

## 第 I 部 ゆうちょ銀行の新たな動き

注：第 I 部は、ゆうちょ財団において、ゆうちょ銀行や郵政民営化委員会が公表している資料等に基づきつつ、一部独自の分析を加えて執筆しております。ゆうちょ銀行等には、監修等を一切お願いしておりませんので、誤認などあり得ることを予めご承知おきください。

### 第 1 章 資産運用

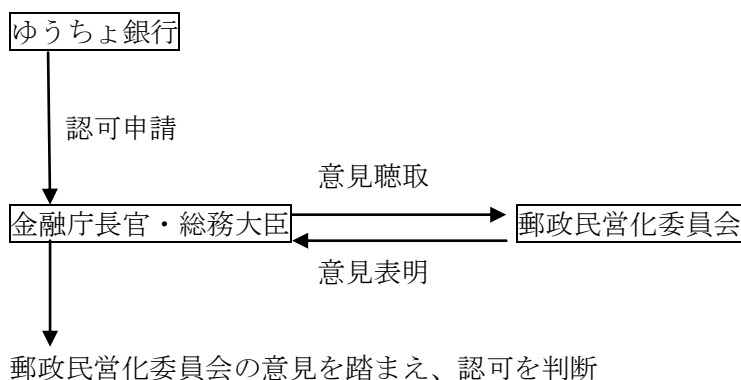
#### 1 新規業務に関する認可取得

ゆうちょ銀行は、2017 年 6 月 19 日に金融庁長官及び総務大臣から新規業務に関する認可を取得しました。以下、ゆうちょ銀行の新規業務開始の手続きと今般認可された業務内容を解説します。

##### (1) 新規業務開始の手続き

###### ア 郵政民営化法の認可取得

郵政民営化法第 110 条は、ゆうちょ銀行の業務範囲を制限しており、預金担保貸付等を除き銀行法第 110 条第 1 項第 2 号の貸付業務は行うことができず、また、銀行付随業務としての銀行法第 10 条第 2 項の各号の業務についても一定の制約がかかっています。制約されている業務を行おうとするときには、郵政民営化法第 110 条第 1 項に基づき、金融庁長官及び総務大臣の認可を受けなければなりません。また、金融庁長官及び総務大臣は、認可申請があったときは、郵政民営化委員会の意見を聞かなければなりません。



認可基準として、郵政民営化法第 110 条第 5 項において、

①日本郵政株式会社が保有するゆうちょ銀行の議決権がその総株主の議決権に占める割合その他の金融機関等との間の競争関係に影響を及ぼす事情、

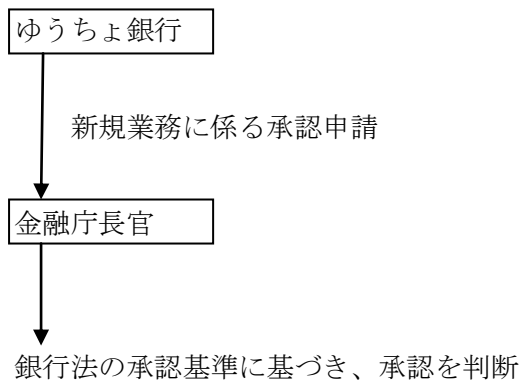
②ゆうちょ銀行の経営状況、

を考慮し、ゆうちょ銀行と他の金融機関等との間の適正な競争関係及び利用者への役務の適切な提供を阻害するおそれがないと認めるときは、認可をしなければならない、

と規定されています。

## イ 銀行法の承認取得

ゆうちょ銀行は、郵政民営化法第 98 条第 1 項により銀行法の免許が与えられています。郵政民営化法第 98 条第 2 項 1 号の規定により、その免許には、「郵政民営化法第 110 条第 1 項各号に掲げる業務を行おうとするときは、内閣総理大臣（注：金融庁長官）の承認を受けなければならないこと」との条件が付されたものとされています。したがって、新規業務を行う際には、上記（1）の認可に加えて、銀行法上の金融庁長官の承認が必要となっています。



銀行法の承認基準は、同法第 4 条第 2 項の規定されており、

①当該新規業務を健全かつ効率的に遂行するに足りる財産的基礎を有し、かつ、当該新規業務に係る収支の見込みが良好であること、

②人的構成等に照らして、当該新規業務を的確、公正かつ効率的に遂行することができる知識及び経験を有し、かつ、十分な社会的な信用を有する者であること、

となっています。

## (2) 新規業務の内容

今般の認可取得により、次の3業務が、今後、金融庁長官の承認を得ることにより可能となりました。

### ア 口座貸越による貸付業務

銀行法第110条第1項第2号の貸付業務のうち、口座貸越による貸付業務（所要の審査を行い適当と認められたゆうちょ銀行に所定の預金口座を保有する個人に対して、あらかじめ貸付極度額を定め、当該預金口座の預金残高を超える払出しの請求があった場合に、無担保で貸付を行う業務）

通常貯金口座を保有する個人のお客さまからの利用申込みを受け付け、返済能力等に係る審査を経てあらかじめ極度額を設定します。口座残高を超える自動払込み等があった場合に、不足する額を通常貯金口座を経由して自動貸越を実施します。返済は、毎月一定額を約定返済するか、任意の金額を通常貯金口座を経由して（随時）返済することとなります。

今後、システム開発等を含む適切な販売態勢を整備した上で、銀行法に基づく承認を申請する予定とされています。

### イ 資産運用関係業務

銀行法第110条第2項第12号（デリバティブ取引）、同第14号（金融等デリバティブ取引）及び同第16号（有価証券関連店頭デリバティブ取引）の業務

資産運用の高度化・多様化に資するため、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）などのデリバティブ取引を行うこととし、市場運用関係業務を包括的に実施可能とする認可を取得しました。

今後は、個別の取引について、銀行法の承認を取得することとなります。

### ウ その他の銀行業に付随する業務等

銀行法第110条第2項柱書（その他の銀行業に付随する業務）及び同法第110条第2項第8号（銀行その他の金融業を行う者の業務の代理又は媒介）の業務

この業務は、資金運用に関係する訳ではありませんが、同時に認可取得したところであり、ここで概説します。

ゆうちょ銀行では、地域金融機関等との協調・提携関係を推進するため、今後の社会・経済環境の変化の中でも、地域金融機関等のニーズに柔軟に対応しつつ、ゆうちょ銀行の

余剰能力等を有効活用した業務を行うこととしています。現在、地域金融機関との事務の共同化による効率化等の施策を検討中です。

当面実施予定の業務の例として、税公金のとりまとめ事務を共同化することとし、ゆうちょ銀行が他行から税公金事務のとりまとめ事務を受託し、ゆうちょ銀行分と他行分を一括して専門業者に委託（再委託）することが示されています。他行分とともに収納帳票をまとめて読み取り、ゆうちょ銀行分と他行分の収納データ等を一括してそれぞれの自治体等へ提出するものです。

(参考)

これまでの認可（・承認）の状況を一覧表にすると以下のとおりです。

銀行法の業務とその認可・承認状況

		民営化時	これまでの認可	今回の認可（・承認申請）
<b>銀行法第10条第1項（銀行固有業務）</b>				
1号 預金・定期積金等の受入れ		外貨預金及び譲渡性預金以外はすべて可能		
2号 資金貸付け・手形の割引		①預金者等貸付け、②国債等担保貸付け、③地公対貸付け、④コール資金貸付け、⑤郵政会社貸付け、⑥管理機構貸付け、は可能。これ以外は不可	①シンジケートローン（参加型）、②特定目的会社（SPC）貸付け、③クレジットカード会員貸付け、は追加で可能	口座貸越による貸付けは追加で可能（今後準備ができ次第承認申請）
3号 為替取引		すべて可能		
<b>銀行法第10条第2項（付随業務）</b>				
1号 債務保証・手形引受		すべて不可		
2号 有価証券の売買等		①特定有価証券売買、②特定有価証券関連デリバティブ取引、のみ可能	すべて可能	（会社型投信（ETF、REIT）、株価指数先物（海外）、株価スワップ等を今回承認申請）
3号 有価証券の貸付け		有価証券の特定貸付けにのみ可能	すべて可能	（海外金融機関向け等の貸付けを今回承認申請）
4号 国債等の引受け・募集		銀行等に対して特定の有価証券のみ可能	すべて可能	（株式を対象とした特定金銭信託等を今回承認申請）
5号 金銭債権の取得・譲渡		投資目的のCD、CP、デリバティブ及び信託受益権の取得・譲渡のみ可能	すべて可能	
5号の2 特定社債等の引受け・募集		すべて不可		
5号の3 短期社債等の取得・譲渡		投資目的の特定の短期社債等のみ可能	すべて可能	（非上場の外国短期社債等を今回承認申請）
6号 有価証券の私募の取扱い		すべて不可		
7号 地方債・社債等の債権の募集・管理の受託		すべて不可		
8号 銀行等の業務の代理・媒介		日本政策金融公庫等の教育小口貸付け関連のみ可能	住宅ローンの媒介は追加で可能	郵政民営化法上実施可能とされている業務に付随する業務等に限り追加で可能
8号の2 外国銀行の業務の代理・媒介		すべて不可		
9号 国、地公体、会社等の金銭業務		すべて可能		
10号 有価証券、貴金属等の保護預かり		ゆうちょ銀行の募集に係る国債証券等を取得した者からの保護預かりに限り可能		
10号の2 振替業		国債証券等に係るもののみ可能		
11号 両替		すべて可能		
12号 デリバティブ取引		特定デリバティブ取引（投資目的をもってする外国通貨の支払い手段）のみ可能	金利スワップ取引、金利先物取引等は、追加で可能	すべて可能（先物（通貨）、CDS取引等を今回承認申請）
13号 デリバティブ取引の媒介等		すべて不可		
14号 金融等デリバティブ取引		すべて不可		すべて可能（商品デリバティブ取引等を今回承認申請）
15号 金融等デリバティブ取引の媒介等		すべて不可		
16号 有価証券関連店頭デリバティブ取引		すべて不可		すべて可能（株式スワップ（短期）等を今回承認申請）
17号 有価証券関連店頭デリバティブ取引の媒介等		すべて不可		
柱書 その他の付随業務		従来から実施している業務に付随するもののみ可能	リバースレポ取引及びクレジットカード業務は、追加で可能	郵政民営化法上実施可能とされている業務に付随する業務等に限り追加で可能（リバースレポ（株式）等を今回承認申請）

## 2 地域への資金の循環

ゆうちょ銀行は、地域の皆さまの大切な資金を地域に循環させることで、地域経済の活性化に貢献することが重要との基本的な考え方の下で、地域金融機関と連携し、2016年7月から、地域ファンドへの出資を通じてエクイティ性資金を地域に供給を開始しています。これは、郵政民営化法に基づき、集団投資スキームへの投資について、金融庁長官の承認を取得して実施しているものです。

こうしたファンド出資者（LP※）としての地域ファンドへの参加経験を活かし、将来的には、ファンド運営者（GP※）として、地域金融機関と協力しつつ、「リスクマネーの循環」を推進していくこととしています。

ゆうちょ銀行がリミテッド・パートナー（LP）として投資したファンド（2017年11月現在）は以下のとおりです。

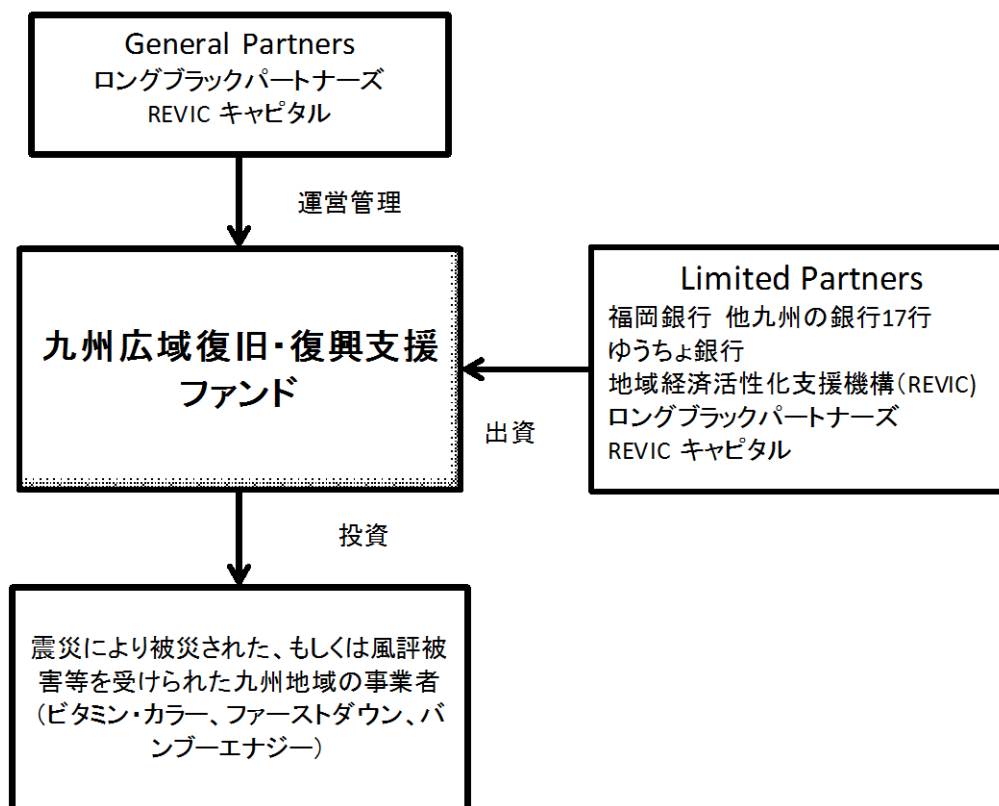
	設立日	存続期間	名称	ファンド総額	組合員(LP)	運営者(GP)
1	2016年7月29日	10年間	九州広域復興支援ファンド	116.9億円	九州の地銀、ゆうちょ銀行 全22社	ロダブラックパートナーズ、REVIC
2	2016年11月18日	7年間	北海道成長企業応援ファンド	2億円	北洋銀行、ゆうちょ銀行 全4社	北洋キャピタル、北海道21世紀研究所
3	2015年10月1日	10年間	KFG地域企業応援ファンド	25億円	肥後銀行、ゆうちょ銀行 全4社	九州Kizunaキャピタル
4	2016年10月27日	約5.5年間	中部・北陸地域活性化ファンド	30億円	三重銀行、ゆうちょ銀行 全16社	NSSK傘下の事業体
5	2017年8月1日	5年間	とうほう事業承継ファンド	5億円	東邦銀行、ゆうちょ銀行 全4社	東邦リース、山田ビジネスコンサルティング
6	2017年6月28日	5年間	しがぎん地域企業の持続的成長につなげる本業支援ファンド	6億円	滋賀銀行、ゆうちょ銀行 全4社	しがぎんリース・キャピタル、山田ビジネスコンサルティング
7	2017年10月2日	10年間	九州せとうちホテルリアルバリューファンド	23億円	十八銀行、ゆうちょ銀行 全15社	ドーガン
8	2017年7月14日	10年間	MBC Shisaku1号 ファンド	20億円	京都銀行、森精機、ゆうちょ銀行全4社	Darma Tech Labs
9	2015年11月30日	9年間	みやこ京大イノベーションファンド	44億円	三菱東京UFJ銀行、ゆうちょ銀行全9社	みやこキャピタル
				271.9億円		

なお、参考までに、投資ファンド第1号の案件の内容を、例として以下とおり、解説します。

### 投資ファンド第1号

名称	「九州広域復興支援投資事業有限責任組合」
設立日	2016年7月29日
ファンド金額	116億9000万円
存続期間	10年間
目的	平成28年熊本地震において被災された、もしくは風評被害等震災に係る間接的な被害を受けられた九州地域の事業者及び同地域の復興を早期に実現することを目的とします。

スキーム図



出資者(LP) 大分銀行、肥後銀行、鹿児島銀行、福岡銀行、北九州銀行、福岡中央銀行、熊本銀行、豊和銀行、佐賀銀行、南日本銀行、佐賀共栄銀行、宮崎銀行、十八銀行、宮崎太陽銀行、親和銀行、ゆうちょ銀行、筑邦銀行、地域経済活性化支援機構、長崎銀行、ロングブラックパートナーズ、西日本シティ銀行、REVICキャピタル

運営者(GP) ロングブラックパートナーズ、REVICキャピタル

・REVICについて

REVICはRegional Economy Vitalization Corporation of Japanのことで、日本名は地域経済活性化支援機構となります。日本の地域経済の活性化を図り、信用秩序の基盤強化に資するため、中小企業者等の事業再生支援及び地域の活性化支援を行う機関として、2013年3月に前身の企業再生支援機構を改組する形で設立されました。

・ロングブラックパートナーズについて

ロングブラックパートナーズ株式会社は、一部の大手企業のみならずより多くの企業に対して最高水準の財務アドバイザーサービスを提供したいとの思いから、元大手外資系アドバイザー会社出身者により2008年に設立さ

投資案件

れました。

第1号 株式会社ビタミン・カラー (2016年11月30日)

ビタミン・カラーは葉物野菜の周年栽培を可能とし、生産性の向上と生産量の増加をもたらす生産設備を所有する。それを農業従事者に貸し出し、同時に農産物の販売を行う。これにより、熊本県内の葉物野菜の供給量を格段に増やすことができます。当該生産設備の購入資金を投資します。

第2号 株式会社ファースト・ダウン (2017年4月21日)

ファースト・ダウンは、主に、カップサラダ・調理用カット野菜の卸を行っている株式会社JAMの完全子会社として2016年12月設立されました。ファースト・ダウンは福岡県において新たにカット野菜製造の工場を立ち上げる予定です。当該工場の内装・機械設備資金および運転資金の調達を社債引き受けによって行います。

第3号 バンブー・エナジー株式会社 (2017年8月31日)

バンブー・エナジーは、日本で初となる竹を利用したバイオマス発電事業者です。従来、竹は燃焼する際に発生するクリンカ（灰）が炉を傷つけることから、これまでバイオマス発電には利用されてきませんでした。バンブー・エナジーは竹とバーク（樹皮）を混ぜて燃焼させることにより、竹によるバイオマス発電を可能にしました。バンブー・エナジーは、グループ企業であるバンブー・フロンティア（竹の伐採と収集およびバークの収集ならびに竹・バークの一次加工）とバンブーマテリアル（竹・バークの建築素材加工）に対して、電気と熱を供給します。また、バンブー・エナジーの発電事業は、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）の実証事業になっており、地域における自立型バイオマス発電システムの構築が期待されています。バンブー・エナジーの社債引き受けにより、バイオマス発電システムの設備資金および運転資金の調達を支援します。



### 3 オルタナティブ運用の拡大

ゆうちょ銀行の資金運用戦略は、国債運用などによる安定的な収益の確保を目指す「ベース・ポートフォリオ」と、米国債をはじめとする国際分散投資などでより高いリターンを追求する「サテライト・ポートフォリオ」の2つを軸に、市場環境に応じたALM（資産・負債の総合管理）を展開しています。

歴史的な超低金利が続く中、ベース・ポートフォリオからの投資利益が限定的になることから、国際分散投資への転換を積極的に進め、2016年3月末に61.5兆円だったサテライト・ポートフォリオの残高は2017年3月末には、70.4兆円まで増加しました。

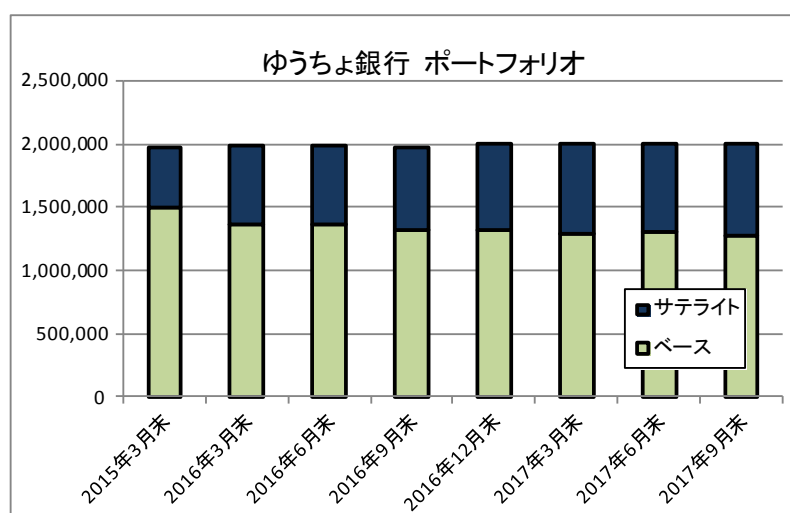
また、そのうち、プライベートエクイティ（未上場会社への投資）、ヘッジファンド、不動産ファンドを投資対象とした新たな手法であるオルタナティブ投資領域へ拡大を図っているほか、現状実施している金利や為替のリスクヘッジ手段に加え、クレジット（信用）リスクをヘッジするための手段を認可取得しました。このように、長期安定的に収益が確保できるポートフォリオの構築を目指しています。

もとより、運用態勢の強化に向け、優れた専門性を有する外部人材の採用のほか、将来を見越した内部人材の育成についても積極的に実施しています。（以上、ゆうちょ銀行ダイススクロージャー誌抜粋）

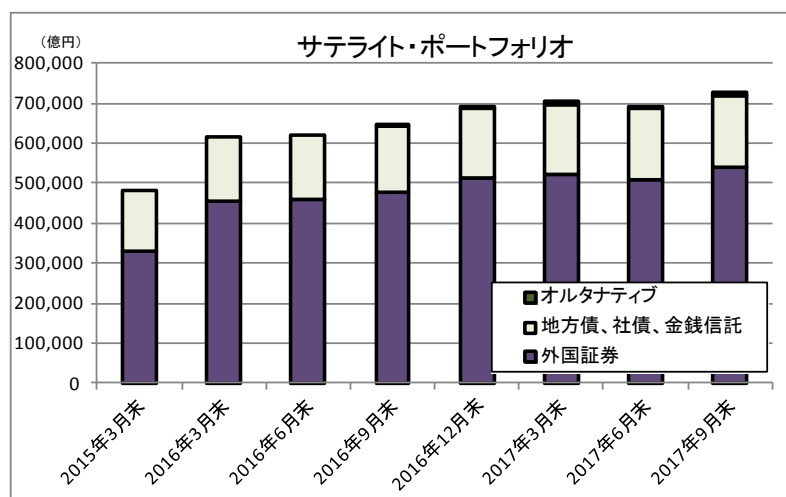
ゆうちょ銀行 ポートフォリオ 内訳

	2015年3月末	2016年3月末	2016年6月末	2016年9月末	2016年12月末	2017年3月末	2017年6月末	2017年9月末
ベース・ポートフォリオ	1,495,904	1,363,886	1,362,841	1,323,835	1,319,596	1,290,980	1,309,861	1,267,456
短期資産	353,427	477,080	503,279	497,452	525,987	546,460	585,590	569,032
国債・政府保証債	1,125,571	872,663	845,612	813,548	781,068	733,145	713,106	687,193
貸出金	16,905	14,143	13,950	12,835	12,541	11,375	11,165	11,229
サテライト・ポートフォリオ	480,720	615,635	620,781	644,364	688,168	704,525	693,091	729,117
地方債	55,251	58,565	59,917	59,954	60,714	60,822	61,888	63,300
社債等	62,326	68,481	70,794	74,815	75,928	77,191	79,770	80,095
外国証券	329,478	454,463	457,680	475,461	513,120	523,748	506,948	538,620
貸出金	10,934	11,277	10,971	11,134	10,867	10,695	11,128	11,556
金銭の信託	22,729	22,849	21,419	22,411	25,351	25,996	26,485	27,184
オルタナティブ資産	0	0	0	589	2,188	6,073	6,872	8,360
合計	1,976,624	1,979,521	1,983,622	1,968,199	2,007,764	1,995,505	2,002,952	1,996,573

