

## 急務となるアジア資産運用能力の構築

日本株の低迷と機関投資家のマンドートに見られる変化は、日系運用会社の競争力を削ぐ大きな脅威である。エマージングを含むアジア資産運用能力の構築を通じた、今後のグローバルな事業拡大に期待したい。

アジアは、今後の資産運用ビジネスの成長を牽引する重要な地域と目されている。実際、日本にも拠点を置くグローバル（外資系）運用会社はもとより、日系の資産運用会社でも、少なくとも10社がシンガポールないし香港での拠点を有しており、アジアでの事業展開に旺盛な意欲を見せている。

資産運用の地理的な拡大は、投資対象資産と顧客投資家という2つの所在地の軸で捉えられる。図表1はアジアを含む世界で、運用会社による事業領域の違いを示したものである。グローバル運用会社が領域全体をカバーする中で、日系運用会社は主に日本の投資家に対する国内資産運用の提供能力をコアとしながら、サブ・アドバイザリーを活用した外国資産の運用商品の提供にビジネスを拡大させた（矢印左方向）。アジアにおける各社の展開は、アジア資産の運用能力拡張（右方向）と現地顧客の取り込み（下方向）を指向するものといえる。

### 機関投資家ビジネスに注力する 日系運用会社

2010年1月に野村総合研究所が行ったアジアにおける資産運用ビジネスの動向調査によれば、日系運用会社にとって、アジアのリテール向けビジネスは極めて困難との見方で共通している。リテールビジネスの困難さの原因は、銀行等の有力販社に対する営業サポート人員を現地で抱えきれないこと、自国の経済成長に対する楽観的な見通しや為替の観点からリテール投資家が自国資産を重用するために国際分散の程度が低いこと、規制により対外投資の制限があることに求められる。そのため現段階では、自社拠点を配して現地リテールのビジネスを行う例はなく、もっぱら現地運用会社への出資や、合併

図表1 投資家と投資対象資産のカバレッジ

対象資産 投資家所在地	先進国		エマージング	
	北米・西ヨーロッパ	アジア	ロシア・ブラジル等	
		日本	シンガポール・香港	中国・韓国・台湾等
北米・西ヨーロッパ	グローバル運用会社			
日本	サブアド活用による拡張(外製)	日系運用会社	機関投資家：自社営業機能強化	運用体制拡張(内製)
アジアローカル			機関投資家：自社営業機能強化、リテール：JV等による投資家アクセス獲得	ローカル運用会社

(出所) 野村総合研究所

会社の設立機会の模索を行っている状況である。

他方で機関投資家ビジネスについては、必要となる現地化の程度が低いため、日系運用会社が注力するのは主にこちらである。典型的には、日系運用会社が歴史的に大規模な陣容を擁する日本株運用や、拠点展開を通じて運用能力を構築しつつあるアジア株運用の提供という形で行われている。

### 日本株の地位低下とマンドートの変化

しかし、アジアに存在するSWFや公的年金は、欧米の機関投資家と同等に投資洗練度が高いとの評価で識者の見解は一致している。日系運用会社は、こうした機関投資家からのマンドートの獲得において、グローバル運用会社との競争にさらされている。

日系運用会社にとって、このビジネスの困難さを一層高めている要因の1つは、国内株式市場の低迷やエマージング投資の一般化に伴う、日本株の相対的な地位の低下である。図表2は、代表的な株式指数の国別ウェイトの構成比を示したものである。先進国の株式を投資対象

NOTE

1) ヒアリングによれば、シンガポールのGIC (Government of Singapore Investment Corporation) やCPF (Central Provident Fund) が前者の好例で、先進国株式は超過リターンを獲得機会が限られているためパッシブ運用とし、エマージング株式はアクティブ運用とするマニフェストを出したとされる。

さらに、相対的に小規模の機関投資家は、地域別のアロケーションを政策的に行っておらず、地域ごとに優れた運用会社を選択する能力を有しないことが多い。そのため、外国資産のマニフェストを地域単位で分割せず、先進国やエマージング、ないしそれらを1つにしたグ

ローバル株といったマニフェストを出す傾向があるとされる。

と考えるのであれば、日本は「アジア株」(または「アジア・パシフィック株」)の中では主要な割合を占めるため、それに強みを持つ日系運用会社が大口のマニフェストを獲得する上で優位だった。

しかし、エマージング投資が一般化しつつある現在、この状況にも変化が見られる。つまり、エマージングを含む「汎アジア株」を見たときには、日本のウェイトは既に半分に過ぎないため、「汎アジア株」マニフェストに競争力のあるプロダクトで応えることは難しくなる。アジア株マニフェストには、あえて日本株を除くものも多い。

さらに、アジア等の地域によらず、経済発展の段階によって「先進国株」と「エマージング株」といった単位のマニフェストを出す例も現れはじめた。これは、先進国の株式市場は効率性が高く超過リターンが得にくいいためパッシブ運用とし、エマージング市場ではアクティブ運用を行うといった理由による<sup>1)</sup>。この傾向は今後も強まる見通しである。こうした状況においても、なお日本株特化の運用会社を選定するのは、一定以上の規模と外部運用管理の体制を備えた機関投資家に限られるであろう。

つまり、日本株の地位低下と機関投資家マニフェストにみられるトレンドの変化は、日系運用会社のビジネス機

会を逸失させる可能性を持つのである。

アジア資産の運用能力をコアとしたグローバル展開

今後の日系運用会社のビジネスの成否は、本質的にはアジア資産の高い運用能力を構築できるかどうかにかかっている。まず、「エマージング」の中でみれば、アジアは60%ほどの割合を占めるため、アジア資産で競争力のあるプロダクトを提供する能力は、「汎アジア株」運用においても、「エマージング株」運用においても、コアとして求められる。さらに、こうした運用は日本やアジア以外の顧客にもニーズがある(図表1矢印上方向)ため、海外の顧客に外国資産の運用を提供する「外と外」の領域でのビジネス展開上も、不可欠である。

こうした意味で、アジア資産の運用能力は極めて事業価値の高い、早急に構築すべき能力といえるだろう。そのためには国内資産の運用に大規模に投入されているリソース配置を見直し、アジア資産向けに再配置する必要があるかもしれない。

この運用能力の構築は、困難であるものの不可能ではない。実際、アジア株運用で有力な評価機関から賞を受けている日系運用会社も存在する。日本株のプレゼンスや投資妙味が低下した現在、アジアをドメインとした今後の高い運用能力の構築と、それをコアにしたグローバルな事業展開に期待したい。

図表2 代表的株式指数の国別ウェイト構成

	先進国(88%)	エマージング(12%)
アジア(18%)	日本 9% シンガポール・香港 2%	中国・韓国・台湾 他 7%
アジア域外(82%)	米国・英国・フランス・カナダ 他 77%	ブラジル・ロシア・メキシコ 他 5%

(出所) MSCI Barraより野村総合研究所作成。2009年9月末時点。

Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe

金融市場研究部  
副主任研究員  
専門はアセット・マネジメント  
focus@nri.co.jp