

# ヨーロッパの資産運用業界

平成 20 年 8 月 21 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## ヨーロッパの資産運用業界

### —要約—

欧州の資産運用ビジネス全体を鳥瞰する（投信と投資顧問の両方をカバーする）レポートが初めて発表された。

欧州投信・投資顧問業協会(EFAMA)が作成したこのレポートによると、欧州資産運用業界の運用資産額は06年末現在13.5兆ユーロ（2,100兆円）に達し、世界全体（6,300兆円）の33%を占めている。国別ではイギリスが欧州の34%を占め、フランス20%、ドイツ10%と合わせて運用資産の3分の2が3カ国に集中している。

投信と投資顧問に分けると、投信が53%を占めており、日本とは異なる状況を示している。その投信について運用会社の設立地別にみるとフランス・イギリスのシェアが高いが、ファンド設立地別ではルクセンブルグ等の比重が高い。このため、イギリス財務省はファンド誘致のため投信税制の改正を検討中である。

顧客別内訳では、保険会社・年金基金を中心とする機関投資家が66%、個人が34%となっている。投資顧問口座において機関投資家の比重が高いことは当然であるが、投信についても保険会社等による保有が多い国もある。

運用資産配分は欧州全体の平均では株式39%、債券40%となっているが、国別のばらつきが大きい。また投信は平均すると[株式>債券]、投資顧問口座は逆に[債券>株式]となっており、これも日本と異なる。

# ヨーロッパの資産運用業界

日本証券経済研究所  
専門調査員 杉田浩治

## はじめに

欧州投信・投資顧問業協会(European Fund and Asset Management Association=欧州各国の投信・投資顧問業協会および有力資産運用業者で組織する団体、略称 EFAMA)は、去る 7 月に欧州の資産運用業界全体の鳥瞰図ともいべきレポート (“Annual Asset Management Report : Facts and Figures”) を発表した<sup>1</sup>。

EFAMA はレポートの冒頭で「欧州資産運用ビジネスについてのレポートは既に幾つか出ているが、それらは大運用会社に関するもの、あるいは投信の国籍に関するものなど部分的なものであった。今回の EFAMA レポートは、投信と投資顧問の両方をカバーして欧州の資産運用ビジネスの全体像を捉えようとするものである。EFAMA が各国の協会にアンケートを送って得た回答 (2006 年末現在のデータ) をベースに作成しており、今後は毎年更新する予定である」と述べている。

以下、本レポートの概略を掲載するとともに、日本との比較を可能な部分について行ってみた。

## I 規模等の現状

### 1. 運用資産規模は 13.5 兆ユーロ (2,100 兆円)、世界の 3 分の 1 を占める

06 年末現在で、欧州の資産運用会社によって運用されている資産額は 13.5 兆ユーロ (06 年末の 1 ユーロ 156.50 円で換算すると 2,100 兆円) に達している。同時点における世界の資産運用業界の推定運用資産額は 40.5 兆ユーロ<sup>2</sup> (6,300 兆円) であるから、欧州は世界の資産運用業界の 33% を占めていたことになる。なお欧州全体の GDP (11.4 兆ユーロ) に対する欧州資産運用業界の運用資産額 (13.5 兆ユーロ) は 118% と計算される。

資産運用産業は欧州経済の重要な部分を占めるようになっており、イギリス・フランス・ドイツ 3 カ国の資産運用会社の直接雇用者だけで 49,000 人に達している。これに会計・監

<sup>1</sup> <http://www.efama.org/05Home/15FEFSIPressRel/2008/pressreleaseassetmgreport> で原文を入手できる。

<sup>2</sup> ポストンコンサルティンググループのレポート “The Growth Dilemma : Global Asset Management 2007” による

査・売買執行・調査など運用会社が第三者にアウトソースしている業務の従事者を加えると資産運用ビジネス全体の雇用者は相当に多い。さらに、製造と販売の分離が進む中で資産運用業界は幅広い関連サービス分野においてビジネス機会と雇用に貢献している<sup>3</sup>。

### 〔日本との比較〕

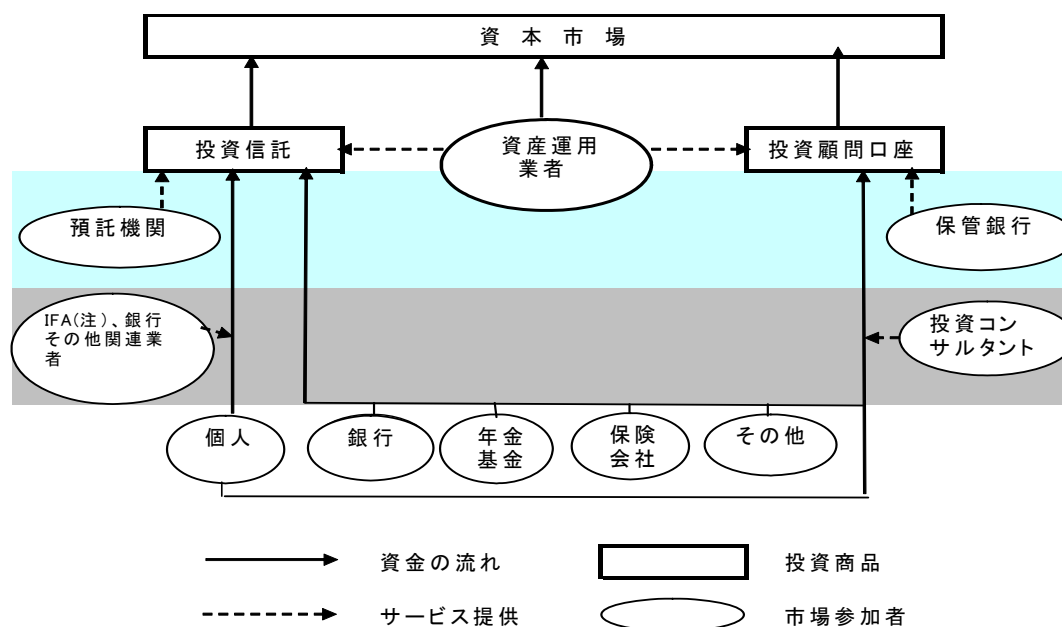
日本の資産運用業界の運用資産は06年現在およそ220兆円である（投信が06年末で私募を含め98.89兆円、投資一任契約資産は年度ベースの計数しかないため06年度末=2007年3月末現在の数字をとると120.82兆円、合計で219.71兆円）。06年末の1ユーロ156.50円で換算すると1.40兆ユーロであるから、前掲・世界の資産運用業界運用資産40.5兆ユーロの3.4%と計算される。また日本の06年の名目GDP512.2兆円に対しては43%である。

