

オルタナティブ投資における新潮流 (年金基金の動向)

目次

- I. まえがき
- II. アンケートの概要について
- III. オルタナティブ投資の広がりについて
- IV. ヘッジファンド投資について
- V. オルタナティブ投資の今後の展望について
- VI. まとめ

運用商品開発部 ファンドリサーチャー 梅谷 賢三

I. まえがき

ここ数年、年金運用の世界において、伝統的4資産と呼ばれる国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に留まらない分散投資の追求が進められてきており、いわゆる『オルタナティブ（代替）投資』への関心が高まっている。

弊社では、昨年12月から本年1月にかけて、年金スポンサーを対象としたオルタナティブ投資に関するアンケートを実施した（同様の調査は一昨年12月から昨年1月にかけても実施しており、今回が2回目となる）。本稿は、当該アンケート調査結果を分析することにより、年金スポンサーのオルタナティブ投資に対する姿勢を浮かび上がらせることを狙いとしている。

II. アンケートの概要について

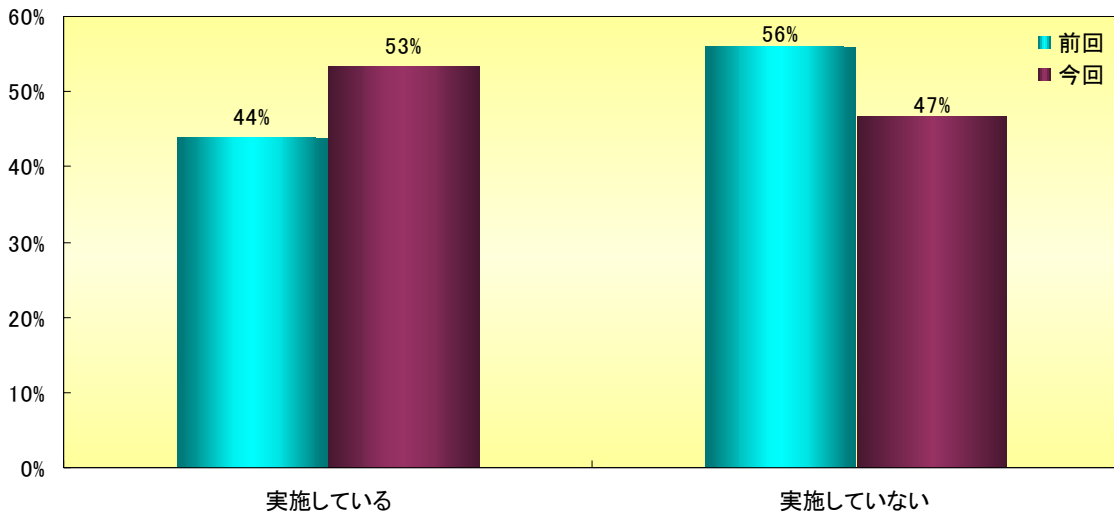
今回のアンケートは、弊社とお取引をいただいている厚生年金基金、確定給付企業年金、税制適格退職年金を中心とした約1,400社を対象として実施し、486社から回答を得ている。前回アンケートにおける回答数が319社であったことを勘案すると、母集団が大きく拡大していることとなる。また、前回アンケートの対象が企業年金のみであったのに対して、今回から公的資金を加えていること、資産規模、予定利率、地域といった属性もさまざまに分散されていることから、網羅性の高い調査ユニバースが確保できたと認識している。

