

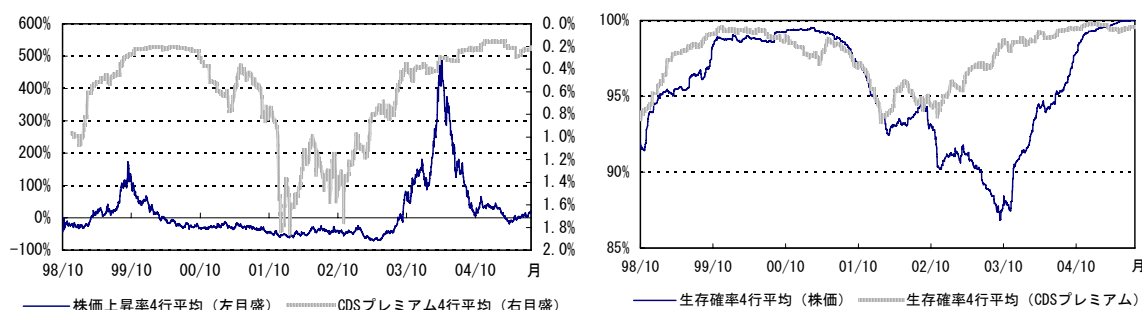
【BOX 1】 銀行株価と CDS プレミアムの分析

銀行株は 05 年後半、TOPIX を上回って上昇した。こうした銀行株価上昇の背景としては、不良債権問題を克服する過程で、90 年代後半以降株価が過小評価されていた部分が修正されるとともに、将来の収益力向上を織り込んで上昇した可能性が考えられる。以下、本稿では、大手銀行のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）における評価と株式市場における評価を比較することにより、05 年後半の銀行株価上昇の背景を考察する。

（分析の枠組み）

株価と CDS プレミアムの動きは、BOX 図表 1（左図）のように、一見全く関連がないように見える。これは、同一銘柄であっても、株価と CDS では、評価期間や評価する立場が大きく異なることによるものである（BOX 図表 2）。そこで、観察される各々の価格データに織り込まれる銀行の生存確率という共通の指標を推計し、比較を行った。

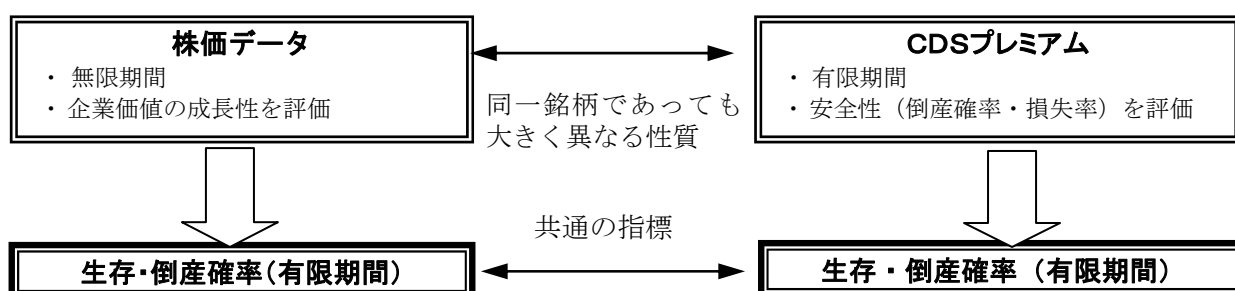
（BOX 図表 1）株価と CDS プレミアム



（注）合併・統合直後の株価と、直前株価が等しくなるように合併・統合後の株価を調整。株価上昇率 4 行平均は 4 行（三菱東京 FG、みずほ FG、三井住友 FG、UFJHG）の 1 年間の株価上昇率平均。CDS プレミアム 4 行平均は 4 行（東京三菱銀行、みずほ・コホレート銀行、三井住友銀行、UFJ 銀行）の 5 年物の CDS プレミアム平均。生存確率はそれぞれ 1 年間の生存確率。生存確率 4 行平均（株価）は株価から推計された生存確率の 4 行（三菱東京 FG、みずほ FG、三井住友 FG、UFJHG）平均、生存確率 4 行平均（CDS プレミアム）は CDS プレミアムから推計された生存確率の 4 行（東京三菱銀行、みずほ・コホレート銀行、三井住友銀行、UFJ 銀行）平均。直近値は、05 年 8 月 10 日。

（出所）GFI、Bloomberg、AMSUS

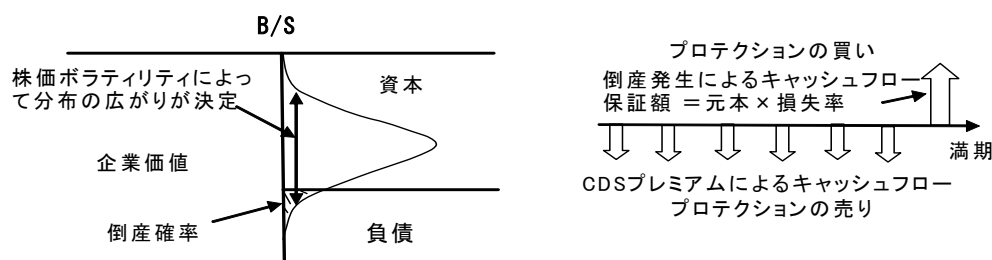
（BOX 図表 2）株価と CDS プレミアム



生存確率の推計にあたっては、株価では構造モデル（Merton モデル）を、CDS プレミアムでは誘導型モデル（Duffie-Singleton モデル）を用いている。Merton モデルとは、企業価値が負債（簿価）を下回る（債務超過）場合に、倒産が発生するとの仮定の下に、生存確率（1－倒産確率）を推計するモデルである（BOX 図表 3）。ここで、企業価値は株式時価総額と負債（時価）の和と考えることができるため、株価が上昇するほど生存確率は上昇することとなる。また、株価ボラティリティも、将来の株価推移の決定要因として重要であり、株価ボラティリティが大きいほど株価が大きく下落する可能性が高まるため、生存確率は低下す

ることとなる。一方、Duffie-Singleton モデルは、突発的に倒産が発生するとの仮定に基づくモデルである。そのため、対象企業の倒産確率や損失率は、CDS プロテクションの買い手の期待キャッシュフロー（倒産確率×保証額）の現在価値が、CDS プロテクションの売り手の期待キャッシュフロー（倒産までの CDS プレミアムの受け取り）の現在価値と等しくなるように推計される。従って、倒産時の保証額等が一定であると仮定すれば、CDS プレミアムが拡大しているほど、生存確率（倒産確率）が低下（上昇）することとなる。

