

【 緊急レポート 】

本格的な「離陸期」入りが期待される日本の資産運用

～資産運用業の新たなビジネスモデルの早期確立に向けて～

2016.3.11

みずほ総合研究所

《 構 成 》

- | | |
|----------------------------|------|
| 1. 資産運用マーケットの動向 | P 2 |
| 2. 金融規制・金融行政の動向 | P 16 |
| 3. なぜ、今、日本で資産運用か | P 25 |
| 4. 金融機関・年金の動向と資産運用ビジネス | P 33 |
| 5. 資産運用と金融システム(金融の「3つの潮流」) | P 42 |



1. 資産運用マーケットの動向

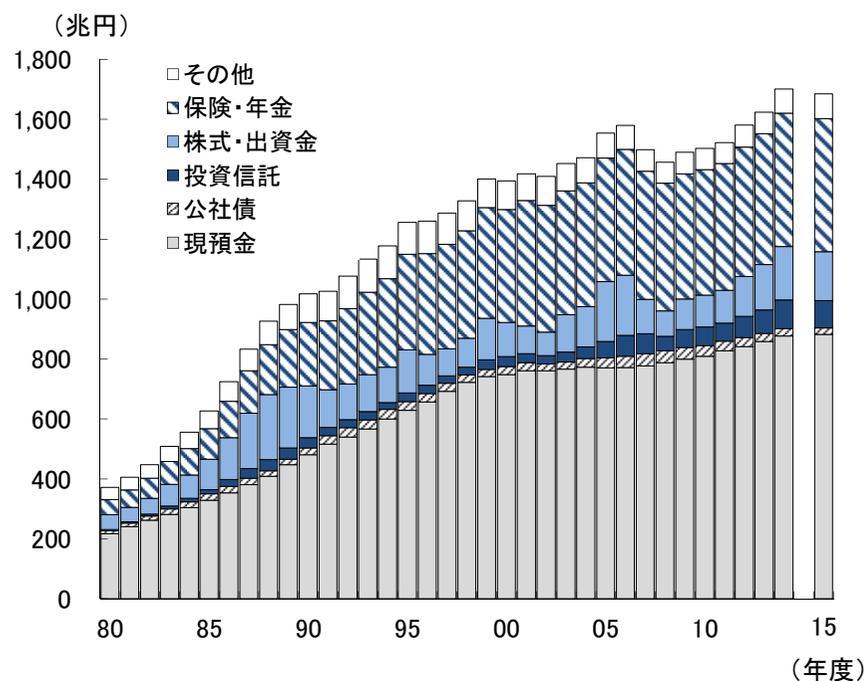
～個人金融資産の増加・年金セクターのリスク性資産増加と資産運用ビジネス～

- (1) 日本の金融資産の動向
- (2) 2020年の市場予測(個人金融資産・公募投信・年金積立金)
- (3) 2020年の資産運用ビジネス
- (ご参考) マイナス金利政策導入後の欧州の資産運用

日本の個人金融資産：残高は1,700兆円に達するも、半分以上は現預金

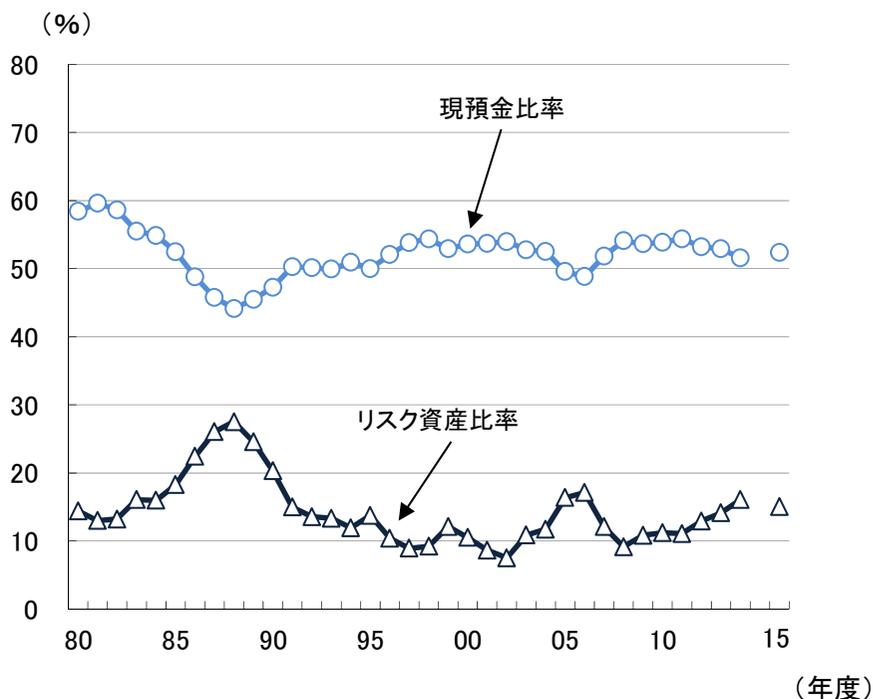
- 2008年度を底に個人金融資産残高は増加。2014年度には1,700兆円に達し過去最高
- リスク資産比率(2015年9月末)は15%に留まり、リーマン・ショック前のピーク(2006年度の17%)を下回る等、依然低水準。一方、現預金比率は52%と高い水準

【個人金融資産残高の推移】



(注) 2015年については、2015年9月時点のデータ。
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

【現預金とリスク資産の比率】



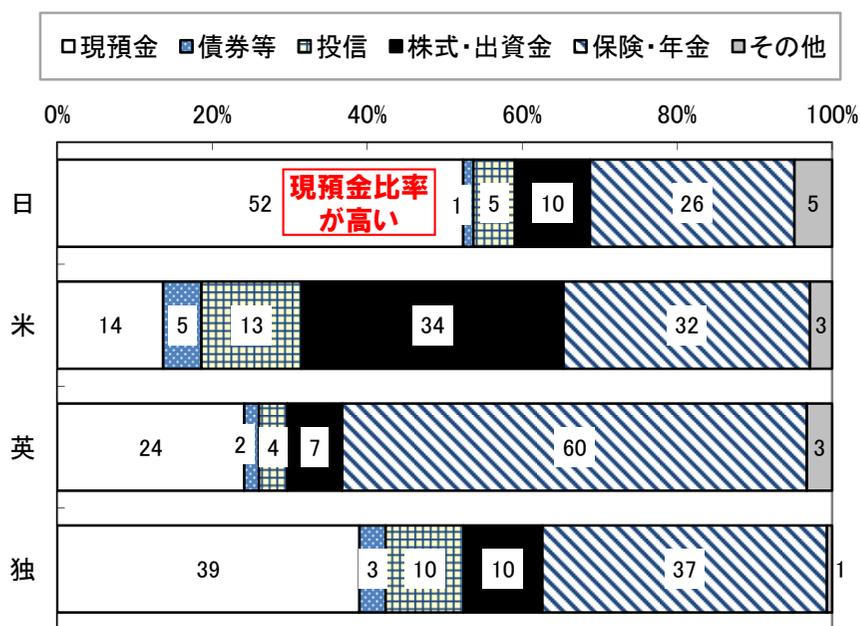
(注) 1. リスク資産比率 = (株式・出資金残高 + 投信残高) / 金融資産残高総額
 安全資産比率 = 現預金残高 / 金融資産残高総額
 2. 2015年については、2015年9月時点のデータ。
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

国際比較：日本の家計のリスク資産保有比率は直接・間接保有比率とも低位

○ 個人の金融資産構成比を米国、英国、ドイツと比較すると、日本の現預金比率の高さ、リスク資産比率の低さが顕著

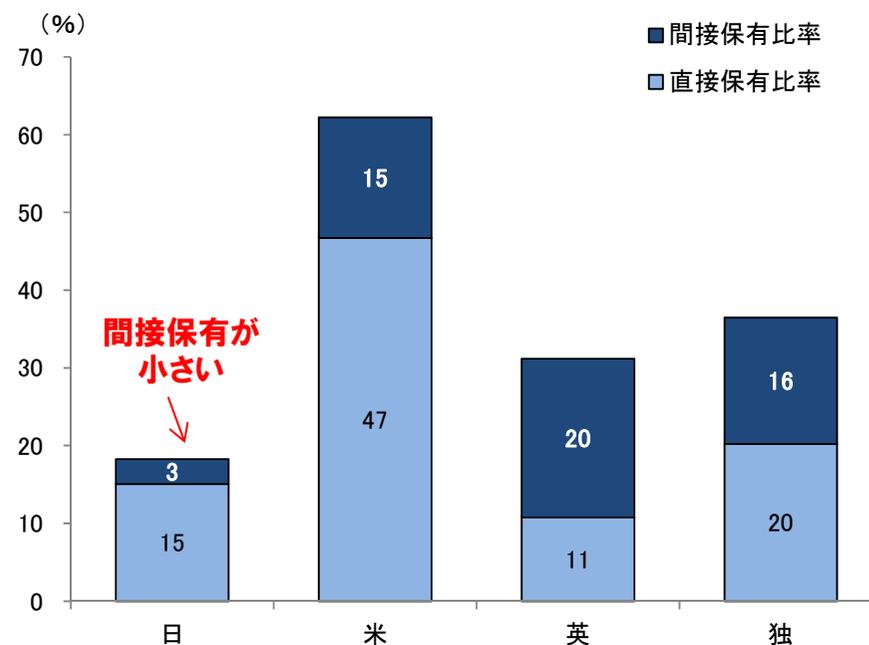
- ・ 米国のリスク資産保有比率が約47%と高い。英国やドイツは日本と比べて直接保有比率では大差はないものの、年金・保険経由での間接的なリスク資産投資が多い

【家計金融資産構成比の国際比較】



(注) 各国の残高データは取得可能な以下の時点のデータを使用。
 日：15/9月末、米：15/9月末、英：15/9月末、独：15/4月末
 (資料) 日銀、FRB、英国国家統計局、ドイツ連邦銀行より、みずほ総合研究所作成

【家計のリスク資産保有比率(直接+間接)】

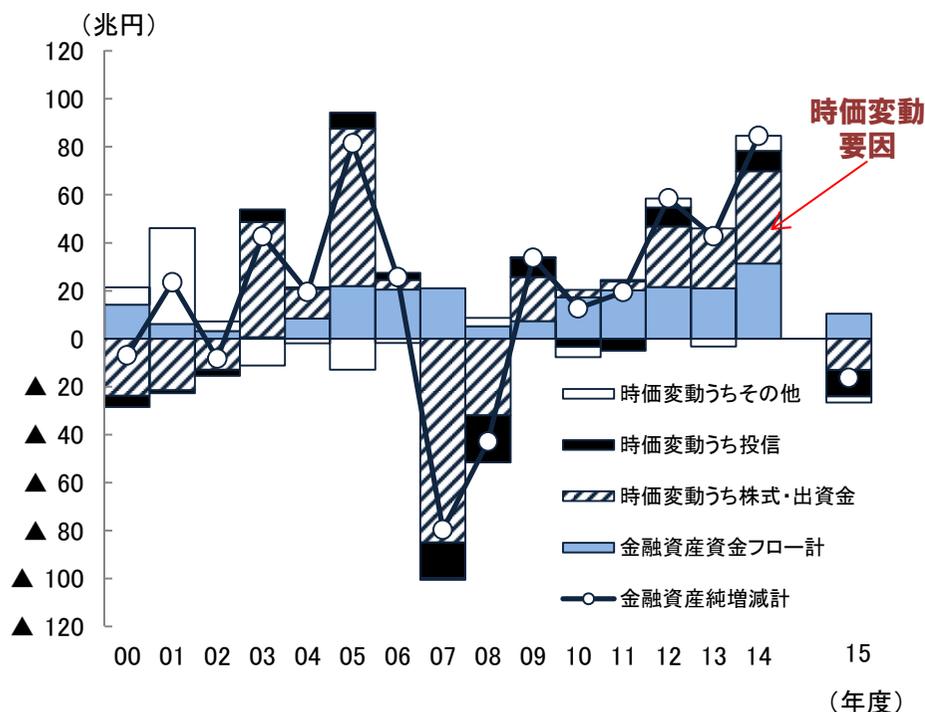


(注) 1. 各国の残高データは取得可能な以下の時点のデータを使用。
 日：15/9月末、米：15/9月末、英：15/9月末、独：15/4月末
 2. 間接保有比率は年金・保険を通じたリスク資産保有。家計の年金・保険の保有額に保険会社・年金基金のリスク資産投資割合を掛けて計算。
 (資料) 日銀、FRB、英国国家統計局、ドイツ連邦銀行より、みずほ総合研究所作成

足元の金融資産残高は時価変動で増加、フローの増加も寄与

- 2014年度の家計の金融資産残高は約85兆円の純増と2005年以来の高い伸び
 - ・資産運用額(フロー)も増加基調であるものの、増加の主因は時価変動(53兆円)
 - 足元は、金融市場の混乱の影響から時価変動が下押し
- 金融商品別には現預金への資金純流入傾向が顕著
 - ・投信の純流入金額の伸びは堅調で、保険・年金も流入超。一方、株式・出資金は資金流出

【金融資産純増減の要因分解】



(注)2015年度については、2015年9月までを累積したデータ。
 (資料)日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

【商品別金融資産資金フロー】

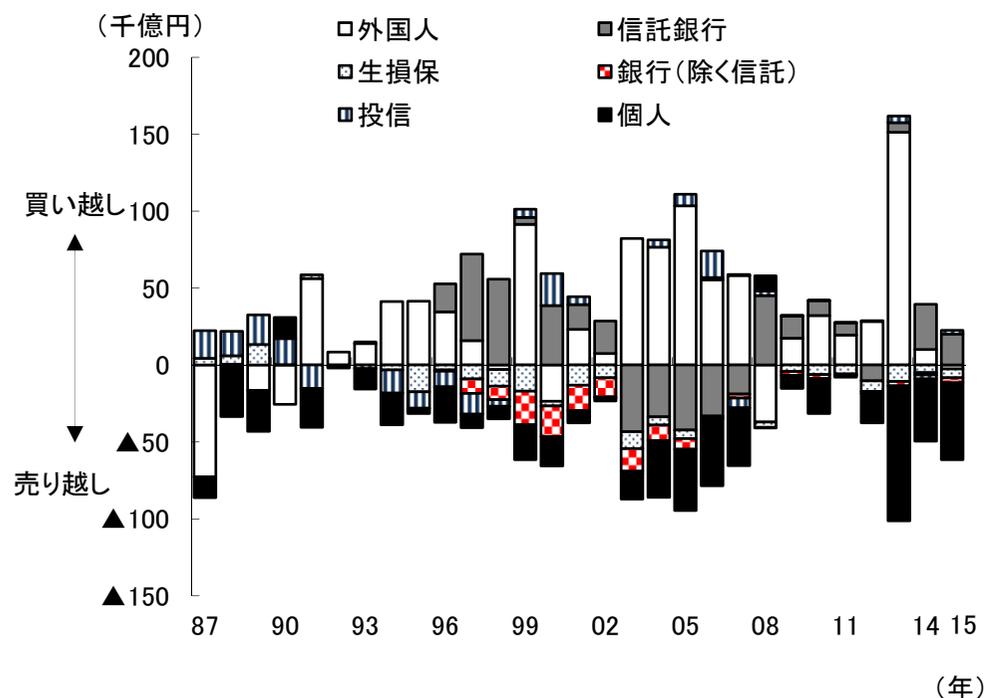
(年度)	現預金	公社債等	株式・出資金	投信	保険	年金	その他	合計
00	6.2	2.6	▲ 1.7	6.7	0.0	7.7	▲ 7.3	14.2
01	13.6	▲ 0.2	1.1	▲ 2.3	▲ 0.2	1.6	▲ 7.4	6.1
02	9.3	▲ 3.9	▲ 1.7	0.2	▲ 3.4	1.3	1.3	3.1
03	5.7	1.1	▲ 2.3	0.9	▲ 3.1	7.1	▲ 8.8	0.6
04	0.1	6.2	▲ 1.6	3.4	0.2	9.9	▲ 9.9	8.3
05	▲ 2.5	5.3	▲ 0.6	9.9	▲ 3.0	15.3	▲ 2.4	22.0
06	1.0	3.8	▲ 3.3	12.4	▲ 2.1	12.2	▲ 3.4	20.5
07	5.8	1.6	0.0	11.2	▲ 3.2	5.9	▲ 0.4	21.0
08	10.8	▲ 0.7	1.6	1.5	▲ 5.3	▲ 3.4	0.7	5.2
09	11.5	▲ 0.7	▲ 1.6	3.5	▲ 4.3	▲ 1.3	0.2	7.4
10	11.2	▲ 3.2	1.5	5.9	2.6	▲ 1.2	0.5	17.3
11	18.0	▲ 3.1	▲ 0.0	1.9	5.1	▲ 1.7	0.1	20.2
12	14.0	▲ 3.2	▲ 1.7	3.9	7.6	▲ 0.7	1.6	21.5
13	17.2	▲ 2.8	▲ 6.8	7.3	3.5	2.9	▲ 0.3	21.0
14	19.4	▲ 2.7	▲ 5.9	8.5	3.7	3.0	5.4	31.4
15	4.7	▲ 1.9	▲ 2.0	6.4	1.5	0.5	1.1	10.4

(注)2015年度については、2015年9月までの累積データ。
 (資料)日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

個人は株式売り越しトレンド、投信は資金流入傾向が継続

- 個人の株式投資は売り越しが継続。年金資金を含む信託銀行は、2014年、2015年と2年連続買い越し
- 投資信託は、公募投資信託全体で資金純流入の傾向が継続
 - ・純資産残高は2015年末に過去最高の97兆円に

