

アジアにおける機関投資家ビジネス

—アジア In 日本 Out 型への発想の転換が必要—

上席研究員 堀江 貞之

1 はじめに

日本の運用会社の機関投資家ビジネスにおいて主要顧客である日本の年金ファンドでは、高齢化の進展によりすでに給付額が掛金を上回り、残高の減少が始まった。もう一つの重要な顧客である金融機関は、今後有価証券投資額の伸びが期待できるものの、投資対象は債券中心で、規制強化の動きもあり、株式投資へのニーズは高くない¹⁾。

こうした中、海外に成長機会を見いだすため、アジアに進出する日系の大手運用会社は多い(図表1)。アジア進出には2つの役割がある。一つは今後資産残高の拡大が予想されるアジアの投資家の資金を獲得するという「営業拠点」としての役割、もう一つは海外顧客にもニーズの高い、アジア株式の運用で実績を積み上げること、つまり「運用拠点」としての役割である。

機関投資家ビジネスの成長戦略を描く上で、アジアの重要性は論を待たないが、アジア地域での成功が一筋縄ではいかないこともまた事実である。本稿は、アジアの機関投資家ビジネスを、営業拠点・運用拠点という2つの視点から捉え、その現状と今後の課題について述べる。

本稿は以下のように構成する。まずアジアの営業拠点としての可能性を探るため、アジアの機関投資家の特徴を概観する。エマージング市場が多いが故に起因する、

欧米の機関投資家とは異なるガバナンスの弱さなどの特徴と営業上の注意点をまとめる。

次に、運用拠点としての視点から、競合他社の状況とアジア株式運用におけるポイントを述べ、運用拠点としてどのような運用プロセスの開発を行うべきかについて試論を述べる。最後に日系運用会社がアジアの機関投資家ビジネスに参入する上でのポイントとなる点をまとめて本稿を締めくくる。

多くの大手日系運用会社の経営者から、アジアの機関投資家ビジネスへの期待を聞くことが多いが、意外にその実像を正確に把握しているケースは多くないように思われる。本稿は主として日系運用会社の経営者に向けてその実態をできる限り正確に伝えることを目的としている。

2 アジアの機関投資家の概要とその特徴

1) SWFと国民年金が2大顧客

アジア(除く日本)で投資商品にニーズのある機関投資家としては、ソブリンウェルスファンド(SWF、Sovereign Wealth Fund)、国民年金(国が運営する公的年金)、企業年金、生命保険会社、財団、商業銀行、中央銀行などがあり、欧米とあまり変わることはない。グリ

図表1 日系運用会社のアジア拠点設置状況(2011年9月末現在)

	香港	上海	シンガポール	韓国	マレーシア	その他 ^(注1)
スパークスアセットマネジメント	○			○		
DIAMアセットマネジメント	○		○			
大和証券投資信託委託	○	○	○			
大和住銀投信投資顧問	○	○	○	○		
東京海上アセットマネジメント投信		○	○			
日興アセットマネジメント	○		○		○	○
ニッセイアセットマネジメント			○			
野村アセットマネジメント	○	○	○	○	○	○
三井住友アセットマネジメント	○	○				
三菱UFJ投信	○					

(注1) 中国・深川、インド・ムンバイなど (注2) 出資先運用会社の運用拠点を含む(出所) 各社公表情報、公開ソースに基づき野村総合研究所作成

図表2 アジア・パシフィック地域のSWF・政府系投資機関

国	名称	資産額 (10億米ドル)
シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	248
	Temasek Holdings	157
香港	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio (HKMA)	292
中国	SAFE Investment Company (SAFE)	568
	China Investment Corporation (CIC)	410
	China-Africa Development Fund	5
韓国	Korea Investment Corporation(KIC)	37
マレーシア	Khazanah Nasional	37
ベトナム	State Capital Investment Corporation	1
インドネシア	Government Investment Unit	0
カザフスタン	Kazakhstan National Fund	39
ブルネイ	Brunei Investment Agency	30
オーストラリア	Australian Future Fund	73
ニュージーランド	New Zealand Superannuation Fund	12
アジア・パシフィック地域 合計		1,863
その他地域(中東等が中心) 合計		2,794

(注) 資産額は2011年6月末現在の数値だが、各投資機関について利用可能な最も新しいソース・リリース等に基づいているため必ずしも基準日付は揃っていないことに注意。一部に推計含む
(出所) SWF Institute他

ニッジ・アソシエーツやセルリ・アソシエーツなどのコンサルティング会社が、アジアの機関投資家の資産額を推定しているが、2010年末現在でおおよそ5～7兆米ドル²⁾(これから特に断らない限りドルは米国ドルを指す)と推定されている。日本の年金ファンドの規模が約260兆円(約3.3兆ドル)なので、およそその倍の資産額をアジアの機関投資家が保有していることになる。

アジアでは、機関投資家の中でも公的資金を運用する規模の大きな少数ファンドの存在感が大きい。企業年金が発達した香港のような国は例外的で、経済発展の途上にある国が多く、全額の資金拠出を政府が行うSWFや政府が運営する国民年金ファンドがアジアの機関投資家の代表例となっている。図表2と図表3にアジアの代表的なSWFと年金ファンドの資産額を示した。SWFでは30年の歴史を誇るシンガポールのGIC³⁾が2千億ドルを超え、創立4年のCIC⁴⁾も4千億ドルを超える資産額に

図表3 日本を除くアジア地域の大規模年金プラン

国	名称	資産額 (10億米ドル)	順位
シンガポール	Central Provident Fund (CPF)	145	10
韓国	National Pension Service(NPS)	289	4
	Teachers' Pension	11	291
台湾	Public Sector Pension Fund (PSP)	17	188
	Labor Insurance Fund	13	248
中国	National Social Security	130	14
インド	Employees' Provident Fund	60	42
マレーシア	Employees Provident Fund	146	9
	Retirement Fund-KWAP	19	148
タイ	Government Pension Fund	16	202
フィリピン	Government Service Insurance	12	267
アジア地域(日本除く) 合計		848	—
その他地域 合計		11,657	—

(注) 公的・私的年金プランの運用資産額ランキング。資産額は原則として2010年末。300位未満のプランは集計対象外
(出所) PSI/Towers Watson