(BOX 図表 3) 構造モデルと誘導型モデルの概念図



(分析結果)

推計結果は BOX 図表 1 (右図) に示したとおりである。これをみると、02 年から 04 年にかけて、株価から推計された生存確率が CDS プレミアムから推計された生存確率を大きく下回った時期があるものの、04 年秋には両者がほぼ一致していたことがわかる。両者が大きく乖離した時期は、景況感の低迷・デフレ懸念の強まりなどから、株式市場全体が下落した時期であり、銀行株もそうした市場全体の動きの影響を受けて、CDS 対比割安に価格付けが行われた可能性がある。

05 年後半の銀行 CDS プレミアムと株価の動きをみると、前者は、年末にかけて 6 月末比 32%縮小した一方、株価は、年後半を通じて概ね上昇傾向を辿るなか、とくに 8 月以降大きく伸びを高め、年末時点では 6 月末比 73%上昇した (BOX 図表 4)。

Merton モデルでは、株主は企業価値（総資産時価）から負債額面を除いた残余価値を獲得でき、満期でのペイオフは BOX 図表 5 のようになる。株価のコール・オプションとしての価値に着目すると、企業価値が負債（簿価）を大きく上回り、生存確率が極めて 100%に近くなる足許のような状況では、とくに企業価値増加に対する感応度が大きく上昇することがわかる。一方、債権者にとっては、生存確率が極めて 100%に近くなる局面での負債時価の企業価値増加に対する感応度は、株価のそれと比較して非常に限定的なものとなる。

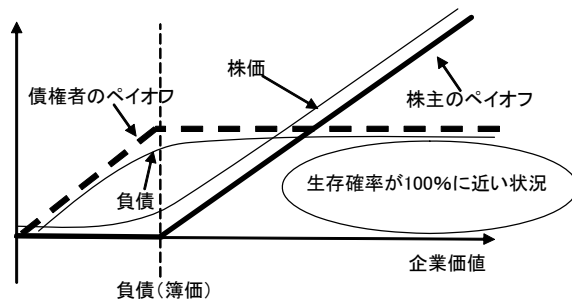
既に 04 年秋には、両者に織り込まれた生存確率が概ね 100%に近い水準で収斂していたことを踏まえると、足許の銀行株価の上昇には、銀行の破綻リスクが低下するなか、銀行の将来の収益拡大期待が織り込まれていたと考えられる。

(BOX 図表 4) 株価と CDS プレミアム (05 年中の動き) (BOX 図表 5) 株価・負債と企業価値の関係



(注) 05 年 1 月 4 日を 100 として指数化。株価は三菱東京 FG、みずほ FG、三井住友 FG の平均、CDS プレミアムは東京三菱銀行、みずほコホーレト銀行、三井住友銀行の平均。

(出所) Bloomberg、AMSUS

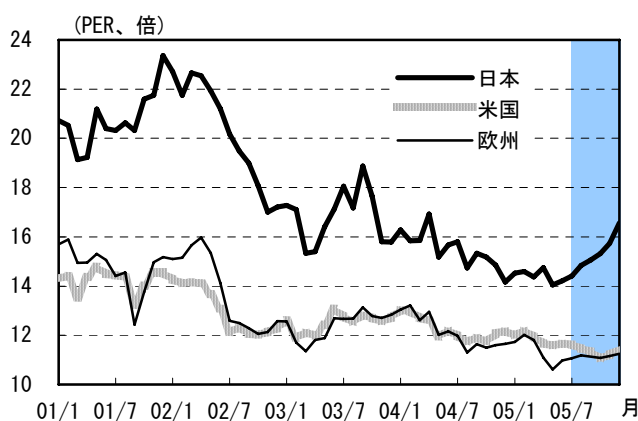


【BOX 2】 残余利益モデルによる PER の要因分解

わが国株式の PER は、本年後半から上昇に転じており、足許、欧米の水準から乖離がみられる（本文図表 33）。以下では、この背景について、理論株価算出の一手法である残余利益モデルの概念を用いて分析する。

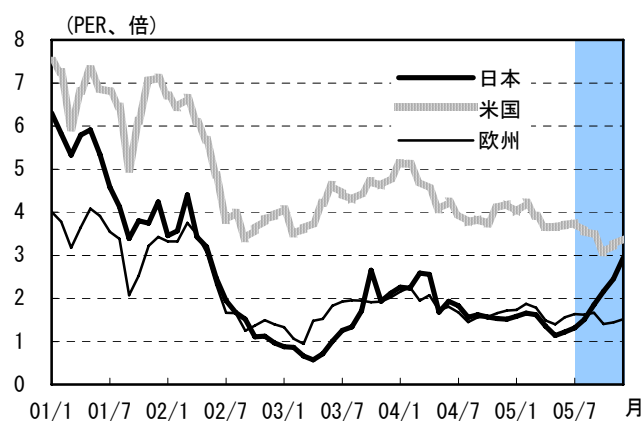
残余利益モデルでは、企業の株式価値を、現在の純資産簿価に、将来の残余利益（投資家の要求収益<株式コスト>を上回る利益）の現在価値を加えたものと定義する。このため、PER は、①残余利益が発生しない場合の PER（「ベース PER」）と、②残余利益部分にかかる PER に分解される。「ベース PER」は株式コスト（無リスク金利+株式リスクプレミアム）の逆数であり、金利水準やリスクプレミアムが低いほど高くなる。一方、残余利益部分にかかる PER は、足許の残余利益を産み出す能力（「フランチャイズ・ファクター」）とその成長力（「成長ファクター」）に分解される（BOX 2 図表注参照）。

（BOX 図表 6） ベース PER



（注）残余利益が発生しない場合の PER。

（BOX 図表 7） 残余利益 PER



（注）残余利益にかかる PER（「フランチャイズ・ファクター」と「成長ファクター」の積）。

【BOX 2 図表に関する注および出所】

（注）1. 残余利益モデルでは、PER は、

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1}{k} + \frac{g}{k-g} \cdot \frac{(ROE_1 - k)}{k \cdot ROE_1}$$

