

# 第1回資産運用立国分科会 ~世界水準の資産運用業の実現に向けた視点~

令和5年10月4日

藤田 薫

ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社マネージング・ディレクター  
プライベート・ウェルス・ソリューションズ日本責任者

本資料また本発表において提供される情報は、発表者の個人的な見解・コメントであり、作成者が所属する会社の見解・コメントではありません。また本資料に含まれる情報は注記に記載の出所によるもので、作成者がその正確性や完全性を保証するものではありません。

## 1. 人々の望みと心配

- a. 個人投資家～先行きに対する懸念の顕在化により資産運用の重要性が認知される
  - 属性ごとの問題点：
    - 資産を取り崩す層⇒安定した値動きでインフレ防衛出来る資産が乏しい
    - 資産を取り崩しながら運用する層⇒運用による十分な資産形成が出来ていない
    - 働きながら運用する資産形成世代⇒投資が身近ではない、出費が多く投資に回せない
  - 日本の世帯所得が伸び悩む中で、施策対象とする世帯の幅の拡大の必要性

## 2. 資産運用を多様化し、金融資産所得を増やす（オルタナティブ投資の活用）

- a. 高い資産分散効果により、個人の資産寿命の長期化へ貢献する大事な手段になりうる
- b. 過去長期にわたり伝統的な資産と比べて優れたリスク調整後のリターンを創出してきたことから、主要各国の大手公的年金、大学基金、保険会社における収益底上げが期待される

## 3. 提言（オルタナティブ投資の一層の普及に向けて）

- a. 投信協会規則：国内公募投信における非上場資産の組み入れ制約の緩和
  - 例：非上場リートや非上場BDC
- b. 法令等の手当て：非上場株式等へ投資を行う投資信託の活性化に向けた法令等の手当て
  - 例：非上場企業の50%超議決権保有の解禁、関連税制等
- c. 販売会社による情報開示：顧客属性に沿った商品提供の促進を運用会社がサポートできるような情報の開示
- d. 価格評価過程の透明性：非上場資産の価格の妥当性を担保するバリュエーションについての適切なポリシーやガイドラインの整備
- e. デューデリジェンス：新たな投資の選択肢を除外しないための弾力性のあるプロセスの構築

# 日米の世帯所得の格差は過去30年程度で大幅に拡大

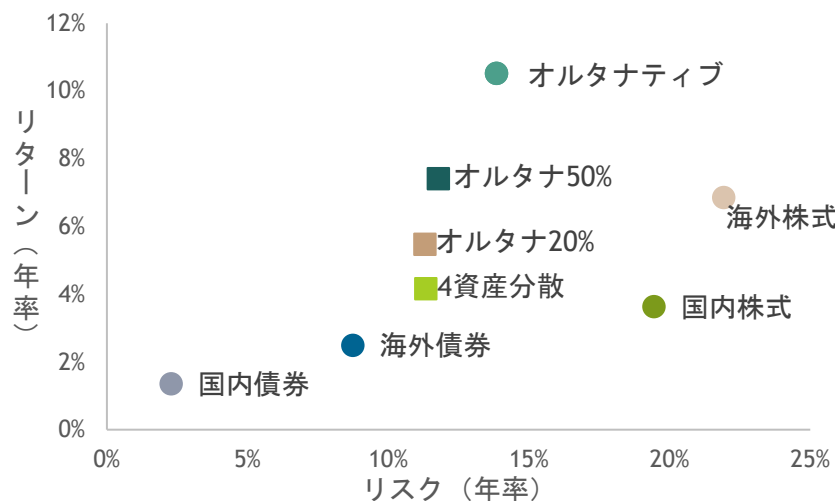
## 日米の世帯所得の推移比較（中央値）

	米国 <sup>(1)</sup>	日本 <sup>(2)</sup>
直近（2021年）	70,780米ドル（777万円）	423万円
2015年	56,520米ドル（684万円）	427万円
2005年	46,330米ドル（510万円）	458万円
1995年	34,080米ドル（321万円）	550万円

