



# 拡大するオルタナティブ投資

(2006年度オルタナティブ投資アンケート結果報告)

---

株式会社 大和総研  
年金運用コンサルティング部  
2006年9月14日

# 目次

---

## ■ 年金基金及び金融法人におけるオルタナティブ投資アンケート

### 2006年度オルタナティブ投資アンケートについて

- ✓ オルタナティブ投資全般について
- ✓ ヘッジファンド投資について
- ✓ 不動産投資について
- ✓ プライベートエクイティ投資について
- ✓ クレジット・ストラクチャード投資について
- ✓ エマージング投資（BRICs等）について
- ✓ 新BIS規制に対応する投資行動変化

## 2006年度オルタナティブ投資アンケートについて（概要）

- ◆ 全国の**年金基金**（厚生年金基金、企業年金基金、共済年金等の公的年金）及び**金融法人**（都市銀行、信託銀行、地方銀行、信用金庫、信用組合、労働金庫、生保・損保）を対象にオルタナティブ投資状況についてのアンケート調査を実施（アンケート集計期間は2006年5月19日～6月9日）。
- ◆ アンケートの内容は以下の項目。（全64設問）
  - ✓ オルタナティブ投資全般について（含むインフレ連動債）
  - ✓ ヘッジファンド投資状況について（含むコモディティ投資）
  - ✓ 不動産投資状況について
  - ✓ プライベートエクイティ投資状況について
  - ✓ クレジット・ストラクチャード投資状況について
  - ✓ エマージング株式（BRICs等）について
- ◆ 金融法人へのアンケートでは、2007年3月適用予定の新BIS規制に関する、オルタナティブ投資姿勢に対する実態調査も併せて実施している。

経済主体		送付総数	回収数	回収率	対象詳細
年金基金 (うち公的年金)		1050 (17)	324 (7)	30.9%	全国の厚生年金基金、企業年金基金、公的年金(共済年金等)
金融法人	都市銀行、信託銀行、政府系金融	26	9	34.6%	全国の都市銀行(5行)、信託銀行(11行)、その他ネット専業等(3行)、政府系金融、系統上部(7行)も含む 但しネット専業等は未回答
	地方銀行	103	32	31.1%	全国の第一地銀(60行)、第二地銀(43行)の合計103行
	信金、信組、信連、労金	80	18	22.5%	全国の信用金庫(33)、信用組合(4)、信用連合(33)、労働金庫(10) 信金、信組は預金量が5000億円以上を対象
	生保、損保	39	20	51.3%	全国の生命保険(23社)、損害保険(16社)の合計39社
	不明		2		金融法人内での不明分
全体合計		1298	405	31.2%	

# (設問1) 現在、オルタナティブ投資を実施していますか。

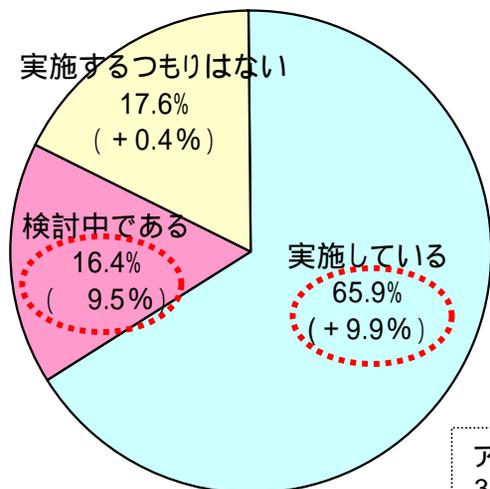
- ◆ オルタナティブ投資を「実施している」、「実施を検討中である」の合計  
----- 年金基金では8割強、金融法人では9割弱

両主体ともオルタナティブ投資に対して関心が高いということに留まらず、投資対象として十分に浸透。

昨年度(2005年度)の年金基金のアンケート結果:「実施中」56.0%(前年度比+9.9%)、「検討中」25.9%(同 9.5%)、「実施するつもりは無い」が18.0%(同+0.4%)