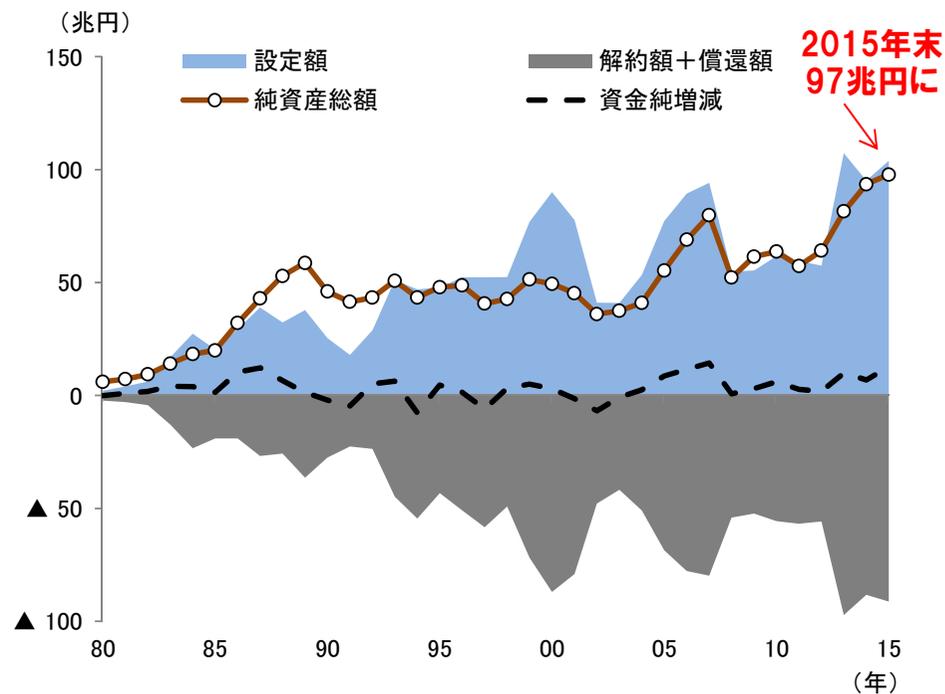
【株式の投資部門別売買状況(年次)】



(注)二市場一・二部合計。

(資料)東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

【公募投資信託への資金流出入(年次)と純資産総額】



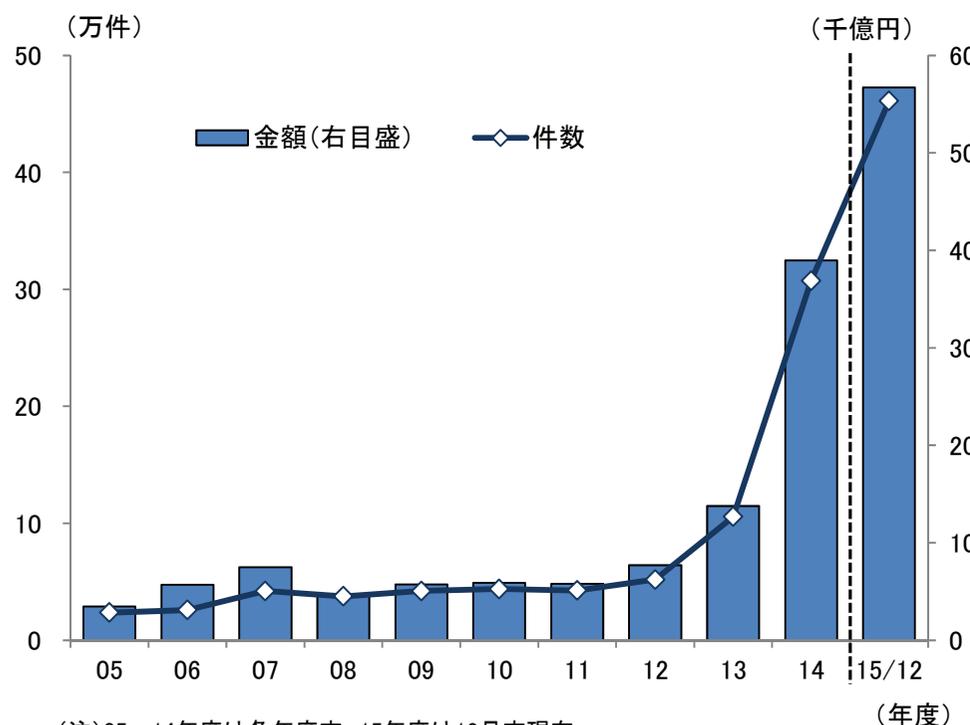
(資料)投資信託協会より、みずほ総合研究所作成

投信への資金流入にはラップ口座やNISAの普及拡大が寄与

- ラップ口座^(※)の利用拡大傾向は顕著、2015年12月末時点で約46万件、金額は5.7兆円に
- NISA口座は2015年6月末時点で921万口座、累計買付総額は5兆円超、うち7割近い3.5兆円が投資信託に流入
 - ・ 口座稼働率や口座全体に占める40歳代以下の割合は着実に上昇しているものの、ペースは緩やか

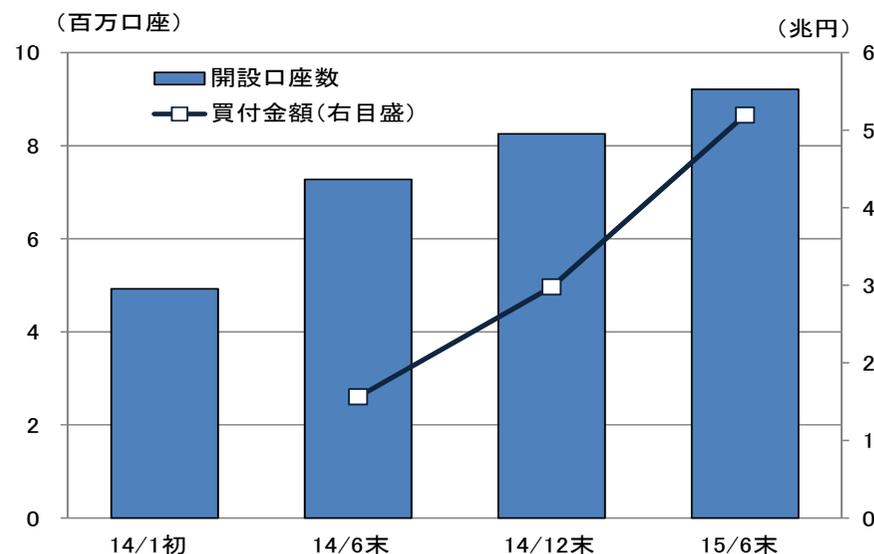
(※)証券会社や信託銀行が投資家から資金を預かり、投資判断、売買、コンサルティング等、運用から管理までを包括的に行う資産運用サービス

【ラップ口座を利用した投資運用の契約金額と件数】



(注)05~14年度は各年度末、15年度は12月末現在
(資料)日本投資顧問業協会より、みずほ総合研究所作成

【NISA口座の開設数と買付額】



時点	14/1初	14/6末	14/12末	15/6末
40歳代以下の割合	20.7%	24.9%	26.3%	27.3%

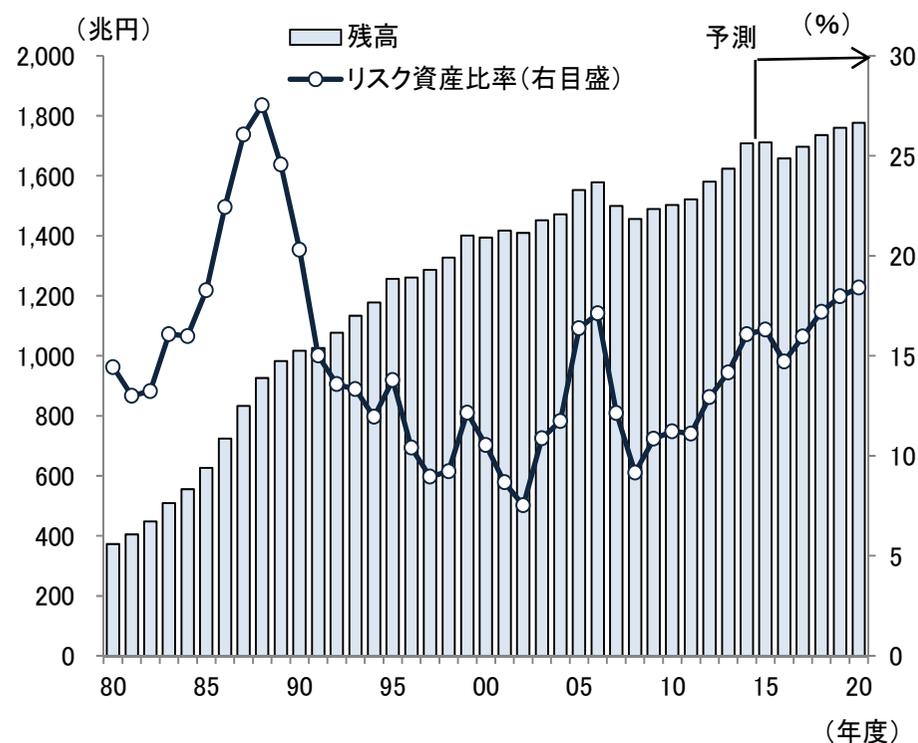
(注)買付金額は、2014年及び2015年の利用枠で買付があった金額の合計
(資料)金融庁より、みずほ総合研究所作成

2020年市場予測：個人金融資産残高約1,800兆円、公募投信純資産総額約130兆円

○ 個人金融資産残高は、2020年度に約1,800兆円と予測

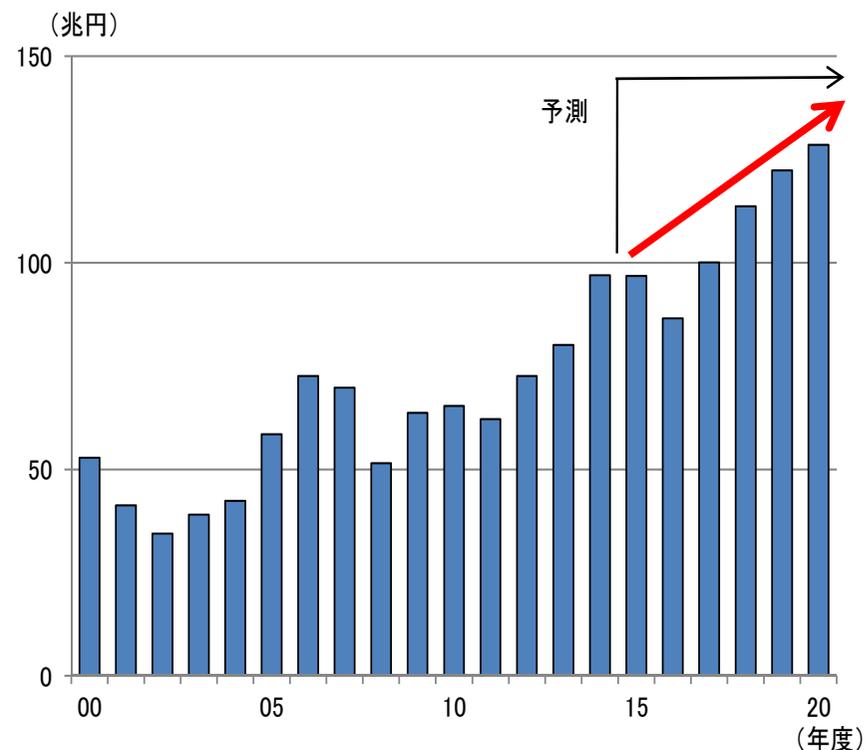
- ・ 投信中心に資金流入、個人金融資産に占めるリスク資産比率は2014年度の16%程度から18%程度へ上昇
- ・ 公募投資信託の純資産額は、2014年度の約100兆円から約130兆円へ

【個人金融資産残高とリスク資産比率の見通し】



(注) 1. リスク資産比率 = (株式・出資金残高 + 投信残高) / 金融資産残高総額
 2. 2015年度以降は、みずほ総合研究所の見通し
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

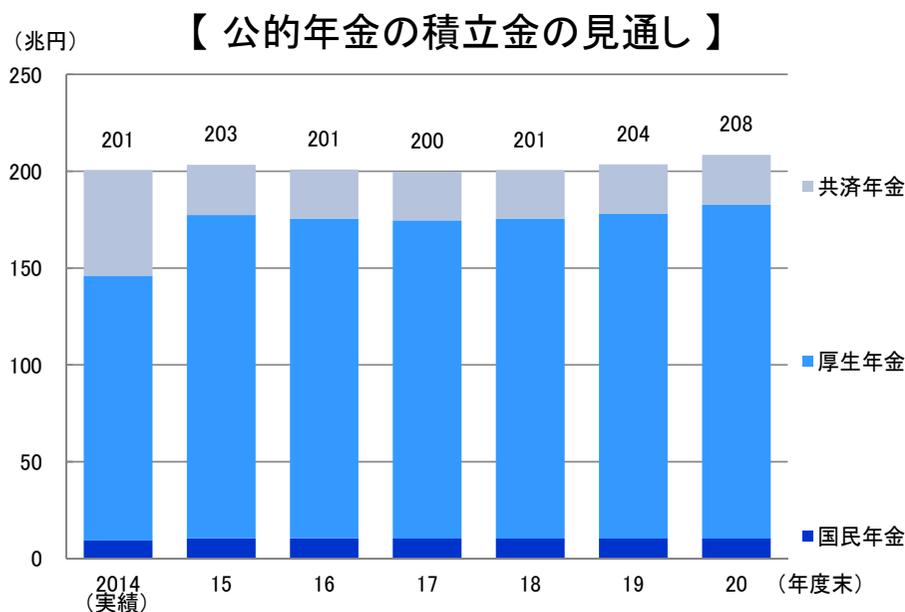
【公募投資信託の純資産総額の見通し】



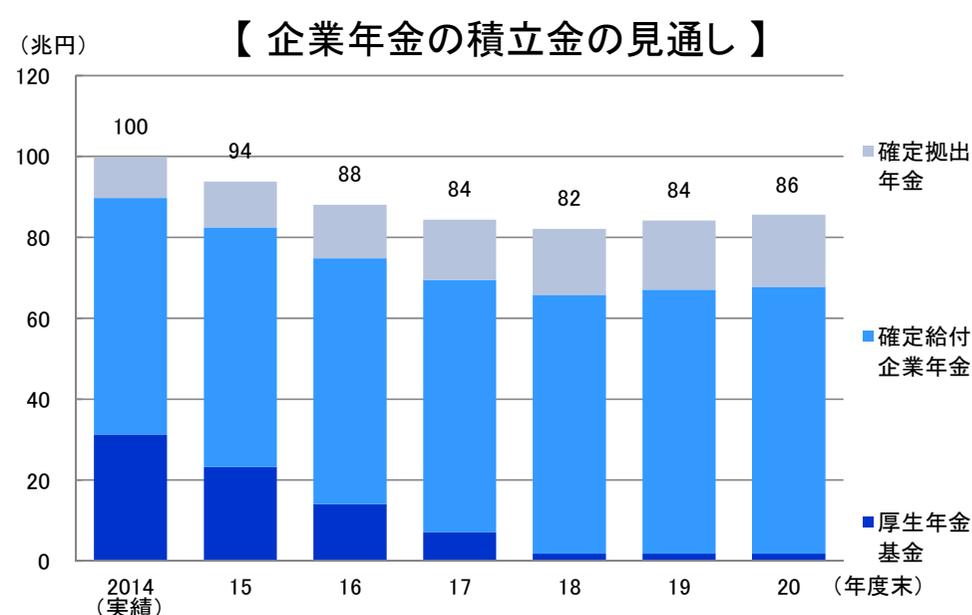
(注) 1. 日経平均株価前提(年度平均): 2015年度18,700円、2016年度16,500円、
 2017年度17,600円、2018年度19,000円、2019年度20,000円、2020年度20,500円
 2. 2015年度以降は、みずほ総合研究所の見通し
 (資料) 投資信託協会より、みずほ総合研究所作成

2020年の年金積立金見通し： 公的年金積立金は208兆円、企業年金は86兆円

- 公的年金の積立金は、2020年度末に208兆円へ増加の見通し
- 企業年金の積立金は、2014年の厚生年金基金に関する法改正により2018年度末まで基金解散が進む影響を受け、当面は減少が続く。2020年度末には86兆円の見通し
 - ・ 厚生年金基金は2014年4月以降の新設不可、2019年4月以降は一定の基準を満たす基金のみ存続可能
 - ・ 2014年度以降、厚生年金基金の解散、代行返上が進んでおり、基金数は大幅に減少の見通し
 - ・ 他の制度への移行が進むが、企業年金を廃止する企業も見込まれるため、当面の企業年金の積立金は減少



(注) 1.2015年度以降は財政検証、財政再計算による見通し(経済前提ケースE)。
 2.利回り前提を2015年度0%、2016年度以降1%として、みずほ総合研究所算定。
 3.2015年10月の厚生年金と共济年金の一元化により、2015年度末以降の共济年金は三階部分のみの積立金残高。
 (資料)厚生労働省資料より、みずほ総合研究所作成

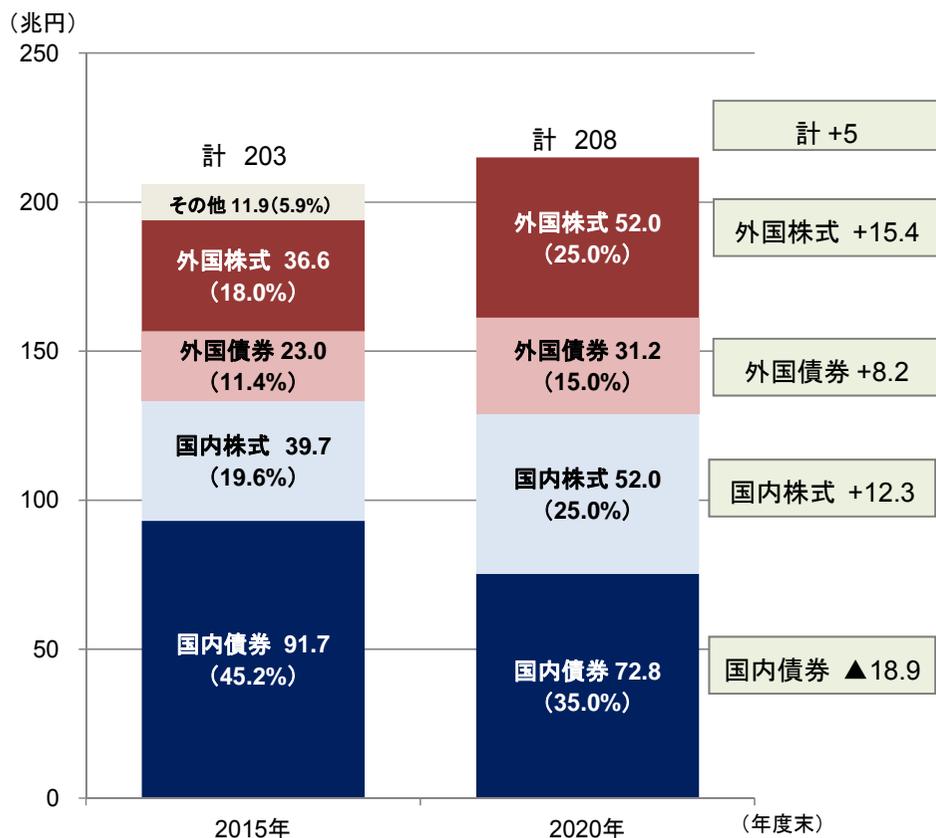


(注) 1.確定拠出年金は個人型年金を含む。
 2.利回り前提を2015年度0%、2016年度以降1%として、みずほ総合研究所算定。
 3.2014年度は確定拠出年金個人型年金のみ、みずほ総合研究所の見通し。
 2015年度以降は、みずほ総合研究所の見通し。
 (資料)厚生労働省、生命保険協会資料等より、みずほ総合研究所作成

