

# 投資運用等を巡る国内外の状況

野村資本市場研究所

研究部長

関 雄太

2014年10月10日

# 資産運用ビジネスのトレンド(金融危機前後の変化)

## グローバル金融危機前

### 環境変化

- ベビーブーマー世代の高齢化: ライフスタイル・ライフイベントへの対応、長生きリスクなど考慮の必要性
- 規制環境の変化: 利益相反の回避、適合性原則など
- 金融サービス業におけるアンバンドリング: 投資運用商品における「製販分離」、契約関係のオープン化

### プロダクト面でのイノベーション

- コンサルティング型投資一任口座(SMA、ラップ)の拡大
- 国際分散投資
- 上場投資信託(ETF)の多様化・拡大
- 絶対リターンへの追求(ヘッジファンド)
- ターゲットイヤーファンド(DCデフォルトファンド採用、自動化)

### アセットマネジメント産業の競争激化と再編

- DB(インスティテューショナル)からDC(リテール)へ
- AccumulationからRebalancing/Decumulationへ
- ポートフォリオ・マネジメントからポートフォリオ・ストラクチャーへ
- 伝統的資産から代替(オルタナティブ)資産へ
- 大型M&Aが発生

## グローバル金融危機後

### アセットマネジメント産業における動向

- いったん減少したAUMは再成長へ
- オルタナティブ資産への配分はむしろ拡大
- 国富ファンド(SWF)など、新たなタイプの機関投資家がプレゼンスを拡大

### 金融規制改革の進展

- 商業銀行・投資銀行のリスクテイクを抑制: 自己資本比率・レバレッジ規制、ボルカールールなど
- システミックリスク発生回避を目指す動き: シャドーバンキング規制など
- 説明責任、受託者責任の強化
- リスクマネー供給の促進が課題に: JOBS法など

### 資産運用業の重要性と再編

- 大手金融グループ: 資産運用部門を売却して自己資本規制への対応を目指すグループがある一方で、自己資本への負荷が少ないウェルスマネジメント・アセットマネジメント業務強化を目指すグループも
- 上場アセットマネジメント会社の拡大
- アセットマネジメント産業が国際金融センターとしての競争力におけるカギに: ロンドン、シンガポール、香港など

# グローバルな運用資産(AUM)の拡大

## グローバルな運用資産(AUM)の中期予測

図表 1: グローバルAUMの推移と予測(プロダクト別)

(単位: 兆米ドル)

プロダクト	2004	2007	2012	2020(予測)
グローバルAuM	37.3	59.4	63.9	101.7
投信	16.1	25.4	27.0	41.2
アクティブ	15.1	23.3	23.6	30.8
パッシブ	1.0	2.0	3.4	10.5
投資顧問	18.7	28.8	30.4	47.5
アクティブ	17.6	26.5	26.6	35.3
パッシブ	1.2	2.3	3.9	12.2
オルタナティブ	2.5	5.3	6.4	13.0

2004-2012年		2012-2020年	
増加額	増加率	増加額	増加率
26.6	71%	37.8	59%
10.9	68%	14.2	53%
8.5	56%	7.2	31%
2.4	240%	7.1	209%
11.7	63%	17.1	56%
9.0	51%	8.7	33%
2.7	225%	8.3	213%
3.9	156%	6.6	103%

図表 2: グローバルAUMの推移と予測(顧客別)

(単位: 兆米ドル)

顧客	2004	2007	2012	2020
年金基金	21.3	29.4	33.9	56.5
保険会社	17.7	21.2	24.1	35.1
国富ファンド(SWF)	1.4	3.3	5.2	8.9
富裕層個人	37.9	50.1	52.4	76.9
マスアフルエント層	42.1	55.8	59.5	100.4

2004-2012年		2012-2020年	
増加額	増加率	増加額	増加率
12.6	59%	22.6	67%
6.4	36%	11.0	46%
3.8	271%	3.7	71%
14.5	38%	24.5	47%
17.4	41%	40.9	69%

図表 3: グローバルAUMの推移と予測(地域別)

(単位: 兆米ドル)

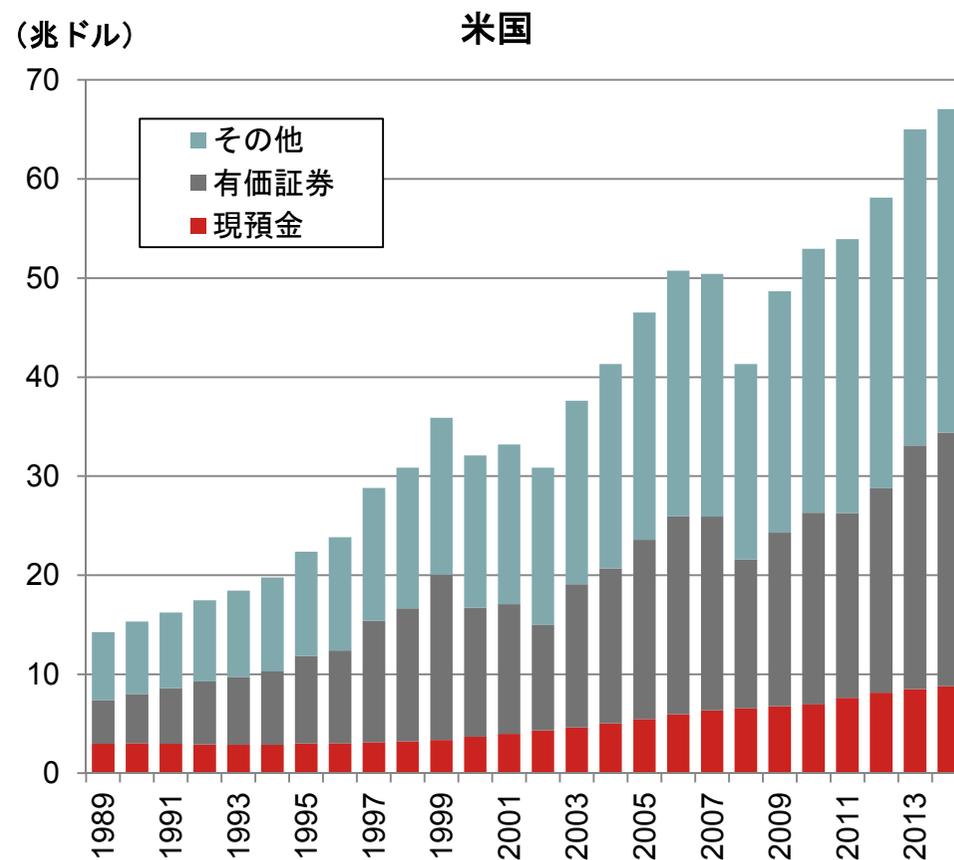
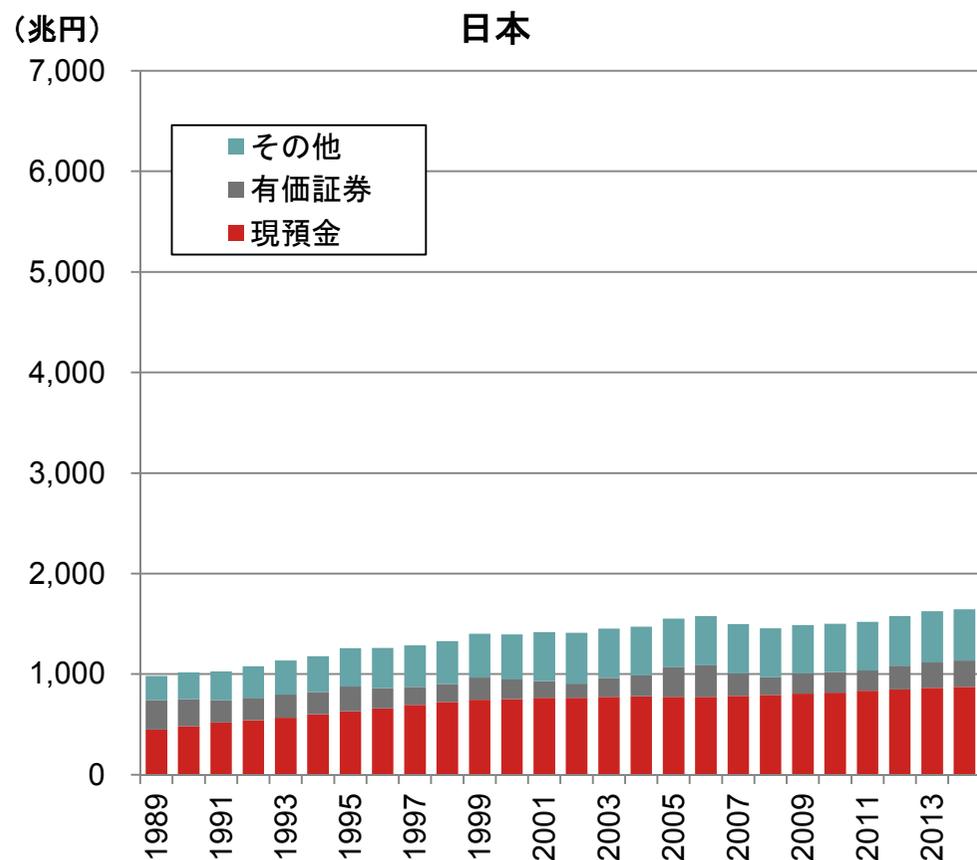
	2004	2007	2012	2020
北米	19.9	30.1	33.2	49.4
欧州	12.9	21.0	19.7	27.9
アジア太平洋	3.9	6.4	7.7	16.2
ラテンアメリカ	0.6	1.6	2.6	6.7
中東アフリカ	0.1	0.4	0.6	1.5

2004-2012年		2012-2020年	
増加額	増加率	増加額	増加率
13.3	67%	16.2	49%
6.8	53%	8.2	42%
3.8	97%	8.5	110%
2.0	333%	4.1	158%
0.5	500%	0.9	150%

(出所)PWC "Asset Management 2020: A Brave New World" より野村資本市場研究所作成

## 個人金融資産の蓄積

- 米国家計セクターでは1990年以降、有価証券・投資信託への投資、年金積立を通じて金融資産の蓄積が進む
- 日本も、1990年以降の証券市場の停滞にも関わらず、家計金融資産の絶対水準はほぼ維持されている