Ⅲ. オルタナティブ投資の広がりについて

オルタナティブ投資の実施状況

年金運用の世界において、どれだけのスポンサーがオルタナティブ投資を実施しているのだろうか。まずは、【図1】を参照いただきたい。

【図1】

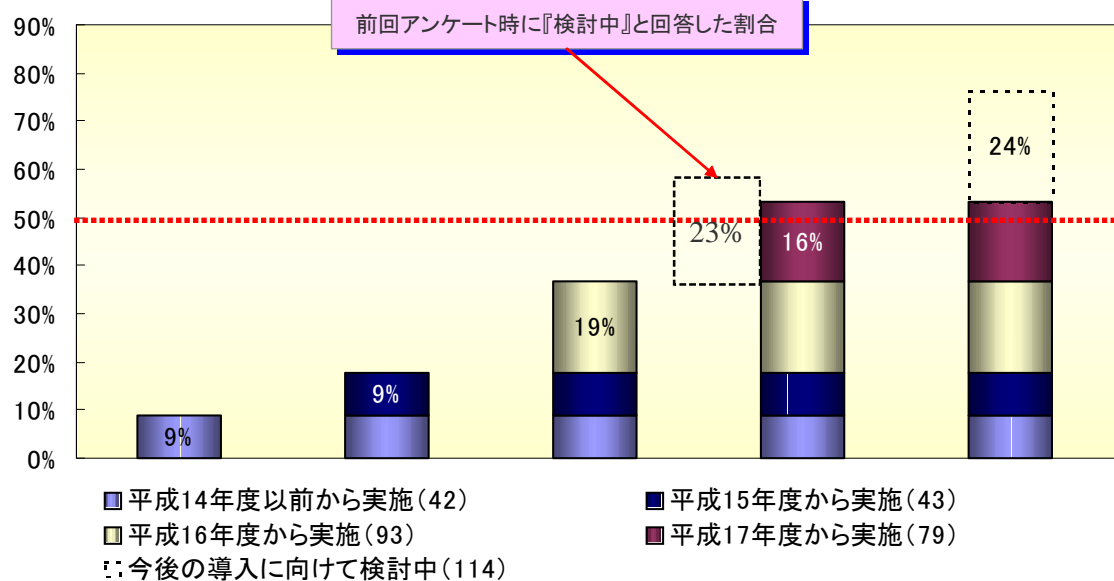


*パーセンテージは、設問『オルタナティブ投資の実施状況』への回答者数に対する割合。

1年間で実施比率が約10%増加するとともに、半数以上の年金スポンサーがオルタナティブ投資を実施していることが見てとれる。

さらに、これを時系列に分析したものが【図2】である。

【図2】



- 平成14年度以前から実施 (42)
- 平成15年度から実施 (43)
- 平成16年度から実施 (93)
- 平成17年度から実施 (79)
- ⋮ 今後の導入に向けて検討中 (114)

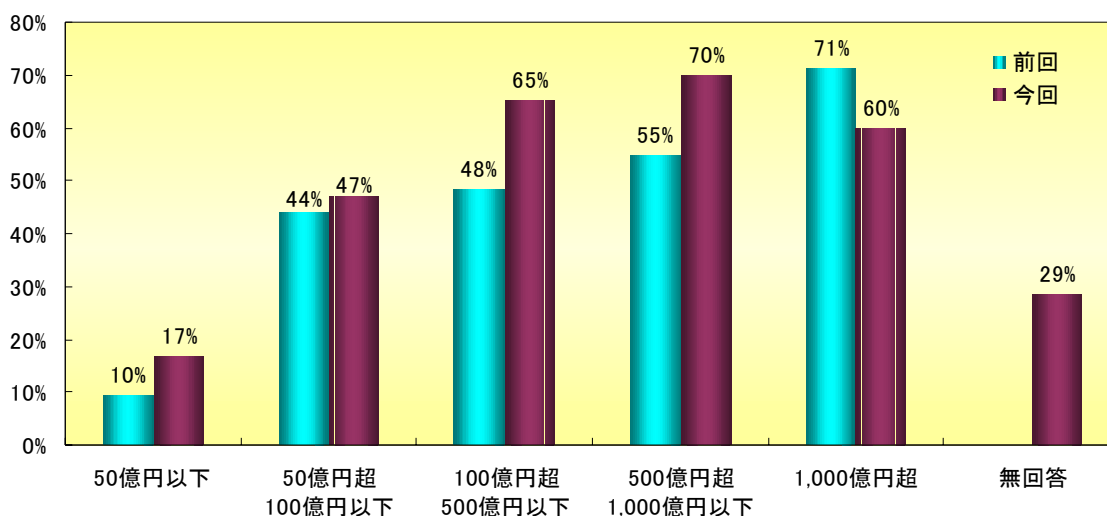
*凡例 () の数値は回答件数。パーセンテージは、当該回答総数に対する割合。

平成14年度以前、オルタナティブ投資を実施している年金スポンサーは1割にも満たなかった。その後、年を追うごとに割合は高まっていくが、特に、平成16年度から伸びが加速した感がある。

ここで、『今後の導入に向けて検討中』という回答（24%）を点線で表記した。これらの予備軍を加えると、将来的に、オルタナティブ投資の実施比率が実に7割を超える計算となる。ちなみに、前回アンケートで同じく『検討中』と回答した年金スポンサーが23%だったのに対して、今回アンケートで新たにオルタナティブ投資を開始した割合は16%であった。前回と今回とでは母集団の違いもあり、一概にはいえないものの、『検討中』のスポンサーがかなりの割合で導入に踏み切っていることがうかがえる。こうした点を勘案すると、オルタナティブ投資の裾野拡大が引続き予感される内容といえよう。

