

資産残高が減少に転じた 2007年度の資産運用ビジネス

わが国の資産運用専門会社の2007年度の運用資産は、22兆円の減少となった。運用会社は、今後の資金流入の停滞を想定して、報酬率の高い新規プロダクトを指向することになるだろうが、その際も品質・独自性に見合ったプライシングの実施が求められる。

運用資産：22兆円の減少 過年度の一貫した残高伸長が停滞

わが国の投資信託・投資顧問専門会社による2007年度の資産運用ビジネスは、投資信託（公募、私募）、投資顧問（一任、助言）の各事業で運用資産残高が減少し、総額で22兆円のマイナスとなった。これは、第2四半期以降、米国におけるサブプライムローンの信用リスク発現がもたらした世界的な資産価値低下とともに、資金流入にも陰りが見えたことによる。

図表1左図は、資産運用会社による運用残高の増減をその要因別に示したものである（要因分解できない投資助言を除く）。顧客要因（資金流入）および市場要因（時価変動）は、データの連続性のある03年度以降一貫してプラスであり、運用残高の拡大に寄与してきた。しかしながら07年度は、市場要因の-33.4兆円が影響し、集計範囲では8.6兆円の縮小をもたらした。

図表1右図は、投資信託／投資顧問別に07年度の四半期ごとの要因分析を行ったものである。サブプライムローン問題が表面化した第2四半期以後、市場要因はマイナスに転じ、特に第4四半期は投資信託・投資顧問と

ともに10兆円以上の減少となって表れている。

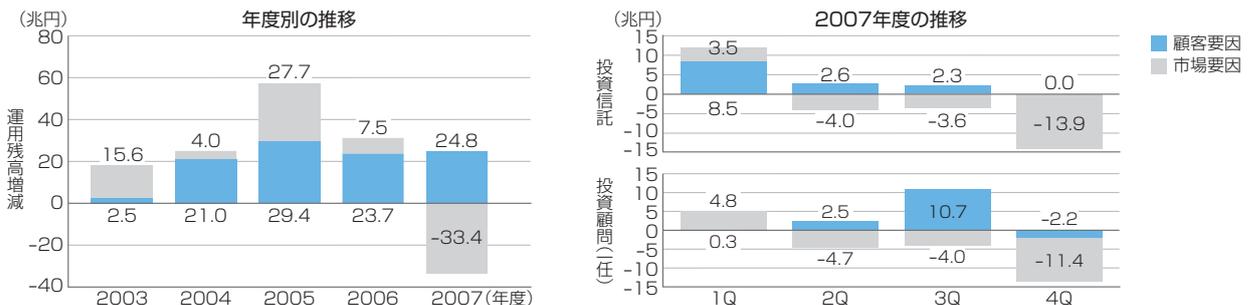
顧客要因についてみると、投資信託では市場要因と呼応するように資金流入が減少し、第4四半期はほぼゼロ（正確には397億円の純減）となった。市況の悪化により潜在的なリスクが認知され始めたことや、9月末に施行された金融商品取引法による販売会社の営業施策の変化を原因として、新規購入が控えられた様子が窺える¹⁾。

また投資顧問では数値上は年間で11.3兆円の純流入であるが、第3四半期における10兆円程度の純流入の大部分は、主要な運用会社がその投資助言を一任契約へ振り替えたことによるものであり、一回性が強い²⁾。したがって、実質的な資金流入は過年度と比較して僅かであったとみるべきであり、その要因として、主要顧客である年金基金からの運用受託額の減少を指摘できる。

運用報酬：投信は過去最高を更新、 投資顧問は06年度と同程度

運用資産の水準は、一般事業会社の売上高に相当する運用報酬に影響を与える。ただし、運用報酬は運用資産の期中平均残高と報酬率の2つの要素で決まるため、先述のように期末残高が減少した場合でも、必ずしも減収