2020年の年金積立金運用資産見通し: 公的年金・企業年金ともにリスク性資産増加へ

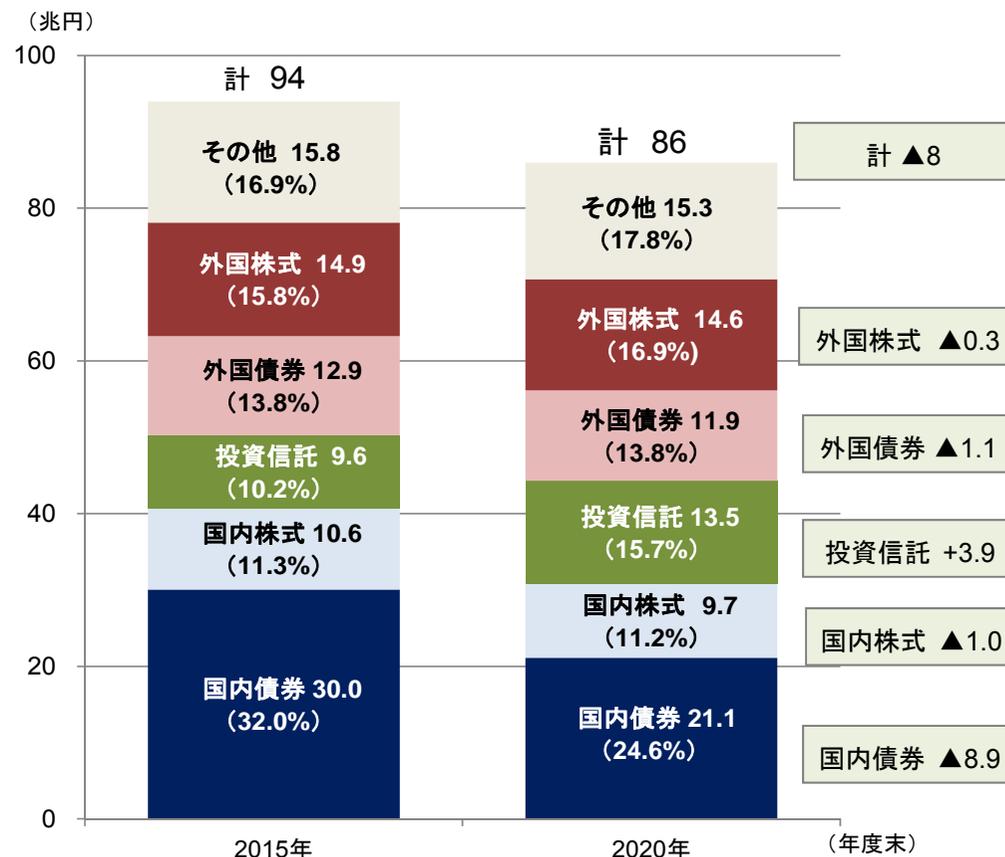
- 公的年金の運用資産は、モデルポートフォリオへの移行より、国内株式、外国株式などが増加する見通し
- 企業年金の運用資産は、確定拠出年金におけるリスク性資産の増大を主因に、投資信託が増加する見通し

【 公的年金の積立金の見通し 】



(注) 2020年度末の資産配分割合が公的年金モデルポートフォリオに移行すると仮定。
 (資料) みずほ総合研究所作成

【 企業年金の積立金の見通し 】



(注) 確定拠出および確定給付(含.厚生年金基金)のそれぞれにおいて、リスク性資産へのシフトが公的年金の約半分のペースで進むものと仮定。
 (資料) みずほ総合研究所作成

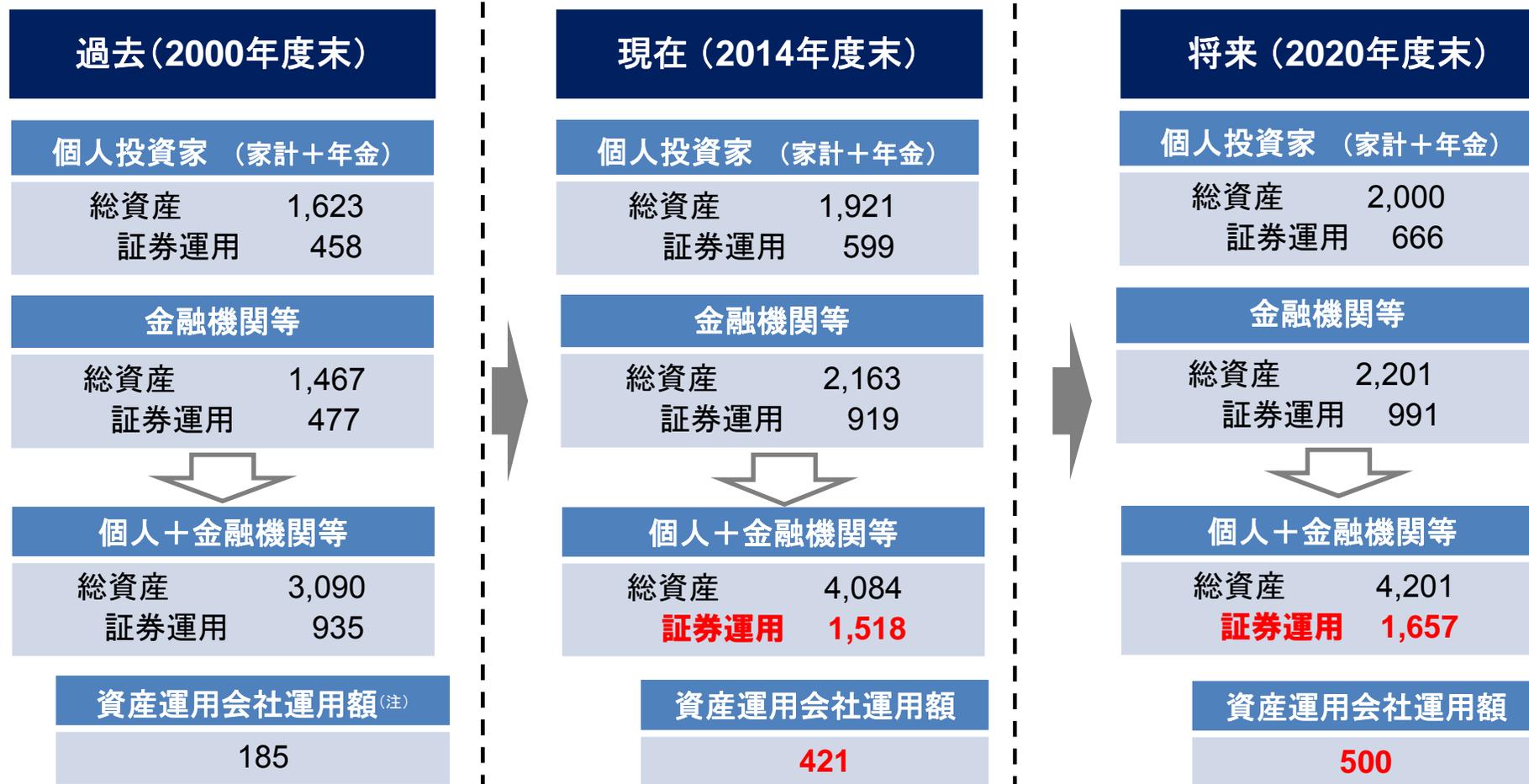
2020年の資産運用業：証券運用額は1,657兆円、うち運用会社分は500兆円に拡大

○ 資産運用業の対象となる証券運用額は、足元1,518兆円から、2020年度には1,657兆円程度に

- ・ 投信増加を主因に、資産運用会社運用額は2020年度に500兆円に

【 2020年の資産運用ビジネス 】

(単位:兆円)



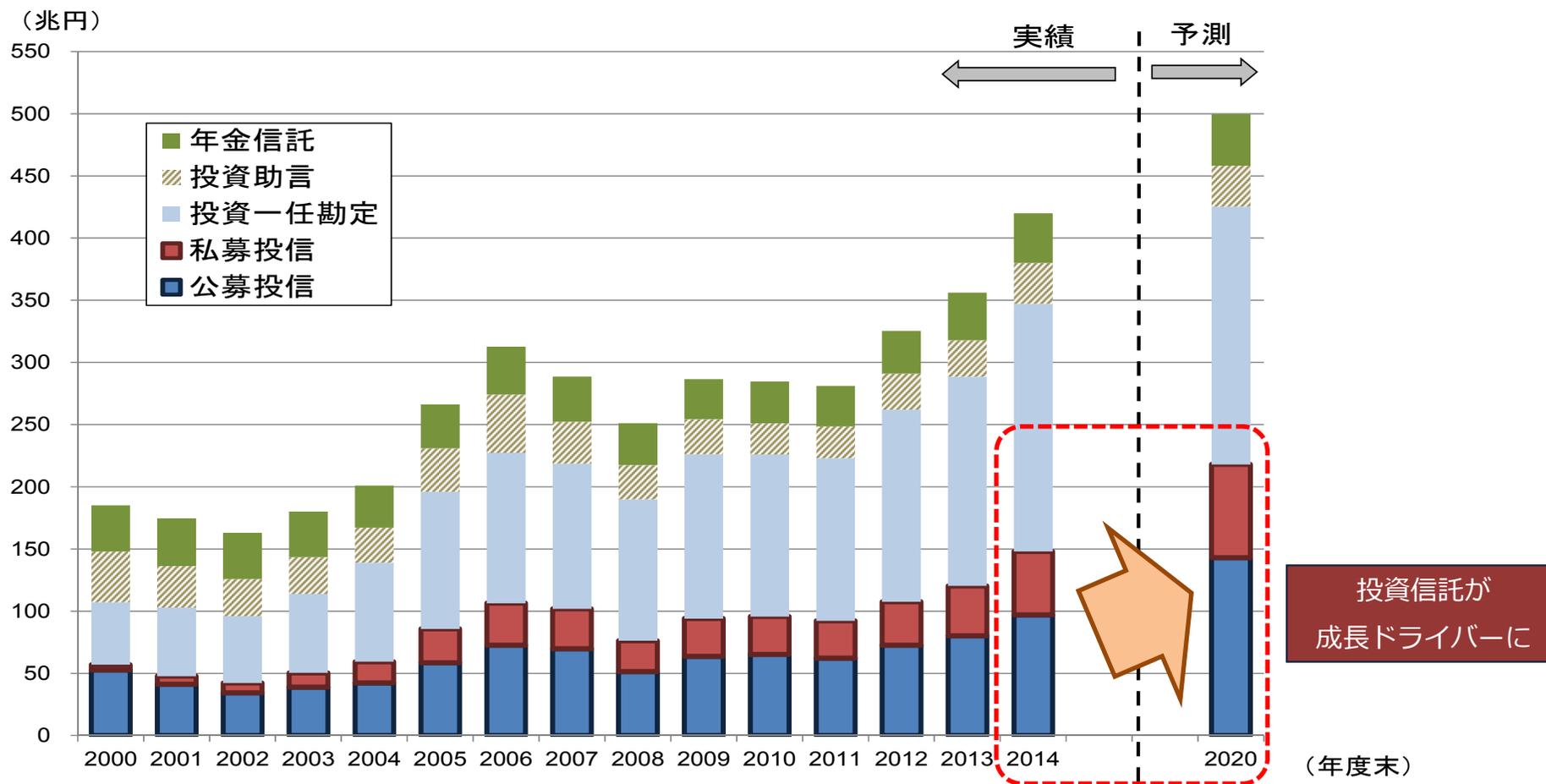
(注)資産運用会社運用額:投資一任、投資助言、投資信託(公募・私募)、年金信託の合計

(資料)日本銀行「資金循環統計」等のデータに当方予測値を加え、みずほ総合研究所作成

運用資産別では、投資信託が成長ドライバー

○ 資産運用会社の運用資産別にみると、足元から2020年度にかけて投資信託が成長ドライバーに

【資産運用会社の運用資産の見通し】

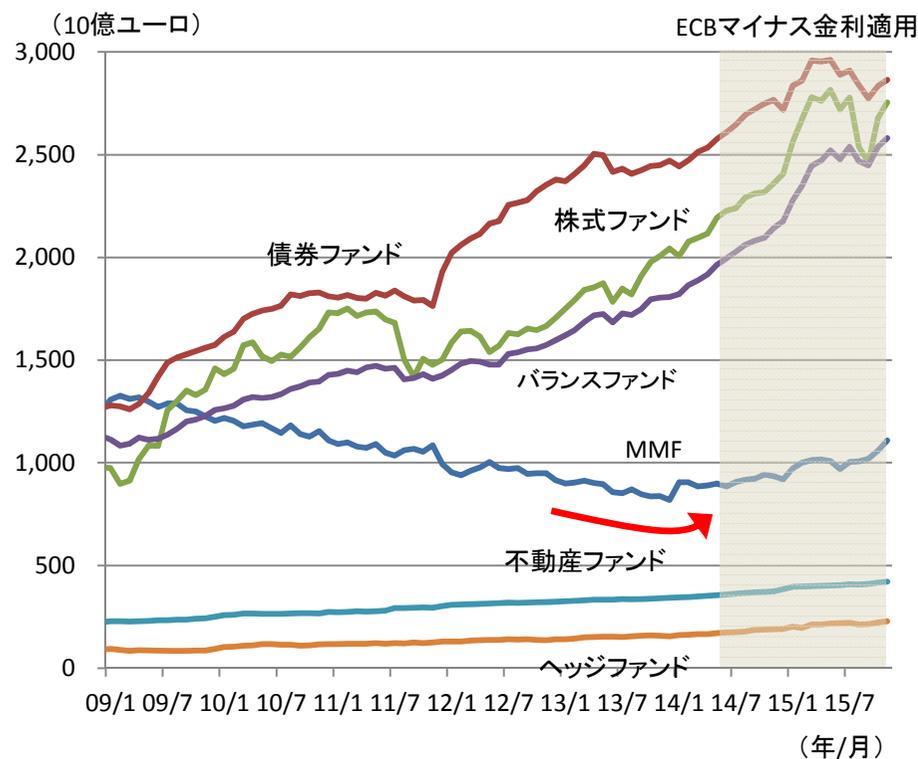


(資料) 投資信託協会、日本投資顧問業協会、信託協会の実績データに、当方予測値を加え、みずほ総合研究所作成

(ご参考) 欧州では投資ファンドへの資金流入が続く

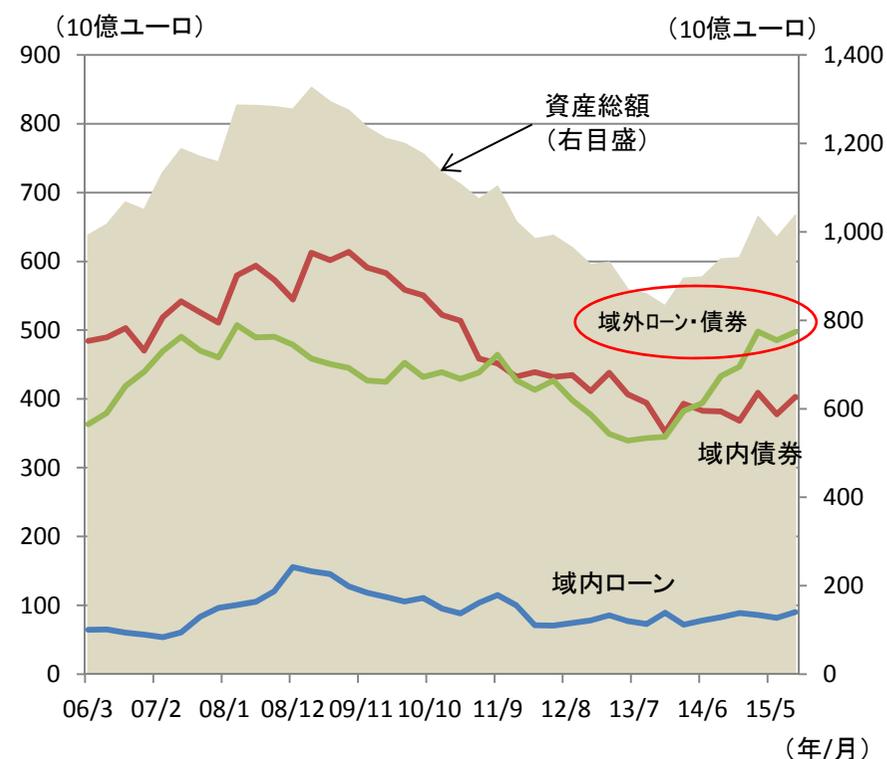
- 欧州では金融緩和と資産価格上昇を受けて投資ファンドへの資金流入が継続
- ECBのマイナス金利適用後、MMFも資金流入に転換。域外投資を積極化して利回り確保に動く

【 欧州の投資ファンド残高(投資方針別) 】



(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

【 欧州のマネーマーケットファンドの運用資産 】

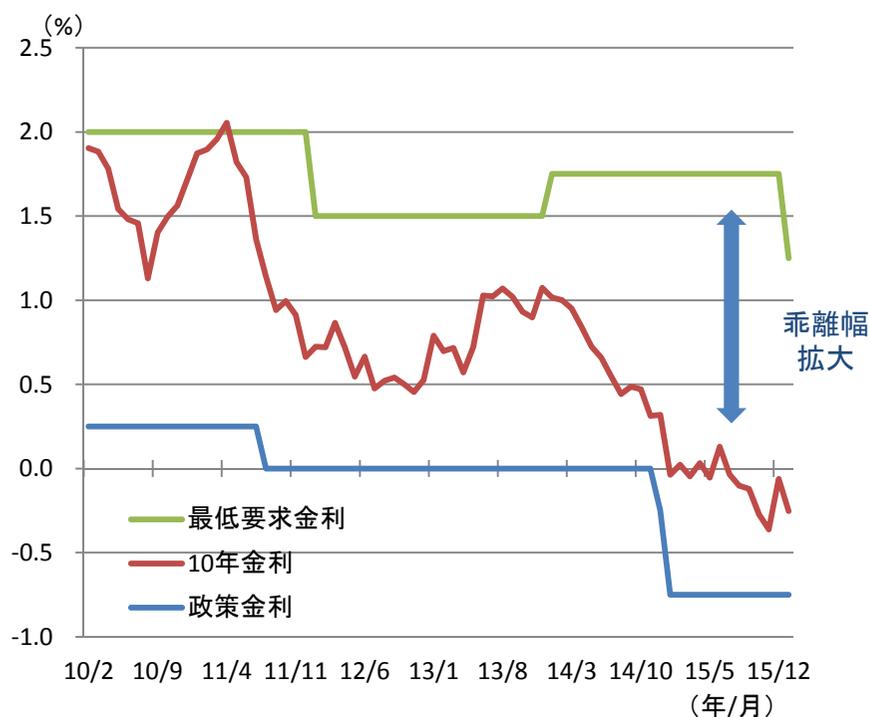


(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

(ご参考) スイスでは、マイナス金利政策を受けてオルタナティブ、不動産へ資金シフト

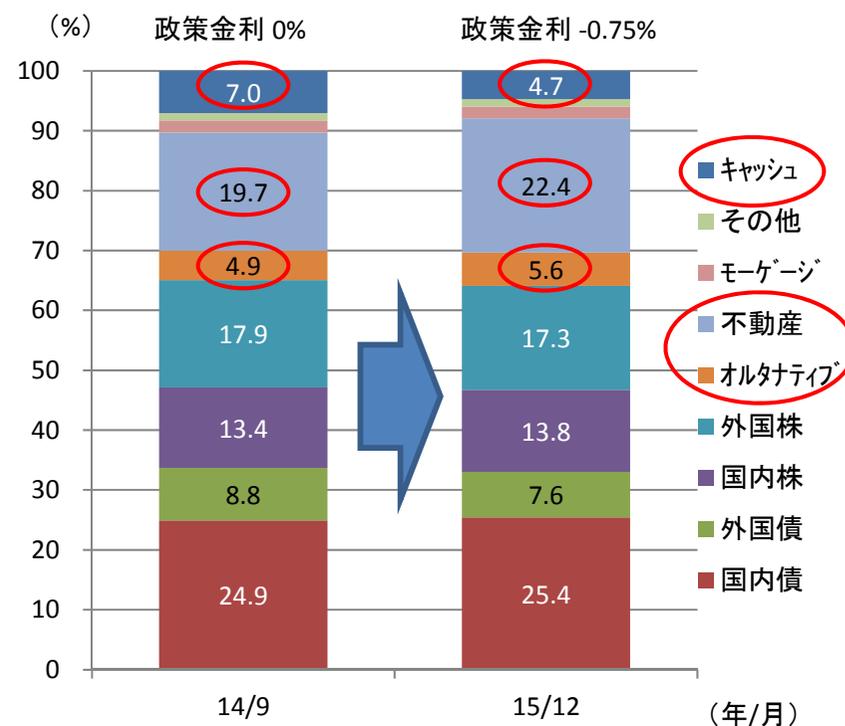
- スイスでは、マイナス金利政策を受けて長期金利は大幅に低下。一方、年金の最低要求運用利回りが緩やかな低下に留まるため、運用利回り確保が大きな課題
- キャッシュ運用の比率が低下するとともに、不動産、オルタナティブ運用のウェイトが高まる

