

2026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



本稿では2026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2025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、2026年における本邦証券会社の経営について展望したい。

■ 1. 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、投資信託（投信）等の市場動向を確認した上で、本邦証券会社の2025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。

〈目次〉

1. 本邦証券会社の経営動向
2. 米国証券会社の経営動向
3. 2026年における本邦証券会社の経営展望

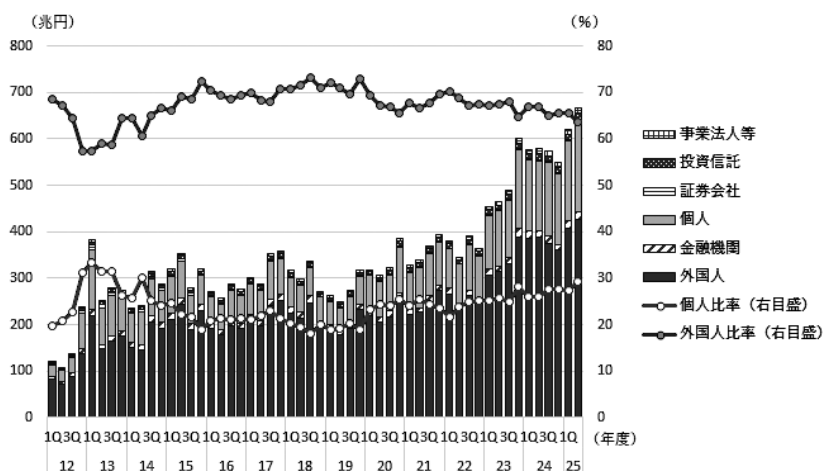
(1) 本邦証券会社に関わる市場動向

① 株式売買代金の動向：2025年度第2四半期の個人の売買代金比率は過去最高の水準

まず、株式売買代金の動向について見ていく（図表1）。日本の2市場（東京証券取引所（東証）と名古屋証券取引所（名証））の年間合計（自己売買部門を除く売買総額）では、2024年度（2024年4月から2025年3月）の株式売買代金は前年度比44.0%減少した。2023年度の前年度比36.5%増と比較すると大幅な低下となった。

一方、2025年度上期（2025年4月から9月）の前年同期比は11.6%の増加となった。図表1で2025年度の四半期ごとの主体別売買代金比率を見ると、外国人比率は2025年度第1四半期、第2四半期はそれぞれ65.6%、63.8%となった。個人の比率は第1、第2四半期はそれぞれ27.4%、29.3%となった。外国人比率は2024年度第2四半期の67.0%でピ

(図表1) 株式売買代金動向 (東証と名証合計の売買総額 四半期ベース)



(出所) 東京証券取引所・名古屋証券取引所のデータより大和総研作成

ークアウトして低下している。個人の比率は2024年度の第3四半期から27.0%台を維持し、2025年度第2四半期に29.3%と30%に迫る水準となった。

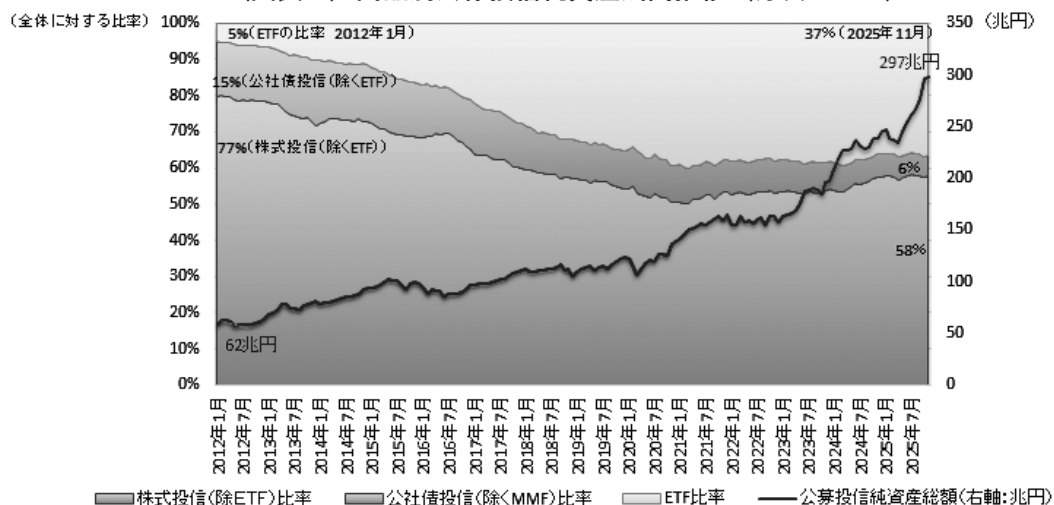
② 投信市場の動向

NISAへの資金流入は前年より低い水準だが純資産総額の過去最高を更新

次に投信市場について、公募投信の純資産総額推移(図表2)を見ると、2025年11月末では297.3兆円(前年同月末238.0兆円、同比+24.9%)と過去最高の純資産総額となった。その内訳は、株式投信(除くETF)171.8兆円(同+24.9%)、公社債投信16.6兆円(同+26.0%)、と、いずれも過去最高となった。これらの数値を踏まえて、2025年全般を振り返れば、投資信託協会(投信協会)の松下会長は「NISAに関しては口座数の伸びが滞っ

たが、投信においては、公募株式投信(除くETF)では30ヵ月連続で資金流入超となるなど、継続的に資金が流入していること等から、国民全体が投資に対して前向きな捉え方をしていた年であった」(2025年12月12日の定例会見(以下、会長発言は同定例会見による))としている。つまり、「貯蓄から投資へ」の動きや資産運用・資産形成の流れがようやく軌道に乗った1年であったと言えよう。2年目を迎えた新しいNISAへの資金流入については、開始された2024年は15.3兆円であったが、2025年11月時点(累計)では12.8兆円と前年よりも低い水準にとどまった。ただし、NISAの買付額については、2025年3月末時点で59.2兆円に上っており、政府の「新しい資本主義実現会議」が「資産所得倍増プラン」として掲げた目標(56兆円)を既に達成した。その意味では順調と言

(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

えよう。一方、口座数は、今年6月末時点で、約2,700万口座と全人口の約4分の1の水準まで達している。2027年末までに3,400万口座を目指すとする政府目標には700万口座不足しているが、これ以上口座を増やすとすれば、新たな制度の拡充が必要となる。

投信委託会社の既存のアクティブ型ファンド中心のビジネスモデルへの懸念

さらに、投信委託会社の既存のアクティブ型ファンド中心のビジネスモデルへの懸念も表明している。投信協会の資料(「数字で見る投資信託」2025年12月11日)で確認すると、2025年においても引き続きインデックス型ファンドの伸長が著しく、2025年11月末の純資産総額は176.6兆円、株式投信に占める比率62.9%と過去最高となった。この比率は2024年2月から継続して6割を超えている。同資料で初めて公開された2017年6月末では

