



Russell Research

未来への羅針盤

～長期・分散投資の原点に立ち返った
ポートフォリオの提案～

2009年3月

目次

はじめに	p 2
コンサルタント 山浦 厚能	
1. 目指すべきポートフォリオ 対象市場の鳥瞰と適切な分散の追求	p 3
エグゼクティブ コンサルタント 荒川 光弘	
シニア テクニカル アナリスト 高橋 恵美	
2. エキゾチックペータ資産 REITとコモディティ投資が主対象	p 11
エグゼクティブ コンサルタント 荒川 光弘	
シニア テクニカル アナリスト 高橋 恵美	
3. アルファ戦略 アルファ追求はむしろ強化する時期	p 14
エグゼクティブ コンサルタント 喜多 幸之助	
コンサルタント 飯尾 昌弘	
4. プライベート資産 求められる発想の転換	p 25
コンサルタント 山浦 厚能	
コンサルタント 青島 史奈	
<附録> 国内年金基金向けオルタナティブ商品調査の概要	p 35

はじめに

1952年にハリー・マーコウィッツの平均・分散アプローチに関する博士論文が発表されてから、半世紀近くが過ぎている。各資産のリスク・リターン、相関関係と投資家のリスク許容度がわかっているならば、合理的な分散投資を行うための最適なポートフォリオが決まるというものであり、今現在の年金運用においても根幹となる概念である。そして、この半世紀において、金融工学は理論面からも実践面からも飛躍的な進化を遂げ、投資対象の多様化も進んだ。

金融・経済のグローバル化が深化したため、情報は瞬時にグローバルな市場を駆け巡り、過剰な情報のフローが絶え間ない取引を誘発し、巨額の資金がより高い投資機会を求めデリバティブとレバレッジが多用されている。デリバティブの発展は、市場に内包するリスクの所在を隠し、レバレッジと密接に絡み合ったことで、問題をこれほどまでに拡大させたと言えるだろう(注1)。今回の危機は、100年に一度の事象と言われているが、しかし、金融・資本市場がマーコウィッツ以前の時代に戻るわけではない。この半世紀の間に進展した投資理論は、依然として有効な枠組みとして捉えられるものの、実践において工夫や改善の余地が大いに残っていると考えるべきだろう。

本レポートは、年金スポンサーが目指すべきポートフォリオに向けた実践的なアプローチに焦点を当てて構成している。現在、多くの年金スポンサーのポートフォリオにおける課題として、リスクの所在が上場株式に集中しているという点が挙げられる。そこで、長期・分散投資の原点に立ち返り、より分散の効いたポートフォリオを構築することが不可欠であると考え、その際の羅針盤となりうる考え方を提示しようと試みた。オルタナティブ投資に際しては、ややもすると、既存ポートフォリオに対する分散効果を、定量的な視点に重きを置いて投資するといった行動が一般的に見られる。しかし、どのようなポートフォリオを目指し、許容したそのリスクによって何が報われるのかの検討が不十分なまま、分散を目的化するのは本末転倒である。本レポートでは、意味のある分散効果を楽しむためには、それに相応しい資産クラスや戦略を選択することが重要だということも提示している。

本レポートは4章から構成されており、まず第1章で、三段階に分けたポートフォリオを提示している。そして第2章から第4章に、投資に値する資産クラス・戦略として、ベータ資産、アルファ戦略、プライベート資産の順で解説を行っている。また、巻末に現在年金向けに提供されているオルタナティブ商品の調査概要を記載した。本レポートで提示したポートフォリオは、あくまで資産運用の視点から目指すべき姿として描いているが、これらはあらゆる投資家にとって唯一の最適な解<ポートフォリオ>という意味ではない。スポンサーごとの負債状況などを考慮した上で(注2)、本レポートにあるポートフォリオ構築のためのアプローチや資産・戦略の特性を有機的に結びつけて、各人に相応しいポートフォリオの構築を目指していただきたい。

本レポートが年金運用に携わる方々の一助になれば幸いである。

注1) デリバティブ悪玉論を述べるつもりはない。ただし、デリバティブの副作用への無理解ないしは過小評価は今後も課題として残る。

注2) スポンサーの負債特性はまちまちであり、取り巻く諸条件によって最適解は異なる。

負債のみならず、母体財務の視点もポートフォリオ構築に影響を与えよう。母体財務と年金運営の関係については、「企業価値を向上させる退職給付制度の運営」(浅岡・本部・喜多)に詳しい。

1. 目指すべきポートフォリオ

対象市場の鳥瞰と適切な分散の追求

投資対象市場を鳥瞰することから始めよう

まずは、世界中の投資対象市場の規模を鳥瞰してみよう。自分が投資している、あるいは投資しようとしている市場規模を予め把握しておくことは重要である。自らのポートフォリオと比較して、十分に投資機会が広がっているのに見逃している市場がないか、あるいは、市場規模が小さいにも関わらず過度にウェイトを高めていないかといった視点で、自らの立ち位置を確認しておくべきである。ある程度の規模の市場には、マネージャーによる適度な競争があるはずだ。そしてマネージャー選択を虫瞰で観察することで、より密度の高い情報が入手でき、バランスの取れた投資判断に役立つであろう。一方、市場規模が小さいことが、決して投資の阻害要因にはならないものの、わずかなマネーフローが、取引価格に大きな影響を与えることには留意する必要がある。ブームで価格が大幅に上昇し、破綻したときには一気に流動性が干上がり、大きな損失を招くリスクが内包されているためだ。往々にして、ブームの後半では強気の心理に傾きがちになるが（注 1）、鳥瞰の眼を持つことは、過剰投資に対する抑止力となるだろう。

現在の市場全体を概観してみると図表 1-1 のようになる（注 2）。国債（約 13 兆ドル）だけでなく、社債等も含んだ先進国の債券市場規模は約 29 兆ドルである。他にも、エマージング債券（約 1.4 兆ドル）、ハイイールド債券（約 0.6 兆ドル）があり、全体の市場規模は約 31 兆ドルにも上る。一方、株式市場は、先進国株式が約 19 兆ドル、エマージング株式が約 2 兆ドル（ともに小型株式を含む）で、全体の市場規模は約 21 兆ドルとなり、債券対株式の比率は概ね 3:2 である。それぞれの資産クラスの中で、国債以外の債券の比率は 54% を占め、エマージング株式の比率は 10% を超える（注 3）。国債、および、投資適格債券中心の資産配分や日本株式や先進国大型株式に偏った資産配分へ示唆するところは大きい。

実物資産（リアル・アセット）を代表する不動産市場では、私募不動産を含む取引可能な市場規模は、約 25 兆ドルであり、株式、債券と並ぶ市場規模である。そのなかで、証券化され上場している REIT 市場は約 0.3 兆ドルと、市場としてはまだ発展途上にあることが窺える。一方、インフラストラクチャー（以下、インフラ）市場は、代表するインデックス自体が存在しない状況だ。インフラ関連の上場株式で構成されたインデックスがあり、その時価総額は約 1.8 兆ドルになるが、これは基本的には株式である。上場インフラファンドの数と運用残高は共に小さく、現時点ではテーマ色の強い株式投資と見なすほうが妥当だろう。ただし、潜在的な市場規模という観点からは、各国政府の保有分を含めた全てのインフラ資産は約 20 兆ドルもあり、財政難から民営化が進む可能性を考えると、今後、成長が期待できる資産クラスの一つと考えられる。また、原油を始め各種資源の価格高騰で注目を集めたコモディティ市場であるが、現在運用されているコモディティファンドの残高は約 0.27 兆ドルと推定され、市場規模は上場 REIT 市場並みに留まっている。

注 1) 4 つの単語でできた言葉のなかで、もっとも高価なものは「今度ばかりは違う (This time, it's different)」である。(ジョン・テンブルトン)。

注 2) データ基準日は異なることには留意。

注 3) なお、日本株式の割合は、9.6% でエマージング株式を下回る (2008 年 12 月末時点、ラッセル・グローバル・インデックス)。

図表 1-1: 投資対象市場規模(概算値)

	参 照 先	\$ bill.	データ基準日	
債券市場	先進国合計(社債等含む)	Barclays Capital Global Aggregate Index	28,691	2008/12
	うち 国債	Barclays Capital Global Treasuries Index	13,319	
	エマージング債券	J.P. Morgan EMBI Global Index	249	
		J.P. Morgan EUR EMBIG Index	78	
		J.P. Morgan EM Corporates (CEMBI Broad) Index	159	
		J.P. Morgan GBI EM Broad Index	876	
		エマージング債券 小計	1,362	
	グローバル・ハイ・イールド債	Barclays Capital Global High Yield Index	612	
	上場債券市場 合計		30,664	
	バンク・ローン	S&P/LSTA Leveraged Loan Index	367	
債券市場 合計		31,031		
株式市場	先進国合計	Russell Developed Index	19,016	2008/12
	エマージング諸国全体	Russell Emerging Markets Index	2,155	
	上場株式市場 合計		21,171	
	プライベート・エクイティ	McKinsey Global Institute	1,100	
株式市場 合計		22,271		
リアル・アセット	不動産			
	上場 REIT 市場	S&P/Citigroup REIT Index	293	2008/12
	私募不動産等 (Invested)	RREEF Research	10,000	2007/12(推定)
	不動産 Invested and Investable (RREEF Research, December 2008)		24,800	2007/12(推定)
	インフラ			
	上場インフラストラクチャー	Macquarie Research Equities Report	1,767	2008/03
	非上場インフラストラクチャー	--	--	--
	インフラストラクチャー 小計 (RREEF Research, October 2008)		20,500	2008/10(推定)
	コモディティ	Barclays Capital	270	2008/06
	森林	Hancock Timber Resource Group	40	2007/12(推定)
	(インデックス・ベース)	NCREIF Timberland Index	12	2007/12(USのみ)
	農地	The United States Department of Agriculture	1,700	2006/12(USのみ)
	(インデックス・ベース)	NCREIF Farmland Index	1	2006/12(USのみ)
リアル・アセット 合計 (市場規模)		47,310		
リアル・アセット 合計 (上場分)		2,343		
ヘッジファンド	Eurekahedge	1,500	2008/12	
証券化商品				
CLO、CDO 等	Celent	2,000	2006/12(推定)	
保険				
損害保険	Swiss Re	31	2006/08	
生命保険	Swiss Re	15	2006/08	

(出所)ラッセル

アルファ戦略の代表格であるファンド・オブ・ヘッジファンズ(以下、FoHF)を含むヘッジファンドの市場規模は、約 1.5 兆ドルである。ここ数年、驚異的な伸び率を記録してきたが、2008 年の信用危機を通じて、市場規模は急速に縮小しつつある。本邦年金スポンサーでは、債券代替のオルタナティブ投資として配分割合は増加傾向にあったが、市場規模全体に占める比率を考慮して、今一度自らのポートフォリオを見つめなおす契機とすべきであろう。

プライベート・エクイティ(以下、PE)は、高いリターンを期待する資産クラスとして、欧米では広く認識されている。市場規模は、推計で約 1.1 兆ドルもあり、投資対象としては検討に値する資産クラスとして考えるべきだろう。

上記以外にも、リアルアセットでは森林や農地、証券化商品では損害保険証券、生命保険証券(ライフセトルメント)といった投資対象商品もある。市場の将来性は別にして、現段階では、市場規模並びにマネージャーへのアクセスの容易性といった観点から、独立した資産クラスとして扱うのは時期尚早だ。これらは、オポチュニスティック投資(注 4)の中で考えるのが妥当であろう。

鳥瞰の眼で観察すると、市場として確立している資産クラスへ投資の検討すらしていない分野の存在や、やや無意識のままバイアスがかかっている資産クラスがなかったらどうか。その要因を考えると、

- マネージャーへのアクセスが容易で情報量も多い

注 4)新しい領域や投資魅力度にシクリカル性があり、投資タイミングが重要と思われる資産または商品。

- 流動性が高い
 - 過去から伝統的にそのように投資(配分)してきた(注5)
- といったことが挙げられよう。

確かに、簡単にアクセスができ、かつ、流動性の高い市場の方が選好しやすいことは当然である。しかし、長期投資家という年金の資金特性を今一度確認してみよう。そうすれば、より投資対象を拡大させる余地が十分にあるはずだ。伝統的資産以外の資産クラスには、異なる様々なリスクが内在しているが、株式リスクに依存したリスク構造に比べれば、正当な報いを期待できるはずだ。投資対象を拡大することで、様々な定性的な判断も求められることは事実であり、簡単ではないかもしれない。しかし、新しい投資に挑戦すれば得るものがあるのである。

以降、各資産クラス、戦略について、図表 1-2 のように定義したうえで、議論を進めていく(注6)。

図表 1-2: 投資対象市場の概要

伝統資産	エキゾチックベータ	オポチュニスティック	アルファ戦略	プライベート資産 (アルファ・ベータ混在型)
先進国債券 先進国株式	エマージング株式 小型株式 エマージング債券 ハイイールド債券 上場REIT コモディティ	森林・農地 損害保険証券 ライフセトルメント	FoHF GTAA 為替アクティブ戦略	PE インフラ投資 私募不動産

(出所)ラッセル

ポートフォリオの構築に向けた三段階のステップ

投資対象を拡大する場合、前提の推計が困難になる資産も多いため、定量データに依存した最適化プロセスで最適解を導くことが難しくなる。意思決定プロセスにおいて、ある程度の定性判断を組み込む柔軟性を認めないといけない。その材料の一つが、前述した市場規模であり、決してリスク・リターン・相関のみによる機械的な最適化で解を求めようとすべきではない。ここでは三段階でポートフォリオを提示する。

- 第一段階: ベータ拡張型ポートフォリオ
- 第二段階: ベータ拡張型にアルファ戦略を追加
- 第三段階: 多分散型ポートフォリオ(プライベート資産まで拡大)

ここでは段階的に表現しているが、あくまで投資家自らが取れるリスクとその見返りが得られると信じる分野に一つ一つ判断しながら投資すべきであろう。必ずしも、第一段階⇒第二段階⇒第三段階と順を追って進化しなければならない訳ではない。

第一段階は、従来の ALM の手法を用い負債特性(キャッシュフロー等)を踏まえたシミュレーションを実施し、投資家のリスク許容度によって資産配分と期待リターンの水準が決定される。この段階で、どのエキゾチックベータ資産に投資するかを検討する。リスク・リターンなどの前提値を推計する際には、過去データと市場の将来性等を加味し、ある程度合理的

注 5)これには、ホームカンントリーバイアスも該当する。その弊害と解決策は、ラッセルレポート「外国株式-6 つのキーワード」に詳しい。

注 6)これら定義は現状の本邦年金の特性を鑑みて作成した。例えば、米国では、エマージング株式や小型株式については伝統資産に一括りにすることもできるだろう。

な推計値を決定することになる。過去データの不足や市場規模の急拡大などで推計誤差が大きい場合、定量データに依存した最適化結果をそのまま活用することは危険だ。例えば、定性的に上限を設けるなどの工夫が求められる。特に、将来有望と期待されている資産であればあるほど、魅力的な前提値を不用意に受け入れるリスクが生じる。前のめりにならず、しっかりと後方を確認(後に続く投資家がいるのかを自問)するバランス感覚が望まれる。

