

2023年における本邦証券会社の経営展望

大和総研 金融調査部 主席研究員

内野 逸勢



1. はじめに

2020年、2021年の世界経済を翻弄した新型コロナウイルス感染症の影響度合いは、「ゼロコロナ」政策に固執した中国を別として、低下した。その一方、2022年の世界経済は数十年ぶりの高インフレ、その抑制を目的とした急ピッチの利上げ、インフレ加速の主因となったロシアのウクライナ侵攻と戦闘状態の長期化など、様々な逆風に直面した。

このような状況下、主要国の株式市場は、世界的なインフレと中央銀行の利上げを嫌気

して、大幅に下落した。2022年は、2月にロシアがウクライナへの軍事侵攻を開始したことを機に、原油などの資源価格が急騰し、世界的なインフレ率上昇に拍車がかかった。これを受け、米連邦準備制度理事会（FRB）は3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でゼロ金利を解除して以降、毎会合、大幅な利上げを実施した。他の中央銀行も相次いで急ピッチな利上げを行ったことで、先行きの景気後退が意識され、世界の株式市場は大幅な調整を余儀なくされた。ただ、金融引き締めと景気悪化見通しの度合いにより、各国・地域の代表的な株価指数は下落率に差が生じた。現地通貨ベースの年初来騰落率を比較すると、TOPIXが▲6.8%（2022年1月4日2,030.22から2022年12月30日1,891.71に低下）と下落率が比較的小幅になるなど、円安で企業業績が伸びた日本株は相対的に底堅く推移した。ただし、日銀が昨年12月の19～20日の金融政策決定会合で、長期金利の変動許容幅

〈目次〉

1. はじめに
2. 本邦証券会社の経営動向
3. 米国証券会社の経営動向
4. 2023年における本邦証券会社の経営展望

を従来の0.25%程度から0.5%程度に広げたことから、円高が進み、日本株のボラティリティが高まった。これに対し、エネルギー不足問題が深刻な欧州のユーロストック600は▲13.2%（2022年1月3日489.99から2022年12月30日424.89）、ゼロコロナ政策の影響を受けた中国の上海総合指数は▲14.9%（2022年1月4日3,632.33から2022年12月30日3,089.26）、急激な利上げで景気後退（リセッション）懸念が強まった米国のS&P500種指数は▲19.9%（2022年1月3日4,796.56から2022年12月30日3,839.50）と、調整幅が大きくなった。

今年に入って、1月中旬時点において、米国ではCPIの伸び率が鈍化しており、FRBの利上げ観測が後退し、ドル安傾向が一段と強くなっている。これに追随するように、利上げによって域内経済を毀損したくない思惑を有するECBにも利上げ縮小観測が出ている。IMFも世界経済成長率見通しを下方修正しない方針を示しており、リセッション懸念は和らいでいるとも考えられる。これによって、主要国の株式市場は比較的堅調に推移している。

本邦証券会社は、2022年のホールセール部門では、金利ボラティリティの拡大がFICC（Fixed Income, Currencies, and Commodities）業務を支えたが、世界的な金融引き締めを背景に投資損益の悪化が続き、グローバルにIB（Investment Banking）需要が枯渇し、株式関連のプロダクトでは顧客

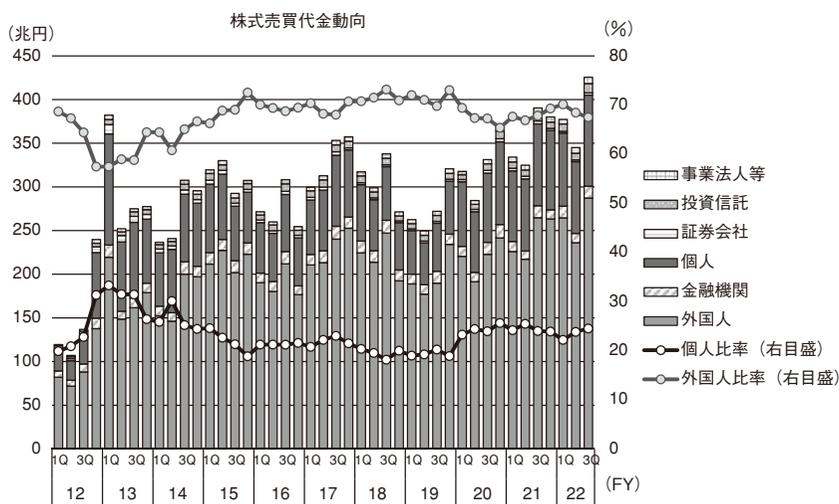
アクティビティが軟調に推移してきた。

リテール部門では、株式トレーディング損益（外国株）や委託手数料（日本株）の事業環境も厳しい状況が続いている。金融庁は2022事務年度の金融行政方針にて「仕組債」の監視を強化する姿勢を示した。2022年の9月下旬以降、個人向け仕組債の販売停止の動きが各社に波及した。債券トレーディング損益への依存が相対的に高い中堅リテール系証券、銀行系証券を中心に債券トレーディング損益等に与える影響が警戒されてきている。

各社ともデジタル活用、サステナビリティへの取り組みを展開してきたが、金融DXについては投資コストが高み、費用対効果が見えない状況が続いている。金融庁の顧客本位市場WGの中で、米国並みのフィデューシャリー・デューティ、ベストインタレストの強化が議論されてきた。顧客本位の営業体制は、証券会社のビジネスモデルを変革していくインパクトがある。仕組債のような商品特性に依存するのではなく、顧客の資産形成の目的に適合したポートフォリオのコア資産アプローチを主体としたストックビジネスへの変革が必要となろう。

本稿ではこうした潮流を踏まえつつ、2022年における本邦証券会社の経営について考えてみたい。最初に本邦証券会社の昨年秋までの業績推移をレビューし、続いて最近の本邦証券会社の取り組みを見ていく。次に米国証券会社の経営動向について触れた上で、2023年における本邦証券会社の経営について展望