37.5%であった。これについて、投信協会会長は2025年の定例会見では、「『如何にして健全な形で利益を上げ、健全な業界にしていくか』というのが大きなテーマの1つである。」とし、投信委託業界のビジネスモデルの構造的な課題に触れている。構造的なコスト面の課題として「運用成績が芳しくないファンド(不芳ファンド)の償還や併合をどのように促進していくかといった課題に対しては、投信法の規制をさらに緩和することで、償還・併合がしやすい環境を整えるといったことも考えられ」としている。「また、ファンド運営に関する事務作業等を統一化・標準化することで、経費を減らすといったことも大きなテーマである」としている。

暗号資産の投信への組み入れを含めてETF市場のポテンシャルをいかに引き出すか

2025年11月のETFの純資産総額も108.8兆

円（同+25.8%）となり、同年10月の過去最高に次ぐ水準となった。同年6月には、過去最高（2024年6月89.6兆円）を上回る92.3兆円と90兆円を超え、さらに勢いは止まらず2025年10月に109.8兆円と100兆円を超えて過去最高となった。これによって、2025年10月の公募投信純資産総額に占めるETFの比率は37%と2012年1月の5%の7倍超の水準となった。同比率において、株式投信（除くETF）が同58%であり、2012年1月に77%であったことを考えるとETF市場は着実に拡大している。日本のETF市場のポテンシャルは、米国と比較すれば依然拡大の余地は大きいと言えよう。これは、投信協会長が2024年の定例会見で「ETFは、コストが比較的低いし、時価で取引できるという、本来使い勝手の良い商品であるにもかかわらず、認知されていない」との発言に表れていると言えよう。加えて、米国との比較については、「米国ではミューチュアルファンドと比べてETFに有利な税制となっている一方で、日本では他の金融商品と変わらないということもあるため、税制面での優遇措置があれば状況が変わってくる」と言及している。新たなアセットクラスとしての暗号資産については、そもそも「暗号資産が何たるか」を説明するのは難しいが、金融庁により第6回金融審議会「暗号資産制度に関するワーキング・グループ」（2025年11月）が開催され、与党税制調査会でも検討が進められており、2026年にも金商法を改正し、金商法の対象となる

見込みが高まっている。これを受け、実際に投信への暗号資産の組み入れを検討している資産運用会社もあるが、当初は暗号資産ETFによる組み入れが現実的である。この観点からもETF市場の日本での発展には注目していく必要がある。

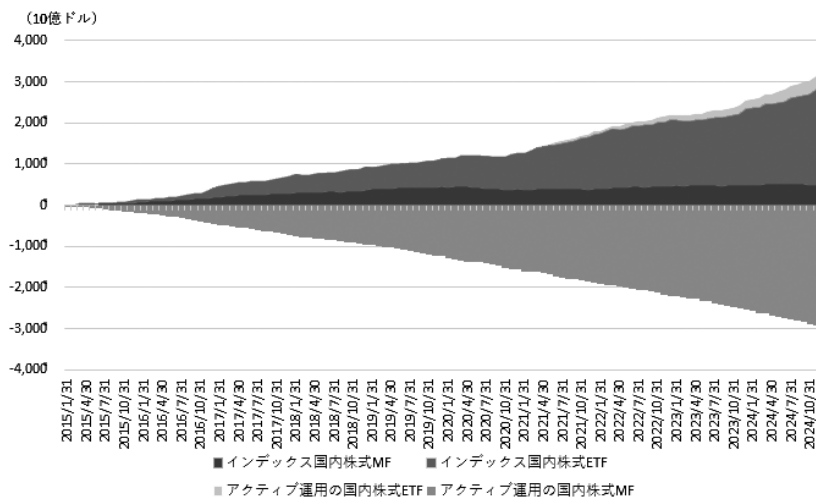
米国ではミューチュアルファンドからETFのシフトが大幅に進展している

ちなみに米国では、ミューチュアルファンドからETFへの資金流入が続いている。インデックス国内株式ミューチュアルファンドとETFは、インデックススペースの投資商品に対する投資家の需要が全体的に増加したことから特に恩恵を受けている。2015年から2024年にかけて、インデックス国内株式ミューチュアルファンドとETFは2.9兆ドルの純流入となった一方、アクティブ運用の国内株式ミューチュアルファンドは3.0兆ドルの純流出となった（図表3）。インデックス国内株式ETFは急速に成長し、2015年以降の累計で、インデックス国内株式ミューチュアルファンドと比較すると、その純流入額はほぼ5倍となっている。

③ リテール向け投資一任契約商品（ファンドラップ）の動向

2024年9月、「顧客本位の業務運営に関する原則」が改訂され、「プロダクトガバナンスに関する補充原則」が追加され、顧客本位の営業体制が一層強化されるようになり、金融当局からは金融商品を個別に提供するプロ

(図表3) 米国のETF市場とミューチュアルファンド市場におけるアクティブ国内株式ETFの増加



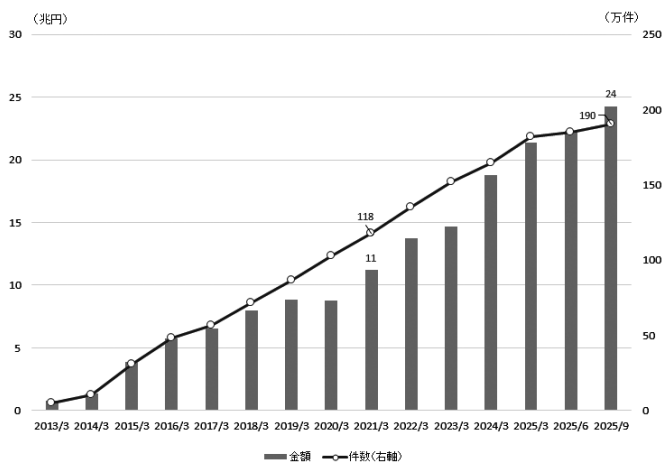
(出所) 米国投資会社協会 (The Investment Company Institute (ICI)) 「2025 Investment Company Fact Book」のデータより大和総研作成

ダクトアウト型の販売スタイルからの転換が求められている。このため大手証券会社だけでなく、中小証券会社においても、資産管理型中心のストック型（預かり資産残高ベース）のビジネスモデルを目指す傾向が戦略的に強まっている。このため、図表4に示す通り、投資一任契約におけるラップ業務の契約金額、件数ともに順調に伸びており、市場が拡大している。契約金額では、2024年度（2025年3月末）は前年度比13.4%増の21.3兆円、契約件数では10.6%増の182万件になった。直近5年間（年度ベース）で契約金額では年平均8.9%増、契約件数では年平均5.7%増となった。この結果、2021年3月末の11.2兆円から2025年3月末には21.3兆円と約2倍の水準となっている。契約金額では、2025年9月末には24.2兆円となり、2025年3月末比