(単位:億円)



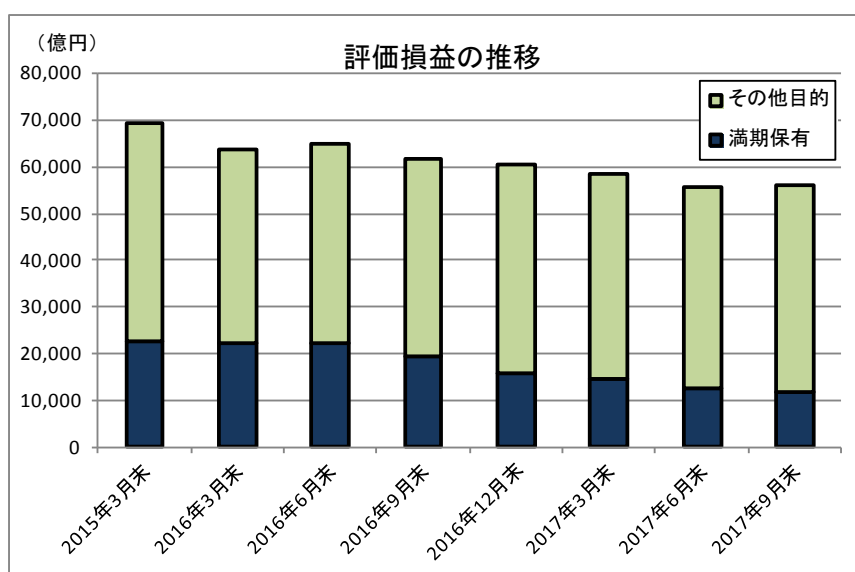
ゆうちょ銀行のポートフォリオの中で、積極的に運用するサテライト・ポートフォリオの比率は2015年3月末の24%から2017年9月末では37%まで増えています。金額としては、2015年3月末約48兆円から2017年9月末約73兆円と約25兆円増加しています。



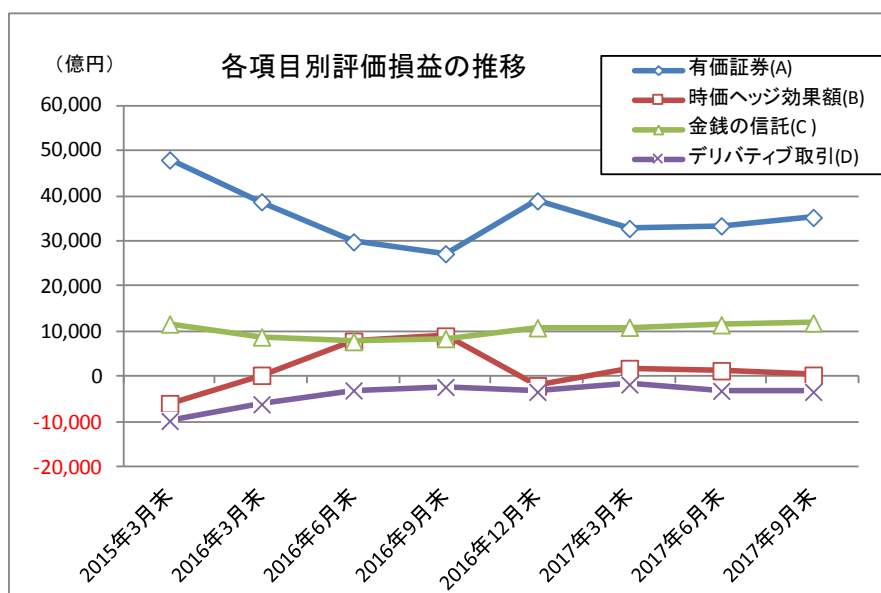
サテライト・ポートフォリオの内訳としては、外国証券の占める比率が高くなっています。2015年3月末69%から2017年9月末74%とこの間5%増加しています。金額としては、2015年3月末約33兆円、2017年9月末約54兆円と約21兆円の増加となっています。2016年9月末からオルタナティブ資産が加わりました。2017年9月末には8,360億円にまで増加しました。オルタナティブ資産の中身は、プライベートエクイティ、ヘッジファンド、不動産ファンドとなっていますが、海外にある中堅企業に融資するファンド（ダイレクト・レンディング・ファンド）に対しても投資しています。

#### ゆうちょ銀行 ポートフォリオ 評価損益

	2015年3月末	2016年3月末	2016年6月末	2016年9月末	2016年12月末	2017年3月末	2017年6月末	2017年9月末
評価損益								
満期保有目的の債券	22,683	22,083	22,237	19,397	15,809	14,565	12,587	11,724
その他目的(A+B+C)	56,559	47,917	45,574	44,741	47,837	45,661	46,328	47,558
有価証券(A)	47,977	38,724	29,869	27,235	38,932	32,821	33,410	35,258
国債	13,820	17,447	19,046	16,796	13,948	13,207	12,031	11,676
外国債券	31,508	19,678	7,002	4,506	19,920	13,351	14,500	15,937
投資信託	2,649	△ 1,280	810	3,314	2,901	4,350	5,239	6,061
その他				2,617	2,161	1,911	1,638	1,582
時価ヘッジ効果額(B)	△ 5,914	353	7,882	9,020	△ 1,967	1,853	1,370	363
金銭の信託(C)	11,708	8,838	7,823	8,485	10,871	10,986	11,548	11,937
国内株式	11,254	8,298	7,259	7,977	10,455	10,586	11,206	11,615
その他		540	341	508	416	400	341	321
デリバティブ取引(D)	△ 9,744	△ 6,053	△ 2,995	△ 2,222	△ 3,310	△ 1,680	△ 3,091	△ 3,317
評価損益合計(A+B+C+D)	46,815	41,864	42,579	42,519	44,526	43,981	43,237	44,241



評価損益はこの間（2015年3月～2017年9月）緩やかに減少しています。2015年3月末約70兆円から2017年9月末には、約56兆円と約14兆円の減少となっています。貸借対照表には、その他目的有価証券のみの評価損益が計上され、満期保有債券の評価損益は計上されません。



(ポイント解説 1)

## オルタナティブ運用について

マーサー・ジャパン株式会社 資産運用コンサルティング部門代表  
大塚 修生

### 1. はじめに

オルタナティブ投資は、かつて超富裕層など限られた投資家のための運用戦略として開発・利用されてきた経緯にあるが、今では機関投資家の資産運用に不可欠の存在となっている。さらに進んで、昨今では、一部のオルタナティブは、超富裕層以外の個人投資家の資産運用手段としても利用されるようになってきている。すなわち、機関投資家、個人投資家のいずれを問わず、オルタナティブ投資は、資産運用の世界で市民権を得つつあると言える。

本来、「代替投資」を意味する筈であったオルタナティブ投資が、運用の世界の中で、市民権を得るようになった背景はどの辺りにあるのであろうか。また、オルタナティブ投資は、通常の投資に比べて、どう違うのであろうか。

本稿では、これらの諸点に関して検討を加えつつ、オルタナティブ投資の過去、現在、将来に関して考察してみたい。

なお、この種の文献は、枚挙に暇がなく汗牛充棟の趣すらある。本稿においては、筆者の本業である確定給付企業年金向けの資産運用コンサルティングの観点に基づき、日本と海外、中でも基金を通じて年金を運営している英国<sup>1</sup>とを比較することで、これまでとは異なった見解を提供できるのではないかと期待している。読者の方々のご参考になれば幸いである。

本稿に記載の情報及び内容は、筆者の所属する組織であるマーサー・インベストメンツ部門に帰属するものが含まれるが、それを踏まえた分析・検討・考察は、マーサーを代表するものではなく、その誤謬も含めて、すべて筆者個人に帰責するものであることはお断りしておく。

---

<sup>1</sup> 基金型年金と称する。企業本体とは独立した法人格を持つ基金を設立して、そこに年金の運営と管理を任せる形態を言う。これに対して、独立した基金を設けず、企業本体で年金の運営・運用を行うものを規約型企業年金と称し、米国が同様の形態を取っている。本稿では、特に注記ない限り、基金型年金を「年金基金」、規約型年金を「企業年金」と記述している。

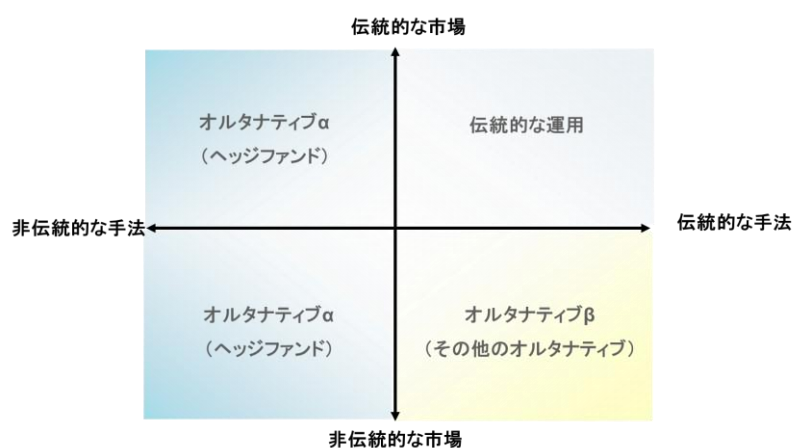
## 2 オルタナティブ投資とは何か

### 2.1 オルタナティブ投資とは何か

オルタナティブ投資とは、通常の投資（「伝統的な投資」と呼びならわされる）に対する用語である。すなわち、通常の投資または伝統的な投資とは、株式・債券などの伝統的な資産・市場を対象に、伝統的な投資手法である「買い持ち」戦略（ロングオンリー）で臨むものを言うが、これに対するオルタナティブ戦略は、投資対象とする資産・市場、投資手法のいずれか、またはその双方が非伝統的なものを言う。

これを図式化したものが図表1である。図表1の第1象限が、伝統的な株式・債券に伝統的な投資手法である「買い持ち」（ロングオンリー）戦略で投資する伝統的な運用であり、その他がオルタナティブ投資である。特に、非伝統的な手法（「買い持ち」に対する「売り持ち」も含めたロングショート戦略）を活用するものを、ここでは「オルタナティブ・アルファ戦略」（以下オルタナティブ $\alpha$ と記載、ヘッジファンドが中心）（第2象限、第3象限）、非伝統的な資産・市場を対象にロングオンリー戦略で臨むものを「その他オルタナティブ戦略」（オルタナティブ・ベータ、以下「オルタナティブ $\beta$ 」と記載）（第4象限）として、それぞれ総称している。<sup>2</sup>

（図表1）資産・市場と手法の差異に依るオルタナティブ投資の整理



<sup>2</sup> ここでオルタナティブ $\alpha$ 戦略、同 $\beta$ 戦略という分類は便宜上のものであることに留意されたい。オルタナティブ $\beta$ 戦略の中でも、 $\alpha$ 、すなわち運用者の技量によるリターンの積み上げを追求することが通常である（不動産、プライベート・エクイティなど）。また、オルタナティブ $\beta$ 戦略でも、ショート（空売り）を用いることがある（ディストレスト戦略で、ポートフォリオ全体のリスクを抑制するために、株式先物などをショートする）。こうした実態を踏まえて、筆者の属するマーサー・インベストメンツでは、オルタナティブを $\alpha$ 戦略、 $\beta$ 戦略という分類を廃して久しい。ただし、概念的な整理を行う上では有益であることを踏まえ、ここではこの分類を用いている。

ここで、留意を要するのが、オルタナティブ $\beta$ （その他のオルタナティブ）戦略である。非伝統的な資産・市場としているが、何が伝統的で非伝統的かは、国や地域、さらには時代や規制によって異なりうるということを認識しておく必要がある。

例えば、日本では、不動産やプライベート・エクイティは、オルタナティブ $\beta$ 戦略に位置付けられているが、不動産は、英国・米国では伝統的な資産・市場と見做され、年金基金・企業年金にあっても通常の投資の枠内で違和感なく受け入れられてきた。米国におけるプライベート・エクイティの扱いもこれに近い。

これに対し、日本で伝統的な投資として扱われている外国債券は、カナダでは、かつて企業年金の海外投資が規制されていた時代には、オルタナティブとして扱われていたと聞く。

また、足元超低金利で苦しむ日本の年金基金・企業年金では、バンクローンやハイイールド及びそれらを組み合わせた戦略への投資への関心が高まっている。これらは日本の年金基金・企業年金にとってはオルタナティブ $\beta$ 戦略と位置づけられることがあるが、米国の機関投資家にとっては（彼らにとっての国内）債券の範疇で捉えられることも少なくない<sup>3</sup>。

上記を踏まえ、本稿では読者の方々の混乱を避けるために、特に注記のない限り、オルタナティブ $\beta$ 戦略の定義は、日本の機関投資家にとっての非伝統的な資産・市場とすることとする。

## 2.2 オルタナティブ投資と伝統的投資との違い

オルタナティブ投資と伝統的投資の違いは、既に2.1で述べたところに依る。重複を承知で述べると以下の通りとなる。

### 2.2.1 オルタナティブ $\alpha$ 戦略

$\alpha$ （アルファ）とは、機関投資家運用の用語であり、特定の市場を代表する指数に対する超過収益を指す。言い換えれば、市場の動向（しばしば $\beta$ （ベータ）と称される）に依存しないリターンのことであり、まさしく、オルタナティブ $\alpha$ は、その多くが市場の動向に依存しない絶対収益の獲得を目指す。そのために、買い持ち（ロングオン

---

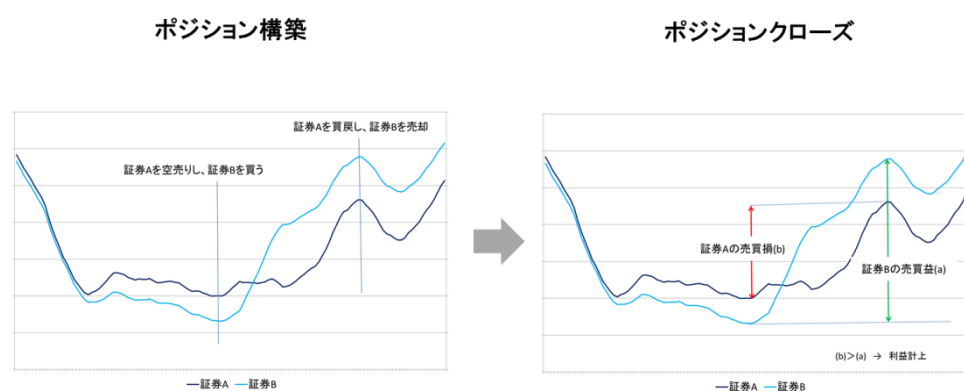
<sup>3</sup> 現に、筆者の属するマーサーのインベストメンツ部門の投資対象ユニバースでは、バンクローンやハイイールドは、米国債券のカテゴリーに分類されている。

リー) だけではなく、売り持ち (ショート) も組み合わせる。加えて、リターンを「増幅」させるために、自己資金だけではなく借入により投資想定元本を膨らませる(「レバレッジ」という) 4。ロングロンリーしか用いることのない伝統的資産運用との違いはこれらの点にある。

ロングショート戦略の典型は、株式の売りと買いを組み合わせた株式ロングショート戦略やマーケットニュートラル戦略<sup>5</sup>である (図表 2)。

図表 2 から明らかな通り、株式ロングショート/マーケットニュートラルの両戦略は、個別証券の値動きに着目しており、また、ロングだけではなくショートも組み合わせることで市場全体の値動きの影響を減じていることがわかる。これは債券の領域でもしばしば取り扱われる。現物と先物とを組み合わせたベース取引がその典型である (しばしば、債券裁定取引戦略またはレラティブバリュー戦略と呼称される)。

(図表 2) ロングショート戦略のイメージ



オルタナティブ  $\alpha$  戦略は、伝統的な株式・債券だけを対象とするとは限らない。非伝

4 1998年に破綻したロング・ターム・キャピタル・マネジメントは債券裁定取引を旨とする運用機関であったが、リターン「増幅」のため、20-30倍のレバレッジを掛けていた、と伝えられる。

5 株式ロングショート戦略は、通常ロングポジションがショートポジションを上回る(ネットロング)のに対して、株式マーケットニュートラル戦略はロングポジションと同じだけのショートポジションを持ちことで市場の動きの影響を受け難くしている。ただし、マーケットニュートラル(市場中立)であっても、リスクニュートラル(リスクフリー)ではないことには留意の必要がある。

統的な資産・市場であっても、ある程度の流動性があれば、ロングショートによりオルタナティブ $\alpha$ 戦略を創出することが可能である（図表1の第3象限）。投資非適格の社債やクレジット・デリバティブを用いたクレジット・ロングショートや商品先物を用いたコモディティ・ロングショートなどがある。

### 2.2.2 オルタナティブ $\beta$ 戦略

$\beta$ （ベータ）も機関投資家運用の用語であり、特定の市場に投資することで獲得できるリターンのことを言う。言い方を変えれば、市場リスクをとる見返り、すなわちリスク・プレミアム（リスクの対価）のことである。

オルタナティブ $\beta$ 戦略は、こうしたリスク・プレミアムの獲得を主に狙った戦略であるということが出来る<sup>6</sup>。オルタナティブ $\beta$ 戦略をさらに分けると、流動性リスクを取るもの（非流動性 $\beta$ 戦略と仮称する）と主としてクレジットリスクを取るもの（その他 $\beta$ 戦略とする）の2つがある。

#### （1）非流動性 $\beta$ 戦略

オルタナティブ $\beta$ 戦略で典型的なものであり、資金を固定化することによる対価、すなわち流動性リスク・プレミアムの獲得を目指すものである。不動産、プライベート・エクイティやインフラストラクチャーがこれに該当する。

これらの資産は、通常相対で取引され、公開市場に出ることはない。したがって、投資を約束（コミットメントという）した後、実際に資金が投資に回りポートフォリオが構築されるまでには数年を要し、その間、投資の果実は得られないにも拘わらず、コミットメント額に応じた運用報酬の支払いが発生する。このため、この間のリターンはマイナスとなる（「Jカーブ効果、図表3）。

また、一旦ポートフォリオが構築できたとしても、投資サイクルが長期～超長期に亘るため資金を回収し終わるまで長い時間を要し、必然的に、その間、資金を固定化することになる。

さらに、リターン「増幅」のためにレバレッジを用いる戦略もある。

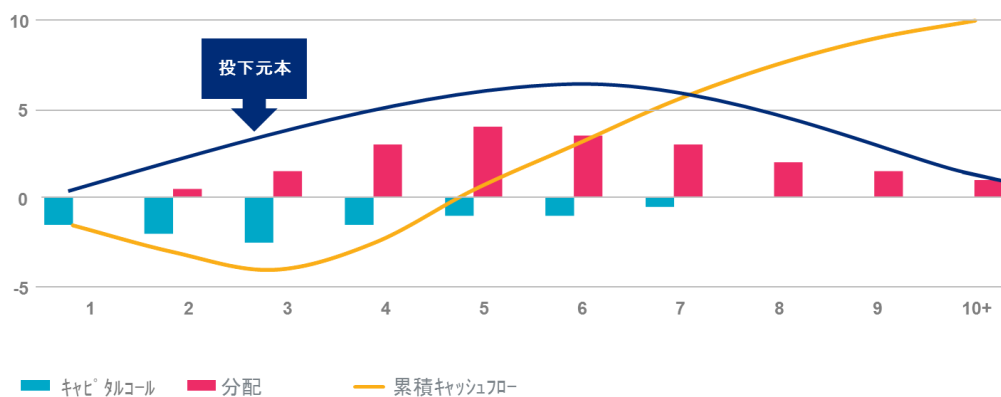
以上が非流動性 $\beta$ 戦略と伝統的運用との主要な相違点である。

---

<sup>6</sup> 脚注2で述べた通り、オルタナティブ $\beta$ 戦略といえども、 $\alpha$ を追求していることは変わりがない。そもそも、総じてオルタナティブ投資が対象とする市場やセクターは、情報が価格に織り込まれるのに時間を要し、付加価値である $\alpha$ を獲得しやすい。



(図表 3) Jカーブ効果 (イメージ図)



投資家は、クローズド・エンドファンドの投資開始時点で投資額をコミットする。コミットされた投資額は投資期間中に引き出され、投資に回る。投資案件からの配当、資本構成の変更、及び売却などで資金が回収されれば、それは投資家に対して分配される

(出所) マーサー・プライベート・マーケット (MPM)

非流動性β戦略は、公開市場で取引されないため、時価変動の影響を直截に受けることはない。したがって、ポートフォリオ変動の抑制効果があるとの見方もある。ただし、実際に投資案件を売却した際には、その価格が、過去の取引実績や何らかの基準で想定していたものと全く異なるものとなるといった事態も生じうる。いわゆる価格の不連続的変化であり、これは非流動性β戦略のデメリットである。サブプライムローン危機やリーマンショックの際に不動産価格が急落、少なからぬ数の不動産ファンドが危機的状況に瀕したのも、こうした価格の不連続性があったからこそ生じたものと言える。

## (2) その他β戦略

オルタナティブβ戦略には、ハイイールド債券戦略や新興国債券・株式といった戦略も含まれる(「その他β戦略」)。特に英国の企業年金などは、オルタナティブとしてこれらの債券(マーサーでは「収益追求債券」と称する)を好む傾向にある(後述 2.3.3. 図表 7 参照)。

その他β戦略のうち、ハイイールド債券は、投資適格ではないクレジットのリスクを取り、その対価を得ること(クレジット・リスク・プレミアム)を目指すものである。これに対し、新興国戦略は、新興国の株式・債券・通貨への投資を通じて、先進国を上回る成長力を取り込むこと(エマージング・プレミアム)の獲得を目指す。