と表され、

① $1/k$ （ベース PER<株式コストの逆数>）、

② $g/(k-g)$ （成長ファクター）、

③ $(ROE_1 - k)/(k \cdot ROE_1)$ （フランチャイズ・ファクター）、

という3つのファクターに分解される（ P は株式価値、 E は最終利益、 k は株式コスト<無リスク金利+株式リスクプレミアム>、 g は定常成長率）。

2. 日本は TOPIX、米国は S&P500、欧州は Euro STOXX ベース（全て 12 ヶ月先予想ベース）。

3. 長期金利は 10 年国債利回り。

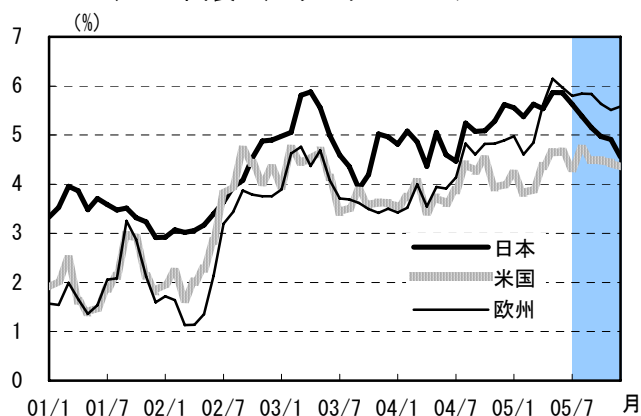
4. 定常成長率は Consensus Forecasts の実質 GDP 長期予想成長率（5-10 年先）。欧州については、03 年 4 月以前はドイツの値。

（出所）I/B/E/S、Consensus Forecasts、Bloomberg

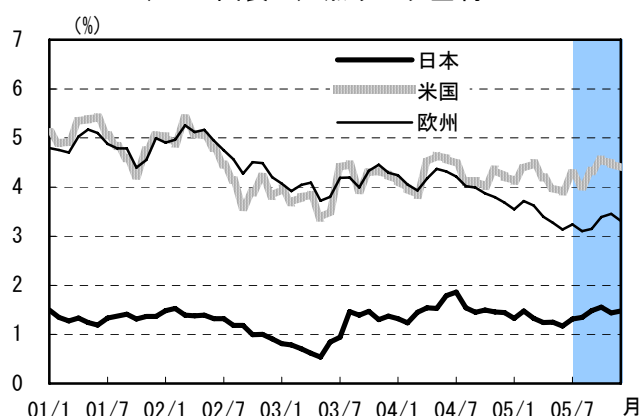
この分析の枠組みに基づいて、PERの変動の背後にある諸要因の推移をみたものがBOX図表6～11であり、主な特徴は次のとおりである。

- ① わが国のPERは、03年頃から05年前半にかけて、米国とほぼ同水準、欧州より2倍程度高め水準で推移しているが、内訳をみると、ベースPERは欧米比高め水準にある。これは、わが国では、株式リスクプレミアムは高いものの、無リスク金利が低いため、株式コストベースでは欧米比低いことによるものである。なお、欧米のベースPERはほぼ同水準にある。
- ② 一方、同時期の残余利益PERをみると、日欧がほぼ同水準にあり、米国がこれを2倍程度上回っている。内訳であるフランチャイズ・ファクター、成長ファクターともに米国が日欧を上回っており、米企業の収益力や成長力の強さを反映している。
- ③ 05年後半にわが国のPERが欧米比上離れした内訳をみると、ベースPER、残余利益PERともに上昇している。両者の上昇はともにリスクプレミアムの縮小を受けたものである。残余利益PERについては、フランチャイズ・ファクター、成長ファクターともに上昇しているが、これには、足許の収益力および成長力の高まりも影響している。この間、欧米の05年後半の各要因の推移をみると、概ね横這いであった。

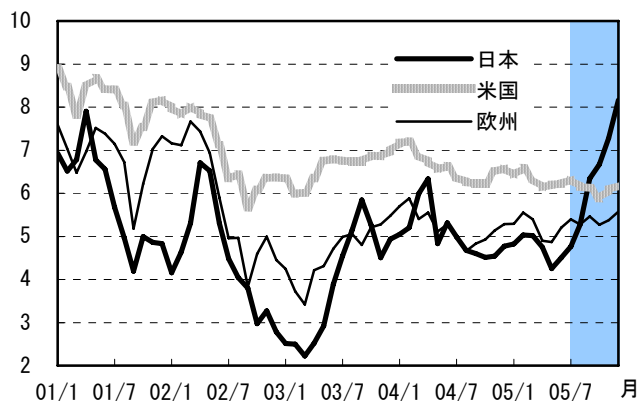
(BOX図表8) リスクプレミアム



(BOX図表9) 無リスク金利

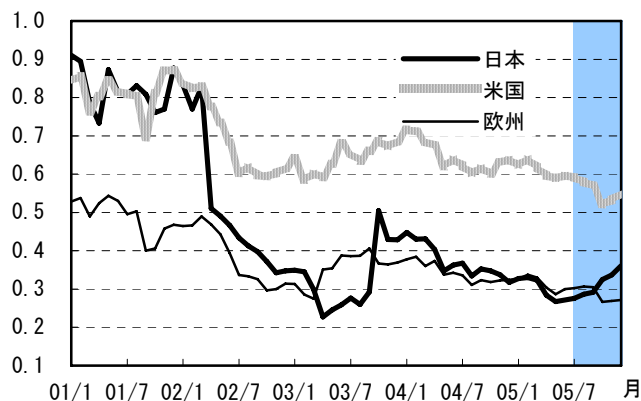


(BOX図表10) フランチャイズ・ファクター



(注) 残余利益を産み出す能力を表す。

(BOX図表11) 成長ファクター



(注) 将来の成長(投資)機会の現在価値を表す。

【参考文献】

English, James R. [2001], "Applied Equity Analysis," McGraw-Hill, pp.349-359

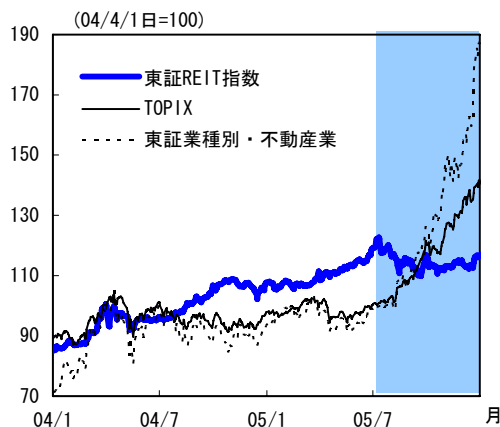
【BOX 3】 J-REIT の動向

株価が全般に力強い上昇となるなか、市場発足以来上昇を続けてきた J-REIT（日本版不動産投資信託）指数は、7月中旬から8月上旬にかけて下落した（BOX 図表 12）。これは、7月上旬までの急ピッチな価格上昇を受けた利益確定売りの動きや、好調な株式等に資金をシフトする動きがみられたことによるものである。こうした相場動向の背景には、7月以降、10 銘柄が新規に上場され、その半数以上の銘柄で上場初値が公募価格を下回ったことを受けて、需給悪化懸念が強まっていたことがあった。また、J-REIT の銘柄数が 28 まで拡大する中、スポンサーや裏付資産が多様化し、銘柄選別の動きがやや強まったことも影響したとみられる。J-REIT の投資収益性を評価する指標の一つである NOI 利回り^(注)をみても、4%を下回るような割高な投資案件は、投資家から敬遠されるといった動きもみられた。

