

株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰が 鮮明となりつつある欧米投資信託市場

三宅 裕樹

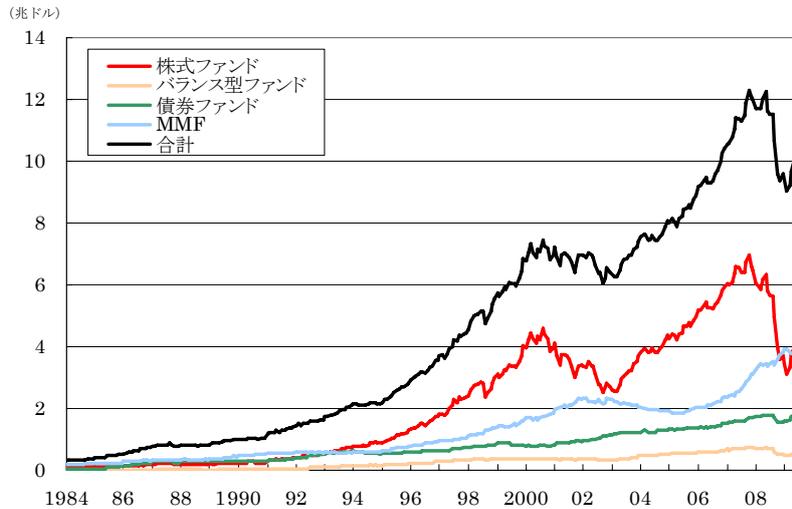
■ 要 約 ■

1. 欧米の投資信託市場においては、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の影響を乗り越えつつあるように思われる。一時、MMF、あるいは投信市場の外に流出した資金は、2009年初頭から徐々に株式ファンドや債券ファンドに回帰してきている。
2. 米国では、株式ファンドのパフォーマンスの改善などを受けて、投資信託全体の純資産残高は10兆ドルの水準を回復した。資金動向においては、債券ファンドへの資金流入の大きさが注目される。2008年12月にいち早く流入に転じたハイ・イールド債ファンドに続く形で、翌2009年1月以降はその他の債券ファンドでも軒並み資金の流入が起きている。社債ファンドや地方債ファンドなどでは、8月までの時点ですでに過去最大規模の流入額を記録している。
3. 欧州でも、株式ファンドや債券ファンドへの資金の流入が起きている。特に、英国で人気を集めているのが投資適格債ファンドである。同国では、金融危機以前より株式ファンドに偏ったポートフォリオを見直そうとする向きがあったが、金融危機を機に、その傾向がいつそう推し進められることになった。
4. 資産運用会社をめぐっても、金融危機を契機として再編・統合の動きが生じつつある。2009年6月に決定したブラックロックによるBIG買収の案件に前後して欧州では、例えばクレディ・スイスのように資産運用部門を切り離したり、クレディ・アグリコルとソシエテ・ジェネラルの運用部門の統合のように、資産運用事業の体制を見直すといった動きがでてきている。また、米国でも、バンク・オブ・アメリカによるコロンビア・マネジメントの売却などが決定された。

I. 米国の投資信託市場の直近の動向

欧米の投資信託市場の直近の動向をみると、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機、特に2008年9月のリーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) の経営破たんを契機とした金融市場の混乱からの影響を乗り越えつつあるように思われる。株式ファンドや債

図表 1 米国投資信託市場の純資産残高の推移



(注) 2009年8月まで。

(出所) 米国投資信託協会 (Investment Company Institute, ICI) 資料より、野村資本市場研究所作成

券ファンドから MMF、あるいは投信市場の外に流出した資金は、2009年初頭から徐々に株式ファンドや債券ファンドに回帰してきている。また、純資産残高も、世界的な株式市場のパフォーマンスの回復による評価益の計上などが支えとなって、2008年後半の急速な収縮から一転し、水準を回復させてきている¹。

1. 純資産残高は 10 兆ドルの水準を回復

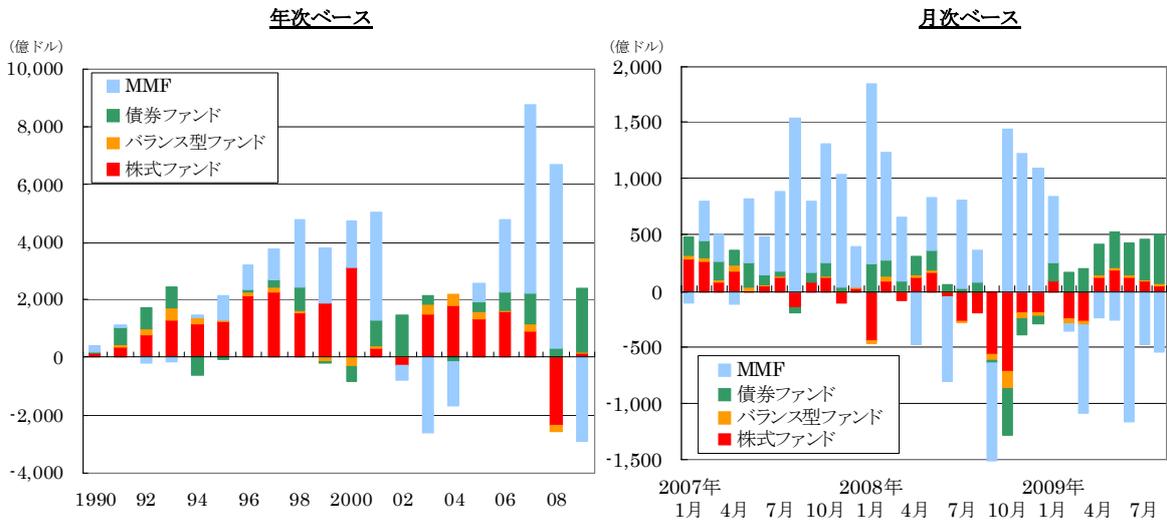
まず、米国の投資信託市場についてみると、2009年8月末時点の純資産残高は全体で 10.6兆ドルと、2008年末時点の 9.6兆ドルより 1.0兆ドル、10.5%の増加となった(図表 1)。2007年10月に 12.3兆ドルのピークを付けた後、市場規模は1年以上にわたっておおよそ減少傾向をたどっていたが、2009年2月に 9.0兆ドルにまで落ち込むと、そこから傾向を反転させ、同年5月には 10兆ドルの水準を回復した。

