

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第三小委員会委員 明 田 雅 昭

本国際セミナーは拡大し発展しているアジアにおける資産運用ビジネスの魅力と将来を展望するもので、4月24日に東京で開催された。国際セミナーは今回で6回目を迎えたが、テーマ設定のおかげか、久しぶりに活況を呈してきた東京市場の勢いなのか、中国、韓国、香港、台湾、オーストラリア（以下、豪州）などから20人以上の外国人の方も参加されて、今までで最も国際的なものとなった。

本セミナーは資産運用会社の事業機会としてアジア市場の魅力や現状とその課題、将来の発展可能性を論じることに重点を置いている。事業機会を論じるものであって、投資対象としてのアジア証券市場の特性を分析し理解するというものではない点に留意が必要である。

アジアにおける資産運用といえば、かつては日本が中心で、豪州、香港、シンガポール等がわずかに追加されたイメージであった。世界の投資家が見るアジアは、日本と日本を除くアジアパシフィックの二つの地域に区分けされ、ベンチマーク指数も二つの地域指数が別々に用いられていた。証券会社のアナリストの配置も東京が圧倒的な中心であった。2000年6月時点でもMSCI指数での時価総額ウエートは日本が12.6%で、日本を除く

アジアパシフィックは2.9%にすぎなかった。

20年以上続いた日本経済の低迷と世界経済に占めるシェアの低下、そして中国や東南アジアの目覚ましい経済発展は言うまでもなからう。株式時価総額シェアでも日本の低下は著しく、今やアジア株式投資において、日本は別個の独立した投資対象資産というより、一つのサブセクターとなった感すらある。外資系のアナリストも東京から香港やシンガポールに多数が異動し、リサーチ拠点としての東京の位置付けも低下した。

アベノミクスの是非はともかくとして、ここ数年の日本株式は久しぶりに活況であるが、日本に限らず先進国の株式はその経済の成熟さゆえに、大きな伸びは期待できない。それと比べれば新興国の株式は脆弱性等リスクは高いものの潜在的な成長性ははるかに大きい。日本の資産運用会社も規模の拡大があまり期待できない国内事業だけに頼ってはいられない時代になったと言える。

アジアでの資産運用ビジネスには、資金の出し手と投資対象という2次元でみると、三つの分野がある。第一に域外の資金を域内の資産に投資するOut-In分野である。これは日米欧の年金や投資信託が中国や東南アジアの株式や債券などを運用するビジネスである。長い間、これがアジアにおける資産運用ビジネスの中心であった。これは今

後も長く続くはずだ。第二に域内の資金を域外の資産に投資するIn-Out分野である。例えばアジアの国富ファンドが欧米の株式やPE、不動産に投資する際の運用外部委託を受託するビジネスである。国富ファンドなどの運用高度化に伴って求められる支援サービスも多様化しており、中国の保険会社の運用外部委託の解禁も相まって、これからの成長分野として期待される。第三は域内の資金を域内の資産に投資するIn-In分野である。例えば中国の個人投資家の資金を集めて、中国国内株式に投資するファンドを運用するビジネスである。域内の巨大な経済規模を背景にしており、潜在的な成長性は巨大である。グローバルマネジャーからすると、この分野では、ジョイントベンチャー設立や銀行等の販売チャンネルの開拓など地域主体との密接な協力が必要になる。

本セミナーの講演者には、これら3分野での資産運用ビジネスの現状と将来展望を語っていただいた。講演者は外国人のコンサルタント2名と日本人の資産運用会社経営者2名である。

ダニエル・セリギン氏の講演「アジアパシフィックにおける資産運用ビジネスの枠組み」では、最初に、同地域では既に8兆米ドルの資産運用が行われており、日本が34%、豪州が20%、中国が18%の運用資産額シェアを持っていると指摘する。しかし、フィー収入でみると中国が25%でトップであり、今後5年間の平均成長率も最大になると予測する。成長の要因として3点を挙げている。

第一にファンド構造の変化である。現在、主流の欧州のUCITSのシェアは低減し、現地ニーズに適合した新しいファンド構造の開発・浸透が資産運用ビジネスの成長に貢献するだろう。