(図表1) 株式売買代金動向 (三市場合計の売買総額 四半期ベース)



(出所) 東証・名証・大証のデータより大和総研作成

したい。

2. 本邦証券会社の経営動向

本節では、本邦証券会社の収益要素となる株式、投信等の市場動向を確認した上で、本邦証券会社の昨年秋までの業績、及び最近の取り組みについて見ていきたい。

(1) 本邦証券会社に関わる市場動向

① 株式売買代金の動向

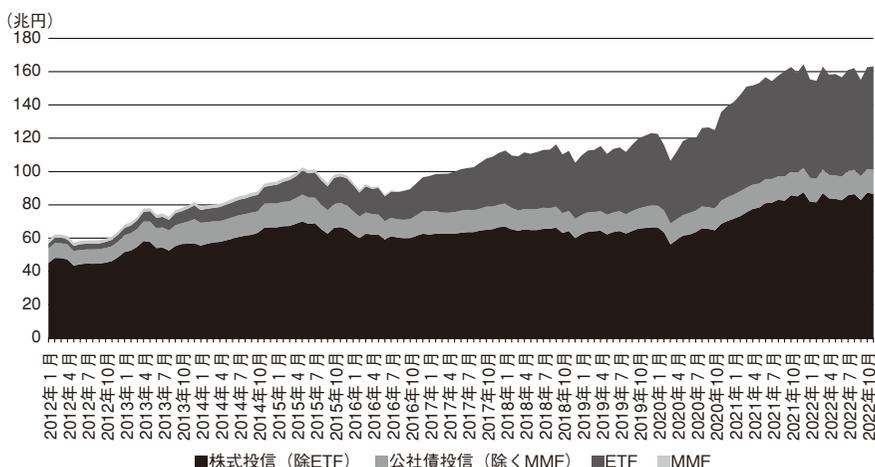
まず、株式売買代金の動向について見てみたい。日本の3市場（東証、大証、名証）の年間合計（売り買いの総額）では2022年の株式売買代金は前年比7.2%増加した（図表1）。2022年の四半期ごとの主体別売買比率を見ると、外国人比率が70%から67%に若干低下し

た一方、個人が22%から24%にわずかに上昇している。

② 投信市場の動向

次に投信市場について、公募投信の純資産残高推移（図表2）を見ると、2022年11月末では163.2兆円（前年同月末159.5兆円、同比+2.3%）と増加している。伸び率は低いものの、2021年12月に次ぐ残高規模となった。その内訳では、株式投信（除くETF（上場投資信託））は87.6兆円（同+1.8%）、ETFが62.0兆円（同+1.5%）となっている。これは、市況にかかわらず、長期・積立で投資を行うことが定着してきたと考えられよう。例えば、つみたてNISA対象ファンドの純資産残高が伸びたことで、長期・積立での投資が定着してきたことがあろう。従前から日本の家計金融資産の半分以上が預金であるといわれてい

(図表 2) 商品別公募投信純資産残高推移 (月次ベース)



(出所) 投資信託協会のデータより大和総研作成

る。その一方、直近の公表値では、企業型確定拠出年金（企業型DC）の資産額のうち投資信託・金銭信託等の割合は約6割、個人型確定拠出年金（以下、iDeCo）の資産額のうち約7割が投資信託となっている。これは政府が公表した資産所得倍増プランの影響もあり、投資信託への流入が続いてきたといえよう。加えて、政府が一般の生活者の資産形成を重要な国家戦略として位置づけたことに大きな意味があろう。これらを踏まえると、2024年度から導入される新NISAにより、投信残高がさらに増えていくと期待される。

投資信託協会が公表するETFのデータは、発行市場における設定・交換額であるため、ETFは、流通市場で売買高が減少し、ETFの需要が減ると、発行市場における設定額は減少する傾向がある。図表2において2022年11月のような、比較的大きな規模でのETF

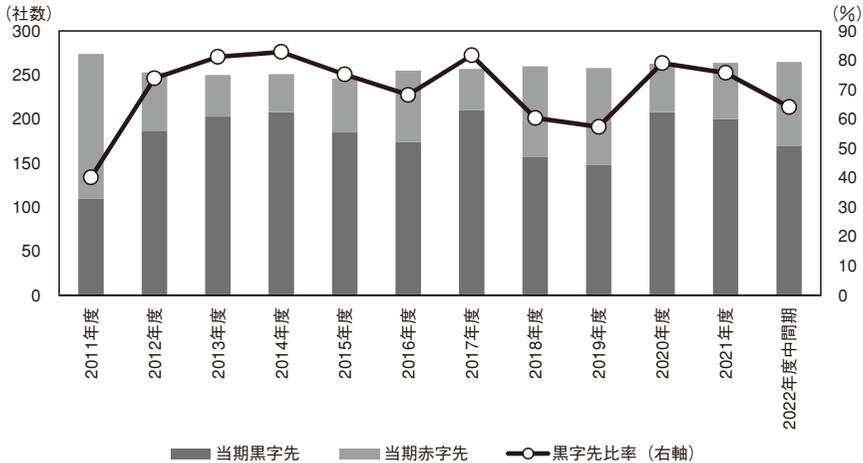
の資金流出はほぼ1年ぶりである。特に米国では、ミューチュアルファンドの資金が徐々にETFに流れているため、日本でも今後、ETFの純資産残高、資金流入額については、長期的な視点で見ると必要があるだろう。加えて、ETFはその透明性の高さなどが評価されると考えられ、家計を主たる買い手として長期的な残高増加が期待できるのではないかと。

