

米国の富裕層と財団：オルタナティブ投資に対する見方

関 雄太

要 約

1. 世界の富裕層個人投資家に関する調査「ワールド・ウェルス・レポート 2005」によれば、2004年時点の全世界の富裕層人口は2003年から7.3%増加して推計830万人となり、その推計保有資産の総額は2003年から8.2%増の30.8兆ドルに達した。北米の富裕層人口が欧州を抜き、今後も高い資産成長率が見込まれている。
2. 富裕層個人の金融資産において、プライベート・エクイティ、ヘッジファンドなどオルタナティブ投資（代替投資）の比重が徐々に高まっており、2004年時点で14%に達したと推計される。ただし、フィナンシャル・アドバイザーの間では、ヘッジファンドの急速な拡大に対しては警戒感もでてきている。
3. 財団法人・慈善信託の2004年運用状況を調べた「コモンファンド・ベンチマーク・スタディ」によれば、米国の非営利団体のアセットアロケーションにおけるオルタナティブ投資は前年の14%から18%に上昇した。この増加を牽引しているのはヘッジファンドであり、根強い人気がある。
4. 日本の富裕層個人や財団・非営利団体においても、オルタナティブ投資が普及しはじめていると思われるが、米国の投資家の間でヘッジファンドに求める価値が変化をみせていること、またオルタナティブ投資資産の中での「分散化」や「調整」が意識されていることなどは、注目しておくべきであろう。

I. 世界の個人富裕層とオルタナティブ投資

1. 世界最大の富裕層市場となった北米

2005年6月9日にコンサルティング会社のキャップジェミニと大手証券メリル・リンチから、世界の富裕層に関する調査「ワールド・ウェルス・レポート 2005」が発表された¹。

金融資産額100万米ドル以上で定義される富裕層（ハイネットワース）の2004年推計人口は、2003年から7.3%増加して全世界で830万人となり、その推計保有資産の総額は

2003年から8.2%増の30.8兆ドルに達した（図表1）。

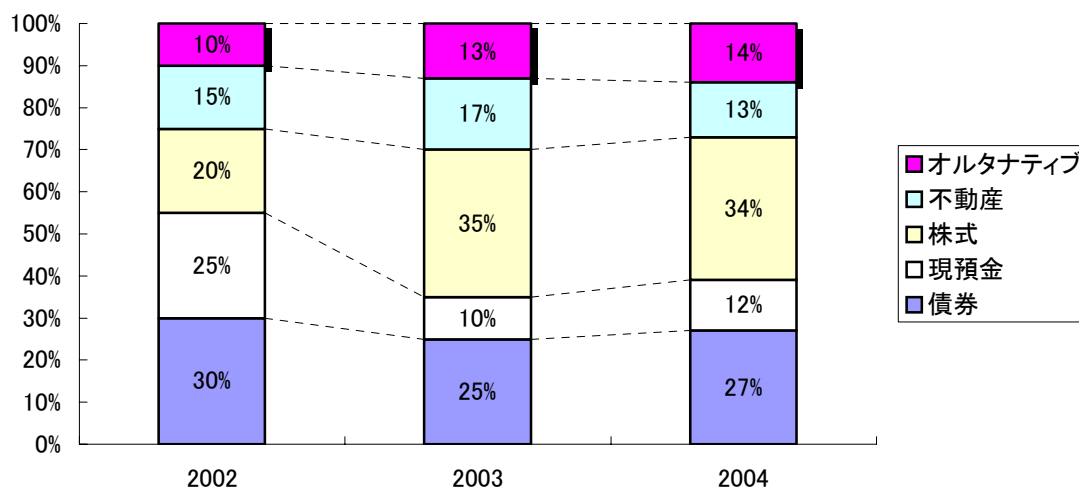
富裕層の人口・資産額は、おおむね世界中で堅調な伸びを示したが、地域別にみて注目されたのは、「北米」が人口・資産額の両方で「欧州」を抜き、世界最大の富裕層市場となったことである。また、本レポートでは、今後5年間、富裕層の金融資産は年率6.5%で成長すると予想しているが、北米については、年率8.4%と世界平均を上回る成長率を予想する（2009年の北米の富裕層金融資産は13.9兆ドルに達する）。米国金融機関が富裕層向けビジネスに注力している背景は、収益性と成長性ということになる。また、

