

2011年11月24日

金融法人及び年金基金における オルタナティブ投資・バーゼルⅢ実態調査

金融・公共コンサルティング部
菅野泰夫

(2011年度オルタナティブ投資アンケート結果)

[要約]

- 大和総研では、全国 336 の金融法人（大手銀行、信託銀行、地方銀行、信用金庫、信用組合、労働金庫、生保・損保）及び 1172 の年金基金（厚生年金基金、企業年金基金、公的年金）を対象にオルタナティブ投資状況のアンケート調査を実施した。
- 本アンケートは 2005 年の開始以来 7 回目となる。実施期間は 2011 年 7 月 11 日～8 月 12 日、金融法人の市場運用部門から 117 社、年金基金からは 213 基金の回答が寄せられた（回収率 25.2%）。また、金融法人の経営企画部門を対象にバーゼルⅢ及び、震災復興支援に関するアンケート調査を合わせて実施している（有効回答数：50 社）。
- アンケートは全部で 61 項目にわたり、以下の分類で集計している。
 - ①オルタナティブ投資・有価証券運用の方向性について
 - ②バーゼルⅢの実態調査について（ベイルイン資本の投資についても含む）
 - ③東日本大震災復興ファンドについて
 - ④アジア・エマージング投資について
 - ⑤リアルアセット投資（不動産を除く）状況について
 - ⑥ヘッジファンド投資状況について
 - ⑦不動産投資状況について
 - ⑧プライベートエクイティ投資状況について
 - ⑨クレジット・ストラクチャード投資（証券化商品等）状況について
- 年金基金では、欧州債務危機等に伴い、先進国の低金利政策が継続された状況から、REIT、インフラファンド等の高インカムゲイン商品への傾斜が昨年度に引き続き確認された。
- 金融法人では、バーゼルⅢでのダブルギアリング（持ち合い）ルールの変更を懸念して、劣後債、優先出資証券（メザニン）等への投資が手控えられた様子が示された。一方、前年度まで大幅に投資比率が低下していたヘッジファンドは小幅な減少に留まり、サブプライム問題以降、長年減少し続けたヘッジファンド投資によりやく底打ちする傾向が見られた。
- 低迷する国内株式市場への失望により、国内株式への追加投資（リバランス）を停止し、新興国株式へのシフトを促す動きや、日本国債への更なる傾斜する傾向も見られた。その一方で、市場リスク（株式、債券、為替）からポートフォリオを分散する需要も高く、リーマン・ショック以降、再びオルタナティブ投資拡大の招来が示唆される結果となった。

1. はじめに

アンケート対象は全国 1172 の年金基金ならびに本邦所在の 336 の金融機関となっている。信用金庫、信用組合等の協同金融組織では、一定の預金量（信金 1500 億円、信組 1000 億円）以上をアンケート対象とした。詳細については以下の図表 1-1 を参照されたい。

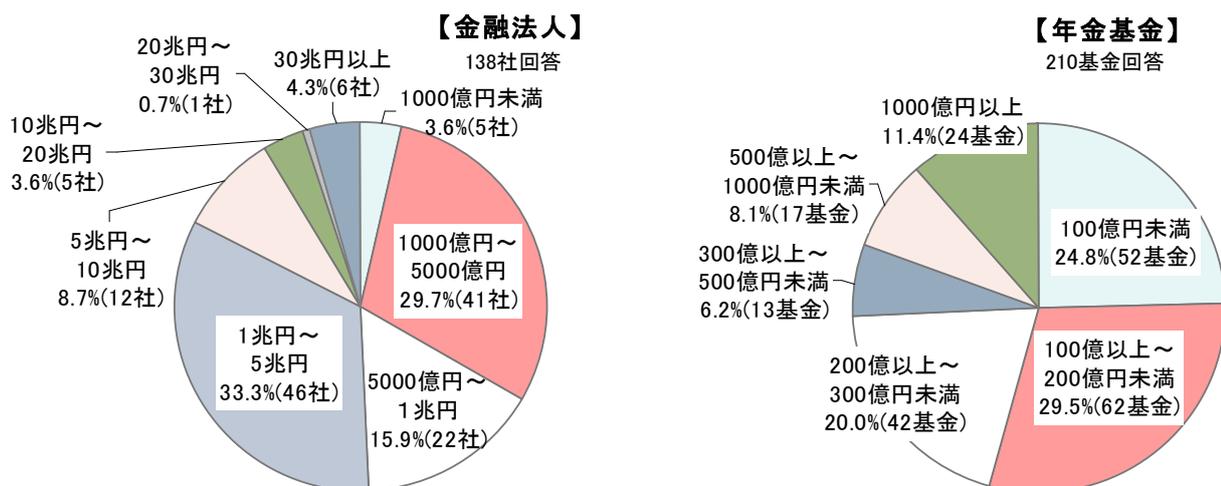
図表 1-1 アンケート対象、回答率

(アンケート実施期間) 2011 年 7 月 11 日～8 月 12 日

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

図表 1-2 アンケート回答先資産規模



(出所) 大和総研

なお、同一金融機関内で複数の部署から回答があった場合には（※オルタナティブ投資部門が複数存在する場合）、その結果はまとめて1社として集計している。アンケート結果は金融法人、年金基金別に数値をまとめ、参考のため前年度（2010年度）の結果を比較したのもも適宜掲載した。文章構成上、設問の順番が前後する点については了承願いたい。

2. オルタナティブ投資及び有価証券運用全般の傾向

【図表2-1】オルタナティブ投資の実施状況

オルタナティブ投資を「実施している」と回答した割合は、年金基金では76.8%と前年度比4.2パーセントポイント（以下ポイント）のプラスとなり、小幅ながら2年連続増加した（図表2-1参照）。「実施していないが、検討中である」も前年度比4.3ポイントのプラスとなっており、足元では、年金基金のオルタナティブ投資への需要が再度高まりつつある。一方、金融法人では「実施している」が82.3%まで達しているが、前年度比では2.3ポイントのマイナスとなった。

【図表2-2】オルタナティブ商品の選択状況

図表2-2はオルタナティブ商品の選択状況を示している。今年度、最も目立った増減は、金融法人、年金基金ともに「国内外REIT」の投資比率が大きく上昇したことであろう（金融法人：前年度比プラス6.4ポイントの61.7%、年金基金：同プラス7.4ポイントの25.5%）。前年度において「上場REIT」が好調なパフォーマンスであったことが要因だが、「私募REIT」の積極的な採用も構成比率の上昇を押し上げた模様だ。これは、私募REITのリスクウェイトの定義の明確化により、標準的手法採用の所要自己資本が100%²（出資）と定義され、地方銀行を中心に採用の拡大につながったといわれている。

また、年金基金の「ヘッジファンド」は、94.4%と調査以来変わらず構成比率では首位となった。次に「アジア・エマージング株式・債券」（50.3%）が高率となり、株式を中心に新興国投資へのシフトが一定の割合に達している状況が示されている。一方、金融法人では「メザニン投資（優先出資証券/劣後債）」がマイナス19.1ポイント（45.7%）と大きく低下している。2013年3月から実施が予定されているバーゼルⅢ規制のダブルギアリング（持ち合い）ルールの改正で、金融機関（銀行、証券、保険会社等）同士の資本の持ち合いが、たとえ政策的な意味合いがなくても、一定程度、資本から控除される³こととなっている。その結果、保険会社、地方銀行を中心に、金融機関の優先出資証券や劣後債への投資を懸念する声が噴出し、当該結果を反映する形となった模様だ。

【図表2-3】主要オルタナティブ商品の選択状況の推移（2006年度～2011年度までの5年間）

主要なオルタナティブ商品の選択状況の推移を確認すると（過去5年分の前年度比較）、金融法人、年金基金ともに、リーマン・ショック前後でのオルタナティブ投資に対する運用方針の変化が明確に確認できる。金融法人の「ヘッジファンド」への投資は、アンケート開始時（2006年度）には88.5%までであった構成比率が、今年度（2011年度）は38.3%まで低下しており、ピーク時の半分以下に落ち込んだ（図表2-3参照）。ただし、今年度の低下幅は、前年度比1.1ポイントのマイナスと小幅な変動に留まっている。近年、一貫して減少してきた金融法人

1 昨年度（2010年度）の年金基金はオルタナティブ投資を「実施している」が72.6%とプラス2.3ポイントの上昇。

2 従来は、不動産投資法人及び私募不動産ファンドの未上場のエクイティ部分（例えば不動産投資法人のTK出資部分）に関しては、標準的手法では“ファンド”として取扱い、ルックスルーが前提となっていた。

3 対応控除アプローチ第3番：発行済み資本（株式）の10%を超える他の金融機関の資本への投資を行っている場合は超える分を控除するルール。

のヘッジファンド投資も、ようやく下げ止まる傾向がみられた。

「不動産私募ファンド」は、金融法人、年金基金ともに昨年度（2010年度）に大幅に増加した反面（金融法人：09/10年度比プラス8.3ポイント、年金基金：同プラス8.8ポイント）、今年度（2011年度）は、リスクウェイトの優遇措置が私募 REIT と同様に 100%にはならないことも影響し減少に転じている（金融法人：10/11年度比マイナス4.3ポイント、年金基金：同マイナス4.2ポイント）。また「国内外 REIT」は、双方とも一昨年度（2009年度）に大幅にマイナス（金融法人：08/09年度比マイナス15.5ポイント、年金基金：同マイナス9.0ポイント）に落ち込んだのを境に、不動産市況の回復と共に2年連続して（2010年度、2011年度）構成比率がV字に回復している。

その他の項目では、金融法人の「PE ファンド(バイアウト、VC等)」も同様に、リーマン・ショック以降（2009年度以降）一旦大きく減少したが、その後は回復傾向にある（10/11年度比プラス2.1ポイント）。一方、「CDO、CLO(SIVを含む)」は、2009年度以降一貫して減少し続ける結果となった（金融法人：08/09年度比マイナス18.0ポイント、09/10年度比マイナス3.2ポイント、10/11年度比マイナス9.6ポイント）。

【図表2-4】オルタナティブ商品の検討状況

金融法人では、リーマン・ショック以降、大きく低迷した「ヘッジファンド」（22.8%：前年度比プラス9.0ポイント）、「国内外 REIT」（60.8%：同プラス22.8ポイント）、「仕組債」（41.8%：同プラス6.1ポイント）が、大幅に増加に転じており、需要が再燃しつつあるようだ（図表 2-4 参照）。また年金基金では、「アジア・エマージング株式・債券」（28.9%）、「インフラファンド」（18.8%：前年度比プラス3.4ポイント）への期待が、金融法人と比較すると高い比率となった。

【図表2-5】政策資産配分比率(年金基金のみ)

図表 2-5 は、年金基金による資産配分の平均値（回答した 189 基金が対象）を示している。「国内公社債」への投資が 31.3%で最も多く、次いで「国内株式」が 20.0%。国外への投資では「外国株式」が 17.3%、「外国債券」が 9.9%の比率を占め、「オルタナティブ投資」も 9.6%に上った。

【図表2-6】オルタナティブ商品の内訳(年金基金のみ)

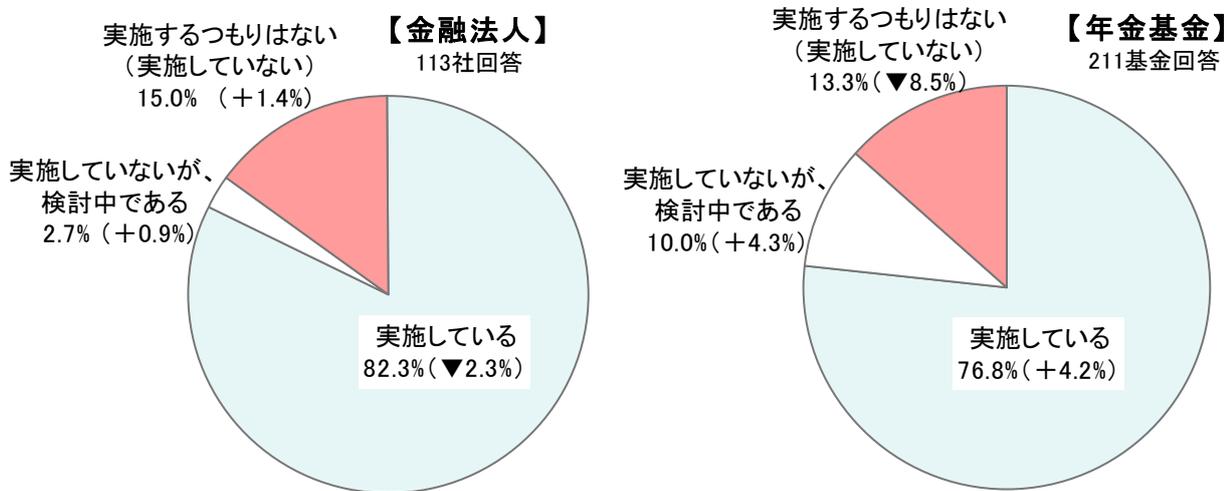
上述の図表 2-5 で示されている政策資産配分比率内の「オルタナティブ投資」の内訳（回答した 122 基金の平均値）をみると、多くの割合を「ヘッジファンド」（74.7%）が占めていることが分かる（図表 2-6 参照）。その他の項目を確認すると「インフラファンド」（1.6%）が好感されており、僅かではあるが、「バイアウト・ディストレスファンド」（1.0%）、「ベンチャーキャピタルファンド」（0.9%）を上回ったことは興味深い結果といえよう。

【図表2-7】政策資産配分におけるオルタナティブ商品への投資スタンス(年金基金のみ)

年金基金のオルタナティブ投資スタンスについては、「現在よりも資産配分を増やす」（49.7%）が、前年度比プラス23.7ポイントと大幅に上昇しており、積極的な投資スタンスが急増していると言っても過言ではない。“株式市場との関連の低い商品”であることを理由にオルタナティブ商品への投資を増やすとする年金基金からの意見も多く寄せられており、国内株式への収益率の不満が投資を促している模様だ（図表 2-7 参照）。

図表 2-1 オルタナティブ投資の実施状況

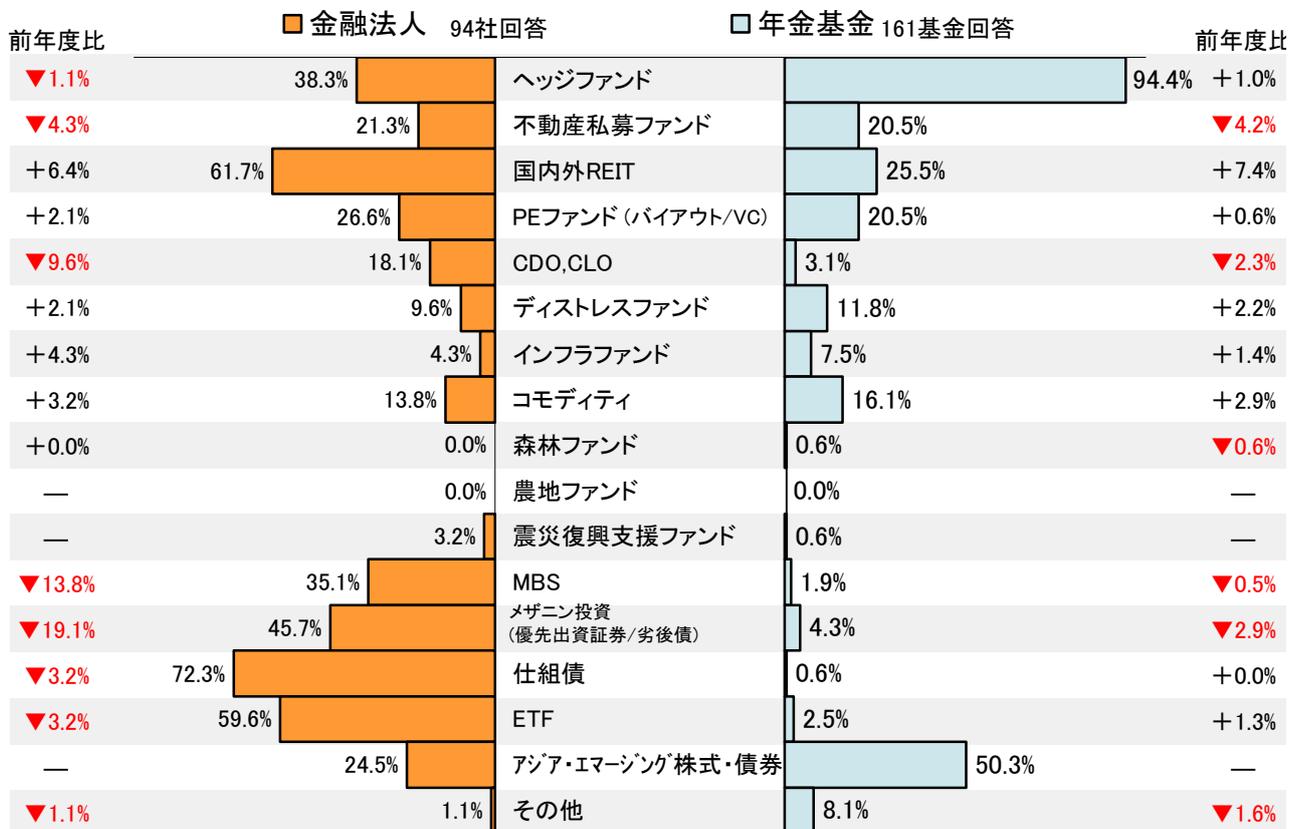
現在、オルタナティブ投資を実施していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減 (%単位はパーセントポイントの意味を表す、以下図表全て同じ)。変動利付国債、物価連動国債等は含まず。
(出所) 大和総研

図表 2-2 オルタナティブ商品の選択状況

現在どのようなオルタナティブ商品に投資をしていますか？ (複数回答可)



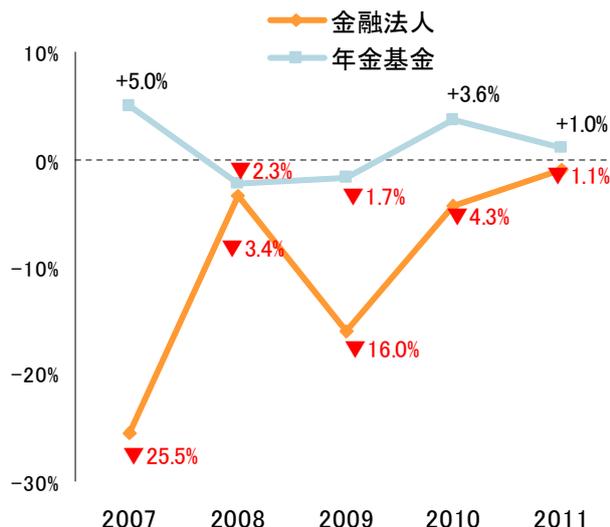
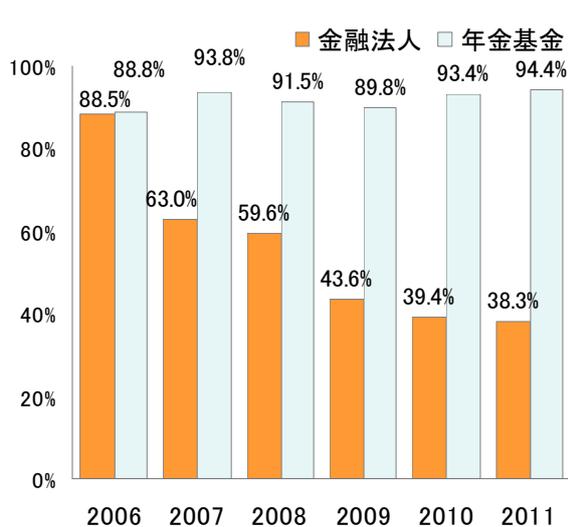
(出所) 大和総研

図表 2-3 主要オルタナティブ商品の選択状況の推移（2006年度～2011年度）

【ヘッジファンド】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	88.5%	63.0%	59.6%	43.6%	39.4%	38.3%
年金基金	88.8%	93.8%	91.5%	89.8%	93.4%	94.4%

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	▼25.5%	▼3.4%	▼16.0%	▼4.3%	▼1.1%
年金基金	+5.0%	▼2.3%	▼1.7%	+3.6%	+1.0%



(出所) 大和総研

【不動産私募ファンド】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	39.3%	38.0%	29.8%	17.3%	25.5%	21.3%
年金基金	14.1%	16.7%	14.9%	15.9%	24.7%	20.5%

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	▼1.3%	▼8.2%	▼12.5%	+8.3%	▼4.3%
年金基金	+2.6%	▼1.8%	+1.0%	+8.8%	▼4.2%

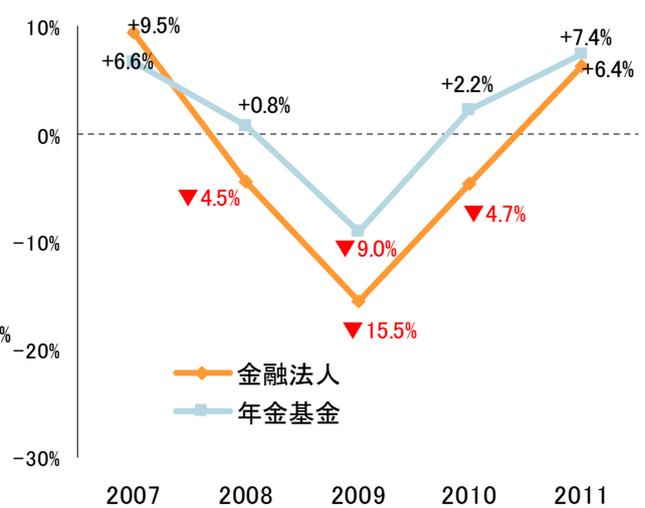
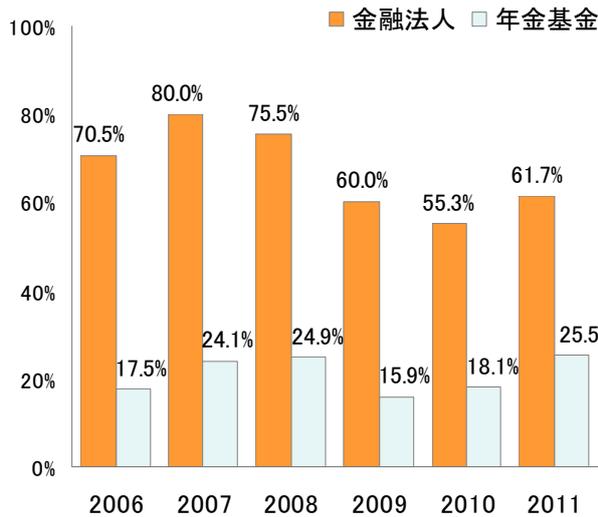


(出所) 大和総研

【国内外REIT】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	70.5%	80.0%	75.5%	60.0%	55.3%	61.7%
年金基金	17.5%	24.1%	24.9%	15.9%	18.1%	25.5%

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	+9.5%	▼4.5%	▼15.5%	▼4.7%	+6.4%
年金基金	+6.6%	+0.8%	▼9.0%	+2.2%	+7.4%

