

2025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 担当部長 主席研究員

内野 逸勢



本稿では2025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2024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、2025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2024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〉

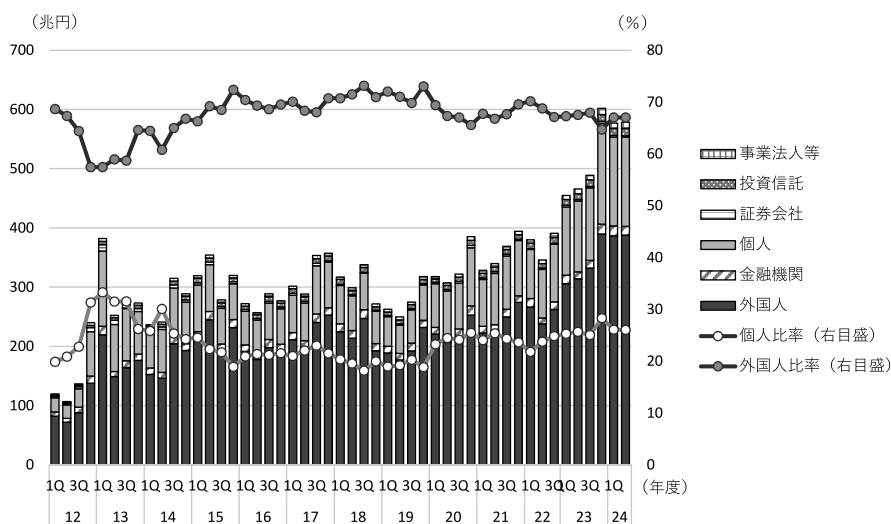
1. 本邦証券会社の経営動向
2. 米国証券会社の経営動向
3. 2025年における本邦証券会社の経営展望

(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

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り買いの総額)では、2023年度(2023年4月から2024年3月)の株式売買代金は前年度比36.5%増加した。2022年度の前年度比3.3%増と比較すると大幅な上昇となった。さらに2024年度上半期の前年同期比は25.8%の増加となった。図表1で2024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2024年度第1四半期、第2四半期とも67.0%、個人の比率も第1、第2四半期とも26.0%となった。外国人比率は2023年度第4四半期の64.7%から今年度に入って上昇した。個人の比率は2023年度の第4四半期に28.3%でピークとなり、その後若干低下した。

(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)



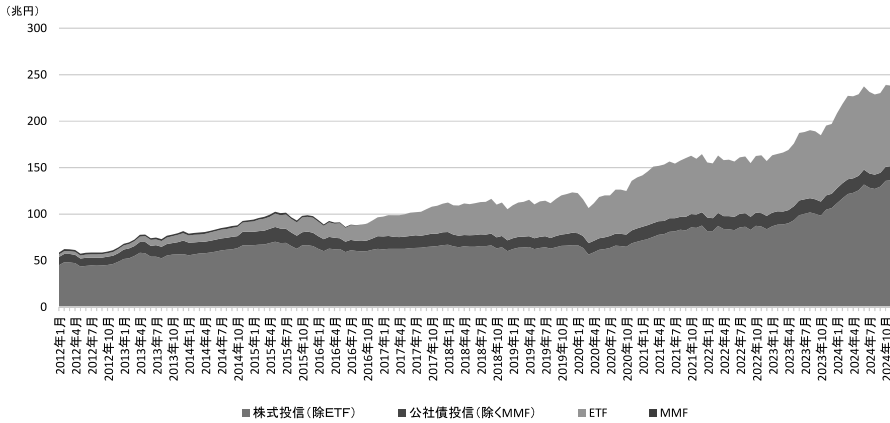
(出所) 東京証券取引所・名古屋証券取引所のデータより大和総研作成

② 投信市場の動向

次に投信市場について、公募投信の純資産総額推移(図表2)を見ると、2024年11月末では238.0兆円(前年同月末195.2兆円、同比+22.0%)と、2024年10月末の過去最高の純資産総額(238.6兆円)とほぼ同様の高い水準となった。その内訳は、株式投信(除くETF)は136.4兆円(同+30.4%)となり過去最高となった。これらの数値を踏まえて、2024年全般を振り返れば、2024年は新しいNISA元年であり、そのプラスの影響が大きく結果に結びついた年といえよう。2024年12月12日の松下投資信託協会(投信協会)会長の定例会見(以下、会長発言は同定例会見による)でも「つみたて投資枠に関連すると思われる資金が、今年1月よりひと月あたり

3,000億円程度入ってきて」いるとしている。確かに、投信協会(「数字で見る投資信託」2024年12月12日)によれば2024年6月時点において、NISA(つみたて投資枠)の投資信託買付総額は2.2兆円であり月平均で3,666億円となった。ちなみにNISA(成長投資枠)での投資信託買付総額は3.9兆円となった。加えて、同会長は「8月に起きた株式相場の急落後も大きな影響は見られず、流入が継続している」とし、流入した資金の定着にも言及している一方、課題も挙げている。公募株式投信における国内株式への投資比率は11月末時点で43.5%(2015年12月末で28.5%)と高い水準にあるものの、「投資家に選ばれる投資信託の投資対象地域が海外、主に米国株式へ投資する商品に集中しており、日本株式

