

鹿児島県病院企業年金基金 御中

# 当面の投資環境見通しについて

2023年9月11日

三菱UFJ信託銀行 年金運用部

資料作成日: 2023年9月7日

「安心・豊かな社会」を創り出す信託銀行 *Create a Better Tomorrow*

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



今後の市場環境を考える上で注目しておきたいこと

## ■米国の金利動向

FRBの利上げは最終局面との見方が主流。一方で原油高が市場金利の高止まりを招く懸念。

原油高＝インフレ長期化＝金利をなかなか下げられない

サウジアラビアの本音は？

## ■為替(円)の動向

日銀の政策転換(マイナス金利解除)は遠い

原油高で貿易収支が悪化(輸入企業のドル買い)

米金利の投資魅力度の高まり(機関投資家のドル買い)

日米金利差が縮小に向かわないと、円安が続く可能性

## ■中国・台湾政治動向

不動産バブル崩壊とも言うべき状況の中国経済動向

来年の台湾総統選挙の結果と、中国の対応

# 市場見通し(2023年9月～2024年3月)

株式	<p>～内外株ともに目先は上値が重い展開、その後は緩やかに回復～</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>内外株式共に目先はグローバル景気への警戒がくすぶるなか上値が重い展開</li> <li>'24年にかけては景気の底打ちが視野に入ること、株価は緩やかに回復</li> </ul>
金利	<p>～米国金利は緩やかに低下、国内金利は目先変動性の高い状況、その後は横ばい圏～</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>米国金利については、利上げ打ち止め及び24年度の利下げ観測を背景に緩やかに低下</li> <li>国内金利については、YCC運営柔軟化で目先変動性の高い状況、その後は横ばい圏で推移</li> </ul>
為替	<p>～ドル円相場は'23年度後半にかけ緩やかにドル安・円高へ～</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ドル円相場は、日米政策金利差が縮小するとの見方から緩やかなドル安円高へ</li> <li>ユーロ円相場については、年後半にかけてECBの利上げが一巡することから、徐々に頭打ちへ</li> </ul>

		2023年3月末	2023年8月末	2023年9月末	2023年12月末	2024年3月末	
		実績	実績	予測値	予測値	予測値	レンジ
株価	日経平均	28,041.48	32,619.34	32,300	32,900	33,500	32,000～35,000
	TOPIX	2,003.50	2,332.00	2,200	2,250	2,300	2,150～2,450
	NYダウ	33,274.15	34,721.91	33,500	34,100	34,750	33,250～36,250
	S&P500	4,109.31	4,507.66	4,300	4,400	4,500	4,350～4,650
金利	新発10年債	0.32%	0.64%	0.6%	0.6%	0.6%	0.2～1.0%
	米10年債	3.47%	4.11%	3.8%	3.7%	3.5%	3.0～4.0%
為替	ドル円	133.09	145.59	141	139	136	130～142
	ユーロ円	144.60	158.01	155	153	150	140～160

## ■各資産の予想収益率

資産	2023年度
国内債券	▲0.2%
国内株式	+15.3%
外国債券	+6.5%
外国株式	+14.6%

<参考>  
ヘッジ外債 ▲1.2%

※収益率は3シナリオの加重平均

## ■標準バランス予想収益率

資産	2023年度
A型	9.9%
B型	8.8%
C型	7.3%
D型	6.0%
E型	4.3%

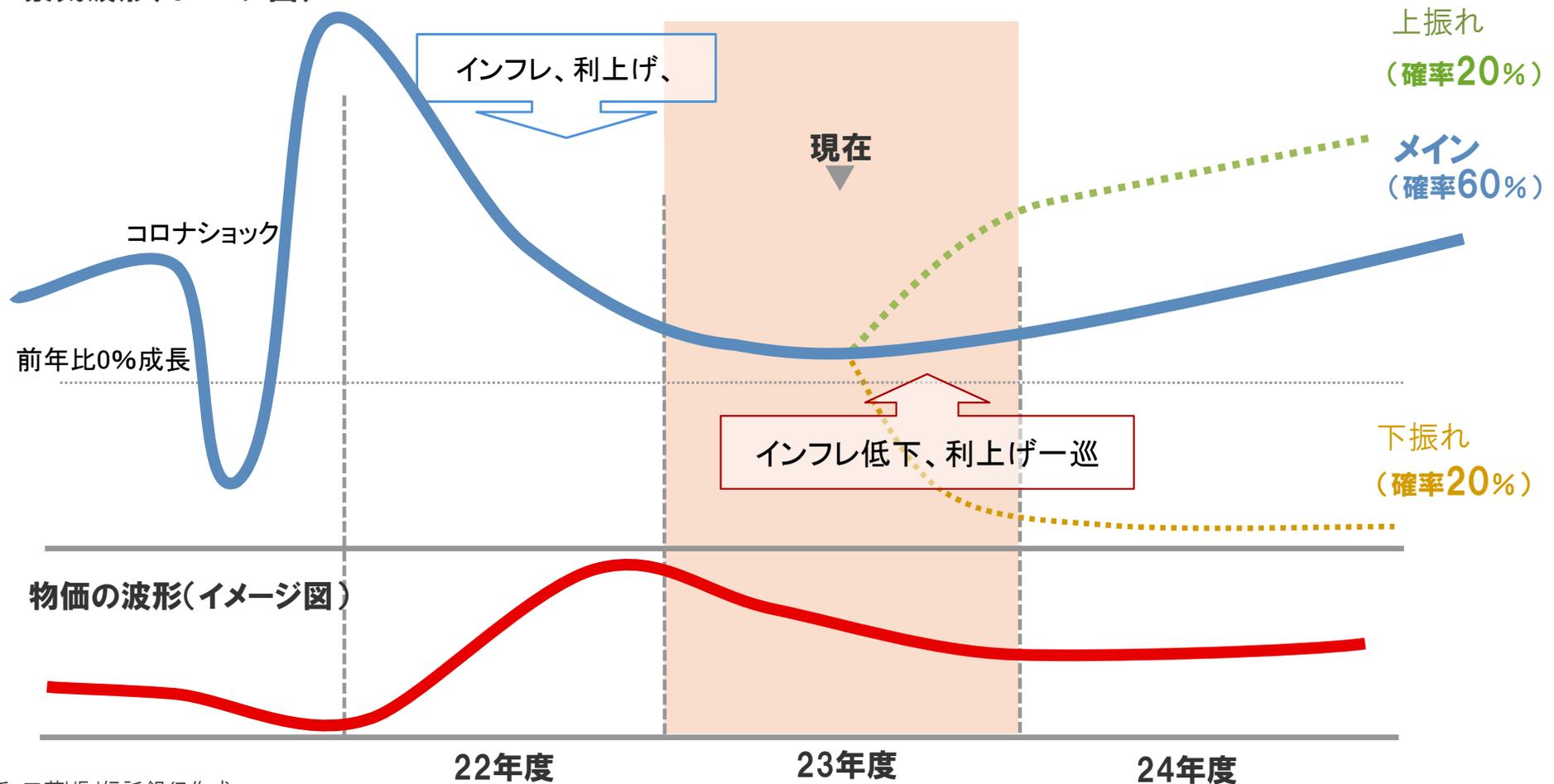
出所:実績についてはBloomberg等より三菱UFJ信託銀行作成。各予想値はメインシナリオ、レンジは各指数等の3月末予想値に対する予想レンジ

# 2023年度の見通し 23年度の景気見通し総括 年度後半に景気は持ち直しに転じる見込み

- 23年度の景気見通しについて、前半は減速も年度後半にはインフレ鈍化や利上げの押し下げ一巡から持ち直す展開を想定していたが、インフレ鈍化による景気回復が想定よりも早まったことから、既に持ち直し局面に移行しつつある可能性。
- ただし、インフレの早期反転や中国不動産不況本格化など見られる場合は、景気底割れの可能性あり。

## 景気・物価の波形(イメージ図)

### 景気波形(イメージ図)



出所: 三菱UFJ信託銀行作成

# 中国不動産問題 不動産大手の経営難による影響は限定的、当局支援策もあり大幅な景気失速は回避か

- 碧桂園(へきけいえん)が経営難に陥っていることで先行き不透明感が高まっているが、社債価格は既に大幅下落し市場ではデフォルトが織り込まれているほか、対外資産の比率が少なく海外への影響は限定的か。
- 不動産市場も低調であり景気への影響が警戒されるが、中国政府/中銀が不動産発の景気の底割れ回避に向け様々な対策を講じていることから、景気の重石にはなろうが大幅な景気失速をもたらすまでには至らないか。

## 碧桂園(へきけいえん)と中国恒大の米ドル建て社債

【米ドル】



碧桂園

✓中国の住宅用不動産開発の最大手。2023/8/7に社債の利払いを遅延

中国恒大

✓中国の不動産開発会社で2020年の販売面積は中国2位  
 ✓2021年に資金繰りに関する問題が生じ、2021年12月には米ドル建て社債がデフォルト  
 ✓2023/8/17に連邦破産法15条の適用を申請

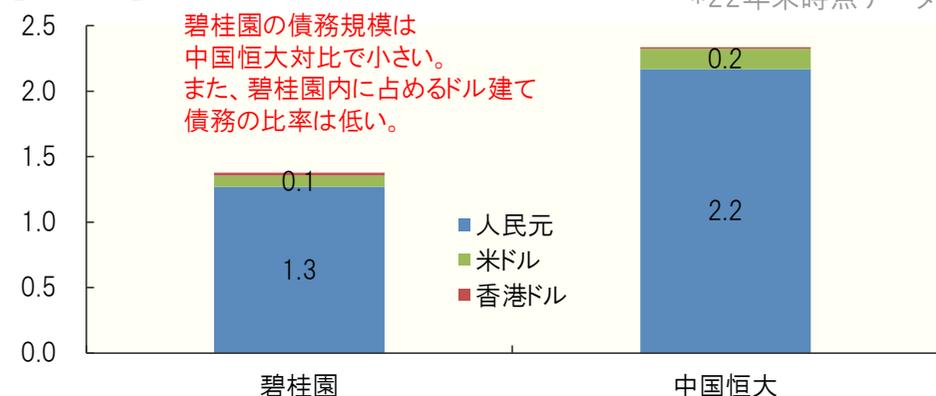
## 中国 不動産投資と開発資金の調達

【年度初来前年比、%】



## 碧桂園と中国恒大の通貨別債務 \*

【兆人民元】



## 中国政府の対応(8月以降)

- 8/1 中国政府、民間企業への与信強化誓う
- 8/4 中国人民銀、経済への金融政策支援を強化へ
- 8/15 中期貸出制度金利の引き下げを実施
- 8/17 中国国務院、消費拡大と民間部門支援を確約
- 8/20 中国人民銀、金融機関幹部に融資の増加などを指示
- 8/21 プライムレートの引き下げを実施
- 8/25 中国政府、住宅ローンの購入規制を緩和
- 9/1 北京、上海が住宅ローン要件を緩和

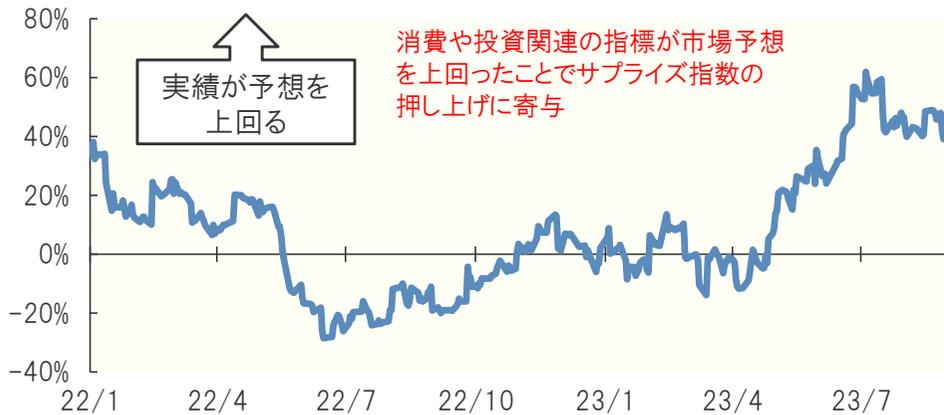
中国政府/中銀は開発資金の調達関連を含め様々な施策を打ち出していることから、大幅な景気失速までには至らないとの見通し

出所: Bloomberg、中国国家统计局、各社アニュアルレポート、各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

# 米国マクロ 予想を上回る経済指標相次ぐ。米国は景気減速局面から脱している可能性あり

- 春先以降、経済指標が市場予想を上回って推移。直近では消費関連が堅調だが、背景には良好な雇用環境を受け所得が増加基調にあること。
- 米国の短期景気循環を示す製造業景況感の底打ちの兆しあり。目先は10月からの学生ローンの返済再開が景気の多少の重石とはなるが、景気循環上の底をつき回復局面に復している可能性も。