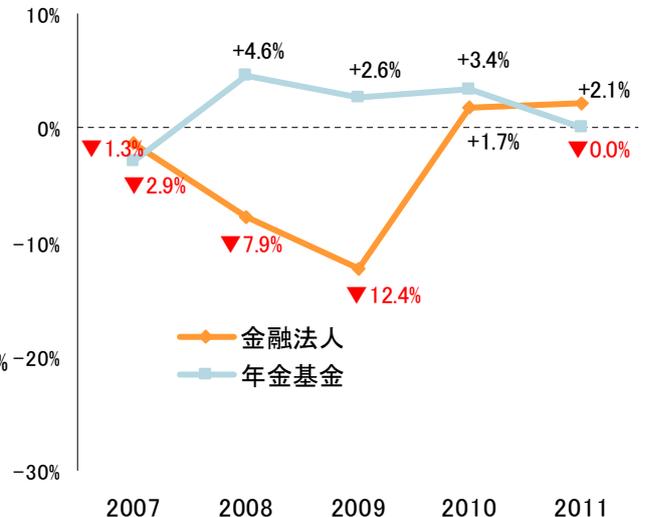
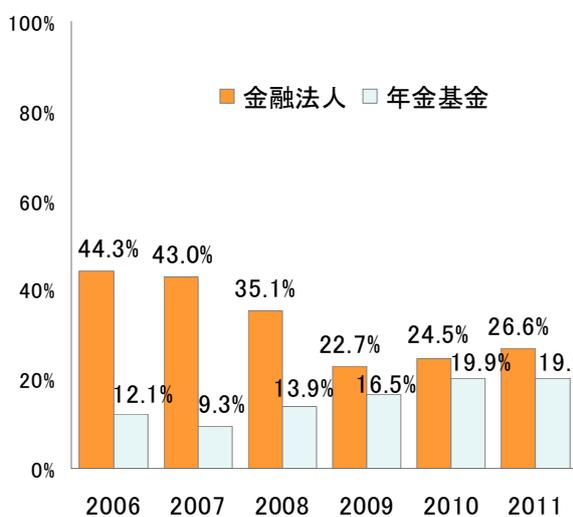


(出所) 大和総研

【PEファンド(バイアウト、VC等)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	44.3%	43.0%	35.1%	22.7%	24.5%	26.6%
年金基金	12.1%	9.3%	13.9%	16.5%	19.9%	19.9%

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	▼1.3%	▼7.9%	▼12.4%	+1.7%	+2.1%
年金基金	▼2.9%	+4.6%	+2.6%	+3.4%	▼0.0%

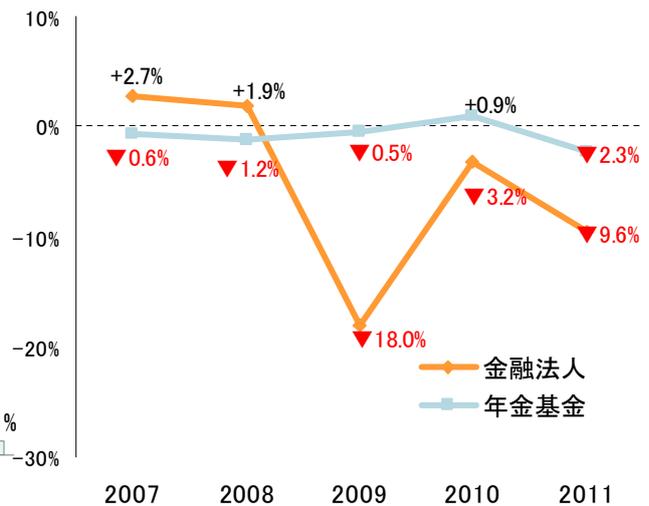
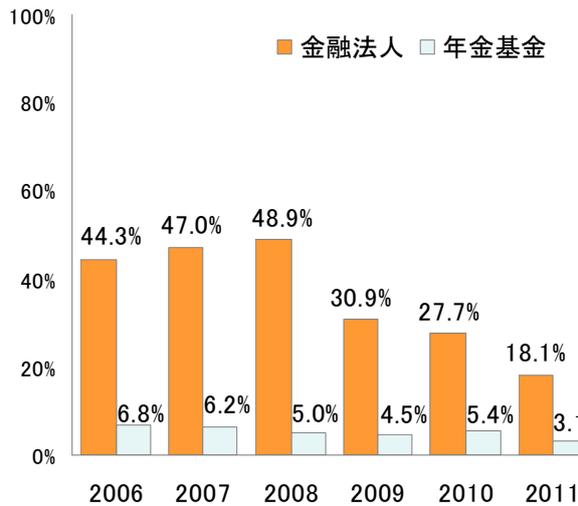


(出所) 大和総研

【CDO、CLO(SIVを含む)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	44.3%	47.0%	48.9%	30.9%	27.7%	18.1%
年金基金	6.8%	6.2%	5.0%	4.5%	5.4%	3.1%

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011
金融法人	+2.7%	+1.9%	▼18.0%	▼3.2%	▼9.6%
年金基金	▼0.6%	▼1.2%	▼0.5%	+0.9%	▼2.3%



(出所) 大和総研

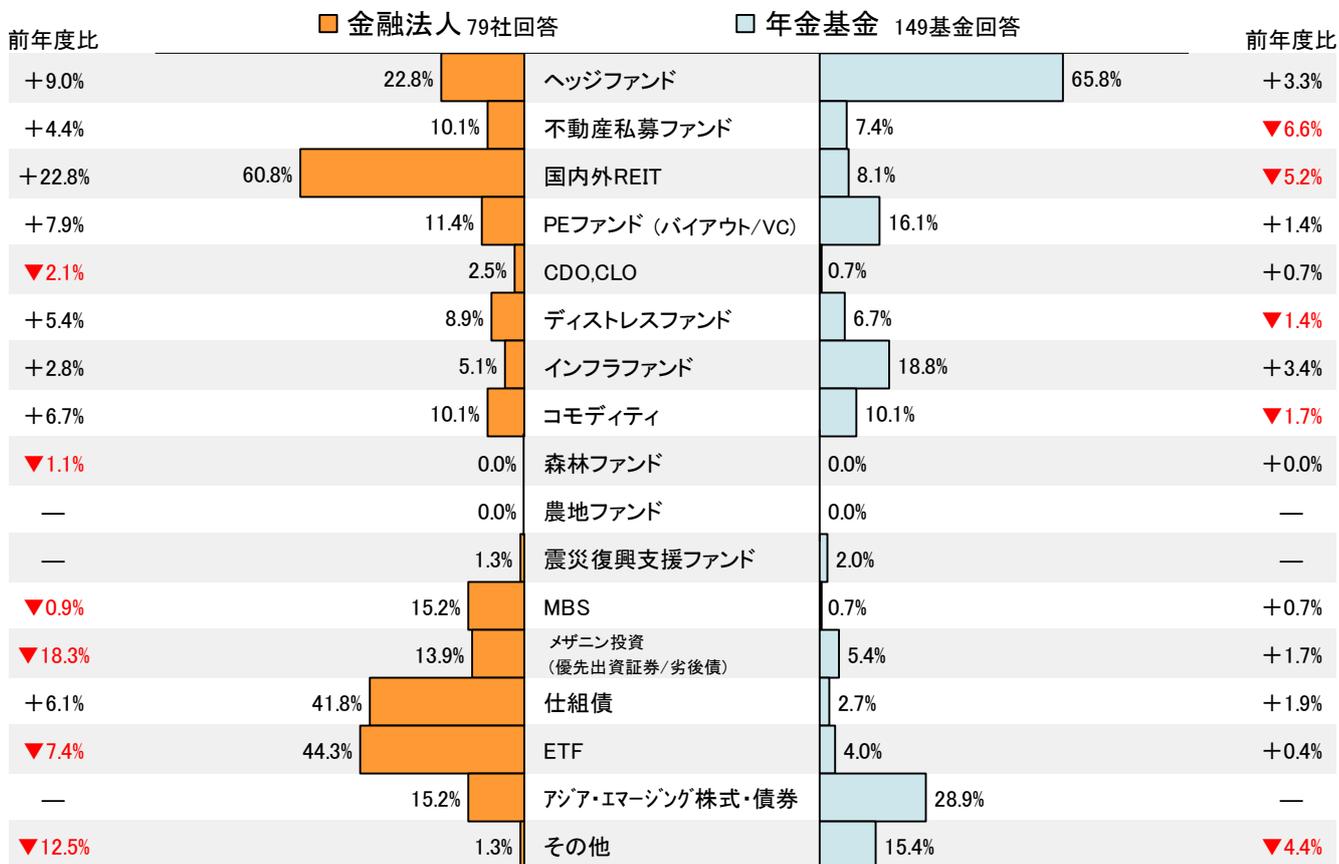
投資しているオルタナティブ商品	2006年			2007年			2008年			2009年			2010年			2011年					
	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減			
金融法人	ヘッジファンド	54	88.5%	—	63	63.0%	▼25.5%	56	59.6%	▼3.4%	48	43.6%	▼16.0%	37	39.4%	▼4.3%	36	38.3%	▼1.1%		
	不動産私募ファンド	24	39.3%	—	38	38.0%	▼1.3%	28	29.8%	▼8.2%	19	17.3%	▼12.5%	24	25.5%	+8.3%	20	21.3%	▼4.3%		
	国内外REIT	43	70.5%	—	80	80.0%	+9.5%	71	75.5%	▼4.5%	66	60.0%	▼15.5%	52	55.3%	▼4.7%	58	61.7%	+6.4%		
	PEファンド(パイアウト、VC等)	27	44.3%	—	43	43.0%	▼1.3%	33	35.1%	▼7.9%	25	22.7%	▼12.4%	23	24.5%	+1.7%	25	26.6%	+2.1%		
	CDO、CLO(SIVを含む)	27	44.3%	—	47	47.0%	+2.7%	46	48.9%	+1.9%	34	30.9%	▼18.0%	26	27.7%	▼3.2%	17	18.1%	▼9.6%		
年金基金	ヘッジファンド	183	88.8%	▼0.4%	152	93.8%	+5.0%	184	91.5%	▼2.3%	158	89.8%	▼1.7%	155	93.4%	+3.6%	152	94.4%	+1.0%		
	不動産私募ファンド	29	14.1%	▼16.1%	27	16.7%	+2.6%	30	14.9%	▼1.8%	28	15.9%	+1.0%	41	24.7%	+8.8%	33	20.5%	▼4.2%		
	国内外REIT	36	17.5%	+17.5%	39	24.1%	+6.6%	50	24.9%	+0.8%	28	15.9%	▼9.0%	30	18.1%	+2.2%	41	25.5%	+7.4%		
	PEファンド(パイアウト、VC等)	25	12.1%	+4.8%	15	9.3%	▼2.9%	28	13.9%	+4.6%	29	16.5%	+2.6%	33	19.9%	+3.4%	32	19.9%	▼0.0%		
	CDO、CLO(SIVを含む)	14	6.8%	—	10	6.2%	▼0.6%	10	5.0%	▼1.2%	8	4.5%	▼0.5%	9	5.4%	+0.9%	5	3.1%	▼2.3%		
有効回答数	金融法人			—			100			94			110			94			94		
	年金基金			206			162			201			176			166			161		

(注) 2005年は金融法人のアンケートは未実施。2007年の年金基金向けアンケートは(株)大和ファンドコンサルティングで実施。

(出所) 大和総研

図表 2-4 オルタナティブ商品の検討状況

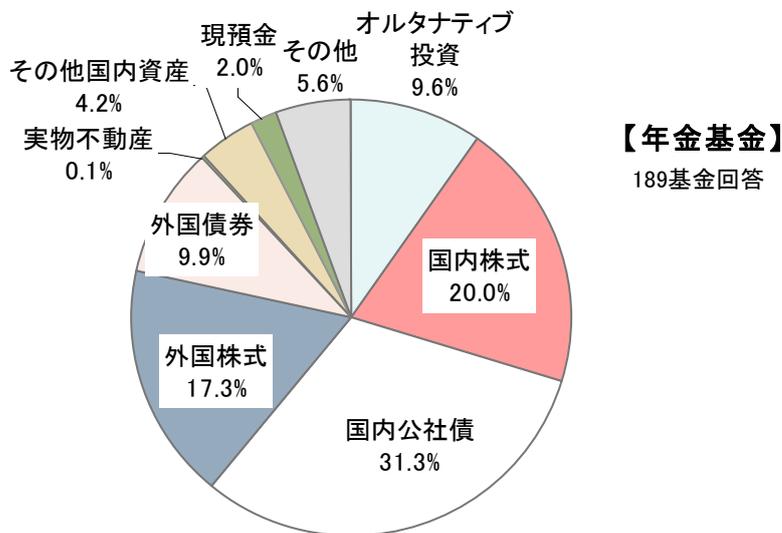
今年度（2011年4月以降）どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）



（出所）大和総研

図表 2-5 政策資産配分比率（年金基金のみ）

政策資産配分比率はどのようになっていますか？



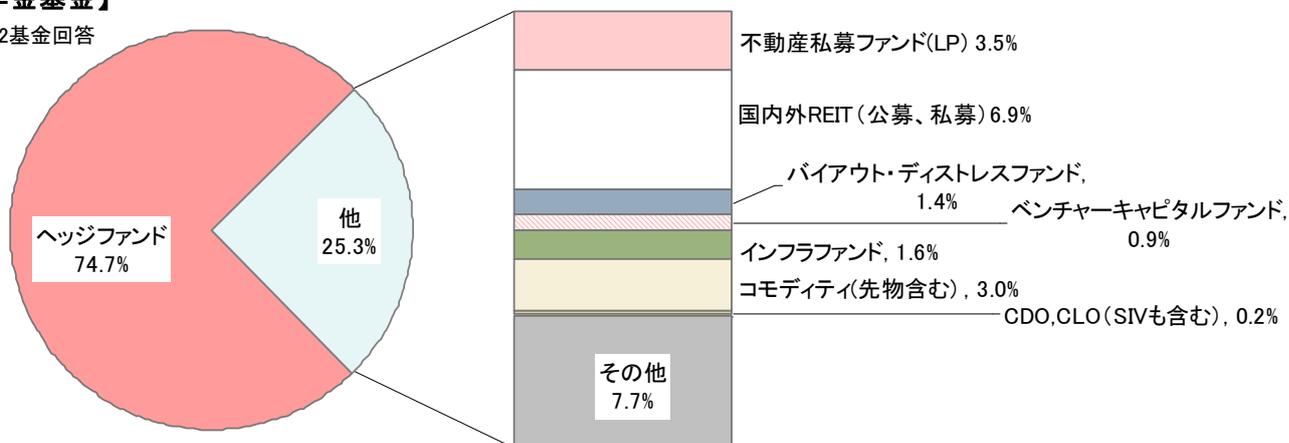
（出所）大和総研

図表 2-6 オルタナティブ商品の内訳（年金基金のみ）

主なオルタナティブ投資内での資産配分比率はどのようになっていますか？

【年金基金】

122基金回答



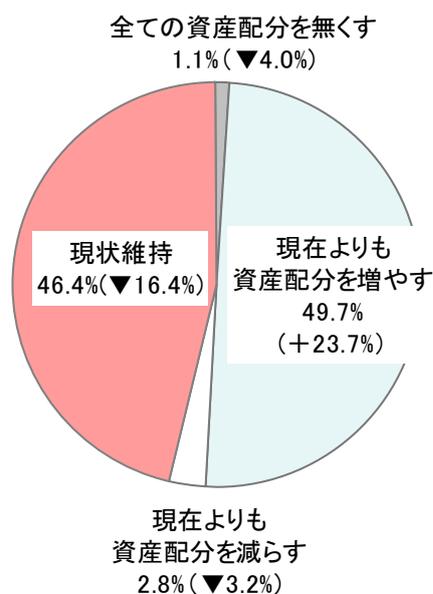
(出所) 大和総研

図表 2-7 政策資産配分におけるオルタナティブ商品への投資スタンス（年金基金のみ）

今後の政策資産配分におけるオルタナティブ投資へのスタンスを教えてください

【年金基金】

179基金回答



(出所) 大和総研

【図表2-8】オルタナティブ商品の投資戦略(年金基金のみ)

今後のオルタナティブ投資に対する投資戦略については、「流動性が高いオルタナティブ投資商品を検討・増額させる」(47.3%)が最も高い割合となった(図表2-8 参照)。リーマン・ショック以降、オルタナティブ商品に対しても、解約流動性を望む声が多いことを示した結果となった。次いで、「安定したインカムゲインの実物資産(コア型不動産商品、インフラファンド等)を検討・増額させる」が32.0%に達しており、年金基金のインカムゲイン嗜好がさらに拡大している様子が示された。また「(割安なため)ヘッジファンドを検討・増額させる」(20.0%)の比率が、「ヘッジファンド投資への集中を改め、他のオルタナティブ投資へ振り向ける」(13.3%)の比率を上回っており、金融危機以降消極的であったヘッジファンド投資への取り組みが、着実に増加していると考えられる。

【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」が71.4%までに達しており、政策アセットミックス等での定量的なポートフォリオ策定に否定的な意見が多数を占めた(図表2-9 参照)。また、「運用機関から提供される伝統的資産(商品)が現在の運用ニーズに合わない」が39.7%と2番目に高い比率となっている。その他にも多くの懸念点が挙げられており、“伝統4資産配分がリスクヘッジ機能を果たしていない”など分散効果を危惧する意見や、“安全資産としてきた欧州国債の信用リスクの高まり”等、昨今のギリシャ諸国に端を発した欧州金融危機を警戒する意見も多く存在した。

【図表2-10】国内株式運用で使用するベンチマーク

国内株式で使用するベンチマークでは、「TOPIX」が92.8%と圧倒的な比率となった(図表2-10 参照)。ただし、一部の年金基金では「MSCI World」(1.0%)を国内株式運用でのベンチマークとしており、“ベンチマークをMSCI Worldにして、国内・外国株式を一体運用へ変更し(結果的に)国内株式への投資比率を減少させる”という意見も存在した。

【図表2-11】株式配分における方針(年金基金のみ)

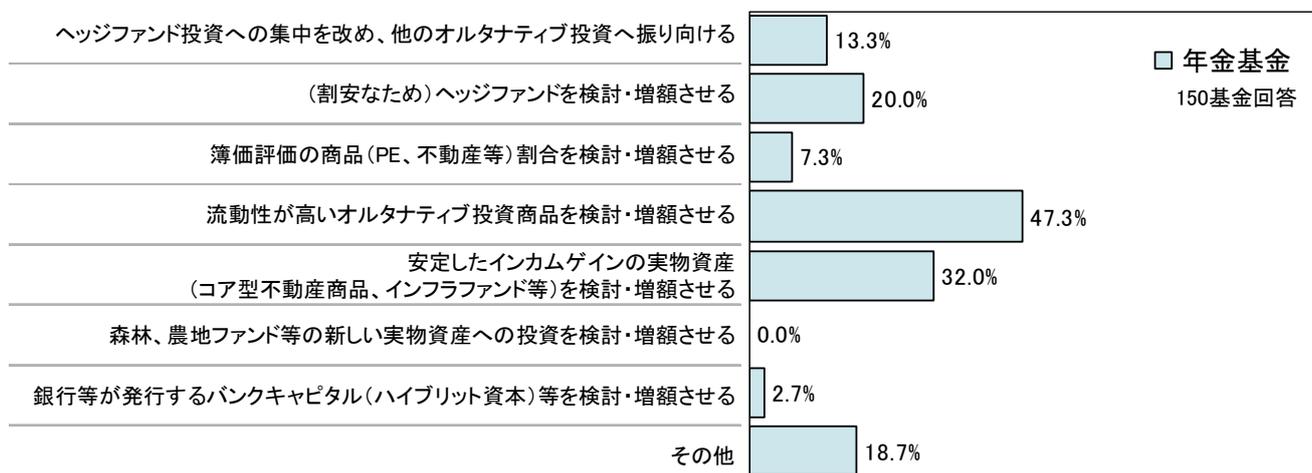
図表2-11は国内外の株式配分に対する今後の戦略を示している。「国内株式を減少させて、新興国株式を増加させる」(27.8%)、「株式資産配分区分(国内株・外国株)を撤廃して、グローバル株式での資産配分にする(結果的に国内株式は減少)」(23.9%)、「国内株式を減少させて、外国株式(先進国)を増加させる(上記以外)」(23.9%)と、国内株式を減少させる3項目の合算が全体の7割以上に達する結果となった。

【図表2-12】株式配分変更の詳細(年金基金のみ)

国別の株式投資割合の変更状況を見てみると、国内株式を「減額」(92.6%)が「増額」(7.4%)を大きく上回ると同時に、新興国株式を「増額」するとの回答が94.6%まで達しており、国内株式から新興国株式へのシフトが鮮明に示される結果となった(図表2-12 参照)。

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）

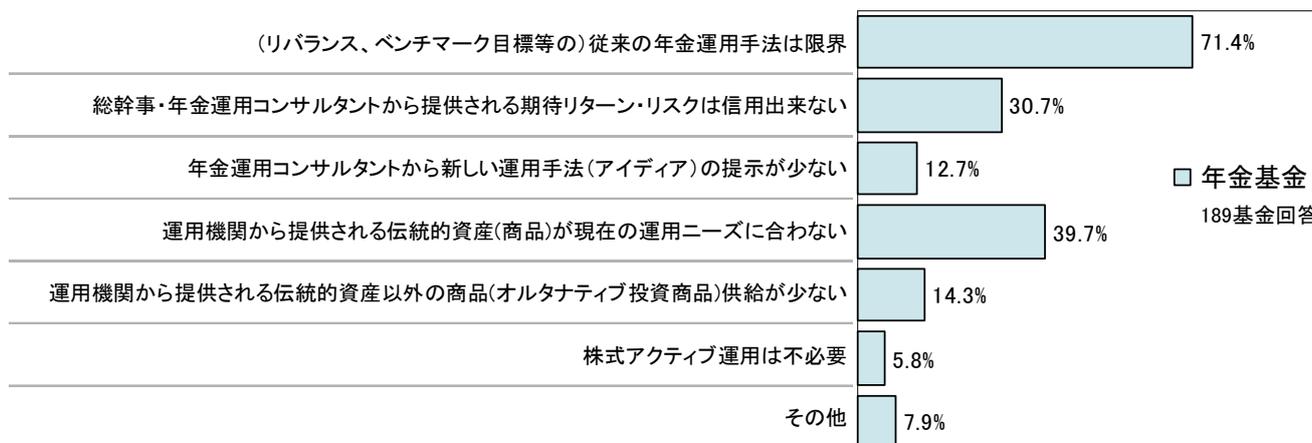
今後のオルタナティブ商品の投資ストラテジーを教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-9 今後の年金運用での懸念点（年金基金のみ）

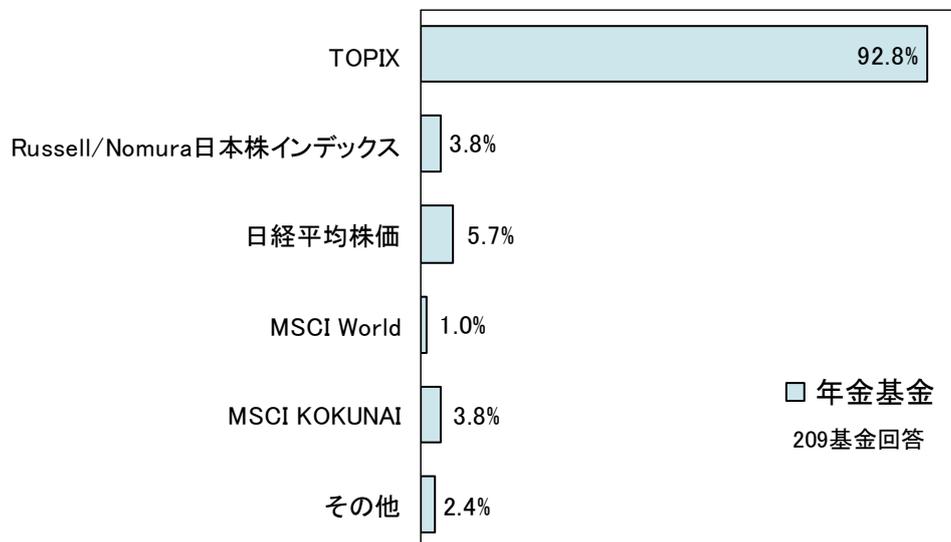
今後の年金運用における懸念点を教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-10 株式運用におけるベンチマーク（年金基金のみ）