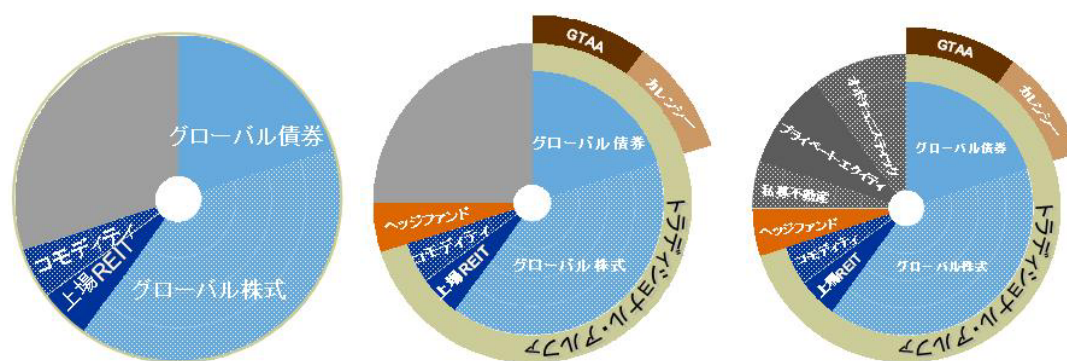
第二段階で、伝統的資産のアルファ、並びに、FoHF などのアルファ戦略を検討していく。ただし、アルファ戦略は、リスク・リターンなどの前提値を推計することは困難だ。FoHF では、戦略ごとの市場平均指数などを用いた前提条件の類推が可能かもしれないが、シングルアルファ戦略は、商品ごとにリスク・リターン特性の違いが大きく、個別に前提値を仮定する必要がある。従って、許容できるリスクの程度を予め定め、自らのリスク許容度から大きく乖離しないような配分割合とする調整が必要だ。

最後の第三段階では、プライベート資産、つまり、上場していない私募の資産への投資を検討する。私募の資産は商品ごとの個別性が強く、資産特性にアルファとベータの要素が混在している。この資産クラスは、前提値の推計がより困難であるし、商品ごとの特性の違いも大きい。当該市場の平均値だけでなく、投資を検討している商品の特性も十分に織り込んだ前提値を使い、配分割合を調整していくことになる。第二段階や第三段階で組入れる資産は、伝統的資産と比較して、流動性リスク以外に一般的 ALM シミュレーションでは把握できない様々なリスク(注 7)も内包しており、十分なデュー・ディリジェンス(事前調査)を行いリスクについて納得しておくことが肝要だ。

ベータ資産⇒アルファ資産・戦略⇒プライベート資産への具体例

第一段階から第三段階のイメージは次の図表 1-3 のようになる。

図表 1-3: 三段階のポートフォリオのイメージ図 (注 8)



(出所)ラッセル

第一段階: 伝統的資産に加えてエキゾチックベータへの配分を決定する。検討対象は、次の資産である。

- 上場 REIT、コモディティ

エマージング株式や小型株式は、基本的なリターン源泉は株式と同じであり、分散を目

注 7) オペレーショナル・リスク、カウンターパーティ・リスク、政治リスク、規制リスクなどが代表的。

注 8) グローバル債券: 日本債券、外国債券、インフレ連動債券、ハイ・イールド債券、エマージング債券を含む。

グローバル株式: 日本株式、外国株式、小型株式、エマージング株式を含む。

ポートフォリオ: 負債マッチング対応後のアルファ追求ポートフォリオ。

的とした資産選択というより、株式資産における投資機会の追求だろう。上場インフラもテーマ色の強い株式運用である。第一段階において、市場価格があるリアルアセットの上場REITとコモディティへの配分は、その資産の有効性や負債との親和性などに対する各基金の考え方・指針を勘案して定性的な判断を下すことになる。

第二段階: 伝統的アクティブ運用資産に加えてアルファ戦略への配分を決定する。検討対象は、次の戦略である。

- FoHF を含むヘッジファンド
- GTAA
- 為替アクティブ戦略

アルファ戦略への配分割合は、アルファに対する確信度に依存するため定性的判断が不可欠とはなるが、リスクアロケーションの観点から採用する戦略へのリスクの均等配分も有効な選択肢となろう。

第三段階: 第二段階に加えてプライベート資産(アルファ・ベータ混在型資産)への配分を決定する。検討対象は、次の資産である。

- PE
- 私募不動産
- インフラ投資

プライベート資産では、一部のベンチャーキャピタルファンドなどで、“一見さんお断り”のファンドも存在する、やや敷居の高い投資である。また、通常、私募形式であり投資期間も長く、流動性リスクを負うことが前提となるため、採用前のデュー・ディリジェンスが重要である。マネージャーによるリターン格差が大きく、如何に優秀なマネージャーを採用できるかがポイントとなろう。

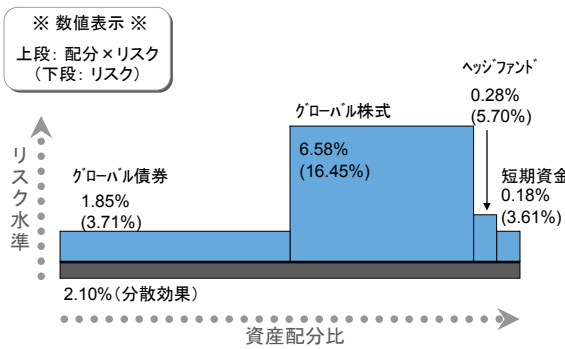
現在の市場環境下では、数年という投資ホライズンで考えた場合に大きな収益機会の望める戦略(タイミング投資)も出回っており、また、損害保険商品など新しい分野の投資商品も台頭してきた。過度に配分することは勧められないが、オポチュニスティック投資として選択肢に加えることもできよう。

上場株式リスクの比率は 70%から 40%以下にまで低下する

弊社クライアントユニバースの平均資産配分と第二段階、第三段階のポートフォリオについて、弊社の各資産クラスの前提値を用いて、そのリスク・リターン特性とリスクアロケーションを計算すると図表 1-4 のようになる。リスク・リターン特性の改善と、リスクアロケーションにおけるグローバル株式のリスク(標準偏差)比率の低下(70%強から 40%以下に低下)が確認できる。アルファ戦略やベータ資産の配分割合(資産と配分の選択)は年金スポンサーの考え方や体制によって異なるが、自らの価値観に沿った資産選択を通じてリスク分散を図ることは喫緊の課題である。何でもオルタナティブと一括りにするのではなく、各資産クラスの投資意義を明確化して取舍選択を行うべきであろう。

図表 1-4: リスクアロケーションのイメージ図

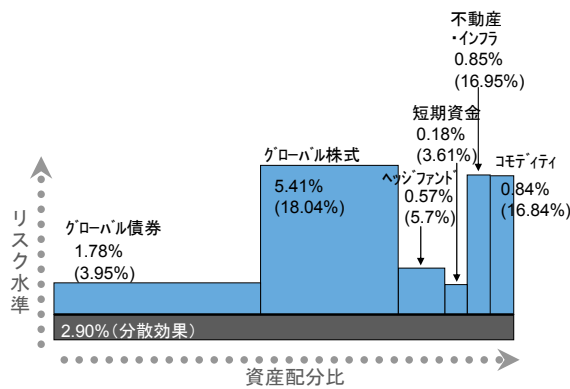
1. 当初基本資産配分^{※1}で試算



※1: 当初資産配分は、弊社クライアント・ユニバースの平均基本資産配分を基に策定

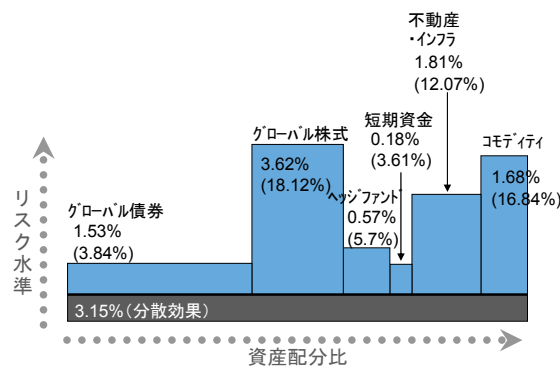
配分例		組入比率	リスク	リスク配分 ^{※2}
グローバル債券	国内債券	36	3.41	21
	外国債券 (ヘッジ付)	10	5.25	
	外国債券	4	12.42	
	エマージング債券 (ヘッジ付)	0	19.74	
グローバル株式	国内株式	20	19.14	74
	外国株式	20	19.34	
	エマージング株式	0	24.30	
ヘッジファンド		5	5.70	3
国内短期金利		5	3.61	2
期待リターン			2.80%	
トータル・リスク			6.80%	

2. アルファ戦略を追加、リスクを抑制しつつリターンを改善



配分例		組入比率	リスク	リスク配分 ^{※2}
グローバル債券	国内債券	25	3.41	18
	外国債券 (ヘッジ付)	16	5.25	
	外国債券	4	12.42	
	エマージング債券 (ヘッジ付)	0	19.74	
グローバル株式	国内株式	5	19.14	56
	外国株式	20	19.34	
	エマージング株式	5	24.30	
ヘッジファンド		10	5.70	6
国内短期金利		5	3.61	2
グローバルREIT		5	16.95	9
不動産・私募不動産		0	18.42	
インフラストラクチャー		0	25.12	
コモディティ		5	16.84	9
期待リターン			2.86%	
トータル・リスク			6.73%	

3. アルファ・ベータ混在型資産まで分散を拡大、
リスクアロケーションを意識し運用効率を改善



(注) 各資産クラスの期待リターン・想定リスクの値は、弊社設定の前提数値を使用。

私募不動産にはValue Addedベースの数値を使用。

インフラストラクチャーは、私募不動産 (オポチュニスティック) の数値で代用。

配分例		組入比率	リスク	リスク配分 ^{※2}
グローバル債券	国内債券	20	3.41	16
	外国債券 (ヘッジ付)	16	5.25	
	外国債券	0	12.42	
	エマージング債券 (ヘッジ付)	4	19.74	
グローバル株式	国内株式	3	19.14	39
	外国株式	14	19.34	
	エマージング株式	3	24.30	
ヘッジファンド		10	5.70	6
国内短期金利		5	3.61	2
グローバルREIT		5	16.95	19
私募不動産		5	18.42	
インフラストラクチャー		5	25.12	
コモディティ		10	16.84	18
期待リターン			3.20%	
トータル・リスク			6.25%	

※2: リスク配分は、資産配分と標準偏差を使用して便宜的に算出。

(出所) ラッセル

分散効果は中長期な視点で判断したい

現在の信用危機において、あらゆる資産の連動性が高まり、分散効果に対する疑問が広がっている。事実、2008年9月、10月のリーマン・ショック直後はあらゆる資産が大幅なマイナスリターンを被っている(図表 1-5-a)。また、2008年1月から12月までの1年間で、基本資産配分と分散型ポートフォリオのリスク・リターンを検証したが(図表 1-5-b)、当該期間での分散効果は限定的であったと言わざるを得ない。しかし、年金運用は、中長期的に一定のリスクの元で、期待するリターンを目指す「投資」だ。短期的なリスク、相関の高まりから来る損失を回避するためには、恒常的に株式との逆相関の資産を組入れるか(注 9)、強制的に市場リスクを遮断する仕組みを予めコンティンジェンシープラン(注 10)として用意すべきであろう。長期投資家としての姿勢を堅持しつつ、短期的なリスクにも備えるという二段構えの運営が、現実的な対応だと考える。

図表 1-5-a: リーマン・ショック時の市況

2008年9月・10月の各インデックスの月次収益率

	先進国債券	日本債券	外国債券	エマージング債券	ハイ・イールド債券	グローバル株式	先進国株式	日本株式	外国株式	エマージング株式
	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース	円ベース
2008/09/30	-4.47	-0.35	-4.61	-8.87	-10.25	-14.75	-14.08	-12.63	-13.84	-19.82
2008/10/31	-10.78	0.43	-13.35	-21.16	-24.63	-26.37	-25.56	-20.26	-25.33	-32.87

	REIT	インフラストラクチャー	コモディティ	ヘッジファンド	短期資金	インフレ率
	円ヘッジ	円ヘッジ	円ヘッジ	円ヘッジ	円ベース	円ベース
2008/09/30	-4.87	-12.42	-12.69	-6.58	0.04	0.00
2008/10/31	-30.71	-14.88	-28.34	-6.13	0.04	-0.10

図表 1-5-b: 当初基本資産配分並びに分散型ポートフォリオの過去1年間(2008年1月～12月)のリターン/リスク検証(注 11)

	国内債券	ヘッジ付外国債券	外国債券	国内株式	外国株式	REIT	コモディティ	インフラストラクチャー	ヘッジファンド	短期資金	リターン	リスク
	当初基本資産配分	36.0	10.0	4.0	20.0	20.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	-21.0
分散型ポートフォリオ	25.0	20.0	0.0	10.0	15.0	5.0	5.0	5.0	10.0	5.0	-20.4	11.8

(出所)インデックス・プロバイダー各社提供のデータを基にラッセルが編集

※図表 1-5 で使用したインデックス:

資産クラス	インデックス	通貨ベース
先進国債券	Barclays Capital Global Aggregate	円ベース
日本債券	NOMURA BPI 総合	円ベース
ヘッジ付外国債券	Citigroup WGBI (日本円除く、ヘッジ付)	円ベース
外国債券	Citigroup WGBI (日本円除く)	円ベース
エマージング債券	J.P.Morgan EMBI Global	円ベース
ハイ・イールド債券	Barclays Capital Global High Yield	円ベース
グローバル株式	Russell Global Index	円ベース
先進国株式	Russell Developed Index	円ベース
日本株式	TOPIX	円ベース
外国株式	MSCI KOKUSAI	円ベース
エマージング株式	Russell Emerging Markets Index	円ベース
REIT	S&P Global REIT (Developed)	円ヘッジ・ベース
インフラストラクチャー	Macquarie Global Infrastructure Index	円ヘッジ・ベース
コモディティ	S&P/GS Commodity Index	円ヘッジ・ベース
ヘッジファンド	Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index	円ヘッジ・ベース
短期資金	コールレート(有担保翌日、月平均)	円ベース

注9)国債以外に有効な資産はあまり見られない。CTA の中には2008年の有事でプラスとなっている商品もあるようだ。

注10)緊急時の対処方法のこと。2007年12月のラッセルセミナーで選択肢の1つとして紹介している。

注11)当初基本資産配分は、弊社クライアント・ユニバースの平均基本資産配分を基に策定。

図表 1-5-c:各資産インデックスのリターン・リスク・相関係数(注 12)

注 12) 期間が長くなるほど、相関が低くなることが確認できる。

■ 過去1年(2008年1月~2008年12月) 相関係数

	年率リターン	年率リスク	先進国債券	日本債券	外国債券	エマーシング債券	ハイ・イールド債券	グローバル株式	先進国株式	日本株式	外国株式	エマーシング株式	REIT	インフラストラクチャー	コモディティ	ヘッジファンド	短期資金
先進国債券	-15.0	12.5	1.00														
日本債券	3.4	3.0	-0.10	1.00													
外国債券	-15.5	15.3	0.99	-0.06	1.00												
エマーシング債券	-27.7	24.6	0.98	-0.12	0.95	1.00											
ハイ・イールド債券	-40.7	29.1	0.92	-0.19	0.88	0.95	1.00										
グローバル株式	-53.6	33.0	0.88	-0.33	0.83	0.92	0.96	1.00									
先進国株式	-52.0	32.0	0.88	-0.33	0.82	0.92	0.96	1.00	1.00								
日本株式	-40.6	28.7	0.88	-0.34	0.84	0.91	0.92	0.96	0.95	1.00							
外国株式	-52.6	31.7	0.87	-0.35	0.81	0.91	0.96	1.00	1.00	0.95	1.00						
エマーシング株式	-63.9	42.9	0.88	-0.28	0.85	0.88	0.91	0.97	0.96	0.96	0.95	1.00					
REIT	-46.2	37.3	0.72	-0.01	0.73	0.77	0.86	0.78	0.78	0.70	0.77	0.74	1.00				
インフラストラクチャー	-33.2	21.2	0.82	-0.10	0.80	0.84	0.83	0.89	0.88	0.91	0.86	0.91	0.70	1.00			
コモディティ	-47.5	42.8	0.60	-0.30	0.58	0.56	0.66	0.65	0.64	0.57	0.64	0.65	0.48	0.56	1.00		
ヘッジファンド	-20.4	9.4	0.68	-0.05	0.65	0.68	0.77	0.78	0.77	0.76	0.75	0.81	0.58	0.82	0.83	1.00	
短期資金	0.4	0.0	-0.20	-0.44	-0.25	-0.21	-0.04	-0.02	-0.01	-0.21	0.02	-0.11	-0.11	-0.36	0.38	0.02	1.00

