

日本の 資産運用ビジネス

2016/2017

- 巻頭言 構造変化に資産運用会社はどのように対応するのか
- 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
- 第4章 株式投資戦略が直面する課題

巻頭言

構造変化に資産運用会社は どう対応するのか

日本の資産運用ビジネスは、2015年まで続いた成長速度が2016年になって鈍化し、やや中だるみの状況にある。2015年度、資産運用会社は増収増益基調であったが、2016年度は現在の資本市場の環境が継続すると2011年度以来の減収減益になると見込まれる。運用会社へのアンケート調査結果からも収益見通しが悪化していることを確認できる。一方、足下では様々な地殻変動が起きており今後の対応次第では業界地図が大きく塗り変わることも考えられる。

日本にいるとあまり実感が湧かないかもしれないが、ビッグデータや人工知能の活用により、短期の株式投資戦略には既に影響が出始めている。価格に織り込まれた情報の分析という点でコンピュータを活用した投資戦略が優位に立ちつつあり、伝統的なアクティブ運用が苦戦を強いられているのである。これは一過性のものではなく、今後の株式投資戦略に継続的に影響を与える環境変化であり、海外の機関投資家の多くはこの環境変化にどう対応するかが大きな投資戦略上の課題だと認識している。

日本でもファンドラップ口座の増加、ロボアドバイザーの活用の進展、DC制度の改革等に見られる、投資信託ビジネスの将来動向に大きな影響を与える変化が起こりつつある。公的年金ファンドの投資改革や銀行によるファンド投資も継続しており、対応を誤れば運用会社の勢力図に大きな変化が生じる可能性も否定できない。

今回のレポートもそのようなビジネスを取り巻く環境変化を様々なデータや調査・分析により正確に映し出していると自負しているが、このような変化にどう対応していくかが、運用会社の将来像を大きく左右することになると考えられる。このレポートが、運用会社にとって、今後の戦略を考える際の一助になれば幸いである。

2016年11月吉日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部
「日本の資産運用ビジネス2016/2017」総括責任者

堀江 貞之

第1章

日本の投資家動向

増加傾向が足踏みした金融資産

2012年から継続してきた日本の資産運用ビジネスの成長は、16年に入り足踏み状態に入っている。一番の要因はやはりグローバルでの資本市場のリターン低下である。特に外国資産のファンドが主流を占める公募投信の資金流入額は、円高傾向もあり鈍化傾向にある。多くの年金ファンドも15年度はリターンがマイナスとなった。一方、銀行の有価証券運用におけるファンド投資は依然として増加しており、14年にスタートしたNISA（少額投資非課税制度）も、増加ペースは落ちたとはいえ、これまでの総買付額は8兆円を超え、投資信託への投資も5兆円と拡大が続いている。このように、厳しい環境下でも全体の資産残高が減少していないというのは資産運

用ビジネスの底堅さを示しているのかもしれない。

ここで15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、16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お金を、誰がどのように運用し、仲介しているのかを、単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1,856兆円と推定される。1年前に比べ45兆円の減少、そのうち家計の減少が33兆円、年金ファンドは13兆円である。

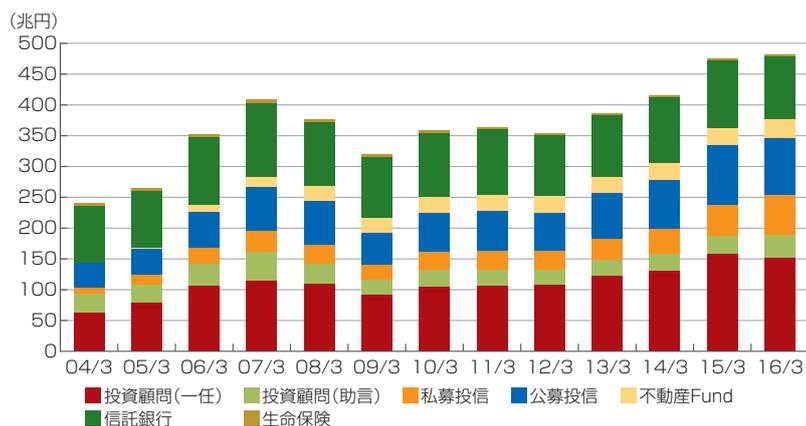
資産全体のうち、資産運用機関が運用委託を受けてい

図表1 日本の資産運用ビジネスの全体像



(注) 農中、共済連は除く
(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

図表2 資産運用会社の運用残高の推移



(注) 生保は特別勘定の確定給付年金受託残高。予定利率の決まっている一般勘定を含まない
 (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もとに野村総合研究所作成

る金額は482兆円¹⁾、前年比で7兆円の増加となり、500兆円の大台到達も間近に迫っている。金融資産全体に占める割合も26%にまで上昇している。

家計、年金ファンド、金融機関の動向

家計の金融資産は、16年3月末現在で1,551兆円、1年前と比べ33兆円の減少である。商品別に大きな変動はなく、預金と保険の合計で全体の7割以上を占める。

今後5年間の家計の金融資産動向を推計してみると、金融資産の重要な原資が毎月の貯蓄や退職金であることに変わりはなく、年間18兆円程度あると見込まれる。これに個人の株式の売却金等を併せ、年間21兆円の資金が金融資産に流入する。このうち銀行の預金及び各種の保険商品には約8割の17兆円が振り向けられ、株式投信を中心とするリスク性商品には4兆円強の流入が見込まれる。過去数年間、年間5兆円という高水準であった分配金は少しずつ減少しており、顧客向けディスクロージャー等の強化で、鈍化速度の推定は困難ではあるが、今後は低下していくものと推察される。仮に現在の半分の水準に低下したとすると、分配金による資金流出まで考慮したネットでの投信流入額は年間2兆円となる。これとは別にNISAへの流入額をNRIの調査をベースに予想すると、NISAの非課税期間が継続する今後3年間は年3兆円弱の資金が流入するが、その後2年間は資金流入はネットではほぼゼロと予測する。またNISAの約6割が株式投信に回るとみられ、5年間の年平均流入額は、1兆円強となる。合計すると投信への資金流入額は年間3兆

円程度と予想される。

最大の機関投資家である年金ファンドの16年3月末の資産額は305兆円と推定される。このうち公的年金資産は195兆円(前年度比6兆円減)、その他の企業年金等は110兆円(同7兆円減)と、14年度に比べやや減少した。減少の主たる理由は資本市場リターンの悪化によるものだが、企業年金については厚生年金基金の解散が相次いでいることが主因とみられる。GPIFの資金額

は、給付の増加は見込まれるものの、解散・代行返上による厚生年金基金代行部分の資金流入と相殺され、当分の間あまり減少しないと考えられる。GPIFは運用管理体制の強化、運用会社の採用プロセス及び評価体系の変更、成功報酬体系の導入などの投資改革が継続しており、運用会社にとって最も注目すべき存在であることに変わりはない。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が240兆円、信用金庫・信用組合で69兆円、ゆうちょ銀行144兆円、生命保険会社301兆円(うち、かんぽ生命64兆円)、損害保険会社23兆円で、合計約778兆円(前年度比28兆円の減少)となっている。

全体で残高は減少したものの、超低金利や日銀の国債大量購入は継続しており、相対的に利回りの高い資産への分散投資のニーズは高く、外債を中心としたファンドを含む「その他の証券」への投資は15年度も継続して増加している。資産運用ビジネスの成長が足下でやや停滞している中、ゆうちょ銀行の有価証券運用の管理体制整備も進むなど、金融機関は唯一今後も確実に成長が期待でき、ビジネス戦略上、短期的には最重要顧客であることに変化はないと思われる。

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のみを含んでいる。生保では、定期保険・定期年金など、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。

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。

収益は過去最高を辛くも更新

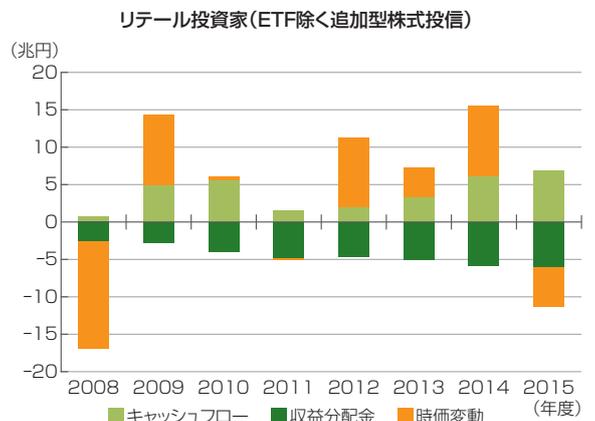
図表3は、運用会社の運用残高の増減要因を時系列で示したものである。まず機関投資家（左図：投資一任と私募投信の合計）について見ると、2015年度は12年度後半に始まった円安・株高のトレンドが反転し、時価変動が約9兆円のマイナス要因となった。一方、資金流入は約17兆円と極めて大きいプラス要因となった。この大部分は、主に金融法人向けとみられる私募投信への資金流入である。私募投信を通じた金融法人からの運用委託は一昨年頃から急速に拡大し、15年度もこのトレンドがより顕著に見られるようになった。私募投信以外の資金流入は、公的年金によるものが中心である。私的年金は、

全体で見れば緩やかな資金流出となっている。

リテール投資家（右図：ETFを除く追加型公募株式投信）では、設定・解約等をネットにした資金流入が6.9兆円のプラスとなり、08年度のリーマン危機以降の最高水準となった。ただし、これも過去最高となった収益分配金6.0兆円の流出分を除くと、実質的な資金流入は1兆円程度に留まった。加えて、5.4兆円の資産時価の下落がマイナス要因となり、運用資産額を減少させた。資金動向を細かく見ると、15年度上期には毎月8,000億円前後の比較的にコンスタントな資金流入があったが、8～9月のいわゆる「チャイナ・ショック」に加え、年明け後に市場が軟調に推移したことから、投信への資金流入のペースは足もとにかけて大きく減退しているのが現状である。

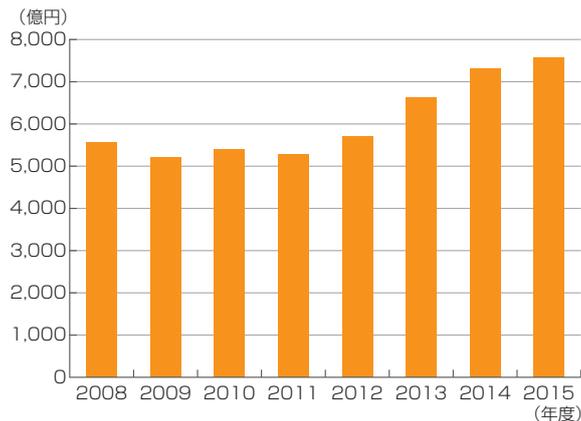
図表4は運用会社の収益総額の推移を示したものである。本稿執筆時点で利用可能なデータに基づく推計では、15年度の運用報酬額はおおよそ7,600億円となり、過去最高を更新したものと見られる。純資産額が減少した公募投信でも平残ベースでは残高が約5%伸長しており、それを反映した形となった。

図表3 運用残高の変動の要因分析



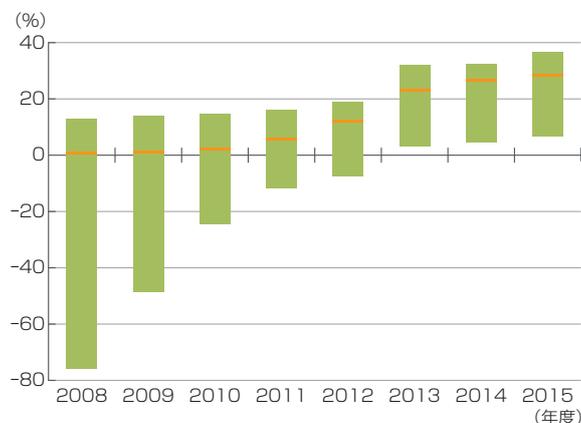
(注) 合併・事業譲渡、契約形態の変更による影響を調整したもの
(出所) 投信協会、日本投資顧問業協会、NRI Fundmark等より野村総合研究所推計

図表4 運用報酬の推移



(出所) 有価証券報告書、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 営業利益率の分布



(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)
(出所) 有価証券報告書を基に野村総合研究所作成

国内系運用会社 (投信委託会社のみ) を対象に、各社の営業利益率の分布を示したのが図表5である。中央値ベースでは28%となり、前年から僅かながら上昇した (図表4と同様、執筆時点のデータに基づく)。これも、過去最高の水準である。