図表1 運用会社の運用資産残高の変化要因と推移



(出所) ①投資信託協会、②日本証券投資顧問業協会資料により野村総合研究所作成。

顧客要因とは顧客との資金流入による増減額。市場要因とは時価の変動による増減額。集計範囲は投資顧問の一任契約と投信（公募及び私募。いずれも証券投信のみ）。

NOTE

- 1) 投資信託の顧客要因は、設定額（購入額）から解約・償還額を減じた額である。金額としては、解約・償還額の0.5兆円、1.5兆円の減少に対し、設定額の減少（7.1兆円）の影響が大きい。金商法に起因する投資信託販売の質的变化については、金子久「金商法は投資販売のブレーキにしかっていないのか？」（金融ITフォーカス2008年4月号）を参照。
- 2) パークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行（BGI信託）を住友信託銀行が吸収合併したことに伴い、それまでパークレイズ・グローバル・インベスターズがBGI信託に対して行っていた約10兆円の投資助言契約を、投資一任契約に切り替えたものとみられる。投資一任と投資助言の合計ベースでの残高を確認したところ、第3四半期におよそ4.4兆円純減しており、投資顧問全体の運用残高も確かに減少している。
- 3) Fundmarkは国内で販売されている委託会社に帰属する信託報酬額を個別ファンドごとに算出・集計することで、確度の高い運用報酬額を算出できる。
- 4) 株式投資信託は公募投資信託の残高の大半を占める。
- 5) 投資信託における資金流入の脆弱性については、堀江貞之「資産運用会社の成長の鍵を握る投資顧客からの資金流入」（金融ITフォーカス2007年6月号）を参照。

にはならない。

そこで公募投資信託の運用報酬を野村総合研究所のデータベースFundmarkを用いて算出すると³⁾、国内の株式投資信託⁴⁾による運用報酬はおよそ3,670億円となり、06年度の実績である2,939億円を730億円ほど上回った。私募を含む投資信託全体では4,500億円程度であり、投資信託ビジネスにおける運用報酬は過去最高額を更新したとみられる。

また投資顧問の運用報酬は、06年度と同じ報酬率を仮定し、07年度の平均契約残高を乗じると2,600億円程度であり、06年度の実績運用報酬と概ね同等であったことになる。この水準は、大手運用会社のマネジメント層に対し実施したヒアリングの結果とも一致する。

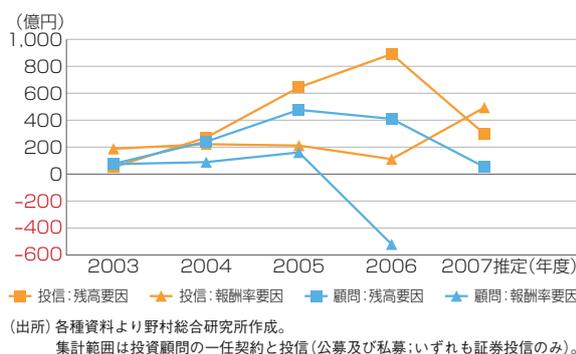
運用報酬率の向上による成長が模索される

図表2は、対前年度の増収額を報酬率と平均残高のそれぞれの要因に分解し、その推移を示したものである。投資信託／投資顧問とも、過年度における残高要因は一貫してプラスで伸びており、加速的な増収に寄与してきた。しかし、投資顧問（一任）については06年度から、投資信託についても07年度は減少に転じている。

一方、報酬率による増収寄与は、過去は毎年100～200億円程度で安定していたが、07年度については投資信託では残高要因の低下を補う形で上昇しており、500億円程度の増収をもたらした。これはエマージング市場型ファンドのように、相対的に報酬率の高いファンドに売れ筋がシフトしたことによる。

既に指摘されているように⁵⁾、リテール顧客からの投資信託への資金流入は、潜在的には依然大きな可能性が

図表2 対前年度増収要因の推移



あるものの市況に左右されやすく、07年度はそのシナリオが望ましくない形で現実化したといえる。投資顧問でも、過去主要な顧客であった国内私的年金からの資金流入が今後は大きく期待できないとすると、投資信託／投資顧問のいずれにおいても、報酬率の高いプロダクトへの経営資源の傾注は、運用会社の戦略としてはもっともであり理解できるものといえる。

既存のプロダクトについては、各社が同様のものを提供し始めるにつれて報酬率の低下圧力が強まるため、以前にも増して新規プロダクトの投入が模索されるであろう。しかしながら、報酬率を高めることによる収益成長戦略には、常に資金流入を通じた残高の拡大とのトレードオフがつきまとう。そのため報酬率は、新規プロダクトの運用サービスの品質や独自性の観点で正当化できるだけの水準に設定される必要がある。



Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe
 金融ITイノベーション研究部
 副主任研究員
 専門は資産運用
 focus@nri.co.jp