第二に新しい投資家層の出現である。従来、国

富ファンド、巨大な国有年金制度、グローバル・プライベートバンク、日本の個人投資家層、豪州の強制的年金貯蓄制度がけん引者であった。今後は地元の個人投資家とプライベートバンク、確定拠出年金および保険会社が新興顧客として成長をけん引し、19年にはフィー収入の55%を占めると予測する。このシフトは既存大規模顧客の洗練化によるフィーの低下、運用のインハウス化の進展、規制当局による新興顧客層育成の奨励によるとしている。

第三は非伝統的、非ドメスティックな投資戦略の成長である。グローバルマネジャーもローカルマネジャーも現時点では、これにフルスペックで対応できる能力や環境に欠けている。おのおのに欠けているものは異なるのだが、おのおのが新興顧客セグメントのために独自にデザインされた新しい事業モデルを構築する必要があるとしている。

最後に、次の3年間は「今後10年間に真に意味のある成長のための準備の期間」とであると締めくくっている。

佐藤秀樹氏の講演「グローバル資産運用会社のアジアに対する経営戦略」はグローバルな資産運用業界の展望から始まる。過去5年の純資金流入が最大だったのは39%のアジア新興国であり、運用資産残高が100兆米ドルに達すると予想される20年に向けた成長下でもアジアは倍増が期待される。成長の要因は新興顧客としての世界的な中間所得層の拡大とオルタナティブやパッシブ戦略の普及・浸透にあるとみている。その上で、アジア戦略について三つの切り口で論じている。

第一の切り口は地域である。コア市場は日本・豪州からインドを含むアジアに移る。富裕層の人口と資産の伸び率は中国、インド、インドネシア

特集

で著しい。中国では保険会社の運用外部委託が解禁され、ジョイントベンチャーや100%外資会社制度の準備が進んでいる。アジア諸国の制度は多様であるが、他国で承認されたファンドの国内販売を許可する制度も整備されてきた。

第二の切り口は顧客である。年金分野でも拡大余地はあるものの、富裕層や中間所得層を狙ったリテール分野が注目される。銀行等の販売チャンネルと連携した投資信託の販売と、現地での支店作りが、グローバルマネジャーの課題になる。

第三の切り口は運用である。全ての分野で秀でる模範的なマネジャーは出てきそうになく、各社はそれぞれが持つリソースを最大限活用した特徴の異なる事業展開になろう。運用商品は一カ国で成功したものを適合性のある他国で横展開することになろう。運用商品の中では、特にマルチアセット型ファンドが注目されるとしている。

本セミナーではコンサルタントのピーター・アレクサンダー氏から「中国の資産運用ビジネス」という中国のビジネス環境に特化した講演があった。また、日系資産運用会社の視点から児玉健治氏による「日本の資産運用会社のアジアに対する経営戦略」という講演もあった。紙幅の関係で本誌への掲載は見送ったが、講演要旨が協会ホームページで公開されている。セリギン氏および佐藤氏の講演内容を補足し、あるいは別途の視点を提供するものとしてお読みいただければと思う。

パネルディスカッションでは、コンサルタント1名と資産運用会社の経営者2名がパネリストとなり、司会が設定した五つの論点について、順次、自己の見解を披露した。

第一の論点はM&Aとジョイントベンチャーの可能性である。哲学を重んじる運用会社としては

ゼロからの直接参入が好ましいが、顧客からの要望がスピードアップしている現状と規制の関係からM&Aやジョイントベンチャーもやむを得ないこと、その場合、計画段階から文化の違いや役割分担について明確なイメージを持つておくことの重要性が指摘された。

第二の論点は規制である。国によって規制の複雑さや明瞭性、透明性が相当異なる。中国では事前にどれだけ詳しく調べても、規制の細目がどのように適用されるのか分からないところがあり、この傾向は将来、改善される見込みはないという。このため先に参入した会社の事業活動範囲を注意深く観察するか、見切り発車して、その都度対応していくしかないようだ。