(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

を対象にした投信への資金流入につながっていない」と指摘している。

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。前述の投信協会の資料で確認すると、2024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、11月末での純資産総額は134兆円に達し、公募株式投信におけるインデックス型ファンドの割合が60.2%となり、2024年2月から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「運用パフォーマンスにおいて、平均してみるとインデックス型ファンドが勝っているからである」としている。さらに、「インデックス型の販売手数料や信託報酬の低下傾向は続いており、ファンド間のコスト競争は非常に厳しく、インデックス型を扱って

る投信委託会社は、いくら投信を売ってもなかなか儲からない。どんどんパイが大きくなっているイメージでも、フィー・プール(手数料規模)という見方では全然大きくなっていないということで、各社も今後の先細り感については、非常に危機感を覚えていると思う」としている。

一方、ETFが86.1兆円(同+15.1%)と高い水準ではあるものの2024年6月の過去最高(89.6兆円)からピークアウトしている。11月の資金流出入額で見ると、ETFを含む公募株式投信では流出超過であった。ETF市場自体について投信協会会長は「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」ことに加えて、「ETFは自然と大きな市場に発展していくものと考えているが、他にも米国ではミューチ

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」としている。暗号資産ETFの組成の法的整備を進める動きもあるため、今後のETF市場の日本での発展には注目していく必要がある。

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

顧客本位の営業体制が強化される中、大手証券会社を中心に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ため、図表3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。金額では、2021年3月末の11.2兆円から2024年9月末に

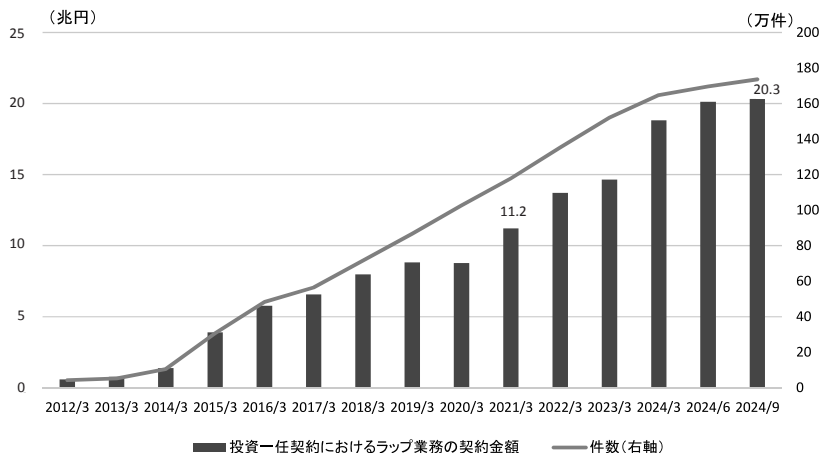
は20.3兆円と約2倍の水準となっている。

(2) 本邦証券会社の決算動向

① 本邦証券会社の決算推移

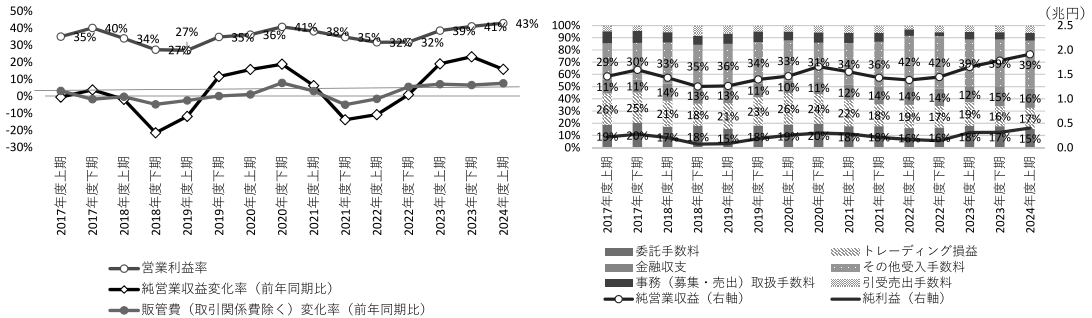
最初に証券業界全体の動向を確認したい。東京証券取引所総合取引参加者（2024年度上期で86社。その内、黒字は74社）の営業利益率（図表4上）と、純営業収益の内訳と純利益の推移を、半期ごと（2016年度上期～2024年度上期）に見ていきたい（図表4下図）。2024年度上期は、前年同期比で純営業収益が15.8%の増加となり、純利益も30.6%増となった。純営業収益の内訳を見ると、委託手数料（同期の構成比15%）、トレーディング損益（同17%）が各々、前年同期比▲0.7%、同3.0%増となった。その他受入手数料は前年同期比16.2%増加し、純営業収益全体に占める構成比は4割近い水準（39%）となった。