図表 1 世界の富裕層人口・資産額の推移

	富裕層人口(百万人)					資産額(兆ドル)				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
欧州	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	8.4	8.2	8.4	8.6	8.9
北米	2.2	2.2	2.2	2.5	2.7	7.5	7.6	7.4	8.5	9.3
アジア太平洋	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3	4.8	5.3	5.9	6.6	7.2
ラテンアメリカ	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	3.2	3.5	3.6	3.4	3.7
中東	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	0.8	0.8	0.8	1.0
アフリカ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
全世界	7.0	7.0	7.2	7.7	8.3	25.5	26.0	26.7	28.5	30.8

(出所) キャップジェミニ、メリル・リンチ「ワールド・ウェルス・レポート」(2003年版～2005年版)

図表 2 富裕層投資家の資産配分



(出所) ワールド・ウェルス・レポート(2005年版)より野村資本市場研究所作成

アジア太平洋地域の富裕層拡大は相変わらず顕著で、富裕層人口は年率 10%前後で増加している。

2. 増大傾向が続くオルタナティブ投資へのアロケーション

富裕層の資産配分・運用では、2003年にドラスチックに回復した株式への配分が微減、その一方で債券・現預金への配分が微増となり、やや保守的なアロケーションとなったことが注目される(図表2)。

また、オルタナティブ投資への配分は、前年に引き続き増大傾向にあり、2004年時点で金融資産の推定 14%に達した。図表 1 及び 2 のデータを用いて、ラフな推計を行うと、世界の富裕層のオルタナティブ投資残高は、

2004年時点で約 4.3兆ドルに達しており、2002年時点の約 2.7兆ドル弱から、1.6兆ドルもの増加を示したことになる。

オルタナティブの中で目立ったのは、プライベート・エクイティの人気復活である。ケンブリッジ・アソシエイツが作成している米国プライベート・エクイティ指数は2004年23.5%の上昇を記録して、主要株式指数のリターンを凌駕しており、今年も人気は継続するとみられている。

一方で本調査では、ヘッジファンドについては、ファンド本数が数千本に達し、リターンにもやや陰りが見えることから、フィナンシャル・アドバイザーが顧客に説明しているヘッジファンドの利点が、「高リターンの追求」から「ポートフォリオの分散化」にシフ

トしつつあると指摘している。

また、オルタナティブにアロケーションで抜かれた不動産は、純資金流出とまではいかないものの、利益の刈り取りを目指す動きが見られるという。この富裕層の不動産に対する投資行動は、米国市場で現在も継続している不動産価格の上昇や住宅ブームから考えれば、やや格差がある姿勢であり、興味深いポイントといえよう。

II. 富裕層のニーズとフィナンシャル・アドバイザー

1. 総合的なプライベートバンクサービスを求める中間富裕層 (MTM)

ワールド・ウェルス・レポートは、富裕層投資家が金融機関に求めるサービスについても、毎年、トレンド仮説を示している。

今年、本レポートが富裕層金融ビジネス成功の鍵としてスポットライトをあてているのは MTM (Mid-Tier Millionaires ; 中間富裕層) のニーズである。

MTM は、金融資産 500 万ドルから 3,000 万ドルの富裕層と定義され、2004 年末時点で世界に 74 万人程度存在すると推計される。MTM の多くは、IT ブーム・バブルの際に大きな資産価値の変動を経験しているため、専門的なアドバイスを求める傾向が強い一方で、ファミリーオフィスなどが提供されている超富裕層 (金融資産 3,000 万ドル超、推計 7.8 万人) と、数が多い 100~500 万ドル規模の富裕層 (推計 745 万人) との間に挟まってしまっており、総合的なプライベートバンクサービスが提供されていない状況にあるという。

MTM は、複数の有能なマネーマネージャーを活用し、さらに彼らをマネージして単純化した資産管理を実現するようなサービスを特に欲しているとされ、本レポートはこの分野に大きな事業機会があると主張している。

2. 富裕層に対応する営業マンの手法

一方、2005 年 6 月 13 日のバロンズ紙は、同紙としては 2 回目となる、米国証券業界のベスト・フィナンシャル・アドバイザー 100 人を発表した²。

預かり資産が選考の大きな要素となっているようで、ランクインした 100 人ほぼ全員が 5 億ドル以上の預かり資産、約 6 割のフィナンシャル・アドバイザーは 10 億ドル以上も預かり資産を管理している「メガ・ブローカー」である (ただし、個人の名前で選出されていても、実際にはチームを率いているフィナンシャル・アドバイザーが多いものと考えられる)。