13.9%増と高い成長となっている。契約件数では、同190万件となり、同4.5%増となった。

米国のリテール向け投資一任契約商品であるマネージドアカウントを見ると、2010年代に大きな成長を見せた。2010年にはマネージドアカウントの残高は2兆ドルであったが、2023年には11兆ドルとなり5倍以上となった（図表5）。その背景にはロードのミューチュアルファンドの個人投資家への訴求力がなくなり、ノーロードにシフトしていったことがある。その一方、マネージドアカウントのアドバイザーシェア（フィナンシャル・アドバイザー・フィーベース・プログラム向け）にはロードはなく、運用費用（日本の信託報酬）の負担はあるが、それに加えて資産ベースの年間のアドバイザーフィー（投資顧問料、投資助言サービス料（フィナンシャル・

(図表 4) 投資一任契約におけるラップ業務の契約残高・件数の推移



(出所) 日本投資顧問業協会のデータより大和総研作成

アドバイザーへの報酬)、資産残高連動フィー、口座資産管理、パフォーマンス報告、関連会社を通じての取引執行手数料などが含まれる手数料)が請求される。加えて、プラットフォーム手数料なども資産残高連動フィーとして請求される。このように、マネージドアカウントのアドバイスの手数料率の維持は、ミューチュアルファンドの普及時期にも見られた手数料の維持と同様、販売する側からすればインセンティブが確保されて販売しやすい状況にあったと考えられる。

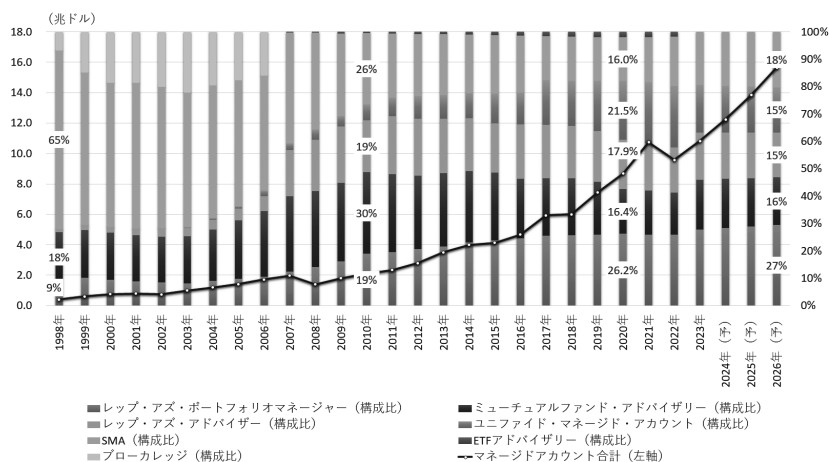
(2) 本邦証券会社の決算動向

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。東京証券取引所総合取引参加者(2025年度上期で85社。その内、当期純損益ベースの黒字

は76社)の営業利益率(図表6上図)と、純営業収益の内訳と純利益の推移を、半期ごと(2016年度上期?2025年度上期)に見ていきたい(図表6下図)。2025年度上期は、前年同期比で純営業収益が0.8%の増加となったが、純利益は▲9.7%となった。純営業収益の内訳を見ると、委託手数料(同期の構成比16%)、トレーディング損益(同12%)が各々、前年同期比6.9%増、同▲29.4%となった。その他受入手数は前年同期比14.4%(前期は16.2%)と前期に続き2桁の増加を維持し、純営業収益全体に占める構成比は44%と過去最高となった。販売費・一般管理費(取引関係費を除く。以下「販管費」)は同3.6%増加し、純営業収益が同0.8%と微増であったため、販管費の増加分を吸収できず営業利益は同▲2.9%の減益となった。このため、同期

(図表 5) 米国のマネージドアカウント市場の成長



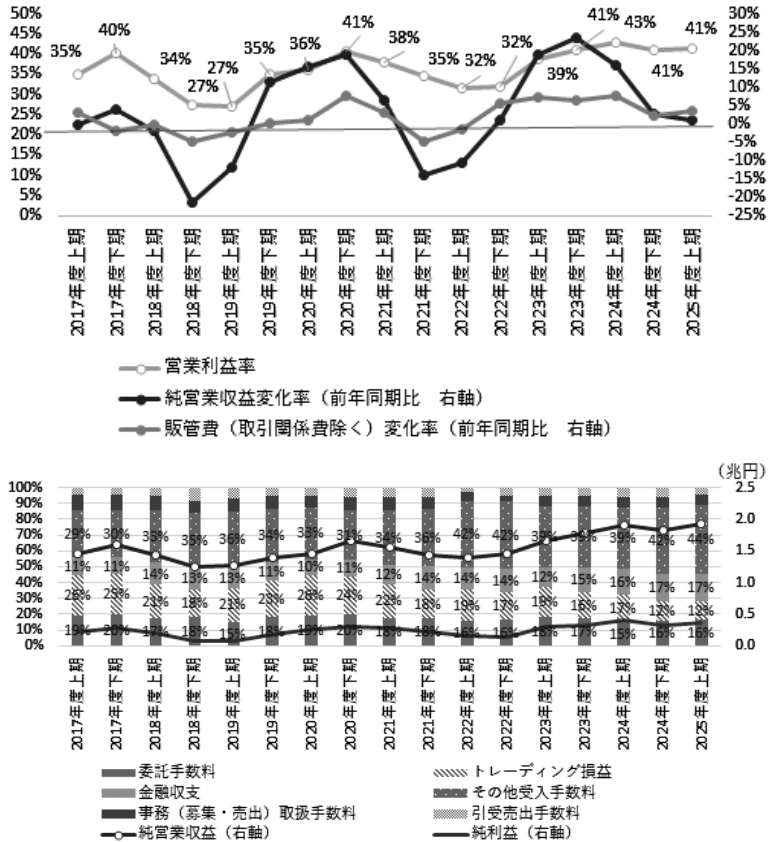
(出所) Cerulli Associatesデータより大和総研作成

の営業利益率は、前年同期の過去最高の43%から41% (同▲2%ポイント) となった。

図表6下図で2016年度上期から2025年度上期の純営業収益及びその内訳項目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)」は2025年度上期で44%と過去最高の構成比となった。「その他の受入手数料」は1990年度では営業収益のうちわずか5.7%だったが、これが4割以上を占めるようになったのである。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、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。対面でのビジネスが中心の中堅証券会社も同様である。この背景には、規制面における顧客本位の業務

