

# 資産運用会社を取り巻く環境変化と 新たな成長戦略



野村総合研究所 上席研究員

堀江 貞之

## はじめに

日本の資産運用ビジネスは、既に成長の変曲点を越えた可能性がある。2014年度に、顧客から預かった資産残高、運用収入ともに2007年度のピークを超え、今後、残高・収入ともにさらなる拡大が予想されるからである。顧客からの運用委託額も500兆円の大台が視野に入っている。

しかしビジネス拡大を継続するためには大きな課題の解決が不可欠である。投信ビジネスでは、証券会社や一部の信託銀行で始まった残高比例手数料を主とするビジネスモデルが銀行にも拡大した場合、これまでと異なる

仲介形態への対応が必要になるとともに、組み込まれる商品に大きな変化が生じ商品組成面での変革が不可欠になるだろう。銀行向けビジネスも、ファンドへの需要拡大の裏で、ルックスルー対応による詳細なデータ提供等、業務プロセスの負荷が高まりこれまでの顧客サービス内容の改善を行う必要性に迫られることになる。公的年金ビジネスでは、特徴ある投資商品への選好が強まる傾向が見られ、そうした投資戦略を提供できなければ生き残りは難しいだろう。日本の株式市場でも、スチュワードシップ・コードの導入により、資産運用会社（以下、「運用会社」と略）は自らのガバナンス改革に取り組むと共に投資先企業に対する責任が一段と重くなっている。コーポレートガバナンス・コードにより企業経営者の経営方針も変化することが想定され、日本株の投資戦略にも大きな影響を及ぼすものと考えられる。

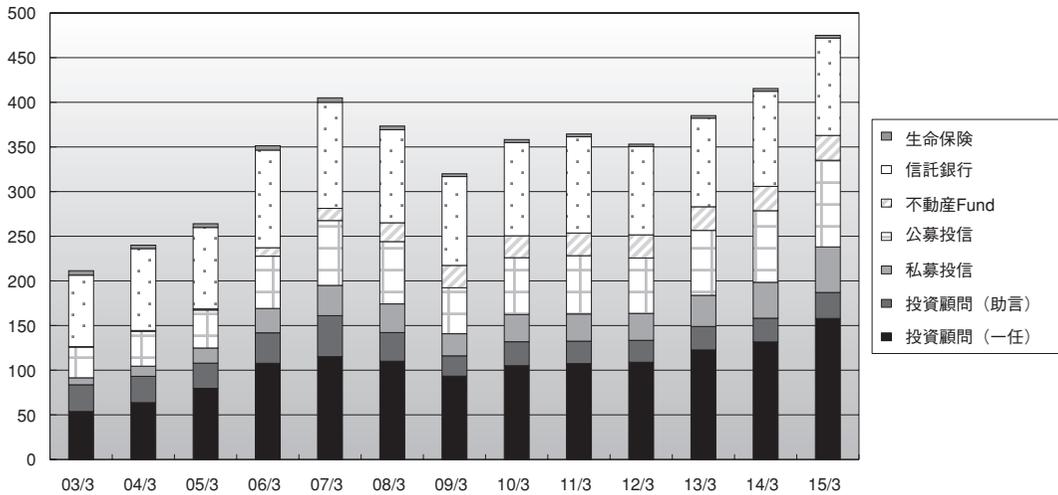
本稿ではこのような運用会社を取り巻く環

## 目次

はじめに

1. 資産運用ビジネスの現状と環境変化
2. 新たな成長戦略

(図表1) 資産運用会社の運用残高の推移



(出所) 各種資料より野村総合研究所が作成

境変化に鑑み、資産運用ビジネスの現状を説明するとともに、変化に適応した運用会社を取り組むべき新たな成長戦略について私論を述べてみたい。

## ■ 1. 資産運用ビジネスの現状と環境変化

### (1) 増加傾向が持続する運用会社の預かり資産

2015年、日本の資産運用ビジネスは14年に引き続き大幅な拡大を見せた。14年にスタートしたNISA（少額投資非課税制度）は、当初の予想より残高の伸びがやや小さいものの順調に拡大している。NISAによる投信残高は2015年6月末で3.5兆円を超えた。公的年金ファンドでは、デフレからインフレ経済へ

