

## 金融法人および年金基金におけるオルタナティブ投資・バーゼルⅢの実態調査

---

【2011年度、オルタナティブ投資アンケート結果】

2011年11月24日

大和総研 金融・公共コンサルティング部

菅野 泰夫

大和総研

Daiwa Institute of Research

# 2011年度オルタナティブアンケート結果における視点（まとめ）

## ①ヘッジファンド投資の減少が底打ち。REIT投資が上昇傾向に。

▼投資比率が低下していたヘッジファンドは下げ止まる傾向。不動産市況の回復と共にREIT投資が上昇。

## ②年金基金では、国内株式から新興国株式へシフトが鮮明に。

▼低迷する国内株式市場への失望により、アジア・エマージング株式へのシフトが鮮明に。

## ③金融法人（銀行、信金・信組）による国債投資（金利リスク）の更なる傾斜。

▼コア預金モデルによる金利リスクの相殺が地域金融機関にまで浸透。更なる国債投資への傾斜が確認された。

## ④バーゼルⅢルールの改正によりメザニン投資への懸念が台頭。

▼ダブルギアリング（持ち合い）ルールの変更を懸念して、劣後債、優先出資証券への投資が手控えられた格好。

▼ベイルイン資本（新メザニン）は想定クーポンの高さで躊躇する発行体も多い。詳細なバーゼルⅢルールの発表が待たれる。

# 1. オルタナティブ投資アンケート結果

---

# 2011年度オルタナティブ投資アンケートについて（概要）

- 全国の年金基金（厚生年金基金、企業年金基金、共済年金等の公的年金）及び金融法人（大手銀行、信託銀行、地方銀行、信用金庫、信用組合、生保・損保）を対象にオルタナティブ投資状況についてのアンケート調査を実施（2011年7月11日～8月12日）。※今回で当該アンケートは7回目

## アンケートの内容

①オルタナティブ投資全般、有価証券投資の方向性、②バーゼルⅢの実態調査、③東日本大震災復興支援ファンド、④アジアエマージング投資、⑤リアルアセット投資（不動産を除く）、⑥ヘッジファンド投資、⑦不動産投資、⑧プライベートエクイティ投資、⑨クレジット・ストラクチャード投資。

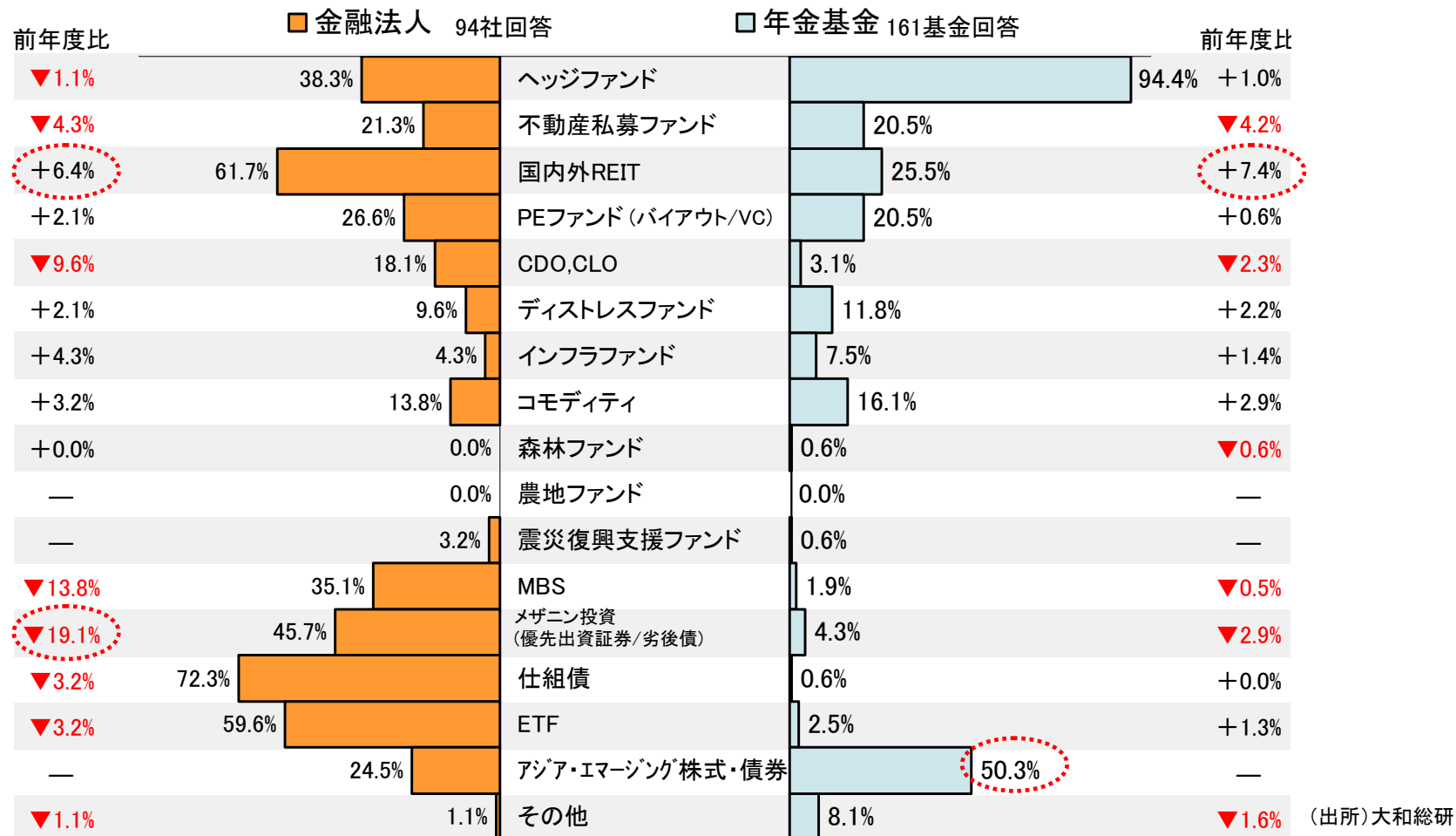
業態（年金基金）	アンケート送付数	回答数		回答率	詳細
年金基金（民間、公的）	1172	213		18.2%	厚生年金基金、企業年金基金、公的年金（共済年金等）
業態（金融法人）	アンケート送付数	回答数 （市場運用部門）	回答数 （経営企画部門）	回答率 （重複も含む）	詳細
大手銀行、信託銀行、政府系等	15	4	3	46.7%	大手銀行（5行）、信託（4行）、政府系、系統上部、その他行（6行）
地方銀行	103	37	36	70.9%	第一地銀（61行）、第二地銀（42行）の合計103行
信金、信組、県信連	202	67	3	34.7%	全国の信金、信組、県信連、労金 ※信金、信組は預金量がそれぞれ1500億円、1000億円以上を対象
生保、損保	16	7	8	93.8%	生命保険（9社）、損害保険（7社）の合計16社
不明、その他	-	2	-	-	不明分及びその他金融機関
金融法人合計	336	117	50	49.7%	
全体合計（年金基金、金融法人）	1508	330	50	25.2%	

