普及期にあり、加入者の継続的な増加が見込まれるため、掛金総額自体が毎年増加する。近年では加入者は企業型と個人型の合計で毎年70万人ペースで増加しており、23年6月末には1,100万人を超えたとみられる。このようなことを背景に、23年3月期には1年間でDC専用ファンドに1兆円の資金が流入している。政府は、さらに入者を増やすため、制度の利便性を高めている。22年5月に個人型DC（iDeCo）の加入年齢の上限をそれまでの60歳から65歳まで上げると、翌年3月までの11か月間で、60歳以降の加入者が8万人増加するなど、対象者の反応も良好だ。さらに政府は、70歳までの

図表14 追加型株式投信（除くETF）の資金流出入



(注) 資金流出入は「設定-解約償還-分配」、24/3期は半年分（非年率換算）  
(出所) 野村総合研究所

引き上げ方針を明らかにしている。このような制度拡充が予定されていることから、DC専用投信への資金流入は増加し、残高の拡大ペースも徐々に上がっていくことは間違いない。

2つ目の販売経路としてラップ・サービスを確認する。このサービスでは、専用に設計された投信（「ラップ専用投信」）を提供していることが多い。ラップ専用投信への資金流入は15年3月期以降では、20年3月期とその翌期を除くと資金流入が継続している。24年3月期も上半期のペースが続くとすると年間0.9兆円の流入になる。このサービスに早くから参入している大手証券や銀行等の中には契約件数の増加は鈍化しているところもみられるが、1契約当たりの運用残高は3年間で30%以上増えている。また、FinTech系運用会社が主としてネットを通じて提供するファンドラップの利用が急拡大している。残高は直近3年間で3倍以上に拡大し、1兆円を超えている。最近1、2年では投信会社自身が、ラップ向けに専用投信を提供しているだけに留まらず、ラップ・サービスを立ち上げる例が出てきている。それら投信会社では地銀や中小証券などを通じてサービスを展開しようとしている。ラップ・サービスは未だ普及期にあるため、これからも、業界全体で契約数は着実に増えて、運用金額も徐々に増えていくはずだ。投信には今後も、ラップ・サービスを経由した資金が流入する傾向が続く可能性が高い。

最後は、証券会社や銀行による通常の投信ビジネスとして誰もが真っ先に思い浮かべる対面やネットで行われる勧誘・販売で、投信の最も一般的な販路だ。この販路で提供されている投信を「一般の投信」と呼ぶことにすると、この一般の投信は20年3月期まで9期連続で資金流出が続いていた。これが21年3月期にはわずかに流入に転じ、以降3期連続で流入が続いている。今期に入って、資金流入は前年度より縮小しているが、それでも半年で1.4兆円の流入超過となっている。21年3月期以降、資金流入に転じた要因としては、後述のようにパッシブ投信への資金流入が年々増加してきたことが挙げられる。また、アクティブ投信に多い分配型投信で、長年続いてきた資金流出が次第に減少し、今後は多額の資金流出が発生し難い状況になっていることも要因の一つだ。分配型投信は解約が一巡し、残高の縮小と平均分配率（残高に対する分配額）の低下により資金流出の一つである分