## (設問1) 現在オルタナティブ投資を実施していますか

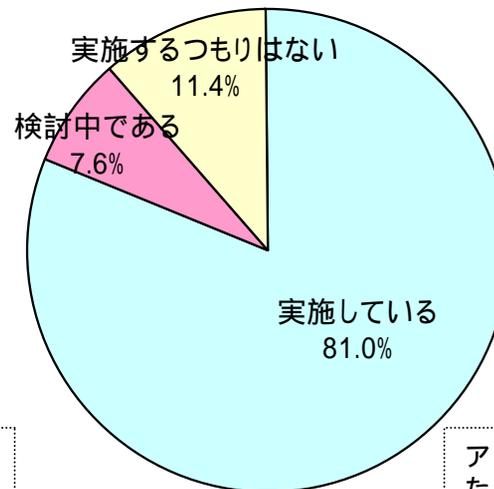
年金基金全体



カッコ内は2005年度調査結果比

アンケートの回答のあった324の年金基金のうち、323が回答。

金融法人全体



アンケートの回答のあった79の金融法人のうち、79が回答。

## (設問2) 現在どのようなオルタナティブ商品に投資をしていますか

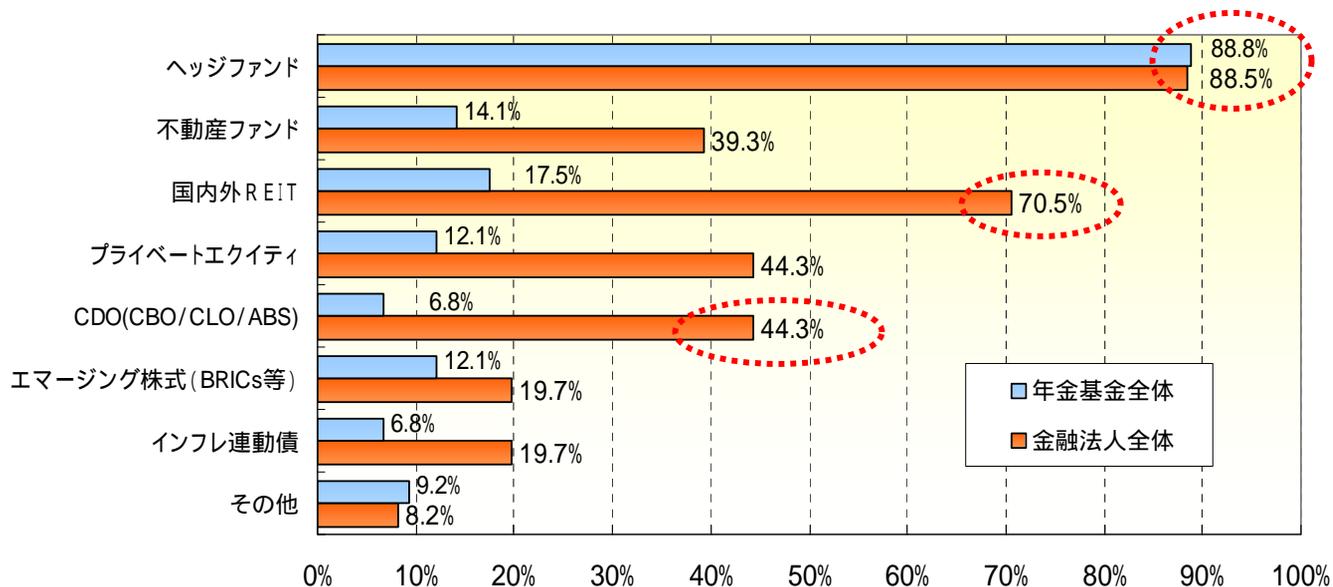
### 【年金基金】

- ◆ ヘッジファンドに投資をしている割合は9割弱。一方、ヘッジファンド以外のオルタナティブ投資は軒並み2割以下と消極的。

### 【金融法人】

- ◆ 国内外REITへの投資が約7割と、ヘッジファンドに迫る比率となっている。この他、プライベートエクイティ及びCDOの投資がそれぞれ44.3%となっており、ヘッジファンド以外のオルタナティブ投資を積極的に実施。

(設問3) 現在どのようなオルタナティブ商品に投資していますか。(複数回答可)



<設問1>で「実施している」と回答した213の年金基金(69の金融法人)のうち206(61)が回答。

## (設問7) ヘッジファンド投資を実施していますか

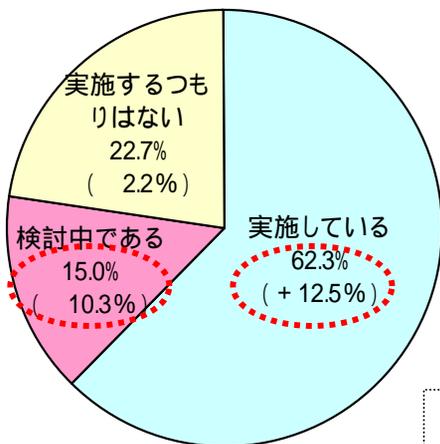
- ◆ 年金基金で6割強(62.3%)、金融法人で7割強(72.2%)がヘッジファンド投資を「実施している」と回答。

一方、「実施するつもりはない」も、それぞれ年金基金で22.7%、金融法人で24.1%と全体の2割以上に達し、実施を未だに敬遠するところも存在。

2005年度の年金基金へのアンケート結果では「実施中」49.8% (前年比+12.5%) 「検討中」25.3% (同 10.3%)、「実施するつもりは無い」が24.9% (同 2.2%)

### (設問7) ヘッジファンド投資を実施していますか

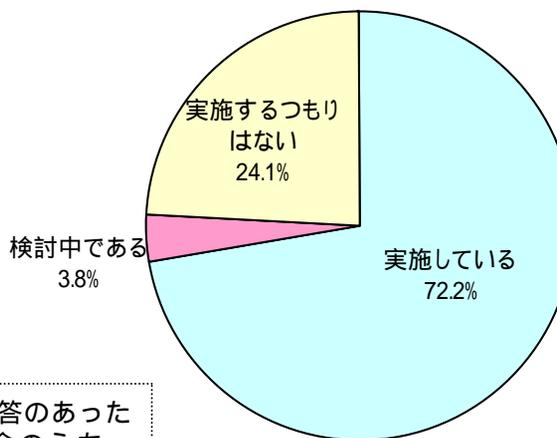
年金基金全体



カッコ内は2005年度調査結果比

アンケートの回答のあった324の年金基金のうち、323が回答。

金融法人全体



アンケートの回答のあった79の金融法人のうち、79が回答。

## (設問 8) 現在どのようなヘッジファンドに投資をしていますか

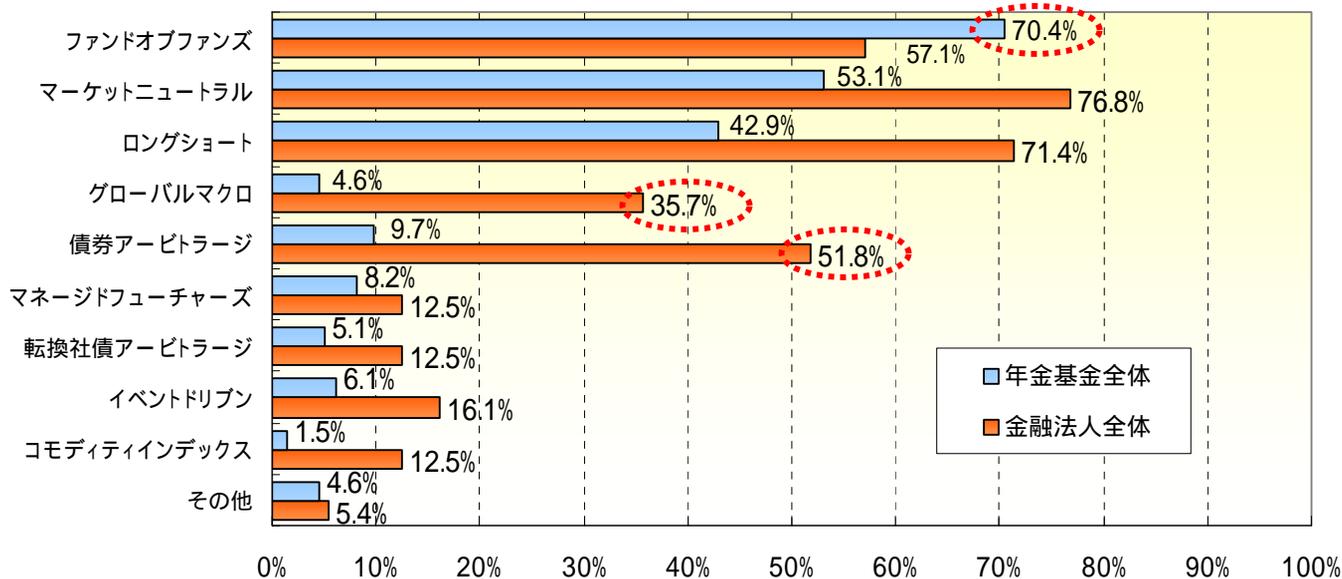
### 【年金基金】

- ◆ 「ファンドオブファンズ」の割合が70.4%と最も高率。次いで「マーケットニュートラル」(53.1%)、「ロングショート」(42.9%)となっている。他の戦略はいずれも1割未満であり、限られた投資戦略に選好が集中している状況。

### 【金融法人】

- ◆ 金融法人は、上記3戦略以外に「債券アービトラージ」(51.8%)も高い割合で投資している。LTCM事件以降衰退した「グローバルマクロ」も35.7%と3分の1以上に達する。

(設問 8) 現在どのようなヘッジファンド商品に投資していますか (複数回答可)