【 スイスの年金の最低要求金利 】



(注) 最低要求金利はBVG minimum interest rate, 政策金利は3month LIBOR target rate
 (資料) IPEより、みずほ総合研究所作成

【 スイスの年金ファンドの資産アロケーション 】



(資料) Credit Swiss Pension Fund Index より、みずほ総合研究所作成

1章のまとめ

- 日本の個人金融資産は1,700兆円に。但し、半分以上が現預金
- 公募投信の純資産残高は増大。ラップ口座やNISAの普及拡大が寄与
- 2020年度において、日本の個人金融資産残高は約1,800兆円、公募投資信託の純資産額は約130兆円、公的年金積立金は208兆円、企業年金積立金は86兆円と予測
- 2020年度資産運用会社運用額は拡大へ
 - ・資産運用ビジネスの対象となる証券運用額は、足元の1,518兆円から、2020年度には1,657兆円に増加を見込む
 - ・資産運用会社運用額は、足元の421兆円から、2020年には500兆円へと拡大を予測。運用資産別では、投資信託が成長のドライバーに



2. 金融規制・金融行政の動向

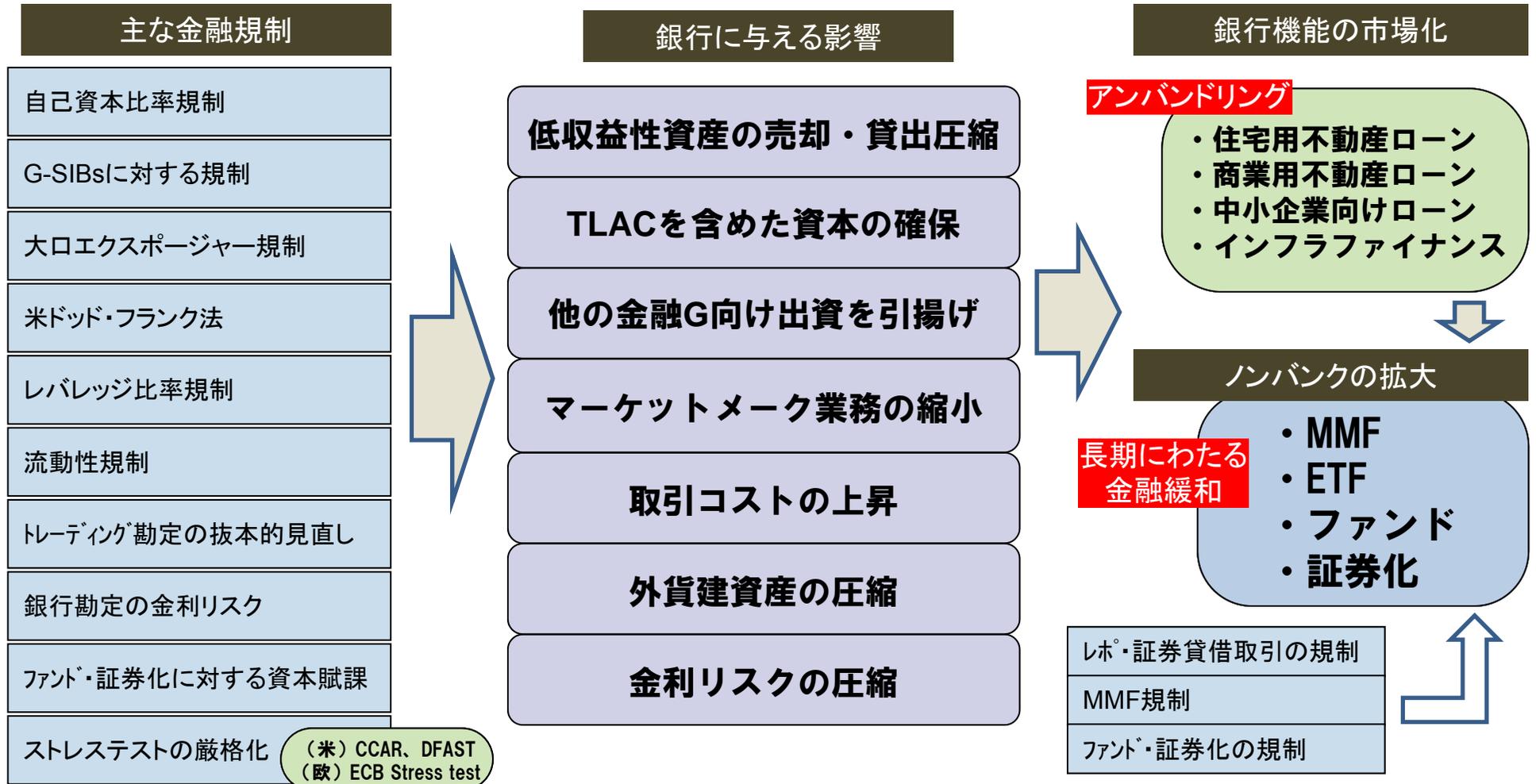
～金融規制強化を受けたシャドーバンキング拡大への対応とフィデューシャリー・
デューティー重視の流れ～

- (1) 国際金融規制を受けた欧米金融機関の動向
- (2) シャドーバンキングに対する規制導入の動き
- (3) 資産運用業に対する規制導入の動き
- (4) 日本の金融行政動向

国際金融規制：金融規制強化がマネーの流れを変える

○ 規制強化を受けた金融機関の行動変化により、金融機能の市場化やノンバンクの拡大など、金融の流れが一部変化

【 金融規制が欧米の銀行に与える影響 】



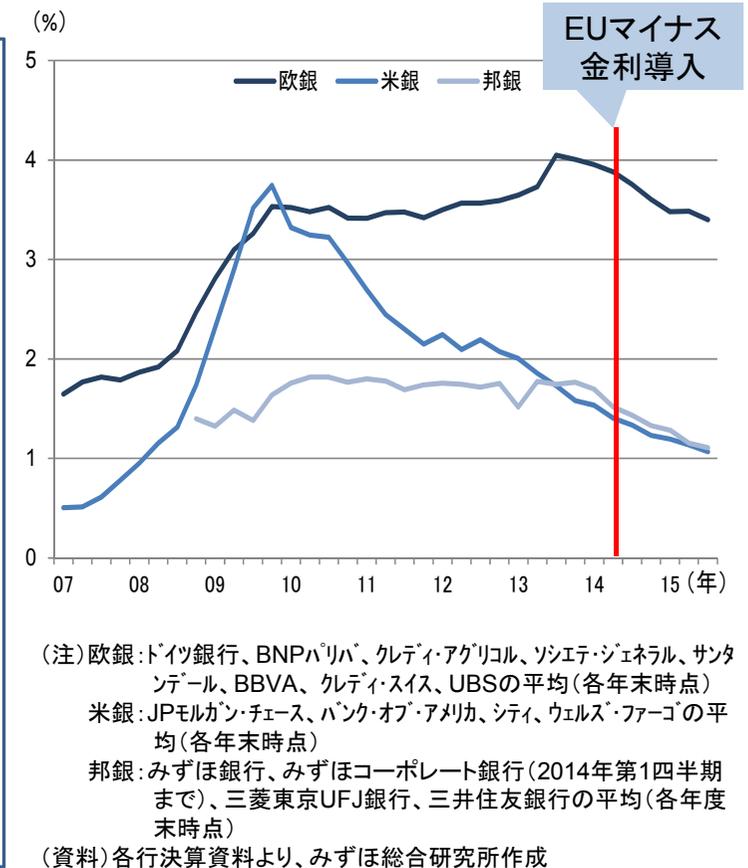
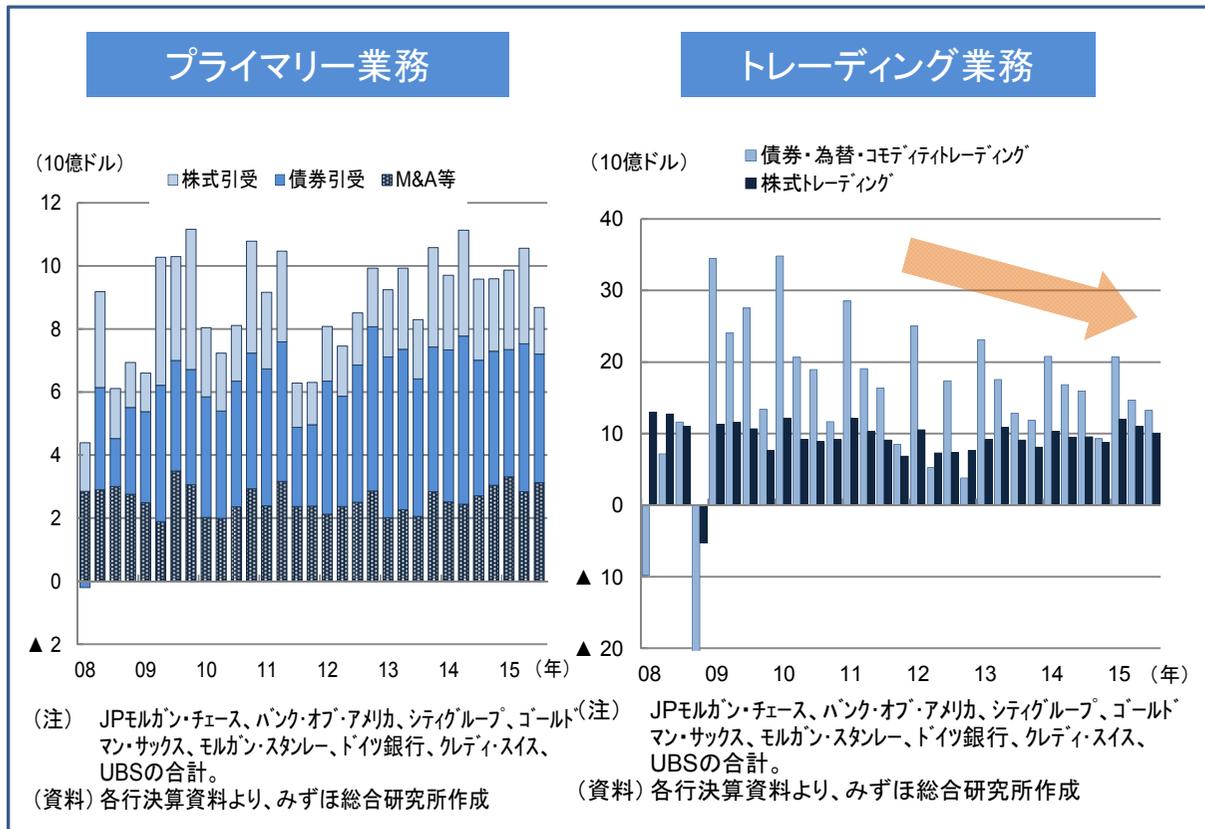
(資料)みずほ総合研究所作成

国際金融規制:「デレバレッジ」を含め、バランスシートを意識してビジネスを見直し

- 自己資本比率規制の強化やレバレッジ比率規制の新規導入等を受け、欧米大手銀行はバランスシートへの負荷(アセットの量と質)を強く意識してビジネスモデルを見直し
 - ・ 例えば、投資銀行業務ではバランスシートをより大きく使うトレーディング業務は縮小傾向
- 特に欧州銀行は、不良債権比率が引き続き高いことも重なり、「デレバレッジ」の動きが継続

【 投資銀行部門のトップライン推移 】

【 日米欧の不良債権比率推移 】



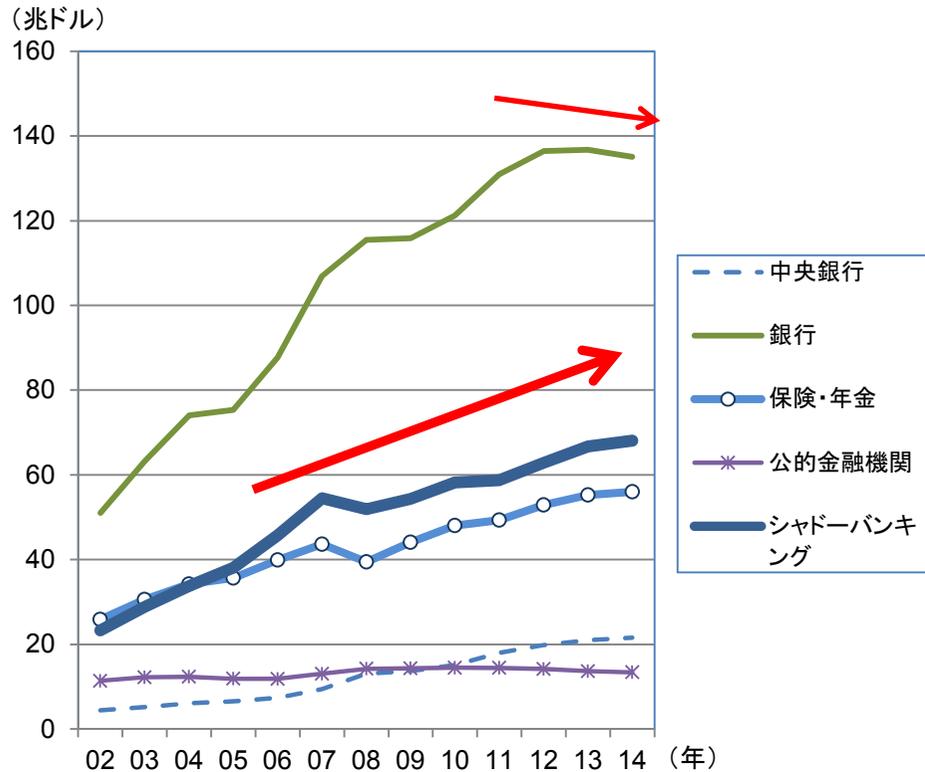
拡大するシャドーバンキングに対して規制導入の動き

○シャドーバンキング(*)は拡大傾向が続く

(*)通常の銀行システムの外にある信用仲介のシステム。MMFなどもこれに含まれる

・リスク抑制の観点から、MMF規制などシャドーバンキング規制に関する国際的な議論が進展

【金融仲介部門の金融資産残高(主要国全体)】



(注) 1. 主要国全体における金融仲介部門の金融資産残高。
2. ここでのシャドーバンキングの定義はOFIs (Other Financial Intermediaries)。

(資料) 日本銀行、FSBより、みずほ総合研究所作成

【シャドーバンキング規制に関する国際的な議論】

(FSB/5つのワークストリーム)

規制類型	規制目的
銀行のシャドーバンキング主体への関与に着目した規制	○銀行のシャドーバンキングへの関与(シャドーバンキング向けエクスポージャー)の拡大等をもたらすリスクの抑制 —ファンド向けを含む大口与信規制
MMF規制	○MMFの大量解約によって生じ得るCPやレポ市場の流動性逼迫の抑制 —大量解約に対するMMFの耐性の強化等
MMFを除くその他主体への規制	○MMF以外の「その他シャドーバンキング主体」に特有のリスクへの対応 —経済機能に基づくリスクの特定、政策手段選定
証券化規制	○証券化商品の組成による不適切なリスク移転の防止等 —証券化商品の組成者に対するリスク・リテンション規制、透明性の確保
レポ・証券貸借取引への規制	○レポ取引等に付随するシステムリスクの抑制 —銀行等・ノンバンク感のレポ取引における最低ヘアカット率等

(資料) 日本銀行、FSBより、みずほ総合研究所作成

資産運用業に対する規制：システミックリスクへの対処も視野に入れた規制を検討中

- 資産運用業に対し、ファンドのレバレッジ、流動性リスク等に着目した規制を導入する見通し
 - ・ 当初は「運用資産規模」を重視して、システム上重要な金融機関(SIFIs)に指定する方法で規制する方向だったが、運用業界等からの反対を受け、資産運用業の「商品や業務」に着目した規制を導入する方向に転換

【 資産運用業向け規制の検討状況 】

グローバル	米国
<p>【FSB(金融安定理事会)】</p> <p>○NBNI G-SIFIs(銀行・保険会社以外のグローバルなSIFIs)選定手法の検討を一旦中断(2015年7月発表)</p> <ul style="list-style-type: none">・ 下記の資産運用業のリスクに係る検討作業を優先させることに <p>○資産運用業のリスクに係る検討作業を実施中</p> <ul style="list-style-type: none">・ ファンド運用・調達 mismatches やレバレッジ等がもたらすリスクに着目して、業務内容に基づく規制を検討し、必要に応じ、G20杭州サミット(2016年9月)までに政策勧告を策定する予定	<p>【FSOC(金融安定監督カウンスル)】</p> <p>○「運用資産規模」ではなく「商品・業務がもたらすリスク」を重視するアプローチへの方針転換を示唆(2014年7月発表)</p> <p>【SEC】</p> <p>○投資信託・ETF等に対する流動性規制を提案(2015年9月発表)</p> <ul style="list-style-type: none">・ 流動性の低い資産の組み込みを抑制・ ストレス時において解約者と残った投資家の公平性を確保

(資料)FSB、FSOC、SECより、みずほ総合研究所作成

日本の金融行政：「金融行政方針」の策定によりデフレ脱却に向けて金融面から支援

○ 金融庁は「金融行政方針」(2015年9月)で、「経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現」を目指す

- ・ 目指す姿・重点施策の筆頭に「活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性・透明性の確保」を掲げ、従来とは異なる資金の流れの実現を目指す

【金融庁「金融行政方針」金融行政の目指す姿・重点施策】

活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性・透明性の確保

・ 経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現させる

課題

家計

- 金融資産の過半が現預金
- 資産運用のリテラシーが低い
- 金融リテラシーの向上が課題

機関投資家／運用業者

- 資金の性格・規模に見合う運用・リスク管理の高度化が課題

販売会社(銀行、証券会社、保険会社等)

- 手数料稼ぎを目的とした投信の回転売買等
- 手数料の透明化等も課題

市場・経済

- リスクマネーの供給が不十分
- グローバルな金融機関(運用/仲介)のプレゼンスが小さい

目指す姿

家計

- 中長期・分散投資の促進を通じた、より安定的な資産形成の実現

機関投資家／運用業者

- 運用・リスク管理の高度化によるリターンの安定的な向上
- 高度な金融人材の集積
- 投資先企業への建設的なエンゲージメントによる企業価値向上

販売会社(銀行、証券会社、保険会社等)

- 真に顧客のためになる質の高い金融商品・サービスの提供

市場・経済

- リスクマネーの適切な供給
- 厚みのある株式市場・社債市場等の発展、清算、振替機能強化
- グローバルな金融機関の集積による市場活性化
- 質の高い市場情報の流入

