

2012年11月16日 全55頁

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の実態調査

2012年度オルタナティブ投資アンケート結果

金融調査部 主任研究員 菅野泰夫

[要約]

- 大和総研では、全国の124金融法人（都市銀行、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128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年度の開始以来8回目となる。調査の実施期間は2012年8月上旬から9月中旬、全国の年金基金（1,172基金）・金融法人（332社）を対象として、原則、郵送形式で実施した。金融法人については、市場金融部門及び経営企画部門から別々に回答を得ることで、投資家・発行体としてのスタンスの違いを区分けしている。
- アンケートは全部で70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全体・AIJ問題以降の運用の方向性
 - ② バーゼルⅢの実態調査、バンク・ファイナンス（コンティンジェント・キャピタル、カバード・ボンド）
 - ③ 再生可能エネルギー投資
 - 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（証券化商品等）
- 年金基金では、AIJ投資顧問の年金資産消失問題（以下、AIJ問題）以降のオルタナティブ投資の動向が注目されたが、現段階では大きな投資比率の変化もなく解約等は少ない結果となった。無論、その要因として、国内株式市場の低迷により、他の選択肢が無く、オルタナティブ投資へ振り向けざるを得ない事情も見え隠れしている。
- 対照的に金融法人では、投資家は増加しているものの、ヘッジファンド等の主要なオルタナティブ投資戦略は解約が先行しており、軒並み投資比率が減少した。全体的にポートフォリオのリスクオフ傾向が強まり、更に国債投資へ傾斜する姿勢が鮮明となったといえよう。

1. はじめに

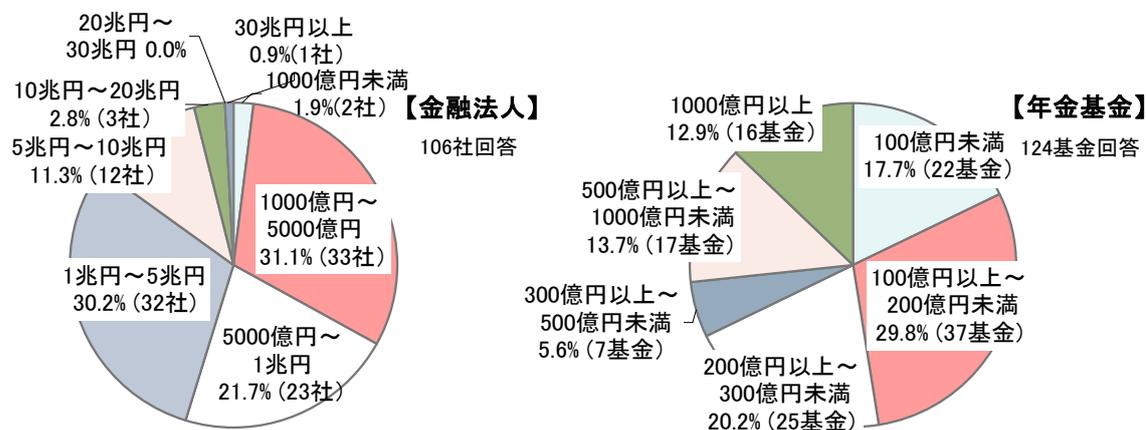
アンケートの送付は全国 1,172 の年金基金ならびに本邦所在の 332 の金融機関を対象に行っている。信用金庫、信用組合等の協同金融組織では、一定の預金量（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円）以上をアンケート対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

図表 1-1 アンケート対象、回答率

業態	回答数 (金融法人は、市場金融部門、 経営企画部門合計)	配布対象
年金基金	128	厚生年金基金、企業年金基金、公的年金(共済年金等) 1,172基金
都市銀行、信託銀行、政府系金融	3	都市銀行(5行)、信託(3行)、政府系、系統上部、その他行(6行)
地方銀行	62	全国の第一地銀(61行)、第二地銀(38行)
信金、信組、県信連	55	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1,500億円、1,000億円以上を対象
生保、損保	4	生命保険(9社)、損害保険(7社)
全体合計(年金基金、金融法人)	252 (回答率16.8%)	1,504

(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（2011年度）の結果を比較したものも適宜掲載した。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全体

2-1. オルタナティブ投資の実施状況（全体概況）

図表 2-1 はオルタナティブ投資の実施状況を示している。オルタナティブ投資を「実施している」とした割合は、金融法人では 86.4%、年金基金では 80.5%となった。それぞれ、前年度比で+4.1 パーセントポイント(以下ポイント)、+3.7 ポイントとなり、投資家の数は着実に増加しているようだ。ただし、投資家の数とは裏腹に、商品別、選択状況の内訳（図表 2-2）をみると多くの戦略で軒並み構成比率が低下していることが分かる。金融法人では「ヘッジファンド」（前年度比▲6.2 ポイント）や「不動産私募ファンド」（同▲8.5 ポイント）、「国内外 REIT」（同▲6.6 ポイント）、「PE ファンド(バイアウト/VC)」（同▲11.2 ポイント）、「CDO、CLO」（同▲10.4 ポイント）など主要な戦略は、軒並み前年度から大幅に低下している。特に生保・損保を中心に、“複雑なストラクチャード商品よりも国債の方がリスク管理上も魅力的”（生保）といった意見も多く寄せられた。欧州債務危機以降の金融機関のリスクオフの流れが顕在化し、多くの戦略が解約の憂き目に会ったともいえる。

一方、年金基金の「ヘッジファンド」（前年度比▲1.2 ポイント）、「不動産私募ファンド」（同▲0.1 ポイント）、「PE ファンド(バイアウト/VC)」（同▲2.1 ポイント）といった主要戦略は若干の低下がみられたものの、大幅な変化は確認されていないことが分かる。AIJ 問題が発生した以降も、年金基金では他にリスク分散の有効な手だてではなく、オルタナティブ投資へ振り向けざるを得ない事情も見え隠れする。限定的な効果しか得られないと理解しても、ほかに選択肢がないことから、しかたなく見た目のボラティリティが低いヘッジファンド投資を続けているとの声も多い。

2-2. アジア・エマージング投資は減少、メザニン投資は昨年度からの反動でプラスに

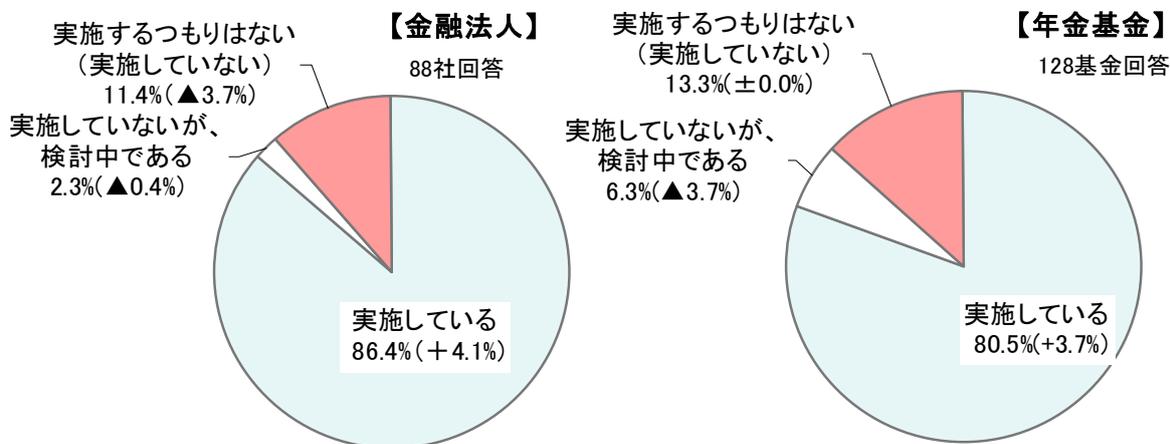
さらに昨年度まで大きく比率を伸ばしていた「アジア・エマージング株式・債券」は、年金基金(前年度比▲21.2 ポイント)、金融法人(同▲15.5 ポイント)ともに大きく低下に転じている。中国を中心としたアジア株式市場の懸念拡大が影響した模様だ。一方、特に金融法人で昨年度、大きく比率が低下した「メザニン投資(劣後債、ハイブリッド等)」は、バーゼルⅢの告示案の発表も安心材料となり若干懸念が後退したといえる。昨年度▲19.1 ポイント(72.3%)低下した反動も加え、今年度は+10.7 ポイント(56.4%)とプラスに転じた。

また、図表 2-4 はオルタナティブ投資の今後の検討状況を示しているが、双方ともに AIJ 問題を反映してか、「ヘッジファンド」（金融法人、11.8%：前年度比▲10.9 ポイント、年金基金、55.7%：同▲10.1 ポイント）の大幅な低下が目立った。さらにここでも、新興国への消極的な投資姿勢が進行しており、「アジア・エマージング株式・債券」（金融法人、7.9%：前年度比▲7.3 ポイント、年金基金、17.7%：前年度比▲11.1 ポイント）が、大幅に比率を落とす結果となった。

(オルタナティブ全般)

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 オルタナティブ投資の選択状況

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)

前年度比	金融法人 88社回答	年金基金 128基金回答	前年度比
▲6.2%	32.1%	ヘッジファンド	93.2% ▲1.2%
▲8.5%	12.8%	不動産私募ファンド	20.4% ▲0.1%
▲6.6%	55.1%	国内外REIT	27.2% +1.7%
▲11.2%	15.4%	PEファンド(バイアウト/VC)	18.4% ▲2.1%
▲10.4%	7.7%	CDO,CLO	5.8% +2.7%
▲8.3%	1.3%	ディストレスファンド	12.6% +0.8%
▲4.3%	0.0%	インフラファンド	11.7% +4.2%
▲4.9%	9.0%	コモディティ	17.5% +1.3%
—	9.0%	バンクローン	2.9% —
+0.0%	0.0%	農地ファンド	0.0% +0.0%
—	0.0%	再生可能エネルギーファンド	1.0% —
+4.6%	39.7%	MBS	1.0% ▲0.9%
+10.7%	56.4%	メザニン投資 (劣後債、ハイブリッド等)	7.8% +3.4%
+2.0%	74.4%	仕組債	1.9% +1.3%
+0.7%	60.3%	ETF	1.9% ▲0.5%
▲15.5%	9.0%	アジア・エマージング株式・債券	29.1% ▲21.2%
+0.2%	1.3%	その他	5.8% ▲2.2%

(注) 数値はすべてオルタナティブ投資を実施していると回答した対象のうち、当該プロダクトを実施している比率 (以下同様)

(出所) 大和総研

図表 2-3 主要オルタナティブ投資の選択状況の推移 (2006 年度～2012 年度)

【ヘッジファンド】

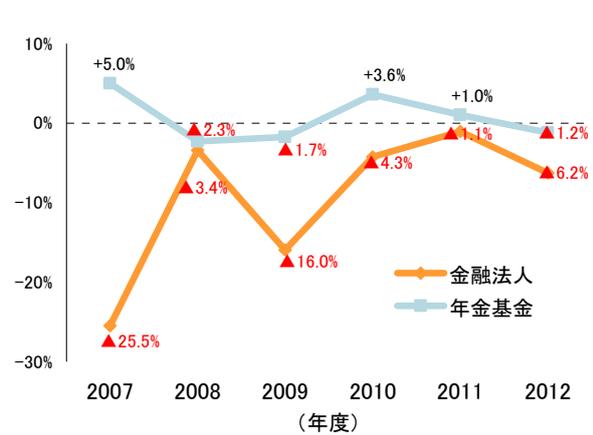
構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	88.5%	63.0%	59.6%	43.6%	39.4%	38.3%	32.1%
年金基金	88.8%	93.8%	91.5%	89.8%	93.4%	94.4%	93.2%

〈 構成比率 〉



前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	▲25.5%	▲3.4%	▲16.0%	▲4.3%	▲1.1%	▲6.2%
年金基金	+5.0%	▲2.3%	▲1.7%	+3.6%	+1.0%	▲1.2%