■ 過去3年(2006年1月~2008年12月) 相関係数

	年率リターン	年率リスク	先進国債券	日本債券	外国債券	エマーシング債券	ハイ・イールド債券	グローバル株式	先進国株式	日本株式	外国株式	エマーシング株式	REIT	インフラストラクチャー	コモディティ	ヘッジファンド	短期資金
先進国債券	-2.1	8.5	1.00														
日本債券	2.1	2.3	-0.06	1.00													
外国債券	-1.0	10.2	0.99	-0.03	1.00												
エマーシング債券	-7.2	16.2	0.95	-0.09	0.91	1.00											
ハイ・イールド債券	-13.0	19.3	0.92	-0.19	0.87	0.94	1.00										
グローバル株式	-15.7	24.2	0.87	-0.31	0.82	0.89	0.94	1.00									
先進国株式	-15.8	23.4	0.87	-0.31	0.82	0.89	0.95	1.00	1.00								
日本株式	-18.4	19.6	0.84	-0.33	0.80	0.85	0.88	0.92	0.92	1.00							
外国株式	-15.1	23.5	0.87	-0.32	0.81	0.88	0.95	1.00	1.00	0.90	1.00						
エマーシング株式	-13.9	33.3	0.83	-0.29	0.80	0.81	0.85	0.95	0.93	0.89	0.93	1.00					
REIT	-15.4	25.6	0.68	-0.06	0.67	0.75	0.83	0.76	0.77	0.67	0.76	0.68	1.00				
インフラストラクチャー	1.1	16.1	0.74	-0.09	0.73	0.76	0.78	0.83	0.82	0.75	0.82	0.84	0.70	1.00			
コモディティ	-18.6	30.1	0.49	-0.29	0.52	0.41	0.52	0.53	0.51	0.47	0.51	0.59	0.37	0.50	1.00		
ヘッジファンド	-2.6	7.7	0.67	-0.21	0.65	0.65	0.75	0.83	0.82	0.76	0.81	0.87	0.59	0.82	0.71	1.00	
短期資金	0.3	0.1	-0.17	0.15	-0.17	-0.18	-0.22	-0.22	-0.23	-0.24	-0.22	-0.17	-0.34	-0.31	0.07	-0.22	1.00

■ 過去5年(2004年1月~2008年12月) 相関係数

	年率リターン	年率リスク	先進国債券	日本債券	外国債券	エマーシング債券	ハイ・イールド債券	グローバル株式	先進国株式	日本株式	外国株式	エマーシング株式	REIT	インフラストラクチャー	コモディティ	ヘッジファンド	短期資金
先進国債券	1.6	7.4	1.00														
日本債券	1.7	2.1	0.03	1.00													
外国債券	2.8	8.9	0.98	0.04	1.00												
エマーシング債券	1.7	13.8	0.91	-0.05	0.85	1.00											
ハイ・イールド債券	-3.2	16.0	0.90	-0.16	0.84	0.93	1.00										
グローバル株式	-2.9	20.4	0.84	-0.26	0.79	0.85	0.93	1.00									
先進国株式	-3.3	19.7	0.84	-0.26	0.79	0.85	0.93	1.00	1.00								
日本株式	-2.5	18.6	0.62	-0.36	0.58	0.72	0.74	0.81	0.80	1.00							
外国株式	-3.4	19.8	0.84	-0.25	0.79	0.84	0.93	1.00	1.00	0.76	1.00						
エマーシング株式	3.3	28.4	0.76	-0.22	0.74	0.79	0.83	0.94	0.92	0.79	0.91	1.00					
REIT	-3.1	22.5	0.50	-0.02	0.50	0.62	0.68	0.65	0.65	0.54	0.64	0.61	1.00				
インフラストラクチャー	8.1	13.7	0.60	-0.05	0.60	0.66	0.68	0.75	0.74	0.63	0.73	0.79	0.70	1.00			
コモディティ	-5.4	27.9	0.44	-0.21	0.46	0.36	0.46	0.46	0.44	0.36	0.44	0.50	0.25	0.42	1.00		
ヘッジファンド	0.6	6.4	0.57	-0.18	0.56	0.57	0.68	0.80	0.79	0.69	0.77	0.86	0.58	0.81	0.60	1.00	
短期資金	0.2	0.1	-0.23	0.14	-0.21	-0.28	-0.30	-0.31	-0.31	-0.38	-0.29	-0.25	-0.34	-0.31	-0.10	-0.27	1.00

0.7~0.5
0.5以下

(出所) インデックス・プロバイダー各社提供のデータを基にラッセルが編集

参考文献

Russell, "US Summit 2008"

2. エキゾチックベータ資産

REIT とコモディティ投資が主対象

本質的には株式よりも低リスク資産として位置づけられる

エキゾチックベータの定義は定かではない。英語で言うエキゾチックベータには、新しい投資領域であり、かつ、そこから刺激的なリターンを獲得を期待することを含意している。しかし、日本では、伝統的資産以外で投資対象として確立されていないベータ資産全体をエキゾチックベータと呼んでいることが多いようだ。今回は、小型株式やエマージング株式もエキゾチックベータの範囲に入るが、本章ではリスク分散を目的とした資産選択という視点のため取り上げない。世界全体での市場規模やマネージャーの取り組みを勘案すると、株式や債券以外の資産で投資対象となり得るものは、現状 REIT とコモディティであろう。

そもそものリターンは以下のように分解することができる。

- REIT: 不動産賃料からのキャッシュフロー + 不動産価格の上下落
- コモディティ: 先物リスクプレミアム + キャッシュリターン + 現物価格の上下落

ほとんどの金融資産に最も影響を与えるファクターはマクロ経済であることは論を待たないし、金融資産の中でも最もマクロ経済との感応度が高いのは株式である。REIT (特に住居セクター) とコモディティのリターン源泉は、マクロ経済の動向に関わらず一定の利用者が存在するということから、株式よりも景気感応度が低い資産クラスと位置づけることが自然であり、株式よりも低いリスク特性を想定することが合理的なはずである(図表 2-1) (注 1)。

図表 2-1: 弊社設定 各資産クラスの期待リターン／想定リスク／相関係数設定値

今後10年間	期待リターン	リスク	相 関 係 数												
			国内債券	外国債券 (ヘッジ)	外国債券	エマージング債券 (ヘッジ)	国内株式	外国株式	エマージング株式	ヘッジファンド	国内短期金利	グローバル REIT	私募不動産 (Value Added)	私募不動産 (Opportunistic)	コモディティ
国内債券	0.9%	3.4%	1.00	0.65	0.32	-0.05	-0.12	-0.06	-0.07	0.11	0.07	-0.10	0.03	-0.01	0.06
外国債券 (ヘッジ)	0.9%	5.2%	0.65	1.00	0.34	-0.10	-0.07	-0.16	-0.17	0.16	0.22	-0.13	0.06	0.01	-0.04
外国債券	0.9%	12.4%	0.32	0.34	1.00	0.40	-0.02	0.34	0.19	-0.00	-0.02	0.51	0.02	0.05	0.47
エマージング債券 (ヘッジ)	5.3%	19.7%	-0.05	-0.10	0.40	1.00	0.38	0.72	0.74	0.08	0.05	0.65	-0.03	0.03	0.48
国内株式	5.3%	19.1%	-0.12	-0.07	-0.02	0.38	1.00	0.46	0.53	0.07	0.12	0.22	0.00	0.01	0.27
外国株式	5.3%	19.3%	-0.06	-0.16	0.34	0.72	0.46	1.00	0.77	0.08	0.11	0.60	0.04	0.06	0.41
エマージング株式	6.5%	24.3%	-0.07	-0.17	0.19	0.74	0.53	0.77	1.00	0.08	0.09	0.47	-0.00	0.04	0.44
ヘッジファンド	3.1%	5.7%	0.11	0.16	-0.00	0.08	0.07	0.08	0.08	1.00	0.74	0.04	0.00	-0.00	0.12
国内短期金利	1.3%	3.6%	0.07	0.22	-0.02	0.05	0.12	0.11	0.09	0.74	1.00	0.02	0.03	-0.00	0.09
グローバル REIT	3.9%	16.9%	-0.10	-0.13	0.51	0.65	0.22	0.60	0.47	0.04	0.02	1.00	0.02	0.03	0.41
私募不動産 (Value Added)	4.4%	18.4%	0.03	0.06	0.02	-0.03	0.00	0.04	-0.00	0.00	0.03	0.02	1.00	0.02	-0.00
私募不動産 (Opportunistic)	6.5%	25.1%	-0.01	0.01	0.05	0.03	0.01	0.06	0.04	-0.00	-0.00	0.03	0.02	1.00	0.04
コモディティ	4.5%	16.8%	0.06	-0.04	0.47	0.48	0.27	0.41	0.44	0.12	0.09	0.41	-0.00	0.04	1.00

(出所) インデックス・プロバイダー各社提供のデータを基にラッセルが編集

注1) REIT (広く不動産)、コモディティとインフラは、ラッセルリサーチ「インフレと年金運営」のなかでインフレ対応資産として取り上げた3資産でもある。これらは、価格形成の枠組みに何らかの形で物価の動向を反映させる仕組みを内包しているという特性も併せ持っている。

過去実績では高リスク 投資に際して時間分散が必要

しかし、前掲 p 10 の図表 1-5-c の通り、REIT とコモディティの過去 3 年、5 年のリスク実績は、先進国株式を大きく上回っている。これは、それまでの金余り現象から市場規模と比較して大きな資金流入と急激な資金引き揚げがあったため、長期的なリスク水準からの乖離を生み出したことが主因ではなかろうか。これからの投資を検討する場合、過去数年のリスク水準のみに目を奪われると本質が見えなくなる可能性が高い。こうした特徴を念頭に入れると、投資を始める際には、ある程度タイミングを分けて投資するなどの工夫が求められる。

他の検討項目についても概観してみよう。REIT 市場もグローバル化が進み、米国と豪州中心の市場だったものが、2000 年以降、日本を始めフランス(2003 年)、英国(2007 年)、ドイツ(2007 年)などで市場が創設され、現在対象国は 18 カ国(注 2)となっている。市場規模、セクターの多様性、地域特性の違いを考慮するとグローバル REIT が好ましい選択肢となろう。主なグローバル REIT インデックスは図表 2-2 の通りで、REIT のみを対象としたものと不動産関連株式も含むものの二種類が存在する。どのインデックスを採用するかは、カバレッジや分散の違い、採用マネージャーの特性などを考慮して判断する必要がある。運用形態では、アクティブ・パッシブ運用の双方が考えられるが、株式ほどにはアクティブマネージャーの数が豊富というわけではなく、質の高いマネージャーへのアクセスも課題として挙げられよう。

注 2) S&P Citigroup BMI REIT Index に含まれる国数(2008 年 12 月時点)。

図表 2-2: グローバル REIT 運用関連インデックス比較

	不動産関連株式含む S&P/Citigroup World Property Index	REIT のみ S&P/Citigroup Global REIT Index	不動産関連株式含む FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index
対象銘柄	S&P/Citigroup グローバル株式指数に含まれる不動産関連企業(資産運営、開発、賃貸、投資等)および不動産投資信託(REIT等のパス・スルー証券) 1億ドル以上が組入れ対象。流動性基準あり。	S&P/Citigroup グローバル株式指数に含まれる不動産投資信託(REIT)および同様の制度に基づく銘柄 1億ドル以上が組入れ対象。流動性基準あり。	不動産関連株式(資産構成、利益の75%以上が不動産関連活動によるもの等により定義) 浮動株調整後時価総額が2億ドル、欧州銘柄は50万ユーロ以上が組入れ対象。流動性基準あり。 UBS Warburg Global Real Estate Index (Investors/Developers 他)の上位インデックス
対象地域	22ヶ国	18ヶ国	21ヶ国
データ計測開始	1989年	1989年	1988年
浮動株修正	実施	実施	実施
時価総額	4,389億ドル	2,932億ドル	3,527億ドル
銘柄数	419銘柄	278銘柄	263銘柄
表示通貨	米ドル建、ユーロ建、円建、豪ドル建、ポンド建	米ドル建、円建(ニーズに応じて円ヘッジベースの算出も可能)	米ドル建、ユーロ建、ポンド建
データ時点	2008/12末	2008/12末	2009/01末

(出所) インデックス・プロバイダー各社提供のデータを基にラッセルが編集

次にコモディティ投資における検討項目であるが、ここもとの乱高下は記憶に新しいところだ。ヘッジファンドのような短期投資家が参入し、ボラティリティを押し上げたためであるが、いまだ投資家層に厚みがなく、やや投機色を払拭できないことは懸念材料だ。各インデックスの考え方は大きく異なっており、リスク・リターン特性の違いも顕著である(図表 2-3)。

コモディティでは、そもそもエネルギーの生産量が多いが、そのエネルギー市場のリスクが最も高い。インデックスの中では、世界の生産量の時価総額を基準に配分を決めている S&P GSCI インデックスのエネルギー比率が 65%となっており、DJ-AIG インデックスではセクター組入れ上限を 33%と定めているため、両者の違いは大きい。各々に考え方があり、どのインデックスを選択するかは、重要なポイントと言えよう。運用形態としては、これまでパッシブ運用が主流であるが、徐々にアクティブ運用も増加しているようだ。

図表 2-3: コモディティ・インデックス比較

	S&P GSCI	Dow Jones AIG Commodity Index (DJ-AIG)	Rogers International Commodity Index (RICI)	MCCI 世界商品指数
構成商品数	24	19	36	20
加重ルール	世界の生産量の 時価総額で加重	世界の生産量と 流動性を勘案して加重	世界の消費量への相対 的重要度で加重	世界の生産量と 流動性を勘案して加重
セクター配分比率 (2009/01/01時点、%)				
エネルギー	65	33	44	53
穀物	15	21	19	10
ソフト商品 (食品・繊維など)	4	8	13	4
家畜	6	7	3	7
産業用金属	6	20	14	18
貴金属	4	11	7	8
公表時期	1991	1998	1998	2005
最低リターン (1999-2008、年次、円 ベース)	-56.57% (2008)	-47.78% (2008)	-52.41% (2008)	-46.57% (2008)
最高リターン (1999-2008、年次、円 ベース)	60.07% (2000)	47.10% (2000)	40.72% (2000)	46.24% (2000)

(出所) インデックス・プロバイダー各社提供のデータを基にラッセルが編集

3. アルファ戦略

アルファ追求はむしろ強化する時期

アルファには周期性がある

2008 年秋の信用危機では、先進国ソブリン債を除くあらゆる資本市場で暴落が起きただけでなく、ほとんどのアクティブマネージャーがアルファの獲得に失敗、ないし、大幅なマイナスのアルファを計上した。多くのヘッジファンドの運用実績は惨憺たる結果となり、厳密にリスクコントロールされていたはずの FoHF までもが 2 桁のマイナスリターンを記録した。このような結果を受けて、投資家からはアクティブ運用そのものに対する疑念、および、パッシブ化の検討を進めるべきという声が上がっている。

