

リテール証券業は成長する

証券会社経営の未来(8)・最終回



一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**

■ 1. 日本の証券会社も「顧客と共に繁栄する」

2年間に亘って連載を続けた「証券会社経営の未来」であるが、当連載は、証券会社の経営の中でも、特にリテール証券業に焦点を当ててきた。筆者の一貫した主張は、長期的な株価上昇を背景に、「世界的にリテール証券業は成長する」というものである。

米国では、21世紀に入って、証券会社はビジネスモデルを手数料重視から残高収入重視

へと転換し、「顧客と共に栄える」ことに成功した。株高を背景に個人金融資産は大きく増加している。顧客は高い投資収益が得られるので、リスク資産の投資額を増やしてきた。その結果、家計部門の株式・投信保有構成比、同保有額とも大きく成長した。家計部門のリスク資産保有額は過去10年間に3倍以上になった。つれて、2010年代以降、リテール証券事業の収益性、成長性は著しく高まった。

一方、日本は、水準こそ低いものの、家計部門のリスク資産保有構成比、保有額は大きく高まっている。しばしば、日本株の投資収益率が低いことが、家計部門がリスク資産への投資を増やさない理由であるといわれる。しかし、過去10年間の日本株（TOPIX）の投資収益率は年平均7.9%と、米国株（S&P500）の同12.0%と比較して、極端に低いわけではない（2022年9月末時点）。さらに、証券会社や銀行は外国証券投資を積極的に顧客に推奨しており、日本の公募投信純資産残

〈目次〉

1. 日本の証券会社も「顧客と共に繁栄する」
2. 資産所得倍増プランで経済成長は可能
3. 米国の確定拠出型年金が主体
4. 貯蓄重視の歴史的背景
5. 結論：日米で有望なりテール証券業

(図表1) 日米家計のリスク資産と配当・利息収入

日本 (兆円)	株式等	投資信託	リスク資産	構成比	金融資産合計	利子配当収入	利回り
2011年末	100	52	152	9.7%	1,563	11	0.7%
2021年末	212	94	306	15.1%	2,023	13	0.7%
米国 (兆円)	株式等	投資信託	リスク資産	構成比	金融資産合計	利子配当収入	利回り
2011年末	1,135	895	2,030	26.0%	7,823	271	3.5%
2021年末	4,482	2,169	6,651	40.4%	16,481	412	2.5%

(注) 日本の利子配当収入は2020年。1ドル=140円で換算。

(出所) FRB、BEA、日本銀行、内閣府

高上位には外国株に投資するものが占められている。

家計部門のリスク資産が低い理由の一つとして、かつては、証券会社や銀行のビジネスモデルが、短期的な手数料収入重視であったことも影響しているかもしれない。金融商品の販売者が短期的な手数料収入重視では、顧客はリスク資産投資をためらうことが考えられる。

近年、日本の証券会社の経営者の質が急速に向上しており、その結果、短期的な手数料収入重視から、顧客の利益重視への転換に成功しつつある。米国からは20年前後遅れてはいるものの、投信の回転商い、高手数料の仕組債の販売といった短期的な手数料収入重視のビジネスモデルから脱却することに成功しつつある。こうして、日本の証券会社のビジネスモデルも「顧客と共に栄える」に転換することを目指している。

さらに、政策面の後押しがある。「新しい資本主義実現」を掲げる岸田文雄政権は資産所得倍増プランを打ち出し、個人の少額投資(NISA、iDeCoなど)の拡充が検討されてい

る。最終回は、これらの政策の分析を行った上で、リテール証券業の今後を展望したい。

■ 2. 資産所得倍増プランで経済成長は可能

岸田政権の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」によると、個人金融資産を全世代的に貯蓄から投資にシフトさせるべく、NISA（少額投資非課税制度）やiDeCo（個人型確定拠出年金）制度の抜本的な拡充や改革を図る^(注1)。金融庁も、「資産所得倍増プラン」に併せて、2022事務年度の金融行政方針において、NISA拡充、金融リテラシー向上策を掲げる^(注2)。また、日本証券業協会は、NISA制度の改善とともに、投資教育の推進を提案する^(注3)。