の移行を見据え、2014年10月にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が株式の政策資産配分比率を24%から50%に変更、15年には実際の配分比率も徐々にその値に近づいている。GPIFではさらに、マネジャー選定方法の見直し、分散投資の拡大、成功報酬制への移行など、資産運用ビジネスに大きな影響を及ぼす変化が既に始まっている。

まず運用会社が対象とする主な顧客の2014年度末の資産残高を確認しておく。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約1,900兆円と推定される。1年前に比べ約100兆円の大幅増加となった（注1）。

---

資産全体のうち、運用会社が運用委託を受けている金額は475兆円<sup>(注2)</sup>である。過去10年にわたり350兆円前後を上下していたが、ようやく500兆円台に近づくレベルにまで到達した(図表1)。全体に占める割合も20%から25%にまで上昇してきている。

## (2) 家計、年金ファンド、金融機関の動向

家計の金融資産は、2015年3月末現在で1,584兆円、1年前と比べ79兆円の増加である。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、まず金融資産の重要な原資である退職金は団塊世代の退職が既にピークを打ったことから今後減少するが、それでも年間17兆円程度と見込まれる。これに個人向け国債の償還金等を併せ、年間23兆円の資金が金融資産へと流入する。このうち銀行の預金には半分以上の18兆円が振り向けられ、株式投信を中心とするリスク性商品には5兆円の流入が見込まれる。ただし投信の分配額は減少が見込まれるものの年間で2兆円程度はありとみられるため、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3兆円程度と考えられる。これとは別にNISAへの流入額を野村総合研究所の調査をベースに予想すると、今後5年間で年平均4兆円が預金から振り替えられるとみられる。NISAの投資対象は株式か株式投信であるため、この額の

半分が投信に回るとみると、最低2兆円が投信に流入するだろう。

最大の機関投資家である年金ファンドの2015年3月末の資産額は317兆円と推定される。このうち公的年金資産は201兆円(前年度比17兆円増)、その他の企業年金等は117兆円(同7兆円増)と、13年度に引き続き全体で大きく増加している。企業年金は、厚生年金基金制度が大きく変更され、基本的に基金の解散や他の企業年金への転換が促進されることになる。厚生年金基金資産のうち代行部分、およそ20兆円は将来的にその多くが国に返上され、GPIFで運用されるとみられる。

金融機関の有価証券投資額は、全国銀行が257兆円、信用金庫・信用組合で70兆円、ゆうちょ銀行156兆円、生命保険会社299兆円(うち、かんぽ生命66兆円)、損害保険会社24兆円で、合計約806兆円となっている。

巨額の有価証券投資額を持つ金融機関だが、運用会社からみると、金融機関向けビジネスの収入は年金ファンドに比べまだ小さい。銀行のポートフォリオは債券(それも国債)が主であり、内部運用が中心だからである。しかし、ここに来てその傾向に大きな変化が出ている。第一に、アベノミクスによって金利上昇シナリオの蓋然性が高まり、国債重視のポートフォリオのリスクが高まっている、第二に、日銀の異次元緩和により、残存5~10年のゾーンで日銀が発行額以上の大量購入を行っており、このゾーンの国債購入が困難になっている。

---

銀行の投資行動は、日本国債の金利リスクを抑制する一方で、収益機会を求めて日本国債以外の資産、それも海外資産に幅広く投資していく流れにある。地域金融機関を含めた全業態において私募投信などのファンドを活用して外国証券投資を積極化している。2014年度も外国証券やファンドを含む「その他の証券」の残高が大きく伸びた。国内の経営環境は依然として厳しく、銀行が収益面で有価証券運用に期待するところは大きい。今後もしばらくの間は、その他の証券投資を積極化する動きは継続すると思われる。

## ■ 2. 新たな成長戦略

### (1) 日本株の投資改革の断行

こうした変化をビジネス拡大にうまく取り込み大きく発展するには、運用会社は今後5年間で大きな経営変革を実行することが不可欠である。

第一に、日本株の投資において長期視点に立った企業価値評価に基づく投資戦略を確立することが不可欠である。コーポレートガバナンス・コードなどの導入により、今後、日本企業の収益性が改善することを大前提とすれば、日本株は投資家に対して絶対リターンを提供できるコアの資産クラスになりうる。ベンチマークに対して高い超過リターンを提供する投資戦略を実現できれば、投資家からの支持を得て多額の資産を預かることができるのは間違いない。日本株の投信は10兆円に