(資料)金融庁「金融行政方針」(2015年9月)より、みずほ総合研究所作成

日本の金融行政：資産運用重視のスタンスがより明確に

- 「金融行政方針」では、①NISAの更なる普及・発展、②企業統治の充実、③フィデューシャリー・デューティーの徹底、④金融機関による資産運用高度化、を促す姿勢を明確化

【金融庁「金融行政方針」のポイント(資産運用関連)】

項目	具体的重点施策
NISAの更なる普及・発展	○ NISAの利用拡大、ジュニアNISA普及のための広報の充実 等
企業統治の充実	○ コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの策定を契機とする企業統治の更なる充実、フォローアップ会議を通じた情報発信
フィデューシャリー・デューティーの徹底	① 投信運用業者 <ul style="list-style-type: none"> ・系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に適う商品の組成・運用等 ② 販売会社(銀行・証券・保険会社等): <ul style="list-style-type: none"> ・顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と統合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との利益相反や情報の非対称性の排除等 — 手数料稼ぎを目的とした投信の回転売買からの脱却 等
金融機関による資産運用の高度化	① 保険会社の資産運用能力の向上 <ul style="list-style-type: none"> ・ビジネスモデルにおける資産運用の位置づけ、運用の高度化への取組み等を確認 ② 信託銀行・投資運用業者等の資産運用及びその関連業務について、運用の専門人材の確保・育成を含め、高度化に向けた取組みを促進
	③ 預金取扱金融機関の証券運用について、低金利環境下における運用方針についての経営の考え方、運用態勢を確認

(資料)金融庁「金融行政方針」(2015年9月)、金融モニタリングレポート(2015年7月)より、みずほ総合研究所作成

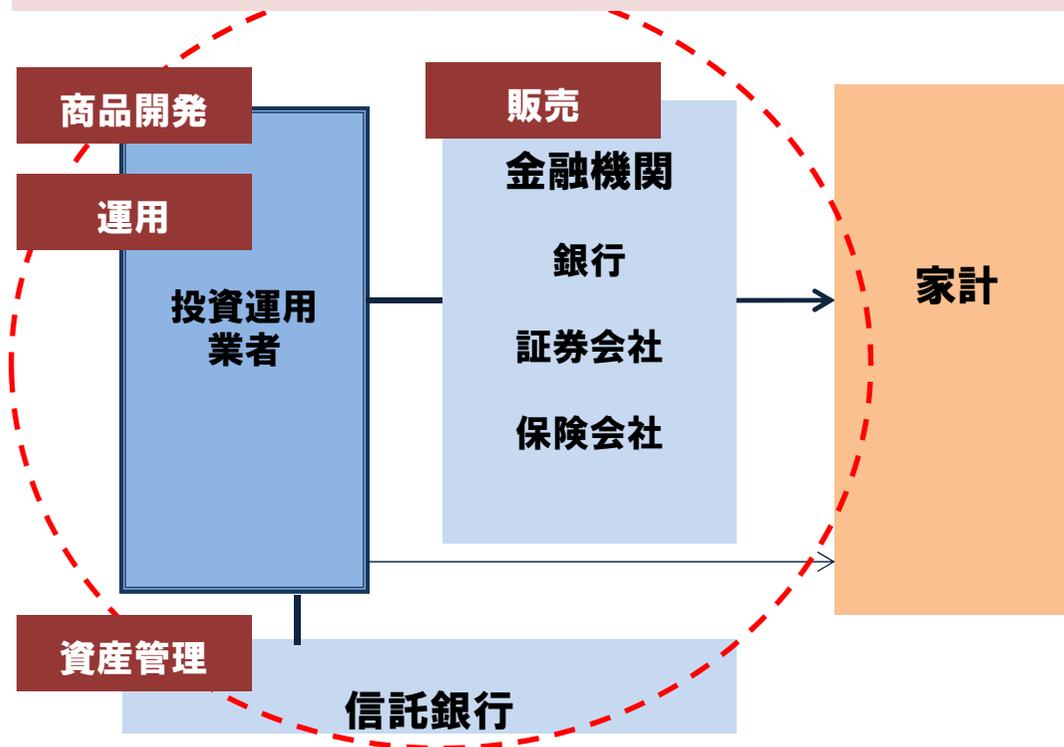
金融行政上のキーワードは「フィデューシャリー・デューティー」

- 金融行政上、金融仲介全域にわたり「フィデューシャリー・デューティー^(※)」が重要なキーワードに
 - ・商品開発、販売、運用、資産管理の各担い手を対象とし、販売では銀行・証券会社だけでなく保険会社も含む

(※)金融行政方針の注釈では、「他者の信任に応えるべく、一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」

【フィデューシャリー・デューティーの概要】

商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、
真に顧客のために行動しているか？



フィデューシャリー・デューティーを構成する 5つの重要要素

投資家の利益の優先、利益相反行為の禁止

自己の運用方針や運用に対する考え方を明確にして、それに応じた運用体制や運用能力を構築・保持する

投資家の利益との適合性

投資家の利益の最大化を追求する観点から適切な運用方法により運用を行う

適切なリスク管理

(資料)金融庁資料、金融財政事情研究会「週刊金融財政事情」(2015年9月21日号)等より、みずほ総合研究所作成

2章のまとめ

- 国際的な金融規制強化を受けて、金融機関のビジネスモデル見直しが進行。特に、不良債権比率の高い欧銀は「デレバレッジ」の動き
- その一方で、シャドーバンキングの拡大傾向が継続。リスク抑制の観点から、MMF規制などシャドーバンキング規制に関する国際的な議論が進展
- 資産運用業に対する規制では、レバレッジや流動性リスクに着目したファンド規制が導入される見通し
- 金融庁は、平成27事務年度「金融行政方針」で、資産運用重視のスタンスをより明確化。金融仲介全般にわたり、「フィデューシャリー・デューティー」が重要なキーワードに



3. なぜ、今、日本で資産運用か

～米国から30年遅れの潮流、今こそ～

- (1) 米国での「ディスインターミディエーション」
- (2) 日米における資産運用の発展の流れ
- (3) 本格的な「離陸期」に向かう日本の資産運用

米国での「ディスインターミディエーション」: 1980年代から本格的に進行

○ 米国では1980年代から「ディスインターミディエーション」が進行

・1980年代～1990年代にかけて、官民一体となって取り組み(制度改革と株価上昇が両輪)

【 米国で生じた「ディスインターミディエーション」とその背景 】

「ディスインターミディエーション」 = 預金から預金以外の金融商品へのシフト
・金融資産の活性化

1980年代～1990年代にかけての
官民一体となった取り組みが礎に

金融環境 株式市場

➢ 1980年代半ばから、
グリーンSPAN議長の下
で、緩やかなインフレ政
策が展開
→ 米国株式の持続的上昇

年金制度

➢ IRA、401(k)の導入
— 制度導入後も、継続的
に制度改革を実施し、
普及拡大につなげる

企業・機関投資家動向

➢ 確定給付企業年金の
年金積立不足問題が拡大
→ 401(k)の普及拡大
➢ ヘッジファンドの拡大
➢ 投資家の裾野拡大

金融機関の取り組み 金融教育

➢ コンサルティング営業
の推進
➢ 401(k)の普及を進める中、
金融教育が拡大

環境と制度が両輪に

(資料)みずほ総合研究所作成

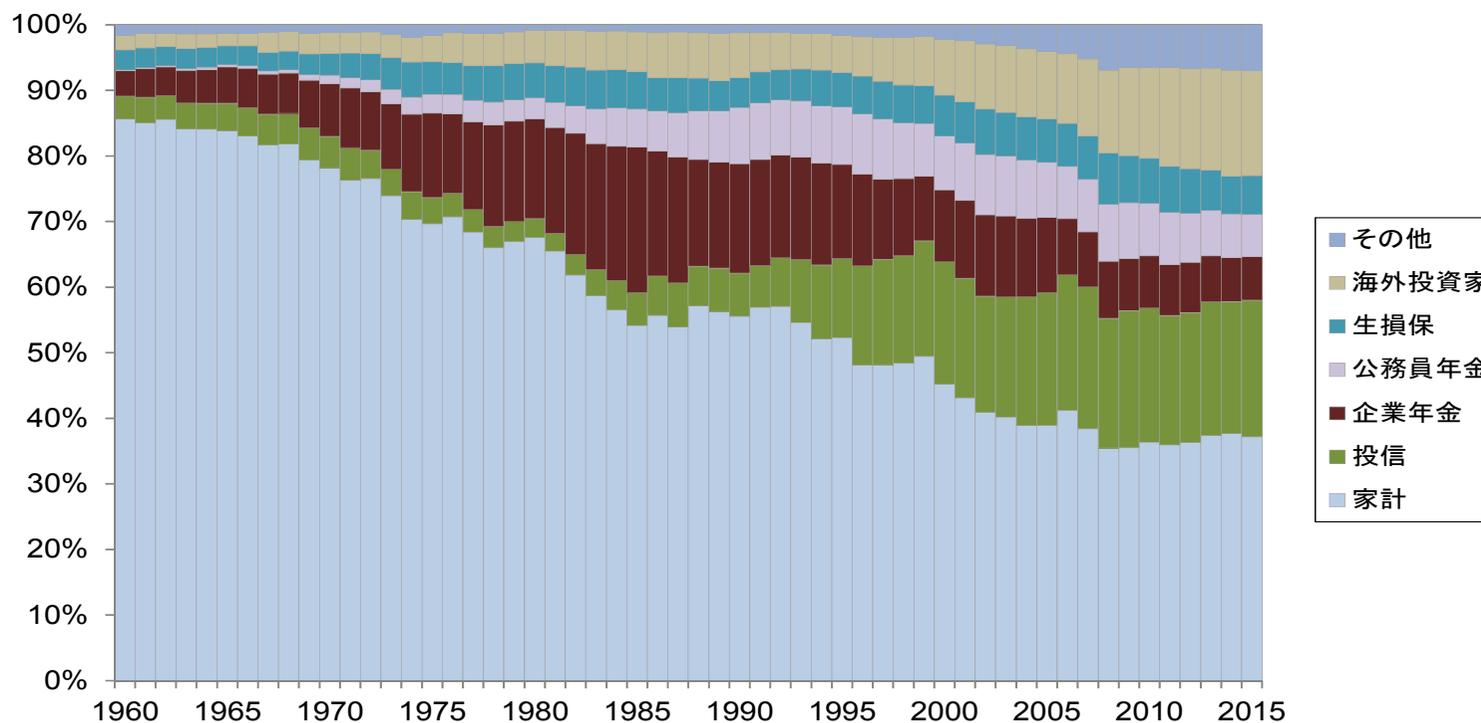
米国の株式所有状況推移: 1980年代は企業年金、1990年代以降は投信が拡大

○ 米国株式所有(構成比率)では、家計の比率が低減傾向の一方、1980年代は企業年金、1990年代からは投信が拡大

・1990年代からは、IRA(※)拡大が投信の比率上昇につながる

(※) Individual Retirement Account(個人退職勘定)。退職後の老後資金の積み立てを目的として個人が開設することのできる税制優遇付きの口座

【米国の株式所有状況推移(構成比率)】



(注)各年末。但し、2015年は9月末。

(資料)FRB“Flow of Funds”より、みずほ総合研究所作成

継続的な制度改善で使いやすさが高まった401(k)やIRAがさらに後押し

- 米国では、1980年代以降、401(k)やIRA等の普及拡大を通じて、個人による投信保有が拡大
 - ・継続的な制度改善により、日本の確定拠出年金(企業型・個人型)と比較して使いやすい制度に

【米国の401(k)と日本の確定拠出年金(企業型)との制度比較】

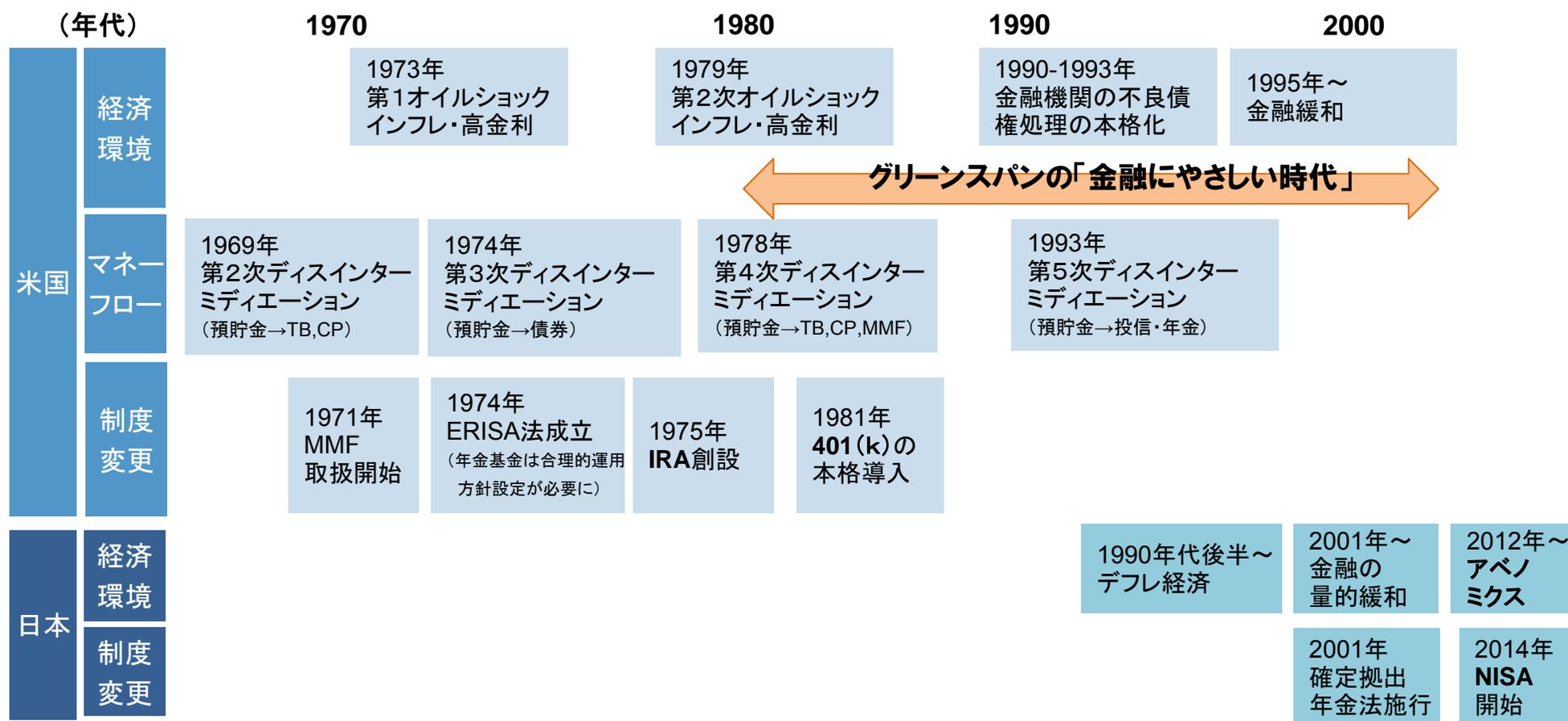
	米国「401(k)」	日本「確定拠出年金(企業型)」
拠出上限額	<ul style="list-style-type: none"> ・事業主と従業員の合計で、53,000ドル／年または総報酬の100%のいずれか低い金額が上限(従業員の上限は、18,000ドル／年、加えて、50歳以上は6,000ドル／年を追加可能) 	<ul style="list-style-type: none"> ・事業主と従業員の合計で66万円／年が上限(他に企業年金がない場合。なお、従業員の上限は33万円かつ事業主拠出額の範囲内)
中途引出条件	<ul style="list-style-type: none"> ・事業主が認めた場合、所得税とは別に10%のペナルティー・タックスを支払えば、中途引出が可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・中途引出は原則として不可(年金の受取を前提としているため、中途退職時の脱退一時金の受取を厳しく制限)
デフォルト商品(初期設定ファンド)	<ul style="list-style-type: none"> ・セーフ・ハーバー・ルール^(※)有 (※)本ルールにより、デフォルト商品として、米労働省規則で定める要件に該当するリスク性商品を設定した場合、運用結果について事業主は責任を負わない 	<ul style="list-style-type: none"> ・セーフ・ハーバー・ルールは未整備

(注) 日本の税法では、拠出上限額を月額で規定しているが、現在国会に提出されている改正確定拠出年金法案には、拠出限度額の年単位化が盛り込まれている。
(資料) みずほ総合研究所作成