市場規模の回復に大きな役割を果たしたのは株式ファンドである。株式ファンドは、今回の金融危機で大幅な評価損を計上し、2008年末の純資産残高は 3.7兆ドルと、ピーク時(2007年10月)の 6.9兆ドルのおよそ半分の水準にまで減少した。その後も 2009年2月までは減少傾向をたどったが、同年3月より米国国内、および海外の株式市場の回復を受けて評価益が生じる状況となった。その結果、2009年8月末時点の残高は 4.5兆ドルと、2008年末より 21.8%の増加となった。

また、株式ファンドの 2009年における資金純流出入の動向をみると、1月に一旦流入と

¹ 2008年の米国の投資信託市場の動向について詳しくは、三宅裕樹「2008年米国投資信託市場の回顧 — 株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性 —」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号を参照。また、同年の欧州市場の動向について詳しくは、同「2008年欧州投資信託市場の回顧」同 2009年夏号ウェブサイト版参照。

図表 2 米国投資信託市場の資金純流入額の推移



(注) 「資金純流入額の推移 (年次ベース)」の2009年の値は1-8月までの合計。
 (出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

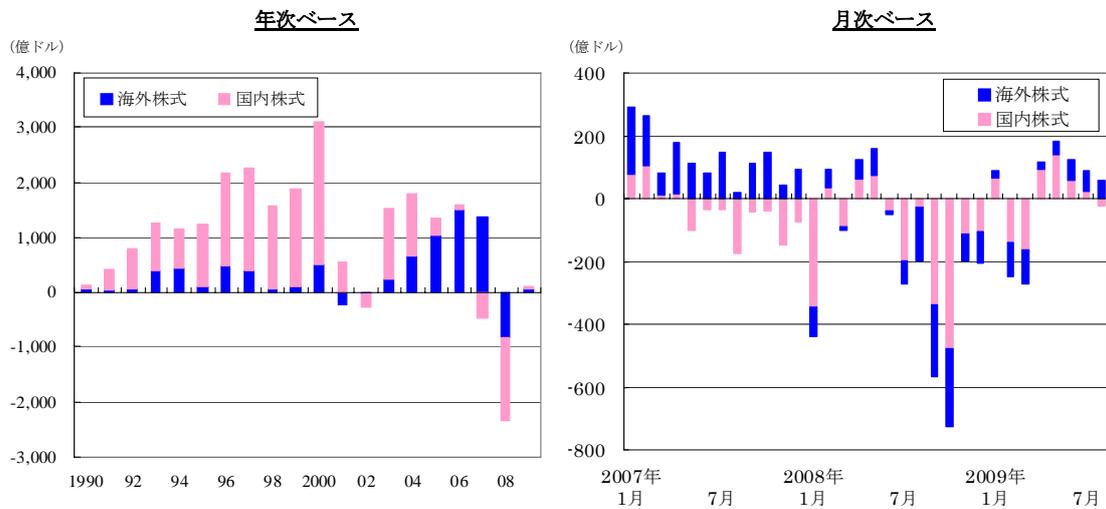
なると、2月・3月の流出の時期を経て、4月から8月まで流入の状況が継続しており、2008年後半の流出基調に変化がみられる² (図表2)。

ただし、直近の米国投資信託市場において、これまでのところ投資家の資金を最も多く引き付けているのは債券ファンドである。債券ファンドは、株式ファンドに先んじて2009年1月より資金純流入額はプラスに転じており、特に4月以降は300億ドル前後と、債券ファンドの過去の水準と比べても多額にのぼっている。これにより、2009年の債券ファンドの純流入額は8月までで2,198億ドルと、年間ベースで過去最大を記録した2002年(1,406億ドル)の水準をすでに大きく上回っている。この間、評価益についても1,872億ドルを計上した結果、2009年8月末時点の債券ファンドの純資産残高は1.9兆ドルと、2008年末時点の1.5兆ドルより4,074億ドル、26.0%増加して、過去最高水準に達した。

このように、株式ファンドと債券ファンドが純資産残高を伸ばす中で、種類別で唯一、2009年に入って残高が減少し続けているのがMMFである。MMFは、2007年後半以降、安全性を重視する投資資金の流入先となって残高を伸ばし、2008年11月からは株式ファンドを抜いて種類別で最大の投資信託となっていた。しかし、翌12月にFRBが政策金利であるフェデラル・ファンド金利の誘導目標水準を0~0.25%にまで引き下げるという超低金利政策を実施し、これに連動する形でMMFの利回りが低下したことや、次第に資本市場が一定の落ち着きを取り戻してきたこともあって、2009年2月より資金は流出に転じた。その結果、MMFの残高は2009年5月には再び株式ファンドに抜かれ、同年8月末時点では3.5兆ドルと、2008年末時点の3.8兆ドルより2,804億ドル、7.3%低い水準となった。

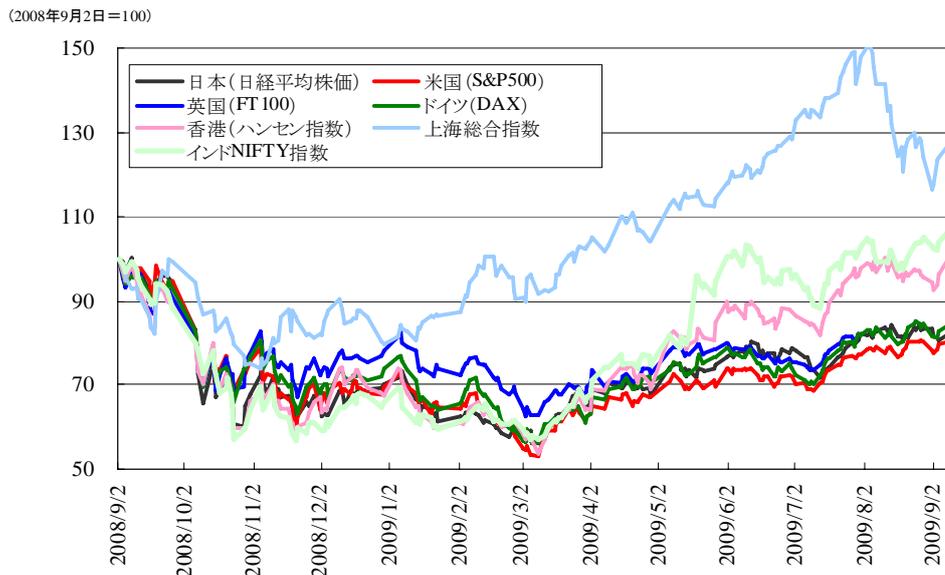
² 以下、本稿で「流入」ないし「流出」という用語は、グロスでの販売額から投資家による解約分を控除した「純流入」「純流出」のことを意味する。

図表3 米国株式ファンド市場の資金純流入額の推移



(注) 「資金純流入額の推移 (年次ベース)」の2009年の値は1-8月までの合計。
 (出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

