

# アセットマネジメント2025

資産運用業界における変革への対応

**Asset & Wealth Management Revolution:**  
Embracing Exponential Change







# 目次

<b>エグゼクティブサマリー</b>	<b>4</b>
<b>資産運用業界の情勢</b>	<b>6</b>
世界の急速な成長に備える	6
あらゆる方向から強まる圧力	8
一層高まる透明性	10
<b>資産運用業界に変革をもたらす4つのトレンド</b>	<b>12</b>
1   投資家優位の市場	14
2   デジタルテクノロジー	17
3   新たな投資機会	20
4   アウトカム重視	22
<b>結論</b>	<b>26</b>
<b>付録</b>	<b>27</b>
<b>お問い合わせ先</b>	<b>29</b>

# エグゼクティブサマリー

今日の資産運用業界は、劇的に変化している。そしてその変化は加速している。業界は向こう10年間においても成長を続けるであろう。一方、資産運用会社やウェルスマネージャー\*自身が、業界において生き残り、成長を続けるためには、ビジネスの革命家もしくは破壊者にならなくてはならない。今こそ行動を起こす時である。

\*訳者注:ウェルスマネージャー:フィナンシャルアドバイザーなどのファンドの販売業者を指す

- 2008年から2009年の世界金融危機以来、資産運用業界は世界的な規模で激変している。1990年代以降、業界には基本的には大きな変化はなかった。しかし、今後の10年間は実質的に大きな変化が訪れる。運用報酬、商品、販売、規制、テクノロジー、人的スキルに大きな変化が生じるであろう。
- 運用資産は急激な成長を続けるであろう。PwC<sup>1</sup>では、運用資産は2025年までにはほぼ倍増し、2016年の84.9兆米ドルから2025年には145.4兆米ドルに増加すると予測している<sup>2</sup>。先進国では成長は緩やかである。新興国では急成長するがリスクも伴う。不確実な要素として、欧州のポピュリズムやブレギット交渉の行方、中国における消費主導の成長モデルへの転換、アジアの地政学的リスク、米国の規制、税制、貿易に関する政策転換の可能性などが挙げられる。
- PwCは、4つのトレンドが相互に関連しながら、資産運用業界に変革をもたらすと考えている。今後、業界の利益は圧力を受ける、規模と効率性は一層重要性を増すであろう。将来にわたる明確な戦略を策定し、あらゆる業務分野でテクノロジーとの融合を図ることも求められるであろう。

## 1. 投資家優位の市場

運用報酬は、投資家や規制当局の圧力により下落傾向にある。規制強化、競争激化、新規参入者は、伝統的なバリューチェーンを脅かし、ウェルスマネージャーの存在意義にも変革をもたらす。資産運用会社からファンド販売業者への手数料の支払いを禁ずる規制が世界的に導入され、リテール商品の低コスト化を促している。機関投資家はアルファとベータを明確に区別し、それぞれ報酬の差別化も進んでいる。低コスト商品が市場シェアを拡大することで、大規模なプレーヤーは規模の経済の恩恵を享受するであろう。同時に、業界のさらなる統合と新しいコラボレーションが生まれるであろう。資産運用会社やウェルスマネージャーは、Fit for Growth\*を実現しなければならず、これに失敗すれば買収のターゲットとなる可能性もある。今こそ行動を起こさなければならない。

\*訳者注:Fit for Growth:成長のための最適化。経営資源を確保し、成長戦略に振り向いていくこと。PwC Strategy&の米国における登録商標

<https://www.strategyand.pwc.com/jp/fit-for-growth>

## 2. デジタルテクノロジー

資産運用業界はデジタルテクノロジーで出遅れている。テクノロジーの進歩は、業界のバリューチェーン全体、すなわち、新規顧客獲得、投資運用方針の策定、投資リサーチや運用、ミドルおよびバックオフィスにおける取引処理、販売および顧客との対話(クライアントエンゲージメント)などに飛躍的な変化をもたらす。すでにどの程度テクノロジーを使いこなしているかによっても、将来の成功は影響を受けるであろう。柔軟なデータ分析能力と販売ネットワークを持つ巨大テクノロジー企業が業界に参入した場合、レースの行方はどうなるのであろうか。

1 レポート中の意見にあたる部分は、全てPwCの私見であり、予測は、第三者の検証済みの情報に基づいて推定している

2 PwC Global Market Research Centreによる

### 3. 新たな投資機会

資産運用業界は、世界金融危機以降、資金の需給ギャップを埋めている。業界は、銀行に対する自己資本規制の影響で資金不足に陥った事業や実物資産へ投資を行うなど、新たな資金の供給源を担っている。トレードファイナンス、P2Pレンディング、インフラストラクチャーなどのニッチ分野への投資も急速に拡大し、アルファを生み出している。老後に備えた個人貯蓄も、公的年金の不足を補完する形で拡大し、運用資産の拡大を支えている。資金の需給ギャップに新たな機会を見いだすことができるであろう。

### 4. アウトカム\*重視

投資家は、スタイルボックスに当てはまる運用商品ではなく、投資家ごとに異なる独自のニーズに沿ったソリューションを求めている。アクティブ運用、パッシブ運用、そしてオルタナティブ運用がマルチアセットストラテジーを構成し、アウトカム重視のソリューションを提供する。アウトカムとして、ESG(環境、社会、ガバナンス)の要素も重要性が高まっている。パッシブ運用とオルタナティブ運用に対する需要は急速に伸びるであろう。アクティブ運用は引き続き運用資産として中心的な役割を果たすが、成長はパッシブ運用よりも鈍化するであろう。資産運用会社は、相応の規模でマルチアセットソリューションを提供するか、これに組み込まれる特定の運用戦略を提供するか、選択を迫られる。

\*訳者注: アウトカム: 投資家ごとの異なるニーズに沿った運用成果

運用会社は、投資家のニーズを正しく理解し、ソリューションを提案し、販売チャネルの選択にも注意を払わなければならない。また、リサーチや運用といった自社のコアとなる機能分野において差別化を図るとともに、周辺機能分野、すなわち、税務、コンプライアンスなどは外部委託を検討することも必要であろう。投資家は、選択肢が広がれば、既存の関係にはとらわれず、最適なソリューションに容易に乗り換える可能性も高まる。

- これら4つのトレンドは、資産運用業界の在り方や構造に変革をもたらす。大規模な運用会社は、その規模、価格競争力、多様な人材とテクノロジーを武器とするであろう。小規模なブティック型運用会社は、より優れた投資パフォーマンスやサービスを武器とするであろう。業界は次の3つの分野において行動が求められる。

#### ストラテジー

事業構造を再編する。他社と差別化すべき分野に資源を配分し、その他の分野では徹底したコスト削減を図ることが必要となる。

#### テクノロジー

テクノロジーを活用する。テクノロジーは全ての業務分野に影響を及ぼす。

#### 人材スキル

新しい雇用モデルで、多様な人材を発掘する。多様な技能を持った人材を獲得、維持するためには、従来とは異なる雇用モデルが必要である。

## アセットマネジメント2020: バック・トゥー・ザ・フューチャー

これらの4つのトレンドは、PwCが2014年に公表したアセットマネジメント2020レポート\*で言及した6つのゲームチェンジャーが進化したものである。

### 1. 資産運用会社は舞台の中央へ

### 2. ファンド販売における変革 – 地域、グローバルプラットフォームが主流に

### 3. 見直しが進むファンド報酬モデル

### 4. オルタナティブ運用、パッシブ運用、ETFの拡大

### 5. 新しいグローバル資産運用会社の出現

### 6. 21世紀における資産運用業界

\*訳者注: アセットマネジメント2020 資産運用業界の展望

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/asset-management-2020-a-brave-new-world1407.html>

資産運用業界は、2020レポートにおける予測のとおり、2020年に向けて成長を続けている。アクティブからパッシブへの転換、ETFの拡大、オルタナティブの継続的な拡大も予想のとおりである。2012年に英国で導入されたRDR (Retail Distribution Review)は、PwCの予想どおり、他の地域でも同様の規制が導入され資産運用業界の収益モデルに大きな影響を与えている。2014年以降、これらの変化は加速している。ゲームチェンジャーは、資産運用業界に変革をもたらしている。

# 資産運用業界の情勢

## 世界の急速な成長に備える

富裕層や中間層において富の蓄積が進んでいる。確定拠出型年金の普及も進んでいる。これらは資産運用業界の成長を後押ししている。PwCでは、2025年までに、運用資産は倍増すると予想している。

PwCでは、今日の金利水準と経済成長が継続することを前提に、運用資産は2016年の84.9兆米ドルから2020年には111.2兆米ドルに、その後2025年には145.4兆米ドルに達すると試算している(図1参照)<sup>3</sup>。ETFを含むリテール(ミューチュアル)ファンドの運用資産は2025年までにはほぼ倍増し、機関投資家の運用資産も同様に拡大する。さらに、オルタナティブ投資、特に実物投資、プライベートエクイティ、プライベートデットの運用資産は倍増すると予測している。投資家は、ボラティリティを抑えるために分散投資を図り、目標とする成果(アウトカム)を実現するであろう。

新興国においては個人資産の蓄積が進んでいる。特に退職金や年金基金の積み立てが拡大しており、これは、資産運用業界にとって新たな機会となる。現在の成長率が継続すれば、業界のシェア(総資産に対する運用資産の割合)は2016年の39.6%から2025年には42.1%に拡大すると見積もられる<sup>3</sup>。大規模な年金基金や

政府系ファンド(SWF)では自主運用が進んでいるが、個人投資家の富の蓄積は、運用プロフェッショナルへの運用委託に繋がり、業界にとっては新たな機会となるであろう。

しかし、成長には課題もある。地政学的リスク、金利の正常化、ブレゲジット、中国における消費主導型成長モデルへの移行、米国における規制、税制、貿易に関する政策動向などは、さまざまな不確実性を伴う。シナリオ次第で、金融市場は著しい影響を受けるであろう。とりわけ高い価格水準を維持している今日の債券市場、CAPEレシオ(景気変動調整後の株価収益率)が15年来の高水準を示す株式市場においては、その影響は顕著であろう。PwCの最も保守的なシナリオでは、運用資産は成長するものの、2020年には93.4兆米ドル、2025年には107.8兆米ドルと鈍い成長を予測している<sup>3</sup>。