配総額がピーク時の3割まで減少している。このようなことを背景に、一般の投信への資金流入が継続しやすい条件が揃ってきている。

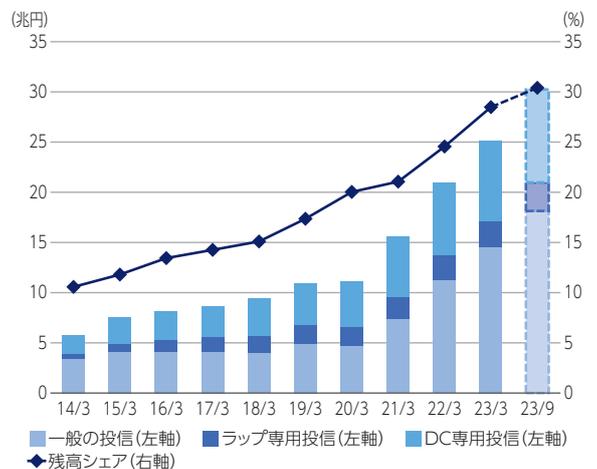
## III 投信残高の拡大が続くパッシブ投信

22年3月期以降の2年半の株式投信への資金流入額のうち、3分の2を占めるのがパッシブ投資である。このため、株式投信に占めるパッシブ投信の残高割合は急上昇している。パッシブ投信の残高シェアは14年3月には10.4%であったが、その後20%近く上昇し、直近（23年9月）では30.3%にまで上昇している（図表15）。このような急速なパッシブ化を牽引しているのが、2つの販売経路である。

一つはDCである。DCでは、パッシブ投信を中心に提供商品を構成しているプランが多い。このことを反映して、DCで選択される投信に占めるパッシブ投信の残高割合は概ね75%（残高ベース）と高位に安定している。先述のようにDCでは加入者が毎年数十万人規模で増加し、資金流入も増え、資産残高の拡大が続いている。これに従い、DC経由のパッシブ投信の残高は着実に増加している。

パッシブ化を牽引するもう一つの販売経路はDCやラップ以外の一般の販路である。一般の投信におけるパッシブ投信の残高割合は18年3月時点の7.9%から、5年半後（23年9月）には24.1%にまで上昇している。この急劇な変化の背景には、今まで投資に余りなじみなかった個人にパッシブ投信の特長がよく知られるように

図表15 パッシブ投信の残高



(注) 残高シェアは追加型株式投信 (除くETF) に占める割合 (出所) 野村総合研究所

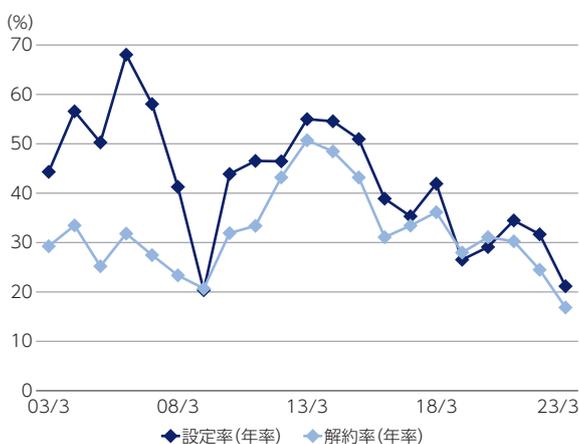
なったことがある。政府が「つみたてNISA」などの制度導入を通じて後押ししたこともあり、その認識は急速に広まっている。この結果、18年初から22年末までの5年間に、「つみたてNISA」だけで、パッシブ投信に2.4兆円の資金が流入した。さらにこの動きは波及し、「つみたてNISA」以外からも5.0兆円の資金が流入している。

DCはもちろん、一般の投信にしても、パッシブ投信への資金流入は、毎月の積立による割合が多いため、相場変動による影響は比較的少なく安定しているはずだ。このため、証券市場に多少の波乱要因が生じたとしても、近年の状況が継続することも十分に考えられる。その場合、5年後には株式投信（正確にはETFを除く公募追加型株式投信）の残高の半分をパッシブ投信が占めることもあり得る。

## 長期保有の価値が問われる アクティブ投信

投信残高の拡大をさらに加速させるためには、アクティブ投信への資金流入も拡大させていくことが必要だが、現実には期待通りに進んでいない。一般の販路で提供されるアクティブ投信への資金流入額は、22年3月期に年間1.7兆円に達していたが、翌年度には0.4兆円に減少し、今年度に入るとさらに縮小している。アクティブ投信へ資金を導く方策を探るため、過去の資金流入を設定額と解約額に分けて、それぞれ、純資産残高に対する割合の推移をみたのが図表16である。これを見ると、現在の解約率や設定率は、資産価格が極端に下落した時期