なっていると推定されている。世界の外貨準備高の3分の2は新興国に集中していることもあり、アジア・パシフィック地域のSWFの残高は大きく、世界全体の4割を占めている。一方、政府が運営する国民年金でも韓国のNPS⁵⁾が2,890億ドルと規模の点で世界第4位の年金ファンドとなっている⁶⁾。

残高が大きい少数のファンドが中心ということは、運用会社から見れば比較的少数の機関投資家に効率的にマーケティングすることを可能にしており、日系を含む海外の運用会社の多くがまずアジアで機関投資家ビジネスを始める主な理由となっている。

2) 意外に低い外部への運用委託比率

資産額で5兆ドル以上を有するアジアの機関投資家だが、そのうち外部の運用会社などに委託されている比率はあまり高くない。グリニッジ・アソシエーツは、運用会社の主要な顧客となりうるSWFと年金ファンドの外部委託比率を24%と推定している⁷⁾。日本の年金ファンドは、公的年金の一部で国内資産のパッシブ運用を自家運用(投資家自身が運用すること)している程度であり、外

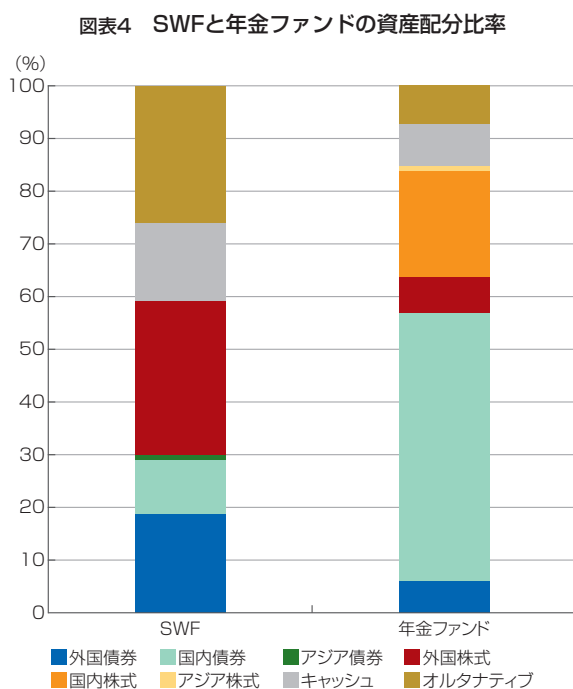
部委託比率は7割以上に達している。アジアの機関投資家の資産総額は巨額に上るが、外部委託比率が低いため、外部委託総額は8千億ドル以下と考えられ、日本の企業年金からの運用委託額よりやや少ない程度に留まっている。

3) 外部委託比率が低い理由と今後の動向

外部委託比率が他の地域に比べて低いのは、「資産構成」、「機関投資家自身の運用能力のレベル」、「資本市場の効率性の高低」、「外部委託運用コストの高さ」など、様々な理由が関係している。以下ではSWFと年金ファンドのケースに分けて、今後の状況を推測してみたい。

(1) 年金ファンドのケース

図表4の年金ファンドの資産配分比率（右）を見ると、年金ファンドは分散投資を進めているものの依然として国内資産の割合が8割以上を占めている。まだ多くのアジア・エマージング諸国で国内委託運用が可能な資産運用会社が十分に育っておらず国内資産の委託先があまり多くないこと、また国内資産であれば自ら運用ノウハウを持つと考える投資家が多いことが自家運用の割合が高い主な理由になっている。



(出所) グリニッジ・アソシエーツ、2010年

年金ファンドの場合、運用会社への外部委託が増加する鍵になるのは、「国際分散投資の進展度合い」と考えられる。グリニッジ・アソシエーツが行った機関投資家へのインタビュー調査によると、「外部委託を継続する」と回答した機関投資家の半数以上が、海外資産とヘッジファンドでの外部委託を継続すると答えている。国際分散投資が進展すれば、外部委託される額が増えることが期待される。韓国の国民年金NPSは、今後5年間で海外株式の比率を6%から10%以上にする計画であり、運用資産が大きいだけに運用委託額も巨額になると見込まれる。

安定的なリターンを獲得する上で分散投資は不可欠であり、外国資産への投資拡大が確実視されているが、一方でアジアのエマージング諸国の年金ファンドの多くは自国通貨が相対的に強くなり外国資産を保有することを躊躇する場合も多い。従って為替ヘッジを含めた為替のリスク管理を徹底するなど、リスク管理の高度化がどの程度進むかも、外国資産拡大、ひいてはその資産の運用委託額の拡大に関係するものと考えられる。

(2) SWFのケース

SWFの場合は、設立目的に外国資産での運用を謳っている場合もあり、海外資産比率やオルタナティブ投資の割合が高いのが特徴である（図表3の左）。海外資産やオルタナティブ投資では年金ファンドと同様外部委託するケースが多いが、外部委託比率があまり高くないファンドも存在する。「内部の運用能力の向上」、「資本市場環境への機敏な対応」などがその理由と考えられる。

例えば、歴史の長いシンガポールのGICは外部の数多くの運用会社に運用委託してきたが、外部委託を行う中で自ら運用できると判断した運用スタイルについては外部委託から自家運用に切り替えている。また効率性が高いと判断した市場についてはアクティブ運用をパッシブ運用に切り替えるなど、市場環境に応じたアクティブ比率の見直しを行っている。また同じシンガポールのSWFである Temasek Holdings は2010年に上場株式の外部委託運用をすべて自家運用に切り替える決定をした。

SWFの運用能力の向上は運用委託比率と委託されるマニデート（運用委託形態）の内容に影響を与える。まず運用能力が向上するほど、自家運用の割合が高まる傾向があるため、運用会社にとってはマイナスである。一方、

運用能力の向上が進むと、自ら地域分散を決定するようになり、マニフェストを細分化する傾向が進むと考えられる。例えばグローバル株式で、自らの運用能力が低い投資家は、「グローバル株式」というマニフェストで運用委託を行い、地域配分などは運用会社に一任する。逆に運用能力が高い投資家は、地域配分を自ら行い、アジア株式、欧州株式、北米株式、といった地域ごとにマニフェストを分けることが考えられる。地域特化の運用が増加すれば、グローバルな運用能力は持たないが一定地域に運用能力の高いニッチな運用会社にも活躍の余地が広がる可能性がある。