プライベート・エクイティなど非流動性 $\beta$ 戦略に比べ、その他 $\beta$ 戦略は、相対的に流動性が高いが、通常の株式・債券に比べて、市場参加者からの注目度が低く、必然的に情報効率性が低い(= $\alpha$ が取りやすい)。ロングショートによりこうした非効率性を取り込むことが相対的に容易で、オルタナティブ $\alpha$ 戦略の投資対象としても、しばしば用いられる。このため、ヘッジファンドとクレジットは恒常的に比較的高めの相関を持つ。

## 2.3 オルタナティブ投資がなぜ増加したのか

機関投資家向け運用の世界で、オルタナティブ投資が増加した理由は、理論的にはポートフォリオにおける分散効果の追求ということになるが、一方で、実務的な要因に因るところも大きい。

後者の実務的な要因を一言でいえば、伝統的な市場の低迷とそれに伴う長期金利の低下が大きく影響している。機関投資家の中で主要なポジションを占める年金基金・企業年金を巡る規制の変化による影響も忘れてはならない。以下、個別に述べる。

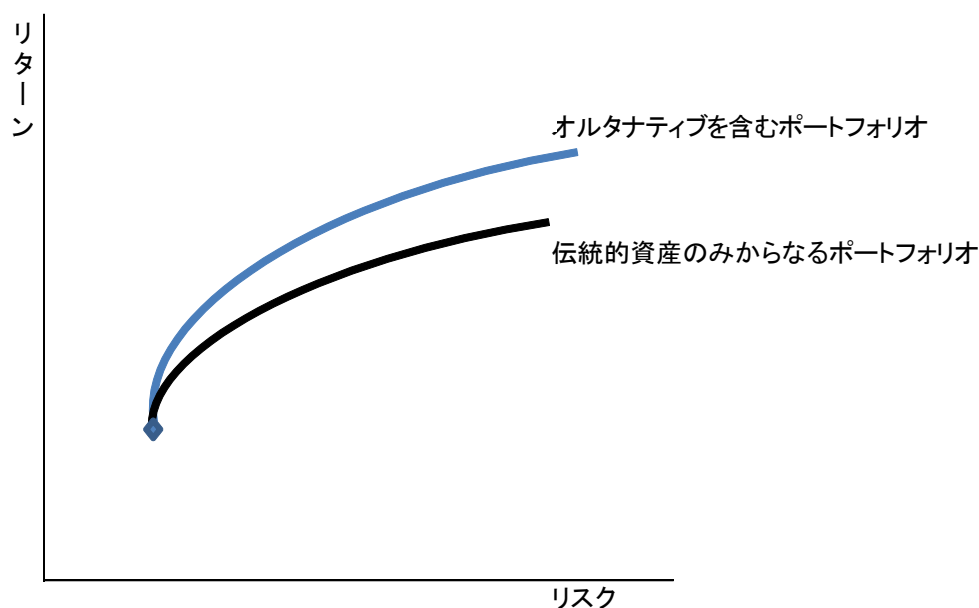
### 2.3.1 ポートフォリオにおける分散効果

既述の通り、オルタナティブ戦略は、 $\alpha$ 戦略にせよ、 $\beta$ 戦略にせよ、伝統的資産運用とは、運用手法、狙っているリスク・プレミアム、及び市場の特性が異なる。したがって、伝統的資産からなるポートフォリオに、オルタナティブを組み入れた場合、分散効果が期待できる。モダンポートフォリオ理論が示唆する通りである。

それぞれの戦略のリスク・リターン特性を見ると、多くのヘッジファンド・不動産の戦略やハイイールド債券などは、株式と債券の中間的なリスク・リターン特性を持つ。一方、プライベート・エクイティやインフラストラクチャーなどの戦略は、リスクは高いものの株式を上回るリターンが期待できる。

こうした特性を踏まえて、オルタナティブ戦略をポートフォリオに適切に組み入れることができれば、分散効果によるリスク効率性の改善が図れることになる(図表4)。

(図表 4) 効率的フロンティアに見るオルタナティブ組み入れの効果(イメージ)



### 2.3.2 伝統的な市場の低迷

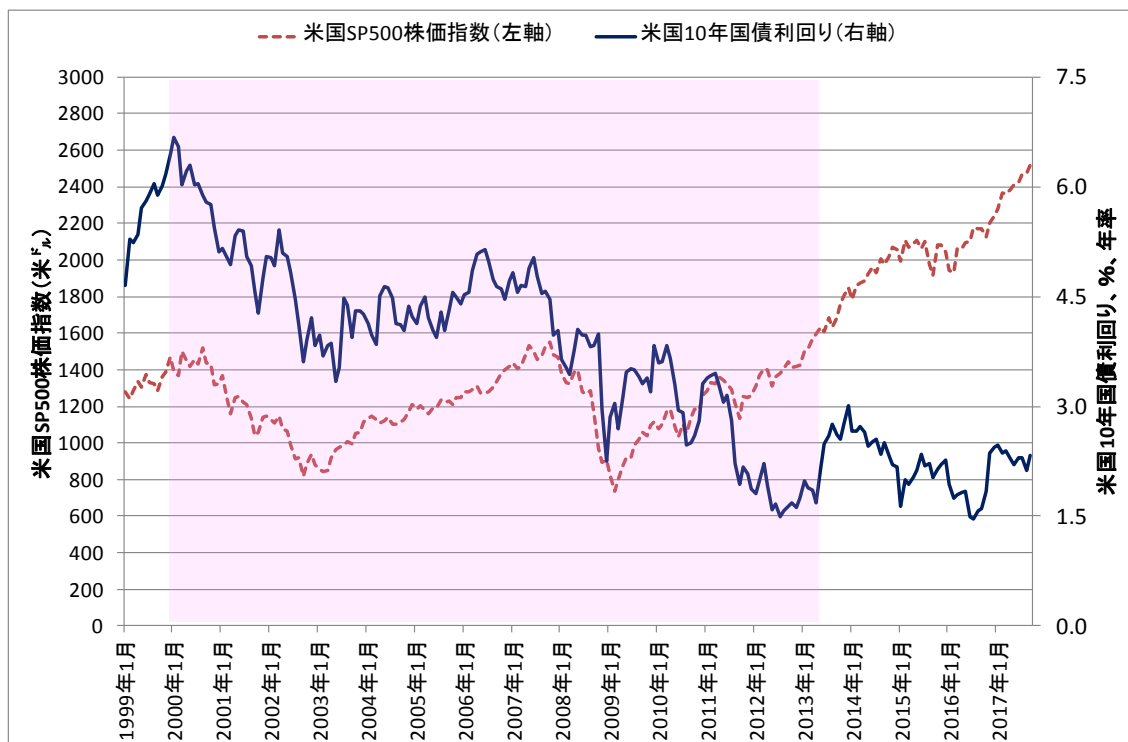
伝統的な市場の低迷とは、株式市場の不振、長期金利の低迷が同時に、かつ長期に亘って持続したことを指す。

2000年のITバブル崩壊後、世界経済は低迷、その後も2002年の米国会計疑惑、2003年のイラク戦争により株式市場の不振が継続した。以降、ようやく世界経済の立ち直りを背景に、株式市場は上昇を始めたものの、2007年後半から始まったサブプライムローン危機、これに続く2008年のリーマンショックで大きなダメージを受け、その余波は2012年の欧州債務危機をもたらした。

こうした株式市場の不振を受け、米国10年国債を中心とした長期金利も低下を続け、一時2006年には米国10年国債利回りは5%水準に戻る局面もあったが、その後の相次ぐ金融危機により再度下落に転じ、2012年には、2%割れの水準まで低下した(以上、図表5の網掛け部分)。この間、債券市場は上昇したものの、債券の利回りは低下し、将来の金利上昇リスクが高まったことと相俟って、債券の期待リターンは低下することとなる。

こうした状況の中、機関投資家を中心に、株式よりも変動性が少なく、債券よりも利回りの高い戦略へのニーズが高まり、オルタナティブ戦略に目を向ける投資家が増加したのは当然と言える。

(図表 5) 米国株式と米国 10 年国債利回りの推移



(出所) Thomson Financial Datastream のデータを基に筆者作成

### 2.3.3 年金基金・企業年金を巡る規制の変化

オルタナティブ投資の増加には、機関投資家の中で主要な地位を占める年金基金・企業年金を巡る規制の変化が影響していることも念頭に置く必要がある。

そのうち最も典型的な動きを示したのが英国である。

従来、英国における年金基金は、確定給付型 (Defined Benefit、DB) が中心であり、DB の受託者 (Trustee) に課せられていたのは、同業他社より高いリターンを追求することにあつた。このため、多くの英国年金基金は、ポートフォリオにおいて株式を多く保有し、年金資産の 80% を株式に振り向ける基金も少なくなかった。

しかしながら、2000 年には、会計基準の変更により、英国年金基金のスポンサー企業は、年金負債を会計上時価評価することが求められるようになった<sup>7</sup>。

また、2004 年には、英国年金基金の受託者の義務として、積立不足の解消・受給権保全が課せられるようになり、状況が大きく変わった。

<sup>7</sup> しかも年金資産が年金負債に不足している場合 (積立不足)、自己資本を減らす形で即時認識することが求められていた。

かつては、英国における年金資産運用は、年金負債を意識することなく、資産を多く積み上げるために積極的にリスクを取ってリターンを追求するという考え方が主流であったのが大きく変化し、年金資産は、受給者・加入者のための現在または将来の給付を確保できるよう運用することが目標とされ、年金負債を強く意識した運用（負債対応型運用）が主流となるに至った。

折から、英国企業は、確定給付企業年金制度を閉鎖・凍結し、元々の年金選択率の高さと相俟って、負債のキャッシュフロー予測の精度が向上したということも負債対応型運用導入を促進した。

負債対応型運用の基本は、所謂キャッシュフローマッチングであり、給付の時期・金額に合わせて、債券を保有すればよい。給付支払いを確実にするには、その場合の債券は、高格付けで、かつ年金制度の要求する利回り<sup>8</sup>を充たすものである必要がある。

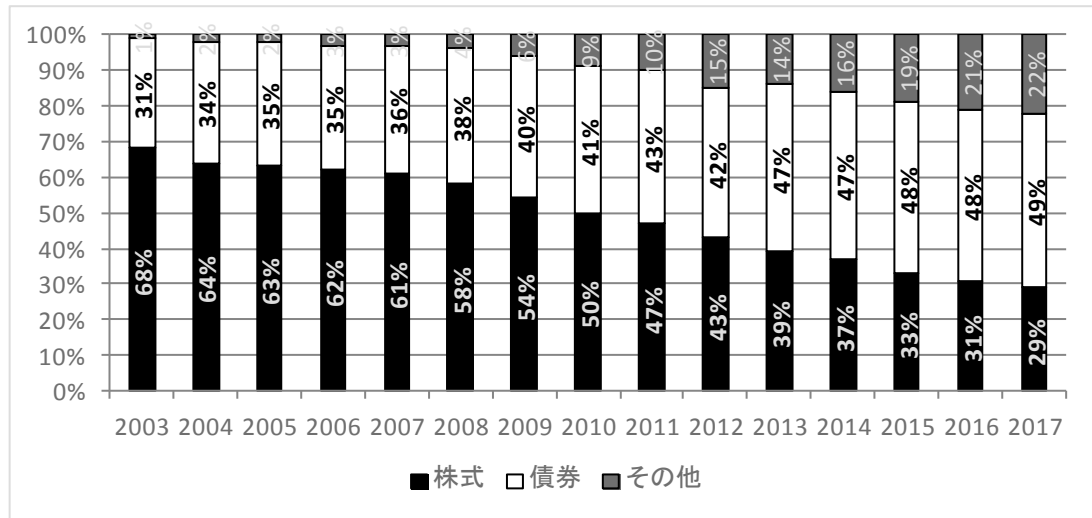
その中心となるのが英国国債や英国優良社債だが、需要を充たすだけの発行量がなく、需給の逼迫から利回りの低下を招いた。こうした状況では、スワップなどのデリバティブで対応することも困難で、やむなく、英国年金は、負債対応型運用を部分的に導入、株式などのリスク性資産を用いた運用を継続しながら、積立不足の改善状況に応じて、徐々に負債対応型運用を増やしていくことを選択する先も少なくなかった。

この場合、現状の積立状況をなるべく悪化させないことが何より重要である。このため、リスク性資産の中でもリターン獲得の確度が高く、変動性が少ないものが望まれる。こうしたニーズを充たすものとして、オルタナティブ投資が注目されるようになった。このあたりの事情は、図表6に示した英国年金基金の資産配分の大枠変化でも読み取ることができる。

---

<sup>8</sup> マーサーグローバルの退職金・年金コンサルティング部門の統計によれば、英国企業年金の期待運用収益率は低い方で1.5%、高い方だと7.75%となっている。

(図表6) 英国年金基金の資産配分の大枠の時系列変化



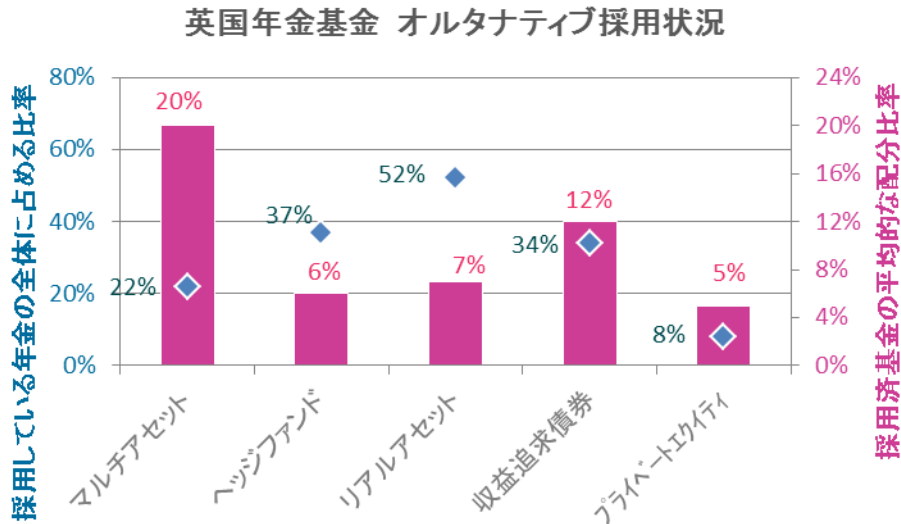
(出所) Mercer European Asset Allocation Survey2017 より筆者作成

英国年金の場合、ニーズに適したオルタナティブとして、私募不動産、マルチアセット、収益追求債券（ハイイールド、新興国債券）、株式マーケットニュートラル、インフラストラクチャー（エクイティ、デット）、ファンド・オブ・ヘッジファンズ（FoHF）などが注目されてきた。これらのうち、不動産、インフラ、エキゾチック債券は、その「高利回り」特性から、相対的に高めの給付のニーズを充たすものとして、英国年金に選好される傾向にある（図表7）。

米国の場合、英国とは事情が異なるが、それでも低金利を補うものとして、債券系のヘッジファンドやディストレスト戦略や株式への配分比率を維持しつつ、変動性を抑制する手段として、株式系ヘッジファンドが、それぞれ債券代替、株式代替として用いられるようになった<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 米国企業の場合、財務諸表上の期待運用収益率に大きな影響を与えないように株式比率を高めに維持する傾向が見られる。その場合、財務諸表上企業年金の資産配分を開示する際に、株式という資産区分の中に、株式ロングショートや同マーケットニュートラルを計上して、株式の期待リターンをそのまま適用するといったことが見られた。言い換えれば、総じて、米国のヘッジファンドは株式代替として用いられることが多く、これらの株式系戦略に限らず、FoHFなどもリスク・リターン特性が高めのものが多い。この点、日本の企業年金が債券代替として、想定的に低めのリスク・リターン特性をヘッジファンドに求めることと対照的である。

(図表 7) 英国企業年金のオルタナティブ投資の現状



(出所) Mercer European Asset Allocation Survey 2017 より筆者作成

### 2.3.4 日本の年金基金・企業年金におけるオルタナティブ投資の浸透

日本の年金基金・企業年金は、長らく目標利回りが 5.5% と高めに固定されていた<sup>10</sup>が、2000 年の退職給付会計の導入に伴い年金負債が時価評価されることになったため、市場実勢との乖離が大きくクローズアップされるに至った<sup>11</sup>。財界の働きかけにより、2002 年には確定給付企業年金法 (DB 法) と確定拠出企業年金 (DC 法) が施行され、前者により厚生年金基金が国から運用と管理に関し委託を受けている代行部分の返上 (代行返上) が、後者により DC 導入が、それぞれ認められるようになった。

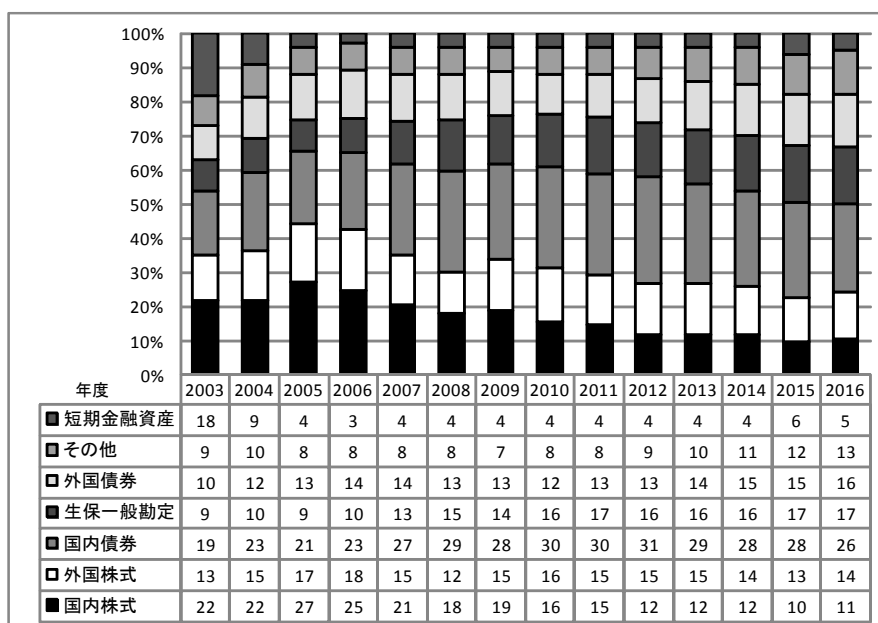
<sup>10</sup> 5:3:3:2 規制として知られる。安定資産である債券を 5 割以上、リスク性資産を 3 割以下、外貨資産を 3 割以下、不動産を 2 割以下とするガイドライン。1997 年 12 月に撤廃され、以降は、すべての基金で自らの判断と責任に基づき資産配分を自由に決定することが可能となった。これと機を同じく、厚生年金基金制度の財政運営基準が全面的に改訂され、5.5% で固定されていた財政上の目標利回りが弾力化された。

<sup>11</sup> 当時の長期金利は、10 年国債で年率 1.7%。同じ負債であっても、5.5% の割引率で引き直される場合と 1.7% で引き直される場合とでは実額は大きく相違する (年金負債の金利感応度 (デュレーション) を 10 年とすると、実に 37% もの乖離が生じる)。

代行返上により、終身年金部分が年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に戻され、厚生年金基金から企業の独自部分から構成される新企業年金基金への変更が可能となった。これを受け、一部を DC に再構築し、残る部分を同じ確定給付企業年金としつつ、より負担の低いものに再設計する動きが増加した<sup>12</sup>。

以降、欧米に先駆けて、株式に過度に依存するのではなく、オルタナティブ投資を活用する動きが加速化した。ここで図表 8 の「その他」にご注目頂きたい。企業年金連合会によれば、「その他」はヘッジファンド、不動産、プライベート・エクイティなどの合計とのことであり、時間の経過とともに着実に増加していることが確認できる。

(図表 8) 日本の確定給付企業年金の資産配分実績 時系列変化



(出所) 企業年金連合会 企業年金に関する基礎資料 平成 29 年度版のデータを基に筆者作成

オルタナティブ投資戦略の中では、当初は債券代替との位置づけで、標準偏差で計測した「低リスク」のオルタナティブ投資、例えばファンド・オブ・ヘッジファンド（FoHF）や株式マーケットニュートラルを好む年金基金・企業年金が多かったが（流動性リスクを取るプライベート・マーケット投資を行う年金基金・企業年金

<sup>12</sup> 財政上の目標利回り（予定利率）を引き下げる、または給付算定の利率を 10 年国債利回りなどの市場金利連動とするキャッシュバランスプラン（CB）が増加した。また、終身年金であった独自部分を有期年金とする動きも増加した。



は少数派であった)、2007年のサブプライムローン危機、続く2008年のリーマンショックにより、こうした「低リスク」のオルタナティブは、流動性が枯渇する市場環境では想定と異なる結果をもたらしかねないという認識が広がった。

これを受け、2009年以降は、多様なヘッジファンド戦略が徐々に利用可能となっていくこともあり、FoHFに限らず、様々なヘッジファンドの単独戦略や単一運用機関が提供する複合戦略が好まれるようになった。

こうした動きは、2012年のAIJ事件により一旦停滞する局面も見られたが、以降徐々に復活し、今ではヘッジファンドは、日本の年金基金・企業年金には不可欠と言っても過言ではない位置づけを占めるに至っている。

一方、流動性リスクを取るプライベート・マーケットに投資するオルタナティブ $\beta$ 戦略は、一部の年金基金・企業年金を除いて採用が遅れたが、低金利の継続と多種多様な戦略の導入で、徐々に市場に浸透してきた。

特に、インフラストラクチャーファンド、保険リンク戦略、私募不動産などインカムリターンを生み出す戦略が低金利の環境下で選好されてきたが、2016年の日銀のマイナス金利導入とその後の長短金利操作付き量的質的金融緩和以降は、ローンの流動化商品であるプライベート・デットに対する関心が高まっている。

### 3 オルタナティブ投資の戦略別概観

オルタナティブ投資に関してはその概略を既に説明してきたが、ここで改めて包括的な解説を試みたい。以下に、オルタナティブ $\alpha$ 戦略、同 $\beta$ 戦略のうち、非流動性 $\beta$ 戦略、その他の $\beta$ 戦略の順に示す。

#### 3.1 オルタナティブ $\alpha$ 戦略（ヘッジファンド戦略）

##### 3.1.1 債券裁定取引戦略

債券を用いたロングショート戦略。大別して、同種の債券間での裁定取引と異種債券間での裁定取引がある。またストラクチャードプロダクトを用いたものも見られる。

##### 3.1.2 転換社債（CB）裁定取引戦略

同一発行体のCBと株式を用いたロングショート（による「裁定」）。通常、CBロング、株式ショートのポジションを取り、市場変化によるCBと株式の価格差を収益化することを狙う。

### 3.1.3 イベントドリブン戦略

個々の企業の経営戦略上、財務戦略上、重要な事態（イベント）の出来の場合に、その成否を予測し、それに基づいて投資する戦略。M&A（企業の買収・合併）をテーマにした裁定取引、負債過剰の企業の債権に注目した破綻債権取引（ディストレスト）、など。