(2) 本邦証券会社の決算動向

① 本邦証券会社の決算推移

最初に証券業界全体の動向を確認したい。日本証券業協会会員会社における当期黒字／赤字先推移を見ると（図表3）、当期黒字先の占める比率は2022年中間期で64%となり、前年度と比べて▲10パーセントポイントと大幅に低下した。これは、受入手数料のうち、委託手数料が前年同期比17%減、引受・

(図表3) 本邦証券会社における当期黒字／赤字先推移



(出所) 日本証券業協会のデータより大和総研作成

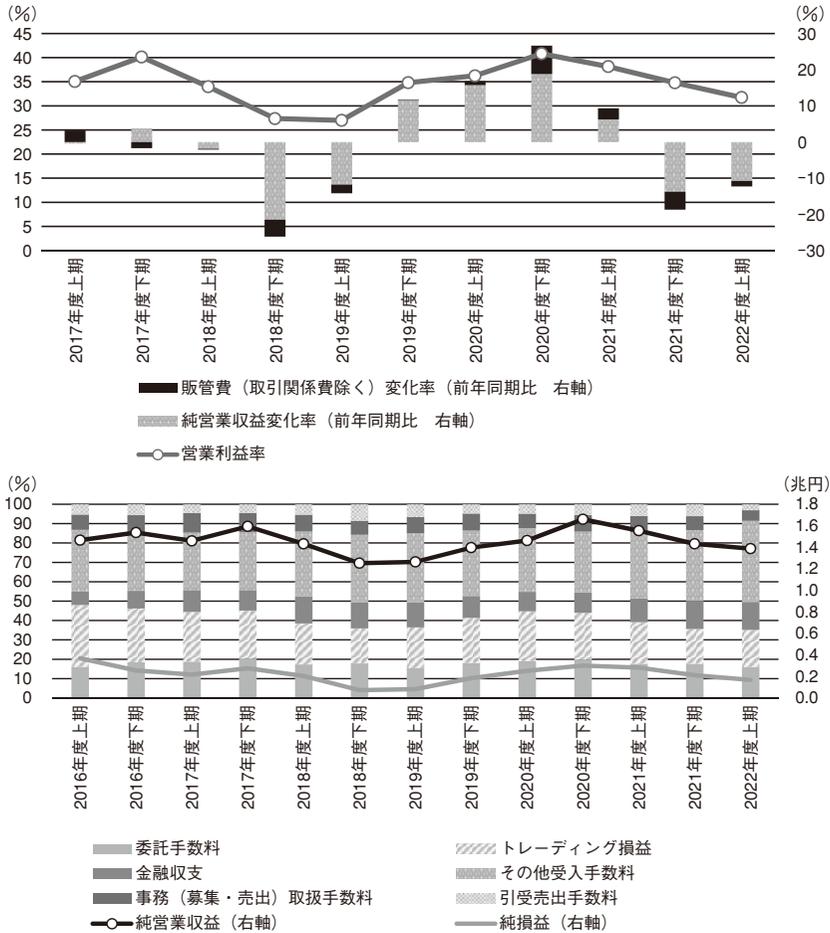
売出手数料が同55%減、募集・売出の取扱手数料が同41%減と前期を大幅に下回ったことが主な理由である。その他の受入手数料は同8%増と前期を上回ったが、全体としては同9%減と前期より減少した。トレーディング損益は同1%増、金融収益も同30%増と前期を上回ったが、受入手数料の大幅な減少を吸収できず、赤字先の比率が上昇したと考えられる。

次に、東京証券取引所総合取引参加者(22/上期で86社)の営業利益率(図表4上図)と決算推移を、半期ごと(16/上期~22/上期)に見ていきたい(図表4下図)。22/上期は前年同期比で純営業収益(事業会社の売上高に相当)、純損益とも、各々▲10.8%、▲40.5%と減少している。純営業収益は、委託手数料(同期の構成比16%)、トレーディング損益(同19%)とともに、各々▲19.6%、

▲20.8%と大幅にマイナスとなった。その一方、その他受入手数料の構成比は22/上期に4割を超え、同9.0%増加した。販売費・一般管理費(取引関係費を除く。以下「販管費」)は同▲1.5%と小幅減に留まり、純営業収益の落ち込みを吸収できず、純損益は同▲40.5%の大幅減益となった。このため、同期の営業利益率は、20/下期の41%の直近のピークから10パーセンテージポイント低下し、32%となった。

図表4下図で16/上期から22/上期の純営業収益及びその内訳項目、販管費の構成比を見ていく。その他の受入手数料(投信預かり資産の代行手数料、M&Aフィー等が含まれる)が16/上期の33%から上昇し、22/上期では初めて40%を超えた。その他の受入手数料が増加した一方で、募集取扱手数料や委託手数料の構成比が低下する中、それらの関係

(図表4) 本邦証券会社の営業利益率(上図)と決算推移(下図)



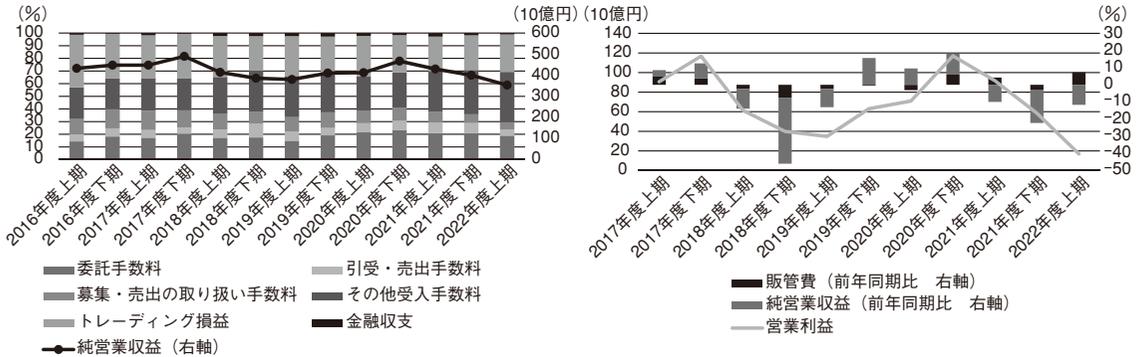
(出所) 東京証券取引所のデータより大和総研作成

費用を削減せずに販管費が横ばいとなったことが営業利益率の低下の要因となっている。

一方、1990年度では営業収益のうちわずか5.7%だった「その他の受入手数料」は、先述したように4割超を占めるようになった。その他の受入手数料にはM&A関係収益、投資信託の委託者報酬、ラップ関係収益、投資一任契約の運用受託者報酬、アドバイザー