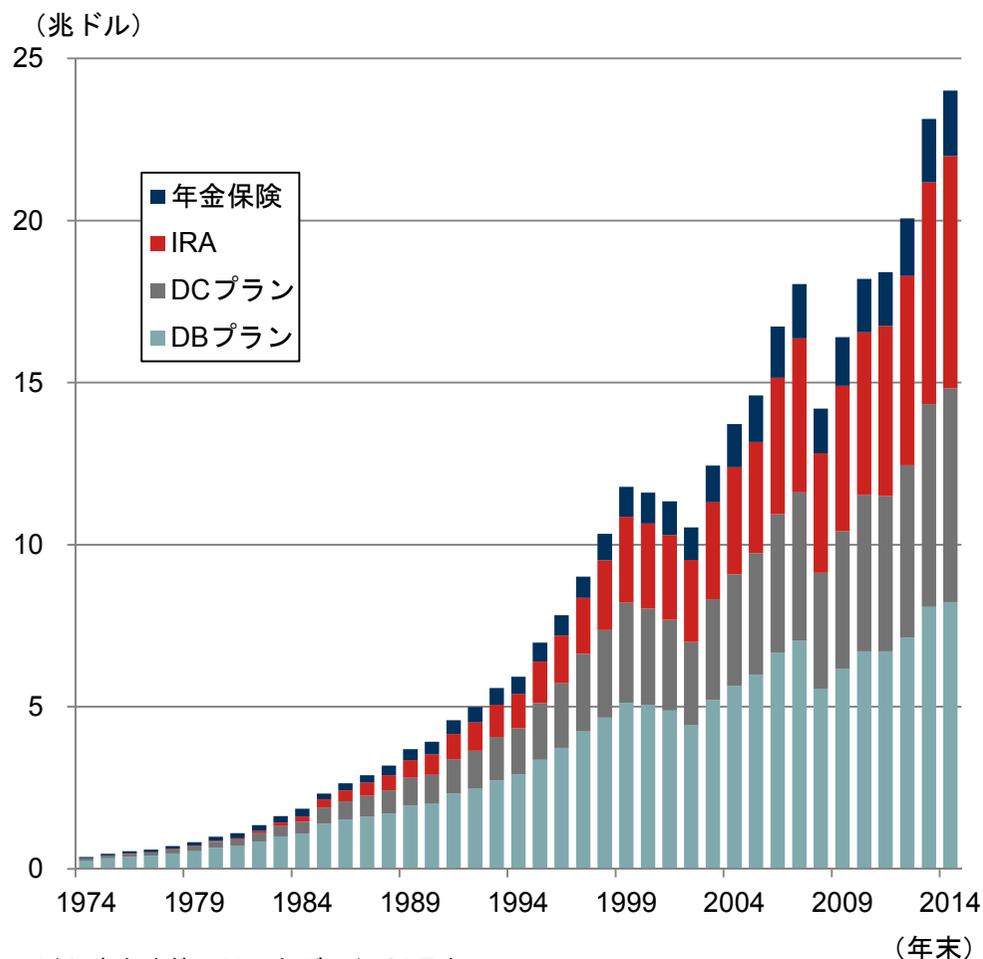
(注) 2014年は6月末の値。

(出所) 日銀、FRB資料より野村資本市場研究所作成

## 年金資産の蓄積と構造変化：米国の例

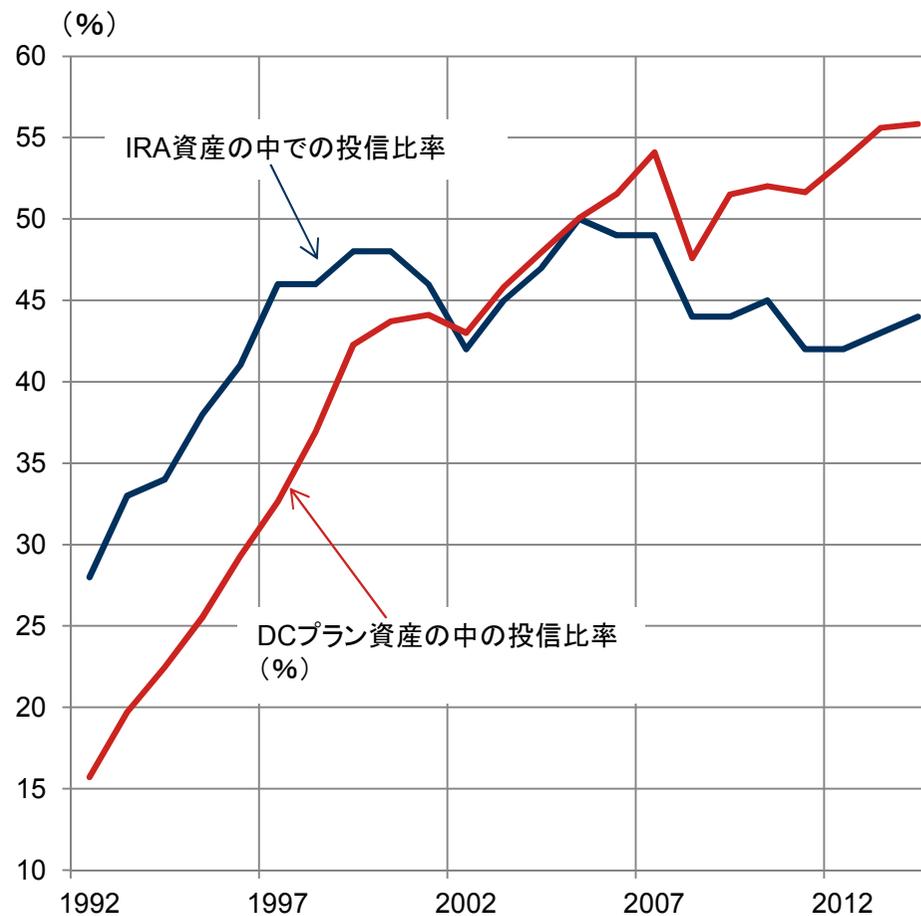
- 米国では確定拠出年金(DC)プラン、個人退職口座(IRA)における資産が一貫して拡大
- DCプラン、IRAの中で投信比率が上昇

米国リタイアメント資産の推移



(注) 各年末値。2014年データは6月末。  
(出所) 米国投資信託協会(ICI) 資料より野村資本市場研究所作成

米国IRA資産とDCプラン資産残高における投資信託の割合



(注) 各年末値。2014年データは6月末。  
(出所) 米国投資信託協会(ICI) 資料より野村資本市場研究所作成

## グローバル資産運用業界：プレーヤー側の潮流

- 米国を中心とした投信市場の拡大を背景に、上位資産運用会社の大型化と競争激化が起きている

### グローバル資産運用会社ランキングの推移

グローバル資産運用会社ランキング(2007年末預かり資産)

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
2	ステート・ストリート	米国	1,979
3	アリアンツ・グループ	ドイツ	1,957
4	アクサ・グループ	フランス	1,887
5	フィデリティ・インベストメンツ	米国	1,862
6	キャピタル・グループ	米国	1,550
7	ドイツ銀行	ドイツ	1,402
8	バンガード・グループ	米国	1,365
9	ブラックロック	米国	1,357
10	UBS	スイス	1,231
⋮			
36	日本生命	日本	520
40	三菱UFJフィナンシャル	日本	445



グローバル資産運用会社ランキング(2012年末預かり資産)

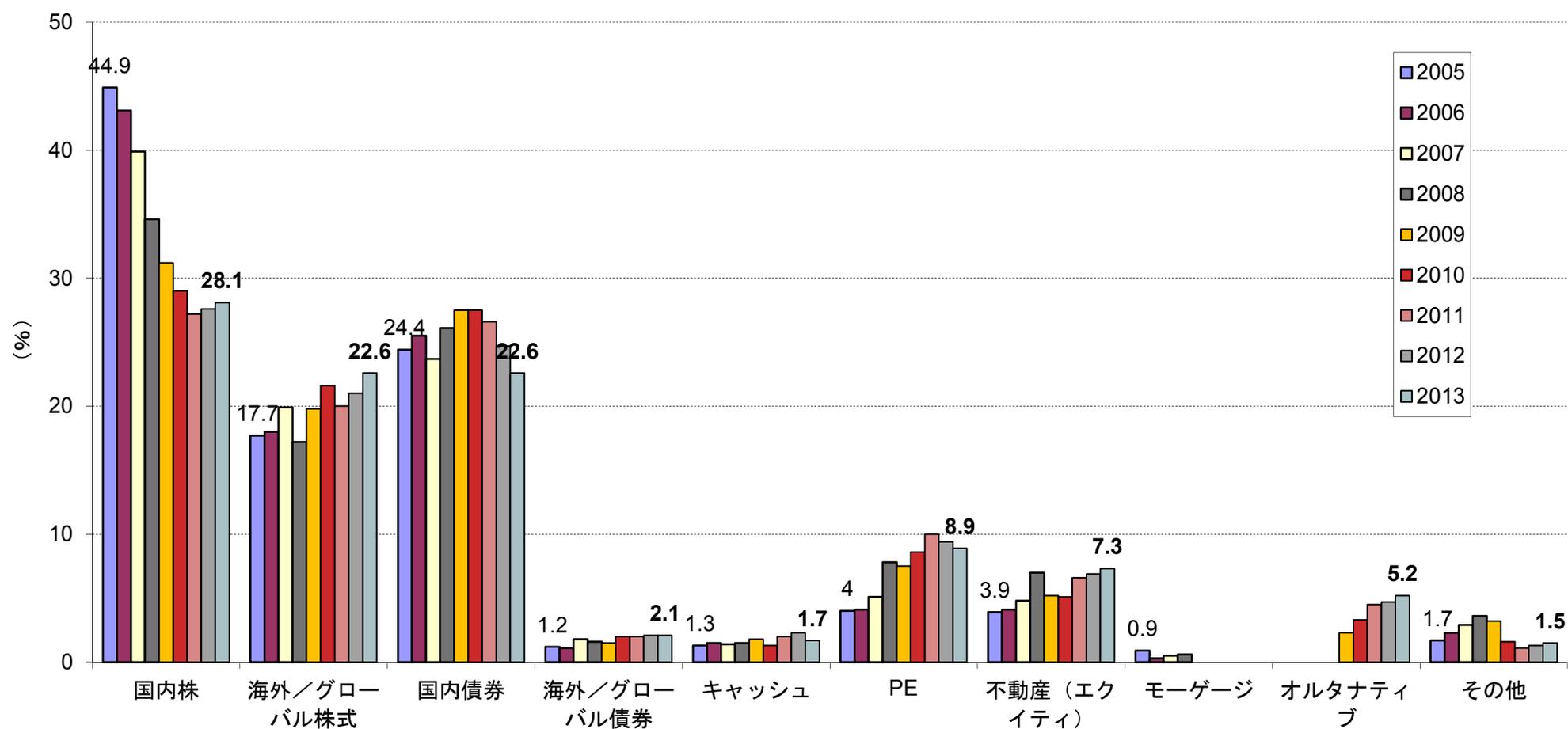
ランク	運用会社	国	資産 (十億米ドル)
1	ブラックロック	米国	3,792
2	アリアンツ・グループ	ドイツ	2,448
3	バンガード・グループ	米国	2,215
4	ステート・ストリート	米国	2,086
5	フィデリティ・インベストメンツ	米国	1,888
6	アクサ・グループ	フランス	1,475
7	JPモルガン・チェース	米国	1,431
8	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	1,386
9	BNPパリバ	フランス	1,304
10	ドイツ銀行	ドイツ	1,247
⋮			
23	日本生命	日本	663
33	全共連	日本	532
34	三菱UFJフィナンシャル	日本	529
38	三井住友信託銀行	日本	456
47	第一生命	日本	362
50	信金中金	日本	345

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

# 米国年金基金のアセットアロケーション変化

- 米国株への配分減少とプライベートエクイティ(PE)・不動産・オルタナティブの増加が特徴

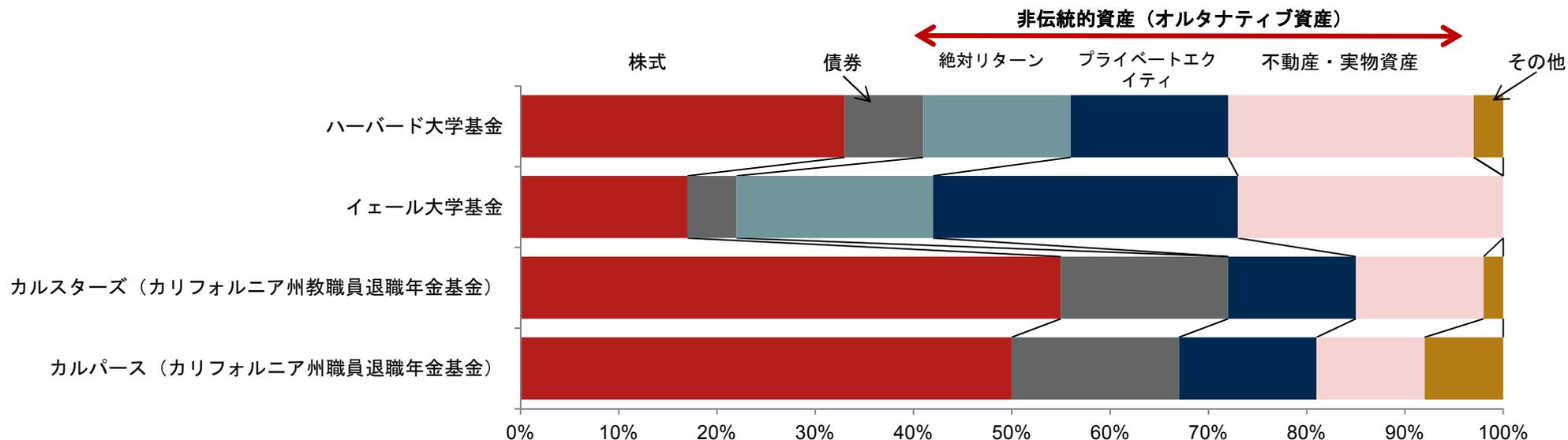
米国確定給付年金プラン(上位200基金)の運用資産内訳(2005~2013年)