（出所）大和総研

# オルタナティブ投資全般の傾向（2011年度）

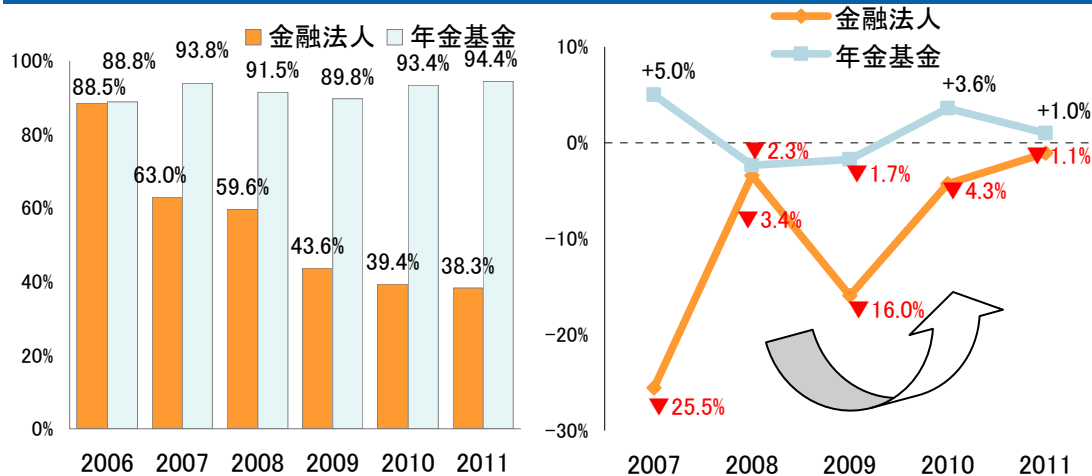
- ポジティブ 国内外REIT、アジア・エマージング投資。
- ネガティブ 優先出資証券・劣後債、CDO・CLO。