(図表3) 投資一任契約におけるラップ業務の契約金額推移



(出所) 日本投資顧問業協会のデータより大和総研作成

(図表4) 本邦証券会社の営業利益率(左図)と純営業収益内訳と純利益の推移(右図)



(出所) 東京証券取引所のデータより大和総研作成

販売費・一般管理費（取引関係費を除く。以下「販売費」）は同7.6%増加にとどまり、営業利益は同37.0%の増益となった。このため、同期の営業利益率は、直近のピークであった2020年度下期の41%を超え43%（前期比4ポイント上昇）となった。

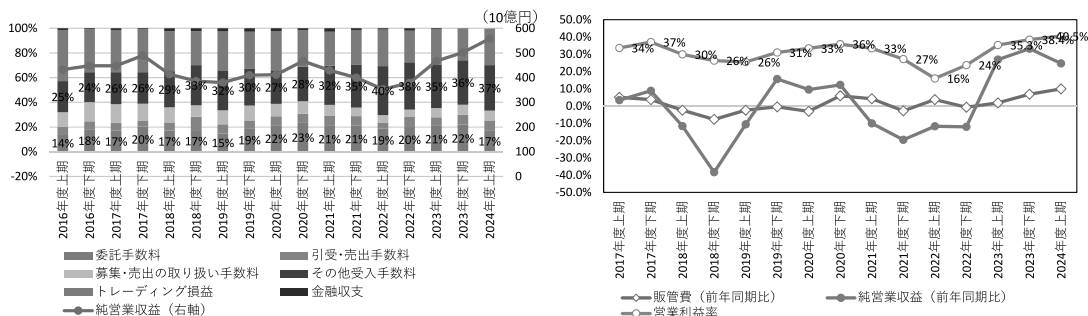
図表4 下図で2016年度上期から2024年度上期の純営業収益及びその内訳項目の構成比を見ていく。その他の受入手数料（投信預かり資産の代行手数料、M&Aフィー等が含まれる）は2024年度上期で39%となった。「その他の受入手数料」は1990年度では営業収益のうちわずか5.7%だったが、これが4割近くを占めるようになったのである。日本の証券会社全体では「その他の業務」からの受入手数料が、有価証券関連業からの手数料収入とほぼ同水準まで増加している。大手証券会社がラップ口座（投資一任契約）や預かり資産に連動した収入に力を入れ始め、米国のワイヤハウス（大手証券会社）が10年ほど前から戦略的に資産管理型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。対面でのビジネスが中心の中堅証券会社も同様である。2024年度上期は、8月上旬の相場急変を受けて「オンライン証券」では取引が活発化した。多くの「対面証券」で委託手数料が減少した。次世代の投資家を見据えれば、対面からオンラインへの流れは進み、対面では中長期的には資産管理型中心のビジネスへの移行が着実に進展すると考えられよう。ただし、日本では、その進み方が大手総合証券、銀行系・中堅証券会社によって異なる。

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^(注2)、中堅リテール系証券^(注3)、インターネット專業証券^(注4)）の四半期決算推移を見ると、2024年度上期の純営業収益・純利益の傾向に

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



(出所) 各社決算データより大和総研作成

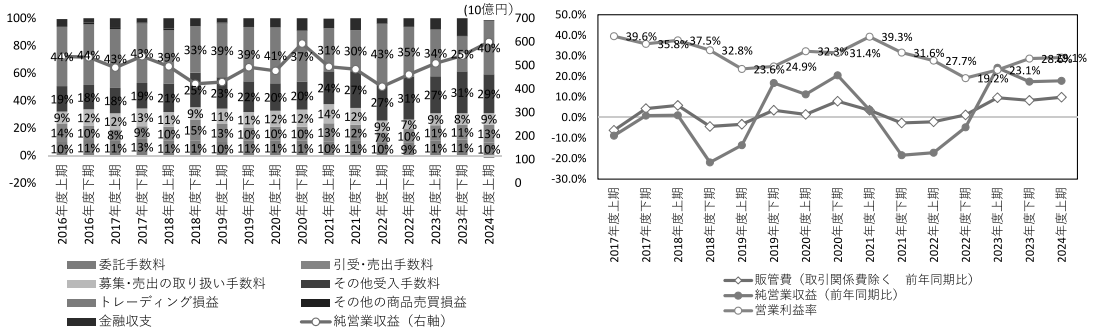
は各々特徴が見られる。

前述したように、2024年度前半では事業環境は底堅かったといえる。個人部門では、2024年1月の新しいNISAの開始とともに2023年度の第4四半期は記録的な顧客取引となった。2024年度の第1四半期以降では落ち着きも見られるが、「貯蓄から投資」への構造的な変化に期待が膨らんでいる。法人部門では、企業のガバナンス改革を背景に政策保有株式の削減に伴う売出しやM&Aの助言等、投資銀行部門のパイプライン（契約の見込みのある案件数）は拡大していると見られる。ただし、これらの堅調な事業環境における収益機会を十分に活用できるかは、カテゴリー別あるいは個別の証券会社における構造改革による事業基盤の整備が進展しているか否かに依存する。その結果が表れ始めているのが最近の決算状況ともいえる。