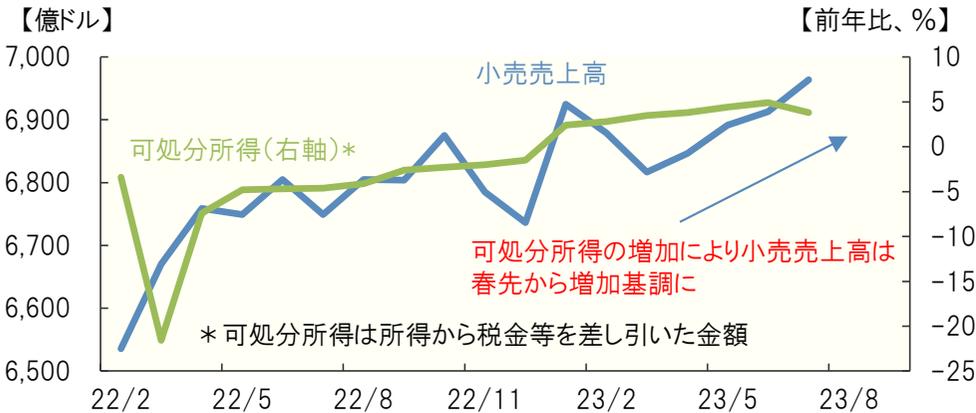
## 米国 経済サプライズ指数



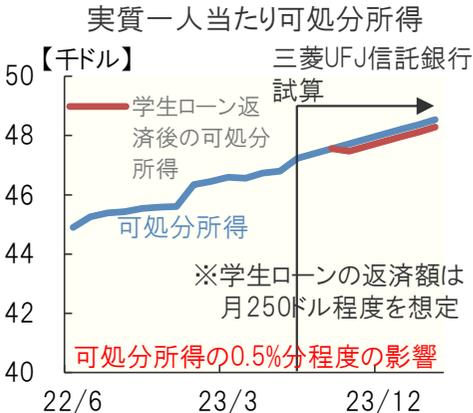
## 米国 短期景気循環



## 米国 小売売上高および所得



## 米国 学生ローンの返済再開について



バイデン政権は学生ローン負担を軽減するため、「SAVE (Saving on a Valuable Education)」を発表

340万人が対象となり、債務が帳消しになる額は1,160億米ドル

学生ローンの返済再開による可処分所得への影響は小幅、加えてSAVEプランにより消費への下押し圧力は緩和される見込み

出所: Bloomberg、米国国勢調査局、米国経済分析局、米供給管理協会、各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

# 米国金融政策 8月のジャクソンホール(JH)会議でも慎重姿勢は変わらず

- JH会議では直近の消費者物価の伸び鈍化を良い兆候としながらも、インフレに対しての慎重姿勢は崩さず。全体としてはバランスの取れた内容であり、7月のFOMCから大きな姿勢の変化は無し。
- 物価の鈍化基調が確認できていることや雇用市場の過熱感も和らいでいることから、利上げ局面が終盤との見通しは変わらず。それに伴い米10年金利も緩やかな低下基調での推移を見込む。

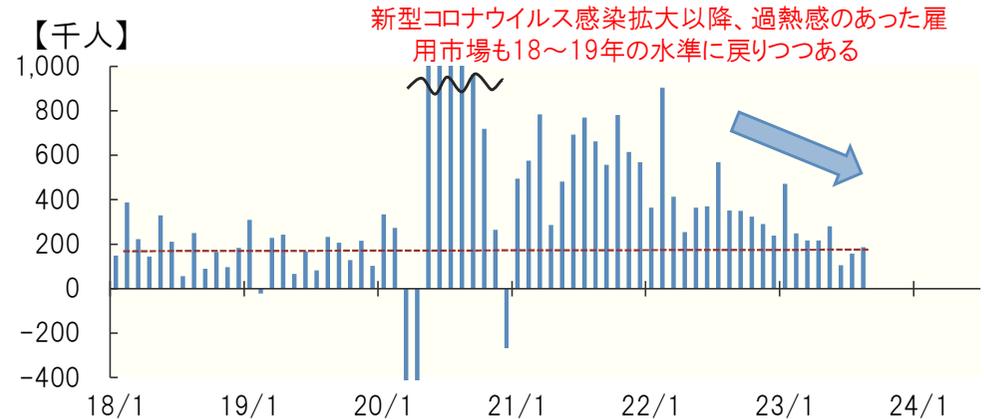
## JH会議でのパウエルFRB議長の発言



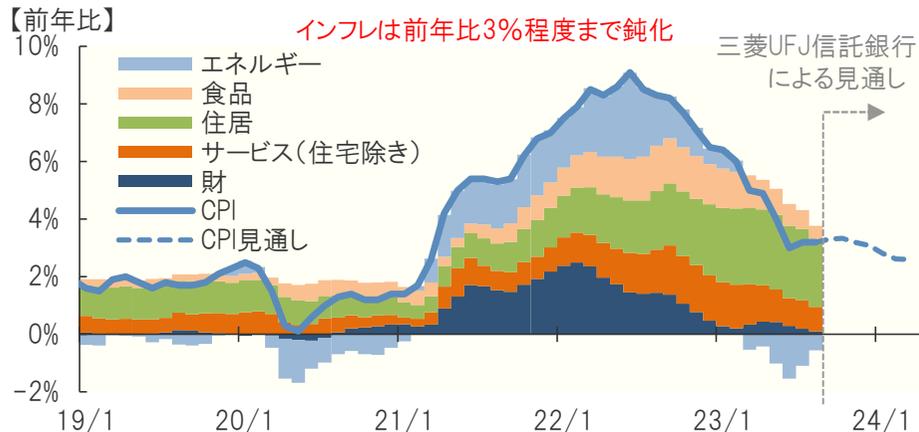
- ・6月、7月の消費者物価(CPI)の伸び鈍化は良好なデータとしながらも、まだ始まりにすぎないとコメントし、**インフレに対し慎重な姿勢は継続**
- ・**労働市場で過熱感が見られる場合には、更なる利上げの可能性を示唆**
- ・一方で、インフレに関する認識として、財、住居、サービスに分けて解説し、サービスはやや速度が遅いものの、着実に鈍化しているとの認識を示した

→全般的にバランスを取った内容であり、7月のFOMCから大きな変化はなし。

## 米国 非農業部門雇用者数



## 米国 消費者物価(CPI)



出所: Bloomberg、米国労働統計局、各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

## 米国 政策金利と10年金利見通し



# 市場見通し(国内金利) 今年度のマイナス金利解除は見込まず、10年金利は横ばい圏で推移

- 審議委員の発言からは日銀内部でも物価に対する評価が定まっていない模様。サービス価格の上昇は続いているが、先行きの賃金動向への見極めには時期尚早であるなか安定的な上昇基調にあるとは言い切れない状況。
- エネルギー関連の負担軽減策が延長されるなど政策支援が物価上昇を抑制しており、物価の大幅な上振れは見込まず。そのため、マイナス金利解除には距離があると見ており、10年金利は当面横ばい圏での推移を見込む。

## 日本 金融政策に関する日銀審議委員の発言

田村審議委員



- 企業の価格転嫁の動きやサービス価格の上昇ペースが高まってきていること、持続的な賃金上昇が期待できること等から物価が今後上振れる可能性も否定できない
- 2%目標の持続的・安定的な実現が「はっきりと視界に捉えられる状況」になった

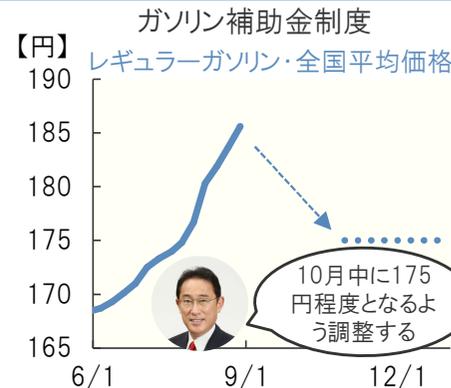
中村審議委員



- 現状の物価上昇は輸入物価の影響とみられ、賃金上昇を伴う物価上昇の形成には至っていない
- 物価上昇に負けない賃金上昇を可能にする中小企業を含む企業の稼ぐ力の強化進捗は不透明な状況
- 金融引き締めへの転換にはまだ時間が必要

日銀内部の物価に対する見解は定まっていない状況

## 日本 エネルギー代負担軽減策



電気代・都市ガス代負担軽減策  
標準的な家庭\*の電気料金の場合

8月	:▲2,800円	現状
9月	:▲1,400円	
10月～	:無し	

10月～12月も▲1,400円の負担軽減が継続

\*30Aの契約 月間400kWhを使用する家庭

9月末期限のガソリンや電気・都市ガス代負担軽減策が12月末まで延長  
消費者物価を▲0.9%程度押し下げる見込み

## 日本 サービス価格(消費税除き)

【前年比、%】



出所: Bloomberg、日本銀行、総務省、資源エネルギー庁、各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

## 日本 国内10年金利

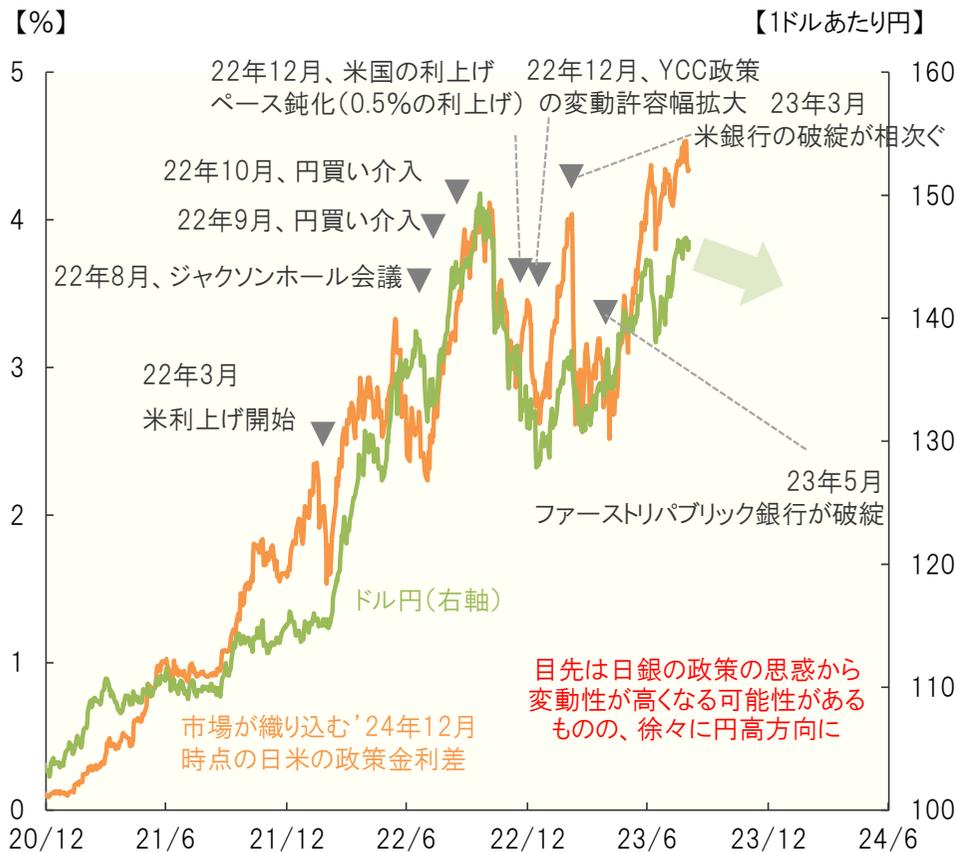
【%】



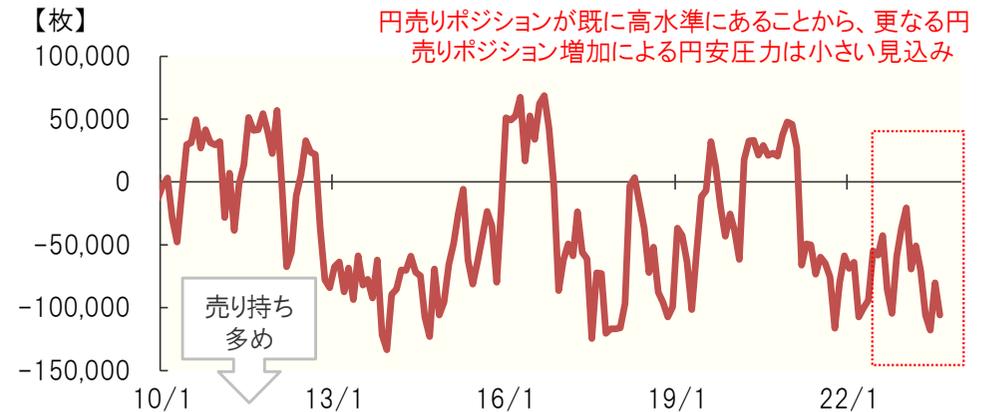
# 市場見通し(ドル円) 米利上げ打ち止め局面となることで緩やかなドル安円高を見込む

- 春先以降、日米の政策金利差の拡大とともに緩やかな円安が進んでいるものの、今後は米利上げの打ち止め局面に入ることにより日米金利差が縮小、その影響から緩やかなドル安・円高となる展開を見込む。
- 投機筋の円売りポジションが既に多めであり追加の円売り余地が限られていることや、昨年の為替介入が行われた水準に接近し為替介入への警戒感が見られ始めたことも、円安圧力の緩和に。