続いて、オルタナティブ投資の実施状況を年金スポンサーの総資産規模別に区分したものが【図3】である。

【図3】



*パーセンテージは、それぞれの資産規模において、オルタナティブ投資を実施しているとした回答者数の割合。

『1,000億円超』のゾーンで比率が低下しているが、これは、今回アンケートから、一般的に総資産規模が大きい公的資金にまで対象を拡大したことに起因している（現在、公的資金に比べて、企業年金のオルタナティブ投資への取組みが先行しているといわれている）。仮に、企業年金のみで計算した場合、当該ゾーンにおける実施比率は87.5%となり、実質的には、全ての資産規模でオルタナティブ投資が拡大していることとなる。

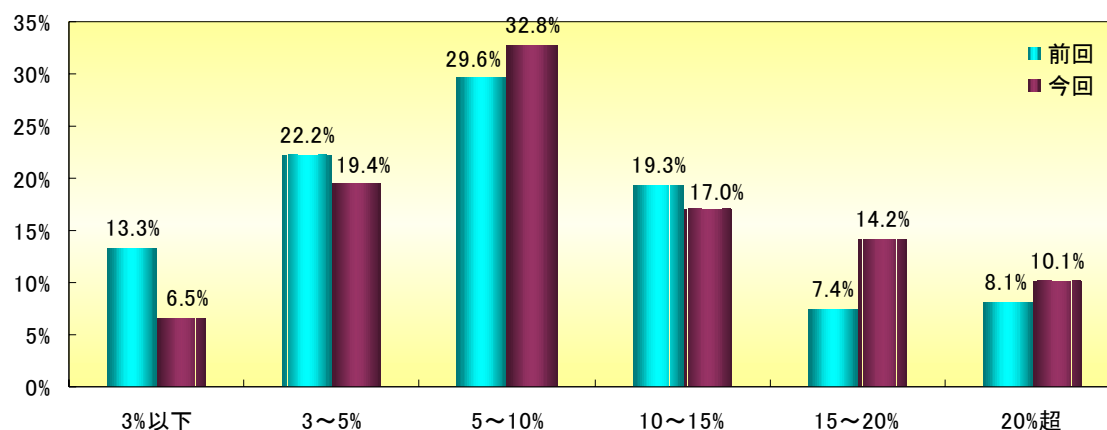
また、特徴的なのは、相対的に総資産が小さなスポンサーにおいても、一定の導入が進捗している点である。従来は大規模先端スポンサーの特権的な色彩が濃かったオルタナティブ

投資が、幅広い層で市民権を得つつある状況といえよう。

オルタナティブ投資の組入比率

次に、オルタナティブ投資の組入比率について、分析を実施した。【図4】を参照いただきたい。

【図4】



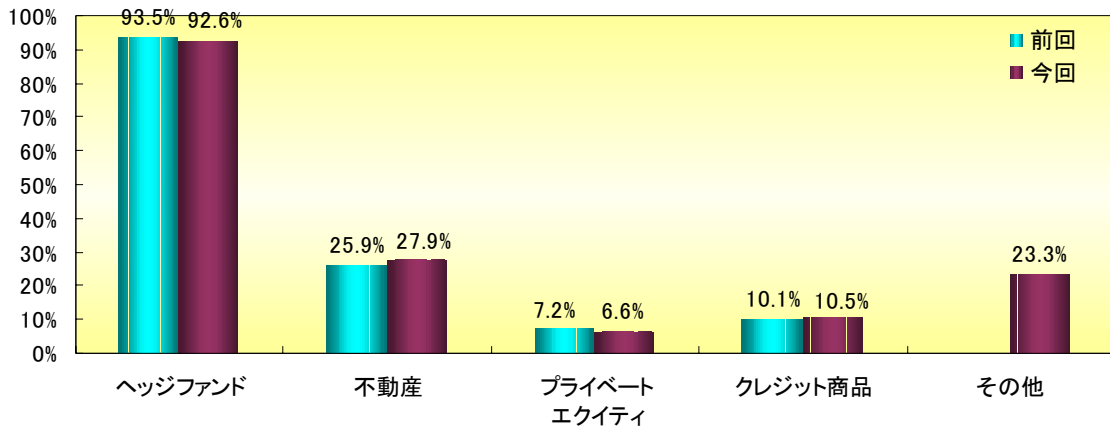
*パーセンテージは、設問『オルタナティブ投資の組入比率』への回答者数に対する割合。

前回アンケートに引続き『5~10%』のゾーンが最大ではあるものの、全体的に、棒グラフが右にシフト（増加傾向）していることが見てとれる。特に、オルタナティブ投資を実施済みのスポンサーの実に4分の1が15%以上の組入れを行っている点は特徴的といえよう。

商品ごとの実施状況について

さらに、商品ごとにオルタナティブ投資の実施状況を分析したのが【図5】である。ここでは、商品分類として、『ヘッジファンド』『不動産』『プライベートエクイティ（未公開株式投資）』という一般的な3商品に、『クレジット商品』『その他』というカテゴリーを加えている。