〈 前年度比増減 〉

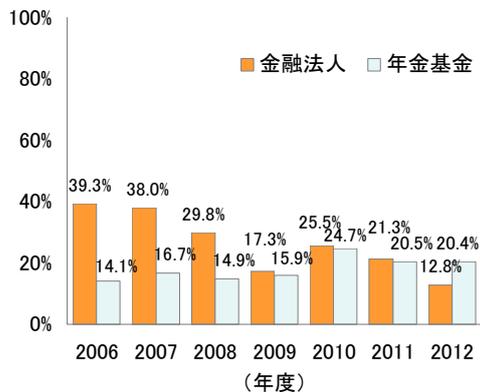


(注) 2007 年の年金基金向けアンケートは (株) 大和ファンド・コンサルティングで実施 (以下、同様)
(出所) 大和総研

【不動産私募ファンド】

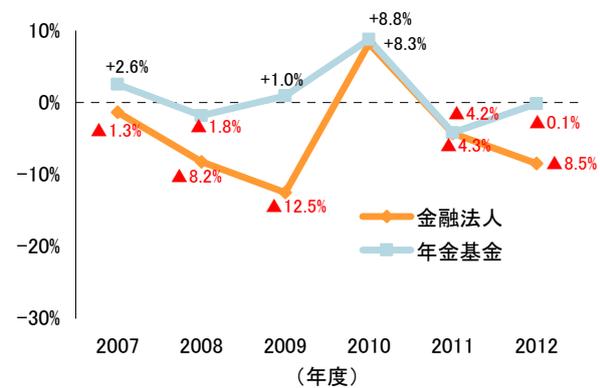
構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	39.3%	38.0%	29.8%	17.3%	25.5%	21.3%	12.8%
年金基金	14.1%	16.7%	14.9%	15.9%	24.7%	20.5%	20.4%

〈 構成比率 〉



前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	▲1.3%	▲8.2%	▲12.5%	+8.3%	▲4.3%	▲8.5%
年金基金	+2.6%	▲1.8%	+1.0%	+8.8%	▲4.2%	▲0.1%

〈 前年度比増減 〉



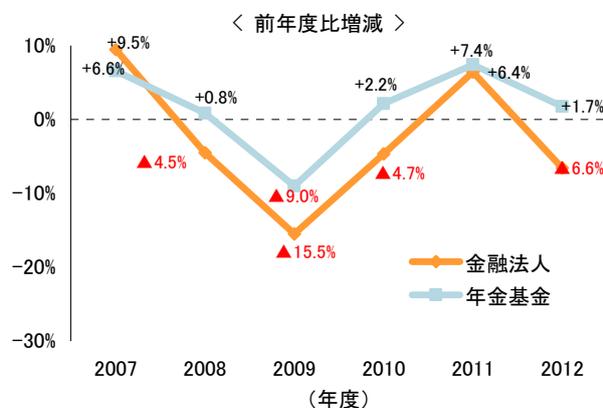
(出所) 大和総研

【国内外REIT】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	70.5%	80.0%	75.5%	60.0%	55.3%	61.7%	55.1%
年金基金	17.5%	24.1%	24.9%	15.9%	18.1%	25.5%	27.2%



前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	+9.5%	▲4.5%	▲15.5%	▲4.7%	+6.4%	▲6.6%
年金基金	+6.6%	+0.8%	▲9.0%	+2.2%	+7.4%	+1.7%



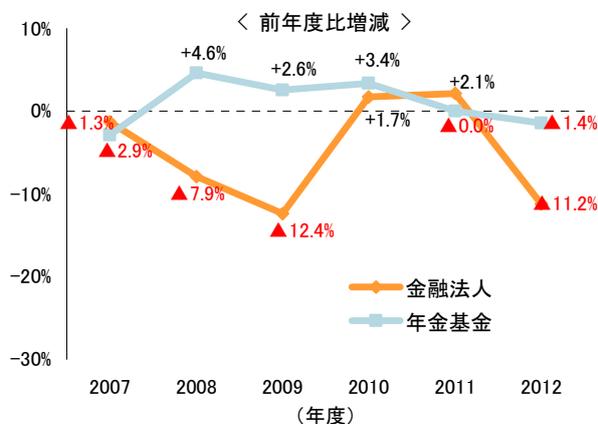
(出所) 大和総研

【PEファンド(バイアウト、VC等)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	44.3%	43.0%	35.1%	22.7%	24.5%	26.6%	15.4%
年金基金	12.1%	9.3%	13.9%	16.5%	19.9%	19.9%	18.4%



前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	▲1.3%	▲7.9%	▲12.4%	+1.7%	+2.1%	▲11.2%
年金基金	▲2.9%	+4.6%	+2.6%	+3.4%	▲0.0%	▲1.4%

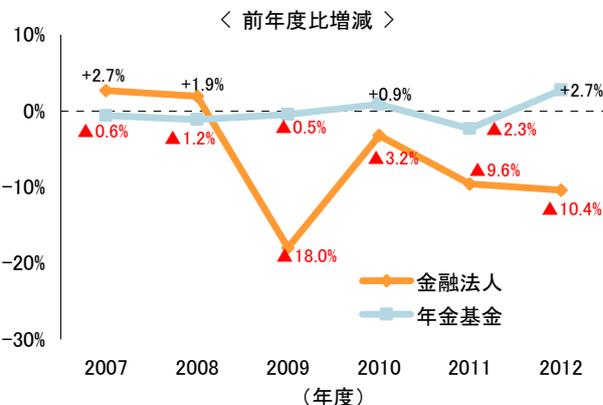


(出所) 大和総研

【CDO、CLO(SIVを含む)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	44.3%	47.0%	48.9%	30.9%	27.7%	18.1%	7.7%
年金基金	6.8%	6.2%	5.0%	4.5%	5.4%	3.1%	5.8%

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012
金融法人	+2.7%	+1.9%	▲18.0%	▲3.2%	▲9.6%	▲10.4%
年金基金	▲0.6%	▲1.2%	▲0.5%	+0.9%	▲2.3%	+2.7%



(出所) 大和総研

図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

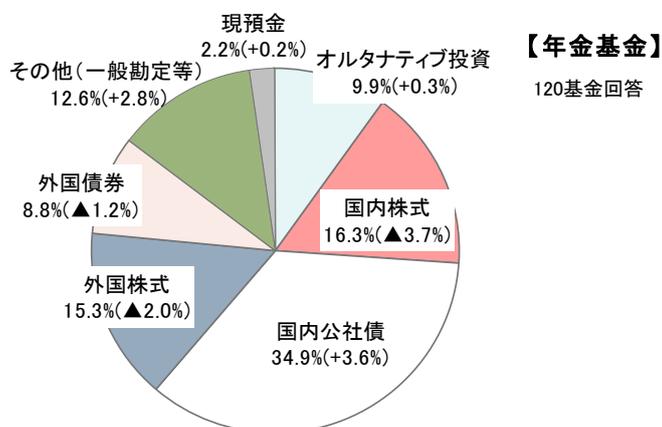
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人 76社回答	年金基金 79基金回答	前年度比
▲10.9%	11.8%	55.7%	▲10.1%
▲4.9%	5.3%	12.7%	+5.3%
▲13.4%	47.4%	10.1%	+2.1%
▲8.8%	2.6%	12.7%	▲3.4%
▲2.5%	0.0%	0.0%	▲0.7%
▲8.9%	0.0%	6.3%	▲0.4%
▲5.1%	0.0%	13.9%	▲4.9%
▲7.5%	2.6%	2.5%	▲7.5%
—	5.3%	10.1%	—
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
—	3.9%	3.8%	—
+8.5%	23.7%	0.0%	▲0.7%
+8.4%	22.4%	6.3%	+1.0%
▲4.9%	36.8%	1.3%	▲1.4%
+0.4%	44.7%	2.5%	▲1.5%
▲7.3%	7.9%	17.7%	▲11.1%
+7.9%	9.2%	22.8%	+7.3%

(出所) 大和総研

図表 2-5 政策資産配分比率

今年度の政策資産配分比率はどのようになっていますか？

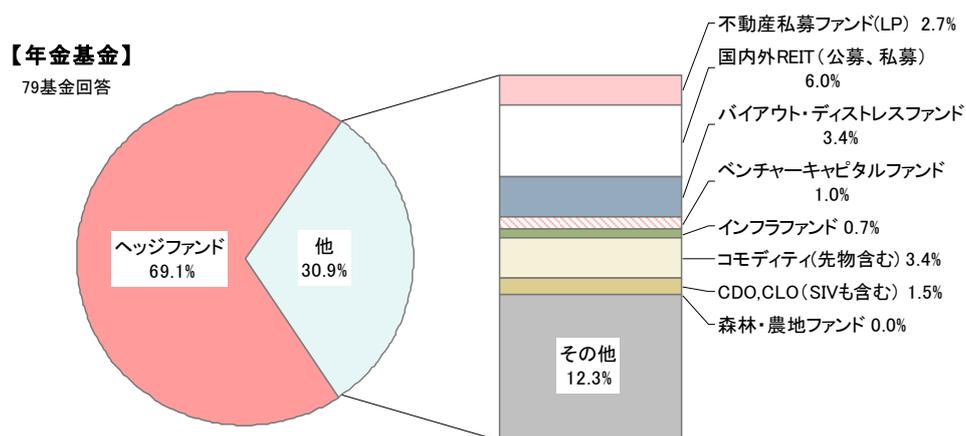


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-6 オルタナティブ投資の資産配分比率は

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？



(出所) 大和総研

2-3. AIJ 問題以降の年金運用の方向性

図表 2-7 は AIJ 問題以降の、(年金基金の) 政策資産配分内でのオルタナティブ投資スタンスを問う設問となっている。この結果を見ると「現在よりも資産配分を減らす」が 6.4%にとどまる一方、「現在よりも資産配分を増やす」が 16.0%に達している。株式投資への資産配分の減少を補う形で資産全体の期待リターンを上昇させる意味においても、オルタナティブ投資をすぐに減少させるという選択にはならない様子だ。また、「現状維持」が 76.8%に達している状況に示されているように、「AIJ 事件は詐欺事件のために過大に評価する必要はない」(企業年金)といった冷静な意見も多く寄せられた。

また AIJ 問題以降のオルタナティブ投資のストラテジーを図表 2-8 で示している。そのなかで年金基金では、「総幹事(信託銀行、生保等)が提供するヘッジファンドの採用へシフト」(35.5%)や、「独立系(投資顧問会社の)ヘッジファンドの採用抑制」(30.6%)など、総幹事のプロダクトに回帰する意見が多く、若干の意識の変化が見られる。一方、ここでも金融法人では、年金基金とは対照的にリスクオフの流れが強く「オルタナティブ投資全体の抑制」が 35.9%に達しており、年金基金の 9.7%と比較して高率となった。さらに「流動性が高いオルタナティブ投資商品を検討・増額」が双方ともに回答が集まったことは注目に値するであろう(金融法人: 35.9%、年金基金: 40.3%)。今後は、金融危機時に大きな損失をもたらした要因である、(解約)流動性が乏しい資産に対するリスク管理手法の確立が求められているといえよう。流動性リスクを極端に警戒した運用方針では、結果的に収益のほとんどを上場株式等の市場リスク(ベータ)に依存する運用に傾き、伝統的金融資産との相関が高くなりがちとなる。これでは、高いコストを払ってオルタナティブ投資を行う意義は乏しいともいえる。よって今後の運用方針では、流動性リスクを極力避けるのではなく、流動性が乏しいことを認識した上でのリスク管理手法の確立が求められるであろう。

さらに年金基金からは、「安定したインカムゲインの資産(コア型不動産、インフラファンド等)を検討・増額」(33.9%)の回答も多い。掛け金よりも給付が上回る成熟化した基金では、解約流動性が高い(すぐに現金化できる)ことや、安定したインカムゲインが獲得できるプロダクトへのニーズが高いことが分かる。特に年金基金で要望が高いのが、期中に一定の配当の還元を受け、今後増加する給付用原資に充当できるプロダクトといわれている。資産運用委員会等の決定がないと、容易に解約・換金できない年金基金としては、元本を取り崩した形での配当型でもよいとの意見が増加しつつあった。