大手証券（2社）合算の2024年度上期の純営業収益は前年同期比24.7%となり、販管費の伸び（同9.9%）を十分吸収し、営業利益

は増加した（同55.3%）。営業利益率は40.5%（同5.2%ポイント）となった（図表5）。前述した底堅い事業環境の恩恵を受けているのが大手証券となろう。資産管理型中心のビジネスを戦略の軸に据え、ウェルスマネジメント事業への本格的な取り組みを進んでいることもあり、個人部門では、8月の相場的大幅な調整局面もある中で収益を伸ばしてきた。加えて、法人部門においては、企業のガバナンス改革を背景に投資銀行パイプラインは力強い。特に政策保有株式の削減では損保業界の変化を契機に向こう数年は大規模なECM（エクイティ・キャピタル・マーケット）案件が続く可能性が高いと考えられる。ECM案件ではIB（インベストメントバンク）だけでなくリテール部門やGM（グローバルマーケット）部門など他部門との相乗効果も期待されている。これらは、ホールセール部門の構造改革に加え、ホールセール部門の商品をウェルスマネジメント部門のリテールにも活用するようなインベストマネジメント機能の強

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



(出所) 各社決算データより大和総研作成

化が寄与しているといえよう。

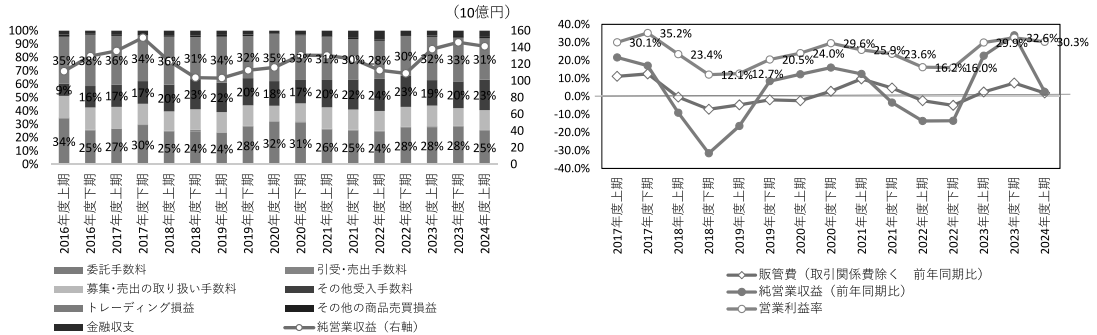
銀行系証券3社合算の2024年度上期の純営業収益は、前年同期比17.8%増となった。営業利益は、販管費が同9.8%増となったが、それを増収によって十分吸収し、同81.8%増となった。この結果、営業利益率は同6%ポイント高い29.1%となった。2024年度第1四半期(2024年4-6月)は、個人・法人ともに好調であった株式取引の反動が目立ったが、第2四半期(2024年7-9月期)では政策株削減を背景とした大型引受案件が貢献し、株式引受からエクイティ、個人のフロー収益まで波及し、債券引受の落ち込みを吸収した。

中堅リテール系証券10社合算の2024年度上期の純営業収益は、前年同期比2.5%の増収となった。しかし、営業利益は、販管費の同1.9%の増加を吸収できず0.1%の減益となった(図表7)。日本株及び外国株の取引減少が響いた。2024年度第2四半期では10社計の株式受入手数料は前四半期比14%減の164億

円、うち株式委託手数料は同15%減の158億円、引受・売出手数料は同842%増の3億円となった。政策保有株式削減を巡って大型の売出し案件の発表が相次いだ。株式引受業務では大手・銀行系証券や外資系証券の壁は高く、現時点で準大手・中堅証券は入り込めていない。第2四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2%増の2.47兆円となった。四半期別では、第1四半期(2.43兆円)を上回り、2023年度第4四半期(2.89兆円)に次ぐ歴代2番目の水準となった。8月上旬の相場急変を受けて投資家の様子見姿勢が広がり、多くの「対面証券」で委託手数料が減少した。一方、同じ個人を顧客とする「オンライン証券」では取引が活発化した。