もっとも、J-REIT の時価総額は増加をつづけているほか、私募の不動産ファンドへの資金流入も続いており、不動産に対する投資家の投資意欲に大きな変化があるようには窺われない。J-REIT への投資家層も多様化している。従来中心的な買い手であった金融機関の買いには一服傾向が窺われるが、海外投資家が買い越しに転じている。この背景には、海外 REIT 対比厚めのイールド・スプレッド（配当利回りーリスクフリー・レート、BOX 図表 13）が確保できる J-REIT に、海外不動産ファンド等が根強い投資需要を示していることがある。

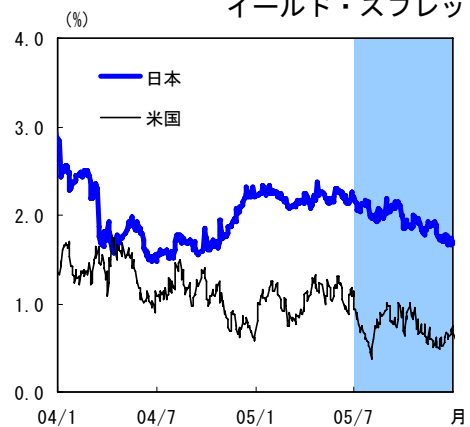
（注）NOI（Net Operating Income）とは、減価償却前賃貸事業収益のことであり、NOI 利回りは、運用資産の NOI を運用資産取得価格で除して求められる。

（BOX 図表 12） 東証 REIT 指数の推移等



（注）東証 REIT 指数は、東証上場の REIT 全銘柄を対象とした時価総額加重平均指数。
（出所）Bloomberg、QUICK

（BOX 図表 13） 日米 REIT のイールド・スプレッド



（出所）Bloomberg、NAREIT

【参考文献】

佐々木康一・一瀬善孝・清水季子[2005]、「J-REIT 市場の拡大と価格形成」、日銀レビュー・シリーズ、2005-J-12

【BOX 4】 国債金利とクレジット・スプレッドの関係

わが国のクレジット・スプレッドは、2002年春以降縮小基調にあり、05年後半もこの基調は維持された。その背景としては、本文中でも指摘したように、①企業の財務内容および業績の改善に伴う信用力の向上に加え、②国債金利が低位安定するなかで、利回りを追求する投資家が、代替投資の手段として社債を購入したことなどが挙げられる。

以下では、①に関する説明変数として株価上昇率や株価インプライド・ボラティリティ、②に関する説明変数として国債金利とその不確実性に対応する金利インプライド・ボラティリティ (IV) を用い、格付別のクレジット・スプレッドの回帰分析を行った。分析結果によると、各要因がクレジット・スプレッドに与える影響には、信用リスクの大きさに応じた異なるメカニズムがあることが分かる。

まず、高格付債を中心に、国債金利がクレジット・スプレッドに有意な影響を及ぼしてきたことが確認できる (BOX図表14、15)。すなわち、高格付債は、現状では、国債に準ずる債券として投資される傾向が強く、国債金利の上昇によって国債でも十分な利回り水準が確保できるようになれば、絶対利回りに着目する投資家を中心に高格付債から国債にシフトする可能性があることを分析結果は示唆している。

他方、A格やBaa格といった中程度の信用リスクを持つ社債については、国債金利のインプライド・ボラティリティの影響を大きく受けているとの結果となった。これは、こうした格付けの社債が、利回りの不確実性の高まり、これに伴う投資姿勢の消極化や流動性の低下などの影響を受けやすいものと解釈できる。ただし、過去のケースをみると、こうした影響は一時的なものに止まっている。

(BOX図表14) クレジット・スプレッドと国債金利の関係

	国債金利	金利IV	株価上昇率	株価IV	Adj R ²
Aa	0.252 (0.015)	0.021 (0.004)	-0.002 (0.000)	0.005 (0.001)	0.649
A	0.291 (0.040)	0.064 (0.009)	-0.004 (0.001)	0.010 (0.002)	0.519
Baa	0.116 (0.049)	0.080 (0.011)	-0.004 (0.001)	0.015 (0.003)	0.401
Ba	-0.007 (0.094)	0.037 (0.019)	-0.013 (0.001)	0.034 (0.008)	0.352

(注) 1. 以下の推計式の係数 a、b、c、d の推計値と標準誤差、および、Adj R²。

$$\text{クレジット・スプレッド} = \text{定数} + a \times \text{国債金利} + b \times \text{金利IV} + c \times \text{株価上昇率} + d \times \text{株価IV} + \text{推計誤差}$$

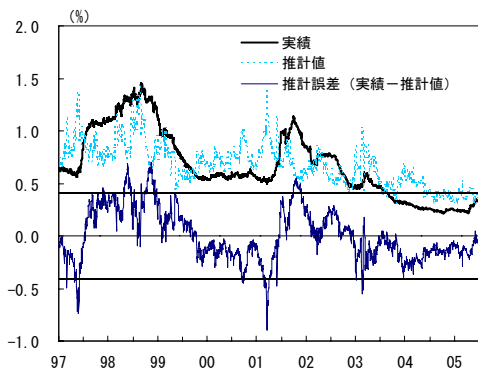
2. 国債金利は年限5年、金利IVは長国先物オプション、株価上昇率(前年比)は日経225、株価IVは日経225オプションのもの。格付けはムーディーズによる。
3. 標準誤差は括弧内。Newey-Westの推計方法による。シャドーは5%有意。
4. サンプル期間は、97年7月1日～05年12月30日。

(出所) 日本証券業協会、Bloomberg

一方、Ba 格など比較的格付けの低い社債では、金利よりも株価上昇率や株価インプライド・ボラティリティの影響が強いことが確認された。これは、格付けが低くなるほど信用リスクに直結する情報、例えば企業収益見通しや不確実性が、倒産確率の変動に繋がりがやすくなるためと解釈できる。

