

米国におけるETFの拡大と アクティブ運用の苦境 ヘッジファンドは閉鎖や手数料率引下げに追い込まれている

米国ではインデックス運用およびETFへの資金流入が続いている。低コストの運用商品が人気を博すなか、とりわけ時価総額型の指数ではない財務指標等に基づいて構成されるスマートベータ型ETFへの資金流入が著しい。フィデューシヤリー・デューティー規則改定の影響もあって、アクティブ運用を主体とする資産運用会社は苦戦をしいられており、再編の波が押し寄せている。ヘッジファンド業界は閉鎖や手数料率の引下げを余儀なくされており、岐路に立たされている。

野村資本市場研究所（ニューヨーク）

副主任研究員 岡田 功太



アクティブ運用から

年間3401億ドルが流出

近年、米国において、アクティブ運用からインデックス運用への資金シフトが顕著である。バンク・オブ・アメリカ・メリリンチの調査によると、S&P500指数をアウトパフォームした米国大型株を投資対象とする米国の投信は、2016年8月時点で全体の14%にすぎず、

過去最低の記録となった（注1）。

米国では16年にアクティブ運用から年間3401億ドルが流出し、その清算件数と合併件数はいずれも09年以降で最多となった一方、インデックス運用（含むETF）への資金流入額は5048億ドルに達した（注2）。また、07年1月から16年末までの累積純流出入額は、米国株のアクティブ運用が約1兆1120億ドルの純流出であった一方、インデ

ックス運用とETFは合計で約1兆4000億ドルの純流入であった（図表）。

アクティブ運用を主体とする資産運用会社は苦戦をしいられている。ブラックロックのロレンス・フィンクCEOは16年6月、今後、資金がインデックス運用に大規模にシフトする可能性に言及し、ブラックロックは17年3月にアクティブ運用部門を再編した。バンガードの創

業者であるジョン・ボーグル氏は16年9月、「ミューチュアル・ファンド業界はゆっくりと解散に向かっている」と指摘した（注3）。フィデリティは16年11月初旬、14年から同社のCEOを務めていたアビゲイル・ジョンソン氏を会長職に任命し、それまで会長職を務めていた父親のエドワード・ジョンソン氏は名誉会長に就任した。同社は新体制のもと、低コストの運用商

森長官の強い意志が込められた 9月公表の「金融レポート」

金融庁が9月中旬にも公表する金融レポートの素案をまとめた。金融レポートの公表は2014年から始まっており（当初の名称は金融モニタリングレポート）、今年で4回目。盛り込まれる内容や記述の表現方法には森信親長官のこだわりがあり、今回も金融行政改革を推進する森長官の強い「意志」が込められている。「3万社アンケート調査」の結果やアパートローン、カードローンなどに焦点があてられた今回の金融レポートも、金融業界で大きな反響を呼びそうだ。

明らかとなった

「日本型金融排除」の実態

金融庁は、毎事務年度において重点的に取り組む「金融行政方針」を示しており、その進捗状況や実績などの評価をとりまとめたものが「金融レポート」だ。金融レポートの公表にあたっては、「金融庁が何を考えているのかを対外的に明らかにすることが重要」との森長官の問題意識のもと、金融機関だけではなく、広く一般に読んでもらうことを意識している。そのため、平易さ、わかりやすさが徹底的に追求されており、グラフの見せ方なども細部まで工夫が凝らされている。

2016事務年度（16年7月～17年6月）の金融行政を対象とする今回の金融レポートは、9月中旬にも公表される見通し。その素案をみると、業態別で圧倒的に記述

が目立つのが地域金融機関だ。昨年の金融レポートでも、コア業務純益から有価証券運用益等を除いた貸出などの本業から得られる利益が、「25年3月期に6割超の地域銀行でマイナスになる」との記述が話題にのぼったことは記憶に新しい。今回の金融レポートでは、貸出金利回りの低下や役務収益の落込みが予想より速いペースで進んでおり、「直近の17年3月期決算で本業から得られる利益が5割超の地域銀行ですでに赤字になった」と指摘している。

こうした状況にもかかわらず、地域金融機関の多くが楽観的なシナリオのもと、「担保・保証に依存した融資による量的拡大をはじめとした既存のビジネスモデルの延長線上での対応を行っている」と批判。加えて、「好ましくないシナリオ」の発生リスクとして、①金利競争の継続による長短金利差の非改善、②金利リスクの顕在化