2 資産運用ビジネスの将来見通し

15年度までの収益額、利益率は堅調に推移したが、本稿執筆時点までの主要な資本市場のバリュエーションは15年度比で10%程度低下 (円建・平残ベース) しているため、このまま経過すれば16年度は減収・減益となろう。足下ではリテール投信の資金流入が停滞しているうえ、近年の資金流入の源泉の1つだった公的年金も、アクティブ比率を高めるための信託銀行から投資顧問会社へ

の入れ替は一巡しており、運用会社全体としては大きな資金流入が期待できる状況にはない。金融法人は足下も堅調といえるセグメントであるが、一部の運用会社に資金が集中する傾向は、大きくは変わらないだろう。将来は楽観視できない。

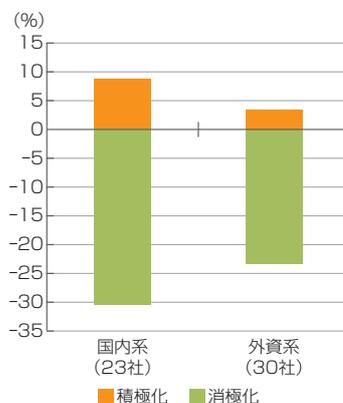
野村総合研究所では、資産運用ビジネスの直近の状況や将来見通しのコンセンサスを知るため、運用会社のマネジメントクラスを対象にしたアンケート調査 (「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」²⁾) を毎年実施している。以下ではこれを基に、各社が当面の事業環境をどのように評価しているのかを確認する。

リテール資金流入の変調により 収益見通しは悪化

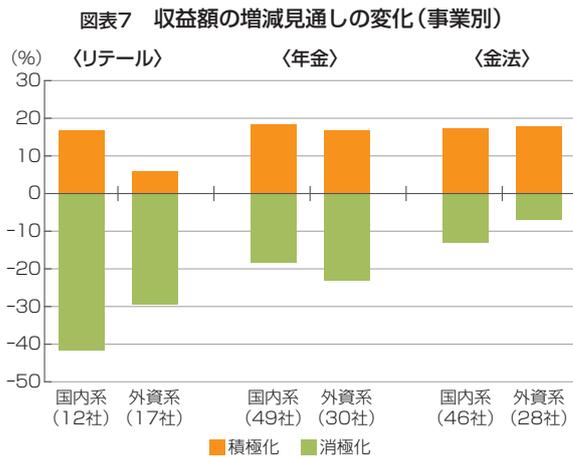
まず、会社全体の収益の見通しについて見てみよう。図表6は、調査に2年連続で回答が寄せられた運用会社を対象に、今後3~5年で予想される収益増減 (市場変動によるものを含まない、資金流入による収益増減) の方向をまとめたものである。国内系、外資系ともに、全社の収益見通しを消極化させた (1年前に比べ、予想される増収率を引き下げた) 運用会社が多かった。

こうした変化はどの事業に起因するものなのか。まず図表7は、リテール投信、年金、金融法人の各事業別に、同様の収益見通しを尋ねた結果である。最も消極的となっているのは、やはりリテール投資家のセグメントである。年金では積極化と消極化が均衡、金融法人ではやや積極化した回答の方が多く、総じて、リテール、年金、金法の順に、収益環境のネガティブな変化が認識されたといえそ

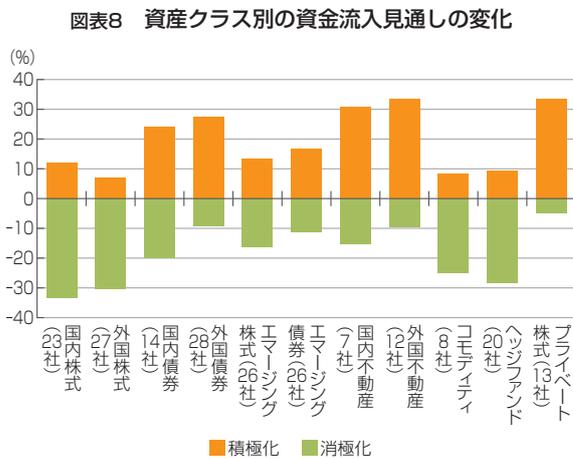
図表6 収益額の増減見通しの変化



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象にした集計。合併等の影響のある会社を除く
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」



(注) 2年連続で調査に参加した運用会社を対象に集計。投信は投信委託会社のみ。合併等の影響のある会社を除く
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」



(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」

うである。なお、事業別に見ても、国内系、外資系という資本タイプによる明らかな傾向の違いは見られなかった。

次に資産クラス別に資金流入の見通しを集計したものが図表8である。内外株式やヘッジファンドの収益見直しは減退する一方、外国債券は積極化した。これは、3章で確認するように、15年1月のマイナス金利政策の導入

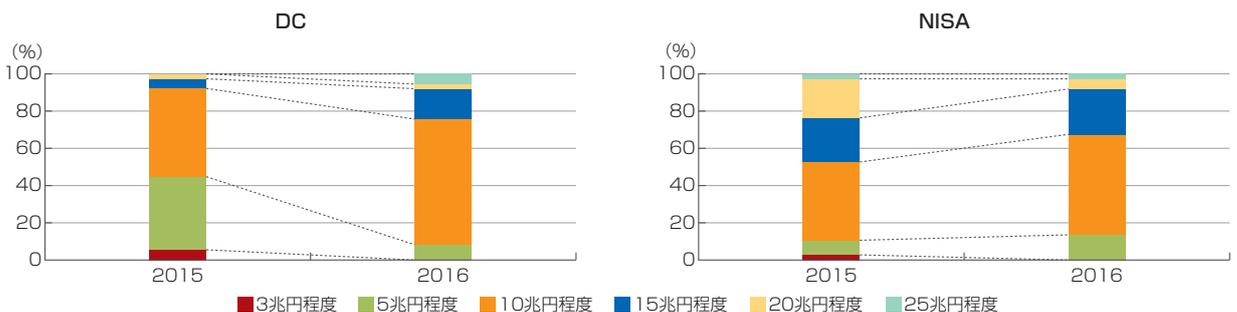
を背景に、円金利の主たる投資家だけでなくリテール投資家のセグメントについても、ヘッジ外債のニーズが強く意識されていることが背景にある。また、内外の不動産やプライベート・エクイティについても、回答社数は少ないものの、積極化させた会社の割合が高かった。

DC、NISAによる 投信ビジネス拡大の見通し

リテール投信全体で資金流入が停滞している背景には市況の悪化があることは疑いない。しかしこのうち、確定拠出年金 (DC) 制度を経由する資金流入は、現在の規模こそ小さいものの、非常に安定的と考えられる。本年6月にはDCへの加入対象者を大幅に拡大させる改正DC法が公布された。同制度が普及して運用商品に投信を選択する加入者が増えれば、安定的な流入の厚みが増すことが期待できる。また、14年1月に開始したNISAも、投信への資金流入の増加が期待できる制度である。アンケートでは、DCおよびNISAでそれぞれ保有される投信残高の将来見通し (5年後にあたる21年度末における残高の予想) を尋ねた。

まず図表9左図がDCに関する結果である。これによればおよそ3分の2の運用会社が5年後の投信残高の見通しを「10兆円程度」と回答している。直近のDC制度資産の投信残高 (15年3月末で4.5兆円³⁾) と、投信への資金流入額 (年間約4,500億円) を前提にすると、5年後の残高として7兆円弱がベースシナリオになるが、多くの回答はそれよりも上振れする見通しを持っているといえる。昨年の調査と比較しても「15兆円程度」とする回答の割合が約3倍になるなど、DCに関する見通しを積極化させた会社が多かった。これは先述のDC制度に対してなされた改正内容と整合的である。

図表9 DC、NISAによる5年後の投信保有額の見通し



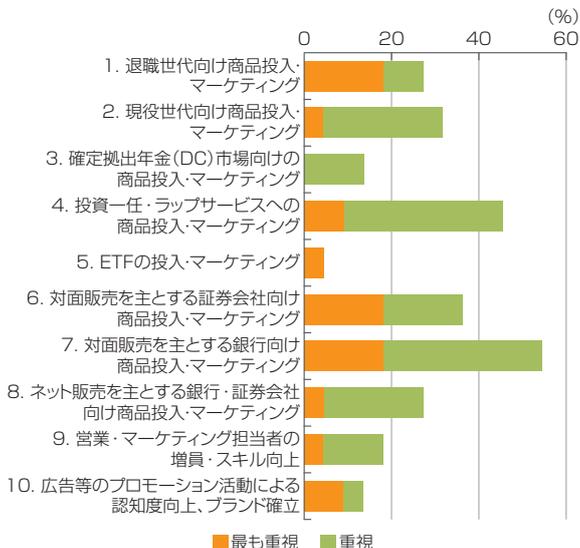
(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

次にNISAについての結果をまとめたものが右図である。NISA経由の実際の投信保有は制度開始2年を経た15年末で3.3兆円あり、単純に1年あたり1.7兆円の流入があるとすると、5年後（制度開始7年後）までに累計12兆円弱の流入が予想される。ただし14年の非課税枠が終了する18年末以後は課税口座への移動などが生じるため、19年以後の残高は伸びず8兆円程度に留まる。このように、非課税枠の順次終了を考慮する・しないに関わらずベースシナリオは「10兆円程度」となる。しかし、アンケートによるとそのような回答は約半数となっており、ベースシナリオよりも上ブレした「15兆円程度」との回答も4分の1ほどで昨年とほぼ同じ割合であった。普及率の向上や買付の増加が、依然として期待されているといえるだろう⁴⁾。

投信ビジネスの重点施策

運用会社の観点から見て、DCとNISAは異なる事業特性を有する。NISAで保有される資産は60代以上の世代によるものが過半を占めており、これが原則60歳まで資金を引き出せないDCとの大きな違いである。こうした資金の性格として、長期の資産形成よりは分配金を実際に受け取るニーズの方が強い。また、販売会社の提供する積立サービス（毎月一定額を指定の配分通りに自動的に買付けるサービス）の利用も僅かとされ、一般の投信と同様に販売スタンスや投資家心理が市況から影

図表10 リテール投信ビジネスにおいて重視する施策



(注) 最も重視するものと、副次的なものの計3つを回答(出所) NRI「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」

響を受けやすい側面があるだろう。

また、収益へのインパクトも異なる。DCで投資対象となる商品は、運営管理機関や事業主等が長期の資産形成に向けて適格とするファンドに限定される上、先述の改正DC法では商品数に上限が設けられることもあり、一般の投信に比べると報酬率の低廉なものを中心になると考えられる。商品性からいって報酬率の引き下げ競争も起きやすい。資金フローが安定的とはいえ、DCが収益の柱になるまでにはかなりの長期間を要するだろう。

このような認識が背景にあるためか、運用会社各社が投信ビジネスにおいて展開しようとする施策は、一般にはDCの拡大・普及というよりは、既存のチャンネルを意識したものだ。図表10は、先のアンケートからリテール投信ビジネスにおいて重視する施策（最も重視するもの1つと、副次的なものを2つまで回答）の支持率をまとめたものである。広く支持を集めたのは、銀行・証券による一般の投信販売チャンネルや、ラップ等の提供会社向かいのものであった。一方、DCについてはごく一部の会社に留まる。また、最終投資家としては現役世代よりも退職者を強く意識した商品・マーケティング活動の方が、一般には重視されている。DC市場全体については一定の成長を見込んでいても、そこに成長機会を求めて取り組もうとする運用会社は少ない。

確かに、既存チャンネルを通じて、主として退職者層をターゲットとした従来型のビジネス展開で当面の収益を確保することは必要なことだろう。また、それ以外のチャンネルやセグメントに対して、運用会社として採れる具体的なアプローチが想定しにくい面もあるだろう。しかし、短期に重点を置くアンバランスさによって、今後形成されるべき市場セグメントからの収益機会を逸する可能性もある。DCのような制度が定着して業界の重要な収益基盤となるまでには非常に長い時間を要する見込みである以上、運用会社のマネジメントにおいても長期視点からの意思決定と事業運営が求められるのではないかと。

2) 調査は07年度以降毎年実施しているもので、16年度は8月に調査票を配布し、9月にかけて回収した。有効回答数は69社（国内系34社、外資系35社）であった。

3) 「確定拠出年金統計資料 2002年3月末～2015年3月末」(運営管理機関連絡協議会)