### 3.1.4 株式マーケットニュートラル戦略

株式市場（または債券市場）で適正価格から上方または下方に乖離している銘柄を見出し、前者を売り、後者を買い、双方の価格差の収斂により利益を得る戦略。

### 3.1.5 株式ロングショート戦略

マーケットニュートラル同様の操作で利益獲得を狙うが、ロングバイアス（買い持ち）を残す。市場の非効率性に注目した銘柄選択とロングポジションの機動的または投資機会を捉えた変更が収益源泉。

### 3.1.6 株式ショート戦略

主として、価格値下がりが見込まれる企業の株式をショートし、値下がりを待つ。ロングショートとは異なり、ショートのみ。

### 3.1.7 エマージング市場戦略

エマージング市場に特化し、株・債券・通貨などを対象にロングショートなどで運用。

### 3.1.8 グローバルマクロ戦略

世界各国の株式・債券・金利・商品・通貨などを対象に、歪みやトレンドを見出し、現物・先物など利用可能な手段を用いて、機動的にポジションを操作し、収益獲得を目指す。

### 3.1.9 マネージド・フューチャーズ戦略

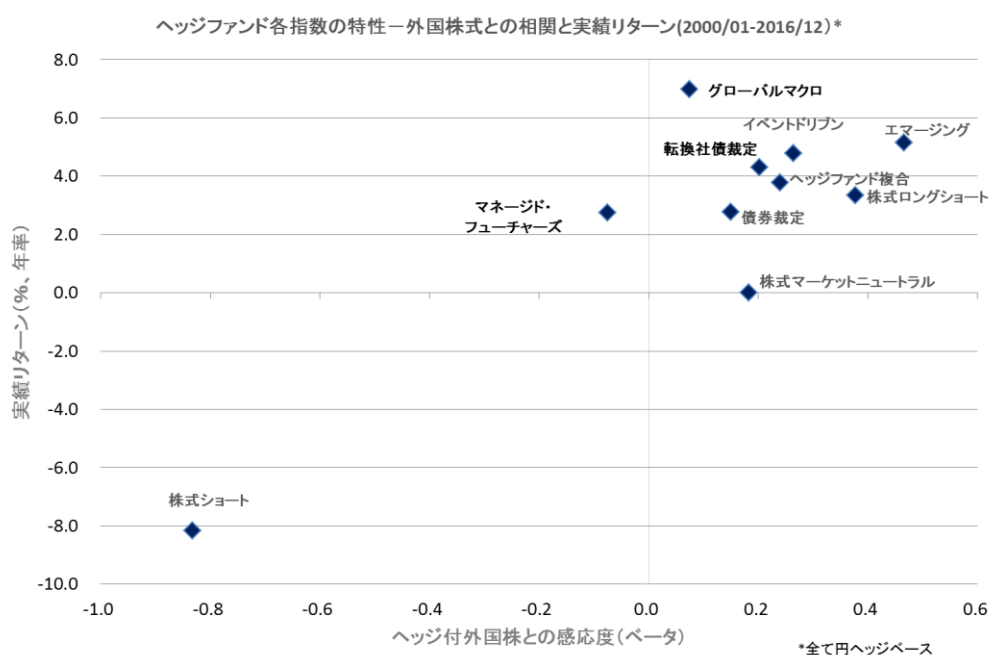
株・金利・債券・通貨・商品など流動性の高い多数の上場先物を対象に、トレンドを見出し、追随することで収益の獲得を目指す。トレンドは上昇・下降のいずれであっても収益機会となしうる。

### 3.1.10 ヘッジファンド複合戦略

上記の個別戦略を組み合わせる運用。複合戦略やファンド・オブ・ヘッジファンド（FOHF）がこれに該当する。

オルタナティブα戦略をおおよそ整理すると上記のようになる。  
参考までに図表9に2000年1月から2016年12月までの各指数の実績を示した。

(図表9) ヘッジファンド各指数(円ヘッジベース)の特性  
外国株式との相関と実績リターン (2000/01-2016/12)



(出所) Thomson Financial、MSCI、Credit Suisse のデータを基に筆者作成

なお、図表9に関し、以下の諸点を補足しておきたい。

- 実績リターン（年率）と対比させるためのリスク指標として、標準偏差で計測した実績リスクではなく、外国株式指数との実績感応度（ベータ値）を用いている。筆者のこれまでの経験から、ヘッジファンド各戦略の特性を把握するには、標準偏差で計測した実績リスクよりもベータ値の方がより有用であるということに鑑みたものである。筆者の主観にもよるが、おそらく多くの読者の方々が抱えているヘッジファンド各戦略のイメージに近いのではないか。
- 上記グラフは、指数データを用いたものである。ヘッジファンドは、個別色が強いことを考えると、戦略によっては、採用しているレバレッジ水準その

他の関係で、債券裁定取引であるにも拘らず、標準偏差で見たリスク水準が株式ロングショートなどの指数を上回ることもありうる。

- この関連でいえば、指数が個別戦略の影響を受けて歪んでしまうこともある。実際、図表9で株式マーケットニュートラル指数が他の戦略と比べて不冴えな実績リターンとなっているのは個別戦略の影響である。株式マーケットニュートラル指数に含まれていたマドフの戦略が2008年に破綻し、同指数が40%を超えるマイナスを計上したことがいまだに尾を引いている。
- 海外投資家と国内投資家では、リターンの要求水準が異なり、必然的にリスク水準も異なる。例えば、FoHF戦略は、海外の投資家は、株式に代わる収益追求手段として位置づけているのに対し、国内の投資家は債券に代わる安定収益追求のための手段としての位置づけられることが強い。図表9では、ヘッジファンド複合戦略の実績リターンは、株式ロングショート戦略を上回っており、海外の投資家の選好を窺うことができる<sup>13</sup>。

### 3.2 オルタナティブβ戦略（うち非流動性β戦略）

プライベート・エクイティ、不動産、インフラストラクチャーがこれに当たる。昨今では、非公開市場における資金の貸借とも言うべきプライベート・デットが注目を浴びつつある<sup>14</sup>。

資金の回収まで長期間を要するものが多く、また価格が不透明なだけに、投資家と運用者との間で利益相反が生じることが往々にしてありうる。これを軽減するために様々な手立てが講じられている<sup>15</sup>。

#### 3.2.1 プライベート・エクイティ

- 株式未公開の企業の株式への投資。投資対象企業に対し積極的に関与し付加価値を創出することを目指す。
- 未上場であること、評価を行うには監査が必要であること、流動性が低いこと、キャッシュフローがまとまって発生する傾向があること、が特徴。
- 大別して、バイアウト、ベンチャーキャピタル、その中間にあるグロース・

---

<sup>13</sup> FoHF や株式マーケットニュートラルは、標準偏差では捉え切れない非正規のリターン特性を持つ。これが2007年のサブプライムローン危機、2008年のリーマンショックの際に顕在化し、これらを債券代替として採用していた多くの投資家は思わぬマイナスを強いられた。

<sup>14</sup> マーサー分類では収益追求債券として、その他のオルタナティブβ戦略に分類されるが、説明の便宜上ここに含めた。

<sup>15</sup> 顧客に提供するプロダクトの一部に、運用会社・運用者も投資して、同じ利害を共有する、など。

キャピタルに分けられる。また、そのいずれにも属さない、その他としてスペシャル・シチュエーションがある。このうち、バイアウトは、上場企業で潜在力がありつつも、それを発揮できない企業を上場廃止した上で、事業改革を行い、再上場を目指すもの、ベンチャーキャピタルは事業そのものの創造を目指す。当然のことながら、後者がハイリスクであり、必然的に高いリターンが求められる。

- 優良な投資対象を時間を掛けて見出し、投資が完了してポートフォリオが出来上がるまで長い時間を要することがある。当然、投資案件が成果を上げるにも時間を要するが、その間、投資家が拠出を約した金額（コミットメント額）に対して運用報酬を課せられることがある。このため、マイナスのキャッシュフローが生じ、必然的にリターンがマイナスになる（Jカーブ効果。前出図表3）。この期間を経過して初めて投資成果が分配金や配当の形で手元にまで戻ってくることになる。
- 投資案件が見出される都度、運用機関からコミットメントした範囲内での資金拠出が求められる（キャピタルコール）。これは事前に予定を立てることが困難であるため、投資家にとっての負荷となる。
- 案件の発掘・調達のアプローチにより、プライマリーとセカンダリーとに分けられる。後者は投資家が投資約定済だが、何らかの事情で投資したPEの投資終了まで待てなくなった案件を、ディスカウントで購入するもの。PEの個別案件への投資は既に着手済であるだけに、通常プライマリー案件に比べて、資金が成果を生み始めるまでの期間の短縮が見込まれる（Jカーブ効果が浅い）。
- 投資案件の規模が巨大の場合、他の運用機関や投資家と共同で投資を行うこともある（共同投資）。
- こうした様々なアプローチを活用できるか否かで最終的な投資成果が変わってくる。プライベート・エクイティでは、運用機関の選択が特に重要とされるゆえんである。

### 3.2.2 不動産

- 不動産物件への投資。通常、合同運用の私募ファンド（リミテッドパートナーシップを含む）を通じて投資することが多い。
- 不動産の収益＝賃料収入＋残余価値、このため、総じて株と債券の中間に位置づけられる。ただし、どちらかと言えば前者が主。
- 大別して、安定した賃料を生む良質の不動産物件に投資するコア型、購入後、物件に改良を加え付加価値を高めるバリューアド型、市場の歪みや資金の偏在などに注目して、機を捉えて投資するオポチュニスティック

ク投資などがある。

- コア不動産投資の場合は、安定したキャッシュフロー獲得。優良な借手手を如何に引き止めるかが重要となる。
- バリュアード型の場合、潜在力を発揮できていない不動産を見出し、改修し、バリューアップして売却する。付加価値を如何に創出するかがポイント。
- 募集形態として、オープンエンドタイプとクローズエンドタイプがある。総じてコア型が前者、その他が後者の形態を取る。
- リアルタイムでは時価が存在せず、取引の頻度・流動性ともに低い（上場 REIT はこの限りではない）。
- 価格形成が不透明であり、非連続的な価格形成が行われがち。
- 情報伝達が遅く（市場が非効率的）、このため、アクティブ運用で付加価値が付けやすい。
- リターン増幅のために、コア型・バリュアード型を問わず、借り入れ（レバレッジ）を用いることがあるが、その種の案件への投資を検討する際にはレバレッジの水準や債務償還条項の確認は必須。
- 一定の基準を充たして上場することもある（REIT）。この場合、価格の不透明性、流動性は改善するが、不動産市場よりも株式市場の影響を大きく受け、価格変動性が高い。
- それを軽減すべく、昨今、日本では私募不動産と上場 REIT の中間形態であるオープンエンドの私募 REIT も登場している。
- 不動産は、地域により法規制・税制などが異なり、これが投資利回りに大きく影響することが多い。

### 3.2.3 インフラストラクチャー

- 公的なインフラの整備を民間からの出資を活用して実施するための枠組み。インフラには、経済的なもの（港湾、空港、高速道路、通信、電気・ガス、水道など）と社会的なもの（病院、学校、刑務所など）の双方がある。
- インフラのうち、特に経済的なそれは当局規制が厳しい。また規模が大きく、サービス提供の期間も長い（半永久的なものも）。このため参入障壁は高い。一方、需要が常にあるため、価格は動き難く、安定的なインフラ利用料が期待できる。
- 特に、経済インフラで、先進国にあり、既に稼働している施設（ブラウンフィールド）は安定したリターンが期待できる。一方、先進国であっても新規設立のインフラ（グリーンフィールド）や新興国のインフラは、需要を正確

に読むことは困難であり、ハイリスク・ハイリターンとなる。すなわち、インフラの場合、リターンは案件次第であり、画一的なリターンは想定しづらい。

- 投資形態としては、未上場の投資ビークルへの出資。プライベート・エクイティ投資に近いが、ブラウンフィールド案件に投資した場合、早期のキャッシュフロー（配当や元本返還）が得られ、Jカーブは浅い。ただし、規模が大きいため、プライベート・エクイティほど案件を分散できない。キャピタルコールやレバレッジはプライベート・エクイティと共通する。
- 使用料や収益がインフレに連動するインフラ（港湾、空港、高速道路など）に投資すれば、インフレヘッジの効果が期待できる
- 留意点は、案件が常時あるとは限らないこと、投資対象がインフラに集中していること。法律・税制が変更された場合には予期せぬ損失発生の可能性もある。
- 昨今では多様化が進み、上場ファンドやデット（負債性証券）に投資するファンドも利用可能になりつつある。

#### 3.2.4 プライベート・デット

相対市場での資金の貸借。従来は、銀行など金融機関の中での閉鎖的な取引であったが、リーマンショック以降の金融業の規制強化とそれに起因する資金の偏在により、機関投資家にも投資機会がもたらされた。

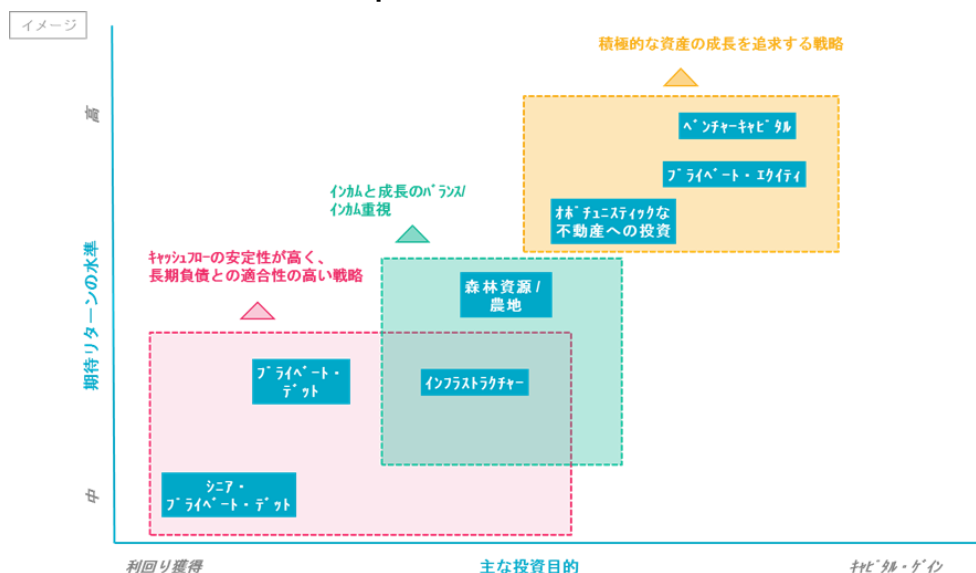
収益追求債券の中に入れて考えることができる。近年、内外の年金基金・企業年金で、その他の収益追求債券で十分に分散を行った向きが時価評価による影響を減じるとともに分散効果を狙って、プライベート・デットへの投資を開始しつつある。詳細は、後述の「5.2 足元の金利環境の変化に伴う投資行動」の項で述べる。

#### 3.2.5 オポチュニスティックその他

- ディストレスト戦略
  - － 破綻した企業に対する債権や不動産を極めて安い価格で購入し、リストラクチャリング（企業の場合）や改修・増築により（不動産の場合）、資産価値を向上させ、高値で売却する戦略。
- 保険リンク戦略
  - － 損害保険、生命保険などに連動した戦略。保険会社・再保険会社から「リスク」を引き受ける。

- 当戦略も、特に国内の年金基金・企業年金で特に保守的な層が 2016 年のマイナス金利導入後、オルタナティブの「入門編」として利用を拡大しつつある。詳細は、後述の「5.2 足元の金利環境の変化に伴う投資行動」の項をご参照頂きたい。

(図表 10) 非流動性β 戦略のリスク・リターン特性(イメージ)



(出所) マーサー・プライベート・マーケット (MPM) の資料を基に筆者作成

### 3.3 その他のオルタナティブβ戦略（収益追求債券とマルチアセット）

内外の年金基金・企業年金では、ヘッジファンドやプライベート・マーケットに並ぶ戦略として、ハイイールド、バンクローン、新興国債券やそれを組み合わせた収益追求債券がしばしば利用されている。国債利回りが低まり、インカム収入を得るための手段として有用だからである。

一方、英国ではマルチアセットが株式に代わる収益追求戦略として頻りに利用されている。日本は英国ほど選好されてはいないが、ヘッジファンドに代わる戦略として、また年金基金・企業年金では実行困難な機動的な配分変更を実行する手段として、マルチアセットを採用する企業年金・年金基金も見られる。

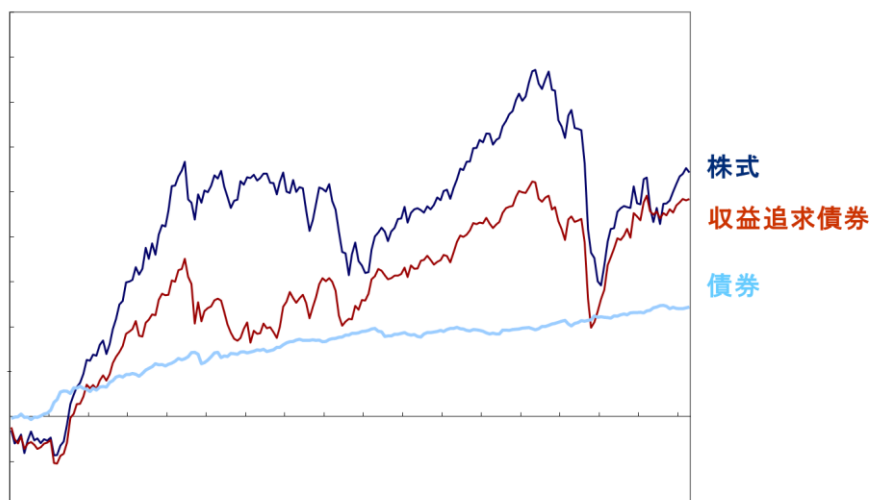
本項では、これらに関して解説する。

#### 3.3.1 収益追求債券

収益追求債券とは、マーサー独自の用語である。かつては従来の伝統的な年金資産運用では用いられることが少なく、エキゾチック債券とも呼ばれていた。図表 11 に見られるように、安定資産としての債券というよりは、株式に近いリターン獲得の手段としての利用が可能である。



(図表 11) 収益追求債券は、(安定資産としての)債券よりも株式に近い



収益追求債券の代表格が、バンクローン、ハイイールド、及び新興国債券（先進国通貨建）、同（新興国通貨建）であり、これらを複合した絶対収益追求型の収益追求債券もある。リスク水準により3つに分類される。

### (1) 代表的な収益追求債券

バンクローン、ハイイールド、及び新興国債券（先進国通貨建）、同（新興国通貨建）の4つに集約できる。それぞれの特徴を以下にまとめた。

戦略	リターンの源泉	発行時の基準金利	強みを発揮する市場	苦戦を強いられる市場	留意事項
バンクローン	<ul style="list-style-type: none"> <li>先進国企業のクレジット</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>先進国の短期金利</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利上昇局面</li> <li>リスクオンの環境（クレジットが好まれる局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利下降局面</li> <li>リスクオフの環境（クレジットが忌避される局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>担保付のものが多く信用補完機能が期待される</li> </ul>
ハイイールド	<ul style="list-style-type: none"> <li>主に先進国企業のクレジット</li> <li>一部新興国企業のクレジットも</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行市場となる先進国の国債利回り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利下降局面</li> <li>リスクオンの環境（クレジットが好まれる局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利上昇局面</li> <li>リスクオフの環境（クレジットが忌避される局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中途償還条項により、金利低下局面で償還されることもありうる</li> </ul>
新興国債券（先進国通貨建）	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国のクレジット</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>同上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利下降局面</li> <li>リスクオンの環境（クレジットが好まれる局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利上昇局面</li> <li>リスクオフの環境（クレジットが忌避される局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>総じて格付けは低い</li> <li>先進国通貨建てであり、ヘッジは容易</li> </ul>
新興国債券（現地通貨建）	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国のクレジット</li> <li>新興国通貨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国の既発国債の利回り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクオフの局面（金利部分）</li> <li>リスクオンの局面（通貨の部分）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国経済が低調な局面</li> <li>リスクオフの環境（クレジットが忌避される局面）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>総じて格付けは高い（歴史が短く、過去デフォルトした例はない）</li> <li>現地通貨建てであり、ヘッジは困難</li> </ul>

(出所) Mercer Global Strategic Research 作成の資料を基に筆者作成

それぞれ強みと弱みがあり、局面に応じた使い分けが可能である。例えば金利上昇と金利低下のそれぞれの局面に応じてバンクローン、ハイイールドを使い分ける、新興国の通貨の見通しに応じて、新興国債券の先進国通貨建と新興国債券の現地通貨建とを使い分ける、といった具合である。

## (2) 絶対収益追求型の収益追求債券

バンクローン、ハイイールド、新興国債券（先進国通貨建）、同（新興国通貨建）は市場環境に応じた使い分けが可能であっても、機関投資家が自ら市場環境の現在と先行きを判断して、実行するのは容易ではない。

そこで、昨今では、それぞれの魅力度に応じて機動的に資産配分を動かしたり、相対価値分析に基づくトレードを加えたりすることで、絶対収益追求を目指す債券運用を提供する運用機関も現れている。

リスク水準や投資想定期間に応じて、マーサーでは、絶対収益追求型債券（アブソリュート・リターン・フィックス・インカム）、制約を緩めた債券運用（アンコンストレインド債券）、多種クレジット戦略（マルチアセット・クレジット）の3種に区別してユニバースを作り、評価と分析を行い、顧客に推奨している。

絶対収益追求型の債券の概要は下表の通り。

戦略	基本設計	投資機会・投資対象	手法・アプローチ	取るリスク	留意事項
アブソリュート・リターン (ARFI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>あらゆる市場環境でプラス獲得を目指す</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場の歪み・裁定機会</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロングショート</li> <li>機動的配分変更</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>環境がよければクレジットも</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用者の技量に依存</li> <li>ヘッジファンドに類似</li> </ul>
アンコンストレインド・ボンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利・クレジット両市場のリスクプレミアム獲得</li> <li>セクター、金利、銘柄、通貨などの戦略でアクティブリターンも</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>先進国国債・同投資適格社債、証券化商品</li> <li>ハイイールドや新興国債券も</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロングオンリー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>金利、クレジット(ベータ)</li> <li>各戦略でのアクティブリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>伝統的な運用手法のひとつ</li> <li>金利、クレジットの市場の影響を受ける</li> </ul>
マルチアセット・クレジット	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資妙味のあるクレジットに柔軟かつ機動的に投資する</li> <li>幅広いクレジット系の資産</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>バンクローン、ハイイールド、証券化商品、新興国債券、ディストレスト証券</li> <li>ディフェンスのために投資適格社債、国債、キャッシュへの投資も</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロングバイアスの傾向あり、ただし変動性抑制のためにヘッジ、ショートを用いることも</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場選択と銘柄選択の両面</li> <li>ダイナミックな投資機会の追求が身上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ベンチマークへの帰属意識は低い</li> <li>金利、クレジットの市場の影響を受ける</li> <li>プライベートデットやディストレストなど流動性リスクのある資産に投資することも</li> </ul>