図表2-2 オルタナティブ商品の選択状況



# オルタナティブ投資の推移（2006年～2011年度）

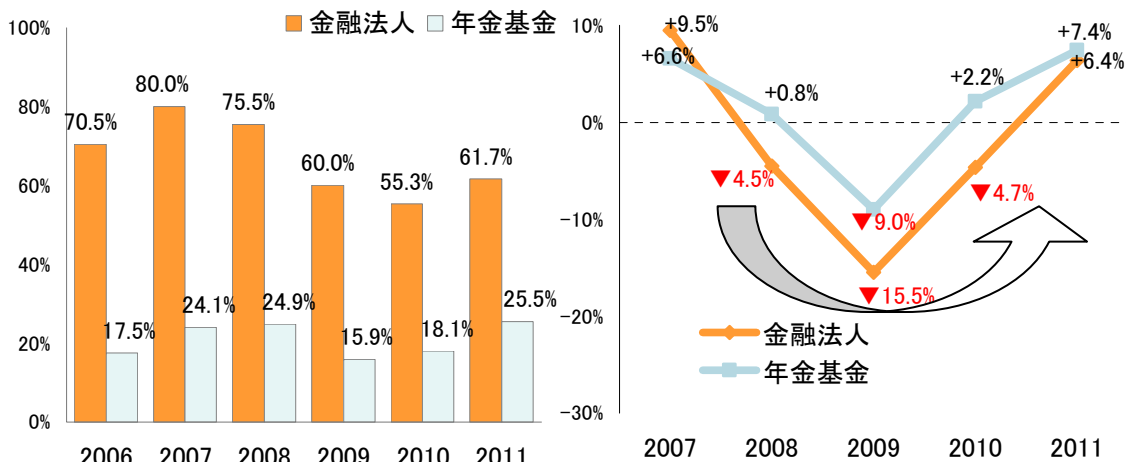
図表2-3 ヘッジファンド投資の推移・増減率（2006年～2011年）



（ヘッジファンド）

- 年金基金はリーマン・ショック以降はプラスに推移。
- 金融法人はアンケート開始以来減少し続けているが、ようやく底打ちする傾向にある。

図表2-3 REIT投資の推移・増減率（2006年～2011年）



（国内外REIT）

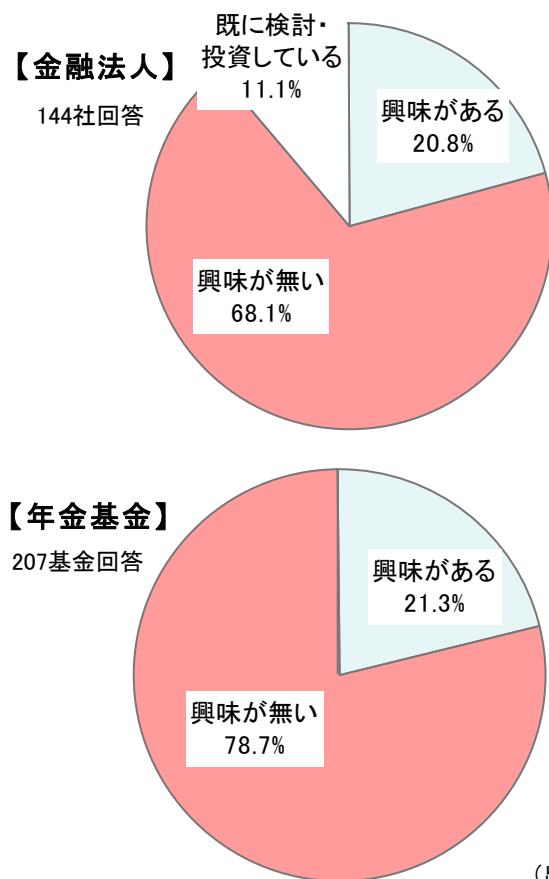
- 年金基金、金融法人ともに、今年度最も投資比率が上昇。
- リーマン・ショック以降はV字に回復。