本当にアルファの獲得というのは幻想だったのだろうか？

答えは No である

では、マネージャーのスキルがなくなってしまったのか？

この答えも No である

では、再びアルファは獲得できるのだろうか？

これは Yes, we believe だ

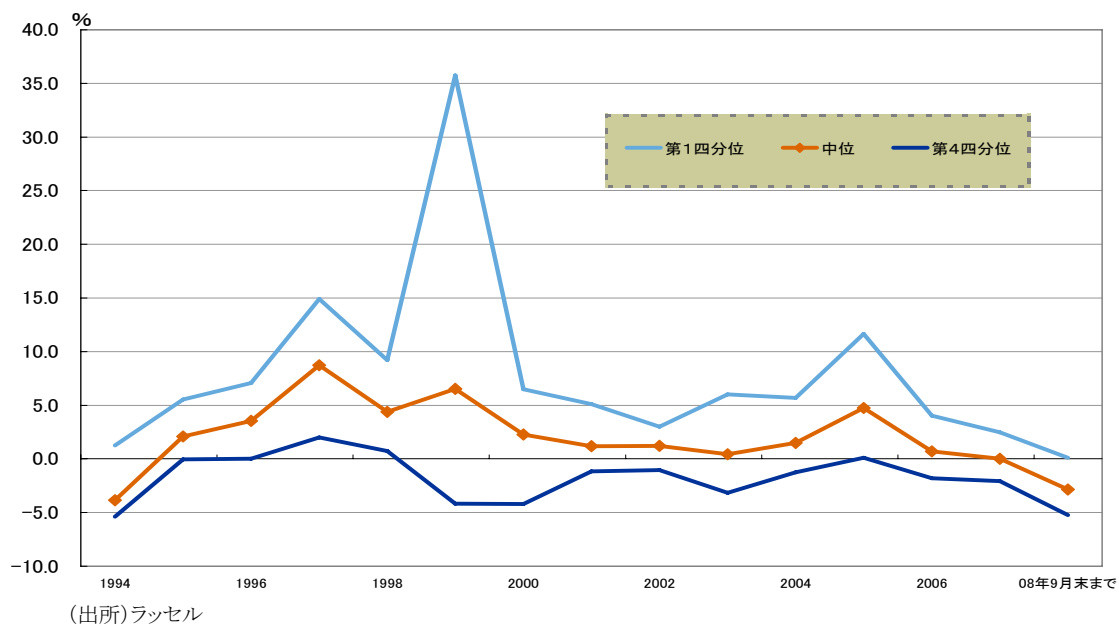
資本市場に周期性があるようにアルファにも周期性がある。正確に言えば、アルファの取りやすい時期と取りにくい時期に周期性がある。アルファが取りやすいと考えられる市場には、自然と収益獲得目的の市場参加者が集中し、裁定機会が減少する。逆に、市場の効率性が進むと見て、収益獲得を諦める投資家が増えれば、アクティブ投資家による裁定機会が自然と生まれてくる。

日本株式のアクティブ運用を例に挙げて説明しよう(注 1)。図表 3-1 は、日本株式のアクティブマネージャーのパフォーマンス・ユニバースの推移である。当データは 2008 年 9 月までの実績に基づくが、直近ではほとんどのマネージャーがマイナスリターンに転じていることが確認できる。しかし、逆に見れば、1994 年、2007、2008 年(9 月末まで)以外は全て、中位のマネージャーでも超過収益を獲得している。また、第1四分位(上位 25 パーセント)のマネージャーは、直近四半期を除いて全て超過収益を獲得しているのである。2008 年の信用危機に伴うマイナスアルファの原因は、ヘッジファンドについては取っていた信用リスクの顕在

注 1) 外国株式に関しては、ラッセルレポート「外国株式 - 6 つのキーワード」ご参照。MSCI KOKUSAI ベンチマークマンデートでは全体的な低迷が長く続いているが、MSCI WORLD ベンチマークでは、日本株式と同様に過去のアルファ獲得が確認できる。

化が主要因である。一方、伝統的アクティブ運用については信用収縮に伴い、機関投資家が好んで持つ流動性の高い有価証券が換金目的で投げ売られ、市場メカニズムが正常に機能しなかったためといわれている。いずれにせよ特殊要因であり、このイベントをもってアルファを諦めるという結論を下すべきではない。また、直近は銀行株・債券を含め多くの有価証券が割安な状態にまで売り叩かれていることが指摘されている。いつこの状態が反転するか正確に予想することは困難だが、アクティブアルファの源泉は「銘柄間の動きに差があること」である。今はアクティブ運用者にとってチャンスであることは間違いなく、このタイミングでのパッシブ化は、絶好のアルファ機会を逃すことになりかねない。

図表 3-1: 日本株式アクティブマネージャー運用機関パフォーマンス・ユニバースの推移



有望な資産への資金配分によるアルファ強化を考える

アルファについては、アクティブマネージャーが取るアルファと年金スポンサーが取るアルファがある。資産全体で狙うアルファは、基本は前者を中心に組立てられてきた。アクティブな運用判断は出来るだけプロに任せ、年金スポンサーは、アルファの期待できそうな資産のアクティブ運用比率を高くするというものである。一方、後者には、資産配分を短期的に動かすことにより狙う方法と今後有望と考えられる資産・運用戦略に資金を配分する手法がある。前者については、市場予測や定性的な判断に基づく資産配分変更という大昔のやり方は影を潜め、各資本市場の割高・割安度を判断し、リスクコントロールされた環境の下で比率を調整するというスタイルになってきている。ただし、以下では本レポート全体の趣旨に沿って、今後有望と考えられる資産への資金配分によるアルファ強化に焦点を当ててみたい。

今後有望と考えられる資産を事前に正確予測することは簡単ではない。特に市場予測は勿論、マクロ経済予測でさえ覚束ないのが実情である。予測に自信がなければ、ベンチマークを目安に各資産の投資比率を定めることになる。しかし、10年前に2%に過ぎなかったエマージング諸国の世界に対する割合が直近では10%を超えているように、実際ベンチマークの比率は変化する。生半可な第六感で投資・回収を繰り返すことはもってのほかだが、

今後有望な資産を常時検討することは受託者に求められてしかるべき責任といえよう。

ただし、周辺資産ないしマイナーな運用戦略への投資にあたっては、前章にも述べた通り、需給の影響を受けやすいし、その結果、ボラティリティが高まる可能性も捨てきれない。こちらも投資タイミングを分けて時間分散を図る工夫が必要だろう。

ベータ以外のリターン源泉は以下のように分類することができる。

- アルファ: 伝統的資産や130/30、ロング/ショートで見られる割安・割高な銘柄、有価証券、国別選択などの投資判断によって得られるリターン。
- 流動性提供: 資金を提供し流動性を付与することで得られるリターン。小型株式やハイイールド債券など低流動性のエキゾチックベータ資産やPE、インフラ投資などのプライベート資産が該当する。M&A、CB アービトラージなどのヘッジファンド戦略の一部も含まれる。
- リスク移転: 他の投資家が回避したいリスクを引き受けることで得られるリターン。保険関連商品が該当する。

本章では、アルファ戦略としてヘッジファンド、為替アクティブ戦略、GTAA を取り上げる。株式ストラテジック・ティルト戦略としてSRI、テーマ型などの株式の集中投資戦略や最近提供され始めてきた保険関連商品についても位置付けや有効性を記述していく。投資判断は簡単ではないが、受託者のあるべき立場として、更なるアルファ獲得のために積極的に多様な資産や運用戦略を検討する姿勢が望まれる。

ヘッジファンドの投資機会は拡大

ヘッジファンドは、ここに来て、パフォーマンスの悪化よりもファンドの存続が可能か否かというビジネスリスクに目が向けられている。ヘッジファンド・リサーチ社の推計によると、2008年7-9月期の投資家の解約請求は約310億ドルと過去最高となった。さらに向こう3ヶ月から6ヶ月でFoHFを除くヘッジファンドの運用資産額約1兆ドルの内、20~30%が償還のため流出すると予測されている。既存の投資家保護のために、一回の償還期限において、あらかじめ定めた償還上限額を超えた請求については資金の引き出しができない、いわゆる「ゲート条項」を発動したり、流動性の低い資産を分別管理する「サイドポケット」を設定したりするヘッジファンドも出てきている。従って、2009年はヘッジファンド業界の淘汰がかなり進んでいくと考えられる。運用スキルとマネジメント能力の高いヘッジファンドは生き残れるが、中途半端なヘッジファンドは解散あるいは統合される可能性が高い。

ヘッジファンドを取り巻く環境は一足飛びに改善することは考えにくいだが、その一方で、以下の点から投資機会は着実に拡大していると見られる。

- ヘッジファンド業界内での淘汰、並びに競争相手であった投資銀行の自己勘定のトレーディング部門の消滅によって、絶対収益を狙うマネージャー間での競争は従来よりも緩和していること
- 多くの投資家が一斉にリスク回避的な行動をとったことから、クレジット、株式など

の様々な資産でファンダメンタルからみて極度に割安なものが多く見られるようになってきたこと

ヘッジファンドは、ここ数年、投資家の要求リターンに答えるためにレバレッジを多用してきたが、向こう 2~3 年はレバレッジ水準を落としても、年金スポンサーが目標とする短期金利プラス 4%程度のリターンを達成する可能性は十分あるだろう。さらに、現在は投資家に有利な状況であり、ディスクローズの一層の向上や運用報酬の見直しなど投資家側に有利な条件をヘッジファンドから引き出せる可能性もある。

年金スポンサーにとっては、ヘッジファンド投資は引き続き FoHF での投資が基本となる。個々のヘッジファンドのビジネスリスクが非常に高まっている状況下では、ゲートキーパーによる重層的リスク評価のスキルを信じるほうが得策である。しかし、海外の年度末(12月)の巨額の解約請求は通過したものの、他の投資家の解約動向を引き続き注視し、余震に備える対応をするほうが良いだろう。2008年の信用危機では、特に個人富裕層の資金の逃げ足が速く、そのような投資家が多い FoHF のパフォーマンスは悪化した。新規・追加投資は、解約の動向の影響をもう少し見極めてからでも遅くは無い。FoHF の役割やゲートキーパー自体への再評価は必要であるが、中期的なリターンが期待できることを考えると、身の丈にあった比率での投資は継続すべきだろう。

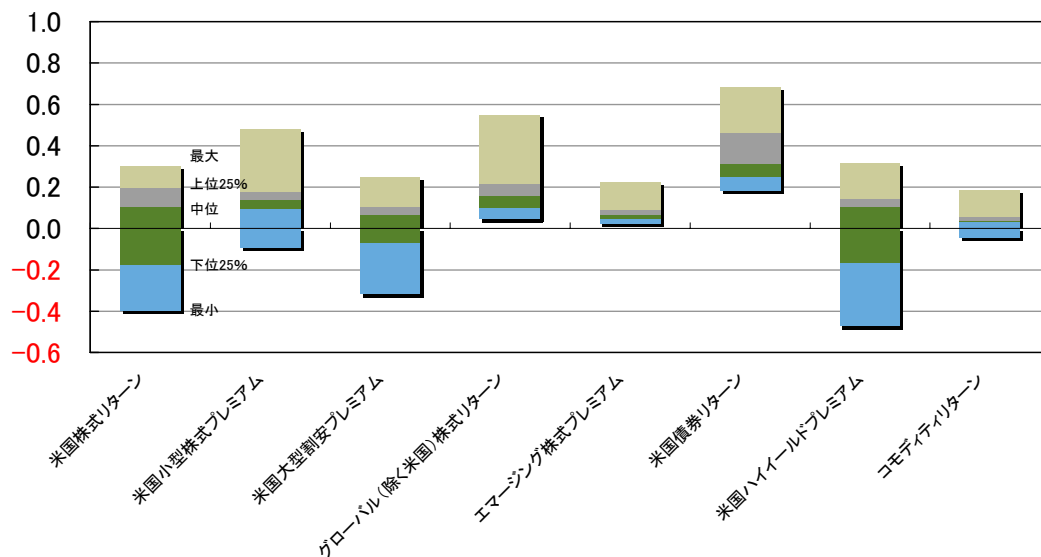
FoHF の位置付けは再考の余地あり

FoHF に対しては、組入れヘッジファンドの運用リスクだけでなく、流動性リスク、カウンターパーティ・リスク(注 2)、ビジネスリスクなど様々なリスクに対処するため、一層高度なリスク管理能力が求められている。FoHF は、2003 年頃から組入れヘッジファンドの投資哲学や運用プロセス、運用スキルなど運用サイドのデュー・ディリジェンスだけでなく、オペレーション部門など非運用部門のデュー・ディリジェンスを強化してきた。しかし、2008 年 12 月にはマドフ詐欺事件が発生し、一部の大手 FoHF でさえもマドフ社関連ファンドに投資していたことが明らかになった。破綻したヘッジファンドの要因の 50%はオペレーショナルなリスクによるものという統計(注 3)がある。多くの FoHF が、投資したファンドの破綻を経験しているが、そうした経験を活かしオペレーショナルなデュー・ディリジェンスを更に強化していくことが必要だ。ヘッジファンド投資は、純粋なアルファだけではなく、一部のベータや流動性、リスク引受けという前述した多様なリターン源泉を多様な市場で狙うものである。また、小型株式、エマージング株式、クレジットなどの市場ベータリスクも少なからず取っている(図表 3-2)。市場環境は大変移ろい易く、リターンの良好な戦略は変化する。魅力ある戦略にある程度機動的に配分するスキルも重要となる。一定範囲内のベータを許容しつつ、高度なリスク管理を兼ね備えた運用スキルのある FoHF の選別することが非常に大切だ。

注 2)リーマンの破綻により、プライムブローカーの再担保契約が新たなリスクとして認識されるようになった。

注 3) Mitigating Hedge Funds' Operational Risks.

図表 3-2: ファクターの感応度(5%有意、データ期間 2000/1~2008/3)



(出所)Eurekahedge。戦略分散型 FoHF149 ファンドについて回帰分析

また、ヘッジファンド投資の位置付けについても述べておく。2008年の信用危機では、投資家が想定していた以上にリスク・リターン特性が悪化した。これまで、多くの年金スポンサーは、中長期的なリスク・リターンの水準から、債券代替として分散型の FoHF を採用してきた。しかし、ここにきて平時には意識してこなかった、レバレッジを駆使して低流動性資産に投資するヘッジファンド特有のリスクが、大きく表面化している。過剰なレバレッジは既に解消したと見られるが、構造上、債券よりも大きいドローダウンの可能性を認識しておく必要がある。位置付けについても、債券よりは高いリスク水準と株式との一定の相関を想定したうえで、ヘッジファンド(あるいはオルタナティブ)という独立した固有の資産クラスとして確立させていくことを検討していくべきだろう。

株式運用におけるストラテジック・ティルトで成功する鍵

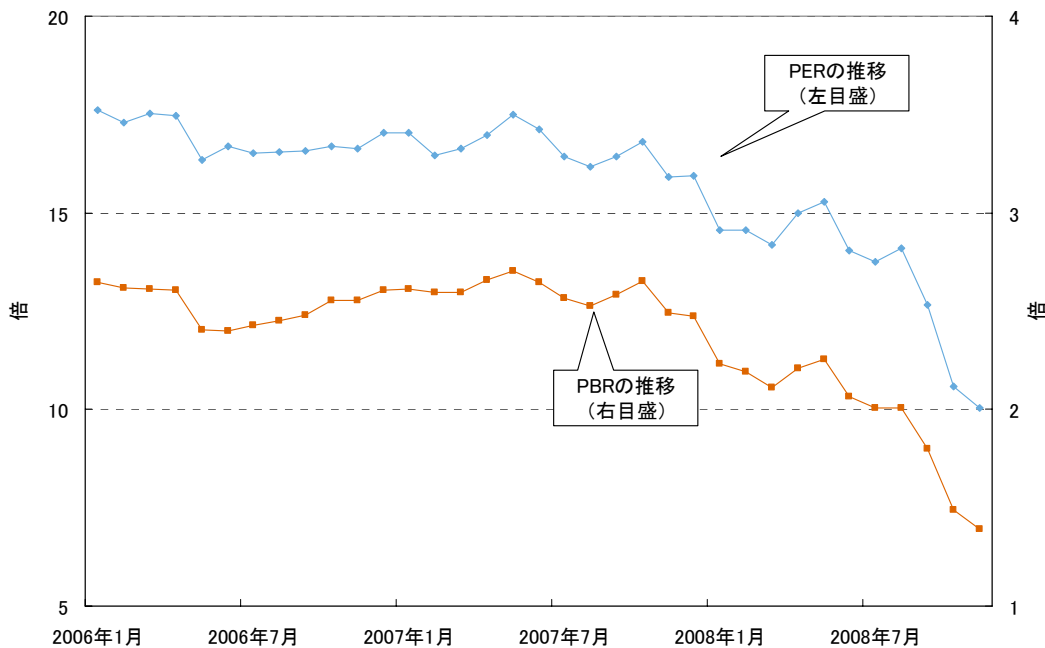
短期的にベンチマークに勝つことだけに汲々とする、マネージャーの判断は硬直化し、経済のダイナミックな変化を捉えることが難しくなる。柔軟な投資判断をアクティブマネージャーに期待しても、実際は難しいことも少なくない。年金スポンサーにとって、ストラテジックな見通しに基づき資産区分戦略においてアクティブな判断を下すことは、以前より行われてきた。年金スポンサーの判断で市場ベンチマークと異なった戦略を取る＝戦略判断に基づいて敢えて偏りを持たせることなので、ここでは、株式ストラテジック・ティルトと呼ぶ。例えば、エマージング株式を時価総額以上に組入れる、小型株式を採用する、バリューに敢えて偏らせるなどという行方も株式ストラテジック・ティルトに含むことができる。ちなみに、ストラテジック・ティルトとバイアスは区別すべきであろう。例えば、ホームカントリーバイアスの問題は、自国株式の成長性を買ってティルトしているわけではなく、過去からの惰性でバイアスが残った状態となっていると言える。意識的なティルトを行うことは投資家としてチャレンジすべき事項であるが、無意識に負っているバイアスは解消すべきである(注 4)。またティルトを行うにあたって、次の点を理解しておく必要がある。

