

# 世界の機関投資家の変貌と日本の課題



野村資本市場研究所 研究部長

関 雄太

## 1. 拡大・変貌する伝統的投資資産

日本の金融市場を語るうえで「外国人投資家」の動向を無視することはできないが、その実像は、一般の人々にとって必ずしも明瞭ではない。実際、グローバル金融市場において機関投資家は影響力を強めているが、その勢力図や顔ぶれは近年、大きく変わってきている。

まず、年金・保険・投信をグループとする伝統的な機関投資家の資産量は、2013年時点

### 〈目次〉

1. 拡大・変貌する伝統的投資資産
2. AUM巨大化競争を展開する世界の  
大手資産運用会社
3. 影響力を強める「非伝統的な」機関  
投資家
4. 今後の注目点と日本の状況

で推定約97兆ドルと、2003年の約42兆ドルから倍以上に増加している（図表1）。

先進国における年金資産は、いずれの国においても高齢化によって蓄積が進んでいる状況である。しかし、資産の内訳を見ると、その時々々の年金給付支払いに必要となる資金を年金保険料等の拠出で賄う賦課方式による確定給付型年金（DB）が、制度的限界に直面しつつあり、代わって自助努力型の確定拠出型年金（DC）の増加ペースが速くなっている。米国と豪州では、すでにDCの資金量がDBを凌駕している。また、国別に見た伝統的機関投資家の資産量では、米国が格段に大きく世界シェア約46%を占めている一方、日本、フランス、ドイツのシェアが低下している。これは、豪州、カナダ、韓国、南アフリカなどの年金資産が増加していることによる。特に豪州では、スーパーアニュエーションと呼ばれる強制加入型の私的年金制度を通じた資産蓄積が進んでおり、残高は約1.6兆豪ドル（150

(図表 1) 主要国の伝統的投資資産

単位：10億米ドル

	2003年				2013年				合計	(対2003年 伸び率)
	年金基金	保険	投資信託	合計	年金基金	保険	投資信託	合計		
米国	7,492	4,633	7,414	19,539	21,233	8,458	15,018	44,709	129%	
英国	1,406	1,676	397	3,479	3,618	3,282	1,167	8,067	132%	
日本	2,867	1,919	349	5,135	1,732	4,620	774	7,126	39%	
フランス	143	918	1,148	2,209	265	781	1,532	2,578	17%	
ドイツ	229	984	276	1,489	242	1,649	383	2,274	53%	
オランダ	615	271	97	983	1,346	354	85	1,785	82%	
スイス	388	241	91	720	804	428	397	1,457	102%	
その他	1,827	2,857	4,186	8,870	8,866	9,538	10,674	29,078	228%	
合計	14,967	13,500	13,958	42,425	38,106	29,109	30,030	97,245	129%	

(出所) TheCityUKより野村資本市場研究所作成

兆円強)に達している。

投資信託では、米国の資産残高(2013年末)が15兆ドルを超えており、日本の20倍近くに達するなど、主要国の中でずば抜けて大きな市場規模となっていることが目立つ。米国の資金循環統計を見ても、個人金融資産に占める投資信託の比率は一貫して上昇しており、7,500万人を超える米国ベビーブーマー層(1946年～1964年生まれの人口階層)の主要な資産形成・運用手段として、投資信託が定着していることがわかる。

もちろん、一口に米国の投資信託(ミューチュアルファンドと呼ばれる)と言っても、中身は多様である。相変わらず投信の主流は株式・債券の長期アクティブ運用型のファンドで、ファイナンシャルアドバイザー経由の販売チャネルが大きな比重を占めているものの、単なる金融商品というよりはライフプランに合わせたソリューションを提供する道具として、投資信託の用途・目的の多様化に合わせ、多くのイノベーションが発生している。

例えば、ファンドラップ(顧客のリスク許容度や運用方針、金融機関の専門的なコンサルティングに基づき、複数の投資信託を組み合わせる資産を一任運用するサービス)の残高は直近約10年間で5倍以上となり、2014年には1兆ドルを超えた(セルリ・アソシエツによる)。同様に、DC口座の中で加入者から運用指図がないときに自動的に資金が積み立てられる「デフォルトファンド」として普及してきたターゲットデートファンド(DC加入者の退職年齢を目標としてリスク配分を変更していくファンド・オブ・ファンズ)の残高は、直近約10年間で20倍以上に拡大し、2014年第3四半期末には6,800億ドルを超えている(ICI(米国投信協会)による)。ETF(上場投資信託)も、2000年末の米国上場ファンド数102本、残高830億ドルから、2014年11月末時点で上場ファンド数1,411本、残高1.95兆ドルと急拡大しており、21世紀最大の金融イノベーションと言ってよいであろう(ICIによる)。