による含み損の発生・拡大、③引当金の積み増しによる信用コストの3点をあげ、こうしたシナリオ下においても健全性を維持できる持続可能なビジネスモデルの構築を求めた。

さらに、事業の将来性が高いのに信用力が低い企業には融資をしない「日本型金融排除」の実態把握を目的とした「約3万社への企業アンケート」の調査結果も開示した。3万社中8901社から集まった回答を集計・分析した結果、「担保・保証がないと融資に応じてくれない」と感じている割合は、正常先上位で23%にとどまる一方、要注意先以下では54%にのぼった（図表）。「信用保証協会の保証を利用している」状況を見ると、正常先上位で26%、要注意先以下で76%。これらの調査結果から、「資金繰りに困っている要注意先以下の企業は十分に新規融資を受けられていない」として、金融レポートの素案には「『日本型金融排除』が生じていると考えられる」と明記されている。

アパートローン&カードローン に異例の言及

金融レポートの素案には、昨今話題のアパートローンと銀行カードローンについても、一つの章を割いて詳細な言及がなされている。過去の金融レポートをみても、金融機関の特定のビジネスに突っ込んで言及した例がなく、素案を読んだ大手行幹部も

商品性の見直しなどで 厳しい外部環境に対処していく

国内の超低金利環境をふまえ、
運用面では外債などのウェイトを高める

かんぽ生命保険
取締役兼代表執行役社長

植平 光彦

6月21日に就任したかんぽ生命保険の植平光彦社長が当会などの共同インタビューに応じた。重点施策として「お客さま本位の業務運営の追求」「持続的な成長の実現」「事業経営における健全性の確保」をあげたうえで、低金利環境に対応した商品の投入や資産運用の高度化・多様化を進めていく方針を示した。将来的な海外M&Aの可能性も想定しつつ、研究・検討を進めていく考えだ。(編集部)

高齢層への保障充実と 青壮年層への接点拡大

——経営方針として重視している点は何か

三つの重点がある。一つ目は、徹底してお客さま本位の業務運営を追求すること。具体的には、①お客さまニーズに応える商品を開発し、②親切・丁寧な説明により募集品質の向上を果たすことで、③商品やサービスの内容をお客さまにしっかりご理解

いただき、納得してご契約いただく——というプロセスを実現していきたい。募集資料をはじめとした諸資料、お客さまサービス、業務フローや事務プロセスなどすべての面において、「わかりやすさ」の視点で見直していく。

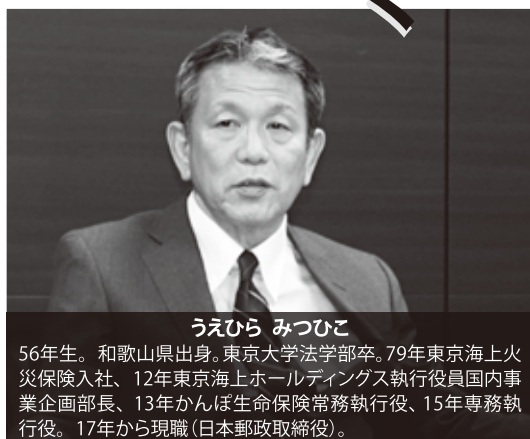
二つ目は持続的な成長の実現。2015～17年度の中期経営計画で掲げた月額保険料ベースの売上目標500億円を、予定よりも1年前倒しで15年度に達成

し、16年度も553億円という民営化以降、最高の売上げを達成した。この流れをふまえ、今後にも新契約の獲得を進め、当社が将来にわたって成長し続けていく土台を築いていきたい。

三つ目は事業運営における健全性の確保であり、資産運用面においてERMに基づき、リスク管理をより強化していく。

——マイナス金利政策や少子高齢化・人口減少など、国内の生保業界が直面している外部環境

にどのように対応していくか
マイナス金利政策の導入以降、非常に厳しい低金利環境にさらされている。それに対応するため、まず予定利率の見直しを行った。一般的な商品について、昨年8月に1・5%から1%とし、さらに標準利率の引下げに対応して、今年4月に0・5%まで引き下げた。これは低金利環境下でも商品の収益性を確保するための予定利率の改定だが、それに伴う保険料引上げ効果が



うへひら みつひこ

56年生。和歌山県出身。東京大学法学部卒。79年東京海上火災保険入社、12年東京海上ホールディングス執行役員国内事業企画部長、13年かんぽ生命保険常務執行役、15年専務執行役。17年から現職(日本郵政取締役)。