(出所) Mercer Global Strategic Research 作成の資料を基に筆者作成

上段から下段に動くにつれ、リスクが高まり、投資想定期間も長期化する。ただし、リスクや期間の多寡を問わず、絶対収益を追求するという根幹は変わらない。

さらに、これらを組み合わせて、機関投資家が自ら好むリスク水準に調整することも可能性である（例えば、マルチアセット・クレジットとアブソリュート・リターン・フィックス・インカムを組み合わせて、アンコンストレインド・ボンドと同水準にする、など）。

### 3.3.2 マルチアセット

マルチアセットは、ヘッジファンドと同じに扱うとの考え方もあるが、 $\beta$ アロケーション、それも伝統的な $\beta$ だけではなく、ハイイールド・新興国債券などの収益追求債券に少なからず依存していること、収益追求債券同様、英国の年金基金が好んで利用していることに鑑み、便宜上ここに含めた。ただし、オルタナティブ $\alpha$ の要素を少なからず持つ戦略である。

このためか、ヘッジファンドを好む日本の年金基金・企業年金には人気とは言い難い。加えて、年金基金・企業年金からは理解が難しいとの声も聞かれる。後者は、種類の異なるマルチアセットが一時に「流入」してきたためと考えられる。下表にマルチアセットのアウトラインを纏めた。

	概要	主なリターン源泉	主な下方リスク回避策	ポートフォリオで想定される役割
コア・ダイバーシファイド・グロース	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場リスク(ベータ)重視</li> <li>株式と相対的に高相関</li> <li>コアとなる株式や債券のエクスポージャーを持つ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>伝統的ベータ(株式・クレジット)とエキゾチックベータ(EMD、ハイイールド)</li> <li>機動的な資産配分変更、ただし収益に占める比重は相対的に低い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>長期資産配分戦略の維持</li> <li>資産間の分散</li> <li>機動的な資産配分変更、比重は相対的に低い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DCファンドにおける中核的位置づけ</li> <li>洗練されたガバナンス体制のない企業年金における収益追求ポートフォリオの中核</li> </ul>
イディオシンクラティック・ダイバーシファイド・グロース	<ul style="list-style-type: none"> <li>アクティブかつ市場の方向性に依存しないポジション。絶対収益指向</li> <li>株式と相対的に低相関</li> <li>投資アイデア実行に当たりデリバティブを多用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>機動的資産配分の変更</li> <li>市場環境に左右されない固有の投資アイデア</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>機動的な資産配分の変更</li> <li>ポートフォリオ内で異なるリスクファクターにバランスよく配分、間接的に下方リスクをヘッジ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>コア型ダイバーシファイド・グロースに対するサテライトとしての位置づけ</li> <li>広範なポートフォリオにおける分散手段</li> </ul>
リスク・パリティ	<ul style="list-style-type: none"> <li>レバレッジを用い伝統的なベータやリスクファクターに均等配分</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>伝統的なベータ(株、債券、商品)やリスクファクター(インフレーション)</li> <li>オルタナティブのリスクプレミアムへの投資も</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>異なる資産・リスクファクターへの均等配分による間接的ヘッジ</li> <li>戦術的資産配分(TAA)を行うものも</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ポートフォリオ内での分散効果</li> </ul>
ダイバーシファイド・インフレーション	<ul style="list-style-type: none"> <li>流動性豊富な実物資産(収益追求資産)＋インフレ連動債(ディフェンシブ資産)に投資</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>長期資産配分戦略の維持</li> <li>動的資産配分変更を行うものも</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレヘッジ</li> </ul>

(出所) Mercer Global Strategic Research 作成の資料を基に筆者作成

このうち、英国の年金基金に好まれているのは、コア・ダイバーシファイド・グロースとイディオシンクラティック・ダイバーシファイド・グロースである。手数料が低率であること、透明性・流動性が高く、シンプルであること、株式の代替として用いやすい反面、相対的に低リスクであること、市場環境に応じた機動的な配分変更による下方リスク抑制が期待できること、がその背景にある。

## 4 著名なオルタナティブ投資マネジャーの概要

本項では、オルタナティブ投資マネジャーのうち、特に著名なものの概略を示す。オルタナティブ $\alpha$ マネジャーからはマン・グループを、オルタナティブ $\beta$ マネジャーとして、コールバーグ・クラビス・ロバーツ、カーライルを、それぞれ採り上げた。ただし、それぞれのマネジャーの記述で触れる通り、 $\alpha$ マネジャーは $\beta$ の領域へ、 $\beta$ マネジャーは $\alpha$ の領域へ進出する動きを示している。このうち、後者の典型例として、ブラックストーンを取り挙げた。オルタナティブマネジャーの実態を窺う上でも、今後の動向を占う上でも有益と考えられる。

なお、これらのマネジャーに関する記述は、ウェブサイトなど公開情報に依存しており、筆者の所属するマーサーのインベストメンツ部門のリサーチ情報やそれに基づく評価とは一切関係はないことを明記しておく。

また、資産額は米 $\text{ドル}$ と円換算額双方を示しているが、後者は、注記ない限り 2017 年 9 月末の実績を 1 米 $\text{ドル}$  = 110 円で換算している。

### 4.1 マン・グループ

#### 4.1.1 沿革・概要

1783 年創業、世界最大級の独立系オルタナティブ運用機関。流動性が高く、期待 $\alpha$ の高い戦略を提供する運用機関として、業界のリーダーの一角を占める。本拠地の英国のみならず、世界各国に拠点を展開し、ロンドン証券取引所にも上場、これを反映した強固な財務体質を持つ。

#### 4.1.2 哲学・原則

パフォーマンス重視、顧客重視、責任、卓越した優秀さ、差別化、能力主義を掲げる。

#### 4.1.3 運用業務

##### (1) 概観

ロングオンリー、オルタナティブ、プライベート・マーケットへの投資を、シングルまたはマルチマネジャーの形で展開する。また、カスタマイズ・ソリューションやファンド・オブ・ヘッジファンズに関するサービスも、優れたテクノロジー・インフラストラクチャー・専門性を活用してサービスを提供する。

マン・グループ全体としての資産残高は 1035 億米 $\text{ドル}$ （日本円で約

11.4兆円)、このうち8割超が機関投資家の資産である。

## (2) グループ内各社の概要

AHL、ニューメリック・インベスターズ、GLG、FRM、マン・グローバル・プライベート・マーケット (マン GPM) の5つの運用部門を通じてサービスを提供する。

- ① **AHL**: 自社開発の定量モデルを用いて、市場のトレンドを見出し追隨する。ポートフォリオは十分に分散されており、収益機会の取りこぼしがないよう設計されている。1987年以来、システムティック・トレーディングを用いて実運用を行う、この分野での先駆けと言える。
- ② **ニューメリック・インベスターズ**: 米国ボストン所在の定量運用機関。1989年創業、2014年にマン・グループの傘下入り。独自の定量モデルを用いて、世界中の株式市場に投資する (主にロングオンリー)。
- ③ **GLG**: 1995年創業、2010年にマン・グループの傘下入り。オルタナティブからロングオンリー戦略も手掛ける。投資対象は、主に株式とクレジット。
- ④ **FRM**: 1991年創業、2012年マン・グループの傘下入り。顧客向けにソリューションをファンド・オブ・ヘッジファンドの形で提供する。
- ⑤ **マン GPM**: プライベート・マーケット特化の運用部門。「足の長い」資産に投資することで、公開市場では得られない、真に差別化されたリターンが顧客に提供できるとの考えの下、2017年に業務を開始した。まずはスタートとして、22億米ドル (約2420億円) の不動産のエクイティとデットの運用を行っていた Aalto を買収、マン Aalto のブランディングで欧米の不動産の運用を行っている (エクイティ・デットとも)。マン Aalto は、英国、米国、スイスに拠点を有する。

## 4.2 コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR)

### 4.2.1 沿革・概要

1976年に、ヘンリー・クラビスとジョージ・ロバーツにより創業されたオルタナティブ運用機関。当初はプライベート・エクイティの領域で業務を拡大、その後、2004年にはクレジット運用を、2011年には、グローバルマクロ&アセット・アロケーションチームを設立、トップダウン・アプローチに

より独自に経済環境を分析する機能を創出した。同年、不動産運用を手掛ける自社プラットフォームを創出して、他のオルタナティブにも業務範囲を広げてきた。

2012年には、保険・再保険リンク戦略最大手のネフィラ・キャピタルに戦略的に投資、2015年には、株式ロングショート特化のグローバルなオルタナティブ運用機関であるマーシャル・ウェイスと戦略的な提携関係に入った。2017年には、PAAMCO プリズマ (PAAMCO とプリズマとの事業統合により組成された新たなオルタナティブ運用機関。ただし、流動性リスクは積極的には取らない) と提携、プライベート・マーケットに代表されるオルタナティブβ戦略だけではなく、ヘッジファンド＝オルタナティブα戦略にも事業領域を拡大しつつある。

#### 4.2.2 運用ビジネス

##### (1) 概観

プライベート・エクイティの分野では、1989年米国大手の食品・タバコメーカーの RJR ナビスコを、借入金を活用したバイアウト (LBO) の手法を用いて 250 億ドルで買収した。LBO では、これを超えるディールはいまだに現れていない。

近年、プライベート・エクイティに限らず様々な資産を対象に業容を拡大、今や 1533 億米<sup>ドル</sup> (約 16.9 兆ドル、2017 年 9 月末現在) の資産を有するグローバルな投資会社として業界をリードするに至っている。

##### (2) 分野別概況

- ① **プライベート・エクイティ**： 創業以来、一貫して、この業界のリーダー的存在であり続け、約 20 の業種に亘り、約 5550 億米<sup>ドル</sup> (約 61 兆円) の企業価値を持つ取引を手掛けている。プライベート・エクイティを手掛ける際の同社のアプローチは、(a)付加価値を創造することのできる専門性、(b)様々な利害関係人との関与、(c)経験豊富で安定した深い知見を持った運用チーム、(d)グローバル (五大大陸、16 か国、21 都市に展開)、(e)創造性と革新性、(f)業界に対する深い知識と独自の案件発掘能力。これらが相俟って同社をこの領域で際立たせている。

- ② **クレジット**： 同社クレジット運用のプラットフォームは、(a)グローバル展開とローカルにおける存在感（ニューヨーク、ロンドン、ドバイ、ムンバイなどの7都市に120名のプロフェッショナルを配置）、(b)業種別の専門チームによる分析と同社ネットワークを活用した深い知見、(c)長い運用経験を通じて培われた銀行や企業などとのネットワークを通じた案件発掘、これは他社との明確な差別化要因と同社では考えている。加えて、同社クレジットは、マーケットブル・クレジット部門とオルタナティブ・クレジット部門から構成され、流動性の有無に拘らず、クレジット運用を行っており、これを利して顧客に幅広いリスク・リターン特性と流動性を持つクレジット投資戦略を提供することが可能となっている。
- ③ **不動産**： 1981年から、プライベート・エクイティ戦略を通じて不動産における投資機会を追求してきたが、2011年に不動産専門のプラットフォームを立ち上げた。2017年9月末時点で、50億米ドル（約5500億円）の預かり資産、世界7都市に50名超の不動産投資と資産管理のプロフェッショナルを擁するに至っている。
- ④ **ヘッジファンド**： 経験豊富なヘッジファンドマネジャーとの戦略的提携（少額出資を含む）や創業間もないヘッジファンドマネジャーとの連携により、ヘッジファンドの領域にも手を広げつつある。前者の典型が、PAAMCO プリズマ(2017年から)、マーシャル・ウェイス（2015年から）、ネフィラ・キャピタル（2013年から）、後者の典型がブラックゴールド・キャピタル・マネジメントやアクション・パートナーズである。

### 4.3 カーライル・グループ

#### 4.3.1 沿革・概要

カーライル・グループは、1987年に米国ワシントンで設立されたオルタナティブ運用機関。最も大きく、最も分散された様々なオルタナティブプロダクトを提供する。同社は、幅広い業種/地域/資産クラス/投資戦略を対象とする様々な特化型の投資ファンドやその他の投資ビークルに対してアドバイスを提供しており、ファンド投資家にとって魅力的なリターンを提供することを目指している。

同社は、グローバルなオルタナティブ運用会社として業界をリードしており、

306 の投資ファンドを通じて、1740 億米<sup>ドル</sup>（約 19.1 兆円、2017 年 9 月末現在）超の預かり資産を顧客のために運用する。従業員は 1500 名超、北米、南米、欧州、中東アフリカ、アジア大洋州に拠点展開する。のべ 82 か国、同 1,750 の投資家に対してサービスを提供している。

#### 4.3.2 運用ビジネス

##### (1) 概観

プライベート・エクイティ、リアル・アセット、グローバル・クレジット、及びインベストメント・ソリューションの4つのビジネス領域を持つ。いずれの領域においても、同社のグローバルネットワークの活用、業種に対する深い知識に裏打ちされた専門性、経営に関する知識・経験の豊富なオペレーション・グループによる有意な効果、約 300 の投資先企業のデータをポートフォリオに組み込んだ経験で得られた知見を活用する。

##### (2) 分野別概況

###### ① プライベート・エクイティ

預かり資産は 560 億米<sup>ドル</sup>（日本円で約 6.1 兆円）、バイアウトとグロース・キャピタルを中心に、複数のファンド、業種、地域横断的な投資を行う。グローバルなプラットフォームを活用、投資先企業と同じ市場に居住し、勤務する所在する運用プロフェッショナルが投資に当たる。1990 年以来、同社プライベート・エクイティは、のべ 830 億米<sup>ドル</sup>（約 9.1 兆円）、同 587 件のディールを行い、のべ 760 億米<sup>ドル</sup>（約 8.4 兆円）の実現/未実現利益を計上している。

また、プライベート・エクイティは、上記に加え、業界に対する深い知識、経営に関する知識・経験の豊富なオペレーション・グループ及び広範なポートフォリオ運用で得られたデータを活用して、賢明な投資を行い付加価値につなげていくことを旨としている。さらに、幅広い選択肢を用意し、投資家の便益を図っている

###### ② リアル・アセット

同社のリアル・アセットは、グローバル不動産、インフラストラクチャー、エネルギー/天然資源の各プラットフォームからなる。預かり資産は 400 億米<sup>ドル</sup>（日本円で約 4.4 兆円）。投資開始以来、グローバルで、のべ 460 億米<sup>ドル</sup>（日本円で約 5.4 兆円）、同 1009 件



のディール実績を持つ。

プライベート・エクイティ同様、リアル・アセットでも、様々な選択肢を投資家に提供しているが、このうち不動産に関しては 11 超のアクティブファンドにより、アジア、欧州及び米国における投資機会を追求、単一の不動産資産を取得し、それに手を加えて付加価値を創出することを旨としている。

同社の不動産は、世界中の 284 の都市に、680 件以上の投資を行っており、預かり資産額は 170 億米ドル（日本円で約 1.9 兆円）、オフィスビル、ホテル、リテイル、レジデンシャル、産業施設及び高齢者介護施設にまで及んでいる。

エネルギー/天然資源では、預かり資産額は 220 億米ドル（日本円で約 2.4 兆円）、バイアウト、グロース・キャピタル、及び戦略的な JV を行っており、ミッドストリーム/アップストリーム、電力・油田サービス、再生エネルギーなどの案件も手掛けている。

### ③ グローバル・クレジット

預かり資産額はグローバルで 320 億米ドル（日本円で約 3.5 兆円）、100 名超の投資プロフェッショナルが 56 のファンドを運用している。大別して、ストラクチャード・クレジットとキャリー&ファイナンス・ファンドとがあり、前者は、証券化された稼働中の担保付シニアバンクローンに投資しており、後者は、ディストレストとスペシャル・シチュエーション、プライベート・クレジット、エネルギー・クレジット、オポチュニスティック・クレジットなどを扱っている。

### ④ インベストメント・ソリューション

預かり資産額はグローバルで 470 億米ドル（日本円で約 5.2 兆円）、顧客のニーズに応じたテーラーメイドでのポートフォリオの構築と運用を手掛ける。このプラットフォームを利用することにより、投資家は大規模で複雑なオルタナティブ戦略にグローバルベースでアクセスが可能となる。これも他の戦略同様、同社のグローバルネットワークを活用し、必要に応じてオペレーティング・エグゼクティブや業界の深い知識を活用する。

## 4.4 ブラックストーン・グループ

### 4.4.1 沿革・概要

1985年に、ステファン・A・シュワルツマン氏（現会長兼 CEO）とピーター・G・ピーターソン氏（2008年に引退）が創業したオルタナティブ運用機関。

以降約30年間で、2300名の従業員、25の拠点を展開。プライベート・エクイティを通じて投資する企業は、全世界で49万人を超える従業員を雇用している。

同社資本は、その過半を役職員が保有しているが、2007年にはその一部を上場市場に放出した。

### 4.4.2 運用ビジネス

#### （1）概観

同社は、投資運用と投資アドバイザーを提供するサービス・プロバイダーであり、その分野での業界最大手の一つ。預かり資産は4341億米ドル（日本円換算で約47.8兆円）、その内訳は、プライベート・エクイティが1056億米ドル（約11.6兆円）、不動産が1153億米ドル（約12.6兆円）、クレジットが1381億米ドル（約15.2兆円）、ヘッジファンドが751億米ドル（約8.2兆円）を占める（2017年12月末現在。以下同じ）。

従業員が順守すべき全社共通の原則（ガイディング・プリンシプル）として、(a)説明責任（Accountability）、(b)卓越した存在であること（Excellence）、(c)誠実であること（Integrity）、(d)チームワーク（Teamwork）、(e)創業者精神（Entrepreneurship）を掲げる。

#### （2）分野別概況

- ① **プライベート・エクイティ：** プロアクティブに狙いを定めたソーシング、価格重視のディシプリン、業務運営上の効率性向上を目指した変革を旨とする。1056億米ドル（約11.6兆円）、の預かり資産を通じて、70の企業に投資しており、250名超の投資プロフェッショナルが運用に当たる。
- ② **不動産：** オポチュニスティックな投資を旨とする。コアプラスを

得意とする。2008 年以降は、不動産のデット運用も手掛けるようになった。1153 億米ドル（約 12.6 兆円）の規模を持ち、その資産価値や経験を踏まえ、市場がミスプライスした案件を発掘する。世界中 12 の拠点に 450 名を超える投資プロフェッショナルを抱える。

コアプラスに関する基本的な考えは、Buy it, Fix it and sell it. リテイル、ホテル、オフィス、インダストリーと多くのセクターに対して投資を行っている。また、投資対象は米国内に留まらない。

- ③ **クレジット**： 子会社の GSO を通じて提供。ニューヨーク、ロンドン、ダブリン、ヒューストンに 330 のスタッフを擁する。ディストレストも手掛ける。規律を持った戦略、深い専門性、分散、シナジー、資産保全を旨とする。預かり資産額は 1381 億米ドル（約 15.2 兆円）。
- ④ **ヘッジファンドソリューション**： ブラックストーン・オルタナティブ・アセット・マネジメント (BAAM) のブランドで、ファンド・オブ・ヘッジファンズ形態のサービスを提供。グローバル、カスタマイズ、厳格なデューデリジェンス、投資案件へのアクセスを旨とする。預かり資産額は 751 億米ドル（約 8.2 兆円）。

## 5 オルタナティブ投資に対する最近の投資家動向

既に前項のオルタナティブ運用機関の動きで明らかな通り、オルタナティブ  $\alpha$  専門、同  $\beta$  専門と目されてきた運用機関は、これまで手掛けてこなかった他の領域に対しても運用サービスを提供できるよう体制を整えつつある。言うまでもなく投資家のニーズが多様化してきたからに他ならない。

特に、最近の動向として注目すべきは、オルタナティブを選好する投資家の裾野の拡大と足元の金利環境の変化に伴う投資家動向である。この二つは密接に絡み合っているが、以下、個別に記述する。

### 5.1 オルタナティブ戦略を採用する機関投資家の裾野の拡大

既に 2.3 で見た通り、オルタナティブ戦略は、機関投資家の中でも保守的と見られ

てきた内外の年金基金・企業年金にも浸透している。

とりわけ日本国内では、オルタナティブ投資を検討する年金基金・企業年金がさらに増加してきている。公的年金や企業年金がその典型である。

### 5.1.1 公的年金

2013 年発出の日本再興戦略の中に、公的資金・準公的資金の運用高度化が盛り込まれた。これを受けて、公的年金はオルタナティブ投資の検討を開始し、順次実行に移しつつある。

ただし、一般の年金基金・企業年金とは異なり、現在までのところ、インフラストラクチャー、不動産、プライベート・エクイティなどのオルタナティブβ戦略に軸足が置かれている<sup>16</sup>。

### 5.1.2 企業年金

ここでいう「企業年金」とは、企業内で確定給付企業年金の運営・管理を行っている「規約型企業年金」を指す。

規約型を持つ企業の多くは、基金型とは異なり、年金の運営管理に当たる専任担当者を設置することはなく、人事・財務・経理などの担当者が兼務の形で年金の運営に当たることが多い。必然的に極力効率的に年金を運営・運用することが求められる。このため、国内債券を中心とした極めて保守的な運用とし、オルタナティブを敬遠する傾向を示すところもかつては多かった。

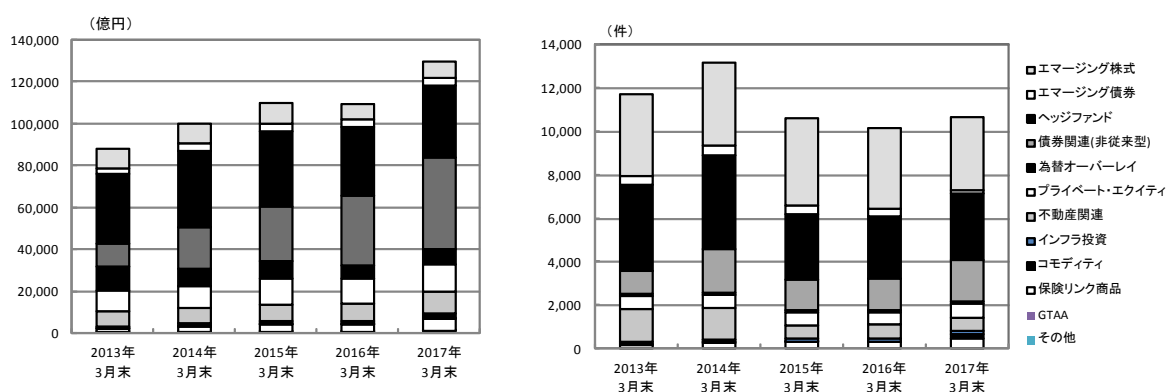
しかしながら、2016 年の日本銀行のマイナス金利政策及びその後の長短金利操作付き量的質的金融緩和政策の導入の前後を契機に、国内債券保有を継続することに改めて警戒感が生じ、規約型の企業年金にあってもオルタナティブ採用に踏み切るところが増えつつある。尤も、当初からヘッジファンドやプライベート・エクイティといった高度な戦略の採用に踏み切るのではなく、バンクローン、CAT ボンドを含む保険リンク戦略、不動産など、国内債券の代替となるような