(図表2) 預かり資産で見たグローバル資産運用会社ランキング

グローバル資産運用会社ランキング (2007年末預かり資産)				グローバル資産運用会社ランキング (2013年末預かり資産)			
ランク	運用会社	国	資産 (十億米ドル)	ランク	運用会社	国	資産 (十億米ドル)
1	バークレイズ・グローバル (BGI)	英国	2,079	1	ブラックロック	米国	4,324
2	ステート・ストリート	米国	1,979	2	バンガード・グループ	米国	2,753
3	アリアンツ・グループ	ドイツ	1,957	3	アリアンツ・グループ	ドイツ	2,393
4	アクサ・グループ	フランス	1,887	4	ステート・ストリート	米国	2,345
5	フィデリティ・インベストメンツ	米国	1,862	5	フィデリティ・インベストメンツ	米国	2,160
6	キャピタル・グループ	米国	1,550	6	JPモルガン・チェース	米国	1,602
7	ドイツ銀行	ドイツ	1,402	7	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	1,582
8	バンガード・グループ	米国	1,365	8	アクサ・グループ	フランス	1,532
9	ブラックロック	米国	1,357	9	キャピタル・グループ	米国	1,339
10	UBS	スイス	1,231	10	BNPパリバ	フランス	1,325
⋮				⋮			
36	日本生命	日本	520	31	三菱UFJフィナンシャル	日本	635
40	三菱UFJフィナンシャル	日本	445	33	三井住友信託銀行	日本	610
				35	日本生命	日本	600
				40	全共連	日本	479

(出所) P&I Towers Watson World 500より野村資本市場研究所作成

## 2. AUM巨大化競争を展開する世界の大手資産運用会社

上記のような資金シフトや投資信託資産の拡大を背景に、受託者である資産運用業界は、概してメリットを受けているが、一方で競争も激しくなっている。

タワーズ・ワトソン調査による2013年末の資産運用会社世界ランキングで1位となったブラックロックの預かり資産 (AUM) は約4.3兆ドル (約500兆円) に達しており、ザ・バンカー誌による銀行資産世界ランキング1位の中国工商銀行 (ICBC) の総資産約3.1兆ドル、同2位のHSBCの総資産約2.67兆ドルを遥かに凌駕している (図表2)。また、2位のバンガードのAUM 2.75兆ドルは、米国

最大の銀行JPモルガン・チェースの総資産2.4兆ドルを上回っている。

これほど巨大な資産運用会社が存在することが、日本ではなかなか想像しがたいが、実際に2000年代半ば以降は1兆ドルのAUMを持たないと資産運用業界で世界のトッププレイヤーとは言えない状況となっている。前述のように、確定拠出年金が各国で政策的に後押しされ、自助努力型の資産形成・運用が重要になる中で、分散投資・グローバル運用を実現する投資信託への需要が増大していることから、年金からの受託に特化した運用会社よりも、リテール分野に強みを持つ、あるいは機関投資家への投資顧問事業で得た専門性や運用力をリテール分野に展開できる能力を持つ運用会社の方が成長している傾向がある (インスティテューショナルからリテール

へ)。また、複数のアセットクラスに対応できる会社（総合化）が成長機会を獲得しているという面もあり、M&Aも辞さず規模を大きくすることとコストの低減を目指すのが、トッププレイヤーの条件となっている。ステート・ストリートやバンク・オブ・ニューヨーク・メロンなど信託系の運用会社が巨大化したのは必然とも言える。

ちなみに、資産運用会社のランキングを2007年末と2013年末の2時点で比較すると、6年前には9位だったブラックロックが1位へ、8位だったバンガードが2位へと躍進する一方で、7位だったドイツ銀行グループと10位だったUBSが圏外へ去るなど、上位の間での順位変動が激しい。グローバル金融危機以後の特徴として、債券・為替分野に強みを持つブラックロックやアリアンツ・グループ（PIMCOを傘下に有する）の資産が拡大、ドイツ銀行・UBSなど欧州のユニバーサルバンク系運用会社のランクが低下傾向といった動きも見られる。

こうした激しい競争は、各社が運用するファンドのパフォーマンスあるいは販売額の変動によって引き起こされていることはもちろんだが、M&Aによる統合・再編も活発に起きている。