(3) コストの高低で外部委託を決定するケースも

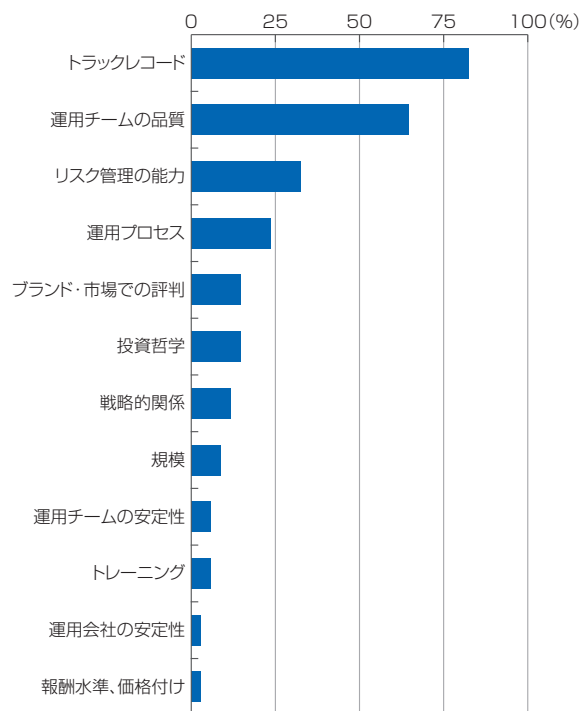
このように機関投資家の運用能力の変化などに応じて、自家運用の割合を高める場合も多いが、純粋に自家運用と外部委託の相対的なコスト感で外部委託を決めているケースもある。コストの高低を判断基準にした場合、大規模な運用会社にとっては外部委託が進展する可能性もあることを例によって示してみたい。

例えば、香港のSWFの一つであるHKMA (Hong Kong Monetary Authority) は、外部の運用会社になぜ高い報酬を支払わなければならないのかという不満を持ち、債券は自分でできると考えて一旦は自家運用に切り替えた。その際、すべての債券運用会社が契約を解除された。しかし、その後HKMA内部で自家運用を行う中、社内での運用コストが意外に高いことが認識され、内部運用を外部委託と同水準のコストで行うことができないことが証明された。そのため、再び外部委託に切り替えたのである。

4) ガバナンス上の課題

SWFや年金ファンドは、公的資金を運用しているため、ファンド運営において良かれ悪しかれ政府の関与が強いという特徴を持っている。この特徴は、機関投資家の資産運用において様々な問題を引き起こしている。欧米の洗練された組織設計を持つ機関投資家では、スポンサーである政府や企業が、統治機関と呼ばれる理事会を設定、運用に関して専門性の高い理事会メンバーを選定し、資産運用に関する権限を理事会に委譲、運用に関して政府が直接関与することは行わない。それに対してア

図表5 アジアの機関投資家が運用会社採用において重視する基準



(出所) Asian Investor誌 (2010年11月号)

ジアの機関投資家で多くみられるのは、政府の役人がファンドの経営陣に陣取り、運用に関し直接の決定権限を持つことである⁹⁾。専門性とは関係のない経営陣がおり、しかも定期的な人事異動により2～4年の頻度で交代することが多い状況で、優れた意思決定が行われる可能性は低いのではないかと懸念されている。一方、運用管理の現場スタッフの専門性は高く、経営陣との知識レベルのギャップが大きい。

運用目標が文書規定化されておらず、不明確な目標で運用が行われるとの意見もアジアの機関投資家を顧客に持つ運用会社からよく聞く。運用目標が不明確で評価方法が確立されておらず、資産運用の世界では常識と考えられている時価評価ベースのリターンで運用成績を評価していないケースも存在する。例えば、実現益をベースにした「実現利回り」を評価基準として設定するケースもあるという。

運用会社の選定において、過去の運用成績が極端に重視されることもよく指摘される問題である(図表5は、アジアの機関投資家が運用会社の採用において、「重視する」と回答した割合が高いものから並べたもの)。コンサ

ルタントによると、特にSWFの方が過去の運用成績を重視する傾向が強いようである⁹⁾。過去の成績だけで運用会社の選定を行うことの欠点はよく知られている¹⁰⁾が、意思決定権限を持つ経営陣の専門性が低く、運用プロセスの内容を十分評価できないため、わかりやすさを重視する傾向が強いと考えられる。

5) 機関投資家マーケティング上の注意点

アジアの機関投資家の中にも、すでに欧米の先進的な機関投資家と同じような優れた組織設計や運用プロセスを備えたところも存在する¹¹⁾。しかし、多数の機関投資家はまだ政府が強く関与することに伴う組織設計上の課題を抱えており、運用会社もそのようなガバナンス構造を前提とした対応が求められる。

第一に運用成績が重視される傾向が強い以上、定性評価向上も重要だが、それにもまして運用成績向上が最優先課題となる。競争が激しい分野でもあり、トップ10%に入る運用成績が求められると覚悟すべきである。

第二に、運用管理の現場責任者とのコミュニケーションを十分に図ることが重要である。ファンド経営陣の専門性に課題はあるが、運用会社の選定実務を行う現場責任者は運用会社に在籍した人も多く、欧米の現場スタッフより専門性が高いとの評価も聞く。欧米の公務員年金ファンドの担当者は年金ファンドでキャリアを積んでから、その後で運用会社に進む人が多いのに対して、アジアではすでに運用会社で経験を積んだ人が機関投資家サイドに就職、ファンドで人脈などを築いた後で、再度運用会社に戻りキャリアアップを図る例が少なくないためであろう。経営陣の意思決定に影響力を持つため彼らの役割は重要である。彼らは欧米と同等以上のレベルの運用プロセスの詳細な説明を要求し、運用内容の説明には高レベルの対応が求められる。運用会社の顧客担当者には高いレベルの説明スキルが必要とされるのである。