2-4. AIJ 問題以降の年金基金のリスク管理、今後の運営方針の変化

図表 2-9 は、AIJ 問題以降、年金基金側のリスク管理の強化方針を尋ねた設問となっている。厚生労働省発表の「厚生年金基金規則、運用ガイドライン改正」の中で挙げられていた、オルタナティブ投資の新たな管理項目としている「オルタナティブ投資のオペレーショナルリスク調査強化」が 68.6%と最も高く、関心の高さがうかがえる。また当該改正の中で挙げられていた、分散投資(集中投資是正)に関する内容として「運用委託先の集中投資の是正・見直し」が

20.0%、「資産運用委員会等に外部有識者を招へい(予定)」が 15.7%と、既に運用ガイドラインの見直しを見据えた意見も一定程度存在した。一方、基金側にメリットが乏しいと思われる「運用機関との飲食接待の禁止」(2.9%)や「ファイナンス系資格(証券アナリスト等)の取得」(1.4%)といった意見は少数に留まる結果となった。

さらに図表 2-10 では、AIJ 問題以降の年金基金運営の方向性を問う設問となっている。やはり厚生労働省発表の「企業年金、財政運営の見直し」の中で言及された「予定利率の引き下げ」が 74.5%と最も高い比率となった。ただし“実務的に債務の繰り延べ期間が延びたとしても消えるわけでは無い”(厚生年金)といった意見や、“代行部分の補填に関する詳細な改正内容がほしい”(企業年金)などの意見も存在しており、現行の見直しだけでは物足りない様子も垣間見られた。

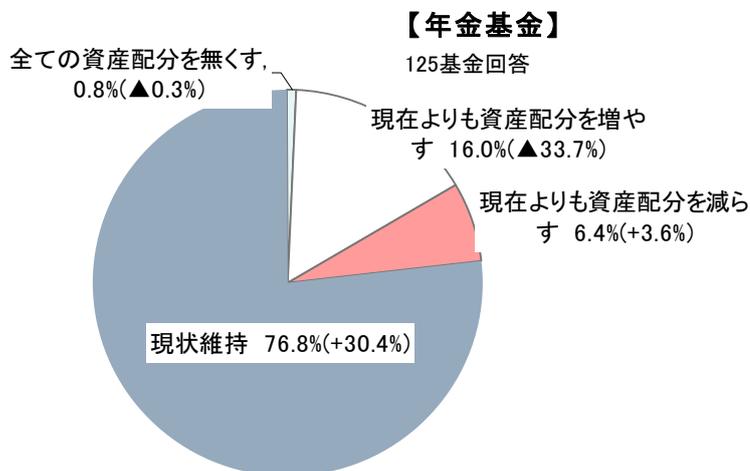
また「受給者・受給待機者(OB)分の支給額の減額」が 12.8%と続いており、財政運営基準の改正案を支持する声も一定程度存在していた。その一方で、代行返上後の解散を視野に入れた声は意外にも少なく「(基金の解散・脱退後)確定拠出年金へ移行」(6.4%)、「(基金の解散・脱退後)中小企業退職金共済へ移行」(2.1%)など慎重な姿勢がうかがえた。また世論からも批判的となった「旧社会保険庁(現日本年金機構)出身者の採用抑制」も 4.3%に留まった。これには、“運用以上に年金制度が分かる人材がいないためやむを得ない”(厚生年金)といった意見もあり、今後の年金運営の中での人材難を指摘する声も多く寄せられた。さらに図表 2-11 は年金運用コンサルタントの採用状況についての設問であるが、「採用したこともないし、採用するつもりはない」(31.9%:▲15.5 ポイント)が減少する一方、「採用したことはないが、興味はある」(10.6%:+5.3 ポイント)が増加している。AIJ 問題において大手コンサルティングファームの一定の効果が確認されたため、年金基金でのコンサルタントの活用を検討している数が増加しているようだ。

2-5. 政策資産配分内での株式配分について

図表 2-12 内外株式配分比率の変更に関する設問であるが、国内株式を「増額する」は 4.0%に留まり、「減額する」(96.0%)が大多数であることがわかる。さらに外国(先進国)株式配分も「減額する」(64.9%)の比率が+20.9 ポイント、新興国株式でも+14.1 ポイントと大幅に増加していることが分かる。欧州債務危機以降、全世界での株式市場の低迷から、株式自体の投資比率を抑制し、収益のボラティリティを小さくしたい意図が感じられる。

図表 2-7 AIJ 問題以降の政策資産配分でのオルタナティブ投資のスタンス（年金基金のみ）

AIJ 問題以降のオルタナティブ投資へのスタンスを教えてください

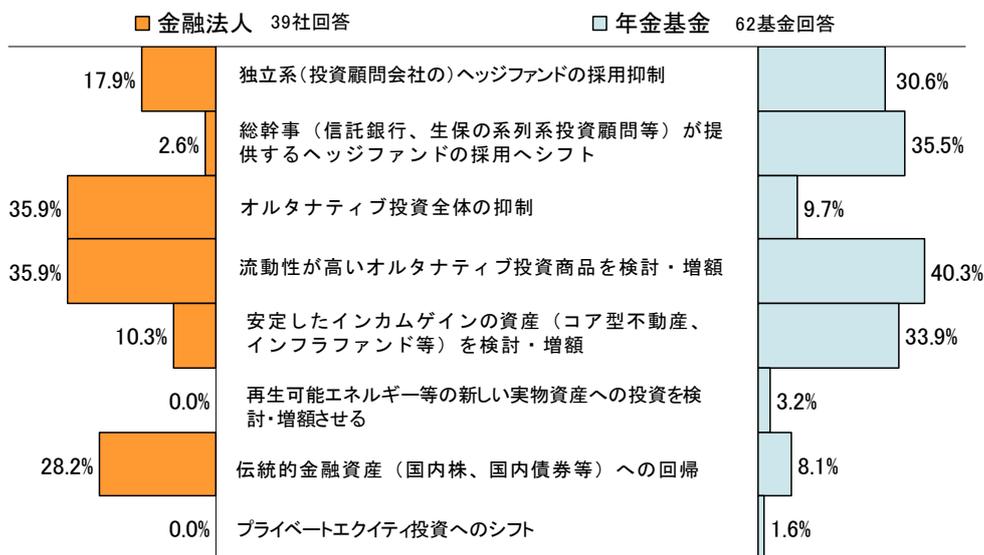


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-8 AIJ 問題以降のオルタナティブ商品の投資戦略

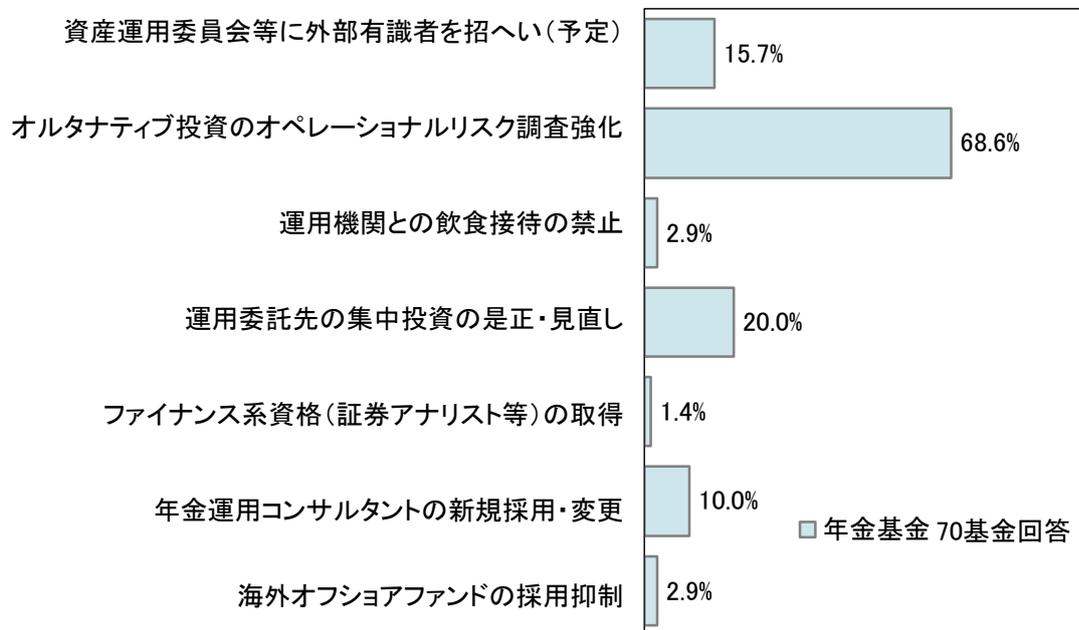
今後のオルタナティブ商品の投資戦略を教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-9 AIJ 問題以降のリスク管理強化（年金基金のみ）

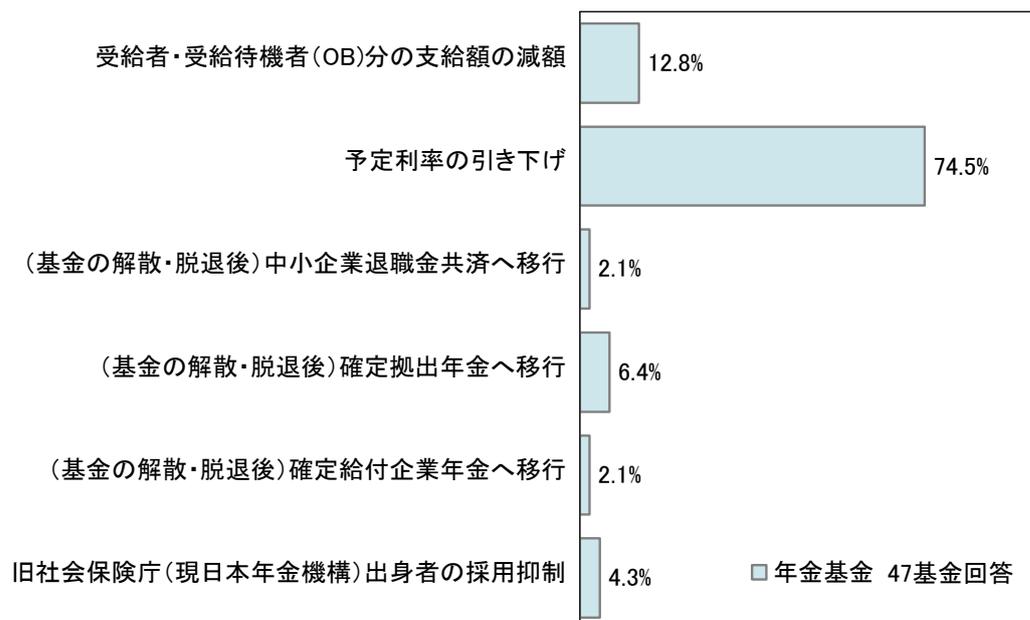
AIJ 問題以降の年金運用におけるリスク管理の強化点を教えてください（複数回答可）