【図 5】

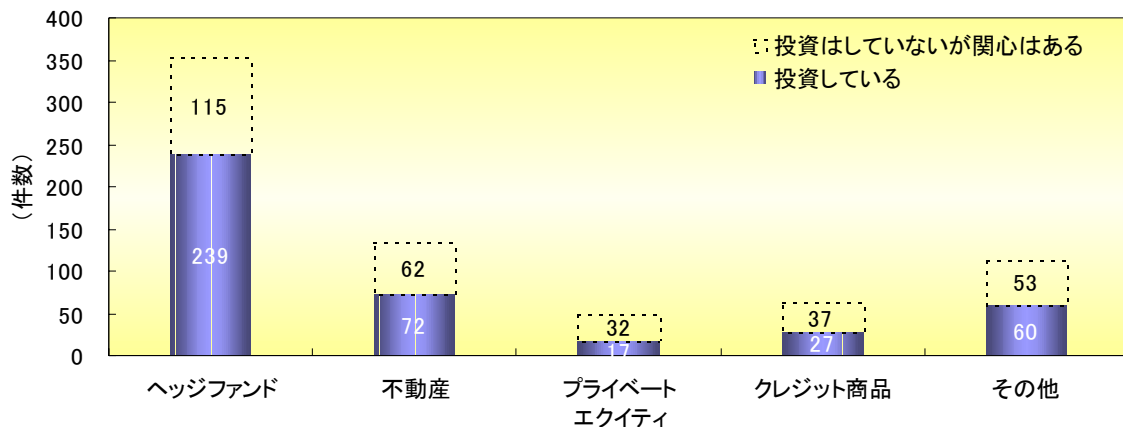


*パーセンテージは、オルタナティブ投資を実施しているとした回答者数に対する割合。

一目瞭然であるが、オルタナティブ投資を実施している年金スポンサーのほとんどがヘッジファンドに投資をしている。これは、国内の低金利環境が継続する中、将来の長期金利上昇に伴う債券ポートフォリオの毀損に備えての代替商品の必要性が高かったこと、などの諸要因によるものと推察される。

しかし、今後を見据えた場合、年金スポンサーの関心はどこに向いているのだろうか。【図 6】を参照いただきたい。

【図 6】



『投資はしていないが関心はある』という回答数を加えた場合、引続きヘッジファンド投資に対する関心は高いものの、それ以外の商品への分散の意向が見てとれる。

示唆

- 年金スポンサーにおけるオルタナティブ投資は、引続き広がりを見せており、組入比

率も拡大の傾向にある。

- ・ かつては大規模先端スポンサーの特権ともいえたオルタナティブ投資が、資産規模等の属性を問わない広がり（投資家層の広がり）を見せている。
- ・ 引続きヘッジファンド投資が主流ではあるものの、その他の商品への関心も高まりつつある（商品の広がり）。

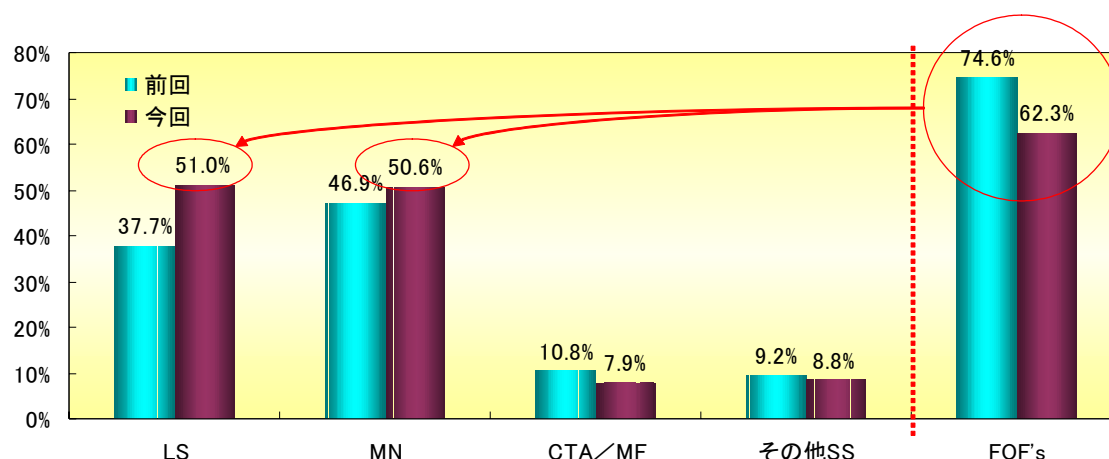
Ⅳ. ヘッジファンド投資について

ストラテジー（戦略）ごとの実施状況

本章では、現在年金スポンサーで最も導入が進んでいるヘッジファンド投資に焦点を当て、より踏み込んだ分析を行うこととしたい。

まず、ストラテジーごとの実施状況を分析したのが【図7】である。

【図7】



*パーセンテージは、ヘッジファンド投資を実施しているとした回答者数に対する割合。

横軸の表記は、LSがロングショート¹、MNがマーケットニュートラル²、MFがマネージド

¹ 買い持ち（ロング）と売り持ち（ショート）を組み合わせるポートフォリオを構築する戦略。投資対象が国内株式の場合、国内株式ロングショート、外国株式の場合外国株式ロングショートと呼ぶ。