M&Aを繰り返すことで成長した運用会社の代表的な例がブラックロックである。以前は公社債運用にフォーカスしたマネージャーというイメージだった同社だが、2006年のメリル・リンチ・インベストメント・マネジ

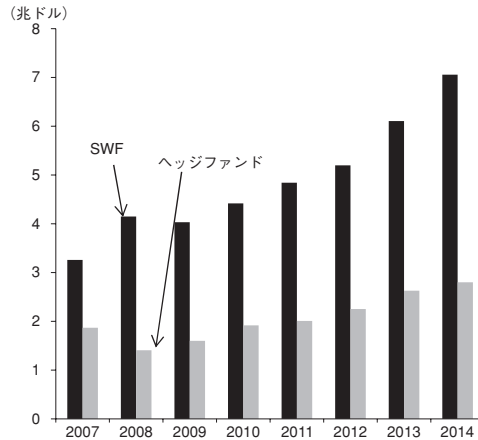
ャーズ買収と2009年のパークレイズ・グローバル・インベスターズ買収によって、わずか5年の間に、あらゆる資産クラスで年金から投信・ETFに至る運用能力・プロダクトを有する総合運用会社に変貌してしまった。ブラックロックは、銀行・保険などの系列に属しておらず、上場会社であることから、株式交換などを活用して金融コングロマリットの資産運用部門を統合・吸収してしまう戦略を展開した。

その一方で、JPモルガン・アセット・マネジメントのように、銀行持株会社傘下のままAUMを巨大化させた運用会社、フィデリティのように資産運用を中核事業としながらも自社グループ内にネット・コールセンター・対面・職域等から成る巨大な販売チャネルを築き上げたグループもあり、資産運用会社のビジネスモデルを単純化して説明することはできないのが実態である。

### ■ 3. 影響力を強める「非伝統的な」機関投資家

また、世界的潮流として、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）やヘッジファンド、プライベートエクイティファンドなど、非伝統的な機関投資家の規模と影響力が拡大している（図表3）。SWFは、石油などの天然資源による収入、外貨準備など国家資産を財源として政府系投資機関が運営するファンドであり、投資決定に際して精密な規約や限度額

(図表3) SWF、ヘッジファンドの資産の拡大



(注) ヘッジファンドの2014年データは6月末時点。SWFの2014年データは12月末時点。  
(出所) SWF Institute, Hedge Fund Researchより野村資本市場研究所

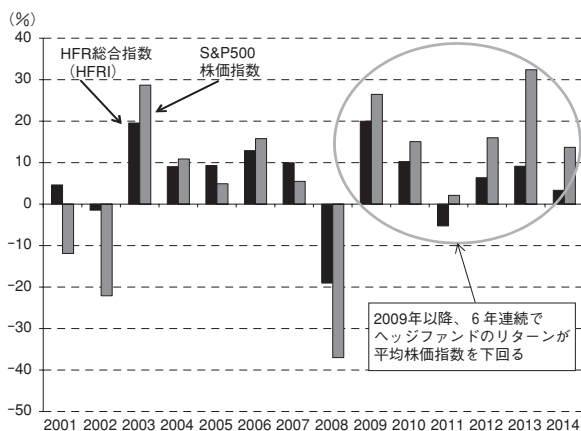
で縛りを与えることをせず、独創的な投資アイデアを追求したり、積極的にリスクをとることで高い収益性を求める傾向がある。SWFの運用資産は、2014年に7兆ドルを突破したが、なかでも中国、シンガポールなどアジアのSWFの拡大が顕著である。金融規制改革によって銀行などによるリスク資本の供給・仲介機能が抑制される中、マッキンゼーが「新パワーブローカー」と呼ぶこれらの非伝統的投資家の存在感は高まっており、例えば最近では、原油価格の急落に伴い、産油国のSWFの資金移動が激化し、金融市場に混乱を生み出すのではないかと指摘も増えている。

こうした非伝統的な機関投資家の力が増す背景は、スポンサーもしくはアセットオーナーと言われる年金基金や富裕層個人投資家の資産配分の中で、株式・債券以外の代替的な

投資資産（オルタナティブ資産）の比率が高まっているからである。米国において資産運用のフロンティアを常に開拓し続ける存在である大手公的年金や有名私学の基金（エンドウメント）は、伝統的な投資資産だけでは十分に分散効果が得られないと、金融危機を契機にむしろオルタナティブ資産の比率を高め、他の機関投資家も追随している。