したがって、彼らの顧客層はまさしく起業家・法人オーナーを中心とした富裕層である。といっても、記事で取材対象となった 4 人のフィナンシャル・アドバイザーのコメントからは、特別な営業手法といったものが見えてくるわけではない。美術品の専門保険を紹介し、2004 年秋にフロリダを台風が襲った際には迅速な対応ができた、あるいは顧客にユーロ資産を初めて保有してもらった際、エコノミスト・専門家とテレコンファレンス (電話会議) を 10 回以上つないでユーロ経済に関する徹底的な議論をした上で納得してもらい、その結果、顧客が経営する法人の欧州進出に関するビジネスも会社が獲得できた、といった個別エピソードはあるものの、全体的には幅広い金融商品の提供や、機関投資家向けと同水準のサービスの追求などが基調となっている。

そして、こうしたフィナンシャル・アドバイザー達は、一様にオルタナティブ投資商品を顧客資産に取り入れているものの、ヘッジファンドと不動産に対しては、現在やや警戒的 (Cautious) である。あるフィナンシャル・アドバイザーが、ヘッジファンドについて「少数のとても良いファンドがある。とても悪いファンドも数は少なく、中間のファン

ドが圧倒的多数だ。正しいファンドを選ぶために、多くのデューデリジェンスを行うのがわれわれの仕事だ」とコメントしているのは興味深い³。

ちなみに、選出された100人のフィナンシャル・アドバイザーのうち、メリル・リンチ所属のフィナンシャル・アドバイザーは19人と最も多く、以下スミス・バーニー所属が16人、モルガン・スタンレー所属が15人、ワコビア証券所属が6人と続いている。

Ⅲ. 人気が続く財団法人のオルタナティブ投資

2005年6月13日には、非営利団体向けの投資ファンドを専門にしている運用会社コモンファンドから、米国の財団法人・慈善信託317団体（資産総額は約1,670億ドル）の昨年の運用状況を調べた「コモンファンド・ベ

ンチマーク・スタディ」が公表された⁴。同調査によれば、財団の2004年度の投資リターンは11.4%と2003年度の17%には及ばなかったものの、2桁台を確保した。前年度は資産規模の大きい財団ほど投資リターンが高かったのに対し、2004年度は資産規模の小さい財団が大手をわずかにアウトパフォームするという結果になった。

平均的なアセットアロケーションは、前年からそれほど変化がなかったが、オルタナティブ投資の占める比率は、14%から18%に上昇した。この増加を牽引したのはヘッジファンドで、オルタナティブ投資資産の中でヘッジファンド（市場性オルタナティブ戦略）の占める比率は全財団ベースで42%から50%に上昇した（図表4）。他にベンチャーキャピタル以外のプライベート・エクイティ、エネルギー・天然資源の比率が微増した。

米国の機関投資家の中で、年金基金は伝統

図表3 米国の財団の年間トータルリターン（フィー控除後）

	全財団 平均	資産規模			
		10億ドル超	5-10億ドル	1-5億ドル	0.5-1億ドル
FY2002	-8.7%	-7.7%	-7.9%	-8.6%	-10.3%
FY2003	17.0%	20.5%	17.0%	16.8%	15.5%
FY2004	11.4%	10.7%	11.1%	11.5%	11.8%

（出所）Commonfund Institute

図表4 財団のオルタナティブ投資アセットミックス

投資タイプ	全財団平均		資産規模							
			10億ドル超		5-10億ドル		1-5億ドル		0.5-1億ドル	
	03年度	04年度	03年度	04年度	03年度	04年度	03年度	04年度	03年度	04年度
プライベートエクイティ	17%	18%	23%	22%	9%	12%	8%	6%	7%	7%
市場性オルタナティブ戦略	42%	50%	35%	44%	47%	56%	56%	63%	63%	72%
ベンチャーキャピタル	12%	9%	15%	11%	11%	7%	5%	5%	3%	4%
不動産	13%	9%	11%	8%	16%	6%	15%	12%	14%	6%
REIT	7%	5%	6%	4%	7%	12%	8%	6%	4%	4%
エネルギー・天然資源	5%	6%	6%	7%	3%	5%	4%	5%	6%	5%
ディストレスト債務	4%	3%	4%	4%	7%	2%	4%	2%	3%	2%

プライベートエクイティ：LBO、メザニン、インターナショナル

市場性オルタナティブ戦略：ヘッジファンド、絶対リターン、マーケットニュートラル、ロング・ショート、イベントドリブン、デリバティブ

不動産：直接投資または私募エクイティ

エネルギー・天然資源：石油、ガス、森林、商品、マネーゾドフューチャー

（出所）Commonfund Institute

的にプライベート・エクイティをオルタナティブ資産の中心と位置付けてきたが、財団・非営利団体はヘッジファンドに積極的で、2004年もその姿勢は継続していた様子がわかる。