なお、資産運用業界の雇用者数に関して、金融商品取引法にもとづく「投資運用業者」の役職員数は、日本証券投資顧問業協会発行「投資顧問」（No.51 2008）によれば06年度末で9,309人、07年度末で11,112人である。

## 2. 欧州資産運用業界の構造とバリュー・チェーン

欧州資産運用業界は、種々の側面で分散化と専門化が進んでおり、広範なバリュー・チェーン（商品および参加者の価値創造連鎖）を形成している。

〔図表1〕 資産運用ビジネスのバリュー・チェーン



(注) IFAはIndependent Financial Advisor(独立投資アドバイザー)の略

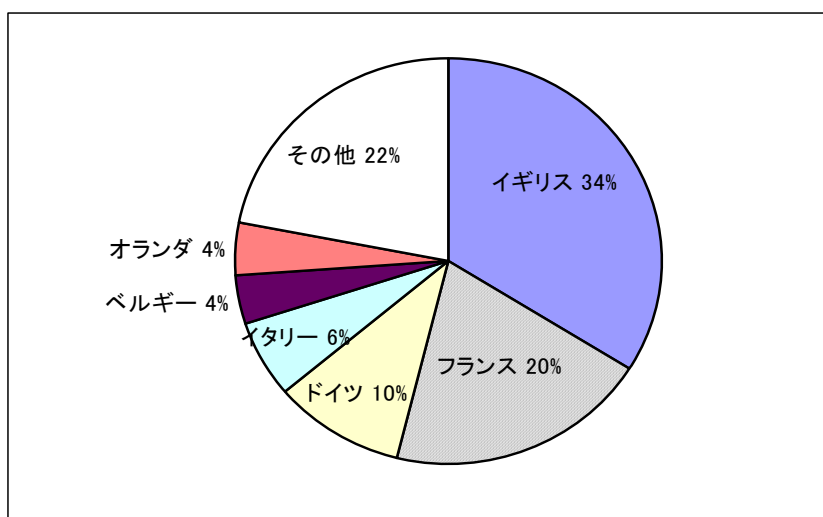
<sup>3</sup> フランスの資産運用産業は直接・間接に70,000人程度の雇用を生み出していると推定されている。

第一に商品として、大きく括れば投信と投資顧問口座がある。前者は多数投資家の資金プーリングによりリスク分散と規模のメリットを顧客に提供するものであり、後者は一顧客のために予め定められたルールと投資方針のもとで投資運用を行う口座である。第二に顧客として、個人のほか年金基金・保険会社その他の多様な機関投資家が存在する。第三に業務として、資産運用だけでなく、運用会社と顧客の間の仲介（販売業務）、コンプライアンスやディスクロージャー要件の確保、顧客資産の安全な保管といった関連業務が含まれ、これらが一体となって資産運用産業のバリュー・チェーンを形成している。

### 3. 国別ではイギリスが 34% を占める

国別の運用資産額シェアは図表 2 のとおりであり、イギリスが 3 分の 1 を占め、フランス、ドイツが続いている。

〔図表 2〕 欧州資産運用業界の国別運用資産内訳



#### 〔日本との比較〕

図表 2 の国別シェアから各国の運用資産額を逆算すると、イギリス 4.6 兆ユーロ、フランス 2.7 兆ユーロ、ドイツ 1.3 兆ユーロとなる。日本の運用資産額は 3 頁のとおり 1.4 兆ユーロであったから、日本はざっとイギリスの 3 分の 1、フランスの 2 分の 1 で、ドイツよりは若干多いことになる。