## アジア、中南米で最も高い成長率

運用資産の成長スピードは地域によってばらつきがある。成長は、先進国では遅く、新興国では早いと予測している(図2参照)。北米における運用資産成長率は、2016年から2020年にかけて年率5.7%だが、2020年から2025年にかけては同4.0%に減速する。運用資産残高は、9年間で46.9兆米ドルから71.2兆米ドルに増加すると予測している。欧州では、それぞれの期間において8.4%と3.4%の成長が見込まれ、運用資産は21.9兆米ドルから35.7兆米ドルに増加すると見込まれている<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> PwC AWM Research Centreによる

図1：顧客総資産（単位：兆米ドル）

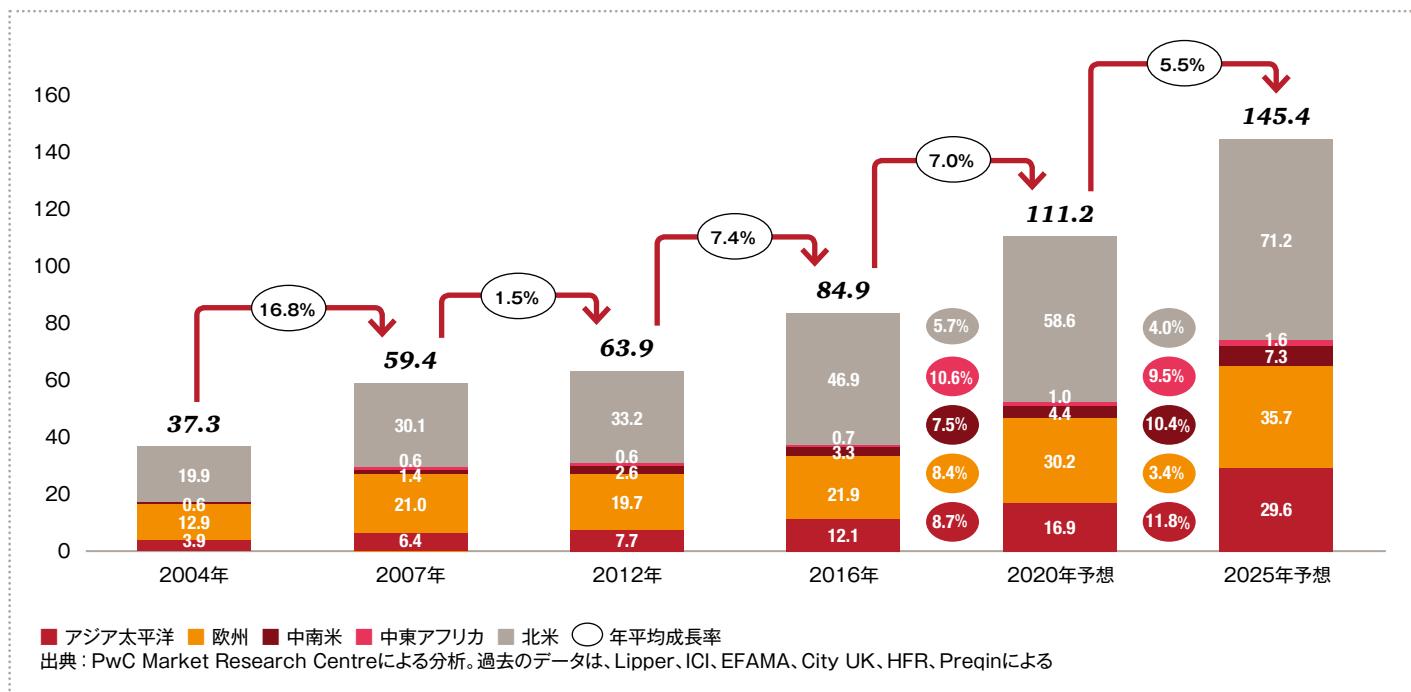
顧客別	2004年	2007年	2012年	2016年	2020年予想	2025年予想	年平均成長率 2016年から2025年
年金基金	21.3	29.4	33.9	38.3	53.1	64.6	6.0%
保険会社	17.7	21.2	24.1	29.4	38.4	44.7	4.8%
政府系ファンド(SWF)	1.9	3.3	5.2	7.4	10.0	13.6	7.0%
富裕層(HNWI)	37.9	50.1	52.4	72.3	93.4	119.9	5.8%
中間層	42.1	55.8	59.5	67.2	84.4	102.2	4.8%
顧客総資産	120.9	159.7	175.1	214.6	279.3	345.0	5.4%
世界運用資産(AuM)	37.3	59.4	63.9	84.9	111.2	145.4	6.2%
運用割合(%)	30.9%	37.2%	36.5%	39.6%	39.8%	42.1%	0.7%

出典：PwC AWM Research Centreによる分析。過去データはトムソン・ロイター・リッパー(Lipper)、米国投資信託協会(ICI)、ブレクイン(Preqin)、ヘッジファンドリサーチ(HFR)、欧州投資信託協会(EFAMA)、City UK、欧州保険協会(Insurance Europe)、金融安定理事会(FSB)、クレディ・スイス、タワーズワツン、経済協力開発機構(OECD)、世界銀行による

アジア太平洋地域においては、2016年から2020年にかけて年率8.7%の成長を遂げ、2020年から2025年にかけては同11.8%に加速すると見込まれている。運用資産は12.1兆米ドルから29.6兆米ドルに増加するであろう。中南米は同様に前期に7.5%、後期には10.4%の成長が見込まれている。運用資産は3.3兆米ドルから、7.3兆米ドルに増加するであろう<sup>4</sup>。個人退職勘定や確定

拠出年金制度が投資を促している。これらの制度は、その意義が新興国を含めて世界中で広く認知され、さらに普及が進むであろう。

図2：ベースシナリオでの地域別運用資産成長予測（単位：兆米ドル）



4 PwC AWM Research Centreによる

## あらゆる方向から強まる圧力

資産価格は(株式インデックスも)、継続的に上昇している。これは資産運用業界にとって追い風である。一方で、業界の利益は圧迫されている。規制当局も業界の競争を促している。規制対応や透明性の要請を受けてコストが増しており、価格決定力も圧力を受けている。同時に、資産運用業界は、アウトカムベースのソリューションを提供し、新しいテクノロジーを採用し、多様な人材スキルに投資する必要がある(19ページ「テクノロジーの時代における人材」参照)。規模の拡大を争う資産運用会社は、すでに合併を進めている。

売上利益率(プロフィットマージン)は世界的に下落傾向にある。PwCの推計では、世界金融危機以降、資産運用会社の利益率はおよそ10%低下している。パッシブ運用の台頭に伴う価格への圧力、規制対応やテクノロジーに要するコストの上昇は今後も継続する。全盛期には30%を超えた利益率だが、次の時代にもこれを維持することは困難となる可能性は高い。英国は、資産運用ビジネスの中心地の1つとして、世界の資産運用業界を合理的に表している。英国金融行為規制機構(FCA)が実施した最近の調査では、英國資産運用業界の売上利益率の平均は2010年から2015年にかけて34%から39%で推移していた。調査はわずかな数のサンプル企業を対象に行われたが、他の産業界と比べ高い水準を保っていることが明らかとなった<sup>5</sup>。なお、PwCは、世界的に見ると、業界の利益率はより広い範囲に分布していると考えている。例えば、小規模のリテール向け運用会社における5%から、大規模な機関投資家向け運用会社における最大60%まで、PwCの推計は幅広い。



5 Profitability Analysis, Asset Management Market Study, Interim Report, November 2016. 英国金融行為監督機構(FCA) <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf>

収益性への圧力は高まっている。同時に資産運用会社は、業界が新しいパラダイムにシフトするのに備え、新しい人材に投資を行い、また新しい商品やテクノロジーを展開しなければならない。

欧州で2018年に導入されるMiFID2指令は、資産運用会社のコストを押し上げるであろう。MiFID2では、資産運用会社からウェルスマネージャーへの販売手数料の支払いを禁止している。またMiFID2では、運用会社と証券ブローカーとの間で、投資リサーチとリサーチ費用の受け渡しを禁止している。従来、運用会社は、投資家のコストで証券ブローカーから投資リサーチを受けていた。MiFID2導入を控え、今日では多くの運用会社が自らのコストで自ら投資リサーチを行うことをコミットしている。これは、従来投資リサーチを提供していた投資銀行などにとっても大きな打撃となっている。

米国においては、世界金融危機以降、新しい金融規制の負担が増している。トランプ政権では、これら規制の一部見直しを約束し、作業は進行している。米国労働省(DOL)のフィデューシャリー規則も見直しの対象となっている。フィデューシャリーに係る統一基準策定のために、米国証券取引委員会(SEC)も一層関与を深めている。解決への道筋は異なるが、2012年の英国RDRを皮切りに、米国でも、手数料の多寡が運用アドバイスに影響を与えないよう、規制の見直しが進んでいる。すでに多くの資産運用会社と販売会社は、商品のラインアップ、価格設定、運用販売報酬の分配、販売手数料、開示方針などについて見直しを進めている。

対照的に、アジア太平洋地域の新興国においては、規制は新たな機会を模索している。アジア地域ファンドパスポート(ARFP)は、各国の思惑もあり進捗に遅れはあるものの、アジア地域における資産運用業の成長を目指し検討が進んでいる。

パッシブ戦略において市場シェアを獲得するのと同時に、顧客のニーズに応えるアウトカムベースのソリューションを提供することができれば、全体としては成長を維持できるであろう。アウトカムベースの投資戦略においては、パッシブ運用はその基礎を支え、加えてアクティブ運用(伝統的資産とオルタナティブ双方)が重要な要素として機能することとなる。

グローバルな資産運用会社の中には、合併により規模の拡大を図っているところもある。欧州を中心とする運用会社の中には、ウェルスマネージャーを買収し、販売を強化しているものもある。販売手数料は、上述の価格低下圧力に対して比較的の耐性が高いと考えられ、利益を守るのにも役立つ。しかし、規制はオープンアーキテクチャーによる販売を志向し、ウェルスマネージャーにもより広範な開示とフィデューシャリー基準への準拠を求めている。従って長期的な解決策とはならないであろう。