IV. おわりに

このように見てくると、米国の富裕層個人に助言するフィナンシャル・アドバイザーの間では、ヘッジファンドの急速な拡大に対する警戒感がでてきた一方、財団・非営利団体のヘッジファンド人気は相変わらず底堅いといえそうである。

最近発表された2005年5月のヘッジファンドの運用成績をみると、全体としては3ヶ月連続のマイナスを免れ、2005年初来のリターンもプラスに転じた(図表5)。ただし、最近よく指摘されている、同様な投資戦略を採用するヘッジファンドが増えすぎたことによって、個々のヘッジファンドがユニークかつ有利な裁定機会を獲得することが難しくなるという「ヘッジファンドの混雑現象」に対する懸念は払拭されていないようにも思われる。本稿でもうかがえるように、米国のヘッジファンド投資家の一部は、すでに表面上のリターンだけでなく、分散投資効果などヘッ

ジファンドの利点を総合的に判断しつつあるといえるが、今後の動向には注目していく必要があるであろう。

日本の富裕層個人や財団・非営利団体においても、ファンド・オブ・ファンズなどを通じてヘッジファンドが普及しはじめていると思われるが、米国の投資家の間でヘッジファンドに求める価値が変化をみせていること、またオルタナティブ投資資産の中での「分散化」や「調整」が意識されていることなどは、注目しておくべきであろう。

¹ 「ワールド・ウェルス・レポート2005」は、<http://www.ml.com/media/48237.pdf>で閲覧できる。

² “The New Imperative: Wealth Care”, Barron’s, 06/13/2005。トップ・フィナンシャル・アドバイザーの選出は元々「ウイナーズ・サークル」という名前の書籍で優れた証券営業マンを紹介してきたR.J. Shook氏が担当。80社の証券・銀行・保険会社から推挙された7,000人以上の候補に対し、収益・資産など定量的なデータに加え、コンプライアンス記録、顧客満足度、社内の評価など、定性面の情報や面談を考慮して、スコアリングを行っている。

³ メリル・リンチ(オハイオ州コロンバス支店)所属のAugust Cennamo氏(ランク5位、預かり資産51億ドル)のコメントによる。

⁴ この調査結果に関するコモンファンドのプレスリリースは http://www.commonfund.org/Commonfund/Archive/CF+Institute/CBS_foundations_press_0605.htm

図表5 戦略別にみたヘッジファンドのパフォーマンス

戦略	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年 年初来	1月	2月	3月	4月	5月
						-0.21%	1.82%	-0.88%	-1.52%	1.04%
HFR総合指数 (HFRI)	4.62%	-1.45%	19.55%	9.03%	0.22%	-0.21%	1.82%	-0.88%	-1.52%	1.04%
ファンド・オブ・ファンズ	2.80%	1.02%	11.61%	6.86%	-0.24%	0.00%	1.36%	-0.55%	-1.39%	0.36%
株式マーケットニュートラル	6.71%	0.98%	2.44%	4.15%	2.08%	0.64%	1.16%	0.09%	-0.43%	0.62%
CBアービトラージ	13.37%	9.05%	9.93%	1.18%	-6.73%	-0.90%	-0.44%	-1.52%	-2.65%	-1.40%
債券アービトラージ	4.81%	8.78%	9.35%	5.99%	1.63%	0.56%	0.74%	0.15%	-0.05%	0.23%
M&Aアービトラージ	2.76%	-0.87%	7.47%	4.08%	1.00%	-0.03%	0.72%	0.18%	-1.27%	1.41%
イベントドリブン	12.18%	-4.30%	25.33%	15.01%	0.27%	-0.15%	1.39%	-0.17%	-1.85%	1.09%
リラティブバリュー	8.92%	5.44%	9.72%	5.58%	-0.30%	0.31%	0.78%	-0.41%	-0.84%	-0.13%
破綻証券	13.28%	5.28%	29.56%	18.89%	0.66%	0.15%	1.39%	0.08%	-0.73%	-0.21%
株式ロング・ショート	0.40%	-4.71%	20.54%	7.68%	-0.40%	-0.58%	2.11%	-1.06%	-2.30%	1.49%
株式ノンヘッジ	1.36%	-8.50%	37.53%	13.32%	-1.16%	-1.60%	2.93%	-2.32%	-3.19%	3.19%
マクロ	6.87%	7.44%	21.42%	4.63%	-0.07%	-0.58%	1.81%	-0.56%	-1.19%	0.48%

(出所) Hedge Fund Research 資料より野村資本市場研究所作成