---

<sup>16</sup> 例えば、世界最大の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、すでにプライベート・エクイティやインフラストラクチャーへの投資を限定的に行ってきたが、オルタナティブ投資に本格的に取り組むべく、2017 年 4 月から運用機関の公募を開始し、12 月には国内不動産投資からスタートした旨報じられている。

戦略を検討する先が多い。2017年に実施した「マーサー年金商品サーベイ」<sup>17</sup>では、運用機関全体で保険リンク商品の残高は2016年の3,503億円から2017年には5,739億円へ、件数では290件から438件へとそれぞれ急増している（図表12）。あくまで推測の域を出ないが、筆者が我々の顧客やいくつかの企業年金からヒアリングする限り、保険リンク戦略への関心は高く、これが信託銀行を中心とした保険リンク商品の増加に繋がっているのかも知れない。

（図表12）年金向け運用機関のオルタナティブ戦略の資産残高・件数推移



（出所）2017年 マーサー年金商品サーベイ集計結果

## 5.2 足元の金利環境の変化に伴う投資家動向

足元の金利環境は、国内は日本銀行の金融政策により低金利が継続しているのに対し、海外金利は金融引き締め新时期を模索しており、米国がそのフロントランナーとなっている。

こうした環境下、従来のような債券保有で対処することは困難であり、機関投資家の中で、流動性リスクを取る（資金の固定化）が可能なのは、債券投資に代わり、インカム収入獲得が期待できる不動産やインフラストラクチャーへの投資を増加させている。

年金基金・企業年金も同様であるが、中には給付負担が重く長期に亘る資金の固定化が困難な先にあっては、より足の短い戦略や流動性の高い戦略を好む傾向にある。前者ではプライベート・デットが、後者ではその他の収益追求債券がそれぞれ典型である。

<sup>17</sup> マーサーが日本で年金基金・企業年金向けに運用サービスを提供している金融機関約70社に対しアンケートを実施し、過去5年に遡って、受託件数、受託資産額をヒアリングした結果を集計したもの。

### 5.2.1 プライベート・デットと他の収益追求債券との比較

マーサーでは、投資想定期間の違いや公開市場での取引か否かの違いはあるものの、プライベート・デットも収益追求債券の範疇に含めている。それらの共通点、相違点を図表 13 にまとめた。なお、その他の収益追求債券の代表例としてハイイールド及びバンクローンを用いて、プライベート・デットと比較してみた。

(図表 13) プライベート・デットと他の収益追求債券との比較

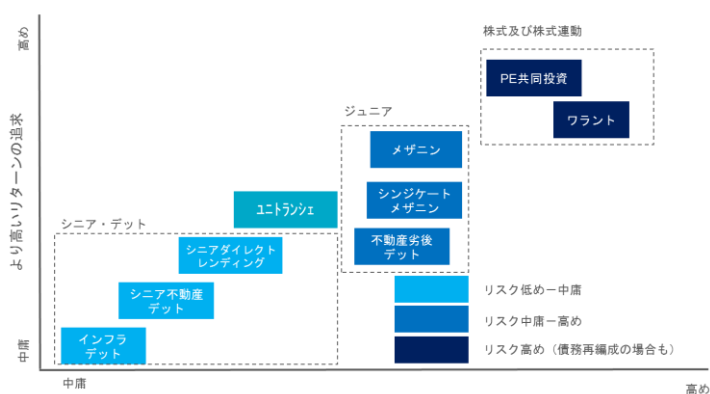
特性	プライベート・デット	ハイイールド	シニア・バンク・ローン
市場変動性	低	高	適度
典型的な商品のリターン目標 (2015)	シニア: 6-8% ユニットランシエ: 8-10% メザニン: 11-16%	4.5-6.5%	4.0-5.5%
デフォルトからのリカバリー	優先度合いにより異なる、ただし通常は担保付	低 (無担保)	高 (優先担保付)
リターンの源泉	<ul style="list-style-type: none"> <li>LIBOR</li> <li>クレジットスプレッド</li> <li>クレジットリサーチ (デフォルト回避目的)</li> <li>非流動性プレミアム</li> <li>アレンジメント手数料</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>クレジットスプレッド/利払い</li> <li>クレジットリサーチ (デフォルト回避目的)</li> <li>格上げに伴う値上がり</li> <li>金利リスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LIBOR</li> <li>クレジットスプレッド</li> <li>クレジットリサーチ (デフォルト回避目的)</li> </ul>
投資形態	通常、リミテッドパートナーシップを通じての投資	通常、個別口座、または合同運用ファンド	通常、個別口座、または合同運用ファンド

(出所) Mercer Private Markets (MPM)

### 5.2.2 プライベート・デットのリスク・リターン特性

プライベート・デットは相対取引であるために、様々なリスク・リターン特性を持った商品設計が可能である。イメージを以下にまとめた。

(図表 14) プライベート・デットのリスク・リターン特性(イメージ)



(出所) Mercer Private Markets (MPM)

### 5.2.3 その他

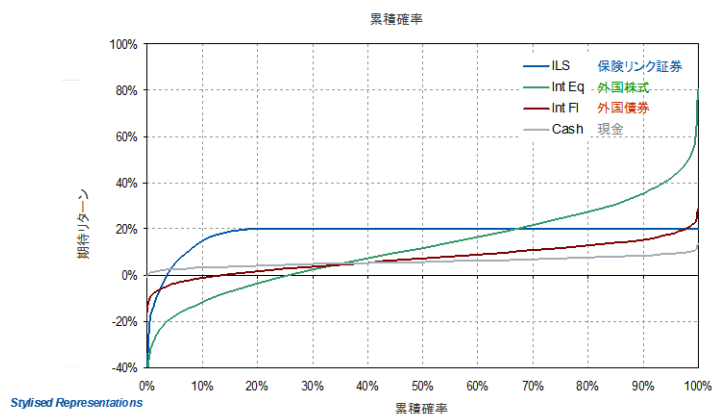
ここでは、オルタナティブに関する足元の投資家動向で、上記に関連するものに留まらず、特記の必要があるものに関して記述する。

- (1) ハイイールドやバンクローンのリターンの源泉は、クレジット・リスク・プレミアムにある。その分、クレジット市場から直截の影響を受ける。足元までのクレジット環境は好調ではあったが、クレジット・サイクルの転換期が近づいている可能性があることを踏まえ、マーサーでは、ハイイールドとバンクローンを単一戦略として投資するのではなく、他の組み合わせた複合戦略の形態で投資することを勧めている（マルチアセット・クレジットなど）。
- (2) 特に国内の年金基金・企業年金を中心に、CAT ボンドを含む保険リンク戦略に対する根強いニーズが見られ、国内債券代替で投資するところもある（マーサーの勧めるところではないが）。

保険リンク戦略は、平時には保険料に相当する収入が得られ、安定的な収益源泉となることが期待されるが、一旦イベントが発生すると保険金支払いに充当するための元本の取り崩しなど大きなマイナスが生じることもある（テールイベント。図表15）。

投資に当たっては、こうしたテールイベント発生の可能性も予め念頭に置く必要がある。また、イベント発生後の対応（買い増すか減額/売却するか）についても予め決めておくことが望まれる。

(図表 15) 保険リンク戦略の損益曲線と伝統的資産との比較



(出所) Mercer Hedge Fund Boutique リサーチペーパーより筆者作成

- (3) 英国年金は、給付水準が高く、その分支払い額も大きい。こうした給付支払いの資金に充当できるよう、インカム獲得のための戦略がさらに多様化している。

そのひとつが、デフォルトの懸念の低いテナントのみを選抜して、そこに超長期（例えば 20 年）で不動産賃貸を行うハイ・リース・バリュー（HLV）戦略である。賃料収入はインフレ連動としており、中には賃貸契約終了時に不動産の所有権をテナントに売却することで、物件の残存価値リスクを負わないものもあり、投資家にとっての効用としては、インフレ連動国債への投資に近い（図表 16）。

(図表 16) 通常の英国不動産戦略と HLV 戦略との比較

	通常の不動産戦略	HLV戦略	減価償却型 HLV戦略
賃借契約の期間	5の倍数年 通常、10年か15年	20年以上	20年以上
賃借契約の見直し方法	5年毎 上方改定のみ	従来は、5年毎、上方改定のみ 最近の契約では、年次でインフレに連動。上限／下限が設定されていること有	上限／下限付き、年次でのインフレに連動
評価方法	取引事例比較法	賃貸契約に応じ、社債スプレッドやスワップ取引に織り込まれているインフレ率などを用いた時価評価	社債スプレッドやスワップ取引に織り込まれているインフレ率などを用いた時価評価
物件の残存価値	投資家に帰属	投資家に帰属	賃借人が少額で買取

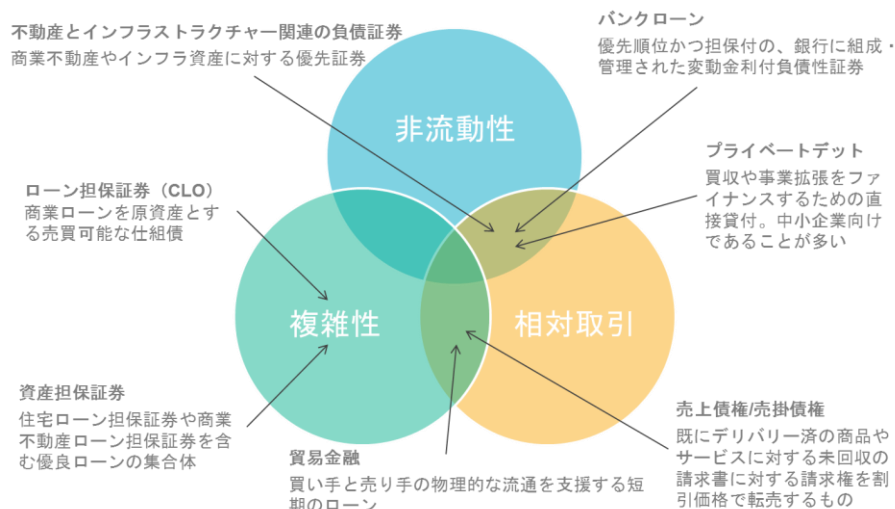
(出所) Mercer Real Estate Boutique リサーチペーパーより筆者の同僚作成

もうひとつがバンクローン、不動産シニアローン、住宅ローン担保証券などの資産担保証券をパッケージ化した戦略である。マーサーでは、セキュアード・ファイナンスと称しているが、オルタナティブ・クレジット/オルタナティブ・インカムとも呼ばれる。

セキュアード・ファイナンスは資産担保証券なので、元利金の返済に不安は少なく、担保から生じるキャッシュフローが安定的に確保できる可能性がある。加えて、投資対象となる債券にはニッチなものもあるため、価格が割安に放置されている場合があり、その分期待リターンが高めとなることが期待できる（図表 17）。



(図表 17) セキュアード・ファイナンス戦略の個別具体例



(出所) Mercer Bond Boutique リサーチペーパーより筆者の同僚作成

HLV、セキュアード・ファイナンスとも日本の機関投資家にはさほど注目されていないが、安定的なキャッシュフローを求める年金基金・企業年金には適した戦略となる可能性がある。

- (4) 内外を問わず、株式ではスマートベータまたはファクター・インベスティングが機関投資家から人気を博している。この種のアプローチは、ヘッジファンドにも応用されており、オルタナティブ・リスク・プレミアムとして提供されている。通常ファンドよりも運用報酬が相対的に低めとなっている点もスマートベータと共通する。

## 6 伝統的な運用資産とオルタナティブ投資の関係

これまで見てきた通り、オルタナティブ投資戦略は、伝統的な株式・債券とは、投資対象市場、運用手法とも異なっている。そのため、伝統的な運用では提供できなかったリスク・リターン特性を提供することが可能となる。

さらに、オルタナティブ投資の世界は、投資家のニーズに応じて、日々進化発展する。ますます機関投資家にとっての存在感が高まることが期待される。

こう述べても、オルタナティブ投資が伝統的運用を駆逐するのではないかと、この懸念を読者の方はお持ちになるかも知れない。筆者は、この点、全く心配していない。

ひとつには、筆者は、伝統的な株式・債券をオルタナティブ投資の基本と考えているからである。

プライベート・エクイティを例にとると、伝統的な株式運用は、プライベート・エクイティ投資を行う際の尺度（ベンチマーク）として用いられている。また、ベンチャーキャピタル、バイアウトのいずれを問わず、上場株式市場は投資案件を売却して利益を確定するための重要な手段である。上場株式市場が機能不全に陥ると、プライベート・エクイティ投資そのものが存続しなくなる。この意味で、健全な上場株式市場があって、初めてプライベート・エクイティ投資が円滑にいく。

もうひとつは、筆者が伝統的な運用機関の「アニマル・スピリッツ」を信じているからである。伝統的運用機関が、オルタナティブ投資で自らの存在場所を奪われそうになった場合、そのまま座して死を待つ先のみとは考えられず、何らかの形で、オルタナティブ投資に対抗する手段を見出すことに努める筈である。筆者の私見になるが、収益追求債券のうち複合戦略のいくつかは、伝統的運用機関からのオルタナティブに対するアンチテーゼとして開発されたものと見ている。とすれば、オルタナティブと伝統的運用が鎬を削り、それぞれのレベルを高め合うことは、むしろ機関投資家にとってメリットがあり、歓迎すべき事態と言える。

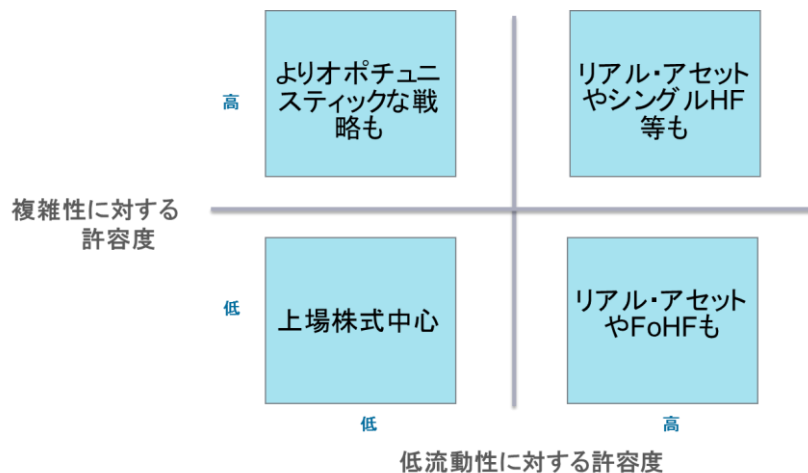
最後に、機関投資家側の事情がある。

機関投資家といっても一様ではなく、中には、コンサルタントを必要としないほどの専門的知識を備えた先もあれば、規模が小さく運用に関する専門性が十分といえない先もありうる（マーサーの用語でいえば、複雑性に対する許容度が高い先もあればそうでない先もある、ということになる）。また、長期に亘って資金を固定化できる先もあれば、そうでない先もありうる（同じく流動性に対する許容度が高い先もあればそうでない先もある）。

複雑性に対する許容度・流動性に対する許容度がいずれも低い場合には、リターンを獲得する手段として、オルタナティブ投資の全面的な採用は困難であり、いきおい伝統的な株式運用を重視せざるを得ない（図表 18）。

以上から、オルタナティブ投資が伝統的運用を駆逐することはありえない。むしろオルタナティブ投資と伝統的運用は、お互いに不足の部分を補い合うとともに、切磋琢磨することで初めて、より優れた運用サービスを投資家に届けることができると筆者は確信している。筆者も微力ながら、運用業界のレベルアップに力を尽くしていく所存である。

(図表 18) オルタナティブへの投資は、複雑性と流動性の2つのリスク許容度に依存



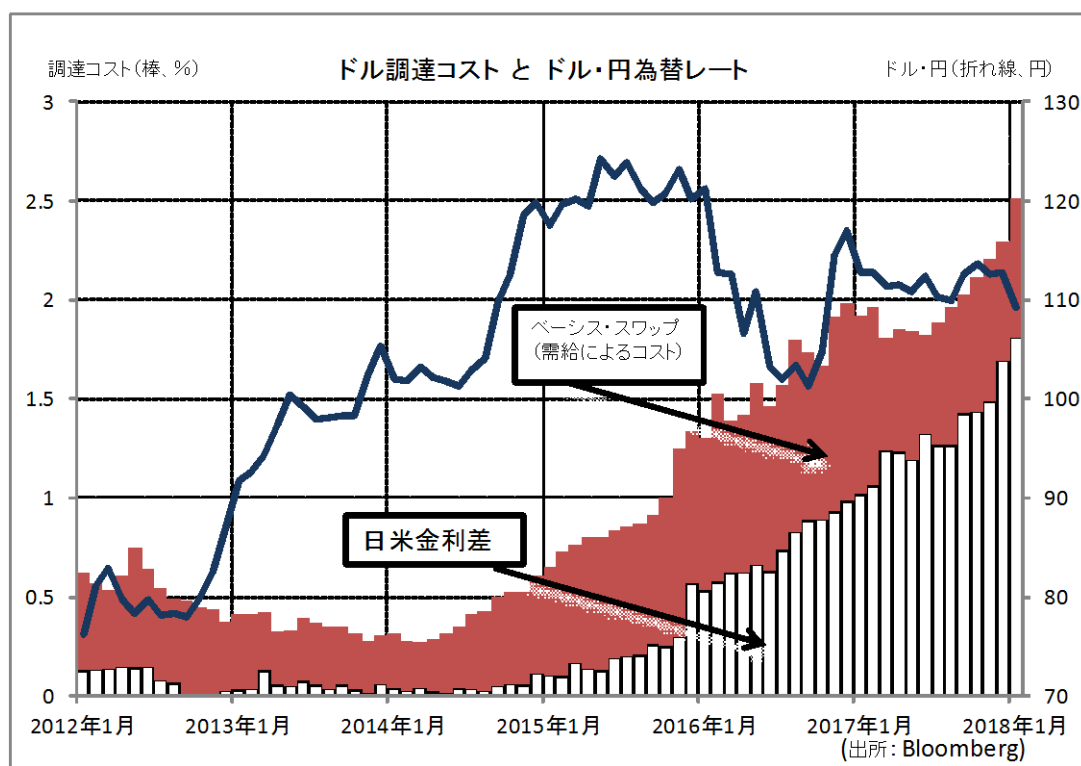
**参考文献：**

- Mercer European Asset Allocation Survey 2017
- Mercer Global Strategic Research “Constructing a Growth Portfolio Client Material” (2012年1月)
- Mercer Global Strategic Research “Multi-Asset Credit” (2013年4月)
- Mercer Global Strategic Research “Constructing Growth Fixed Income Portfolio” (2014年4月)
- Mercer Global Strategic Research “Multi-Asset Strategies - Redefining the Universe” (2014年4月)

- Mercer Global Strategic Research “Private Debt Implementation” (2014 年 4 月)
- Mercer Global Strategic Research “Building a Real Asset Portfolio”(2014 年 6 月)
- Mercer Global Strategic Research “Setting An Approach Liquidity Budget(2015 年 2 月)”
- Mercer Global Strategic Research “Revisiting Emerging Market Debt”(2015 年 11 月)
- Mercer Global Strategic Research “The Case for Traditional Hedge Funds”(2017 年 4 月)
- Mercer Global Strategic Research “Ebb and flow of the Hedge Fund Industry” (2016 年 4 月)
- Mercer Global Strategic Research “Building an Alternative Portfolio”( 2017 年 11 月)
- Mercer Global Strategic Research “Defensive Assets - Will Bonds Bail You Out Next Time”(2017 年 6 月)
- Mercer Global Strategic Research “Absolute Return Fixed Income - October 2017 Update”(2017 年 10 月)
- Mercer Global Strategic Research “Introduction to Secured Finance Strategies and the Benefits of a multi asset Approach”(2017 年 2 月)-
- Mercer Global Strategic Research “The Landscape of Benchmark Agnostic Fixed Income Strategies” (2018 年 1 月)
- Mercer Global Strategic Research “Introduction to Insurance Linked Strategies”(2016 年 4 月)
- Mercer Global Strategic Research “Introduction of Alternative Risk Premium”(2018 年 1 月)
- Mercer Private Markets “Understanding Private Equity – A Primer” (2015 年 9 月)
- Mercer Private Markets “Infrastructure-A Primer” (2015 年 9 月)
- Mercer Private Markets “Infrastructure introduction“ (2017 年 3 月)
- Mercer European Asset Allocation Survey 2017
- 企業年金連合会 企業年金に関する基礎資料 平成 29 年度版
- マーサー年金商品サーベイ 2017
- 運用機関各社の公式サイト
  - マン・グループ <https://www.man.com/>
  - KKR <http://www.kkr.com/>
  - カーライル・グループ <https://www.carlyle.com/>
  - ブラックストーン・グループ <https://www.blackstone.com/>

## 米ドル調達コスト上昇について

下図に示すように、2015年ごろからドルの調達コストが上がってきています。2018年1月には、調達コストが2.5%程度にまで上昇してきています。図にあるように、調達コストは日米金利差が占める割合が大きくなっています。2018年1月では、金利差1.8%、ベーススワップ（需給コスト）0.7%となっています。つまり、これからさらに金利差が拡大していけば、調達コストが上がって行くことになります。



米ドル調達コストの上昇は、有価証券の運用には、為替ヘッジ付きの投資信託などのパフォーマンスに大きな影響を与えます。特に外国債券ファンドの為替ヘッジなしと為替ヘッジありのパフォーマンスが大きく違ってくることになります。

次ページには、ゆうちょ銀行が取り扱いをしている海外債券ファンドの2017年のパフォーマンスが示してありますが、為替ヘッジありとなしのパフォーマンスの差は歴然としています。

(単位: %)

	ヘッジなし	ヘッジあり	差
野村米国ハイイルドファンド毎月	13.51	6.35	7.16
野村米国ハイイルドファンド年1回	15.40	6.72	8.68
三菱UFJ 米国高格付債券	6.18	-1.96	8.14
三菱UFJ 欧州債券ファンド	13.22	-0.34	13.56
欧州ハイイルド債券ファンド	21.10	6.60	14.50
ヒムコグローバル債券ファンド	14.33	4.39	9.94
エマージングソブリン毎月決算型	14.79	5.74	9.05
エマージングソブリン資産成長型	14.96	5.94	9.02
アジアハイイルド債券ファンド	11.28	3.04	8.24
USストラテジック・インカム・ファンド	7.83	-0.63	8.46
DWSグローバル公益債券毎月	12.99	2.72	10.27
DWSグローバル公益債券年1回	12.84	2.65	10.19