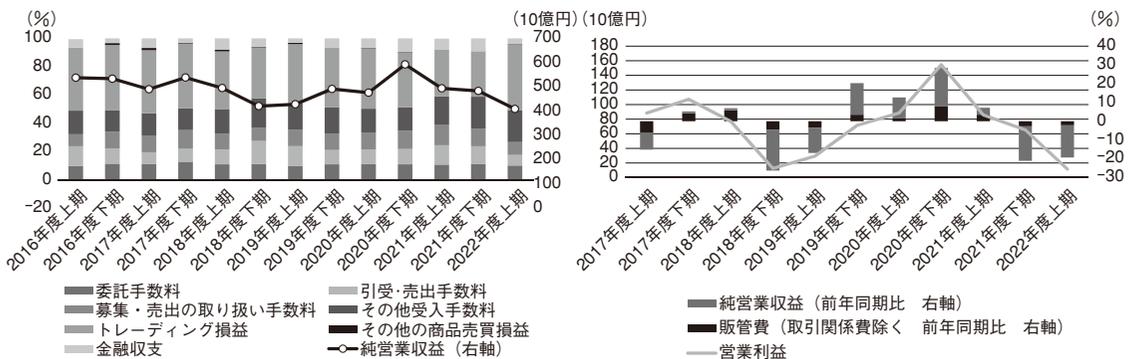
／コンサルティング手数料等が含まれている。日本の証券会社全体では「その他の業務」からの受入手数料が有価証券関連業からの手数料収入とほぼ同水準まで増加している。大手証券会社がラップ口座（投資一任契約）や預かり資産に連動した収入に力を入れ始め、米国のワイヤハウスが10年ほど以前から戦略的に資産管理型中心のビジネスにシフトして

(図表 5) 大手証券会社 2 社の純営業収益の推移 (左図) と営業利益の変動要因 (右図)



(出所) 各社決算データより大和総研作成

(図表 6) 銀行系証券 3 社の純営業収益の推移 (左図) と営業利益の変動要因 (右図)



(出所) 各社決算データより大和総研作成

きたように、本格的にブローカレッジビジネスというフロービジネスから、預かり資産残高連動フィービジネスであるストックビジネスへの移行に取り組んでいる。

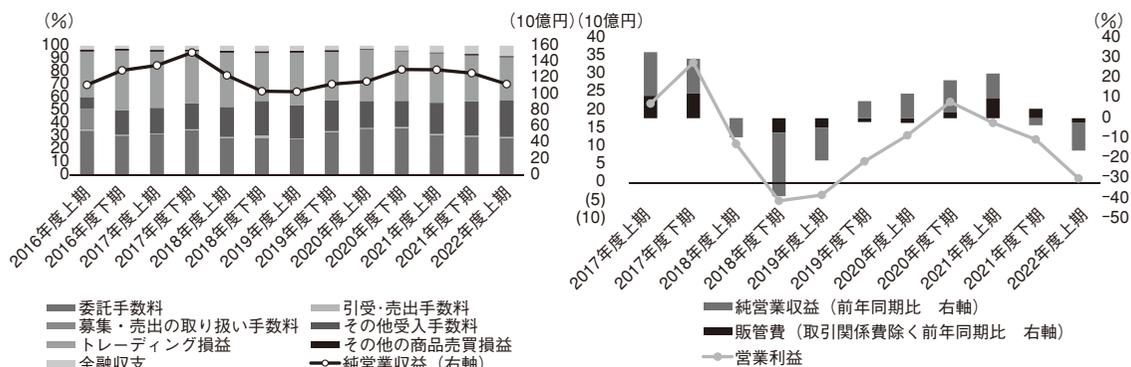
② 本邦証券会社の決算推移(カテゴリー別)

次に、事業規模や特性に応じたカテゴリー別(大手証券^(注1)、銀行系大手証券会社^(注2)、中堅リテール系証券^(注3) / インターネット専業証券^(注4))の四半期決算推移を見ると、

22 / 上期の純営業収益・純損益の傾向には各々特徴がみられる。

大手証券会社(2社の単体ベース)合算の22 / 上期の純営業収益は前年同期比▲12%、営業利益が同▲81.5%と大幅に落ち込んだ(図表5)。世界的な金融引き締めを背景に投資損益の悪化が続き、グローバルにIB需要が枯渇したことが響いた。株式関連のプロダクトでは顧客アクティビティが軟調に推移し

(図表7) 中堅リテール系証券の純営業収益の推移 (左図) と営業利益変動要因 (右図)



