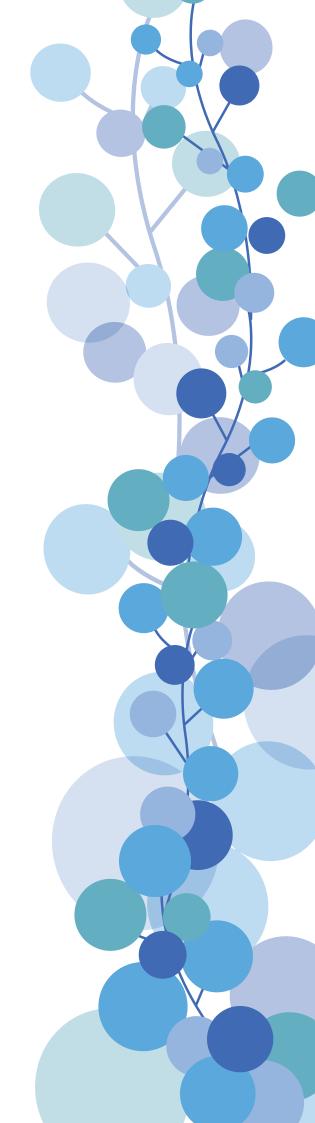
### RI

# 日本の 資産運用 ビジネス 2024 Japan's Asset Management Business

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



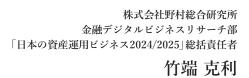
### 巻 頭 言

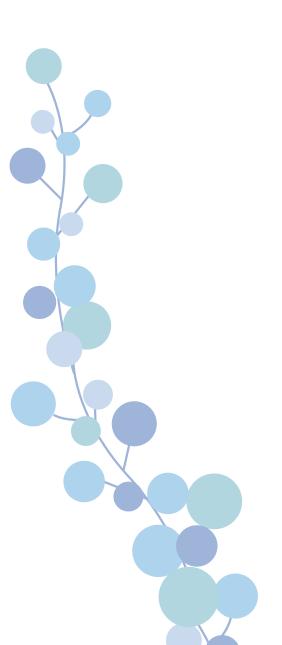
資産運用業界が望んでいた一連の政策が整うに従って、業界は今まで抱えてきた潜在的な問題に本格的に取り組むことが迫られている。市場競争力のある運用能力の構築である。当局は、資産運用立国実現プランにより「資産運用業が金融業の中で銀行・保険・証券に並ぶ第4の柱となるよう、業界の健全な発展を推進」しようとしているが、この実現は容易でない。業界規模を営業利益相当額で計るとすると、従来の3本柱と並ぶためには、資産運用業は現在の2倍以上に営業利益を拡大させる必要がある。ところが、資産運用業界の営業利益は2021年度が直近のピークで、その後、個人や年金等の運用受託額が増えても、営業利益は増えていない。報酬率の低下が進むパッシブファンドか、海外運用機関に運用を再委託する海外株式アクティブファンドに資金が集中しているためだ。

もともと日系資産運用会社の多くは、海外資産の運用を中心に多様化する投資家ニーズに即応するため、あるいは競争力を欠く自社運用商品を補うため、当面の手段としてアウトソースを活用してきた。サブアドバイザリーといった形で柔軟に運用の外製化ができたからこそ、業績を急拡大させていくことができたのだが、その間に、自社で市場競争力のある運用能力を想定通り構築できたというところは少ない。しかし昨今の状況を見ると、競争力のある運用能力を構築できない限り、利益成長はありえないことが明らかになってきている。市場競争力のある運用能力の構築は容易でないが、自社にとってリターン獲得に確信を持ち得る明確な投資哲学とプロセスを有した運用をどう構築するかが会社の運命を握っている。

本レポートは今後の資産運用ビジネスの方向性を考える際の基点を提供することを目的とし、資産運用会社、金融商品販売会社双方の経営者、マーケティング企画、営業企画担当者などを想定読者としている。「貯蓄から投資へ」の流れが加速する中、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で一助となれば幸いである。

2024年11月吉日





### 日本の投資家動向

#### ■成長期待が高まる資産運用ビジネス

運用受託資産の平均残高が増加しているにもかかわら ず営業収益は減収になるという前年の異常事態を2023 年度は脱することができた。異常事態の原因となった公 募投信における急激なパッシブ化とパッシブファンド間 の価格競争による運用収益率の低下は続いたままだが、 内外株式と外国債券の急激な時価上昇に助けられ、営 業収益は前年度比10%増えた。同時に、業界の成長期待 が再び高まっている。新NISAがスタートした24年1月 以降、公募投信には年換算で15兆円という、かつてない ペースで資金が流入しているためだろう。更には、公的 年金の基本ポートフォリオの変更や企業年金を含む年金 運用の高度化を進めようという政策の推進も、運用受託 資産の持続的な拡大期待を高めている。もっとも、運用 受託資産の拡大を確実に運用収益の拡大に結び付けるた めには、各社が運用の付加価値を高めていく必要がある。 年金を含むアセットオーナーには、運用委託先の選定に 厳格化が求められている。個人に目を向けると、金融知 識の重要性が広く理解されるようになってきている。こ の結果、年金にしてもリテールにしても、顧客は運用報 酬率に見合ったサービスが提供されているのか、今まで 以上に厳しく評価するようになるはずだ。

ここで23年度末の資産運用ビジネスの状況を概観し ておく。図表1は、24年3月末現在の日本の資産運用市場 の全体像を、投資家、商品、販売チャネル、運用会社とい う4つの軸で俯瞰したものである。どのような投資家の 資金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単



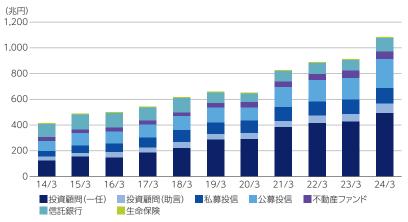
図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像