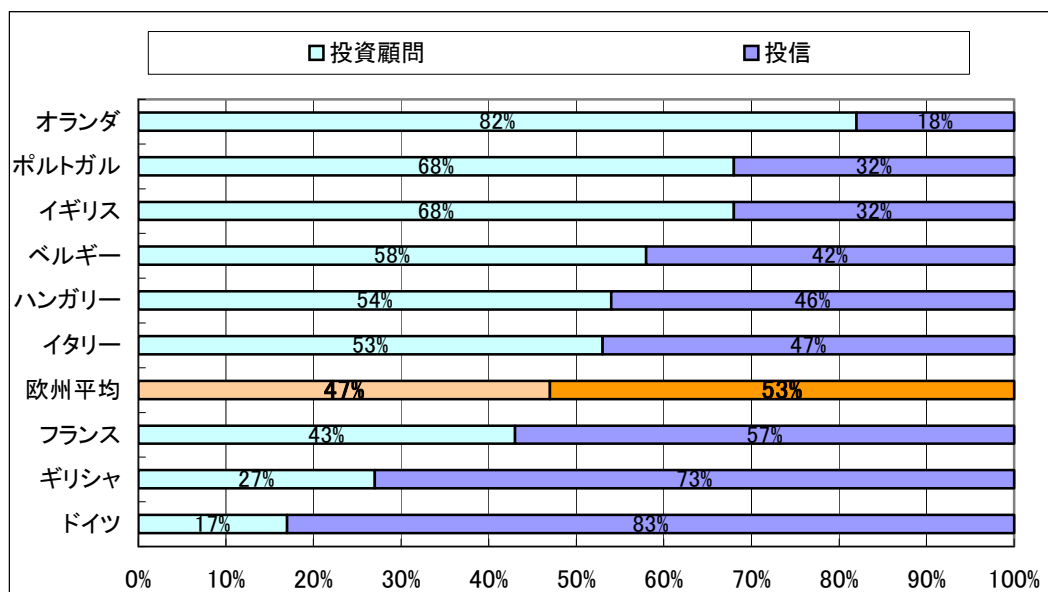
## II 投信と投資顧問

### 1. 投信が 53%、投資顧問が 47%

投信と投資顧問に分けてみると、投信資産が 7 兆 1,110 億ユーロ（1,113 兆円、53%）、

投資顧問口座資産が 6 兆 4,040 億ユーロ（1,002 兆円、47%）で投信資産の方が若干多い。ただし国によって大きな差があり、私募投信（スペシャルファンド）の発達しているドイツでは投信が 83%を占めるのに対し、企業年金の発達しているオランダ、内外機関投資家からの運用委託が多いイギリスでは投資顧問の比重が高い（図表 3 参照）。

〔図表3〕投信と投資顧問の内訳（国別と欧州平均）



〔日本との比較〕

日本は前掲のとおり、06 年末現在、投信が私募を含めて 98.89 兆円（45%）、投資一任契約資産は（06 年度末で）120.82 兆円（55%）であり、欧州と逆に投信の比重が小さい。その主因は投信の普及率が欧州に比べて未だ低い（たとえば個人金融資産に占める投信の比率は 06 年でドイツの 11.6%に対し日本は 4.3%であった）ことにあると思われる。

2. 投信の国籍ではルクセンブルグが 1 位、投信運用者の国籍ではフランスが 1 位

投信について、欧州では「UCITS」と「non—UCITS」とがある。

「UCITS」は、「Undertaking for a Collective Investment in Transferable Securities（譲渡可能証券への集合投資事業、略称 UCITS）に関する欧州委員会指令」の基準を満たすファンドである。UCITS は高度の投資家保護策が取られている（筆者注：規制内容は日本の公募投信とほぼ同様である）と理解されており、EU 加盟国のどこでも販売できるうえ、欧州域外の投資家の資金も入っている。

一方、non—UCITS は、特定の国の法により規制されているファンド（不動産投信、ドイツの私募投信であるスペシャルファンド、一部の規制ヘッジファンドなど）であり、設立国以外の EU 加盟国への販売乗入れ権はない。

上記の UCITS と non—UCITS を合計した広義の投信について、設立国別に運用資産額を見ると図表 4 のとおりである。ルクセンブルグ、フランス、ドイツが上位を占め、イギリス、アイルランド、イタリア、スペインが続いている。この内、フランス、ドイツ、イギリス、イタリア、スペインについては国内貯蓄市場が大きいことを反映している。一方、アイルランドとルクセンブルグについてはオフショアファンドの基地国としての地位を反映したものである。

一方、ファンドの運用会社の国籍別のシェアをみると図表 5 のとおりである。ファンド国籍では図表 4 のようにイギリス、フランス、ドイツのシェアは 42% であるが、運用会社の国籍でみると 3 カ国のシェアは 59% に達している。言い換えればイギリスやベルギーなどの資産運用会社は自国籍以外のファンドの運用ビジネスを獲得しているということであり、(図表には示していないが) ファンド運用資産のうち、他国籍ファンドの占める割合をみるとイギリスで 51.9%、ベルギーで 46.8% に達している。

〔図表 4〕ファンドの設立国別

運用資産内訳		
国	運用資産額 (十億ユーロ)	シェア
ルクセンブルグ	1,845	24.4%
フランス	1,494	19.8%
ドイツ	1,018	13.5%
イギリス	753	10.0%
アイルランド	730	9.6%
イタリア	383	5.1%
スペイン	288	3.8%
オーストリア	169	2.2%
スイス	150	2.0%
スウェーデン	141	1.9%
ベルギー	128	1.7%
デンマーク	123	1.6%
オランダ	102	1.3%
その他(12カ国)	242	3.2%
合計	7,566	100%

〔図表 5〕ファンド運用会社の国籍別

運用資産額内訳		
国	運用資産額 (十億ユーロ)	シェア
フランス	1,553	21.8%
イギリス	1,489	20.9%
ドイツ	1,044	14.7%
イタリア	389	5.5%
ベルギー	243	3.4%
オーストリア	111	1.6%
オランダ	102	1.4%
ポルトガル	28	0.4%
ギリシャ	25	0.4%
ハンガリー	10	0.1%
その他欧州	2,117	29.8%
合計	7,111	100%

(筆者注) 図表 4 と図表 5 の数字の不一致の理由についてレポートは何も述べていないが、欧州資産運用業界の運用資産を表すのは図表 5 の数字である。図表 4 には米国運用会社などの数字が含まれると推定される。

### 〔日本との比較〕

日本の投信資産は 3 頁のとおり 0.63 兆ユーロであったから、図表 4 との関連で言えば、アイルランドとイタリアの間ということになる。

(筆者注) EFAMA レポートでは触れていないが、上記のようにファンド設立地についてルクセンブルグおよびアイルランドが多いことに関連し、イギリス財務省は現在、「資産運用ビジネスにおけるイギリスの競争力を高めるための投信税制の変更」を提案中である。

これは IMA (英国投資運用業協会=英国の投信・投資顧問業者の団体) の委嘱により 2006 年にコンサルティング会社 KPMG LLP (UK) がまとめたレポート “Taxation and the

Competitiveness of UK Funds” が「イギリスの投信税制がファンド設立地としてのイギリスの地位を低下させ、アイルランドやルクセンブルグなどにファンドが流れている」と結論付けたことをふまえて、財務省が 08 年 3 月に提出した 2008 年予算案の中でファンド税制改正の方針を表明、具体化に向けて動いているものである。財務省は年内にも投信税制法案をまとめ 2009 年予算案の中で法制化したいとしている。