(出所) Pension & Investments 資料より野村資本市場研究所作成

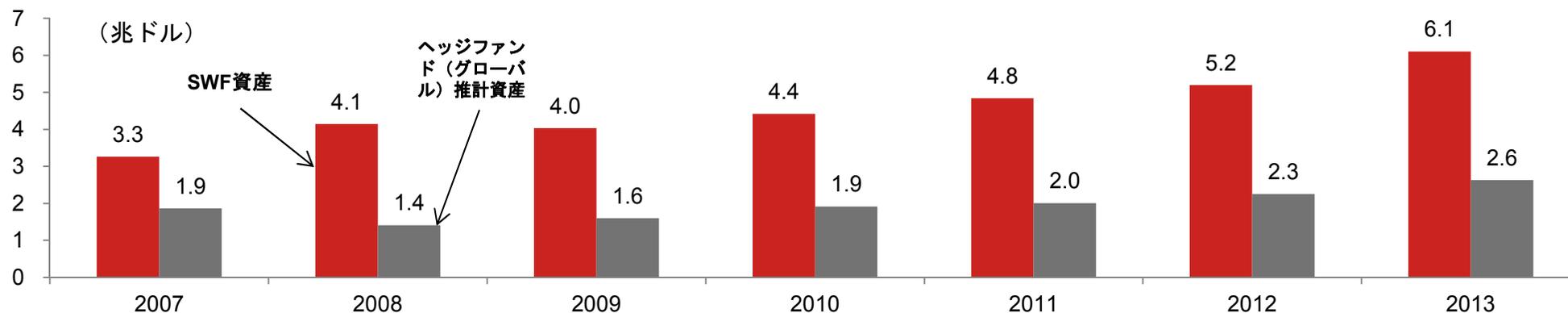
# オルタナティブ資産、非伝統的プレイヤーの拡大

非伝統的資産への配分比率を高める米国機関投資家(2013年時点の目標資産配分比率)



(出所)各機関のウェブサイト・年次報告書から野村資本市場研究所作成

## 国富ファンド(SWF)、ヘッジファンドの成長

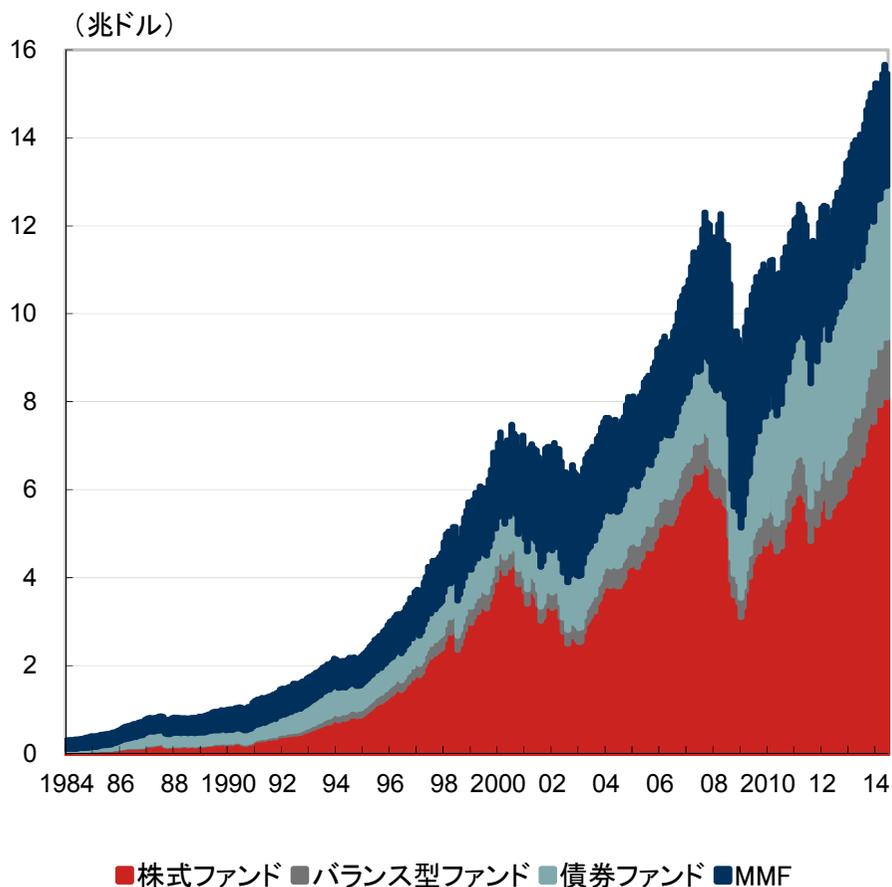


(出所)SWF Institute, Hedge Fund Researchより野村資本市場研究所作成

# 投信大国となった米国:総資産は15兆ドルを突破

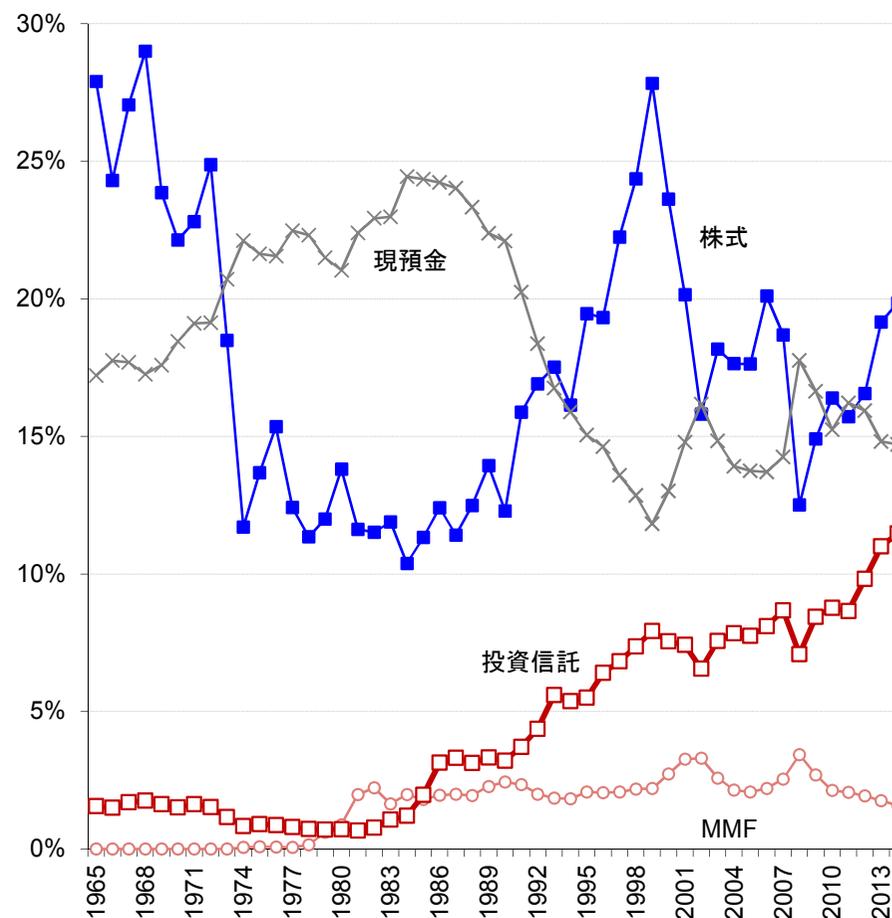
■ 米国投信市場の資産合計は15兆ドルを突破。個人金融資産に占めるシェアも一貫して上昇。

米国投資信託市場:各種ファンドの純資産残高の推移



(注) 2014年7月まで。  
(出所) 米国投資信託協会 (ICI) 資料より野村資本市場研究所作成

米国個人金融資産に占める投資信託の比率推移



(注) 2014年データは6月末時点。  
(出所) FRB資料より野村資本市場研究所作成

## 米国リテール金融業界と投資信託市場の変遷

### 【2000年まで】

- 1975年株式委託手数料自由化
- ディスインターミディエーション
- 規制緩和・金融業の多角化
- オープンエンド型投信の普及
- 401kプラン・IRAの導入と普及

- 証券業の競争激化の中でChurning(回転売買)が問題に
  - 報酬・インセンティブに関する自主規制強化(1995年タリー・レポートなど)
  - ワイヤーハウスが投信の長期保有を推奨するとともに、投資一任口座(フィー型ビジネス)の提供を開始

### 【2000年代】

- オンラインブローカーの隆盛→ITバブルの崩壊
- ベビーブーマー層が60歳代に突入→IRAロールオーバービジネスの重要性
- 投信・変額年金商品の複雑化

- 手数料率もしくはキックバック率が高い投信販売に注力
  - 投信・保険の手数料・情報開示を巡るスキャンダル
  - コンプライアンス・説明責任の一層強化
  - 投信・保険ビジネスのオープン・アーキテクチャーの進展
  - マルチ・アセットクラス、マルチ・マネージャー型のSMA/投信ラップが主流に

### 【2008年金融危機以降】

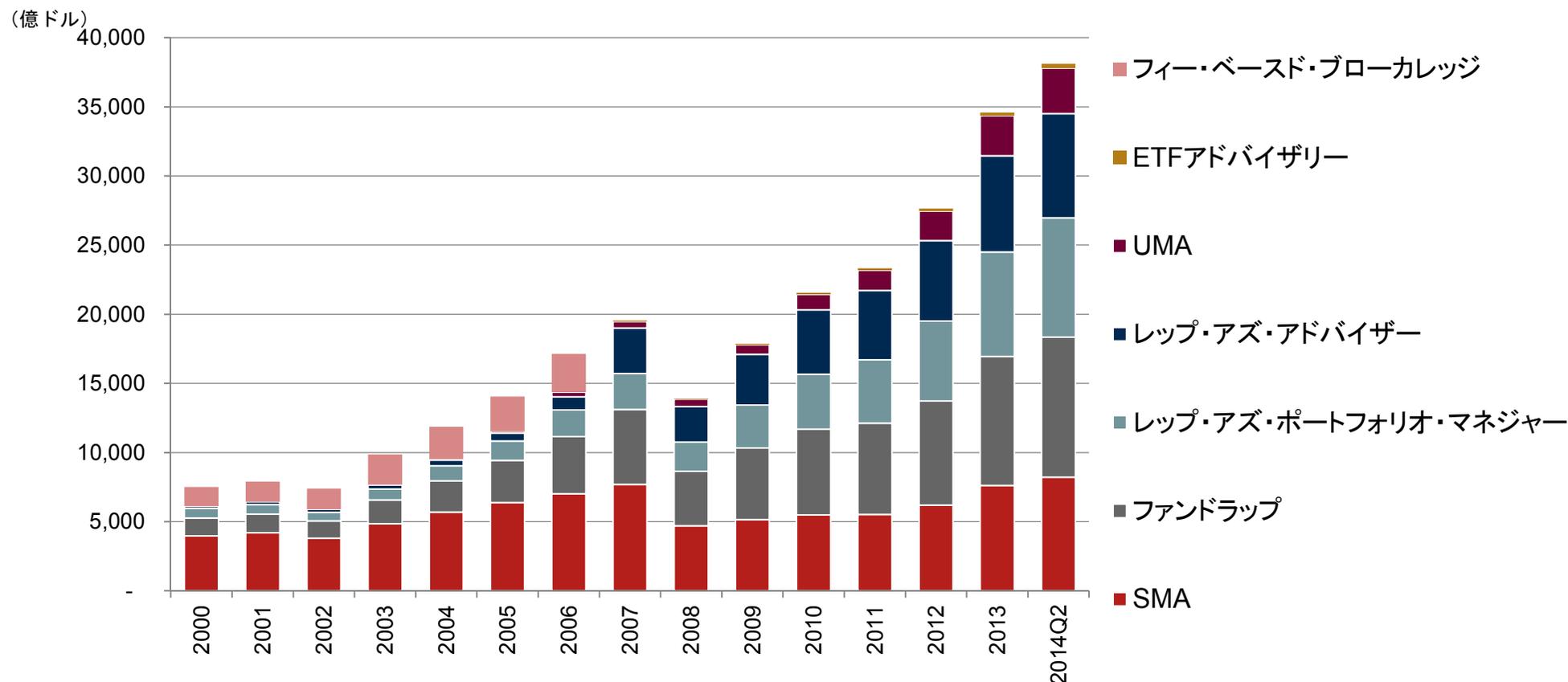
- グローバル金融危機の発生
- 金融規制改革

- 大手金融機関、分散投資に対する不信感
  - 金融機関はコンサルティング能力の一層強化を目指す
  - 総合的な資産管理サービスの開発+低コスト志向+株式・債券市場の動きに左右されにくいオルタナティブ商品への関心
  - (1) Unified Managed Account、ETF、リキッドオルタナティブなどが関心集める、(2) 規制上の問題が指摘されたフィーベース・ブローカレッジ口座からRep As AdvisorおよびRep As Portfolio Managerに資金がシフト