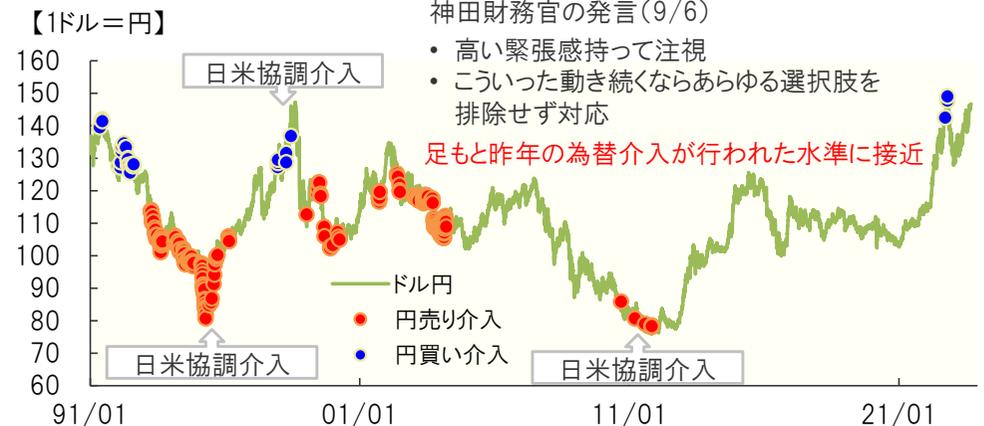
## 市場が織り込む日米政策金利差とドル円相場



## 投機筋の為替ポジション



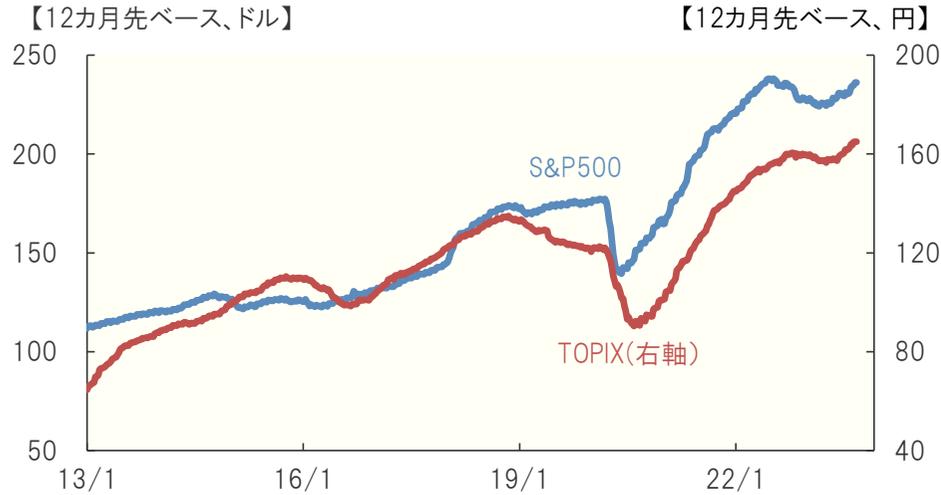
## ドル円相場と過去の為替介入



出所: Bloomberg、CFTC、各種報道より三菱UFJ信託銀行作成

# <ご参考> 内外株の一株当たり利益(EPS)と株価収益率(PER)

## 日米 一株当たり利益(EPS)



## 日米 EPSとPERを用いた株価テーブル

S&P500 ※株価＝一株当たり利益(EPS)×株価収益率(PER)

一株あたり利益 (ドル)	株価収益率(PER、倍)						
	18倍	19倍	20倍	21倍	22倍	23倍	24倍
220	3,960	4,180	4,400	4,620	4,840	5,060	5,280
225	4,050	4,280	4,500	4,730	4,950	5,180	5,400
230	4,140	4,370	4,600	4,830	5,060	5,290	5,520
235	4,230	4,470	4,700	4,940	5,170	5,410	5,640
240	4,320	4,560	4,800	5,040	5,280	5,520	5,760
245	4,410	4,660	4,900	5,150	5,390	5,640	5,880
250	4,500	4,750	5,000	5,250	5,500	5,750	6,000
255	4,590	4,850	5,100	5,360	5,610	5,870	6,120
260	4,680	4,940	5,200	5,460	5,720	5,980	6,240

8月末株価 4,508

'24年3月末株価(予想) 4,500

## 日米 株価収益率(PER)



TOPIX

一株あたり利益 (EPS、円)	株価収益率(PER、倍)						
	11倍	12倍	13倍	14倍	15倍	16倍	17倍
155	1,710	1,860	2,020	2,170	2,330	2,480	2,640
157.5	1,730	1,890	2,050	2,210	2,360	2,520	2,680
160	1,760	1,920	2,080	2,240	2,400	2,560	2,720
162.5	1,790	1,950	2,110	2,280	2,440	2,600	2,760
165	1,820	1,980	2,150	2,310	2,480	2,640	2,810
167.5	1,840	2,010	2,180	2,350	2,510	2,680	2,850
170.0	1,870	2,040	2,210	2,380	2,550	2,720	2,890
172.5	1,900	2,070	2,240	2,420	2,590	2,760	2,930

8月末株価 2,332

'24年3月末株価(予想) 2,300

'23年8月 '24年3月(予想)

※PERとはリスクフリーレート(国債利回り等)や株式のリスクプレミアム(投資家が要求する超過リターン)、株式の長期的な期待成長率から構成されます。具体的には、リスクフリーレート+株式リスクプレミアム-期待成長率 です。

出所:Refinitivより三菱UFJ信託銀行作成

## <ご参考> 当面の主要スケジュール

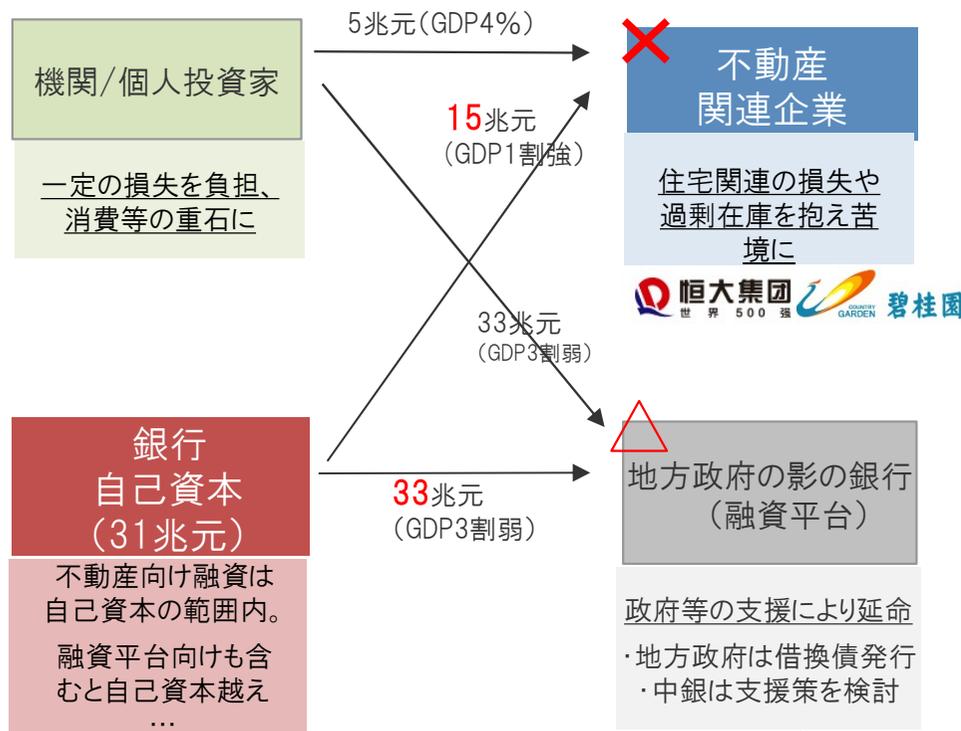
日程	地域	イベント	日程	地域	イベント
9月9～10日	-	G20首脳会議	12月14日	欧州	ECB理事会
9月13日	米国	消費者物価	12月14～15日	欧州	EU首脳会議
9月14日	欧州	ECB理事会	12月18～19日	日本	日銀金融政策決定会合
9月19～20日	米国	FOMC	1月13日	台湾	台湾総統・立法院議員選挙
9月21～22日	日本	日銀金融政策決定会合	1月22～23日	日本	日銀金融政策決定会合
10月12日	米国	消費者物価	1月25日	欧州	ECB理事会
10月13～15日	-	IMF・世界銀行総会	1月30～31日	米国	FOMC
10月26日	欧州	ECB理事会	3月7日	欧州	ECB理事会
10月26～27日	欧州	EU首脳会議	3月17日	ロシア	大統領選挙
10月30～31日	日本	日銀金融政策決定会合	3月18～19日	日本	日銀金融政策決定会合
10月31～11月1日	米国	FOMC	3月19～20日	米国	FOMC
11月14日	米国	消費者物価	4月11日	欧州	ECB理事会
12月12日	米国	消費者物価	4月25～26日	日本	日銀金融政策決定会合
12月12～13日	米国	FOMC	4月30～5月1日	米国	FOMC

出所: 各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

# (ご参考)中国リスク 債務危機は当面回避されようが、融資平台破綻のリスクは煽る

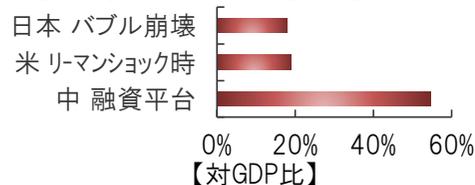
- 足元の不動産企業の破綻は、中国の抱える大きな債務問題の終わりの始まりの兆候。
- 但し、進行中の不動産企業破綻はリスクが高まるが、まだ銀行システムが耐えられる規模。当面は本格的な金融危機は回避される見込み。
- 本丸は融資平台。債務規模は膨大(GDP比50%超)であり、仮に破綻となると、金融機関への影響も甚大。現在は政府・中銀が支援しており破綻は避けられているが、いつ破裂するかわからない時限爆弾のような存在。仮に融資平台破綻なれば、世界経済への悪影響は避けられず、日本のダメージは深刻となる見込み。

## 中国が抱える構造問題、不動産企業と融資平台。金融危機のリスクは？



現在は、問題が不動産関連に留まっているため、金融システム不安には至っていないが…

危機時の日米との規模間の比較



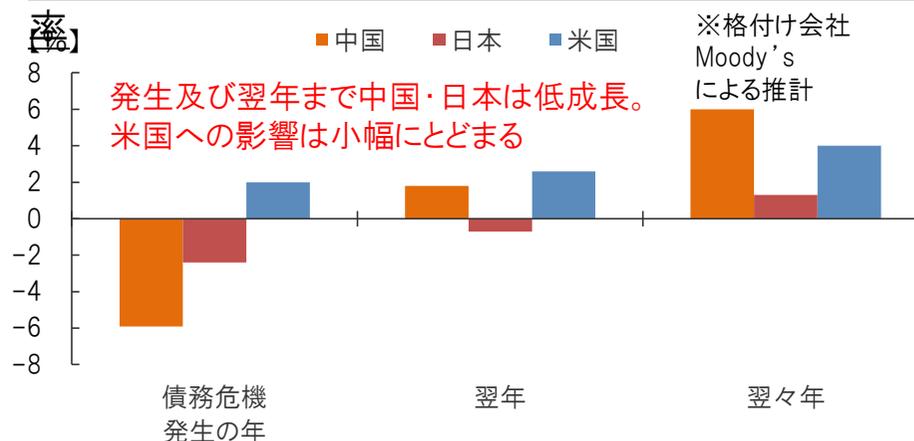
### 債務危機発生の可能性は？

- ・現状の不動産企業倒産による損失は全損でも銀行は吸収可能
- ・債務危機の本丸は融資平台の破綻
- ・現状は経営悪化続くも、当局が延命策に動いており、目先の破綻は回避される見込み
- ・中長期的な破綻リスクは高い状況が継続