(出所) 各社決算データより大和総研作成

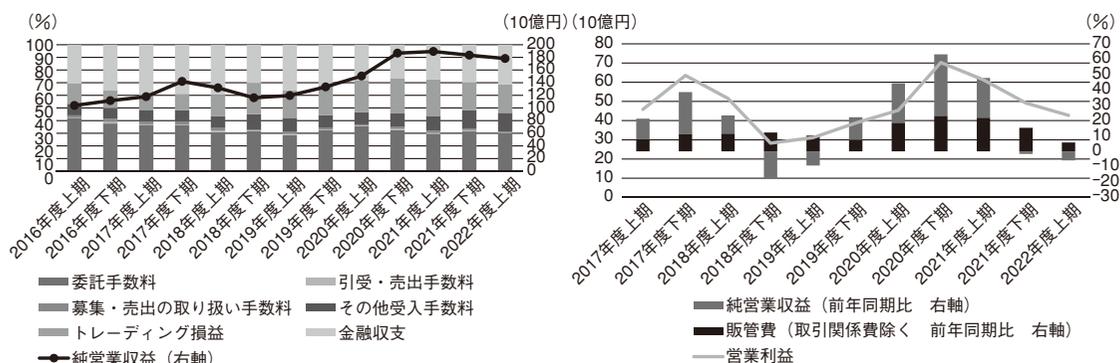
ている。その他受入手数料の比率は初めて40%を超えてきた。

銀行系証券3社合算の22/上期の純営業収益は前年同期比▲17%、同営業利益は同▲87%となった(図表6)。債券取引やIB関連の復調によって、株式取引や投信募集の低迷を吸収。ホールセールでの金利ボラティリティの拡大がFICC業務を支え、M&Aや不動産などIB関連の収益も拡大した。しかし、「ブロックオファー取引」を巡る相場操縦事案の特殊要因が影響し、米国株式の顧客フロー減少や投信募集の悪化が響いた。銀行グループのガバナンスの問題も孕んだ構造的な問題と捉える見方がある。仕組債に関しては、各社とも個人向けの公募を中心に販売を停止している模様である。純営業収益の構成比を見ると、仕組債の販売停止の影響を受けるトレーディング損益の比率が高く、その他受入手数料は低い。

中堅リテール系証券10社合算の22/上期の

純営業収益は前年同期比▲14%、同営業利益は同▲93%となった(図表7)。2022年度第2四半期の営業損益ベースでは10社中5社が赤字に陥った。2022年10月以降の事業環境も厳しい状況が続いている。リテールでは、株式トレーディング損益(外国株)や委託手数料(日本株)が回復している一方、個人売買代金(一日平均、11月第1週まで)は第二四半期比で横ばいの水準であった。金融庁は2022事務年度の金融行政方針にて仕組債の監視を強化する姿勢を示しており、昨年の9月下旬以降、個人向け仕組債の販売停止の動きが各々に波及した。10社では外債・仕組債販売に付随した収益が主に債券トレーディング損益として計上される。10社計では米国株を中心とする外国株取引が株式等トレーディング損益の大部分を占めるが、仕組債の販売自粛・停止の債券トレーディング損益等に与える影響が警戒される。10社計の委託手数料、引受・売出手数料は各々同▲13%、▲19%で

(図表8) インターネット専門証券の純営業収益の推移



(出所) 各社決算データより大和総研作成

あった。2022年度第二四半期の市場環境を振り返ると、東証部門別売買代金（1日平均）の「個人」は前四半期比1%減の1.35兆円。個人の投資家心理は低迷した。ただし、同じ個人を顧客とする「オンライン証券」の株式委託手数料は増加しており、個人投資家がオンラインの利便性に傾注する中、中堅リテール系証券会社のコアの強みが何かを示すことができるかが試されているといえよう。

インターネット専門証券5社合算の22/上期では純営業収益が前年同期比▲6%、同営業利益は純営業収益が減少する中、販管費が増加し、同▲30%となった（図表8）。株式売買代金は増加したものの、無料化対象拡大による委託手数料率の低下により受入手数料は減少してきた。ただし、インターネット専門証券の先物・オプションの委託個人売買代金シェアは、引き続き高水準を維持している。信用取引が収益の軸でもあり、金融収支は信用取引買平残の増加に伴い、拡大している。

もともと金融収支の比率は3～4割程ある。インターネット専門証券では一部の会社で暗号資産関連収益の増加が純営業収益の増加寄与している。米国の暗号資産取引業者大手のFTX等の不正により、暗号資産業界全体の不透明さが残り、トレーディング損益は減少した。

(3) 本邦証券会社における取り組み

本項では、本邦証券会社の足元の取り組みを見ていきたい。

証券業界では市況に依存する収益構造を抱えるため、安定的な収益の割合を拡大させ、コストカバー率を高める取り組みが進められてきた。具体的には、投信の信託報酬や投資一任に係る手数料等、残高比例のフィービジネスに注力している。なお、世界的に金融引き締めが進む中、資産価格の下落局面においてはフィーベース資産の残高が目減りするため、市場要因を完全に排除できない点は注意

が必要である。例えば、安定収益によるコストカバー率（＝投信の信託報酬等÷販売費・一般管理費）の高い会社は経営環境の悪化時にも相対的に安定した業績を期待できる。一方、委託手数料や投信募集手数料といったフロー収益が落ち込むと、多くの会社で損益分岐点を割り込むため、コストカバー率の絶対水準の引き上げも課題といえる。例えば、中堅リテール系証券では、引受業務から撤退等、事業の「選択と集中」が進められている

大手証券は、引き続き、ホールセール分野では、アドバイザービジネスの強化、リスクマネー供給増強、プライベート領域の拡大（非上場企業への投資、オルタナティブ運用等）、外国株ビジネスの強化、DX（デジタルトランスフォーメーション）、サステナビリティへの取組強化などの動きがみられる。リテール分野では、富裕層、資産形成層の双方の特性に応じた取り組みを強化している。ラップ取引の強化、投信に関する手数料体系の複線化（売買手数料／残高手数料）の取り組みがみられる。地域金融機関との協業拡大、スマートフォン専門証券の拡充も行われている。銀行系証券のみずほ証券は10月には楽天証券ホールディングスと資本業務提携を締結し、楽天証券の普通株式（19.99%）を取得した。新たな領域では、STO（セキュリティトークンオフリング）等のデジタルアセットビジネスへの取り組みも行われている。不動産を裏付け資産としたセキュリティトークンの発行が増えている。金融業態を超えた