(注1) 農中、共済連は除く

(注2) 変額年金保険は前年度 (2023年3月末) の保険契約額

(出所) 各種資料を基に野村総合研究所作成

#### 図表2 資産運用会社の運用委託額



(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

純化して示している。日本で運用会社の顧客となるのは、主として、個人投資家 (家計)、金融機関を含む各種法人、年金ファンドの3つである。金融機関の運用原資は基本的に個人の預金と考え調整すると、日本の投資家が保有する資産は全体で2,488兆円と推定される。1年前に比べ198兆円増加している。そのうち家計の増加が127兆円、年金ファンドは70兆円である。資産全体のうち、資産運用機関が運用委託を受けている金額は1,079兆円2、前年比で170兆円の増加となり、1,000兆円の大台に一挙に到達した (図表2)。金融資産全体に占める割合も43%にまで上昇している。

#### |家計、年金ファンド、金融機関の動向

家計が保有する金融資産は2,027兆円で、その内訳は、近年大きく変化している。預金と保険の割合は、以前は75%以上を占めていたが、20年度以降徐々に低下し、23年度末には70%を割っている。代わって増加しているのは投信や上場株式で19年度末の9%から23年度末には15%まで増加している。このきっかけとなったのは18年から始まったつみたてNISAで、個人に長期・分散・積立による投資を広めた。24年からスタートした新NISAでは30代をはじめとした若年層を中心に利用が広がっている。更に、政府は全世代的に資産形成の浸透を図るために、個人型確定拠出年金(iDeCo)の拠出限度額の拡大や拠出可能年齢と運用可能年齢の引き上げを行う方針を明らかにしている。これらの政策は長期的にも効果を発揮しうることから、投信への持続的な資金流入に対する期待は非常に高くなっている。

最大の機関投資家である年金ファンドの24年3月末の資産額は472兆円と推定される。このうち公的年金資産は325兆円(前年度末比59兆円増)、企業年金は114兆円(同10兆円増)で、1年前に比べいずれも増加している。増加の主たる原因は資産価格の大幅な上昇で、資金流入によるものではない。公的年金にしても企業年金にしても、成熟化により掛金が支給額を上回

ることによる年金運用資金の増加は期待できなくなっている。それでも、資産運用会社への運用委託資金が増加する可能性はある。現在、公的年金が5年ぶり財政検証を行い、これに合わせて基本ポートフォリオの変更が検討されている。新たな基本ポートフォリオでは外部運用比率の高い資産クラス(国内外の株式や外国債券)への配分が増えることも期待される。このため、年金ビジネスの収益拡大を期待する運用会社も増えている。

銀行や生損保等が保有する有価証券730兆円のうちファンド投資を主として含む「その他の証券」の投資残高は24年3月末で120兆円近い。その内訳は、大手銀行が9兆円、地域銀行・信用金庫が21兆円、ゆうちょ銀行が57兆円、系統金融機関が7兆円、生命保険会社が18兆円となっている。資金流入額は18年度以降年間5兆円程度と、それ以前の規模には及ばないものの、流入が続いている。日銀の金融政策が正常化に向かうとされる中、金融法人全体としては、ファンド投資をかつてのようなペースで拡大させていく可能性は低い。だが、金融緩和政策以前に比べ、金融機関の有価証券投資におけるファンド投資の重要性は格段に大きくなっている。以前のように大半を国債等で運用する状況に戻ることは考えにくく、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。

<sup>1)</sup> ここでは資金流入を「設定-解約ー償還」としている。

<sup>2)</sup> 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んでいる。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、特別勘定のみの 残高。

## 資産運用ビジネスの現状

## 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、資産運用会社)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。

#### || 運用残高が急増し営業収益は過去最高に

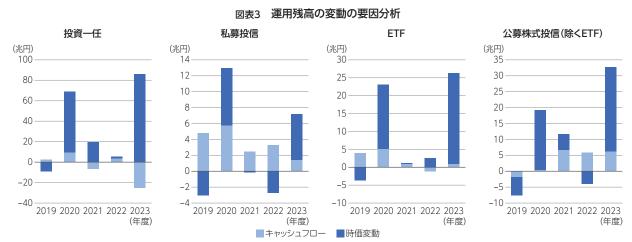
2023年度は円安と内外株式の時価上昇を受けて、資産運用会社の運用受託資産は拡大した。図表3は、運用形態ごとに資産運用会社の運用受託残高の増減要因を時系列で示したものである。公的年金や企業年金を主要顧客とする投資一任について見ると、運用受託額は前年度の377兆円から61兆円増加している。時価変動による影響で86兆円増加した一方で、解約により25兆円以上資金が流出したと見られる。資金流出は主として公的年金等の運用委託者によるリバランスが原因で、国内外の株式や外国債券の運用委託を解約し、国内債券の自家運用に

資金を移したことによると見られる。

主に金融法人向けである私募投信の残高も7兆円余増加している。この内6兆円弱が時価変動による影響で、資金流入による効果が2兆円弱となっている。私募投信への資金流入は20年度までは毎年のように5兆円を超えていたが、21年度以降はその勢いが減速している。

日本銀行が8割以上を保有するETFの残高は1年間で26兆円以上増加している。この大半が時価変動要因で、資金流入は1兆円に満たない。日本銀行は金融緩和政策の一環として、年間最大6兆円規模のETF買入を続けてきたが、24年3月に新たな買入を停止した。このため、20年度以前のような資金流入を期待することはできない。なお、日銀の買入対象以外のETFに注目すると12年連続して資金が流入している。銀行等金融法人による保有が着実に増えているためだ。昨年9月にはアクティブ運用型も解禁され、成長性を秘めたビジネス領域と見ている資産運用会社も多い。

近年、4つの運用形態の中で最も資金を集めているの



(注) 投信投資顧問専業運用会社の受託残高を対象に分析

投資一任の運用残高の変動要因については、大手金融グループにおける資産運用機能の移管に伴う資金流入を除外して表示している 私募投信及びETF、公募投信 (除くETF) は分配額を資金流出の一項目として扱っている

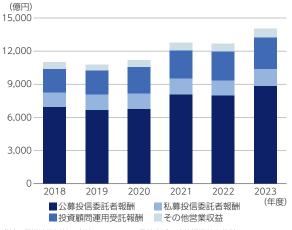
(出所) 投信協会、日本投資顧問業協会、NRI Fundmark等を基に野村総合研究所推計