運営の組織的な対応を求めるプロダクトガバナンスの導入が進んでいることがある。2024年9月に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂版において、プロダクトガバナンスに関する補充原則が新たに追加された。さらに、2025年の7月「リスク性金融商品の販売・組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果」では、「顧客本位の業務運営に関する原則」及び各種規程等を踏まえ、「プロダクトガバナンス態勢」に関しては、特に顧客の最善の利益に適う金融商品の組成・導入・改廃の取組状況に、「販売・管理態勢」に関しては、特に顧客の資産状況、取引経験、知識、取引目的、ニーズ等に適う金融商品の推奨・販売、販売後のフォローアップの取組状況に着眼して検証する必要があるとしている。これによって、株式、債券、投資信託、仕組債等の金

(図表6) 本邦証券会社の営業利益率(上図)と純営業収益内訳と純利益の推移(下図)



(出所) 東京証券取引所のデータより大和総研作成

融商品を個別に販売するプロダクトアウト型のマーケティング手法が難しくなり、コンサルティング、アフターフォローを含むポートフォリオ提案を踏まえたマーケットイン型の顧客本位のマーケティング手法が金融機関に求められている。

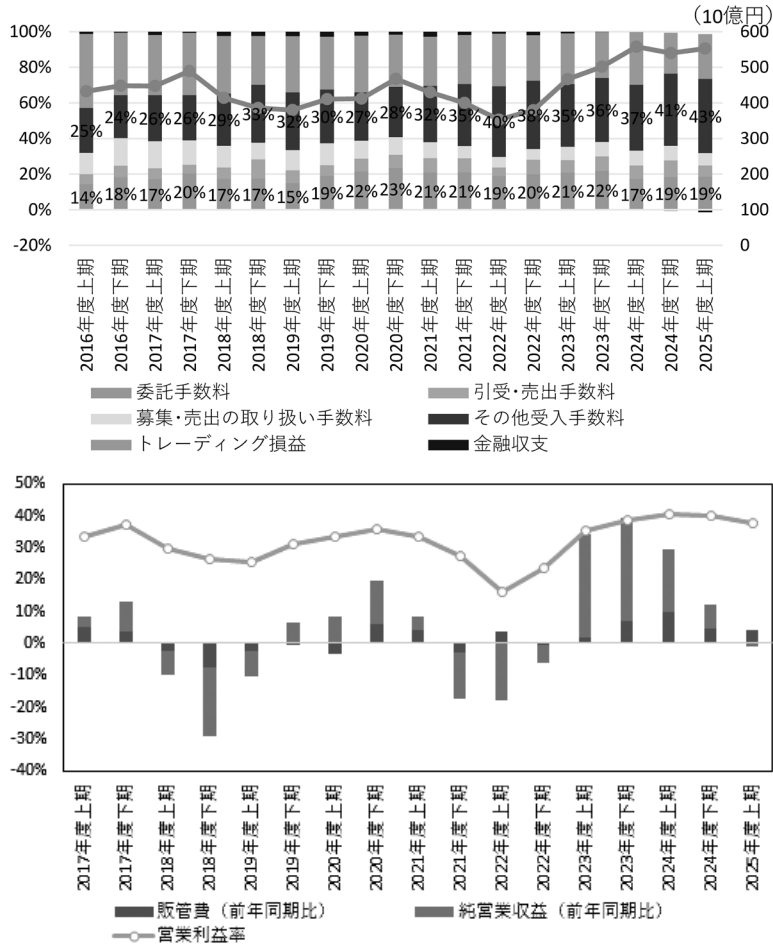
② 本邦証券会社の決算推移(カテゴリー別)

次に、事業規模や特性に応じたカテゴリー

別(大手証券^(注2)、銀行系大手証券^(注3)、中堅リテール系証券^(注4)、インターネット専業証券^(注5))の四半期決算推移を見ると、2025年度上期の純営業収益・純利益の傾向には各々特徴が見られる。

大手証券(2社単体ベース)合算の2025年度上期の純営業収益は前年同期比▲0.9%となり、販管費の伸び(同4.1%)を吸収しきれず、営業利益は減少した(同▲14.2%)。営業利益率は37.5%(同▲3.0ポイント)と

(図表7) 大手証券2社の純営業収益の推移(上図)と営業利益率の変動要因(下図)



(出所) 各社各年度の決算データより大和総研作成

なった(図表7)。野村証券(単体)を見ると、その他の受入手数料(2025年度上期の構成比42%)は同11.2%と2桁増となったものの、引受・売出手数料(同期の構成比5%)と募集・売出の取り扱い手数料(同期の構成比8%)が各々同▲34.2%、▲18.6%となったことで、純営業収益は同▲4.9%となった。これに加え、販管費は4.7%増となり、営業

利益は同▲27.4%となった。この結果、2025年度上半期の営業利益率(純営業収益に対する営業利益率 以下同様)は36.3%と前年同期の42.1%から▲5.8%ポイントとなったが、他のカテゴリーよりも高く、安定した水準を維持している。同社の純営業収益は2023年度、2024年度と大幅な伸び率を記録しているため、その反動もあったと考えられる。その