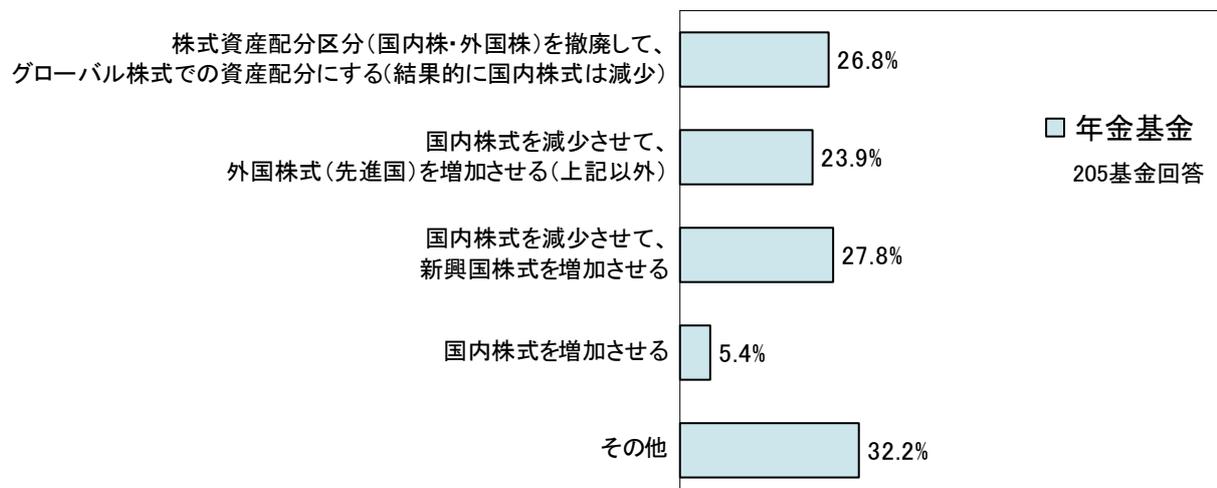
国内株式運用で使用しているベンチマークを教えてください



(出所) 大和総研

図表 2-11 株式配分における方針（年金基金のみ）

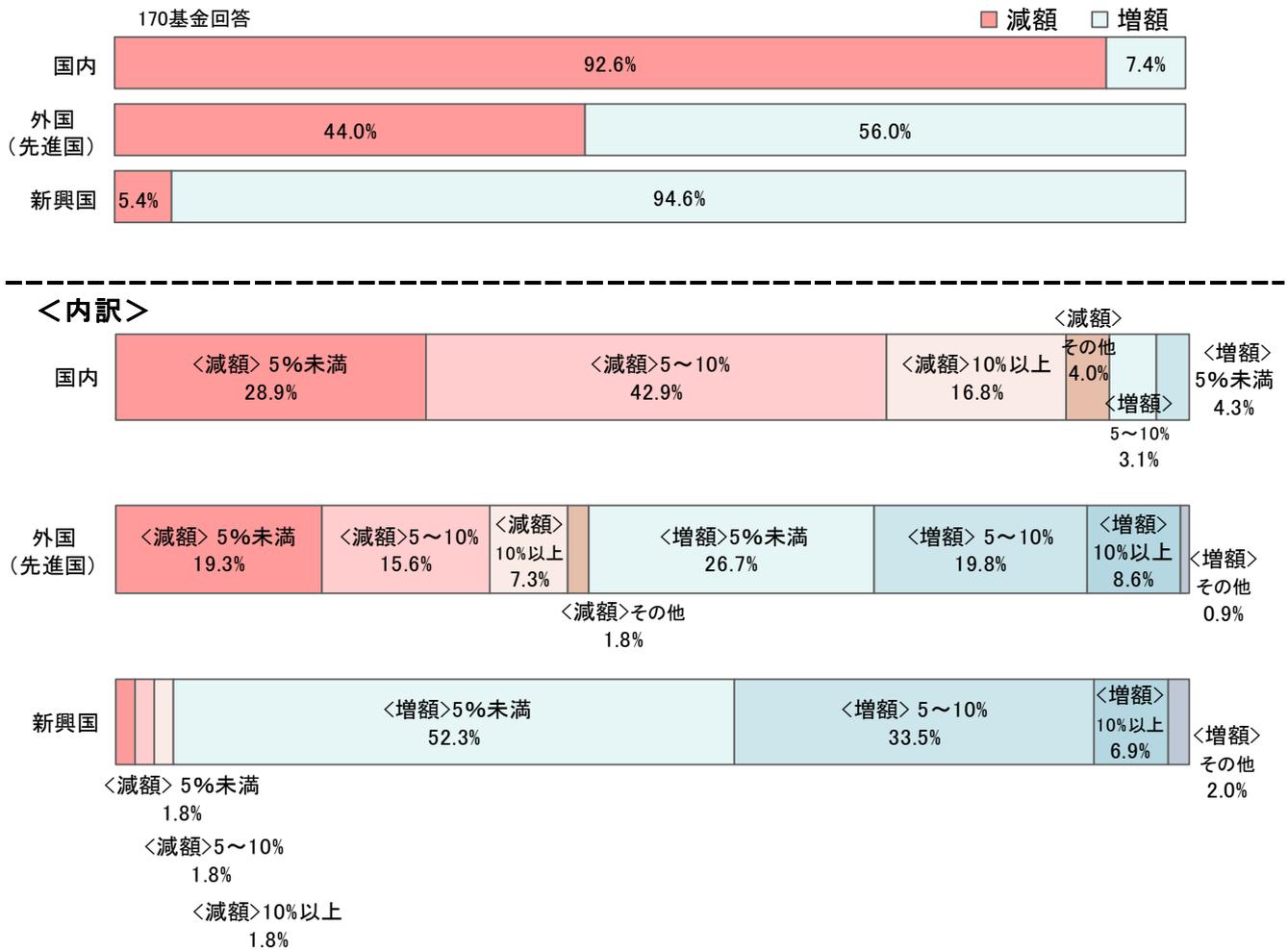
内外株式配分の方針としてどのようにお考えでしょうか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-1 2 株式配分変更の詳細（年金基金のみ）

内外株式配分変更の詳細はどのようにお考えですか？



(出所) 大和総研

3. バーゼルⅢ規制の実態調査（バイルイン資本の投資を含む）

バーゼルⅢ規制に対するアンケートでは、資金調達側と投資家側との意見の違いを明確にするため、金融法人の総合企画部門（以下、総合企画部門）及び、市場金融部門（以下、市場金融部門）を分けて回答を集計した。

【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 3-1 は、現段階でのバーゼルⅢ規制に対する懸念事項を示している。地方銀行からは「国内基準行へバーゼルⅢを適用するか否かの有無」（65.3%）への回答が、また、保険会社からは「ダブルギアリング改定に伴う金融機関への投資」（63.3%）の項目に回答が集中する結果となった。新たなダブルギアリング（持ち合い）規制においては、メザニン資本への投資に関しても、規制資本の控除対象となることが、懸念を増幅させた要因と考えられる。

【図表3-2】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 (金融法人のみ)

さらに図表 3-2 は規制変更によって投資が懸念される商品の種類を示しており、地方銀行を中心に「劣後債（金融機関）」（82.3%：うち、総合企画部門 26.2%、市場金融部門 56.0%）の回答が最も高い比率となった。また、回答は少ないながらも、流動性規制では非流動性資産とみなされる「金融債」（8.5%：うち、総合企画部門 3.5%、市場金融部門 5.0%）への懸念も少なからず見られた。

【図表3-3】バイルイン資本への発行・投資の検討状況

バイルイン資本については、総合企画部門で「（発行を）検討している・検討しても良い」が、4.3%ながら回答が存在している事実は興味深い（図表 3-3 参照）。邦銀から発行事例がない CoCos⁴債等も含めて、今後の発行を見据えた回答との見方もできる。一方、市場金融部門では「投資する予定はない」が 80.0%に上り、「投資を検討する」はゼロ回答に留まった。ただし、2.1%の年金基金からは「投資を検討している・検討しても良い」との回答があり、わずかではあるが既に投資を検討している状況も確認された。また、3者ともに「分からない」（総合企画部門：37.0%、市場金融部門：19.0%、年金基金：46.6%）とする構成比率も多く、今後のバーゼルⅢの詳細な発表が待たれる状況に変わりはない。

【図表3-4】バイルイン資本の期待クーポン

図表 3-4 は、バイルイン資本を発行・投資する際に期待しているクーポン（インカムゲイン）を示している。金融法人では、発行する側の総合企画部門、投資する側の市場金融部門ともに「7%以上～10%未満」の回答が最も多く、双方ともに、現在の市場環境よりも大幅に高いインカムゲインを想定していると思われる。一方、年金基金の投資家においては、「5%以上～7%未満」が最も多くの回答比率となり、金融法人よりは若干低いインカムゲインを許容する結果となった。

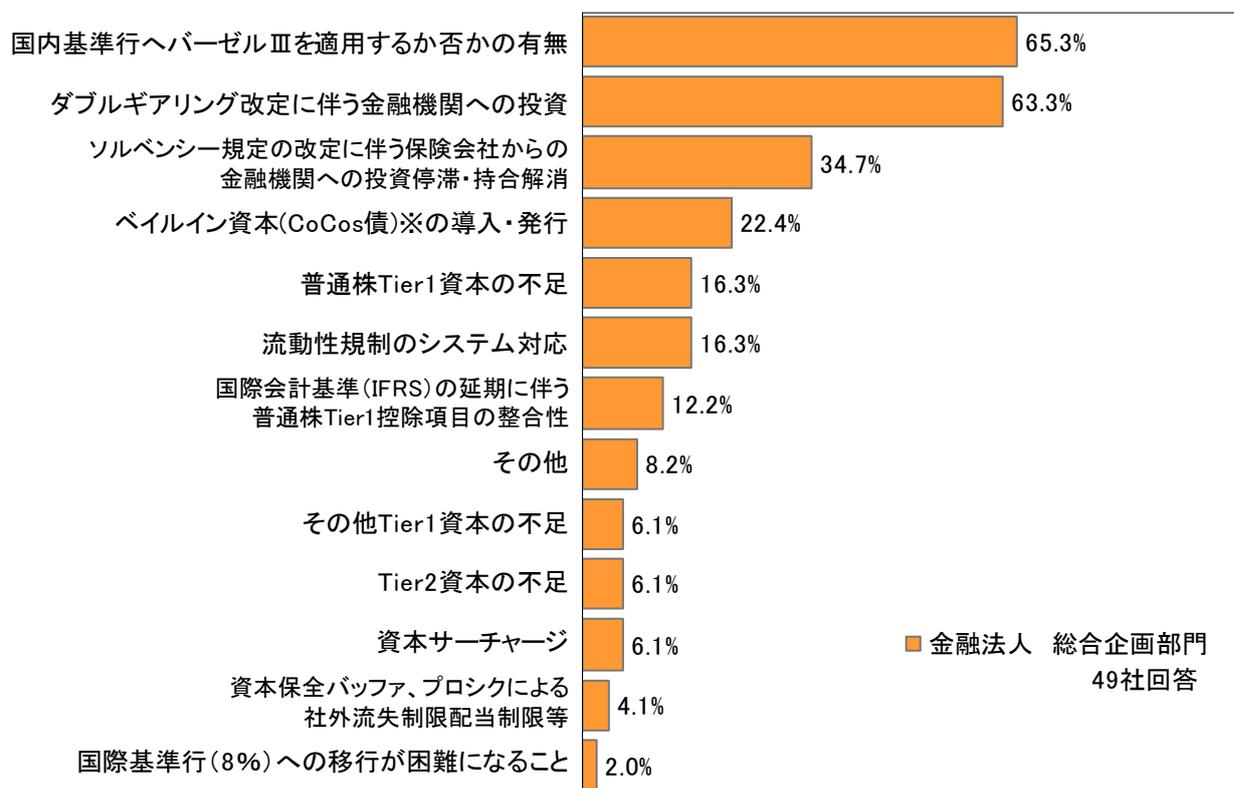
4 Contingent Convertible Bonds (CoCos 債) とは、一定の水準の自己資本比率（普通株 Tier1 比率）をトリガーとして株式転換もしくは、元本削減等の減損条項が附随した債券。バーゼルⅢ規制では全てのメザニン資本に同条項を附随することが求められている。

**【図表3-5】ベイルイン
資本への懸念事項**

ベイルイン資本を発行・投資する際の懸念点は、「運用商品としての評価が困難」が金融法人、年金基金ともに最も高い比率となった（総合企画部門：62.5%、市場金融部門：64.2%、年金基金：44.4%：図表 3-5 参照）。また特に、株式自体に投資制約がある生命保険会社から「普通株転換型であると、株式が手元に残る」（総合企画部門：18.8%、市場金融部門：13.2%、年金基金：2.8%）に多くの回答が寄せられている。さらに、総合企画部門からの回答で、「ベイルイン資本での調達により高いクーポン設定が必要なら株式での調達を検討した方がよい」が 25.0%に達しており、支払利息の高さから、最初からベイルイン資本での調達は困難と見る金融法人も多い。

図表 3-1 パーゼルⅢに関する懸念（金融法人 総合企画部門のみ）

現段階（2010年12月バーゼルⅢテキスト発表以降）で想定される、バーゼルⅢに関する懸念は何ですか？（複数回答可）

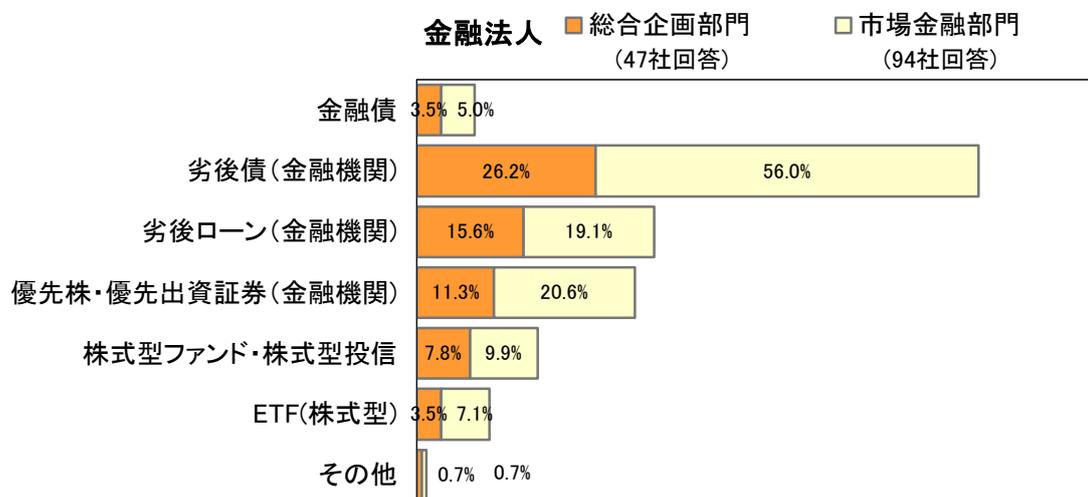


※公的資金導入時や一定の資本水準をトリガーにして強制的に株式転換（Contingent Capital）や、元本削減する条項が付いたバーゼルⅢ対応ハイブリッド資本：CoCos債（Contingent Convertible Bonds）

（出所）大和総研

図表 3-2 パーゼル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

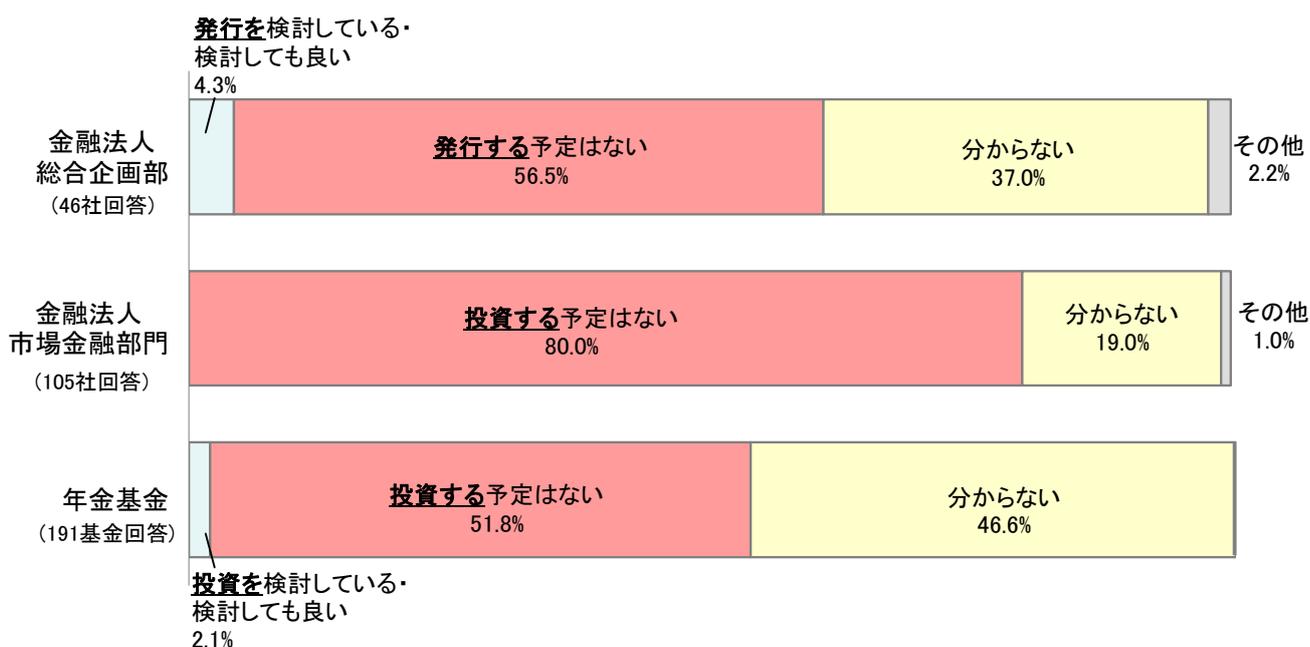
パーゼルⅢでのダブルギアリング規制・流動性規制の実施に伴い投資を懸念する商品は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

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

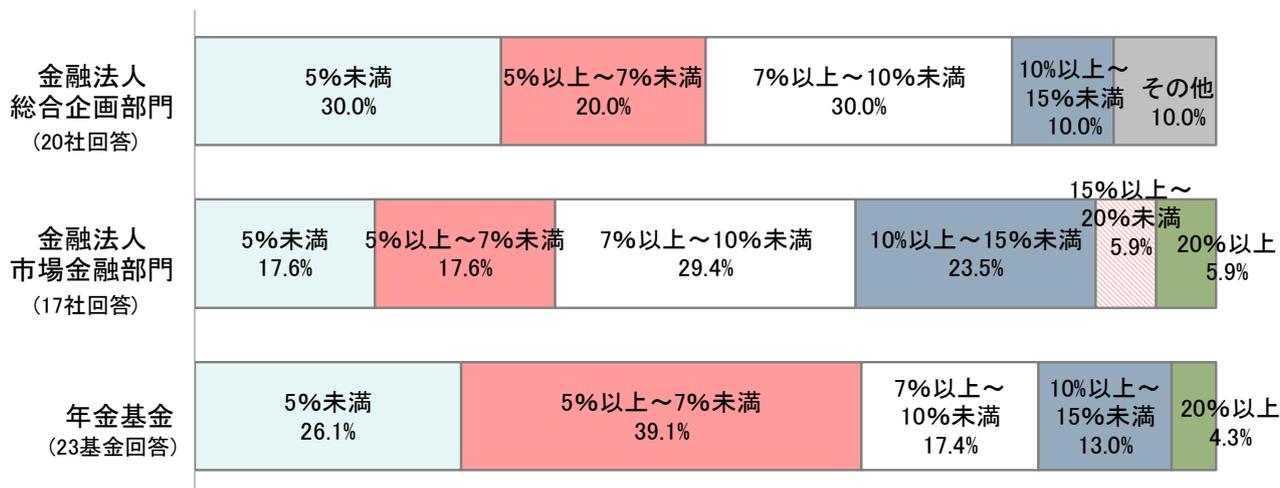
ベイルイン資本（CoCos 債等）について投資・発行を検討していますか？



(出所) 大和総研

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）

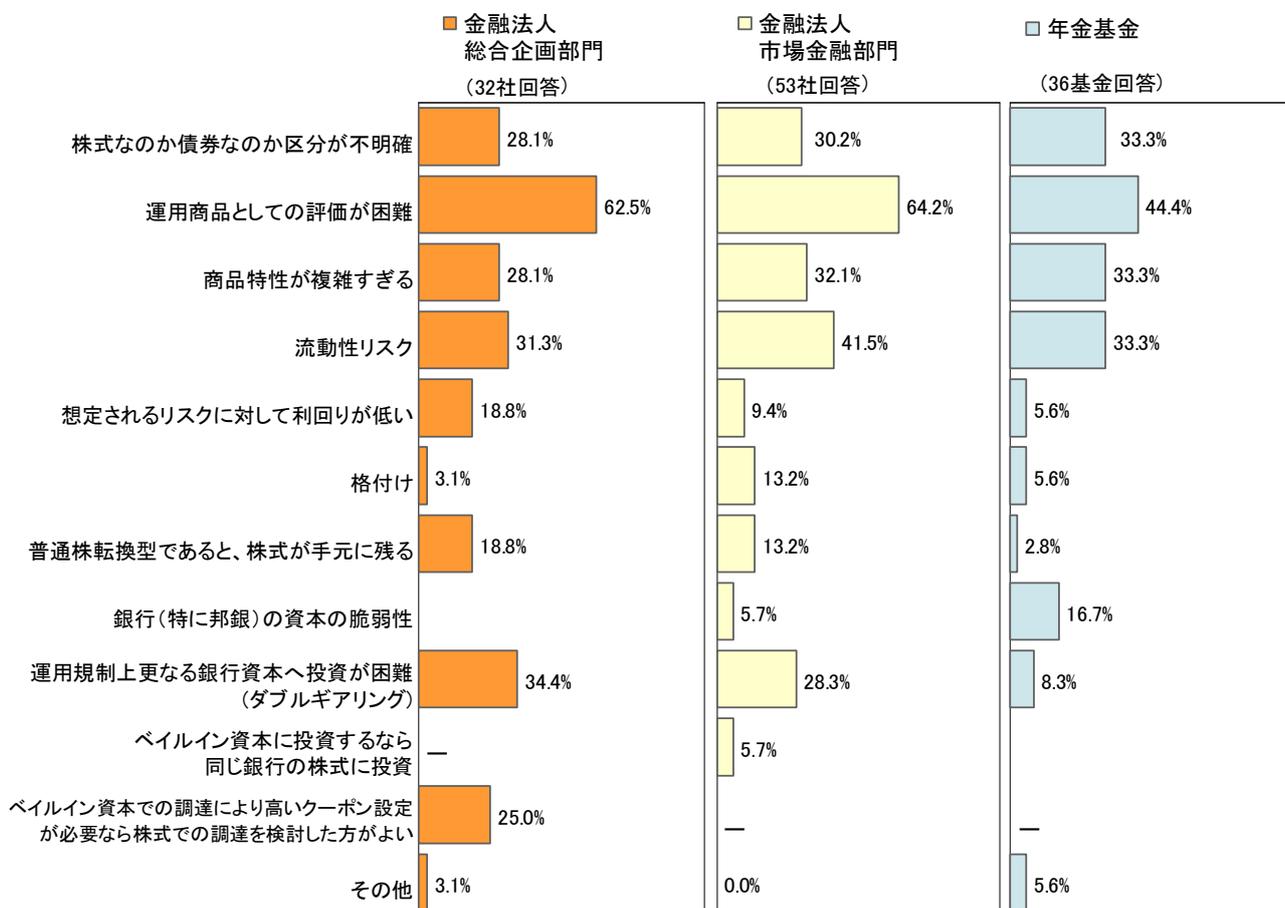
ベイルイン資本（CoCos 債等）のクーポン（インカムゲイン）はどの程度を期待しますか？