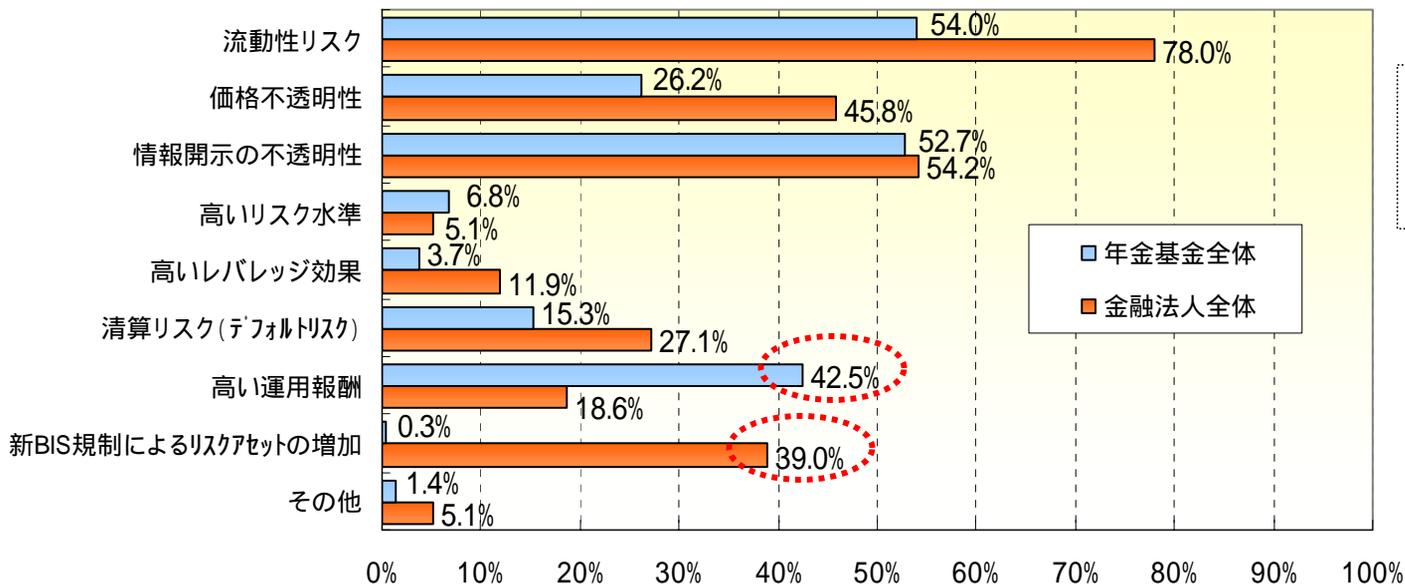
設問 7 で実施している回答した 200 の年金基金 (57 の金融法人) のうち、196 (56) が回答。

## (設問15) ヘッジファンド投資に対する懸念は何ですか

- ◆ 年金基金、金融法人共に、「流動性リスク」、「価格不透明性」、「情報開示の不透明性」との回答割合大きい。その他、年金基金での「高い運用報酬」(42.5%)、金融法人での「新BIS規制によるリスクアセットの増加」(39.0%)が特徴的。

明確な運用指針を開示しないヘッジファンド等が未だ多いことを反映して、新BIS規制時での信用リスクアセットの増加懸念をあげる声も多数。

(設問15) ヘッジファンド投資に対する懸念は何ですか。(複数回答可)