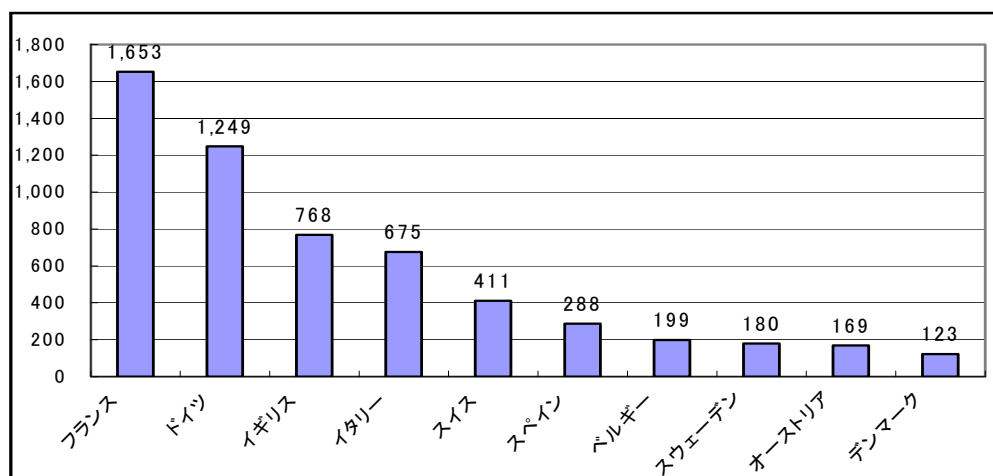
なお、財務省は 7 月 28 日に発表した“Tax elected funds”と題するディスカッション・ペーパーの中で、KPMG のデータを引用し「イギリスの資産運用業者は 06 年現在で 3.8 兆ポンドの資産を運用、GDP の 0.69% に相当する付加価値を生み、25,000 人以上を雇用している」と述べている。

### 3. 各国の投信市場の大きさ

さて、図表 4 の「ファンドの国籍別残高」および図表 5 の「運用会社の国籍別残高」のどちらも「各国の投信市場の大きさ」を表していない。何故なら、それぞれの国における投資家の投信に対する総需要を得るには、①国内籍ファンドで国内販売されているファンドのほかに、②国内スポンサーが外国で設立して国内に持ち込んでいるファンド（“Round Trip”（往復）ファンド）、③外国スポンサーが外国に設立し、当該国で販売しているファンド、④国内スポンサーが国内で設立し外国で販売しているファンドがあることを考慮しなければならない。

各国の投信マーケットの大きさ（各国投資家の投信に対する総需要）を見るには、①国内籍ファンドと②上記「往復ファンド」の資産額を合計した数字が適当であろう。図表 6 は、それにより各国投信市場の大きさを示したものである。2006 年現在でフランス、ドイツ、イギリス、イタリア、スイスが大きな投信市場を持っていることが分かる。

〔図表 6〕国内投信市場規模・上位 10 カ国（単位・十億ユーロ）





#### 4. 投資顧問口座の運用はイギリスに集中

さて欧州全域で 6 兆 4,040 億ユーロに達する投資顧問資産について、国別の運用額内訳をみると図表 7 のとおりである。イギリス、フランス、オランダの上位 3 カ国で全体の 74% を占めており、投信（図表 5）にくらべ集中度が高い。その主因は投信に比べバリュー・チェーンがシンプルであり、基本的には運用会社と機関投資家というプロの相対関係で成り立っていることにある。言い換えれば、投信の場合は個人を主たる対象としており、運営やディスクロージャーについての規制が厳しいため、少なくとも最近に至るまでは各販売対象国の近くで運用される傾向が強かった（運用会社も各地に分散していた）と言える。

次に図表 7 は、投資顧問（対機関投資家）ビジネスにおけるイギリスの強さを示している。その理由は国際金融センターとしてのロンドンの地位を反映していること、イギリスの年金だけでなく他の国の年金資産もイギリスで運用されていることによるものである。また、イギリスの運用資産の中には、投信に類似した合同運用勘定が含まれていることにも留意する必要がある。

〔図表 7〕投資顧問口座の国別運用資産額内訳

国	運用資産額 (十億ユーロ)	域内シェア
イギリス	3,121	48.7%
フランス	1,174	18.3%
オランダ	457	7.1%
イタリア	444	6.9%
ベルギー	342	5.3%
ドイツ	218	3.4%
ポルトガル	60	0.9%
ハンガリー	12	0.2%
ギリシャ	3	0.05%
その他欧州	573	8.9%
合計	6,404	100%

#### 〔日本との比較〕

日本の投資一任契約資産は 3 頁のとおり 0.77 兆ユーロであったから、フランスとオランダの中間に位置する。

なお、欧州の投資顧問口座資産は、投資分散とコスト節約のため投信を組み入れている場合がある。たとえばイタリアの投資顧問資産のうち 32% は投信で占められており、フランスでも 19%、ドイツでも 17% は投信で占められている。そして自社以外で運用するファンドの組み入れ割合もイタリアでは 26%、ギリシャで 11% に達している。