が個人投資家を主な顧客とする公募投信だ。年間6兆円規模の流入が3年続いている。23年度は、この資金流入に26兆円以上の時価変動要因が加わり、残高は1年間で33兆円増えている。24年度は、資金流入だけで年間15兆円に達する可能性がある。1月に始まった新NISAにより資金流入が加速しているためだ。

このようにすべての運用形態で残高が増加したため、 資産運用会社の営業収益も拡大し、過去最高を更新した (図表4)。23年度の営業収益はそれまでの最高だった 21年度を10%以上上回り、およそ1兆4,100億円となっ た。22年度以降の2年度について見てみると、投資顧問 ビジネスと私募投信ビジネスの営業収益は概ね残高に 沿って増加しているが、公募投信ビジネスだけは残高の 増加率(2年で22%増加)に比べ、営業収益の増加率(2 年で10%増加)は低い。公募投信の中で報酬水準の低い パッシブファンドの残高割合が上昇すると同時にパッシ ブファンド間の報酬率競争が激化した影響で、公募投信 全体の平均運用報酬率が大幅に低下したためだ。2000 年代後半以降、運用ビジネス全般で報酬率が下がってい るが、公募投信の低下はその中でも顕著である。

なお、個別に資産運用会社を見てみると、米系運用会社を中心に公募投信ビジネスの収益拡大が続いてる。これは海外株式の運用によるものだ。また国内の独立系運用会社の中にも公募投信ビジネスは勿論、私募投信や投資顧問ビジネスでも収益を伸ばしている会社がある。こちらは主として国内株式の運用によるものとみられる。このように外資系運用会社や独立系運用会社による運用

図表4 資産運用会社の営業収益の推移



(注) 3月期決算以外の会社については、3月前直近の決算期数値を集計している (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、公募投信の有価証券報告書 (EDINET)を基に野村総合研究所作成

報酬額の拡大が目立っている。このことは、金融機関による取扱投信の"オープン・アーキテクチャー化"の進展など、国内に強い営業基盤を持たない資産運用会社でも収益の拡大が狙える環境が整ってきていることを示している。。

## 2 資産運用ビジネスの将来見通し

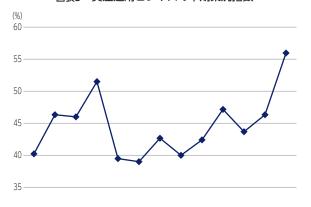
野村総合研究所では、資産運用ビジネスの直近の状況や将来見通しのコンセンサスを知るため、資産運用会社を対象にしたアンケート調査(「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」)を毎年8月に実施している。以下ではこれをもとに、各社が当面の事業環境をどのように見通しているのか確認する。

#### 申期業況見通しの改善が続く

資産運用業界の中期的な業績見通しについて見てみる。図表5は資産運用ビジネスの中期業況指数 (5年後の収益が1.5倍以上に増加すると予想する会社の割合)を時系列で示したものである。中期業況指数は19年以降上昇傾向にあるが、本年は前年より10%ポイント上昇し56%に達した。運用残高、運用収入ともリーマンショック前のピークを超えた15年の値も上回っている。

事業別中期業況指数は主要3事業すべてで前年より上昇している(図表6)。特にリテールビジネスの値は著しく上昇している。前述のように新NISAの開始以降、投信

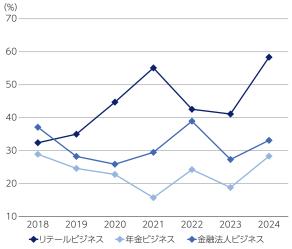
図表5 資産運用ビジネスの中期業況指数



<sup>30 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 (</sup>注) 中期業況指数とは「5年後の収益が1.5倍以上に増加すると予想する会社の割合」と定義している

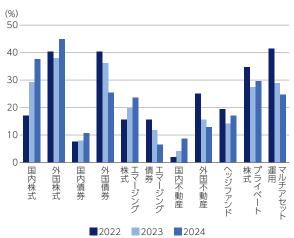
<sup>(</sup>出所) NRI 「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

図表6 資産運用ビジネスの事業別中期業況指数



(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5年間で資金流入により1.5倍以上の運用資産 額増加を予想する会社の割合(資産クラス別)



(出所) NRI 「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

への資金流入が加速していることに加え、個人への「長期・積立・分散投資」の浸透が資産運用会社の持続的な成長に対する期待を高めている。また、年金ビジネスも10%ポイント上昇し、大きく改善している。特に国内系運用会社による見通しの変化は大きかった。ここ数年、国内系運用会社の中では、年金ビジネスの5年後の収益が1.5倍以上に増加すると回答するところはほとんどなかったが、今年の調査で20%の会社が回答している。今年度後半以降、公的年金は財政検証を受けて基本ポートフォリオの見直しを行う。また、公的年金に限らず企業年金でも資産運用立国実現プランに沿った資産運用の高度化を追求する動きが具体化していくことが想定されている。これらの動きが、資産運用会社の年金ビジネスに対する期待を変化させていると考えられる。

各社が提供する運用戦略への資金流入の中期見通しは 図表7の通りだ。株式特に国内株式やエマージング株式 については、中期的に資金流入が増加すると考える会社 が増えている。反対に債券やマルチアセット、外国不動 産に資金が流入すると考える会社は減っている<sup>5</sup>。

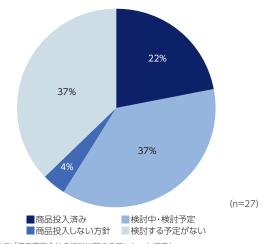
#### アクティブETFへの関心は高い

今年のアンケートでは、資産運用会社経営の将来に重大な影響を与えうるテーマとして、アクティブETFビジネスへの参入とプロダクトガバナンスへの対応に焦点を当て、それぞれの方針について尋ねている。