図表4 2008年9月以降の主要国株式市場のパフォーマンスの推移

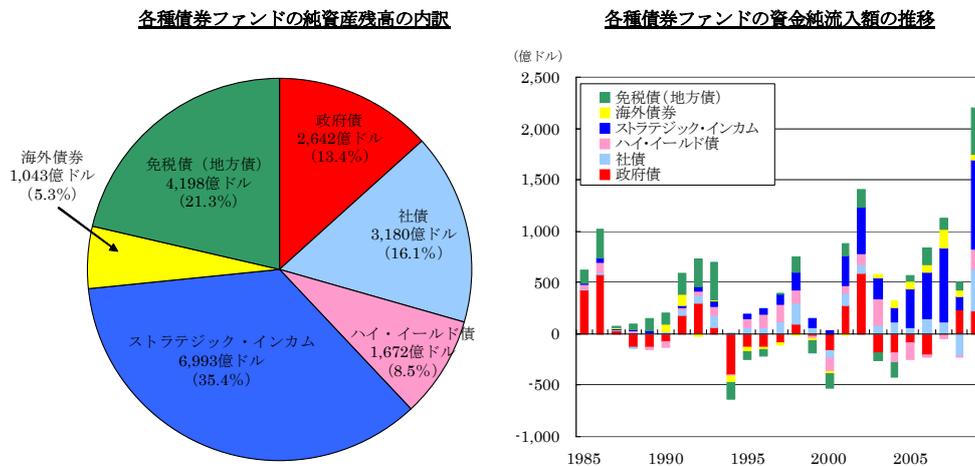


(注) 2009年9月10日までの状況。2008年9月2日の実績値を100として指数化。
 (出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

2. 人気を取り戻しつつある海外株式ファンド

株式ファンド市場についてより詳しくみると、2009年4月以降の同ファンドへの資金の流入は、まずは国内株式ファンドを中心としたものであったが、月を経るにつれて海外株式ファンドに流入先が移っている(図表3)。同年6月には海外株式ファンドの資金純流入額が国内株式ファンドを上回り、8月には国内株式ファンドで20.2億ドルの流出となる

図表5 米国債券ファンドの純資産残高の内訳、および資金純流入額の推移



(注) 純資産残高の内訳は 2009 年 8 月末時点。「純流入額の推移」の 2009 年の値は 1-8 月の合計。
 (出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

一方、海外株式ファンドでは 58.8 億ドルのプラスと、引き続き流入傾向が続いている。

そもそも、米国では、2000 年代前半より海外株式ファンドに対する人気は高まっていた。海外株式ファンドの資金純流入額は年々増加し続け、特に 2005 年から 2007 年にかけては年ベースで国内株式ファンドを上回る流入額を記録した。また、今回の金融危機下においても、国内株式ファンドが 2007 年 5 月より資金流出の傾向に転じる中で、海外株式ファンドはそれから 1 年後の 2008 年 5 月まで流入の基調を維持した。

海外株式ファンドの直近の資金動向をみる限り、こうした米国における海外株式ファンドに対する人気は、少なくともこれまでのところは維持されていると捉えられる。その背景には、2009 年 3 月以降の世界的な株式市場の回復が特に新興国において顕著に実現し、特にアジア地域の株式市場が相対的に高いパフォーマンスをあげていることが、一因として考えられる (図表 4)。

3. 過去最大規模の資金が流入している債券ファンド

一方、債券ファンドの資金純流入の状況を見ると、リーマン・ショックを受けて、2008 年 9 月には財務省証券などを主な投資対象とする政府債ファンドを除くほぼ全ての債券ファンドで資金は流出した (図表 5)。しかし、2008 年 12 月にハイ・イールド債ファンドで資金流入となると、翌 2009 年 1 月には社債ファンドや地方債ファンド、および各種債券をポートフォリオに組み入れるストラテジック・インカム・ファンドでも資金流入傾向に転じた。2009 年 1 月から 8 月までの流入額は、債券ファンド全体で 2,356 億ドルに達し、うちストラテジック・インカム・ファンドが 861 億ドル、地方債ファンドが 445 億ドル、社債ファンドが 413 億ドルを占めている。これらの値は、各々の年ベースでの過去最大の流入額を上回る水準である。

2009年に入って債券ファンドに多額の資金が流入してきている背景としては、①金融市場の混乱が一定の落ち着きを取り戻しつつある中で、投資家の中に再びリスクをある程度許容してリターンを追及しようという動きが生まれつつあること、②金融危機対応で政策金利が大幅に引き下げられて、債券投資のリターンが高まったこと、③インフレ懸念が現時点ではそれほど大きなものとはなっていないこと、④特に金融セクターや自動車セクターで企業が資金調達のために株式の発行を進めた結果、株式が供給過剰となって投資対象としての魅力が低下し、相対的に債券が選好されたこと、などの要因が指摘されている³。特に、他の債券ファンドに先んじて流入傾向に転じたハイ・イールド債ファンドについては、高いレバレッジをかけていたヘッジファンドが、マージンコールを受けて追加担保を提供する必要に迫られたり、投資家からの解約請求に応えたりするために保有資産の売却を進めた結果、ハイ・イールド債などの流通価格が大幅に低下し、割安感が生まれたことも要因の一つされている。なお、ハイ・イールド債ファンドの2009年上半期のリターンは23%であった⁴。