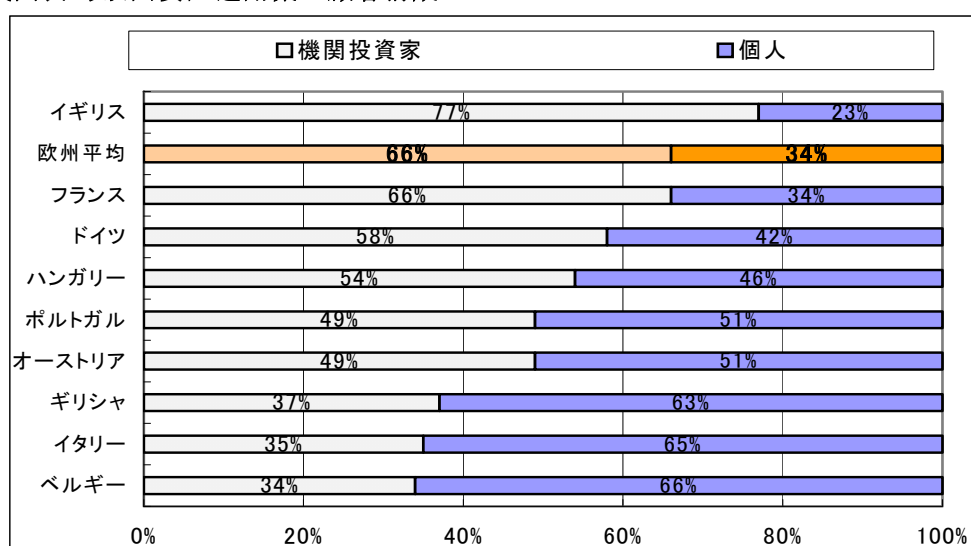
以上のように投信と投資顧問の区別は曖昧になりつつあり、同一内容のものがマーケティングにあたっての包み紙の違いにより投信として扱われたり、投資顧問口座に区分けされたりする場合がある。ドイツの機関投資家向けスペシャルファンドは投信に含まれているが、もしこれを投資顧問口座として扱えばドイツの運用資産に占める投信の比率は 83% ではなく 30% になる。

### Ⅲ 資産運用業の顧客

#### 1. 機関投資家が 66%、個人が 34%

欧州資産運用業界の顧客として機関投資家は大きな地位を占めている。欧州全体で見ると運用資産の 66%が機関投資家（事業法人・金融法人を含む）の委託によるものであり、個人の資産は 34%である。しかし国によって大きな差がある。イギリス、フランス、ドイツの場合は欧州の金融センターとしての機能、および内外の大機関投資家の資金を集める能力を反映して機関投資家の比重が高い（図表 8）。

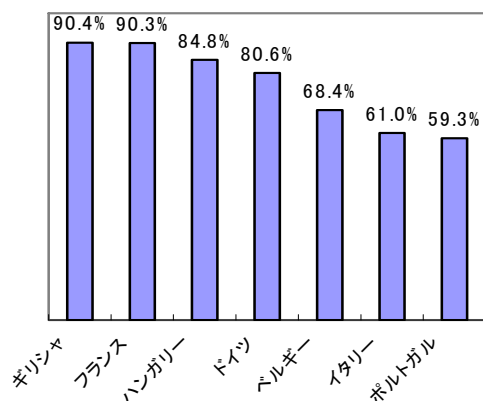
〔図表 8〕欧州資産運用業の顧客構成



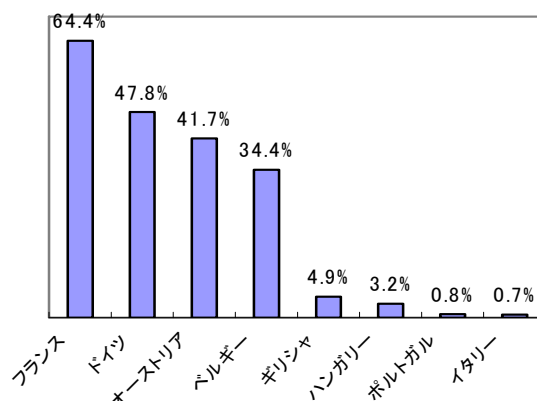
次に投資顧問と投信に分けて顧客層を見てみよう。投資顧問の場合には図表 9 のように当然のことながら機関投資家の比重が高い。ギリシャ、フランス、ハンガリー、ドイツでは 80%以上に達し、他のすべての国で機関投資家のシェアが 50%以上である。

一方、投信については国によって大きく異なっている（図表 10）。フランス、ドイツ、そしてオーストリア、ベルギーでは投信についても機関投資家がかかり保有している。これらの地域では保険会社や年金基金が「投資商品にリンクした貯蓄商品」（筆者注：変額年金的商品など）を販売しており、その対象商品として投信が組み込まれている。しかしギリシャ、ハンガリー、ポルトガル、イタリアでは投信は主に個人向け商品となっている。なお、機関投資家による投信保有額が少なく出ている理由として、個人・機関投資家の両方が購入可能なファンドについて個人保有分と機関投資家保有分の区別が困難であるという事情もある。

〔図表9〕投資顧問資産のうち機関投資家の比率



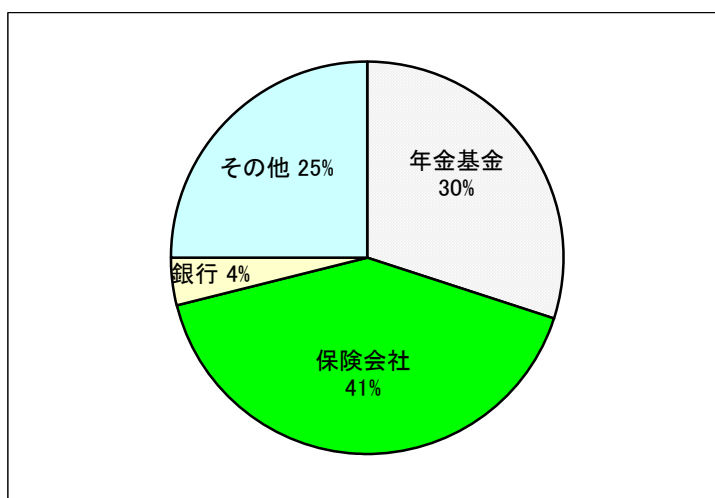
〔図表10〕投信資産のうち機関投資家の比率



## 2. 機関投資家の中心は保険、年金

次に機関投資家の内訳をみると図表 11 のとおりである。欧州全体の機関投資家資産のうち保険会社が 41%、年金基金が 30%、両者で全体の約 70%を占めている。