（出所）大和総研、2007年の年金基金向けアンケートは大和ファンド・コンサルティングが担当

# 東日本大震災復興支援ファンド

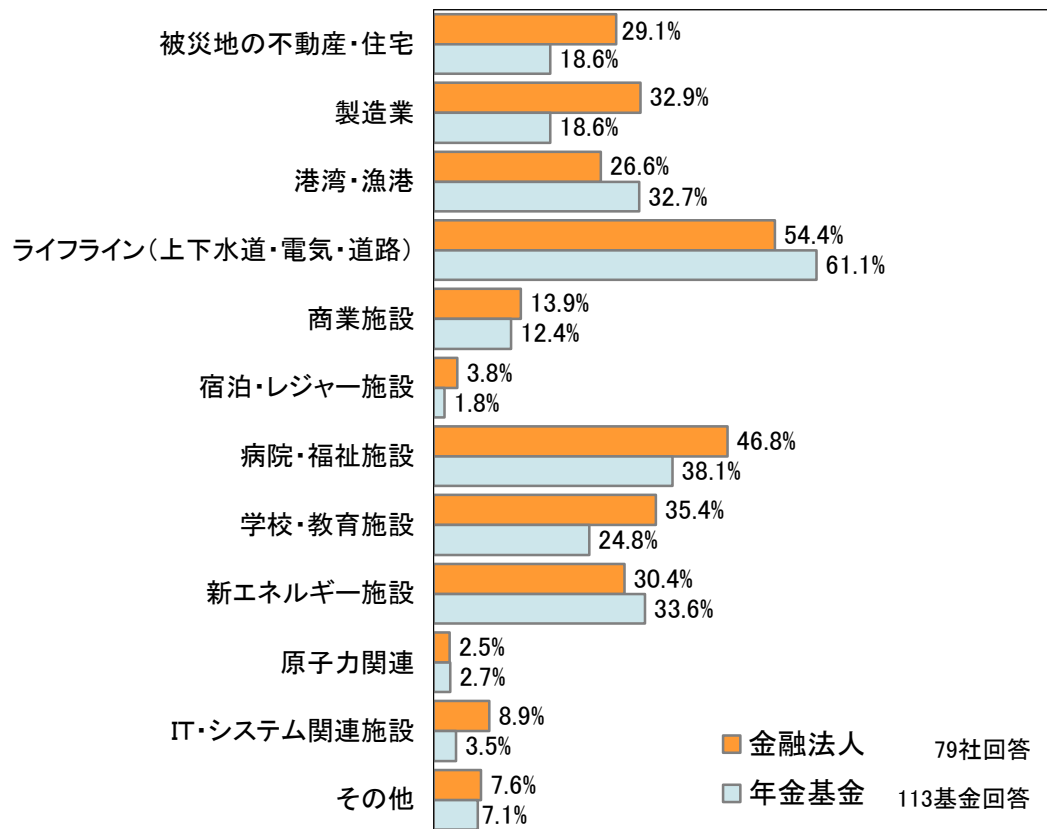
- 第3次補正予算成立以降に本格化する復興支援ファンドに対する投資・検討状況。

図表4-1 震災復興支援ファンドへの検討状況



(出所)大和総研

図表4-2 震災復興支援資金の投資対象施設

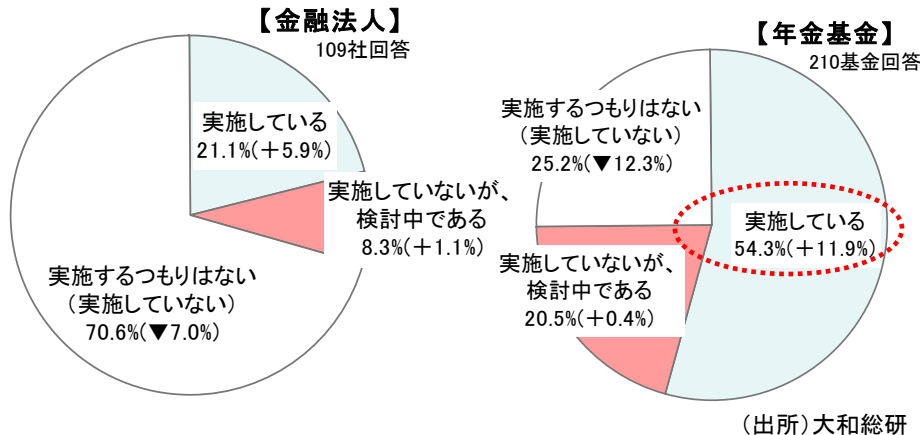


(出所)大和総研

# アジア・エマージング

- 国内株式の不振によりアジア・エマージング株式へのシフトが鮮明に。

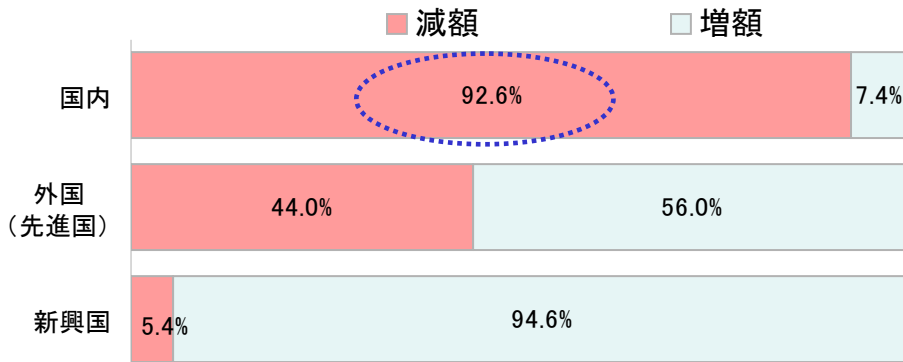
図表5-1 アジア・エマージング地域への投資状況



図表5-2 アジア・エマージングへの地域別投資状況

前年度比	金融法人 25社回答	年金基金 108基金回答	前年度比
+2.7%	56.0%	中国(含む香港)	44.4% ▼5.6%
+10.7%	44.0%	韓国	31.5% +6.5%
▼10.7%	36.0%	インド	31.5% +10.8%
▼1.3%	32.0%	タイ	17.6% +3.5%
+10.7%	24.0%	ベトナム	15.7% +8.1%
+10.7%	24.0%	インドネシア	22.2% +4.8%
+6.7%	20.0%	マレーシア	17.6% +4.5%
+13.3%	20.0%	フィリピン	14.8% +5.0%
▼9.3%	4.0%	その他アセアン諸国	3.7% ▼2.8%
—	0.0%	トルコ	7.4% —
—	4.0%	南アフリカ共和国	8.3% —
—	32.0%	ブラジル	18.5% —
—	8.0%	ロシア	17.6% —
—	0.0%	北アフリカ地域	1.9% —
▼6.7%	0.0%	中央アジア	2.8% +1.7%
+6.7%	20.0%	MSCIエマージング インデックスで投資	50.9% ▼5.6%
▼18.7%	8.0%	その他	16.7% +6.9%

図表2-12 株式配分変更の詳細 (年金基金のみ)