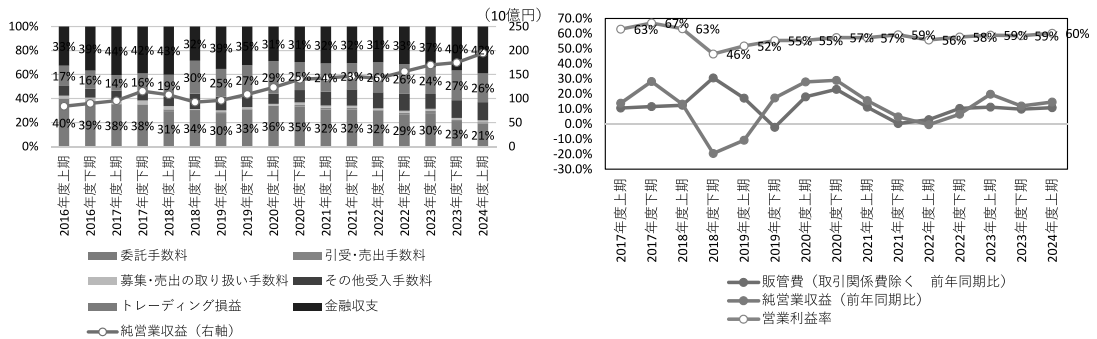
インターネット專業証券4社を合算した2024年度上期の純営業収益は、前年同期比14.5%の増収となり、販管費の同10.9%の増加分を十分吸収し、営業利益は同16.3%の増加となった(図表8)。

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

口座数の増加もあり、国内株式の売買代金は増加したものの、無料化対象の拡大による委託手数料率の低下により、委託手数料は減少した。2023年度下期は前年同期比20.7%の減収、2024年度上期も1.1%の減収となった。前年度において取引買平残の増加に伴い金融収支が拡大し、収益の軸となっていた信用取引は低迷した。2023年10月以降、手数料無料化の動きが続き、信用残高に紐づく金融収支が業績を支えていたが、8月上旬の相場急変を受けて、東京証券取引所株式部の「信用取

引現在高」によれば東証全体の信用買残高合計は2024年7月末4.98兆円から2024年8月末3.99兆円まで落ち込み、2024年9月末も3.81兆円と低迷している。それでも、今年度上期の金融収支の純営業収益に占める比率は42%と前年同期比5ポイント上昇した。

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。

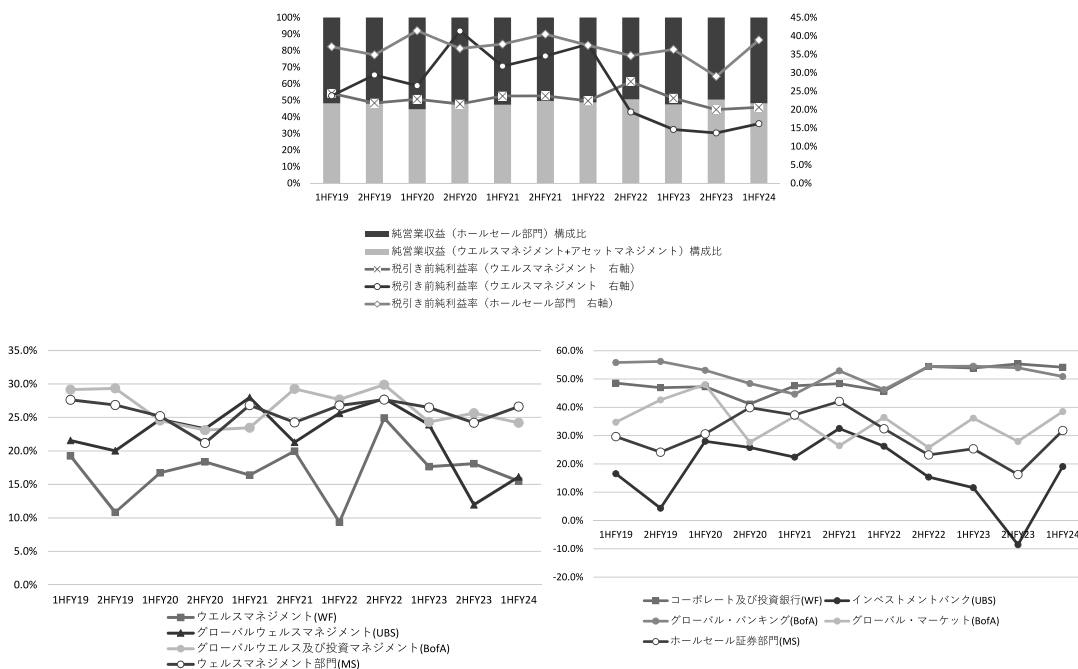
米国証券会社の2024年度上期決算（1月～6月）における特徴をカテゴリー別（大手証券（注5）、対面系リテール証券（注6）、オンライン証券（注7））に見ていきたい。

(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2024年度上期の純営業収益は、前年同期比7.8%増加し、同純利益（税引き前）は同9.2%の増益となった（図表9）。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9.2%増、同12.2%増となり、ホールセール部門の純営業収益と営業利益は各々同6.5%増、同3.0%増となった。ウェルスマネジメント部門では、高利回り資産や好調な株式市場のエクスポージャーを愛好する顧客需要を集めたほか、市場環境の改善に伴う市場評価額の増加が寄与した。これらにより、運用資産残高が大幅に増加し、資産運用手数料の増収が部門収益を押し上げた。ホールセール部門の投資銀行部門では、活況な新発債市場の恩恵を受けた債券引受業務や、株式新規上場（IPO）を主因とする株式引受業務の大幅な増収が部門収益を牽引し