注 4) 繰り返しになるが、ホームカントリーバイアスが典型的なバイアスだろう。ラッセルレポート「外国株式-6つのキーワード」に詳しい。

- いつも勝てるとは限らない。ティルトによるリスクを認識し、リスクバジェットの範囲内で実施すべきであろう。
- 長期で勝つためには二点からの判断が必要。一つは将来のリターン期待と一つは割安度である。

環境、農業などテーマ型、集中投資型については「その分野が将来的に伸びそうである」という基金が行うストラテジック・ティルトの一種といえる。それについては、長期のホライズンを持った投資テーマを選ぶべきであり、近い将来、そのテーマが解消しそうと判断する場合には、そのテーマからの脱却が必要になる。例えば、環境問題に関しては、地球温暖化が続く限りテーマ性が継続すると考えられ、長期的なホライズンを持つと考えられるが、一方で、農産品価格にフォーカスしたテーマなどは、世界経済の減速に伴い一旦インフレ懸念が遠のいたことから優先順位は下げて考えるべきかもしれない。こういった判断にあたっては、株式アクティブ運用者からの情報収集が参考になろう。

図表 3-3: 世界株式 PBR、PER の推移



(出所)ラッセル・グローバル・インデックス

また、投資開始にあたっては、投資テーマごとの割安度も有効な投資指標になりうる。テーマ型運用で最も懸念される点は、そのテーマについて市場参加者の多くが既に注目しているということである。すなわち、投資対象銘柄が、市場平均に対し既に割高な水準まで買い上げられている可能性が高い。テーマに関する割安度の判断は簡単ではないが、例えば、投資テーマに即したETFがある場合、その株価指標と図表 3-3 のようなベンチマークの推移の比較が、割安度の判断材料になろう。

SRI、すなわち、社会的責任投資は、従前のイデオロギー色を弱め、RI(責任投資)ないしは、サステナブル投資という呼び名で欧州を中心に年金スポンサーの中にも取り込まれつ

つあるものの、日米の年金スポンサーでは未だマイナーな投資戦略である。この投資戦略に必ず付きまとう問題として、ESG(環境・社会責任・ガバナンス)の優れた企業を選ぶことがパフォーマンス向上につながるか、という点が挙げられる。すなわち、全体のパフォーマンス向上との関係性が不透明な運用商品を、別の道義的な理由で選択することが、逆に受託者責任に反しないかということが常に議論になるのである。確かに、ESGの優れた企業は、スキャンダルリスクは少なく、また、従業員の安定性に優れているため、長期的利益が期待できると考えられる。しかし、一方で、ESGの基準で銘柄スクリーニングを行えば、自然と意図しないスタイル・規模バイアスを帯びることになり、短期的に見てそのバイアスがリスク要因になる。投資家にとっては、現存するSRI特化商品から長期リターンが真に期待できる商品を選択するよりも、アクティブマネージャーが運用判断の中でESGを効果的に取り入れていくのを期待する方が現実的で取り組みやすいと考える。

アルファ拡大戦略のうち、130/30は現在の伝統的アルファの拡大という位置付けである。この採用如何でポートフォリオのスタイルの変化に影響する可能性はあるが、ティルトと位置づけるよりはアクティブリスクの拡大と位置づけられよう。

為替アクティブ運用によるアルファの可能性

為替の市場は多くのアルファ源泉が存在すると言われている。なぜなら、実需などの為替売買から収益を獲得することを必ずしも目指さない参加者が、市場の大部分を占めているからである。また、アクティブマネージャーにとっては、市場の厚みや流動性が非常に高いほか、デリバティブが発達しており必要とされるキャッシュが少なく済む、執行コストが低い、などから為替はアクセスし易く魅力的な市場となっている。

実際に2003年頃までは多くの為替マネージャーがアルファを獲得してきた。しかし、2004年以降頃からアルファの獲得に苦戦しているマネージャーが多く見られるようになってきた。相場予測に依存した運用は不安定なため、マネージャーの多くが基本的には定量モデルに基づいた運用を行なっている。モデルのファクターに関しては、マネージャーによって強弱が異なるものの、一般的にファンダメンタルやテクニカルなどの指標を利用している。2004年から2006年にかけてのリターンの低迷は、市場のボラティリティが極度に下がっている中で、それをカバーできるようなファクターがモデルに含まれていなかったことによる。また、クオンツモデルは、信用危機時にリスク回避的な動きが強まった場合などのように、市場の方向性が大きく早く変化する際は、その転換点をうまくとらえることが難しい。

こうした状況を受けて、マネージャーもモデルの改良を図り、定性的な判断を取り入れるなどして、運用プロセスを進化させている。アルファを獲得するためには、市場の変化にうまく適応できるようなモデルの改良ができる、あるいはモデルの欠点をカバーするような確な定性判断ができるスキルのあるマネージャーを選別することが重要になってくる。但し、為替のプレイヤーは寡占化が進んでおり、株式や債券と比べるとマネージャー選択の余地が非常に幅広くあるわけではない。また、FoHFやGTAAでは為替アクティブ運用が組入れられているケースがある。既にFoHFやGTAAを採用している場合には、それらの手法と重複がないかをあらかじめ確認しておくことが必要だ。

GTAA はアルファ商品の一種

GTAA、すなわち、グローバル・タクティカル・アセット・アロケーションは、技術的には TAA タクティカル・アセット・アロケーション(戦術的資産配分)の一種に分類される。しかし、投資家にとっては、アルファ獲得のための運用手法の一種と整理した方が分かりやすい。というのは、GTAA は投資家が資産区分として用いている資産単位の割合を変更するのではなく、世界各国の株式・債券・為替について割安・割高を判断し、派生商品を用いて短期的にロング・ショートポジションを変化させ、アルファ獲得を狙う手法であるからである。そして、多くのケースではポジションの変化には定量モデルがメインで用いられる。弊社では、当該手法については、伝統的な TAA よりはベットの数が多く、チャンスがあると考えてきた。ただし、実際にはモデルが効く時期とそうでない時期があり、パフォーマンスは必ずしも安定的ではない。当該手法には、割安度といった概念はないので、ある程度長期的に付き合う覚悟で、他の手法との分散も考慮しながら採用の是非を判断するべきであろう。

保険関連商品はオポチュニスティック枠として投資

昨今、保険関連商品に投資する運用商品も紹介されている。こういった商品が持つリスクは資本市場のリスクとは明らかに切り離されているため、理論的に見て分散効果は期待できる。

ライフセトルメントは一風変わったリスクを取る商品である。存命時に個人から生命保険契約を買い上げ、保険料の支払い義務を請け負うと共に、死亡保険金受け取りの権利を手にするというもので、想定よりもその個人の寿命が短ければ収益になるというものである。このように、資本市場とは無相関が期待できるが、目標に対し個人が早死にすることを超過リターンの源泉とすることの倫理性について投資家自身が納得する必要がある。その他、当該戦略固有の長寿リスク、エージェンシー問題などに配慮しつつ、個別商品の組成内容にも留意の上で、多角的な目で投資を判断することが必要である。

また、CAT ボンドといわれる、損害保険会社・再保険会社が SPC を通じて発行する債券に投資する運用商品もある。債券を買うと保険プレミアムをもらえる代わりに災害などにより損失が発生した場合には、それを肩代わりしなければならない契約になっている。また、ILS と呼ばれる保険リンクスワップも同様の性格を持つ投資対象となっている。商品の組成内容によってリスク性格は異なるが、意外に低リスクで安定リターンを実現するものも見受けられ、また、大災害の後に保険プレミアムの上昇によりリターンが高まるという商品性格を持つ。リスクバジェットの範囲内で、タイミングを見極めつつ投資に踏み切るか検討すべき商品といえよう。

保険商品に関しては、まだまだ市場規模が小さく、商品の個別性が強い。また、リスクの種類が独特なので、投資するにはそれぞれの商品のリスクを十分に把握する必要がある。また、この分野の商品に大きな資金を配分することは薦めづらい。オポチュニスティック枠の一部で投資するのが一般的であろう。

コラムーヘッジファンドの教訓

ヘッジファンドは、会員制クラブのように富裕層のみがアクセス可能な閉じた業界であったが、次第に機関投資家への門戸が開かれ、2000年以降は機関投資家現象が進んだ。ヘッジファンドの運用残高は、2000年の約4,900億ドルから2007年には約1.9兆ドルに、ヘッジファンドの数(FoHFも含む)は、2000年には約3,900であったが、2007年には10,000超に増加している。パフォーマンスでも、2000年以前と以後では大きく異なる。ヘッジファンド・リサーチ社の低リスク型のFoHFインデックスであるHFRI FOF Diversified Indexをみると、1990年1月から1999年12月までは年率リターンが11.6%(ドルベース)であるのに対して、2000年1月から金融危機前の2007年12月まででは年率リターンは6.5%(同)に低下している。

競争の激化が収益機会の縮小に繋がり、多くのヘッジファンドはリターンを高めるために通常よりも大きなレバレッジを用いるようになった。その後の市場環境の悪化から、追加担保や解約対応のため広くデ・レバレッジ現象(レバレッジの逆流)が起きたうえに、空売り規制も悪影響を与えることとなった。

ヘッジファンドは、今振り返ると市場として大きなブームだったが、全体の市場規模やリスク特性の正しい認識があれば、ブームに乗った投資比率の過度な引き上げを抑止することができたかもしれない。

参考文献

HFR Global Hedge Fund Industry Report 2008 Q3

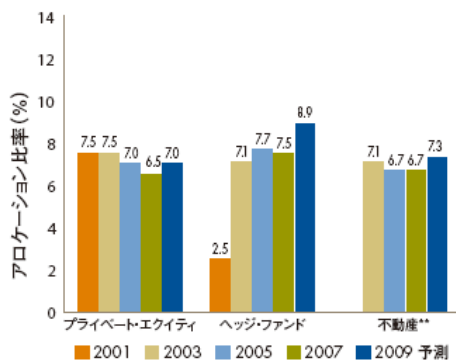
ジュディー・ポスニコフ、河原淳次「米国ファンド・オブ・ファンズの実状と課題」『証券アナリストジャーナル』2008年9月

(参考資料)海外投資のオルタナティブ投資動向

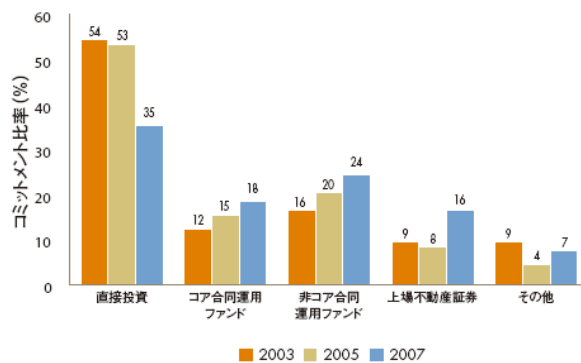
「2007- 2008 年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査」結果を見ると、欧米に比べて日本はヘッジファンドの投資比率が高く、PE・不動産のそれは低い(ただし、徐々に増加傾向にある)ことが窺える。しかも、日本では PE・不動産へ投資している投資家の割合が欧米よりも少なく、投資対象としての定着度合いは依然として低い。不動産に関しては、上場 REIT だけでなく、むしろ4章で紹介する私募不動産も含めて不動産ポートフォリオを構築することが多いようだ。さらに、今後検討したい資産クラスとしては各国共にインフラ投資が上がっており、期待値の高まりが窺える。