第三に運用会社の現地人スタッフの充実が不可欠である。運用会社の最終決定では、担当者との対人関係が影響する傾向が強いからである。日系運用会社の中には、東京以外のアジアの拠点を運用拠点と考え、地理的にあまり遠くないという理由で東京からアジアの機関投資家に営業を行う例が見られるが、これで口座獲得ができるとは思われない。常日頃から顧客接点を多く持ち、現地

の言葉で運用プロセスを詳細に説明しておくことが採用において重要な条件となっている。

アジアではコンサルタントを利用して運用会社の選定を行う割合が日本ほど高くない。日本では資産額1千億円以上の企業年金ではコンサルタントの利用割合が70%を超えているが、アジアでは運用会社選定でコンサルタントを使うケースはごく一部であり、機関投資家に直接マーケティングしなければならない点も手間が掛かる原因になる。

マーケティングでは当然のことであるが、アジアの機関投資家の開拓においても、そのファンドの発展レベルに合わせた、顧客特性を理解したマーケティング方法が不可欠ということであろう。アジアの機関投資家はまだ成長途上にあるが故にガバナンスなどに独自の課題を抱えている。現時点でアジアに営業拠点を持つ日系の運用会社の主要顧客がアジアの機関投資家ではなく、欧米の機関投資家であるのは、このようなアジアの機関投資家の持つ特徴に十分に対応しきれていないからではないだろうか¹²⁾。

3 アジアにおける運用会社の競争状況

これまで「営業拠点」としてのアジアの可能性を探るべく、アジアの機関投資家の特徴を概観した。

それでは、「運用拠点」としてのアジアの可能性はどうか。まず、競争他社がアジアでどのような運用を行っているのかを確認しておきたい（図表6は運用会社の運用資産額をアジア地域の資産に特定したランキング）。

自国内の資産運用ビジネスの成長性に陰りが見え始めているのは、日本だけではなく、先進国共通の課題である。例えば、世界最大の資産運用ビジネス市場のある米国でも、高齢化の進展で資産蓄積から資産取崩フェーズに移行しつつあること、また不良債権問題が未だ解決していない環境下で個人の投資ニーズがあまり期待できないことなどから、成長の源泉を海外に求める運用会社が多い。特にアジアは重要な戦略地域と考えられており、欧米の大手運用会社の多くが1990年代半ば以降から本格的にアジアに運用及び営業拠点を持つようになり、その動きは近年特に加速している。アジアは世界の運用ビジネスの

図表6 運用会社ランキング(アジア資産)

運用会社名	資産額(億ドル)
BlackRock	962
Goldman Sachs Asset Management	874
Samsung Investments	821
State Street Global Advisors	796
UBS Global Asset Management	758
HSBC Global Asset Management	742
Prudential Corporate Asia	721
Franklin Templeton	589
BNP Paribas Investment Partners	567
Schroders Investment Management	564
Fidelity Investments Group	557
Mirae Asset Management	539
ING Investment Management	519
Vanguard	515
JPMorgan Asset Management	481
Wellington Management	464
China Asset Management	450
BNY Mellon Asset Management	374
Harvest Fund Management	363
PIMCO	340

(注) アジア(日本、豪州、ニュージーランド除く)資産運用額
(出所) Asian Investor誌(2010年12月号)より野村総合研究所作成

中で最も競争が激しい地域となっているのである。

1) 10年以上の歴史を持つ 欧米の運用会社

香港が1997年まで植民地であったこともあり、欧米の運用会社の中では英国の運用会社が相対的にアジア進出の時期が早く1970年代半ば頃に運用調査拠点としての活動を始めた。最初は運用調査拠点からスタートし、営業拠点としての機能を追加していくケースが多いようである。その後多くの運用会社は1980年代から1990年代の半ば頃にかけて進出を果たしている。アジアの機関投資家に対して運用資産を持つ欧米の運用会社で2000年以降に進出した会社は、ヘッジファンドを除きあまり多くない。ある程度の規模の顧客資産の獲得にはやはり10年単位の長い期間が必要ということであろう。

2) 両方のビジネスを手掛ける 海外の大手運用会社

アジアで資産運用ビジネスを行っている運用会社のほとんどが、機関投資家ビジネスから始めている。機関投資家の特徴の項で述べたように、少数の大規模な機関投資家が存在するアジアでは、機関投資家に対する営業は、販売会社へのサポートをしなければならぬリテール営業に比べ格段に人手がかからないことがその大きな理由である。そのため、運用成績の良い商品さえ持っていれば参入障壁は低い。ただし、それだけ競争は激しいことになる。

このような競争条件を考慮に入れ、敢えて短期間では利益を上げるのが難しいリテールビジネスからスタートする運用会社も存在する。例えば、Franklin Templetonや生命保険ビジネスを20世紀初頭からアジアで展開してきた親会社を持つPCA(Prudential Corporation Asia) Asset Managementなどがその代表例である。

スタートするビジネスに違いはあるものの、進出から10年以上経った現在、欧米の大手運用会社の多くが機関投資家ビジネスとリテールビジネスの両方を手掛けるに至っている。中国の場合は外資規制があり、独立した会社としての進出ではなく、資本金49%以内の合併(ジョイントベンチャー)としての運営であるが、日本を除くアジア全体で500名以上の陣容を抱えている運用会社が複数存在する。土着化し個人投資家を育てるための活動にも熱心であり、個人投資家向けの無料の教育セミナーを開催している欧米の運用会社も存在する¹³⁾。

3) 土着化するマネジメント層

もう一つ特筆されるのは、経営陣のアジアでのキャリアの長さである。日本に進出している外資系運用会社などでも以前よく見られたのは、本社からのキャリア経営者が人事ローテーションの一環で海外支社に赴任し、3~5年程度の任期をもって本社に帰国、また異なる人が派遣される、というパターンである。しかし、アジア拠点のCEOの多くは、現地人が生え抜きとして昇進しているか、もしくはアジアに10年以上居住している地元を根を張った外国人経営者である。配偶者も現地人という

ケースも多い。これはCEOのようなトップマネジメントだけでなく、CIO (Chief Investment Officer) のような運用責任者にも当てはまることである。