図表8は国内上場アクティブETFの商品投入方針について、運用資産1兆円以上の資産運用会社の回答(国内系16社、外資系11社、計27社)をまとめたものである。商品投入を「検討中・検討予定」と回答した会社10社(37%)と、「商品投入済み」と回答した会社(6社、22%)をあわせると6割近い資産運用会社がアクティブETFビジネスに関心を示している。商品投入を「検討中・検討予定」と回答した会社の中には外資系も3社含まれている。その中には、「デリバティブに関する基準がグローバル水準まで緩和されるかが商品投入のポイントとなる」等の意見もあった。アクティブETFの情報開示やデリバティブ利用に関する上場基準の見直しは現在検討されており、結果次第では、アクティブETF商品の投入が大幅に増える可能性がある。

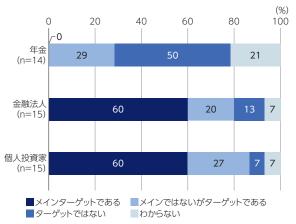
またアンケートでは、アクティブETFについて、どのような投資家を想定した商品を投入するのかについて尋

図表8 国内上場アクティブETFの商品投入方針 (集計対象:運用資産1兆円以上の会社27社)



(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9 アクティブETFの想定投資家層 (集計対象:運用資産1兆円以上でアクティブETFを 投入済みまたは、検討中・検討予定の会社15社)



(出所) NRI 「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

ねた (図表9)。個人投資家をターゲットとするという回答が9割近く (「メインターゲットである」、「メインではないがターゲットである」の合計)に達しているほか、金融法人をターゲットと考えるという回答も8割と多い。現在、資産運用会社は個人投資家向けには公募投信を、金融法人向けには私募投信を提供しているが、いずれも主として販社を経由して販売されている。それぞれの投資家で、金融リテラシーの向上や組織におけるファンド運用の位置づけの変化が進む中で、販社機能をアンバンドリングしたETFはアクティブファンドの提供形態として重要な役割を果たす可能性がある。

#### ■ 進展するプロダクトガバナンス

近年、資産運用会社各社は顧客の最善の利益に適った 商品を提供するためプロダクトガバナンスの強化に向け た取り組みを精力的に進めている。以下では、こうした 取り組みの現状と今後について、資産運用会社へのアン ケート結果を見ながら概観したい。

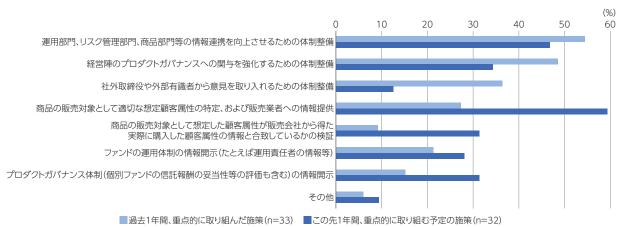
図表10は、公募投信を運用する資産運用会社に対して、プロダクトガバナンスの向上に向けて「過去1年間、特に重点的に取り組んだ施策」、「この先1年間、特に重点的に取り組む予定の施策」について尋ねた結果を示したものである。

まず「過去1年間、特に重点的に取り組んだ施策」に注目すると、「運用部門、リスク管理部門、商品部門等の情報連携の向上」、「経営陣の関与の強化」、「社外取締役等からの意見の取り入れ」と回答した会社が多かった。

こうしたプロダクトガバナンスの体制整備の取り組みの進展を受けて、個別ファンドの商品性を定期的に検証する動きも広がっている。図表11は、資産運用会社が個別ファンドの信託報酬の妥当性をどのくらいの頻度で検証しているか質問した結果である。18年から昨年までの6年間の調査では、ファンドの「新規作成時のみ」の回答が平均で4割弱だったが今年の調査では約1割に低下。逆に、「毎年」との回答は昨年までは平均で3分の1程度だったが、今年は半分を超えた。

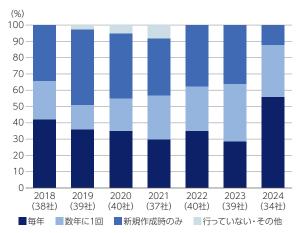
再び図表10に戻り、今度は「この先1年間、重点的に取り組む予定の施策」に注目すると、「商品の想定顧客属性

図表10 プロダクトガバナンスのために重点的に取り組んだ/取り組む予定の施策 (当てはまるもの3つまで)



(注)集計対象は、公募投信を運用する資産運用会社 (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11 個別ファンドに対する信託報酬の妥当性の 検証頻度



(注)集計対象は、公募投信を運用する資産運用会社 (出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

の特定と販売業者への情報提供」、「想定した顧客属性が販売会社から得た情報と合致しているかの検証」の割合が、過去1年間に重点的に取り組んだ施策の割合を大きく上回り、新たな課題として浮上しているのが分かる。

金融審議会の市場制度ワーキング・グループが今年7月に公表した報告書では、資産運用会社など金融商品の組成会社のプロダクトガバナンスの確立を促すため、「顧客本位の業務運営に関する原則」に補充原則を追加することが提言され、9月に改訂された。想定顧客に関連する上記の2つの施策は、この補充原則で求められている。

これらの施策において重要なのは、いかに効率的に組成会社と販売会社の情報連携を進めるかである。投資信託協会では業界全体の情報連携の枠組みについて検討を進めており、今後、資産運用会社はこうした動きを踏まえて、対応していくことになる。

最後にもう一度、図表10を見ると、「ファンドの運用体制の情報開示」や「プロダクトガバナンス体制の情報開示」に重点的に取り組んだ/取り組む予定だ、と回答した企業も一定数見られる。これらの回答は公募投信の残高が5,000億円以上の比較的規模の大きな資産運用会社で目立った。

こうした情報開示で注目されるのは、コスト控除後のパフォーマンスや経費率の他社比較などを通して、自社のファンドが顧客に価値を提供しているか検証した結果を自主的にレポートで公開する動きである。野村アセットマネジメント、三菱UFJアセットマネジメント、りそなアセットマネジメントが取り組んでいる。レポートで