² 買い持ち（ロング）と売り持ち（ショート）をほぼ同額にコントロールするなど、市場連動リスクを打ち消しながら、収益を狙う戦略。同じく、投資対象が国内株式であれば国内株式マーケットニュートラル、外国株式であれば外国株式マーケットニュートラルと呼ぶ。

フューチャーズ（商品）³、SS がシングルストラテジー、FOF's がファンドオブファンズであり、やや大括りではあるが、代表的なヘッジファンド・ストラテジーの区分である。

ここからは、ファンドオブファンズの比率が高いことが見てとれるが、これは、前述のとおり、オルタナティブ投資が、将来の金利上昇時における債券ポートフォリオの毀損を軽減する目的でいわゆる『債券代替』として検討され始めた経緯があり、マネージャーやストラテジーの分散が効いていることから相対的に低リスクであるファンドオブファンズにまずは焦点が当たったことがその背景にあると推察される。

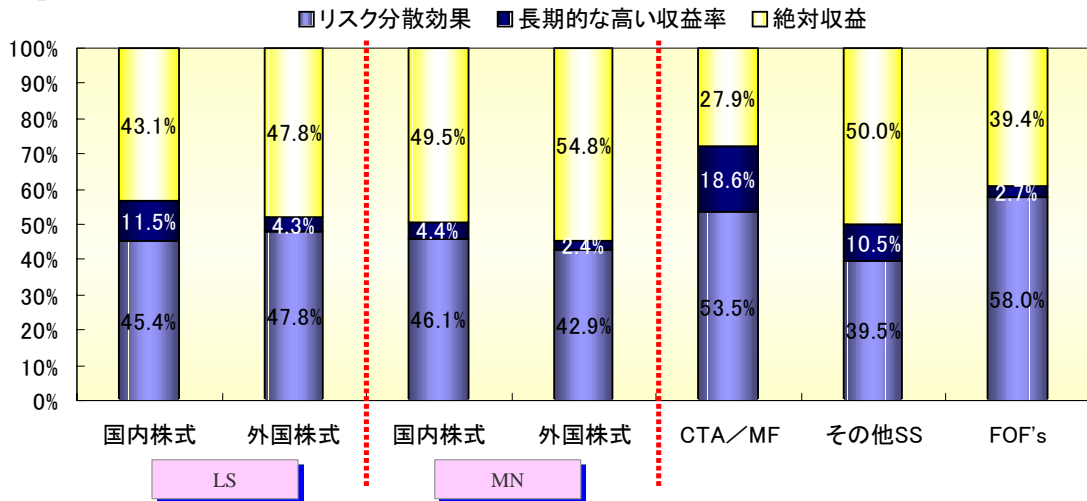
しかし、前回から今回にかけての推移をみると、ファンドオブファンズからロングショートやマーケットニュートラルといったシングルストラテジーへの流れが見てとれる。ヘッジファンド投資という範疇内においても、商品の広がりが進捗している状況といえよう。

ヘッジファンド投資の狙いと投資しない理由

続いて、ヘッジファンド投資を行う年金スポンサーが何を狙いとしているのか、また、反対に、ヘッジファンド投資を行わない年金スポンサーが何をハードルと考えているのか、について分析を行った。