〈北米〉

■ オルタナティブ投資への戦略アロケーション (平均値)の現状と予測

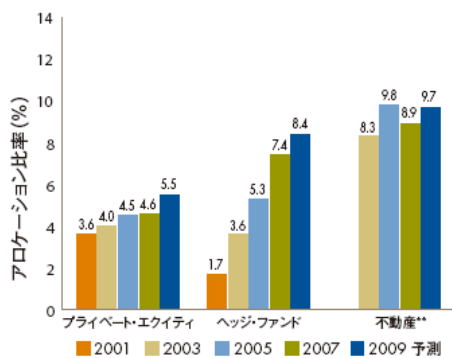


■ 投資形態別不動産へのコミットメント

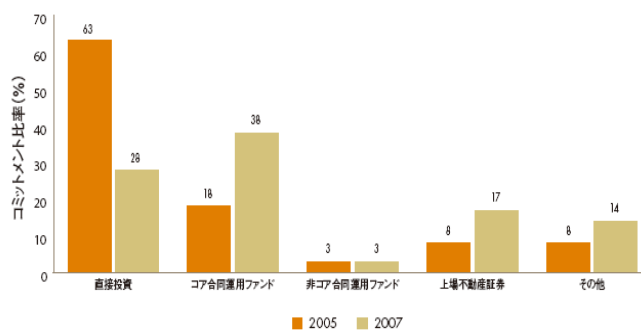


〈欧州〉

■ オルタナティブ投資への戦略アロケーション (平均値)の現状と予測



■ 投資形態別不動産へのコミットメント

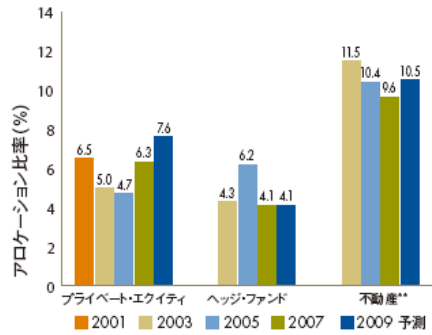


** 2003 年は不動産投資に関する情報を収集した最初の年である。

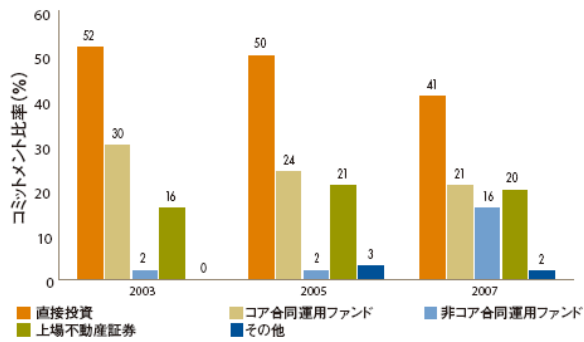
(出所)ラッセル

〈豪州〉

■ オルタナティブ投資への戦略アロケーション (平均値)の現状と予測

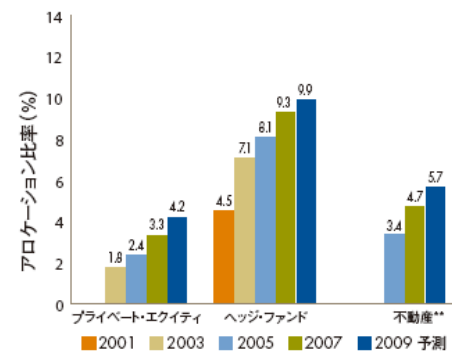


■ 投資形態別不動産へのコミットメント

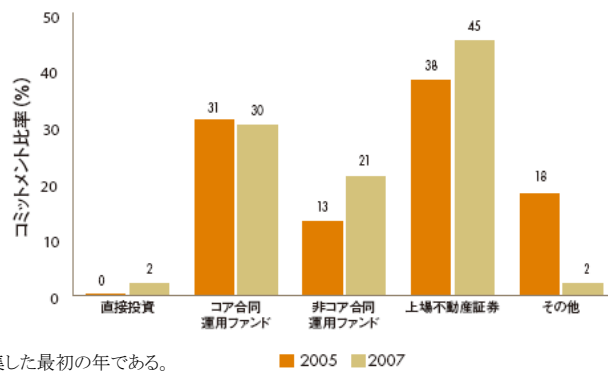


〈日本〉

■ オルタナティブ投資への戦略アロケーション (平均値)の現状と予測



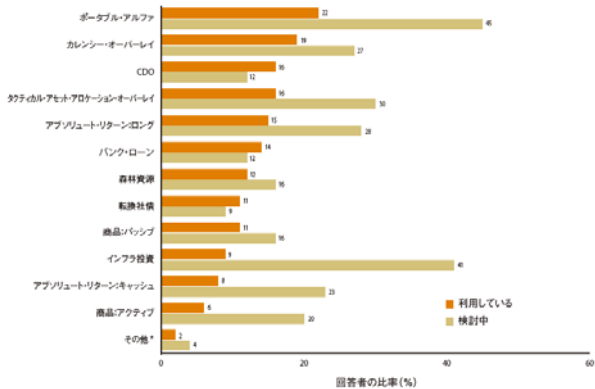
■ 投資形態別不動産へのコミットメント



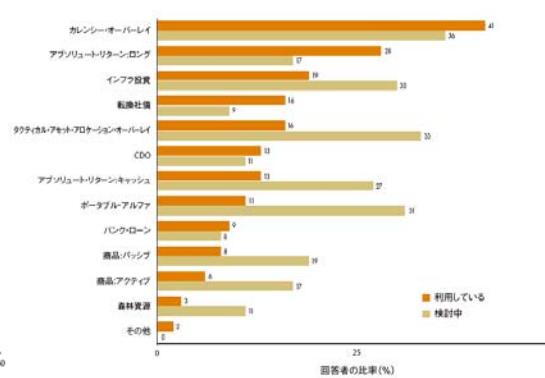
(出所)ラッセル ** 2003年は不動産投資に関する情報を収集した最初の年である。

■ その他のオルタナティブ投資利用状況

〈北米〉

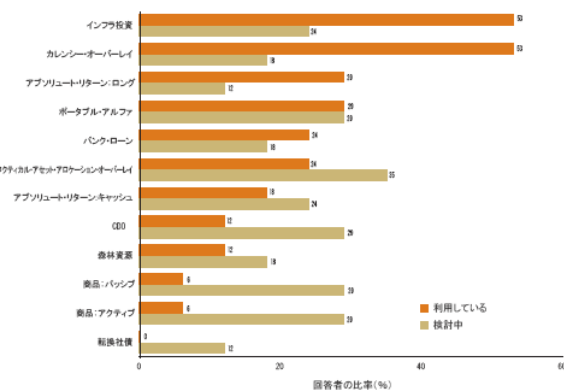


〈欧州〉

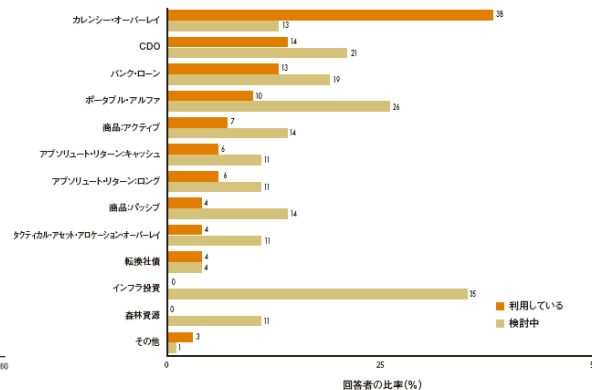


*「その他」の分野には、エネルギー、農地、マーケット・ニュートラルを含む

〈豪州〉



〈日本〉



(出所)ラッセル

4. プライベート資産

求められる発想の転換

注目を集めるプライベート資産への投資

ここ最近、PE、私募不動産、インフラ投資といったプライベート資産への投資に投資家の注目が徐々に集まっている。これらは、前章までの投資が比較的即効性があるのに対して、ポートフォリオの構築に時間がかかるため、効果が出るまで気長な取組みが求められる資産クラスである。注目を集める主な理由は、伝統的資産との相関が(見かけ上)低いことが挙げられる。2008年は、上場・非上場を問わずほぼ全資産がマイナスに転じた。一方、プライベート資産はというと、その性格上、完全な時価評価とはならない資産であるため、価値の毀損は相対的に抑制された(注 1)。これは、公正価値の信憑性や評価タイミングのずれという問題を内包しているものの、同じタイミングでの価値の毀損を免れ、ポートフォリオリターンの下振れリスクを抑制したというのは一つの事実である。

また、類似の理由によって、定量的なボラティリティの低さも注目を集める理由の一つだ。ただし、このボラティリティを鵜呑みにすることは危険である。前述した通り、インフラや不動産(住宅セクター)などは、株式のボラティリティよりも低い水準を仮定することが可能だろうが、リターンはそれに見合ったリスクから得られるという公理を認識した上で、保守的なリスク・リターン特性の前提を置くことが肝要だろう。

これらの資産のなかでも、景気動向に左右されず安定したキャッシュフローが得られるインフラ投資は、経済の長期低迷が懸念される中、多くの関心を集めている。特に足下、経済減速に歯止めをかけるため、各国政府が財政出動による景気刺激・雇用創出策を相次いで発表している。その内容は、再生可能エネルギー施設の建設や老朽化したインフラ設備の改善、中国などのエマージング諸国においては鉄道、空港という大型インフラ施設の建設となっている。インフラ投資が景気浮揚のための一つのキーワードとなっており、環境という面でも短期的に追い風が吹いている(図表 4-1)。

本章では、まず、代表的なプライベート資産であるPE、私募不動産およびインフラ投資の市場規模や歴史的背景といった市場の全体像、付加価値創出方法や運用手法の類型、投資家にあたっての注意点をそれぞれ概観する。プライベート資産全般に流動性が低く、時価評価ではない(時価の更新頻度が低い)といった共通の特徴があり、投資の普及を阻む大きな要因となっていたが、その点も改めて検証してみたい。

注 1) 商品ごとの属性が大きいため、全てにはあてはまらない。一部の私募不動産では、大きな毀損も見られた例がある。

図表 4-1: 主要国の「グリーン・ニューディール」政策

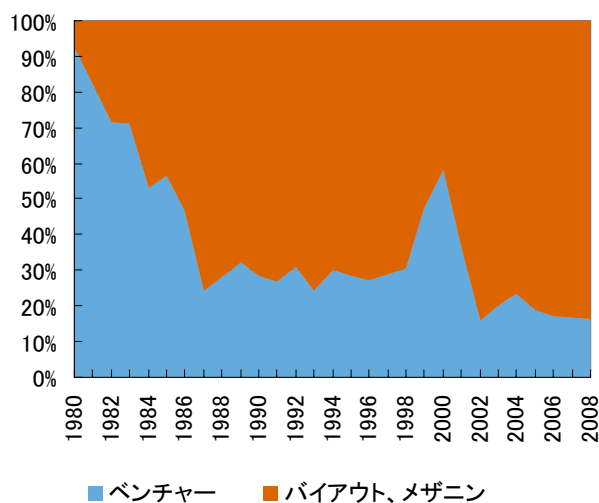
	具体的な政策	雇用創出数
米国	太陽光や風力など再生可能エネルギーに今後10年で約1500億ドルを投資	500万人
ドイツ	現在25万人の雇用の再生エネルギー関連産業を2020年に自動車産業並みに	—
英国	2020年までに約1,000億ドルを投資し風力発電7,000基を建設	16万人
フランス	環境分野の雇用創出計画を盛り込んだ法律を制定	50万人
中国	景気対策として2010年までに約53兆円を投資、環境・エネルギー分野に重点	—
韓国	エコカーの普及や太陽熱といった再生可能エネルギー開発などに2012年までに約3兆5,000億円を投資	96万人

(出所) 日本経済新聞 (2009年1月9日)

PE—日本の取り組みは依然低水準

日本の PE への投資は徐々に拡大傾向にあるものの、グローバル比較では依然として低水準である(p24、参考資料)。一方、市場規模に目を向けてみると、過去 20 年で急激に増加しており、現在では約 1.1 兆ドルの規模にまで拡大している。PE は、バイアウトとベンチャーに大別されるが、過去のファンドレイジング(資金集め)の推移を観察すると、1990 年代後半のテックバブル期にベンチャーブームがあり、2000 年代に入ってからバイアウトのブームが確認できる(図表 4-2)。

図表 4-2: バイアウトとベンチャーのファンドレイジングの推移



(出所) Thomson Venture Economics

ベンチャーは、その名の通り新興企業への投資であり、1 ファンドあたりの規模は大きいもので数百億円程度に過ぎない。一方、バイアウトは比較的成熟した企業を対象にするためファンド規模は数千億に上ることもあり、市場全体の規模としてもバイアウトの方が大きくなる。ベンチャーは、IT バブル期には 1,000 億円を超すファンドの立ち上げもあったが、その崩壊によってファンドレイジング額は縮小し、その後は安定傾向にある。バイアウトは、2007 年に 1 兆円を越えるファンドも散見され市場の過熱感が高まっていたが、足下では沈静化している。両分野ともにブーム・アンド・バーストを経験してきたが、企業に対して資金と経営ノウハウを供与し、企業価値を高めるという営みは市場経済にとって不可欠な行為であり、今後も資本市場において一定の規模をもって存在し続ける資産クラスであり続けるだろう。

PE 投資は米国が中心

PE 発展の中心となっているのは、起業家や経営のイノベーションを絶え間なく生み出し、積極的に資金を提供する投資家が存在する米国である。ベンチャーの場合、シリコンバレーを中心としてテクノロジーやバイオ研究の集積が進んでおり、独自の技術やアイデアを持った企業を評価・支援するベンチャーキャピタルも豊富に存在する。マイクロソフト、アップル、グーグル(注 2)なども、ベンチャーキャピタルからの出資を受けて、飛躍的な成長を遂げた企業である。そうした企業は、今では自らの成長戦略の一環として積極的に企業買収を行っており、ベンチャーキャピタルから見れば IPO(株式上場)以外の資金回収の選択肢ができるといった好循環を育んでいる。バイアウトに関しても、M&A を戦略的に経営の中に活用してきた米国で進化してきた投資手法である。質の高い投資案件にアクセスしようと考えれば、基本的に米国の PE ファンドへの投資を優先的に検討することになるだろう。

日本の PE マネージャーの状況を鑑みると、かつては既存金融機関の子会社としての役割を期待され、設立されたケースが大半で、自らの哲学に沿って積極的な経営関与を通じ企業価値を高めてきた運用機関マネージャーはほとんど存在しない。最近では独立系運用機関マネージャーも増加し、また、起業を促進させるための枠組み作りも行なわれていることから、裾野が拡がりつつあることも確かだ。ただし、長期間に渡って優良なパフォーマンス実績を残せるマネージャーが十分に存在するまでには、もう少し時間の経過を見守る必要があるだろう。日本の PE ファンドへの投資機会はあるだろうが、アクセスできるマネージャーは限定的になることは留意が必要だ。

企業価値向上とそれを可能にする人材・人的ネットワークが鍵

PE の運用手法は、それほど難しいものではない。成長著しい新規事業部(子会社)や、業績が頭打ちで潜在力を十分に発揮できていない事業部(子会社)などは、企業の中に多くあるはずだ。そうした部署(子会社)の企業価値を高めたり、建て直しを図ったりする際は、優秀な人材を送り込み相応の予算を割くであろう。PE の業務も同じように、単に利益を生みそうな企業に資金を提供するだけでなく、実際に経営に参画し、経営戦略の構築から実行まで、多岐にわたる業務の支援を行なうのである。こうした手法をハンズオンと呼ぶが、PE 投資による付加価値の主な源泉は、企業価値が高くなる企業を選別する能力とハンズオンを通じた企業価値向上のスキルやノウハウに集約されるであろう。必要に応じて社長を交代さ

注 2) 代表的な企業を一例として挙げたもので、当該銘柄を推奨するものではない。

せるような決断を下すためには、影響力が行使できるだけの比率で投資することも重要だ。こうしたスキル、ノウハウによる成功の方程式は持続性があり、パフォーマンスが上位のファンドは継続して上位に留まる傾向もあるようだ(注3)。そして、スキルやノウハウは、属人的な要素が大きいため、経験値が高く実績を残してきた人材の有無がパフォーマンスを大きく左右しよう。単に、個人もしくは集合体としての経験年数の長さを目を奪われるだけではなく、ビジョンを共有したチームとして協業してきた年数も極めて重要である。

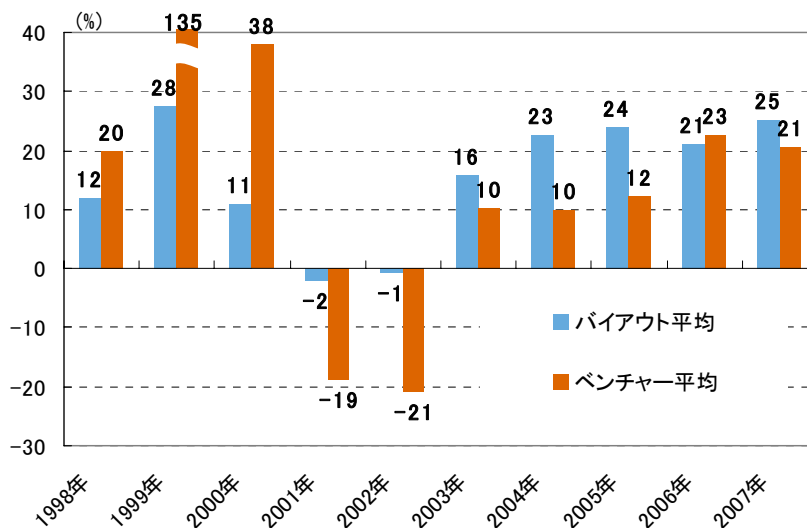
注3) もちろん過信は禁物であり、投資戦略の大きな変更や人材の変化は要注意のポイントである。

分散投資が成功の鍵。FoPE の活用を

PE の過去実績は図表 4-3 の通りである。バイアウトとベンチャーのリターンの出方は異なっているため、両者に分散して投資する効果がある。また、年度ごとのパフォーマンス格差が大きいことから、時間分散を図りながら継続的に投資して、パフォーマンスを平準化させる工夫も求められる。PE のパフォーマンスは、投資開始時と投資回収時点の株式市場の影響も反映される。図表 4-3 から、IT バブル期のベンチャー起業への出資は、割高なバリュエーションで評価されていたため、その後、数年間パフォーマンスが低迷したことが読み取れる。年金スポンサーには、加熱している市場には投資額を抑制したり、少し時期をずらしたりという対応も必要になろう。

良質の PE ファンドへのアクセスと PE ポートフォリオの構築(時間分散、セクター分散、地域分散)を、全て年金スポンサーが能動的に行なうことは現実的に難しく、オルタナティブ投資共通だが FoPE をコアとしたポートフォリオが望ましい。追加的な投資機会や必要な分散を図る際には、比較的アクセスが容易な日本の PE ファンドも候補となりえるだろう。

図表 4-3: PE の過去実績(IRR)



(出所) Thomson Venture Economics

私募不動産、インフラ投資－主な投資家は年金、国際機関、ソブリン・ウェルス・ファンド

私募不動産投資は、欧米年金投資家が古くから取り組んできた投資であり、長い歴史がある。基本資産配分でも平均で 7～9%程度の配分があり、オルタナティブ投資というよりはむしろ伝統的資産に近い(p23、参考資料)。