セキュリティトークンのブロックチェーンを活用した発行・流通プラットフォームの競争が激化している

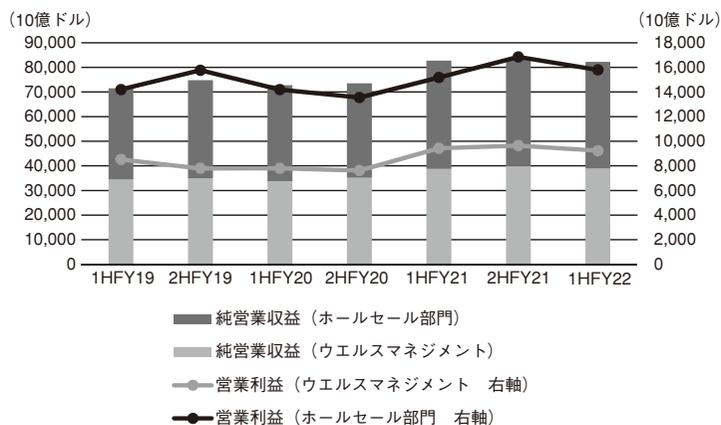
インターネット専門証券は、米国株取引サービスの拡充、ロボアドバイザーやポイント投資サービスの提供等による顧客基盤の拡大を進めている。投信積立設定口座数・残高と取扱商品の数量及びiDeCo口座数・残高でも相対的にアドバンテージがある。このため新NISAの導入が追い風になる可能性がある。期待される暗号資産取引事業では、米国の暗号資産取引業者大手のFTX等の不正により、暗号資産業界全体の不透明さが残り、同事業の寄与が低下する可能性が想定される。

また証券業界全体として、2022年においてもサステナブルファイナンスの推進など、脱炭素（グリーン）社会の実現に向けた「持続可能な開発目標（SDGs）」達成への取り組みが引き続き図られている。2021年の日本国内で公募されたSDGs債発行額^{（注5）}は、約2.9兆円（前年約2.2兆円）、2022年1月～9月まででは既に前年を上回る約3.0兆円となっている。証券業界がサステナブルファイナンスの推進等を通じてSDGsの達成に向けて果たす意義は大きく、引き続き更なる取り組みが期待されよう。

■ 3. 米国証券会社の経営動向

本節では、米国証券会社の経営動向を見ていきたい。

(図表9) 米国大手証券(ワイヤハウス4社)の純営業収益と営業利益の推移



(出所) 各社決算データより大和総研作成

(1) 米国証券会社の決算動向

米国証券会社の22/上期決算(1月~6月)推移における特徴をカテゴリー別(大手証券(注6)/対面系リテール証券(注7)/オンライン証券(注8))を見ていきたい。

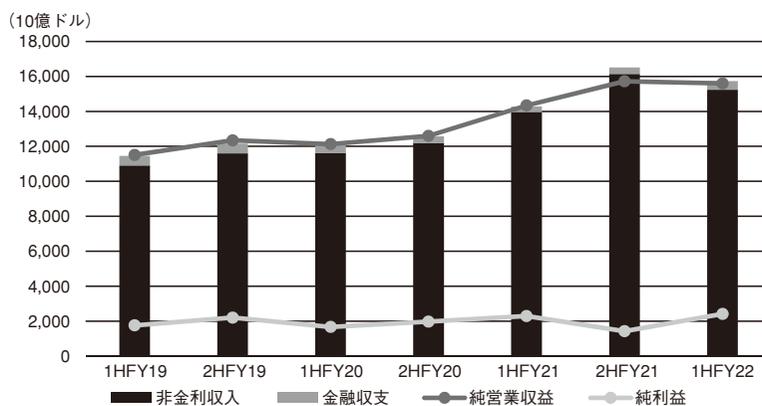
大手証券(ワイヤハウス4社)合算の22/上期では純営業収益は前年同期比▲0.5%、同営業利益は同▲1.5%となった(図表9)。21年度には全体の純営業収益、営業利益とも2桁増であったが、ホールセール部門の純営業収益、営業利益とも前年同期比マイナスに落ち込んだ影響が大きい。ホールセール部門の大幅な増益の要因となったSPAC(注9)のIPO拡大による株式引受収入の増加、顧客取引の活発化による株式トレーディング収入の増大という寄与が消滅した。IB手数料(M&A、ECM、DCM)が低迷した。FICCのトレーディングは堅調を維持しているが、株式トレーディングが低迷した。その一方、ウェル

スマネジメント(WM)は顧客資産の流入が続いた。WM部門では厳しい環境下でも顧客資産を順調に獲得できているといえよう。

対面系リテール証券3社合算の22/上期純営業収益は前年同期比で8.8%増、純利益は5.0%増と、前期までの2桁の伸び率は達成できなかったものの、増収増益となっている。金利が上昇する中においても、資産管理型中心のビジネスの収益を基盤として、組織的なバックアップもあり、投資アドバイザーが市場のボラティリティの預かり資産への影響をコントロールしながら、収益の落ち込みをミニマイズしていると考えられる。さらに投資アドバイザーが退職後の資産形成とともに保険のソリューションも提供しているため、商品の多様さによる一定の水準の収益維持につながっている。