〔図表11〕機関投資家の内訳



(注)その他には、事業法人、財団、政府などが含まれる。

なお、国別の状況は図表 12 のとおりで、国によってかなり異なる。その決定要因は年金制度と資産運用業界との繋がり具合、および経済全体のなかでの銀行の重要性などにある。

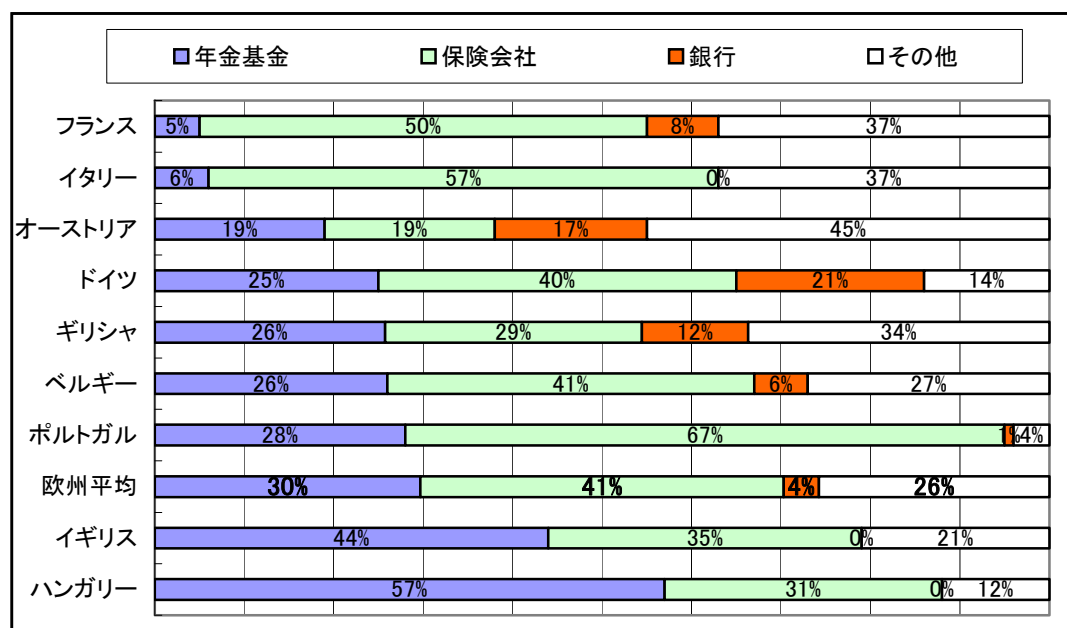
年金基金の割合はフランスやイタリアで 5~6%に過ぎないのに対し、ハンガリーやイギリスでは 57%、44%を占めている。これらの違いは主に年金制度の相違にあり、積立てを重視する伝統のある国では、長年にわたって蓄積された年金資産が機関投資家資金の源泉となっている。

一方、機関投資家顧客として保険会社の重要性が高いことは欧州全体に共通する特徴で、

30～40%を占める国が多い。これは各国とも保険会社の資金量が莫大で、かつ資産運用会社によって運用される部分が多い（当該保険会社と同一グループ内の資産運用会社の場が多い）ことによる。

銀行の比重は総じて大きくはないが、強力な銀行制度を持つドイツ、オーストリアではそれぞれ21%、17%を占め、一方、ハンガリー、イギリス、ポルトガル、イタリアではごく小さい。

〔図表12〕国別にみた機関投資家の構成



### 〔日本との比較〕

日本の資産運用業界全体の顧客について、個人と機関投資家とに分けたデータは見当たらない。

投資顧問の投資一任契約については、圧倒的に機関投資家の資金が多いと推定されるが、日本証券投資顧問業協会のデータでは06年度末契約資産（120.8兆円）のうち、年金顧客分が内外合計で66.9兆円（全体の55.3%）存在することが明らかになっている。

一方、投信の保有者構成については、日本銀行資金循環統計によれば、06年末現在、個人63.0%、金融法人11.6%、保険・年金12.6%、事業法人12.0%、その他0.9%である。

### 3. 運用の外部委託も多い

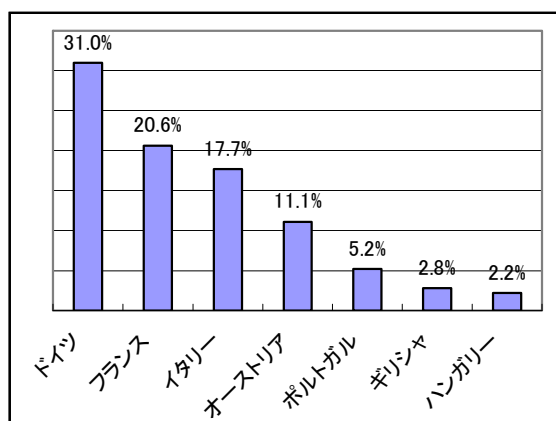
資産運用業界においては、そのコア機能である運用業務をアウトソース（外部委託）することも多いので、ある運用会社にとって他の運用会社が重要な顧客となる場合もある。

図表13は投信資産の運用についてアウトソースを受託している割合を示している。ドイ

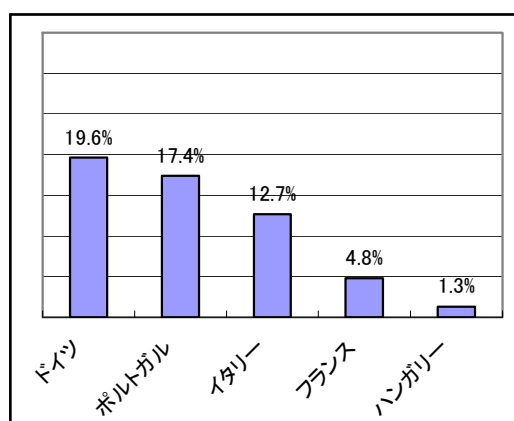
ツ、フランス、イタリアでこの割合が高い。これらの国では、資産運用会社が、「他の会社が販売するファンドの運用を行う」というビジネスモデルを展開していることを意味している。言い換えれば、これらの国が他の国から資産運用ビジネスを誘引する度合いが高い訳であるが、各国の金融サービス産業構造（大金融グループの重要度など）が国によって異なることによる面もある。たとえばドイツの会社の外部ファンド運用受注率が高いのは、ルクセンブルグに自社グループ会社がファンドを設立して、それをドイツに持ち込んで販売している「往復ファンド」の運用によるものであるし、フランスの場合は自社グループ内の運用会社からの受託によるものである。