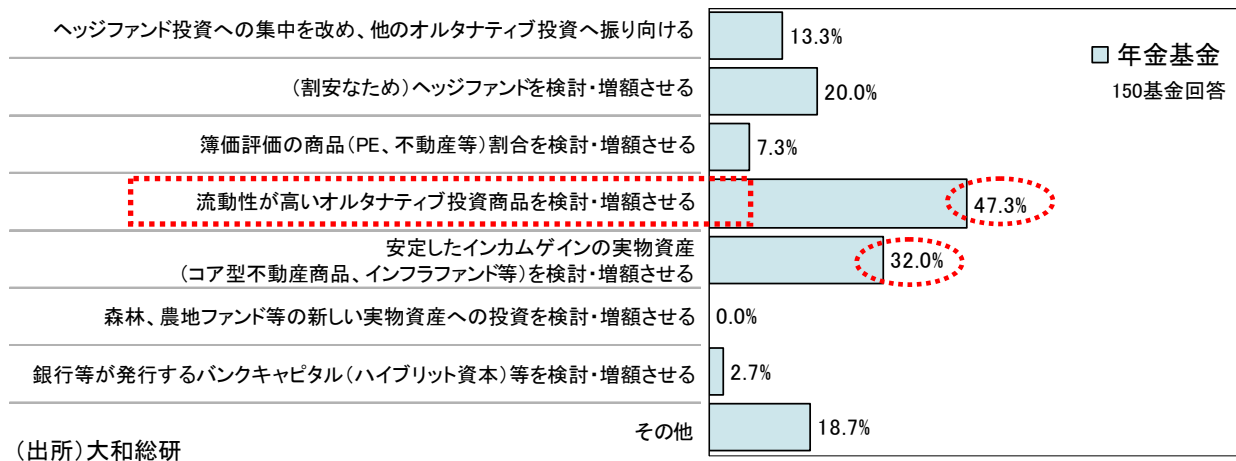
(出所)大和総研

(出所)大和総研



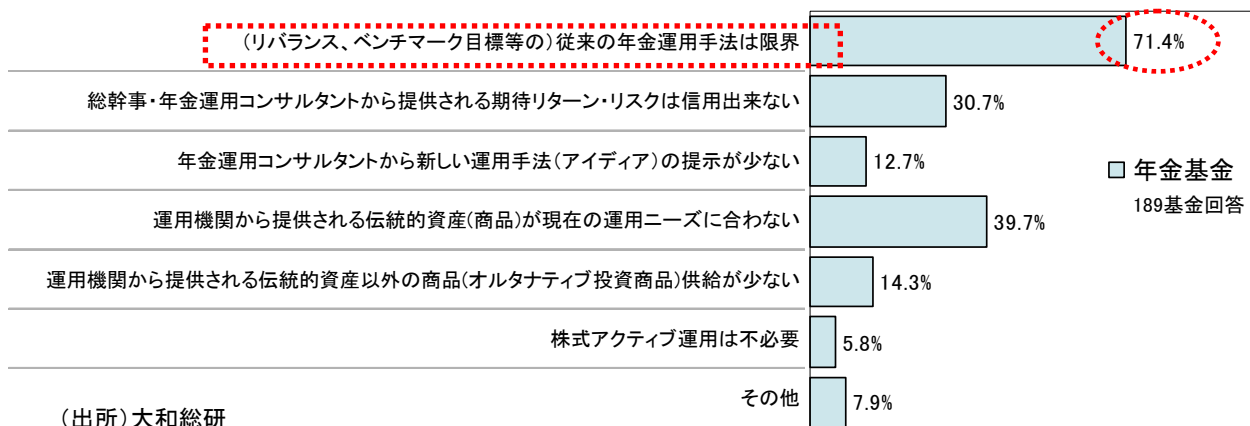
# 今後のオルタナティブ投資の方針、年金運用での懸念点

図表2-8 オルタナティブ商品の投資ストラテジー（年金基金のみ）



- 流動性が高いオルタナティブ投資の要望が多い。
- インカムゲイン型の商品供給のニーズも高い。

図表2-9 今後の年金運用での懸念点（年金基金のみ）



- (リバランス、ベンチマーク目標等の)従来の年金運用手法は限界との意見も支持を集めた。

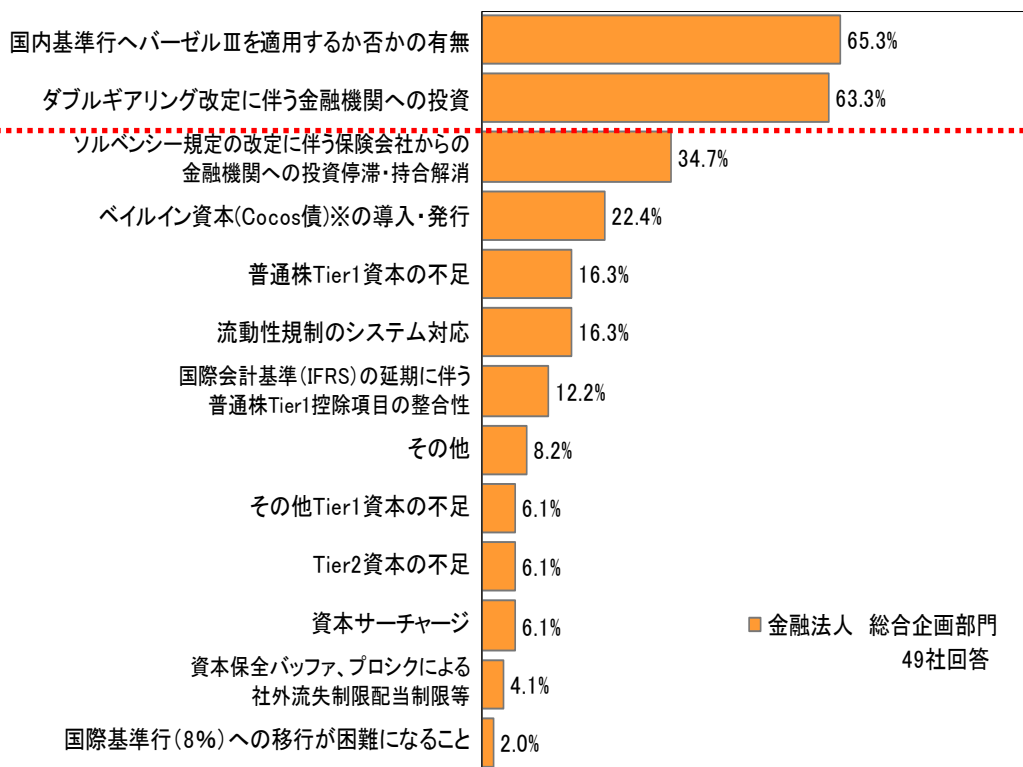
## 2. バーゼルⅢの実態調査

---

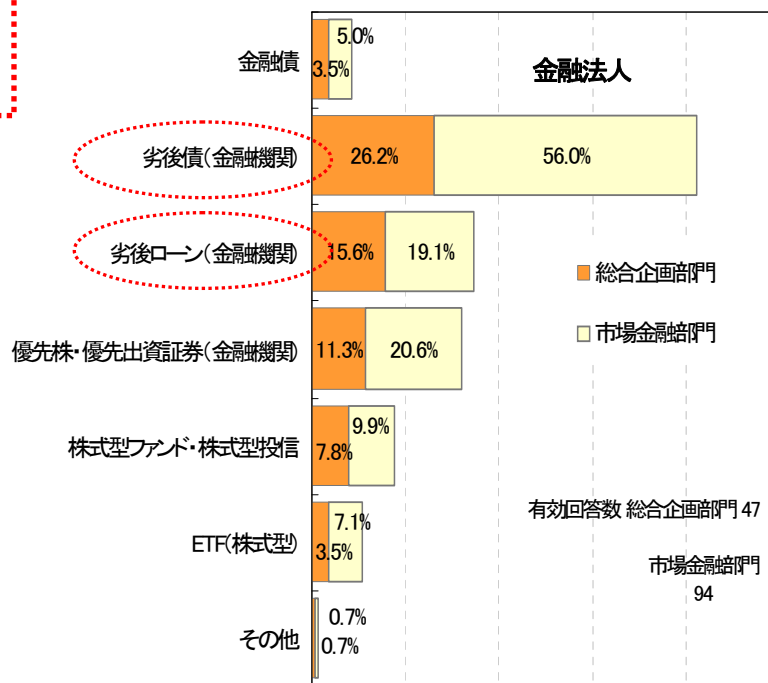
# バーゼルⅢ規制実施に伴う懸念項目は？

- ダブルギアリングへの関心が高く、劣後債、劣後ローンへの懸念が保険会社を中心に高い比率を占めた。
- 東日本大震災以降、国内行への適用に慎重な声も。

図表3-1 バーゼルⅢに関する懸念（金融法人 総合企画部門のみ）



図表3-2 バーゼルⅢでのダブルギアリング規制・流動性規制の実施に伴い投資を懸念する商品



※公的資金導入時や一定の資本水準をトリガーにして強制的に株式転換 (Contingent Capital) や、元本削減する条項が付いたバーゼルⅢ対応ハイブリッド資本: CoCos債 (Contingent Convertible Bonds)