一方、企業文化の融合という課題を抱えた運用会社もある。複数の運用会社の経営者から聞いた話であるが、ある米国系運用会社がその強い企業文化をアジアに持ち込み、従業員にもその企業文化に従うことを強制しうまく運営が進まなかったケースがあるという。中国で共同設立した合弁会社の経営で、相手先の運用会社と大きな対立が生じ、合併事業が破綻したとのことである。

アジアで長い歴史を持つ英国の運用会社は、アジアの事情を熟知しており、本社のコアコンピタンスは残しながら、いかに現地に溶け込んだ運営を行うかに腐心している。例えば、派遣社員数は極力少なくし、現地人に経営を含む運営をほとんど任せるケースなどである。この点から考えると、日系運用会社が日本主導でアジア展開を図ることの限界がわかるのではないか。アジアでのビジネスを成功させるには、よくいわれる「グローバル」、グローバル展開を図りつつも、ローカルの(現地の)状況に即した運営方法を採用することが不可欠なのである。

4 運用体制の見直しが不可欠

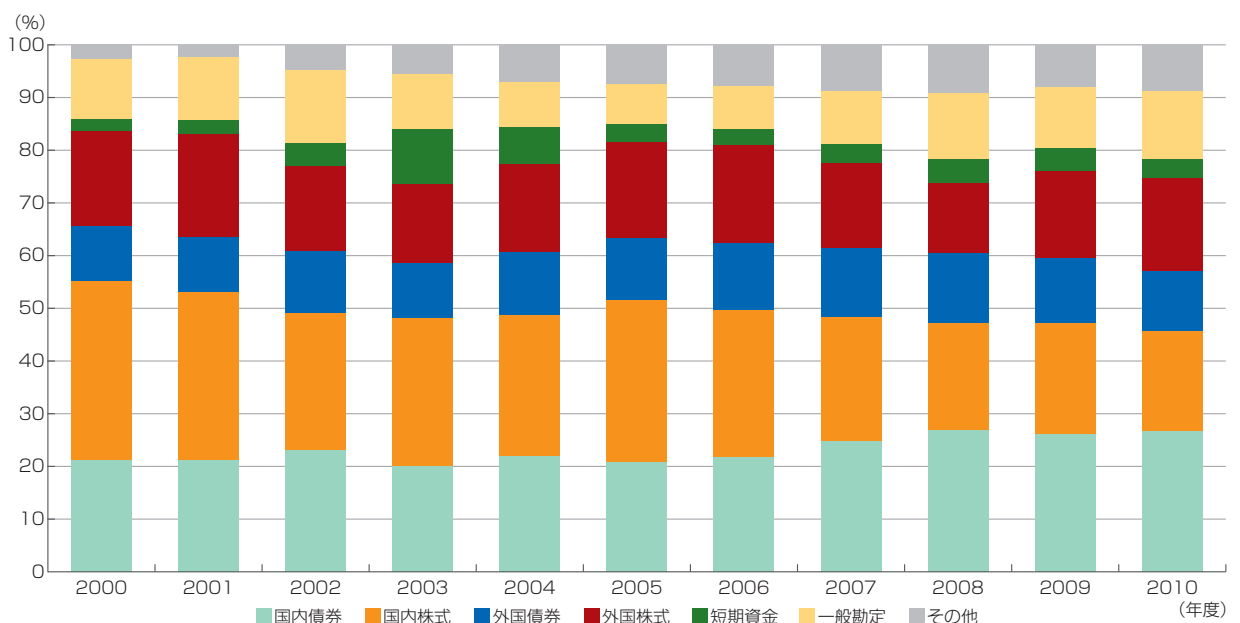
競合他社の状況を踏まえ、アジアを「運用拠点」と考えた場合、日系運用会社はどのような運用体制強化が必要であろうか。筆者の知る限り、日系運用会社は日本株式運用の延長線上でアジア株式の運用を考慮することが多いようだが、ここではそのようなアプローチでは競争優位に立つことは難しいことを示してみたい。

1) 大幅に減少した日本株式の運用残高

日系の大手運用会社の多くは、アジア株式の運用を他社への再委託ではなく、自前の運用力を強化することで対応しようとしている。その際に運用力のコアと考えているのは、日本人の日本株式運用マネジャーであると思われる。

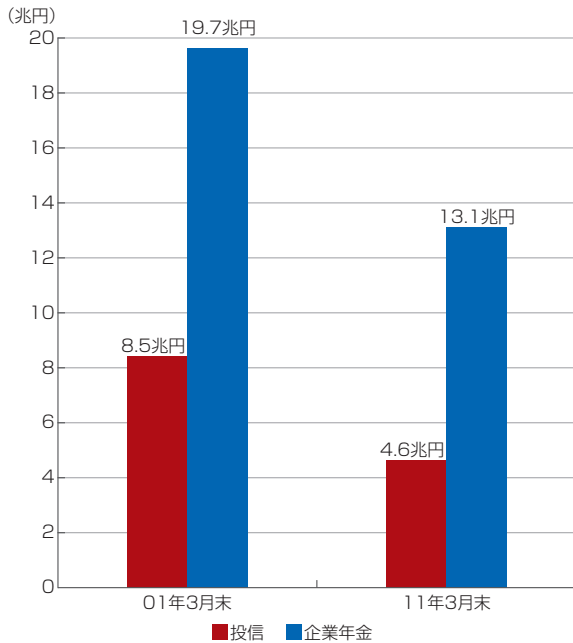
運用資産が減少しているにもかかわらず日本株式マネジャーの数はさほど減少しておらず¹⁴⁾余剰になっており、成長分野であるアジア株式にその人材を移すことが最も簡単な方法であると考えられるからである。ここでは過去10年間(2001年3月～2011年3月)に、日本の投資家が資産運用会社に運用委託している日本株式の運