(出所) 大和総研

図表 3-5 ベイルイン資本への懸念事項

ベイルイン資本（CoCos 債等）への懸念は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

**【図表3-6】コア預金モデル導入の割合
(金融法人のみ)**

コア預金モデルの導入状況については、特に昨年から今年にかけて、信用金庫・信用組合からのコア預金モデルの導入・検討が相次いでおり、「導入している」(45.8%)と、「導入を検討している」(12.7%)を合計すると全体の半数を超える結果となった(図表3-6参照)。

**【図表3-7】アウトライヤー比率
(金融法人のみ)**

アウトライヤー比率に関して、注目すべきは、「20%以上～30%未満」(18.1%)が前年度比マイナス18.1ポイント低下したことであろう(図表3-7参照)。アウトライヤー基準⁵を超えて(20%以上)金利リスクを内包している投資家が、当該設問開始(4年前の2007年度)以来、初めて減少した。この要因として各行の多くが金利リスクの計測を99%タイルで計測しているため、金利リスク(のボラティリティ)が大きい期間が計測対象から外れたこと⁶が挙げられる。

**【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)
(金融法人のみ)**

ただし図表3-7の結果は、単純に99%タイルによる金利リスク計測期間の変化だけの影響とは言い切れない。図表3-8で示す通り、コア預金モデルを外した形でアウトライヤー比率を計測した結果では、「20%以上～30%未満」(31.3%)が前年度比プラス13.1ポイントと、昨年度よりもアウトライヤー基準抵触行が増加する傾向がみられた。この結果は、コア預金モデルの導入による金利リスク量低減効果が大きいことを意味しているといえよう。昨年から今年にかけて多くの地域金融機関が導入に踏み切った背景も少なからずあるようだ。但し、実際には、見た目(アウトライヤー数値)以上に各行の金利リスク量が年々上昇しており、バランスシート上の金利のレバレッジが増幅していることに留意する必要があるといえる。

**【図表3-9】今後の国債投資(金利リスク)の方向性
(金融法人のみ)**

さらに警戒すべき必要があるのが、今後の国債投資(金利リスク)に対する方向性を示す図表3-9である。ここでは「有価証券残高を増加させて国債投資(金利リスク)も増加させる」が42.6%と最も高い比率を示した。東日本大震災以降、預金が増加傾向にある銀行にとって、新規の貸出先が伸びない現状では、消去法的に国債投資に向かわざるを得ない状況を示しているといえよう。またその結果を裏付けるように、図表3-10で示す今後の国債投資に関するストラテジーについては、「長期国債(10年国債等)の残高を増加」(47.2%)が最も高い比率となり、残存期間が長い国債への投資を積極化している様子が示された。

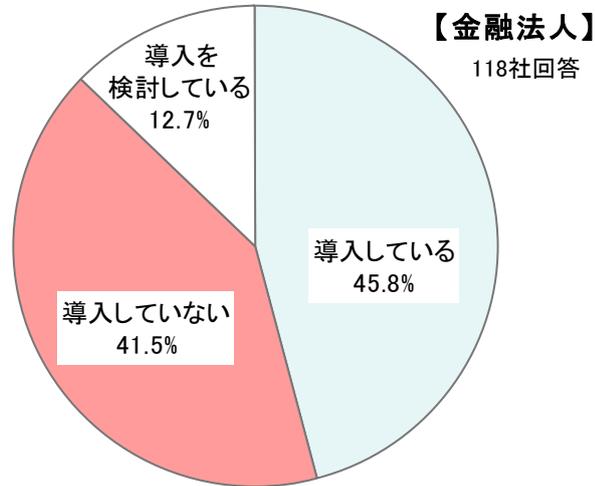
**【図表3-10】今後の国債投資ストラテジー
(金融法人のみ)**

5 アウトライヤー基準とは、上下一定の「標準的金利ショック」を与えた場合の、銀行勘定の資産・負債・オフバランスシート項目のネットの経済価値の低下額(いわゆる「金利リスク量」)を算出し、それが自己資本の基本的項目(Tier1)と補完的項目(Tier2)の合計額の20%を超えるか否かという基準。銀行の国債等(金利リスク)の投資に影響するといわれる。

6 アウトライヤー基準の計測には、「①上下200ベース・ポイント(2%)の平行移動」による金利ショックか、「②保有期間1年間、最低5年の観測期間で計測される金利変動の99パーセントタイル値(1パーセントタイル値)」のどちらかを採用する。②の「パーセントタイル値」では、残存期間ごとに、保有期間1年の金利変動幅、つまり1年前の営業日との金利の差を最低5年分データとして集め、下から99%、1%目の数値を採用する。観測期間が5年のため、金利のボラティリティが高い期間が外れると、金利リスクが自動的に下がる仕組みとなっている。

図表 3-6 コア預金モデル導入の割合（金融法人のみ）

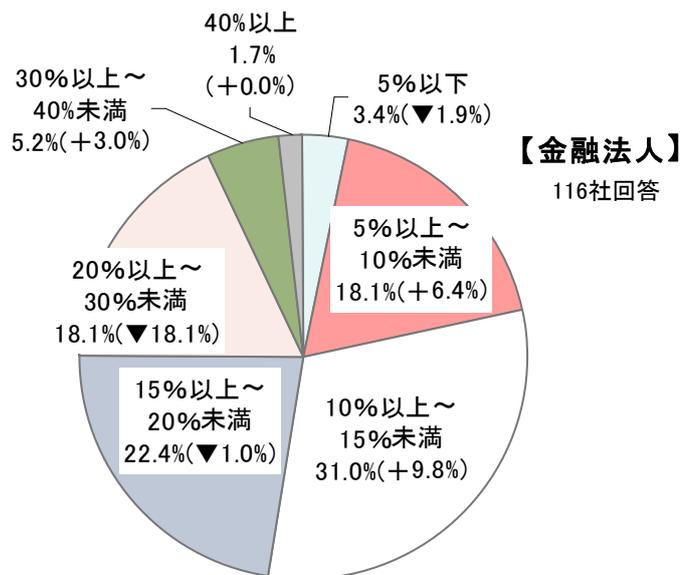
（アウトライヤー比率の計測で）コア預金モデルを導入していますか？



（出所）大和総研

図表 3-7 アウトライヤー比率（金融法人のみ）

アウトライヤー比率はおよそ何%ですか？

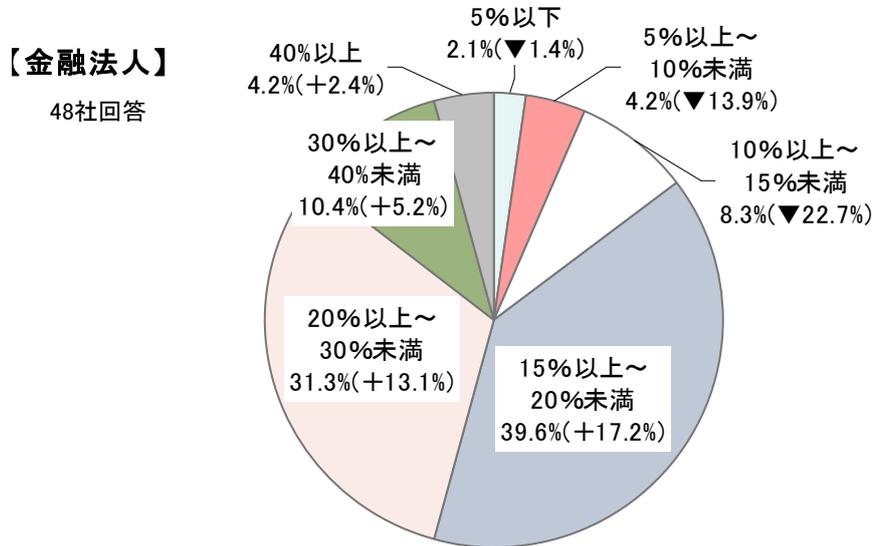


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

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（金融法人のみ）

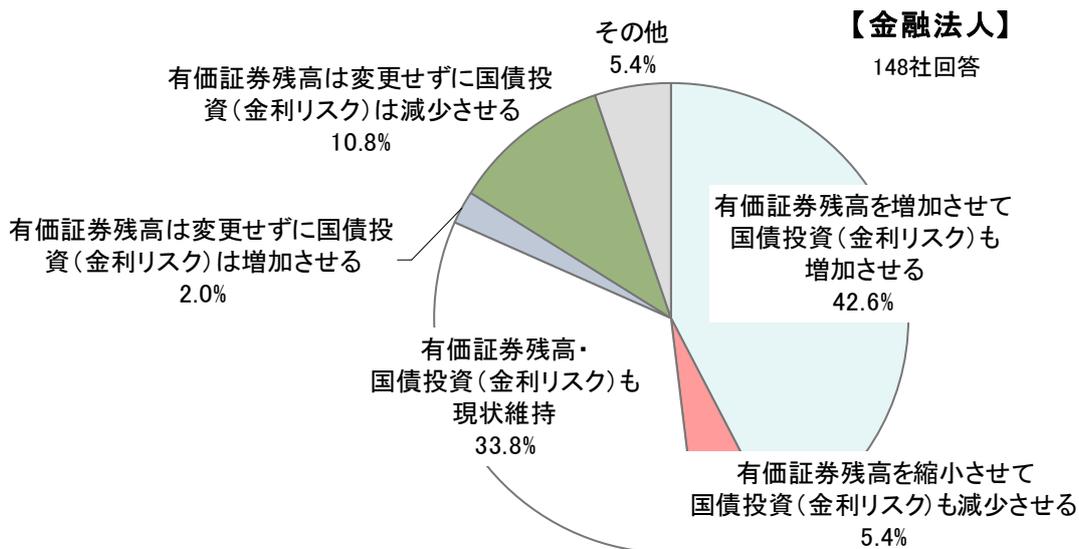
（コア預金モデル導入前の基準で）アウトライヤー比率はおよそ何%ですか？



（注）括弧内は前年度のアウトライヤー比率（コア預金モデル導入済み）との増減比
（出所）大和総研

図表 3-9 今後の国債投資（金利リスク）の方向性（金融法人のみ）

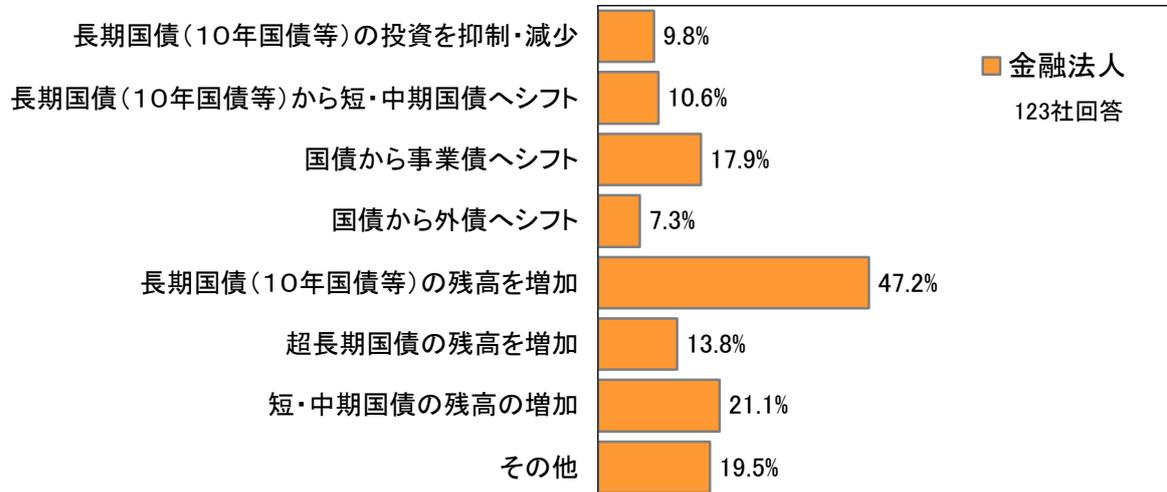
今後の国債投資（金利リスク）に対する方針はどの様にお考えですか？



（出所）大和総研

図表 3-10 今後の国債投資戦略（金融法人のみ）

今後の国債投資戦略はどのような方針ですか？（複数選択可）



（出所）大和総研

4. 東日本大震災復興ファンド

東日本大震災以降、その復興を支援する目的でファンドの組成を検討するケースが増加している。当該設問は、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・検討状況を調査した結果である。

【図表4-1】震災復興支援ファンドへの検討状況

震災復興支援ファンドについては、金融法人、年金基金ともに「興味がある」（金融法人：20.8%、年金基金：21.3%）と回答した先が全体の2割以上存在する（図表4-1参照）。また金融法人の中では「既に検討・投資している」も11.1%に達しており、注目の高さを示す結果となった。

【図表4-2】震災復興支援資金の投資対象施設

震災復興支援関連で資金援助しても良いと思う施設は「ライフライン（上下水道・電気・道路）」（金融法人：54.4%、年金基金：61.1%）が双方ともに最も高率となっており、次いで「病院・福祉施設」（金融法人：46.8%、年金基金：38.1%）が続いた（図表4-2参照）。またそこに寄せられた個別意見にも興味深いものが多い。例えば“一時的に資金不足になっている企業等、再生に成功すれば一定のリターンが期待できるものであれば（全般的に投資可能）”といった前向きな意見がある一方、“他人の不幸に乗じてリターンを求めることは意にそぐわない”、“政府の方針が不明瞭なため狙いが絞れない”等の辛辣な内容もあった。

【図表4-3】震災復興支援ファンドのスキーム（手法）

震災復興支援でのファンドの募集体系（スキーム）に関しては、「地域開発型ファンド（例：XX県応援ファンド）」が金融法人で53.5%、年金基金で50.6%と最も高率を示した（図表4-3参照）。他には、「PFI・インフラファンド」（金融法人：25.4%、年金基金：39.3%）、「企業再生型ファンド」（金融法人：28.2%、年金基金：29.2%）の回答が高い比率となっている。意見の中には“（スキームを問わず）地元企業への融資等を通じた震災、復興支援なら適宜”等、復興支援への強い意向も見受けられた。

【図表4-4】震災復興支援ファンドの投資期間

図表4-4、図表4-5は、それぞれ震災復興支援ファンドに期待する“投資期間”、“リターン”、を示している。各々で最も多かった回答は、投資期間では双方ともに「3年以上～5年未満」（金融法人：41.7%、年金基金：40.7%）が最も高率となり、期待するリターンでは、「5%未満」（金融法人：48.6%、年金基金：39.8%）、「5%～10%未満」（金融法人：36.5%、年金基金：52.3%）の2つの範囲にほぼ集中した。リターンに関する言及の中には、“元本確保のみ、リターンを求めるべきではない”という慈善精神に基づいた回答も寄せられた。

【図表4-5】震災復興支援ファンドの期待リターン

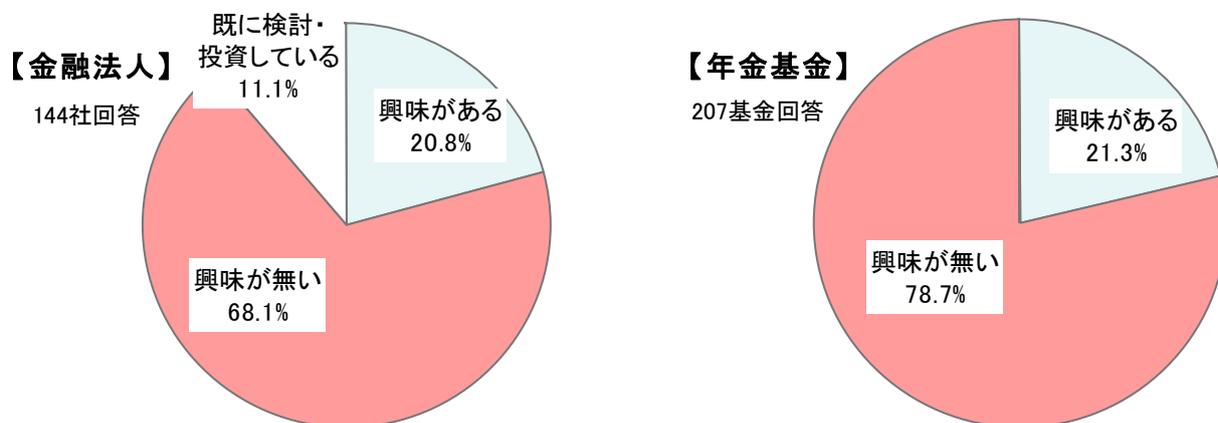
【図表4-6】震災復興支援ファンドの懸念点

震災復興支援ファンドの懸念点について、年金基金では「政府の意思決定の遅さ」が60.7%、金融法人では「ファンド内の投資企業のデフォルト」が55.2%で最も高率となった（図表4-6参照）。個別意見では、“既存の銀行ローンの肩代わりになること”など、2重ローン問題を示唆したものや、“復興支援の理念に乏しいファンドが途中で逃げる”、“政府関連ファクターに多大なリスクを感じるため、キャッシュフローの仕組み、開発リスク等十分な情報開示を希望”等ファン

ドの組成理念に関わる懸念を示す意見も見られた。

図表 4-1 震災復興支援ファンドへの検討状況

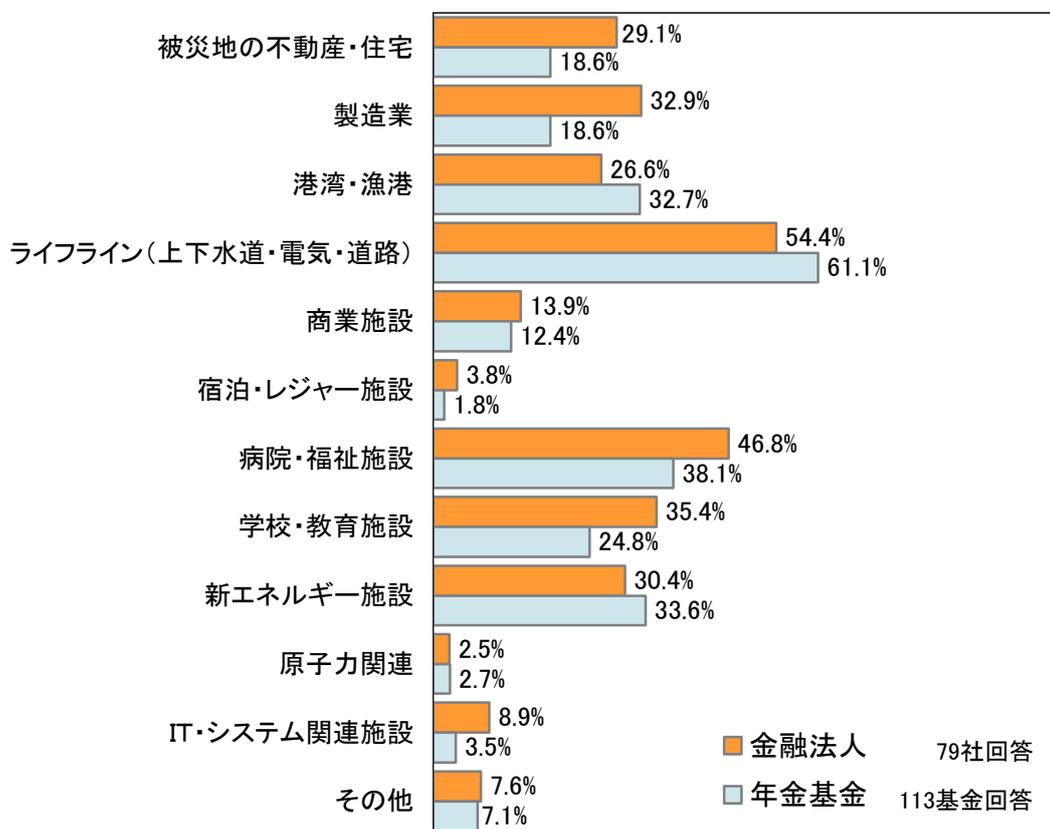
震災復興支援ファンド・融資について興味がありますか？



(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

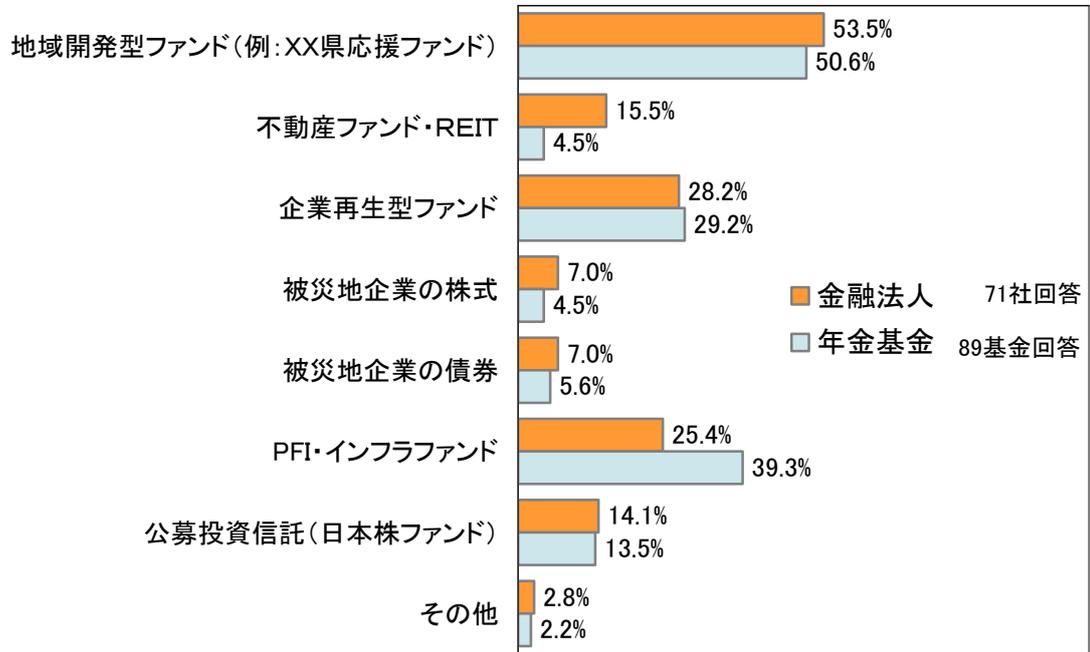
震災復興支援資金に関して資金援助してもよいと思う施設は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-3 震災復興支援ファンドのスキーム

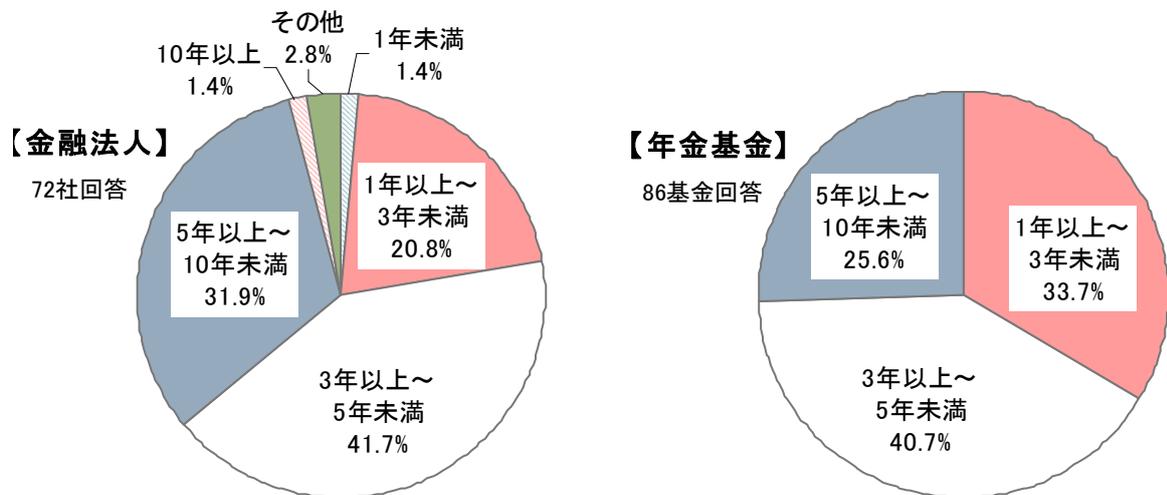
震災復興支援ファンドのスキーム（手法）に関して投資しても良いと思うものは何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-4 震災復興支援ファンドの投資期間