# 米国におけるマネージドアカウント及びラップ口座の資産拡大

■ 米国では投資一任口座の残高が3.5兆ドルを突破

米国マネージドアカウント市場:運用資産残高の推移

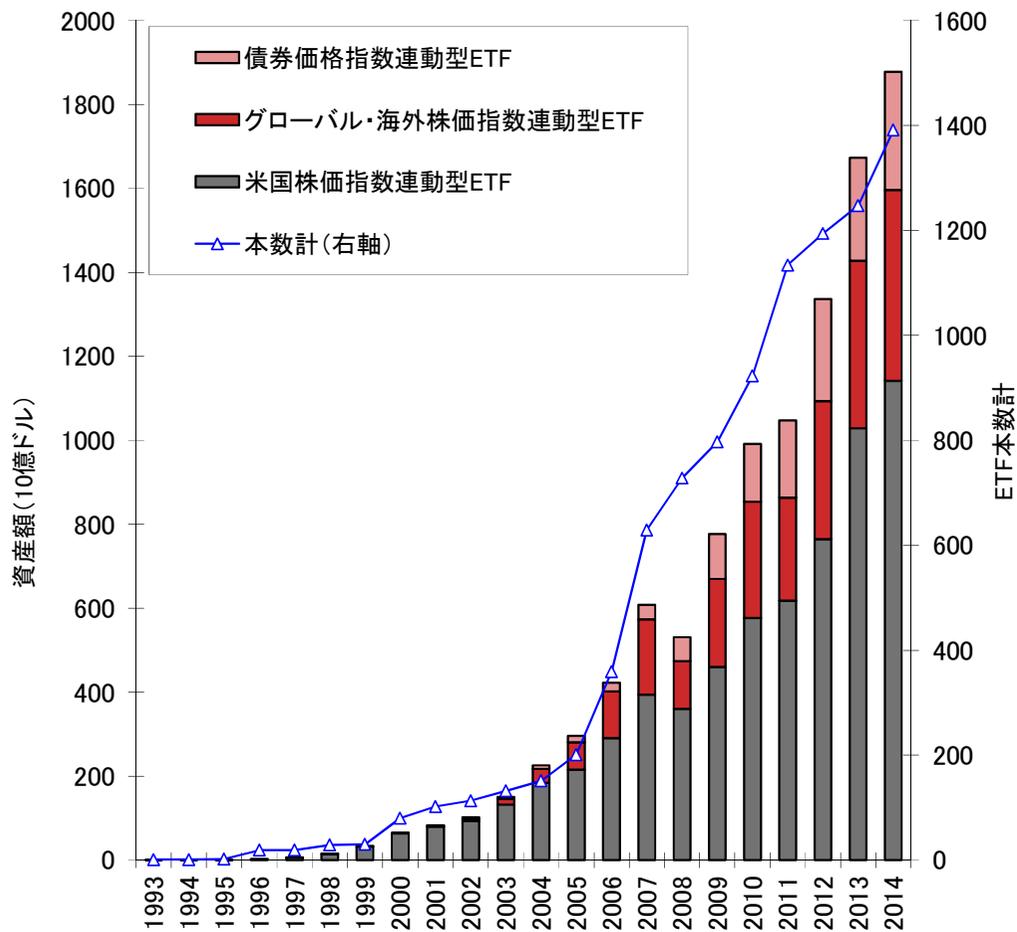


- (注)
- SMA(セパレートリー・マネージド・アカウント):証券会社が投資一任契約における方針に基づいて、有価証券に関する運用と管理を行うサービス。
  - ファンドラップ:ミューチュアルファンド・アドバイザーとも呼ばれ、運用対象が投資信託となる投資一任契約に基づき資産運用を行うサービス。
  - レップ・アズ・ポートフォリオ・マネジャー:顧客の投資方針に基づき、営業担当者自身が資産運用を行う投資一任サービス。
  - レップ・アズ・アドバイザー(営業担当者による投資助言型口座):投資顧問型サービスの一つであるが、一任運用は行わないタイプ。
  - UMA(ユニファイド・マネージド・アカウント):一口座に複数の商品(SMA、投資信託、ETF等)を組み込んだ統一サービス。
  - ETFアドバイザー:ETFラップとも呼ばれ、運用対象をETFとするファンドラップの一種。
  - フィー・ベースド・ブローカレッジ(残高手数料型証券口座):残高手数料を徴収する証券口座。

# 米国投信市場におけるイノベーション

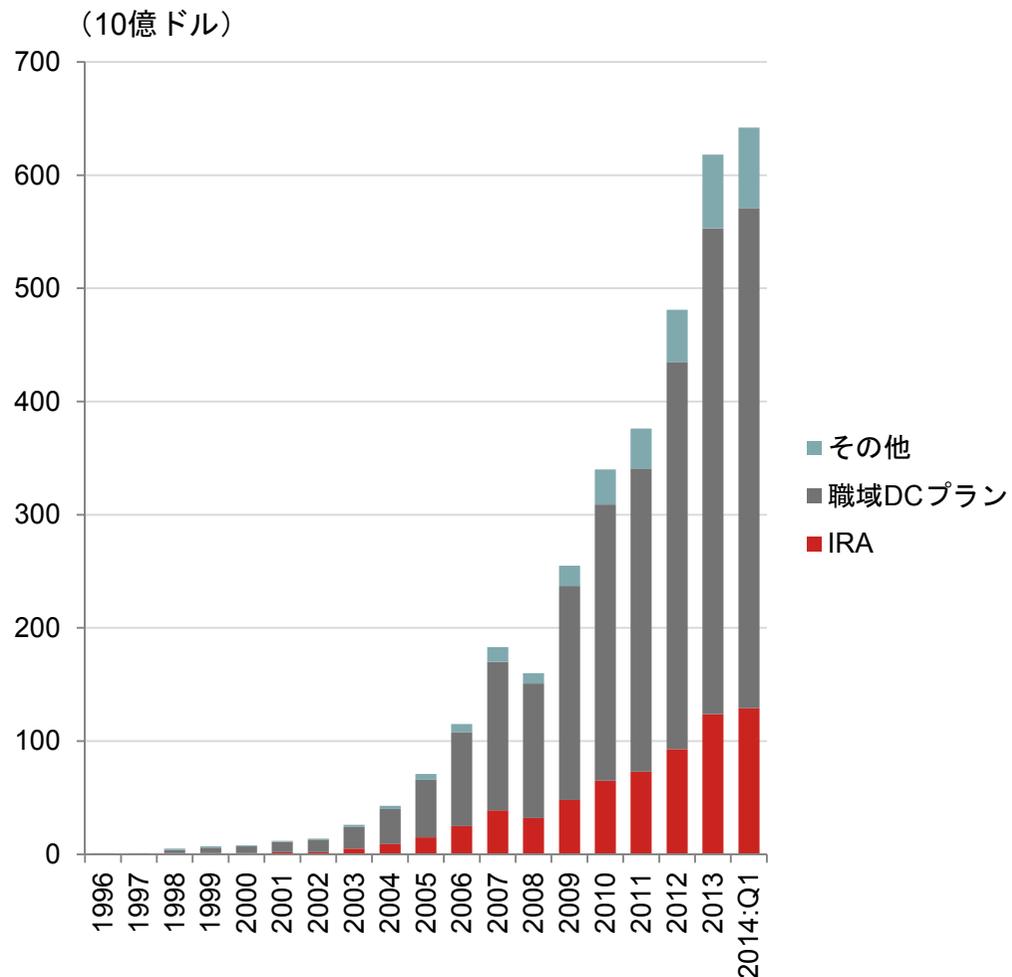
- 米国では2000年代に多様化が始まった上場投信(ETF)、確定拠出年金運用のデフォルト商品などに活用されるターゲットイヤーファンドが急激な拡大を遂げている

ETF市場の拡大



(出所) 米国投資信託協会(ICI) 資料より野村資本市場研究所作成

ターゲットイヤーファンド(ターゲットデートファンド)の拡大



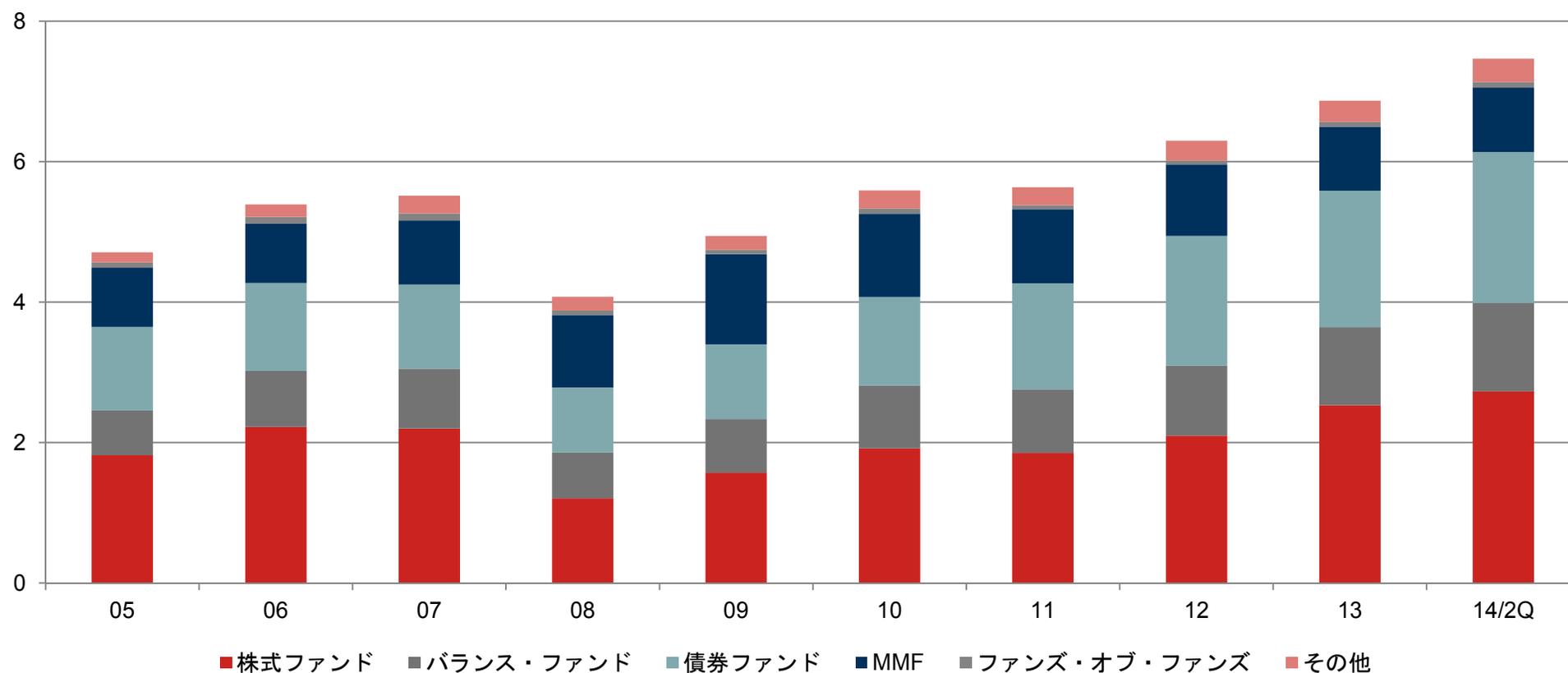
(出所) 米国投資信託協会(ICI) 資料より野村資本市場研究所作成

## 欧州投資信託市場の動向

- 欧州でも投信資産残高がグローバル金融危機前のピークを更新。バランスファンド、債券ファンドが人気を集める。

欧州の投資信託市場:UCITSファンド総資産の推移

(兆ユーロ)