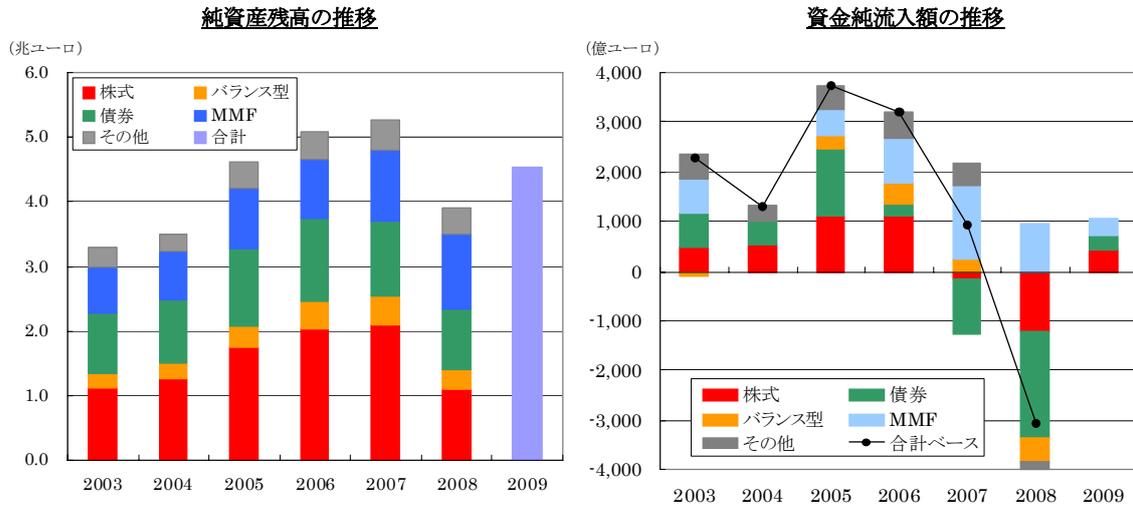
こうした債券ファンドに対する投資家の人気は今後いつまで続くこととなるかは、今後の注目点の一つといえよう。債券ファンドへの資金の流入を支えた主因であった金融緩和策の実施に伴う金利水準の低下、債券の利回りの上昇についてみれば、すでに米国の政策金利は0%台の水準にまで引き下げられており、これ以上の金利の低下は予想しにくい状況にある。むしろ、米国政府は景気対策の財源として公債を積極的に発行しているほか、民間企業も改善に向かいつつある社債市場からの資金調達を本格化させつつあり、今後は債券価格の下落によって債券ファンドのパフォーマンスが低下することも予想される。さらに、実体経済やコモディティ市場の動向によってはインフレ懸念が台頭してくる可能性もある。これらを踏まえれば、投資家からの人気は債券ファンドから株式ファンドなどに徐々に移っていくことも想定される。

その一方で、金融機関が抱える不良資産の残高は引き続き増加傾向にあり、米国経済は依然として、今回の金融危機の影響を完全に脱したとは必ずしも言い切れない状況にある。それゆえ、株式市場のパフォーマンスの回復が今後も続くかについても不透明感が残っており、今後の動向によっては債券ファンドに対する人気はこれからはしばらく続くことも、可能性として考えられる。

³ Karen Hube, "Investing in Funds: A Quarterly Analysis – Going Into Debt: As an investment strategy, that is; New funds aim to exploit opportunities in the beaten-down bond markets," *The Wall Street Journal*, 07/06/2009, Al Yoon, "Bond popularity soars in asset-allocation mix," *Reuters*, 08/18/2009 など参照。

⁴ 注3 参照記事。原出所はモーニングスター社。

図表 6 欧州投資信託市場の動向



(注) 「純資産残高の推移」の2009年の値は7月末時点。「資金純流入額の推移」の2009年の値は、株式ファンド、債券ファンド、MMFの1-7月の合計。
 (出所) リッパーFERI資料より、野村資本市場研究所作成

II. 欧州の投資信託市場の直近の動向

1. 純資産残高は4兆ユーロの水準を回復

欧州でも、米国と同様に株式ファンドや債券ファンドへの資金回帰の動きがみられる。資金動向をみると、2008年一年間で株式ファンドからは1,202億ユーロ、債券ファンドからは2,153億ユーロの資金がそれぞれ流出したが、2009年1月から7月にかけては株式ファンドで441億ユーロ、債券ファンドで273億ユーロの流入となっている(図表6)。

ファンドの種類別の純資産残高を直近時点について把握することはできないが、投資信託全体での残高は2009年7月末時点で4.5兆ユーロと、2008年末時点の3.9兆ユーロより6,231億ユーロ、16.0%の増加となった。国別でも、欧州主要各国ではおおむね、2008年末時点と比べて投資信託市場の規模も回復してきており、フランスでは2008年末の6,639億ユーロから2009年7月末には7,330億ユーロと10.4%の残高増となっているほか、英国では31.0%、ドイツでも5.1%の増加となった(図表7)。

2. 資金回帰を促した銀行預金金利の低下

欧州投資信託市場における株式ファンドや債券ファンドへの資金回帰の背景としては、資本市場が次第に落ち着きを取り戻しつつある中で、投資家がリスクを取って高いリターンを追求する環境が徐々に整ってきたことのほか、銀行預金との関係が指摘されている⁵。

米国の場合と異なり、欧州では、今回の金融危機下においてMMFが安全性資金の受け皿としての役割を十分に果たすことができなかった。例えば、2007年後半にサブプライ

⁵ David Ricketts, "Mutual funds move back into the black," *Financial Times*, 01/18/2009 など参照。

図表 7 欧州各国の投資信託市場の規模

| 順位 | 国名 | 2009年7月末時点の状況 | | 2008年末時点との比較 | | 2007年末時点との比較 | |
|----|---------------------|---------------|-------------|--------------|-------|--------------|--------|
| | | 純資産残高 | 欧州市場に占めるシェア | 純資産残高 | 増減率 | 純資産残高 | 増減率 |
| 1 | フランス | 7,330 | 16.2% | 6,639 | 10.4% | 7,754 | -5.5% |
| 2 | 英国 | 4,769 | 10.5% | 3,640 | 31.0% | 6,101 | -21.8% |
| 3 | ドイツ | 4,393 | 9.7% | 4,180 | 5.1% | 5,444 | -19.3% |
| 4 | イタリア | 3,285 | 7.3% | 3,196 | 2.8% | 4,656 | -29.4% |
| 5 | スイス | 2,288 | 5.1% | 1,426 | 60.4% | 1,513 | 51.2% |
| 6 | スペイン | 1,550 | 3.4% | 1,674 | -7.4% | 2,244 | -30.9% |
| 7 | ベルギー | 1,169 | 2.6% | 1,229 | -4.9% | 1,431 | -18.3% |
| 8 | スウェーデン | 1,140 | 2.5% | 905 | 26.0% | 1,456 | -21.7% |
| 9 | オーストリア | 534 | 1.2% | 494 | 7.9% | 688 | -22.4% |
| 10 | デンマーク | 494 | 1.1% | 450 | 9.7% | 670 | -26.3% |
| 11 | フィンランド | 414 | 0.9% | 371 | 11.5% | 583 | -28.9% |
| 12 | オランダ | 404 | 0.9% | 350 | 15.2% | 584 | -30.9% |
| 13 | ノルウェー | 340 | 0.8% | 248 | 37.3% | 437 | -22.2% |
| 14 | ポルトガル | 158 | 0.3% | 158 | 0.0% | 276 | -42.7% |
| 15 | ポーランド | 154 | 0.3% | 137 | 12.4% | 341 | -54.7% |
| | その他 | 543 | 1.2% | 294 | 84.8% | 516 | 5.4% |
| | 欧州型 (International) | 16,294 | 36.0% | 14,191 | 14.8% | 19,557 | -16.7% |
| | 合計 | 45,259 | 100.0% | 39,583 | 14.3% | 54,249 | -16.6% |