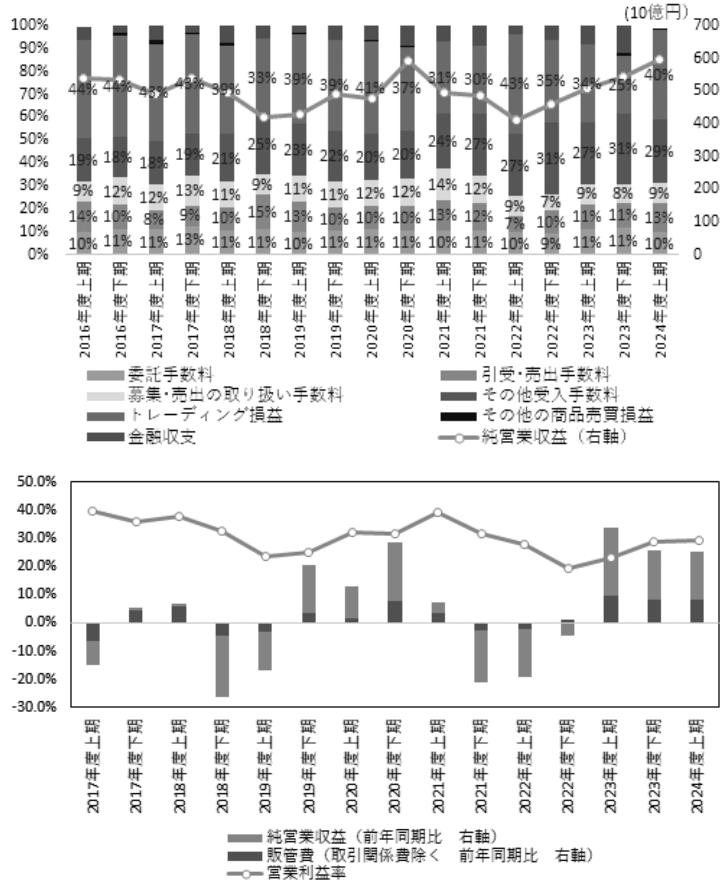
一方、2社合算でみると、資産管理型ビジネスモデル（＝ウェルスマネジメント）へのシフトを示す「その他受入手数料」が前年同期比14.0%増となり、構成比は43%となった。前期（2024年度下期）は既に41%と、2022年度上期以来の40%台に回復しており、2半期続けて40%台となった。ウェルスマネジメントの強化では、提案プロセスにおける最適なポートフォリオの提示と顧客ごとに異なるポートフォリオを管理するコンサルテーションと、販売後のフォローアップの質が重要となる。そのためには、顧客ごとのリスク許容度、資産形成目的の把握などの顧客データの把握、蓄積、アップデートが重要となる。加えて、資産運用機能を担う部署、アセットマネジメント会社では、顧客のリスク許容度に合わせた、CIO（チーフインベストメントオフィス）機能つまり、モデルポートフォリオの組成力（ハウスビュー、アセットアロケーション（ストラテジック＋タクティカル・アセットアロケーション）、資産運用商品の中立的な選択等）、管理力が重要となる。プロダクトガバナンスの規制強化においても、これらの機能を組織的に構築できるアセットマネジメント機能を伴うウェルスマネジメント会社が求められている。大手2社は、これらのウェルスマネジメント・ビジネス強化に必要な組織的な対応が可能な規模と能力を備えていると言えよう。加えて、グローバルマーケット部門とリテール部門の連携を深めたり、金利上昇下において収益の上昇が期

待できるバンキング部門を、これまで以上に富裕層を対象として展開したりして、ウェルスマネジメント・ビジネスを強化している。

銀行系大手証券3社合算の2025年度上期の純営業収益は、前年同期比1.7%増となった。営業利益は、販管費が同0.5%増となり、同4.1%増となった。営業利益率は同1%ポイント高い30.1%となったが、大手証券会社2社より、営業利益率は低い水準にある。確かに、銀行系大手証券3社においても資産管理型ビジネスモデルへのシフトを示す「その他受入手数料」が前年同期比28.3%増加し、構成比も同6%ポイント上昇し、35%となった。ただし、3社の中で、その他手数料収入の構成比には、差が出ている（SMBC日興証券44%、三菱UFJ証券ホールディングス36%、みずほ証券27%）。銀行系大手証券会社が属するメガバンクは、円貨金利の上昇が続く中で、国内の預金基盤の拡充のためにリテール戦略を強化している。特に、メガバンクが傘下に置く銀行、証券、信託一体で注力しているウェルスマネジメント・ビジネスは、資本ライト（資本の負担が重い（資本ヘビー）銀行の預金・貸出業務と比較して資本負担が軽い）手数料ビジネスの中心と位置付けられている。このためCIO機能を強化しながら、ファンドラップの販売、ポートフォリオ提案に本格的に取り組んでいる。

中堅リテール系証券10社合算の2025年度上期の純営業収益は、前年同期比3.6%の増収となったが、営業利益は、販管費の同3.8%

(図表 8) 銀行系大手証券 3 社の純営業収益の推移 (上図) と営業利益率の変動要因 (下図)

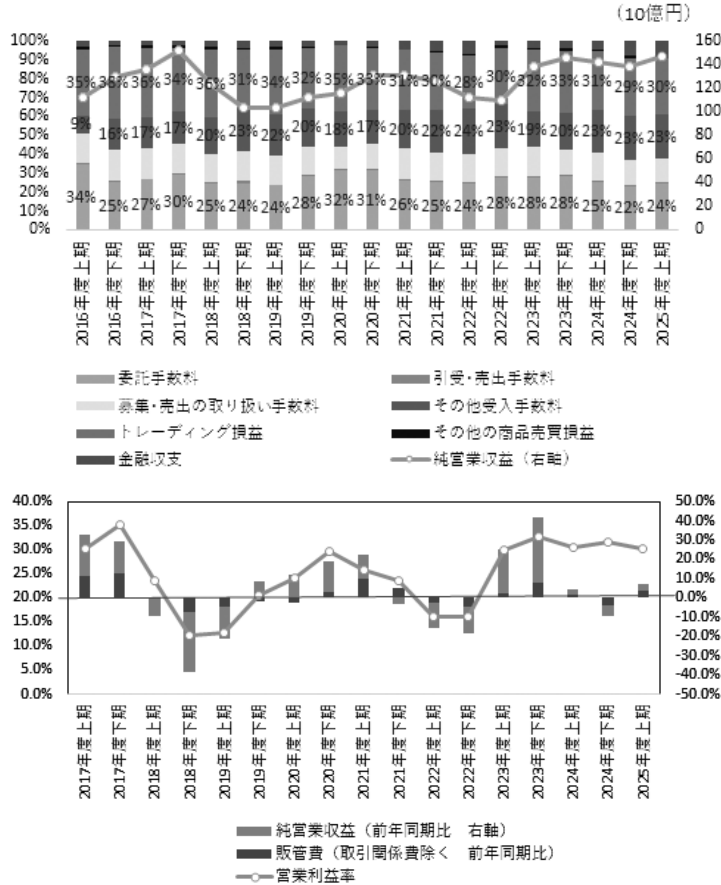


(出所) 各社決算データより大和総研作成

の増加により同1.6%増にとどまった(図表9)。前期は同0.1%の減益であり、販管費の負担が重く、純営業収益の増加が営業利益の増加につながりにくい構造となっている可能性が高い。この結果、営業利益率も前年同期比0.1%ポイント低下し、30.2%(前年同期30.3%)となった。プロダクトガバナンス態勢を強化しながら、資産管理型ビジネスヘフトする取り組みを進めており、その他手数料

料収入は同6.5%増となった。しかし、構成比は横ばいで23%と前年同期比と同じ水準である。中堅リテール系証券では「値上げ」が論点に浮上している。人件費、セキュリティ対策でコストが高む中、直近では手数料を引き上げる動きが出ている。岡三証券では12月に国内株式の標準手数料(支店口座)を1.265%→1.485%(約定代金100万円以下)に改定。東海東京証券では10月に外国株式にお

(図表9) 中堅リテール系証券の純営業収益の推移(上図)と営業利益率の変動要因(下図)