こうした圧力に加えて、ブレグジットはさらなる不確実性を引き起こしている。欧州で事業活動を行うために必要十分な「組織(実体)」を備えた資産運用会社やウェルスマネージャーは、ブレグジットにより大きな影響はないと考えているようである。しかし、欧州証券市場監督局(ESMA)は最近、規制の悪用(アービトラージ)の防止に重点を置いており、結果、「組織(実体)」や第三国へのアウトソーシングについての解釈に議論が生じる可能性がある。ブレグジット交渉の行方次第で、今後欧州の(世界の)資産運用業界に重大な混乱が生じる可能性がある。域内でのクライアントへのアクセス、EU籍ファンドによる英國資産運用会社への運用委託モデル(逆も同様)、ブレグジット後の規制の継続適用、人材を必要な場所で確保できるかなど、不確実な要素は多々ある。

資産運用会社は不確実性と収益性の低下に直面している。同時に、運用会社は新しい商品、テクノロジー、人材に投資を行い、次の時代に勝ち残らなければならない。収益は圧迫されるが、アナリストらは投資の必要性を訴えている。運用会社には、自らの強みに投資しながら、他の場所でコストを削減するというようなFit for Growthが求められている。



## 一層高まる透明性

投資家と規制当局は、コストや運用報酬に関する完全なディスクロージャーを求めている。アルファとベータの明確な区分も進んでいる。また、オフショア地域を含めた世界各国は、共通報告基準(CRS)に署名し、税務当局間の情報交換を約束している。

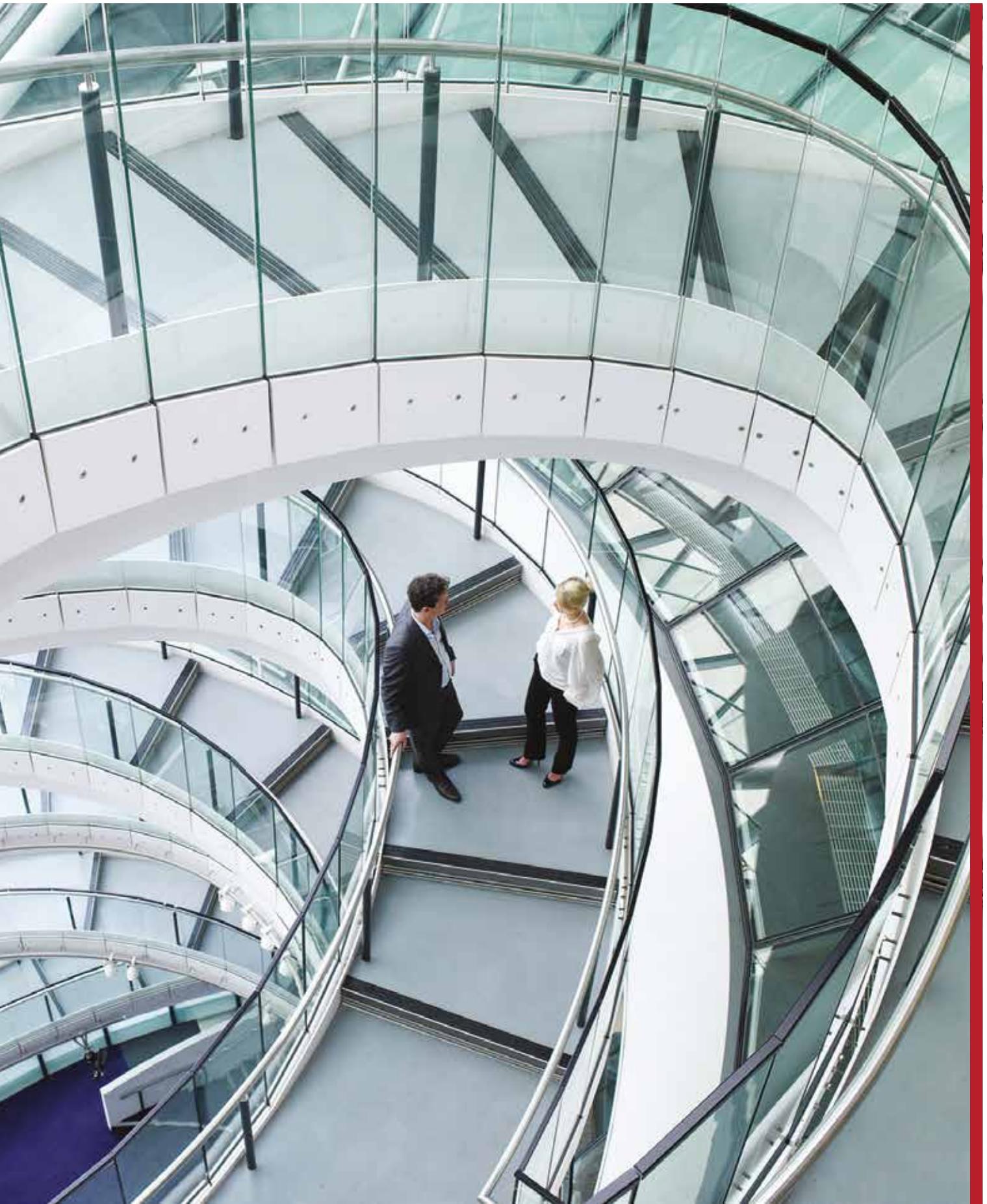
ディスクロージャーは進化を続けている。規制当局は運用報酬やコストに係る開示を一層強化している。例えば、欧州では、MiFID2により、資産運用会社からウェルスマネージャーなどの販売業者への不明瞭な手数料の支払いを禁じている。さらに、投資リサーチに係るコスト開示を求め、運用会社の収益には一層の圧力がかかっている。米国では、DOLフィデューシャリー規則により、開示に対する圧力が強まっている。大手運用会社の間でも自主的なディスクロージャーを強化する動きが拡大している。

インデックス運用の普及に伴い、投資家は、アクティブ運用に対して一層の透明性を求めている。透明性が高まることで、資産運用会社の価値がどこにあるのか明確となる。機関投資家は、アウトカムとその成果に見合った価格を求めてより積極的に交渉を行い、個人投資家は、その価格競争の恩恵を受けるであろう。ミレニアル世代<sup>\*</sup>の投資家は、とりわけ不透明感を疑い、より透明性の高いETFを好む傾向にある。

\*訳者注:ミレニアル世代:1980年代から2000年代初頭に生まれた世代を指す

税制面では、50カ国以上<sup>\*</sup>の国が共通報告基準(CRS、Common Reporting Standard)に署名している。CRSは、2016年から2018年にかけて導入される。これにより、署名各国の税務当局は、海外居住者の資産や所得に関する情報を自動的に交換する。CRSは、金融機関に対して税務に係る情報を提供するよう、効果的にその責任を負わせている。オフショア金融センターによる対応も注目を集めていたが、その多くは、関係各国や国際機関のブラックリストに載ることを懸念してCRSに署名している。

\*訳者注:本レポート執筆時点の署名国数



# 資産運用業界に変革をもたらす 4つのトレンド

## 資産運用業界に変革をもたらす4つのトレンド

資産運用業界は新たなランドスケープに適応できるであろうか。PwCでは、業界は4つの強力なトレンドを理解、分析し、行動を起こさなければならないと考えている。これら4つのトレンドは相互に関連している。業界内部から変革が起こる可能性もある。

4つのトレンドは以下のとおりである。

- 1 | 投資家優位の市場
- 2 | デジタルテクノロジー
- 3 | 新たな投資機会
- 4 | アウトカム重視

これらのトレンドが今後どのくらいのスピードで展開するのか予測は困難である。すでに進行しており、また加速もしている。資産運用業界は、これらのトレンドを十分に理解し適応するために、行動を起こさなければならない。

## 世界の急速な成長に備える

PwCでは、運用資産は、2016年から2025年にかけて、84.9兆米ドルから145.4兆米ドルに拡大すると見積もっている。

資産運用業界の変化は加速している。業界は向こう10年間で急激な成長を遂げるであろう。しかし、個々の資産運用会社やウェルスマネージャーが利益を増やし成長を続けるためには、ビジネスの革命家もしくは破壊者にならなくてはならない。

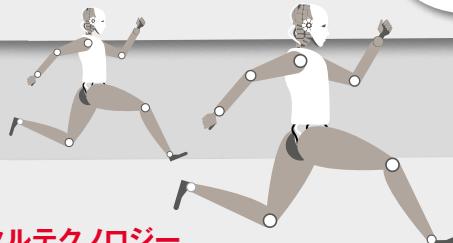
## 今こそ行動を起こす時である

業界に変革をもたらす4つのトレンド

運用報酬は、投資家や規制当局の圧力により下落傾向にある。規制の強化、競争激化、新規参入者は、伝統的なバリューチェーンを脅かす。低コスト商品が市場シェアを拡大し、大規模なプレーヤーは規模の経済の恩恵を享受するであろう。同時に、業界のさらなる統合と新しいコラボレーションが生まれるであろう。

### 投資家優位の市場

1



2



### デジタルテクノロジー

資産運用業界はデジタルテクノロジーで出遅れている。現在すでにどの程度テクノロジーを使いこなしているかによっても、将来の成功は影響を受けるであろう。レースの行方はどうなるであろうか。

### 新たな投資機会

資産運用業界は、世界金融危機以降、資金の需給ギャップを埋めている。トレードファイナンス、P2Pレンディング、インフラストラクチャーなどのニッチ分野への投資も急速に拡大している。老後に備えた個人貯蓄も、公的年金の不足を補完する形で拡大し、運用資産の拡大を支えている。



3

4



### アウトカム重視

アクティブ運用、パッシブ運用、そしてオルタナティブ運用がマルチアセットストラテジーを構成し、アウトカム重視のソリューションを提供する。資産運用会社は、相応の規模でマルチアセットソリューションを提供するか、これに組み込まれる特定の運用戦略を提供するか、選択を迫られる。

2008年から2009年の世界金融危機以降、規制、テクノロジー、そして競争の激化は業界に変革をもたらしている。こうした変革は、今後数年間で急加速し、業界は一変するであろう。向こう5年から10年の間に、より少ない運用会社が、はるかに多くの資産をより安価に運用するであろう。テクノロジーはビジネス全体に影響する。一方業界は、新たなアルファを生み出す機会を見つけ、利益を回復するであろう。