米国の2021年の配当・利息収入は412兆円(2.9兆ドル、対GDP比12.6%)、利回りは2.5%である。2020年の日本の配当・利息収入は13.2兆円(対GDP比2.5%)、個人金融資産残高(2021年末)に対する利回りは0.7%にすぎない。仮に、配当・利息収入を倍増させ、

利回りを0.7ポイント引き上げると、家計部門は13兆円前後の収入増となる。このように、「資産所得倍増プラン」は、実現すれば、日本の経済成長率向上に寄与する政策なのである。

米国の株式や債券などの投資収益率が日本株と比較して高いが、それ以外にも、日米のリスク資産投資構成比の差が大きい理由は数多い。

米国では、政府の果たす役割が大きい。司法省や証券取引委員会など政府当局が投資家保護を重視し、顧客の利益に反する行為に対しては、摘発などを厳しく実行してきた。また、エンロン事件やリーマン危機などの反省に立って、厳格な法律が制定された。たとえば、十分な知識のない高齢者に仕組債を販売した場合、適合性の原則に反するとして、厳しい措置が取られることが多い。さらに、政府が規制緩和を積極的に進めた結果、株式、投信、上場投資信託（ETF）などの投資コスト（例：売買手数料）が低い。

それ以外の要因として、日本では、金融教育の機会が少なく、米国に比べて金融リテラシーが低いことが指摘される。しかし、それは主因ではないと考えられる。金融知識等を問う調査によると、日本の正答率は47%に対し、米国は50%と大差はない（2022年、正誤問題6問平均）^{（注4）}。金融リテラシーについて日米比較した実証研究によると、日本は米国と比べ、家庭、学校、職場での金融教育の機会が少ないものの、金融リテラシーの高

さが望ましい金融行動につながるかは因果関係が明らかではないとの結果が出た^{（注5）}。

日米のリスク資産投資構成比の差を生む最大の理由の一つが、日米の年金制度や貯蓄制度の違いであると考えられる。以下、日米の制度比較を行い、今後の制度設計の示唆を得る。

■ 3. 米国の確定拠出型年金が主体

年金制度には、年金給付が確定している確定給付（DB）年金制度と、自らの運用の結果によって年金給付が変動する確定拠出（DC）年金制度がある。DC加入者は、現役時代から老後に備えて、年金運用を自分で考える必要がある。

米国では、退職年金資産は家計金融資産の31%に相当する（2022年6月末）。米国の退職年金資産4,713兆円のうち、DCプラン（IRA含む）は2,929兆円と全体の62%を占め、DBプランは1,478兆円（31%）である（2022年6月末時点、出所：ICI）。

このため、米国では、多くの場合、早い時期に、年金資産を自分の判断で運用する必要がある。結果的に、これらの運用を通じて、国民の投資ノウハウが蓄積したと考えられる。一方で、日本では、60歳以降になって、退職金などの運用資産を手にする事になり、資産運用のニーズが発生するまた、日本は圧倒的にDB中心なので、運用を考える必

(図表 2) 日米のリテール証券会社の預かり資産

(兆円)	特徴	2016年末	2021年末	増減額
フィデリティ・インベストメンツ	独立系、総合	798	1,652	854
チャールズ・シュワブ	独立系、総合	389	1,140	750
モルガン・スタンレー	商業銀行	294	686	392
BofAML	商業銀行	351	538	186
ウェルズ・ファーゴ	商業銀行	249	308	59
UBS WMアメリカ事業	スイス系銀行	158	258	100
レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	独立系、総合	84	176	92
野村ホールディングス	総合	108	125	17
大和証券グループ本社	総合	54	76	22