設問7で実施していると回答した200の年金基金(57の金融法人)のうち、196(56)が回答。

# (設問18) 不動産投資(私募不動産投資、REIT等)を実施していますか

## 【年金基金】

- ◆ 年金基金では17.0%が不動産投資を「実施している」と回答。「今後実施することを検討中である」の18.2%と合算しても全体の3分の1程度に留まる。

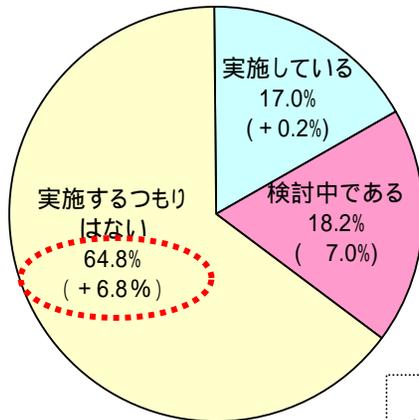
## 【金融法人】

- ◆ 65.8%が不動産投資を既に「実施している」と回答しており、「今後実施を検討中であると」の11.8%と合算すると、全体の7割以上に達している。

両主体では不動産投資状況が大きく異なっていることが確認され、金融法人では既に一般的な投資対象として取り扱われていることが示されている。

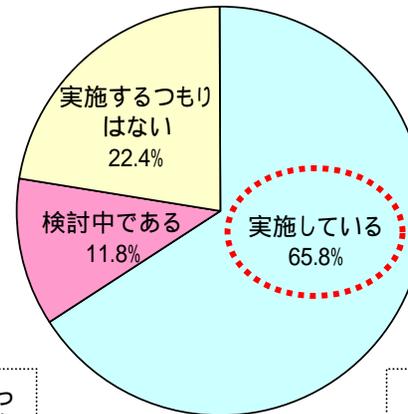
## (設問20) 不動産投資を実施していますか。

年金基金全体



アンケートの回答のあった324の年金基金のうち318が回答。

金融法人全体



アンケートの回答のあった79の金融法人のうち45が回答。

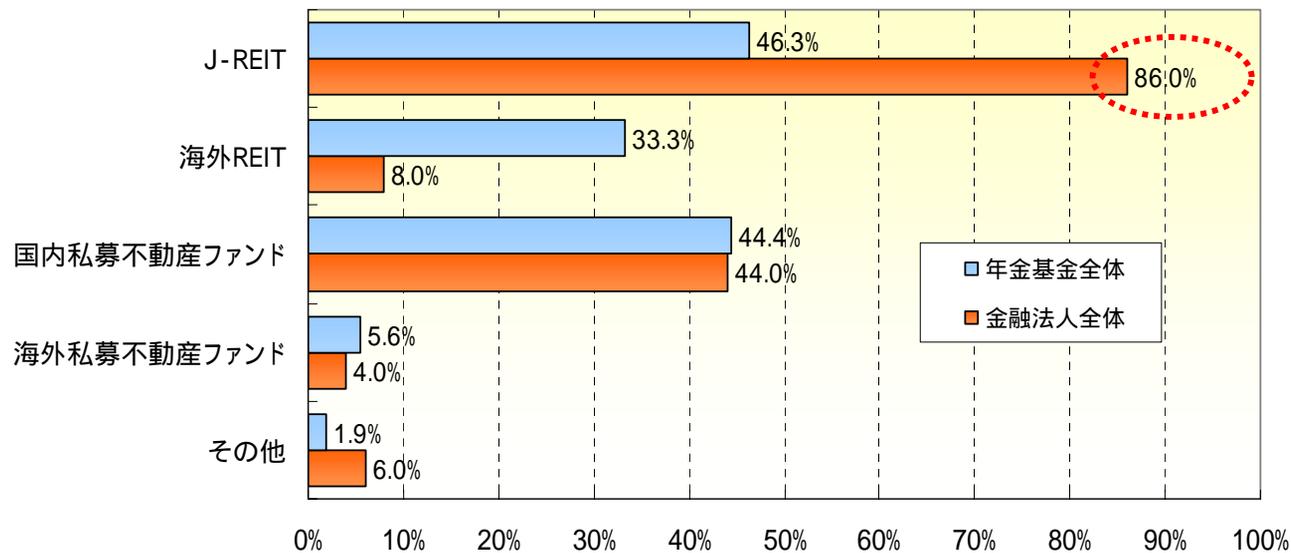
カッコ内は2005年度調査結果比

## (設問 2 1) 現在どのような不動産商品に投資をしていますか

- ◆ 両主体共に「J-REIT」と回答した割合が最も多くを占めている（年金基金：46.3%、金融法人：86.0%）。

特に金融法人でのJ-REITへの投資は、全国の地域金融機関が万遍なく実施。

(設問 2 1) どのような不動産投資商品に投資をしていますか。(複数回答可)

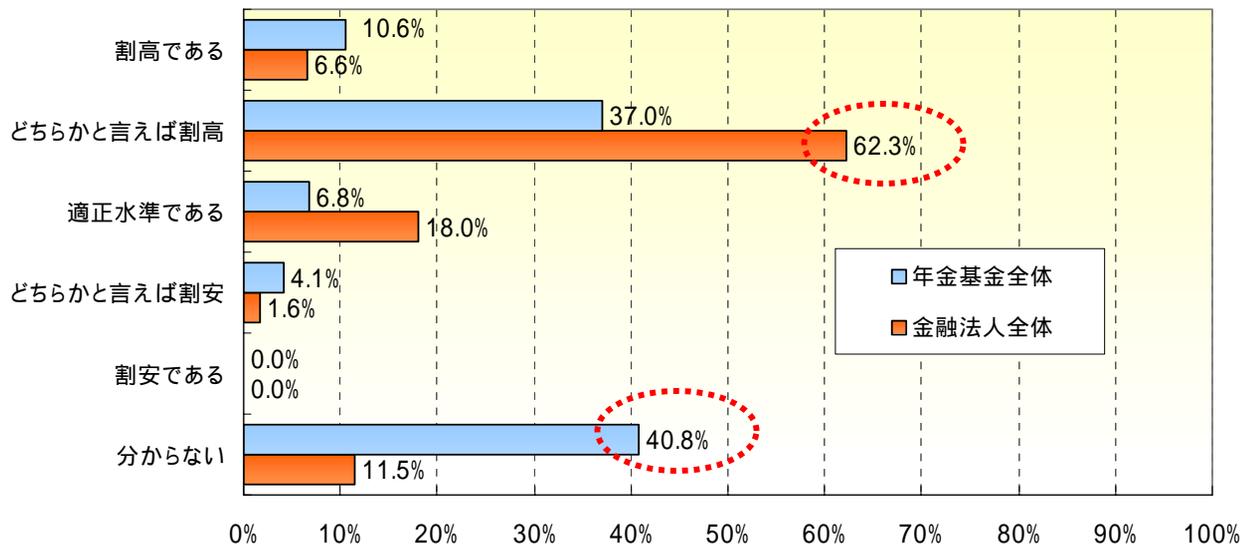


<設問20>で「実施している」と回答した54の年金基金(50の金融法人)のうち、54(50)が回答。

# （設問31）現在の不動産価格（REIT価格等）の水準についてどのようにお考えですか

- ◆ **金融法人は「どちらかと言えば割高」の回答が最も多く62.3%に達する。**  
**一方、年金基金は「分からない」が最も多く40.8%に達している。**  
**年金基金と金融法人の間で不動産投資に関する理解度の差異が大きい。**

（設問31）現在の不動産価格（REIT価格等）の水準についてどのようにお考えですか。



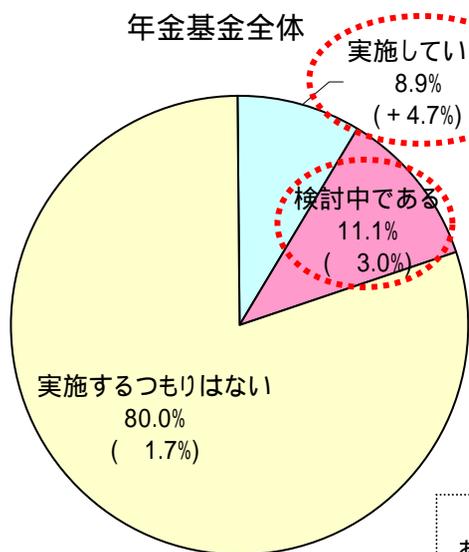
<設問20>で「実施している」もしくは「検討中である」と回答した112の年金基金（59の金融法人）のうち、98（57）が回答。

## (設問35) プライベートエクイティ投資を実施していますか

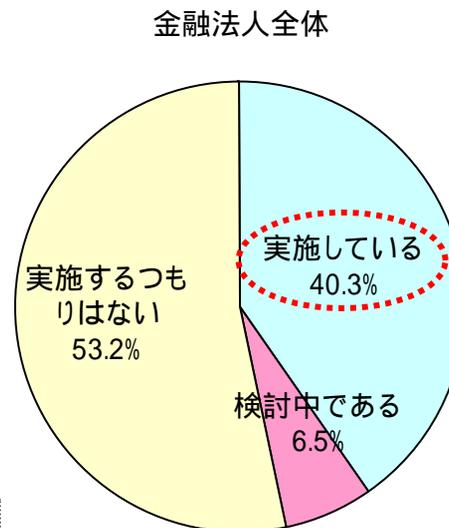
- ◆ 年金基金でプライベートエクイティ投資を「実施している」と回答した割合は1割以下(8.9%)に留まる。一方、金融法人では4割に達している(40.3%)。