図表7 企業年金の資産構成



(注) 企業年金連合会による調査。対象は、厚生年金基金及び確定給付企業年金(含む、適格退職年金)
(出所) 企業年金連合会

図表8 企業年金・投信の日本株式保有額



(出所) Fundmark、企業年金連合会等より野村総合研究所作成

用規模がどの程度減少しているのかを確認しておきたい。

過去10年間で企業年金¹⁵⁾の日本株の保有比率は34%から19%へ15%も減少している(図表7)。金額ベースでは、20兆円から13兆円への減少である。同様に投信でも日本株式ファンドの資産残高は9兆円弱から5兆円弱と4兆円も減少している(図表8)。公的年金を除いて考えると、運用額は4割近く減少していることになる。日本の企業年金では、スポンサー企業が年金ファンドのリスクを下げようとしていること、また自国内資産が時価総額に比べて多すぎるホームカンントリー・バイアスを是正する動きもあることなどから、日本株の保有比率はさらに減少する可能性が強い。世界の株式市場の時価総額で10%に満たない日本株の運用残高は今後も減少すると見込まれる。

このような背景から、人員余剰気味の日本株式の運用マネジャーを活用し、アジア株式の運用もカバーさせようという発想だが、これは明らかに間違った戦略である。過去の日本株式運用で養ったスキルセットがアジア株式運用であまり役に立たないと考えられるからである。

2) 異なるスキルセット： 日本株式とアジア株式

過去20年間の日本株式の運用は良くも悪くもTOPIX(東証株価指数)のようなベンチマークを意識し、1年単位でベンチマークに勝つことを目的にした運用であったと言える。このような運用において銘柄選択上重要であるのは、他の投資家の各企業に対する期待がどう変化するかを当てることである。なぜなら、1年単位でベンチマークに勝とうとすると、企業のキャッシュフローの予測より、短期の株価に強い影響を持つPER(株価収益率)の変化を当てることにどうしても多くの時間を割かざるを得ないからである。中長期の利益予想ではなく、株価に含まれる投資家の期待の変化予想のスキルセットを磨くことが不可欠であったはずである。

一方、アジア株式では経済成長が著しいこともあり、短期間であったとしても、PERの変化と同等以上に利益額の変動が、株価に大きな影響を与える。つまり売上高や利益額を予想することの方が、将来の株価予想に重要な場合が多い。単純化して言うなら、「投資家の期待予想重視」の日本株式運用に対し、「利益成長重視」のアジア株式運用、と言えるのではないかと。

さらにアジア株式の運用では、大きな成長のためにグローバルに活躍する企業を見抜く能力が必要であり、その能力をどう育てるか、どこで持つかを考える必要がある。この能力を磨くには、アジアの現地で毎日起こっている変化を肌で感じながら、そこで生じるうねりを体で覚えていくことが重要ではないか。その意味で、日本を主な運用拠点と考えてアジア株式の運用を行うという発想では良い運用成果を出せないのではないと思われる。

このように、アジア株式の銘柄選択手法が現在の日本株式の銘柄選択のやり方とは大きく異なる可能性があること、アジアでの有望企業の発掘には日本ではなくアジア拠点が適していることを踏まえると、日本にいる日本株式チームを中心にアジア株式の運用を考えることは理に合ったやり方とは思えない。運用チームの一部に東京からの派遣スタッフがいることは問題ないが、基本的には現地人が現地で運用スキルを向上させることが差別化において重要になると考えられる。

5 日系運用会社が行うべき方策

ここまでの現状分析を踏まえ、日系運用会社はアジアの機関投資家ビジネスでどのような方策をとるべきだろうか。最後に、資産運用ビジネスのもう一つの柱であるリテールビジネスのアジアでの現状について簡単に紹介した後、競争条件の厳しいアジアの機関投資家ビジネスで勝ち抜くためのあるべきプロセスについて私見を述べてみたい。

1) リテールビジネスにおいて少数の運用会社とのパートナーシップを深める販売会社

リテールビジネスは機関投資家ビジネスと異なり、販売会社との関係が極めて重要である。販売会社へのサポートのコスト、最終投資家へのレポートなど、機関投資家ビジネスに比べ非常に大きな初期費用がかかるため、リテールビジネスを自前で行う日系運用会社は現時点では存在せず、買収や合併の形で進出にとどまっている。欧米運用会社は機関投資家ビジネスからスタートし、すでにリテール分野にも進出しているところも多いが、アジアのリテール分野には独特の難しさが存在する。

香港とシンガポールという代表的な2つの国を例にとって、リテール分野での販売会社開拓の難しさについて説明してみたい。両国では、販売会社が少数の運用会社とのパートナーシップを重視する方向に変化しており、このことが日系運用会社の進出をより難しくしていると考えられるからである。

アジアでは伝統的に販売で銀行の力が非常に強い。香港で投信が本格的に銀行で販売され残高が成長し始めたのは、2001年から2002年にかけてである。当時はStandard Chartered Bankを除き、系列の運用会社の商品しか販売しないクローズドな販売形態であったが、2003年頃から本格的に多くの銀行がオープンアーキテクチャー・アプローチをスタートさせ、best of breed（最善の組み合わせ）で顧客に商品提供を開始した。しかし、その後、リーマンショックなどがあり、多くの銀行は「preferredパートナーモデル」に移った。つまり多くのファンドを顧客全員に販売するモデルから、少

数のファンドを販売するモデルに変わったのである。

香港の規制当局も、販売サイドが非常に多くのファンドの内容を正確に説明し顧客に提供することは難しいと考え、この少数の運用会社との関係を強化するpreferredパートナーモデルが適当だと判断しているようである。

また商品の種類においても米国株、アジア株、地域を限定したグローバル債券など、それぞれの商品タイプごとに提供商品を少数（例えば3つ程度）に限定する動きが進んでいる。つまりこの限定されたファンドの中に入れば顧客からの資金フローをコンスタントに得ることができるが、そうでないと、もはやリテールにおいてビジネスを続けることが難しくなっているのである。

このような状況でpreferredパートナーに選択される条件は、あらゆる商品についてある程度のプレゼンスを確保していること、もう一つの条件は、香港で、魅力的な商品群を持っていることである。経済サイクルごとに魅力的な商品は変わるため、その時々で時流に合う商品を持っていることが重要になる。

ここまで香港の事例を説明したが、香港では富裕層を含め依然として伝統的な銀行チャネルからの資金フローが大きい。一方、シンガポールでは過去数年間でプライベートバンキングビジネスが大きく拡大した。ここでもpreferredパートナーモデルが機能しており、特に欧州、南米、米国でプレゼンスの高いグローバル運用会社の力が強まっている。これまではシンガポールに拠点を置く多くの銀行に対して商品説明をする必要があったが、欧州のプライベートバンクがアジア展開を加速し営業力強化を図ったため、運用会社はシンガポールでも少数の銀行の販売機能を使って販売展開することが可能となった。すでにシンガポールではプライベートバンキングチャネルが伝統的な銀行チャネルより重要な販売網になっている。