### 債務危機発生時の影響は？

- ・金融システム不安も伴う大規模な債務再編が進む見込み
- ・景気に対しても中期的に重石となる可能性あり

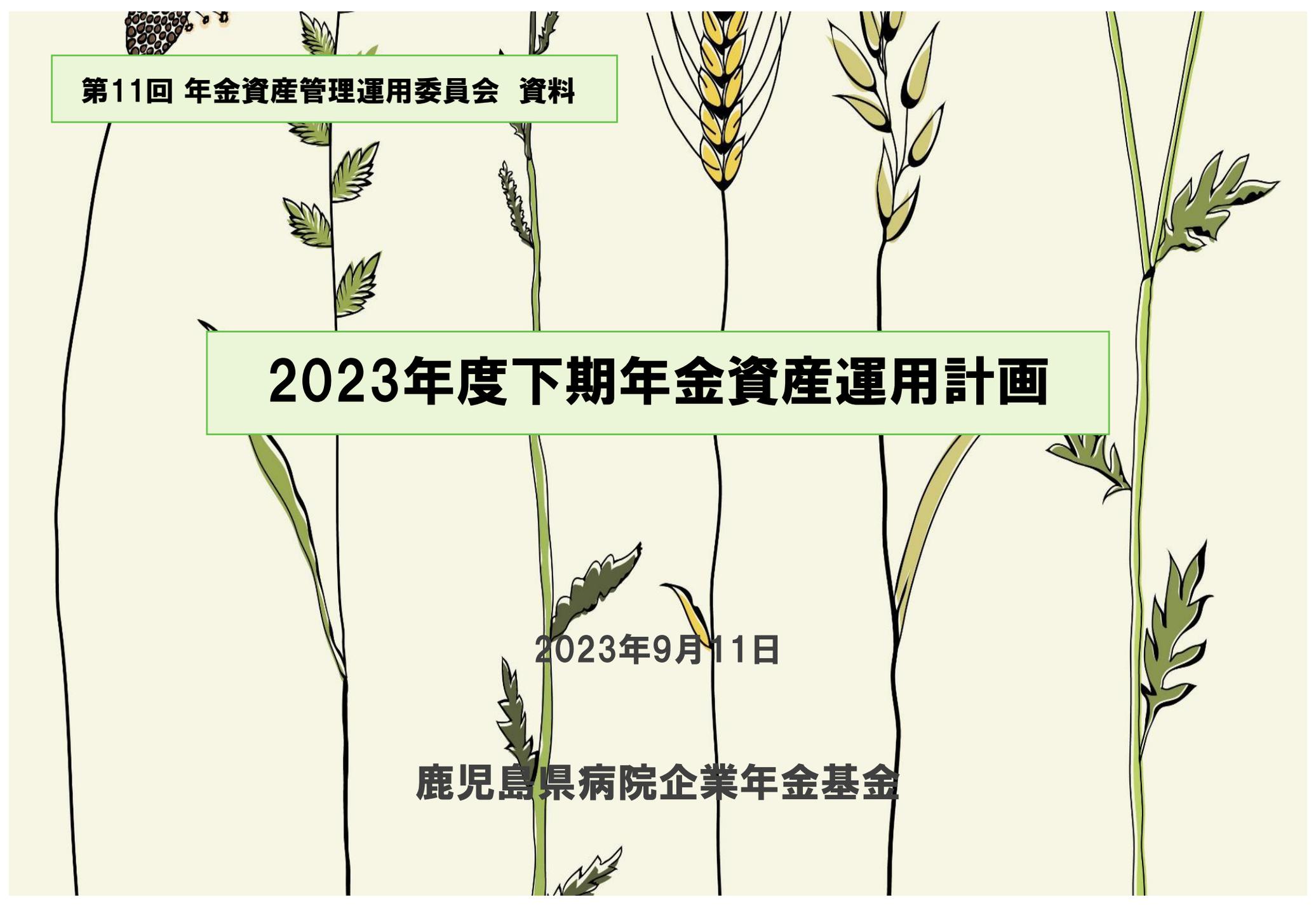
### ○中国で債務危機が発生した場合の日中米GDP成長率



## ご留意事項

- 本資料は、お客さまへ運用の実績もしくは運用に関する情報をご提供するもので、弊社が特定の有価証券や取引を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している弊社の見解等につきましては資料作成時におけるものであり、経済環境の変化、相場の変動、年金制度もしくは税制等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承下さい。
- 本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析およびシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。また、分析手法、モデルおよびシミュレーション手法についても必ずしも完全なものではなく前提値に大きく左右される可能性があり、その内容も情報のご提供時から予告することなく変わる可能性がありますので、ご留意下さい。（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含まれます。）
- 本資料中にお客様の運用実績をご報告する頁が入っている際には、運用状況をより適切に表示するため、一部の商品に関する残高・収益率等の表示について日本マスタートラスト信託銀行が作成する報告書記載の数値と異なる場合があります。実際の残高・収益率等の数値は日本マスタートラスト信託銀行が作成する報告書をご参照下さい。
- 弊社は、いかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害等について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提としております。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、目的を問わず無断で引用または複製することを禁じております。
- 本資料に掲載しているインデックスの知的財産権はインデックス提供会社に帰属します。詳細につきましては、弊社ウェブサイト (<https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/disclaimer.html>) をご参照下さい。

本資料に関するお問い合わせ先  
本資料につきまして、ご不明な点がございましたら、弊社の担当店までご照会いただきたくお願い申し上げます。



第11回 年金資産管理運用委員会 資料

# 2023年度下期年金資産運用計画

2023年9月11日

鹿児島県病院企業年金基金

# 目次

---

## I. 2023年度下期 年金資産運用計画

I-1. 2023年度運用実績(2023年8月末現在)	3頁
I-2. 2023年度下期年金資産運用方針	5頁
I-3. 2023年度下期計画	6頁
I-4. プライベートアセット	9頁
I-5. プライベート・エクイティ	11頁

## II. 追加採用ファンドについて HarbourVest Global Private Solution SICAV S.A. (PEオープンエンド戦略)

II-1. 運用者(HarbourVest社)について	15頁
II-2. 換金性について	17頁
II-3. ファンドの特徴	20頁
II-4. 商品概要	23頁

# I .2023年度下期 年金資産運用計画

---

# I-1-1. 2023年度運用実績（2023年8月末現在）

鹿児島県病院企業年金基金

リバランスファンド

代替投資ファンド

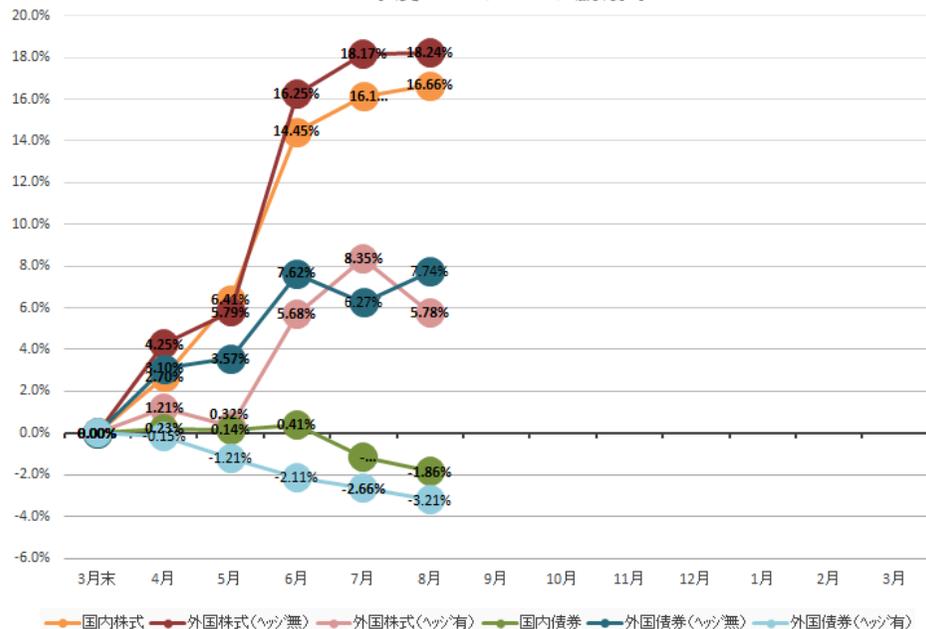
オルタナティブ等

<2023年4月～2023年8月>

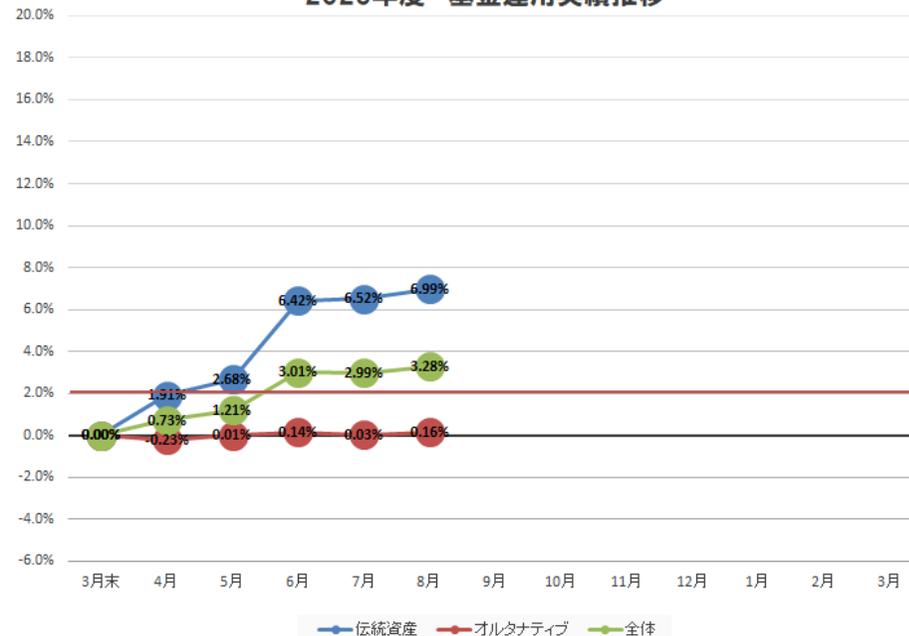
資産		内訳	前期末時価総額 <2023年3月末> (千円)	全体構成比 (%)	時価総額(千円) (2023年8月末)	全体構成比 (%)	修正簿価平残 (千円)	総合収益 (千円)	修正総合収 益率(%)	時間加重収 益率(%)
伝統資産 (リバ ランス 運用 +代 替投 資)	国内債券 (12)	リバランス(3)	92,116	1.3%	120,065	1.7%	112,672	-2,004	-1.78%	-1.51%
		代替投資(9)	601,979	8.6%	602,216	8.3%	601,464	973	0.16%	-
	国内債券小計		694,095	9.9%	722,281	10.0%	714,136	-1,031	-0.14%	-0.14%
	国内株式 (8)	リバランス(4.5)	322,231	4.6%	224,390	3.1%	210,933	32,254	15.29%	17.23%
		代替投資(3.5)	189,601	2.7%	473,870	6.5%	391,551	54,281	13.86%	-
	国内株式小計		511,832	7.3%	698,260	9.6%	602,484	86,535	14.36%	14.43%
	外国債券 (12)	リバランス(9)	664,622	9.5%	670,246	9.2%	665,406	55,750	8.38%	8.29%
		代替投資(3)	201,754	2.9%	210,066	2.9%	221,683	8,352	3.77%	-
	外国債券小計		866,376	12.4%	880,312	12.1%	887,089	64,102	7.23%	7.41%
	外国株式 (8)	リバランス(4.5)	325,510	4.6%	229,175	3.2%	188,161	34,047	18.09%	17.61%
		代替投資(3.5)	270,817	3.9%	249,008	3.4%	243,367	38,698	15.90%	-
	外国株式小計		596,327	8.5%	478,183	6.6%	431,528	72,744	16.86%	17.06%
短期資産(5)		短期資産小計	465,913	6.6%	690,019	9.5%	626,090	-43	-0.01%	-0.01%
合計(45)			3,134,542	44.7%	3,469,055	47.8%	3,261,327	222,307	6.82%	6.99%
オル タ ナ テ ィ ブ	債券戦略(8)	3ファンド	680,812	9.7%	584,908	8.1%	600,476	4,096	0.68%	0.75%
	損害保険(0)	1ファンド	1,540	0.0%	2,019	0.0%	1,540	479	31.14%	31.14%
	国内株式(3)	2ファンド	218,548	3.1%	235,973	3.3%	218,548	17,425	7.97%	7.98%
	マルチストラテジ-(15)	3ファンド	1,028,456	14.7%	1,021,964	14.1%	1,028,456	-6,492	-0.63%	-0.63%
	外国株式(10)	2ファンド	668,763	9.5%	669,142	9.2%	668,763	379	0.06%	0.05%
	不動産(4.5)	1ファンド	0	0.0%	289,224	4.0%	296,078	-10,776	-3.64%	-3.59%
	インフラ(4.5)	1ファンド	0	0.0%	0	0.0%	0	0	0.00%	0.00%
	短期資産(0)	キャッシュ	600,311	8.6%	299,946	4.1%	311,080	-24	-0.01%	-0.01%
	小計(45)			3,198,430	45.6%	3,103,176	42.8%	3,124,941	5,087	0.16%
一般勘定(10)	1ファンド	679,538	9.7%	681,476	9.4%	680,404	711	0.10%	0.10%	
合計(55)			3,877,968	55.3%	3,784,652	52.2%	3,805,345	5,798	0.15%	0.16%
資産合計			7,012,510	100.0%	7,253,707	100.0%	7,066,673	228,105	3.23%	3.28%

# I-1-2. 2023年度運用実績（2023年8月末現在）

### 2023年度 ベンチマーク騰落率



### 2023年度 基金運用実績推移



通期	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
国内株式	2.70%	6.41%	14.45%	16.15%	16.66%							
外国株式(ヘッジ無)	4.25%	5.79%	16.25%	18.17%	18.24%							
外国株式(ヘッジ有)	1.21%	0.32%	5.68%	8.35%	5.78%							
国内債券	0.23%	0.14%	0.41%	-1.15%	-1.86%							
外国債券(ヘッジ無)	3.10%	3.57%	7.62%	6.27%	7.74%							
外国債券(ヘッジ有)	-0.15%	-1.21%	-2.11%	-2.66%	-3.21%							

通期	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
伝統資産	1.91%	2.68%	6.42%	6.52%	6.99%							
オルタナティブ	-0.23%	0.01%	0.14%	0.03%	0.16%							
全体	0.73%	1.21%	3.01%	2.99%	3.28%							

## I-2. 2023年度下期年金資産運用方針

### 期初方針

インフレが収まらず金融引締めが長期化することで景気は悪くなり、中国も回復に転じることができず、新興国で耐えられない国が出てくる。日銀も黒田総裁退任後緩和姿勢の転換に追い込まれる。というリスクシナリオ前提にポートフォリオ組成したい。