は、価値を十分に提供していないと判断されたファンドについては改善策なども示されている。

資産運用会社はこうした情報の開示によって、ファンドの品質管理が厳格に行われていることを投資家にアピールできる。またファンドの評価を投資家の目に触れるようにすることは、商品性を継続的に改善し価値を高める動機ともなろう。長い目で、商品の質に対する投資家の信頼につながることが期待される。

<sup>3)</sup> 金子久「資産運用業の稼ぐ力を測る」(NRIコラム「データで読み解く金融ビジネスの潮流」、2024年9月5日)参照。

<sup>4)</sup> 調査は2007年度以降毎年実施しているもので、24年度は8月に実施した。有効回答数は52社 (国内系32社、外資系20社)、運用資産のカバー率は72%である。

<sup>5)</sup> 商品別ニーズについては3章第4節で詳しく解説している。

第3章

### 顧客別市場動向と商品戦略

## 1 運用力の向上に向けた体制強化が期待されている年金

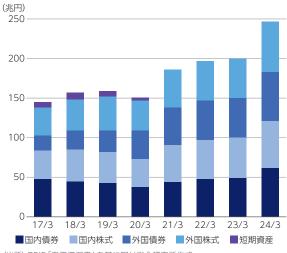
日本の年金資産は2024年3月末現在、全体で472兆円と推定される。円安と内外株式市場の上昇等により、前年度比74兆円(19%)の増加で21年3月期以降4期連続の増加となった。

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246兆円、前年度比46兆円の増加となった (図表12)。 国内株式や外国株式の収益率は40%を超え、また円安が進行したため諸外国の金利が上昇する中で外国債券の収益率も円ベースで15%を超えた。運用資産全体の収益率は22.7%と20年度に次ぐ過去2番目の高さとなった。資産配分は基本ポートフォリオに従い内外の債券・株式にほぼ均等に修正されるため、国内債券と他の資産間でリバランスが行われている。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 投資の残高割合は1.46%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と考えられる。運用残高が増加すると同時に、目標超過収益率を上回るアクティブ運用機関があったことから管理運用委託手数料は前年度比168億円増加し、470億円となった。資産全体の期中平均残高に対する手数料額の割合である手数料率は前年度の1.5bpから2.1bpへと上昇している。なお、24年度は公的年金の財政検証が行われた。公的年金の基本ポートフォリオは、新たに要求される利回りに応じた資産構成に変更する。この変更は来年度から適用されるため、今年度後半以降、変更される基本ポートフォリオに応じた運用機関の選考が具体化していくものと考えられる。

とや円安の影響などにより、残高は8,600億円増加して約3.7兆円となった。運用資産に占めるオルタナティブ

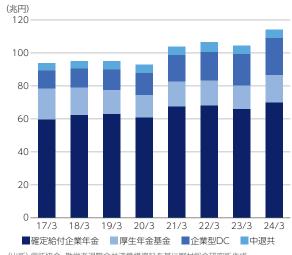
企業年金等の資産残高は、2024年3月現在総計で114 兆円、前年度比約10兆円 (9.9%) の増加となった (図表 13)。そのうち確定給付企業年金と厚生年金基金の資産

図表12 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13 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

残高は、それぞれ4兆円 (6.5%)、2兆円 (11.2%) 増加している。両者の加入者は915万人へと1年間で9万人減少したが、運用収益が10%近いプラスとなったことから、残高は3年ぶりの高い増加率となった。年金資産の増加に加え、金利上昇により退職給付債務が減少したことにより、積立比率が100%を超える企業がさらに増えている。このため、資産配分のレベルで積極的にリスクを取ることは考えにくく、資産クラス内で特徴ある運用戦略を採用することで運用目標の達成を図ろうと考える企業年金は多いはずだ。

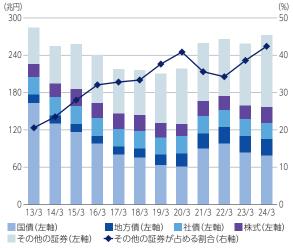
なお、政府は「資産運用立国」の実現を目指す中で、企業年金等アセットオーナーのガバナンス改善・体制強化などを進めている。このため、中期的には、比較的大規模な企業年金では体制整備が進み、小規模な企業年金では、より大規模なスキームへの統合などが検討されることになるだろう。

企業型確定拠出年金 (DC) は23兆円となった。内外株式の収益率が高かったことに加え、運用資産に占める投信の比率は60%まで上昇していることもあり、制度全体の残高は一年間で4兆円 (21%) 増加している。現在、企業型DCの加入者は毎年3%のペースで増え、一人当たり平均掛金も増加傾向にある。このため同制度への年間の資金流入額 (22年度は9,200億円) は拡大が続くと考えられる。また、24年末に掛けて、拠出限度額 (確定給付企業年金 (DB) を実施していない企業の場合、現在は月額5.5万円) の見直しが検討されている。見直しにより増額が認められた場合には、DC制度への資金流入は一層加速することになる。

## 2 異次元緩和を経て、成熟した金融法人のファンド投資

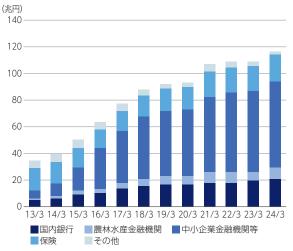
金融機関のうち全国銀行が保有する有価証券残高は2024年3月末時点で、273兆円であった(図表14)。2013年3月のピーク時には285兆円だったが、2013年4月に始まった異次元緩和を受けて、国債の残高が減少し続けたため、2019年3月には210兆円となった。その後反転し、新型コロナ禍での国債発行額増加に対応した国債の買い入れ、異次元緩和以降、国債に代わる投資先として注目されてきた外債とファンドからなる「その他

図表14 全国銀行の資産種類別有価証券投資残高



(出所) 全国銀行協会 「全国銀行財務諸表」 を基に野村総合研究所作成

図表15 金融法人の業態別ファンド残高



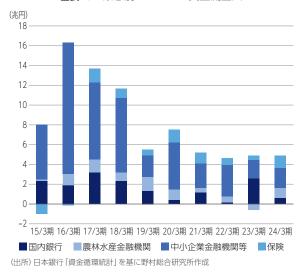
(出所) 投資信託協会資料、日本銀行「資金循環統計」を基に野村総合研究所推計

の証券」の残高の拡大、円安による外債の含み益、などにより、ピーク時に近い水準となった。金融機関の有価証券投資におけるファンドの重要性は依然として高い。2024年3月末における全国銀行の保有する「その他の有価証券」の有価証券投資残高に占める割合は42.4%と近年で最も高かった。