(出所) 大和総研

(出所) 大和総研

# バーゼルⅢ、バイルイン資本について（新しいTier1、Tier2）

## ① 「破綻時ベース（gone concern）」※2011年1月13日発表

※バイルイン資本として新たに定義（low-trigger contingent capital）

▼ 公的資本の導入時など銀行が実質的な破綻に陥った場合にTier2証券も含め全ての規制資本に元本削減 or 普通株への転換を義務付け。

## ② 「継続価値ベース（going concern）」※2011年7月19日発表

※Going concernコンテンツェントキャピタル（High-trigger contingent capital）

▼ 破綻にそこまで近くなく、もっと手前の段階で、まだ健全ではあるが、少し脆弱な財務状況になった時点で転換するもの。

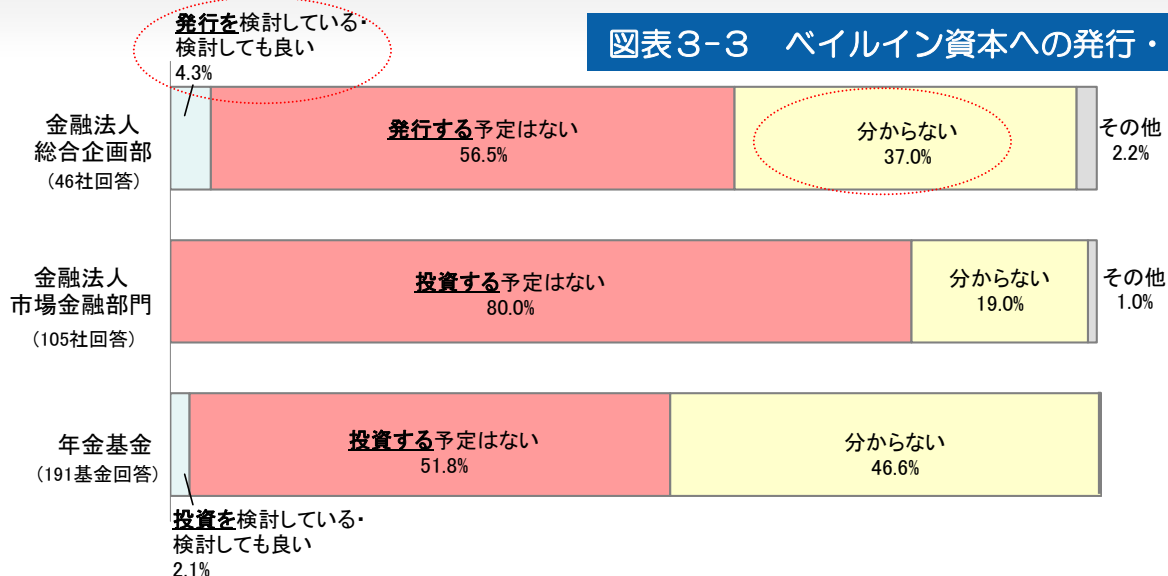
### （Going Concern資本の留意点）

- ▼ 転換Triggerは普通株Tier1比率7%以上。
- ▼ 発行はTier2資本以上が必要。
- ▼ 金融機関同士のダブルギアリング対象となり、普通株Tier1からの控除となる。