4) 「20兆円程度」との極めて積極的な回答は4分の1に減少し、現実的な内容に修正されている。

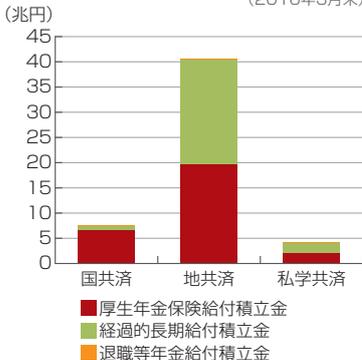
1 年金向けビジネス

年金資産は4年ぶりの減少

日本の年金資産は2016年3月末現在、全体で約305兆円と推定される。前年度に比べ約13兆円の減少で、12年度から続いていた増加傾向が4年ぶりに止まったことになる。公的年金（国民年金、厚生年金等）は195兆円（6兆円の減少）で全体の約62%を占め、企業年金等（企業年金と国民年金基金および小規模企業共済）は110兆円（7兆円の減少）となった。

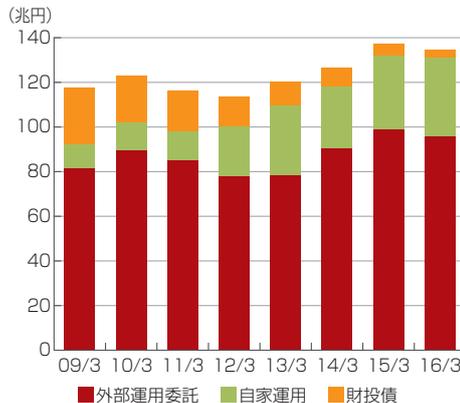
公的年金については15年10月より被用者年金の一元化が実施された。各共済組合は、積立金を厚生年金の積立金部分（厚生年金保険給付積立金）と旧3階部分（経過の長期給付積立金）に仕分け。また新しい職域部分（退職等年金給付積立金）の積み立ても開始された。各給付積立金の内訳は16年3月末時点で図表11のようになっており、全体として厚生年金部分と旧3階部分がほぼ半々の状況である。共済組合が管理運用を行う年金

図表11 共済組合金年資産内訳 (2016年3月末)



(出所) 国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団資料を基に野村総合研究所作成

図表12 GPIF運用資産の推移



(出所) GPIF 各年度「業務概況書」を基に野村総合研究所作成

資産の合計は約52兆円、うち厚生年金部分が28兆円である。

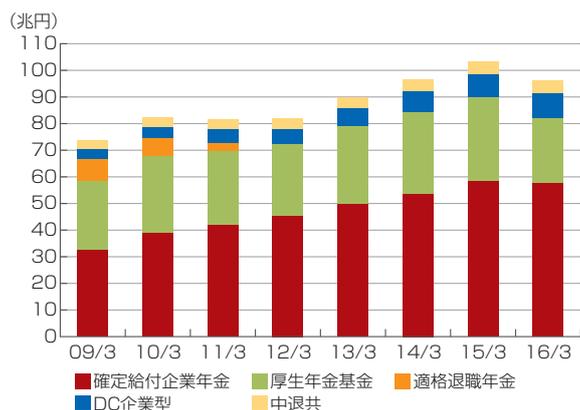
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は民間被用者の厚生年金保険と国民年金の積立金のほぼ全額を運用しているが、16年3月末の資産残高は約135兆円で、前年度から約3兆円減少した（図表12）。運用利回りは-3.8%、5年度ぶりのマイナスであった。外部委託が96兆円と約3兆円減少したのに対し、自家運用は35兆円と2兆円のプラスで、増加傾向が継続している。厚生年金の積立金に関しては「国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%」というモデルポートフォリオが定められているが、15年度末のGPIFの資産配分は国内債券39%、国内株式23%、外国債券14%、外国株式23%と、かなりこれに近いものになっている。

一方、企業年金の資産残高は総計で約97兆円、前年度比7兆円の減少となった（図表13）。この最大の要因は厚生年金基金の減少である。15年度1年間で175の基金が解散し、基金数は256となった。資産額は7兆円減の24兆円である。加入員数も110万人減少、254万人となった。16年度に入っても解散は継続し、9月末の基金

数は165にまで減っている。うち9割は解散・代行返上の内諾を受けており、最終的に存続するのは10基金をやや超える程度になるとみられる。

確定給付企業年金は、資産額が58兆円と、ほぼ前年度末の水準を維持した。総数で

図表13 企業年金の資産残高



(出所) 信託協会、運営管理機関連絡協議会、勤労者退職金共済機構資料を基に野村総合研究所作成

みると制度数の減少が続いているが、基金型は増加し、全体の加入者数も増えている。今後も代行返上による確定給付企業年金制度への転換はある程度継続すると考えられる。

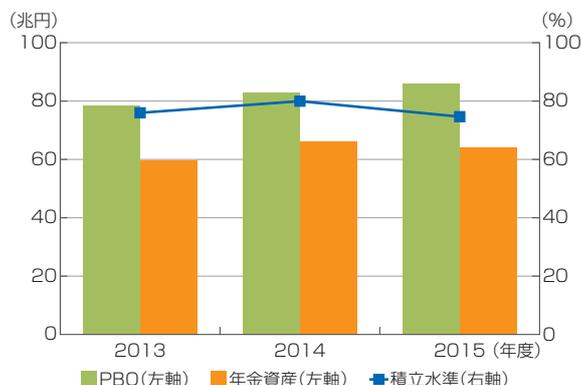
確定拠出年金 (DC) は、企業型が9.5兆円で14年度末と比べ5000億円の増加に留まったが、順調に規約数、加入者数を増やしている。個人型の資産額も1兆円を超えており、合計で11兆円に迫っている。16年5月に改正確定拠出年金法が国会で可決され、17年1月からは公務員等や第3号被保険者 (いわゆる専業主婦 (夫)) も個人型DCに加入できるようになる。今後もDCは着実に成長していくと考えられる。

転換期に差し掛かる企業年金のビジネス

退職給付会計から見た企業年金制度の積立状況は、市場要因によりやや悪化した。

図表14は、東証一部上場会社の退職給付会計におけ

図表14 退職給付会計の財政状況と積立水準の推移



(注) 東証一部上場で連続3期の決算情報が利用可能な1,554社の集計値
(出所) 日本経済新聞社データを基に野村総合研究所作成

る年金資産と退職給付債務 (PBO)、および両者の比で計算した積立水準の推移を示している。PBOは3.0兆円増加し、86兆円となった。この要因はPBOの算出に適用する割引率を引き下げた会社が多かったためである。集計対象会社の6割にあたる927社が割引率を引き下げ、ゼロ以下の値を適用した会社も87社あった。

また年金資産は市場要因により2.2兆円減少し、64兆円となった。図表15に年金資産の増減を要因別にまとめた。確定給付型の企業年金では給付が掛金を上回る状況が続いており、さらに15年度は運用収益もマイナスとなった (-1.7兆円)。結果、積立水準は75%となり、昨年度の80%から5%ポイント悪化した。ただし、年金財政上は依然として積立余剰にある企業年金が多い⁵⁾。

現在、企業年金は転換期に差し掛かっている。

まず、確定給付企業年金 (DB) に対する「掛金拠出の弾力化」が予定されている。これは下方リスクが発現したときでも財政的な健全性が保たれるよう、あらかじめ定めた追加的な掛金拠出を非課税で認めるものである。この政策意図に応じて、自社のDBを盤石なものにしようとするスポンサーが現れば素晴らしいことである。しかし、これと同時にDBで導入される予定の、労使で運用リスクなどを分担する「リスク分担型企業年金」⁶⁾や、従来から存在する企業型DCのように、従業員へのリスク移転を可能とする制度もある。財政上の積立状況に余裕のあるDBは、弾力的な掛金拠出よりは、むしろこれらの制度への (一部) 移行に関心を持つかもしれない。

長期での運用成果を追求するなら、個人が運用を担うよりも、企業年金が集散的に担う方が有利である。一定の専門性の確保や適切な運用管理手法の適用、分散の可能性、コスト低減などが可能だからだ。運用機関に期待されるのは、困難な運用環境下においても将来給付を確

図表15 年金資産の増減要因

	2014年度	2015年度	増減
期首資産額	59.2	66.0	6.8
掛金	2.7	2.5	△0.1
給付	△2.9	△3.0	△0.1
運用収益等	7.0	△1.7	△8.7
期末資産額	66.0	63.9	△2.2
確定拠出年金への掛金	0.8	0.8	0.1

(注) 単位: 兆円。東証一部上場で連続3期の決算情報が利用可能な1,554社の2ヶ年度分の集計値。四捨五入により合計が一致しないことがある
(出所) 日本経済新聞社データより野村総合研究所作成

実に行おうとする企業年金に対して有効なソリューションを提供することだ。こうしたニーズに応えられなければ、退職後所得の原資の運用リスクは、一層従業員ないし個人に転嫁されていくことになる。

企業年金連合会が開始する共同運用事業も、ビジネス環境を変える可能性がある。これは、期待リターンが2.6%で、インフラや不動産、ヘッジファンド等の投資を含むバランス運用を企業年金に安価に提供するものである。多くのDBの予定利率は2.0～2.5%なので、多くのDBにとってポートフォリオのコアとして位置づけることも潜在的に可能である。共同運用事業が拡大すれば、人材等の面で制約の多い小規模なDBの運用が実質的に高度化し、マネジャーの集約が進展する可能性がある。

2 銀行の有価証券投資

3年連続で減少した有価証券残高

15年度末の全国銀行の有価証券残高は240兆円⁷⁾。14年度末比、17兆円の減少となった。総資産額に占める割合も2.3%低下し23%となった。13年4月に日本銀行が異次元緩和政策を導入してから、銀行の有価証券残高は、3年続けて減少した。異次元緩和政策は、銀行による貸出などのリスク性資産への投資促進を目的としたものである。しかし異次元緩和政策実施以降、銀行業界全体で預け金残高⁸⁾が増加。貸出や有価証券投資に向かうべき資金の一部が日本銀行の当座預金口座に滞留する状態が続いていた。そこで日本銀行は16年2月、銀行が日本銀行の当座預金口座に保有する超過準備金に対して-0.1%の金利を課すというマイナス金利政策⁹⁾を実施した。しかし15年度末の時点でも、前年度ほどではないが、預け金残高の増加が続いており、都市銀行で116兆円(前年度末比14兆円増)、地方銀行で21兆円(同2兆円増)、第二地方銀行で4兆円(同2千億円増)、信託銀行で23兆円(同9兆円増)となった。なかでも信託銀行は、前年度と同じく9兆円という大幅な増加である。

業態別で見ると15年度末は、都市銀行では14年度と同じく有価証券残高が減少し117兆円となった。前年度末比13兆円と大幅な減少である。地方銀行も減少に転

じ、残高は79兆円となった(3兆円減)。第二地方銀行と信託銀行では、残高はそれぞれ17兆円、25兆円と、前年度比、横ばいで推移した¹⁰⁾。

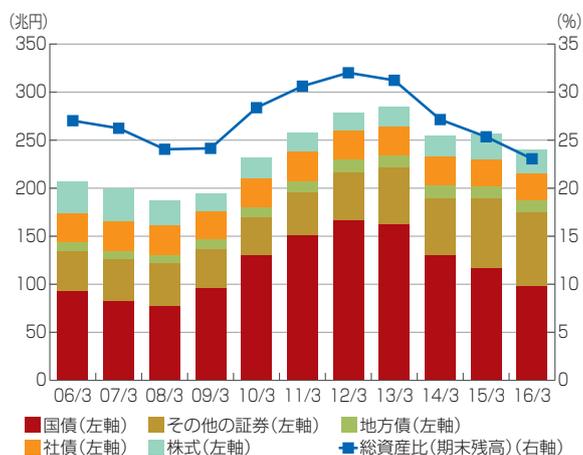
転換期を迎えた銀行の国債投資

全国銀行の有価証券残高の内訳を見ると、14年度比、国債残高が更に減少し、98兆円となった(図表16)。その結果、有価証券残高に占める国債の割合は41%となった。減少幅は前年度より大きく、19兆円に達した。国債残高の減少は都市銀行で最も大きく、前年度比14兆円減少し、残高は53兆円となった。国債に代わって残高が増加したのはその他の証券¹¹⁾であった。15年度末のその他の証券残高は77兆円、有価証券全体に占める割合は32%となった。しかし増加額は、前年度の12兆円から5兆円と半分以下に減少した。