(注) 純資産残高の単位は億ユーロ。

(出所) リッパ-FERI 資料より、野村資本市場研究所作成

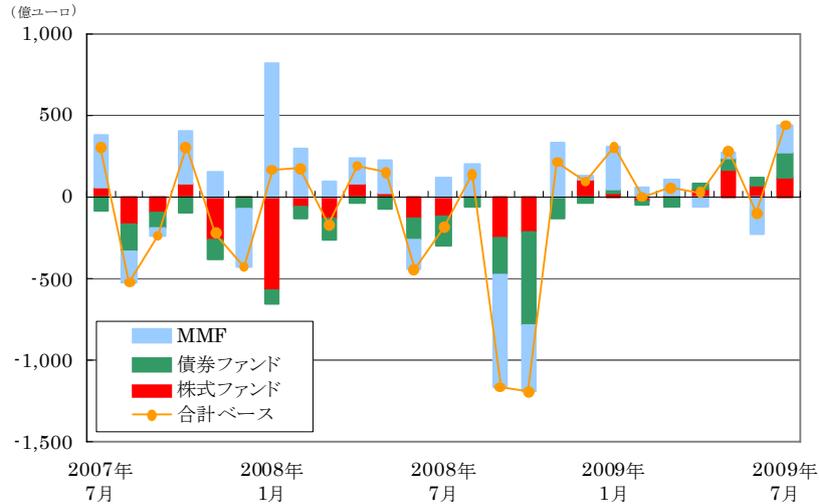
ム・ローン問題が徐々に顕在化の気配を見せ始めた時期や、2008年9月以降、リーマン・ブラザーズの経営破たんを契機に世界規模で流動性危機が深刻化した時期において、MMFでも流入額はマイナスとなっており、株式ファンドや債券ファンドなどから流出した資金はそのまま投資信託市場から銀行預金などに流れた⁶ (図表8)。特に、リーマン・ショック直後は、流動性資金を確保しようとの意図から銀行が高い預金金利を提示したことや、預金保護の上限額を引き上げるといった政策対応が実施されたことも、投資信託から銀行預金への資金シフトを後押ししたとされる。

しかし、その後、中央銀行による金融緩和政策により金利水準が大幅に引き下げられた結果、銀行預金の金利も連動して低下した。例えば、英国で個人預金者向けに提供されている定期預金(一年物)の平均金利は、2008年10月まで5.5%前後の水準にあったが、同年11月より急速に低下し始め、2009年5月には3.8%となった。これに資本市場の回復が重なったことで、銀行預金から再び投資信託、特に株式ファンドや債券ファンドに資金が回帰する流れが生じてきたと考えられる⁷。

⁶ こうした事態を受けて、欧州レベルでのMMFの運用に関する制度的な枠組みの新設に向けた動きが進んでいる。2009年7月には、欧州投資信託協会(European Fund and Asset Management Association, efama)とIMMFA(Institutional Money Market Fund Association)が自主規制案をまとめ、公表した。詳しくは、三宅裕樹「欧州MMFをめぐる最近の規制動向 —efama・IMMFAによるMMF制度提案—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年秋号ウェブサイト版参照。

⁷ 英国投資信託協会(Investment Management Association, IMA)が2008年5月より半年ごとに実施している、英国の個人投資家に関する調査("The IMA Great British Investor Report")によると、今後半年間での投資信託市場の変化の方向性をどう予想するかという問いに対する個人投資家の回答を基にして算出されるIMA英国投資家信頼指数(IMA GB Investor Confidence Index)は、2008年11月の71から、2009年5月には106にまで改善している。なお、同指数は100を基準として、強気の見方が強まれば値は大きくなる。

図表 8 欧州投資信託市場の直近の資金純流出入の状況



(注) 2009年7月まで。

(出所) リッパー-FERI 資料より、野村資本市場研究所作成

3. 人気を集める投資適格債ファンド

特に2009年に入って投資家からの人気を集めている投資信託の一つとして、投資適格の社債を主な投資対象とする債券ファンド（投資適格債ファンド）がある。

特に、他の欧州先進国に比していち早く資金純流入の基調に回帰した英国で、この傾向は強いとされる。実際、2009年における同国投資信託市場の毎月の資金純流入の状況をセクター別（リッパー社分類）にみると、最も多くの資金を集めているのは1月から7月にかけて一貫してポンド建て投資適格債ファンドであった。また、同期間中における流入額は合計83.7億ユーロと、債券ファンド全体への流入額105.3億ユーロの約8割を占めている。投資信託全体への流入額172.1億ユーロと比べても、およそ半分の水準に達する⁸。

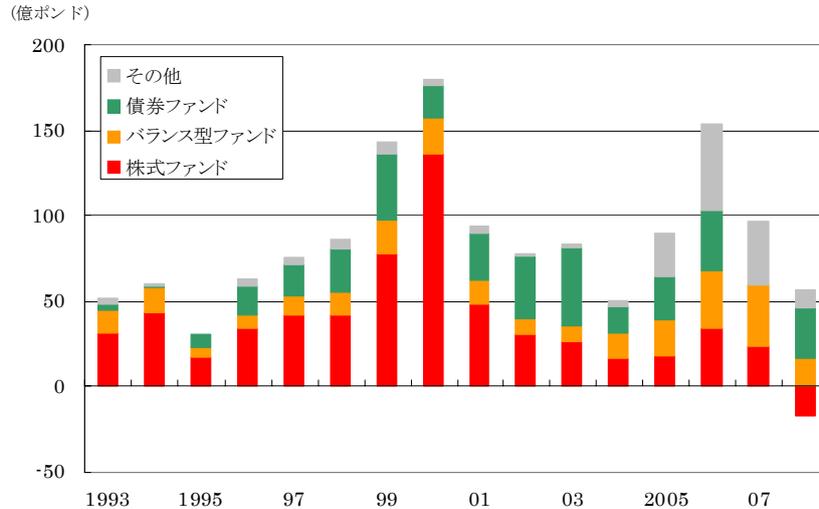
そもそも、英国の投資信託市場では株式ファンドの比率が大きく、2008年末の純資産残高ベースでは、投資信託全体の3,591億ユーロのうち、株式ファンドが2,336億ユーロと65.0%を占めている。この水準は、MMFが機関投資家などの間で広く普及しているフランスの15.7%、債券ファンドや不動産ファンドが大きな割合を占めるドイツの21.4%と比べても高く、英国において株式ファンドがかなり大きな位置づけを有しているといえる⁹。