（図表9）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（左図）



（出所）各社決算データより大和総研作成

た。M&Aの助言手数料は、回復しているモルガン・スタンレーと低迷しているバンク・オブ・アメリカに明暗が分かれている。ホールセール部門におけるもう一つの部門である機関投資家向け取引及びトレーディングを担当するグローバル・マーケッツ部門では、債券・為替・コモディティ（FICC）業務において、外国為替・金利商品が低迷したものの、モーゲージ商品やトレーディング実績が牽引し増収となった。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。

商業銀行を中心とするバンク・オブ・アメリカは、米国の商業銀行・投資銀行・富裕層向けなど幅広い業務で大規模かつ強固な事業基盤を構築している。同銀行の2024年度上期の商業銀行部門を除くウェルスマネジメント部門とホールセール部門の合計に対する構成比は、グローバルウェルス及び投資マネジメント（GWIM）部門（ウェルスマネジメント部門＋アセットマネジメント部門）が32%、グローバル・バンキング（GB）部門が35%、グローバルマーケット（GM）部門が33%（ホールセール部門が68%）である。同期の純利益率では、GWIM部門は24.2%、GB部門50.9%、GM部門38.5%となっている。

ウェルズ・ファーゴについて、伝統的な銀行業務を中心とした個人向け銀行及び融資と

商業銀行の2部門で純営業収入の約6割を稼いでいる。残りの4割はウェルスマネジメント部門とコーポレート投資銀行部門によるものである。2024年度上期におけるウェルスマネジメント部門とホールセール部門の合計に対する構成比は、ウェルスマネジメント（WM）部門が44%、コーポレート投資銀行（CIB）部門が56%である。同期の純利益率は、WM部門が15.5%、CIB部門が54.2%である。ウェルズ・ファーゴは市場環境の影響を強く受ける投資銀行業務の割合が低いため、収支変動幅（不正営業問題への対応やリストラ費用など一過性の費用を除く）は相対的に小さい。

モルガン・スタンレーは、富裕層向けのウェルスマネジメント事業と資産運用事業が、預かり資産型ストックビジネスとして安定的に収益貢献しており、ホールセール証券事業の業績ボラティリティを緩和するクッションの役割を大いに果たしている。2024年度上期ではウェルスマネジメント部門とホールセール部門の合計に対する構成比は、ウェルスマネジメント（WM）部門（45%）＋インベストマネジメント（IM）部門（9%）で54%、ホールセール証券（IS）部門で46%である。同期の純利益率では、WM部門が26.6%、IM部門が16.8%、IS部門が31.8%である。モルガン・スタンレーは、Eトレード（富裕層向け事業）とイトン・バンス（資産運用事業）を2020～2021年に相次いで買収した。しかし、インベストマネジメント部門のROEが改善

しないため、2024年度に同部門はウェルスマネジメント部門に統合された。他方、商業銀行のビジネスモデルではないため、2022年以降の米金利上昇による利鞘拡大の恩恵は限定的であり、むしろ、預金調達コストの上昇を受けて、富裕層向けのウェルスマネジメント部門の純金利収入が減収基調にあった。同社の預金は粘着性の高いリテール顧客（個人及び小規模事業者）ではなく、金利に敏感な富裕層顧客から集めた部分が大半を占める。これまでの米金利上昇を背景に、預金の中で低金利商品（スイープ口座）から高金利商品（CD等）へ移す動きが続き、平均の預金利回りが上昇している。同社は、競合銀行との対抗などにより、一部のスイープ預金の利率引き上げを表明した。また、スイープ預金残高の減少はまだ止まっていない。目先、ウェルスマネジメント部門の純金利収入には減収圧力が続くと見込まれる。

UBSは、投資銀行事業や富裕層向け事業が中心で伝統的な商業銀行型ビジネスモデルではない。2023年6月にUBSグループと旧クレディ・スイス・グループ（Credit Suisse Group AG、以下「CS」）の両持株会社が合併した。クレディ・スイス買収を経てトップラインの純営業収入水準が切り上がったにもかかわらず、2024年度の第2四半期は、CS買収前の2年前（2022年度2Q）の税前利益（約22億ドル）に届いていない。これは、旧CS部分の不採算業務が、業績の重石となっているためだ。逆に言えば、今後の業績改善

余地が残されている。ただし、UBSの強い顧客基盤や収益機会をつかむ力が顕在していると考えられる。2024年度上期におけるウェルスマネジメント部門とホールセール部門の合計に対する構成比は、グローバル・ウェルスマネジメント（GWM）部門（63%）＋アセットマネジメント（AM）部門（8%）で71%、インベストメントバンク（IB）部門で29%である。同期の純利益率は、GWM部門が16.1%、AM部門が15.6%、IB部門が19.0%である。