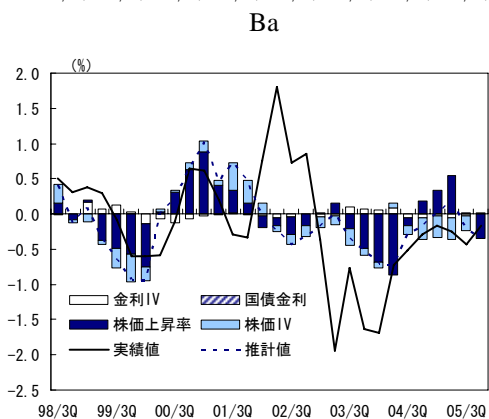
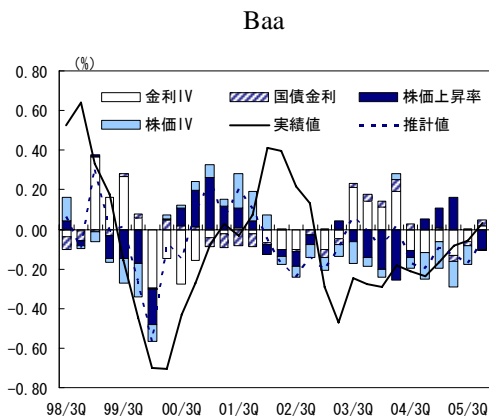
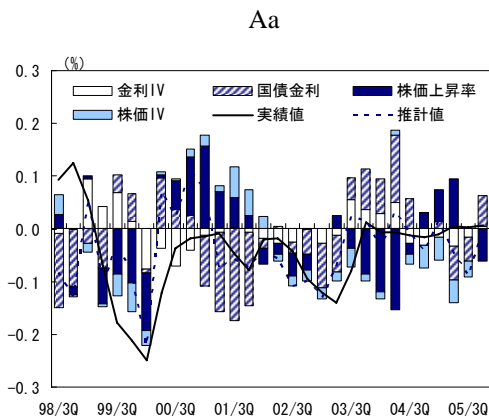
Baa 格のスプレッドの実績と推計値を比較すると、97-98 年の金融危機時や 01~02 年のエンロンとワールドコム破綻時などでは乖離が大きく、こうした突発的なイベント時には、株価や国債金利では説明できないほどクレジット・スプレッドが拡大したことがわかる (BOX 図表 15、16)。また、ここ 1~2 年は、実績が推計値を下回っており、投資家の利回り追求の動きなどがスプレッドを押し下げていた可能性を示唆している。もっとも、足許では、株高を受けて推計値が低下基調にある一方、スプレッドが幾分拡大してきており、両者は概ね一致している (前掲 BOX 1 参照)。

(BOX 図表 16) Baa 格クレジット・スプレッドの実績と推計値の関係



(注) 1. BOX 図表 14 の回帰結果から算出。
2. 黒点線は、誤差の 90%信頼区間。
(出所) 日本証券業協会、Bloomberg

(BOX 図表 15) クレジット・スプレッド前年差の寄与度分解



(注) 1. BOX 図表 14 の回帰結果から算出。
2. 各四半期に属する日次の結果の平均。
(出所) 日本証券業協会、Bloomberg

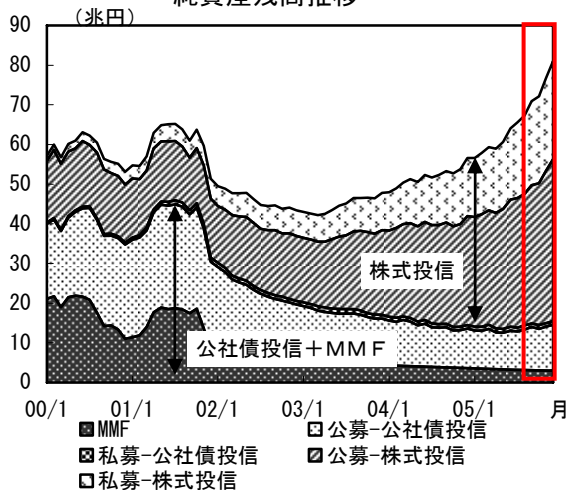
【BOX 5】 投資信託の動向

わが国の投資信託市場への資金流入は継続しており、足許の公募・私募契約型投資信託の純資産残高は 81 兆円（05 年 12 月末時点）と既往ピークを更新中である。2000 年からの純資産残高の推移をみると（BOX 図表 17）、2000 年後半からの純資産増加は、金利水準が低下するなか MMF に法人性資金が流入、加えて公社債投資信託の予想分配から実績分配への移行によって個人資金も流入し、MMF や公社債投資信託の純資産が増加した。その後 01 年末～02 年初にかけては米国企業会計問題をきっかけに MMF の元本割れが発生したことから、解約が相次ぎ、純資産残高は減少した。03 年後半以降は様々な商品へ広がりを見せながら増えていることが特徴であり、株式投資信託に資金が流入している様子が窺える。

とくに純資産が増加しているのは分配重視型、高金利ソブリン、資産分散型といった特徴を有する投資信託である。海外の政府債券を中心に投資する代表的な毎月決算型ファンドは、下期中に 0.7 兆円純資産残高が増加し、純資産残高は 5 兆円規模となっている。また新規に設定されているファンドの特徴としては、新興国株式や、コモディティ関連、地域特化型など商品種類が多様化してきたことも挙げられる。なお、最近残高が増加している私募株式投資信託は、銀行や生命保険会社など機関投資家向けオーダーメイド商品が多いと言われている。

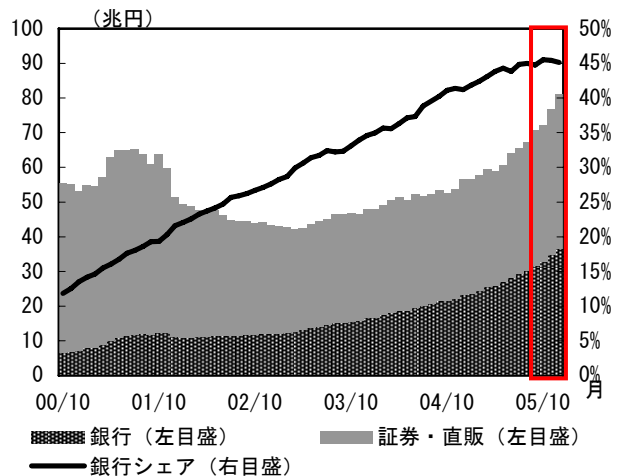
投資信託の販売態別純資産残高の状況（BOX 図表 18）によると、98 年の銀行窓販解禁以降、銀行の販売シェアが上昇しており、投資信託市場の裾野拡大に寄与している。販売金融機関にとっても手数料収入が見込めることから、販売強化に取り組んでいる。さらに 05 年 10 月からは、日本郵政公社による投資信託の窓販も開始された。世界の投資信託規模は 99 年以降、年間 1 兆ドルのペースで増加しており、99 年には投資信託残高世界第 4 位であったわが国は、04 年には 9 位にまで順位を低下させている。また資金循環統計によると（05 年 9 月）、家計部門の総資産における投信受益証券の保有比率は約 3%にとどまっている。