まずは、【図8】を参照いただきたい。

【図8】



*パーセンテージは、それぞれのストラテジーにおける回答者数に対する割合。

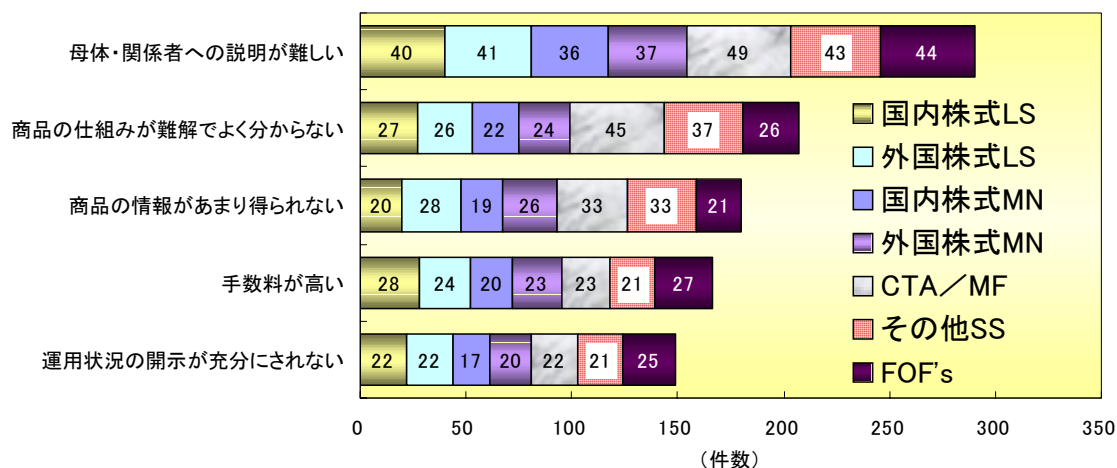
ここでは、ヘッジファンド投資を導入する狙いを『リスク分散効果』『長期的な高い収益率』

³ 世界の金利・通貨・株価指数などの金融先物に加え、金や原油などのコモディティ（商品）の先物にも投資を行う戦略。なお、CTAとは、Commodity Trading Advisorsの略。

『絶対収益』の3ケースに想定し、ストラテジーごとに集計している。ここからわかるのは、ヘッジファンド投資導入の主な狙いが、ストラテジーを問わず、『リスク分散効果』と『絶対収益』に二分されている。

一方で、ヘッジファンド投資を行わない理由を示したのが【図9】である。

【図9】



どのストラテジーにおいても、『説明が難しい』『商品の難解さ』『運用状況の開示』といった、年金スポンサーの説明責任に関係する要因が多い。換言すれば、現在ヘッジファンド投資に二の足を踏んでいるスポンサーであっても、こうした点の改善により、スタンスが変わる可能性が十分に考えられるということである。

示唆

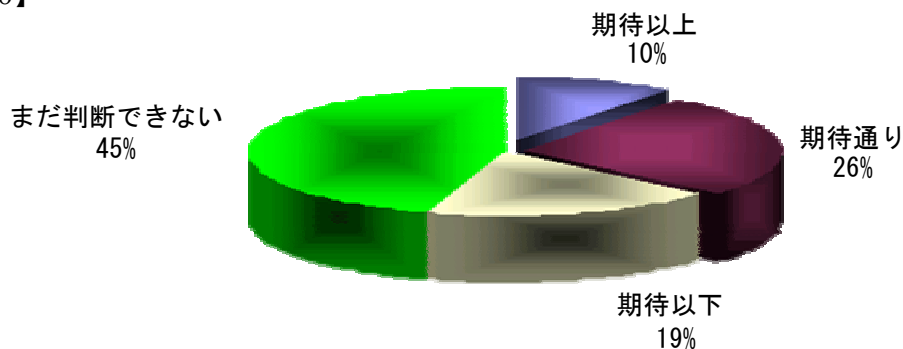
- ・ ヘッジファンド投資において、従来主流であったファンドオブファンズから、シングルストラテジーへの関心の流れがみられる。
- ・ ヘッジファンド投資導入の狙いは、『リスク分散効果』『絶対収益』に二分される。
- ・ 年金スポンサーの説明責任に寄与する『透明性』の改善により、さらなるヘッジファンド投資の裾野拡大が期待される。

V. オルタナティブ投資の今後の展望について

オルタナティブ投資に対する評価と今後の取組み

まずは、既にオルタナティブ投資を実施している年金スポンサーが、その効果をどのように評価しているのかについて、【図10】にまとめている。

【図 10】

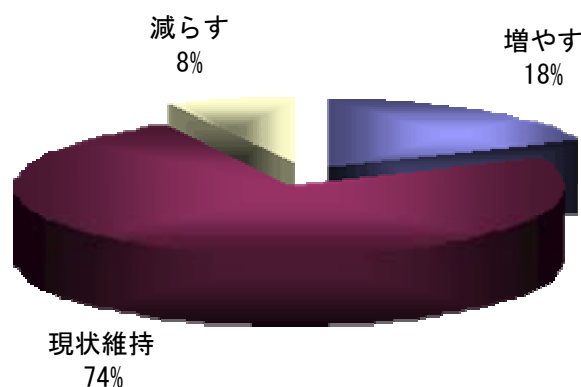


*パーセンテージは、設問『オルタナティブ投資の導入評価』への回答者数に対する割合。

多くの年金スポンサーが、オルタナティブ投資の導入評価を行うには時期尚早と捉えていることがわかる。一方で、なんらかの判断を下しているスポンサーの過半が、期待値以上（『期待通り』『期待以上』）と回答している点は、特徴的である。