（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2024年度上期の純営業収益は、前年同期比で6.3%増加した。非金利費用は同20%増、金利費用は同67.1%増となり、金融収入は17.9%増となったものの、金融収支は同14.0%減少した。結果、純利益は15.3%増加となった。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及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。これは、前述のモルガン・スタンレーと同様であり、後述のオンライン証券でも同様である。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。

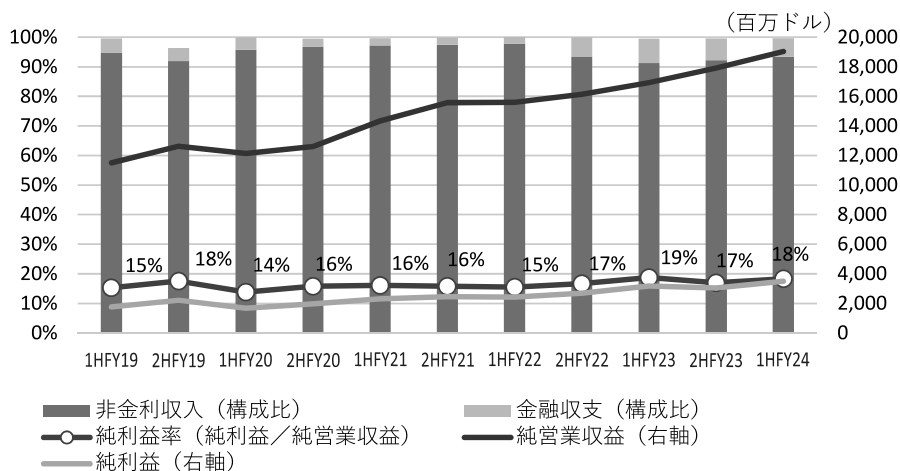
アメリカプライズ・フィナンシャル (Ameriprise Financial) は上場会社であり、アドバイスとウェルスマネジメント、アセットマネジメントに加えて、退職ソリューション (変動年金及び支払年金) とプロテクションソリューション (生命及び傷害保険) が含まれる。レイモンド・ジェームズ・フィナンシャル (Raymond James Financial Inc) も上場会社であり、個人、企業、地方自治体を顧客として、ワイヤハウスの商業銀行型のビジネスモデルに類似する。エドワード・ジョーンズ (Edward Jones = EJ) の非上場の持株会社であるジョーンズ・フィナンシャル・カンパニーズ (Jones Financial Companies = JFC) 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・ディーラー及び投資顧問である。

ここでは、EJの一人店舗というビジネスモデルの特性を戦略的に改革していることに焦点を当てることとする。EJの支店モデルは、顧客のコミュニティで活動するフィナンシャルアドバイザー (FA) と“クライアント・サポート・チーム・プロフェッショナルズ (CSTP)”で構成され、多様なソリューションを提供している。2023年末現在、米国に15,274、カナダに663の支店がある。支店には主に1人のFAとCSTPが配置されている。現在、複数のFAを抱えるオフィスやフィナンシャルアドバイザーをチームで構成する新しいサービス・モデルを構築している。こ

れは、パートナーシップの戦略に基づく独自の競争優位性を活かし、FAと顧客が深い個人的な関係を築くことで、長期投資家のフィナンシャル・ウェルネスを向上させ、より包括的でパーソナライズされたプランニングと専門的なアドバイスへのアクセスを効率よく提供することを目的としている。加えて、テクノロジー基盤とDXに多額の投資している。例えば、米国の支店チームは、新しい支援ツールを活用して顧客とのミーティングに生成AIを活用し、顧客への提案の生産性を高め、包括的なゴールベースのアドバイスを実施している。また、強化された投資顧問プラットフォームと新しい債券取引プラットフォームを活用して、商品選択のプロセスを合理化し、多くの価値を提供できる体制を整備している。FAは、多様なマネージドアカウント・プログラムを提供し、例えばUMA (ユニファイド・マネージド・アカウント・プログラム) にも投資可能となっている。

同3社は、いずれもFA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、アメリカプライズでは、FAが退職後の資産形成とともに保険のソリューション

(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



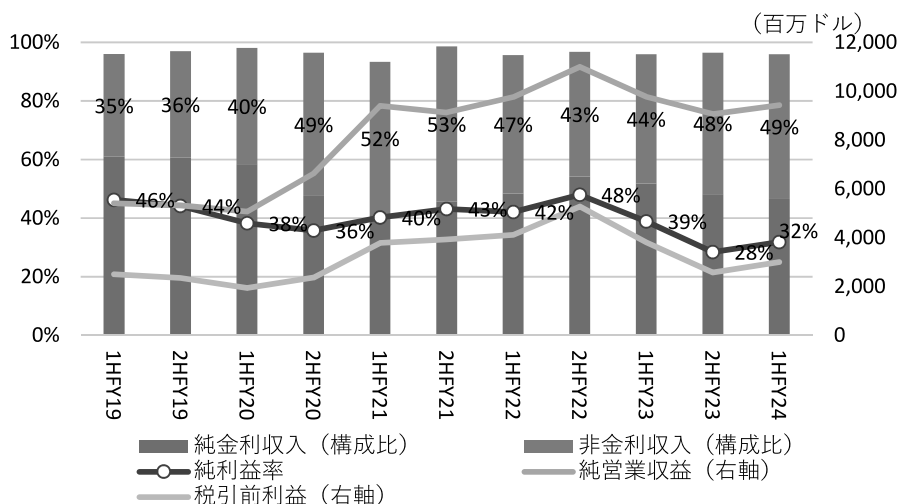
(注) レイモンド・ジェームズは9月決算
 (出所) 各社決算データより大和総研作成