（BOX 図表 17）公募・私募契約型証券投資信託の純資産残高推移



（注）枠内は、05/7～12 月。
（出所）投資信託協会

（BOX 図表 18）販売態別純資産残高の状況



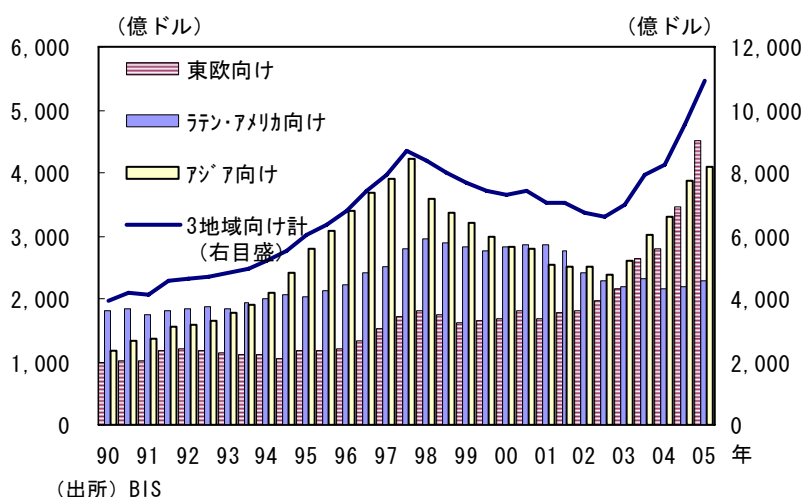
（注）枠内は、05/7～12 月。
（出所）投資信託協会

【BOX 6】 アジアを巡る資金フローの動向

エマージング諸国向けの資金フロー（BIS 国際与信統計の「クロスボーダー与信」ベース、注）の動向をみると、03年頃から急速に増加傾向にある。与信対象地域別にみると、東欧諸国向けの急増が目立つほか、97年のアジア通貨危機以降減少傾向にあったアジア諸国向けも急速に残高を回復し、通貨危機前の水準に近づいている（BOX 図表 19）。

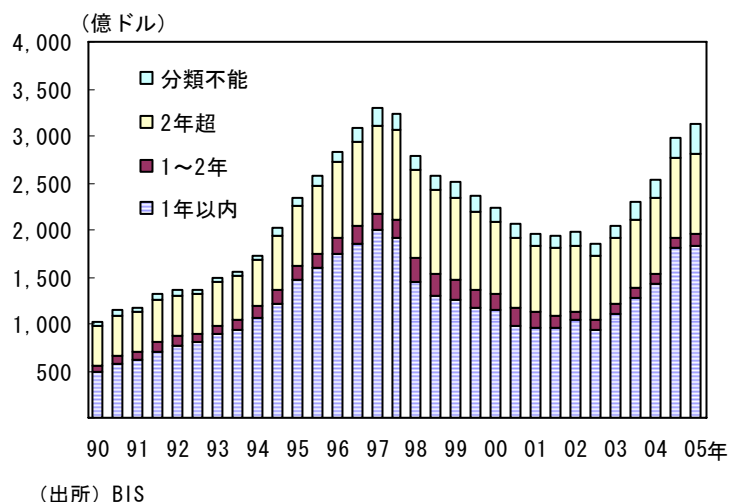
（注）BIS 国際与信統計は、わが国を含めた 30 各国・地域の国際的に活動する主要金融機関（うち邦銀 57 行）からの報告に基づく統計。本統計から、金融機関（海外支店、現地法人を含む）の国別の①クロスボーダー与信と②現地通貨建現地貸の規模を把握できる。現地貸の中でも非現地通貨建て与信は、統計の制約上、①クロスボーダー与信に含まれる。なお、金融機関以外の投資家による投融資活動は、この統計に含まれていない。

（BOX 図表 19）世界全体からエマージング諸国向けクロスボーダー与信の内訳

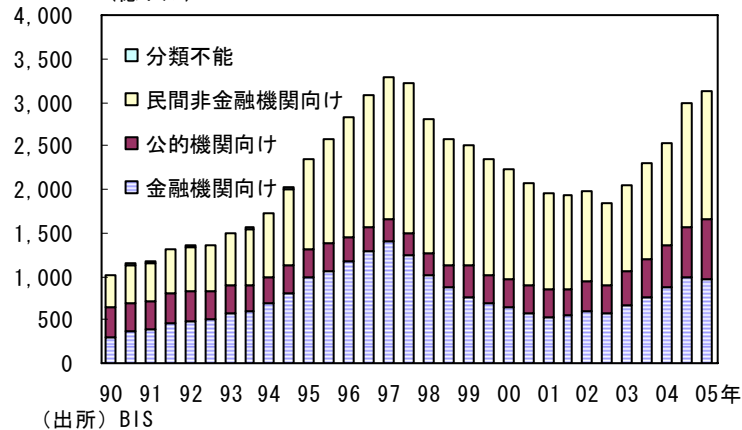


このうち日米欧の金融機関によるアジア向けクロスボーダー与信の内訳をみると、近年の増加は、期間1年以内の短期与信、金融機関向け与信が中心である（BOX 図表 20、21）。アジア通貨危機前はこうした与信が全体の半分を占めており、これが急速に引き揚げられたことが通貨危機の引き金となった。通貨危機後、これらの与信は減少していたが、このところ再び増加傾向にある。