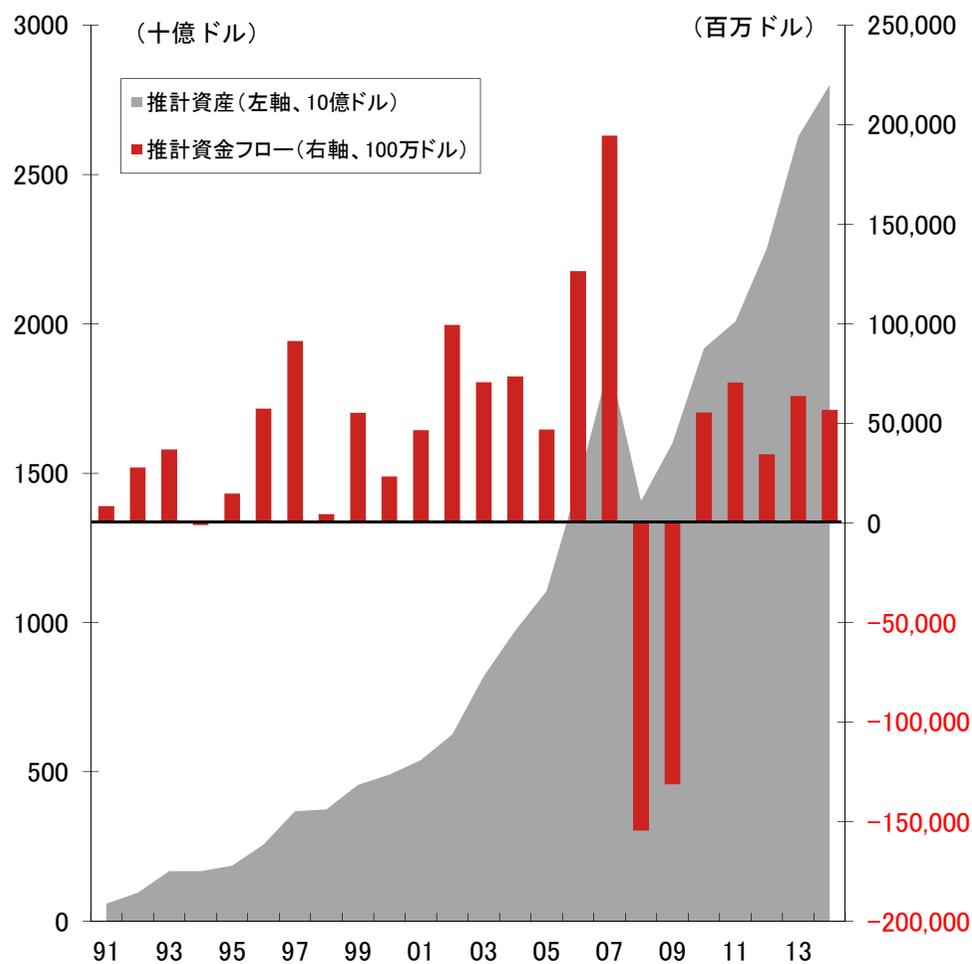
(注)対象はUCITS。2010年以前はアイルランド籍ファンド(MMF除く)、2009年にはオランダ籍ファンドが含まれない。フランス及びルクセンブルグ、イタリア籍のファンズ・オブ・ファンズはその他に含まれる。

