

## グローバル運用会社CEOから見た日本の資産運用ビジネス

2月から3月にかけて約20社のグローバル運用会社CEOと資産運用ビジネスに関する議論を行った。そこから見てきたことは、大きな可能性への期待とリスクという両方の側面である。日本の資産運用ビジネスが成長を続けるには、彼らの考えるリスク面を克服する施策も必要になるのではないか。

2015年度の日本の資産運用会社の収入は、前年度に比べ若干の増収に留まった模様である<sup>1)</sup>。年度前半は顧客からの資金流入が堅調であったが、2016年に入って株式市場の下落や円高もあり、時価減少が資金流入を相殺する形となって、残高があまり増えなかったことが主な原因である。資産運用業界は、貯蓄から投資へという流れの中で高成長が期待できる業界だと考えられるが、足下は少し足踏み状態と言える。

筆者は株式市場が不安定な状況であった2016年2月から3月にかけて、世界のグローバル運用会社の経営者に日本の資産運用ビジネスの状況を説明する機会を持った<sup>2)</sup>。日本の資産運用ビジネスの規模は欧米と比較するとまだまだ小さいが、アジア地域の中では群を抜く大きさ<sup>3)</sup>である。彼らは日本へのコミットメントを続ける意向であるが、一方で様々な懸念点も表明した。彼らの抱く関心事を紹介し、日本の資産運用ビジネスが直面する課題を考えてみたい。

### 二極化するビジネス状況とマイナス金利への関心

インタビューで感じられたのは、外資系運用会社の日本ビジネスでの収益が二極化している様子である。一言で言えば、大規模な銀行や公的年金ファンドの運用資金を獲得できたところとそうでないところで収入の伸びに大きな差が出ているのである。例えば、1ファンドの委託額が大規模な顧客獲得ができ収入の大幅増となった外資系運用会社の中には、過去10年間で最高の収入を得たと述べる場所もあった。一方でそのような顧客獲得ができない運用会社では収入が伸び悩んでいる。

資産運用ビジネスを取り巻く環境について特に関心

が高かったのは、「マイナス金利の資産運用ビジネスへの影響」である。GDPが世界のトップ5に入るほど大きい先進国の中で10年という長期金利までマイナスになっている国はほとんどなく、関心が高いのは当然である。顧客がプラスのリターンを獲得する必要性に変わりはなく、マイナス金利が投資家の資産配分比率にどのような影響を与えるのかを注視している。現時点では、日本国内でプラスのリターンを獲得できる可能性のある資産は株式と不動産くらいで、外資系運用会社が得意とする海外資産への分散投資がどの程度進展するかに強い関心がある。一方、マイナス金利が未来永劫続くわけではなく、また円高傾向にある環境下で日本の投資家が海外投資の比率を高めるには勇気がいる。足下の環境に左右されない、長期で通用するソリューションの提供が運用会社に求められているのであろう。

### 銀行ビジネスへの期待と不安

銀行ビジネスへの期待は大きい。有望な貸出先がなかなか見つからない環境下、限られたリスクでリターンを高めるには、有価証券ポートフォリオの役割が大きくなるのは当然であろう。分散投資を行う場合の主な投資先はリスクウェイトの高い株式ではなく、外国債券だと考えられる。外資系運用会社の多くは外債投資のスキルセットを持っており、外債投資の際の受け皿になれる可能性が高く期待も大きい。

一方、銀行ビジネスに対する懐疑論も存在する。例えば、銀行の有価証券投資のスキルセット向上を支援するためトレーニーを受け入れている外資系運用会社の経営者からは、「トレーニー受け入れで、果たしてその後の

## NOTE

- 1) 投信収入・投資顧問収入とも、一桁台の伸びに留まったと考えられる。
- 2) インタビューは、2月25日から3月15日まで、ニューヨーク、ボストン、ロンドン、パリ、シンガポール、香港の5都市、グローバル運用会社の本社で行った。インタビュー先はCEOもしくは日本ビジネスの責任者。
- 3) 運用会社の経営者の話を総合すると、日本での資産運用収入はアジア地域全体の半分以上を占めると推定される。
- 4) ある販売会社では、債券ファンドやパッシブ比率の割合が相対的に高く、リスクが相対的に低いポートフォリオ

構成となっている。一方、株式の比率が高いポートフォリオ構成の販売会社や、低リスク型のヘッジファンドを組み入れている販売会社もある。

ファンド残高の増加につながるかどうかよく分からない」との意見が出た。どの運用会社でも、トレーニーの受け入れは手間がかかる上に、場合により運用ノウハウの流出につながるリスクもある。

また地方銀行向けビジネスでは、証券会社やメガバンクなど、顧客接点を強く持つ金融機関との連携が欠かせず、年金ファンドのように直接顧客にマーケティングする場合とは異なる難しさを指摘する声もあった。外債を中心とするファンド残高の増加は間違いないが、その果実を現実に「利益」に変換できるプロセス構築には、まだこれから解決すべき課題が多いということではないか。

## 投信ビジネスへの懸念点と変化の兆し

投信ビジネスでの外資系運用会社の本社CEOの最大に関心事は、売れ筋商品がどのように変化するかである。過去5年以上にわたって売れ筋商品は、高分配利回りを提供するため信用リスクや為替リスクなど様々なリスクを取った高リスクのファンドが中心であった。「長期にわたる資産形成をサポートする」という投信の意義が顧客に十分認識されていないという懸念を彼らは持ってきた。この売れ筋商品にも最近変化が見え始めている。

例えば、一部の販売会社でスタートしている投資一任サービス、いわゆるラップ口座ではポートフォリオの中に組み込まれる投資ファンドがこれまでと異なる多様な投信になっている<sup>4)</sup>。販売会社が顧客の投資選好に基づき独自に商品選定する姿が見え始めており、販売会社のフィナンシャルアドバイザーが顧客とどのような会話をするか、またアドバイザーのスキルセットによって、多

様な商品が選択されているということだろう。

ただし外資系運用会社にとって気になる点もある。ラップ口座に組み込まれた投信に系列の運用会社のファンドが多く含まれ、系列を持たない外資系運用会社として、どのようにビジネスに入り込めるのかという点である。ラップ口座でETFのような低コストの投資商品が組み込まれる可能性も高く、売れ筋商品の変化をビジネスに結びつけるには大きな課題が存在する。

もう一つの関心事はラップ口座の現在の手数料水準を今後も維持できるのかという点である。販売会社・運用会社が顧客に請求できる手数料は、提供するリターンの2~3割というのが彼らの意見である。期待リターンの水準は顧客の投資選好によって異なるため、一律の水準を想定することは難しいが、例えば世界の機関投資家が設定している期待リターン水準を見ると、インフレ率+3~5%というのが大半である。インフレが2%だとしても名目値でせいぜい5~7%という数値である。顧客に提供できるリターンの3割を手数料として獲得できたとしても、手数料のトータル（販売会社+運用会社）は2%以下ということになる。この数値は現在の手数料水準とはやや乖離がある。このように顧客資産を長期安定的に拡大させていくという観点から手数料水準を議論することには、一定の意味があるように思われる。

## Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部  
上席研究員  
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究  
focus@nri.co.jp