図表16 DC・ラップ専用ファンドを除く  
アクティブ投信の設定率と解約率



(注) 解約率は償還額も含めて計算している  
(出所) 野村総合研究所

を除けば、過去最低水準にあることが分かる。解約率は、かつて30%を上回る水準が常態化していたが、13年3月期をピークに下がり続け、23年3月期には17%に低下している。設定率も、これに歩調を合わせるように低下し21%になっている。現在の解約率・設定率はリーマンショック時(09年3月期)に近く、相場の急落を伴わない時期としては、かなり低い水準といえる。

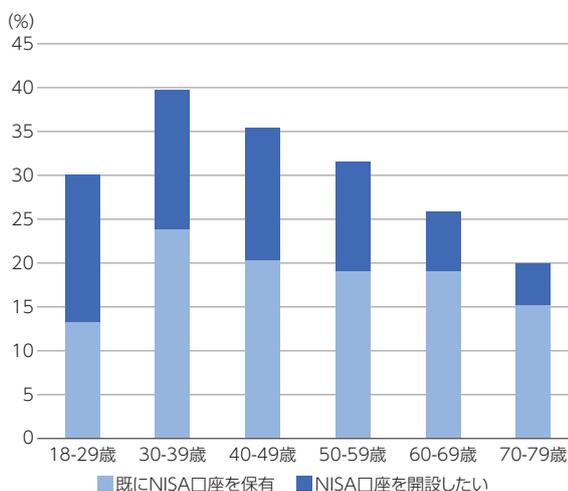
投信への資金流入を拡大するためには、解約率を低下させるか、設定率を上昇させるかのいずれかの方策が必要だが、解約率は過去最低水準にあることを踏まえ、更なる低下を期待することは難しそう。このため現状では、設定率の上昇を探る方策が重要ということになる。

かつてのように比較的短期の価格変動を期待して投信を保有する投資家が多いのであれば、テーマ型投信等により個人の関心を引きつけることができた。しかし、次第に長期投資による成果を期待する人が多数派になってきている中で、業界全体として、個人が長期に保有するポートフォリオの構成要素として、アクティブ投信の価値を示すことができるのかが問われている。

## 高齢層への浸透が鍵を握る新しいNISA

株式投信への資金流入に重要な影響を与えてきたNISAが24年から新たに恒久化された制度としてスタートする。新しいNISAでは①非課税保有期間を無期限化し、②年間投資枠を拡大、③積立(つみたて投資枠)と一括投資(成長投資枠)の併用を可能にする等の見直しを図られ、これにより一人あたり総額で1,800万円までの

図表17 NISAの利用状況と新しいNISAの利用意向



(出所) 「新NISA制度に対する認知度・利用意向調査」(野村総合研究所2023年3月)

投資が可能になる。NISAでは原則として1人1口座のみ開設でき、複数の金融機関を同時に利用することはできないため、各金融機関は既に口座獲得に動き始めている。

個人のNISAに対する関心も高い。野村総合研究所が23年3月に行ったアンケート調査を基にすると、現行NISAは利用していないが新しいNISAを利用したいと考える人は全国で1,160万人存在すると推計される。年代別にみると18～49歳までの利用意向が高く、概ね各年代の15%程度であった(図表17)。

一方、リタイア期前後の層の関心はそれほど高くない。先のアンケートでも新しいNISAの利用意向は50代を境

に減少し、60代では7%に過ぎない。「資産所得倍増プラン」では、預貯金の過半を保有する高齢者の投資を促し、望ましい資産配分の実現を訴えており、その原動力として新しいNISAに期待している。資産寿命の延命や取り崩しなどの、60歳以降の層の顧客ニーズに叶うサービスの浸透を図ることができるかが、NISAの金額面での規模の拡大を図る上で鍵を握っており、投信マーケットへも大きな影響を与える。