業態別では、都市銀行と地方銀行でその他の証券残高が増加したが、いずれも増加額は14年度より減少した。都市銀行では前年度比3兆円の増加、42兆円となった。地方銀行では18兆円(同2兆円増)であった。一方、第二地方銀行と信託銀行では、残高は横ばいで推移し、それぞれ3.7兆円、12兆円であった。

銀行の国債投資という観点では、16年7月に大きな動きがあった。三菱東京UFJ銀行が国債入札の特別資格を返上したのである。資格返上の理由は、①グループ内における国債取引の集約化、②今後実施が予定されている規制強化への対応¹²⁾など複数ある。同行は、担保目的以外の国債の保有を中長期的に減らす方針であることも明らかにした¹³⁾。マイナス金利政策により銀行に対する収

図表16 有価証券残高推移 資産クラス別



(出所) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」を基に野村総合研究所作成

益圧力が一層強まる中、マイナス金利水準にある国債への投資をどう位置付けるかは、銀行の課題となっている。

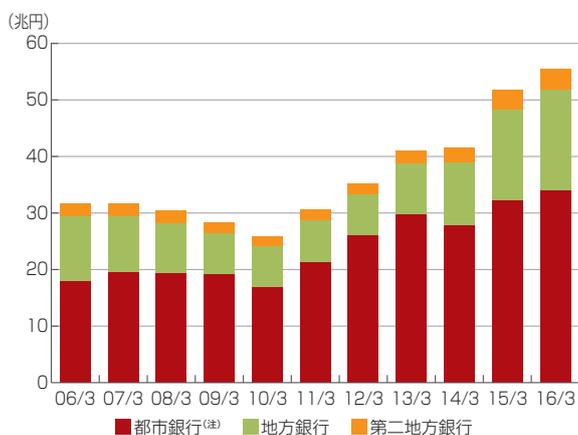
分散化が進む銀行の有価証券投資

日本銀行「民間金融機関の資産・負債」によれば、16年3月時点で銀行が保有するその他の証券残高（除く海外支店勘定）は68兆円。14年度は12兆円と大幅な増加だったが、15年度末は4兆円の増加に留まった。内訳を見ると、外国証券残高が3兆円増の56兆円であった。一方、「外国証券以外のその他の証券」（ファンド¹⁴、ヘッジファンド、仕組債など）残高は前年度比1兆円増加し、12兆円となった。

業態別で見ると、都市銀行と地方銀行でその他の証券残高が増加した（図表17）。都市銀行では前年度末比2兆円増加、34兆円となった。地方銀行では、2兆円増加、残高は18兆円となった。第二地方銀行では前年度比ほぼ横ばいで推移し、残高は3.7兆円であった。

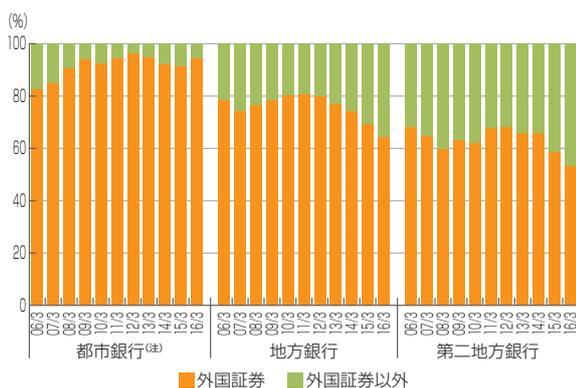
業態別にその他の証券の内訳を見ると、都市銀行では外国証券の割合が90%以上となっている。その大半は外国債券である。野村総合研究所では、15年12月に全国銀行を対象に有価証券投資に関するアンケート調査（以下、NRIアンケート調査）を実施した。銀行に対して異次元緩和政策実施以降、残高を増やした商品聞いたところ、大手行では外国国債という回答が最も多かった。都市銀行や一部の地方銀行では、足もと数年間、国内に比ベスプレッドの高い海外貸出に積極的に取り組んできたが、外貨流動性の確保という観点からも外国債券が投資対象の選択肢の一つとなっている。一方、地方銀行と

図表17 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、三菱東京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18 その他の証券 業態別内訳推移(除く海外支店勘定)



(注) 都市銀行5行(みずほ、三菱東京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

第二地方銀行では、「外国証券以外のその他の証券」の占める割合が高く、足もと数年間その割合は増加傾向にある（図表18）。NRIアンケート調査によれば、地方銀行と第二地方銀行では、異次元緩和政策実施後、ファンドを増やしたという回答が最も多く、全体の86%を占めた¹⁵。地方銀行や第二地方銀行では、大手行比、人材や投資ノウハウなど有価証券投資に係る経営資源には限りがある。このため運用会社の専門性や運用力を活用し、投資対象の多様化を推進している様子がうかがわれる。

「ファンドに投資している」と回答した銀行にどのようなファンドに投資しているか聞いたところ、「国内上場投資信託」(94%)、「国内株式」(除くETF)(94%)、「先進国国債(ラダー型)」(78%)、「先進国国債(除くラダー型)」(67%)、「国内私募不動産投資信託」(56%)の順となった¹⁶。

銀行の有価証券投資のこれから

日本銀行の異次元緩和政策実施後、国内の金利水準は緩やかに低下。貸出は、足もと数年間緩やかに増加してきた。しかしマイナス金利政策の実施による更なる金利水準の低下を受け、資金利益は低下している。国内の低金利環境が長期化する中、銀行は早急に収益基盤を強化する必要に迫られている。有価証券投資については、異次元緩和政策実施後、国債に比べ利回りの高い資産への分散投資を推進してきた。銀行は、マイナス金利政策実施により更に利回りが低下し円金利リスクが大きい国債の保有を減らし、国債以外の投資対象、なかでも海外証券やファンドなどへの投資を積極化している。NRIアンケート調査で「ファンドに投資している」と回答した銀

行に16年度のファンド投資について聞いたところ、全体の47%が増やす予定と回答した¹⁷⁾。マイナス金利政策実施後、ファンド投資を増やすという銀行は更に増加していると思われる。

金融規制という観点からも、銀行は円金利リスク・テイクについてより一層慎重にならざるを得ない状況にある。バーゼル銀行監督委員会は、16年4月に「銀行勘定の金利リスク」最終文書を公表した。新規制では、アウトライヤー基準¹⁸⁾が現在の20%から15%に引き下げとなる予定である(制度実施は18年1月)。規制の対象は国際基準行であるが、銀行セクターの国債保有額の大きさを考えると、国内基準行にとっても無視できない規制変更である。今後も銀行は、利回りの安定的な向上を図るために、円金利リスク以外のリスク・カテゴリーへの分散投資を推進していくと思われる。

銀行の有価証券投資の課題

分散投資の推進により、銀行のバランスシートは円金利以外のリスクに対する影響を受けやすくなる。銀行は、これまでの国債中心のポートフォリオ管理体制から、分散投資に見合った管理体制へと移行する必要がある。しかし現実には、一部の大手行を除いて有価証券ポートフォリオの分散化に管理手法の高度化が追いついていない状況にある。NRI アンケート調査で、銀行に有価証券投資の課題を聞いたところ、全体の9割がリスク管理の精緻化・高度化が重要な課題であると回答している¹⁹⁾。なお、ファンド投資を積極化している一部の銀行は、15年度からファンド・ポートフォリオ全体のリスクやパフォーマンス分析を行うための管理体制の整備に本格的に取り組んでいる。

銀行が投資対象を外国証券やファンドなどに拡大していく動きを受け、監督当局も銀行のリスク管理体制に対する監視の目を強めている。金融庁は、16年9月に公表した金融レポートで、銀行に円金利変動リスクと共に、特定セクター・国・リスク性資産への集中リスクに留意することを求めている²⁰⁾。日本銀行も、16年3月に公表した考査の実施方針で、1) 有価証券及びポートフォリオ全体が内包するリスク・ファクター毎にリスクを把握・分析しているか、2) リスク管理部署が、リスク特性や運用手法に応じた適切な精度で、時価、リスク量や各種限

度枠の遵守状況などをモニタリングしているか、3) バックテストの実施などを通じて、リスク計測手法の妥当性や限界を定期的に検証し、必要な対応を行っているか、4) ストレスシナリオの各フェーズにおいてリスク管理の枠組みが有効に機能するか、という4つの検証の視点を挙げている。

NRI アンケート調査結果によれば、「リスク分析・管理に対するサポート」は、銀行が資産運用会社に期待する重要なサービスの一つである。資産運用会社には、商品提供後も銀行と密にコミュニケーションをとることが期待されている。

重要となる有価証券投資の リスク・アペタイトの明確化

銀行の有価証券投資の収益面での重要性がより一層高まっているが、未だ大手銀行を除き、運用総額に比してフロント・オフィス等の人容は小さく、十分な経営資源が配分されているとは言い難い状況にある。NRI アンケート調査によれば、バランスシートの2割を超える有価証券ポートフォリオを、地方銀行では概ね3~10名、第二地方銀行では3~5名という限られた人員で運用・管理している。

本来ならば、投資対象を拡大する場合、どのようなリスクを、どれだけ、どのようにとり、どれだけ収益をあげるかというリスク・アペタイトの明確化が必要である。しかし、有価証券投資については、多くの銀行においてどれだけ収益をあげるかが優先され、「どのように」というリスク・アペタイトの定性面に関する議論が後回しになっているのが現状のようだ。その背景には、大手行以外では、経営陣の大宗が有価証券投資やそのリスク管理に関する経験が少ないことがあるように思う。そのため有価証券投資を貸出と双壁となる収益の柱とするための議論が尽くされておらず、短期的な視点から事業運営が行われているのではないかと懸念される。今こそどのような投資商品に投資し、どのようなリスクをどのように、またどれだけ取って、どのくらいの収益をあげるか、中長期的なリスク・アペタイトを明確にすることが求められる。

3 生保の資産運用

国債残高が2年連続で減少

生命保険協会によれば、15年度末の生命保険会社全42社の投資有価証券残高は301兆円。14年度末比1.1兆円の増加となり、総資産における比率は14年度末から0.3%増加し81.8%となった。

投資有価証券の内訳をみると引き続き国債の占める割合が最も高く49%（149兆円）、次いで外国証券26%（79兆円）、社債8%（25兆円）、株式7%（20兆円）の順となっており、全体としての保有ウェイトに大きな変化はない。しかし、1997年度以来2013年度まで一貫して増加が続いてきた国債はマイナス0.2兆円と、金利低下による債券時価の上昇にもかかわらず2年連続で減少した。明確な国債離れは起きていないものの、新規に国債を購入する動きは抑制されている。一方、外国証券は+5.4兆円と円高の進展にもかかわらず引き続き増加、国内株式は株価下落に伴って2.9兆円減少している。外国証券を中心として進められてきた運用戦略の多様化であるが、想定を超える国内金利の低下により、予定利率を確保するという観点からもその重要性が高まっている。

一方、株価の上昇、円安の進行による含み益増加を背景としたリスク許容度の拡大に関しては急速にブレーキがかかる可能性がある。四大生命保険会社の含み益は、16年3月期、金利低下により27兆円まで拡大しているが、その他有価証券（責任準備金対応債券、満期保有目的の債券、子会社・関連会社株式、以外の有価証券）の含み

益は13兆円と4兆円減少している（図表19）。自由に売買が可能なその他有価証券の評価益縮小はリスク許容度を低下させる可能性もある。それでもその他有価証券の評価益の水準は14年3月末よりは高く、運用戦略多様化のトレンドが大きく変わるほどではないと考えられるが、今後は運用環境悪化に伴いリスク許容度の変化を注視する必要がある。

マイナス金利が運用戦略に与える影響

マイナス金利であっても、保険契約の責任準備金のデューレーションに合わせた確定利付資産中心の運用に大きな変化は見られないと予想される。

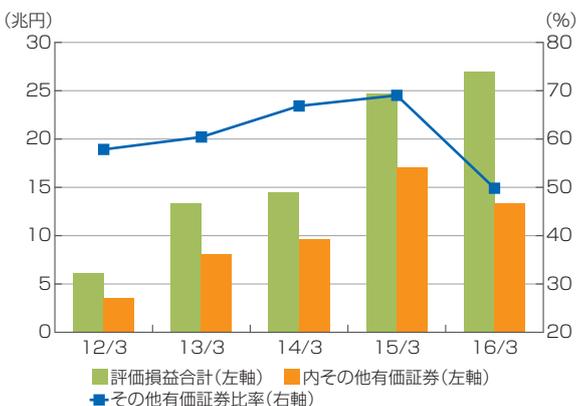
マイナス金利の影響は資産運用方針よりも、むしろ保険商品の販売動向に影響を与えていきそうだ。現在の金利状況が続くと、17年度には標準利率（現在1%）が引き下げられることはほぼ確実である。従来、標準利率の引き下げに対応し保険料も変更されてきた。予定利率の引き下げ（保険料の値上げ）を実施した場合、貯蓄目的の保険商品の中には、計算上満期時の保険金額や年金総額が払込保険料に満たないケースも生じてくる可能性がある。その場合、生命保険会社はそういった保険商品を販売停止にする可能性が高い。