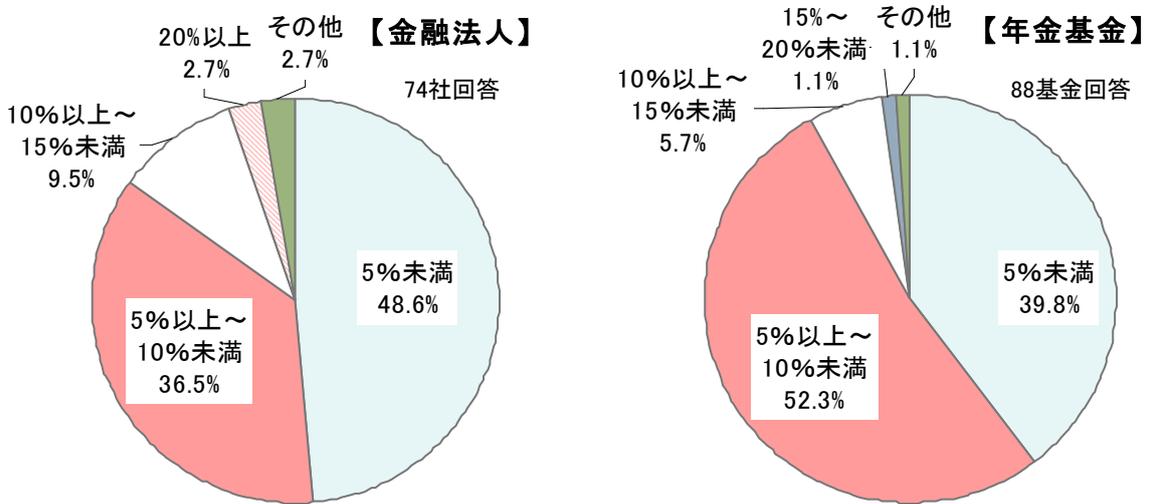
どの程度の投資期間であれば震災復興支援ファンドに投資しても良いと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 4-5 震災復興支援ファンドの期待リターン

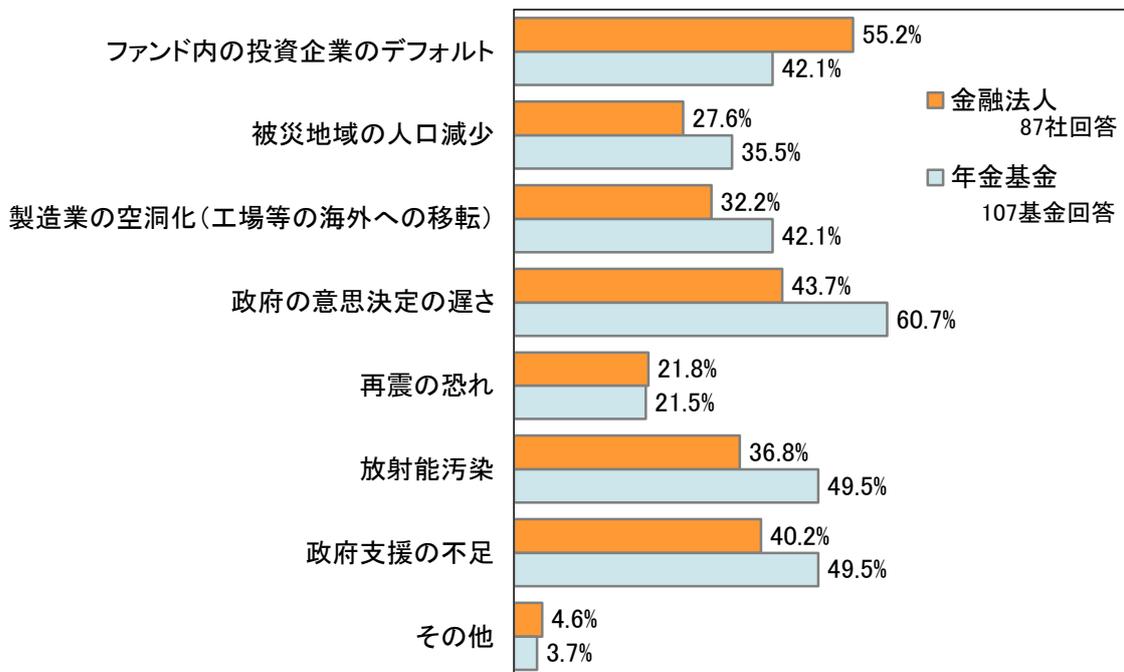
震災復興支援ファンドのリターンはどの程度を期待しますか？



(出所) 大和総研

図表 4-6 震災復興支援ファンドの懸念点

震災復興支援ファンドにおける懸念は何ですか？ (複数回答可)



(出所) 大和総研

5. アジア・エマージング地域への投資

【図表5-1】アジア・エマージング地域への投資状況

注目すべきは、年金基金の投資・検討比率の高さであろう。年金基金でアジア・エマージング地域への投資を「実施している」(54.3%)の比率が過半数を超え、前年度比プラス11.9ポイントと着実に増加している(図表5-1参照)。また「実施していないが、検討中である」の20.5%(前年度比プラス0.4ポイント)を合わせると全体の7割以上まで達した。一方、年金基金と同程度とまではいかないが、金融法人でも「実施している」が21.1%(前年度比プラス5.9ポイント)、「実施していないが、検討中である」も8.3%(前年度比プラス1.1%)に達しており、採用拡大につながる姿勢が増加している。

【図表5-2】アジア・エマージングへの地域別投資状況

地域別に見てみると、年金基金では、昨年度、最も高率であった「MSCI エマージングインデックスで投資」(50.9%)が前年度比5.6ポイント低下した(図表5-2参照)。次いで高率であった「中国(含む香港)」(44.4%)も同5.6ポイントの低下となっており、一貫して拡大基調を続けてきた中国地域への投資スタンスにも若干の変化が見られる。変わって増加したのは「インド」(31.5%：前年度比プラス10.8ポイント)や「ベトナム」(15.7%：同プラス8.1ポイント)である。また、金融法人では「ブラジル」が32.0%とアジア地域以外の投資先では最も高い比率を占める一方、「インド」(36.0%)への投資が前年度比マイナス10.7ポイントと大きく低下した。インフラ投資等を通じて行っていた同地域への積極的な投資スタンスが、やや後退しているようだ。

【図表5-3】アジア・エマージング地域への商品別投資状況

商品別では、「上場株式」への投資と回答した比率が、金融法人、年金基金ともに最も高い比率となった(金融法人:50.0%、年金基金:94.3%:図表5-3参照)。また、金融法人では、「バイアウト」(11.5%)、「ベンチャーキャピタル」(15.4%)と、長期投資スキームに関しても一定程度の投資が確認されている。さらに、「ヘッジファンド」(金融法人:7.7%、年金基金:8.6%)では、“新興国株式130/30戦略”といった具体的な投資スキームに関する意見も存在した。

【図表5-4】アジア・エマージング地域への投資金額

図表5-4は、アジア・エマージング地域への投資金額を示している。「10億円未満」(金融法人:68.4%、年金基金:62.0%)が双方とも、それぞれ6割を超え、限定的な投資であることが分かる。

【図表5-5】アジア・エマージング地域への地域別投資検討状況

また、図表5-5は、アジア・エマージング地域への、今後の地域別投資検討状況を示しているが、年金基金では、「インド」が41.8%、金融法人では、「中国(含む香港)」が53.3%と最も高い比率となっている。また、双方とも「インドネシア」(金融法人:33.3%、年金基金:21.8%)の比率が相対的に高率となり、東南アジア地域も注目され始めているといえよう。

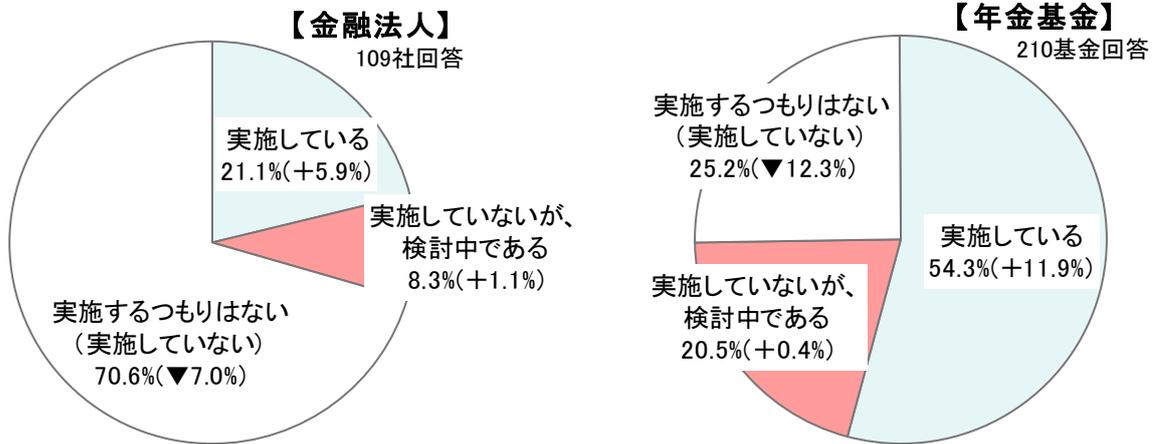
【図表5-6】今後のアジア・エマージング地域への投資スタンス

今後のアジア・エマージング地域への投資スタンスに関しては、「投資を増額」との回答が、金融法人で51.6%、年金基金でも31.1%となり、今後も更なる投資拡大につながる可能性が示唆されている(図表5-6参照)。年金基金の意見の中

では、“国内外株式配分の見直しにより増額”等、リスクプレミアムの低下が指摘されている先進国株式からアジア株式へシフトを促す意見も目立った。

図表 5-1 アジア・エマージング地域への投資状況

現在、アジア・エマージング地域への投資を実施していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 5-2 アジア・エマージングへの地域別投資状況

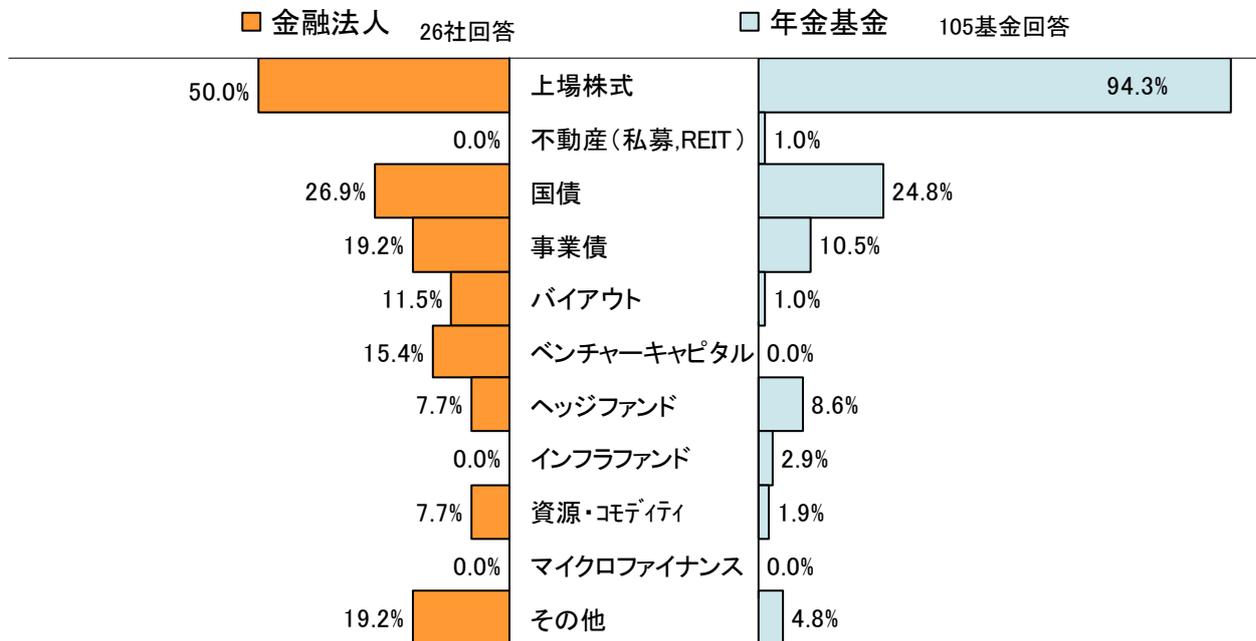
現在どのようなアジア・エマージング地域に投資をしていますか？ (複数回答可)

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%

(出所) 大和総研

図表 5-3 アジア・エマージング地域への商品別投資状況

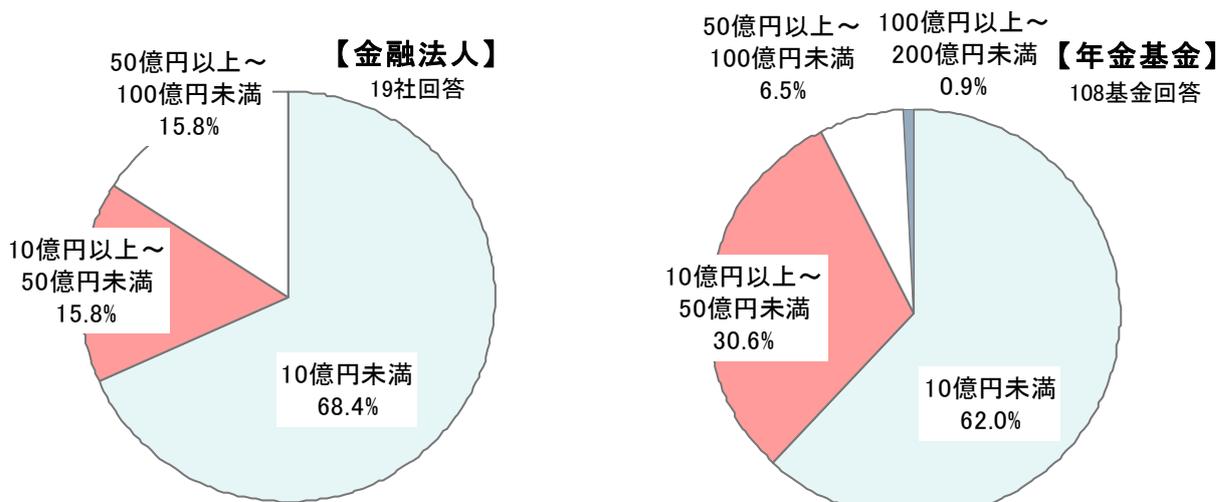
現在どのようなアジア・エマージング地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 5-4 アジア・エマージング地域への投資額

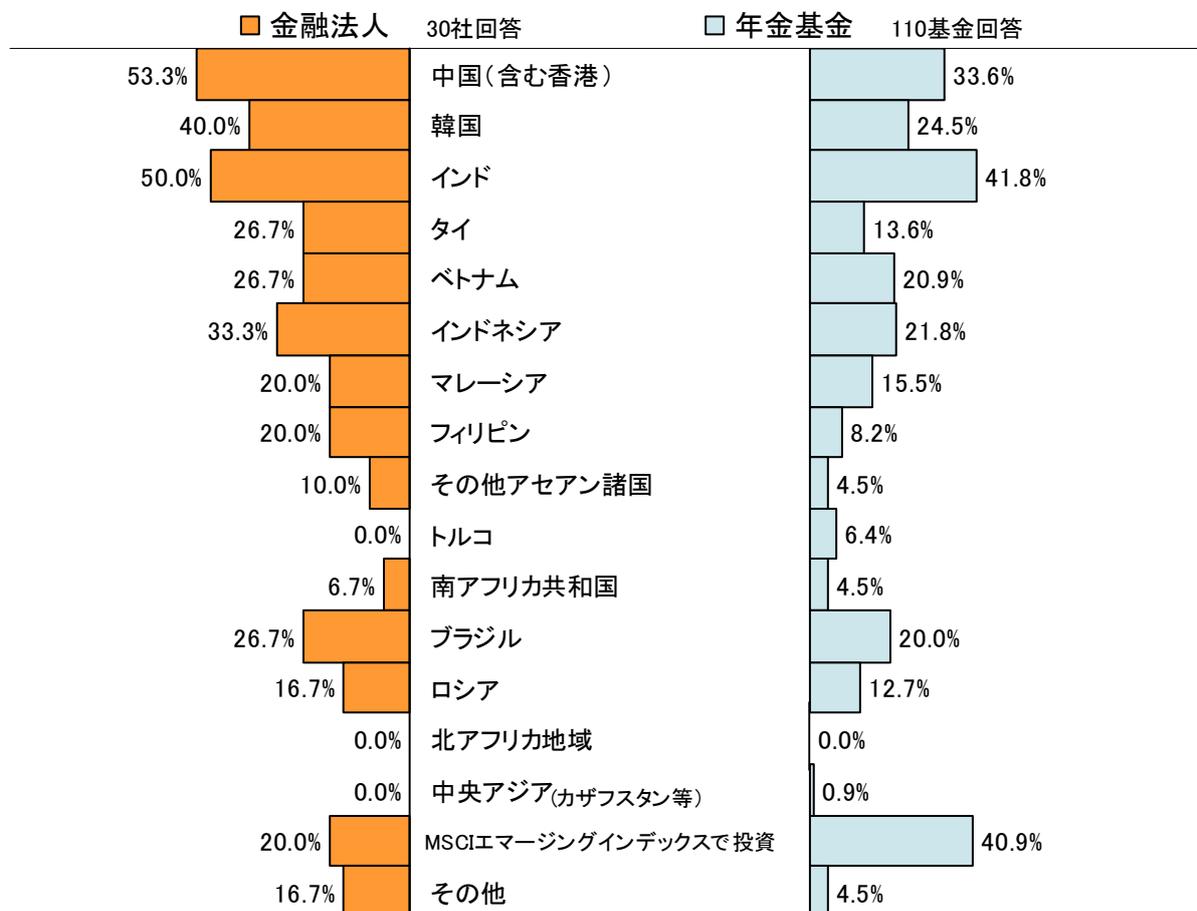
アジア・エマージング地域への投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 5-5 アジア・エマージング地域への地域別投資検討状況

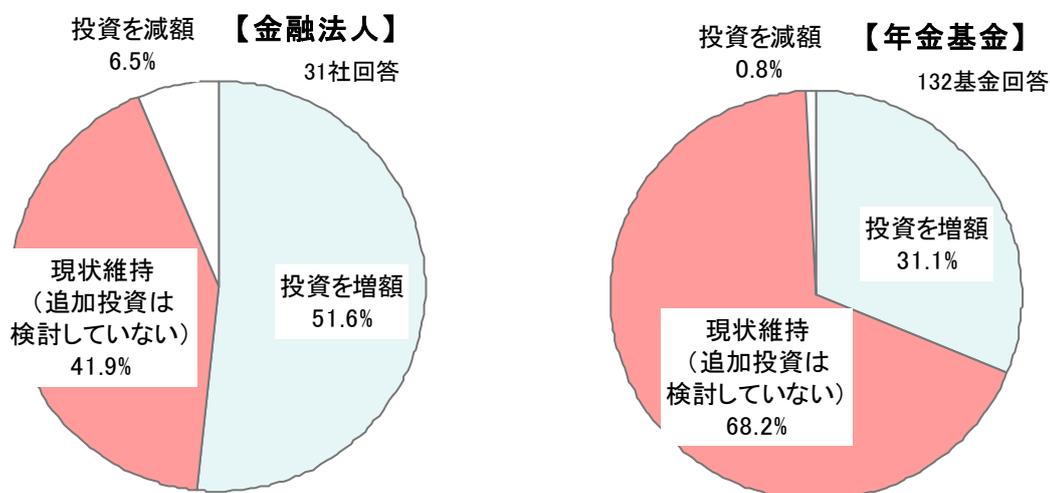
今後は、アジア・エマージングのどの国・地域に投資を検討していますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 5-6 アジア・エマージング地域への投資スタンス

今年度（2011年4月以降）のアジア・エマージング地域への投資スタンスをお聞かせ下さい



(出所) 大和総研

6. リアルアセット投資（コモディティ、インフラ投資等：不動産を除く）

【図表6-1】リアルアセット投資の実施状況

リアルアセット投資を「実施している」との回答が、金融法人で 13.3%（前年度比 5.2 ポイント上昇）、年金基金で 13.5%（同 1.8 ポイント上昇）となっている（図表 6-1 参照）。さらに「実施していないが、検討中である」（金融法人：4.4%、年金基金：14.9%）を合わせると、着実にリアルアセットへの投資選好が進んでいる状況が確認された。

【図表6-2】リアルアセット投資の商品選択状況

商品別にみると、金融法人では、「コモディティ(インデックス)」(64.3%)が前年度比マイナス 24.6 ポイント、年金基金では「コモディティ(アクティブ)」(33.3%)が同マイナス 40.0 ポイントと大幅に低下しており、消極的な投資姿勢が目立った（図表 6-2 参照）。一方、近年需要が高いといわれている「インフラファンド(デッド)」(金融法人：7.1%、年金基金：20.0%)は、双方ともに一定の比率に達した。また、「排出権取引」は 4 年連続、双方ともにゼロ回答に留まっている。

【図表6-3】リアルアセット投資の検討状況

リアルアセット投資の商品別検討状況をみると、年金基金で「インフラファンド(デッド)」の比率が 62.5%に達しており、飛躍的に投資が拡大する可能性が示された（図表 6-3 参照）。また比率は低い「農地ファンド」（金融法人：7.7%、年金基金：5.0%）や「森林ファンド」（金融法人：7.7%、年金基金：7.5%）に期待する声も着実に増加している。日本の運用機関からも提供され始めた「森林」投資は、欧米の年金基金や大学基金には、ユニークな不動産投資のスタイルとして、古くから積極的に取り入れられてきた。現在は、日本の運用機関からも商品供給を検討している声も増加しており、今後の投資動向が注目されるだろう。

【図表6-4】インフラファンドへの投資スタンス

今後のインフラファンドへの投資スタンスについて、注目すべきは、金融法人で「投資を増額」（44.4%）が前年度比プラス 27.8 ポイントと大幅に上昇している点である。年金基金で先行して採用されていたインフラファンドへの投資が、今後、金融法人においても大幅に拡大する可能性が示唆されている。一方、年金基金では、「投資を増額」が 26.5%に達しているものの、前年度比ではマイナス 12.7 ポイントと、若干、投資アパタイトは後退している（図表 6-4 参照）。