### 現状認識

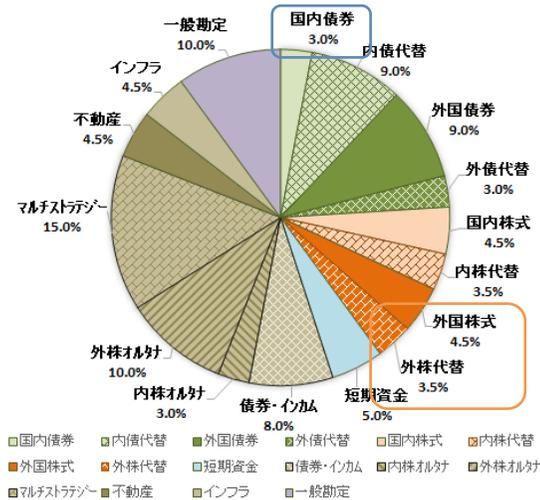
インフレ収束の兆しが見えるも、米欧とも年内は政策金利引き上げ継続見込。金融引締めが長期化することによる景気減速度合は期初想定より軽微となると思われるが、一方で中国経済不振が期初想定より深刻である可能性が高まっている。植田日銀総裁の緩和姿勢転換時期は現時点では不明。

### 下期方針

防衛的なポートフォリオ組成方針は変更しない。期初から15%以上上昇した外国株式や、YCC柔軟化による金利上昇でマイナス実績が確実な国内債券は政策アセットミックスからアンダーウェイトさせ、とりあえず短期資産に置いている。この結果、短期資産が期初計画比オーバーウェイトとなっているため、短期資産の一部をプライベート・エクイティファンド(新規採用)に振り向けることとしたい。

# I-3-1. 2023年度下期計画

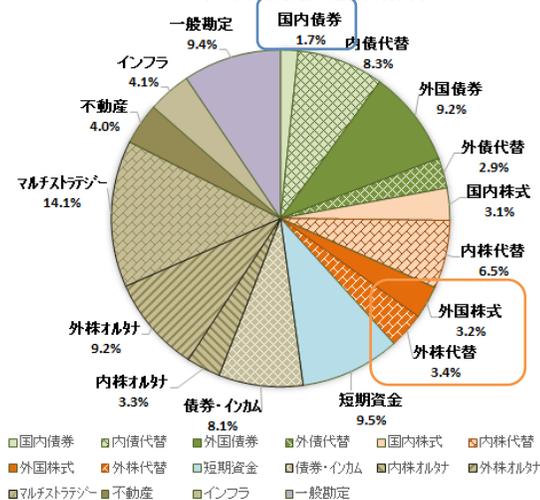
2023年度政策アセットミックス(内訳)



資産区分	政策AM	8月末実績	差	下期計画
国内債券	12.0%	10.0%	-2.0%	10.0%
国内株式	8.0%	9.6%	1.6%	9.6%
外国債券	12.0%	12.1%	0.1%	12.0%
外国株式	8.0%	6.6%	-1.4%	6.6%
短期資産	5.0%	9.5%	4.5%	5.5%
小計	45.0%	47.8%	2.8%	43.7%
オルタナティブ	45.0%	42.8%	-2.2%	46.9%
一般勘定	10.0%	9.4%	-0.6%	9.4%
合計	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%



2023年8月末資産構成割合

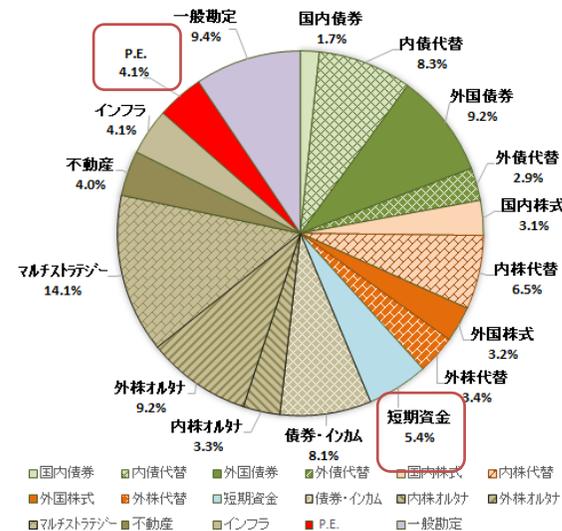


国内債券は計画比▲2.0%  
外国株式は計画比▲1.4%  
株式全体では構成比率維持するため、国内株式代替で下げに強いファンドをオーバーウエイトしている。



オルタナティブの出足が鈍いため、短期資産が計画比+4.5%となっている。  
短期資産の一部をP.E.ファンドに振替えることとしたい。

2023年度下期計画資産構成割合



# I-3-2. 2023年度下期計画（伝統資産運用部分）

2023年度計画⑮				2023年8月末残高		2023年度政策AM		2023年度下期計画		
区分		ファンド		残高(m)	構成比(%)	残高(m)	構成比(%)	残高(m)	構成比(%)	
国内債券 (12.0) ▲2.0%	Re (3.0)▲1.3%	ヘンチマーク運用(三菱)	UW	120	1.7%	218	3.0%	120	1.7%	
	代替投資 (9.0) ▲0.7%	アンコンストレイントH	-	128	1.8%	145	2.0%	128	1.8%	
		Neuberger(短期EM債)H	-	230	3.2%	243	3.4%	230	3.2%	
		国内債券(53F)	-	115	1.6%	123	1.7%	115	1.6%	
		第二総合口	-	129	1.8%	141	2.0%	129	1.8%	
計				722	10.0%	870	12.0%	722	10.0%	
国内株式 (8.0) +1.6%	Re (4.5)▲2.8%	ヘンチマーク運用(三菱)	UW	224	3.1%	326	4.5%	124	1.7%	
	代替投資 (3.5) +4.4%	エンゲージメントバリュー	-	60	0.8%	51	0.7%	60	0.8%	
		最小分散(87F)	OW	317	4.4%	102	1.4%	417	5.7%	
		小型株集中投資	-	98	1.3%	102	1.4%	98	1.3%	
計				698	9.6%	580	8.0%	698	9.6%	
外国債券 (12.0) +0.1%	Re (9.0)+0.2%	ヘンチマーク運用(三菱)	-	670	9.2%	653	9.0%	660	9.1%	
	代替投資 (3.0) ▲0.1%	グローバル総合(PIMCO)	OW	138	1.9%	102	1.4%	138	1.9%	
		グローバル総合H(PIMCO)	UW	22	0.3%	58	0.8%	22	0.3%	
		外債H211F(クオリティスプレッド)	-	51	0.7%	58	0.8%	51	0.7%	
計				880	12.1%	870	12.0%	870	12.0%	
外国株式 (8.0) ▲1.4%	Re(4.5)▲1.3%	ヘンチマーク運用(三菱)	UW	229	3.2%	326	4.5%	229	3.2%	
	代替投資 (3.5) ▲0.1%	iSTOXX Globalクオリティ(178F)	UW	33	0.5%	44	0.6%	33	0.5%	
		G-REIT(外証91)	-	50	0.7%	44	0.6%	50	0.7%	
		MSIMグローバルフランチャイズ	UW	110	1.5%	123	1.7%	110	1.5%	
		WCMクオリティグローバルグロス	-	57	0.8%	44	0.6%	57	0.8%	
計				478	6.6%	580	8.0%	478	6.6%	
短期資産(5.0) +4.5%			OW	690	9.5%	363	5.0%	400	5.5%	
伝統資産小計(45.0) +2.8%					3,469	47.8%	3,264	45.0%	3,169	43.7%

短期資産を300百万円減らして

# I-3-3. 2023年度下期計画（オルタナティブ運用部分）

2023年度計画⑮			2023年8月末残高		2023年度政策AM		2023年度下期計画		
区分	ファンド		残高(m)	構成比(%)	残高(m)	構成比(%)	残高(m)	構成比(%)	
オルタナティブ (45.0) ▲2.2%	債券戦略 (8.0) +0.1%	Alcentra (欧州ハンクローン)	-	269	3.7%	247	3.4%	269	3.7%
		ウェリントン(GTR)	-	296	4.1%	312	4.3%	296	4.1%
		世界物価連動国債H(159F)	-	20	0.3%	22	0.3%	20	0.3%
		小計		585	8.1%	580	8.0%	585	8.1%
	国内株式 (3.0) +0.3%	サステナブル成長銘柄投資型	-	131	1.8%	109	1.5%	131	1.8%
		株式口2A	-	105	1.5%	109	1.5%	105	1.5%
		小計		236	3.3%	218	3.0%	236	3.3%
	外国株式 (10.0) ▲0.8%	Marshall Wace (株式L/S)	-	375	5.2%	399	5.5%	375	5.2%
		North Rock (株式L/S)	-	295	4.1%	326	4.5%	295	4.1%
		小計		669	9.2%	725	10.0%	669	9.2%
	マルチ ストラテジー (15.0) ▲0.9%	Farallon (イベントリブ)	-	344	4.7%	363	5.0%	344	4.7%
		Blackstone AAM	-	337	4.6%	363	5.0%	337	4.6%
		LMRファンド・リミテッド	-	342	4.7%	363	5.0%	342	4.7%
		小計		1,022	14.1%	1,088	15.0%	1,022	14.1%
不動産(4.5)▲0.5%	UBS不動産FOFs	-	289	4.0%	326	4.5%	289	4.0%	
インフラ(4.5)▲0.4%	KKRグローバルインフラコアH	-	300	4.1%	326	4.5%	300	4.1%	
P.E.	Harbour Vest SICAV S.A.	-	0	0.0%	0	0.0%	300	4.1%	
損害保険	ネフィラ	解約	2	0.0%	0	0.0%	2	0.0%	
	計		3,103	42.8%	3,264	45.0%	3,403	46.9%	
一般勘定(10.0)▲0.6%		-	681	9.4%	725	10.0%	681	9.4%	
	合計		7,254	100.0%	7,254	100.0%	7,254	100.0%	

P.E.ファンドを300百万円採用する

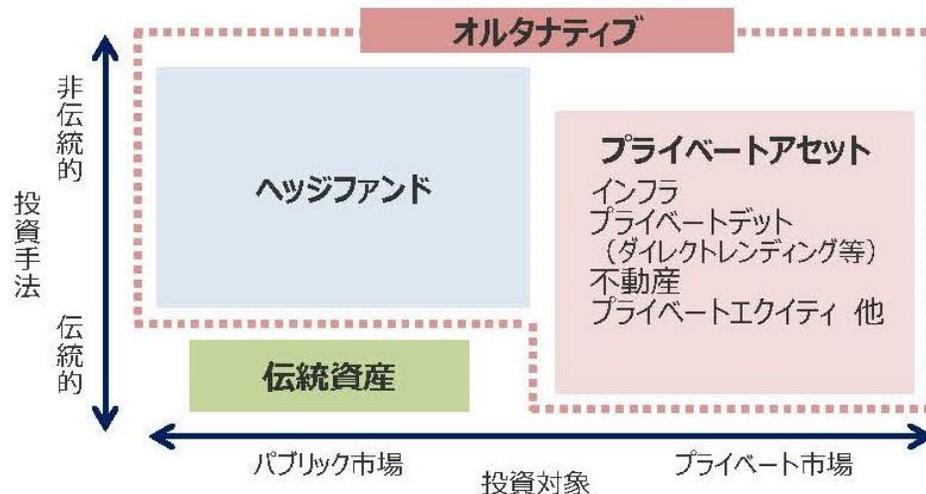
# I-4-1. プライベートアセットは、公開(パブリック)と対で未公開(プライベート)の意

## プライベートアセットとは

オルタナティブ資産とは伝統的な投資（国内債券、外国債券、国内株式、外国株式等）以外の投資を指し、図表1のとおり、非伝統的な投資手法を活用するヘッジファンド、プライベート市場に投資するプライベートアセットに大別されます。

プライベートアセットへの投資には図表2のように流動性をはじめとする様々な制約がありますが、制約を長期間受け入れることに対するプレミアムが期待されます。世界的に低金利環境が継続する中で、より高いリターンが期待されるプライベートアセットに注目が集まっているのです。

(図表 1) プライベートアセットの位置付け



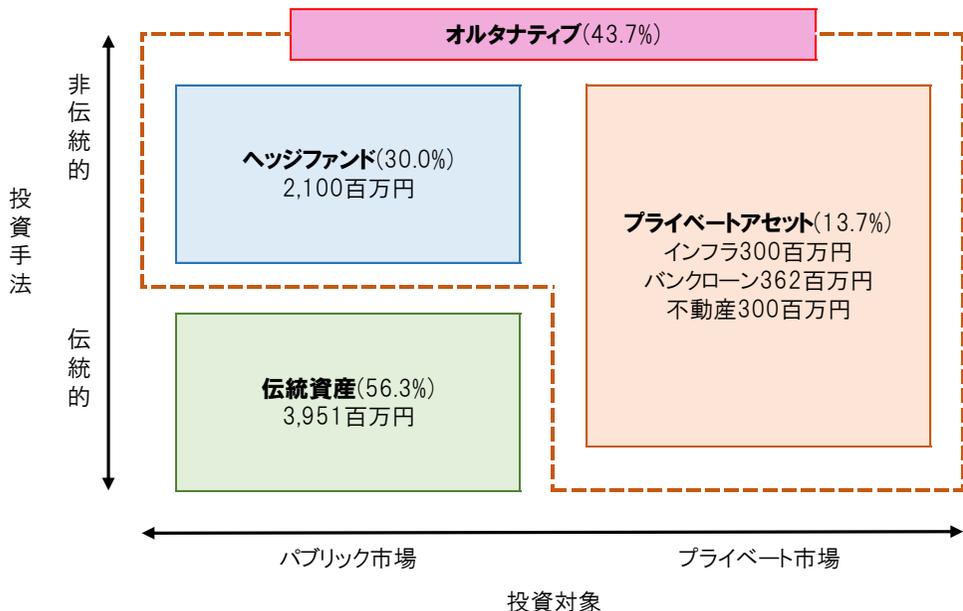
(図表 2) パブリック vs プライベート

パブリック		プライベート
市場取引		相対取引
低	個別性	高
多	開示情報量	少
高	流動性/換金性	低
多	投資機会	少
小	最低投資金額	大

(出所) 三菱UFJ信託年金運用部作成

# I-4-2. 当基金のプライベートアセット投資状況

図表3：当基金の資産構成(2023年3月末)