過ぎないが、個人で個別株式に投資をしている投資家層にも訴求できる投資戦略の開発で30兆円を超える資産残高にすることも可能と考えられる。

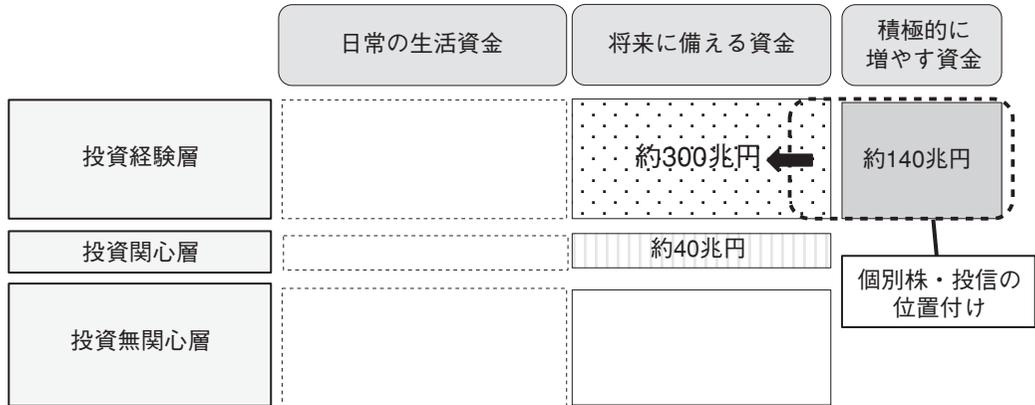
日本に拠点を置く運用会社として、日本株で優位性を持つ投資戦略を打ち立てることは、外資系運用会社にグローバル運用の再委託を行うだけの「運用サービス会社」に陥らないための不可欠の要素である。日本株商品は、2012年まで10年以上、ベンチマーク自身のリターンも高くなく、しかもベンチマーク対比で勝ったり負けたりといった、投資家にとって魅力のない商品が多く、顧客からの資金を集めることができなかつたと思われる。真に企業価値を見抜く能力を付け、投資家にベンチマークも上回る高い絶対リターンを提供することが、日本に拠点を置く運用会社の使命だと考えるべきではないか。そのための運用体制整備を含めた経営方針を明確にしなければならない。

### (2) 投信残高の倍増に向けて

二番目の挑戦は投信残高を大きく伸ばすことである。投信残高にどの程度の伸びしろが期待できるか、販売会社のビジネスモデルの変化と個人の金融資産の分布という2つの軸から考えてみたい。結論を先に言うと、約100兆円の投信残高は今後5年間で倍以上伸びる可能性を秘めている。

日本の個人投資家は自己判断ではなく販売会社のアドバイスに従って投信を購入する割

(図表 2) 個人の資金性格から見た投信の成長の可能性



(出所) 野村総合研究所

合が極めて高い。従って、販売会社の投信販売ビジネスモデルが個人投資家の投信購入に大きな影響を与える。これまで投信は、「短期の利殖」のための商品だと見なされてきた。毎月の高い分配金を謳う高リスクの商品が売れ筋の中心を占め、現在もその傾向が続いていることは事実である。しかし、販売会社のビジネスモデルが、残高ベースの収入モデルに移行すれば何が起こるだろうか。販売会社は顧客の残高を増やすことに主眼を置くことになり、投信は、「長期の資産形成のためのツール」に変貌する可能性がある。持続的に顧客の残高を積み上げることが目標となるため、安定的なリターンを提供する分散投資型ポートフォリオを推奨することになり、投信が長期的に資産形成をサポートする投資商品だと見なされるようになると考えられる。

残念ながら、現在の投信の売れ筋商品から分かるように、投信は投資経験層にとっても

「資産を積極的に増やすため」のものとのイメージが強く、「将来に備えるため」のものとは見なされていない。野村総合研究所では個人投資家にアンケートを行い、自身の金融資産を資金性格によって、「いつでも使うお金」、「将来に備えるためのお金」、「積極的に増やすためのお金」の3つに分けてもらった。また、投資経験の違いによって、投資家を3つのタイプ（投資経験層、投資関心層、投資無関心層）に分け、各タイプの個人投資家の金融資産が、それぞれのカテゴリーにどれくらい分類されるのかを推計した（図表2参照）。