【図表6-5】インフラファンドへの期待クーポン

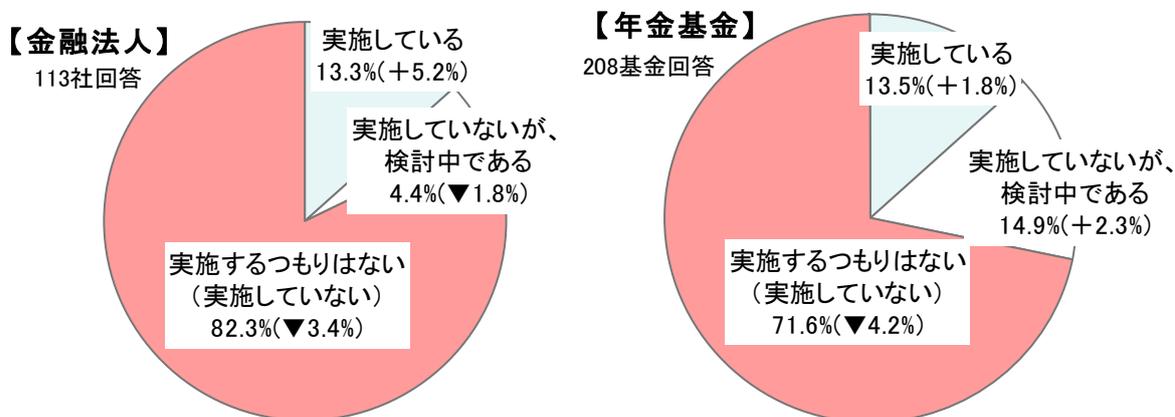
インフラファンド投資の際に期待するインカムゲインに関しては、金融法人、年金基金双方とも、「5%以上～7%未満」（金融法人：30.0%、年金基金：51.2%）が最も高率となり、コア型の国内不動産商品より少し高いクーポンを期待している模様だ（図表 6-5 参照）。

【図表6-6】インフラファンドの地域別投資状況

また図表 6-2 で回答された「インフラファンド(エクイティ)」、「インフラファンド(デッド)」の地域別内訳をみると、米国、英国が年金基金、金融法人ともに高い比率を示した。一方、近年注目されつつある、中国、インド等のアジア地域のインフラ投資は一部に留まる結果となった（図表 6-6 参照）。

図表 6-1 リアルアセット投資（コモディティ、インフラ投資等）の実施状況

リアルアセット投資（コモディティ、インフラ投資等）を実施していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 6-2 リアルアセット投資の商品選択状況

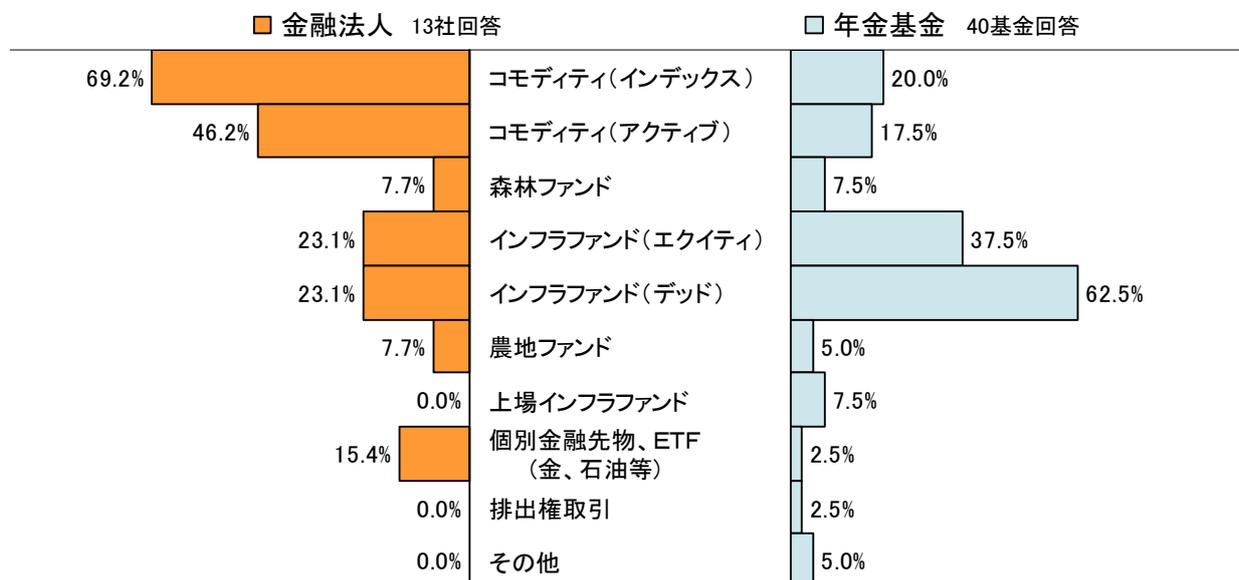
どのような種類・形態のリアルアセット投資を行っていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 14社回答	年金基金 30基金回答	前年度比
▼24.6%	64.3%	40.0%	▼13.3%
+13.5%	35.7%	33.3%	▼40.0%
+0.0%	0.0%	3.3%	▼10.0%
—	21.4%	20.0%	—
—	7.1%	20.0%	—
—	0.0%	6.7%	—
—	0.0%	3.3%	—
+21.4%	21.4%	10.0%	▼3.3%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	3.3%	▼16.7%

(出所) 大和総研

図表 6-3 リアルアセット投資の検討状況

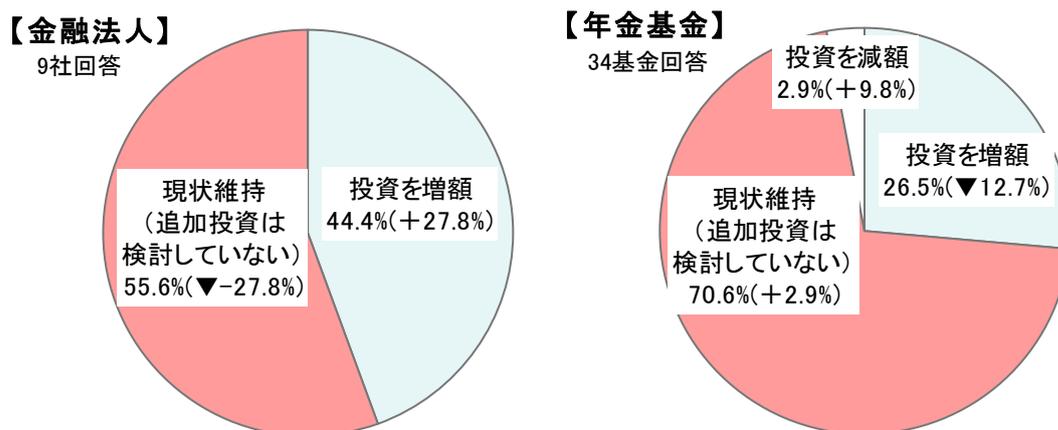
今後どのようなリアルアセットに投資することをご検討されていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 6-4 インフラファンドへの投資スタンス

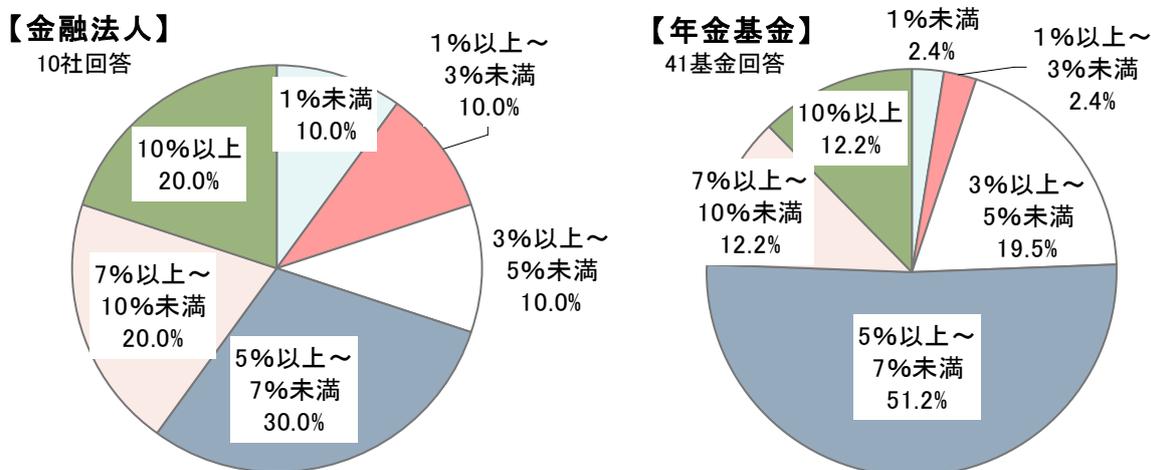
今年度（2011年4月以降）のインフラファンドへの投資スタンスをお聞かせ下さい



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 6-5 インフラファンドへの期待クーポン

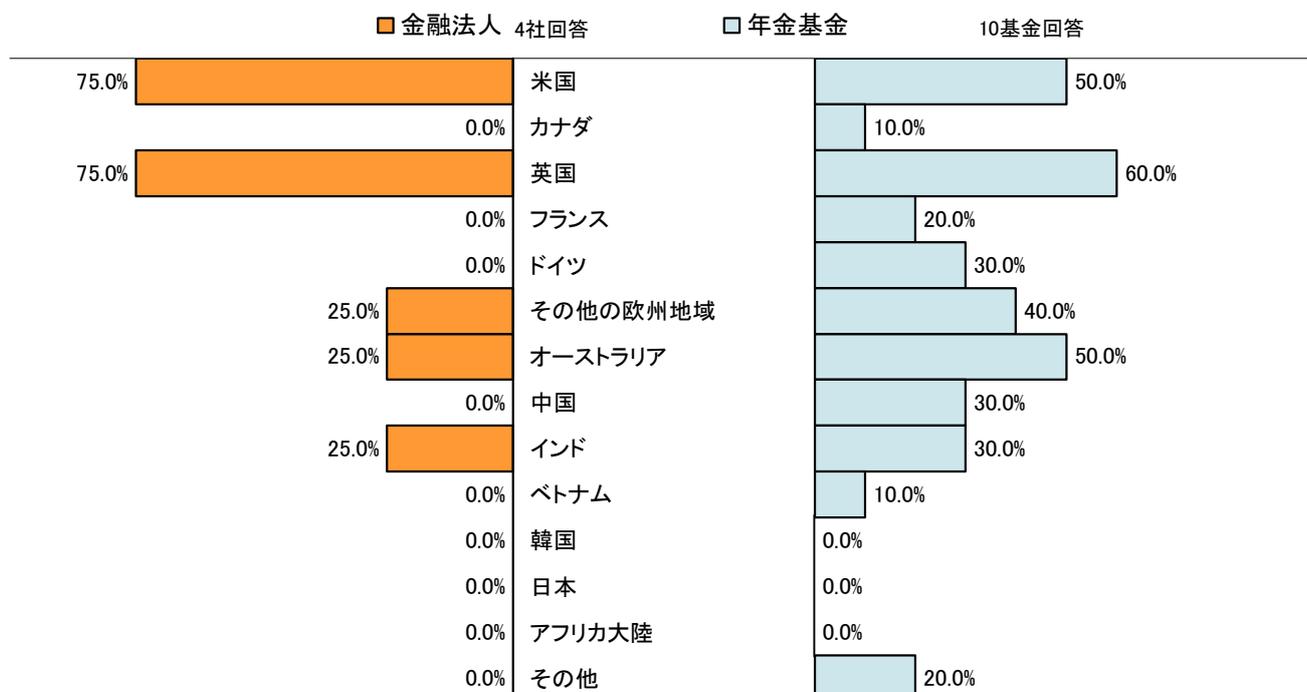
インフラファンドに期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(出所) 大和総研

図表 6-6 インフラファンドの地域別選択状況

どの地域のインフラファンドに投資していますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

7. ヘッジファンド投資

【図表7-1】ヘッジファンド投資の実施状況

金融法人では「実施している」との回答率が34.2%と、昨年度から0.6ポイント低下し、2007年度以降5年連続⁷減少する結果となった（図表7-1参照）。しかしながら、前年度までのような大幅な減少は見られず、ようやく投資悪化に歯止めがかかりつつある。一方、年金基金では「実施している」（71.4%）が前年度比プラス10.5ポイントと、大幅に投資需要が回復している様子が示された。

【図表7-2】ヘッジファンドへの投資額

ヘッジファンドへの投資金額では、金融法人では「10億円未満」（50.0%）、年金基金では「10億円以上～50億円未満」（45.4%）が最も多く、限定的な投資であることが分かる（図表7-2参照）。ただし「2000億円以上」の回答が金融法人で3.1%、年金基金では0.7%存在しており、大規模なヘッジファンド投資を継続している投資家が健在であることが確認できる。

【図表7-3】ヘッジファンド商品の選択状況

商品別のヘッジファンド投資の傾向をみると、年金基金では「ファンドオブヘッジファンズ」（73.3%：前年度比マイナス0.9ポイント）、金融法人で「株式ロングショート」（53.8%：同マイナス5.1ポイント）に最も多くの回答が集まった（図表7-3参照）。ただし、双方とも構成比率としては若干低下していることに加えて、ギリシャ危機以降「株式ロングショート」は評価損失が拡大しており、今後投資が手控えられられる可能性も高い。また「グローバルマクロ」（前年度比プラス3.2ポイント）、「マネージドフューチャーズ」（同プラス8.3ポイント）への投資が増加しており、市場のボラティリティにより収益が望める戦略への人気が高い。一方、金融法人ではヘッジファンド投資に新規参入する先も若干ながら確認されており、「ファンドオブヘッジファンズ」（43.6%：前年度比プラス5.1ポイント）への投資が増加している。また、年金基金からは“為替・債券のロングショート”、“金利ヘッジ型”など、各基金のヘッジ目的に即したファンドを選択する意見などが寄せられた。

【図表7-4】今年度のヘッジファンドへの投資スタンス

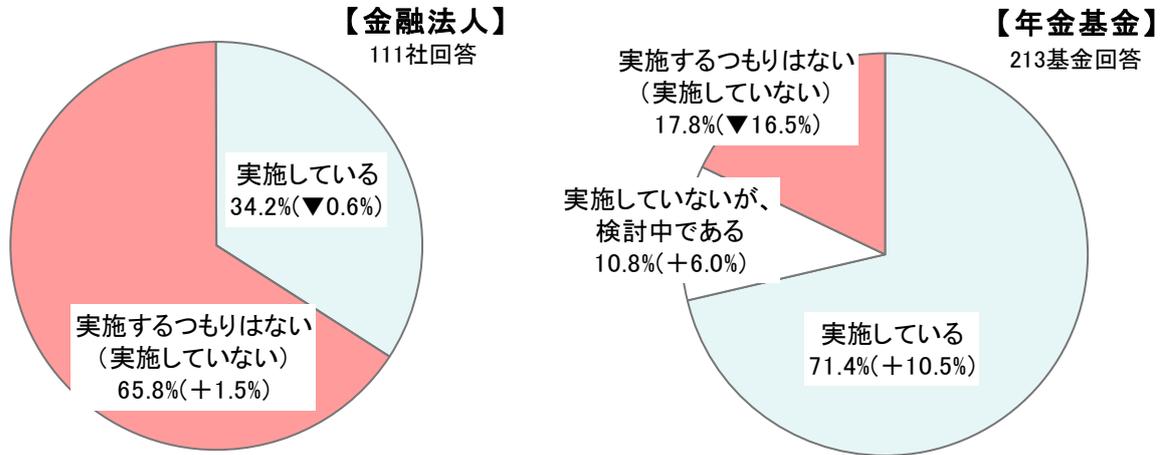
年金基金、金融法人ともに「投資を減額」（金融法人：15.0%、年金基金3.0%、それぞれ前年度比マイナス0.2ポイント、同マイナス6.0ポイント）が低下した分、「投資を増額」（金融法人：20.0%、年金基金35.4%、それぞれ同プラス1.5ポイント、同プラス16.6ポイント）の比率が上昇しており、今後、ヘッジファンドの需要が増加する傾向が見られた（図表7-4参照）。寄せられた意見の中では、“株式のダウンサイドリスク対応”等、市場環境が好転しない国内株式の代替としての投資を示唆する内容も多く存在した。しかし、ヘッジファンドに対する厳しい見方も依然存在しており、主に金融法人から、“収益性がリスクウェイトの大きさに見合わない”や、“配当ゼロが続いており投資の意味がない”等、ネガ

⁷ 金融法人の昨年度までのアンケート結果では、ヘッジファンドを「実施している」の比率は、53.3%（2007年度）⇒43.2%（2008年度）⇒40.5%（2009年度）⇒34.8%（2010年度）と4年連続低下している。

タイプなコメントも寄せられた。

図表 7-1 ヘッジファンド投資の実施状況

ヘッジファンド投資を実施していますか？

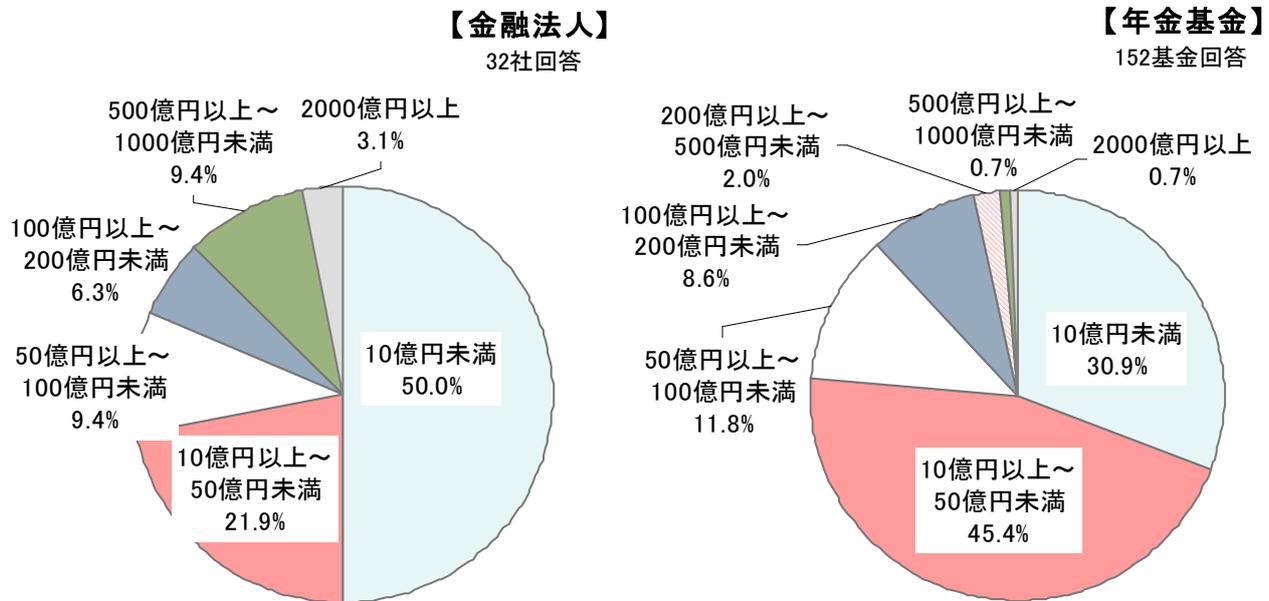


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 7-2 ヘッジファンドへの投資額

ヘッジファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 7-3 ヘッジファンド商品の選択状況

どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 39社回答	年金基金 150基金回答	前年度比
+5.1%	43.6%	73.3%	▼0.9%
▼12.8%	51.3%	28.0%	▼6.2%
▼5.1%	53.8%	44.7%	▼1.1%
▼10.3%	35.9%	18.0%	+3.2%
+0.0%	23.1%	15.3%	+3.7%
▼10.3%	10.3%	36.0%	+8.3%
▼7.7%	2.6%	0.7%	▼1.3%
+7.7%	7.7%	4.7%	+2.1%
+0.0%	0.0%	1.3%	▼1.2%
▼2.6%	7.7%	6.7%	▼0.4%
▼2.6%	0.0%	2.7%	▼0.6%
▼7.7%	0.0%	2.0%	+1.4%
+0.0%	7.7%	2.7%	▼4.4%

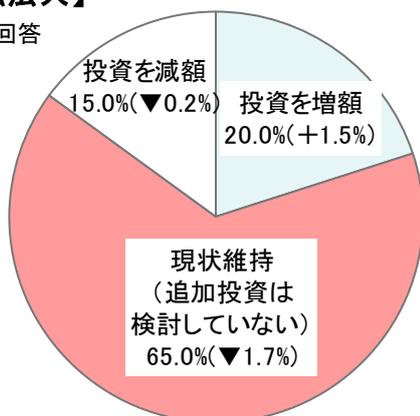
（出所）大和総研

図表 7-4 今年度のヘッジファンドへの投資スタンス

今年度（2011年4月以降）のヘッジファンドへの投資スタンスをお聞かせ下さい

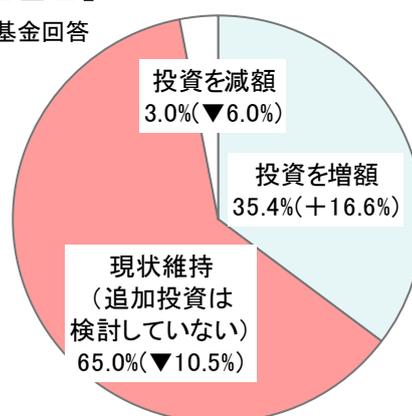
【金融法人】

40社回答



【年金基金】

164基金回答



（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

8. 不動産投資

【図表8-1】不動産投資の実施状況

金融法人では不動産投資を「実施している」(61.4%)との回答が前年度比プラス4.0ポイントとなり、3年連続減少した昨年度までから一転して増加に転じている(図表8-1参照)。さらに年金基金では「実施している」(28.0%)の回答比率が同プラス2.0ポイント上昇し、双方ともに不動産投資に対する需要の高まりが確認されている。

【図表8-2】不動産私募ファンドへの投資金額

図表8-2は金融法人、年金基金の不動産私募ファンドへの投資金額を示している。金融法人では、「5億円未満」の回答が全体の6割以上であり、投資割合が限定的である投資家が多数を占めた。その一方で「1000億円以上」と回答した投資家も、全体の2.7%を占めており、総額でかなりの規模を不動産投資に振り向ける投資家も存在している。また、年金基金では「5億円未満」(17.9%)から、「50億円以上～100億円未満」(10.3%)まで各項目に満遍なく回答が寄せられた。

【図表8-3】REITへの投資金額

図表8-3はREIT(国内外)への投資金額を示している。金融法人、年金基金とも「5億円未満」(金融法人:37.3%、年金基金:55.0%)が最も多く、限定的な投資状況であることが分かる。

【図表8-4】不動産投資の商品選択状況

商品別の選択状況については、年金基金、金融法人の双方で、「国内不動産私募ファンド」(金融法人:21.9%、年金基金:48.2%、それぞれ前年度比マイナス15.2ポイント、同マイナス20.3ポイント)への割合が大幅に減少する結果となった。その一方、昨年から今年にかけて多くの運用機関から組成された「国内私募REIT」への投資が金融法人で12.5%、年金基金で3.6%となった。特に地方銀行等標準的手法対応行では、バーゼルⅡ規制上、私募REITのリスクウェイトを100%に適応できる実務指針が報告されているため⁸、今後も採用拡大につながる可能性が高い(図表8-4参照)。

年金基金では「J-REIT」(41.1%)への投資が前年度比プラス20.7ポイントと大幅に増加。さらに「海外REIT」(51.8%)に関しても同5.5ポイント増加しており、内外問わずREIT投資の拡大が確認された。

【図表8-5】国内不動産投資に期待するインカムゲイン

国内不動産投資へ期待するインカムゲインは、金融法人、年金基金ともに「3%以上～5%未満」(金融法人:48.6%、年金基金44.3%)と回答した割合が最も高率となった(図表8-5参照)。次に高い比率となった「5%以上～7%未満」(金融法人:41.4%、年金基金41.0%)を合わせると、双方とも全体の8割以上が、期待クーポンを「3%以上～7%未満」のレンジで想定している結果となった。