加えて、既にオルタナティブ投資を導入している年金スポンサーが、オルタナティブ投資に対してどのような取組方針を持っているのかを示したのが【図 11】である。

【図 11】



*パーセンテージは、設問『オルタナティブ投資の取組方針』への回答者数に対する割合。

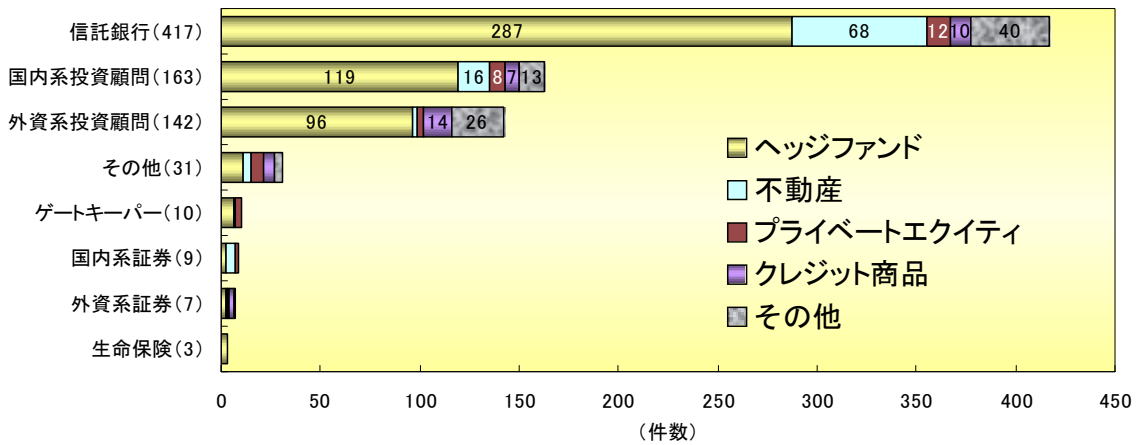
多くの年金スポンサーが『現状維持』と回答している。

【図 10】とあわせて考えると、多くの年金スポンサーが、オルタナティブ投資の評価や取組みについて、腰を据えてじっくりと進めている状況といえよう。

オルタナティブ投資商品の提供者

続いて、年金スポンサーがオルタナティブ投資商品をどこから購入しているかについて、分析を行った。【図 12】を参照いただきたい。

【図 12】

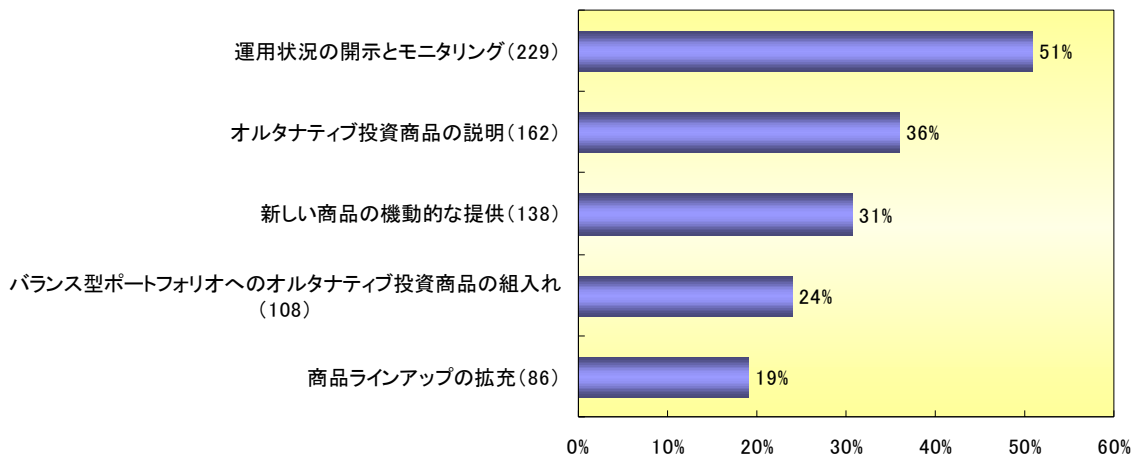


*縦軸 () は回答件数。

種類を問わず、オルタナティブ投資商品の多くが、信託銀行から提供されていることがわかる。内外投資顧問がそれに続く形となつてはいるものの、オルタナティブ投資の分野における信託銀行の存在感は群を抜いている状況といえる。