それによると、「投資経験層」は「積極的に増やすためのお金」を約140兆円（野村総合研究所推計）、「将来に備えるためのお金」を約300兆円（同）保有している。現在、個人の株式への直接投資額は約100兆円、投信への投資も約100兆円、合わせて200兆円が投

---

資性商品に投資されているが、これらの投下資金の中心は、この「積極的に増やすためのお金」140兆円と「将来に備えるためのお金」の一部（60兆円）が原資になっていると考えられる。

重要な点は、投信が「将来に備えるための資金」だと見なされれば、投資経験のある人の資金の中で「将来に備えるためのお金」約300兆円にアプローチできるという点である。販売会社が残高ベースのビジネスモデルに移行し、推奨される投資商品が安定的なリターンをもたらす分散型ポートフォリオの投信になった場合、投信は「将来に備えるためのお金」を運用するためのものという認識が広まるのではないか。

このようなビジネスモデルの変化は、まだ金額は小さいとは言え「ファンドラップ」と呼ばれる商品において一部の大手証券会社や信託銀行で既に現れている。ファンドラップとは、販売会社が投資家から投資一任を受け、投信を組み合わせるポートフォリオを構築するサービスである。販売手数料はなく、残高に応じた手数料が課される。ファンドラップの残高は急激に伸びており、15年6月末で4兆円を突破、それまでの1年間で3倍以上となっている。またファンドラップに組み入れられている商品は、これまでのような年率で10%以上の高分配を行う高リスクのものではない。パッシブ運用のファンドも含め、多くの資産に分散投資を行うバランスの取れたミドルリスク・ミドルリターンのポートフォリ

オ構成になっている場合が多い。

販売会社がこのような残高ベースの報酬体系に移行することで、「将来に備えるためのお金」約300兆円へのアクセスが可能になると考えられる。そうなれば、投信残高を今後5年間のうちに200兆円の大台に乗せることも不可能ではない。

このシナリオが実現した場合、運用会社にはどのような機能が必要になるだろうか。販売会社が投資家の意向を踏まえて資産残高の安定的な増加を目指して投資商品の推奨を行うわけで、多様な資産クラス・投資戦略に分散投資されたポートフォリオが平均像として考えられる。その時々投資環境に応じたタイムリーな商品提供ではなく、安定的な資産蓄積を目指すポートフォリオに組み込まれるべき、多様なしかも特徴を持ったロングセラーの投資商品の開発が不可欠なのではないか。販売会社が顧客のポートフォリオ構築に責任を持つ将来像が予想される以上、運用会社はそこに組み込まれる優れた投資商品の提供が極めて重要になると考えられる。

### (3) 年金ビジネスの変貌の可能性

第三の挑戦は、成長が見込めないと多くの人が考えている年金ビジネスの拡大である。

資産額で見ると、GPIFは、資金の流出は継続するものの、厚生年金基金の実質的廃止に伴う代行返上部分の資金流入により、現状維持、あるいは増加も予想される。

GPIFではスタッフの増強等にかかる予算

を大幅に増やしたため、資産管理能力は向上していくと考えられる。今後は成功報酬制の採用が一般化し、超過リターンを獲得できる運用会社への支払い報酬が増加する。運用会社の運用成果次第で大きな収入増が期待できる。同時に、特徴のある運用会社を厳選する傾向が強まるため、他社との投資戦略の差別化が極めて重要になると考えられる。運用会社の投資戦略の違いにより、優勝劣敗がつきやすい環境に変化すると予想される。

年金ファンドにとって、基本ポートフォリオを上回るリターンを獲得することは容易ではない。例えば、資産クラスごとに超過リターンを獲得しようとしてバリューやグロースといったスタイルにティルトすれば、長い期間に亘り超過リターンがマイナスになる恐れがある。従って、できる限り異なる超過リターンを獲得できる投資戦略を組み合わせることが重要である。各運用会社に求められる役割分担を今以上に明確にし、長期安定的に超過リターンを獲得する道を目指すことになるだろう。