(出所)大和総研

図表 2-10 AIJ 問題以降の、年金基金運営で検討していること（年金基金のみ）

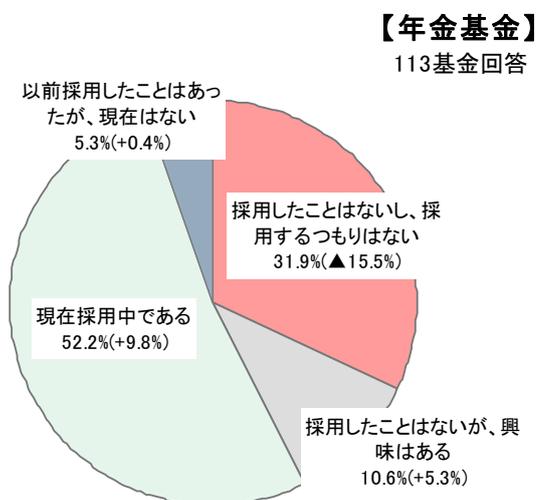
AIJ 問題以降の年金基金運用での検討事項を教えてください（複数回答可）



(出所)大和総研

図表 2-1 1 年金運用コンサルタントの採用状況について（年金基金のみ）

年金運用コンサルタントの採用状況を教えてください

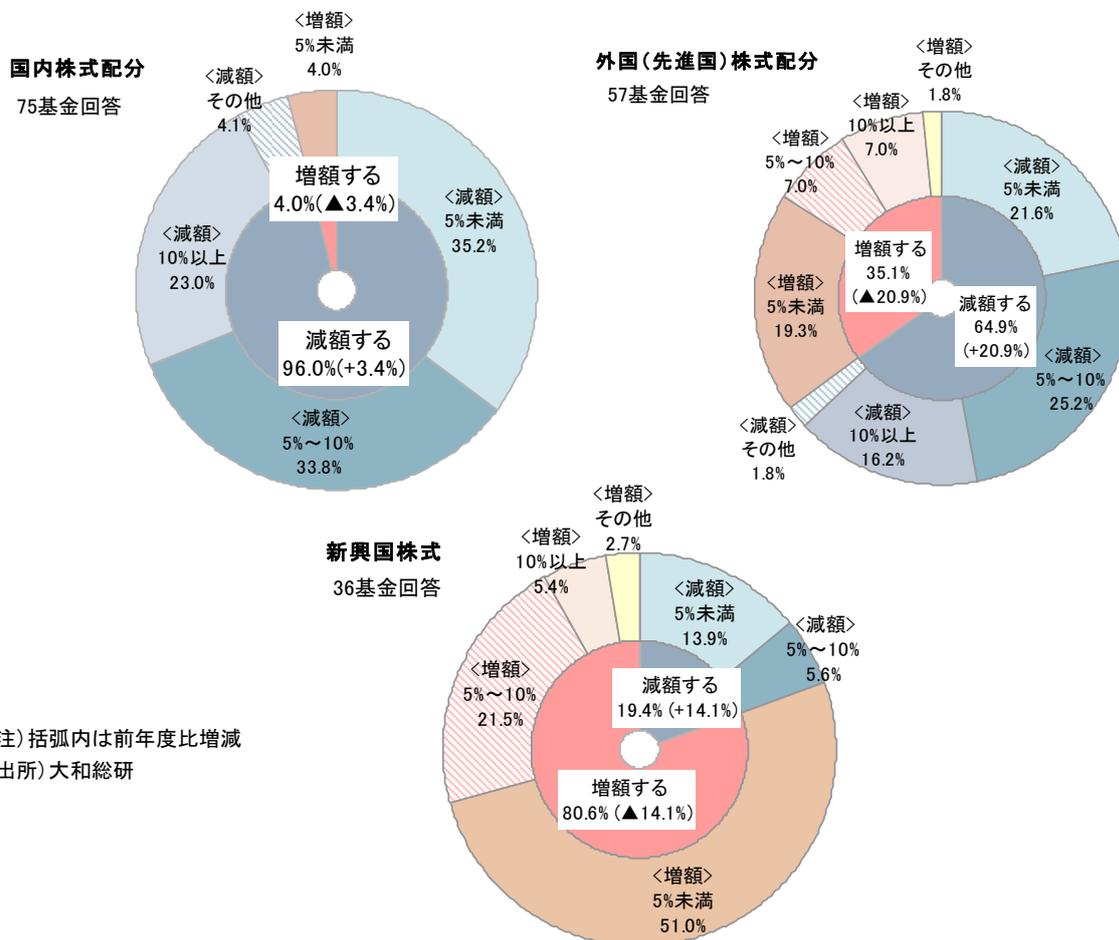


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

3. バーゼルⅢの実態調査、バンク・ファイナンス（コンティンジェント・キャピタル、カバード・ボンド）

3-1. バーゼルⅢの実施に対する懸念点

図表3-1は2013年3月から実施されるバーゼルⅢに関する意識調査（懸念事項）を示している。この結果をみると、昨年度と同様に「ダブルギアリング改定に伴う金融機関への投資」（72.8%：前年度比+9.5ポイント）に回答が集中していることがわかる。バーゼルⅢのダブルギアリング（対応控除アプローチ）の導入に伴い、金融機関同士（証券、保険、ノンバンク等を含む）にも持合いの対象が拡大される背景があるようだ¹、さらに劣後債、優先株への投資に関しても一定程度の資本控除計測が求められているため、バーゼルⅢの実施に伴い投資を懸念する商品（図表3-2）では、「劣後債（金融機関）」（83.6%：内訳、総合企画部門 26.7%、市場金融部門 56.9%）への回答が目立った。国内基準行向けの告示案が未だに発表されていないため、地域金融機関を中心に慎重な投資スタンスが強まっており、懸念を増幅させたともとらえられる。

しかし一方で、「（ソルベンシー規制改定に伴う）保険会社からの金融機関への投資停滞・持合解消」への項目が前年度から大きく比率を低下させていることがわかる（8.8%：前年度比▲25.9ポイント）。バーゼルⅢ告示改正の中で「意図的保有」（対応控除アプローチ①に該当）に関しては、過去に保有している銘柄や、純投資の目的により有価証券部門で保有する銘柄に関しては、概ね対象外とすることが明記された²ことが要因のようだ。生命保険会社が保有する邦銀株の多くが対象外になったことが懸念の減少につながったことは容易に想像できる。

3-2. アウトライヤー値の大幅低下

図表3-3は、金融機関のアウトライヤー比率³に関しての設問の回答となっている。注目すべきは、「5%未満」（68.1%）が前年度比+64.6ポイントと飛躍的に上昇した一方で10%以上の数値が軒並み減少していることだ。この要因として多くの金融機関が金利リスクの計測を99パーセントタイル値にて計測しているため、金利リスク（のボラティリティ）が大きい期間が計測

1 対応控除アプローチ（corresponding deduction approach）では①持合いのケース及び兄弟金融機関出資は比率に関わらず全額控除、②連結外の他の金融機関への出資比率が10%を超える部分は（+繰延税金資産、モーゲージサービスライツの合算で15%を下回る場合は対象外）当該出資額のうち自行の普通株等 Tier1 比率の10%を超える部分が控除、③、②以外の他の金融機関への出資（純投資等）の合計が普通株等 Tier1 比率の10%を超える場合は超過額を控除する。

2 主要行等向けの総合的な監督指針【2012/6/6発表】によると、「意図的保有」（対応控除アプローチ①）の定義は、①平成22年12月17日以降に保有した他の金融機関との持合い、②他の金融機関等が当該銀行等の資本を保有している（両持ち）、③流通市場において純投資目的で保有した場合のもの以外、という定義を発表している。

3 アウトライヤー比率とは、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。

対象から外れた背景⁴がある。さらに図表 3-4 では、アウトライヤー値の低下に寄与するコア預金モデルの導入状況について示している。特に信用金庫・信用組合において、昨年度に引き続き導入が相次いでおり、「導入している」(49.0%：前年度+3.3 ポイント)が全体の半数近くを占める結果となった。また、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も、20%未満と回答した先が全体の 9 割を超えるため(図表 3-5 参照)、コア預金モデルの導入による金利リスク量低減効果よりも、99 パーセントタイル値での計測が金利リスク量の低下に寄与していることが推察される。

3-3. 国債投資の方向性、今後の運用環境でのリスク要因

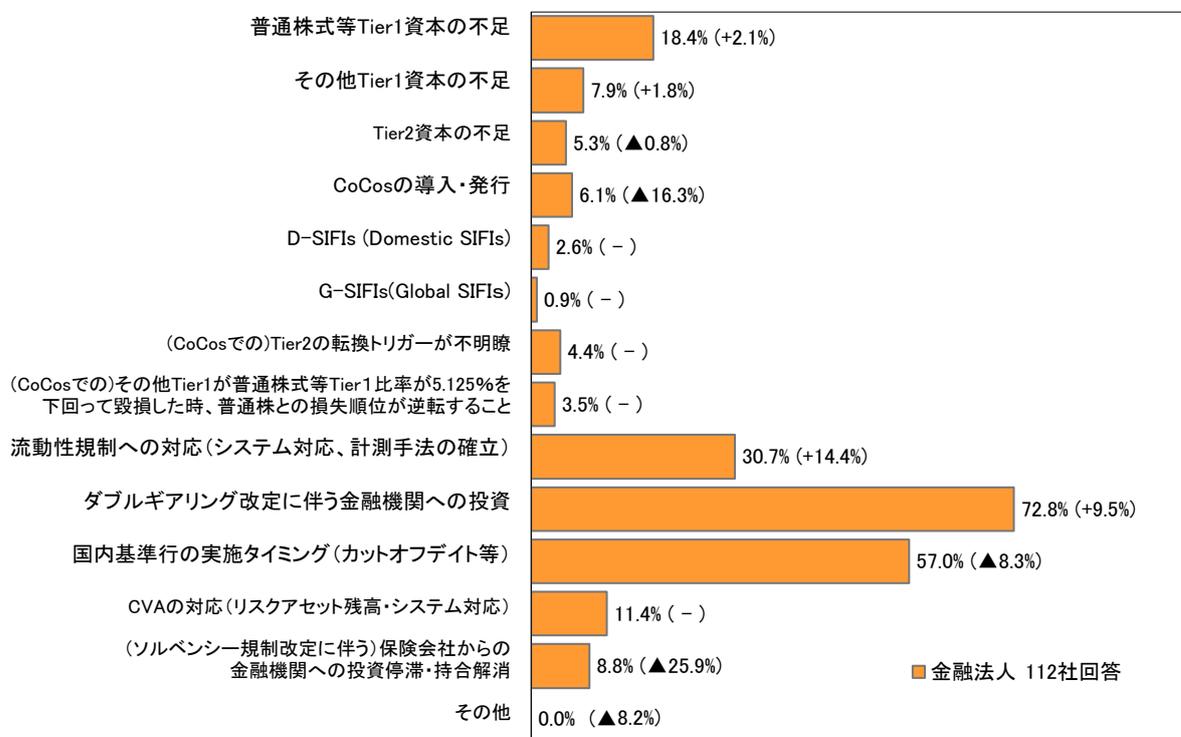
図表 3-6 は、今後の国債投資(金利リスク)に対する方向性を示している。ここでは「有価証券残高を増加させて国債投資(金利リスク)も増加させる」(42.9%:前年度比+2.2 ポイント)が前年度に引き続き最も高い比率を示している。昨年度から住宅ローンや企業融資の低収益状態が継続しており、消去法的に国債投資に向かわざるを得ない状況を示しているといえよう。さらにその結果を裏付けるように、図表 3-7 で示す今後の国債投資に関する戦略については、「長期国債(10 年国債等)の残高を増加」(54.4%)が最も高い比率となり、地域金融機関を中心にデュレーションを長期化する様子がうかがえる。ただし日本国債の格下げリスクが未だ払拭されていない状態と見る向きが強く、金利が急騰する懸念から、図表 3-8 で示される現在の運用環境でのリスク要因の設問の中では、「VaR ショックの再来」(39.8%)、「日本国債の需給悪化」(40.9%)にも一定程度の意見が寄せられた。

4 アウトライヤー基準の計測には、「①上下 200 ベーシス・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、金利リスクが自ずと下がる仕組みになっている。

(バーゼルⅢの実態調査・有価証券運用動向)

図表3-1 バーゼルⅢでの懸念点 (金融法人のみ)

2013年3月から開始されるバーゼルⅢに関する懸念は何ですか？(複数回答可)

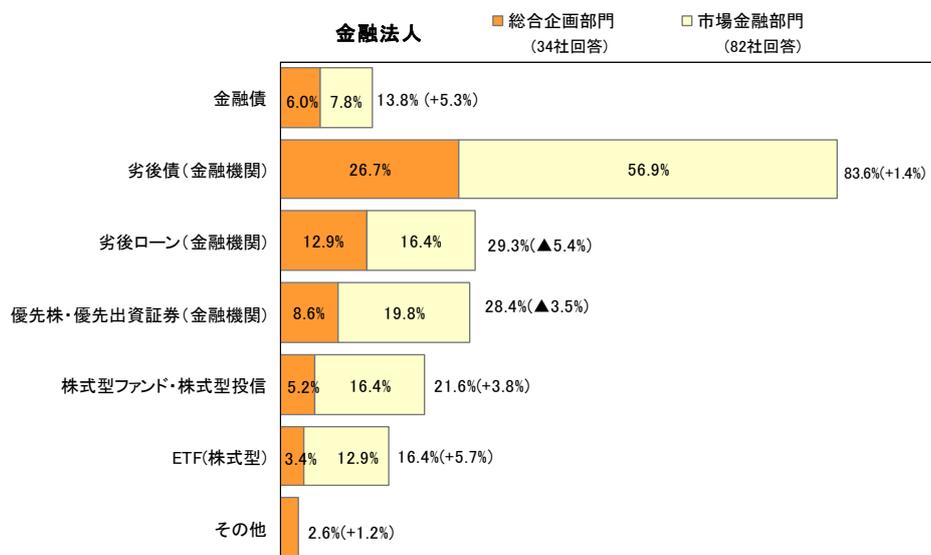


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表3-2 バーゼルⅢの実施に伴い投資を懸念する商品 (金融法人のみ)