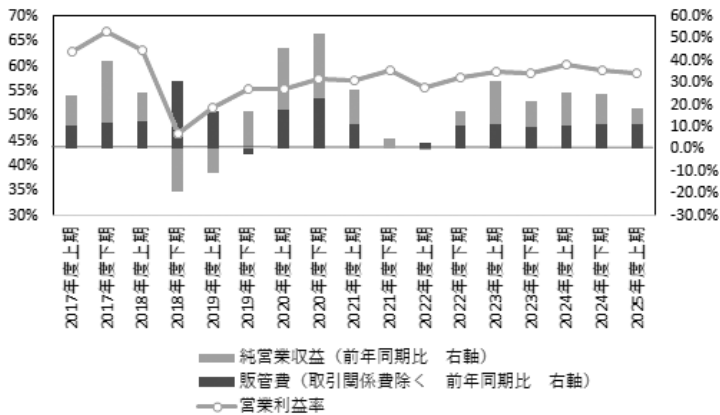
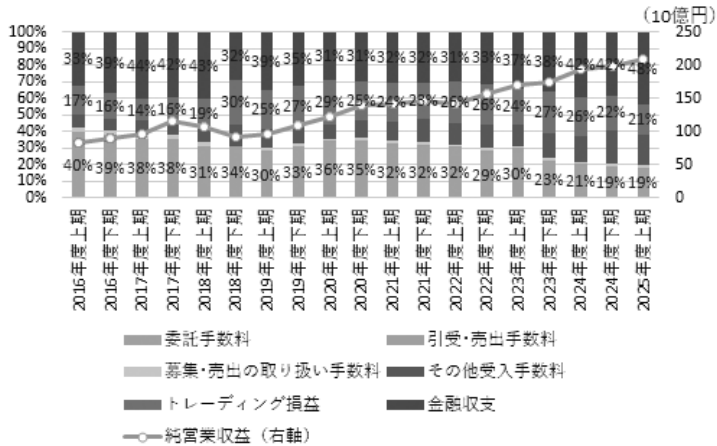


(出所) 各社決算データより大和総研作成

ける国内取次手数料率を1.430%→2.002%(同100万円以下)に引き上げた。ただし、2025年度の上期では、コストが増える中、構成比の24%を依然占める委託手数料は同▲0.5%となった。ブローカレッジビジネスでは、インターネット專業証券が強みを発揮する中、さらなる資産管理型中心のビジネスモデルへのシフトが必要となっているのではないかと見られる。インターネット專業証券4社を合算した

2025年度上期の純営業収益は、前年同期比7.0%の増収となったが、販管費が同11.5%増加したため、営業利益は同1.4%の微増となった(図表10)。営業利益率は同1%ポイント低下となったが、59%と高い水準を維持している。SBI証券がインターネット專業証券で1,400万口座を初めて超えるなど、口座数の順調な増加もあり、国内株式の売買代金は増加した。しかし、無料化対象の拡大による

(図表10) 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

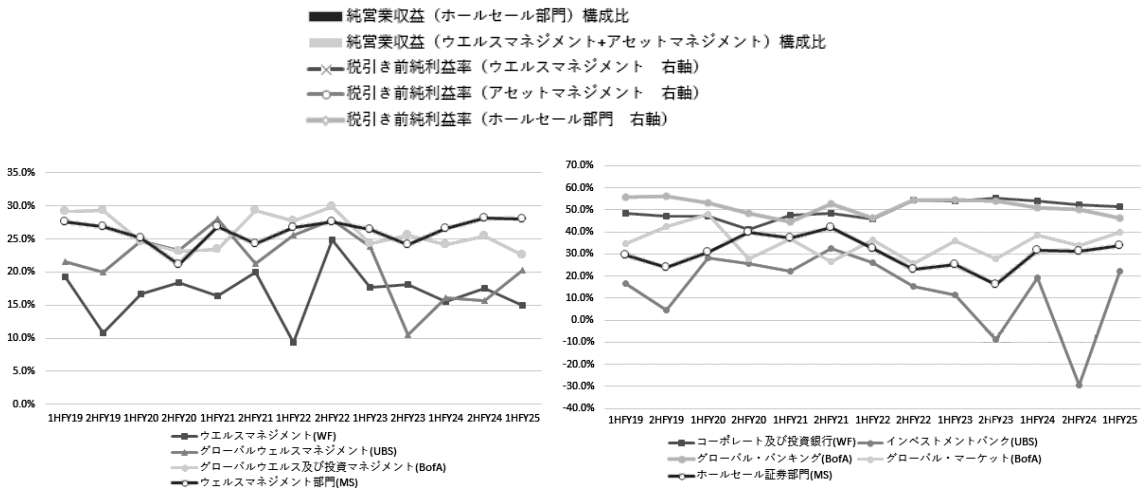
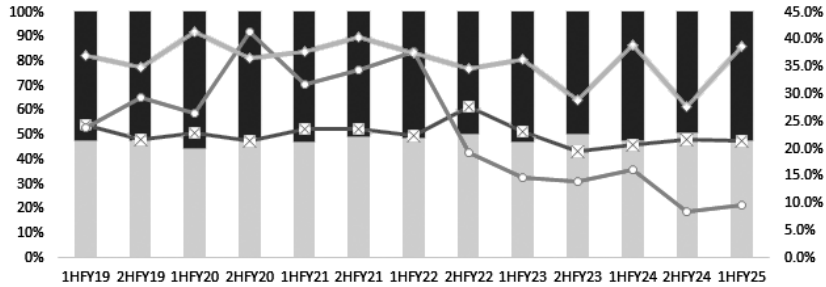
委託手数料率の低下の影響は続き、委託手数料は横ばいとなった。今年度上期の金融収支は14.6%増加し、これにより純営業収益に占める比率は48%と前年同期比6%ポイント上昇し、5割に迫る水準となっている。ビジネスモデルの構造的な特徴として金融収支への依存度が高まっていると言えよう。

2. 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(決算動向とビジネスモデルの特性)を概観していく。

米国証券会社の2025年度上期決算(1月～6月)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)に見ていきたい。

(図表11) 米国大手証券（ワイヤハウス4社）の純営業収益と純利益率（上図）



(出所) 各社決算データより大和総研作成

(1) 大手証券

大手証券（ワイヤハウス4社のウェルスマネジメント部門とホールセール部門）の合算における2025年度上期の純営業収益は、前年同期比7.2%増加し、同純利益（税引き前）は同3.0%の増益となった（図表11上図）。この内訳は、ウェルスマネジメント部門の純営業収益と純利益が、各々同6.7%増、同▲1.7%となり、ホールセール部門の純営業収益と純利益は各々同7.8%増、同9.8%増となった。4社全体では、純営業収益の比率（ホールセ

ール部門とウェルスマネジメント部門の比率）に大きな変化はないが、純利益率（純営業収益に対する純利益率 以下同様）で見ると、相対的にホールセール部門がウェルスマネジメント部門より高い水準にあるものの、ウェルスマネジメント部門がホールセール部門より安定している。他方、アセットマネジメント部門の純利益率は低下している。これは、前述したようにミューチュアルファンドではアクティブ運用からインデックス運用へ、あるいはアクティブETFへのさらなる