当基金では、プライベートアセットクラスへの投資として、プライベートデットに分類される「バンクローン」を従来から採用していますが、2023年度から、不動産ファンドとインフラファンドを新たに採用しています。

① 定評のある運用者であること、② 当基金の運用基本方針で定める1ファンドあたり総資産の5%以内に抵触しないこと、③ いざという時に換金できる道があること、をそれぞれ満たしています。

前頁のプライベートアセットの種類で当基金が採用していないのは、プライベートエクイティですが、当基金の採用条件を満たすファンドが無かっただけで、優秀なファンドがあれば検討したいと考えておりました。

## II-6. KKRグローバル・インフラ・コア戦略

### 商品コンセプト

KKRグループの旗艦ビジネスの一つであるインフラ投資の中でも特に安定インカム性に焦点を当てたグローバル・コア戦略に小口資金での機関投資家のアクセスを可能としたオープンエンド型の商品です。

- 安定インカムを狙うインフラ・コア戦略
  - 規制環境や長期供給契約の存在など、ダウンサイドリスク抑制と安定インカム享受をテーマに稼働中のインフラへの投資に注力するコア戦略
  - 分配利回り4~6%、ネットトータルリターン7~9%を想定
- KKRグループ挙げての運用
  - 1976年設立
  - ニューヨーク、ロンドン等の拠点に約80名のインフラ投資プロフェッショナルを配置
  - インフラ投資チームに加え、長年のプライベート・エクイティ運用で構築した強力なソーシングネットワークや投資先企業支援のコンサルティング力を駆使したKKRグループ挙げての運用
- 円建て、小口での投資が可能なオープンエンド型
  - 円ヘッジベース、3億円からの投資が可能な商品設計
  - 途中解約・償還請求が可能なオープンエンド型※1
  - 既に6案件に投資済(7案件目も決定)、出資後すぐにインカムリターンを収受可能※2

※1 解約には一定の制限や条件がございます。ファンド「主要条件」ページをご確認ください。  
※2 償還時点での売却であり、将来の運用効果を約束するものではありません。

インフラチームは2008年に立ち上げ、順調にビジネスを拡大し、過去5年間(2017年1月~2022年8月)のファンド募集額ランキングでは世界第4位。

## II-5. UBSグローバル不動産マルチ・マネージャー戦略(GREFS)

圧倒的な投資物件数、投資物件のテナント数から、少々のごでパフォーマンスが下振れすることがない点を評価しています。

投資先ファンド数	58 <sup>1</sup>
投資先物件の価値	3,610億ユーロ
投資先物件の数	9,172
投資先物件のテナント数 <sup>2</sup>	~37,456+
稼働率	93.5%
加重平均リース期間	5.1年



注：特定の国別配分は、2022年3月末時点の、最悪のシナリオに基づいたものです。目的が異なる場合があります。  
1. 2022年3月末時点の、最悪のシナリオに基づいたものです。2022年3月末時点の最悪のシナリオに基づいたものです。  
2. NAVIに6.6%の投資先ファンドのテナント数を示しています。その他のテナント数は、NAVIのデータベースから取得可能な最新の情報に基づいています。

注：投資先ファンドごとのデータは投資先ごとのものです。特定の国別配分は、2022年3月末時点の投資先ファンドから取得可能な最新の情報に基づいています。  
1. コミットメントベースの投資先ファンド数  
2. 実際のテナント数は上記の数値よりも見込んでいます。守秘義務やデータプライバシーガイドラインの観点からテナント数を開示していない投資先ファンドもあります。

	物流施設	オフィス	住宅	商業施設	ホテル	その他	現金等
北米	42.0%	21.8%	21.7%	6.8%	0.3%	5.6%	-
欧州	38.7%	30.8%	16.2%	11.9%	0.8%	1.5%	-
英国	49.4%	16.5%	23.4%	8.4%	1.3%	0.7%	-
アジア太平洋	42.0%	32.5%	15.5%	7.3%	0.0%	2.8%	-

現金等を保有しているの  
解約する場合も月次対応  
が可能である点も評価して  
います。

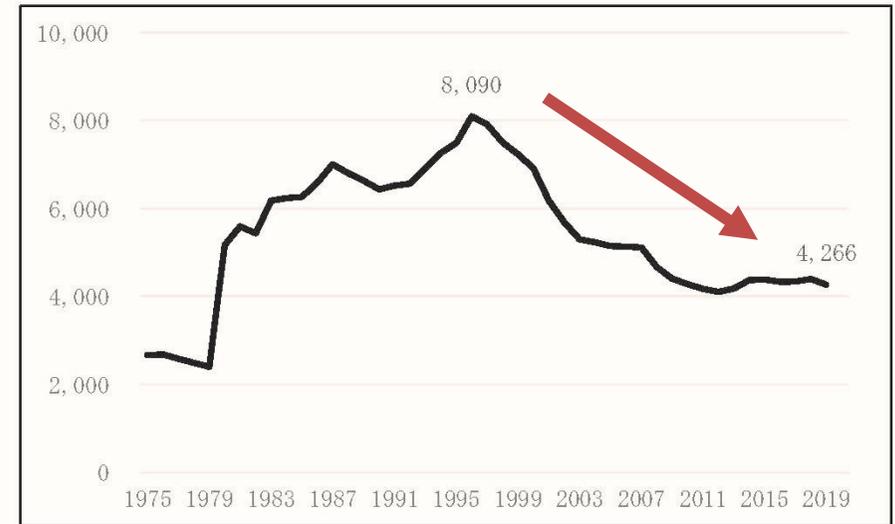
注：特定の国別配分は、2022年3月末時点の投資先ファンドから取得可能な最新の情報に基づいています。数値は四捨五入しているため、合計が100%にならない場合があります。上記の情報は、いかなる有価証券の売買を推奨するものではありません。2022年3月末現在のファンドNAVIから成る投資先ファンドのコミットメントベースの数値で作成しております。

# I-5-1. 株式市場(パブリック)を敬遠する未上場企業への投資(PEファンド)

米国の上場企業数はピークであった1996年の8,090社から減少を続けて、2019年には4,266社と**ほぼ半分**になっています。(図表4)

この背景には2000年代初頭のITバブル崩壊を受けて導入された**上場企業へのコンプライアンス強化策**や、高いレベルでの**内部統制強化策**に**嫌気**がさして、情報開示や内部統制等の制約に過度に縛られず柔軟かつ積極的な企業経営ができる**上場廃止**を選ぶ、あるいは最初から**上場しない**企業が増加した事情があります。さらに、**銀行借入や起債以外に資金調達手段が多様化**してきたことで、必ずしも上場にこだわる必要性が薄れてきたことも理由の一つと考えられます。

図表4 : 米国の上場企業数



(出所)世界銀行のデータより三菱UFJ信託銀行作成

**未上場企業**には魅力的な企業が多く含まれていますが、上場企業と違って**証券取引所を通じた株式の売買ができない**ため、投資家が売買するのは簡単ではありません。そこで、未上場企業への投資は、専門の運用者が組成する「**プライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)**」を通じて行うこととなります。

9頁の図表2にお示したとおり、未上場企業への投資は、市場取引に比べ、① 個別性が高く、開示される情報量は少なく、② 一般的に流動性(換金性)は低く、③ 最低投資金額は大きいという特徴がありますが、制約に対する見返りは十分に期待できます。① PEファンドを組成する運用者が**信頼**に足り、② **換金性**が高く、③ 当基金でも投資可能な**最低投資金額**のファンドがあれば、伝統資産の株式に振り向けている資金の一部をPEファンドに振替えることは、分散投資推進やキャピタルリターン向上策として有効であると考えます。

## I-5-2. プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の仕組み

• プライベート・エクイティ(PE)とは、未上場企業の株式を指します。PEに取引市場は無いため、専門の運用者が組成する「プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）」を通じて行うことが一般的です。

• PEファンドの運用者は、

① 投資家から資金を集めてファンドを組成

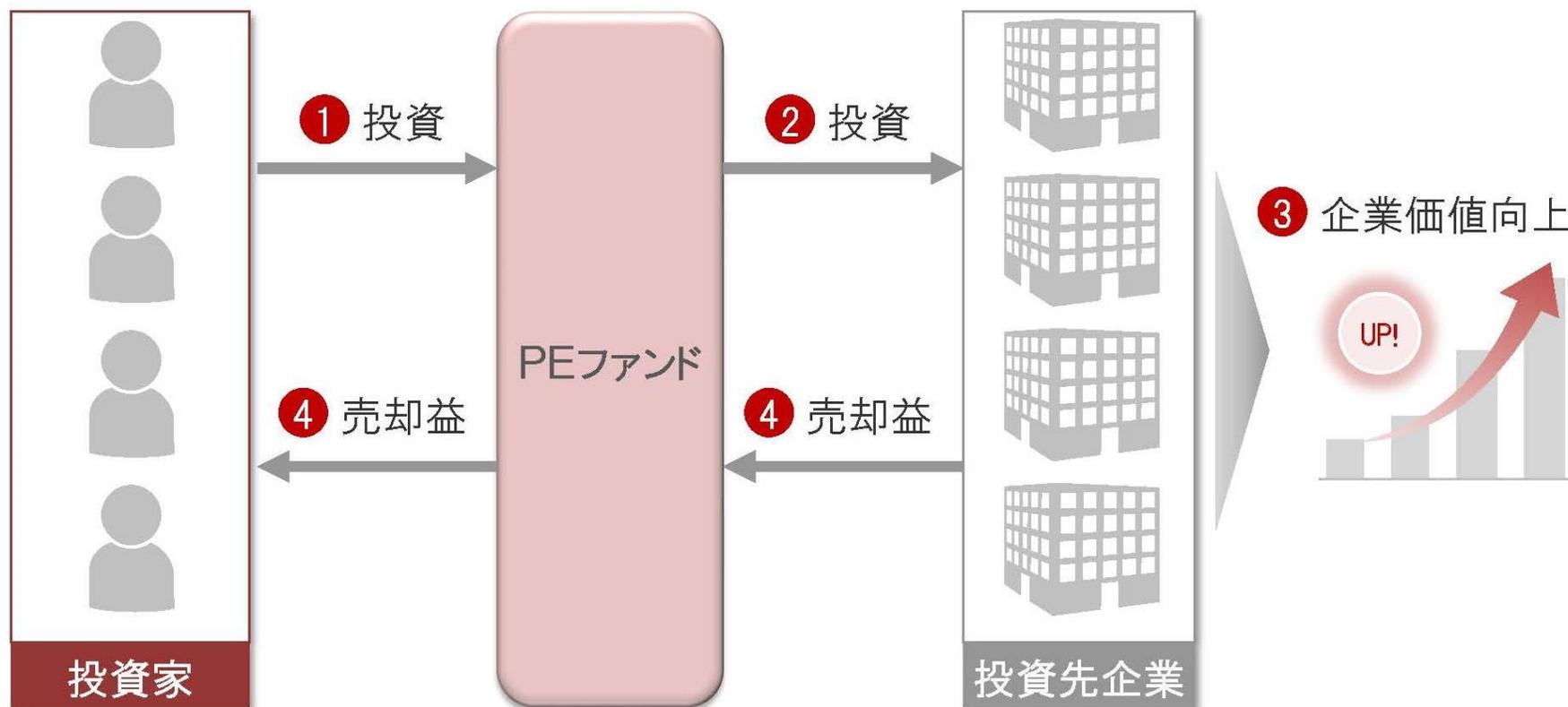
③ 投資先の経営に携わって企業価値を向上

のサイクルを通じた活動を行っています。

② ファンドから未上場企業に投資実行

④ 投資先の持分売却やIPO※を通じて利益を投資家に還元

※IPO：Initial Public Offering（新規株式公開）

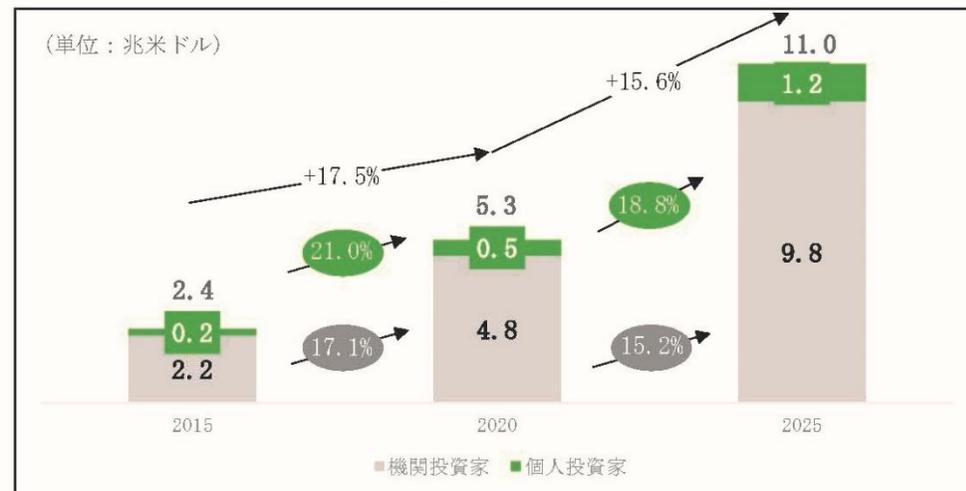


# I-5-3. プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の市場規模

プライベート・エクイティ投資では、企業価値の向上等による超過リターン獲得が期待され、その点に関する投資家の理解も深まってきたことで、伝統資産である**上場株式を補完するアセット**としての関心が高まり、**市場規模も急拡大**しています。