シンガポールは人口わずか500万人の国であり、他の国に比べあまり大きな規模の個人投資家ビジネスは期待できない。そのため、販売会社をサポートするコストは極力低くコントロールしておくことが必要となる。個人のポートフォリオの中でCPF（Central Provident Fund）のような年金ファンドに移行する部分もあることや、その資金の多くが不動産や預金などに投資されて

いることもあり、シンガポールの運用会社にとって、伝統的なリテールチャネルをベースとしたビジネスはだんだんとその重要性を失っている。既にpreferredパートナーモデルで多くの商品が提供されていることは、日系運用会社にとってリテール分野で単独での進出を難しくする要因の一つになっていると考えられる。

2) 運用拠点としての競争に 勝ち目はあるのか

欧米の運用会社が日系運用会社ですぐには追いつけない陣容をアジアで構築し、土着化を着実に進めている状況であることは説明したとおりである。この状況を考えると、機関投資家ビジネスで勝負せざるをえない日系運用会社にとって、あまり勝ち目がないのではないかと危惧する向きもあるだろうが、そうではない。欧米運用会社の多くがまだアジア株式の運用リターン面でさほど成果を上げていないからである。コンサルタントのデータベースに登録されている運用リターンデータによると、過去5年間のパフォーマンスでベンチマークに対して高い超過リターンを出している運用会社の数はあまり多くないと、複数の運用会社の経営者がコメントしている。

また、アジアは広い地域に分散しているとはいえ、中国・韓国・台湾・マレーシア・インドネシアなど5カ国ほどでアジアのエマージング株式の時価総額の9割以上をカバーでき、運用に大規模な体制が必要なわけではない。実際、比較的大きな規模の運用調査部門を抱える運用会社でも運用調査のスタッフ数は100名には達していないようである。500名以上のスタッフを抱える運用会社でも、その人材の多くは投信営業やバックオフィスなど運用以外の業務に従事している。運用部門が50名以下の陣容の会社もあり、日系の大手運用会社の大きさからいって、決して規模の点で太刀打ちできないほどではない。

3) アジア拠点の運用力強化が不可欠

そうは言っても、運用体制面で日系運用会社が見劣りする面が多いことも事実である。実際、運用拠点としてアジアに進出している日系運用会社は多いが、現時点では日本の投信向けの運用や親会社である金融機関の運用助言を行うなどの役割にとどまっている場合が多い。運

用成績や運用プロセスを詳細に相対比較される、アジア市場での運用会社選定プロセスに耐えられる運用体制を整えている日系の運用会社はまだ数が少ないのが現状である。

筆者が気になるのは、スタッフ数が少ないといった問題ではなく、現地での運用体制の整備が遅れている日系運用会社が多いことである。前述したように、日系運用会社では日本株式運用のニーズ縮小に伴い、その人材をアジア株式で活用する動きが見られる。しかし、日本株式とアジア株式の運用スキルは異なる可能性が高く、アジア拠点独自の運用力強化が第一優先課題となる。日本をアジア株式の運用拠点とするのではなく、日本拠点の資本力を活用して優秀な人材を集め、アジアの運用拠点の運用力を強化することが必要になる。強化の一つの方法は、アジア拠点の運用責任者を含む運用チームを現地で立ち上げ、さらに人的支援を含む様々なサポートを行うケースである。もうひとつの方法は、特定の国の株式運用に強い運用会社を買収し、その運用チームの運用ノウハウを梃子にアジアの株式運用力を強化することである。日本とは異なる成長性の高い国における運用ノウハウは、日本の運用経験と補完関係にある可能性が強く、その力が合わせられることで、アジア拠点の運用力が強化されると考えられる。

そしてアジアの運用拠点を強化した後、アジア株式でのノウハウを日本に逆輸入することを検討すべきではないか。利益成長が著しい企業が多く存在するアジアでは、PERなどのバリュエーションよりも利益成長を予測する能力が、日本に比べ磨かれる機会が多いことは間違いない。利益成長を予測する能力を高めることで、日本でも一定割合存在する、グローバル展開を進めて利益を拡大している企業の選択眼が磨かれ、ひいては日本株運用のノウハウに展開できるのではないかと期待されるのである。

数は少ないが大手の日系運用会社の中にはこのような発想で、日本株式の運用体制を見直そうと検討しているところも既にある。アジアの株式運用での競合条件を考えると、発想の転換をしなければ本国日本での株式運用も危うくなるのではないかと思われる。このような柔軟な発想ができる運用会社が、最後にはアジアそして日本でも株式運用で生き残っていくのではないだろうか。

4) 残された時間があまりない アジア株式の運用能力開発

言うまでもなくアジア株式の一番の魅力は、高い経済成長を背景に今後高いリターンを見込むことができることにある。また世界の投資家からのニーズが強いグローバル・エマージング株式というマニフェストで、アジア株式は時価総額で6割近くを占める。従ってアジア株式の運用能力の高さは、この顧客への訴求力の高いマニフェストの運用を行う場合の足掛かりにもなる。

一方、アジア株式の成長性がこのまま今後も継続していくかどうかについて、注意が必要であることも事実である。運用拠点としてのアジアは、すでに転換期に差し掛かっている。中国の成長力の変曲点が5年以内に到来することが予想されるなど、アジア株式の魅力に期限が迫っていると考えられるからである。他のエマージング市場との競争において経済成長の原動力になった生産人口の増加が鈍化することなどがその理由である。