## コラム

### アクティブ投信の活性化に向けた販売会社の役割への期待： 厳選ファンドリストの可能性

本章でも見たように、わが国ではコストの低いパッシブ投信が長期志向の積立投資を中心に順調に残高を増やしている。しかしその一方で、アクティブ投信は、コストが高く手数料控除後のパフォーマンスがパッシブ投信に劣ると認識され、投資家に価値をうまく示せていないように見える。

アクティブ投信の価値を訴える上で特に重要なのが、長期的によりパフォーマンスを期待できるファンドを説得力のある形で顧客に示すことである。多様な運用会社の商品を扱う販売会社は、それらのファンドの「目利き」としての役割が大きい。

そこで本コラムでは、英米ネット証券会社などが、顧客がファンド選択をする際の支援として提供している厳選ファンドリストの役割についてふれたい。モデルケースとして、英国のネット証券会社最大手、ハーグリーブス・ランズダウン社の提供する厳選ファンドリスト「ウェルス・ショートリスト」(以下、ショートリスト)のアプローチを取り上げる。ショートリストは、その前身を含めると20年の歴史がある。顧客から一定の信頼を得ており、ファンドがリストに含まれているかどうかは投資家のファンドの選択に影響を与えていると言われる。

ショートリストの信頼性を支える特徴として三点指摘できる。

#### ① 厳格な選定プロセス

ショートリストのファンド追加・除外には、厳格なプロセスが設けられている。ファンド調査は自社リサーチチームのアナリストが特定セクターを担当。定量・定性分析を実施し、最終的なファンドの追加や除外をチームの投票で決定している。ガバナンス体制も整備されており、リサーチチームから独立した委員会が毎四半期、投資分析のプロセスをレビューしている。

#### ② 顧客への情報提供

ショートリストのファンド追加・除外時やファンドマネジャーの交代などのイベント発生時には適宜、アナリストが分析に基づく率直な見解を投資家に公表している。

例えば、過去3年間のリストからファンドを除外する理由として、「後任のファンドマネジャーは前任者より経験が浅く力量がわからない」、「運用会社のガバナンスフレームワークには投資業務やリスク軽減の管理に改善の余地がある」、「チームが投資プロセスからときどき乖離していると感じられた」といった見解などが。

#### ③ 利益相反への対応

ハーグリーブス社は運用会社と交渉して、顧客にファンドの運用報酬に対する割引の特典を提供している。しかし、運用会社による割引の提供の有無やその大きさがショートリストに選定されるための条件になってしまうと、リストに歪みが

生じ得る。実際2019年には、ショートリスト（の前身）に含まれていた有力ファンドが売買停止になり、多くの顧客に損害をもたらす事件が発生した。この事件は、「運用成績の不振が続いていたのに割引率が高かったからリストに残されていたのではないかとリスト全体への不信を招いた。

その後ハーグリーブス社ではリストの信頼回復を図るため改革を実施。以前は、リストに含まれるファンドはすべて割引を提供していたが、割引を提供していないファンドもリストに含まれるようになり、従来ほど顧客に割引のメリットを強調しなくなった。

わが国でも厳選ファンドリストが説得力のあるアクティブ投信の投資判断の材料として投資家に受け入れられるには、①～③の三つの特徴を意識することが重要ではないか。

①～③がしっかり意識されれば、販売会社がただ売りたいファンドを詰め込むといった質の低いリストになってしまう危険も最小限に抑えられよう。同じグループの運用会社のファンドや、代行手数料の高いファンドを厳選ファンドリストに含める場合には、③の観点から、ファンド選定の中立性について説明するなどリストの信頼性を保つための配慮が必要となりそうだ。

販売会社の厳選ファンドリストが投資家に受け入れられるようになれば、運用会社もリストを意識した対応が求められる。顧客に長期の価値を提供できる質の高いファンド提供をめぐる運用会社間の切磋琢磨を促し、アクティブ投信市場の活性化につながるのではないか。