出所：アメリカ合衆国商務省、国勢調査局「Income in the United States: 2022」及び、厚生労働省「国民生活基礎調査」より、直近は日本の統計に合わせて2021年12月31日時点。  
(1) アメリカ合衆国商務省、国勢調査局「Income in the United States: 2022」及び、日本銀行「外為為替市況」。各年の円ドル相場の平均（1995：1ドル=94.05円、2005：1ドル=110.15円、2015：1ドル=121.02円、2021年：1ドル=109.78円）を用いて円換算。なお、米国では2022年の世帯所得（中央値）も公表されており、74,580米ドル（980万円）（2022：1ドル=131.37円）。  
(2) 厚生労働省「国民生活基礎調査」。

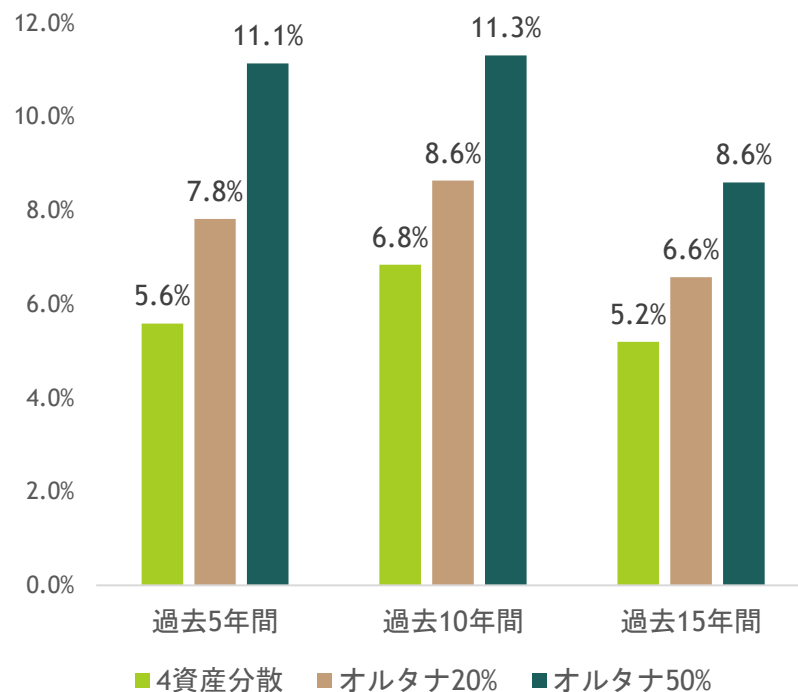
# オルタナティブ投資は過去、伝統的資産と比べて優れた リスク調整後リターンを実現

リスク・リターン分布図  
(期間：2007年9月末～2023年3月末)



	国内債券	国内株式	海外債券	海外株式	オルタナティブ <sup>(1)</sup>	4資産分散 <sup>(2)</sup>	オルタナ20% <sup>(3)</sup>	オルタナ50% <sup>(4)</sup>
リターン (年率)	1.4%	3.6%	2.5%	6.9%	10.5%	4.2%	5.5%	7.4%
リスク (年率)	2.3%	19.4%	8.7%	21.9%	13.8%	11.3%	11.3%	11.8%

年率リターンの比較  
(2023年3月末時点)