## ゆうちょ銀行取扱いの海外債券ファンド

カテゴリ	ファンド名	標準偏差	リターン	シャープレシオ	デュレーション	平均格付け	ヘッジ比率	第1位	第2位	第3位
海外債券	野村米国ハイイルドファンド毎月ヘッジなし	8.50	13.51	1.64	4.0年	B	0%	米国(100)		
海外債券	野村米国ハイイルドファンド毎月ヘッジあり	3.41	6.35	2.44	4.0年	B	99.40%	米国(100)		
海外債券	野村米国ハイイルドファンド年1ヘッジなし	8.62	15.40	1.64	4.0年	B	0%	米国(100)		
海外債券	野村米国ハイイルドファンド年1ヘッジあり	3.47	6.72	2.40	4.0年	B	99.70%	米国(100)		
海外債券	日興五大陸債券ファンド毎月分配	5.55	10.22	1.61	7.04年	AA+	0%	米国(42.8)	フランス(10.3)	イタリヤ(9.8)
海外債券	新興国ハイイルド債券ファンドBヘッジなし	8.62	9.36	1.10	4.3年	B-	101.68%	ブラジル(30.2)	ロシア(20.2)	アルゼンチン(9.4)
海外債券	新興国ハイイルド債券ファンドAヘッジあり	5.41	8.09	2.23	4.3年	B-	101.68%	ブラジル(30.2)	ロシア(20.2)	アルゼンチン(9.4)
海外債券	三菱UFJ 米国高格付債券ヘッジなし	6.21	6.18	0.93	6.33年	AAA	0%	米国(100)		
海外債券	三菱UFJ 米国高格付債券ヘッジあり	3.13	-1.96	-0.54	6.21年	AAA	98.75%	米国(100)		
海外債券	三菱UFJ 先進国高金利債券毎月	7.34	7.62	1.15	5.83年	AAA	0%	豪州(70.25)	ニュージー(29.75)	
海外債券	三菱UFJ 先進国高金利債券年1	7.34	7.62	1.15	5.83年	AAA	0%	豪州(70.25)	ニュージー(29.75)	
海外債券	三菱UFJ 債券バランス毎月リスク軽減	2.23	1.86	1.12	4.54年	A-	100%	米国(67.58)	英国(3.71)	国際(2.51)
海外債券	三菱UFJ 債券バランス毎月ヘッジなし	7.12	10.12	1.38	4.54年	A-	0%	米国(67.58)	英国(3.71)	国際(2.51)
海外債券	三菱UFJ 債券バランス年1リスク軽減	2.22	1.87	1.12	4.54年	A-	100%	米国(67.58)	英国(3.71)	国際(2.51)
海外債券	三菱UFJ 債券バランス年1ヘッジなし	7.18	10.32	1.39	4.54年	A-	0%	米国(67.58)	英国(3.71)	国際(2.51)
海外債券	三菱UFJ 欧州債券ファンドヘッジなし	6.80	13.22	1.74	7.38年	BBB	0%	イタリヤ(32.34)	スペイン(21.91)	フランス(21.44)
海外債券	三菱UFJ 欧州債券ファンドヘッジあり	4.35	-0.34	-0.03	7.38年	BBB	99.41%	イタリヤ(32.34)	スペイン(21.91)	フランス(21.44)
海外債券	高金利先進国債券オープン毎月分配	5.99	6.83	1.28	5.6年	AAA	0%	米国(43.1)	ニュージー(26.3)	豪州(20.9)
海外債券	高金利先進国債券オープン資産成長	6.01	6.78	1.28	5.6年	AAA	0%	米国(43.1)	ニュージー(26.3)	豪州(20.9)
海外債券	欧州ハイイルド債券ファンド為替ヘッジなし	5.81	2.10	2.65	2.76年	B+	0%	英国(18.23)	イタリヤ(14.10)	フランス(12.19)
海外債券	欧州ハイイルド債券ファンド為替ヘッジあり	2.32	6.60	3.94	2.76年	B+	99.55%	英国(18.23)	イタリヤ(14.10)	フランス(12.19)
海外債券	メキシコ債券オープン毎月分配型/大和	16.75	18.98	1.43	5.3年	A	0%	メキシコ(100)		
海外債券	ヒムコハイカム毎月分配型ヘッジあり	2.49	4.02	1.89	4.84年	BBB	99.60%			
海外債券	ヒムコグローバル債券ファンド為替ヘッジなし	5.24	14.33	2.19	先5.67・新7.00	先A・新BB+	0%	米国(23.03)	ブラジル(4.12)	アルゼンチン(3.30)
海外債券	ヒムコグローバル債券ファンド為替ヘッジあり	3.85	4.39	1.57	先5.67・新7.00	先A・新BB+	100%	米国(23.03)	ブラジル(4.12)	アルゼンチン(3.30)
海外債券	ヒムコハイカム毎月分配ヘッジなし	6.52	14.46	2.00	4.84年	BBB	0%			
海外債券	ダイワ成長国セレクト債券ファンド毎月	6.13	13.06	1.61	2.2年	BBB	0%	メキシコ(11.4)	インド(11.3)	マレーシア(11.3)
海外債券	ダイワ成長国セレクト債券ファンド年1回	6.14	13.06	1.61	2.2年	BBB	0%	メキシコ(11.4)	インド(11.3)	マレーシア(11.3)
海外債券	エマージングソブリン毎月決算型ヘッジなし	5.54	14.79	1.90	6.0年	BB	0%	ハンガリー(7.5)	ロシア(4.9)	クロアチヤ(4.2)
海外債券	エマージングソブリン毎月決算型ヘッジあり	4.77	5.74	1.58	6.0年	BB	98.4%	ハンガリー(7.5)	ロシア(4.9)	クロアチヤ(4.2)
海外債券	エマージングソブリン資産成長型ヘッジなし	5.55	14.96	1.93	6.1年	BB	0%	ハンガリー(7.7)	ロシア(5.1)	クロアチヤ(4.3)
海外債券	エマージングソブリン資産成長型ヘッジあり	4.73	5.94	1.65	6.1年	BB	98.9%	ハンガリー(7.7)	ロシア(5.1)	クロアチヤ(4.3)
海外債券	インドネシアレバレッジ債券ファンド毎月決算	7.12	12.36	1.44	6.55年	BBB	0%	インドネシア(100)		
海外債券	アジアハイイルド債券ファンドヘッジなし	7.49	11.28	1.40	2.92年	BB-	0%	中国(51.7)	インド(13.1)	インドネシア(9.4)
海外債券	アジアハイイルド債券ファンドヘッジあり	2.11	3.04	1.84	2.92年	BB-	100%	中国(51.7)	インド(13.1)	インドネシア(9.4)
海外債券	USストラテジック・インカム・ファンドBヘッジなし	6.70	7.83	1.20	5.6年	A	0%	米国(100)		
海外債券	USストラテジック・インカム・ファンドAヘッジあり	2.87	-0.63	-0.10	5.6年	A	100%	米国(100)		
海外債券	Navioオーストラリア債券ファンド/三菱UFJ	6.27	8.14	1.14	6.42年	AAA	0%	豪州(100)		
海外債券	Navio 南アフリカ債券ファンド/三菱UFJ	12.34	8.31	0.58	7.42年	BBB	0%	南ア(100)		
海外債券	Navio ブラジル債券ファンド/三菱UFJ	13.41	25.47	1.54	3.70年	BB	0%	ブラジル(100)		
海外債券	Navio トルコ債券ファンド/三菱UFJ国	15.51	-10.30	-0.62	3.58年	BB	0%	トルコ(100)		
海外債券	Navio カナダ債券ファンド/三菱UFJ	7.36	11.12	1.46	6.49年	AAA	0%	カナダ(100)		
海外債券	Navio インド債券ファンド/三菱UFJ	6.96	13.14	1.64	2.53年	BBB	0%	インド(100)		
海外債券	eMAXIS 先進国債券インデックス/三	5.89	10.57	1.70	7.02年	AA	0%	米国(43.06)	フランス(10.34)	イタリヤ(9.96)
海外債券	eMAXIS 新興国債券インデックス	6.52	15.72	1.97	4.81年	BBB	0%	ブラジル(10.17)	インドネシア(9.86)	メキシコ(9.75)
海外債券	DWSグローバル公益債券毎月ヘッジなし	6.21	12.99	1.93	6.9年	A-	0%	米国(51.8)	オランダ(10.0)	フランス(6.2)
海外債券	DWSグローバル公益債券毎月ヘッジあり	3.28	2.72	1.21	6.9年	A-	100%	米国(51.8)	オランダ(10.0)	フランス(6.2)
海外債券	DWSグローバル公益債券年1ヘッジなし	6.16	12.84	1.91	6.9年	A-	0%	米国(51.8)	オランダ(10.0)	フランス(6.2)
海外債券	DWSグローバル公益債券年1ヘッジあり	3.27	2.65	1.20	6.9年	A-	100%	米国(51.8)	オランダ(10.0)	フランス(6.2)
海外債券	DIAMアジアソブリン債券ファンド毎月決	3.93	7.99	1.29	5.51年	A	0%	インドネシア(27.7)	タイ(17.9)	シンガポール(15.9)

## 第2章 事業への取組

### 1 投信商品の販売

(顧客本位の良質な金融サービスの提供)

ゆうちょ銀行は、これまで日本全国で、貯金・送金などの伝統的な金融サービスを提供してきました。しかし、お客さまは、低金利下においてますます高度な金融サービスを求め、また、フィンテック(金融とIT技術の融合)で代表されるいっそうの利便性を期待しています。それらのニーズに対応するため、①「資産形成のサポート」、②「決済サービス」の拡充へ、思い切った施策を展開してまいります。

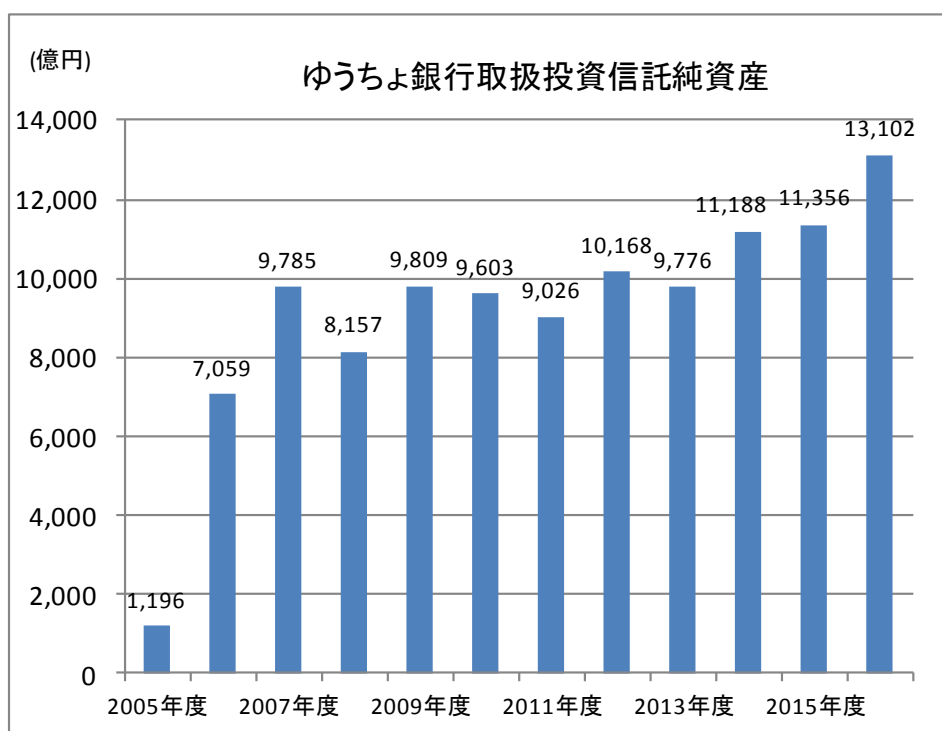
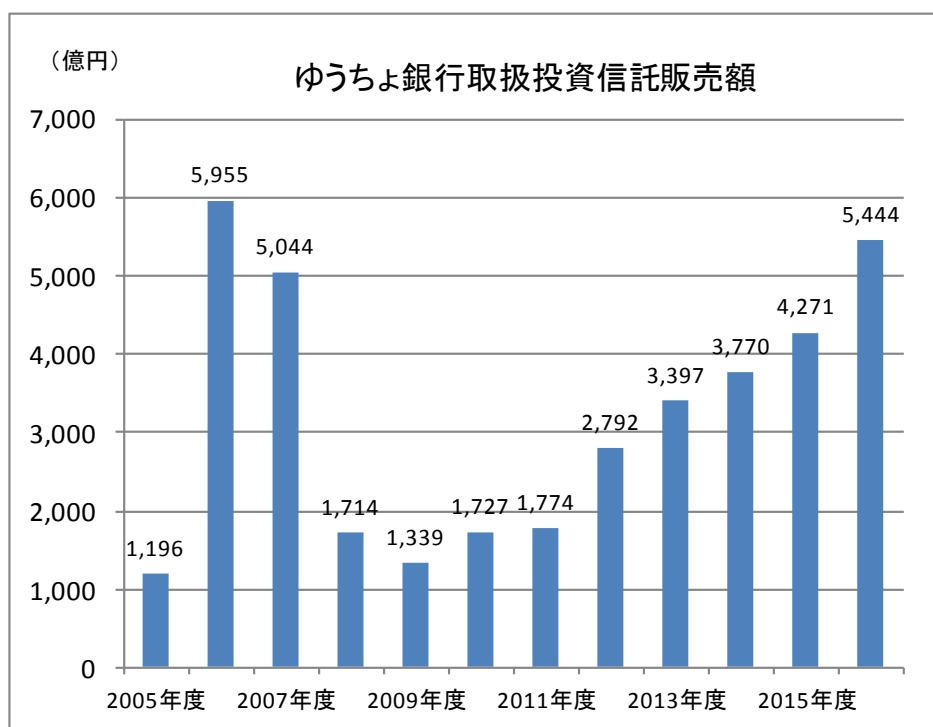
まず、「資産形成のサポート」の第一は、JP投信株式会社の投資信託商品など、初めて投資をお考えのお客さまにとっても簡単で分かりやすい商品をそろえ、より広く多くの方々に販売展開することを、「投信販売事業の中でも最も重要な推進セクター」として力点を置いていきます。第二に、NISA(少額投資非課税制度)や2018年1月導入が予定されているつみたてNISAについても、取り組みを強化します。第三は、投資をよく理解していらっしゃる方々への商品の品揃えを充実します。「貯蓄から資産形成へ」の流れの中で、お客さまの資産形成へのニーズは確実に高まっており、このマーケットの成長に大きな期待を持っています。そのため、営業において、郵便局との連携をいっそう密にし、当投信販売事業を収益の柱として育成していきます。

(以上、ゆうちょ銀行ディスクロージャー誌抜粋)

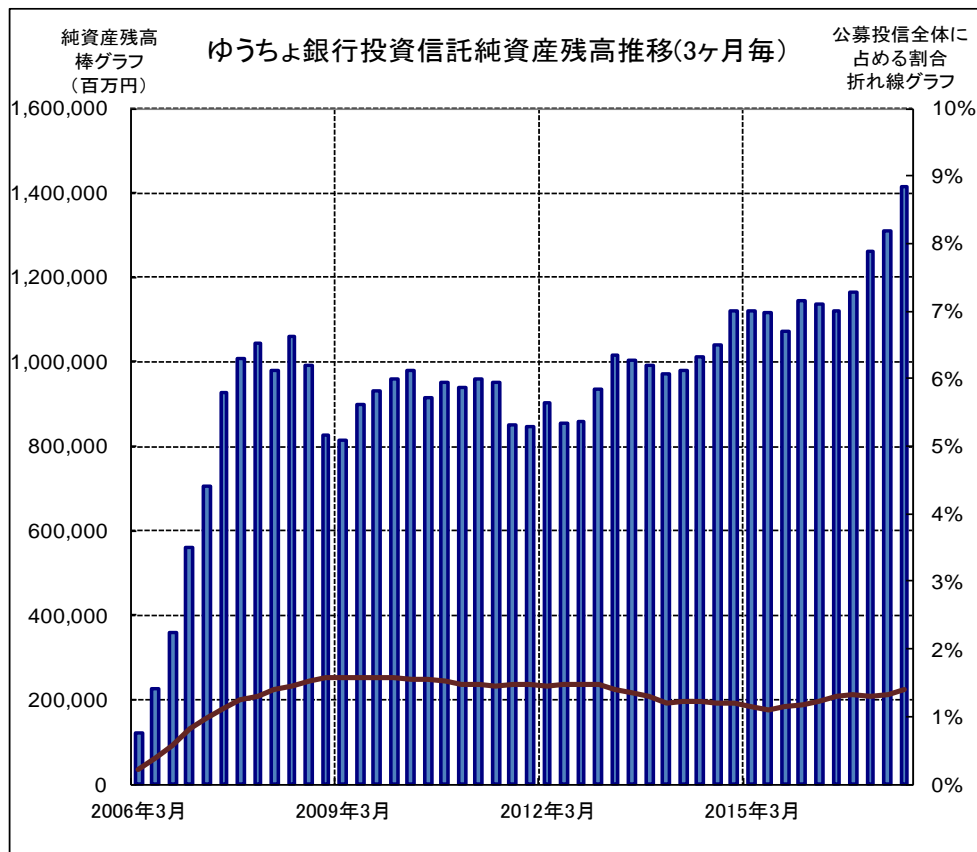
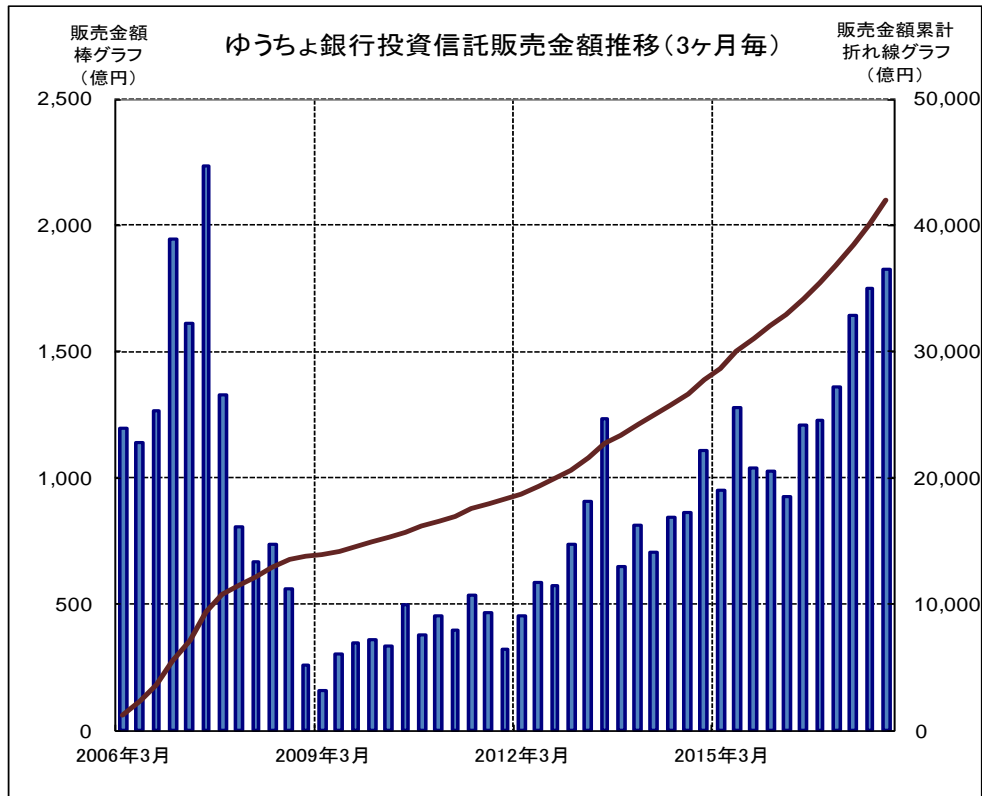
#### <ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>

年月	販売件数 (千件)	販売金額 (億円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (億円)
2005年度	167	1,196	90,166	1,196
2006年度	1,191	5,955	360,271	7,059
2007年度	2,228	5,044	508,495	9,785
2008年度	1,598	1,714	551,000	8,157
2009年度	1,279	1,339	577,000	9,809
2010年度	1,345	1,727	604,000	9,603
2011年度	1,314	1,774	615,000	9,026
2012年度	1,090	2,792	622,000	10,168
2013年度	952	3,397	644,000	9,776
2014年度	1,061	3,770	665,000	11,188
2015年度	1,164	4,271	696,000	11,356
2016年度	1,251	5,444	749,000	13,102
2017年4-9月	699	3,577	807,000	15,216
累計	14,971,022	4,017,453	-	-

ゆうちょ銀行による投信販売は、販売額、純資産額ともに年々伸びています。







ゆうちょ銀行が取り扱っている投信のうち、2017年に純資産が大幅に増えた投信は、そのほとんどがバランス型ファンドとなっています。

(単位: 百万円、本)

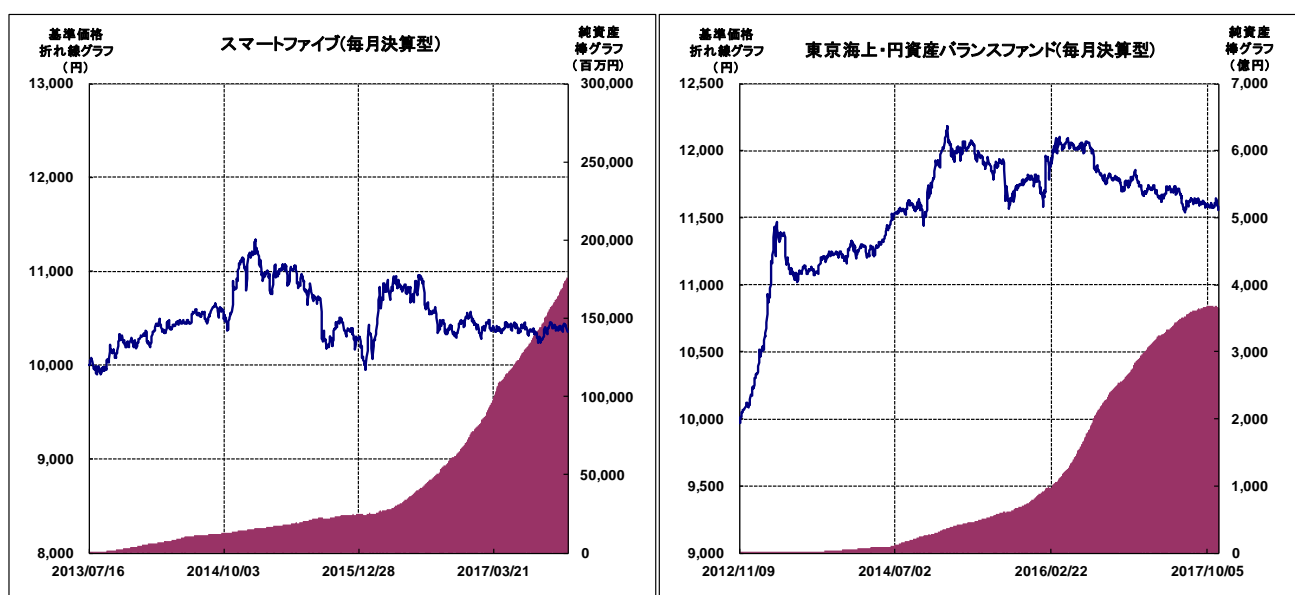
カテゴリー	純資産合計		増減額	ファンド数
	2017/11/10	2016/11/15		
バランス	1,119,317	692,971	426,346	24
日本株式	93,506	96,995	-3,489	11
海外株式	913,667	889,823	23,844	21
日本債券	31,182	36,672	-5,490	3
海外債券	851,790	909,163	-57,373	49
リート	987,831	933,098	54,733	11
その他	20,124	19,240	884	4
合計	4,017,417	3,577,962	439,455	123