## 4 投資家セグメント別・運用商品市場動向

野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家タイプ（リテール、年金、金融法人）別のプロダクト・オポチュニティ・マップを作成した。これは、様々なタイプの運用商品について、投資家タイプごとのニーズの強さ（運用会社による評価）に対して提供されているプロダクトが少ないもの（左上領域に相当）や、競争状況の厳しい商品（ニーズが弱くかつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当）を確認できる。図表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。なお、調査は2023年8月に実施した。

リテール投資家からのニーズの評価（図表18（a））は、昨年までの傾向と同様に株式に集中している。具体的にはパッシブおよびアクティブの外国株式と、銘柄厳選・長期投資型のニーズスコアが高い。昨年度まで長らく1位であった外国株式アクティブを外国株式パッシブが抜き、パッシブ人気を反映した評価となっている。この結果は実際の公募投信の資金フローの状況とも一致しており、外国株式パッシブではS&P500、MSCI ACWI、

MSCI-KOKUSAI 連動投信などへ資金流入が継続している。昨年度からの主な変化としては、ESGをコンセプトとする株式運用ニーズが下落したこと、良好なパフォーマンスを背景に日本株式のスコアがアクティブ、パッシブ共に大きく上昇したことが挙げられる。特にしばらく低位が続いた国内株式アクティブの上昇が大きい。

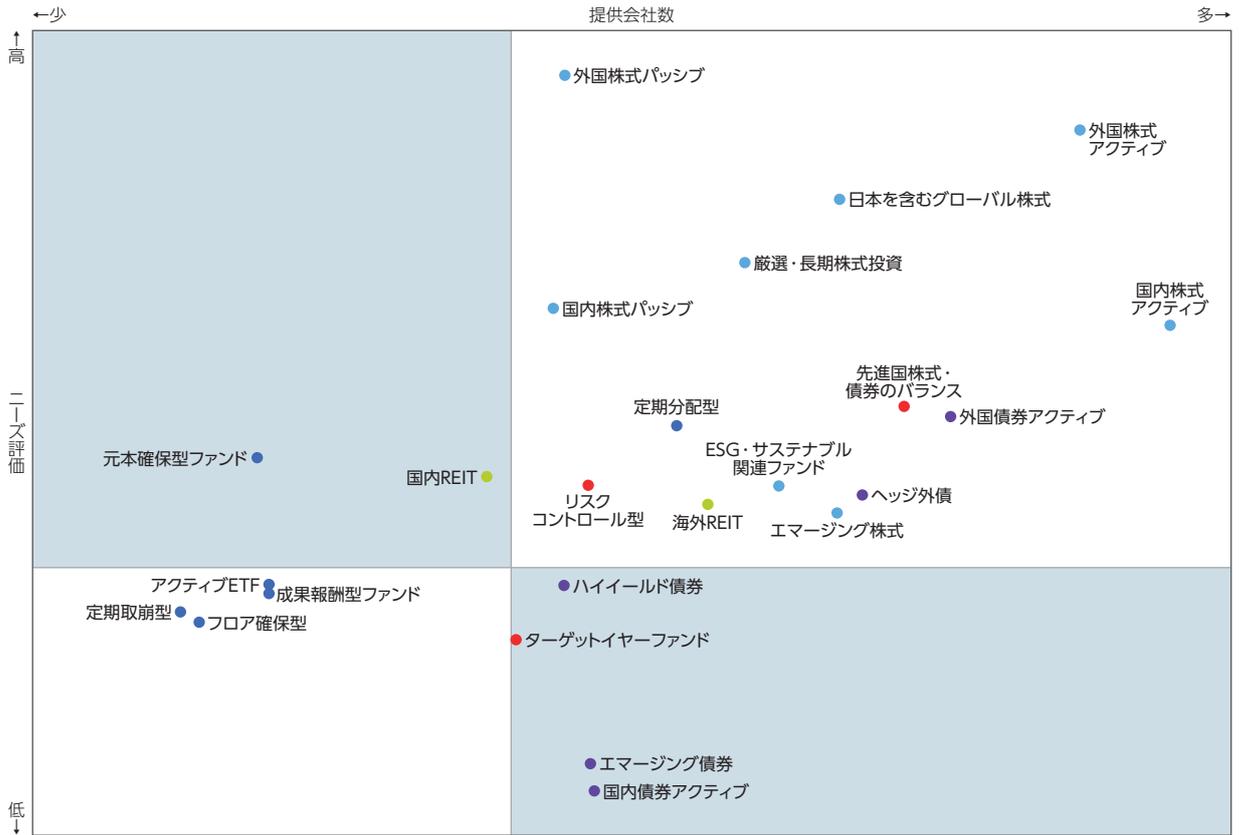
債券カテゴリーで最もニーズスコアが高かったのは為替オープン外国債券アクティブである。急速に進んだ円安の影響を反映し、昨年度から上昇を続け、今年度はヘッジ外債を超えるスコアとなった。エマージング債券のニーズは昨年度と同程度で低位にとどまった。