(出所)EFAMAより野村資本市場研究所作成

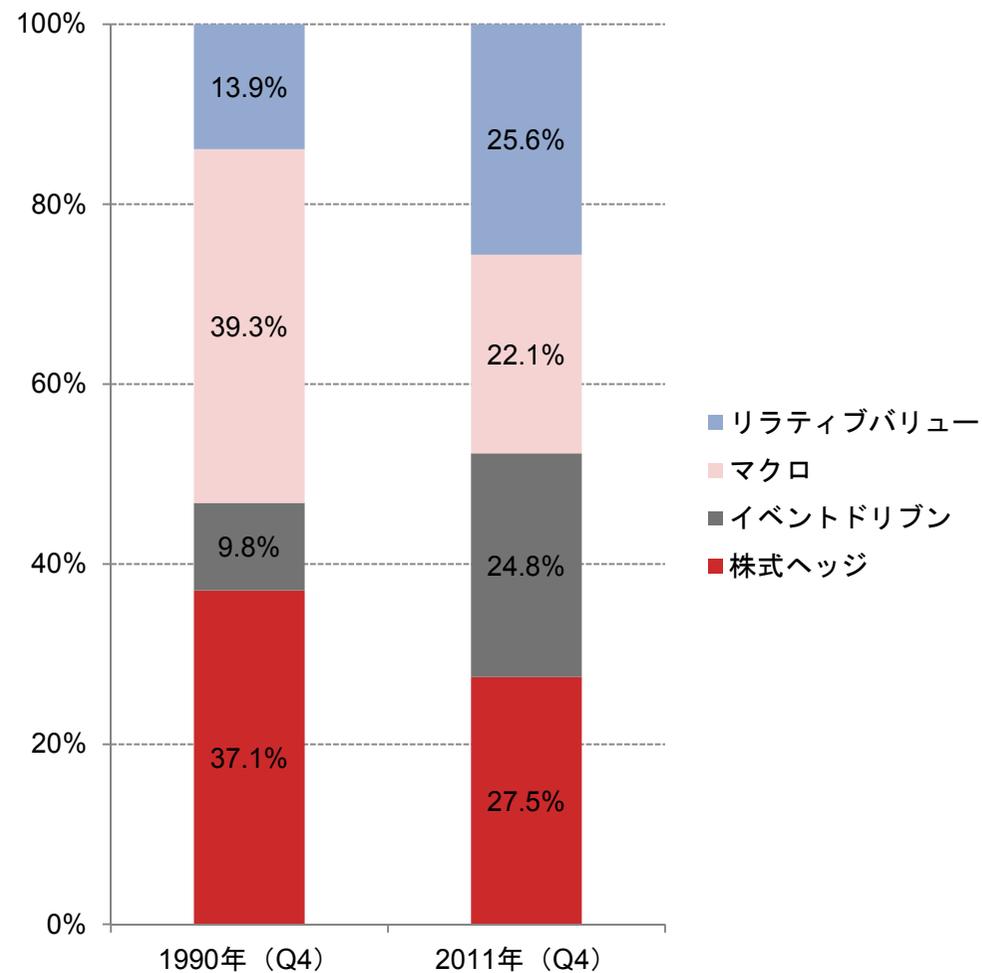
# 成長が続くヘッジファンド業界

■ オルタナティブ資産へのアロケーション増加を背景にヘッジファンド業界への資金流入は続いている

ヘッジファンド業界の推計資産残高・資金流出入



ヘッジファンドの主要戦略別構成比

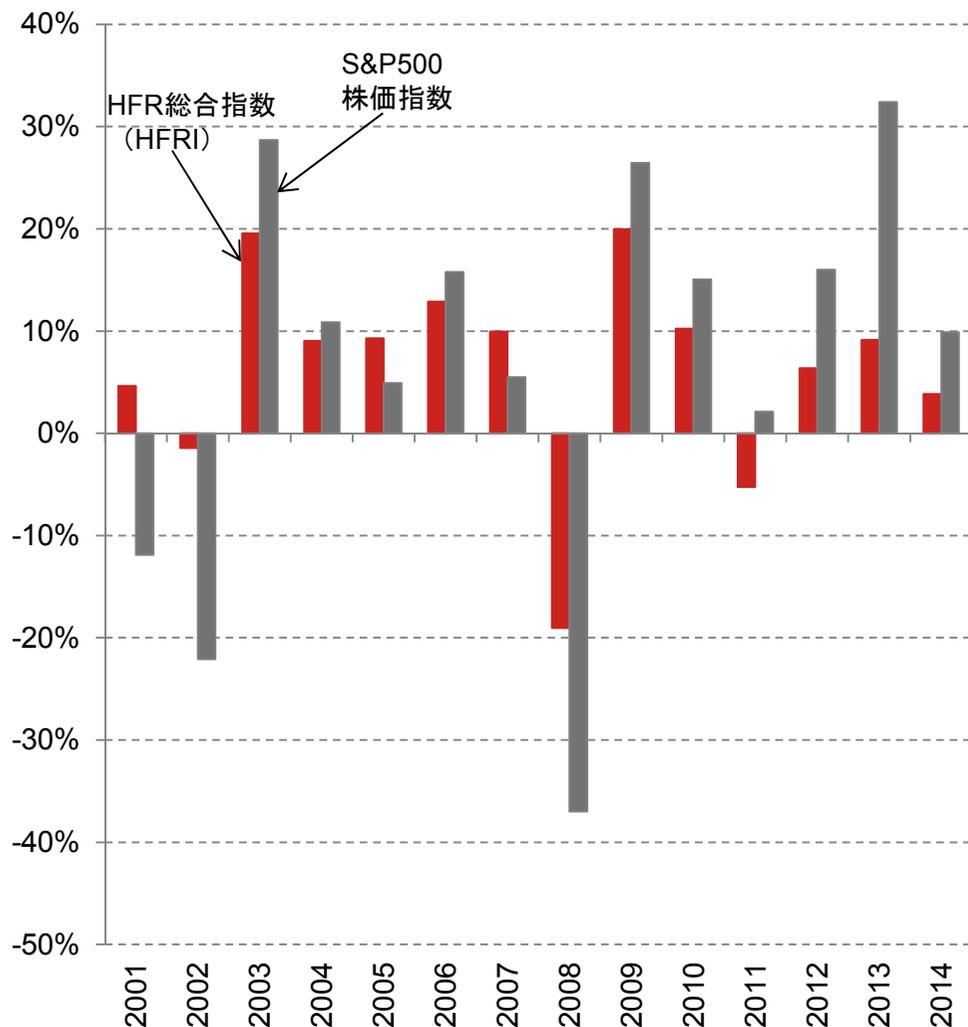


(注)2014年データは第2四半期まで。

(出所)HFR資料より野村資本市場研究所作成

# ヘッジファンドの平均的なパフォーマンスは停滞

HFR総合インデックスと株価: 年次リターン推移



(注)2014年データは8月まで。  
(出所)HFR資料より野村資本市場研究所作成

グローバルヘッジファンド業界: 運用資産ランキング

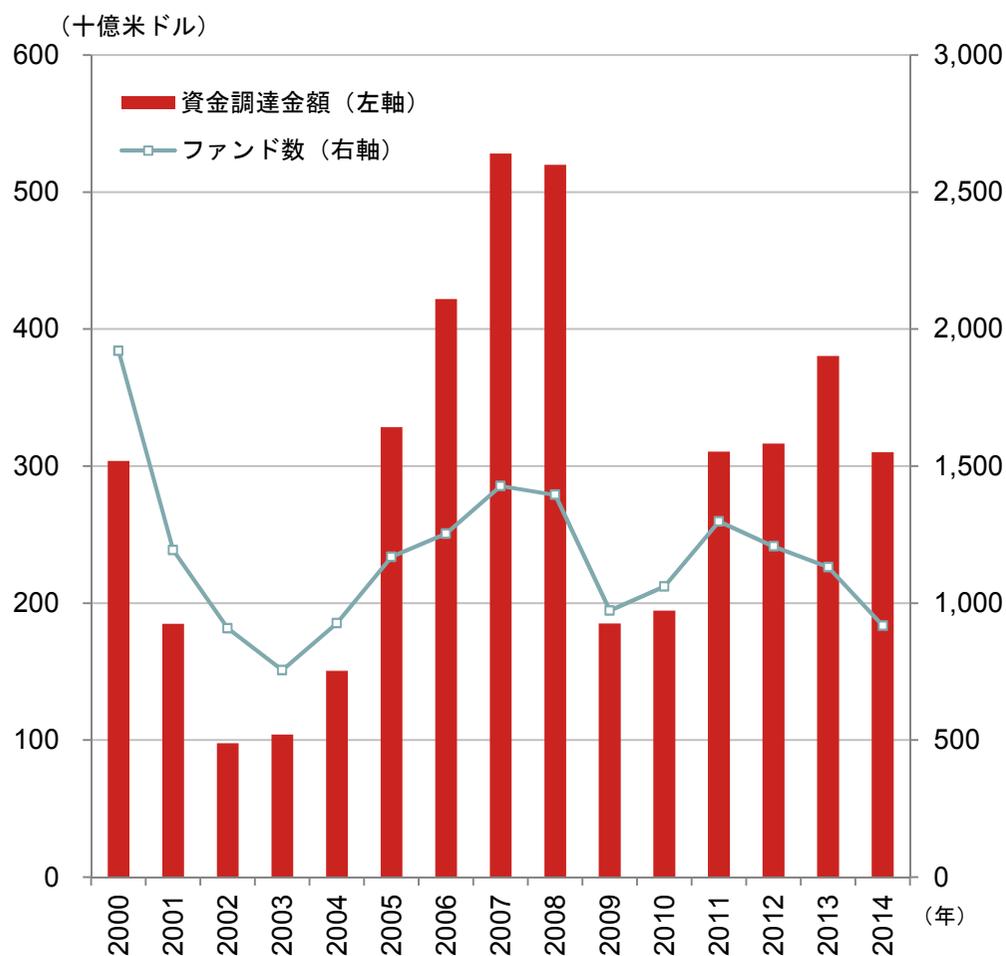
2014年 ランク	ファンドマネージャー	本社 所在地	運用資産合計 (百万ドル)
1	Bridgewater Associates	米国	\$87,108
2	J.P. Morgan Asset Management	米国	\$59,000
3	Blackstone*	米国	\$54,293
4	Och-Ziff Capital Management Group	米国	\$40,600
5	Brevan Howard Capital Management	英国	\$39,906
6	BlueCrest Capital Management	英国	\$32,600
7	BlackRock	米国	\$31,934
8	AQR Capital Asset Management	米国	\$29,900
9	UBS Global Asset Management*	スイス	\$27,886
10	Baupost Group	米国	\$26,800
11	Man Group	英国	\$26,141
12	Credit Suisse Hedging-Griffo	米国	\$25,319
13	Adage Capital Management	米国	\$25,000
14	GAM	英国	\$24,983
15	The Goldman Sachs Group*	米国	\$24,977
16	Credit Suisse Asset Management	米国	\$24,675
17	Winton Capital Management	英国	\$24,641
18	Grosvenor Capital Management*	米国	\$24,458
19	Renaissance Technologies	米国	\$23,400
20	Elliot Management	米国	\$23,300
21	The Permal Group*	米国	\$22,231
22	Davidson Kempner Capital Management	米国	\$22,000
23	Paulson & Co.	米国	\$20,300
24	D.E. Shaw group	米国	\$19,934
25	King Street Capital Management	米国	\$19,800

(注)\*印はファンド・オブ・ヘッジ・ファンド運用会社  
(出所) Towers Watson "Global Alternatives Survey 2014" より野村資本市場研究所作成

# グローバルに見たプライベートエクイティファンド市場(1)

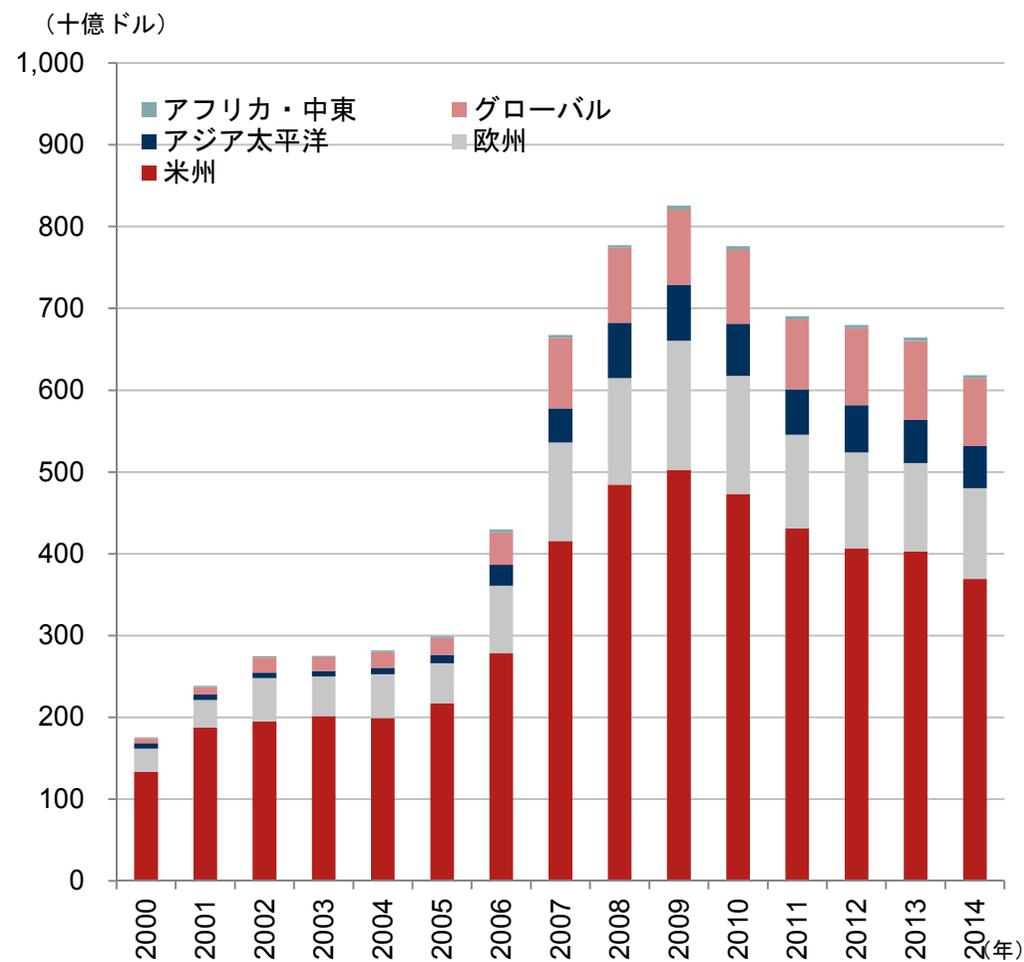
- PEファンドの資金調達額は2011年頃から回復しているが、金融危機前のピークには届いていない
- 金融危機前後に積み上がった未投資資本(ドライパウダー)は徐々に減少している

グローバルPEファンド:資金調達金額とファンド数



(注)2014年は9月30日までの実績。ファンド数は各年で資金調達したファンドの数を示す。  
(出所) Thomson Oneデータベースより野村資本市場研究所作成

PEファンドによる未投資資本の金額(ターゲット地域別)

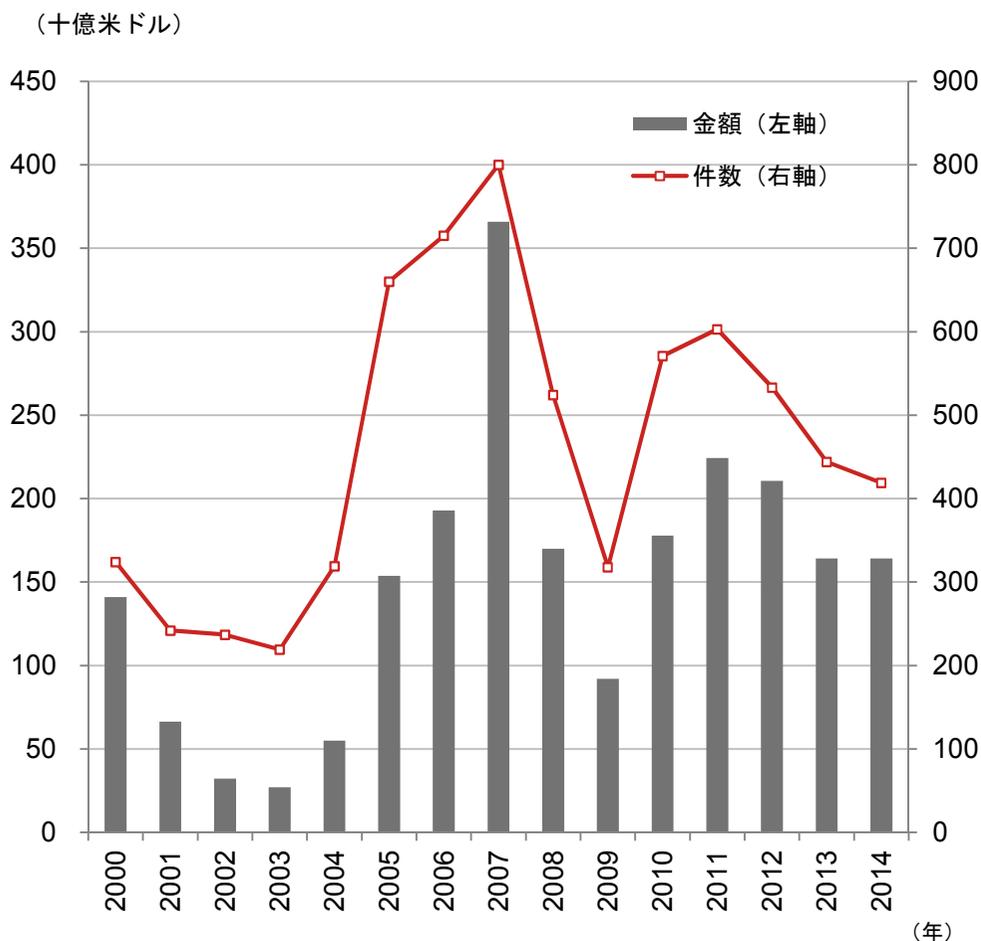


(注)2014年は3月31日までの実績。  
(出所) Thomson Oneデータベースより野村資本市場研究所作成

## グローバルに見たプライベートエクイティファンド市場(2)

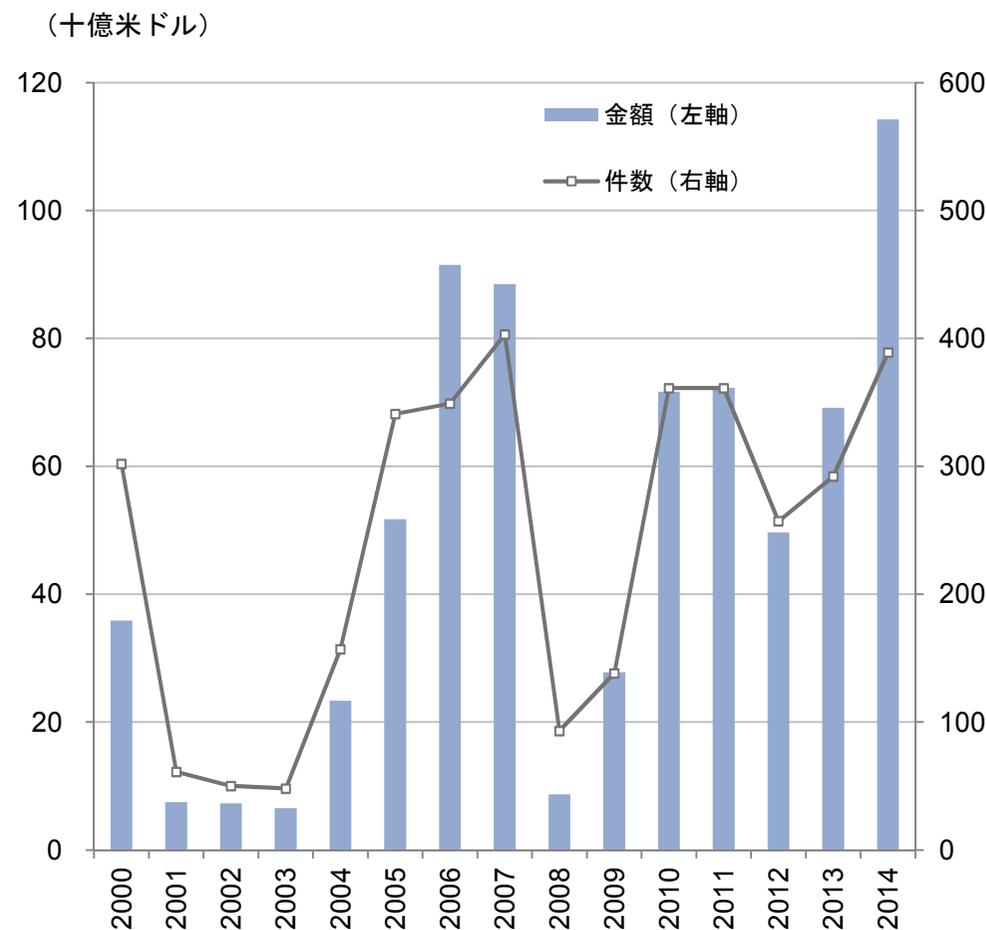
■ PE投資のエグジットは依然としてM&Aが主となっているが、最近、IPOによるエグジットが急激に増加している。