投資顧問口座についても、他の会社の運用資産の運用アウトソースを受託する場合もあるが、それは投信に比べ少ない（図表 14）。8 頁で触れたように投資顧問ビジネスは、機関投資家と運用会社というプロの相対関係で成立する傾向が強いからである。

〔図表13〕投信運用資産のうち、  
他社から運用を受託している資産の割合



〔図表14〕投資顧問資産のうち、  
他社から運用を受託している資産の割合



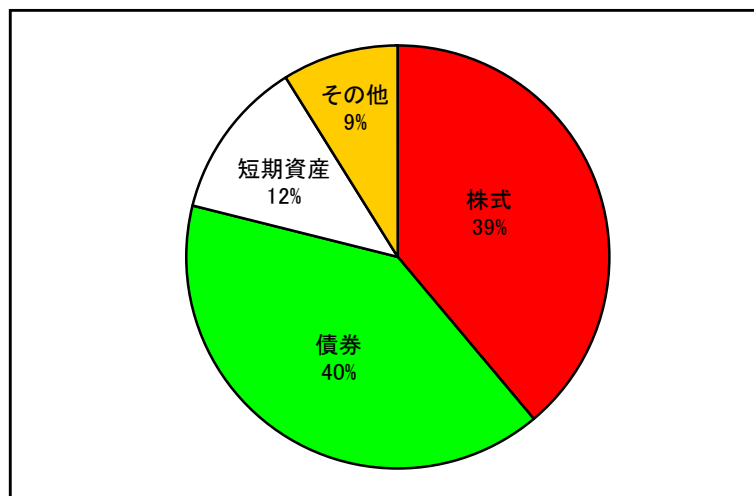
## IV 投資配分

### 1. 債券 40%、株式 39%

資産運用会社は、顧客のタイプ・リスク選好度・目標投資期間・目標収益率などに応じ、様々な投資戦略を採用し資産配分を行っている。

それらを全部合計してみると、06 年末の資産配分は図表 15 のとおりである。主要資産は債券と株式であり、それぞれ総資産の 40%、39%を占めている。主に流動性を確保するために用いられるマネーマーケット資産は 12%、不動産やヘッジファンドを含む其他資産が 9%となっている。

[図表15] 欧州資産運用業界全体の運用資産配分

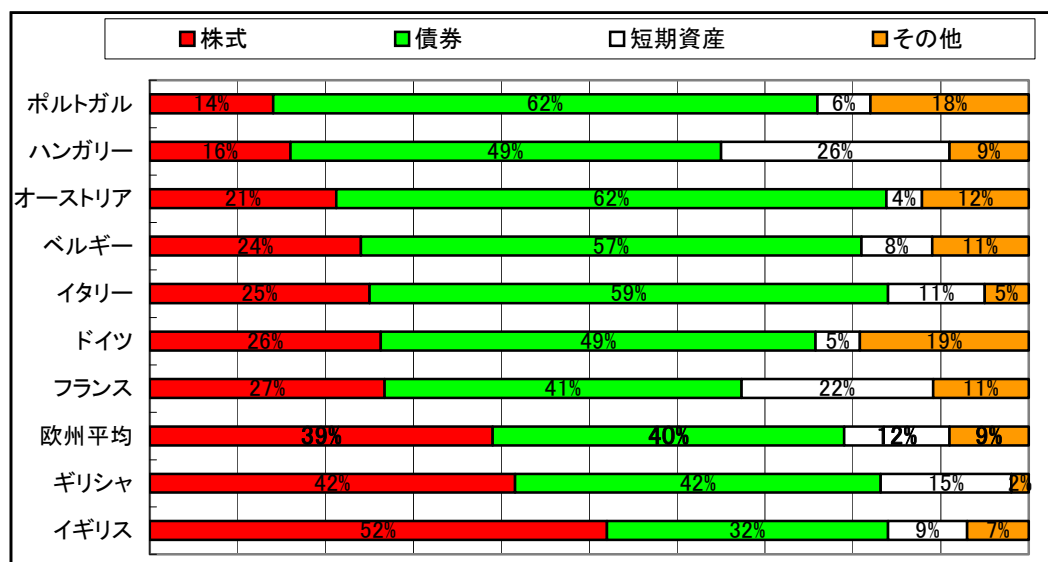


(注) その他には不動産、ヘッジファンドを含む

## 2. 国別では株式比率の高いイギリス、代替資産も多いドイツ

図表 16 は、資産運用業者がどう資産配分を行っているかについて、国別の違いを示している。ただし、資産運用の委託が国境を超えて進んでいるので、この数字は各国の国内投資家の選好を示しているのではなく、外国投資家の選好をも反映している。

[図表16] 各国資産運用業界の運用資産配分



イギリスについて株式の比率が 52% と高いのは、イギリスでは欧州大陸諸国と異なり証券市場における株式市場の重要性が高いことをも反映している。イギリスの年金基金は 06 年末で 63% を株式に投資しているし、投信の運用資産についても 75% が株式で占められて

いる。イギリスを除いてみると、欧州の資産運用業者の株式への投資配分は 26 %であり、債券の比率は 48%と計算される。

一方、フランスではマネーマーケット資産（短期資産）の保有比率が高い。また「その他資産」の比率は多くの国で小さいものの、無視できない分野である。たとえばフランスでは、規制対象ヘッジファンドやストラクチャー証券への投資を含めて 11%が投資されており、ドイツでは不動産への投資比率が高い。