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は何ですか？(複数回答可)

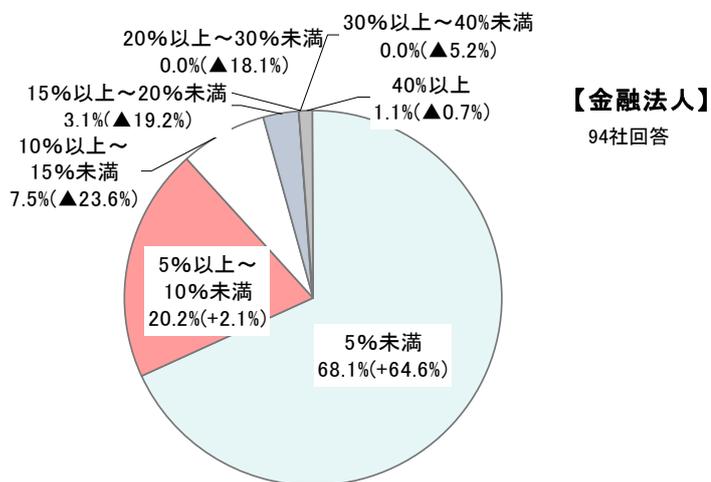


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表3-3 アウトライヤー比率（金融法人のみ）

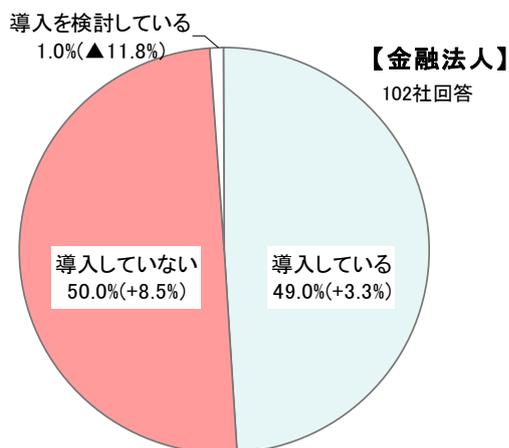
アウトライヤー比率はおよそ何%ですか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表3-4 コア預金モデル導入の割合（金融法人のみ）

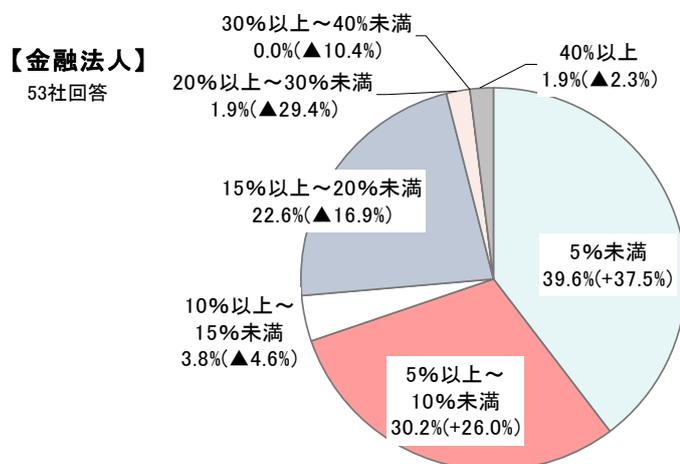
（アウトライヤー比率の計測で）コア預金モデルを導入していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 3-5 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？

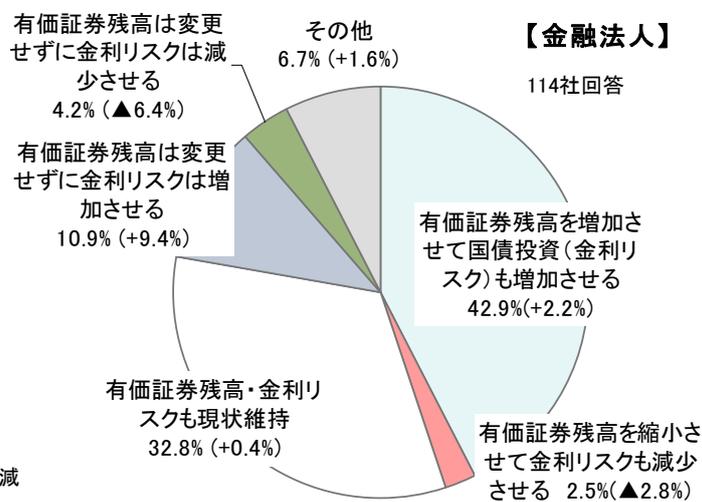


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

図表 3-6 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？

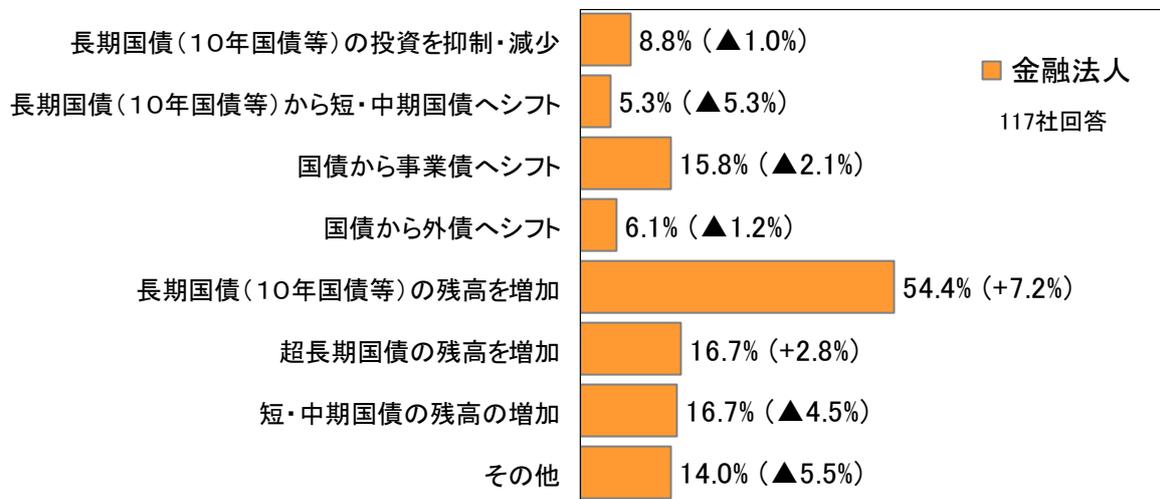


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

図表 3-7 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）

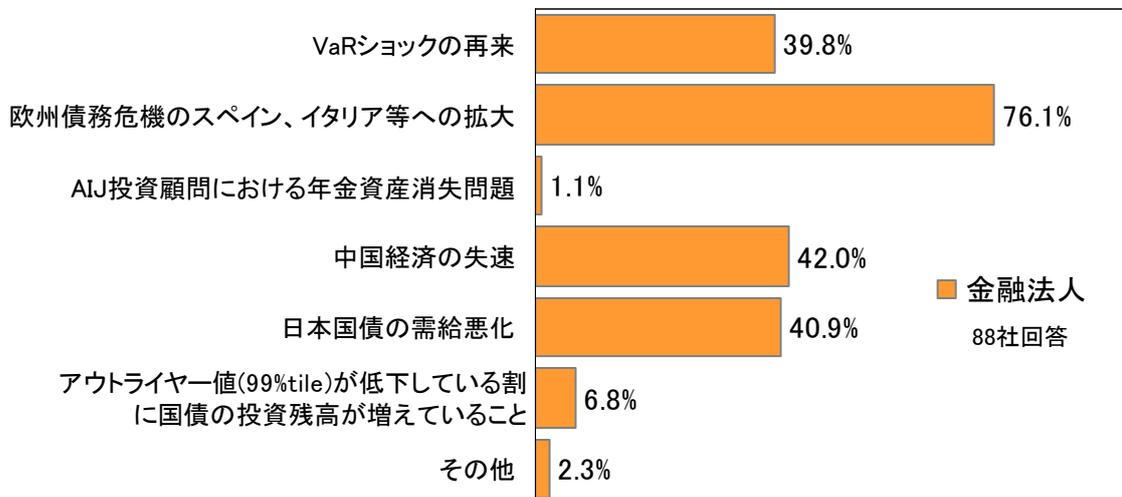


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 3-8 現在の運用環境でのリスク要因（金融法人のみ）

現在の運用環境において懸念されているリスク要因は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

3-4. コンティンジェント・キャピタル(CoCos)

コンティンジェント・キャピタルとは、公的セクターによる資本注入等の支援がなければ銀行が存続不可能と、関係当局が判断した実質的な破綻時(Point of non-viability、通称 PONV)に、元本削減もしくは普通株に転換するトリガー条項を内包した規制資本を指す。

コンティンジェント・キャピタルについては、総合企画部門では、「発行を検討している」が、9.4%と+5.0ポイント増加していることがわかる(図表 3-9 参照)。2011年12月に野村ホールディングスより発行された、日本初となるコンティンジェント・キャピタルの事例を契機に、国際基準行において発行の気運が高まっているとの見方もできる。一方、市場金融部門では「投資している」(2.6%)、「投資を検討中である」(2.6%)が、一定程度の回答に留まった。コンティンジェント・キャピタルに関しても金融機関にとっては、新ダブルギアリングの対象となる見込みがあるため、投資に慎重な姿勢もうかがえる。邦銀は年金基金を新たな投資家として、期待を寄せていたが、年金基金の回答をみると「投資するつもりはない」が100%に達していることがわかる。AIJ問題を契機に、“よくわからないものには投資をしない”(厚生年金)といった意見も多く、新しい商品へは慎重な姿勢のようだ。

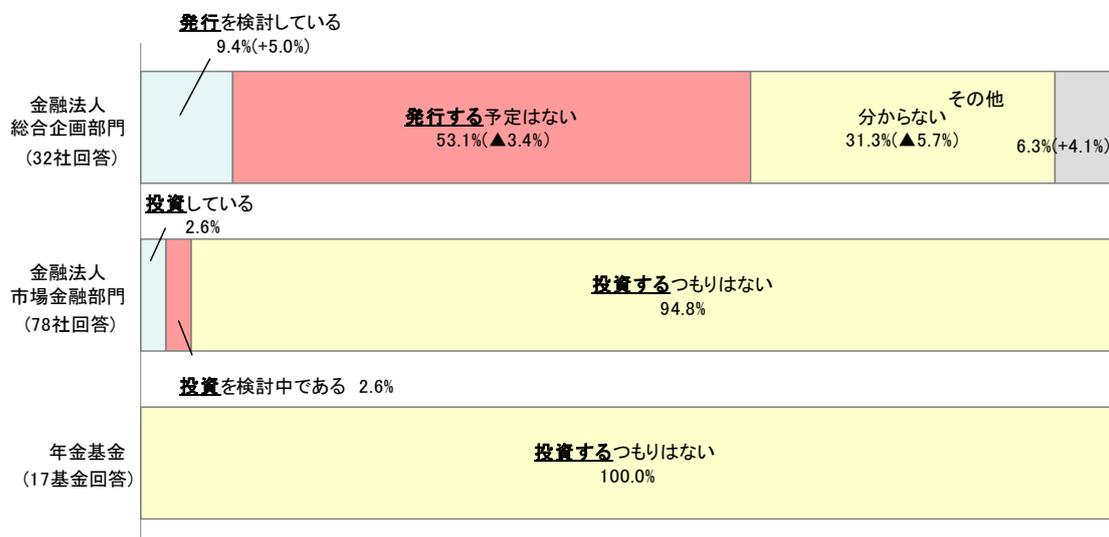
さらに、図表 3-10 は、コンティンジェント・キャピタルを発行・投資する際に期待しているクーポン(インカムゲイン)を示している。金融法人では、発行する側の総合企画部門、投資する側の市場金融部門ともに「1%以上~3%未満」(総合企画部門:50.0%、市場金融部門:38.9%)の回答が最も多く、双方ともに、野村ホールディングスの発行利率(当初5年のクーポンで2.24%)を意識して、欧州金融機関⁵⁾の発行事例よりも大幅に低いインカムゲインを想定していると解釈できる。