バランス型のスコアは、先進国株式・債券のバランス運用のニーズが上昇した。仕組み上に特徴があるファンドの中では定期分配型と元本確保型のニーズスコアが高いが、後者の提供会社数は少数である。

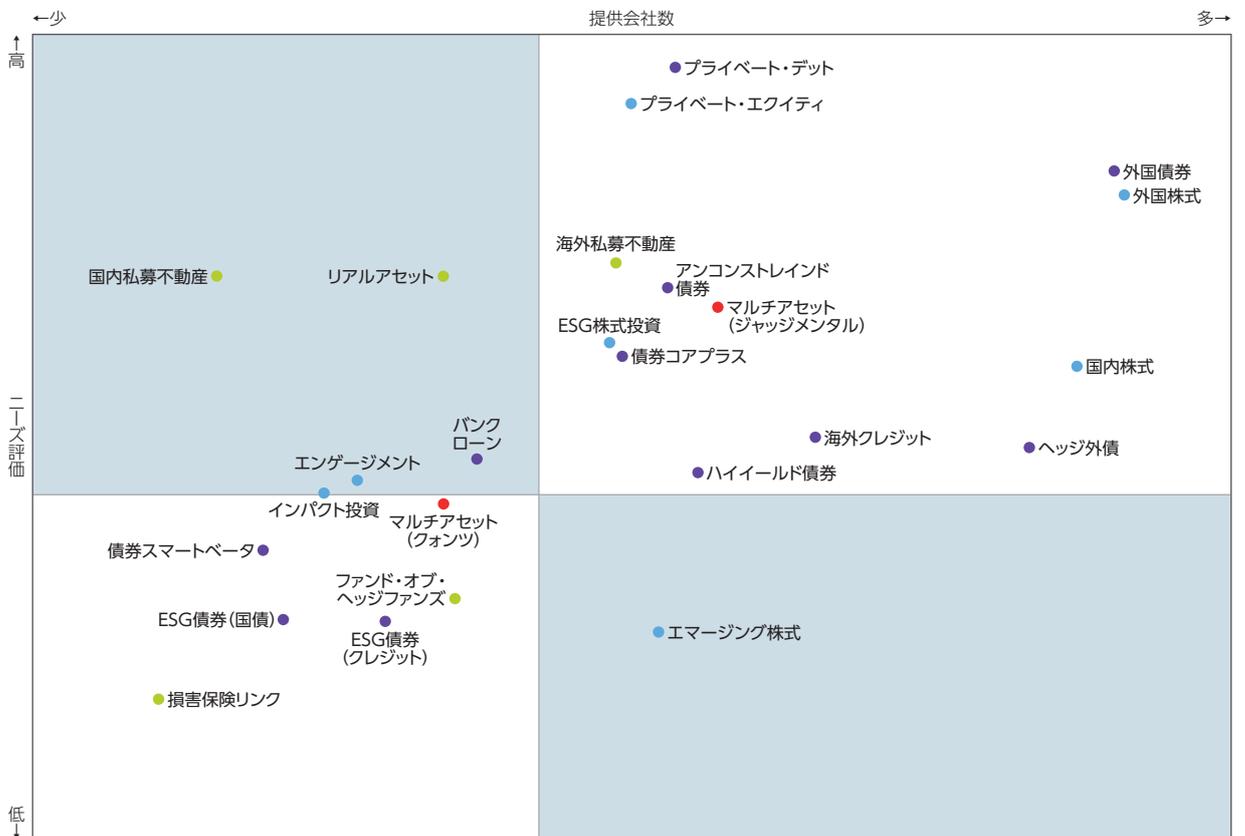
次に、年金からのニーズ評価（図表18（b））は、株式カテゴリーと債券カテゴリーが混合した結果となっている。債券ではプライベートデットのスコアが高位を維持し、全体でトップとなった。アンコンストレインド運用のニーズも引き続き相対的に高い。金利上昇・為替ヘッジコストが影響して、債券コアプラスとヘッジ外債のスコアは昨年対比で大きく低下している。バンクローンや