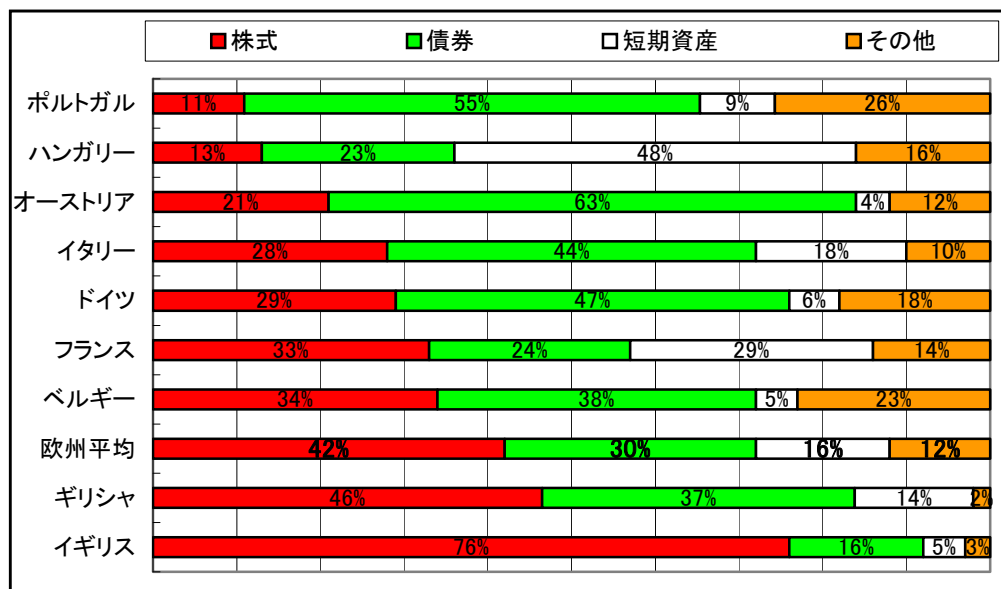
### 〔日本との比較〕

日本の投資一任契約資産 120.82 兆円の内訳（2007 年 3 月末現在）および公募投信 68.93 兆円の資産内訳（2006 年末現在）を合計し、日本の資産運用業界全体の資産配分比率を算出すると、株式 45%、債券 39%、短期金融資産その他 16%となる。

## 2. 投信の方が投資顧問口座より積極運用

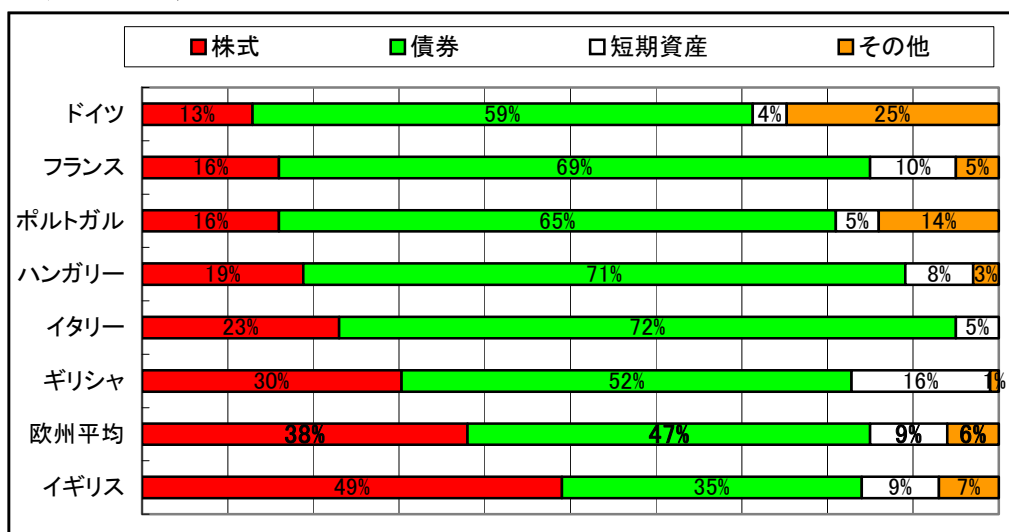
資産配分は、投信と投資顧問の間でも異なる（図表 17～18）。一般的に言えば投資顧問口座の方が保守的であり、欧州平均で債券 47%、株式 38%の配分になっている。これに対し投信の欧州全体平均は株式 42%、債券 30%である。

〔図表17〕投信の資産配分



しかし国によって事情は大きく異なる。多くの国で投信の株式への投資割合は 30%程度であるが、ポルトガルやハンガリーでは 15%以下である。前にも触れたようにイギリスでは投信・投資顧問とも株式の比率が高い。そして重要なことは国によっては「その他資産」の比率が高いことである。前述のとおり「その他資産」のうちドイツでは不動産が重要であるし、フランスでは規制ヘッジファンドが「その他資産」の大きな部分を占めている。

〔図表18〕投資顧問の資産配分



上記の数字はそれぞれの国におけるリスク選好度を示しているが、前述のとおり欧州資産運用業界の国際化が進んでいることを指摘しなければならない。すなわち投資顧問口座の運用委託も国境を超えて行われているし、ファンドの販売も国際化している。したがって、たとえば運用業者の株式投資比率の低い国に住む投資家はイギリスの運用業者に株式運用を託しているかもしれないのである。

#### 〔日本との比較〕

日本の投資一任契約資産の内訳（2007年3月末現在）は、株式54%、債券38%、短期資産等8%と計算され、一方、公募投信資産の内訳は2006年末現在、株式31%、債券40%、短期資産その他が29%である。欧州と異なり、日本は投資顧問口座より投信の方が安定資産の比率が高い。その理由は日本の投信に占める毎月分配型など安定運用ファンドの比率が高いことにあると思われる。