次に、国内銀行を含む金融法人のファンド残高を見ると、2024年3月末時点で、116.7兆円だった(図表15)。 業態別では、ゆうちょ銀行を含む中小企業金融機関等の64.7兆円が最も大きく、国内銀行の20.9兆円、保険の20.7兆円、農林水産金融機関の8.1兆円、その他の2.2兆円と続く。いずれも昨年からの増加率は高くなく、伸びは鈍化している。

ファンドへの資産流出入を見ると、異次元緩和時の水

図表16 業態別ファンドの資金流出入



準には及ばないが、数兆円規模の資金が流入し続けている(図表16)。24年3月期は全体で4.9兆円が流入し、その内訳は中小企業金融機関等の1.8兆円、保険の1.4兆円、農林水産金融機関の1.0兆円、国内銀行の0.6兆円だった。日銀の金融政策が正常化に向かう中、ファンド投資を異次元緩和のときのように拡大していくとは考え難いが、有価証券運用の強化をしてきた金融法人は、引き続きファンドを活用した、有価証券の運用に力を入れていくはずだ。

## 3 リテールビジネス

#### 賞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2024年3月末時点で120.8兆円となった(図表17)。前年度比では32.6兆円増加した。23年3月期から残高が大きく増加したのは、6.2兆円の資金流入と株式投信全体の運用収益率が30%以上あったためである。特に、1-3月期には新NISAの開始により約3兆円の資金が流入した。今期に入ってからも資金流入は続いている。24年8月の日本銀行の短期金利の追加利上げによって市場が大きく変動する中でも資金流入は継続し、24年9月には残高は128.7兆円に達している。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

図表17 公募追加型株式投信(除くETF)の残高

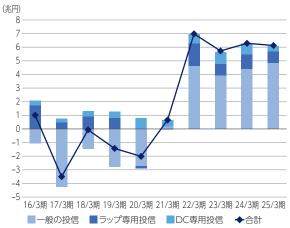


(出所) 野村総合研究所

18)。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をみてみる。DCでは専用に設計された投信(以下、DC専用投信)が提供されている場合が多い。DC専用投信には毎年資金が流入している。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少ない。また、制度が拡大期にあり、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いる。これらを背景に、DC専用投信には24年3月期の1年間で0.8兆円の資金が流入している。24年12月には、制度改正により個人型DCの拠出限度額が、公務員などの場合、従

図表18 公募追加型株式投信 (除くETF) の資金流出入



(注) 資金流出入については分配金をファンドからの流出と扱っている。25/3期は8 月末まで(非年率換算)

(出所) 野村総合研究所

来の12,000円から20,000円に引き上げられる。また、政府は24年6月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」において、企業型および個人型DCの改革に言及している。企業型では、指定運用方法の見直しや運用状況を他社と比較できるような見える化が検討されており、個人型では加入可能年齢の引き上げや、資産形成のニーズに応じた拠出限度額の引き上げが検討される予定である。これにより、DC専用投信への資金流入は引き続き増加し、残高の拡大ペースも加速していくことが予想される。

二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(以下、ラップ専用投信)を提供していることが多い。ラップ専用投信は16年3月以降、20年3月期とその翌期を除き、資金流入が継続しており、24年3月期は1.1兆円の資金が流入した。25年3月期に入ると、資金流入の勢いが増しており、このままのペースが続くと、2.1兆円の流入となり過去最高を記録する。これは、今期は大手証券や銀行が富裕層顧客への販売を拡大していることが大きい。そのため、1,000万円以上の契約が増加傾向にあり、1契約当たりの運用残高も昨年から20%程度上昇した。

また、銀行や資産運用会社が地方銀行や中小証券向けにラップ・サービスを展開する動きも非常に活発であり、 今後も業界全体で契約数が着実に増え、運用残高も徐々に増加していくと考えられる。ラップ・サービスを経由 して投信への資金流入が続く可能性は高い。

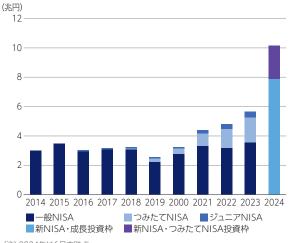
最後は、証券会社や銀行による通常の投信ビジネスとして誰もが真っ先に思い浮かべる対面やネットで行われる勧誘・販売で、投信の最も一般的な販路だ。この販路で提供されている投信を「一般の投信」と呼ぶことにする。一般の投信は20年3月期まで9期連続で資金流出が続いていた。21年3月期にはわずかに流入に転じ、以降毎年数兆円の資金流入が続いている。24年1月からは新NISAが始まったことで、資金流入の勢いは増しており、毎月1兆円近い資金が流入している。このままのペースが続くと、25年3月期は前年度の2.6倍となる11.6兆円の資金が流入する可能性がある。24年8月の市場変動時においても堅調な資金流入が続き流出に転じなかったことや、旧NISAが始まった14年は最初の1か月、つみたてNISAが始まった18年は最初の3か月で資金流入の勢い

が止まったのに対し、24年は堅調な資金流入が続いていることから、今後も資金流入は続くものと予想される。

#### 新NISAによる買付金額は6月末時点で、 昨年の1.8倍

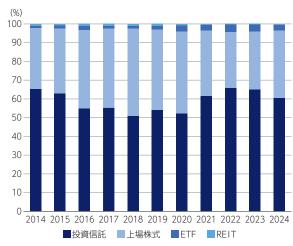
ここからは、新NISAが投信市場に与えた影響についてより詳細に分析したい。24年1月に始まった新NISAは非課税枠の拡大や制度の恒久化などが主な変更点として挙げられる。新NISAでは、長期的な積立・分散投資を促進することを目的とした「つみたて投資枠」と上場株式などにも投資可能な「成長投資枠」の2つの枠が設けられた。年間投資限度額はそれぞれ120万円、240万円である。また、生涯の非課税枠は合計で1,800万円で、そのうち、「成長投資枠」の上限は1,200万円である。24年6