図表18 顧客別のプロダクト需給マップ

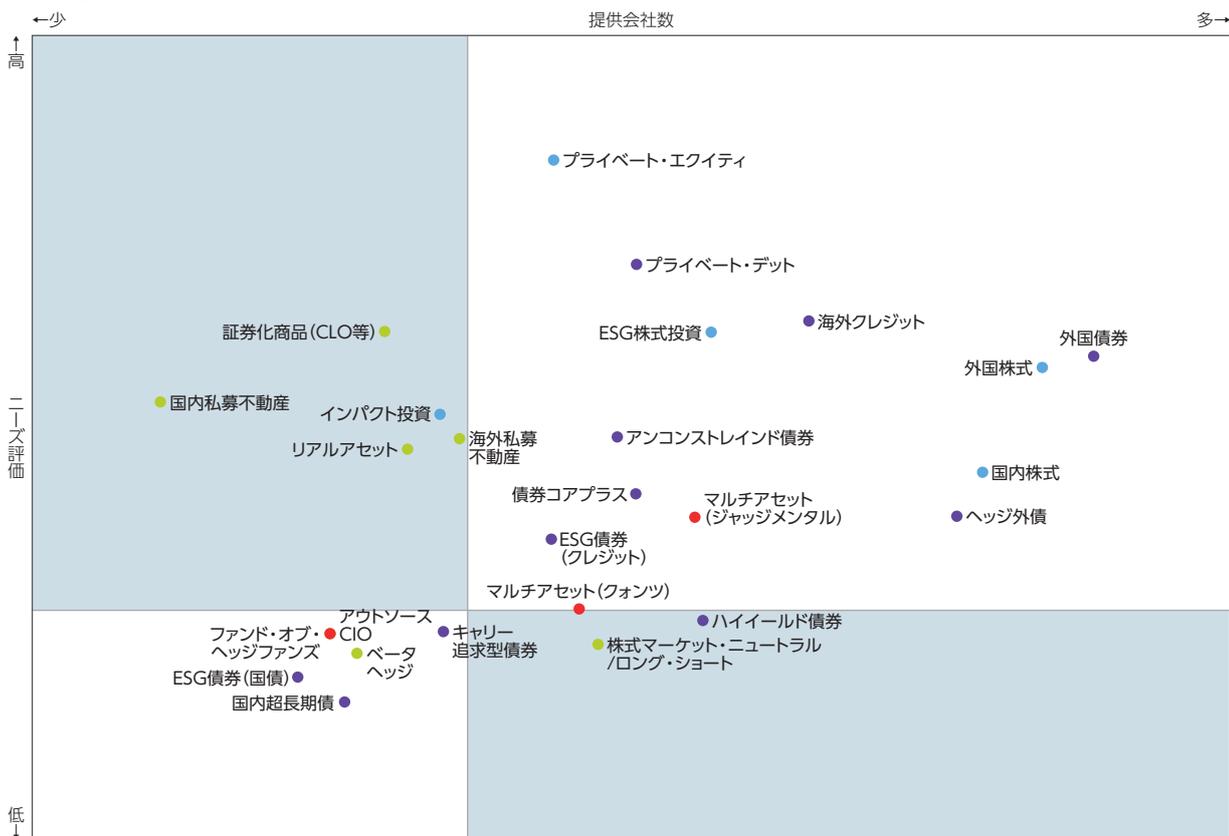
(a) リテール向けプロダクト



(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(運用会社の判断による需要の強さである)。横軸は提供会社数を同様に集計したもの(商品を取っている運用会社の数であり、金額の規模ではない)

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

ハイイールド債といったクレジット特化の戦略のニーズには、大きな変化はなかった。

株式ではPE投資や外国株式のニーズスコアが高位を維持した一方、ESG投資戦略のニーズスコアは昨年度比で低下した。パフォーマンスが良好なためか、国内株式のスコアが上昇したのも1つの特徴である。

マルチアセット戦略は国内公的年金での採用実績がないため、企業年金からのニーズを想定したスコアと考えられる。フォンツ型に比べてジャッジメンタル型の戦略に対するニーズは引き続き高い。低流動のオルタナティブ投資の中では、内外の私募不動産(私募リート含む)のニーズスコアが高い。世界的な物価上昇が意識されたためか、リアルアセットのニーズスコアも比較的高位を維持している。

金融法人についても年金と同様、株式カテゴリと債券カテゴリが混合した結果となっている(図表18(c))。株式では、PE投資のニーズスコアがやや上昇し、全商品中トップとなった。相対的に高いニーズは維持して

いるものの、ESG投資戦略、インパクト投資のスコアは低下した。ちなみに、インパクト投資のスコアが相対的に高いことは年金とは対照的である。金融法人では、リターン以外の非経済的な投資成果に対しても関心が強いと考えられているようだ。