シフト、加えてモデルポートフォリオの手数料の低下などに伴う運用商品組成手数料が大幅に低下していることが背景にあると考えられる。

ウェルスマネジメント部門では、ワイヤハウスにおいては、商業銀行を中心とするビジネスモデルを持つバンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴと、それに該当しないウェルスマネジメント中心のビジネスモデルを持つモルガン・スタンレーとUBSに大きく分かれる。

図表11の下図では、ワイヤハウス4社では、ウェルスマネジメントの純利益率に差が出ている。モルガン・スタンレーは高水準で安定しているが、バンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴは、モルガン・スタンレーより水準が低く、低下傾向にある。この背景には、モルガン・スタンレーは、IM部門を統合したことで、IM部門がWM部門と連携し、より顧客のニーズにカスタマイズした商品（例えば税効率の高いパラメトリック（Parametric）の商品）などを提供し、付加価値を高め、生産性を向上させていることがあろう。

(2) 対面系リテール証券

対面系リテール証券3社の合算による2025年度上期の純営業収益は、前年同期比で10.0%増加した。非金利費用は同4.6%増、金利費用は同▲15.2%、金融収入は▲6.9%となり、金融収支は同3.6%増となった。結果、純利

益は5.4%増加した。

対面リテール証券と一括りにしているが、3社のビジネスモデルは異なる。金融収支では、レイモンド・ジェームズの金融収支が、決済性預金がかなりの割合を占める預金等および顧客証拠金口座の残高に適用される短期金利の大幅な上昇により、減少した。この背景には、後述のオンライン証券でも同様であるが、投資家の資金の一部が自動的に銀行口座に預金としてスイープ（入金）させるプログラム（スイープ口座）を導入し、これが市場運用もしくは融資資金の原資として活用されていることがある。アメリプライズ・フィナンシャル（Ameriprise Financial）は上場会社であり、アドバイスとウェルスマネジメント、アセットマネジメントに加えて、退職ソリューション（変動年金及び支払年金）とプロテクションソリューション（生命及び障害保険）が含まれる。レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル（Raymond James Financial Inc）も上場会社であり、個人、企業、地方自治体を顧客として、ワイヤハウスの商業銀行型のビジネスモデルに類似する。エドワード・ジョーンズ（Edward Jones = EJ）の非上場の持株会社であるジョーンズ・ファイナンシャル・カンパニーズ（Jones Financial Companies）は33,470人（2023年度末時点）のパートナーで構成されている。EJはリテール証券会社であり、米国の登録ブローカーディーラーおよび投資顧問である。

同3社は、いずれもFA（ファイナンシャ

ル・アドバイザー)によるリテール部門の預かり資産額が増加している。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、デジタル基盤の強化を伴う組織的なFAへのバックアップ体制も整備されている。FA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、ラップ口座への流入を促すなど、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、アメリカでは、FA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。米国の証券会社は、市場のボラティリティが上昇することや、コンプライアンスや事務作業の増大、アドバイザーの高齢化が進む中、アドバイザーのエンゲージメント（アドバイザーと証券会社との信頼関係）に課題を抱えている。その状況下で、上記3社は顧客のアドバイザーに対する満足度とともに、アドバイザーの証券会社に対するロイヤリティが強みになっている。ただし、図表12にあるように、3社合計の純利益率（純営業収益に対する純利益率 以下同様）は、ワイヤハウスと比較すると低い。EJも含め3社とも多額のデジタル投資を行っているが、ワイヤハウスほど規模の利益が享受できず、それが大きな負担となっていることが主な理由として考えられる。

(3) オンライン証券

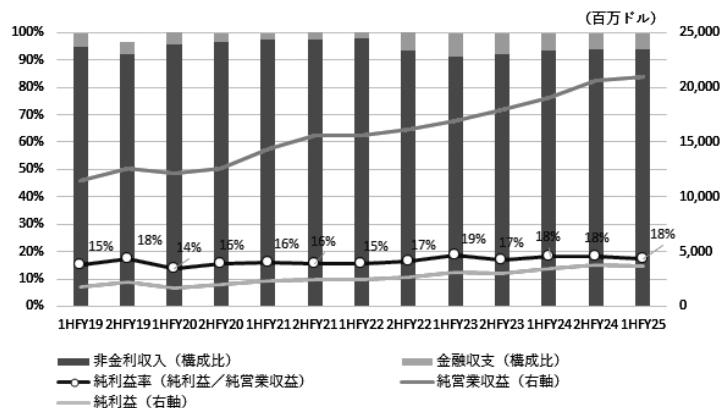
オンライン証券（チャールズ・シュワブ1

社）における2025年度上期の純営業収益は、前年同期比21.4%、税引き前利益同53.4%の大幅な増収増益となった。これは純金利収入が25.9%の大幅増益となったことが要因である。非金利収入は同8.3%と増加した。TDアメリカトレードの買収の成功は、チャールズ・シュワブとTDアメリカトレードの事業を統合することで期待されるコスト削減やその他の利益を実現できるかどうか大きく依存していることには留意が必要である。図表13に示すように、確かに2025年度上期の純利益率は回復して前年同期比8%ポイント改善して40%となったが、金利収入への依存度は依然高く、中長期的にはビジネスモデルの持続可能性が懸念される。

(4) ウェルスマネジメント会社間で激化する新規顧客獲得競争

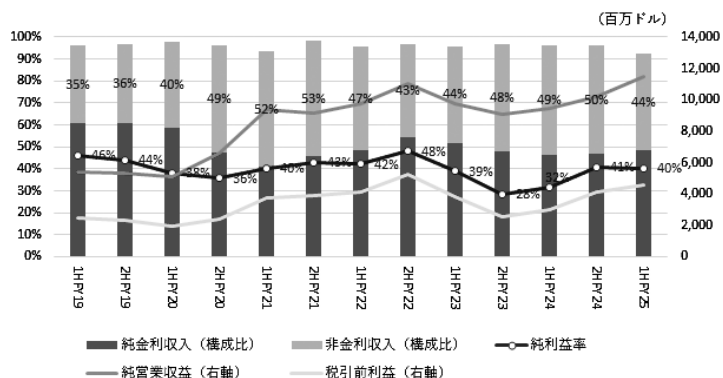
米国のウェルスマネジメント会社は、ターゲットとする顧客層を決めて、各タイプのWMビジネスモデルの特性を活かし、既存の顧客基盤を固めてきた。上記のセグメントとは多少異なるが、図表14に示すように、伝統的に、1) ワイヤハウスは2百万ドル以上の富裕層、上記セグメントの対面証券に該当する 2) 独立ブローカー／ディーラーは2百万ドル未満の顧客層、3) RIA（登録投資アドバイザー）は0.5百万ドルから25百万ドル未満の顧客層、4) プライベートバンクは10百万ドル以上の超富裕層、上記セグメントのオンライン証券に該当する 5) デジタル・ウェル