ただし、フロー・ベースでは、2000年代に入って株式ファンドに対する投資家の人気は次第に薄れ、債券ファンドやバランス型ファンドなどが徐々に投資家の資金を集めるようになってきている。ITバブル崩壊後の2002年に、債券ファンドの資金純流入額が株式ファンドを上回ると、その後も債券ファンドかバランス型ファンドのいずれかが、株式ファンドを抑えて、年ベースで最も資金が流入する英国の投資信託のカテゴリーとなる状況が

⁸ リッパー社資料参照。

⁹ Lipper, *Fund Market* 参照。

図表 9 英国投資信託市場の資金純流出入の状況



(出所) IMA 資料より、野村資本市場研究所作成

続いている（図表 9）。2008 年には、株式ファンドで資金純流出となる一方、債券ファンドとバランス型ファンドでは流入となるという対照的な状況がみられた。

このように、英国では、金融危機以前から数年にわたって、個人投資家がそれまで株式ファンドに偏りがちであった投資信託のポートフォリオの構成を見直そうとする傾向があった。こうした動きが、今回の金融危機を受けて、株式市場の大幅なパフォーマンスの悪化と、金利引き下げによる債券ファンドの利回りの上昇を背景に、債券ファンドの中でも比較的安全性が高いとみられる投資適格債ファンドを中心として、いっそう推し進められることになったものと考えられる。

なお、こうした投資適格債ファンドへの資金純流入の傾向は英国だけにとどまらず、欧州主要国にも広まりつつあるとの指摘がある¹⁰。実際、欧州全体でのセクター別の資金純流入額ランキングの上位をみると、中国などの新興国を投資対象とした株式ファンドなどを抑えて、ユーロ建て投資適格債ファンドが首位を占める状況が 2009 年 4 月以降、4 ヶ月連続で続いている¹¹。

今後も、こうした欧州の投資信託市場における投資適格債ファンドに対する投資家の人気維持されるかについては、米国における債券ファンドの場合と同様、注目点の一つとなろう。特に、英国でみられたように投資家が中長期的な観点からポートフォリオの構成を債券ファンドにシフトさせてきている流れが今回の金融危機により改めて強まったとすれば、債券ファンドに資金が流入する状況が長期化することも予想されうる。

¹⁰ 注 9 参照資料。

¹¹ 注 9 参照資料。

図表 10 2009 年における欧州資産運用業界をめぐる主な動き

| 日付 | 出来事 | 詳細・備考 |
|------------|--|--|
| 01/12/2009 | アリアンツ、コメルツ銀行の資産運用事業（コムインベスト）を買収 | ・ コメルツ銀行は、アリアンツよりドレスナー銀行を買収 |
| 04/03/2009 | ソシエテ・ジェネラル、ロンドンの資産運用事業をGLGパートナーズに売却 | |
| 04/09/2009 | ヘンダーソン、ニュー・スター・アセットマネジメントを買収 | ・ 2009年5月に個人投資家向け事業のブランド名をヘンダーソン・ニュー・スターに変更 ・ 2010年までにアドミニストレーション・システムを含め、全ての統合作業が完了 |
| 04/17/2009 | ブラックロック、ヘッジファンドのR3キャピタル・マネジメントを買収 | |
| 05/12/2009 | BNPパリバ、フォルティスとの合併を完了 | ・ 旧フォルティスの事業機能の整理を進める ・ 資産運用部門についても、再編を進める考えを示す (Reuters, "BNP Paribas to split up Fortis Investments," 06/24/2009) |
| 06/11/2009 | ブラックロック、パークレイズ・グループより運用部門 (Barclays Global Investors, BGI) を買収 | |
| 06/17/2009 | バンガード、英国の投資家向けにインデックス・ファンドを計11本提供する方針を発表 | ・ 2009年2月に英国の投資信託市場への参入計画を発表 |
| 07/01/2009 | アバディーン、クレディ・スイスの資産運用事業を買収 | ・ 対象事業は、欧州や米国、アジア・太平洋地域の大半。スイスやブラジルなどでの資産運用事業は引き続きクレディ・スイスに残る。 |
| 07/09/2009 | クレディ・アグリコル、ソシエテ・ジェネラルとの資産運用部門の統合について最終合意 | ・ クレディ・アグリコルの資産運用部門の全事業と、ソシエテ・ジェネラルの資産運用部門の欧州・アジア地域（中国・韓国除く）事業、および同社の米国事業の20%を統合 ・ ただし、ソシエテ・ジェネラルのETF運用部門であるリクソー (Lyxor) は対象外とし、引き続きソシエテ・ジェネラルに残す ・ 統合後の資産運用事業については、クレディ・アグリコルが75%、ソシエテ・ジェネラルが25%を保有 |
| 08/12/2009 | ロイズ・バンキング・グループ、資産運用事業の再編計画を発表 | ・ ハリファックス・アンド・バンク・オブ・スコットランドの銀行保険事業、バンク・オブ・スコットランドのウェルス・マネジメント部門、クレリカル・メディカルを通じて運用・販売しているファンドの運用事業をスコティッシュ・ウィドーズ・インベストメント・パートナーシップに集約 ・ 傘下に抱えるインサイト・インベストメントをバンク・オブ・ニューヨーク・メロンに売却 |

(注) 2009年9月30日時点。各社資料や報道資料より把握できたベース。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 欧米運用会社をめぐる動き

1. 欧州の大手金融グループによる資産運用事業の位置付けの見直し

1) 資産運用事業の売却の動き

2009年に入って、米国、および欧州において投資信託市場をめぐる資金動向に変化が生じている一方で、それを運用する資産運用会社をめぐる、金融危機を契機として再編・統合などといった新たな動きが生じてきつつある（図表10）。

中でも、2009年6月に発表されたブラックロック（BlackRock）による、パークレイズ（Barclays）の資産運用部門であるパークレイズ・グローバル・インベスターズ（Barclays Global Investors, BGI）の買収は、資産運用業界における史上最大のM&A案件として注目を集めた。同案件は、金融危機の中にあって相対的に高い評価を維持し続け、今後の資産運用業界における競争力をさらに高めるべく事業規模の拡大を図っていたブラックロックと、金融危機関連の損失拡大に伴って悪化した財務体質を改善するべく自己資金の調達

必要に迫られていたバークレイズの思惑が一致して成立したものと見える。これによって新会社は、資産運用規模が2.8兆ドル（2008年末時点の両社の資産運用規模の単純合計）と、2位以下を大きく引き離す圧倒的な規模を誇る総合運用会社となる予定である¹²。