図表19 NISA制度による買付金額の推移



(注) 2024年は6月末時点 (出所) 金融庁の資料を基に野村総合研究所作成

図表20 NISA制度による買付金額の商品別割合



(注) 2024年は6月末時点 (出所) 金融庁の資料を基に野村総合研究所作成 月末までに「つみたて投資枠」は2.2兆円、「成長投資枠」は7.9兆円、全体で10.1兆円の金融商品が買付され、非課税枠が拡大されたこともあり、既に昨年1年間のNISA全体の買付金額の1.8倍となっている(図表19)。

商品別に買付金額の内訳を見ると、「つみたて投資枠」と「成長投資枠」を合わせて、投資信託が60%、上場株式が36%、ETFが2.9%、REITが0.5%だった。商品別の内訳は、14年から大きく変わらず、常に投資信託の割合が最も高く50%を超えている(図表20)。

#### NISA対象ファンドに資金流入が集中

新NISAの対象商品については、「つみたて投資枠」と「成長投資枠」でそれぞれ要件が定められており、投信に関しては両枠共に、信託期間が20年以上で、毎月分配型でないこと、デリバティブ取引による運用を行っていないことが求められる。加えて、「つみたて投資枠」には販売手数料がかからない(ノーロードである)ことや信託報酬が一定の水準以下であること等が求められる。

24年10月時点の「つみたて投資枠」の対象となる投資信託は291本、「成長投資枠」は1,992本、両方を満たすのは272本となっている。「つみたて投資枠」の方が要件が厳しいものの、金融庁や投信協会への届け出が必要なため「つみたて投資枠」対象の商品が必ずしも「成長投資枠」も対象となるわけではない。

「つみたて投資枠のみ届出投信」「両投資枠届出投信」「成長投資枠のみ届出投信」「毎月分配型投信」「その他の投信」に分けて純資金流入った確認すると(図表21)、

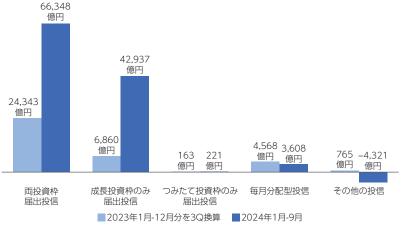
NISA対象商品の投信の24年1月から9月の資金流入が昨年対比(23年を3Q換算)で増加している一方で、「毎月分配型投信」「その他の投信」は資金流入が減少もしくは資金が流出している。流入の規模については、「両投資枠届出投信」に6.6兆円の資金が流入しており、昨年と比べて2.7倍となっている。「成長投資枠のみ届出投信」には4.3兆円が流入しており、昨年対比6.3倍と突出している。「つみたて投資枠のみ届出投信」はファンド数が少ないこともあり、流入金額は少なく、昨年の1.4倍となっている。一方、NISAの対象に含まれない「毎月分配型投信」は3,608億円の流入。にとどまり、「その他の投信」からは4,321億円が流出している。NISA対象ファンドに資金流入が集中しているのがわかる。

#### アクティブへの流入も多い NISA対象ファンド

NISA対象ファンドへの資金流入はパッシブ投信ばかりでなくアクティブ投信への流入も多い。24年1月から9月の投信への純資金流入のうち6割がパッシブ投信に向かったが、投資枠毎にその割合は大きく異なっている(図表22)。「両投資枠届出投信」では資金流入額の90%がMSCI ACWIやS&P500などに連動するパッシブ投信に向かっている。これに対して、「成長投資枠のみ届出投信」の場合は資金流入額の70%以上がインド株や半導体などの米国の成長株に投資するアクティブ投信に向かっている。「つみたて投資枠のみ届出投信」でも、資金流入の5割以上がアクティブ投信によるものだった。

最後に、ここまでNISA対象ファンドについて分析してきたが、資金流入のすべてがNISAを利用した買付ではないことは注意する必要がある。24年1月から6月のNISA制度を利用した買付金額は、同期間のNISA対象ファンドの設定額の40%程で、他の60%は制度を利用していない買付だった。NISA制度を使わない購入においても、安定的な資産形成に適合した商品か否かがファンド選択の重要な基準

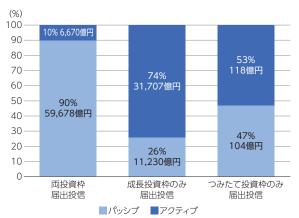
図表21 公募追加型株式投信 (ETF及びDC専用、ラップ専用を除く) の純資金流出入



(注)分配による資金流出を考慮していない。純資金流入額の中には、NISA制度を利用せずに購入したものも含まれる。 棒グラフの縮尺はファンドの種類毎に異なる

(出所) 金融庁資料、投資信託協会資料、NRI Fundmarkを基に野村総合研究所作成

図表22 NISA対象ファンドのアクティブ・パッシブ別 純資金流入 (2024年1月-9月)



(注)分配による資金流出を考慮していない。純資金流入額の中には、NISA制度を利用せずに購入したものも含まれる

(出所) 金融庁資料、投資信託協会資料、NRI Fundmarkを基に野村総合研究所作成

の一つになっていることは十分に考えられる。そうだと したら投信会社は商品企画においてNISAの適合要件を 満たすかを強く意識する必要があるだろう。

#### 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23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2024年8月から9月にかけて実施した。

リテール投資家からのニーズの評価(図表23(a))は、昨年までの傾向と同様に外国株式に集中している。具体的にはアクティブおよびパッシブの外国株式と、銘柄厳選・長期投資型のニーズスコアが高い。この結果は実際の公募投信の資金フローの状況とも一致しており、外国株式の中でも、アクティブでは米国の半導体やBig Techなどのテクノロジーセクターを中心にグロース株で運用する投信などに昨年をも上回る旺盛な資金フローがあった。パッシブではMSCI ACWI、S&P500連動のファンド