日米の資産運用の発展: 日本は30年遅れ

○ 日本は、約30年かけてディスインターミディエーションを進めてきた米国の後を、30年遅れで追う形に

【日米の資産運用の発展の流れ】

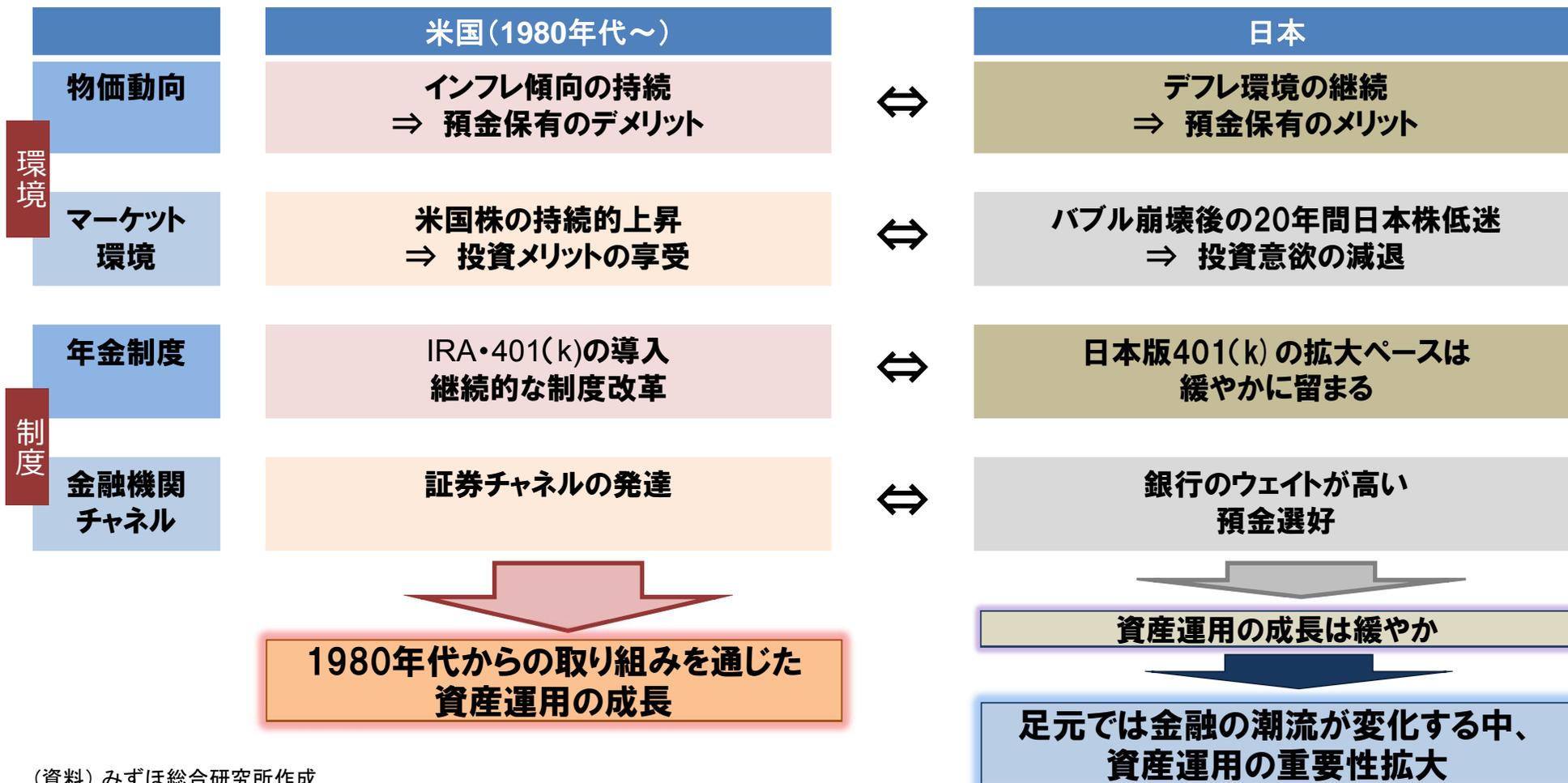


(資料) みずほ証券「Quarterly Special Report No.23」(1999年7月)等より、みずほ総合研究所作成

日本で資産運用の発展が米国より30年遅れたのはなぜか

- 1980年代からの両国における環境・制度の違いが大きく影響した可能性大
- ・日本は、制度対応の遅れに加えて、資産デフレが加わり、30年遅れに

【日米における資産運用の背景比較】

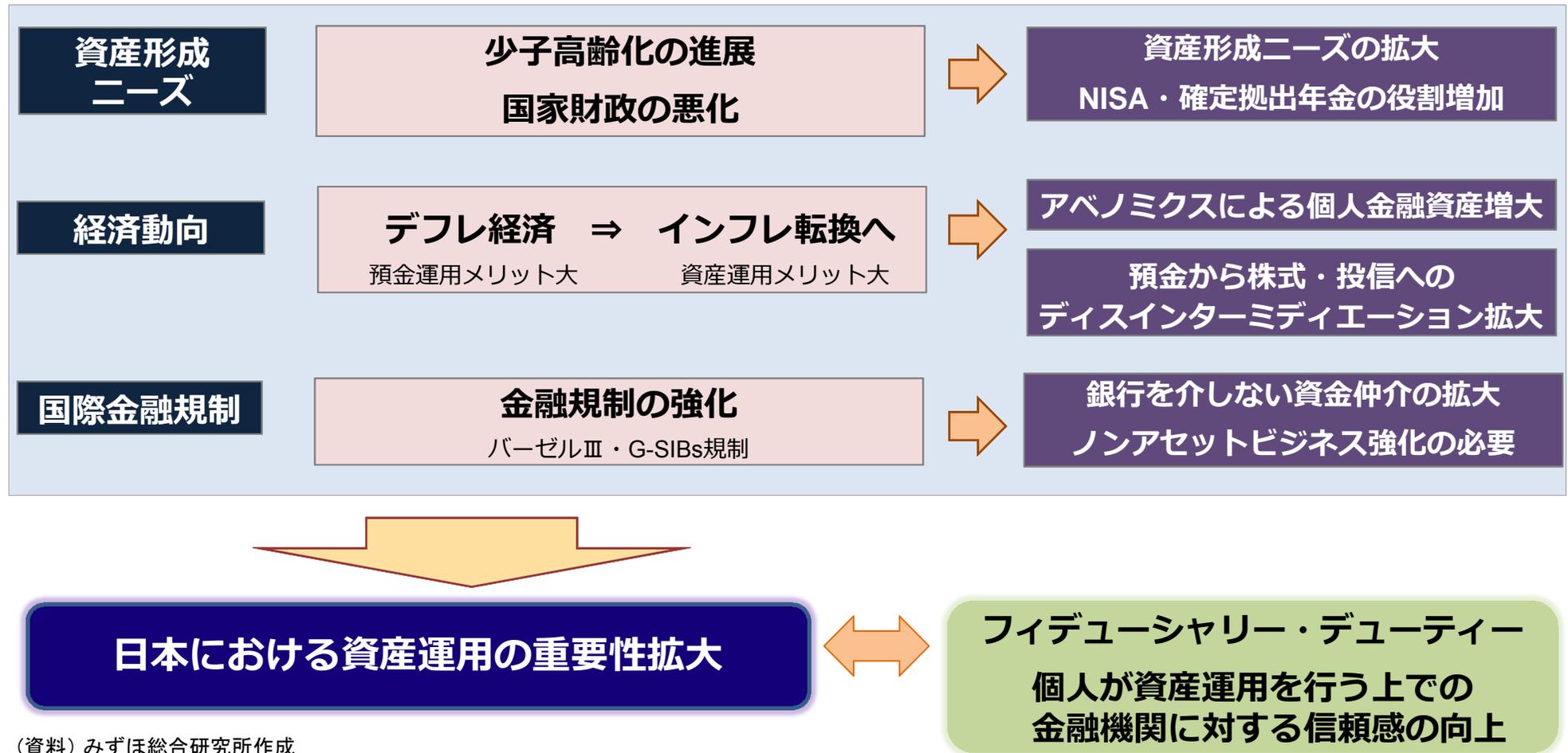


(資料) みずほ総合研究所作成

転換を迎えつつある日本の資産運用

- 資産形成ニーズやデフレ脱却期待の高まりなどを受けて、日本における資産運用の重要性は拡大
 - ・ 政策面の後押しも受けて、今後「離陸期」へ

【日本における資産運用の重要性拡大】



(資料) みずほ総合研究所作成

3章のまとめ

- 米国では、1980年代から「ディスインターミディエーション」が進行
- 日本が米国よりも30年遅れた背景には、デフレ環境と制度整備の遅れ
- 日本における資産運用は、その重要性が拡大する中、金融緩和による「ディスインターミディエーション」促進という大きな流れをとらえて、今後本格的な「離陸期」へ

4. 金融機関・年金の動向と資産運用ビジネス

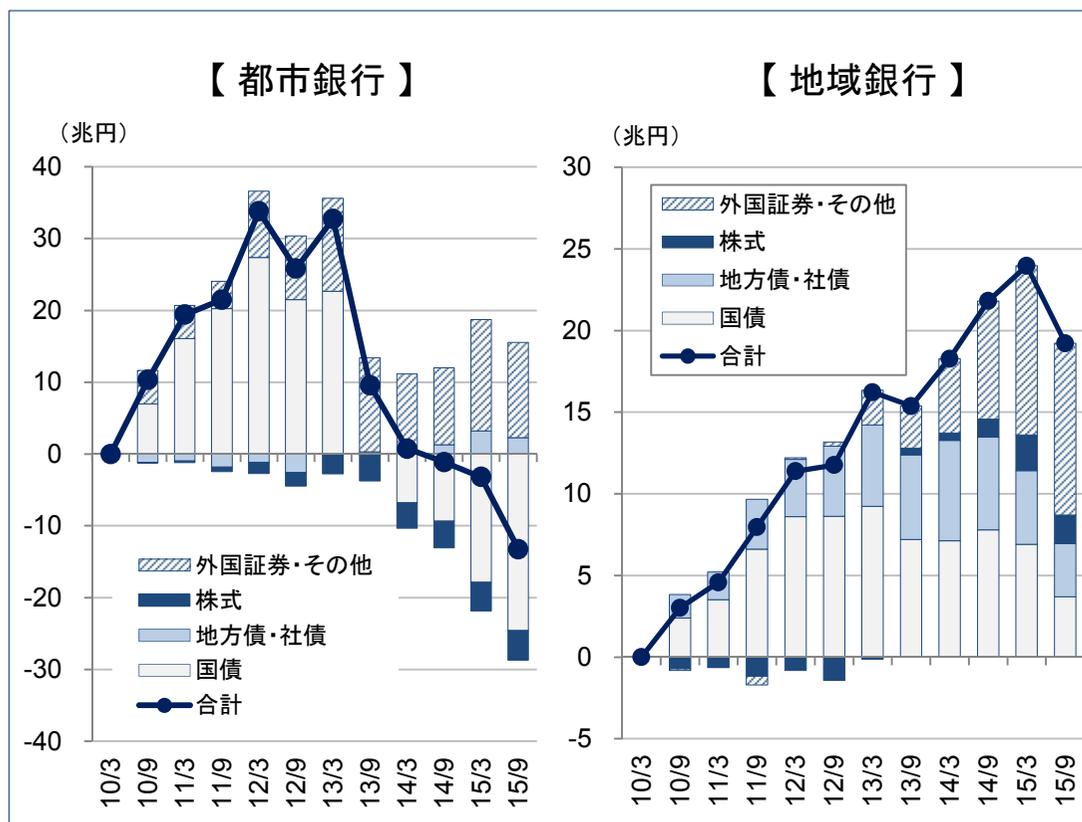
～運用の多様化と運用委託へのシフトが進む中、新たなビジネスモデルの早期確立が鍵に～

- (1) 銀行
- (2) 生損保
- (3) 年金
- (4) 資産運用業の新たなビジネスモデルの確立

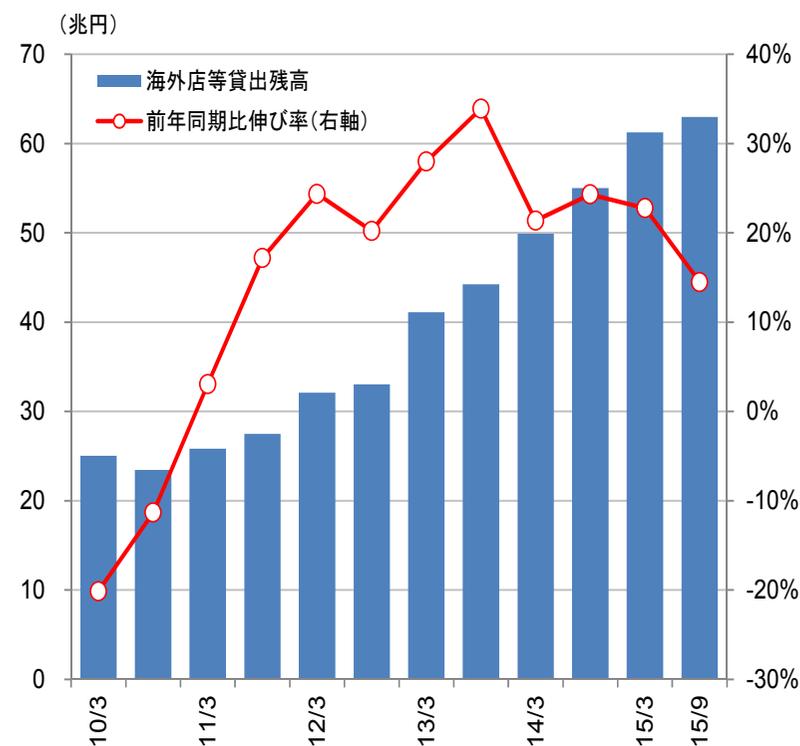
銀行：有価証券運用の多様化・積極化に加え、大手行は海外融資を拡大

- 都市銀行・地域銀行ともに、近時は「外国証券・その他」の増加など、有価証券運用を多様化・積極化
- メガバンクの海外貸出は、ここ数年、2ケタ台の伸びが継続

【国内銀行：2010年3月を基準とした有価証券残高の変化】



【メガバンクの海外店貸出残高】



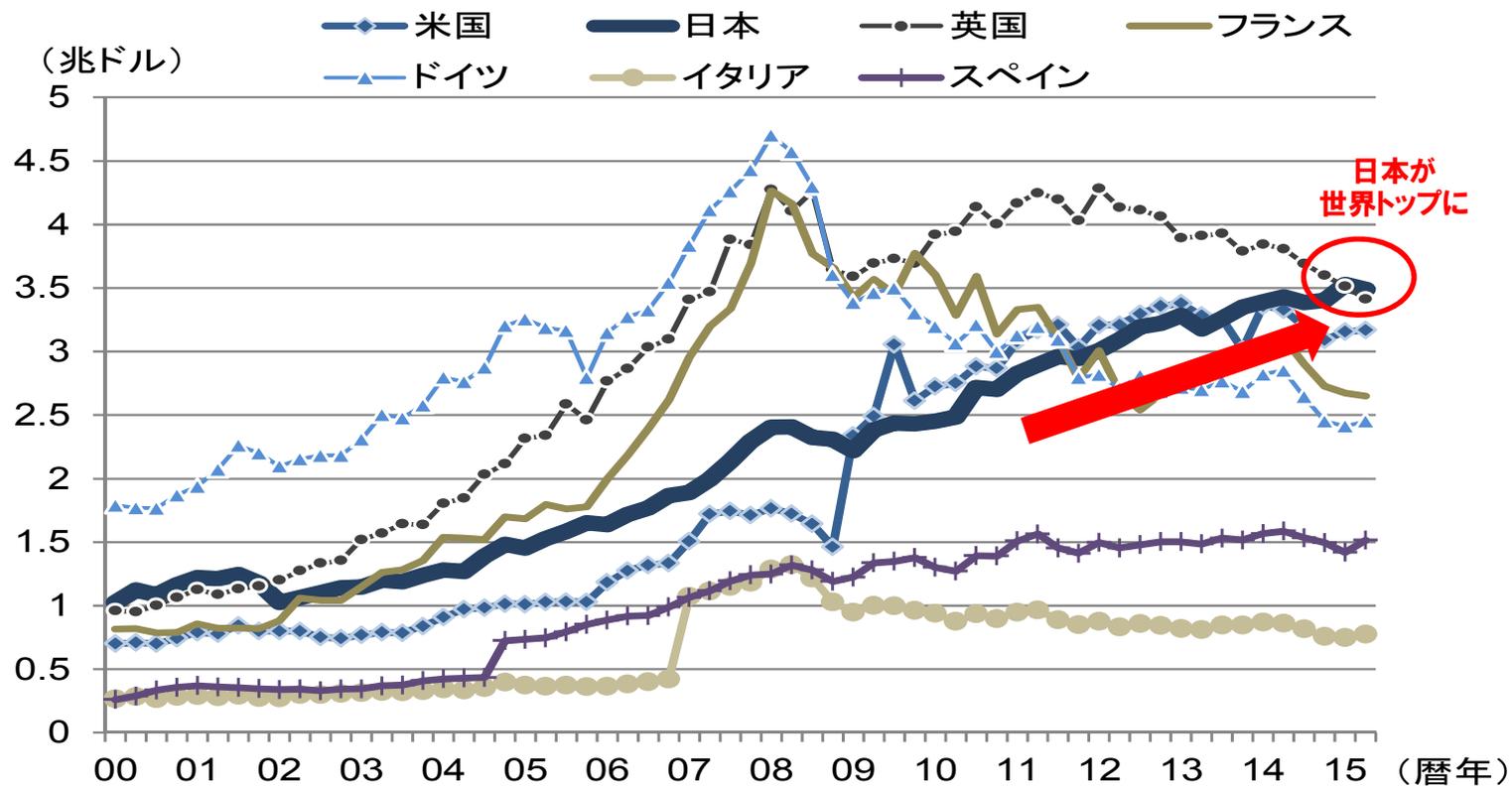
(資料)日本銀行「民間金融機関の資産・負債等」より、みずほ総合研究所作成

(注)銀行単体の残高
(資料)各行決算資料より、みずほ総合研究所作成

対外与信残高は、信用供与国別では日本が世界トップ

○ 信用供与国別の対外与信残高では、直近の15/6時点で日本が英国を抜いて世界トップに

【信用供与国別の対外与信残高】



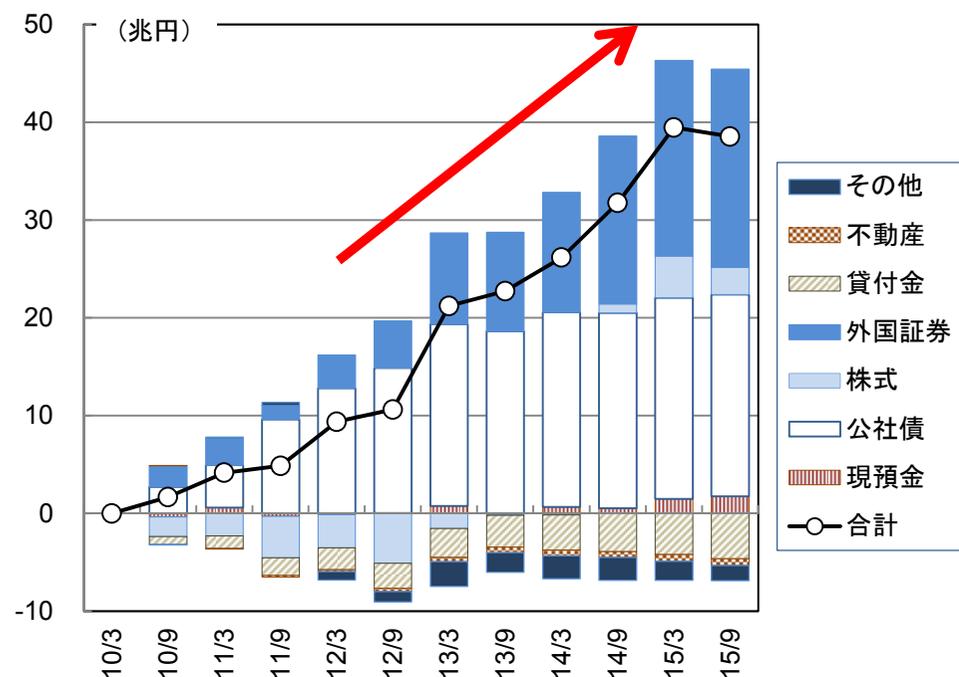
(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

生損保：外国証券投資を拡大

○ 国内の低金利環境を受け、国内大手生損保の一般勘定資産では、近時、外国証券投資が急速に拡大

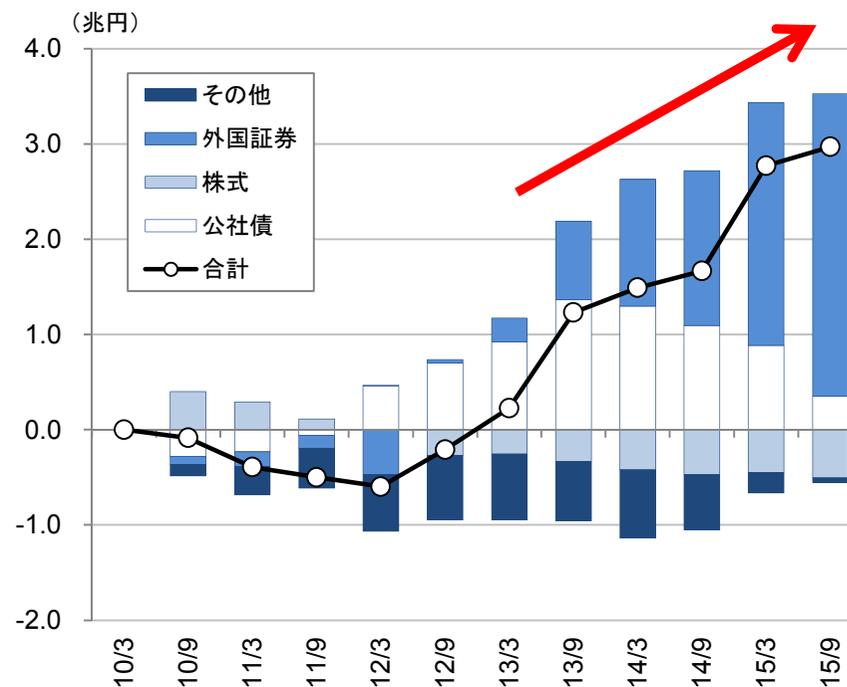
【 国内生損保：2010年3月を基準とした有価証券残高の変化 】

【 国内生保 】



(注) 1.2010年3月末を基準とした残高変化。
 2.日本、第一、明治安田、住友、太陽、大同、富国、三井、朝日の合計値。
 (資料)各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