出所：モーニングスターより。2023年3月31日時点。

(1) オルタナティブとは、プライベート・エクイティ、プライベート不動産、プライベート・デットの均等配分。

(2) 4資産分散とは、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の均等配分。

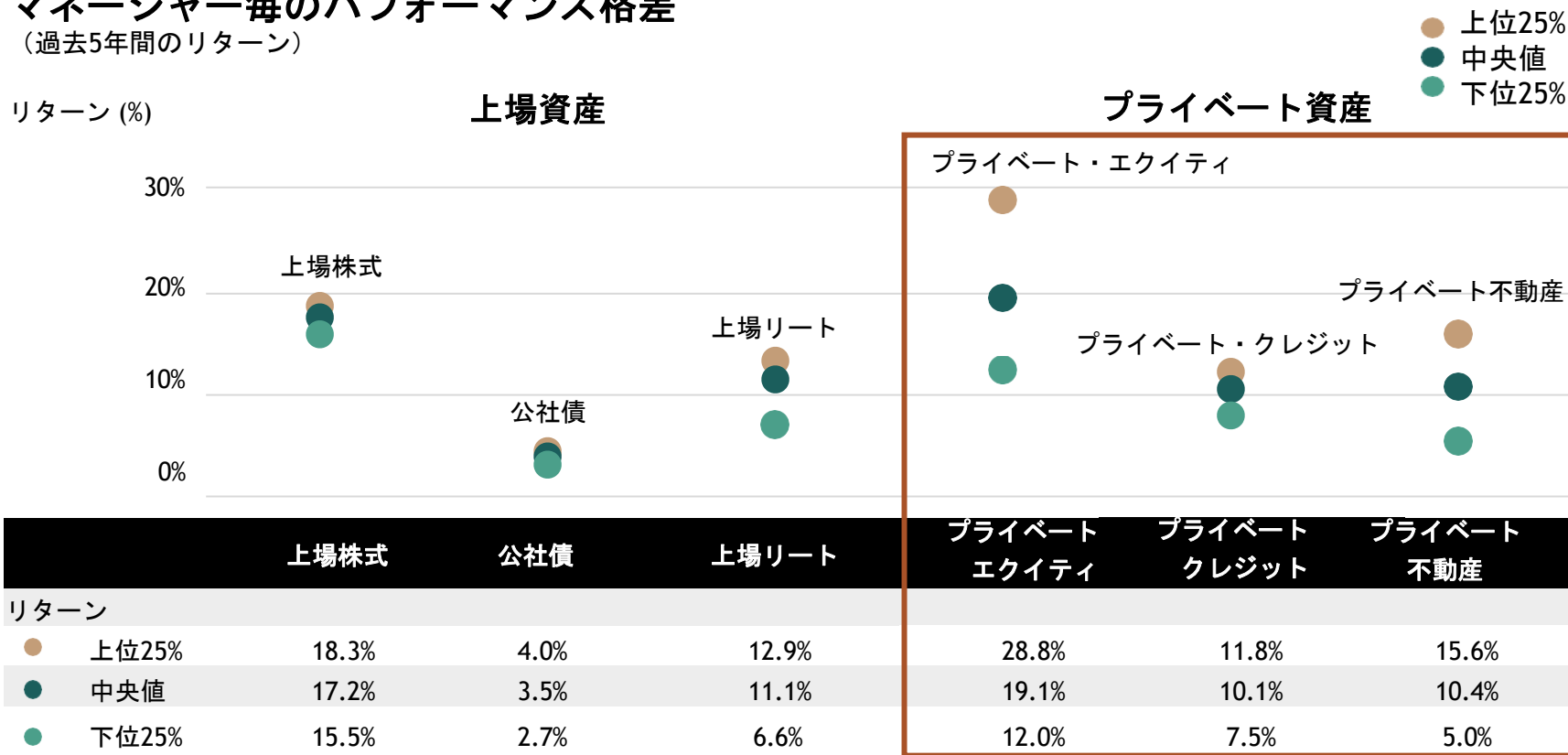
(3) オルタナ20%とは、オルタナティブを20%、残り80%を国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に均等配分。

(4) オルタナ50%とは、オルタナティブを50%、残り50%を国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に均等配分。

使用した指数は次の通り（全て円ベース、配当込み、四半期ベース）。国内債券：NOMURA-BPI総合、国内株式：TOPIX、海外債券：FTSE世界国債指数（除く日本）、海外株式：MSCI ACWI指数（除く日本）、プライベート・エクイティ：ケンブリッジ・プライベート・エクイティ指数、プライベート不動産：NCREIFオープンエンドファンド指数（NFI-ODCE）、プライベート・デット：クリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数（CDLI）

# プライベート市場への投資においてはマネジャー選定が重要

## マネージャー毎のパフォーマンス格差 (過去5年間のリターン)



出所：モーニングスター、リターンは2017年1月1日から2021年12月31日までの5年間の値。（オープン・エンド型ファンド）：上場株式（米大型・ブレンド）、公社債（米インターミディエート・コア債券）、上場リート（米リート）。プレキン、リターンは2016年に組成されたファンドの2020年12月31日から2021年9月30日までの報告に基づく。（北米、クローズド・ファンド）：プライベート・エクイティ（バイアウト）、プライベート・クレジット（プライベート・デット）、プライベート不動産（共同投資、コア、コア+、デット、バリューアッド、ファンド・オブ・ファンズ）。

流動性の低いプライベート市場戦略への投資は、本質的にリスクが高く、通常は高水準のレバレッジを使用します。上記のリターンはよく知られた資産クラスの指標の長期推移を表すものであり、特定のファンドのパフォーマンスを予測するものではなく、また、すべてのプライベート・ファンドがプラスのリターンをもたらす、あるいは元本の損失を回避することを示唆するものではありません。