また、欧米ではこの分野を個人投資家に開放する動きがあります。ボストンコンサルティンググループ(BCG)とiCapital社のレポートによると、2020年時点で、プライベートエクイティファンドにおける機関投資家の比率は90.8%で、その市場規模も2025年までに年平均15.2%のペースで拡大することが予想されていますが、個人投資家の拡大ペースはそれをさらに上回る年平均18.8%のペースで拡大することが見込まれています。(図表5) 投資対象としてポピュラーになりつつあることが伺えます。

図表 5 プライベートエクイティファンドにおける個人投資家と機関投資家の市場規模の推移



個人投資家の割合

8.0%

9.2%

10.6%

(出所)BCG、iCapital 「The Future is Private」より三菱UFJ 信託銀行作成

次頁以降では、HarbourVest Partners LLC 社が組成する、HarbourVest Global Private Solution SICAV S.A. (PEオープンエンド戦略)ファンドについて以下のポイントを中心にチェックし、また、このファンドならではの特徴を見ていきます。

- ① 信頼できる運用者か
- ② 換金性はどの程度確保されるのか
- ③ 当基金の運用基本方針に定めた1ファンドあたりの投資額上限に抵触しないか

## II. 追加採用ファンドについて

HarbourVest Global Private Solution  
SICAV S.A. (PEオープンエンド戦略)

---

## II-1-1. HGPSファンド：運用者の概要

- ✓ HarbourVest社(以下、HV社)は、ボストンを本拠地とし、主要都市(ロンドン、東京等)の13拠点を通じて、グローバルな運用体制を構築。
- ✓ 役職員は1,084名(うち投資担当者219名)となっており、受託資産を運用する十分なリソース・経験を擁する。運用資産は約1,060億ドルであり、業界トップクラスの規模(2022年12月末時点)。
- ✓ 1982年からプライベート・エクイティのファンド・オブ・ファンズ(以下、FoFs)業務を開始。

	運用会社名	ファンド組成額 (過去10年間)	本拠地
1	HarbourVest Partners	28,808	米国
2	JP Morgan Asset Management	18,305	米国
3	Adams Street Partners	15,087	米国
4	LGT Capital Partners	14,027	スイス
5	BlackRock Private Equity Partners	13,341	米国
6	Commonfund	8,678	米国
7	Institutional Investment Partners Denmark	8,564	デンマーク
8	GCM Grosvenor	8,174	米国
9	Pathway Capital Management	7,680	米国
10	Horsley Bridge Partners	7,506	米国
11	Siguler Guff	6,303	米国
12	Schroders Capital	5,841	英国
13	Goldman Sachs AIMS Group	5,795	米国
14	RCP Advisors	5,598	米国
15	Greenspring Associates	5,132	米国
16	Portfolio Advisors	4,828	米国
17	Partners Group	4,187	スイス
18	Apogem Capital	4,160	米国
19	European Investment Bank	4,004	ルクセンブルク
20	Pictet Alternative Advisors	3,837	スイス

### HarbourVest社と三菱UFJ信託銀行のリレーション

⇒2001年より、HV社の主要ファンドに継続して投資し、長年の投資経験を裏付けとしてリレーションを構築。

東京に事務所があることが重要なポイントです。  
なにか問題が生じた時に迅速な対応が取れるかどうかで差が出てきます。

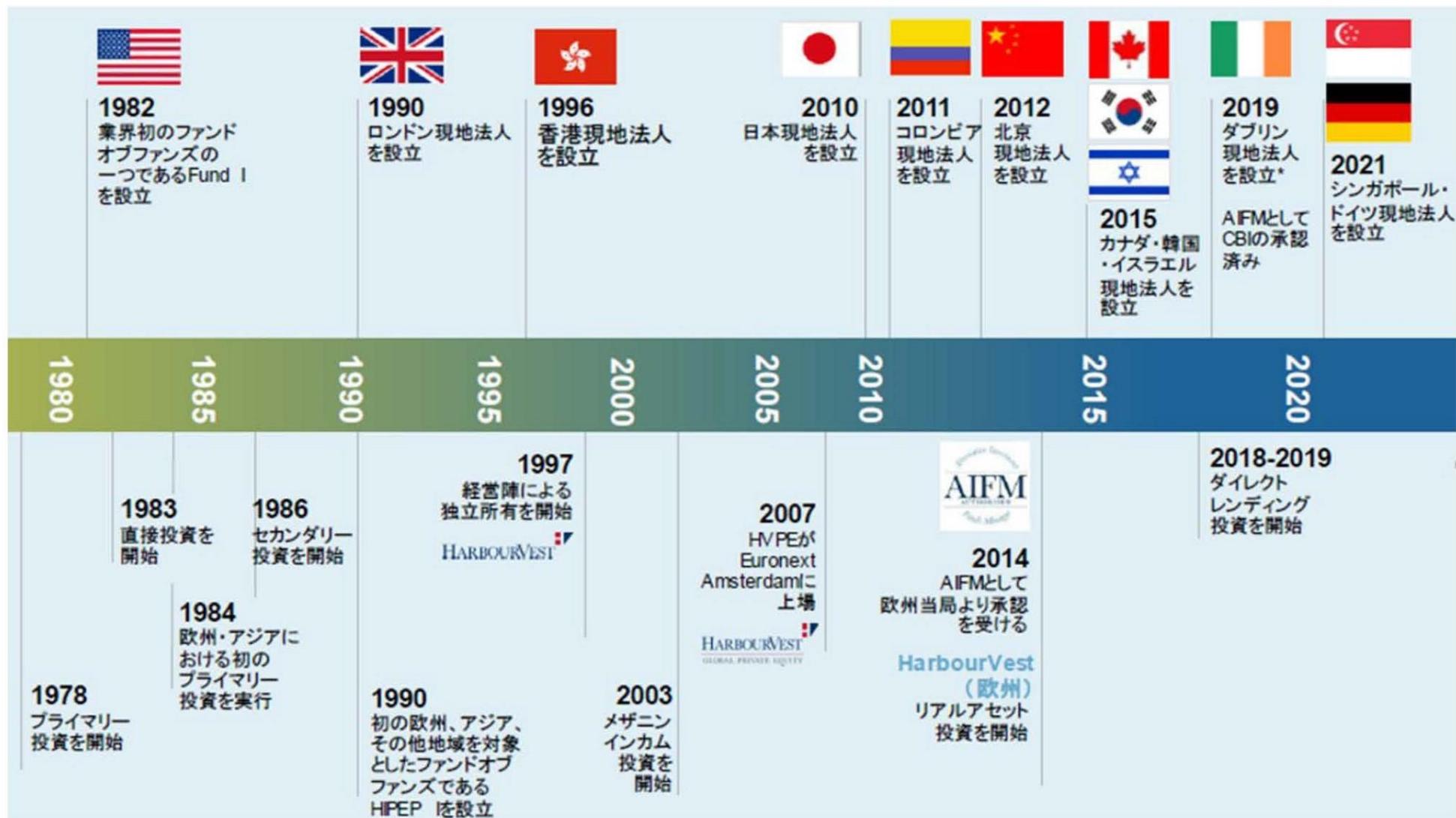
#### ① 投資プロフェッショナルの配置

(2022年9月末時点)

オフィス所在地	投資プロフェッショナル	役職員計
ボストン	127	785
北京	-	7
ボゴタ	-	5
ダブリン	2	17
フランクフルト	-	4
香港	15	28
ロンドン	41	109
ソウル	-	7
シンガポール	15	40
シドニー	-	2
テルアビブ	-	3
東京	-	11
トロント	10	17
合計	210	1,035

※2023年4月時点、ファンド・オブ・ファンズを提供する運用会社の組成額を集計 (出所)Preqin

## II-1-2. HGPSファンド：運用者の沿革



出所:HV社資料

## II-2-1. HGPSファンド：オープンエンドとクローズドエンド

- プライベートアセット投資のファンドは多くが原則として解約不可であるクローズドエンド型。
- オープンエンド型は一定の制限の下で中途解約が可能のため、ファンド投資家からみた流動性リスクが一部緩和される。

	クローズドエンドファンド	オープンエンドファンド
ファンド期間	通常期限あり(10年以上)	通常期限なし
申込	ファンド募集期間のみ	月次または四半期毎等
解約	原則として解約不可	解約・償還請求が可能 (ただし制限がかかる場合あり)
透明性	ブラインドプールリスクあり	投資開始時点のポートフォリオの内容を事前に確認可能
投資・回収のタイミング	ファンド期間の初期(投資期間)に投資し、ファンド期間の終盤に回収する	ファンド期間に縛られず、運用者の裁量で実施
投資の分散	ポートフォリオの分散度はファンドサイズや組成時の市場環境に左右される	ファンド規模が成長・安定すれば、より分散されたポートフォリオ構築が可能
資金拠出・分配の留意点	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資金拠出の進捗に時間を要する場合あり</li> <li>・残高を維持するためには、分配された資金を新たなファンドに投資する必要あり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常資金を一括で資金拠出 (投資機会の状況次第では時間を要する場合あり)</li> <li>・継続運用・再投資により残高を維持 (利益分配の有無はファンドによる)</li> </ul>

## II-2-2. HGPSファンド：解約資金の捻出方法

### 解約流動性のコントロール



※ ファンドが金融機関より行う借入の枠

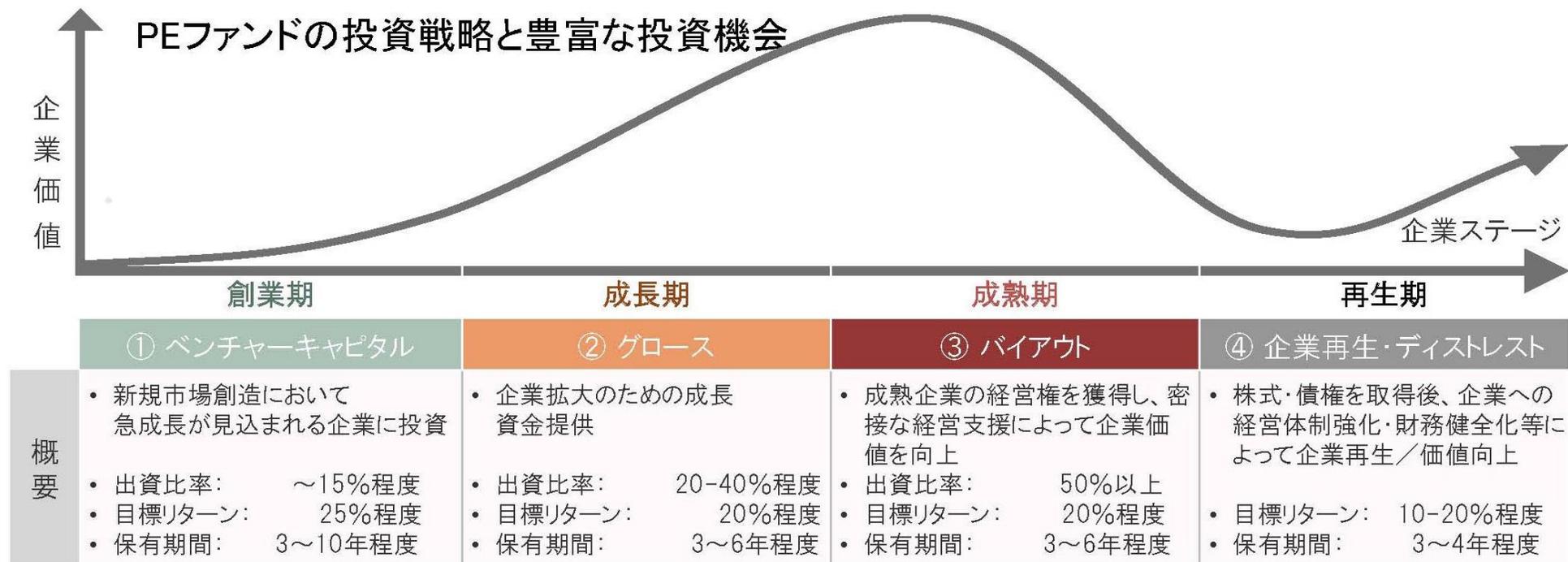
- ファンドの初期は、シードアセットの分配やキャッシュ、新規投資家の購入資金フローにより、新規のセカンダリー案件および共同直接投資案件に投資
- 投資家の購入と解約のマッチング、投資先からの分配金、クレジットファシリティを活用することで、解約流動性に対応
- HGPSのポートフォリオ管理チームはポートフォリオ構築委員会と協働で、キャッシュ残高や購入・解約の申込状況を踏まえ、借入や再投資を調整