オンライン証券は、22/上期の純営業収益は前年同期比3.9%、同税引前利益は同7.5%

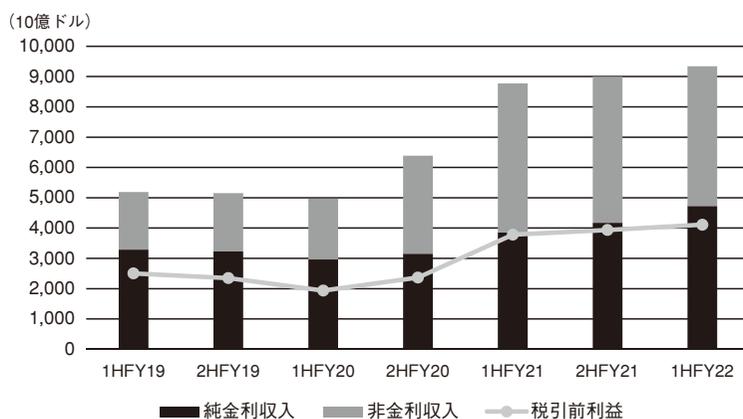
(図表10) 米国対面系リテール証券（3社）の純営業収益と営業利益の推移



(注) レイモンド・ジェームスは9月決算

(出所) 各社決算データより大和総研作成

(図表11) 米国オンライン証券（1社）の純営業収益と営業利益の推移



(出所) 各社決算データより大和総研作成

増と、前年の2桁の伸び率には及ばないものの増収増益となった。株式売買が減退する中、売買純営業収益では金利収入が増加したことが寄与した。金利収入は、買収前は6割前後の水準を維持していたが、2021年度の上半期ごろから2020年9月に買収したアメリートレードが非金利収入に寄与し始め、直近では5割

弱に低下している。

米国と日本を比較すると、共通してFICC以外のホールセール分野の収益の減退が顕著になってきている。またリテール分野については、米国ではフィデューシャリー・デューティ、ベストインタレストなどの投資家保護の規制が強化され、投資アドバイザーの高

度化を伴う資産管理型中心のビジネスモデルへのシフトが着実に進んでいる。日本では、大手証券会社がその他の受入手数料の比率を上昇させているものの、銀行系、中堅リテール系の証券会社の同手数料の比率はそれほど上昇していない。

(2) 米国証券会社の取り組み（進む預かり資産ビジネスへのシフト）

米国のブローカレッジ市場とウェルス・アドバイザー市場は、2020年では各々14兆ドル、15兆ドルと半々となっている。ブローカレッジ市場は、直近10年間では低下傾向にあり、90%はインターネットあるいはスマートフォン等オンラインのデジタル投資プラットフォームに移行している。ただし、オンライン証券単体のビジネスモデルの収益性は極めて低くなっている。このため、米国ではオンラインチャネルを特殊な事業領域とは位置づけず、対面アドバイス、コールセンター、職域ビジネスとその他の販売チャネル及び事業との融合を目指す中で有用なものとしている。顧客の販売チャネルの選択肢を増やすことで自社の販売チャネル全体の魅力を増し、販売チャネル全体で収益性を高めていく戦略である。例えば、オンライン証券のアメリトレードは2020年9月にチャールズ・シュワブに買収され、同じくイー・トレードは2020年10月にモルガン・スタンレーに吸収された。リテール証券会社が預かる顧客の総合証券口座の余資を、グループ内（あるいは提携先）の銀

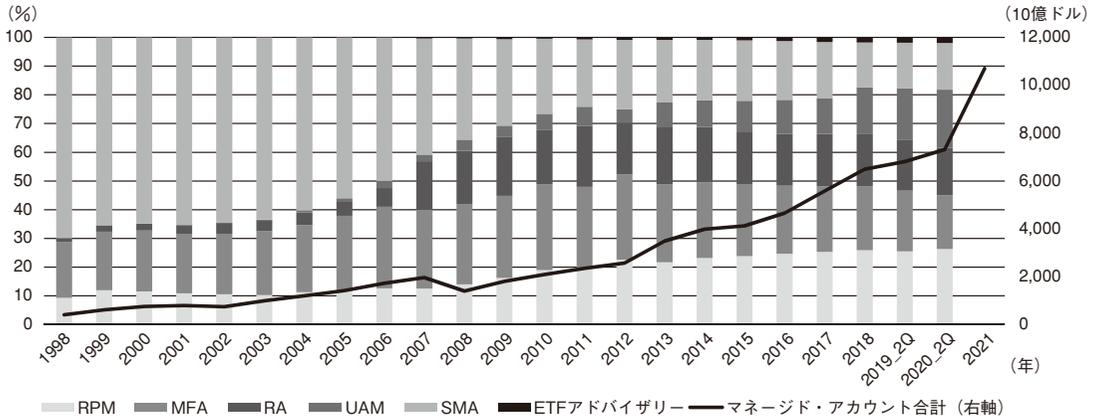
行口座にスイープし、こうして獲得した預金を短期市場金利で運用して得られる運用利ざやを原資として、顧客に委託売買手数料の無料サービスを提供した。米国のリテール証券が委託売買手数料を無料化できるもう一つの原因は、顧客の注文回送から得られるリベート（キックバック）である。こうしたリベートは、ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）と呼ばれる。

ウェルス・アドバイザー市場はフィデューシャリー・デューティ+手数料ベースでのビジネスモデルが成長のドライバーである。伝統的ブローカーディーラーはウェルス・アドバイザーに転換。個人投資家は投資アカウントのトータルコストに敏感で、ポートフォリオの中身を低い手数料で優遇税制商品（ETF、SMA等）を選択する傾向にあり、アドバイザー手数料を稼ぐために、フィナンシャル・プランニングなど包括的なウェルス・マネジメントの提供が必要となる。

この中心となる米国のマネージド・アカウント（以下、MA）とは、これまでのブローカレッジのアカウント（証券口座）ではなく、投資アドバイザーのアカウント（証券口座）を指し、そのアカウントには商品・サービスの組み合わせによって異なった手数料体系が適用される、様々な種類のアドバイザー・プログラムが付与される（図表12）。

MAの残高が1兆ドルを突破した2004年から2021年までを時系列で見ると、2009年のリーマン・ショック以降、成長のスピードが増

(図表12) 米国マネージド・アカウント (MA) の多様化・拡大 (上) と各MAの説明 (下)