行動を起こす時である

# 投資家優位の市場

規制と知識が投資家に力を与えている。規制は、リテール投資家を低成本の商品に導いている。また、アルファとベータの明確な区別も進んでいる。機関投資家は価値の高いアルファと安価なベータの選別を進めている。

投資家の力は強まっており、資産運用業界の価格水準は下落している。投資アドバイスに係る手数料規制は、世界中の規制当局において議論されている。今後5年間でリテール向けの運用報酬は大幅に下落し、業界の収益を一層圧迫するであろう。

資産運用会社が投資家にどの程度価値を提供しているのか、テクノロジー、データ、分析によって全て明らかになっている。情報の量、質が増した投資家は、これを生かしてより低価格でより革新的なソリューションを求めるであろう。また、自らのニーズにより合致したアウトカムを求めるであろう。

投資家とのパワーバランスは変化している。ETFなどのパッシブ運用が運用資産の中核（コア）を支えると同時に、より多くの革新的なアウトカムベースのソリューションが投資家に提供されるであろう（22ページの「アウトカム重視」を参照）。

注意しなければならないのは、資産運用業界全体の資産は拡大するものの、収益は落ち込む可能性があることである。収益を守るために、資産運用会社やウェルスマネージャーは行動を起こさなければならない。

## リテール向け運用報酬の下落

手数料規制は、世界中で導入が始まっている。これは業界構造を大きく変えている。規制の方法は国ごとに異なるが、規制導入の結果、運用資産は低成本のファンデーションへシフトし、資産運用業界の収益を圧迫している。

このトレンドは、2012年の英国RDRによって、投資アドバイスに対する手数料の支払いが禁止されたことにより始まった。これは、業界収益を圧迫する大きな要因となっている。PwC Strategy&の分析によれば、英国では、パッシブファンドへの資金流入は、RDR導入後の数年間で倍増する一方、フィナンシャルアドバイザーの数は4分の1減少した。PwCでは、他の国においても同様の規制を導入した場合、運用会社やウェルスマネージャーの収入は一般に約15%から20%低下すると分析している。

オーストラリア、南アフリカ、オランダなどの国々も同様の規制を導入している。最近では、EUのMiFID2規制が続いている。米国では、DOLフィデューシャリー規則の影響で、プローカーディーラーが販売プラットフォームで取り扱うファンデーション数を大幅に合理化している。また、ファンデーションやアドバイザー報酬も影響を受けている。なお、フィデューシャリー規則に基づく最初の規制は、2017年6月9日に導入されているが、米国DOLはルールの広範な見直しを行っている<sup>6\*</sup>。

<sup>6</sup>\* 訳者注:DOLフィデューシャリー規則では、プローカーディーラーにおける報酬の受領が制限される。その結果、投資家に従来どおりのサービスが行き渡らない可能性が指摘され、再検討がなされている

6 執筆時点で、一部ルールの適用は2019年7月1日まで延期されている



アジアを見ると、インドで動きが進んでいる。インド証券取引委員会(Securities and Exchange Board)は、ミューチュアルファンドの報酬率を下げようと試みている。また日本の金融庁は、「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表し、いわゆるフィデューシャリーデューティーの徹底を図っている。その他アジア各国でも、運用報酬やコストの透明性を高めるよう投資家からの圧力が高まっている。

報酬の透明性を高めるトレンドは、世界的にパッシブ運用へのシフトを促している。業界全般にわたり、顧客のベストインテレストに重点が置かれている。結果として低コストのパッシブETFが推奨されている。さらに、米国の販売会社は、販売プラットフォーム上のミューチュアルファンドの数を20%から30%削減して合理化を進めている。このトレンドは、今後も世界中でファンドの統廃合を引き起こすであろう。

資産運用業界は、手数料規制や競争激化により、より大きな収益圧力に直面するであろう。中間層を主な対象顧客とする大手の資産運用会社では、すでに価格戦争は始まっている。アクティブ運用会社は、よりハイリスクハイリターンを狙い、投資対象を絞ったフォーカスファンドなどで他社と差別化を図り、運用報酬の維持に努めるであろう。対照的に、パッシブマネージャーはより安価な運用報酬で市場リターンを提供することに専念するであろう。

### アルファとベータを分解する機関投資家

機関投資家に目を向けてみると、世界的に運用リターンの低下が予想される中、アルファとベータそれぞれに支払うべき対価に焦点が当てられている。インデックス運用の普及やスマートベータの進化により、機関投資家は、低価格でニーズに合わせたポートフォリオをカスタマイズすることが可能となっている。

ラージキャップ(株式時価総額50億米ドル以上の大型株)など、特段の投資制約のないアセットクラスへ投資する場合の運用報酬は、2000年以降大幅に下がり、今後さらに低下する可能性がある。一方、流動性や投資規模に制約があるアセットクラスは、アルファを獲得する機会が多く、運用報酬を維持できる可能性が高い。このようなアセットクラスには、転換社債、エマージングマーケット、インフラストラクチャー、プライベートデット、プライベートエクイティ、クレジット、不動産が含まれる。

ヘッジファンドの運用報酬にも変化がみられる。過去数年間パフォーマンスは安定せず、2016年には、閉鎖したファンド数が新設ファンド数を上回った。マネジメントフィー(管理運用手数料)とインセンティブフィー(成功報酬)がともに低下し、運用戦略に応じたマネジメントフィーも示されるようになりつつある。報酬体系にも変化がみられる。例えば、長期大口の投資家が早期に投資する場合には、低い報酬が示されるなど、従来と比べより柔軟な条件が示されている。運用会社は、新しい報酬モデルにより、業績の変化に対応し、投資家との利益調整を図っている。

ファクター投資の普及も進んでいる。スマートベータなどのインデックス運用がファクター投資という形でアクティブ運用の領域へ進出している。すなわち、アクティブ運用には、従来のインデックスや、ファクターインデックスを上回るアルファが求められている。一方、ユニークなスキル、知識、インフラがアルファを生むオルタナティブ戦略も健在である。投資家はこれらを評価して適切な対価を支払うであろう。

大規模な年金ファンド、SWF、財團などでは、投資戦略を「インソーシング」しているものがある。彼らは、アクティブ運用を運用の中心(コア)に位置づけ、これを自主運用し、コスト削減を図っている。例えばSWFでは、インフラなどの実物資産を自主運用しているものもある。しかしこれは、十分な運用成果を伴わないなどの課題もあり、最近では、自主運用部門を閉鎖するなどの事例も出てきている。

### 伝統的なウェルスマネジメントを避けるミレニアル世代

ミレニアル世代は伝統的なウェルスマネージャーなどの販売業者に対して警戒心を持っており、これは業界の将来に大きな影響を与える可能性がある。モバイルアプリなどの利便性や、パッシブ運用や非伝統的資産を活用した運用モデルの普及に加え、伝統的な金融に対する一般的な懐疑心などが、変化をけん引するであろう。ミレニアル世代が、自らのライフスタイル、社会的価値、目標に合わせて将来を開拓するのに伴い「ウェルスマネジメント」という言葉にも、新たな解釈が必要となるかもしれない。

ミレニアル世代は、ウェルスマネジメントなどのファンド販売に係るソリューションの自動化を一層促すであろう。ロボアドバイザーによってアセットアロケーションは自動化される。人による投資アドバイスの必要性は減り、パッシブ運用への資産配分は増えるであろう。テクノロジーは、顧客ニーズに沿ったアウトカムベースの運用計画も提供する。例えば、テクノロジーは人生の重要な節目を見据えて、これと整合するソリューションを素早く提案するであろう。テクノロジーは、ウェルスマネジメントにおける販売プロセスを自動化することもできる。例えば、新規顧客口座の開設には通常20ステップから30ステップが必要だが、一部のオンラインソリューションでは2つから3つしかかからない。

PwCの調査によれば、自動化やデジタル化によりサービスは大幅に改善するが、リレーションシップマネージャーの役割も重要であることが示されている。人生の重大な資金計画の決定に際し、人々は機械には提供できない共感を求めている。投資アドバイスやサービス水準に応じて、顧客は異なる対価を支払うことが予想される。これによって、ウェルスマネージャーのすみ分けも進むであろう。ウェルスマネージャーは、自らの規模や能力に応じて、どのセグメントで成功を収めることができるか判断が求められる。

### 投資家の目線に立った戦略設計

資産運用会社やウェルスマネージャーは、自社の戦略、成長への道筋、他社にはない自社の魅力について、投資家目線に立って考える必要がある。運用会社やウェルスマネージャーは、他社との差別化を図り、投資家のために真の価値を提供しなければならない。投資家の利益は常に最優先されなければならない。

新しい世代の投資家においては、テクノロジーを活用したウェルスマネージャーが従来の伝統的な販売業者よりも好まれる傾向にある。同時に、テクノロジーは商品イノベーションを導き、コストを引き下げ、より広範な顧客に商品の提供を可能とするであろう。例えば、クライアントアドバイザーは、テクノロジーを活用すれば、今日の何倍もの数の顧客にサービスを提供できる可能性がある。

パワーバランスが投資家へシフトすることにより、業界では経営統合が進むであろう。中規模の資産運用会社やウェルスマネージャーの多くは、大幅なコスト削減策や合併などにより収益性を維持するであろう。

### 信用に繋がる税務問題

金融業界に対する不信感が生ずる背景として、特にミレニアル世代においては、金融機関による租税回避行動が一因として挙げられる。公正な税金を納めていない、タックスヘイブンを悪用しているなどと誤解を生ずることは致命的である。

税制は世界的にひずみが生じている。扇動的な風潮のもとに、税に係る情報が不用意に公開されれば、税負担について疑いのまなざしでみられ、感情的な判断が下される。

一般的には、業務上のビジネスリスクとして、投資資産の評価の妥当性や当局への規制報告の適切性などがリスク要因に挙げられる。今後数年間は税務も重要なリスク要因となるであろう。税務部門はビジネスにおいて一層重要な役割を果たすであろう。

テクノロジーは、税務においても鍵となり、パフォーマンスや顧客満足に結びつく。税務情報に関するデータ分析によって、運用会社は、適切に業務を遂行し、適時に投資判断を下し、投資家や税務当局が求める透明性の高いレポートングを行うことができるであろう。また税負担の不確実性も最小限に抑えることができるであろう。