（BOX 図表 20）日米欧からアジア向けクロスボーダー与信の期間別内訳

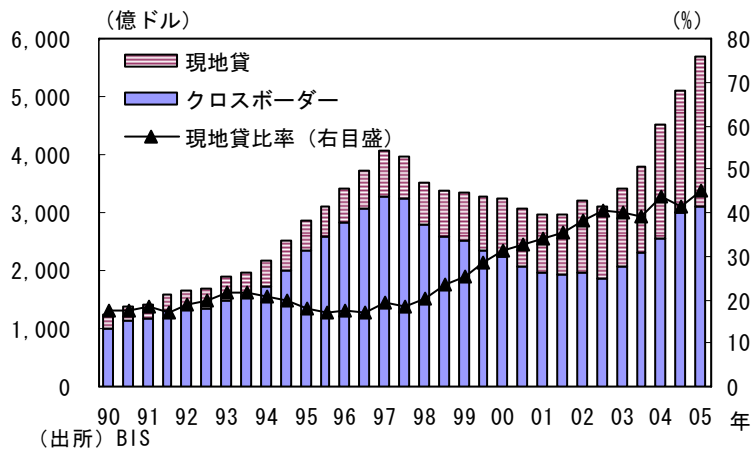


(BOX 図表 21) 日米欧からアジア向けクロスボーダー与信の部門別内訳
(億ドル)



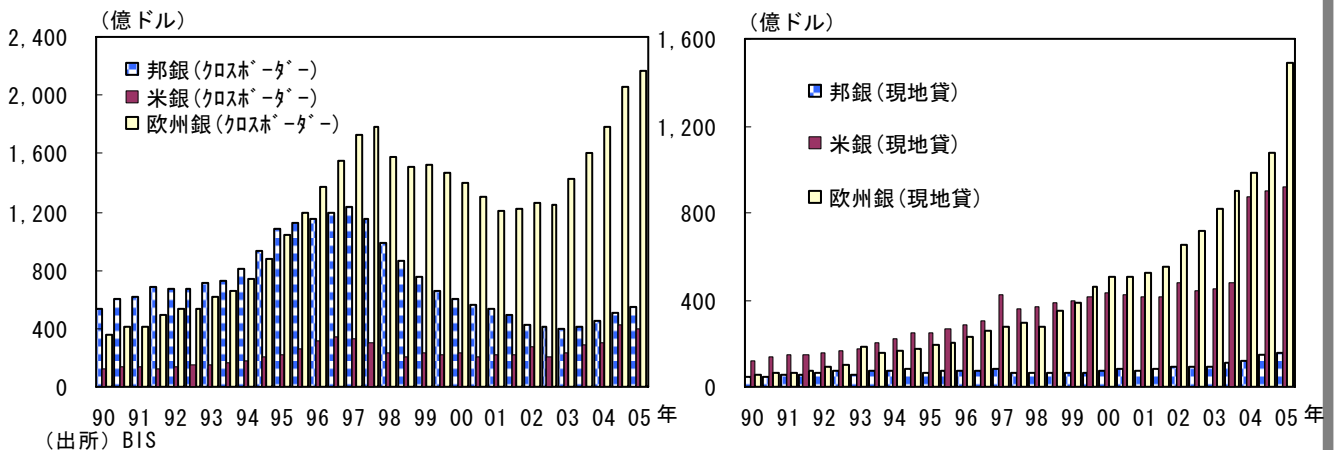
通貨危機当時と異なるのは、クロスボーダー与信だけでなく、現地貸（現地通貨建て）も大きく増加している点である（BOX 図表 22）。これは、欧州系の銀行を中心に、現地金融機関の買収などを通じて、アジア諸国での拠点網や顧客基盤を広げ、これをベースにした与信活動を拡大していることによるものである。こうした先進国金融機関による現地資本投入、現地化の動きは、前回通貨危機時にみられたような急激な資金流出のリスクを低下させるものと考えられる。

(BOX 図表 22) 日米欧からアジア向けのクロスボーダー与信・現地貸内訳
(億ドル)



アジア向けクロスボーダー与信・現地貸を金融機関の母国別にみると、近年の増加は主として欧州系金融機関によるものであり、邦銀はクロスボーダー与信を中心に僅かな増加に止まっている（BOX 図表 23）。

(BOX 図表 23) アジア向けクロスボーダー与信・現地貸の日米欧の内訳
(億ドル)



【BOX 7】 ヘッジファンドの動向

(グローバルにみたヘッジファンドの動向)

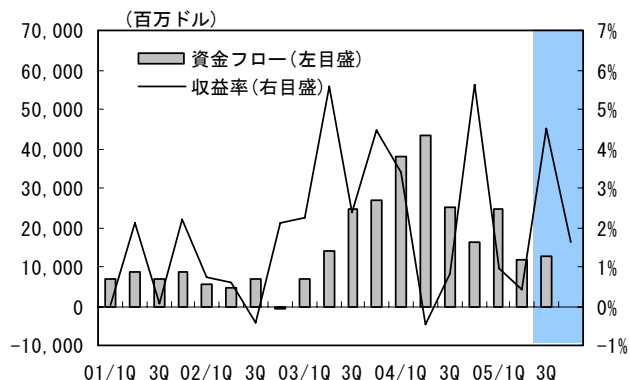
近年、世界的にヘッジファンドへの資金流入が続いており (BOX 図表 24)、グローバルな金融市場における影響力を高めている。正確な規模の把握は難しいが、世界で1兆ドル以上に達するとの推計もある。グローバルな金融市場の動きを理解していくうえで、ヘッジファンドの投資行動やヘッジファンドへの資金流入の動きを把握していくことはますます重要になってきている。

ヘッジファンドが普及してきた背景としては、①近年株や債券といった伝統的資産に比べて、相対的に低いボラティリティで高い収益率を達成してきたこと、②伝統的資産との相関が低く、ポートフォリオに組み入れることでリスク分散を図ることが期待できたこと等が挙げられる。

ごく最近の動向をみると、ヘッジファンドへの資金流入は続いている (前掲 BOX 図表 24) が、収益率は過去に比べて低下している (BOX 図表 25)。ヘッジファンドの収益率が低下した理由としては、98年のLTCM破綻及び2000年以降の伝統的資産のパフォーマンス低迷を受けて、投資家のヘッジファンドに対する期待リスクが低下するなか、過去と比較してリスクを抑えて安定的な収益を上げようとするヘッジファンドが多くなっていることが挙げられる。また、ヘッジファンド市場に多くの資金が流入したため収益機会が減少したのみならず、ヘッジファンドの乱立により投資マネージャーの平均的な質が低下したことなども理由として指摘されている。

このようにヘッジファンドは世界的に拡大傾向を続けており、平均的にみたリスクや収益率は低下してきているが、個々のファンドは運用成績に応じて大幅な資金の流出入が生じている。例えば、ヘッジファンドの代表的戦略の1つである「転換社債 (CB) アービトラージ戦略」をみると (BOX 図表 26)、04