このブラックロックのBGI買収に前後して、特に欧州において資産運用業界をめぐる動きが進行している。例えば、バークレイズと同様、自社の資産運用事業を売却する事例としては、2008年12月に公表され、翌2009年7月に実施されたクレディ・スイス（Credit Suisse）による、独立系資産運用会社のアバディーン・アセットマネジメント（Aberdeen Asset Management）への資産運用事業の売却がある。具体的には、売却対象はクレディ・スイスが欧州（スイスを除く）や米国、アジア・太平洋地域で展開する資産運用事業の大半とされ、運用資産の残高は2009年5月末時点で364億ポンドにのぼる。買収金額は約2.9億ポンドで、上場会社でもあるアバディーンが新たに2.4億株の普通株式をクレディ・スイスに対して発行する形で支払われる契約となっている。これによりクレディ・スイスはアバディーンの23.9%相当の株式を保有する大株主となる。

また、2009年1月にHBOSの買収・合併を行ったロイズ・バンキング・グループ（Lloyds Banking Group）は、同年8月に傘下に抱える複数の資産運用事業部門の整理・統合計画を発表した。その内容は、①バンカシュアランス事業で提供しているファンドの運用事業やバンク・オブ・スコットランド（Bank of Scotland）のウェルス・マネジメント部門などを、グループ傘下のスコティッシュ・ウィドウズ・インベストメント・パートナーシップ（Scottish Widows Investment Partnership, SWIP）に全て集約することと、②同グループがHBOSの買収によって得たインサイト・インベストメント（Insight Investment）の事業を、①でSWIPに移行する一部事業を除いてバンク・オブ・ニューヨーク・メロン（The Bank of New York Mellon）に売却すること、という二つから成る。ロイズ・バンキング・グループは、インサイト・インベストメントを含むHBOSの買収によって、英国における投資信託の運用残高ランキングでインヴェスコ（Invesco）などを抑えて第1位の資産運用会社となっていた¹³。しかし、その一方で同グループは、不良資産残高の積み上がりに伴う損失の拡大から公的資金の注入を受けており、早急に事業運営の見直しを迫られているという事情もあった。こうしたことが、今回の対応の直接的な背景にはあるものと考えられる。

その他、ドイツでもコメルツ銀行（Commerzbank）がアリアンツ（Allianz）よりドレスナー銀行（Dresdner Bank）を買収した際に、コメルツ銀行は対価の一部として傘下の資産運用会社であるコムインベスト（Cominvest）の事業の多くをアリアンツに譲渡した¹⁴。

¹² 同案件について詳しくは、三宅裕樹「ブラックロックによるBGI買収」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年夏号ウェブサイト掲載版参照。

¹³ 2009年6月末時点では、ロイズ・バンキング・グループの英国で販売している投資信託の純資産残高は511.0億ユーロと、第2位のインヴェスコの327.2億ユーロを大きく上回っている。リップラー社調べ。

¹⁴ 同案件について詳しくは、齋田温子「コメルツ銀行によるドレスナー銀行買収」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

2) フランスの大手金融グループによる資産運用部門の改革を進める動き

これに対して、引き続きグループ内に資産運用事業を残すという選択肢を採りつつ、その運営のあり方を改め、効率化を図ろうとする動きもある。例えば、クレディ・アグリコル (Credit Agricole) とソシエテ・ジェネラル (Societe Generale) の資産運用部門の統合がそれである¹⁵。2009年7月の最終合意のポイントは、①クレディ・アグリコルの資産運用部門の全てと、ソシエテ・ジェネラルの資産運用部門のうち、リクソー (Lyxor) というブランド名で行っているETF事業などを除く事業部門を統合し、②統合後の資産運用事業の持分は、クレディ・アグリコルが75%、ソシエテ・ジェネラルが25%をそれぞれ有する、という2点である¹⁶。両社は、この統合によって期待される効果として、①包括的な、より幅広い資産運用サービス、あるいは投資信託などファンド商品を組成・提供することが可能となること、②規模の経済によって資産運用事業の効率性をさらに高められること、③地域的にサービスを提供する対象顧客の範囲を広げられること、という3点を挙げている。

また、同じく仏大手金融グループであるBNPパリバ (BNP Paribas) は、2009年5月にベルギー系の金融グループであるフォルティス (Fortis) との合併を一旦は完了したが、BNPパリバ・インベストメント・パートナーズ (BNP Paribas Investment Partners) の副CEOは、グループ内になお存在する20の資産運用部門や、300近くにのぼるファンドの整理・統合を進める必要があるとして、引き続き資産運用事業の体制についての検討・改革を進めていくとの方針を示している¹⁷。

3) 欧州資産運用業界の再編の背景

こうした欧州における資産運用業界の再編の動きの背景には、①今回の金融危機による多額の損失の計上、あるいは今後の不良資産の累増によるさらなる損失の拡大に対する懸念を受けて、大手金融グループが総資産の圧縮と自己資本の調達により財務体質の健全化を迫られていること、②依然として収益環境が早期に回復に向かうことが見込みにくい状況にあって、資産運用部門についてもよりいっそうの経営の効率化を図る必要性が高まってきたこと、などの要因が指摘されている¹⁸。

特に、②に関しては、米国の投資信託の大手運用会社であるバンガード (Vanguard) が、2009年2月に英国市場に参入する方針を示し、同年6月には株式や債券のパッシブ運用のファンドを計11本取り揃え、英国の投資家向けに販売すると発表した¹⁹。バンガードは、他社を大幅に下回る経費率を実現することで米国投資信託市場でのシェア獲得に成功し、