⁵⁾ 菅野泰夫、「コンティンジェント・キャピタル(CoCos)の課題~欧州金融機関の発行事例と邦銀の発行・投資の留意点」、2012年4月24日、大和総研金融資本市場レポート
(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12042401capital-mkt.html>)

バンク・ファイナンス（コンティンジェント・キャピタル）

図表 3-9 コンティンジェント・キャピタルについて投資・発行の予定はあるか

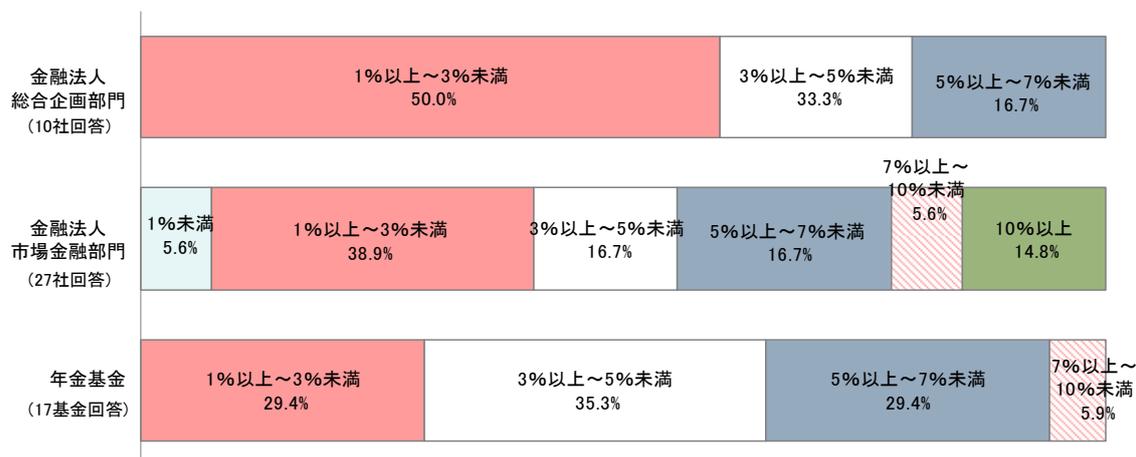
コンティンジェント・キャピタルについて投資・発行を検討していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 3-10 コンティンジェント・キャピタルのクーポン

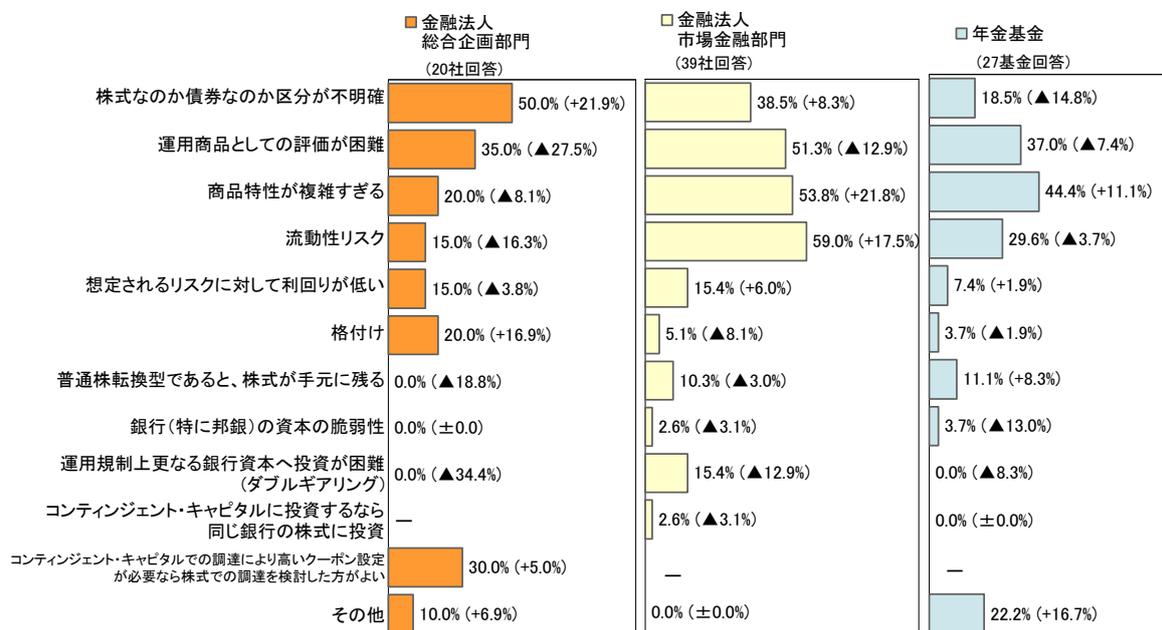
コンティンジェント・キャピタルのクーポン（インカムゲイン）はどの程度を期待しますか？



(出所) 大和総研

図表3-11 コンティンジェント・キャピタルの懸念点

コンティンジェント・キャピタルへの懸念は何ですか？（複数回答可）



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

3-5. カバード・ボンド

カバード・ボンド(CB)とは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種を指す。信用力の高い債権で構成される倒産隔離されたカバープールを担保として発行され、投資家は発行体の信用力と、担保資産との信用力を享受できるダブルリユース型の債券としての機能を内包する。証券化商品のような資産担保証券とは異なり、担保資産は発行体の貸借対照表上に残ることが一般的のため、通常の本国債やバンクローン(LBOローン)とも違った金融機関発行の債券としても注目されている。カバード・ボンド市場はドイツやフランス、デンマーク等の欧州の金融機関が発行するケースが殆どとなっている。現時点では日本のカバード・ボンドに関する法整備が急がれているため、今後の市場環境の拡大にも注目されるといえよう。

カバード・ボンドについては、金融法人の総合企画部門で「発行に興味がある」が12.9%と既に1割を超えていることがわかる。さらに市場金融部門では「既に投資している」が7.0%、「投資を検討している」が1.2%存在しており、既に導入している金融機関も見受けられる(図表3-12参照)。また、年金基金でも「既に投資している」(0.8%)が若干ながらも存在している状況も明らかとなっている。さらに図表3-14では、カバード・ボンドに投資するならばどの国に興味があるかを尋ねているが、「ドイツ」(金融法人:81.8%、年金基金:64.0%)が、双方で回答が集中する結果となった。欧州債務危機以降、ドイツ国内の金融商品に人気集中する傾向も、影響しているようだ。さらに図表3-18では、カバード・ボンドの懸念点への設問であるが、ここでも「よくわからないものは投資をしない」というスタンスは年金基金において明確になっている。「運用商品としての評価が困難」(年金基金:36.4%)、「商品特性が複雑すぎる」(年金基金:24.2%)等の項目に回答が集中していることは留意する点であろう。

バンク・ファイナンス(カバード・ボンド)

図表3-12 カバード・ボンドについて投資・発行に興味があるか

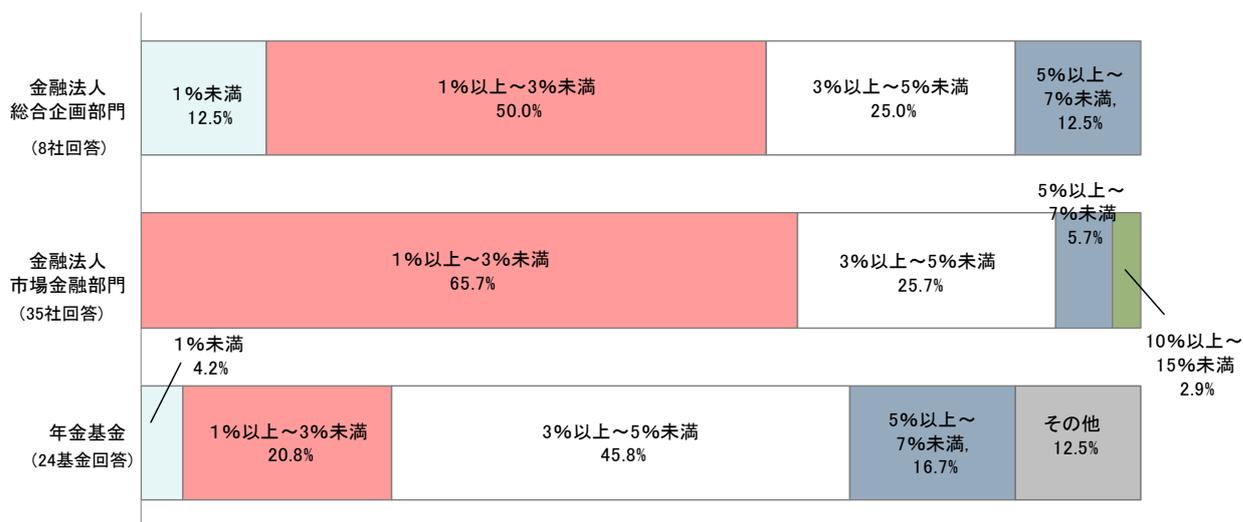
カバード・ボンドについて投資・発行に興味がありますか？



(出所)大和総研

図表3-13 カバード・ボンドのクーポン

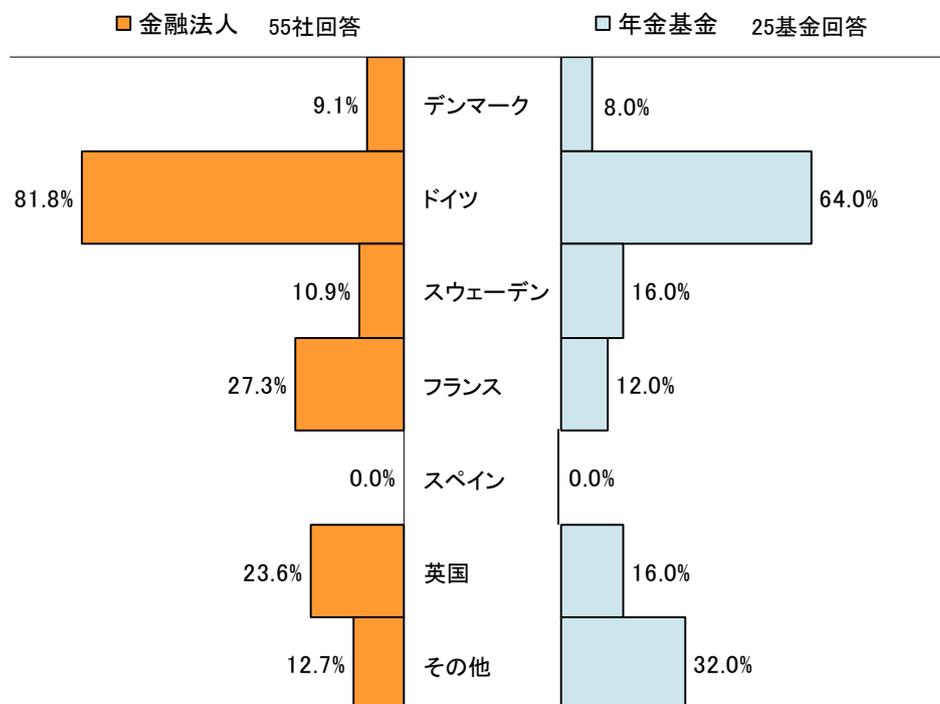
カバード・ボンドのクーポン（インカムゲイン）はどの程度を期待しますか？



(出所)大和総研

図表 3-14 カバード・ボンドで投資するならどの国か

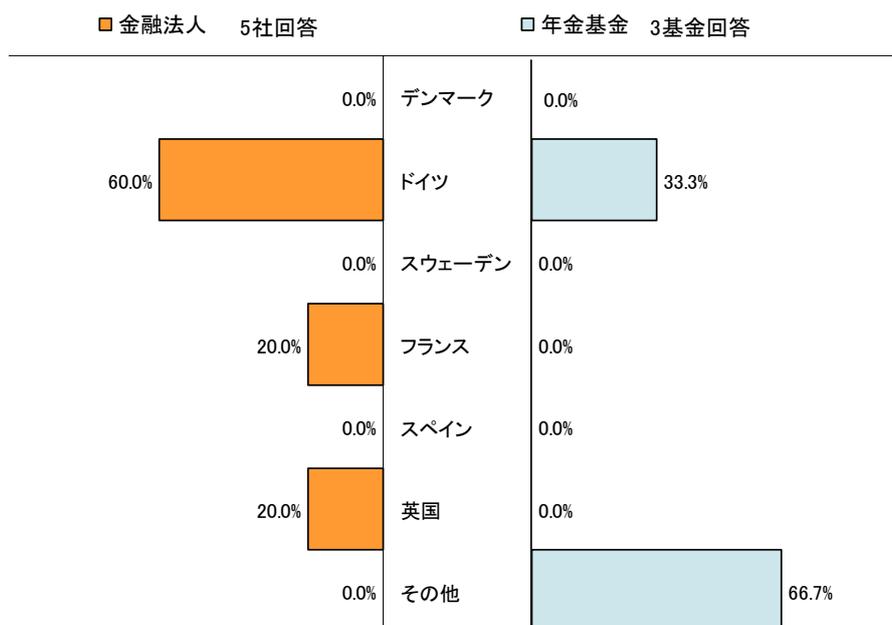
カバード・ボンドへ投資する（投資を検討する）ならどの国に興味がありますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-15 どの国のカバード・ボンドへ投資しているか