## II-2-3. HGPSファンド：解約の際の制限事項

ロックアップ	<ul style="list-style-type: none"><li>なし</li></ul>
解約手数料	<ul style="list-style-type: none"><li>投資後1年以内に解約する場合には、解約金額の3～5%程度(検討中)の手数料が発生</li><li>本ファンドの取締役会の裁量で解約時NAV※の5%までの手数料を課すことが可能。なお、この解約手数料は現時点においては適用なく、新たに課される場合には、運用者より事前に通知されます。</li></ul> <p>※NAV：Net Asset Value (純資産=資産総額-負債)</p> <p>※なお、上記条件は市場環境等を踏まえた運用者の裁量によって変更される可能性があり、必ず適用されることを保証するものではありません。</p>
解約頻度	<ul style="list-style-type: none"><li>原則として解約申込は月に1度可能です。</li></ul>
ゲート条項	<ul style="list-style-type: none"><li>四半期ごとに各投資家の解約請求額の合計で、<u>本ファンドNAVの5%まで解約に応じることが可能です。</u></li><li>本ファンド設定後2年間(2024年12月31日まで)は、四半期ごと上限が本ファンドのNAVの5%、2年目以降(2025年1月1日以降)は、投資家のインフローとアウトフローのマッチング後に、本ファンドNAVの5%まで解約可能となります。</li><li>上記上限値を超過する解約請求があった場合には、解約請求した全投資家の持分比率に応じた比例配分で払戻し額が計算され、上限値を超過した部分は次回以降の解約タイミングに繰り越されます。繰り越された解約請求は、次回以降に発生した解約請求に対して優先しないため、全額が払い戻されるまでには時間を要する可能性があります。</li><li>市場環境の悪化、地政学上のリスク要因の増大、流動性の低下等の局面で本ファンドにも悪影響が生じることが予想され、かつ投資家利益になると判断される場合には、本ファンドの取締役会の裁量でゲート条項上の解約上限をNAVの2.5%まで引き下げることが可能。</li></ul>
取引制限	<ul style="list-style-type: none"><li>本ファンドの取締役会が、市場環境、ファンドの流動性、地政学等の状況により本ファンドに影響が生じると判断した場合に、ゲート条項を撤廃し、申込・解約の申込の受付やNAVの計算を停止することが可能です。</li></ul>

出所：HarbourVest社資料より三菱UFJ信託銀行作成

## II-3-1. HGPSファンド：投資先企業ステージによる戦略分散

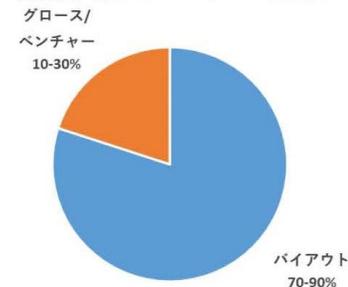


### 【投資先企業ステージ等による分散】

- ✓ 70～90%を目処に、成熟企業への投資が中心となるバイアウト投資、10～30%を目処により若い企業への投資が中心となるグロース・エクイティ/ベンチャー投資を実施。

ある程度分配結果が予想できる成熟企業への投資が中心となるのは、安定した分配金獲得を前提にすると合理的な戦略配分と言えます。  
ベンチャーキャピタルやグロースステージの企業は、夢は大きいものの、外れを引くリスクもあり配分比率は低くなります。

投資先企業ステージ等による分散



## II-3-2. HGPSファンド：プライマリー、セカンダリー、共同投資

- ・ 初めにハーバベスト社で既に運用しているプライマリー(ファンド)投資で**一定期間が経過し既に安定した分配金が見込めるファンドへの投資を実施**
- ・ プライマリー(ファンド)投資から得られる分配金で次にセカンダリー、共同投資へ投資、安定した分配金の獲得を目指す

### プライマリー(ファンド)投資

#### 戦略の概要

- ✓ ファンド組成時にポジションを設定。
- ✓ 一般にファンド組成時は企業拡大や経営支援のための成長資金の積極的な投資(拠出)が必要
- ✓ ただし、成長軌道に乗れば安定した分配金の獲得が中長期にわたって期待出来る
- ✓ 選別した優良なファンドについてもハーバベストのレーションを活かして投資が可能

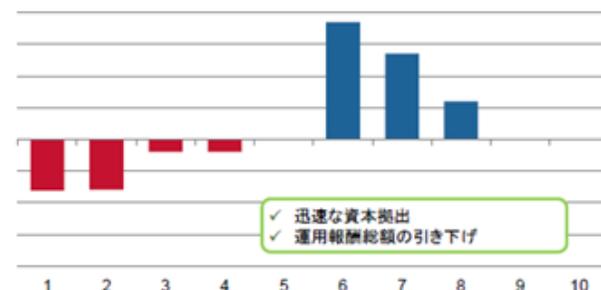
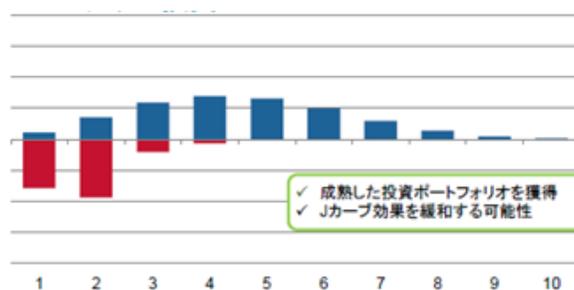
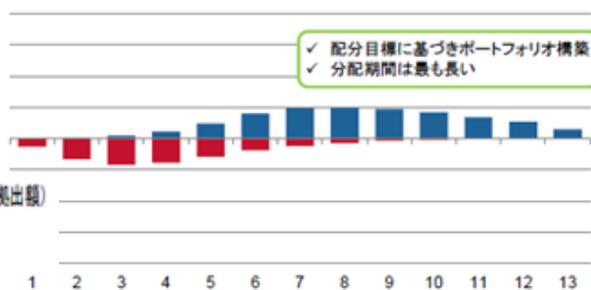
### セカンダリー投資

- ✓ 既存ファンドの持ち分や共同投資のポートフォリオの購入を通じてファンド資産を取得
- ✓ 運用開始から既に一定期間が経過しており、既にファンド組成時の大きな成長資金の投資が進んでいる
- ✓ このため、投資後比較的早期に分配金の投資が可能
- ✓ 取得にあたり一定の購入資金が必要

### 共同投資

- ✓ 他のプライベートエクイティ運用者と共同で事業会社に直接出資
- ✓ ファンド資産へ比較的 low コストでの投資が可能
- ✓ 出資する企業のその後の成長によってはより高い分配が得られる可能性もある企業を見る目が必要
- ✓ 取得にあたり一定の購入資金が必要

#### キャッシュフローの特徴

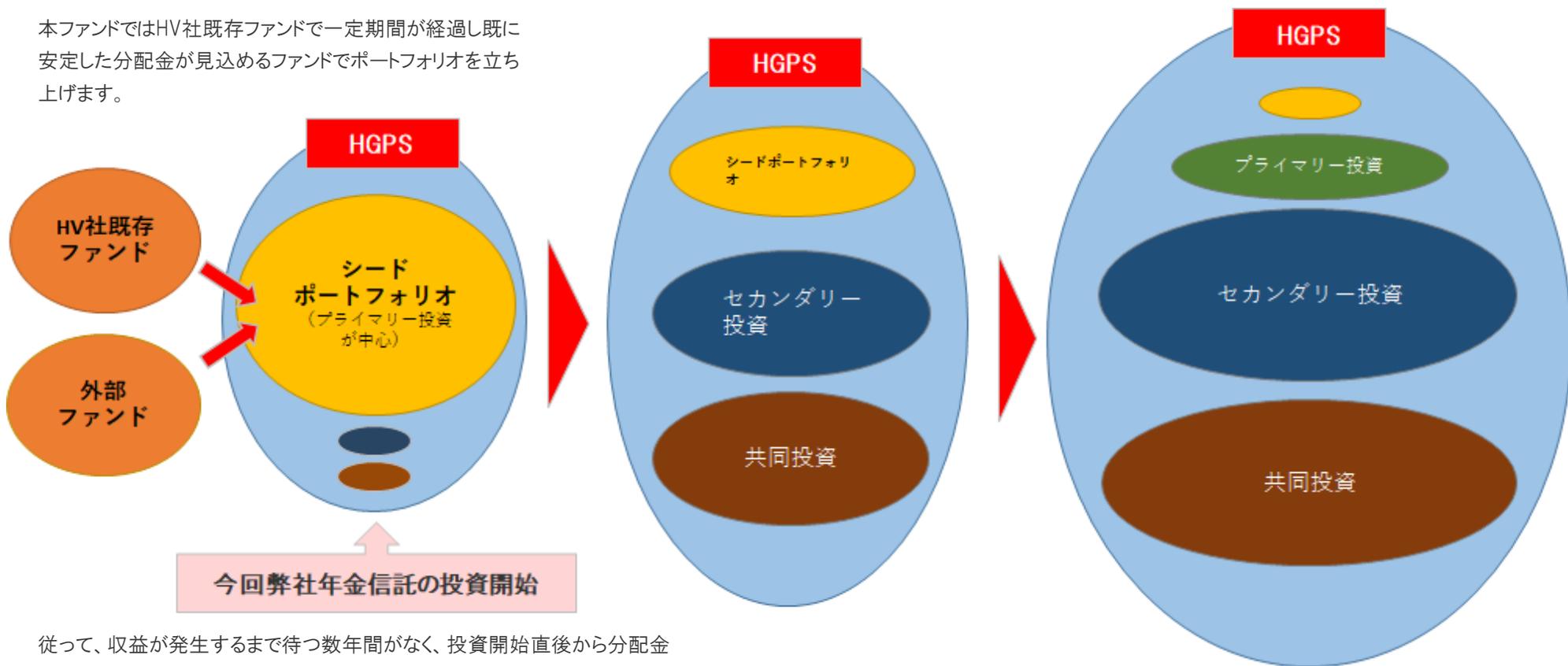


HGPSファンドのスタート時点



## II-3-3. HGPSファンド：ファンドの成長イメージ

本ファンドではHV社既存ファンドで一定期間が経過し既に安定した分配金が見込めるファンドでポートフォリオを立ち上げます。



従って、収益が発生するまで待つ数年間がなく、投資開始直後から分配金が見込めることとなります。

### • プライマリー(ファンド)投資

新規にファンドを組成し、未公開株式等に順次(数年かけて)投資していくもの。収益が発生するまで数年かかることが普通。

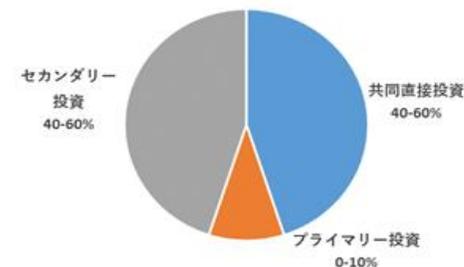
### • セカンダリー投資

既存のPEファンドの持ち分を取得すること。取得後すぐに収益が得られることが普通。

### • 共同投資

他の投資家と共同で事業会社の株式等を直接取得すること。取得後すぐに配当等の収益が得られることが普通。

### 10年後の完成形イメージ



## II-4-1. HGPSファンド：商品概要 ①

ファンド名	HarbourVest Global Private Solution SICAV S.A.
運用会社	HarbourVest Partners LLC
AIFM	HarbourVest Partners (Ireland) Limited
ファンド形態	ルクセンブルク籍会社型(SICAV)ファンド
ファンド期間	オープンエンド
通貨	米ドル
最低投資金額	2百万米ドル
最低追加投資金額	1万米ドル
運用戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・解約流動性やプライベートエクイティへの即時アクセスの観点から、プライマリー投資を抑え、セカンダリー投資と共同直接投資が中心の構成。</li> <li>・セカンダリー投資を総コミットメント額の40～60%、共同直接投資を同40～60%、プライマリー投資を同0～10%を目処に実施。</li> <li>・ステージ別では、バイアウト：70～90%、グロース・ベンチャー：10～30%、地域別では、北米：50～60%、欧州：25～35%、アジア：15～25%を目途に配分。</li> </ul>
購入	月次
目標リターン	10年間投資したことを前提として年平均11%～13%(時間加重収益率ベース)
資金拠出方式	一括拠出方式

最低投資金額は、150円/ドルとして2,000,000米ドル×150円=300,000,000円で、当基金資産7,260,000,000円の4.1%となり、運用基本方針の1ファンド5%以内の制限に抵触しない。

出所: HarbourVest社資料より三菱UFJ信託銀行作成

## II-4-2. HGPSファンド：商品概要 ②

出所：HarbourVest社資料より三菱UFJ信託銀行作成

解約	<p>月次もしくは四半期で、以下条件で検討中</p> <p>月次の場合：基準日の60日前通知          四半期の場合：基準日の10日前通知          入金は基準日の20日後を目途</p> <p>※十分な流動性がない場合には、AIFM(alternative investment fund manager)の裁量により、解約代金の入金が遅れる場合があります。          ※上記条件は市場環境等を踏まえた運用者の裁量によって変更される可能性があり、必ず適用されることを保証するものではありません。</p>
解約制限 (各投資家持分レベル)	<p>投資後1年以内に解約する場合は、解約金額の3～5%程度(検討中)の手数料が発生</p> <p>※上記条件は市場環境等を踏まえた運用者の裁量によって変更される可能性があり、必ず適用されることを保証するものではありません。</p>
解約制限 (ファンドレベル)	<p>四半期毎ファンドの合計NAVに対し、NAVの5.0%</p> <p>※本ファンドの取締役会の裁量でゲート条項上の解約上限をNAVの2.5%まで引き下げや解約を認めない制限を課すことも可能。</p>
分配	なし
借入	NAVの30%が上限
管理報酬	NAVに対して1.5%
成功報酬	セカンダリー投資と共同直接投資について利益の12.5% (ハードルレートあり、deal-by-deal方式)
外部監査人	PricewaterhouseCoopers, Société coopérative
時価算出	算出頻度：月次