一方、確定給付型の企業年金では、退職給付会計が本体の財務諸表に遅延なく直接影響を及ぼすようになったこともあり、スポンサー企業が年金リスクを厳しく管理する傾向が今後も継続する。2%台の期待リターンをベースに、できる限り安定したインカムゲインの獲得、徹底した分散投資など、これまで取り組んできたリスク分散の考え方を今後も続けるだろう。

分散投資の進展という共通項はあるものの、株式投資へのスタンスの違い、資産管理スタッフの充実度など、今後、公的年金と企業年金は大きく異なるニーズを持ち、管理体制にも大きく差が出る可能性が高く、運用会社の対応も複線系で考える必要があるのではないか。

#### (4) 銀行ビジネスへの挑戦

第四の挑戦は、投資家としての銀行に対するサポートの改革である。銀行の、ファンド投資を含む「その他の証券」の投資残高は2015年3月末で約64兆円である（ゆうちょ銀行を除く数値）。過去10年間（2005年～14年度）の伸びは年率7%、日銀の異次元緩和以降に限ると年率14%である。今後5年間の伸びをこの中間、年率10%と想定すると、5年後のその他の証券の残高は約100兆円に達する。そのうちファンド投資に向かう額を予測することは困難だが、現在2割弱のファンド比率が高まる可能性は高い。さらにゆうちょ銀行は11月の上場後、有価証券運用を高度化させるべくプロフェッショナル人材の獲得に乗り出しており、リターン向上を求めてファンド投資が大きく拡大する可能性がある。これらを合わせて考えると、ファンド投資額が現在の水準から大きく上振れする可能性もあるのではないか。

銀行は資産クラス毎に商品選択が行われる傾向が強く、有価証券全体のポートフォリオから見た提案が必要な年金ファンドとは異なる

るという特徴がある。金融機関の顧客特性に応じたスピーディな対応を愚直に行い顧客満足度を上げていくことが、有望な資金獲得の手段であると思われる。また銀行の有価証券運用は、業務純益への貢献という会計上の観点もあり、毎年、利益額の大きいファンドを売却して利益確定することが多い。年金ファンドとは逆に、運用成績の良いファンドほど先に解約される足の短い資金という性格を持っているわけである。

しかし、これまでの延長線上での有価証券運用はもはや通用しないとの見方もある。単年度の収益調整型の余資運用から、年金ファンドと同じような中長期のトータルリターン獲得を目指した本格的なポートフォリオ運用への転換が求められるという見解である。現在、金融庁は銀行に対して、収益向上策の提示を強く要求しており、貸出があまり大きく伸びない中、有価証券運用に対する期待は大きい。しかし地銀では運用体制は十分ではなく、ポートフォリオ運用に対して十分な知見を持つ運用会社のサポートが必要になる可能性がある。

この場合、銀行に対して提供される機能はファンド運用だけではない。銀行が日々の有価証券運用を行うに当たっての戦術的なアドバイスを、ポートフォリオのリスク管理、ポートフォリオのモニタリングやレポートなど多岐に亘る。場合により、銀行本体のバランスシート全体を踏まえたALMの視点からのポートフォリオ構築のアドバイスなども

含まれるだろう。このようなサービスを提供できる運用会社の数はさほど多くなく、海外の大手年金ファンドやSWFに対して行われている戦略的パートナーシップのようなサービスに近いものになる可能性もある。

一方、銀行がバランスシートを含めた詳細なデータをどこまで運用会社に開示してくれるのか、という点に関し懐疑的な見方も強い。当初は運用会社に運用委託をしても最終的にはインハウス化してしまい、ビジネスを失うという見方である。どちらの見方が正しいにしろ、今後、銀行に対する運用会社の対応を大きく変化させる可能性を示唆している。銀行ニーズの変化への運用会社の対応如何では、銀行ビジネスの勢力図が大きく変わることも考えておかねばならないだろう。

※ 本稿は、「日本の資産運用ビジネス2015/16」（野村総合研究所、2015年11月発行）をベースに加筆修正して作成したものである。

（注1） 正確には103兆円の増加。うち家計の増加が79兆円、年金ファンドは24兆円である。

（注2） 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、定額保険・定額年金など、予定利率の決まっている一般勘定は含まない、特別勘定のみが残高。