¹⁵ 以下、クレディ・アグリコルとソシエテ・ジェネラルのプレスリリース、および各種報道記事を参照。

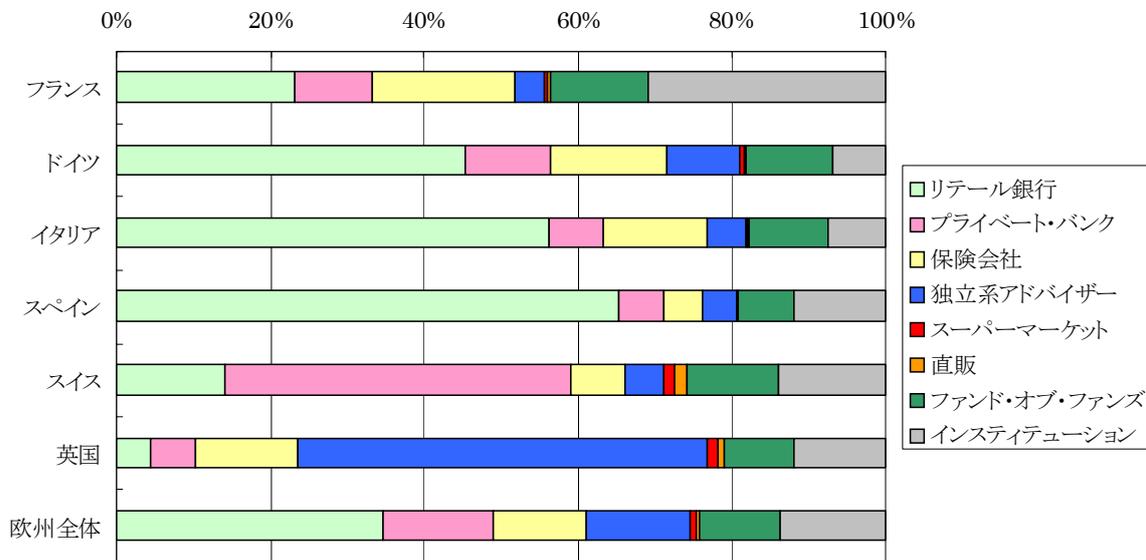
¹⁶ 地域別にみると、ソシエテ・ジェネラルの欧州における資産運用事業については全てが統合対象とされるものの、アジアについては中国や韓国での合弁事業などは対象外とされている。また、米国での資産運用部門 (TCW) については、今後5年間、株式市場での上場を維持する観点から20%の持分のみが統合の対象とされている。

¹⁷ Claire Milhench, "BNP Paribas to split up Fortis Investments," *Reuters*, 06/24/2009 参照。

¹⁸ Nick Rice, "Low-cost US fund group Vanguard to launch in UK," *Financial Times*, 02/02/2009 など参照。

¹⁹ バンガードのプレスリリース参照。

図表 11 欧州主要国の投資信託の販売チャネルの内訳



(注) リッパー社による推計。2008年。
 (出所) リッパー社資料より、野村資本市場研究所作成

2009年6月末時点における投資信託（MMF除く）の純資産残高は9,451.7億ドルと、キャピタル・グループ（Capital Group）の7,747.8億ドルやフィデリティ（Fidelity Investments）の6,871.6億ドルを上回って同市場で第1位の運用規模を誇っている²⁰。バンガードは、英国でもこうした低コスト戦略を武器に投資家の資金を獲得していきとされており、同国の投資信託市場におけるコスト競争、ひいては資産運用事業の効率化に向けた競争に拍車がかかる可能性がある²¹。

また、資産運用業界の再編の背景の第三の要因として、大手金融グループが自社にとっての資産運用部門の位置づけを見直し始めているとの指摘もある²²。実際、バークレイズのBGI売却やクレディ・スイスの資産運用部門売却は、いずれも欧米の独立系資産運用会社に対して行われたものであったほか、ロイズ・バンキング・グループによるインサイト・インベストメントの売却先も米国のカストディアン業界大手であるなど、米国で2000年代前半にみられたような、資産運用会社（部門）が商業銀行や投資銀行などのグループから切り離される動きがみられる。

さらに、欧州最大の投資信託市場の規模を誇るフランスにおいても、ソシエテ・ジェネラルとクレディ・アグリコルの事業統合といった、金融グループ内での資産運用部門の位

²⁰ モーニングスター・プリンシピアより算出。
²¹ これに関して、HSBCアセットマネジメントは、2009年9月より同社のインデックス・ファンド7本の年間運用手数料を0.25%に引き下げた。
²² 例えば、バークレイズはBGIの売却についてのコメントの中で、今後、欧州の資産運用業界においては独立系の資産運用会社の位置づけが高まるとの見通しを示している。バークレイズのプレスリリース参照。

置づけを大きく変えうる改革が実施されている。こうしたことを踏まえれば、伝統的に自前の銀行チャネルでの販売が大きな役割を果たしてきた同国の状況も今後、変わっていく可能性があるものと思われる（図表 11）。

2. 米国における資産運用業界の再編の動き

こうした欧州の動向に対して、米国においても、先述のブラックロックによる BGI の買収のほか、資産運用業界の再編をめぐる動きが出てきつつある。

例えば、2009 年 8 月にリンカーン・フィナンシャル・グループ (Lincoln Financial Group) は、傘下のデラウェア・インベストメンツ (Delaware Investments) を、オーストラリアに拠点をもつマクコーリ・グループ (Macquarie Group) に約 4.28 億ドルで売却すると発表した。デラウェア・インベストメンツの投資信託 (MMF 除く) の運用残高は 2009 年 6 月末時点で 187.2 億ドルにのぼる²³。

これに続いて 2009 年 9 月には、バンク・オブ・アメリカ (Bank of America) が、傘下のコロンビア・マネジメント (Columbia Management) の運用事業の一部を、アメリプライズ・ファイナンシャル (Ameriprise Financial) に約 10 億ドルで売却することで合意したと発表した。売却対象は株式や債券の運用事業で、運用資産残高は 2009 年 6 月末時点で約 1,650 億ドルとなっている。これにより、アメリプライズ側は、資産運用部門の機能強化、コスト効率の向上を期待できるほか、バンク・オブ・アメリカが全米に有する販売網を通じて保険や運用商品を販売できるようになるという利点が得られるとの評価がある²⁴。なお、現在、コロンビア・マネジメントが行っている短期資金の運用事業は今回の売却対象とされておらず、引き続きバンク・オブ・アメリカ内に残される予定である。

さらに、2009 年 10 月には、モルガン・スタンレー (Morgan Stanley) が、傘下のヴァン・カンペン (Van Kampen) を含めた個人投資家向けの資産運用サービス部門を、インヴェスコに 15 億ドルで売却することを決定した。これにより、インヴェスコの運用資産残高は、買収部門の運用資産 1,187 億ドルを加えて、5,356 億ドルに達する計算となる²⁵ (2009 年 9 月末時点)。

その他、ジャナス (Janus) が身売り交渉を進めているとの観測記事も流れている。

米国においても、運用パフォーマンスの悪化や投資家からの解約請求の増加などを受けて、残高ベースで得ている運用手数料収入が大きく減少するなど、資産運用会社の事業環境は厳しさを増してきているとされる。それゆえ、今後、特に中小規模の資産運用会社をめぐって再編の動きがさらに具体的に進む可能性があるものと思われる。

²³ モーニングスター・プリンシピアより算出。

²⁴ Elinor Comlay and Ross Kerber, "Bof A/Merrill network big asset in Ameriprise deal," *Reuters News*, 09/30/2009、Sam Mamudi, "Ameriprise to Buy Most of Columbia – BofA Deal Could Lead to Fund Mergers," *The Wall Street Journal*, 10/01/2009 など参照。

²⁵ インヴェスコ資料参照。