(注) 1ドル=140円で換算。

(出所) 各社資料

要性が乏しかった。

米国の年金制度は、2階建ての仕組みである。公的年金制度（退職・遺族・障害保険制度、OASDI）は、被用者・自営業者を対象にした1階建ての所得比例年金（社会保険方式）である。日本の基礎年金に近い。DBであるOASDIの資産は、約400兆円（2.9兆ドル、2021年末）である。全額を国債に投資する形式をとる。

2階部分の制度として、401(k)プラン、個人退職勘定（IRA）、キーオ・プランなどのDC、州・地方政府、連邦政府職員向け退職金制度や企業年金基金などのDBがある。私的年金の資産1,500兆円（10.7兆ドル）のうち、DBプランが460兆円（3.3兆ドル）に対し、DCプランは1,040兆円（7.4兆ドル）である（出所：米国労働省、2019年）。米国で普及している主なDC制度は、①キーオ・プラン（小規模事業者、自営業者、その従業員を対象）、②確定拠出型個人退職勘定（IRA、70.5歳未

満の全労働者及びその配偶者を対象）、③401(k)プラン（企業年金）、である。

DCプランの主要な投資対象が投信である。米国では、家計の45%が投信（MMF含む）を保有し、米国の投信約3,800兆円（26.9兆ドル）のうち家計部門が88%を保有している（2021年末）。退職年金資産が投信の47%を保有し、DCプランの54%、IRAの45%が投信を投資対象とする。

米国の個人向け投信販売は、積立や直販が中心である。日本では、証券会社、銀行による販売が主体であり、積立や直販の構成比が低い。米国では、運用会社による直販が成長した結果、フィデリティ、Tロープライスなど資産運用会社がリテール証券に進出している。

フィデリティは、かつて世界最大の資産運用会社であったが、現在では、世界最大の個人向け総合資産運用サービス会社に変身した。過去5年間に、リテール証券会社では、

フィデリティ、チャールズ・シュワブの2強が大きくシェアを高めている。チャールズ・シュワブはTDアメリトレード、モルガン・スタンレーはイー・トレードを買収して、資産が大きく増えたので、実質的にはフィデリティの圧勝といえるかもしれない。

■ 4. 貯蓄重視の歴史的背景

日本では、構造的に、若年層で余裕資金が不足し、退職金をもらった高齢者層に余裕資金が集中している。その背景として、日本独特の年功的な賃金制度および退職給付制度の問題が指摘される^(注6)。

退職給付の源流は、江戸時代の商店の「のれん分け」であるとされる^(注7)。日本における貯蓄重視は、戦時中の貯蓄奨励が出发点である。日中戦争の長期化に伴い、戦費と軍需生産力拡充のため、1938年に、大蔵省外局として国民貯蓄奨励局が新設された^(注8)。第二次世界大戦後、戦後復興資金として、政府と日銀が中心となり、国民に貯蓄を奨励した^(注9)。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、厚生労働大臣から寄託を受け、厚生年金と国民年金の給付の財源となる年金積立金の管理・運用を行う。1961年に、年金福祉事業団として設立された。1986年に、財政投融資から借り入れて、年金福祉事業団が年金を運用するようになった。当時の年金積立金は、旧大蔵省の財政投融資資金に預託されてい

た。

年金福祉事業団は、1986年から2001年まで、年金運用の他、厚生年金保険の被保険者への住宅資金貸付、大規模保養基地事業（グリーンピア）を行っていた。2001年に、財投改革により、年金積立金の財政投融資への預託が廃止され、年金積立金を自主運用するために、年金資金運用基金が設立された。2006年に、現在のGPIFの組織となった。

日本の年金制度は、全国民に共通した「国民年金（基礎年金、1階）」を基礎に、「被用者年金（2階）」、「企業年金（3階）」の3階建ての体系となっている。日本の特徴は、国民年金に加え、民間企業の従業員の年金（2階部分）も、政府（主にGPIF）が管理運用していることである。