# ハイブリッド資本問題の投資家・発行体調査

## ベイルイン資本への投資・発行アペタイト

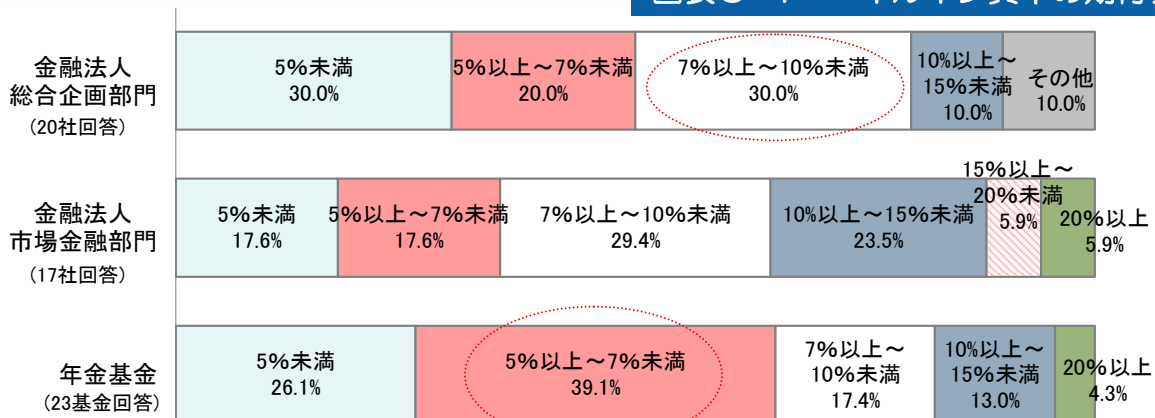
図表3-3 ベイルイン資本への発行・投資に関する検討状況



(出所)大和総研

## ベイルイン資本へ投資・発行する際に想定するクーポン

図表3-4 ベイルイン資本の期待クーポン（インカムゲイン）



(出所)大和総研

# ハイブリッド資本問題の投資家・発行体調査

## 発行側のコスト高、ダブルギアリング問題

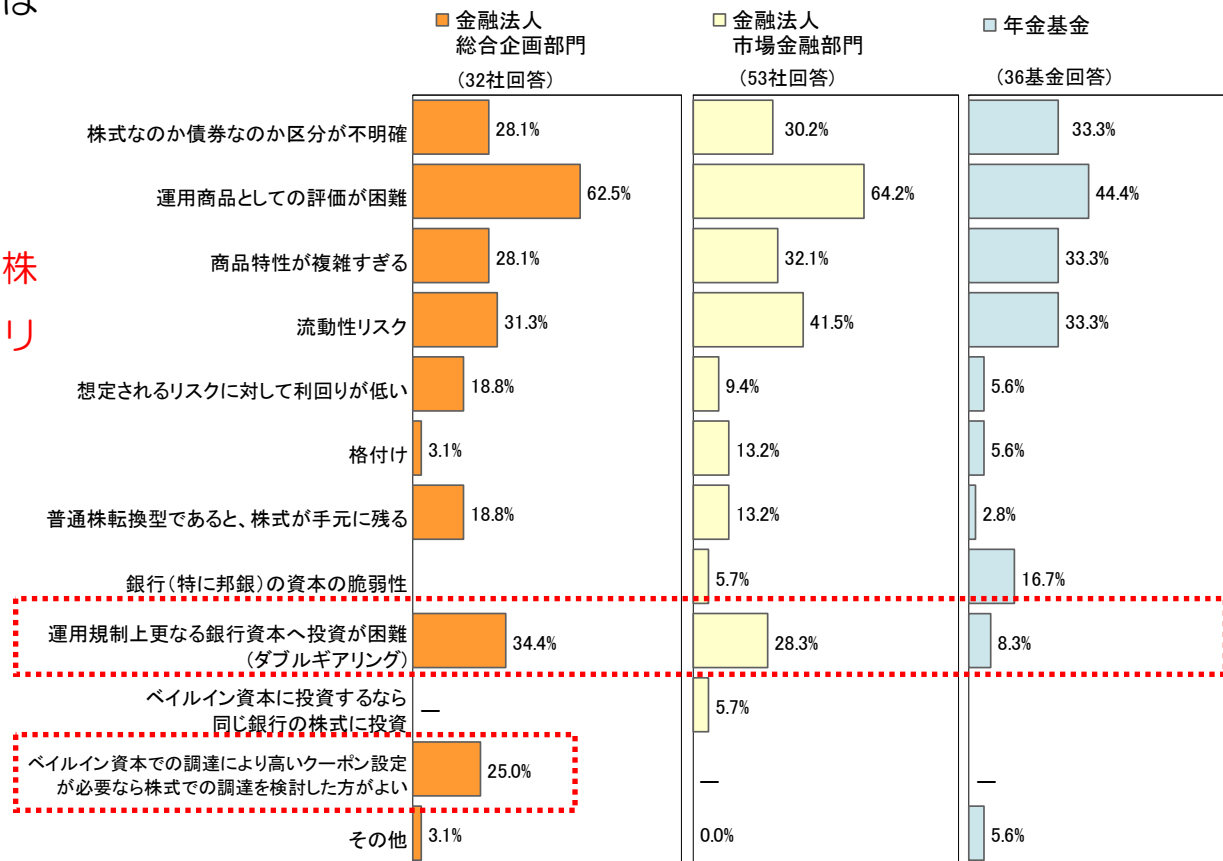
- 欧米の投資銀行ですら高いクーポンを要するため、発行に関しては慎重な姿勢。

⇒内部留保への懸念。

- ダブルギアリング規制の明確化

⇒ベイルインへの投資も、普通株 Tier1 の控除項目（ダブルギアリング）対象と定義。

図表3-5 ベイルイン資本への懸念事項



(出所)大和総研

# バーゼル規制における金利リスクへの影響①

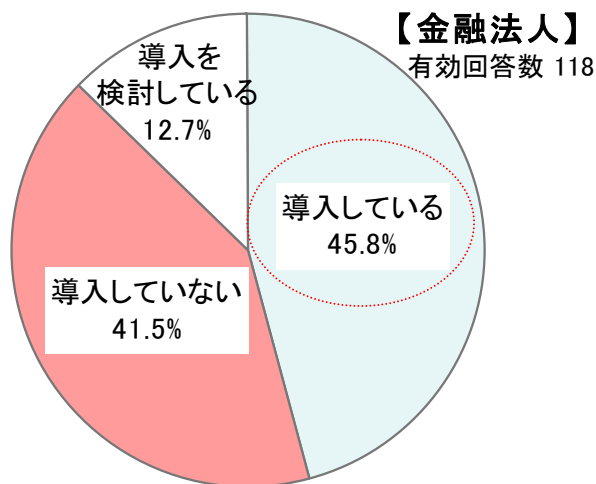
## 2の柱強化はアウトライヤー規制の引き締めにつながるのか？

- 正式に業務改善命令等が一度も発生された形跡がないため、“30%~40%程度までアウトライヤー値は許容範囲”との意見も多い。

## (金利リスク減少目的で) コア預金モデル導入の増加

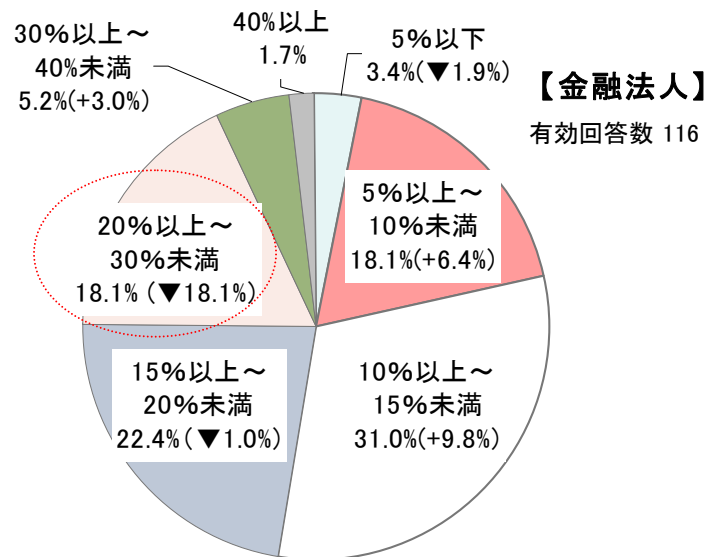
- 当該アンケート開始以来(過去4年間)で、アウトライヤー値が昨年と比較して初めて減少に転じた。  
※導入していない銀行は更なる金利リスクの上昇を確認。