【 国内損保 】

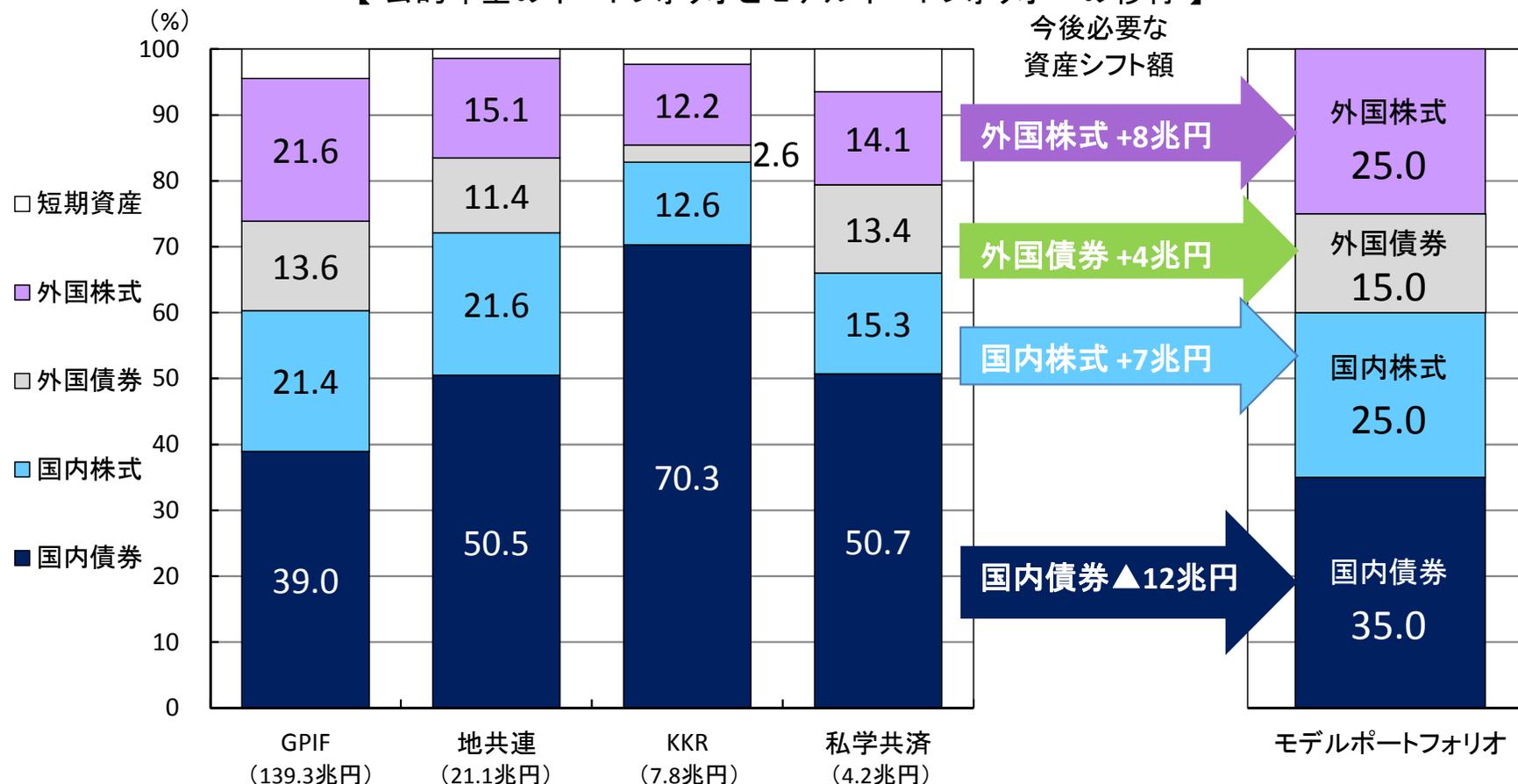


(注) 1.2010年3月末を基準とした残高変化(取得原価ベース)。
 2.東京海上HD、MS&AD、SOMPO HDの合計値。
 (資料)各社決算資料より、みずほ総合研究所作成

公的年金は運用の多様化へ

○ 2015年10月の被用者年金一元化を受け、GPIF・地共連・KKR・私学共済は、厚生年金の共通財源となる積立金の運用について共通のモデルポートフォリオを策定し、運用を見直し

【 公的年金のポートフォリオとモデルポートフォリオへの移行 】



(注1) GPIFは年金積立金管理運用独立行政法人、地共連は地方公務員共済組合連合会、KKRは国家公務員共済組合連合会、私学共済は日本私立学校振興・共済事業団の略称。

GPIFは2015年9月末現在、その他は2015年3月末現在

(注2) KKRの国内債券のうち、財投への預託義務廃止分は3.9兆円

(資料) 各社ディスクロージャー資料より、みずほ総合研究所作成

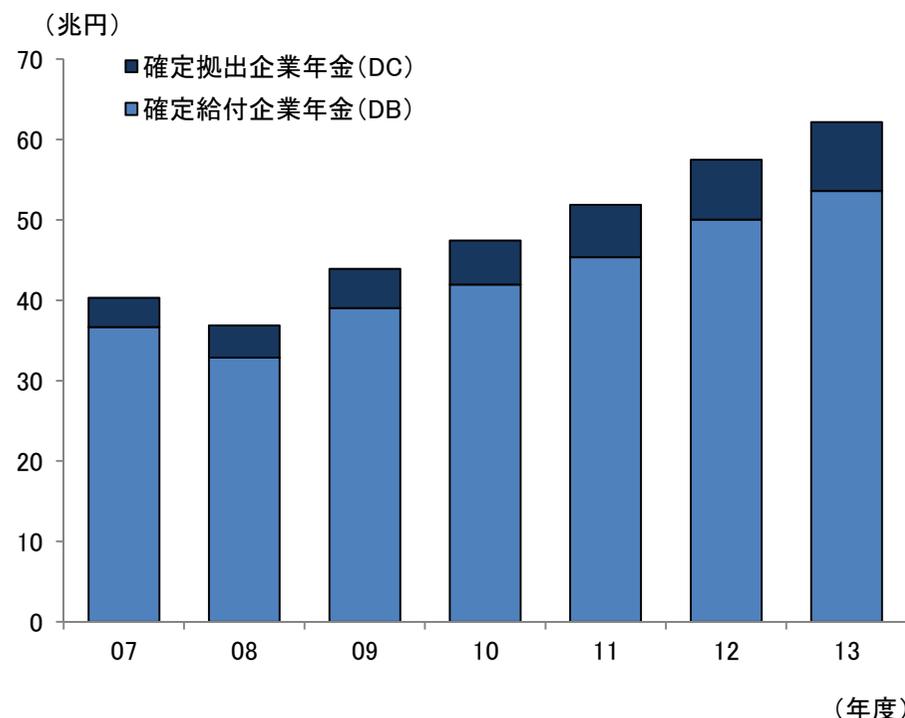
企業年金の資産運用動向：確定給付型(DB)、確定拠出型(DC)ともに拡大傾向

○ 企業年金は、確定給付型(DB)、確定拠出型(DC)ともに拡大傾向、よりDCの方が高い伸び

- ・運用資産構成では、国内債券、国内株式の比率が低下する一方、外国債券、生保一般勘定、その他の比率が上昇

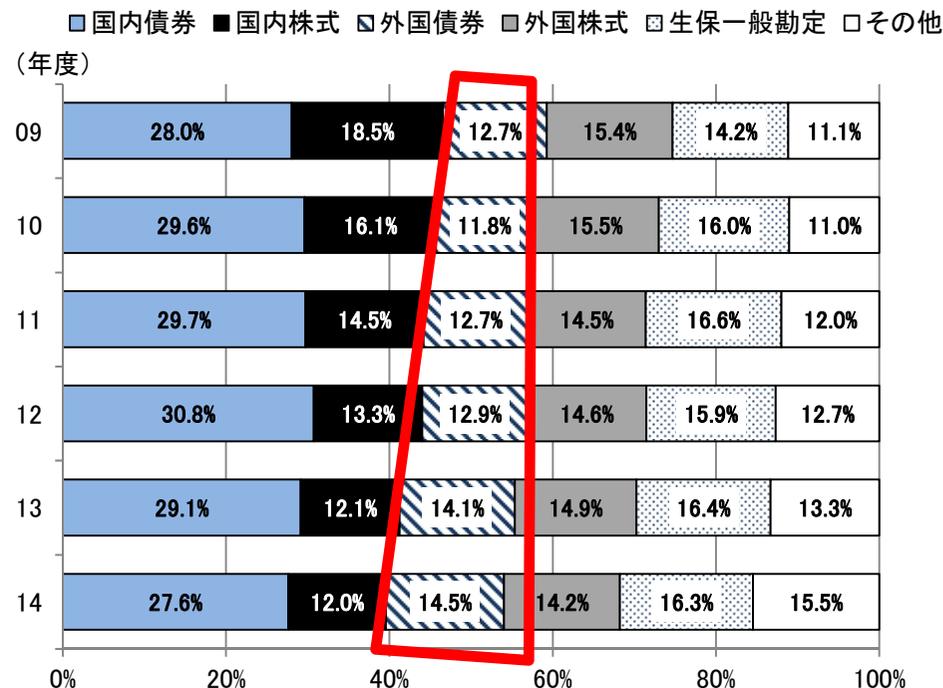
——リスク性資産を含めて運用を多様化

【 確定給付企業年金と確定拠出企業年金の資産残高推移 】



(資料)企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料平成26年12月」より、みずほ総合研究所作成

【 確定給付企業年金の運用資産構成割合推移 】



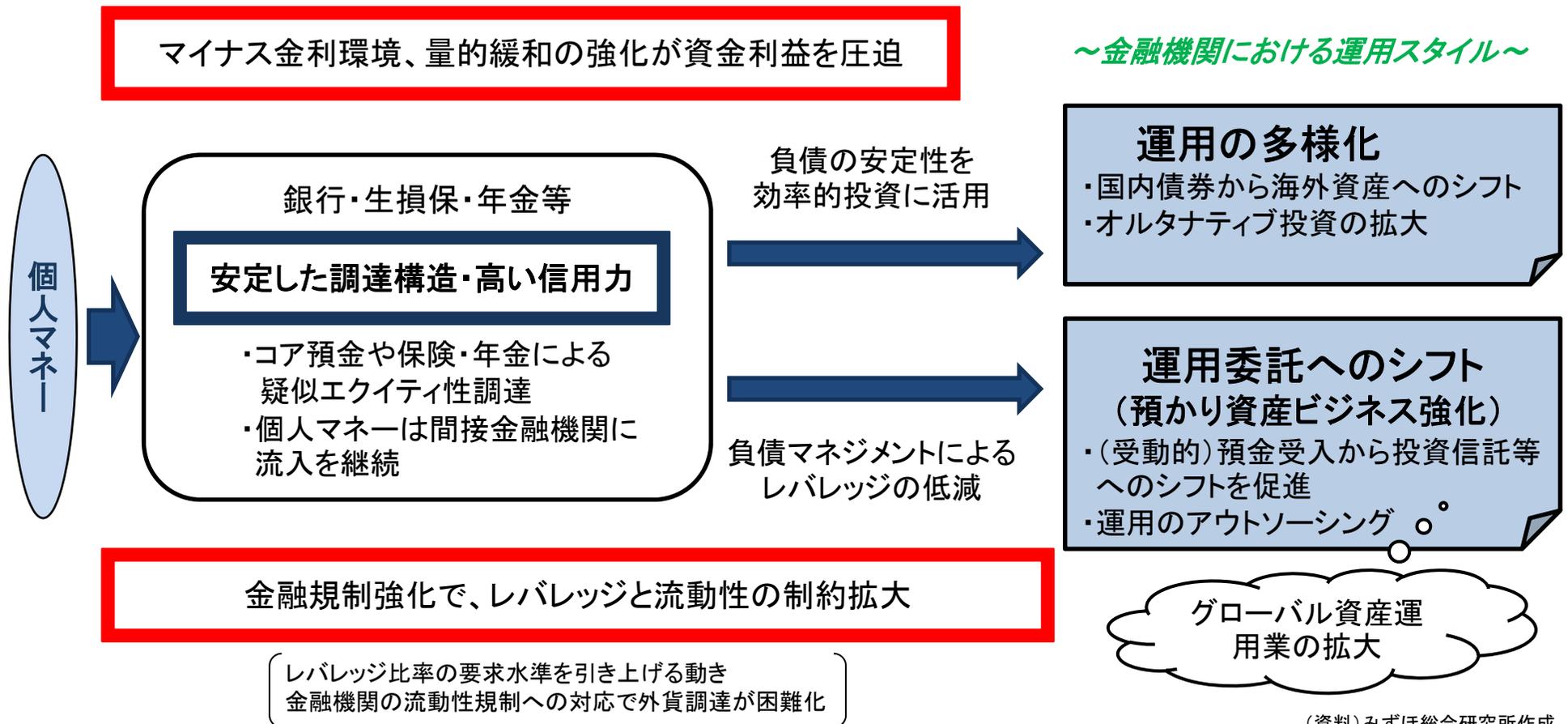
(注)企業年金連合会のアンケート調査に回答があった確定給付企業年金の各年度末資産総額に対する比率。

(資料)企業年金連合会「企業年金資産運用実態調査結果」より、みずほ総合研究所作成

資産運用業の2つの潮流： 運用多様化・運用委託へのシフト

- マイナス金利環境や規制強化が、運用スタイルの変化を後押し
 - ・安定した調達力を背景に運用の多様化を図る一方で、負債管理の点から運用委託へのシフトも進む

【 資産運用業の2つの潮流 】



(資料)みずほ総合研究所作成

我が国資産運用業の新たなビジネスモデルの確立を

○ 今後想定される環境要因を先取りし、資産運用業の新たなビジネスモデルを早期に確立することが鍵に

【 今後想定される環境要因 】

【 我が国資産運用業の考えられる方向性 】

コーポレート・ガバナンスの実質化



投資先企業の成長のための対話(エンゲージメント)を重視したファンドの組成・運営、対話能力ある人材の育成・投入

フィデューシャリー・デューティーの強化



顧客特性に合致した商品の開発、系列販売会社からの経営上の独立性の確保・向上、及び、これらによるブランド力の強化

「貯蓄から投資へ」の移行を促す政策の継続的实施



NISA、DC、ラップ口座等での実績積み上げ・ノウハウ蓄積

地銀、年金等の運用多様化ニーズの高まり



国内外の株式、オルタナティブ等のリスク性商品の品揃え充実

グローバルマネーフローの変化



投資マネーの再アロケーションを捉えた商品開発・提供

グローバル金融規制の強化



投資先ファンド等の資金調達能力の変化に対するモニタリング力の強化

テクノロジーの発展



FinTechを活用した資産運用業の台頭等も考えられる中、従来にない切り口でのテクノロジー活用が一層重要に

(資料)みずほ総合研究所作成

4章のまとめ

- 銀行は有価証券運用を多様化・積極化、大手行は海外融資を拡大
- 生損保は、外国証券投資を拡大
- 公的年金は、デフレ脱却を展望した運用の多様化を推進
・内外株式や海外債券運用へとシフト
- 我が国資産運用業は、本格的な「離陸期」に向かうにあたり、新たなビジネスモデルを早期に確立することが鍵に

5. 資産運用と金融システム



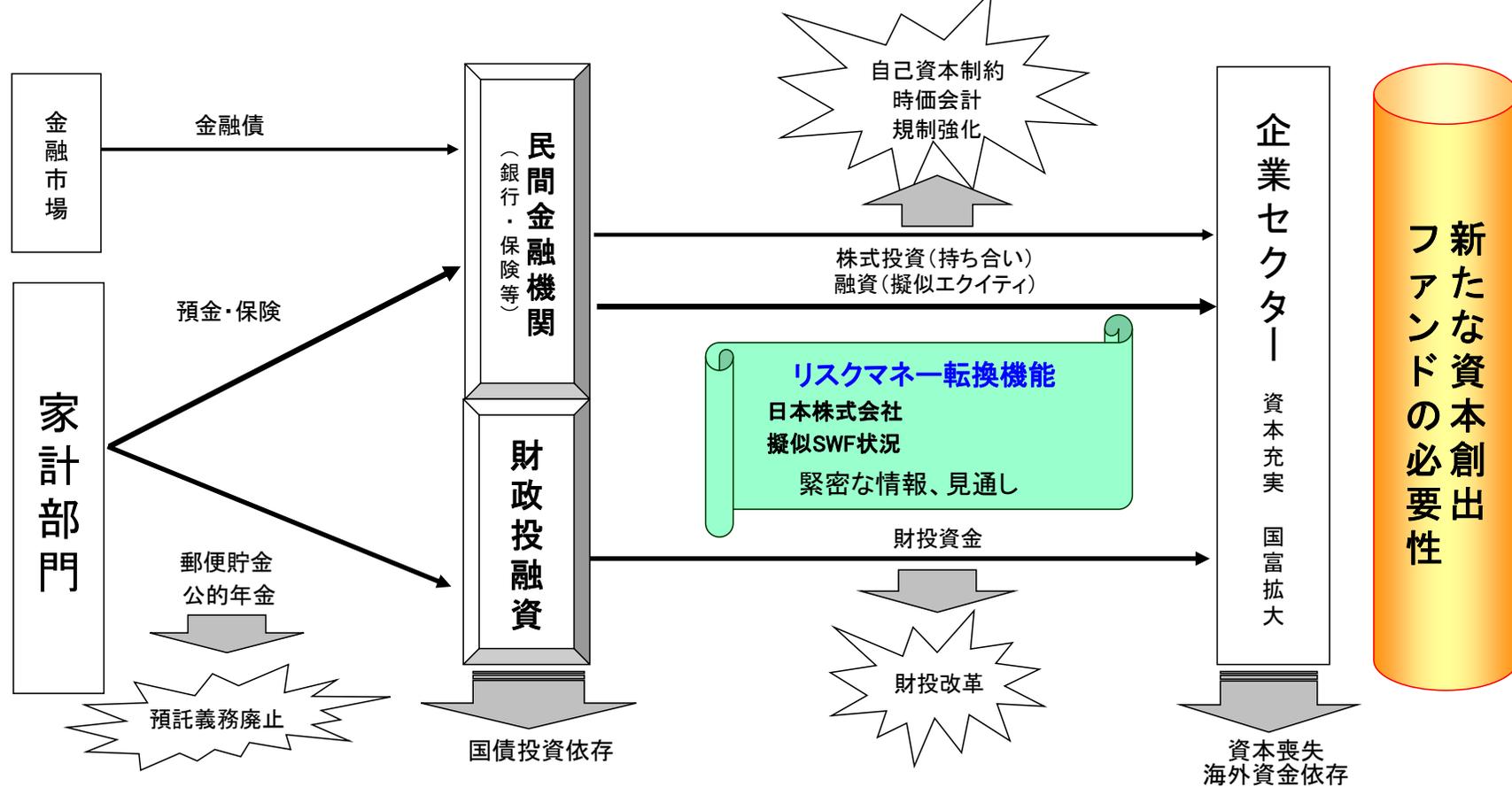
(金融の「3つの潮流」)