債券では、相対的には高いニーズを維持しているものの昨年までトップであった外国債券が大きく低下した。プライベートデット、海外クレジットは高いニーズを維持し、年金と同じく、債券コアプラス、ヘッジ外債は低下。マルチアセットについては、年金と同様に相対的にジャッジメンタルのニーズスコアが高い結果となった。低流動のオルタナティブ投資の中では、証券化商品(CLO等)のニーズスコアが大きく上昇した。内外の私募不動産(私募リート含む)のニーズスコアも高位を維持したが、外国私募不動産は昨年比で低下している。

## 著者紹介



### 金子 久

Hisashi Kaneko

金融デジタルビジネスリサーチ部  
チーフリサーチャー  
focus@nri.co.jp

専門は、個人金融マーケット調査  
担当：第1章、第3章「年金」「リテールビジネス」



### 前山 拓哉

Takuya Maeyama

金融デジタルビジネスリサーチ部  
シニアリサーチャー  
focus@nri.co.jp

専門は、投信評価  
担当：第2章、第3章「保険」「投資家セグメント別・運用商品動向」



### 國見 和史

Kazushi Kunimi

金融デジタルビジネスリサーチ部  
契約研究員  
focus@nri.co.jp

専門は、海外金融規制調査  
担当：第3章 コラム

## 日本の資産運用ビジネス 2023/2024

発行日	2023年11月20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="https://www.nri.com/jp">https://www.nri.com/jp</a>
発行人	山崎 政明
編集人	末吉 英範
編集	金融デジタルビジネスリサーチ部
デザイン	株式会社ベネクスマーケティング
印刷・製本	NRIフィナンシャル・グラフィックス株式会社
問い合わせ先	金融デジタルビジネスリサーチ部 focus@nri.co.jp

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