海外公的年金では既に主流であるプライベートエクイティ投資は日本の年金基金ではまだ一般的でないが、日本の金融法人では積極的な投資姿勢が確認できる。

### (設問35) プライベートエクイティ投資を実施していますか



アンケートの回答のあった324の年金基金のうち315が回答。



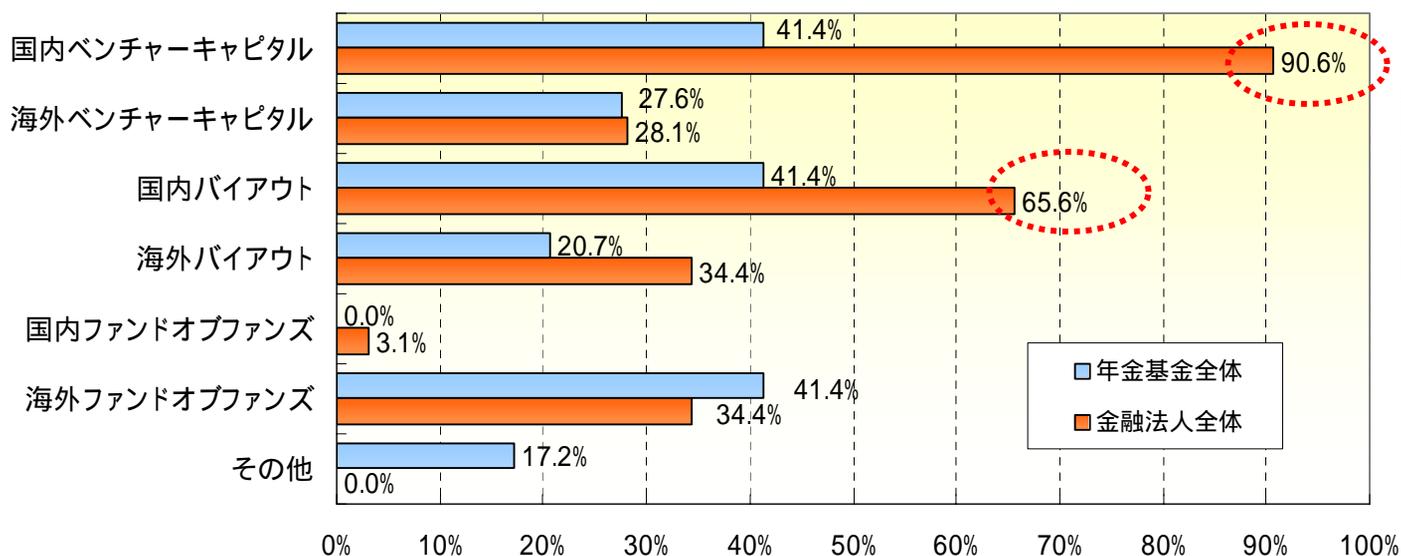
アンケートの回答のあった79の金融法人のうち77が回答。

## (設問35) どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか

### 【金融法人】

- ◆ 金融法人では「国内ベンチャーキャピタル」が90.6%と圧倒的に高く、次いで「国内バイアウト」が65.6%となっている。日本のプライベートエクイティ市場では、バイアウト及びディストレスといった企業再生ファンドよりもベンチャーキャピタルファンドの市場シェアが大きいことが要因の一つではないか。

(設問36) どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか。(複数回答可)



<設問34>で「実施している」と回答した28の年金基金(32の金融法人)のうち、28(32)が回答。

## (設問43) プライベートエクイティ投資に対する懸念は何ですか

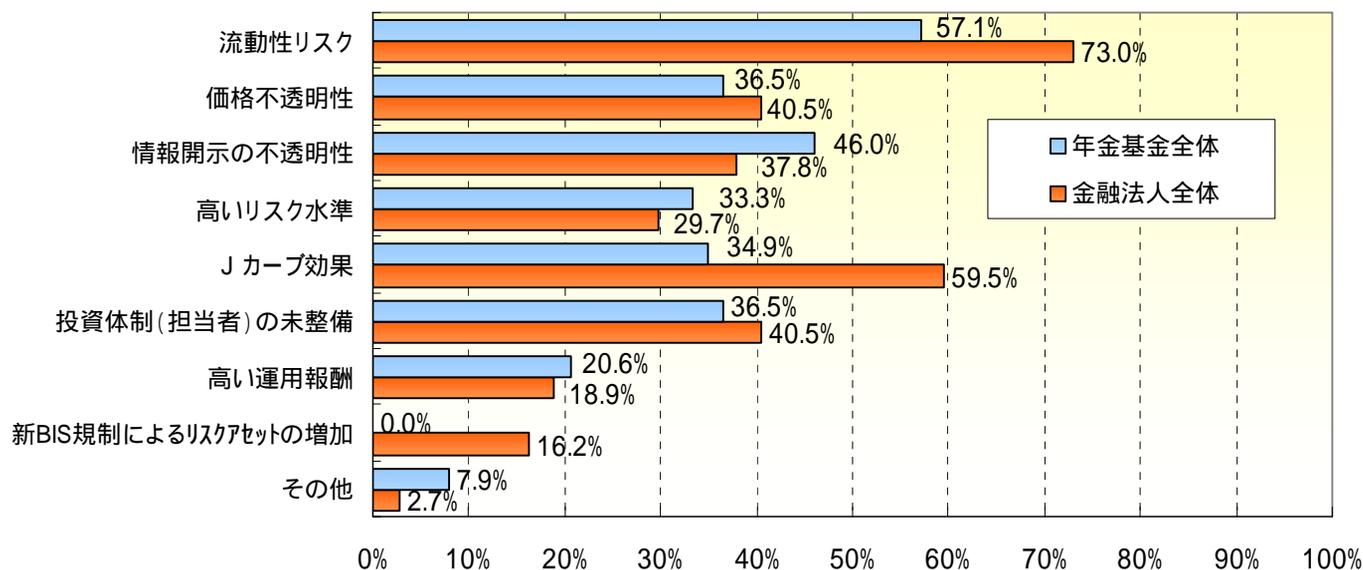
### 【年金基金】

- ◆ 「流動性リスク」(57.1%)が最も高く、次いで「情報開示の不透明性」(46.0%)、「投資対象(担当者)の未整備」、「価格不透明性」(共に36.5%)と続いている。年金基金にとってプライベートエクイティ投資が浸透していない理由として、ある種の不透明感が存在することが示されている。

### 【金融法人】

- ◆ 金融法人でも、年金基金と同様に「流動性リスク」との回答が最高率の73.0%。さらに、プライベートエクイティの特性とされる収益率の「Jカーブ効果」(59.5%)が6割程度の回答率に達している。

(設問43) プライベートエクイティ投資に対する懸念は何ですか(複数回答可)