# 2

## デジタルテクノロジー

テクノロジーは、業界のあらゆる分野に混乱を引き起こす。投資アドバイス、リサーチや運用、ミドル・バック・オフィス、顧客との対話(クライアントエンゲージメント)や販売にまで、幅広い変化が起きている。一部の分野においてテクノロジーの活用事例も見受けられるが、将来的にはテクノロジーエキスパートやデータサイエンティストがビジネス全体の成功のために不可欠となるであろう。

テクノロジーは、資産運用業界のあらゆる側面に影響を及ぼすが、人の関与は不可欠である。真にテクノロジーを導入した最初の会社が登場するには、ビジネスとテクノロジーの間の障壁を打破しなければならない。それは大きな課題である。テクノロジーを理解したチームや経営者がいなければ、適切な対応はできない。

中国の大手テクノロジー企業が、デジタル販売マーケットを活用して短期間のうちに数十億米ドルの資金をMMFに集めた事例があるが、他の地域においても大手テクノロジー企業がこれに追従する可能性が予想される。テクノロジー企業が金融ビジネスへの関心を示す事例の1つとして、2016年11月、Facebookが、アイルランド中央銀行からペイメントサービスのライセンスを取得している。将来的には、SNSを通じてのリテールファンド販売なども視野に入れている可能性もある。

最近PwCが実施した資産運用業界を対象としたフィンテックサーベイでは、業界を懸念する声が上がっている。サーベイでは、6割の回答者が、今後5年内にフィンテック企業に置き換わる可能性が最も高い分野の1つとして、ウェルスマネジメントによるファンド販売を挙げている<sup>7</sup>。

### 投資アナリストの終焉？

コンピューターの処理能力や予測分析能力の向上、AI、ビッグデータなどの飛躍的な進歩が投資リサーチにおいて活用されているが、最終的な投資決定は人が行うであろう。しかしながら、多くの投資アナリストをリサーチチームが抱える今日の体制には、間もなく変化が訪れるであろう。代わりに、知能を備えたロボティックプロセスが、全ての公開企業や、その他の財務・非財務データを対象に監視、分析を行うであろう。また、資産運用会社は、ロボティクスを活用し、サプライチェーン分析や、新たなデータ分析を行い、これらを運用に役立てるであろう。

すでにオルタナティブ運用会社の中には、クオンツ運用戦略の応用に成功し、自らを最新、最先端のテクノロジー企業と位置づけているところもある。

テクノロジーは、資産運用業界のあらゆる側面に影響を及ぼすが、人の関与は不可欠である。



<sup>7</sup> Redrawing the lines: FinTech's growing influence on Financial Services, Global FinTech Report 2017 (PwC)  
<https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/fintech-survey/report.html>



PwCでは、このトレンドは加速すると予想している。資産運用会社は、巨大なデータセットと処理能力を活用してアルファを獲得するであろう。またデータ間の相関関係を特定し、投資戦略の事後検証まで行うであろう。投資分析は、本質的にコンピューターに適している。アナリストは、挑戦を受けている。ETF運用会社は、最も革新的な運用会社として先行する可能性が高いと考えられる<sup>8</sup>。

テクノロジーはまた、リスク管理においても力を発揮する。過去には、リスクモデルを実行することは容易ではなかった。今日では、アルゴリズムを用いてクラウド上でシミュレーションを行うことにより、リスクレシオ計算やリスクシナリオ分析を簡単かつ効率的に行うことが可能となっている。

テクノロジーを活用した投資運用においては、アセットマネジメント、銀行業務、保険業務、ウェルスマネジメント、テクノロジー企業の境界線は曖昧になるであろう。テクノロジーとデータ分析は、ETFやインデックストラッカーなどの低コストファンドを用いて、アウトカム重視のマルチアセットソリューションを構築する際にも活用されている。コンピューターアルゴリズムを用いれば、わずかな費用でカスタマイズされたソリューションを作成することも可能となる。

さらに、ウェルスマネージャーが利用するポートフォリオ管理システムも一層洗練が進んでいる。米国ではこれを活用した自主管理口座(Self-Managed Account)が増加している。今後数年のうちに、リテール運用とウェルスマネジメントの分野での利用がさらに拡大するであろう。

### ミドルオフィスとバックオフィスをなくす

コスト削減圧力が高まれば、会社はミドルオフィスとバックオフィスを全て自動化するか、または外部委託しようと考えるであろう。大規模な資産運用会社やウェルスマネージャーは、自社の業務を自動化するか、第三者プロバイダーに業務委託するかいずれか選択するであろう。小規模会社は、大手のサービスプロバイダーの他、特定の機能分野に特化した専門業者への業務委託を検討するであろう。例えばKYC(顧客確認)、トランスマーケティング、取引処理、リスク管理、税務報告など、特定の機能分野に特化した専門業者がグローバルで登場するであろう。ブロックチェーンネットワークの登場に伴い、取引処理、会計処理などを行うサービスプロバイダー業界においても変化が訪れる。

いわゆるレグテック(RegTech)は、規制対応においてAIを活用している。レグテックは、規制対応を自動化するだけではなく、規制に伴う障害を事前に警告することによって、結果としてコンプライアンスコストを引き下げる。例えば、運用会社が株式投資を行う際、レグテックは、投資対象国の大量保有株主に係る情報開示ルールなどの規制情報を確認する。運用会社は、この結果、株式の保有比率を一定の基準値以下に保つことができる。

ミドルオフィスやバックオフィスの自動化は、データ分析能力を改善する。ビジネスで何が起こっているのか、より多くの情報を得ることも可能となる。投資家が保有する商品や取引履歴、顧客ごとの収益も既知のものとなり、管理すべき主要なメトリクスとなるであろう。

### 販売と顧客との対話におけるデジタル化

デジタルテクノロジーはすでに投資家との対話(クライアントエンゲージメントモデル)に変革をもたらしているが、これは氷山の一角である。芬

8 Live digital or die : The digital challenges that ETF sponsors and service providers must confront(PwC)  
<https://www.pwc.com/us/en/asset-management/investment-management/publications/etf-digital-challenges.html>

テックへの投資は、クライアントエンゲージメントの変革に焦点を当てている。デジタル化された情報の流れは、よりカスタマイズされ、シームレスになるであろう。

あなたはデジタルの時代にどのようにコミュニケーションを行おうと考えているか。これをB2BとB2Cでそれぞれどのように展開するか。販売会社が存在する場合、最終顧客の情報をどのように入手するか。どのようなデータを取得し、有意義な分析を実行するか。サービスやマーケティングにどのように活用するか。

運用会社は、顧客についてより多くを知っているほど、より良いサービスを提供できるであろう。リスクプロファイル、家族、仕事など、顧客に関する深い理解は最適なソリューションの提案に繋がるであろう。出産、転職、身内の不幸まで、人生の主要なイベントをソーシャルメディアを通じて把握し、これらに適切に対応することで、顧客とより良い関係を築くことができるであろう。

PwCグローバルが2016年に実施したETFサーベイでは、約3分の1(32%)の参加者が、投資アドバイスが自動化されたことにより、ETFへの新規資金流入は、今後5年間で100億米ドルから250億米ドルに達すると予測している。さらに、25%の参加者は250億米ドルから500億米ドルに達すると予想している。一方、PwCではこれらの数字は低すぎると考えている。自動化されたアドバイスは、コストベネフィットの優位性やその利便性が高まることで、成長は劇的に加速するであろう。

## 勝者と敗者

資産運用業界はテクノロジーを活用し、部分的にはあるもののビジネスの変革は始まっている。しかしながら、データとテクノロジーは、他の業務分野とは別に管理されている。テクノロジーはあらゆる分野に組み込まれなければならない。経営者は、次世代のテクノロジーを理解し、また、これがどのようにビジネスを再構築するか理解しなければならない。

## テクノロジーの時代における人材

テクノロジーの時代において、必要な人材は大きく変化するであろう。データサイエンティストもリサーチアナリスト同様に求められるであろう。CEOには、従前の業務執行だけではなく、次世代テクノロジーに対する理解も求められる。資産運用業界には、より革新的で柔軟なマインドセットに加えて、多様なスキルを持った人材が求められる。何にも増して、多様な人材を惹きつけ、動機づけ、組織化する新しい手法が必要となる\*。

\*パフォーマンスの原動力:2020年以降の人的資本(PwC)参照  
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/power-to-perform1710.html>

業界は、人材の確保や動機づけの新しい方法を検討する必要がある。いわゆる「ギグエコノミー」タイプの雇用モデルがより広く普及する可能性もある。人材、特にミレニアル世代の多くにとっては、単一の雇用主のためにのみ働くことは一般的でなくなるかもしれない。

優れた人材を確保するためには、性別、世代、人種、障害などのあらゆる垣根を越えた多様性がこれまで以上に重要となる。より広範なスキル、経験、バックグラウンドを持つ人材が求められる。データ分析やデジタルコンテンツの管理などの分野で幅広いスキルが求められる中、多様性は、ビジネスの成功にとってますます重要となるであろう。

PwCの調査によれば、資産運用業界が多様性を実現してその便益を享受するためには、まだ長い道のりがあることが分かる。多様な人材が活躍できる環境の構築は、まだその途上にある<sup>9</sup>。

テクノロジーの時代においては、必要な人材も大きく変わるであろう。将来的には、データサイエンティストもリサーチアナリスト同様に求められるであろう。

<sup>9</sup> No holding back: Breaking down the barriers to diversity(PwC)  
<https://www.pwc.co.uk/human-resource-services/assets/documents/real-diversity-2017-no-holding-back.pdf>

# 3

## 新たな投資機会

資産運用業界には、新たな成長機会が訪れている。業界は世界金融危機によって生じた資金の需給ギャップを埋めている。資産運用会社は実物資産や企業に対して新しい投資を行い、またこれらを通じて新しいスキルを身に付けていく。資産運用会社はまた、退職貯蓄の不足を補う必要不可欠な役割を担うであろう。

トレンドはすでに始まっている(アセットマネジメント2020レポート参照)。資産運用会社の収益性は低下し、新たなアルファ獲得が求められる中、資産運用会社には新たな機会が訪れている。今後10年間、資産運用会社は実物資産への投資を通じてアルファを生み出すであろう。同時に、人口動態に係るトレンドは、運用資産の成長を世界的な規模で促すであろう。