グローバルPEファンド：  
M&Aによるエグジットの価額と件数(公表ベース)



(注)2014年は9月30日までの実績。M&A金額には被買収企業の純負債は含まない。  
(出所) Thomson Oneデータベースより野村資本市場研究所作成

グローバルPEファンド：  
IPOによるエグジットの価額と件数



(注)2014年は9月30日までの実績。  
(出所) Thomson Oneデータベースより野村資本市場研究所作成

# 世界の大手PEファンド： 調達額でみたランキング

■ PEファンド運用会社の資金規模は概して縮小。上位PE運用会社の中には近年上場した会社も。

## 2009年時点のPEファンドランキング(2004-09年調達額)

2009年 ランク	ファンドマネージャー	本社所在地	最近5年間 ファンド調達額 (百万ドル)
1	TPG	Fort Worth(Texas)	\$52,350
2	Goldman Sachs Principal Investment	New York	\$48,990
3	The Carlyle Group	Washington DC	\$47,730
4	Kohlberg Kravis Roberts	New York	\$40,460
5	Apollo Global Management	New York	\$35,180
6	Bain Capital	Boston	\$34,950
7	CVC Capital Partners	London	\$33,730
8	The Blackstone Group	New York	\$30,800
9	Warburg Pincus	New York	\$23,000
10	Apax Partners	London	\$21,330
11	First Reserve Corporation	Greenwich (Connecticut)	\$20,890
12	3i Group	London	\$18,390
13	American Capital	Bethesda(Maryland)	\$17,990
14	Hellman & Friedman	San Francisco	\$17,900
15	Providence Equity Partners	Providence(Rhode Island)	\$16,360
16	Advent International	Boston	\$16,130
17	Terra Firma Capital Partners	London	\$14,210
18	General Atlantic	Greenwich (Connecticut)	\$14,100
19	Fortrees Investment Group	New York	\$14,080
20	Silver Lake	Menlo Park	\$14,000
21	Cerberus Capital Management	New York	\$13,900
22	Permira	London	\$12,670
23	Clayton Dubilier & Rice	New York	\$11,720
24	Lehman Brothers Private Equity	New York	\$11,710
25	PAI Partners	Paris	\$11,500

## 2014年時点のPEファンドランキング(2009-14年調達額)

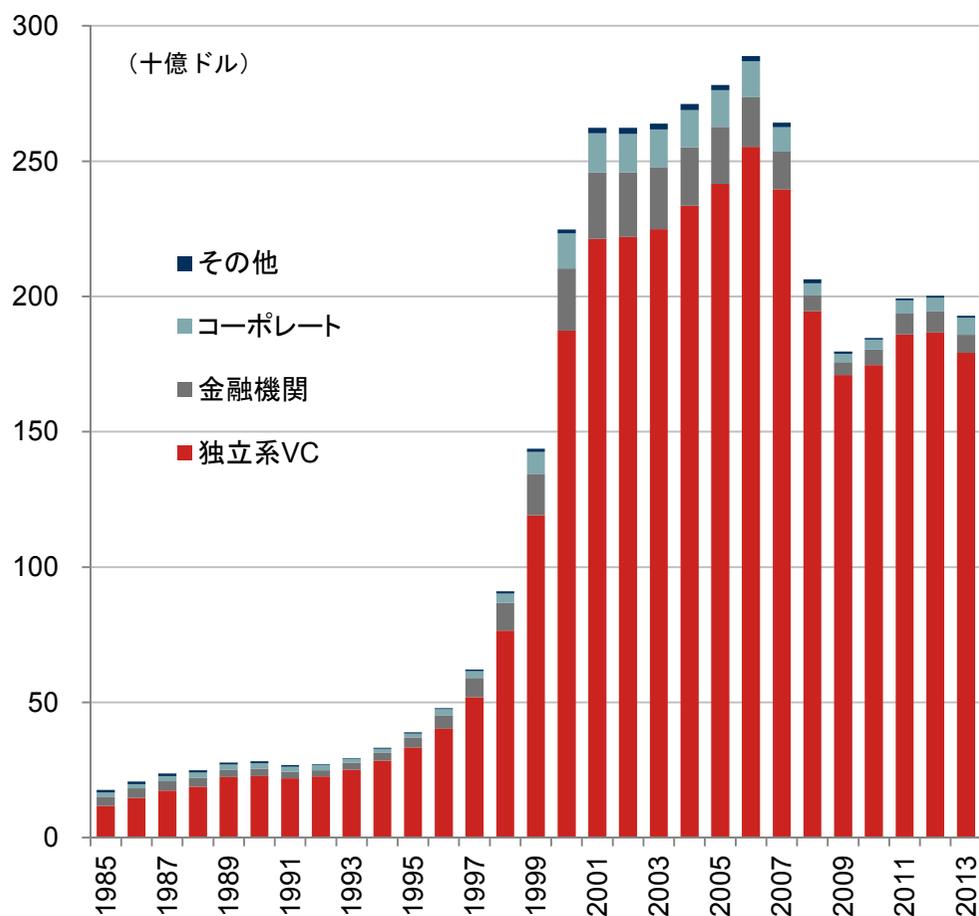
2014年 ランク	ファンドマネージャー	本社所在地	最近5年間 ファンド調達額 (百万ドル)
1	The Carlyle Group	Washington DC	\$30,650
2	Kohlberg Kravis Roberts	New York	\$27,182
3	The Blackstone Group	New York	\$24,640
4	Apollo Global Management	New York	\$22,298
5	TPG	Fort Wroth (Texas)	\$18,783
6	CVC Capital Partners	London	\$18,082
7	General Atlantic	Greenwich (Connecticut)	\$16,600
8	Ares Management	Los Angels	\$14,114
9	Clayton Dubilier & Rice	New York	\$13,505
10	Advent International	Boston	\$13,228
11	EnCap Investments	Houston	\$12,400
12	Goldman Sachs Principal Investment	New York	\$12,343
13	EIG Global Energy Partners	Washington DC	\$11,345
14	Warburg Pincus	New York	\$11,213
15	Silver Lake	Menlo Park	\$10,986
16	Riverstone Holdings	New York	\$10,384
17	Oaktree Capital Management	Los Angels	\$10,147
18	Onex	Toronto	\$10,097
19	Ardian (formerly AXA Private Equity)	Paris	\$9,805
20	Lone Star Funds	Dallas	\$9,732
21	Bain Capital	Boston	\$9,067
22	Hellman & Friedman	San Francisco	\$8,900
23	Stone Point Capital	Greenwich (Connecticut)	\$8,842
24	BC Partners	London	\$8,590
25	JP Morgan Asset Management	New York	\$8,208

(出所) Private Equity International “The PEI 300 2011” より野村資本市場研究所作成

# 米国ベンチャーキャピタル(VC)の状況: 資本量と投資額

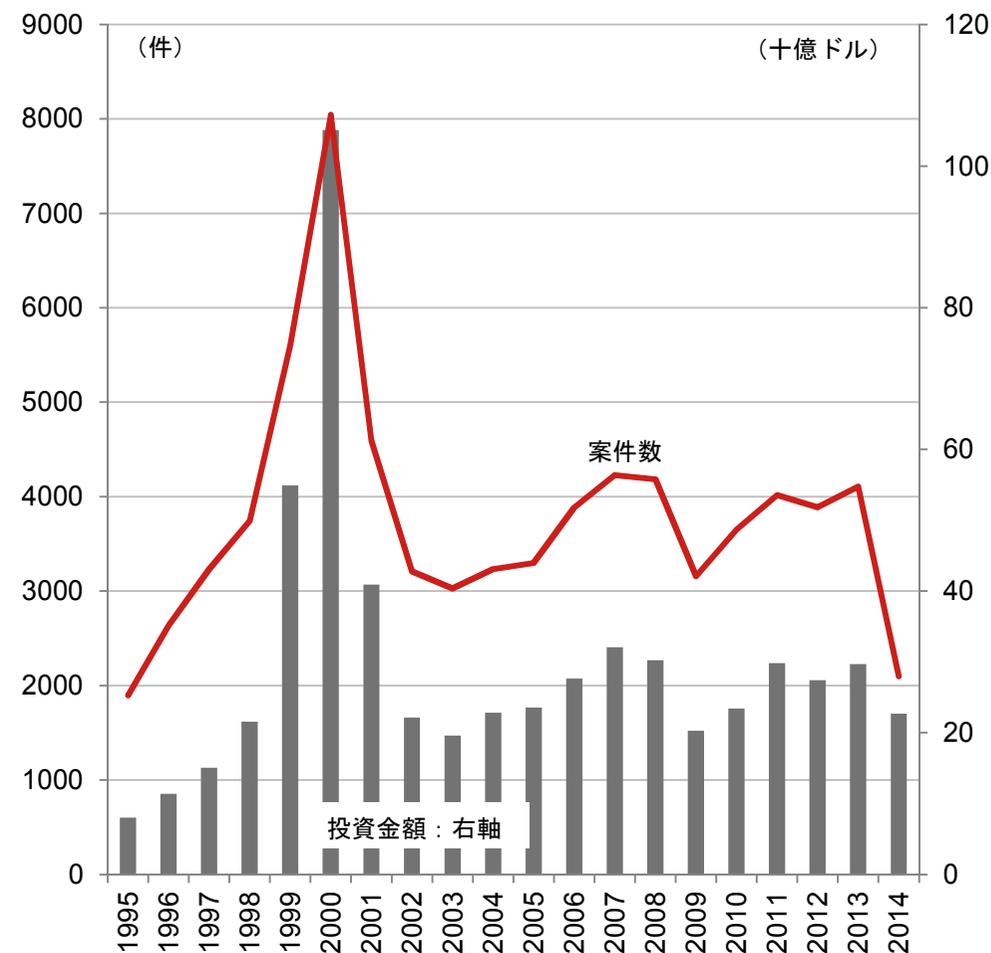
- 金融機関が運営するベンチャーキャピタルは減少している。
- 近年、米国VCは年間に約3000-4000社に合計200-300億ドルの投資を実施している