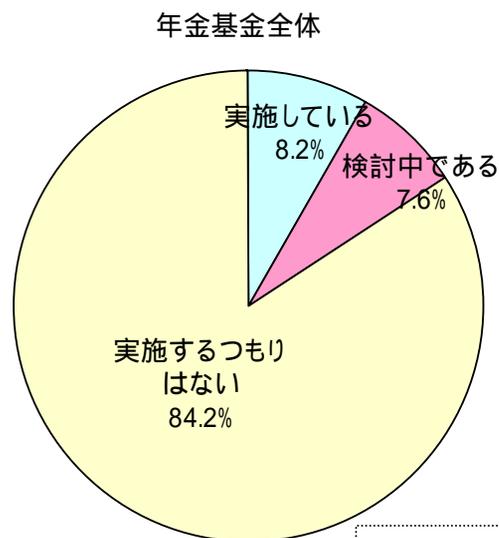


<設問35>で「実施している」もしくは「検討中である」と回答した63の年金基金(37の金融法人)のうち、63(37)が回答。

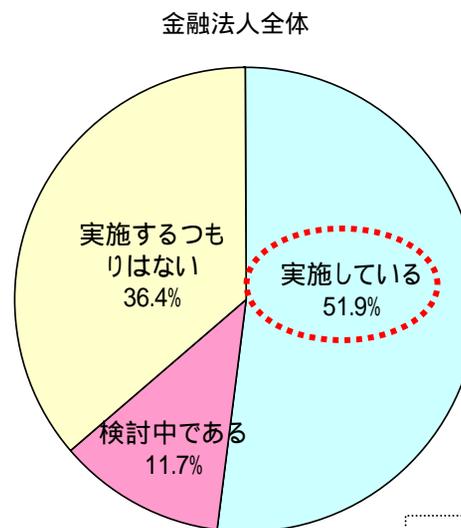
## (設問48) クレジット・ストラクチャード商品の投資を実施していますか

- ◆ 年金基金及び金融法人では、クレジット・ストラクチャード商品を「実施している」と回答した割合に大きな差がある。年金基金では「実施している」は8.2%に留まった一方、金融法人では51.9%と過半数を占め、金融法人の積極的な投資姿勢が確認できる。

(設問48) 現在クレジット・ストラクチャード商品の投資を実施していますか



アンケートの回答のあった324の年金基金のうち316が回答。



アンケートの回答のあった79の金融法人のうち77が回答。

# (設問49) どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資していますか

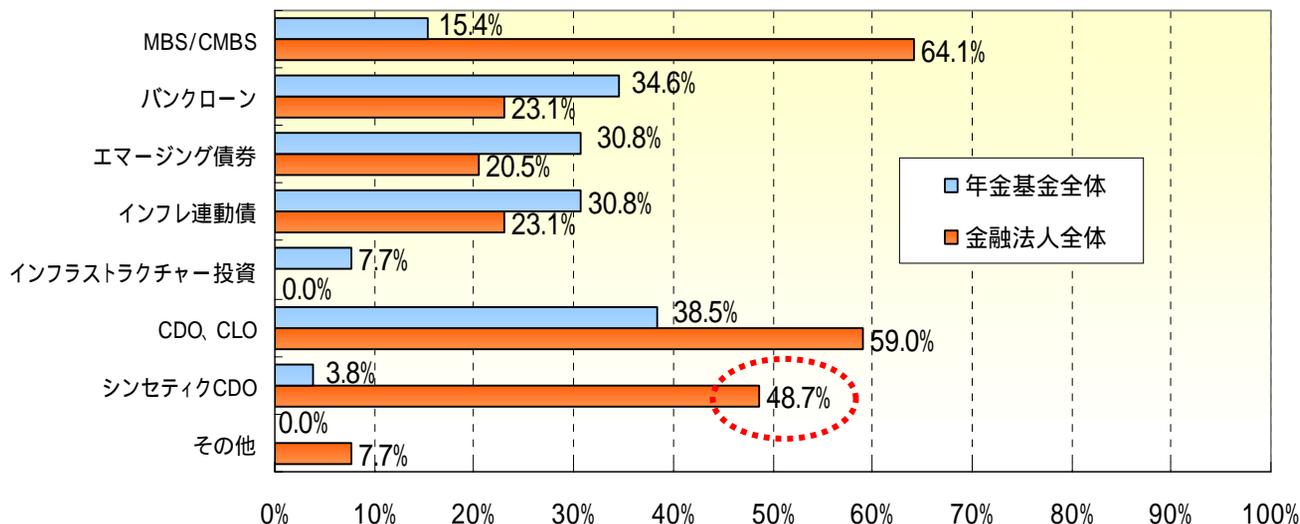
## 【金融法人】

- ◆ 「MBS/CMBS」64.1%、「CDO、CLO」59.0%、「シンセティックCDO」48.7%と続いている。2006年3月から適用された会計基準の変更により、金融法人によるシンセティックCDOに対する需要増が裏付けられている。

## 【年金基金】

- ◆ また、年金基金では回答が分散しており、少ないながら「インフラストラクチャー投資」でも7.7%の回答が確認されるなど投資対象が多様化している様子が窺える。

(設問49) どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資していますか。(複数回答可)