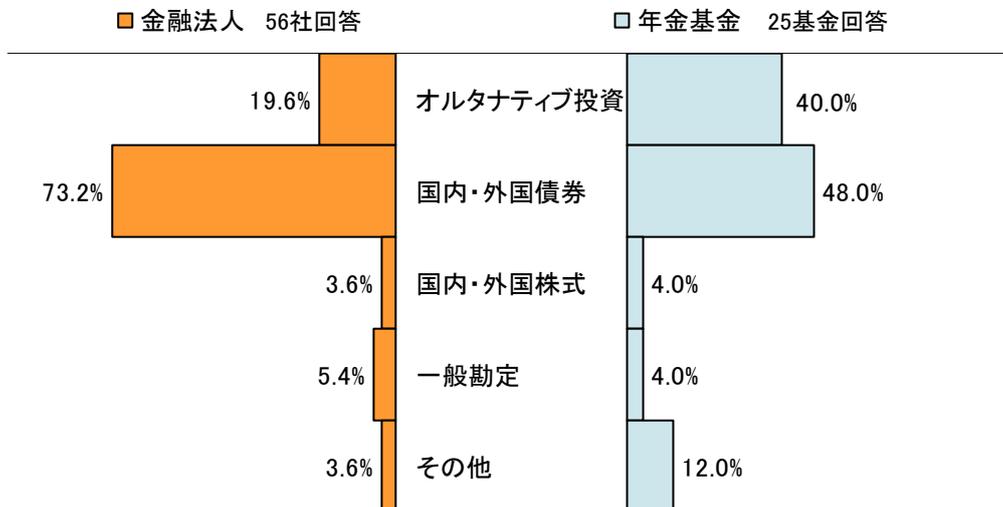
(図表 3-12 で投資していると回答した中で) どの国のカバード・ボンドへ投資していますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-16 カバード・ボンド投資はどの資産クラスを想定するか

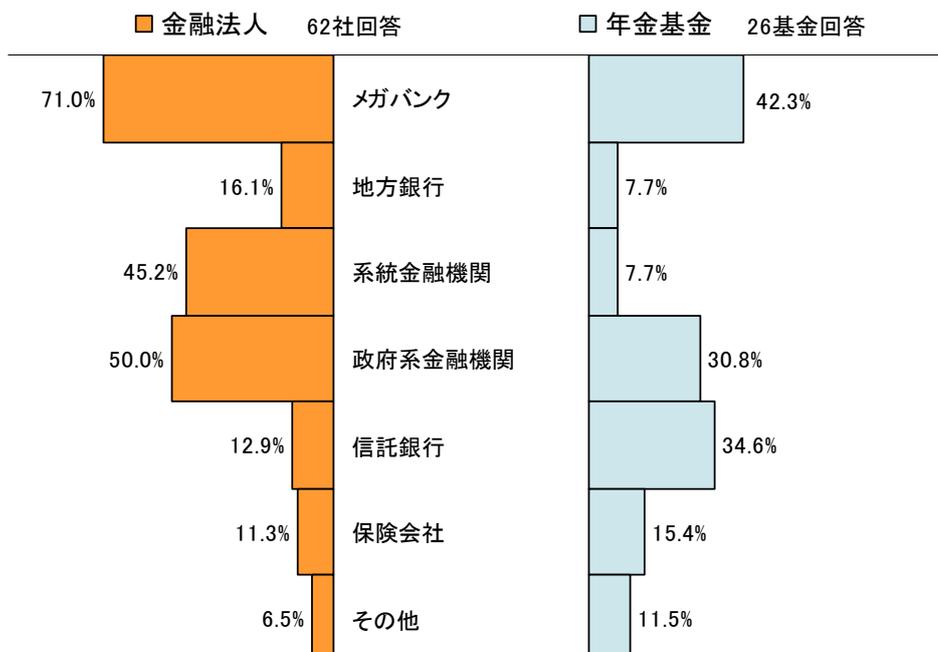
カバード・ボンドへ投資するならどの資産クラスですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

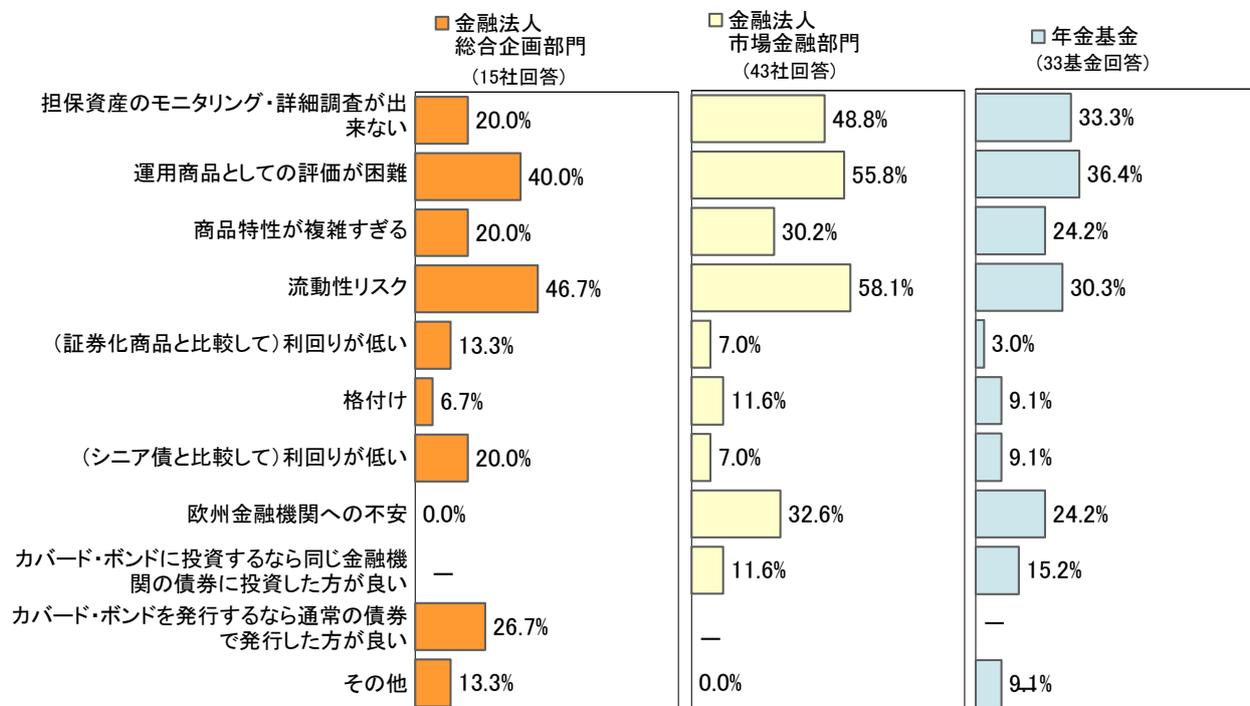
図表 3-17 どの発行金融機関のカバード・ボンドに興味があるか

本邦において、どの金融機関が発行するカバード・ボンドに興味がありますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表3-18 カバード・ボンド投資の懸念点



(出所)大和総研

4. 再生可能エネルギー投資

4-1. 再生可能エネルギーの投資状況、投資設備について

国内でのFIT(フィード・イン・タリフ)の高値買い取りを受けて、再生可能エネルギーへの投資が活発になる動きがある。特に昨今国内で販売されているストラクチャーは、毎決算時に減価償却部分(出資元本)も含めて安定した配当を還元する商品スキームとなっており、出口戦略の成否でリターンが大きく変わる不動産ファンドの代替としてその動向が注目されている。

再生可能エネルギーへの投資状況に関しては、金融法人、年金基金ともに「実施している」(金融法人:0.8%、年金基金:1.6%)が若干であるが既に存在している状況が明らかとなった(図表4-1参照)。また「実施していないが、検討中である」(金融法人:12.6%、年金基金:14.1%)も既に1割を超える結果となっており、注目の高さを示しているといえよう。さらに図表4-2は、再生可能エネルギーで投資したい施設、図表4-3は投資する際に重視する項目を尋ねた内容となっている。投資したい施設をみると、近年、建設が急増している「太陽光発電」との回答が金融法人(72.2%)、年金基金(78.7%)ともに圧倒的に高い比率であることが分かる。続いて「風力発電」(金融法人:30.6%、年金基金:38.3%)、「地熱発電」(金融法人:25.0%、年金基金:23.4%)の順となった。また投資に際して重視することとして最も多い意見が「収益率・キャッシュフローの安定性」(金融法人86.5%、年金基金84.3%)となっており、安定的なインカムゲインを期待する声が多い。

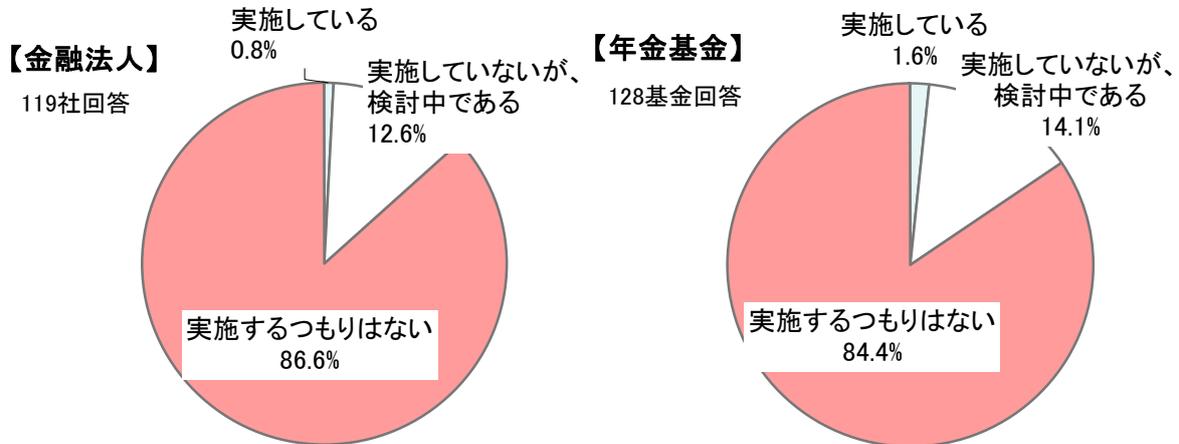
4-2. 再生可能エネルギーの投資の懸念点について

さらに図表4-6に示す、投資に関する懸念点では、「トラッキングレコードが無い」(金融法人:55.8%、年金基金:46.0%)、「事故・天災による資産毀損リスク」(金融法人:50.0%、年金基金:63.5%)、「政府買い取り価格(FIT)の変更・方針転換」(金融法人:48.1%、年金基金:47.6%)が双方ともに高率となった。特にFITに関しては、現時点(42円)でも通常の売電価格よりも高い水準にあるといわれているため、来年度からの価格変更に関しては懸念する声が多く寄せられた。ただし今年度までに組成するファンドについては、価格が維持されるため、「今年度以内に更なるファンド数の増加を求む」(企業年金)といった意見も散見された。