米国VC: 運用資本残高(Capital Under Management)の推移



(出所) National Venture Capital Association資料より野村資本市場研究所作成

米国VC投資金額の推移



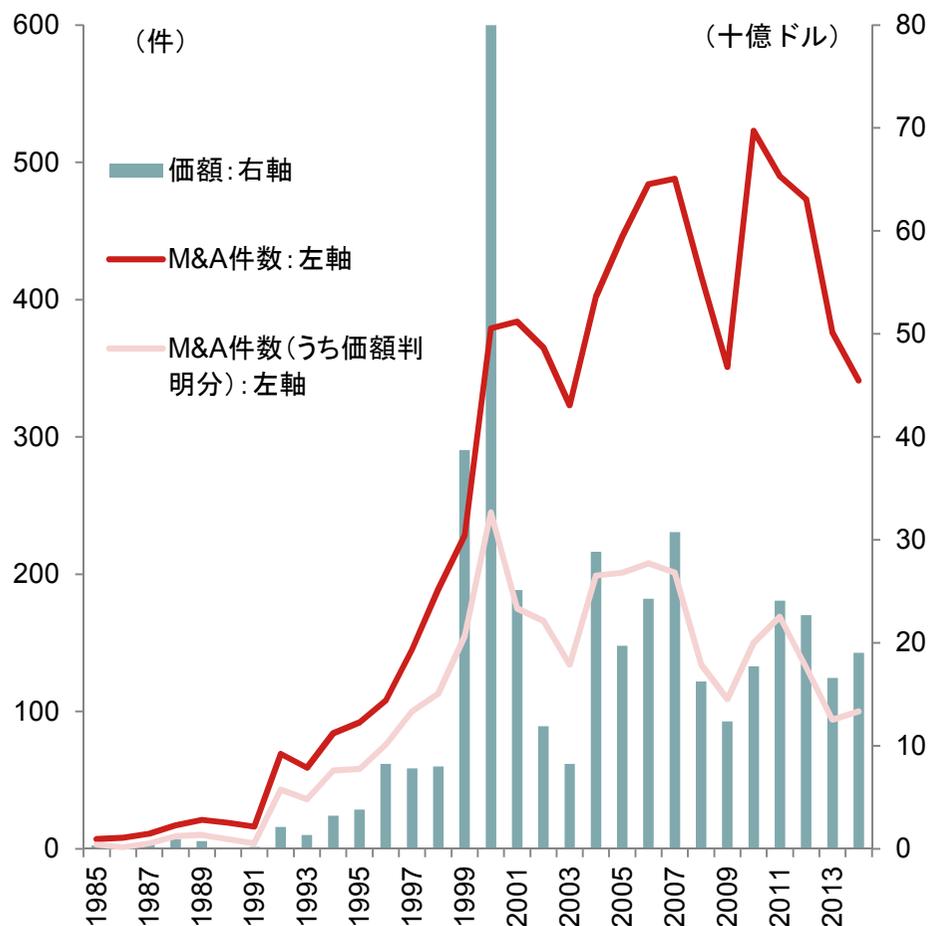
(注) 2014年は第2四半期まで。

(出所) National Venture Capital Association資料より野村資本市場研究所作成

## 米国ベンチャーキャピタルの状況:エグジットの状況

- M&Aによるエグジットは依然として主流だが、最近ではIPOも活発化（JOBS法、2012年フェイスブックなどが注目）。
- VC投資からエグジットまでの時間の長期化、案件の大型化などが指摘されている。

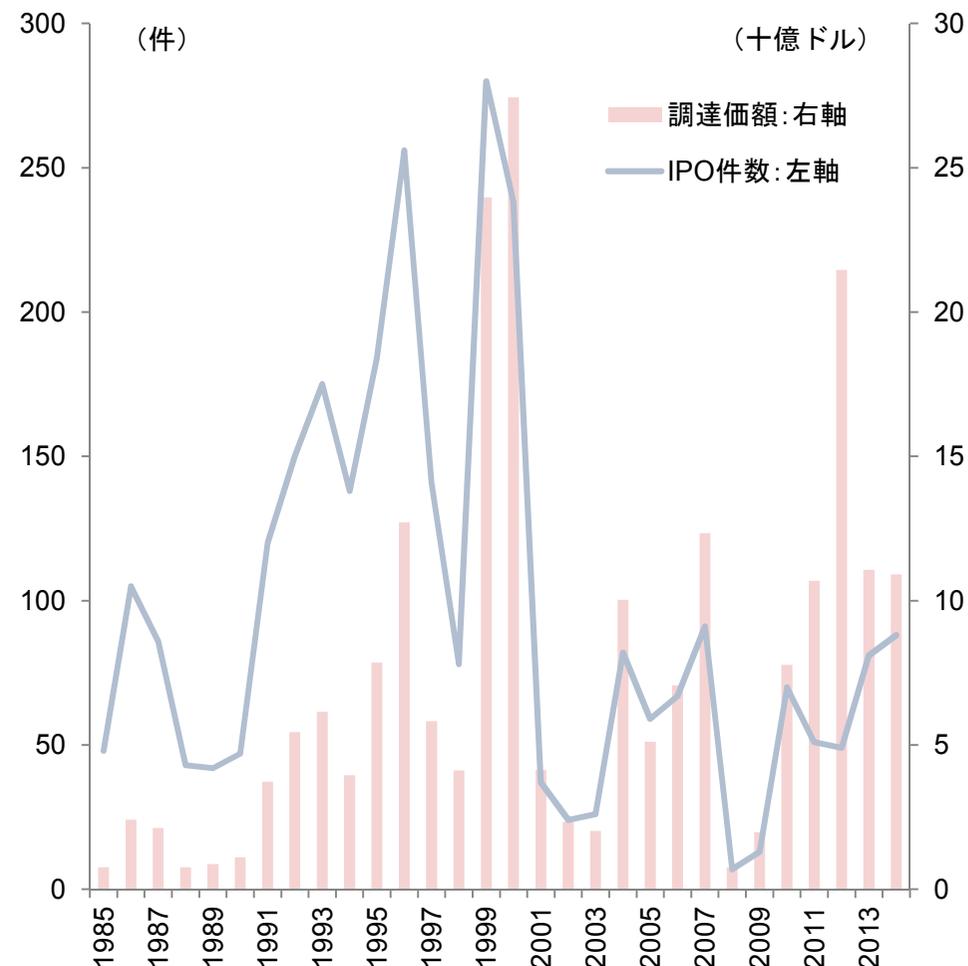
米国VCが支援したM&Aの案件数・価額の推移



(注) 2014年は第3四半期まで。

(出所) National Venture Capital Association資料より野村資本市場研究所作成

米国VCが支援したIPOの件数・調達価額の推移



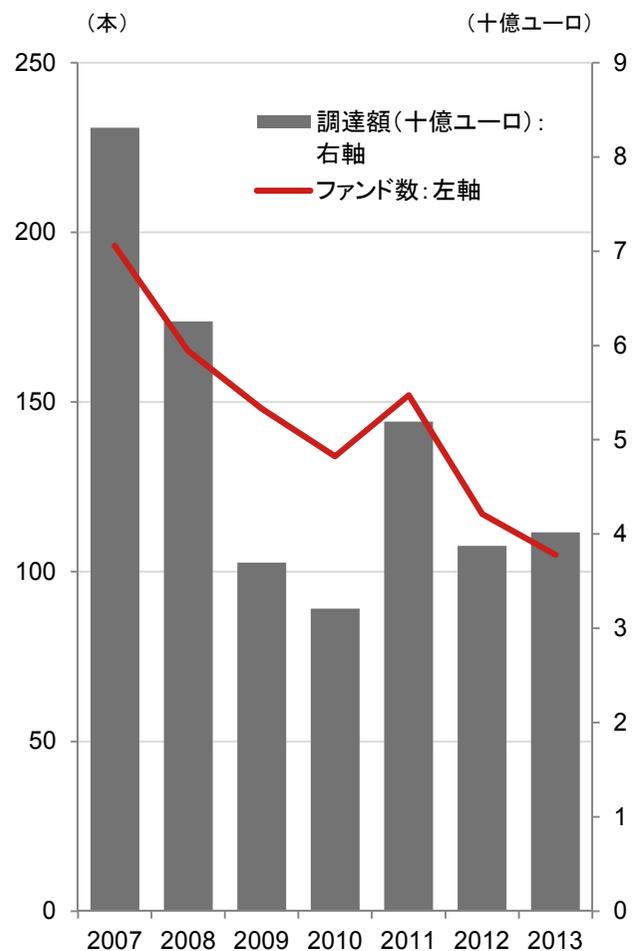
(注) 2014年は第3四半期まで。

(出所) National Venture Capital Association資料より野村資本市場研究所作成

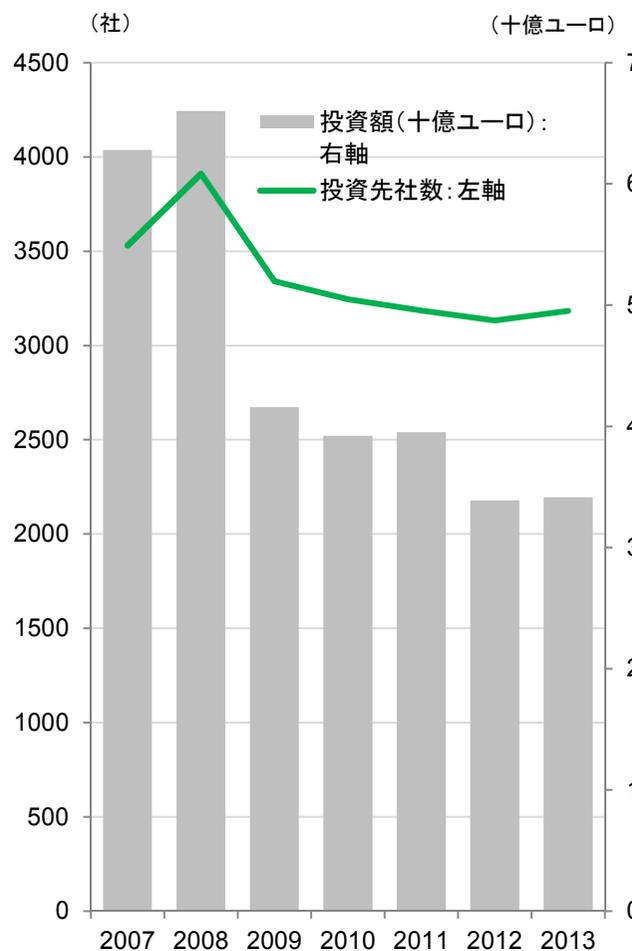
# 欧州ベンチャーキャピタル市場の状況

■ 欧州のVC市場は、金融危機・ソブリン危機の後、やや低調な状況が続いている。

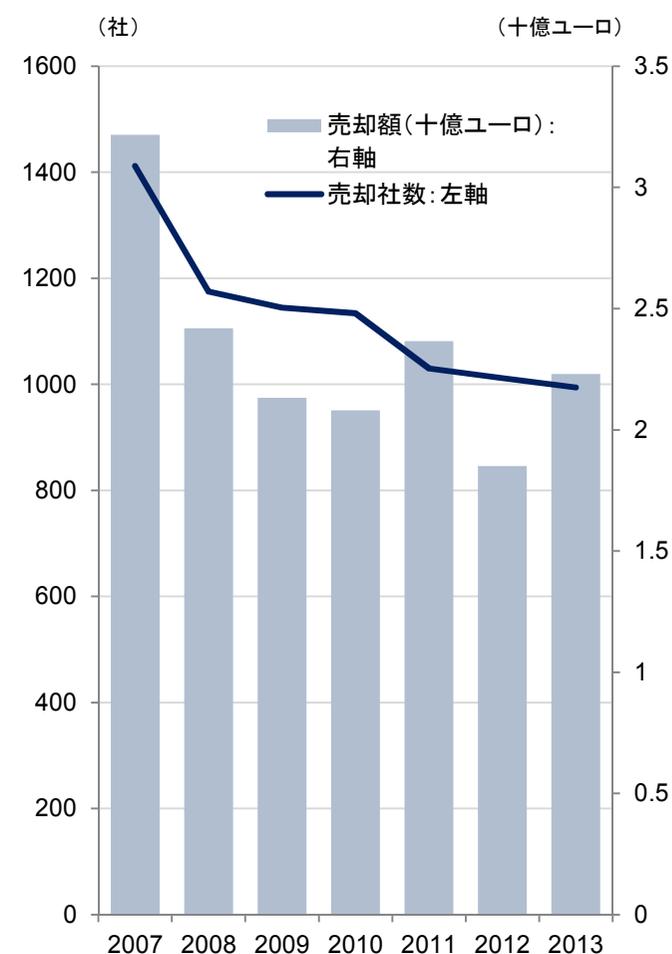
欧州VC:ファンド調達状況



欧州VC:投資状況



欧州VC:売却(Divestment)の状況



本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はこれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。