1階部分は、全ての国民が加入する国民年金で、基礎年金とも呼ばれる。特に、老後の所得保障の支柱として、高齢者の老後生活を実質的に支えていくことをその役割とする。2階部分は国民年金の上乗せとして報酬比例の年金を支給する被用者年金で、企業の従業員、公務員が加入する厚生年金保険がこれに当たる。

また3階部分の企業年金については、民間の被用者が多く厚生年金基金、確定給付企業年金（2002年導入）、確定拠出年金制度（2001年導入）に加入している。さらに、自営業者や農業者には、基礎年金を補完し上乗せ給付を行う制度として、iDeCo（イデコ・個人型確定拠出年金）のほか、国民年金の付加年金

(図表3) 先進国の主要な金融機関・フィンテック企業時価総額増減額上位下位10社 (2020年代)

上位10	国	時価総額 (兆円)	増加額 (兆円)	株価騰落率 (%)	下位10	国	時価総額 (兆円)	増加額 (兆円)	株価騰落率 (%)
1 チャールズ・シュワブ	米国	19.1	10.5	51.1%	JPモルガン・チェース	米国	42.9	-18.3	-25.0%
2 モルガン・スタンレー	米国	19.0	7.4	54.6%	シティグループ	米国	11.3	-13.1	-47.8%
3 インテュイット	米国	15.3	5.7	47.9%	ウェルズ・ファーゴ	米国	21.4	-10.5	-25.2%
4 S&Pグローバル	米国	14.3	4.9	11.8%	バンク・オブ・アメリカ	米国	34.0	-10.4	-14.3%
5 ブラックストーン	米国	14.0	4.6	49.6%	HSBC	米国	14.5	-7.8	-21.1%
6 プロGRESSIB	米国	9.5	3.6	60.5%	アリアンツ	ドイツ	9.0	-5.4	-26.7%
7 KKR	米国	5.2	2.9	47.4%	USバンコープ	米国	8.4	-4.6	-32.0%
8 ゴールドマン・サックス・グループ	米国	14.6	2.7	27.5%	サンタンデール銀行	スペイン	5.5	-4.2	-32.9%
9 マーシュ・アンド・マクナレン	米国	10.4	2.6	34.0%	ロイズ・バンキング・グループ	英国	4.4	-3.8	-33.8%
10 アーサー・J・ギャラガー	米国	5.0	2.6	79.8%	クレディ・スイス	スイス	1.5	-3.4	-69.7%

(注) 2022年9月末時点、1ドル140円で算出。2019年末未上場企業除外。

(出所) ブルームバーグ

や国民年金基金、農業者年金等がある。

公的年金を運用するGPIFの運用資産は、195兆円と、公的年金ではOASDIに次ぐ規模である(2022年6月末時点)。企業年金についても、DB型企业年金が83兆円であり、企業型DCは18兆円、個人型DCが3.0兆円にすぎない(2022年3月末、個人型は2021年3月末時点)。このため、従業員は投資や運用を自分で判断する機会が少ない。

従業員の若い頃は、報酬が抑えられ、貯蓄が少ないことが多い。そして、60歳前後の退職時には、子供の教育などの支出が減少する一方で、大企業に勤める場合、数千万円単位の退職金が支給されることが一般的である。このため、60歳前後になって初めて千万円単位の資産運用を行う人も少なくない。こうした層が、テーマ型投信や仕組債などの主たる販売対象になる場合がある。

5. 結論：日米で有望なりテール証券業

2020年以降、新型コロナウイルス感染症の世界的な蔓延、ロシアによるウクライナ侵攻と、歴史的な経済危機が短期間に発生した。それに伴い、世界的に株式相場は大きく下落した。

当然、それらは金融機関の経営に大きな影響を及ぼしている。とりわけ、世界的な景況感の悪化は、欧米の大手金融機関の業績を大きく悪化させ、つれてそれらの株価は大きく下落した。