生命保険の平均予定利率は現在2%代前半となっているが、高予定利率の契約の減少と、約1%の予定利率となっている新規契約により毎年約0.1%の低下が続いている。その結果、13年頃から多くの生保は逆ザヤを解消してきた。しかし、円高による外国証券の利息配当収入の目減りと国内金利の低下により15年度下期には利息配当収入は減少しており、16年度の見通しは厳しい。再び逆ザヤに陥ることも懸念され始めている。

国内の金利情勢を考えると、確定利付資産について国債中心から一部を外国債券などにシフトする動きは今後も継続すると予想される。国債に関しても償還分に関しては超長期ゾーン中心に買入を継続すると考えられるが、全体としての残高は抑制気味にすると考えられる。株式については、すでに十分残高は小さくなっており、横ばいしないしは増加という方針の会社が多い。ただし投資先は、相場見通しに基づき外国株式を優先している。

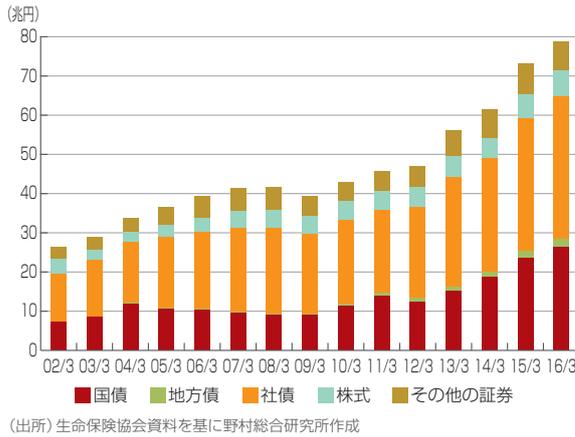
外国証券投資は、世界的な金利の低下もあって社債やその他証券、国債に関しても比較的金利の高い国への投

図表19 四大生保の評価損益の推移



(出所) 各社決算資料を基に野村総合研究所作成

図表20 生保の外国証券投資



資が指向されており(図表20)、先進国の国債に投資している場合とは異なる運用ノウハウが必要とされる。伝統的資産以外への投資ニーズが拡大する局面では、エマージング株式やクレジット、オルタナティブなどを中心に外部委託の拡大も想定される。生命保険の運用は外国証券への投資など運用対象の拡大を積極化させた矢先に、円高と、マイナス金利による負債の時価評価額の拡大という逆風に直面している。過去数年とは異なり、体力差に応じて投資への対応が分かれることが十分予想される。

死亡保障を中心とする保有契約が中期的に減少傾向となり、また20年までには生保標準生命表も改定される予定(前回改定は07年)であることから危険差益は中期的に減少する。低金利による貯蓄性商品の販売抑制で保有契約高も減少すると、費差益の減少も予想される。過去は逆ザヤが続く局面でも危険差益と費差益に支えられていた生命保険業界であるが、今後は徐々に資産運用力が問われる時代が近づいているといえよう。

4 リテールビジネス

流通経路が多様化する追加型株式投信

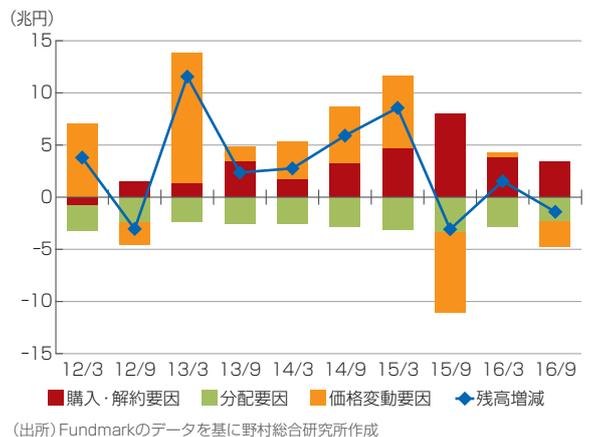
16年9月末の公募投信の残高は88.8兆円となり、14年度末(15年3月末)に比べ8.3兆円減少している。このうち5.0兆円分は公社債投信によるものだ。16年1月に日銀が導入したマイナス金利政策の影響により、短期マネー・マーケットで運用するMMFや中期国債ファンドは運用自体が困難になり、一部の例外を除きすべて償

還されている。また、一部の運用会社では長期公社債投信も償還を行ったため、公社債投信の残高は16.7兆円から11.7兆円へと30%も縮小している。

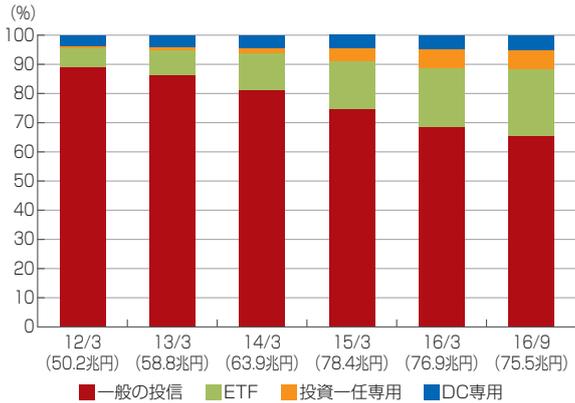
公募投信の大半を占める追加型株式投信の残高も15年3月から16年9月までの1年半で78.4兆円から75.5兆円に減少した。顧客の購入・売却はネットで+15.2兆円だったが、分配金による資金流出も8.5兆円発生、資金フローは+6.7兆円に留まった(図表21)。国内株式や外国証券等の資産価格の下落による影響がマイナス9.7兆円となり、残高は2.9兆円、率にして4%弱の減少となった。

公募投信の収益の大半を稼ぎだす追加型株式投信の残高推移が象徴しているように、リテール向け資産運用ビジネスには一見大きな変容は見られず、停滞感や閉塞感すら感じられる。しかし、少し踏み込んで見てみると確実に変化が起こっていることが分かる。その変化の一つが投信の流通経路の多様化だ。公募投信の流通形態は、一般的な投信販売、上場株式と同様の取引所を通じた売買、投資一任サービス、確定拠出年金(DC)制度の4つの形態がある。多くの公募投信はこの4つの流通形態のいずれかに特化して設定されている(ここでは「一般の投信」、「ETF」、「投資一任専用投信」、「DC専用投信」と呼ぶ)ので、それぞれの形態の大まかな残高や資金フローを計算することが可能だ。図表22はこの方法により集計した残高の構成比だが、一見して気がつくように、かつて一般の投信は追加型株式投信の残高の9割を占めていたが、次第にそのシェアが低下している。ETFや投資一任専用投信、DC専用投信はどれも残高構成比が毎年継続して上昇しており、今では追加型株式投信の残高の3分の1を占めている。

図表21 追加型株式投信の残高増減



図表22 追加型株式投信の流通形態別残高構成



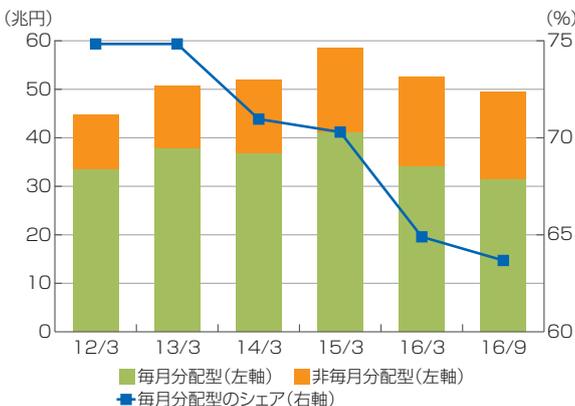
(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

公募投信のもう一つの変化として挙げられるのが、インデックス化である。ETFの残高が増大しているのではなく、その他の流通経路でもインデックス化が顕著になっているのだ。以下では流通形態ごとに動静を概括し、インデックス化の進展を確認してみたい。

分配型の縮小とインデックス化が進む 一般の投信

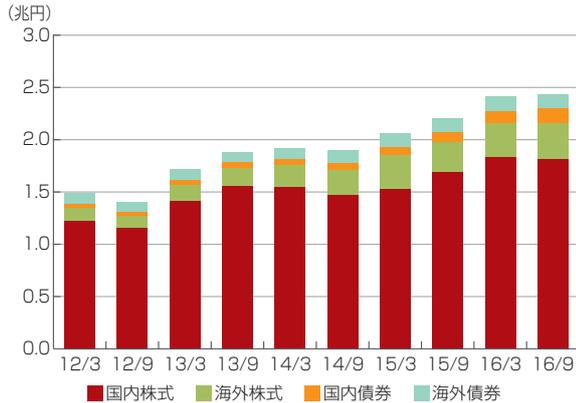
一般の投信の残高は15年3月頃をピークに減少している。その原因は、毎月分配型の残高が急減しているためだ。16年9月までの1年半で41.2兆円から31.5兆円へ10兆円近く減少した(図表23)。毎月分配型の最近の傾向を見てみると、顧客の購入・売却はネットで年平均+2兆円程度である。一方、毎年5兆円近く分配が行われており、結果3兆円程度の資金が流出していることになる。これは、良好な相場が継続しない限り残高が維持できない構造になっていることを意味する。毎月分配型の主要顧客といわれる60代や70代の人口が今後緩や

図表23 一般の投信の残高推移



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

図表24 インデックスファンドの残高(一般の投信)



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

かに減少する点や、分配頻度の高い商品を闇雲に提案してきた販社の姿勢が問われている点を踏まえると、毎月分配型への資金流入がかつてのような水準に戻ることは難しいと考えられる。

反対に毎月分配型以外の一般の投信の残高は17.4兆円から18.0兆円にわずかながら増加している。その一翼を担っているのがインデックスファンドで、着実に残高が拡大している。毎月分配型以外の一般の投信に占めるインデックスファンドの残高シェアは13.5%で、直近の10年で最も高い水準となっている。インデックスファンドでは、種類の多様化も進んでいる。13年度以降、大手運用会社や一部の外資系運用会社がノーロードで信託報酬も低く抑えたインデックスファンドシリーズを設定している。これらは種類も豊富で、先進国債の円ヘッジ指数やハイイールド債券指数等、今まで個人投資家に馴染みのなかった指数に連動するファンドも登場している。このため日本株以外のインデックスファンドが日本株インデックスファンドを上回るペースで残高を拡大させ(図表24)、インデックスファンドに占める日本株以外のファンドの残高割合は、13年3月以降の3年半の間に17.5%から25.2%に増大している。このような種類の多様化にも支えられ、インデックスファンドは着実に残高を増やしていくと思われる。

更なる拡大が期待される投資一任専用投信

ここで言う投資一任サービスはラップ口座とも呼ばれる。投資一任サービスは多くの場合、手数料体系の考え方が異なるため、資産運用会社は一般の投信とは別に専用の投信を設定している。さらに、投資一任専用ファン

ドは、資産運用会社にとって、販社から販売支援を求められることもなく、必要な要員が一般の投信とは異なるなど、従来のリテールビジネスとは一線を画している。

このサービスを提供する金融機関は投資顧問報酬や管理報酬を得るが、これらの手数料はいずれも残高比例が基本である。このため、投資一任サービスは販売手数料に大きく依存した従来の投信ビジネスからの脱却を図る金融機関から注目を集めている。実際、最近までは大手証券会社や信託銀行等が取り扱っているに過ぎなかったが、1年ほどの間にネット証券やFinTech企業が相次いで参入している。さらに地銀と提携しファンドラップを提供しようという投資顧問会社も設立されている。今まで投資一任サービスは対面チャネルだけだったり、大都市圏に集中していたり等の偏りも見られたが、新規参入により、広範囲なチャネルや地域で展開されることになり、利用者の拡大が期待される。