一方、インフラ投資はグローバルで見てもまだ日が浅い投資である。そのため、ポートフォリオにおける配分は投資家によってまちまちである。年金の他の主な投資家には、開発銀行や IFC といった国際機関、ソブリン・ウェルス・ファンドなどが挙げられる。これまでは機関投資家が主流であったことから、投資手法は直接投資や共同投資の比率が比較的高い。しかし、投資家の裾野の広がりや、それに伴うインフラマネージャー間の競争の激化、また足下の信用危機で資金調達が困難になっていることなどから、従来に増して専門性や組織力・総合力が問われるようになってきている。今後は、私募ファンドを通じた間接投資の比率が高くなっていくことが予想されよう。なお、Probitas Partners 社によると、2004 年から 2008 年 9 月までのファンドレイジング総額は 813 億ドル程度とまだ小さいものの、新規マネーの流入および投資家の高い関心から市場規模は急速に拡大してきている。

ネガティブイメージや馴染みの薄さが普及を阻害

それでは、なぜ日本の投資家はこれまで私募不動産、インフラ投資を積極的に行ってこなかったのだろうか。

私募不動産は、低金利を背景に債券リターンを補完する手段として一部の年金による取り組みは始まっているものの、まだ一般化しているとは言い難いのが現状だ。普及に至らない理由として、過去の不動産バブルとその崩壊がトラウマになっているものと推測される。かつて、1980 年代から 1990 年代前半にかけての不動産バブル時代の不動産投資手法は、更地を購入し転売することによりリターンを得るものであった。一般に不動産投資は、依然としてこのような投機的なイメージが強い。しかし、不動産投資を取り巻く環境はこの 10 年の間で大きく変化している。日本経済が長らく低迷していた原因の一つに銀行・企業のバランスシート調整圧力があり、そこから脱却するための鍵が不動産市場機能の正常化であるとの認識の下、1998 年に施行された SPC 法で不動産証券化・流動化が可能となり、2001 年に解禁された J-REIT で個人投資家等小口資金の取り込みが可能となった。このような規制の変化に伴い、不動産投資商品に用いられる投資手法は、かつてのキャピタルゲイン狙いの転売型から、賃料収入、すなわちキャッシュフローに着目した合理的な投資手法に進化してきている。投資家は、過去のイメージに囚われず、現状を正しく理解する必要がある(注 3)。

一方のインフラ投資は、前述の通り、まだ新しい投資分野である。欧州、カナダ、豪州の年金スポンサーが先行しているのに対し、日本の年金スポンサーによる取り組みはまだこれからといった所だ。一つの要因としては、インフラ投資における民間資金の活用事例が日本ではまだ一般的でないという点が考えられよう。商品組成者側も、自国インフラの整備には自国資金を活用した方がインフラ資産の売り手である公共機関や事業会社の納得感が得ら

注 3) 都市の成長が著しい場合には、建物の立替が頻繁に起こるため、建物に価値は見出されず、更地が投資の対象となる。一方、都市の成長が一定スピードに安定すれば、より建物の価値、すなわち賃料収入という収益性に注目が集まる。日本経済の成熟化に伴い、不動産投資手法も大きく変化を遂げた。例えば、経済成長著しい中国の不動産投資は、転売型が中心となっている。

れやすいと考え、まずは投資対象国自身の年金投資家へのアプローチを進めてきていたという側面もある。民間資金によるインフラ投資が進んでいない日本では、身近に感じにくかったといえよう(注 4)。

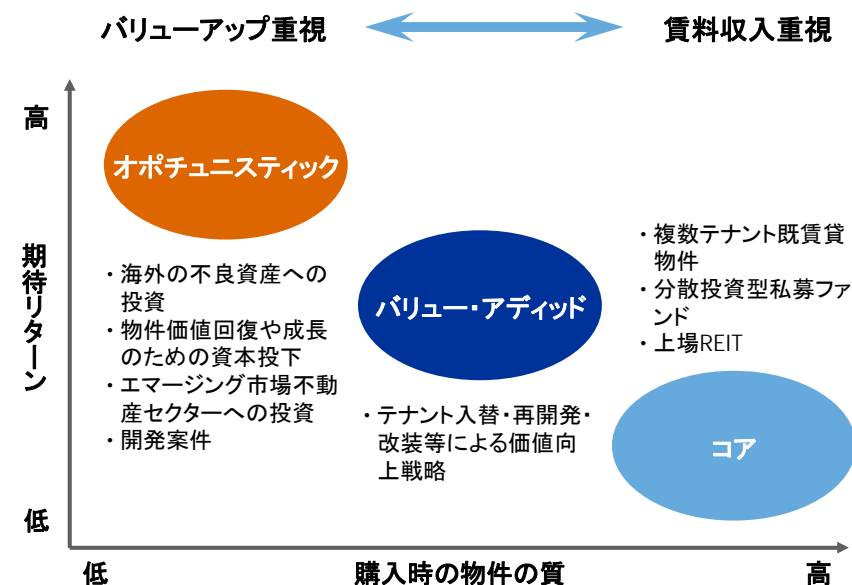
インカム収入とハンズオンによる付加価値創出でリターンを獲得

私募不動産(注 5)、インフラ投資の主たるリターン源泉および付加価値創出(バリューアップ)方法について見てみよう。

私募不動産では、運用手法によりコア投資、バリュー・アディッド投資、オポチュニスティック投資(注 6)の 3 つに分類される。コア投資とは、優良な物件からの賃料収入が主なリターン源泉となる投資である。従って、コア投資の場合、魅力的な物件を仕入れる「ソーシング能力」がマネージャーにとって最も重要な要件となる(注 7)。それに対して、賃料収入に加え、建物の修繕やテナントの入れ替えにより物件の付加価値を高めることでリターンを得る投資手法をバリュー・アディッド投資と呼ぶ。バリュー・アディッド投資の場合は、ソーシング能力に加え、不動産実務に積極的に関与する「ハンズオン能力」が求められる。さらに、よりハイリスク・ハイリターンな投資手法や投資タイミングリスクを大きく取る投資を、オポチュニスティック投資と呼ぶ。ディストレスト物件や開発を伴う物件、エマージング諸国に対する投資などがこれに該当する。不動産投資は実物資産に対する投資であるため、「ハンズオン能力」の差がリターンに与える影響が大きいということが、有価証券投資と大きく異なる特徴として挙げられる。

コア投資、バリュー・アディッド投資、オポチュニスティック投資いずれのケースでも、ファンドは 5 年前後の期間で運用が終了となることが多く、最終的には資産を第三者に売却する必要がある。出口(売却先)としては、REIT、後継ファンド、事業法人への売却などが一般的に想定されている。

図表 4-4: 私募不動産の運用手法分類(イメージ図)



(出所)ラッセル

注 4)日本にも PFI 法(1999 年 9 月施行)という法律自体は存在するものの、入札参加要件の複雑さや入札・審査過程の不透明性などが壁となり、諸外国に比べ参加者が増えていないとの指摘がある。

注 5)ここでは、エクイティ投資に限定して述べる。

注 6)ここでいう「オポチュニスティック投資」とは、私募不動産の運用手法に関する呼称として使用しており、第一章の「オポチュニスティック投資」とは異なる点に注意されたい。

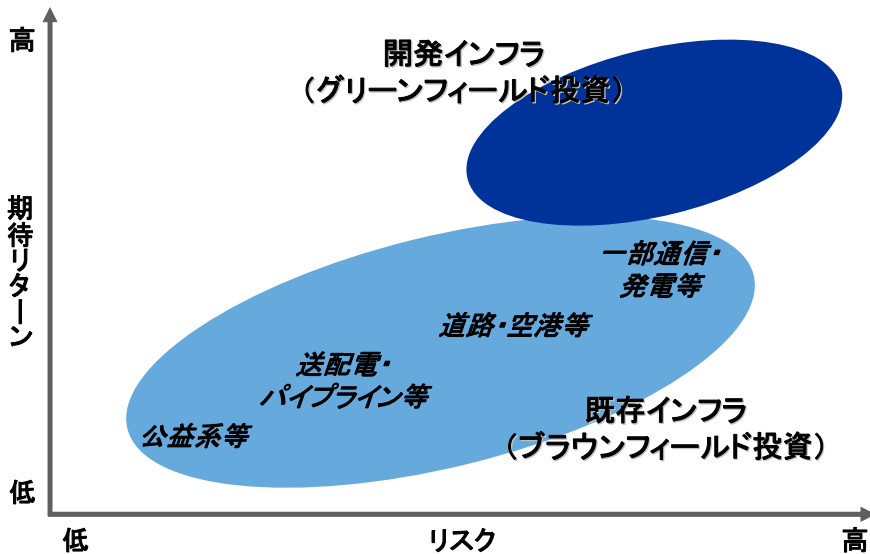
注 7)本来的には長期的なコア投資に耐えうるファンドが相応しいだろう。そのようなファンドの組成が望まれる。

インフラ投資の基本的な特性は私募不動産に近く、インフラサービスの利用料収入が主なリターン源泉となる。私募不動産と異なるのは、公的セクターとの関わりが深いこと(注8)、プロジェクト規模が大きいこと、プロジェクトに関わる関係者が多いこと、などである。インフラサービスに関わる利害関係者間で交わした長期契約の下、リストラなどによる事業運営の改善、テナントの入れ替えによる収益率の向上、事業拡張による収益拡大を通じバリューアップを図ることで、リターンの向上を目指していく。この分野で成功裡にリターンを獲得するためには、インフラ事業の実務知識、様々な利害関係者を調整する能力など「ハンズオン能力」が不可欠といえよう。

出口としては、一般的に、事業の上場や第三者あるいは後継ファンドへの売却が想定されている。ただし、インフラ投資は歴史が浅く、実際に出口を迎えたケースはまだ少ない点には注意が必要だ。そういった事情を勘案してか、これまでのところキャピタルゲインを比較的保守的に見積もるファンドが多い。ファンドによっては、資産は原則バイ・アンド・ホールドとし、売却は行わない方針のものもある。

なお、インフラ資産の開発を伴う投資をグリーンフィールド投資、既存インフラ資産を取得しインカムリターンおよび事業改善といったバリューアップによりリターンを獲得する投資をブラウンフィールド投資と一般的に呼んでいる。

図表 4-5: インフラ投資の主な投資対象と投資ステージ(イメージ図)



(出所) マッコーリー

地域・セクター・ビンテージ分散が不可欠、FoF の提供が普及の鍵

私募不動産では、最終的に資産を第三者に売却する必要があるため、最終的な投資リターンは売却時の市場動向の影響を受ける点を留意する必要があります。特にバリュー・アディッド投資、オポチュニスティック投資はリターン源泉に占めるキャピタルゲインの割合が高くなるため、投資タイミングには注意が必要だ。ビンテージおよびファンドの分散が不可欠であり、5年程度の長い時間をかけてポートフォリオを徐々に構築していく必要がある。

注 8) 事業の前所有者・共同所有者であったり、インフラサービスの主な利用者であったり、利用料に対して補助金を提供するなどの関わりがある。

インフラ投資でも、出口時点の市場動向は意識する必要があるが、それ以上に重要な視点はセクターおよび地域分散である。セクターごとに景気変動に対する感応度や負債調達条件が異なり、また、地域ごとに経済状況や公的セクターの財政状況が異なるため、セクター分散、地域分散は不可欠だ。例えば、港湾は景気変動との相関が高く、有料道路や空港は景気変動や石油価格の影響を受ける。一方、水道利用量の増減は景気変動に対して非弾力的といった特徴がある。さらに、収入源の一部に政府や公的セクターからの補助金が見込まれているケースがあるが、政府・公的セクターの財政は国・地域ごとに異なる。そういった視点からも地域分散は必要だろう。

このように、私募不動産、インフラ投資ともにリスク分散が極めて重要である一方、これらの投資はクローズドエンド型(募集期間に一定の期限があるもの)のシングルファンドが主流である。また、ビンテージ分散を図るという上でも、ポートフォリオ全体における配分を一気に目標値まで高めていくことは現実的とは言えない。そのため、ポートフォリオが完成するまでの間、目標とする基本資産配分よりもエクスポージャーが低く抑制されてしまうという問題が出てくる。この問題に対しては、REIT や上場インフラ投資を代替として用いるという方法が有効であろう。これらへの投資は、リバランスが発生した場合の対応にも利用することが可能だ。

多くの投資家にとって最も困難な課題は、限定的な配分の中で十分なリスク分散ができないという問題であろう。仮に資産規模 1,000 億円の年金スポンサーが 5%の配分を行うとして、50 億円で地域、セクター、ビンテージ、さらにマネージャーまで分散するのは非現実的だ。資産規模がさらに小さい場合は、言わずもがなである。投資家にとって望むべくは、リスクが分散された FoF の利用であるが、現状、日本で提供されている私募不動産、インフラ商品はほとんどがシングルファンドである。良質な FoF の登場が、これらの投資を普及させるための一つの鍵となると考えられよう。

足下の市場環境は厳しいものの、投資機会と捉えることも

総じてオルタナティブ投資は市場が未成熟であり、市場動向・需給動向の影響を大きく受けるという特徴を持っている。従って、投資を始めるにあたっては伝統的資産以上に市場の状況に配慮することが肝要だ。以下、ここ最近の市場動向について確認しておこう。

不動産は、私募不動産、上場 REIT ともに信用危機から負債調達が困難となったことを受けてバランスシート調整が進行し、2008 年 10 月以降、市場は大きく調整している。また、経済の先行きに対する懸念から、将来の空室率上昇や賃料下落が懸念され、買い手不在のため不動産価格の下落に歯止めがかからない状態だ。しかし、バランスシート調整の中にディストレスト機会を見出すマネージャーも一部で見られる。現在の環境は、ファイナンスリスクには当然留意が必要ではあるものの、優良物件を格安で仕入れられるという側面もある。ここ数年の上昇相場から下降サイクルに入ったところと考えられることから、慌てて投資する必要はなく、十分時間をかけながら投資機会を探る好機と捉えることもできよう。

インフラ投資は、前述の通り、各国政府が空前の規模の財政出動を予定しており、海外投資家の関心も高まっている。しかし、既に投資済みの投資家は、株式市場の下落によりポ

ートフォリオに占めるインフラ投資の相対的なアロケーションが高まってしまい、投資余力がない状態にある。そのため、ファンドレイジングに苦勞しているマネージャーは多い。とはいっても、ディールフロー(案件数)は今後増加していくことが予想され、ファンドレイジング能力および案件取得能力の高いマネージャーには、良い投資機会を拾う好機であるし、余力のある投資家が、投資を行うのに良い機会であろう。もともと、負債調達は懸念材料だ。個別案件ごとに状況は異なるが、全体的に調達条件が厳しくなっているのは事実であり、負債調達コスト(スプレッド)の上昇につながる。これはリターンの低下要因であるが、一方で、不動産同様、現在は優良物件を格安で仕入れるディストレスト機会も期待できる(注 9)。このことから、最終的にコストとリターンは相殺されるという見方をするマネージャーもある。また、最近レンダー1社あたりの融資額が過去に比べて小額になってきており、協調融資が組まれるケースが多くなっている。そのため、資金調達のコーディネート能力も現在の市場環境下では必要なスキルとなってきている。ブラウンフィールドにディストレスト機会が豊富に存在するため、建設リスクを負うグリーンフィールド投資よりもブラウンフィールド投資に投資妙味があるという見方が現状では多い印象である。負債調達の面から見ても、グリーンフィールド投資は当面厳しい状況が続く可能性が高いだろう。

注 9)資金繰りに窮した上場インフラファンドや事業法人、財政状況の厳しい公的セクターなどが物件を手放している。

求められるのは発想の転換

プライベート資産への投資に対しては、低流動性という特徴が嫌われる傾向にあった。しかし、本来長期投資家は流動性リスクを肩代わりすることによって高いリターンを獲得することができるという優位性を持っている。一般的に国内の年金スポンサーは、流動性リスクに過敏になりすぎているのではないだろうか。流動性が低いという理由だけで投資を見送る態度を改め、投資ホライズンが長期であるという年金ならではの特性をより効果的に活かすべきであろう。