～「アセマネ」・資産運用／情報・コンサルの重要性／金融仲介複線化・市場化～

過去の金融システム ~ 日本の戦後の金融システムは壮大なSWF

- 戦後の金融システムは、国全体として長期のエクイティ性資金を創出するソブリンウェルスファンド(SWF)のような構造
 - ・ バブル崩壊後、その機能が喪失し、従来のエクイティ性資金が国債に転じる「エクイティ・デットスワップ」化が進展

【日本の戦後のリスクマネー供給とその転換の概念図】

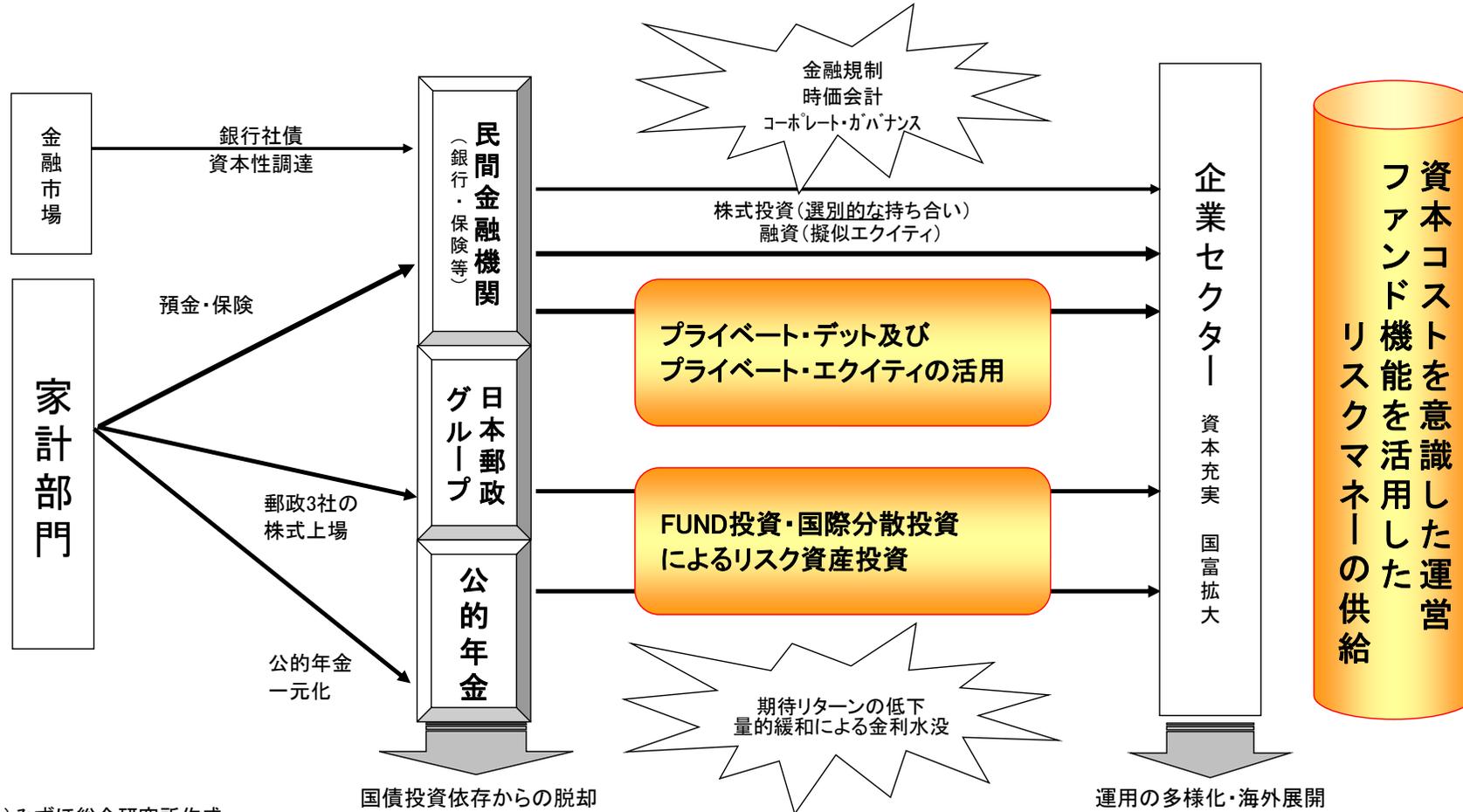


(資料)みずほ総合研究所作成

金融システムの変化 ~リスクテイクへの構造転換

- 金融規制改革やコーポレートガバナンス強化を受けて、金融機関は資本コストを意識した経営にシフト
 - ・ 日本郵政グループと公的年金は、リスク資産への投資を拡充し、再びSWF的機能を発揮する方向に回帰

【現在のリスクマネー供給の概念図】

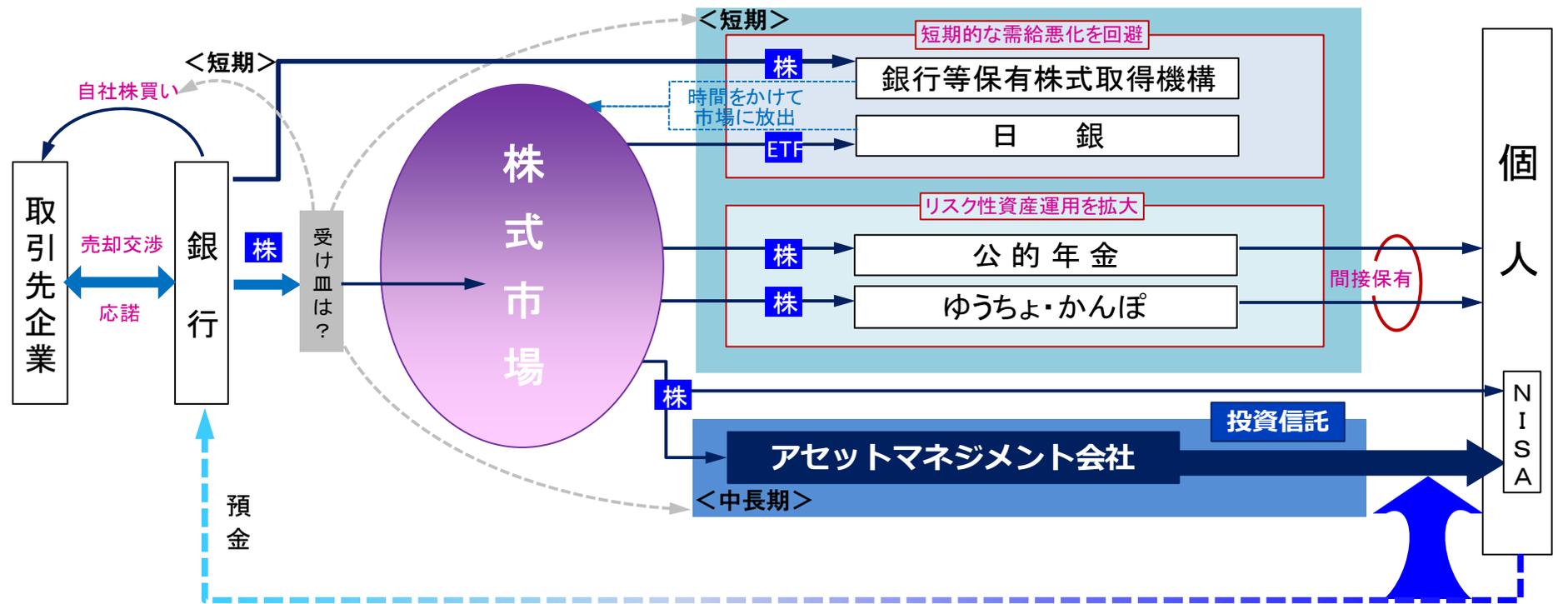


(資料)みずほ総合研究所作成

金融の第一の潮流 ～預金以外のルートを探索、「アセマネ」・資産運用の重要性

- 銀行による政策保有株売却は、資金の入口で銀行預金以外への金融仲介シフトに（ディスインターミディエーション）
- 長期的に、個人のNISA口座も含め投信保有等の拡大（⇒アセットマネジメントの重要性）、資産運用業の拡大に

【 銀行による政策保有株売却の受け皿 】



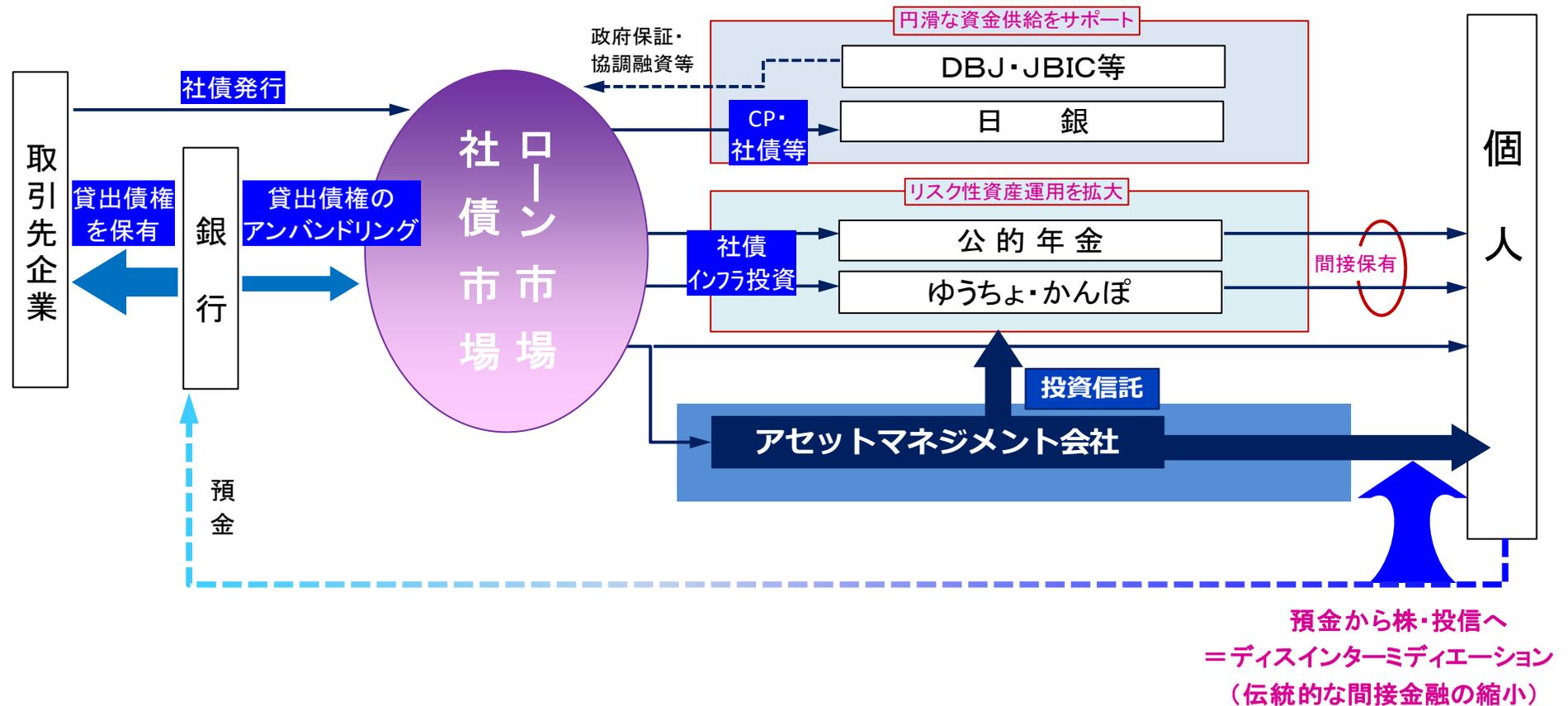
預金から株・投信へ
＝ディスインターミディエーション
(伝統的な間接金融の縮小)

(資料) みずほ総合研究所作成

金融の第一の潮流 ～預金以外のルート拡大とローン市場の流動化

- ディスインターミディエーションが進む中、ローン市場においても流動化(含む証券化)の動きが拡大
- 銀行の投資スタンスに応じたデットのリスクプロファイルを機動的に変化させる

【市場化するデットマーケットの概念図】



(資料) みずほ総合研究所作成

金融の第二の潮流 ～金融は情報・コンサル機能で付加価値を

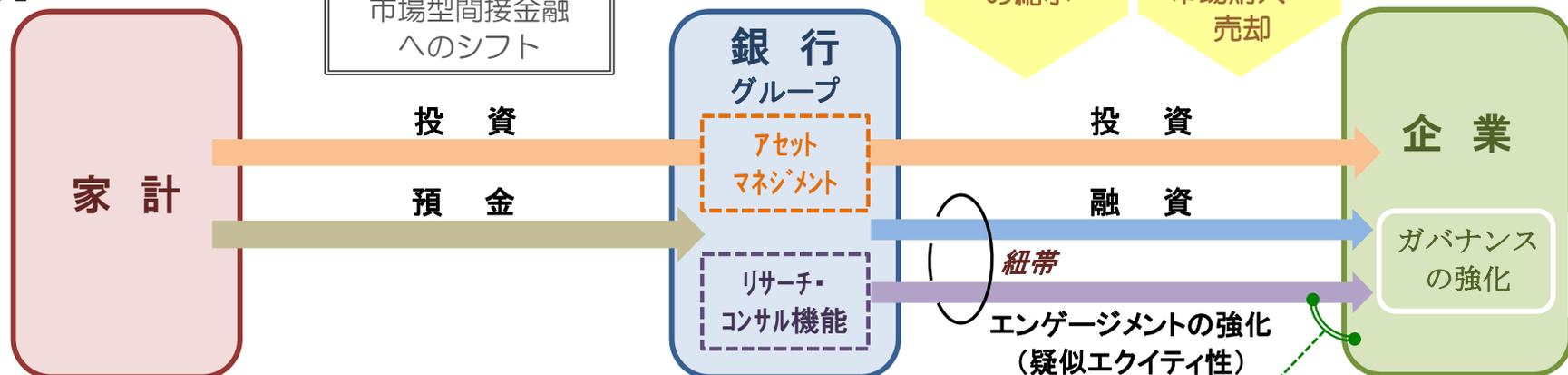
- これまで銀行は融資と政策保有株をセットにすることで、企業との安定的な関係構築
- 企業との安定的な関係を継続するには、企業価値の向上につながる情報提供、アドバイザリーといったサービスで「紐帯」を深めることが重要に
- 新たな情報提供機能での資産運用や付加価値を高める器を作ることも

【 政策保有株の縮小に伴う銀行と企業の変化 】

【 従来 】



【 今後 】



(資料)みずほ総合研究所作成

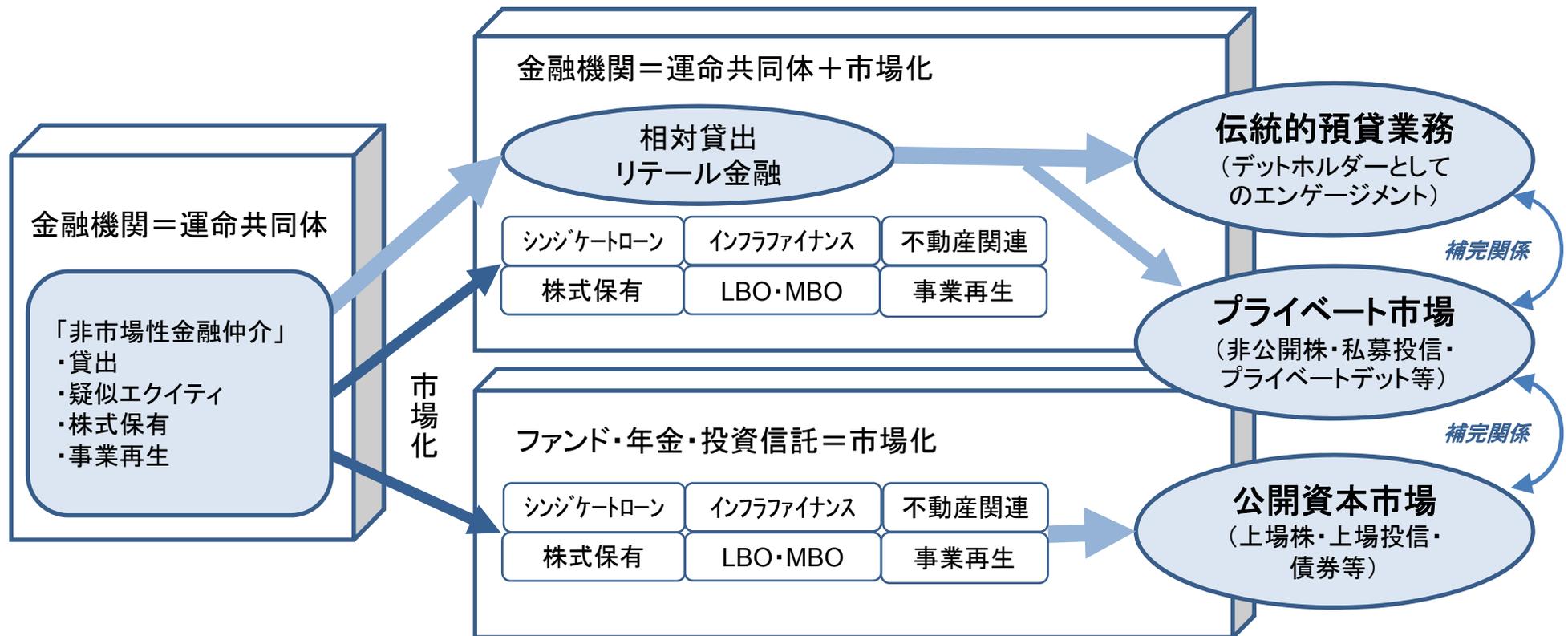
金融の第三の潮流 ～金融仲介の複線化・市場化

- 金融機能の市場化・複線化の中で、金融グループにとって新たな金融技術高度化は不可欠な対応
- 金融機能が市場化された中では、金融技術とトランザクションによる付加価値向上への器作り
- 市場型間接金融機能の再評価も

【金融仲介の市場化・複線化】

<1990年代前半まで>

<1990年代後半以降>



(資料) みずほ総合研究所作成

5章のまとめ

- 金融規制とコーポレートガバナンスの強化を受けて、金融機関は資本コストを意識した経営にシフト
 - ・日本郵政と公的年金は、リスク資産への投資を拡充し再びSWF的機能を強化
- メインバンク制が変質するなかで、1990年代後半以降、金融機能の分解(アンバンドリング)が伸展
- 政策保有株売却の意義は、資金の入口における銀行預金以外への金融仲介シフトに
(ディスインターミディエーション)
- 【金融の第一の潮流】 預金以外のルートを探索、「アセマネ」・資産運用の重要性
- 【金融の第二の潮流】 金融は情報・コンサル機能で付加価値を
- 【金融の第三の潮流】 金融仲介の複線化・市場化
 - ・市場型間接金融機能の再評価も

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほ総合研究所 調査本部

TEL : 03-3591-1345

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。