投資一任サービスには、投信のみを投資対象とするファンドラップと投信以外に個別株式や個別債券にも投資するSMAが存在するが、マーケット規模でみれば大半がファンドラップだ。また、SMAの場合も外国証券への投資に関しては投信が使われる場合が多く、投信は投資一任サービスの主要な投資対象といえる。

投資一任専用投信への資金流入をみると、12年度下期から増え始め、14年度に急増している（図表25）。特に、14年度下期には半年で1.4兆円も流入している。その後15年度に入って国内外の資産価格が下落すると、投資一任専用ファンドへの資金流入も減少し始め、16年度上期には2千億円にまで落ち込んだ。契約後の定期的なアフターフォローは投資一任サービスの特長と言わ

れる。アフターフォローにより本当に顧客満足度の低下を防げるのか、相場低迷期の今こそ、このサービスの真価が問われている。顧客の離脱防止に本当に効果のあることが明らかになれば、金融機関による参入が一層増えるはずだ。

投資一任サービスでは規模の拡大と共に、手数料水準への関心が高まっている。主なファンドラップでは投資顧問手数料や投信の信託報酬等を合算すると、投資家が負担する手数料は平均で年2.2%に達するという指摘もなされている。あるべき手数料水準については様々な意見があるが、参入業者の増加による競争激化で手数料水準が低下していくことは想像に難くない。その場合、低コスト化への方策としてインデックスファンドの利用が増えてくるはずで、投資一任サービスにおいてもインデックス化が進むと考えられる。

■ 着実に拡大するDC専用ファンド

DCは15年3月末時点で10.2兆円を超え、このうち投資信託は4.5兆円を占める。この投資信託のうち、凡そ80%が同制度専用ファンドだと言われている。これは、DCでは販社の役割が一般の投信販売と異なるため、報酬を役割に応じた水準にした専用のファンドを設定している。DC専用投信は一般の投信に比べ、信託報酬の水準が低めに設定されているケースが多い。

図表26はDC専用投信への資金流入を示したもののだが、これを見ても分かるように毎期資金流入が継続している。また15年上期以降では資金流入額が増加する傾向がうかがえる。これは加入者が年々増えているためで、ここ数年は毎年40万人のペースで増加している（16年7月末の加入者数は約609万人）。加入者の掛金は平均で月1万円強なので、年間の掛金総額は毎年500億円ずつ増加することになる。掛金のうち投信へ投資される割合は4割程度なのだが、それでも毎年資金流入が200億円ずつ増えていく計算になる。

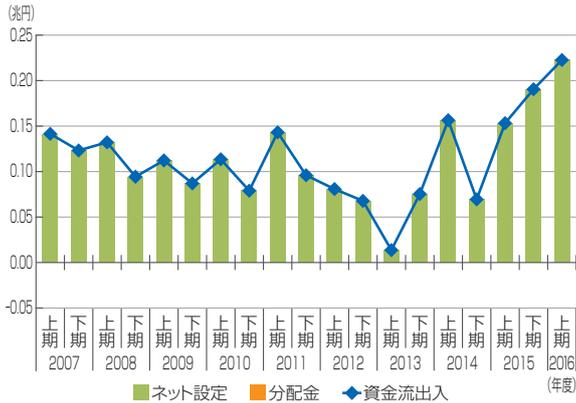
DC制度においては、低手数料が強く意識されていることもあり、提供されているファンドの大半がインデックスファンドで占められている。残高ベースで、バランス型以外のファンドの4分の3はインデックス型となっている。今後、以下のような制度改正が実施されれば、価格競争の激化が予想され、インデックスファンドの割合

図表25 投資一任専用投信の資金流入



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

図表26 DC専用投信の資金流入



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

はさらに高まることさえ考えられる。

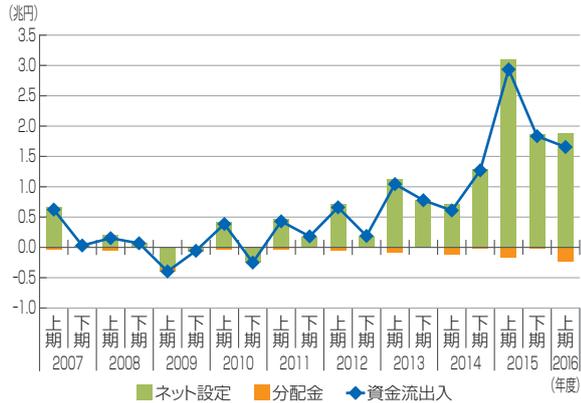
DCは今後2年以内に制度発足以来の大きな改正が行われる。そのうち資産運用ビジネスに比較的影響が大きいものとしては、個人型DCの加入可能範囲の拡大と、指定運用方法の規定の整備が挙げられる。前者は、今まで加入が個人事業主と職場に年金制度のない企業の従業員に限られていたのが、17年1月からは企業年金のある企業の従業員や公務員、さらには専業主婦・主夫も加入できることになった。これに伴い、全国の金融機関では、個人型DCへの取り組みを積極化しようという動きがみられる。指定運用方法の規定の整備とは、加入者が掛金の配分を指示しなかった場合に自動的に購入される商品(デフォルト商品)に関する規定が変更されることを意味している。今まで、デフォルト商品は預金など元本確保型商品であったが、企業が投信をデフォルト商品に指定し易くするためのセーフハーバールールを導入することが予定されている。デフォルト商品として指定される投信は低リスクのバランス型やターゲットイヤーファンドなどが想定されている。

この一連の制度改正が、資産運用ビジネスにポジティブな影響を与えることは間違いない。ただ年金制度である以上、新たな制度が急速に浸透することは想定しにくく、徐々に影響が及んでくることになる。

競合するインデックスファンドに押されるETF

ここ数年に限れば、ETFほど急拡大した投信はない。残高は直近5年で6.5倍に拡大し、16年9月には17.3兆円に達している。資金流入は、プラスに転じた11年度上

図表27 ETFの資金流入



(出所) Fundmarkのデータを基に野村総合研究所作成

期以降増大し、15年上期には2.9兆円もの資金が流入した(図表27)。それ以降も半期に1.7兆円程度の資金流入がある。この資金の大半は日銀が供給したものだ。日銀は14年10月末にETFの買入ペースをそれまでの年間1兆円から3兆円に増額、さらに16年7月には6兆円にまで拡大している。この買い意欲は都銀や地銀、外国法人には伝播していない。これらの主体も保有を増やしているが、共に13、14年度の一時期に増やしただけで、日銀のように継続的な購入は見られない。

リテールビジネスとしてのETFの可能性はどうだろうか。12年度以降、個人によるETFの保有額も増加しているが、その大半は株価の上昇による影響であり、個人からの資金流入はほとんどないとみられる。個人によるETF保有を増やすためには保有者層の拡大が必要なのだが、簡単には進まないだろう。他の流通経路におけるインデックス化の進展のあおりを受けているためだ。

ETFが、現状のような短期売買志向の投資家のみならず長期の資産形成を考える投資家の需要を取り込むためには、充実した商品ラインナップと価格競争力が必須である。ラインナップについては近年充実されつつあるが、それでも長期投資家が保有するのと同等の資産クラスが揃っていないとはいえない状況だ(図表28)。また、ETFの信託報酬は低いことが多いが、一般の投信や投資一任専用投信、DC専用投信のインデックスファンドも低価格化が進み、ETFと大差ない水準になりつつある。流動性の低いものでは、執行時のマーケットインパクトも考慮すると、ETFの優位性はさらに低下する。現在、金融審議会がETFの銀行などへの販売チャネル拡大について検討されている。しかし一般のインデックスファンドに比べ

図表28 インデックスファンドの代表的な資産クラス別
信託報酬率(最低水準)

資産クラス	国内ETF	一般の投信	投資一任専用	DC専用
国内債券	該当なし	0.13%	0.14%	0.10%
国内株式	0.06%	0.17%	0.18%	0.15%
海外・先進国国債	0.10%	0.17%	0.18%	0.15%
海外・先進国国債(為替ヘッジ)	0.10%	0.20%	0.30%	0.26%
先進国債券(クレジットを含む)	該当なし	0.64%	該当なし	該当なし
エマーシング債券(ドル建)	該当なし	0.60%	該当なし	該当なし
エマーシング債券(現地通貨建)	0.35%	0.12%	0.53%	0.52%
海外・先進国株式	0.06%	0.20%	0.21%	0.16%
エマーシング株式	0.15%	0.29%	0.35%	0.55%
フロンティア株式	0.95%	該当なし	該当なし	該当なし
ハイ・イールド債券	—	0.40%	該当なし	該当なし
J-REIT	0.16%	0.28%	0.26%	0.55%
世界REIT	該当なし	0.30%	0.30%	0.53%
コモディティ	0.45%	0.40%	0.24%	—

(注)「該当なし」はその資産クラスにインデックスファンドが存在しないことを示す
(出所) 野村総合研究所

十分な優位性がない以上、チャンネルの拡大策を無理矢理進めても、投資家の拡大には繋がらないであろう。

本書の昨年版(「日本の資産運用ビジネス2015/2016」)で、投信残高を200兆円の大台に乗せるためには、個人投資家に投信が「将来に備えるための

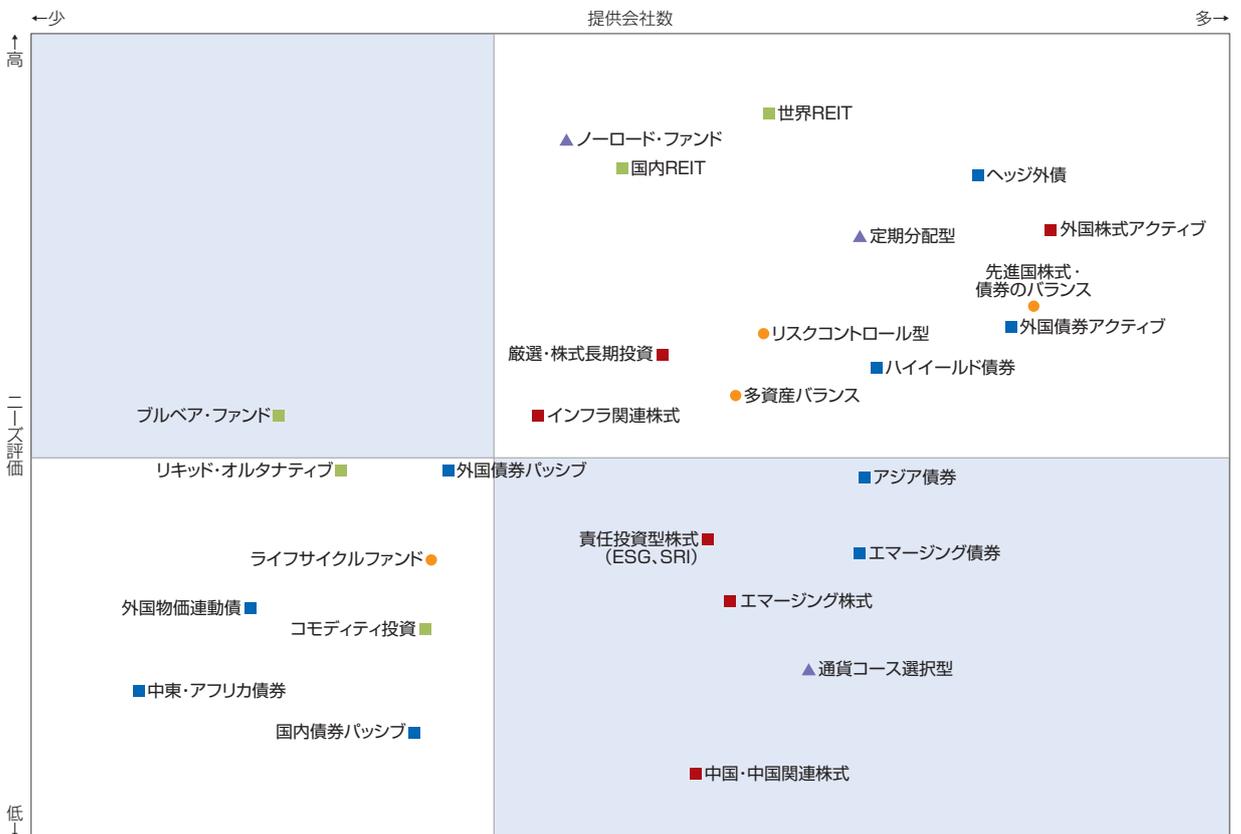
資金の運用手段」と認識されることが重要だと述べた。また、これを実現するため、販売会社が残高ベースのビジネスモデルに移行し、安定的なリターンをもたらす分散型ポートフォリオを投信により提供すべきだと指摘した。本節で示したようにノーロードで信託報酬も低いインデックスファンドが普及し始め、投資一任サービスが成長のペースを再加速させつつある。これは販社が残高ベースのビジネスモデルへと移行しつつあり、分散型ポートフォリオを提供する能力も高めていることを示している。投信ビジネスは直近の1年間に限る限り、表面的には我々が想定したようなペースでは成長しなかったが、内部を見れば投信残高の増大に向かって確実に歩を進めようとしている。