一方で、業績を大きく向上させ、株価が上昇したものもある。その中心は大手証券会社、フィンテック企業、プライベート・エクイティ・ファンドである。また、PROGRESSIBなどの保険会社も好調である。PEファンド

(図表4) 先進国の証券会社の時価総額10社 (2020年代)

(10億円)	国	時価総額	純利益	株価騰落率
1 チャールズ・シュワブ	米国	19,088	820	51.1%
2 モルガン・スタンレー	米国	18,991	2,105	54.6%
3 ゴールドマン・サックス・グループ	米国	14,604	3,029	27.5%
4 インタラクティブ・ブローカーズ・グループ	米国	3,837	43	37.1%
5 レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル	米国	2,986	196	65.7%
6 LPLファイナンシャル・ホールディングス	米国	2,440	64	136.8%
7 野村ホールディングス	日本	1,547	143	-15.1%
8 ロビンフッド	米国	1,245	-516	—
9 ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ	米国	945	234	38.0%
10 大和証券グループ本社	日本	889	95	2.4%

(注) 2022年9月末時点、1ドル140円で換算。

(出所) ブルームバーグ

のうち、最大手のブラックストーンは不動産ファンドが好調であり、その時価総額は名門PEファンドであるKKRの3倍近い。2020年代の株価上昇率は、ブラックストーンは49.6%と、パブリックエクイティ運用の最大手ブラックロックの9.5%を大きく上回る。

大手証券会社の中でも、チャールズ・シュワブ、モルガン・スタンレーなどリテール部門が強い会社の成長力が高い。株価上昇率という点では、独立系大手リテール証券会社であるLPLファイナンシャル・ホールディングスが高い。米国の家計部門の金融資産は、2019年末の1.3京円から、2022年6月末の1.5京円まで16.9%増加している。株式・投信保有額は同期間に4,648兆円（構成比35.7%）から5,317兆円（同34.9%）まで14.4%増加した。このように、米国のリテール証券業は、市場の拡大と共に順調に成長している。

日本でも、家計部門の金融資産は、2019年

末の1,885兆円から、2022年6月末の2,007兆円まで6.5%増加している。株式・投信保有額は同期間に268兆円（構成比14.2%）から285兆円（同14.2%）まで6.5%増加した。このように、米国ほどではないが、日本の証券会社にとっても市場が拡大していることを示している。つまり、日本の証券会社にとっても、収益拡大のチャンスがあるということの意味する。

日本の証券会社が顧客の利益を重視するビジネスモデルに転換しており、かつ、政府による政策的な後押しもある。家計部門の金融資産は大きく増加しつつあり、かつリスク資産の構成比も徐々にではあるが増えている。結論として、中長期的に日本の証券会社は、リテール事業を中心に大きく成長することであろう。

(注1) 内閣官房新しい資本主義実現本部／新しい資

本主義実現会議「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」(2022年6月7日)

(注2) 金融庁「2022 事務年度 金融行政方針」(2022年8月31日)

(注3) 日本証券業協会「中間層の資産所得拡大に向けて～資産所得倍増プランへの提言～」(2022年7月20日)

(注4) 金融広報中央委員会「知るぼると」「金融リテラシー調査2022年」の結果(2022年7月5日)

(注5) 鳥居諒太、枇々木規雄「金融リテラシーと金融行動：日米の個票データを用いた分析」(日本保険・年金リスク学会 2020年研究発表大会、2020年10月16日)

(注6) 牧田健「資産所得倍増プラン実現に向けたマクロ的な課題～退職給付制度の見直しが不可欠～」(日本総研Viewpoint、2022年8月16日)

(注7) 森戸英幸「退職金と企業年金」(日本労働研究雑誌No.657、2015年4月)82～83頁。

(注8) アジア歴史資料センターウェブサイト>グロッサリー検索>国民貯蓄奨励局

(注9) 武井敏一「戦後日本の金融教育と今後の課題～金融広報中央委員会20周年に寄せて～」(金融ジャーナル、2021年6月)30～33頁。