例えば、カルパース（カリフォルニア州職員退職年金）の2015年1月現在の目標資産配分を見ると、プライベート・エクイティに総運用資産の10.5%、不動産・インフラ等の実物資産に10.1%を割り当てるとしている。同じく、イエール大学基金における2013年時点の目標資産配分を見るとプライベート・エクイティに31%、不動産・天然資源に27%、ヘッジファンドに20%を割り当て、実に総運用資産の78%をオルタナティブ資産に投じてい

(図表4) ヘッジファンドのリターンと米国株価指数の比較



(出所) HFR、S&P資料より野村資本市場研究所作成

る状況である。

しかし、あまりにも多くのスポンサーが非伝統的な投資戦略を追求することで、ユニークな投資機会が減少し、リターンが低下する現象も指摘されている。実際、HFR（ヘッジファンドリサーチ）社によるヘッジファンドの総合リターンインデックス（HFRI指数）を見ると、概してリターンのファンド間のばらつき、あるいは上下変動は少なくなっている一方で、リターン水準の平均値は低下傾向にある。2009年以降はヘッジファンドの平均リターンは、米国の代表的な株価インデックス（S&P500指数）を下回り続けており、ハイリスク・ハイリターンというかつてのヘッジファンドのイメージはかなり変貌してきたということもできる（図表4）。

#### ■ 4. 今後の注目点と日本の状況

上記のように、世界の機関投資家や資産運用会社は、成長領域やトッププレイヤーの顔ぶれを変貌させつつも、顕著な拡大を見せていることがわかる。

住宅・不動産バブルが崩壊し、金融危機が発生した後に、多くの市場で信用収縮や「デレバレッジ」が進む中、このAUMの成長はある意味では異様とも言える。一方で、今後、バーゼル銀行委員会・欧米当局などによる金融規制改革が進展していくことを前提にすると、世界中で大手金融機関がバランスシート拡大路線の修正を迫られ、自己資本を食い潰さない資産運用ビジネスをより強化していく可能性が高い。実際、JPモルガンやゴールドマン・サックスなどはそうした戦略を採用しているようにも見える。今後は、銀



---

行・投資銀行に代わって、機関投資家やファンドがリスク資本の供給・仲介で重要な役割を担うことになるのかも知れない。

こうした状況に対し、欧米規制当局の間では、巨大化した資産運用会社などが金融システムにとって新たな脅威を生み出すのではないかという懸念が生まれている。一部には、巨大な資産運用会社をG-SIFI（システム上重要なグローバル金融機関）に指定して厳格な監督・モニタリングを実施すべきではないかという意見すら出てきており、現時点では具体的な動きや制度化には至っていないものの、今後の動きが注目されている。

視点を変えて、日本の資産運用業界、機関投資家の状況を見ると、世界の動向から取り残されていると言わざるを得ない面がある。高齢化や年金財政の困難化という海外諸国と同じマクロ環境を抱えているにもかかわらず、日本の確定拠出年金（企業型）の資産規模は7.5兆円弱（2014年3月時点、運営管理機関連絡協議会等による）に過ぎず、家計部門における投資信託の普及も十分ではない。年金基金もリスク回避志向が強く、オルタナティブ資産への配分に積極的ではない。結果的に、グローバルに活躍する投資ファンドや資産運用会社が国内に育たず、世界の主要プレイヤーとの格差は開く一方と言える。

とはいえ、日本でも、確定拠出年金制度の拡充やNISA（少額投資非課税制度）の導入など、資産運用業の拡大を後押しする政策は続々と打たれている。また世界最大の年金基

金であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）も、有識者会議の提言や日本再興戦略改訂版での方針などに基づいて、資産構成の見直しを進めている。国内証券市場へのインパクトなどが活発に議論されているが、GPIFが他のトッププレイヤーが採用している投資戦略をどのように取り入れていくのかといったことも注目されよう。逆に、NISAやGPIFといった動きは、資産運用業界における世界のトッププレイヤーの目を日本に向けさせる可能性があり、今後の競争激化も予想されよう。

政府は現在、成長戦略実現のためにリスクマネー供給策を強化しており、また東京都も改めて国際金融センター構想を活発に議論は始めている。グローバルな金融システムにおいて、資産運用のプレイヤーや機関投資家が従来以上に重要な役割を果たしつつあることを念頭に、戦略的な産業育成・人材育成のための諸政策がデザイン・施行されることが期待されよう。