バランス型ファンドの中でも、スマートファイブ毎月決算型および東京海上円資産バランスファンド（毎月決算型）の増加額が1,000億円を超えています。

(単位: 百万円、円、年)

カテゴリー	ファンド	基準価格	純資産		増加額	分配金 (過去1年)	設定日	運用年数	投信会社
		2017/11/10	2017/11/10	2016/11/15					
バランス	スマートファイブ毎月決算型/日興	10,393	174,630	62,170	112,460	480	2013/07/16	4.32	日興アセット
バランス	東京海上円資産バランスファンド毎月	11,589	366,271	255,470	110,801	360	2012/11/09	5.01	東京海上アセット
リート	ダイウS-REITオープン毎月決算型Bコ	3,732	737,088	677,997	59,091	960	2004/07/21	13.32	大和投信
バランス	リスク抑制世界8資産バランスファンド/A	10,120	38,455	10	38,445	40	2016/10/24	1.05	アセマネOne
バランス	セゾンバンガードグローバルバランスファンド	14,583	151,764	116,871	34,893		2007/03/15	10.67	セゾン投信
海外債券	メキシコ債券オープン毎月分配型/大和	6,241	58,685	30,616	28,069	720	2012/06/01	5.45	大和住銀
海外株式	セゾン資産形成の達人ファンド	20,334	51,859	34,414	17,445		2007/03/15	10.67	セゾン投信
日本株式	日本配当追求株ファンド(価格変動)	9,837	15,586	929	14,657	10	2016/10/24	1.05	アセマネOne
海外債券	野村米国ハイールドファンド毎月決算	10,237	24,531	12,951	11,580	1,800	2011/07/29	6.29	野村アセット
海外株式	eMAXIS 新興国株式インテックス/三	16,554	35,308	24,225	11,083		2009/10/28	8.04	三菱UFJ国際投信
合計			1,654,177	1,215,653	438,524				

以下のグラフには、2017年の純資産増加額が1,000億円を超えたスマートファイブと東京海上円資産バランスファンドの基準価格と純資産を示しています。両ファンドとも最近1~2年の増加スピードが大きいことがわかります。

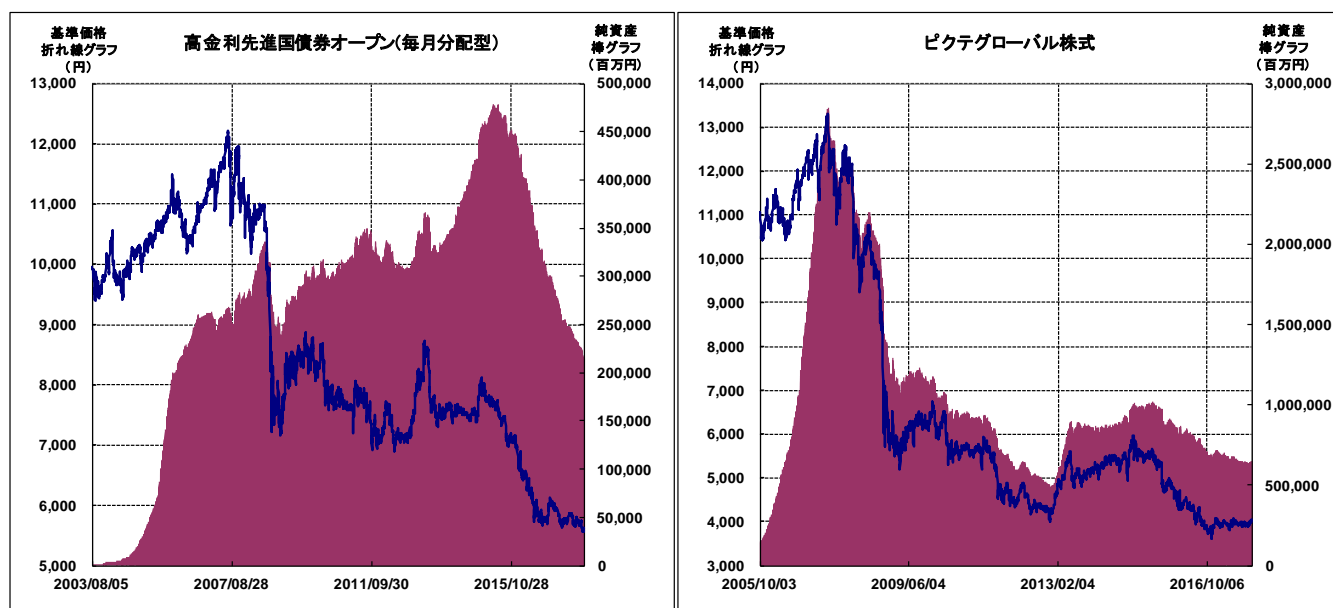


逆に純資産が減少しているファンドは、海外債券のカテゴリーが多く、高金利先進国債券オープン（毎月分配型）の純資産減少額は745億円と突出して多くなっています。

(単位: 百万円、円、年)

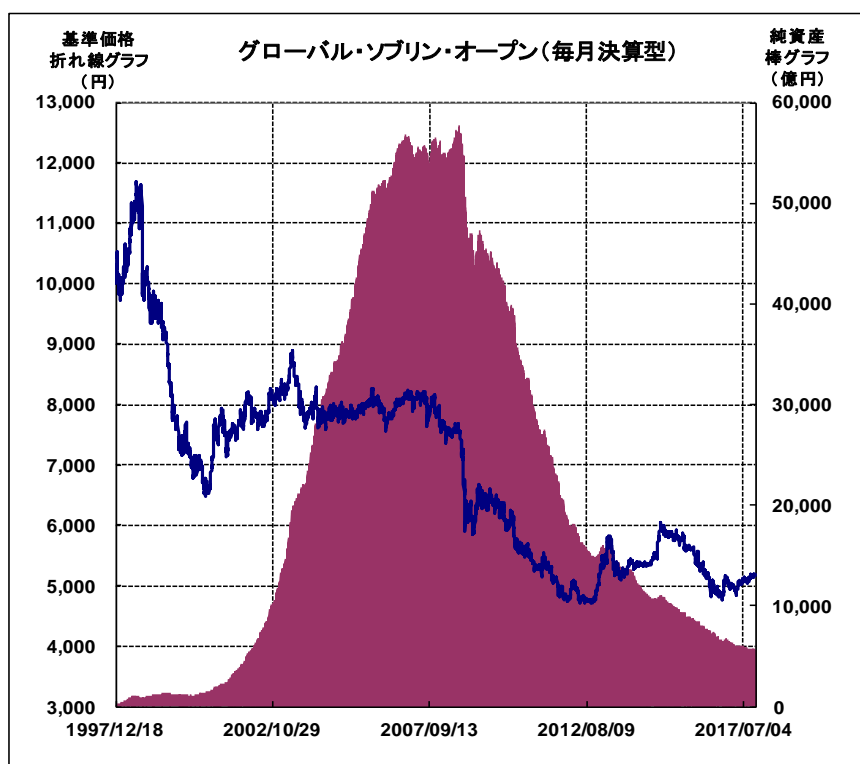
カテゴリー	ファンド	基準価格	純資産		減少額	分配金 (過去1年)	設定日	運用年数	投信会社
		2017/11/10	2017/11/10	2016/11/15					
海外債券	高金利先進国債券オープン毎月分	5,655	219,904	294,469	-74,565	480	2003/08/05	14.28	日興アセット
海外株式	JPMグローバル医療関連株式ファンド	8,453	64,293	75,626	-11,333		2013/07/26	4.30	JPモルガンアセット
日本株式	大和 ストック インデックス 225 ファンド/	16,452	24,041	33,573	-9,532	250	2005/10/03	12.11	大和投信
海外債券	USストラテジック・インカム・ファンド・コース(為)	9,121	20,722	28,952	-8,230	720	2013/03/08	4.68	アセマネOne
日本債券	eMAXIS 国内債券インデックス/三菱U	11,481	15,812	23,456	-7,644		2009/10/28	8.04	三菱UFJ国際投信
海外株式	ピクテグローバルヘルス株式ファンド'毎月	3,957	638,498	644,831	-6,333	600	2005/02/28	12.71	ピクテ投信
海外債券	ピムコハイインカム毎月分配型ファンド/	7,585	85,785	91,597	-5,812	240	2003/08/08	14.27	三菱UFJ国際投信
海外債券	エマージングソブリンオープン毎月決算型	9,217	29,076	34,715	-5,639	480	2009/03/18	8.65	三菱UFJ国際投信
日本株式	eMAXIS TOPIXインデックス/三菱UFJ	22,810	22,667	28,110	-5,443		2009/10/28	8.04	三菱UFJ国際投信
海外債券	ダイワ成長国セレクト債券ファンド'毎月	5,005	28,581	33,385	-4,804	480	2010/02/01	7.78	大和投信
海外債券	日興五大陸債券ファンド'毎月分配	8,747	63,332	67,183	-3,851	300	2006/06/12	11.42	日興アセット
海外債券	eMAXIS 先進国債券インデックス/三	13,651	20,038	22,943	-2,905		2009/10/28	8.04	三菱UFJ国際投信
海外債券	高金利先進国債券オープン資産成	17,126	12,744	14,746	-2,002	10	2008/11/12	9.00	日興アセット
海外債券	USストラテジック・インカム・ファンド・コース(為)	9,159	3,774	5,758	-1,984	240	2013/03/08	4.68	アセマネOne
その他	フォーシーズン/日興	6,557	4,197	5,994	-1,797	240	2011/02/23	6.72	日興アセット
リート	eMAXIS 国内リートインデックス/三菱UF	24,062	11,271	12,628	-1,357		2009/10/28	8.04	三菱UFJ国際投信
リート	DIAM世界リートインデックスファンド'毎月	4,237	209,669	210,974	-1,305	600	2006/06/12	11.42	アセマネOne
海外債券	新興国ハイリルト'債券ファンド'コース(	6,793	729	1,872	-1,143	400	2012/11/30	4.95	アセマネOne
リート	eMAXIS 先進国リートインデックス/三菱	27,315	10,000	11,053	-1,053		2009/10/28	8.04	三菱UFJ国際投信
合計			1,485,133	1,641,865	-156,732				

以下のグラフには、高金利先進国債券オープンおよび2007年当時純資産が3兆円近くまで大きくなったピクテグローバル株式の基準価格と純資産を示してあります。高金利先進国債券オープンは、2016年10月ごろに純資産のピークを打っているが、この時期は分配金を55円/月から40円/月に下げた時期と重なります。ピクテグローバル株式は、2010年4月から50円/月の分配を続けてきておりますが、基準価格の暫減傾向は止まりません。ピクテグローバル株式の設定以来の分配金総額は10,830円にも達しています。



なお、2006～2008年に純資産が5兆円を超え、当時の公募投信の8%を占めたグローバル・ソブリンは、その後、純資産を減らし続けた結果、現在では、基準価格5,600円、純資産5,600億円程度になっています。

グローバル・ソブリンは、2016年8月から分配金を10円/月に下げっていますが、設定当初からの分配金総額は8,726円となっています。

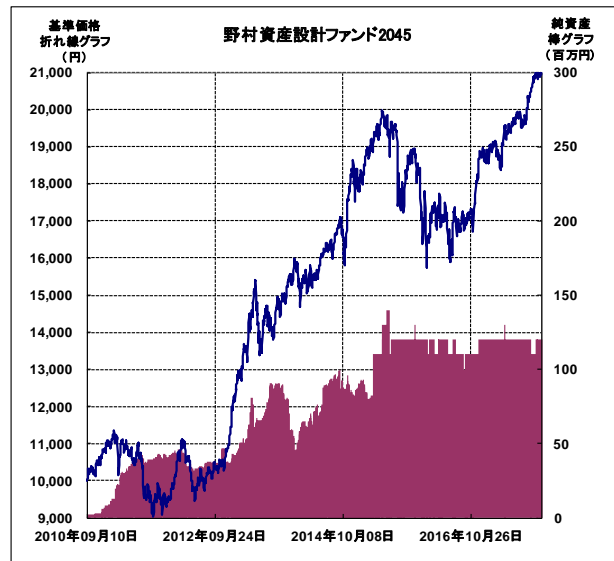
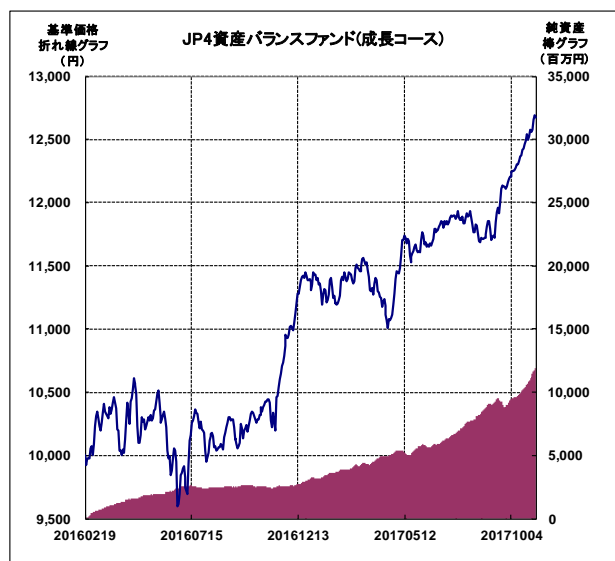


## 2017年の投資信託のパフォーマンスについて

### バランス型ファンド

カテゴリ	ファンド名	標準偏差	リターン	シャープレシオ	株式	国債	地方債	社債	キャッシュ
バランス	野村資産設計ファンド2050	5.27	22.03	3.08	78.07%	19.12%	0.76%	0.73%	1.32%
バランス	野村資産設計ファンド2045	4.99	21.86	3.00	72.84%	23.61%	1.00%	0.91%	1.64%
バランス	野村資産設計ファンド2040	4.71	19.94	2.93	68.21%	28.17%	1.18%	1.10%	1.34%
バランス	JP4資産バランスファンド 成長コース/JP	5.81	21.70	2.89	77.49%	17.03%	1.10%	1.29%	3.09%
バランス	野村資産設計ファンド2035	4.38	17.29	2.82	63.11%	32.33%	1.61%	1.47%	1.48%
バランス	JP4資産バランスファンド 安定成長コース	4.20	15.05	2.79	48.41%	40.69%	2.21%	2.59%	6.10%
バランス	野村世界6資産分散投資成長コース	6.67	22.31	2.78	79.09%	18.35%	0.72%	0.70%	1.14%
バランス	野村資産設計ファンド2030	3.98	15.47	2.78	57.24%	37.39%	2.08%	1.89%	1.40%
バランス	野村資産設計ファンド2025	3.29	12.91	2.73	47.46%	45.93%	2.74%	2.58%	1.29%
バランス	JP4資産バランスファンド 安定コース/JP	2.72	9.36	2.65	47.52%	43.48%	3.07%	3.62%	2.31%
バランス	HSBCワールドセグメンテーション安定成長コース	2.06	7.60	2.58	26.53%	19.03%		47.48%	6.96%
バランス	野村資産設計ファンド2020	2.61	9.46	2.57	37.61%	54.19%	3.70%	3.34%	1.16%
バランス	HSBCワールドセグメンテーション成長コース	2.57	12.68	2.54	42.84%	9.74%		41.13%	6.29%
バランス	ゼンバングードグローバルバランスファンド	6.31	19.19	2.46	50.85%	47.07%	0.27%	1.07%	0.74%
バランス	野村資産設計ファンド2015	1.96	6.68	2.44	29.69%	60.46%	4.44%	4.20%	1.21%
バランス	野村世界6資産分散投資安定コース	2.55	6.38	2.18	29.76%	60.82%	4.36%	4.19%	0.87%
バランス	HSBCワールドセグメンテーション安定コース	1.94	4.75	2.17	19.24%	42.51%		27.49%	10.76%
バランス	野村世界6資産分散投資分配コース	4.93	11.34	2.12	29.61%	66.52%	1.45%	1.39%	1.03%
バランス	スマートファイブ毎月決算型/日興	2.21	5.33	1.86	36.71%	55.12%			8.17%
バランス	スマートファイブ1年決算型/日興	2.23	5.35	1.85	36.70%	54.92%			8.38%
バランス	リスク抑制世界8資産バランスファンド/A	1.76	3.02	1.82	27.32%	17.40%	13.11%	38.00%	4.17%
バランス	東京海上日興資産バランスファンド 年1	1.34	1.90	1.04	27.34%	17.40%	13.11%	37.99%	4.16%
バランス	東京海上日興資産バランスファンド 毎月	1.35	1.90	1.04	22.53%	66.23%	1.72%	1.52%	8.00%
バランス	JP日米バランスファンド/JPAM	2.25	1.58	0.75	9.37%	44.19%		41.53%	4.91%

以下のグラフには、バランス型ファンドのうち、2017年のパフォーマンスが良かった2つのファンド（JP4資産バランスファンド（成長コース）、野村資産設計ファンド2045）の設定来の基準価格、純資産が示してあります。リターンはそれぞれ21.7%、21.86%（2016.11.15～2017.11.10）を示し、シャープレシオも2.89、3.00とリスク（標準偏差）と比較して非常に良い数字となっている。2017年は株式のパフォーマンスが良く、株式のウエイトが高いファンドが良いパフォーマンスとなっています。



## 2 mijica カード

### (1) 発行開始

ゆうちょ銀行では、2017年1月23日から、仙台市・熊本市の mijica 取扱郵便局・ゆうちょ銀行において、Visa プリペイドカード「mijica (ミヂカ)」の発行は開始しています。Mijica (ミヂカ) とは、満12歳以上(小学生を除く)のゆうちょの通常貯金口座をお持ちの方であれば、手数料無料ですぐに入会・発行が可能な地域密着型の Visa プリペイドカードであります。

このカードは、事前に入金した残額の範囲内の決済に利用できるプリペイド型クレジットカードであり、事前入金額の上限は10万円、1回当たりの利用限度額は5万円となっています。事前に入金する方法は、①指定日チャージ(指定の日にゆうちょ口座からチャージ)、②今すぐチャージ(口座振替登録により、いつでもすぐにチャージ)、③ポイントチャージ(たまったポイントを使ってチャージ)となっています。

このサービスは、地元に着したポイント優遇店での利用であれば、ポイント優遇が受けられます。

### (2) 機能追加等

2018年1月22日から、以下の機能が追加されています。

#### ア ゆうちょ ATM での現金チャージ・mijica 残金出金

全国約27,600台のゆうちょATMにおいて、現金でmijicaにチャージでき、mijica残高からの出金も可能となっています。

#### イ mijica 間送金「おくって mijica」

スマホ等の機能を使って、mijica 会員間でチャージ残高の送信機能を追加。会費の集金、子どもの小遣いの送金などに利用可となっています。

#### ウ 会員向けスマホアプリ「Lite 版」Ios 版・Android 版

iOS 専用で提供していた会員向けスマホアプリについて、家計簿機能を除き、よりシンプルに利用できる「Lite 版」を新たに提供しています。

また、発行地域も仙台市・熊本市に加えて、2018年2月1日からは、札幌市の mijica 取扱い郵便局、ゆうちょ銀行窓口でも取扱いを開始しています。

### 3 ネット決済拡大

ゆうちょ銀行では、2014年10月から、新しい決済サービス「即時振替サービス」を開始しています。パソコンやスマートフォン等を使用して、ゆうちょ総合口座から即時に口座振替により払戻し（支払）ができるものです。

利用開始前に、収納機関のWebサイト等から申込が必要となり、口座情報（記号、番号）を入力するとともに、口座名義人のカナ氏名、生年月日及びキャッシュカード暗証番号を入力し、本人確認がなされます。

その後は、送金金額の入力だけで、都度、口座情報、本人確認情報等を入力することなく、利用者の総合口座から収納機関の口座への送金が可能となります。「楽天Edy」「LINE Pay」など電子マネーのチャージなどがいつでもどこでも簡単にできるようになっています。

この応用例として、2017年7月から、ビリングシステム株式会社が提供するスマートフォンアプリ「PayB」使った決済が開始されています。地方自治体の公金などの収納のためのコンビニ等払込票のバーコードをスマートフォンで読み取り、スマートフォンで決済内容を確認の上、リアルタイムで決済するものです。KDDI株式会社の発行するコンビニ等払込票などにも取扱い先が拡大されています。

他方、2016年1月から、新しく「双方向即時振替サービス」を開始されています。こちらは、総合口座からの払出しに加えて、総合口座への入金（受取り）についても、可能なサービスです。公営競技口座への入金や配当金の受け取り、証券会社等への入金や受取りに利用が拡大されつつあります。

### 4 ATM強化

ゆうちょ銀行のATMは、地域金融機関との連携拡大により、2016年1月から、全国すべての地方銀行のカードが使えるようになりました。ゆうちょ銀行では、2017年3月末現在27,561台のATMを全国に配置しており、前年度末と比較し、247台増加しています。特に、新型の小型ATMを提携先であるファミリーマート店舗へ順次設置を進めています。2017年12月現在、この小型ATMを設置しているファミリーマートは約1,200店舗に上っています。小型ATMは、通帳での取扱いや払込票による通常払込みはできませんが、16言語での利用が可能となっています。

また、2017年9月から、スマートフォン向け「ゆうちょ銀行ATM検索アプリ」の提供を開始しています。これは、現在地や特定の場所から、最寄りのゆうちょATMを検索し、そのATMの場所までの道順を案内するアプリであります。このアプリは、英語、中国語（簡体字、繁体字）、韓国語にも対応しています。

2018年1月からは、株式会社イーネットがファミリーマートなどのコンビニエンスストアやスーパーなどに設置した銀行共同ATMをゆうちょ銀行のキャッシュカードで利用する場合に、平日日中などの時間帯は、手数料を無料とする取扱いを開始しています。