5 投資家セグメント別・運用商品市場動向

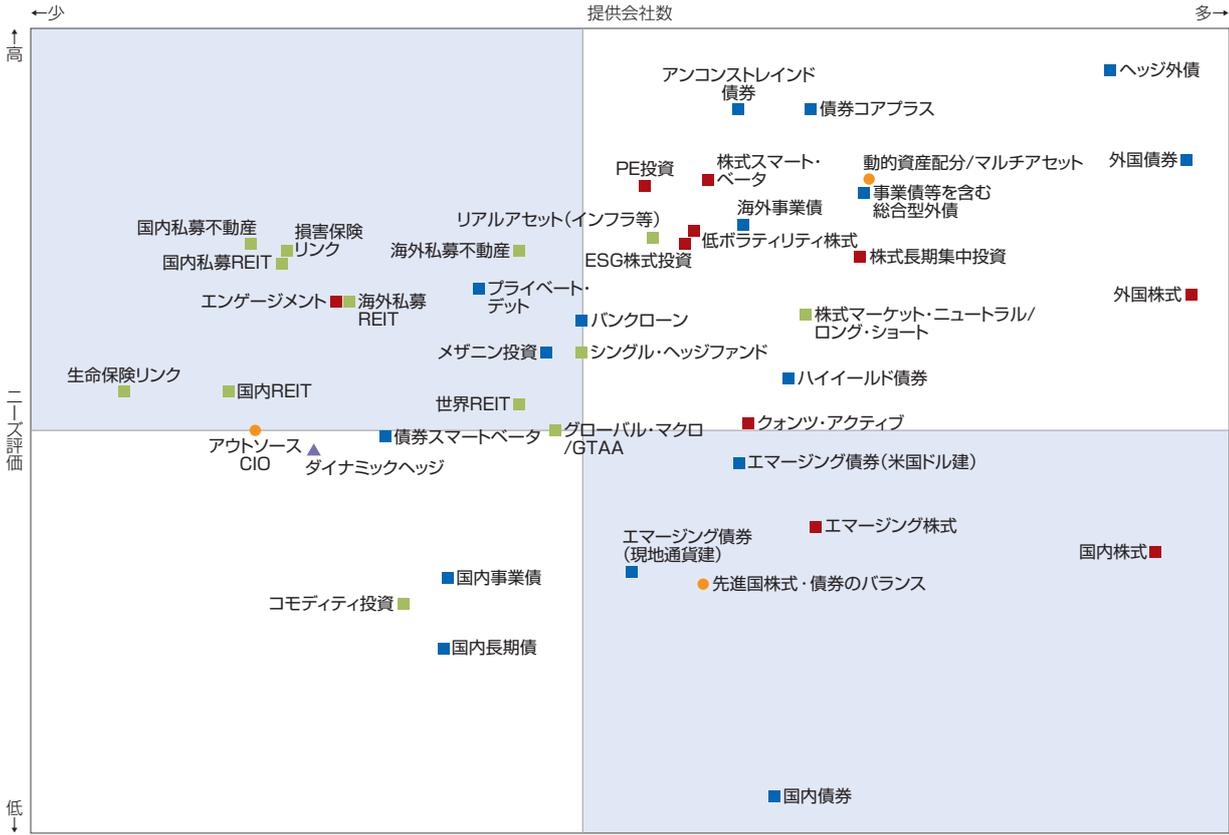
野村総合研究所が実施した「資産運用会社の経営に関するアンケート調査」を基に、投資家タイプ(リテール、年金、金融法人)別のプロダクト・オポチュニティ・マッ

図表29 顧客別のプロダクト需給マップ

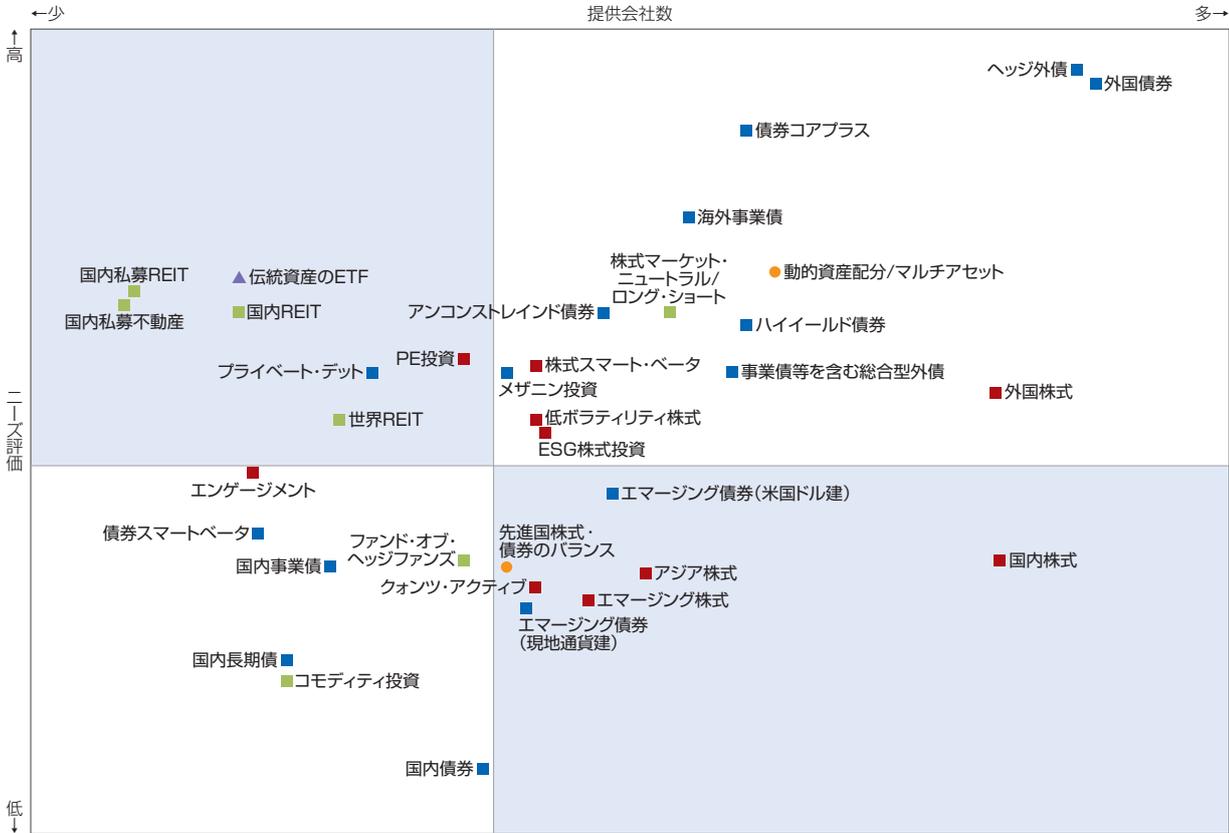
(a)リテール向けプロダクト



(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」より野村総合研究所作成

ブを作成した。これは、様々なタイプの運用商品について、各投資家のニーズの強さ（運用会社による評価）と現在の提供状況（提供会社数に基づく評価）を対比したもので、有望な運用商品（ニーズが強く、かつ提供会社数は少ないもの。左上領域に相当）や、競争状況の厳しい商品（ニーズが弱く、かつ提供会社数も多いもの。図の右下領域に相当）を確認できる。図表29は一部の商品を抜粋して作成したオポチュニティ・マップである。

まずリテール投資家においては、内外のREITに対するニーズ評価（縦軸）が昨年引き続き高位だった。また、経年で見ればやや低下傾向にあるものの、定期分配型も相変わらず評価が高かった。これらの結果は、分配金利回りへのニーズや、足下までの実際のファンドの資金動向を反映したものであろう。外国株式アクティブへの評価が高いが、これも一部のテーマ型のファンドに多くの資金流入があったことを想起すれば理解できる。こうした中、ヘッジ外債へのニーズ評価は急上昇した。2016年1月に導入されたマイナス金利政策はイールドカーブ全体を押し下げたとはいえ、リテール投資家は必ずしもその影響を受けていない。それにも関わらずヘッジ外債が上昇したのは、このカテゴリーのファンドが少なかったことと、販社にとってリテール投資家のニーズを喚起しやすい商品であると考えられたためだろう。

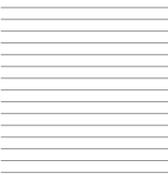
マイナス金利政策の影響を直接受けたのは、年金や金融法人といった国内債券の既投資家である。年金についてはヘッジ外債へのニーズ評価が急上昇したほか、債券コアプラスも高位に留まった。資産配分上の国内債券の代替投資先を模索するニーズを踏まえたものといえる。また、外国債券枠での運用戦略と考えられるプロダクト（総合型や事業債など）についても高いニーズが認識されている。確定給付企業年金（DB）の平均的な資産配分においては、デリスキングの結果として、既に外国株式や国内株式よりも外国債券のウェイトが高くなっていることを考えれば理解できる結果であろう。

金融法人では、外債と並んでヘッジ外債へのニーズ評価が従前にも増して高まった。ハイイールド、バンクローン、メザニンなどの評価も高く、円金利リスクの分散や利回り追求の動きが引き続き意識されている。また、国内の不動産のニーズも高まった。株式系ではマーケット・ニュートラル／ロング・ショートが上位となり、ロング・

オンリーの株式は大きく減退する結果となった。

以上のように、すべてのセグメントにおいてヘッジ外債のニーズ評価が上昇したが、これ以外にもマルチアセットのようにすべてのセグメントでニーズ評価の高いプロダクトもあり、各セグメントのニーズの類似性が高まる結果となった。

- 5) PBOは、社外での積立義務がなく、年金資産の存在しない退職一時金に関する債務を含む。これに対して、年金財政では企業年金制度に含まれない一時金は責任準備金等に含めない。
- 6) スポンサーが負う下方リスクの上限を定め、それを越えるリスクが発現したときには給付減額を可能とする制度。運用は集合的に行うが、所定の条件を満たせば従来の企業型DCと同様にオフバランスできる見込みとなっている。
- 7) 全国銀行協会のデータは、海外支店勘定を含む。
- 8) 日銀預け金、ゆうちょ銀行預け金、他の金融機関等への預け金、譲渡性預け金。
- 9) マイナス金利政策とは、中央銀行が名目金利をゼロ以下に設定する政策。
- 10) 全国銀行の投資有価証券残高との4業態合計との差分は、新生銀行、あおぞら銀行の残高である。
- 11) その他の証券は、国債、地方債、社債、株式以外の証券。外国証券と外国証券以外から成る。
- 12) 16年4月に公表された「銀行勘定の金利リスク」(18年1月実施予定)や現在検討が進められている国債のリスク・ウェイト引き上げなど。
- 13) 日本経済新聞 電子版、2016年7月14日。
- 14) 銀行がファンドとして報告したもの。金融機関の中には、ファンドのルック・スルー情報にもとづき、資産別に計上しているケースもあるとのこと。
- 15) 有効回答数36。
- 16) 有効回答数36。
- 17) 有効回答数36。
- 18) 銀行勘定の金利リスク量が自己資本に占める割合。
- 19) 有効回答数39。
- 20) 金融庁「金融レポート」(2016年9月公表)。