そこで、オルタナティブ投資商品の最大の提供者である信託銀行に対し、年金スポンサーが期待することとはなんだろうか。【図 13】を参照いただきたい。

【図 13】



*縦軸 () は回答件数。パーセンテージは、設問『信託銀行に望むこと』への回答者数に対する割合。

『運用状況の開示とモニタリング』が最大となっている。つまり、『透明性』の確保と専門性の高いモニタリング能力の提供が、信託銀行に対する大きな期待といえよう。

示唆

- ・ 多くの年金スポンサーが、オルタナティブ投資の評価や取組みをじっくりと行っている。

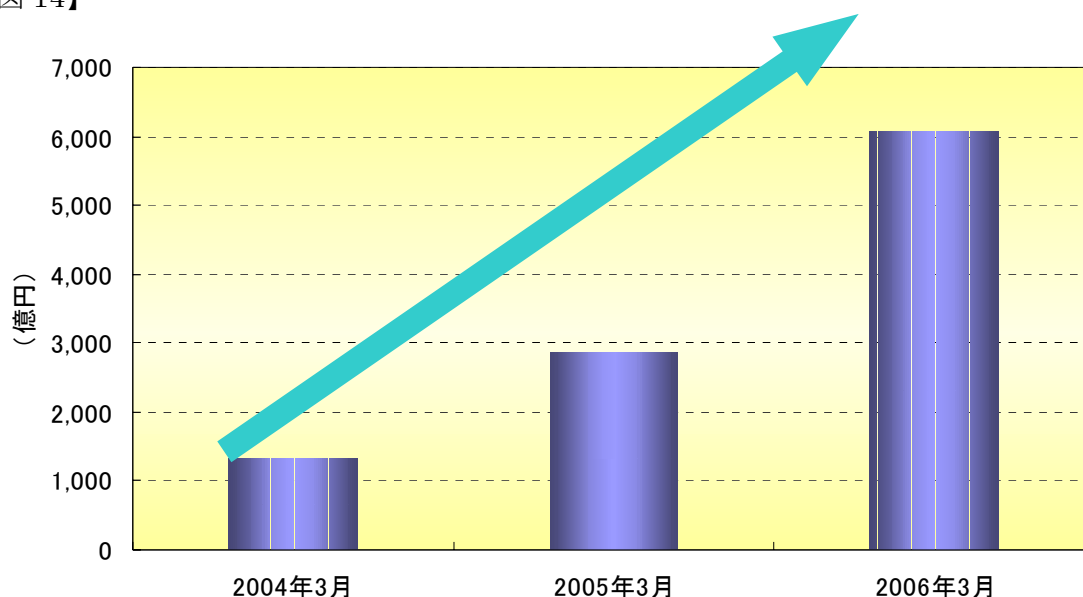
- ・ オルタナティブ投資の分野における信託銀行の存在感は群を抜いており、その役割は重要。
- ・ 年金スポンサーが信託銀行に寄せる期待は、単なる商品提供者としてではなく、説明責任に寄与する『透明性』の確保にある。

VI. まとめ

今回、アンケート調査が2回目を数えたことにより、オルタナティブ投資に関する年金スポンサーの動向を時系列で分析することが可能となり、さまざまな示唆を得ることができた。

1点目は、オルタナティブ投資における裾野の『広がり』である。それは、組入比率の拡大、投資家層の広がり、商品の広がり、であり、また、ヘッジファンド投資におけるストラテジーの広がり、といった点にも見てとることができる。実際に、こうした傾向は、弊社におけるオルタナティブ投資商品の年金受託残高の飛躍的な伸張にも現れている。【図14】を参照いただきたい。

【図14】



平成18年3月末時点で、オルタナティブ投資商品の受託残高は6,000億円を超える規模にまで成長している。これは、弊社の年金信託受託残高約12.5兆円に対して、約5%の水準となる。なお、この他に、為替オーバーレイにおけるアンダーレイ資産額が約7,600億円となっている。

2点目は、オルタナティブ投資における信託銀行の存在感が大きく、その分、年金スポンサーからの期待値が高まっていることである。単なる商品提供者に留まらないサポート、特

に『透明性』の確保とともにモニタリングのアウトソース先としての高い専門性の提供、さらに、機動的な商品ラインアップの拡充を行っていくことが信託銀行に課せられた使命といえる。

今回のアンケート調査を通じて、弊社が従来から注力してきている4つのこだわり、『パフォーマンスへのこだわり』『透明性へのこだわり』『分散へのこだわり』『より良い条件へのこだわり』のさらなる追求こそが、今後のオルタナティブ投資の裾野拡大と年金スポンサーの高い期待に応えていくものであるという確信を強めている。

最後になるが、本稿が、年金運用あるいは資産運用全般に携わる方々にとって、少しでもお役に立てるとするのであれば、望外の幸せである。

(2006年6月7日記)

- ◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
- ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）