巨大な資金需要が存在している。PwCでは、2014年から2025年にかけてインフラ整備のために全世界で78兆米ドル近くの支出がなされると予測している<sup>10</sup>。また欧米では、中小企業向けの資金が不足しており、これはバーゼルⅢの自己資本規制やドッドフランク法の影響で、銀行が貸出を引き揚げているためである<sup>11</sup>。

資産運用会社は、トレードファイナンスやP2Pレンディングなどの分野に資金を供給するであろう。運用会社は、シンジケートローンなど、従前銀行が行っていた業務に積極的に進出するであろう。例えば、大規模なインフラプロジェクトへの投資のために、投資家を募ってシンジケートを組織することなどが考えられる。

年金や個人の退職後の備えを見ると、先進国、新興国問わず資金が不足している。保険業界のシンクタンクであるジュネーブ協会(The Geneva Association)によると、不足額は41兆米ドルと推定されている<sup>12</sup>。

### 橋梁、電力網そして高齢者住宅まで

PwCは、インフラストラクチャー市場に加えて、不動産市場の拡大も予測している。インフラについては、2016年から2020年の4年間で年率27.5%、2020年から2025年には15.0%の成長を予測している。インフラ資産は2016年の0.6兆米ドルから2025年には3.4兆米ドルと5倍強に拡大する。オルタナティブ投資全体では、2016年から2020年で8.5%、2020年から2025年では8.7%と拡大が予想されている<sup>13</sup>。

中南米、アジア、アフリカにおいて、多くの人々が都市に移動している。これに伴い、水道、電気、交通網の整備が急務となっている。これに対し、欧米各国ではインフラ投資を野心的に計画している。インフラ投資には、政治的思惑やその他困難が付きまとうものの、資金の需給ギャップは大きく、今後大きな成長の余地が残されている。

インフラ投資を行う場合には、より広範な投資機会と投資リスクに取り組むことが必要となるであろう。従前の低リスクのインフラ投資とは異なり、ディールソーシング(投資先の発掘)、投資の評価、資産の管理などにおいて、新しいスキルセットや能力が求められるであろう。

10 Capital project and infrastructure spending, Outlook to 2025 (PwC)  
<https://www.pwc.se/sv/offentlig-sektor/assets/capital-project-and-infrastructure-spending-outlook-to-2025.pdf>

11 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010年7月

12 The Pension Gap Epidemic, Challenges and Recommendations, 2016年11月 (The Geneva Association)  
<https://www.genevaassociation.org/research-topics/global-ageing/pension-gap-epidemic>

13 PwC Global Market Research Centreによる



資産運用会社はまた、不動産投資を拡大することも予想される。世界産業分類基準(GICS)に従うと、特に欧州とアジアの投資家は、この分野に対する投資ウエイトを低く保っている。投資家はREITなどを活用し、エクスポージャーを拡大することが考えられる。賃貸不動産、倉庫(ロジスティクス)、複数世帯住宅、アパートなど、非伝統的な分野への投資に拡大の余地がある。

### 縮小する銀行との交代

銀行による融資は、資本規制や流動性規制によって引き続き抑制されている。資産運用会社はそのギャップを埋めている。なお、米国ではトランプ政権が規制の見直しを検討しており、銀行融資は元に戻るかもしれないが、依然として世界的な融資縮小のトレンドは強力である。またEUでは、資本市場の役割を強化する動きもあり、これによって資産運用会社による投資運用の機会が拡大する可能性もある。EU資本市場同盟(キャピタル・マーケット・ユニオン)は、2019年までに欧州における単一の資本市場の構築を目指しており、これが実現すれば、投資家や資金を必要とする事業会社は、シームレスに資本市場にアクセスすることが可能となる。

資産運用会社は、プライベートデットにも投資を拡大している。資産運用会社は、プライベートデットやP2Pレンディングのプラットフォームを通じて、不動産、プライベートエクイティ、中小企業、スタートアップ企業に資金を供給している。オルタナティブ業界に係る調査統計会社であるPreqinによれば、プライベートデット業界は2016年6月には5,950億米ドルの資産を運用しており、2006年と比較して4倍の規模に膨らんでいる。

### 新しいチャンス

伝統的なファイナンス機能が縮小する中、革新的な資産運用会社やウェルスマネージャーには新たな機会が訪れ、新しい価値を生み出している。例えば、資産運用会社がインフラストラクチャーや不動産へ新たに投資を行うことで、投資家は、これらのアセットクラスへのアクセスが可能となる。また、世界中で高齢化が進む中、年金貯蓄の拡大も大きな機会となっている。新興国市場では確定拠出年金制度の成長が続いている。

### 退職者に対する責任を担う

資産運用会社は、老後資金の運用において重要な役割を果たすであろう。世界各国の政府は、国民の老後資金について個人退職勘定や確定拠出年金制度に頼っている。高齢化の進展と富の蓄積が進む今日、これらの資産の拡大は、PwCが運用資産の拡大に関して楽観的な予測をする最も大きな要因である。

アジアにおいても急速な高齢化が進んでいる。日本と中国で高齢化は最も速く、シンガポール、香港、タイも続いている。年金積立は不足しており、各国政府は私的年金の必要性を認識している。しかし、多くの国では、年金貯蓄を促すような税務上の手当はまだ始まっていない。

中南米に目を向けると、いくつかの主要国では、20世紀後半以降、強制的に確定拠出制度が導入されている。

高齢化が進むにつれて、人々は年金貯蓄に加えて、特に米国では医療費支出に備えた貯蓄を増やす動きがある。

資産運用会社は、革新的な新しい試みを行えば大きなチャンスに繋がる。変化するニーズに対応する新しい商品やサービスの設計が必要である。資産運用会社の社会的な役割は重要である。そのため、規制当局は運用報酬の公正性や投資アドバイスの適切性(適合性)を強く求めているのである。

# 4

## アウトカム重視



投資家は、特定の運用スタイルに特化したファンドよりも、自らのニーズに沿ったアウトカムを求めている。アクティブ運用、パッシブ運用、オルタナティブ運用は、これらの組み合わせにより顧客ニーズに合致したマルチアセットストラテジーを構成し、アウトカムベースのソリューションを提供する。パッシブ運用とオルタナティブ運用に対する需要は急速に伸びるが、アクティブ運用も引き続き中心的な役割を果たすであろう。

今後数年間で、アクティブ運用とパッシブ運用の役割がより明確に区別されるであろう。投資家は、それぞれのニーズに見合ったアウトカムを求めて、アルファとベータを組み合わせる。そして、ヘッジファンドなどのオルタナティブ運用も含めて、それぞれの価値を評価する。投資家は、眞のアルファを生み出すアクティブ運用に対しては、相応の対価を支払うであろう。

パッシブ運用はマルチアセットソリューションの基礎となるが、アルファを提供するアクティブ運用とオルタナティブ運用は投資パフォーマンスを向上させる重要なファクターとなるであろう。

会社は、マルチアセットソリューションを提供する場合には、以下の3つの戦略のいずれかを採用することが考えられる。(1)自社で構築するストラテジー：既存の運用能力や人材を活用し、社内組織を構築する。(2)他社を買収するストラテジー：人材、トラックレコード、運用資産を一時に獲得し、アセットクラスや運用戦略を拡張する。(3)他社と協力するストラテジー：他の資産運用会社、ウェルスマネージャー、プライベートバンクなどと提携して、投資運用能力を拡充し、顧客資

産にアクセスし、または広範な販売チャネルを活用する<sup>14</sup>。

機関投資家を顧客に持つ資産運用会社にとって優れた人材を確保することは重要であろう。資産分配に優れた能力を発揮するスペシャリストは、マンデート獲得に欠かせない。機関投資家ごとの異なるニーズに的確に応える投資ソリューションの提案は、主要な差別化要因となるであろう。

### アクティブとパッシブはお互いを補完する

パッシブ運用は、マルチアセットソリューションが普及することで、最も恩恵を受けるであろう(図3参照)。PwCでは、運用資産に占めるアクティブ運用のシェアは2016年の71%から2025年には60%に低下すると予測している。なお、運用資産残高は9年間で60.6兆米ドルから87.6兆米ドルに増加すると見込んでいる。パッシブ運用の運用資産は2016年の17%から25%へと上昇し、オルタナティブ運用は12%から15%に上昇し、巨大な市場シェアを獲得すると予測している。残高は、パッシブ運用は14.2兆米ドルから36.6兆米ドルに、オルタナティブ運用は10.1兆米ドルから21.1兆米ドルにそれぞれ拡大する<sup>15</sup>。

透明性、柔軟性がある低コストのパッシブETFは引き続き普及するが、アクティブETFも拡大するであろう。ETFの成長は加速しており、主に米国の個人投資家、とりわけ若年層や富裕層がこれを主導している。一方、世界的に見ても、販売手数料モデルの変更や投資アドバイスのデジタル化は、これらの低価格ファンドの普及を促すであろう。例えば、米国では、自主管理口座(Self-Managed Account)の普及が進んでいるが、これは一般に

14 Alternative Asset Management 2020 Fast forward to centre stage (PwC)  
<https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/alternative-asset-management-2020.html>

15 PwC Global Market Research Centreによる

わずかな数のETFで構成されている。いくつかの国では、ETF(パッシブとアクティブの両方)が最も人気のあるリテール商品となる可能性も高まっている。

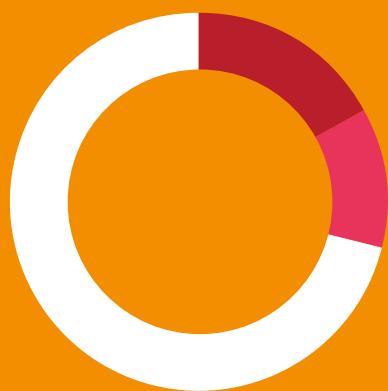
流動性の高いマーケット環境は、パッシブ運用を支えてきた。しかし、市場はある時点でピークを迎えて大きな調整に入る可能性もある。市場に調整が入れば、パッシブファンドにはダウンサイドの耐性がないということを投資家はあらためて認識するであろう。対照的に、スマートベータは価格下落に対してより強い耐性を示し、またアクティブ運用は勝者とならなければならない。