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10にあるように、3社合計の純利益率は、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2024年度上期の純営業収益は、前年同期比4.0%、税引き前利益同16.3%の増収増益となったが、2023年度上期で営業収益が同▲11.1%、税引き前利益が同▲27.9%、下期でも各々▲7.2%、▲32.2%との大幅な減収減益であったため、本格的な回復には至っていない。チャールズ・シュワブが2020年10月に買収したTDアメリトレードの統合後の準備のための業務合理化措置に関連して、リストラ費用が発生したことも、税引き前利益の減少要因である。純金利収入は、同0.5%と微増、非金利収入は同6.4%と増加した。純金利収入については、2023年度上期で同▲15.0%、下期▲13.7%となった。これは金利上昇局面での顧客のキャッシュ配分を支える

(図表11) 米国オンライン証券の純営業収益と純利益の推移



(出所) 決算データより大和総研作成

ために、より高いコストの補足的資金源を利用したことにより、利息収益資産が減少し、利息収益資産の平均利回りの上昇によるメリットは消し去られ、大幅減収となった。2024年度上期は、2023年度上期の減退した株式売買から幾分持ち直し、純営業収益が微増した。純営業収益では、2021年度上期ごろからTDアメリトレードの非金利収入が寄与し始めたが、今期から本格的に寄与し始めたとも言えよう。2024年度上期で純営業収益の29%を占める資産管理手数料は、TDアメリトレードの寄与により前年同期比11.4%増となった。TDアメリ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にか大きく依存するが、純利益率は低下傾向にある。

加えて、金利収入への依存度は高く、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。

3. 2025年における本邦証券会社の経営展望

最後に2025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、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。このため収益を安定化させ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。すでに市場のボラティリティを増幅するような2025年に向けて起こり始めた変化の中でも、米国大統領に再登板した

トランプ氏の政策は、最も注目されるだろう。まず自由貿易体制は同盟国間であっても容易に形骸化し、仮に関税引き上げが実施されれば、各国間での保護主義政策の応酬に発展するおそれがある。世界の企業行動にも影響する。供給体制の構築については、自国優先や経済安全保障優先への対応が一層強まる可能性がある。財政政策では、2024年の選挙において当時の与党が軒並み苦戦したように、国民の間で生活不安や不満が高まり、新政権には対処が求められているが、財政不安や過度の金利上昇を回避することにも配慮が不可欠となる。金融政策では、日米欧の三極間での金融政策のスタンスの差は当面広がっていくと見られ、まちまちな金融政策の方向性は、きっかけ次第でマーケットの大きな変動をもたらし得るだろう。各国の経済が、目指されている正常化（ポストインフレ）に至るのかについては、不確実性が高く、むしろ、望ましくないインフレ再燃の芽は多い。これらに備えて、将来の起こりうる複数のリスクシナリオに対応するためのリスク管理体制の強化は必要となる。モルガン・スタンレーなどの米国の金融機関は、リーマン・ショック後の金融危機から、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本格化させることである。前述したように2024年の個人・法人部門の証券会社の事業環境は底堅かったが、その恩恵を享受できるかどうかは、各証券会社はビジネスモデルを資産管理型中心にシフトさせ、構造改革を進めてきている法人部門を、リテール部門との相乗効果を生み出す体制にしているかがポイントとなっている。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、「貯蓄から資産形成へ」の流れは一時的なものにとどまる可能性がある。他方、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引き続き重要となろう。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。

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10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。

中長期的には、日本の名目GDPの成長、それに伴う株式市場の上昇により、個人投資家あるいは家計の金融資産の拡大が見込まれ、日本のウェルスマネジメント市場が拡大していくと見込まれる中、営業員の高度化によるファイナンシャルアドバイスの付加価値の追求が、より一層重要になろう。それを棚上げにして、すでに米国では付加価値が低下しているロボアドバイザーなどによるデジタル基盤の導入を進めても、業界全体の営業員を中心とした付加価値は低下していくこととなる。この状況は業界全体で回避すべきであり、それに向けた取り組みを着実に進めていく必要がある。

(注1) 野村証券、大和証券

(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、楽天証券の4社

(注5) 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6) 対面系中堅リテール証券3社：Ameriprise Financial、Edward Jones、Raymond James