⁸ 従来の私募REITは、(標準的手法での)リスクウェイトの計測上、ルックスルーが必要となりレバレッジの水準に応じた所要自己資本が課された。(ブラインドプール方式で)その計測等が困難な場合には、自己資本控除(1250%)で計測せざるを得ないケースもあった。

【図表8-6、8-7】今年度のREIT、不動産私募ファンドへの投資スタンス

今年度の投資スタンスについては、金融法人で、REIT、不動産私募ファンド共に「投資を増額」がそれぞれ前年度比 16.9 ポイント上昇 (39.4%)、同 7.6 ポイント上昇 (12.3%) となり、今後も投資拡大が予想される (図表 8-6、8-7 参照)。対症的に、年金基金では、「投資を増額」との回答が REIT、不動産私募ファンドとも減少しており、それぞれ前年度比 4.9 ポイント低下 (REIT)、4.5 ポイント低下 (不動産私募ファンド) となった。

【図表8-8】現在の不動産価格(REIT価格等)の水準について

図表 8-8 は、現在の不動産価格 (REIT 価格等も含む) の水準に対する意識を示している。前年度と大きく異なる点は「どちらかと言えば割安」への回答比率が低下し (金融法人: 前年度比マイナス 14.4 ポイント、年金基金: 同マイナス 9.9 ポイント)、「どちらかと言えば割高」 (金融法人: 前年度比プラス 8.0 ポイント、年金基金: 前年度比プラス 4.4 ポイント) が上昇したことであろう。現在の不動産市場が適正価格からやや上昇していると考える投資家が増加していることが分かる。

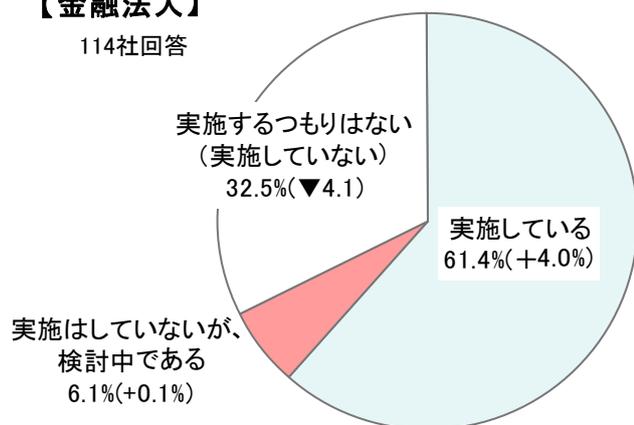
【図表8-9】不動産賃貸市場に関する今後の見通しについて

図表 8-9 では不動産賃貸市場への今後の見通しについての意識が示されている。金融法人では、「緩やかながら回復する」への回答が 28.8% と前年度比 0.7 ポイント上昇する一方、「緩やかながら失速する」への回答が 17.3% と同 2.1 ポイントの低下となった。この傾向は、08 年度から続いており、賃貸市場が回復傾向にあると見る金融法人の増加が引き続き確認された。一方、年金基金では「緩やかながら回復する」が 25.3% と前年度比 7.2 ポイント低下となる一方、「分からない」が 40.1% と同 11.1 ポイントの大幅な上昇となり、双方の意識の違いが示された格好だ。

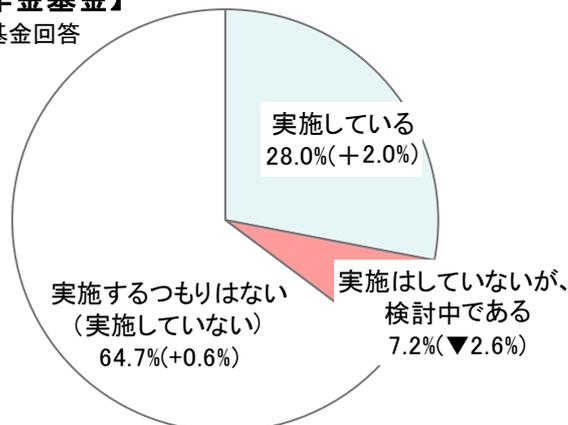
図表 8-1 不動産投資の実施状況

不動産投資 (不動産私募ファンド、REIT等) を実施していますか?

【金融法人】
114社回答



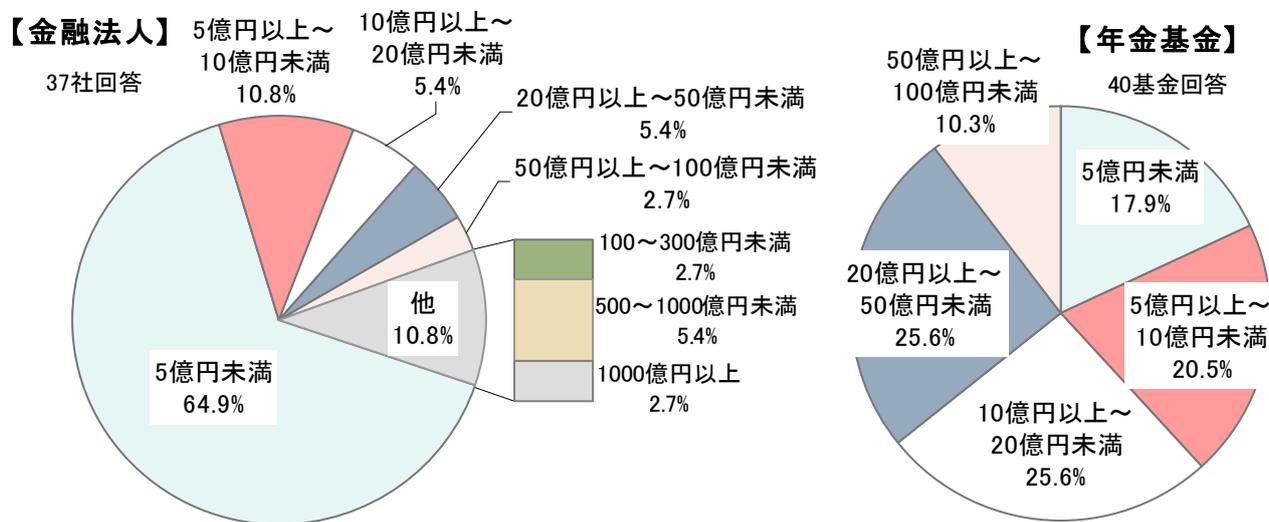
【年金基金】
207基金回答



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 8-2 不動産私募ファンドへの投資額

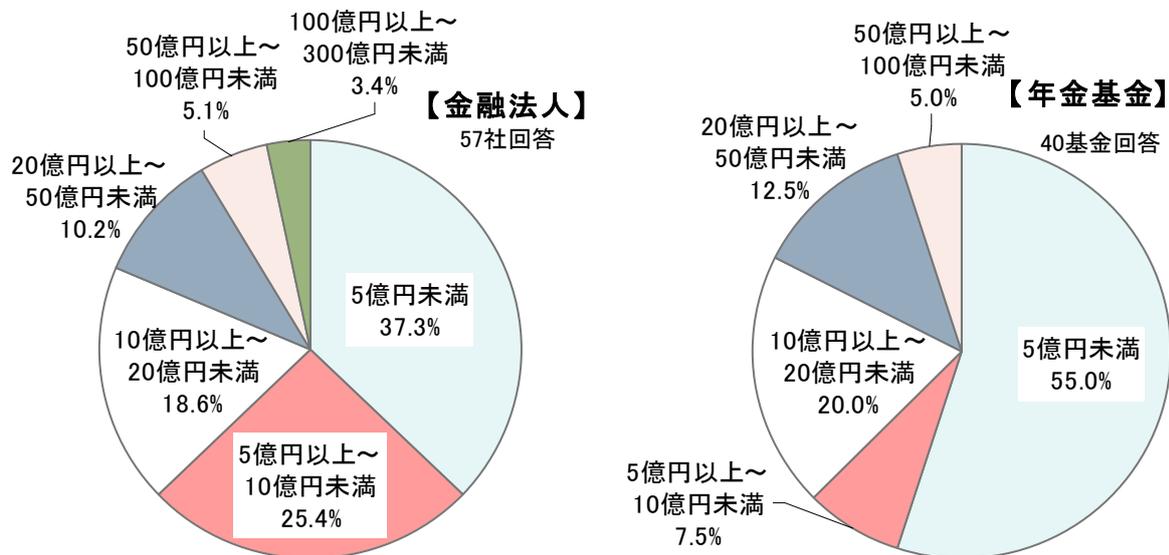
不動産私募ファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-3 REITへの投資額

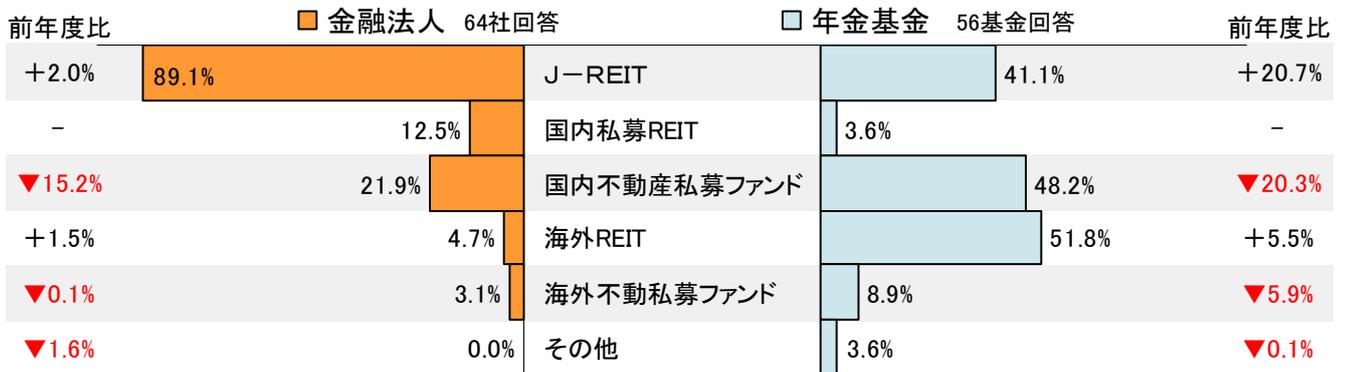
REIT（国内外）への投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-4 不動産商品の選択状況

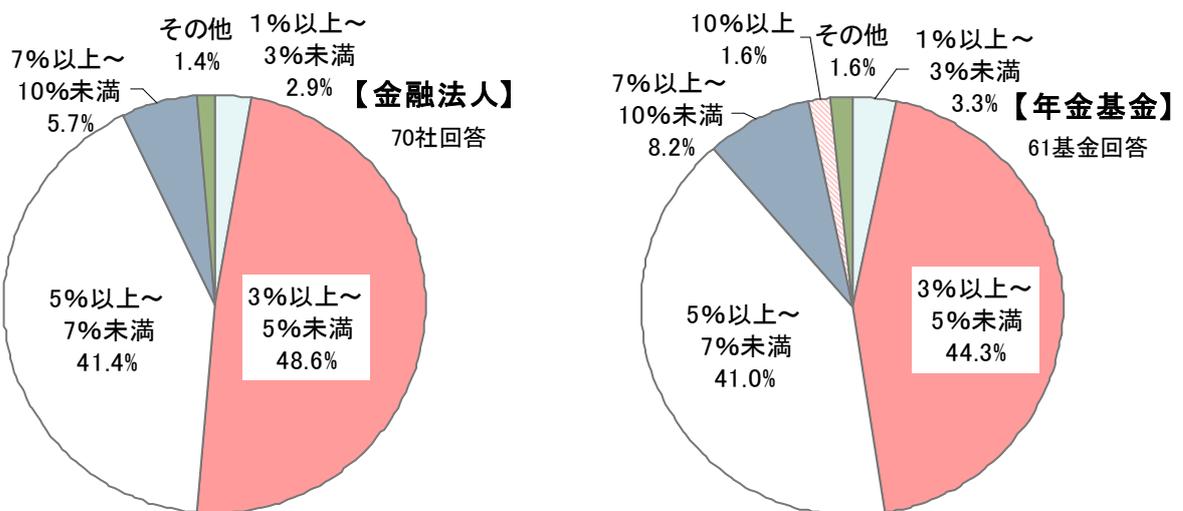
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）



（出所）大和総研

図表 8-5 国内不動産投資に期待するインカムゲイン

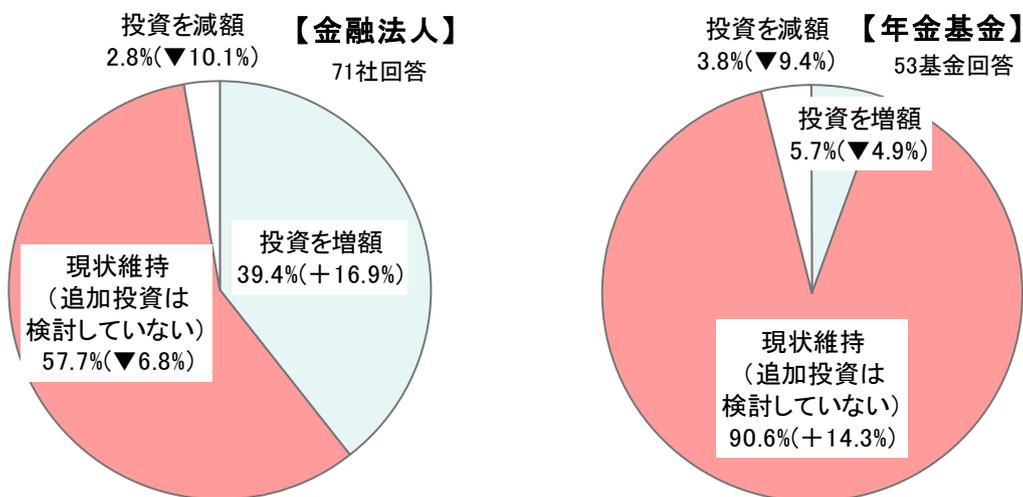
国内不動産投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



（出所）大和総研

図表 8-6 今年度のREITへの投資スタンス

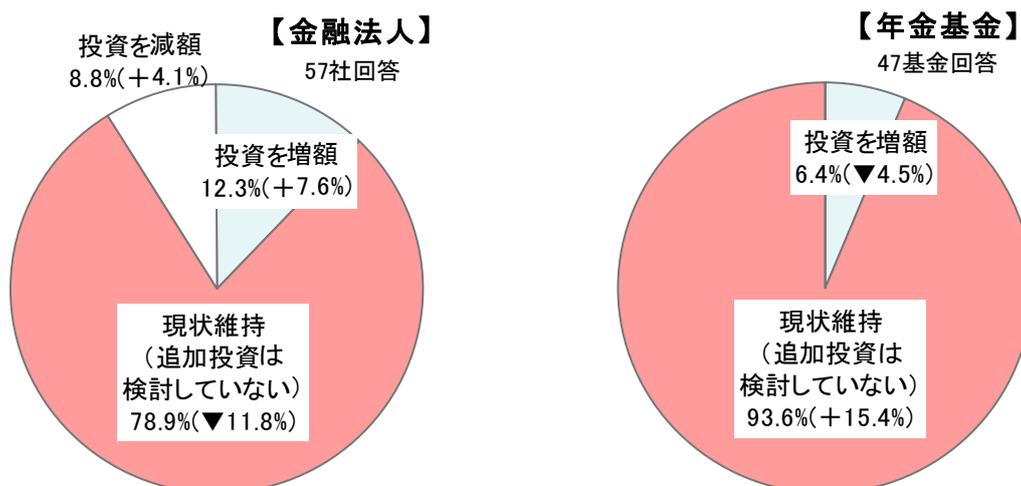
今年度（2011年4月以降）のREIT（国内外）への投資スタンスをお聞かせ下さい



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 8-7 今年度の不動産私募ファンドへの投資スタンス

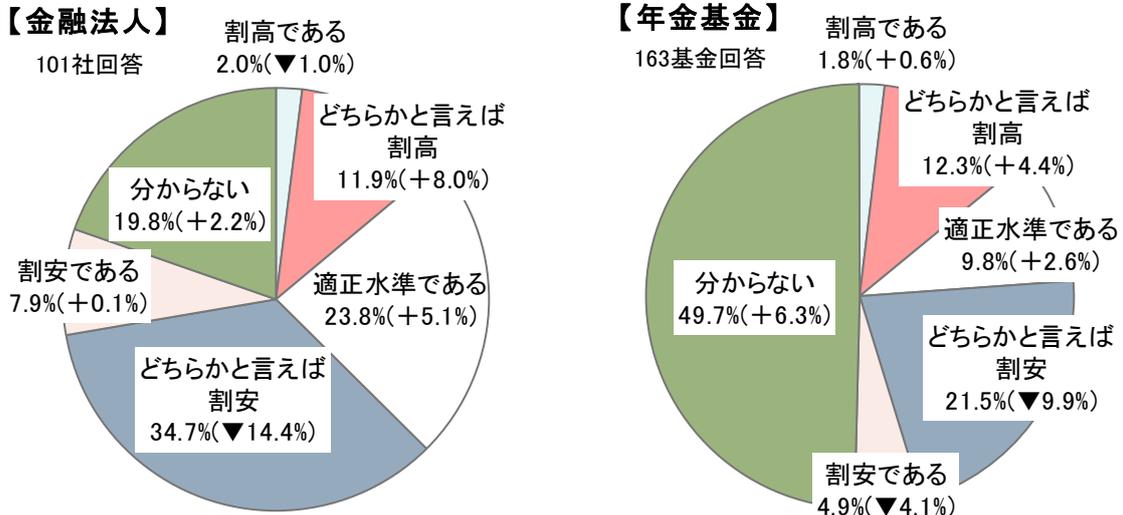
今年度（2011年4月以降）の不動産私募ファンドへの投資スタンスをお聞かせ下さい



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 8-8 不動産価格の水準について

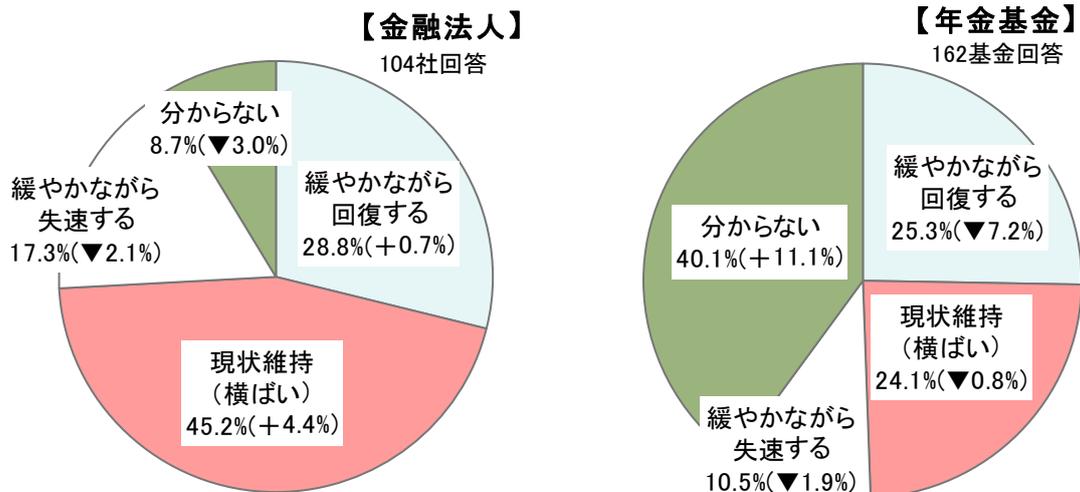
現在の不動産価格（REIT価格等）の水準についてどのようにお考えですか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 8-9 不動産賃貸市場に関する今後の見通し

不動産賃貸市場に関する今後の見通しをどのようにお考えですか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

9. プライベートエクイティ投資(PE投資)

【図表9-1】プライベートエクイティ投資(PE投資)の実施状況

金融法人ではプライベートエクイティ投資を「実施している」割合が31.0%と前年度比プラス4.8ポイントとなった。前年度は、評価額の時価対応等によりプライベートエクイティへの投資が懸念される意見も目立っていたが、今年度は、再び投資に積極的な声が増加しているようだ(図表9-1参照)。一方、年金基金では「実施している」は18.8%(前年度比2.4ポイント増)と金融法人より投資比率は少ないながらも、「実施していないが、検討中である」が10.1%(前年度比3.0ポイント増)に達しており、飛躍的な拡大とまではいかないまでも、今後を着実に選好が高まることが予想される。

【図表9-2】プライベートエクイティへの投資金額

プライベートエクイティへの投資金額は、金融法人、年金基金とも最小単位の「5億円未満」(金融法人:48.3%、年金基金:35.0%)がそれぞれ最も高い比率を占めた(図表9-2参照)。しかし、年金基金では「300億円以上~500億円未満」が2.5%、金融法人では「1000億円以上」が6.9%の割合で存在しており、金融危機以降、国内でのプライベートエクイティ投資の低迷が叫ばれていた中、未だ大規模な投資家は健在のようだ。

【図表9-3】プライベートエクイティへの商品別投資状況

金融法人では「海外ディストレス」(22.9%:前年度比プラス16.0ポイント)、「海外ベンチャーキャピタル」(28.6%:同プラス11.3ポイント)、「海外バイアウト」(22.9%:同プラス9.1ポイント)と主に国外への投資が大幅に増加している(図表9-3参照)。一方、年金基金では「海外バイアウト」(21.1%)が、前年度比マイナス21.8ポイント、「国内バイアウト」(18.4%)が前年度比30.2ポイントと大幅に低下する結果となった。バイアウトファンドにおいても時価評価が一般的となりつつあり、上場株式と同様のボラティリティに懸念を示す年金基金が投資を手控えたとも考えられる。

【図表9-4、9-5】今年度のバイアウトファンド、ディストレスファンドへの投資スタンス

バイアウトファンドへの投資スタンスは、「投資を増額」が、金融法人で前年度比10.3ポイント上昇(10.3%)、年金基金で同1.1ポイント上昇(13.5%)となり、共に投資に積極的な意見が1割を超えた(図表9-4参照)。ディストレスファンドの投資スタンスでも、金融法人では「投資を増額」(13.6%)が同プラス13.6ポイントと大幅に拡大しており、昨年度、増額するとの回答がゼロであった状況⁹と比較すると格段に投資需要が増加している様子だ(図表9-5参照)。

一方、年金基金でのディストレスファンドへの投資スタンスは、「投資を増額」が前年度比8.5ポイントのマイナスとなっており、金融危機以降、急増したディストレスファンドの人気もやや陰りが見られた。

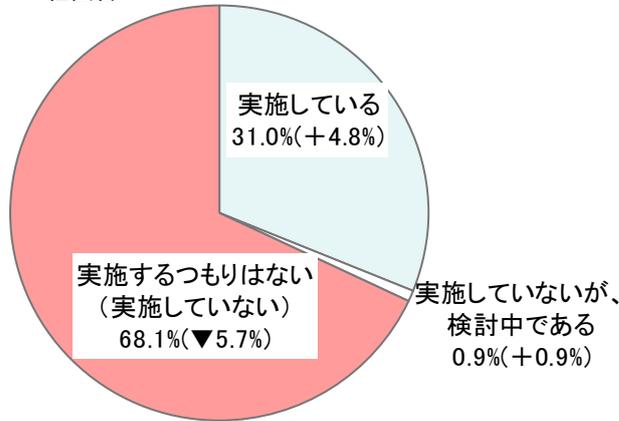
⁹ 昨年度はバイアウトファンド、ディストレスファンドともに、金融法人では「投資を増額」の回答がゼロであった。