さらに、世界的に量的緩和政策が終息すれば、株価は不安定になり、アクティブな銘柄選択やアセットアロケーションはより注目を浴びるであろう。また、パッシブ運用が市場シェアを拡大すれば、企業のファンダメンタルな強みと株価との相関が弱まり、アクティブ運用が効果を発揮する非効率な市場が生まれる可能性も高まるであろう。

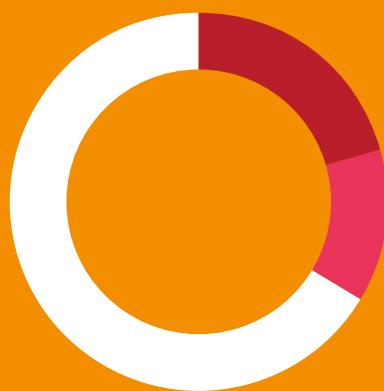
全ての資産運用会社ではないかもしれないが、スキルのあるアクティブ運用会社にはチャンスが訪れるであろう。アクティブ運用と同等の運用報酬を徴収しているものの、実体はインデックスファンドとほとんど差のない、いわゆるクローゼットインデックス・トラッキングファンドは過去のものとなるであろう。

図3:ベースシナリオでの世界の運用資産予測(2020年と2025年)(単位:兆米ドル)

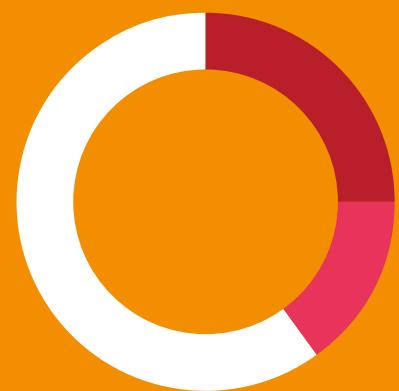
2016年運用資産



2020年運用資産予測



2025年運用資産予測



出典:PwC AWM Research Centreによる

## オルタナティブ運用の成長比較

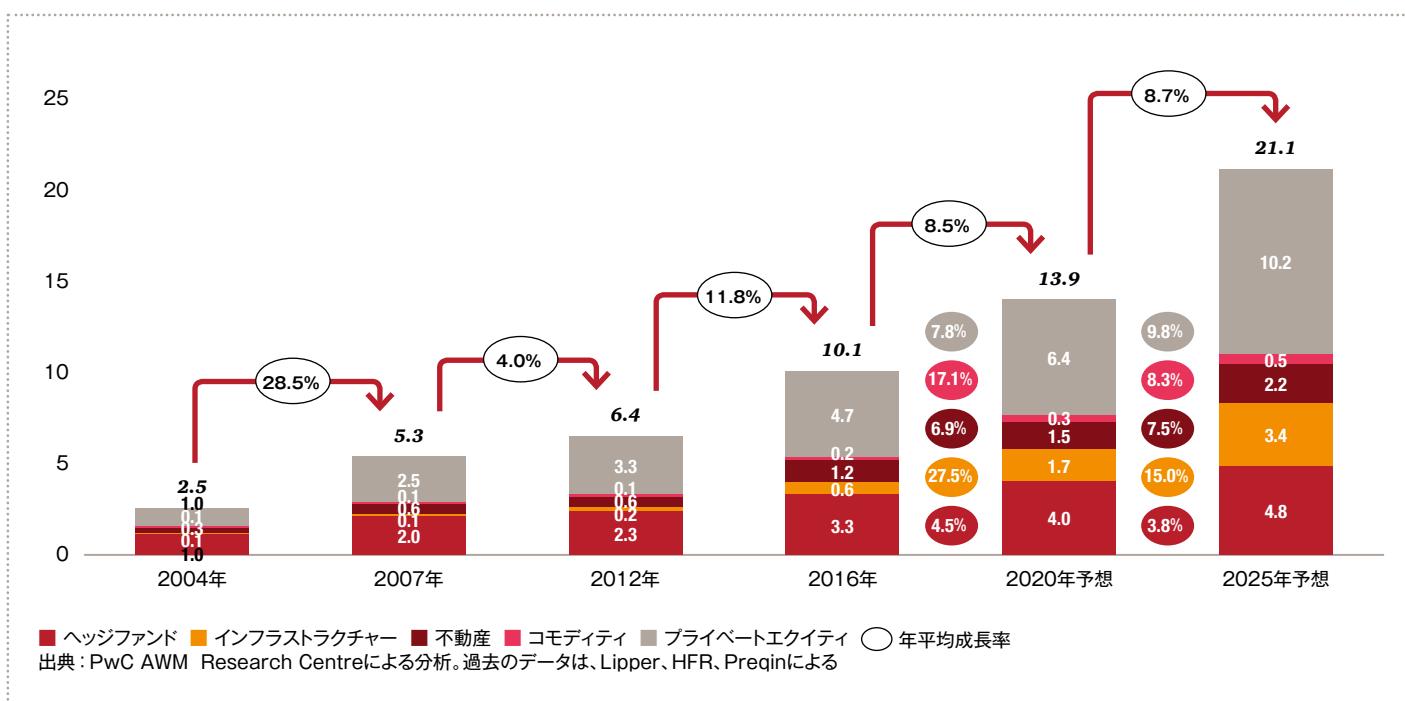
オルタナティブ運用は拡大を続けるであろう。インフラストラクチャーと不動産を含む実物資産は、最も拡大すると見込まれている(図4参照)。インフラ資産は、2016年から2020年までの4年間で年間成長率27.5%と劇的に成長し、2020年から2025年にかけても15.0%で成長するであろう。資産残高は、2016年の0.6兆米ドルから2025年には3.4兆米ドルと5倍以上に拡大すると見込まれている。不動産は、それぞれの期間で年6.9%、7.5%成長し、資産残高は2016年の1.2兆米ドルから2025年には2.2兆米ドルへと倍増する。高い専門性を発揮してアルファを提供することで、実物資産は引き続き高い評価を受けるであろう。

より成熟したアセットクラスであるプライベートエクイティは、それぞれの期間で年7.8%、9.8%成長し、資産残高は4.7兆米ドルから10.2兆米ドルに拡大する<sup>16</sup>。プライベートエクイティ・ファンドはテクノロジーやエネルギーなどの専門的なニッ

チ企業に対して引き続き投資を拡大する。そして長期投資を通じて、その価値をさらに高めるであろう。

一方ヘッジファンドは、一般的には過去数年間パフォーマンスが安定しておらず、他のオルタナティブ運用とは異なる運命をたどっている。それでも、PwCのモデルでは、2016年から2020年と2020年から2025年でそれぞれ年4.5%と3.8%の成長率、資産残高は2025年までには3.3兆米ドルから4.8兆米ドルに増加すると予測している<sup>17</sup>。勝者が存続する一方、パフォーマンスの低い運用戦略や他社と差別化を図ることができない未熟なニッチ運用戦略は縮小を余儀なくされるであろう。マルチアセットソリューション、クレジット、スペシャルシチュエーションズ(特殊な状況)への投資などを通じて一貫したアルファの提供を行う運用会社は勝者となるであろう。さらに、もみ合い相場や株価が上下を繰り返すマーケット状況が継続すれば、他とは異なるリスク調整後収益を生み出す機会も増えるであろう。

図4:ベースシナリオでのタイプ別オルタナティブ運用資産(単位:兆米ドル)





## スケールまたは卓越性

アウトカムベースのソリューションが普及する中、資産運用会社は業界における自らの立ち位置を決めなければならない。会社には、マルチアセットソリューションを提供するだけの規模があるか。それともそれを構成する特定の運用戦略で優れたパフォーマンスを示すことができるか。

従来、クオンツ投資やファクター投資は、マネージャーのスキルに起因するアルファであると考えられていた。しかし、今日では、その一部は実際に安価に複製できるマーケットベータであったことが明らかになっている。とは言え、多くのヘッジファンドは、魅力的なアルファを含め投資家が求めるアウトカムの提供を続けるであろう。

## ESG投資の拡大

2025年までには、ESG投資は急速に拡大するであろう。米国では、投資家ニーズの高まりや規制の影響もあり、ESG投資は今後一層の普及が見込まれている。ESG投資に対する社会的な関心は、ミレニアル世代、富裕層、機関投資家のいずれにおいても急速に高まっている。ミューチュアルファンドにおけるESGテーマ型投資、プライベートエクイティや機関投資家マンデートなどにおけるインパクト投資などに対する需要が拡大している。欧州でもすでに多くの機関投資家のマンデートにESGが組み込まれており、また富裕層の間でも関心が高まっている。アジアにおいても、機関投資家においてESG投資に対する関心が徐々に高まっている。

同時に、ESGに積極的に取り組んでいる企業が他の企業に比べてアウトパフォームしていることが徐々に明らかとなっている。特に、自らが属する産業により関連のある(重要性の高い\*) ESGインディケーター(サステナビリティ上の課題)に積極的に取り組んでいる企業は、より良い業績を上げていることが研究により示されている<sup>17</sup>。さらに、そのような企業は、ESG情報の開示にも積極的であり、それは企業の長期的な収益性にとって最も重要である。

\*訳者注:米国サステナビリティ会計基準審議会(Sustainability Accounting Standards Board)が公表するSASB Materiality Map™に、それぞれの産業にとって重要性の高いサステナビリティ上の課題が示されている  
<https://www.sasb.org/materiality/sasb-materiality-map/>

このような社会的関心の高まりと投資対象としての合理的な根拠により、ESG投資は急速に拡大することが予想される。ESGに対する取り組みを促しているのはアクティブ運用会社だけではない。パッシブ投資家はまた、ユニバーサルオーナーとしてマーケット全体の長期的な価値向上のためにこれを要求している。ESG投資に基づくアウトカムは、投資ソリューションの不可欠な要素となるであろう。ESG投資のための分析ツールの活用も求められるであろう。

17 Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality, Mozaffar Khan, George Serafeim, Aaron Yoon, Working Paper 15-073, Harvard Business School <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/14369106/15-073.pdf>