(図表12) 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・ジェームズは9月決算
 (出所) 各社決算データより大和総研作成

(図表13) 米国オンライン証券の純営業収益と純利益率の推移

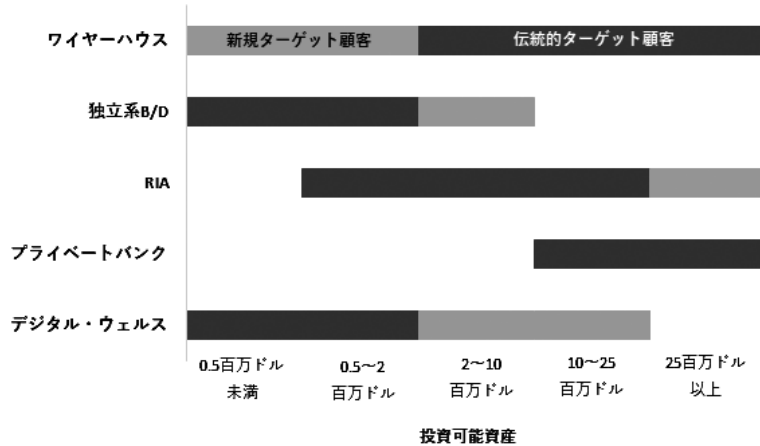


(出所) 決算データより大和総研作成

スは2百万ドル未満の顧客層をターゲット層としてきた。しかしながら、新規顧客の拡大のために、他社の既存の顧客基盤を含めて、顧客基盤の争奪競争が激化してきた。米国においても富裕層に金融資産が集中する傾向にあるため、これまで比較的金融資産の保有額が低い顧客層をターゲットとしてきた独立系ブローカー／ディーラー（独立系B/D）、

RIA、デジタル・ウェルス（FAも含む）は、ワイヤハウス、プライベートバンクの伝統的ターゲット顧客層（10百万ドル以上の富裕層）の領域にターゲットを拡大している。一方、ワイヤハウスは、新規ターゲット顧客の対象に金融資産保有額の低い顧客層、つまり0.5百万ドル～2百万ドル未満の顧客層を加えてきた。このため、モルガン・スタンレー

(図表14) より幅広い顧客セグメントにサービスを提供するウェルスマネジメント会社



(出所) Cerulli Associates等、米国出張での大手金融機関の取材 (2025年11月) での各種資料をもとに大和総研作成

はイー・トレード、バンク・オブ・アメリカはメリルエッジというオンライン証券を展開している。これは将来的に富裕層となる可能性のある見込み顧客層のグリップを高めるための戦略である。これらを踏まえると、ウェルスマネジメント業界のセグメントの“壁”が崩れており、セグメント間において新規顧客の争奪競争の中で、ビジネスモデルの変革が生まれていると言えよう。

3. 2026年における本邦証券会社の経営展望

最後に2026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。そのために以下の3つの留意すべき要素を挙げる。

1つ目は、前年に引き続き、株式相場は好調を維持すると見込まれるものの、地政学リ

スク等の高まりから、内外の政治経済において不確実性が増し、マーケットのボラティリティが高まっていくことも想定される。加えて、セキュリティ・リスクへの対応がますます必要となり、収益を安定化させるために、将来起こりうる複数のリスクシナリオに対応するための証券会社のリスク管理体制の強化は今まで以上に必要となろう。米国の大手金融機関は、次の金融危機を見据えながら、地政学リスク、政策リスク、規制リスク、事業リスク、金利リスク、信用リスク、オペレーショナルリスク等のさまざまなリスクをコントロールする仕組みの構築に取り組みながら、株主が求める収益性 (ROE) を最大化していくという企業価値経営を着実に強化して実行に移してきた。

2つ目はビジネスモデルの構造改革をさらに進めていくことである。今回の本邦証券会

社のセグメント別、特に「大手証券」と「銀行系大手証券・中堅リテール証券」において、ビジネスモデルの構造的な要因により、営業利益率の差が開いていると言える。つまり、資産管理型中心のビジネスモデルのシフトである。収益性が低いブローカレッジビジネスは、インターネット専業証券が、金利収入への依存度を高めながら、証券口座数というボリュームで抑えていくことでビジネスが辛うじて成り立っている。対面の営業員を活かすのであれば、資産管理型中心のビジネスモデルにシフトし、プロダクトガバナンス規制の中で求められているコンサルテーションとアフターフォローを強化していく必要がある。営業・マーケティングモデルの構造改革である。証券会社にとって付加価値の源泉であるアドバイスの質を高めることを追求していかなければ、生き残ることは難しい。「貯蓄から資産形成へ」の流れが着実に根付いている中で中長期の資産形成には必要であろう。日本国内の金融グループでは、プロダクトガバナンスへの本格的な対応が始まったばかりであり、まだまだ基本原則、方針に正面から取り組んでいる金融グループは少ないようにみられる。

3つ目はデジタル基盤の整備であろう。ただし、単なるデジタル基盤への投資だけではなく、上記のビジネスモデルの生産性向上に資するデジタル基盤を見据えた投資が必要となろう。昨年11月に実施した米国へのリサーチトリップでは、そのことを痛感した。米

国の大手金融機関は、顧客基盤の拡大、営業員の高度化、それを支えるための営業支援としての生成AIを積極的に導入し、大部分の営業員がその支援に信頼を置いている現状がある。日本では、大手携帯キャリアによるネット金融の進出が加速化しており、加えて生成AI、AIエージェント等のテクノロジーの進出が速く、5年で業界環境が大幅に変化する可能性もあるため、証券業界全体でも想定よりも早めの対応が必要ではないか。

(注1) 2019年のETF規制がETF業界、特にアクティブ型ETFの拡大に大きく寄与した理由は、当該ルールが①ETF設定手続きの簡素化及び透明性向上、②カスタム・バスケットの容認の2つと考えられる。特に①は透明性の向上により、アクティブ運用においてコストの高いミューチュアルファンドを選択する理由の説明が求められ、コストの低いETFの採用が増えたことでアクティブETFが増加したと考えられている。

(注2) 野村証券、大和証券

(注3) 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4) 丸三証券、東洋証券、光世証券、水戸証券、いちよし証券、極東証券、アイザワ証券グループ

(注5) SBI証券、auカブコム証券、松井証券、楽天証券の4社

(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) 対面系リテール証券3社：Ameriprise Financial、Edward Jones、Raymond James