(出所) Cerulli Associates, Money Management Institute (MMI) のデータから大和総研作成

	手数料率	投資一任	残高フィー	投資助言	アドバイザー	概要
SMA	14	○	○			サードパーティと関連のアセットマネージャーが顧客との投資一任契約で顧客資産の運用・管理 (=モデル・ポートフォリオ) を行うアカウント。一人のサードパーティFMによる戦略 (投資対象はミューチュアルファンドのみではない) は個別顧客口座ごとに有する (日本のラップ口座類似)。口座管理料、ブローカレッジ手数料等はMSが徴収。
MFA	—		○	○*		顧客が体系的に幅広いミューチュアルファンド (のみ) の中から運用資産アロケーションを可能とするアカウント。投資判断は顧客が実施 (投資一任の商品も存在)。
UMA	97	○*	○	○*	○	顧客にSMA、ミューチュアルファンド、ETFのすべてを一つの口座内で一緒に提供できるアカウント。投資判断と裁量権限は、顧客、ファイナンシャル・アドバイザー、ポートフォリオ・マネージャーのいずれかによって執行される。投資助言はMSのコンサルグループがオーバーレイ・マネージャーとして行い別途手数料がかかる。ファンドラップの商品特性も有する。タックスアドバイザー等の非金融アドバイスを含む。
RA	93.5		○	○*	○	投資判断は顧客の承認が必要であり、ファイナンシャル・アドバイザー (FA) による当該顧客の口座、投資に対する変更は、その都度、顧客の承認を得る義務があるアカウント。
RPM	83.5	○	○	○	○	FAが裁量権を持ち (クライアントによって契約上承認されている)、個々の変更に対するクライアントの承認なしで、継続的な投資決定を行うことができるアカウント。

(注) 表中の手数料率はベース・ポイント (bps) であり直近2年分の平均。

(出所) モルガン・スタンレー2021年Form10-Kから大和総研作成

し、2021年には10兆ドルを超えた。2004年から2021年の期間の年平均成長率は12%を記録した。MAの種類別では、比較可能な2004年から2020年 (第2四半期末) までの年平均成長率で見ると、高い順にユニファイド・マネージド・アカウント (以下、UMA) 42%、レップ・アズ・アドバイザー (以下、RA)

24%、レップ・アズ・ポートフォリオマネージャー (以下RPM) 20%、ミューチュアル・ファンド・アドバイザー (以下、MFA) 12%、SMA 5%となる。2020年 (第2四半期) の種類別構成比では、RPMが26%まで上昇し、UMAが20%を超えた一方、RAは16%と前年より低下、MFAが19%と20%を下回り、

SMAが16%と2017年に20%を下回ってから横ばいとなった。このような種類別の動向の背景には、図表12（下）が示すように、「アドバイザー」のサービスが付随するMAであるRPM、UMAが全体の残高を成長させるドライバーになっていることがあると考えられる。両MAの手数料率で見ても相対的に高い水準を維持している。

■ 4. 2023年における本邦証券会社の経営展望

最後に2023年における本邦証券会社の経営について展望してみたい。

2023年の内外株式市場は、かなりボラティルになっていく可能性が高い。年初時点では新型コロナウイルスの感染が国内外で再度拡大しており、引き続き新型コロナによる影響に注意が必要な状況となっている。一方、米欧では、インフレへの減退の期待が高まっているものの、インフレの進行が長期にわたり、利上げ等の金融引き締めが継続し、世界同時不況の懸念が払しょくされておらず、グローバル市場への影響も懸念される局面は昨年以上に考えられる。

本邦証券会社においては、顧客本位の営業体制の確立、仕組債の販売自粛、政府が掲げる資産所得倍増プランにより新NISAが2024年から導入される予定である。リテール分野では、顧客本位の営業体制の下、長期的な資産形成の支援を通じた顧客基盤の拡大と預か

り資産残高の推進が一層重要となる。ホールセール分野では、機関投資家向け事業において、過大な装置産業化を回避するための固定費削減がより一層重要となつてこよう。当然ながらホールセール分野でも金利が上昇する中、企業の経営環境に即した資本市場調達やM&Aニーズへの機動的な対応が重要で、引き続き強化すべき方向性であろう。ホールセール分野もリテール分野も顧客本位の営業体制を強化しつつ、アドバイスの質を高めていくことが重要となろう。同時に、顧客のニーズを常に把握できる仕組みを構築して顧客ニーズとアドバイス、ソリューションを効率的につなげることも必要である。顧客本位の営業体制が強化されていく中、その体制強化と生産性の両立に中長期的に取り組んでいくことが重要であろう。

【参考文献】

- ・投資信託協会「松谷会長記者会見の概要」2022年12月13日
- ・清水葉子「アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル」証研レポート（2020年6月）1720号
日本証券経済研究所

- (注1) 野村証券、大和証券（単体）
- (注2) SMBC日興証券、みずほ証券、三菱UFJ証券ホールディングスの3社（連結決算ベース）
- (注3) 岡三証券グループ、丸三証券、東洋証券、東海東京フィナンシャルHD、光世証券、水戸証券、いちよし証券、極東証券、岩井コスモHD、アイザワ証券グループ
- (注4) SBI証券、auカブコム証券、松井証券、マネ

-
- ックスグループ、楽天証券の5社
- (注5) 発行体によりグリーンプロジェクト、ソーシャルプロジェクト、サステナビリティプロジェクトへの資金充当が公表された、日本国内で公募されたSDGs債（日本証券業協会の集計による）
- (注6) ワイヤハウスと呼ばれる4大大手証券：
Morgan Stanley、Bank of America (Merrill Lynch)、UBS、Wells Fargo
- (注7) 対面系中堅リテール証券3社：Ameriprise Financial、Edward Jones、Raymond James
- (注8) オンライン証券（インターネット証券）：
Charles Schwab。2020年10月にCharles Schwabが買収完了
- (注9) 特別買収目的会社 (Special Purpose Acquisition Company)