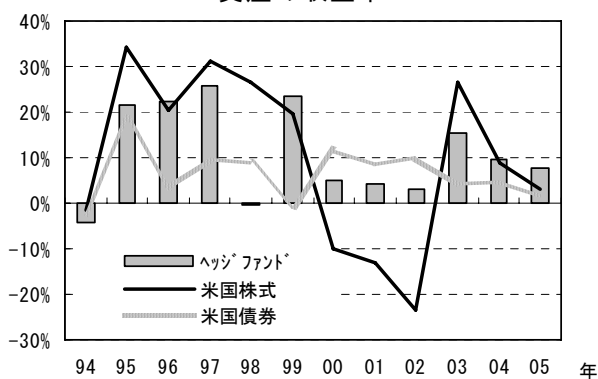
(BOX 図表 24) ヘッジファンドの資金フローと収益率



(注) 四半期ベースの収益率及び資金流入額。直近は資金フローが05/3Q、収益率が05/4Q。

(出所) CSFB/Tremont、Tremont Capital Management

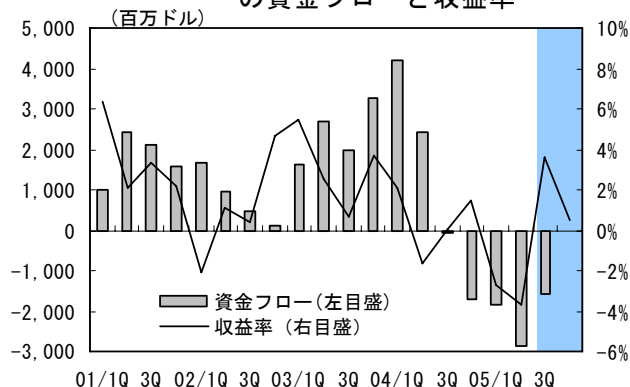
(BOX 図表 25) ヘッジファンドと伝統的資産の収益率



(注) 上図は年次収益率を示したものの。

(出所) CSFB/Tremont、Bloomberg

(BOX 図表 26) CB アービトラージ戦略の資金フローと収益率



(注) 四半期ベース。直近は資金フローが05/3Q、収益率が05/4Q。

(出所) CSFB/Tremont、Tremont Capital Management

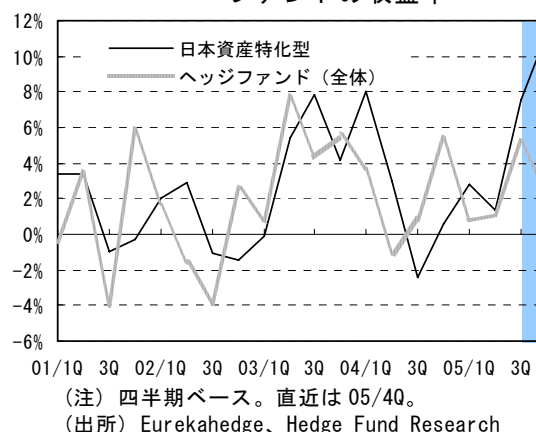
年以降、株式のボラティリティの低下や CB の新規発行量の減少等を受け、収益率が低迷し、資金流出が起こった。さらに、GM・フォードの格下げを契機に一部のヘッジファンドが大きな損失を被ったことから、同戦略からの資金流出は拡大することとなった。

（わが国におけるヘッジファンドの動向）

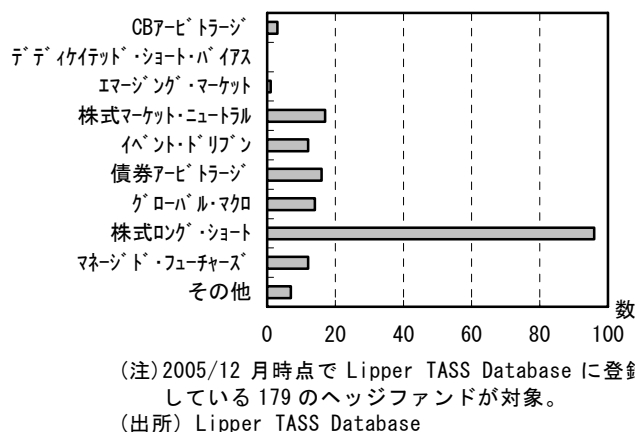
近年、わが国においてもヘッジファンドの動きが金利や株式、為替市場などに大きな影響を及ぼすようになってきている。わが国の金融資産を中心に投資を行うヘッジファンドも近年増加傾向にあるといわれている。わが国の金融資産のみを投資対象とするヘッジファンドの収益率をみると、他のヘッジファンドに比べて高く（BOX 図表 27）、またわが国の資産を投資対象とするヘッジファンドの多くは株式を投資対象としている模様である（BOX 図表 28）。

一方、わが国の機関投資家によるヘッジファンド投資も増加傾向にある（BOX 図表 29）。これまでのところはファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資が中心となっているが、一部の機関投資家では、①手数料の削減、②過大な分散投資の見直し、③戦略変更の機動性向上（主にマルチ・ストラテジーファンド）などの観点から単独ファンドを採用する動きもみられ、ヘッジファンドの投資手法も多様化が進んでいる。

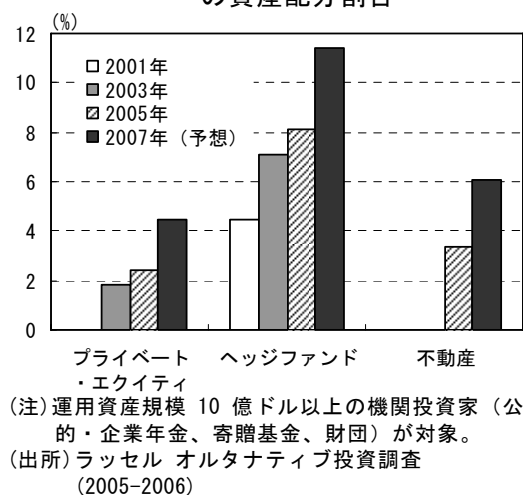
（BOX 図表 27）日本資産特化型ヘッジファンドの収益率



（BOX 図表 28）日本資産を投資対象とするヘッジファンドの戦略別ファンド数



（BOX 図表 29）オルタナティブ投資への資産配分割合



【参考文献】

日本銀行金融機構局・金融市場局[2005]、「ヘッジファンドを巡る最近の動向」、日本銀行調査季報