<設問48>で「実施している」と回答した28の年金基金(40の金融法人)のうち、28(39)が回答。

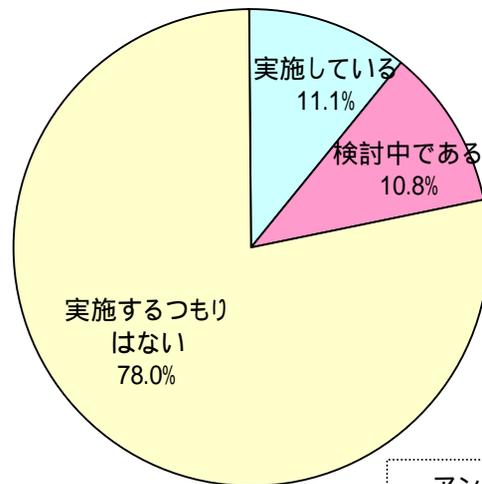
## (設問57) エマージング株式(BRICs等)投資を実施していますか

- ◆ 年金基金と金融法人ともに「実施するつもりはない」と回答したのが7割を上回り、エマージング株式投資はあまり浸透していないことが確認できる。

しかし、「検討中である」と回答した先が両主体とも1割程度存在し、潜在的なニーズが窺い知れる。

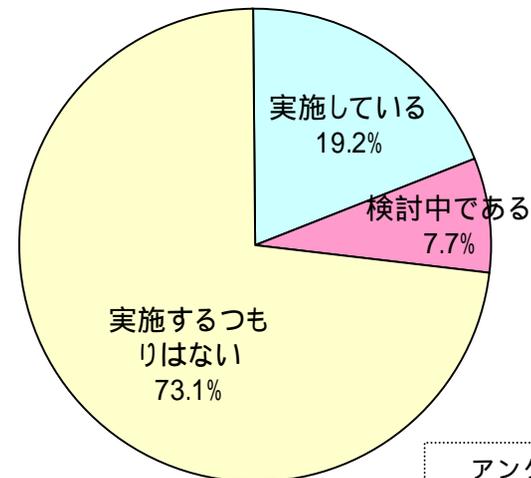
(設問57) 現在、エマージング株式(BRICs等)の投資を実施していますか

年金基金全体



アンケートの回答のあった324の年金基金のうち314が回答。

金融法人全体



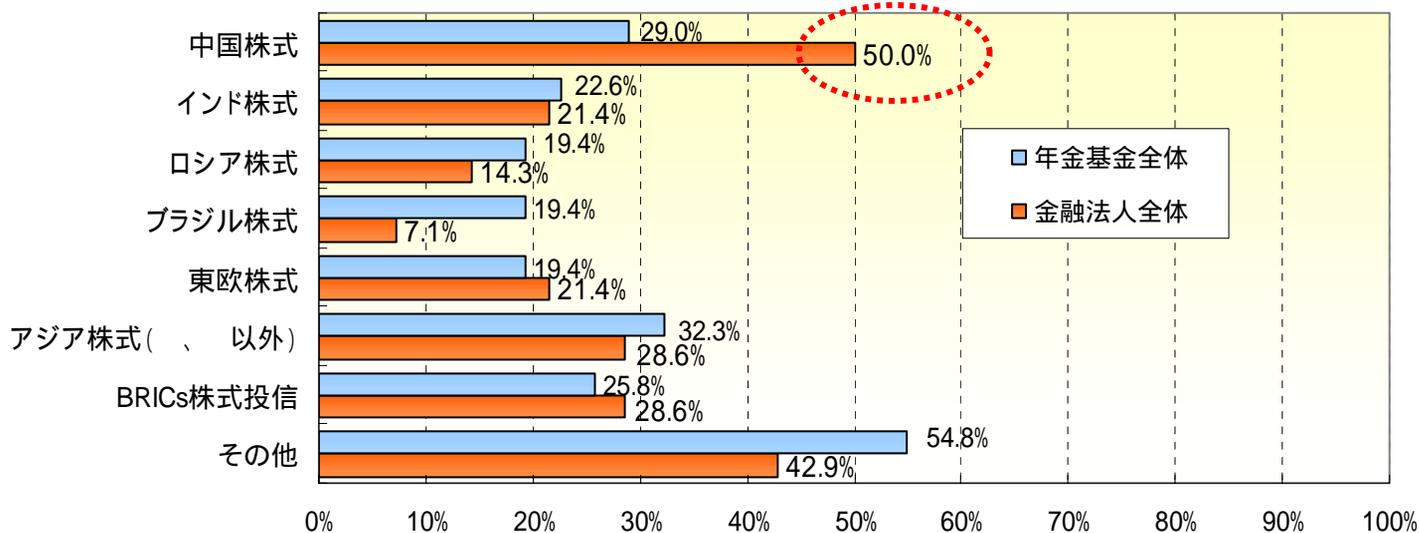
アンケートの回答のあった79金融法人のうち78が回答。

## (設問58) どのようなエマージング株式(BRICs等)に投資していますか

### 【金融法人】

- ◆ 金融法人では「中国株式」が50.0%と最も高い回答率となった。中国国内のみでしか取引できなかったA株に関しても、現在は、許可を得た中国国外の運用機関からファンドを通しての購入が可能となっており、機関投資家を中心に投資が普及している様子が示されている。

(設問58) どのようなエマージング株式(BRICs等)に投資していますか。(複数回答可)



<設問48>で「実施している」と回答した35の年金基金(15金融法人)のうち、31(14)が回答。

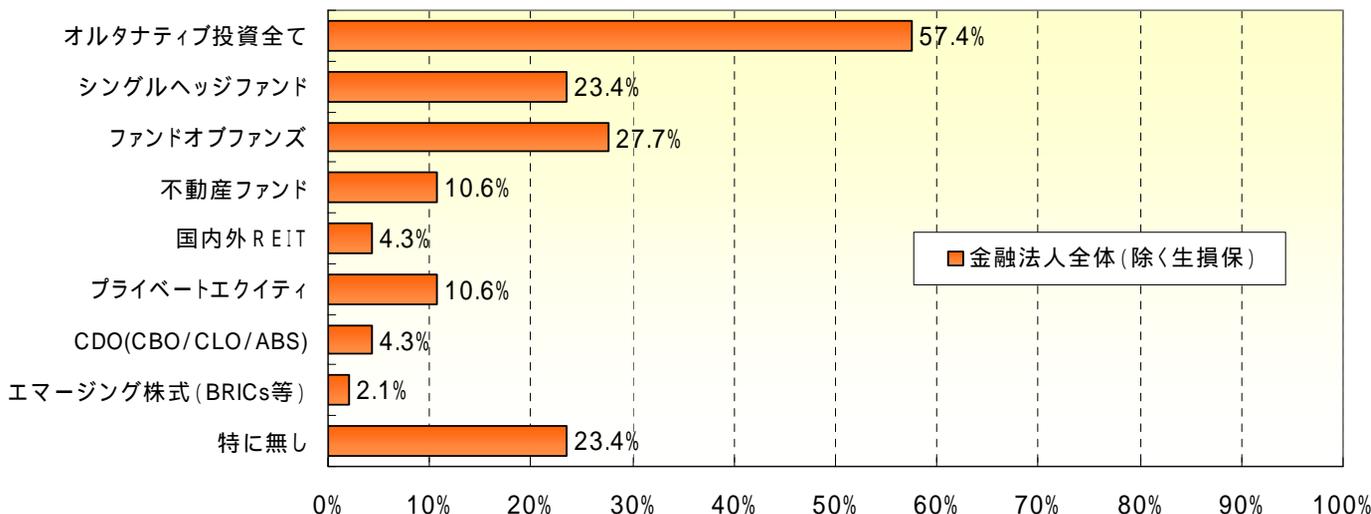
# 新BIS規制（バーゼルⅢ）に対応する投資行動変化

(設問5) 2007年3月適用予定の新BIS規制(バーゼル)の影響により、投資に関して懸念している商品はありますか  
(銀行、信託銀行、信用金庫、信用組合等の関係者のみの設問)

◆ 「オルタナティブ投資全体」(57.4%)との回答が最も多い。流動性や投資対象の不透明性による信用リスクアセットの増加が危惧されている「ファンドオブファンズ」(27.7%)、さらに「シングルヘッジファンド」(23.4%)と続いている。

ただし、標準的手法の一時的な選択により当面は信用リスク水準が大幅に変化しない金融機関からは「特に無し」との声も多い(23.4%と同率で3番目に多い回答)。

(設問5) 新BIS規制の影響により、投資を懸念しているオルタナティブ商品は何ですか(複数回答可)