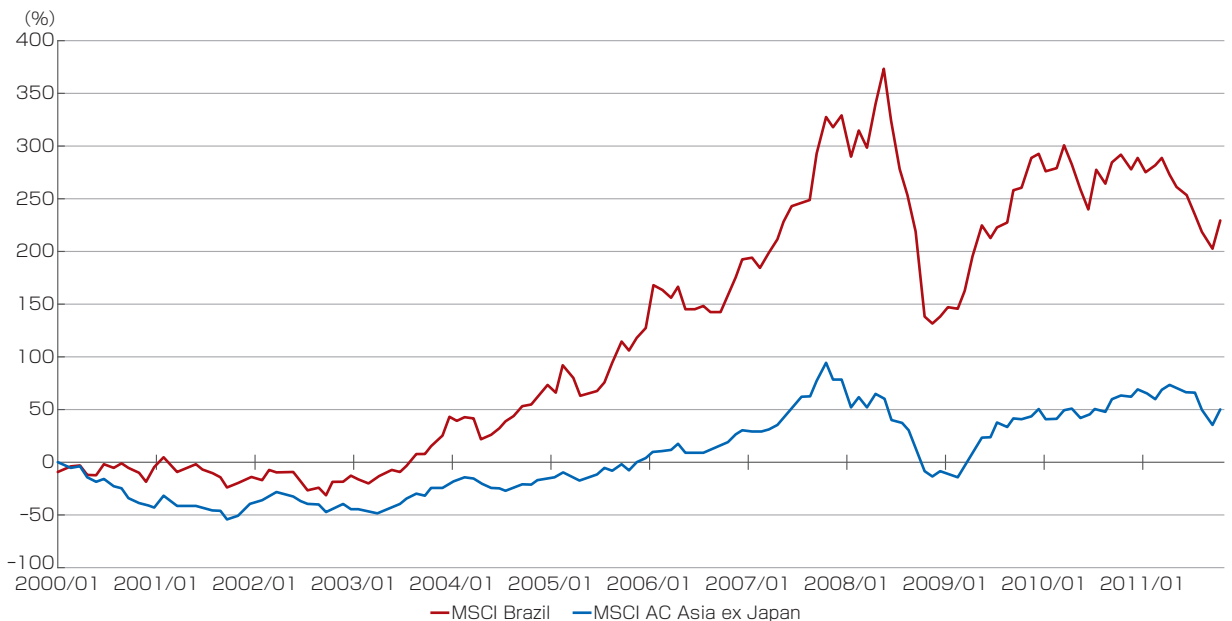
エマージング市場と一口に言うが、アジアとブラジル・ロシアではその成長内容に大きな違いがある。アジアは人口増を背景に世界の生産拠点としてGDPを増加させているのに対し、ブラジル・ロシアは主として資源を梃

子に成長している国である。この成長の源泉の違いがアジア株式の弱みになりうる。アジアは、その成長源泉である生産人口の伸びが、あまり遠くない将来、鈍化し始めると考えられる。日本だけでなく中国・韓国などで今後急速に高齢化が進み、成長源泉である労働力の供給という点で陰りが見え始めるのである。

また人口増を背景にした売上高の増加で利益を拡大するのが、アジアの多くの企業の成長モデルであるが、利益率が資源を基にした国ほど伸びないという課題もある。資源国は価格のコントロールが相対的に容易であり、売上高がそれほど伸びなくても利益率を上げやすいという特性を持っている。現に、2000年以降の現地通貨ベースの株式市場のリターンを見るとアジアよりもブラジルの方が高い(図表9)。21世紀に入り資源価格が高騰したが、原価が一定であるため、価格高騰分のほとんどが利益となり、利益率が上がったためである。アジア企業の売上高の伸びはブラジルよりも高いが、利益率が伸びないのはこのような理由によると考えられる。ブラジルが、市場への供給量の限られた希少な資源を成長の源泉としているのに対し、アジアは余った人を使うビジネスをしている。

あるアジアの運用責任者の言葉を借りれば、「寡占競

図表9 ブラジルとアジア株式の累積投資リターンの比較



(出所) Financial Timesのデータより野村総合研究所作成

争の世界の株価と、完全競争の世界の株価の違い」である。中期的にアジア株式のリターンが高くなるには、アジアにある企業が、R&Dの能力を高めアジア発の商品で世界を席巻するといった思い切った経営戦略を実行しなければならないのかもしれない。20世紀の後半に、日本企業がそのようなことに挑戦して成功を取めたが、それを今度は韓国、中国、台湾といった国の企業が行わなければならないのではないのか。

成長源泉の違いを考慮し、アジア株式という地域マナートが機関投資家に受け入れられる寿命はさほど長くないと危惧する経営者も存在する。2015年頃から中国の人口がピークアウトすることから、アジア株式の旬の時期はあと4年弱とみる弱気の意見も聞く。

このような環境認識もあり、アジアに展開する運用会社の多くはアジア株式からグローバル・エマージング株式運用への展開をいかに図るかが喫緊の課題であると認識している。時価総額で6割近くを占めるとはいえ、残りの4割は地域も成長力の源泉も大きく異なる南米や東欧・ロシアが対象であり、それら地域への運用能力拡大のハードルは高い。アジア展開が成功した後の重要な経営課題といえるだろう。

5) アジアの機関投資家ビジネス拡大に向けて

成長性があまり期待できない国内市場の穴を補うべくアジアでのビジネス展開を図りたい運用会社の数は多い。しかし、そのアジアでのビジネス展開の方法には再考の余地が大きいと思われる。端的に言えば、日本に近いというだけで、アジアでのビジネスを日本の延長線上でとらえるのは、誤った経営判断なのではないか。アジアは成長のダイナミズムの中にあり、それ故に、営業面・運用面で日本で実施している方法をそのまま当てはめて成功することは困難だと考えられる。

日系運用会社がアジアで成功を取めるには、アジアの特性を考慮に入れた運用戦略および営業戦略の展開が必要である。運用面ではアジア拠点でのアジア株式の運用力強化を最優先課題とし、そこで養った運用スキルを日本株式での運用スキルに応用することとアジアの先を見据えた運用能力の開発が不可欠である。営業面では顧客特性に対応した土着化や多様な品揃えを含む総合力が必

要になると思われる。

残された時間はあまりない。その中でどのような対応を行うのか、日系運用会社の経営者は重い課題を突きつけられているのである。

本稿は、アジアに拠点を持つ運用会社の経営者やコンサルタントへのインタビューなどをベースに作成したものである。インタビューに協力していただいた多くの資産運用関係者の方に深く感謝申し上げます。