# 結論

資産価格の上昇が追い風となり、過去20年以上にわたり運用資産は拡大し、また運用報酬も安定していた。今、このような環境に変化が起きようとしている。2008年から2009年の世界金融危機以降、規制の強化、テクノロジーの進歩、競争の激化が変革を促している。今後数年間のうちに変革は急加速し、業界は再編を余儀なくされるであろう。

5年から10年たてば全く異なったランドスケープが見えるであろう。より少数の資産運用会社がはるかに多くの資産をより安価に運用しているであろう。テクノロジーはビジネス全体において不可欠である。いくつかの会社は、アルファを獲得する新しい機会を見つけ、利益を回復するかもしれない。

変化が加速する中、全ての運用会社は競争に勝ち残る方法を選択しなければならない。大規模なプレーヤーまたはニッチなプレーヤーのいずれを選択するか。またどのように生産性を高めるか。

PwCでは、業界が新しいパラダイムにシフトするのに伴い、資産運用会社やウェルスマネージャーは、次の3つの分野で行動が求められると考えている。

## 1.ストラテジー

資産運用会社やウェルスマネージャーは、より柔軟な起業家でなければならない。ある分野での成功と他の分野での失敗に備える必要がある。全ての会社は、未来のランドスケープを見通し、明確な戦略を持ち、他社と差別化を図る必要がある。差別化とコスト削減を達成するために事業構造を再編しなければならない<sup>18</sup>。時代の大きな変化に合わせて、長期的な視野に立った、大胆な取り組みが求められる。戦略的にビジネスを構築するために投資も行わなければならない。

## 2.テクノロジー

全ての会社はテクノロジーを活用しなければならない。テクノロジーは、会社の全ての業務分野に影響する。AI、ロボティクス、ビッグデータ、ブロックチェーンが業界を変革する。急速に変化するランドスケープの中で、テクノロジーは誰が勝者であるか決定づけるであろう。

## 3.人材スキル

人材を育成する伝統的な雇用モデルが変わりつつある。業界には新しいスキルを持った人材が必要である。そのためには新しい雇用モデルを検討する必要がある。多様な人材を広く受け入れ、彼らのニーズに応えることが今まで以上に重要となるであろう。新しい国、新しいテクノロジー、新たな販売チャネル、最先端の運用商品—新たな挑戦において、人材はグローバルな課題である。多様な人材を率いる優れたリーダーシップも不可欠であろう。

18 Fit For Growth (PwC Strategy&) 参照  
<https://www.strategyand.pwc.com/jp/fit-for-growth>

# 付録

## 予測の方法

### I. 全般的な方法

私たちは、計量経済モデルを用いてベースラインを予測している。運用資産を(2004年から2016年までの実績値に基づき)被説明変数とし、国際通貨基金(IMF)によるさまざまなマクロ経済指標を説明変数として用いている。また、私たち独自の統計ソフトウェアを使用して、さまざまなモデルの比較検討を行っている。条件の異なる複数のモデルを作成し、統計的に意義のあるモデルを国ごとに抽出した。これらのモデルは国ごとにさらに調査され、経済的に最も合理的なモデルを選択している。

モデルに入力される運用資産やIMFによる説明変数はいずれも米ドル建てである。私たちが行った資産運用業界の分析予測においては、一般におののマーケットにおける為替運用益(為替オーバーレイ)を含んでいる。

私たちは、質的な情報も考慮に入れている。それら質的な情報がモデルのパフォーマンスへのようない影響を与えるか各分野の専門家も交えて検討している。

### II. データ、ソース、定義

私たちは、業界で広く受け入れられている情報ソースを利用した。情報ソースは、トムソン・ロイター・リッパー、米国投資信託協会(ICI)、Preqin、SWF Institute、クレディ・スイスのグローバル・ウェルス・レポート、City UK、タワーズワトソン、世界銀行、金融安定理事会(FSB)、経済協力開発機構(OECD)、ヘッジファンドリサーチ(HFR)、欧州投資信託協会(EFAMA)、欧州保険協会(Insurance Europe)を用いている。

#### 1. ミューチュアルファンド

ICIによるミューチュアルファンドの定義を使用している。

#### 2. マンデート

マンデートとは、個別に管理運用された投資一任口座を指す。

#### 3. オルタナティブ

オルタナティブとは、プライベートエクイティ、不動産、インフラ、コモディティおよびヘッジファンドを指す。

#### 4. 年金基金

年金基金資産は、年金制度へ拠出され、年金給付を賄うことのみを目的とした資産を指す。

## **5. 保険会社**

投資ポートフォリオを含む生命保険会社と損害保険会社の金融資産合計を使用している。

## **6. 富裕層(HNWI)**

富裕層とは、100万米ドル超の金融資産を有する層を指す。

## **7. 中間層**

中間層とは、10万米ドルから100万米ドルの金融資産を保有する層を指す。各国規制当局における2016年の最新データに基づく。

## **8. 政府系ファンド(SWF)**

コモディティ型SWF、非コモディティ型SWFの双方を含む、ソブリン・ウェルス・ファンド・インスティチュート(SWFI)によるSWFの定義を使用している。

# お問い合わせ先

## PwCあらた有限責任監査法人

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-1-1  
大手町パークビルディング  
Tel: 03-6212-6800(代表)

### 清水 豪

パートナー  
資産運用インダストリーリーダー<sup>1</sup>  
takeshi.shimizu@pwc.com

### 辻田 大

パートナー  
第三金融部(資産運用)  
dai.tsujita@pwc.com

### 久保 直毅

パートナー  
第三金融部(資産運用)  
naoki.n.kubo@pwc.com

### 鶴田 光夫

パートナー  
第三金融部(資産運用)  
mitsuo.tsuruta@pwc.com

### 太田 英男

パートナー  
第三金融部(資産運用)  
hideo.ohta@pwc.com

### 榎原 康太

ディレクター  
第三金融部(資産運用)  
kota.sakakibara@pwc.com

### 大畠 茂

パートナー  
第三金融部(資産運用)  
shigeru.ohata@pwc.com

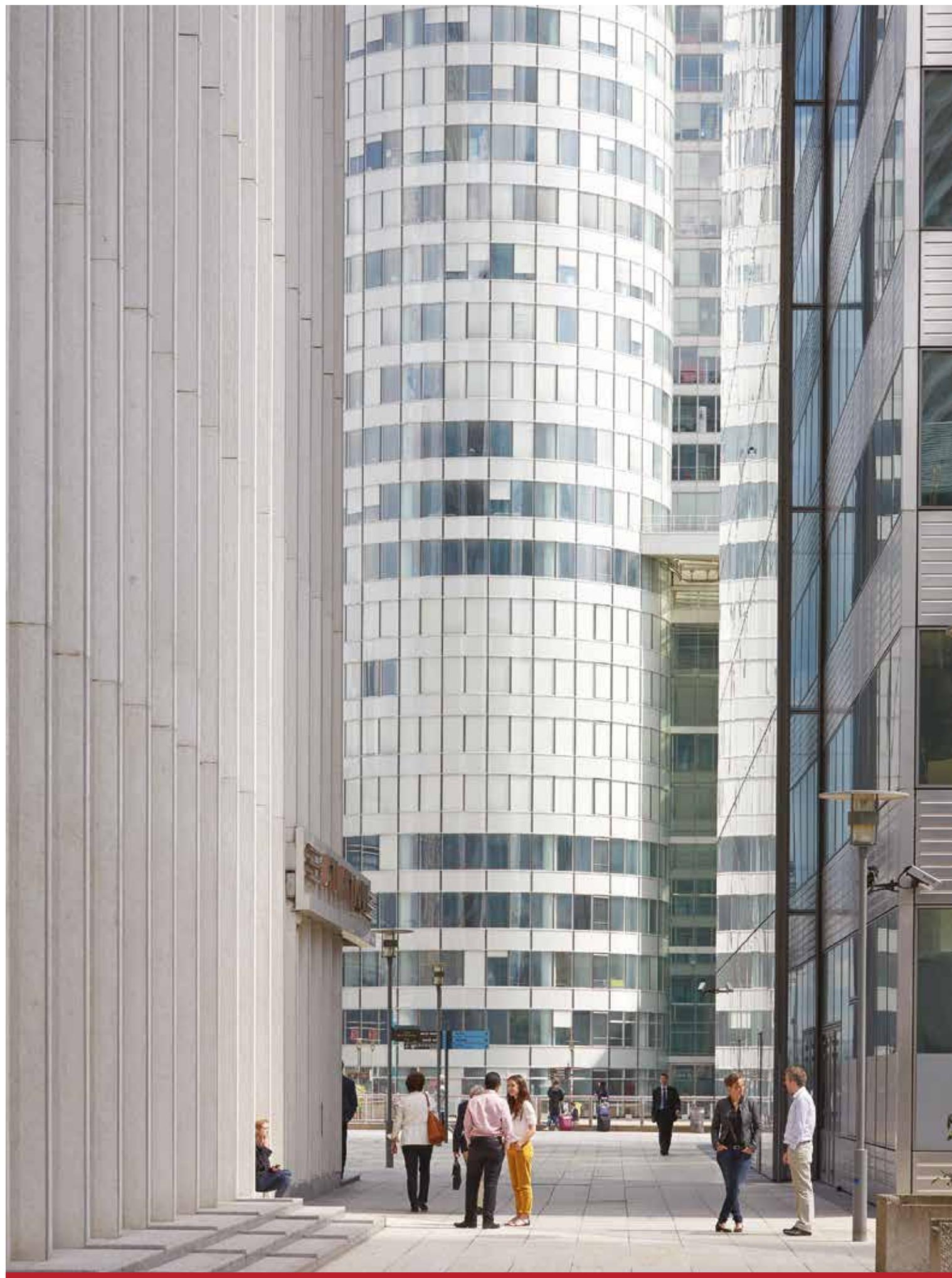
### 山口 健志

パートナー  
第三金融部(資産運用)  
takeshi.yamaguchi@pwc.com

### 勝尾 紀之

シニアマネージャー  
第三金融部(資産運用)  
noriyuki.katsuo@pwc.com





## [www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界158カ国に及ぶグローバルネットワークに236,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2017年11月に発行した『Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html](http://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html)

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/asset-wealth-management-revolution.html](http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/asset-wealth-management-revolution.html)

日本語版発刊年月：2018年1月 管理番号：I201712-1

©2018 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.  
This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.