図表 9-1 プライベートエクイティ投資の実施状況

プライベートエクイティ投資を実施していますか？

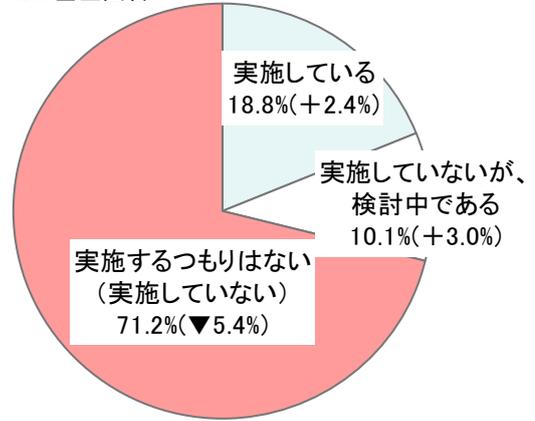
【金融法人】

113社回答



【年金基金】

208基金回答



(注) 括弧内は前年度比増減

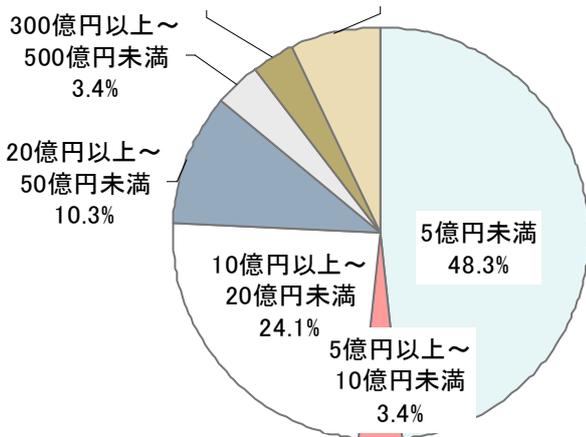
(出所) 大和総研

図表 9-2 プライベートエクイティへの投資金額

プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？

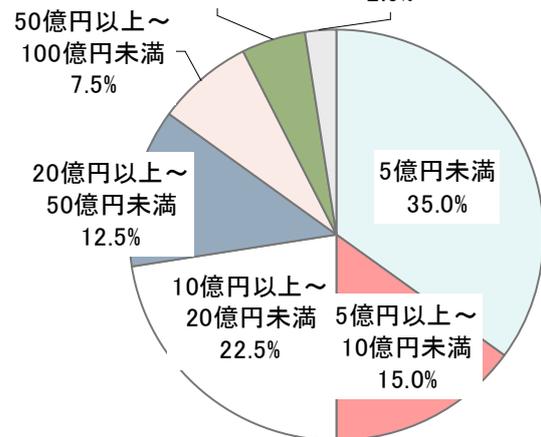
【金融法人】

29社回答



【年金基金】

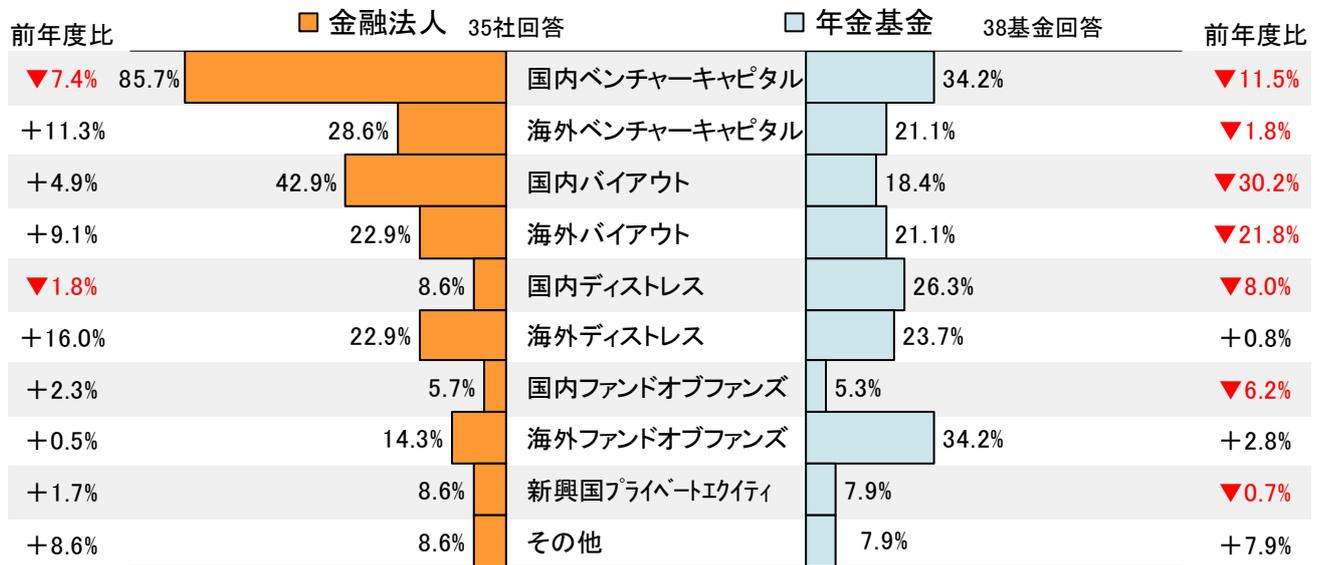
40基金回答



(出所) 大和総研

図表 9-3 プライベートエクイティへの商品別投資状況

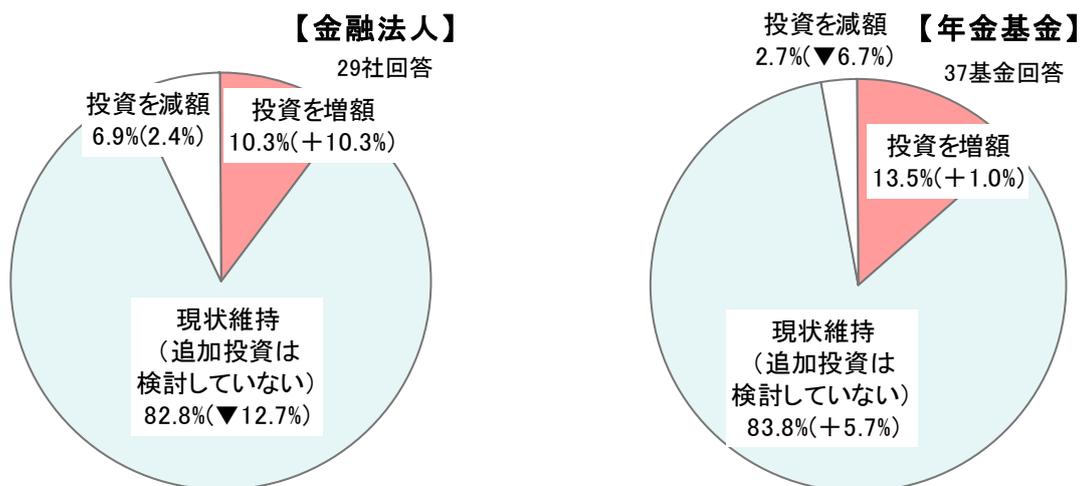
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 9-4 今年度のバイアウトファンドへの投資スタンス

今年度（2011年4月以降）のバイアウトファンドへの投資スタンスをお聞かせ下さい

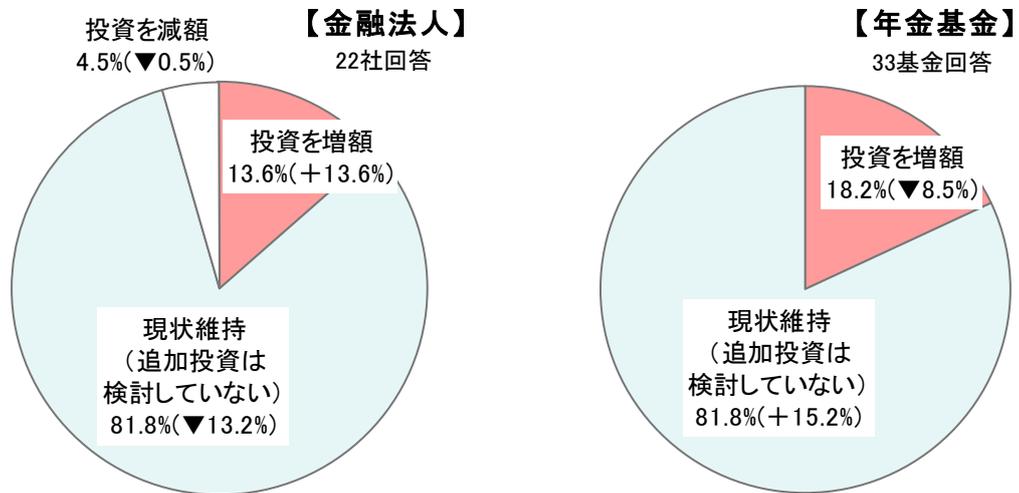


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 9-5 今年度のディストレスファンドへの投資スタンス

今年度（2011年4月以降）のディストレスファンドへの投資スタンスをお聞かせ下さい



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

10. クレジット・ストラクチャード投資

【設問10-1】クレジット・ストラクチャード商品の投資状況

クレジット・ストラクチャード投資を「実施している」との回答は、金融法人で前年度比マイナス 2.2 ポイント (59.1%)、年金基金で同プラス 2.7 ポイント (8.3%) となり、対照的な結果となっている(図表 10-1 参照)。また、年金基金では「実施していないが、検討中である」(6.8%)も、前年度比 4.5 ポイントのプラスとなっており、昨年度に引き続き¹⁰若干ではあるがクレジット・ストラクチャード投資全体の需要が戻りつつある結果となった。

【設問10-2】クレジット・ストラクチャード商品への投資額

クレジット・ストラクチャード商品への投資金額は、年金基金では「10 億円未満」(41.2%)、金融法人では「200 億円以上～500 億円未満」(27.1%)が最も高い比率を占め、両者の投資金額には大きな違いがあることが確認できる(図表 10-2 参照)。さらに金融法人では、500 億円以上投資しているとの回答が全体の 1 割以上に達しており、仕組債やユーロ円債等を中心に大規模に手掛ける投資家の存在が影響しているようだ。

【設問10-3】クレジット・ストラクチャード投資の商品選択状況

クレジット・ストラクチャード投資における商品別の選択状況は、金融法人で、「仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)」(72.1%)が、年金基金で「優先出資証券・優先株(国内・海外)」(35.3%)が最も高率となった(図表 10-3 参照)。また特に減少が大きかった項目は、金融法人の「CMBS」(25.0%：前年度比マイナス 15.0 ポイント)、「シンセテック CD0」(10.3%：同マイナス 12.8 ポイント)、年金基金の「CLO」(29.4%：同マイナス 45.6 ポイント)が挙げられる。2008 年の金融危機以降、新規組成がほとんどなく、足元で進行しているギリシャ危機も重なり、商品自体の存続が危ぶまれる状態であろう。

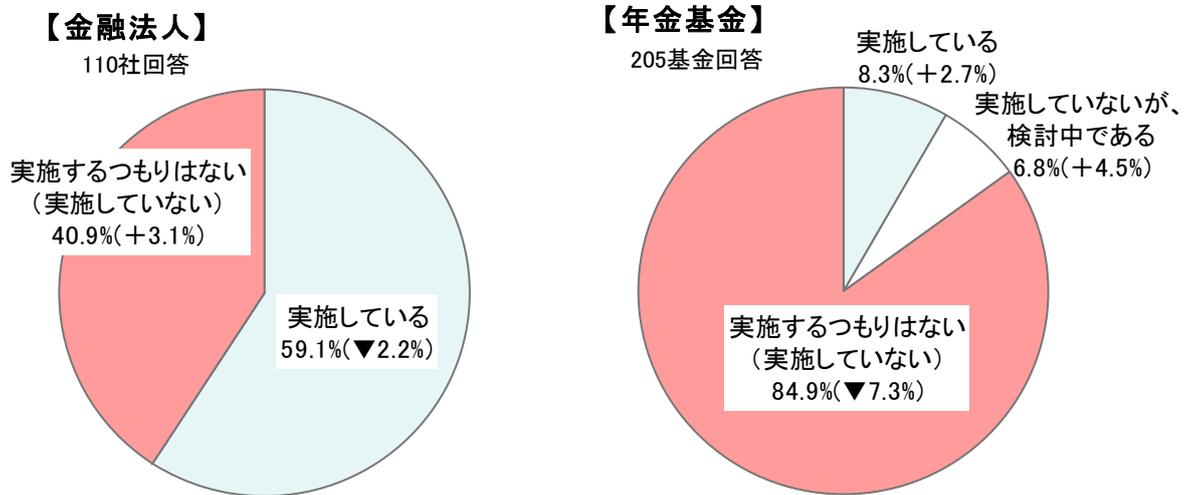
【設問10-4】今後のクレジット・ストラクチャード投資の商品別検討状況

今後の投資への検討状況を商品別にみると、金融法人では「サムライ債」(66.7%)が、年金基金では「優先出資証券・優先株(国内・海外)」(37.5%)への回答が最も高い。特に近年、国債の利回り低下や、震災以降の普通社債の発行抑制に伴い、インカムゲインの水準の高さが魅力的となっているサムライ債への投資が活発になっている模様だ。(図表 10-4 参照)。

10 2010 年度では「実施している」が、同 1.2 ポイントのプラス。

図表 10-1 クレジット・ストラクチャード商品の投資状況

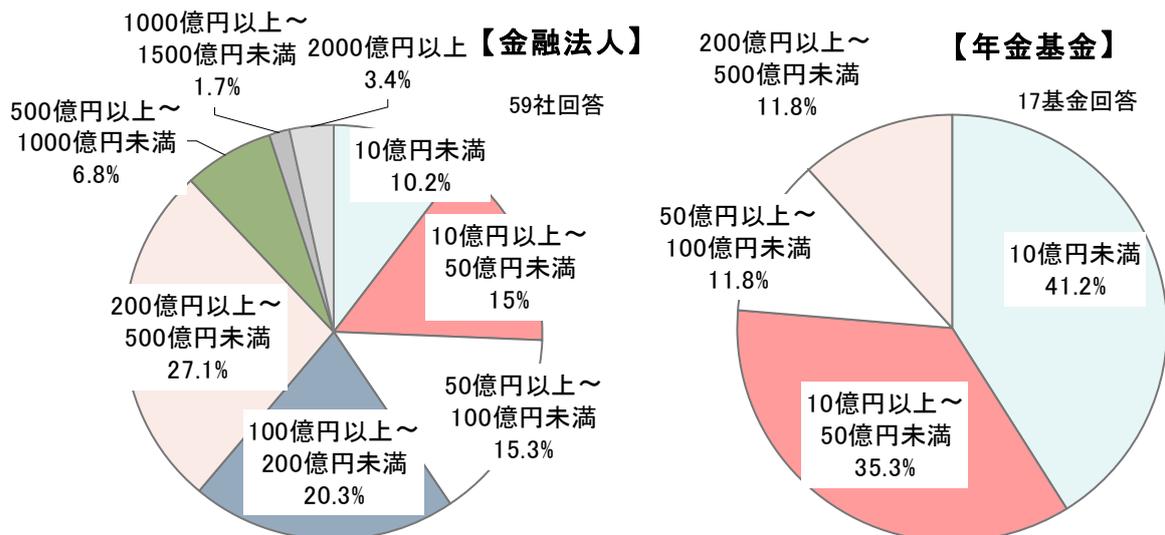
クレジット(メザニン)・ストラクチャード商品への投資を実施していますか?



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 10-2 クレジット・ストラクチャード商品への投資額

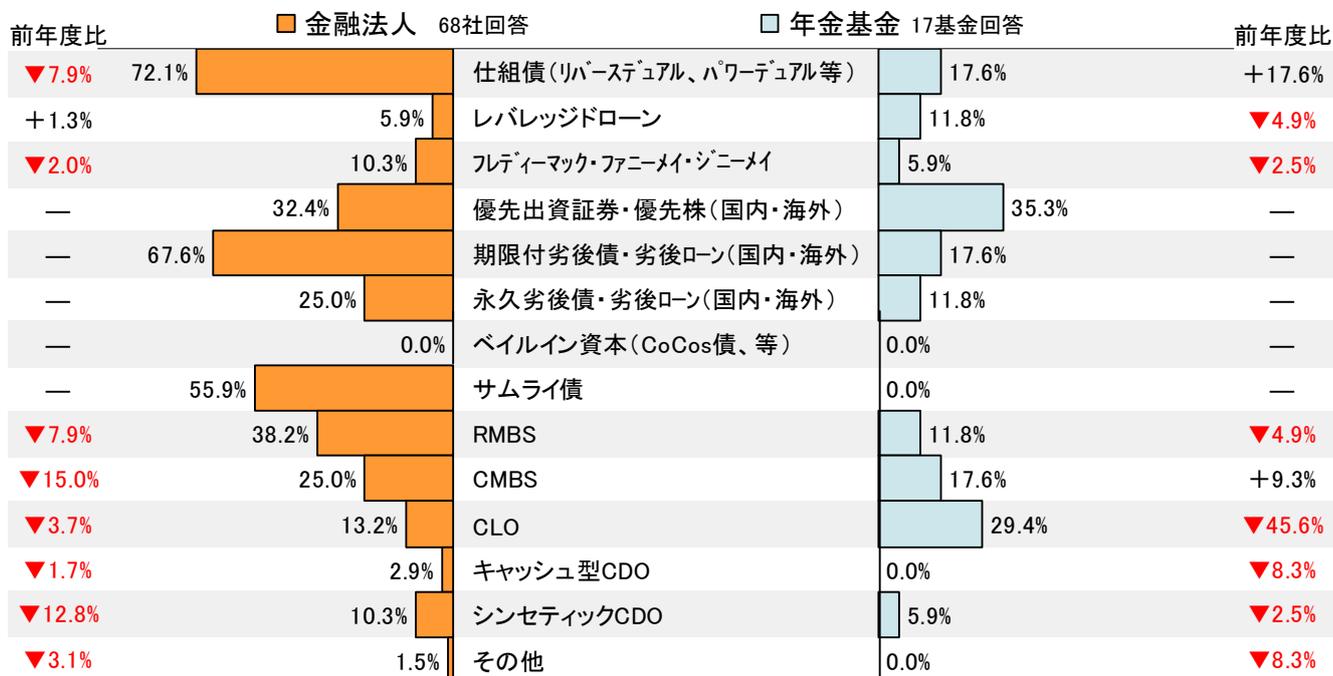
クレジット(メザニン)・ストラクチャード商品への投資額はおよそどの程度ですか?



(出所) 大和総研

図表 10-3 クレジット・ストラクチャード投資の商品選択状況

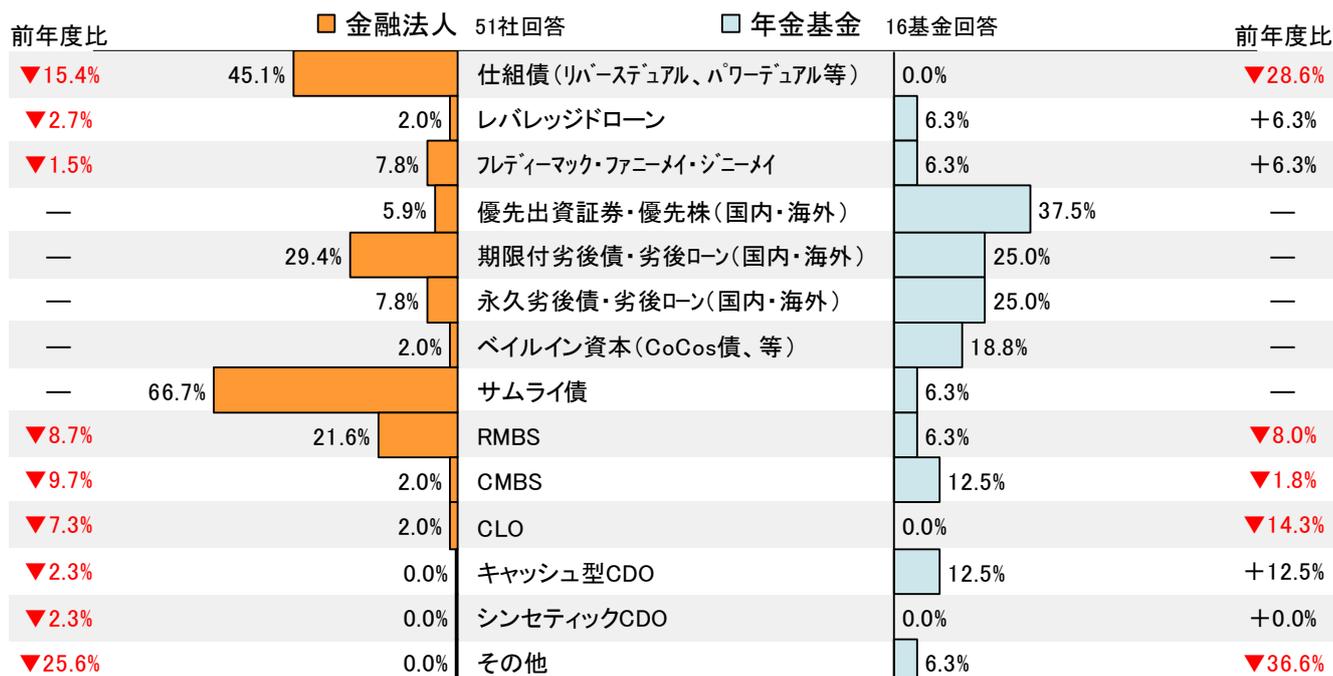
どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 10-4 今後のクレジット・ストラクチャード投資の商品別検討状況

今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

11. むすびに代えて

今回のアンケートでは、金融危機以降低迷したオルタナティブ投資への需要が、再び高まりつつある状況が確認された。特に、年金基金を中心に不動産やリアルアセットへの投資が拡大している。また、投資減退が著しかったヘッジファンドへも、オルタナティブ投資の中では解約流動性を確保できる等の理由により、再度投資に踏み切った模様だ。

また、国内株式へは失望の声が多く、新興国株式へのシフトをさらに加速する傾向も確認された。しかしながら足元の環境下では、ギリシャ諸国等の金融危機を境に、新興国株式へシフトしていた年金基金のポートフォリオが大きく毀損した可能性も否定できない。近年、国際分散投資効果の低下が指摘されており、代替投資の効果に再度懸念が表れる可能性も高い。

金融危機が再燃する環境下で過去の失敗を教訓とすると、最初に決定したオルタナティブ投資への資産配分を頑なに固持することが、必ずしも適切ではないともいえる。特に流動性が乏しい長期投資に関しては、常に投資機会がある訳ではないため、資産配分を維持するとなると、無理にでも投資先を探すことが起こる。そうすると、最も適切な投資案件を選択したとは言い難く、第二、第三候補にあえて投資する可能性が高い。さらにこのことは、新興国株式や上場REITにも同様のことがいえるだろう。長期的にみれば、確かにリターンは獲得できるかもしれないが、無理にでも投資すると割高になるケースも多い。つまり、オルタナティブ投資にとっては、長期に一定の政策資産配分を維持することはナンセンスともいえる。今、何に投資機会があるかを定期的に調査した上でベストな選択が求められるということだ。

無論、今後どのような投資戦略に選好が集まるかは依然として不透明と言わざるを得ないが、肝心なのは投資家として資産運用面でオルタナティブ投資に何を望むのかという点を明確に認識した上で、それに見合う商品を選択していくことであろう。その一助として、金融法人、年金基金など機関投資家の投資動向を確認することは、今後も重要性を増していくものと考えられよう。

引き続き大和総研では、アンケート調査等を通じて定期的に各金融法人、年金基金のオルタナティブ投資の選好ならびにそのリスク管理状況に関する情報発信を精力的に実施していく予定である。一連の情報を有効にご活用いただければ望外の喜びである。