株式投資を取り巻く環境変化

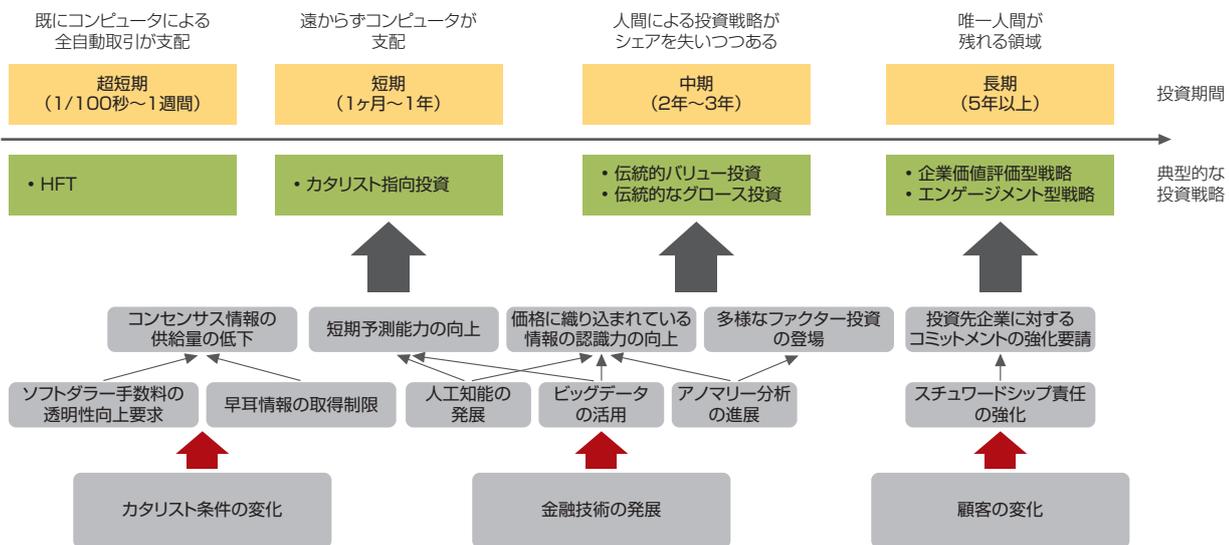
ここまで日本の資産運用ビジネスについて統計データやアンケート調査に基づき概観してきたが、最後に多くの運用会社にとって重要な株式投資に係わる環境変化と投資戦略に与える影響について考察したい。最近、人工知能やロボットが人間の職業に与える影響について様々な分析がなされているが、それらの発展以外にもポートフォリオマネジャーの業務に影響を与える事象が相次いで起こっており、株式投資戦略にも大きな変化が生じると考えるからである。

図表30に株式投資戦略を取り巻く環境変化と投資戦略への影響をまとめた。投資戦略に影響を与える環境変化は、大きく「カタリスト条件の変化」、「金融技術の発展」、「顧客の変化」の3つに分類できる。

コンセンサス情報減少の影響

第一の環境変化である「カタリスト条件の変化」は、株価に影響を与える何らかのカタリスト（四半期業績の開示、コンセンサスの変化、M&A等の事業計画変更等）が発生する条件に変化が見られることである。例えば、2016年に日本証券業協会が公表した、アナリストの事業会社への取材や投資家への情報伝達行為に関するガイドライン案は、これまで企業の四半期開示前に提供されていたアナリストの業績予想に係わるコメントが減少する変化をもたらすと考えられる。また欧州で導入が検討されている手数料の開示規制は、運用会社が証券会社に支払っていた手数料を執行手数料と調査関連手数料に区分することを求めている。まだ不確定要因が多く影響範囲の特定は困難だが、グローバル運用会社が証券会社から受け取っていた様々なレポートの内容を精査し、調査

図表30 株式投資戦略を取り巻く環境変化と投資戦略への影響



(出所) 野村総合研究所

の一部分をインハウス化することを検討し始めたり、証券会社も運用会社向けサービスを絞り込むことを検討したりと、運用会社が受けとることができる調査や情報に大きな変化が生じることも考えられる。

これらの変化は1年以内の投資期間を想定して株式の売買を行っている投資戦略に大きな影響を及ぼすだろう。これらの投資戦略は、「株価」に織り込まれたコンセンサス情報を自分が独自に持っている情報と比較することで、今後の株価を予測していることが多い。売買を行う上で「コンセンサス情報」の取得は不可欠である。今述べた環境変化により証券会社から発せられる様々なコンセンサス関連情報が減少すると、ポートフォリオマネジャーは売買のきっかけを失うことになる。コンセンサスに係わる情報縮小により、株価に織り込まれた情報の分析はこれまでより難しくなり、売買動機の減少をもたらすだろう。このような短期戦略の減少が、ひいては市場流動性の低下を招く可能性も考えられる。

金融技術の発展の影響

第二の変化は金融技術の発展による影響である。大きく、非構造化データの活用とアノマリー分析の進展という2つの潮流を確認できる。

これまで過去の財務情報や株価情報など、構造化されたデータを基準に株価や企業価値の推計が行われてきたが、ビッグデータの活用や人工知能の発展により、非構造化データの活用が進んでいる。例えばSNS等の膨大なテキストデータの解析、アニュアルレポートや有価証券報告書等のテキストデータの解析、経営者の記者会見に関するビデオ情報、POSデータ、人工衛星を活用したデータ解析等々により、企業活動などをよりリアルタイムに正確に評価できるようになっている。個別企業の売上高・利益だけでなく、GDP、金利、商品価格に至るまで様々な事柄を予測する精度が上がっており、短期の投資戦略に大きな影響を与えつつある。

このような技術を活用し優れた運用成績を上げている運用会社の話を聞くと、現在の価格にどのような情報が織り込まれているのかを的確かつ迅速に判断する行為そのものが、人間の手からコンピュータに移りつつあることを実感できる。短期の投資戦略を構築する上で、情報量、実行速度、分析力は極めて大切と考えられるが、これらの点で現在の

コンピュータの能力は既に人間の能力を圧倒している。

短期の価格予測を主なスキルセットとして活動を行っているポートフォリオマネジャーにとって、価格に含まれる情報と自分が独自に持っている情報の差を認識することが投資ノウハウの源泉である。そのようなマネジャーが、価格に織り込まれている情報についての判断力と自分が取得できる情報との両面でコンピュータに勝つためには、独自の投資視点を見いだす必要があるのではないか。ただ、このような独自の視点を見いだしたとしても、早晩、その投資視点がコンピュータに気付かれ陳腐化する可能性も高い。

金融技術の発展のもう一つの潮流は、いわゆるアノマリー分析と呼ばれる市場の非効率性の分析の進展である。まず時価総額を基準に構築された株価指数の非効率性を指摘する形でファンダメンタル指数が21世紀に入って拡大した。その後、人間の投資行動に含まれる非効率性を追求する形で様々なファクターが見いだされ、スマートベータという名称の投資戦略が拡大し既に多額の投資が行われている。

この投資戦略が長期的に成功を収めるかは議論の余地があるが、リターンを源泉を根源的なレベルまで分解することは株式投資だけではなく資産配分戦略などでも既に主流の戦略の一つである。バリュー投資やグロース投資戦略による超過リターンの源泉が様々なファクターで説明されるのであれば、より安い手数料のスマートベータに置き換えられることは当然の流れである。既に大規模な年金ファンドではそのような現象が起きており、人間の判断による投資戦略がまだ主流をなしている投資期間が2~3年のゾーンでも、様々な定量分析に基づく投資戦略に置き換えられる可能性があるのではないか。

顧客の変化とその影響

株式の投資戦略に影響を与える三番目の変化が顧客の変化である。ただしこの変化はすべての顧客に当てはまるものではない。GPIFのような資金量の多い機関投資家で始まったものであり、その影響は現時点では一部に留まっているが、他の顧客にも拡大する可能性があるため、ここで指摘しておきたい。

具体的には、投資先企業に対するコミットメントを強くして顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を

図る責任（スチュワードシップ責任と呼ばれる）を強化することが運用会社及び年金ファンドのようなアセットオーナーに求められていることである。しかし、短期の投資戦略を中心にしている限り、このスチュワードシップ責任の強化は難しい。短期の投資戦略にスチュワードシップ責任はほとんど関係がないからである。

投資期間が短い株式投資戦略において、投資家の関心事は株価の予測である。安い株価で購入し高い株価で売却することがリターンの源泉になるからである。短期の株価に関係が深いのは、前述したカタリストに関係する情報である。中には長期の企業価値に関係する情報も含まれているが、主たる情報は、四半期や1年といった短期の業績データであり、その値とコンセンサス予測値の差が価格変動に大きな影響を及ぼす。短期の業績予想が投資家の主な業務になるわけで、スチュワードシップ責任とはその活動が大きく異なる。

一方、長期の投資戦略では、長期の企業価値を正確に評価しなければならない。そのためには投資先企業やその事業環境等を深く理解し、建設的な目的を持った対話を企業経営者で行うことが不可欠になる。中長期的なリターンの拡大を図る責任を果たすには長期戦略の実行こそが適切なものであろう。

年金ファンドなどが運用会社にスチュワードシップ責任を強く求めれば、運用会社は投資戦略自体の変更を余儀なくされる。アクティブ運用では短期戦略から長期戦略へのシフトを意味し、パッシブ運用においても、指数構成銘柄をただ購入して保有するだけでなく、低収益性が継続している大企業に対して積極的に収益改善を働きかける活動などを行うことが必要となると考えられる。

運用会社が行うべき対応案

これまで株式投資戦略を中心に、3つの環境変化が及ぼす影響について確認してきたが、金融技術の発展は株式だけではなく債券投資戦略にも大きな影響を与えたと考えられる。債券の投資戦略は、個別企業・債券の信用状況を分析する戦略と、金融政策やマクロ経済の先読みを主とする戦略に大別できる。また信用状況を分析する戦略の中にも、購入した債券を保有し続ける戦略や格付予測などに基づき信用リスクの変動を利用した売買によりリターンを稼ぐものなど幾つかの戦略が存在する。例え

ばマクロ経済予測をベースにした投資戦略では、人工衛星のデータ解析から都市の明るさの変化を感じしGDP予測に活用する具体事例なども出てきている。格付の予測もこれまでと異なるデータ分析でコンピュータが正確に行う可能性もあり、信用リスクの分析でも人間の判断が優位性を保つことが難しくなるかもしれない。

ここまでの考察で理解できることは、投資戦略の種類によっては競争条件が大きく変化し、これまでの方法を継続していたのでは優位性を失いビジネスをなくすリスクがあることである。株式投資では特に、投資期間が短い投資戦略に環境変化の影響が大きく現れると考えられ、債券投資においてもマクロ環境や短期的な信用リスクを予測する投資戦略等に影響が及び可能性がある。

運用会社は多様な対応措置が必要である。短期の株式投資戦略では、これまでよりかなり広範囲のデータを活用することが不可欠になる。すべてのデータや分析能力を自前で揃えることは現実的ではなく、例えば非構造データを提供しているサービス会社から積極的にデータや分析サービスを購入することも必要になるだろう。定量分析に長けた人材をさらにレベルアップさせ、自らが差別化できる分野はどこかを見極めた上で投資戦略を再構築していくことが重要になる。

昨年の当レポートでも指摘したが、長期の株式投資戦略の構築を進めることも必要と考えられる。人工知能の発展を含む金融技術の発展で、テキストデータのような非構造データの探索が進み多くの予測手法が開発されているが、長期の企業価値を評価する予測手法はまだ開発されていないようである。スチュワードシップ責任の強化を年金ファンドが求めてくれば、今後資金ニーズが高まることも考えられる。スキルセットの構築は一朝一夕では難しいため、専門のチームを立ち上げて対応すべき課題であるように思われる。

人間の判断に基づく投資戦略は大きな試練に立たされており、コンピュータによる浸食部分が時間の経過とともに拡大していこう。運用会社はこのような環境変化に果敢に対応し差別化をしていかねばならない。何が強みとなるかは、それぞれの運用会社ごとに異なるのは当然だが、どの道を選ぶにしても、これまでの競争とは大きく異なる環境下での投資戦略の探求が必要になることは間違いなさだろう。

著者紹介



堀江 貞之

Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部
上級研究員
focus@nri.co.jp
専門は、資産運用関連の先端動向調査・研究



金子 久

Hisashi Kaneko

金融ITナビゲーション推進部
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ITナビゲーション推進部
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



富永 洋子

Hiroko Tominaga

金融ITナビゲーション推進部
NRI契約コンサルタント
focus@nri.co.jp
専門は、金融制度調査



浦壁 厚郎

Atsuo Urakabe

金融IT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

日本の資産運用ビジネス 2016/2017

発行日	2016年11月17日
発行	株式会社野村総合研究所 〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル http://www.nri.com/jp
発行人	上田 肇
編集人	引田 健一
編集	金融ITナビゲーション推進部
デザイン	株式会社ベネクスマーケティング
印刷・製本	株式会社さとう印刷社
問い合わせ先	金融ITナビゲーション推進部 focus@nri.co.jp

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



Japan's

Asset

Management

Business

2016/2017