もう一つ、プライベート資産への投資でネックになる点として、市場価格ではなく理論価格の評価であり、更新頻度が少ない点が挙げられる。しかし、年金の運用において、日次で時価評価することが絶対に必要な要素なのだろうか。実際、FoHFなどは月次評価が一般的だが、それでも問題なく取り組んできたという実績もある。また、2008年の市場の混乱で、取引価値が、公正な価値を表しているのかを改めて問う声が多く聞かれたのは記憶に新しいところだ。簿価評価、ないしは時価の更新頻度が低くても、監査法人やアドミニストレーター等、複数の第三者が価格算出根拠を確認し、理論価値として適切であると認めているのであれば、問題ないと考えてよいのではないだろうか。また、評価の反映に時差があることも、決して悪いことばかりとは言えない。むしろ、ポートフォリオのリスクの分散に資するというプラスの効果も持っていると言えなくもない。この効果をポートフォリオに前向きに活用していきたい。

主にPEではJカーブ効果のため、当初(あるいは自らが在任中)パフォーマンスがマイナスとなり、直ぐには結果がでないということも、投資を見送る主な要因になっていた。しかし、ハンズオンで企業価値を高める行為は、直ぐに成果が出るものではない。本源的価値が発露するまでに時間がかかるのは、当然かつ避けられないことなのである。逆に、過度にJカーブや流動性に配慮した商品は、何かを犠牲にしているという疑いもあり、内在するリスクを十分に認識する必要があるだろう。自らが在任中に効果が出るかどうかという担当者個人の視

点ではなく、組織全体の視点、すなわち、長期的に見てポートフォリオの改善効果が高いかどうかという視点で判断していくべきであろう。それを実行していくためには、組織としての明確な目的意識と正しいガバナンス構造も必要不可欠である。投資ポリシーを明文化し、組織として意思決定していく枠組みが必要となろう。

プライベート資産を含めて新しい投資を行うためには、受託者の立場にある個人に情報収集と自己研鑽が求められることはもちろんだが、組織的にも、運用の一貫性を担保するための、人材の安定化、ないし、後進の育成・堅確な引継ぎが必要である。

プライベート資産への投資を積極的に進めよう

上場株式に依存したリスク構造からの脱却は喫緊の課題である。金利は引き続き低水準である一方、これ以上の予定利率の引き下げには限界がある。現行の予定利率を達成するためには、リスク性資産比率は維持しつつリスクを分散する、という難題を克服する必要がある。PE、私募不動産、インフラ投資は、上場株式のリスクを分散する手段として、有効な資産クラスであるといえよう。PE は本質的には株式であり、それ単体では上場株式以上のリスクであるが、高いアルファと評価のタイムラグが分散効果として期待できるだろう。私募不動産（コア投資や住居セクター）やインフラは、単体でも上場株式よりもリスク水準は低い。

本来、年金は長期的な投資家で、流動性リスクを積極的に負うことができると考えられてきた。しかし、これまで日本の年金スポンサーでは、流動性リスクをほとんど取ってきていなかったのが実情だ。上場資産のみで構成したポートフォリオは透明性および流動性の面では優れているものの、リスク分散の観点では必ずしも優れているとはいえないということが、ここ最近の市場の動きから確認された。企業会計では時価評価がより強化されつつあり、年金運用の世界においても短期志向化の圧力が従来に比べ強まってきているため、流動性リスクを負う潜在的余力は以前より小さくなってきているかもしれない。各スポンサーのリスク許容度の適切なアセスメントは当然必要だが、その条件がクリアされるのであれば、ポートフォリオ強化のためプライベート資産への投資を積極的に検討してみるべきであろう。

参考文献

Probitas Partners, “Infrastructure Market Review & Institutional Investor Survey October 2008”

RREEF Research, “Global Real Estate Insights”, December 2008.

「2007-2008年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査」

日本貿易振興会「対日アクセス実態調査 ―公共事業・サービスにおける公共と民間のパートナーシップ―」平成15年7月

附録：国内年金基金向けオルタナティブ商品調査の概要

2008年春、国内に所在するマネージャーを対象に、国内機関投資家向け(主に年金基金)に提供実績があるオルタナティブ商品に関する調査を実施した。この調査の趣旨は、現在年金基金などに提供されているオルタナティブ商品について体系的に調査し、データベース化を図ることで、オルタナティブ商品の今後の調査・分析を充実させ、コンサルティング顧客の多様なニーズに的確に対応していくことである。

2008年暮れ、二度目の調査を実施し、ご協力いただいた調査機関も初回の68社から、75社に増え、提供されている商品のバリエーションも確実に広がった。厳しい環境下ではあるものの、年金投資家からの関心は引き続き根強く、コンサルティングの現場でも調査内容を活用する機会が着実に増えてきている。

調査の概要とその結果は以下の通りである。

1. 調査対象商品

2008年9月末時点で国内機関投資家向け(主に年金基金)に提供実績があるオルタナティブ商品(現在クローズされている商品を含む)。分類区分は、ヘッジファンド(FoHF含む)、PE、その他の3つに大別した。

2. 各商品別概要

- 戦略、投資対象資産、対象地域
 - ファンド概要、投資哲学
 - 目標リターン/リスク、ベンチマーク
 - アルファの源泉、強み
 - プロセス、リスク管理、ディスクロージャー
 - 運用チーム概要
 - 報酬、購入・解約条件等
 - 受託残高、顧客属性
 - パフォーマンス
- 等

3. データ提供依頼先および回答状況

回答のあった運用機関数、商品は、下表の通り。

	運用機関数			
	全体	ヘッジファンド	PE	その他
回答数(社)	75	55	20	23
プロダクト数	270	178	30	62

調査結果の総括

商品の分布や特性については、概ね 2008 年 8 月に刊行した調査レポート(2008 年 3 月末)に沿うものであるが、日本の年金市場では、FoHF を中心としたヘッジファンドがオルタナティブ市場の圧倒的な核となっており、PE、不動産中心の北米とは対照的な結果となっている。また、直近のパフォーマンスは、昨今の市場／オルタナティブ業界の激震を受け、非常に厳しく、一部ファンドの閉鎖も報告されている。

1. ヘッジファンド

(1) 戦略別ファンド数／運用資産残高／ウェイト

戦略別でみると、FoHF がヘッジファンド全体の 41%と圧倒的な数となっている。日本の年金のヘッジファンドは、FoHF 主導であることを改めて示す結果である。

戦略別ファンド数／運用資産残高／ウェイト

戦略	商品数 (9月末)	商品数 (3月末)	9月末 ウェイト	3月末 ウェイト
株式ロング・ショート	26	27	14.6%	15.3%
(日本特化)	(13)	(15)	(7.3%)	(8.5%)
(日本特化以外)	(13)	(12)	(7.3%)	(6.8%)
株式マーケット・ニュートラル	20	24	11.2%	13.6%
(日本特化)	(16)	(19)	(9.0%)	(10.8%)
(日本特化以外)	(4)	(5)	(2.2%)	(2.8%)
その他株式関連	4	5	2.2%	2.8%
債券アービトラージ	5	6	2.8%	3.4%
その他アービトラージ	1	2	0.6%	1.1%
破綻証券	1	3	0.6%	1.7%
マクロ	9	7	5.1%	4.0%
CTA／MF	6	6	3.4%	3.4%
その他ディレクショナル	2	4	1.1%	2.3%
マルチ戦略	12	11	6.7%	6.3%
FoHF	73	68	41.0%	38.6%
その他	19	13	10.7%	7.4%
合計	178	176	100.0%	100.0%

(注) 戦略区分は、運用機関に各種分類から選択いただいた情報に基づく。

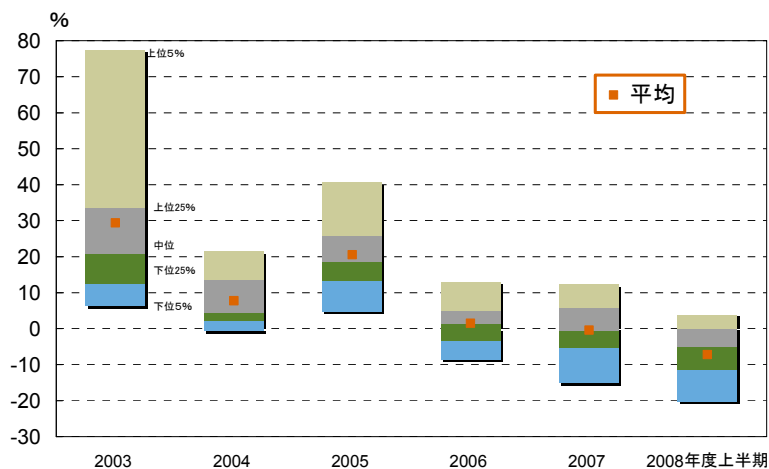
(2) 対象資産

	商品数	うち日本特 化	米国 株式	欧州 株式	日本 株式	EM 株式	米国 債券	欧州 債券	EM 債券	商品	通貨	その他
株式ロングショート	26	13	9	8	21	8	1	0	0	2	0	5
株式マーケット・ニュートラル	20	16	4	3	19	1	0	0	0	0	0	2
その他株式関連	4	2	1	0	3	0	0	0	0	0	0	1
債券アービトラージ	5	0	0	0	0	0	5	5	4	0	4	3
その他アービトラージ	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	1
破綻債券	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
マクロ	9	0	7	7	7	3	6	6	2	4	8	2
CTA/MF	6	0	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3
その他デリバティブ	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
マルチ戦略	12	1	9	9	11	7	10	10	8	8	9	7
FOHF	73	1	50	50	52	49	51	49	47	42	49	64
その他	19	0	2	1	1	0	6	5	7	5	8	12
全12戦略	178	33	86	82	118	72	84	80	73	65	85	101

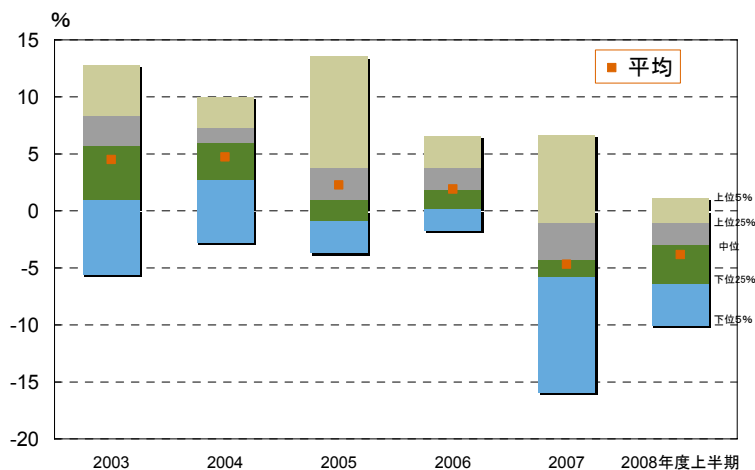
(3) パフォーマンス

2008 年度前半までみても、全戦略、非常に厳しい結果となっている。特に、比較的安定したパフォーマンスを維持してきた FoHF の苦戦が目立つ。個別戦略の問題に加え、流動性が大きな鍵となった 2008 年の市場混乱を反映する結果となっている。

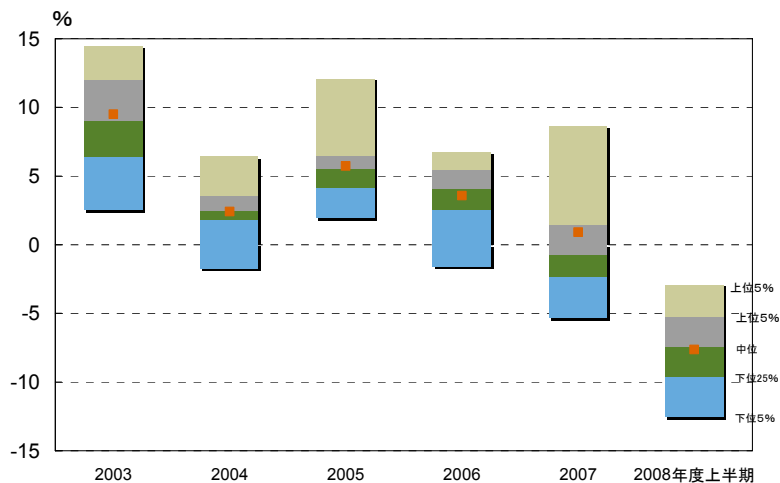
株式ロング・ショート



株式マーケット・ニュートラル



ファンド・オブ・ファンズ



2. PE

PE に関するご登録が、特にファンド・オブ・ファンズで増えている。その他オルタナティブ商品と合わせ、これまでヘッジファンド中心であった関心が徐々に広がる可能性を見せている。

戦略別ファンド数

戦略	9 月末商品数	3 月末商品数
バイアウト	4	2
メザニン	0	1
ディストレスト	3	3
セカンダリー	1	2
FOF	20	12
その他	3	3
計	31	23

(注) 報告書では、戦略別 投資対象地域や目標リターン、ディスクロージャー方針、解約条件および顧客属性などについても、分布等を掲載している。

3. その他オルタナティブ商品

(1) 商品バリュエーション

その他オルタナティブ商品の中心は不動産となっている。(証券化商品もその多くが対象を不動産としている。) 昨今話題のインフラストラクチャー商品については、登録数は少ないものの、潜在的なニーズ、商品数は着実に増えていると思われる。

戦略	9月末商品数	ウェイト	(3月末商品数)
私募不動産	11	20.4%	11
上場不動産	8	14.8%	6
証券化商品等	9	16.7%	7
コモディティ	2	3.7%	2
インフラ	4	7.4%	3
その他	20	37.0%	18
合計	54	100.0%	47

(2) その他商品について

その他商品の登録には、以下のような商品が含まれている。

戦略／投資対象等	概要
インフレヘッジ	インフレヘッジを目的とする商品。投資対象は主にコモディティだが、その他資産にも分散し、リスクを低減。
フロンティア市場	エマージング・マーケットのインデックスでもカバーされていないフロンティア市場を投資対象とする。
森林投資	グローバルに分散された森林投資ポートフォリオを構築。アルファの源泉は基本的に材木の売却と森林地の売却。
PEを対象としたインデックスファンド	世界各国のPE会社のうち、流動性の高い銘柄でインデックスを投資対象とする。

当資料中「ラッセル・インベストメント グループ」、「ラッセル・インベストメント」及び「ラッセル」は、フランク・ラッセル・カンパニー及びその子会社等の総称です。ラッセルによる事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。当資料は、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。当資料の中で掲載されているデータ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

下表のインデックスは開発企業の知的財産であり、株価指数の算出、公表、利用などインデックスに関する全ての権利及びインデックスのインデックの商標に関する全ての権利は各々の開発企業に帰属します。

Credit Suisse Tremont Index	Credit Suisse Tremont Index LLC
J.P. Morgan EMBI Global	J.P.モルガン セキュリティーズ インク
Macquarie Global Infrastructure Index	FTSE 社
MCCI 世界商品指数	三菱商事株式会社
MSCI シリーズ	MSCI Inc.
NOMURA インデックス・シリーズ	野村証券株式会社
Rogers International Commodity Index (RICI)	James Beeland Rogers, Jim Rogers または Beeland Interests, Inc.
Russell インデックス・シリーズ	ラッセル・インベストメント
S&P/Citigroup Index	The McGraw-Hill Companies 社
TOPIX インデックス・シリーズ	株式会社東京証券取引所
パークレイズ・グローバル・インベスターズ インデックス・シリーズ	パークレイズ・グローバル・インベスターズ

お問い合わせ先

ラッセル・インベストメント株式会社
コンサルティング部
〒107-0052 東京都港区赤坂 7-3-37 プラース・カナダ
TEL: (03) 5411-3510 / FAX: (03) 5411-3511
www.russell.com/jpii

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第196号
加入協会: 日本証券業協会、社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会

Copyright © 2009. Russell Investments. All rights reserved.