図表3-6 コア預金モデル導入の割合



(出所)大和総研

図表3-7 アウトライヤー比率



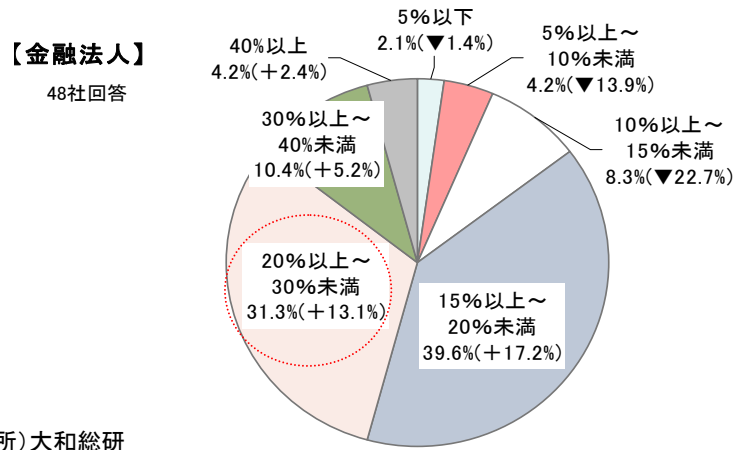
(出所)大和総研

# バーゼル規制における金利リスクへの影響②

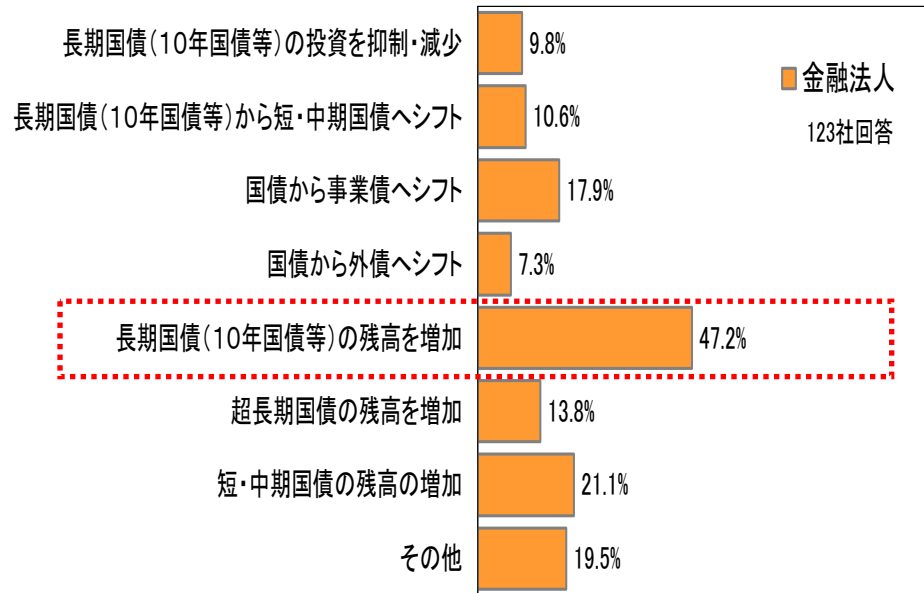
(コア預金モデル導入により) 減少した金利リスク分で更なる国債投資への傾斜が鮮明に

- コア預金モデルの前提値が想定範囲を超えた場合、初めて国債投資への懸念が生じる可能性が高い。

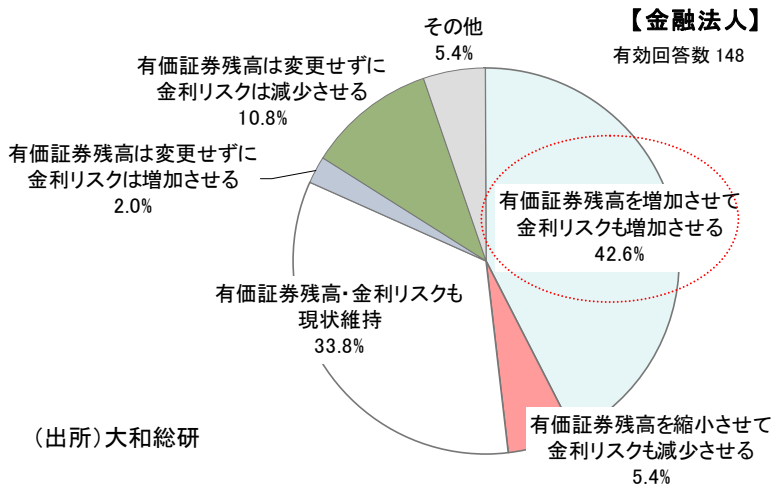
図表3-8 アウトライヤー比率 (コア預金モデル導入前基準)



図表3-10 今後の国債投資ストラテジー



図表3-9 今後の国債投資 (金利リスク) の方向性



コア預金モデルが更なる金利レバレッジ上昇を招来  
⇒金利上昇時に想定以上の債券評価損が発生する可能性が高い



# 2011年度オルタナティブアンケートに寄せられた声

## (東日本大震災復興支援ファンドに関して)

- ▼ 復興支援ファンドへの懸念は、既存の銀行ローン（2重ローン等）の肩代わりになること（金融法人・総合企画部門）
- ▼ 地元企業への融資等を通じた震災、復興支援を適宜検討する（金融法人・総合企画部門）
- ▼ いずれにしても政府関連ファクターに多大にリスクを感じる。キャッシュフローの仕組み、開発リスク等の十分な情報開示を希望（企業年金基金）
- ▼ 他人の不幸に乗じてリターンを求めることは意に沿わない（厚生年金基金）
- ▼ 復興支援ファンドへの懸念は、復興支援の理念に乏しいファンドが途中で逃げること（企業年金基金）

## (今後のオルタナティブ投資戦略に関して)

- ▼ ①投資内容の透明性、②換金性が高いこと、③伝統資産との相関が低いこと 上記等の条件を満たした商品の提供を望む（企業年金基金）

## (今後の年金基金の運用の懸念点について)

- ▼ 伝統四資産配分がリスクヘッジ機能を果たしていない（企業年金基金）
- ▼ 安全資産としてきた欧州国債の信用リスクの高まりが最も懸念する（企業年金基金）
- ▼ オルタナティブの必要性を感じるが、トータルで利益が出ているか分からない。仕組みが複雑で説明が出来ない（企業年金基金）
- ▼ 利益を取られているだけなのかも知れないという不安もある（企業年金基金）

## (バーゼルⅢ規制に関して)

- ▼ レバレッジ比率導入における日本国債の取扱いを教えてほしい（金融法人・総合企画部）
- ▼ ベイルイン資本の期待インカムゲインは、従来の劣後調達コスト（ステップアップ後）+  $\alpha$  は必要（金融法人・総合企画部）

## (今後の国債投資に方向性に関して)

- ▼ 金利のイールドと先の見込みにより、何処の年限を延ばすか分からないが、残高は増加させていく（金融法人・市場金融部）