第三の論点はオフィス機能の配置である。グローバルな運用会社は、インドや中国に大規模なオペレーティングセンターを持っていることが多く、一方、商品開発やマーケティングは香港で行っていることが多いと紹介された。日系や中国系にはそれぞれ独自の制約からハブとしての香港やシンガポールの活用方法が異なっているようだ。

第四の論点は投資拠点としての位置付けである。Out-Inで顧客がグローバルな機関投資家の場合は香港、シンガポールのハブで運用するが、In-Inのリテール顧客向けには現地で運用しないと難しいとの指摘があった。地域ファンドの運用をトップダウンで行うかボトムアップで行うかの問題や、ベンチマーク運用における初歩的な不適切運用の問題なども指摘された。運用スタッフの転職問題についてもコメントがあった。

最後の論点は販売会社におけるビジネスモデルの重要性である。アジアでも販売チャンネルとしての銀行の役割が大きい、どの国でも同様な短期回転売買の問題があり、長期投資を実現するためには工夫が求められる状況のようだ。

本セミナーの講演を聴いて特に印象に残ったことをいくつか書き記しておく。

中国における資産運用ビジネスの潜在的可能性の大きさは極めて魅力的である。複数の講演者から紹介があった天弘基金という資産運用会社のMMFは特に印象的であった。天弘基金は、13年6月にアリババのオンラインショッピングサイトの送金システムに共同MMFを設定したが、このMMFはわずか1年で投資家数1億2,500万人、運用額5,700億元（920億米ドル）という規模に膨れ上がり、同社は中国最大の資産運用会社になった。商品はほとんどMMFだけであるが、通常の資産運用最大手である2位の会社の倍近い運用額になった。この一件は、中国以外でもGoogleやFacebook、AppleなどのIT系企業が突如として資産運用業界に参入し、あっという間に主要なプレーヤーになる可能性を示唆する。

本セミナー後に発生した上海株式市場の急落は様々な問題を露呈した。投機的な個人が主体の相場場で上昇してきた株式市場が一転して急落し、半数の株式が取引停止になった。大手投資家に半年間売却禁止令を出すなどなりふり構わぬ中国政府のPKOは、海外の機関投資家にはまだ手を出せない市場であることを印象付けた。中国株のMSCI指数への組み込みは、地域の投資の活性化に大きく寄与すると期待されていたが、今回の中国当局の荒業によって遠のいたものと思われる。

中国では100%外資の現地運用会社を設立するのはまだ難しいようで、ジョイントベンチャーが有力な手段になるが、この場合、運用会社としての哲学の徹底が容易ではないという。香港とのフ

ンド相互承認も期待が大きいのが、軌道に乗るまでにまだ時間を要するようだ。中国参入に当たって資産運用会社としての事業計画の作成が難しいことも障壁のようだ。規制の具体的な細目が曖昧で、どんなに調べても当局の裁量性が残り、結局、分かりきることはない。一定の将来像が見えないため事業計画の評価が難しいという。投資先企業の価値推計を本業とする資産運用会社としては情けない感じもするが、コンサルタントは「とにかく始めて、間違いが分かった時点で修正するアプローチ」が必要だという。資産運用会社の中国進出計画を評価するためには、撤退や拡大などのオプションを加えたりリアル・オプション・アプローチが必要になるということだろう。

中国以外で目を引いたのは地域の共通ファンド構造の開発である。東南アジア中心のアジア集団投資スキームと豪州・ニュージーランド・韓国も加わったアジア地域ファンドパスポートである。これらの共通構造の「参加国」に日本が入っていないことが気になった（ただし、前者の設定1号ファンドには日系運用会社が加わっている）。中国には人民元適格海外投資家（RQFII）という制度があるが、域内の韓国、豪州だけでなく、英、独、仏、スイス、加もライセンスを得ているのに日本はまだのようであった。

日本の製造業やサービス業は人口減少期に突入した日本国内での事業展開の限界を克服すべく、海外市場に活路を見いだしている。日本の資産運用会社も、欧米に進出するのは難しいかもしれないが、お膝元のアジアでの事業拡大をもっと本格的に進めるべき時ではないだろうか。