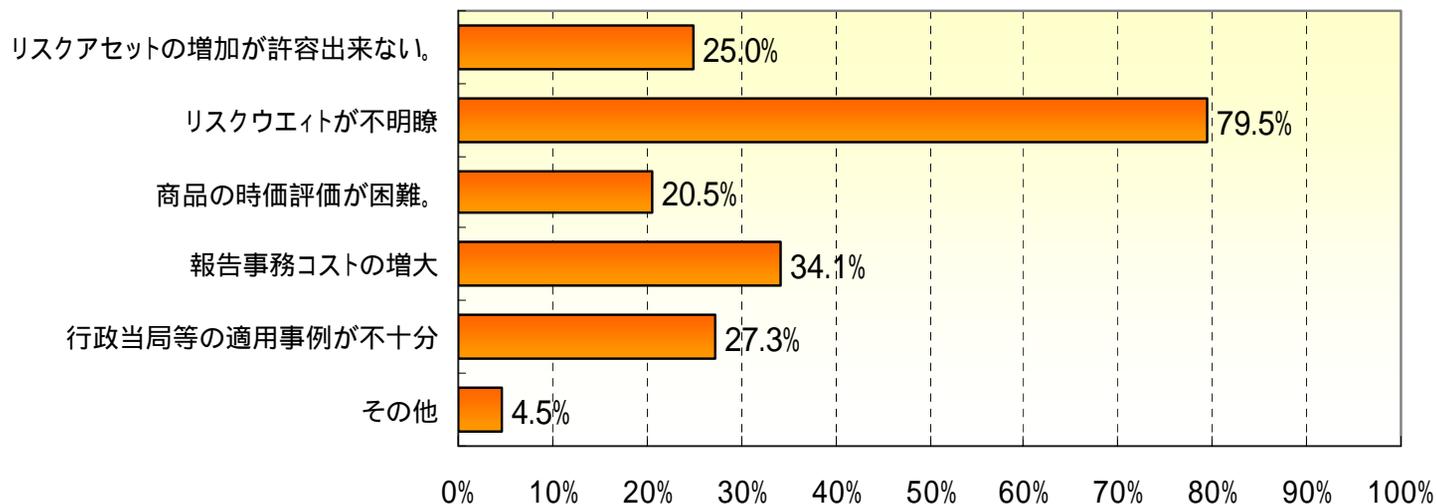
「銀行、信託銀行、信用金庫等の関係者」の59法人のうち、44が回答。

(設問6) 新BIS規制(バーゼル)適用の際にオルタナティブ投資を懸念する理由は何ですか(銀行、信託銀行、信用金庫、信用組合等の関係者のみの設問)

- ◆ 「リスクウェイトが不明瞭」が79.5%に達した一方、「リスクアセットの増加が許容出来ない」は25.0%(項目順位としては4番目)に留まっている。

金融機関におけるリスク許容度というより、今回の新BIS規制における信用リスクに対する理解が十分に行渡っておらず、結果としてオルタナティブ投資に対する懸念が増加している可能性が示唆される。

(設問6) 新BIS規制適用(バーゼル)の際にオルタナティブ投資を懸念する理由はなんですか(複数回答可)



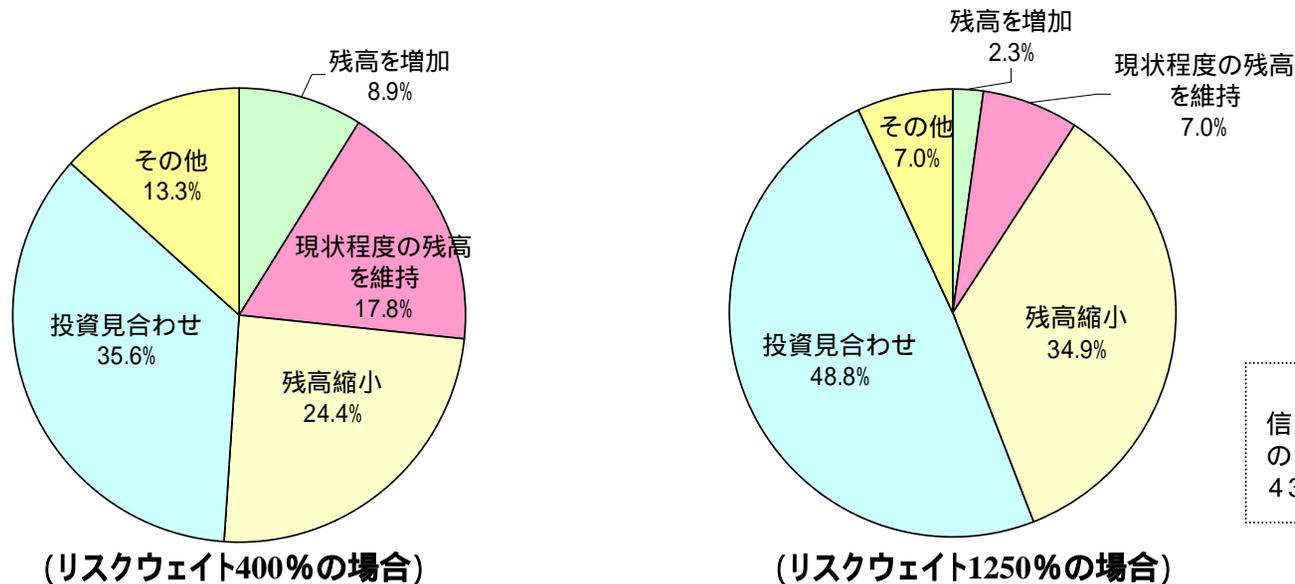
「銀行、信託銀行、信用金庫等の関係者」の59法人のうち、44が回答。

(設問19) 新BIS規制(バーゼル)適用の際に、ヘッジファンドのリスクウェイトが以下のケースになった場合に、どのような投資スタンスが予想されますか(銀行、信託銀行、信用金庫、信用組合等の関係者のみの設問)

◆ ファンドオブヘッジファンズに関して、信用リスクウェイトが400%程度と算定される場合で「投資見合わせ」、「残高縮小」と投資に対して否定的な回答の合計は6割程度に達している(1250%時は合計で約85%が否定的)。

一方、「残高を増加」及び「現状程度の残高を維持」との回答も10~25%にのぼる。一部では信用リスクウェイト水準如何に関わらず、ファンドオブヘッジファンズやヘッジファンド投資を継続するスタンスを持っているようだ。

【ファンドオブファンズに関して】



「銀行、信託銀行、信用金庫等の関係者」の59法人のうち、43が回答。

## まとめ（所感）

---

- 昨年度のアンケートからほぼ1年が経過した時点での今回の再調査であったが、ヘッジファンド、不動産、プライベートエクイティ共に年金基金の投資状況に際立った変化は確認されなかった。背景として年金基金のヘッジファンド投資は昨年度からすでに一般的な投資対象として浸透していたことや、不動産投資、プライベートエクイティ投資を提供する運用機関も際立って増加しなかった等の影響を受けた可能性がある。
- J-REITやCDOに対する相対的な積極姿勢に加え、来年度の新BIS規制の適用前の意向など、金融法人におけるオルタナティブ投資の今後の投資スタンスを確認できた。来年度に向けて、オルタナティブ投資動向の変化を察知するひとつの参考情報とすることが可能であろう。
- 米国でも4～5年前までは年金基金のオルタナティブ投資はプライベートエクイティ投資を中心に数%実施されるのみで、ヘッジファンド投資は1%以下の水準に満たない基金が大半だった。しかし近年は、世界的に年金基金や大手金融法人を中心にオルタナティブ投資が急拡大している。日本においても、地方銀行や信用金庫等が余資運用を国債中心に行ってきたが、金利上昇が警戒されていることやそもそも運用難に直面していることなどを考慮すると、今後はこうした金融機関でもオルタナティブ投資の積極的な活用が模索され始めていこう。