等への資金流入が継続している。また、外国株式には及ばないものの、国内株式アクティブやエマージング株式のニーズの評価が高い。実際に、国内の高配当株式やバリュー株式で運用する投信やインドを中心としたエマージング株式投信へ資金が流入している。一方、中国関連株式のニーズスコアは昨年度に続いて低位である。

債券カテゴリーで最もニーズスコアが高かったのは外国債券アクティブで、次いでヘッジ外債となった。ただし、昨年度からの変化で見ると、外債アクティブとヘッジ外債のニーズは低下し、一方で、低位ではあるものの、国内債券アクティブとエマージング債券は高くなった。

バランス型については、昨年に比べて先進国株式・債券のバランスとオルタナティブ等を含むバランスのスコアが上昇した。これは新NISAの影響を受けて個人投資家の注目が集まっているためと考えられる。仕組み上の特徴があるファンドについては、これまでと同様、定期分配型と元本確保型のニーズスコアが高い。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23(b))は、リテールと異なり株式カテゴリーと債券カテゴリーとが混合した結果となっている。株式では、昨年と変わらずPE投資や外国株式、国内株式のニーズスコアが高い一方、米国での反ESGの広がりの影響を受けてか、ESG株式投資はスコアを大きく下げた。同様にインパクト投資もスコアを下げた。

債券カテゴリーでは、プライベート・デットのニーズスコアが昨年に続いて最も高く、スコアも上昇した。外国債券、アンコンストレインド債券のニーズスコアも引き続き高い。一方で、ハイイールド債券のスコアは昨年対比で低下した。

マルチアセット戦略は国内公的年金では採用実績がないため、企業年金からのニーズを想定したスコアと考えてよい。昨年と比べて、ジャッジメンタル型の戦略に対するニーズが大きく減少する結果となった。それでもクォンツ型のスコアと比較すると相対的には高い。オルタナティブ投資の中では、昨年に引き続き、内外の私募不動産(私募リート含む)とリアルアセットのニーズスコアが高い。また低位にあるものの、ファンド・オブ・ヘッジファンズのニーズは大きく上昇した。

金融法人についても年金と同様、株式カテゴリーと債

#### 図表23 顧客別のプロダクト需給マップ

#### 

外国債券アクティブ

ヘッジ外債

定期分配型

ハイイールド債券

海外REIT リスクコントロール型

ターゲットイヤーファンド ● エマージング 債券

オルタナティブ等を 含むバランス●

国内債券アクティブ●

中国・中国関連株式

国内REIT

元本確保型 ファンド

アクティブETF

成果報酬型ファンド●

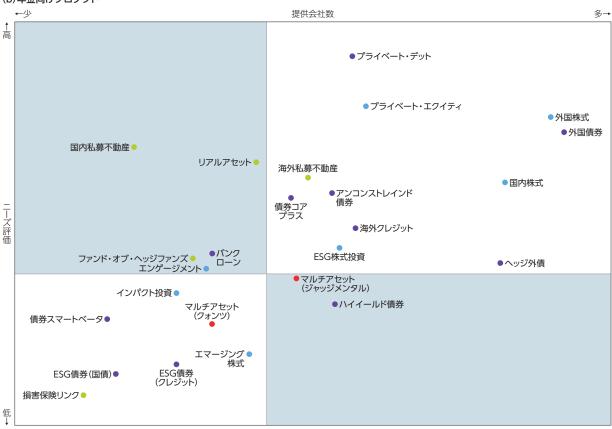
●フロア確保型

●定期取崩型

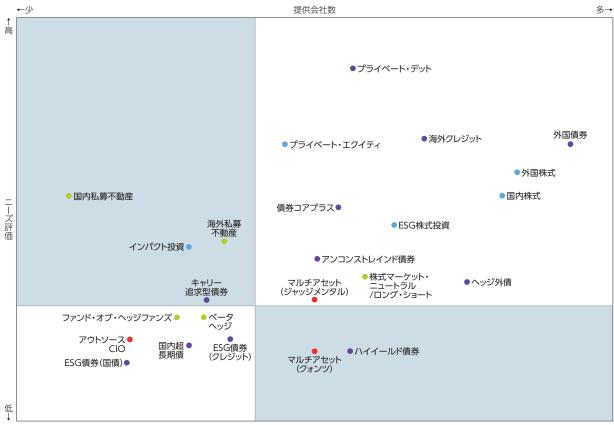


ニーズ評価

低↓



#### (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 (商品を扱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

券カテゴリーとが混合した結果となっている(図表23 (c))。プライベート・デットのニーズスコアが最も高く、海外クレジット、外国債券と続き、いずれも昨年と比べてスコアが高くなった。中でもプライベート・デットのニーズの上昇幅が大きい。欧米で利下げが本格化する中で、高金利やリスク分散を求めて、プライベート・デットへ国内の金融法人の関心が高まっていると考えられる。

株式では、昨年に続いてPE投資のニーズスコアが最も高かった。外国株式と国内株式が続き、これらは昨年と比べて高くなった。一方でESG株式投資、インパクト投資のニーズスコアは上位にあるものの、昨年と比べると低くなった。マルチアセットについては、全体的に低位にあり、特にジャッジメンタルのスコアが昨年に比べて低くなった。

<sup>6)</sup> 本節では、特に断りがない限り、資金流出入については分配金をファンドからの流出と扱っている。

<sup>7)</sup> ここでは、分配による資金流出を考慮していない。

<sup>8)</sup> 毎月2,000億円程の収益分配金があることから、分配を考慮すると 実際には流出になっていると考えられる。

#### 日本の資産運用ビジネス 2024/2025

**発行日** 2024年11月15日

発行 株式会社野村総合研究所

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

https://www.nri.com/jp

発行人武田 則幸編集人竹端 克利

編集金融デジタルビジネスリサーチ部執筆者金融デジタルビジネスリサーチ部

チーフリサーチャー 金子 久 シニアリサーチャー 福井 豊 契約研究員 國見 和史

**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。