(再生可能エネルギー)

図表 4-1 再生可能エネルギー投資の実施状況

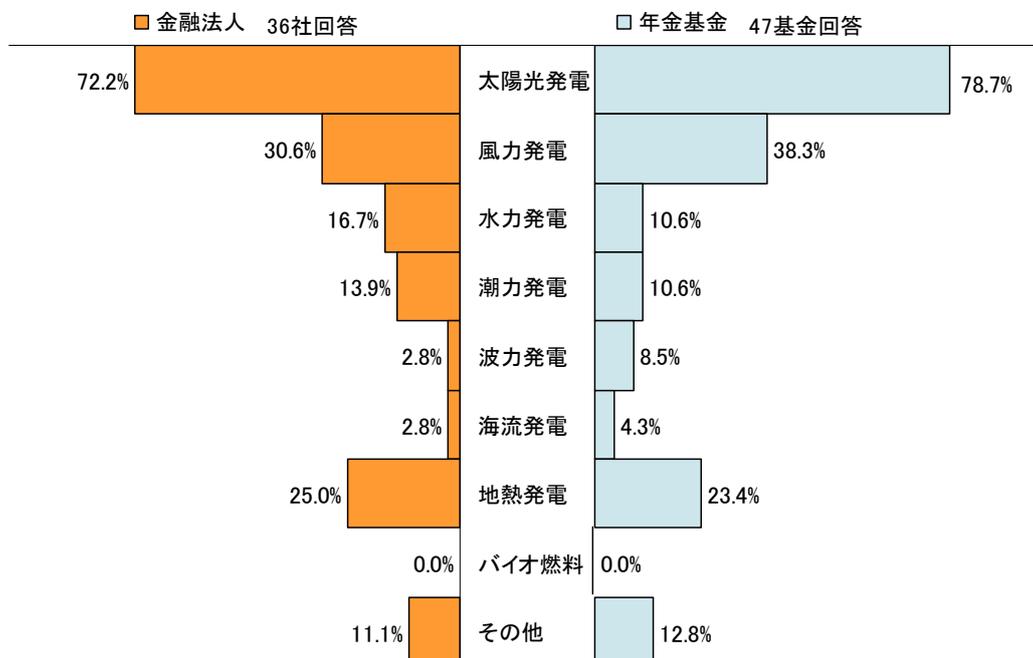
現在、再生可能エネルギーへの投資を実施していますか？



(出所) 大和総研

図表 4-2 再生可能エネルギー投資の種類で興味がある施設

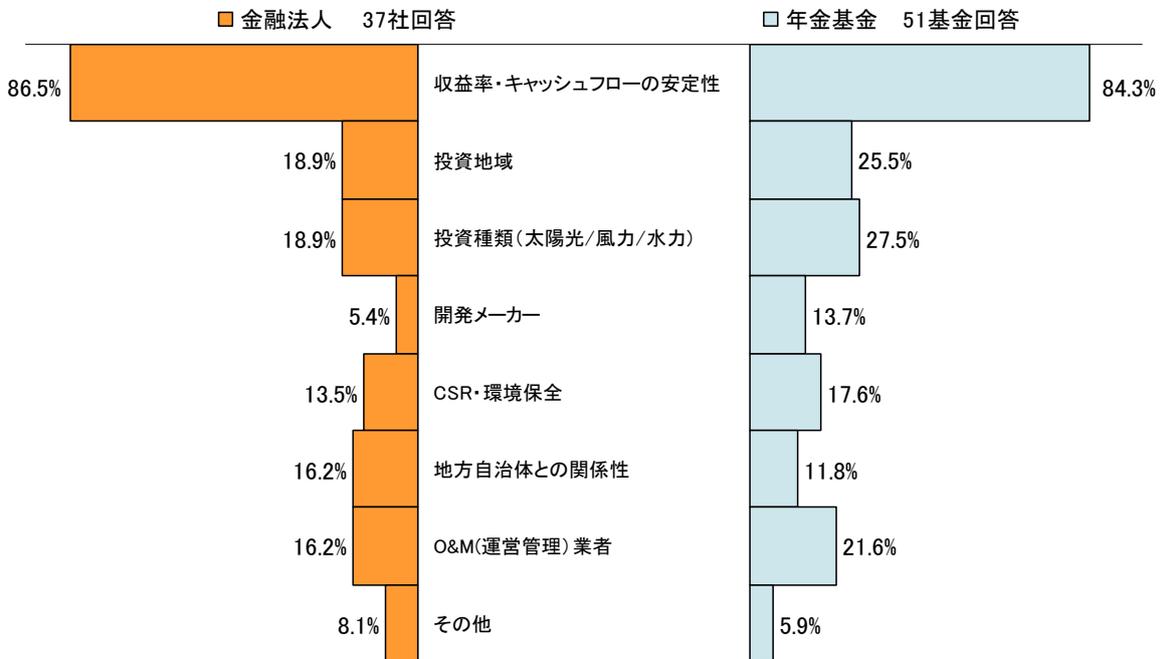
現在、再生可能エネルギー関連で投資したい施設は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-3 再生可能エネルギー投資の際に重視する項目

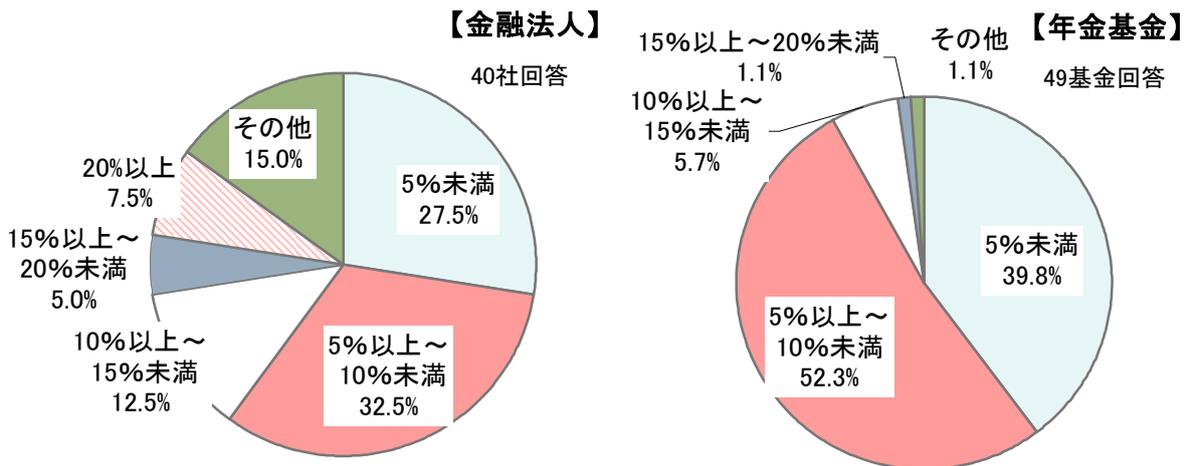
再生可能エネルギーの投資をする際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-4 再生可能エネルギー投資の期待リターン

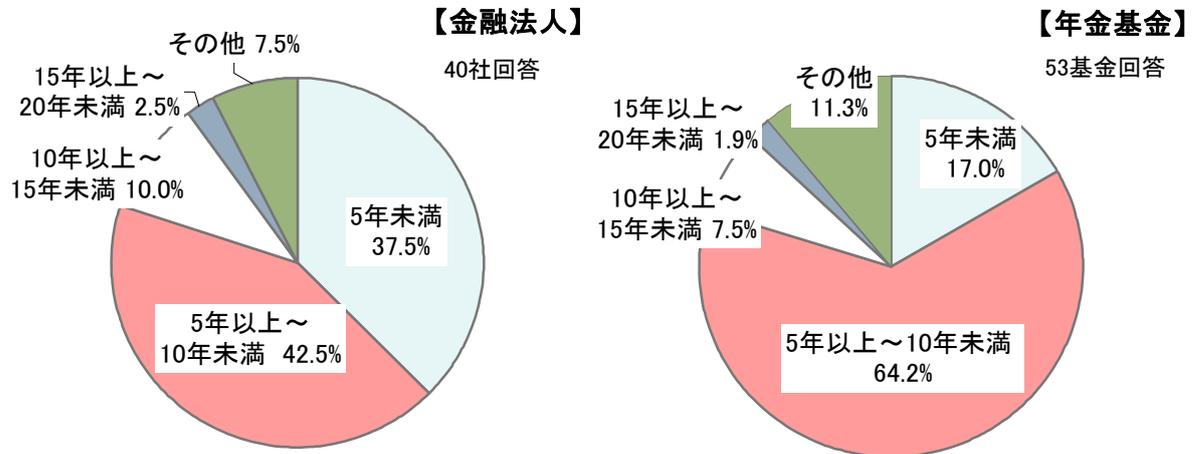
再生可能エネルギーのリターンはどの程度期待しますか？



(出所) 大和総研

図表 4-5 再生可能エネルギーの投資期間

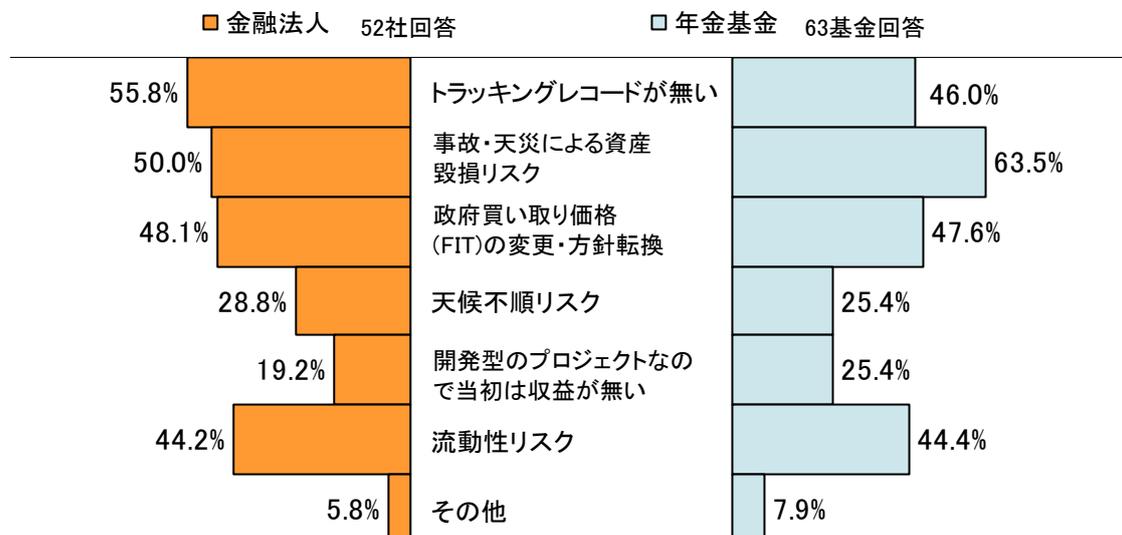
どの程度の投資期間であれば再生可能エネルギーに投資しても良いと思いますか？



(出所)大和総研

図表 4-6 再生可能エネルギー投資の懸念点

再生可能エネルギー投資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・エマージング投資

5-1. アジア・エマージング地域への投資状況について

昨年度と比較して注目すべきは、年金基金の投資・検討比率が減少に転じたことであろう。年金基金では、アジア・エマージング地域への投資を「実施している」(48.8%)と回答した比率が過半数を下回り、前年度比▲5.5ポイントと大きく低下していることがわかる(図表 5-1 参照)。また「実施していないが、検討中である」も 15.2%(前年度比▲5.3ポイント)となっており、中国を中心としたアジア株式市場の低迷を反映する結果となった。

5-2. アジア・エマージング地域への投資・検討地域について

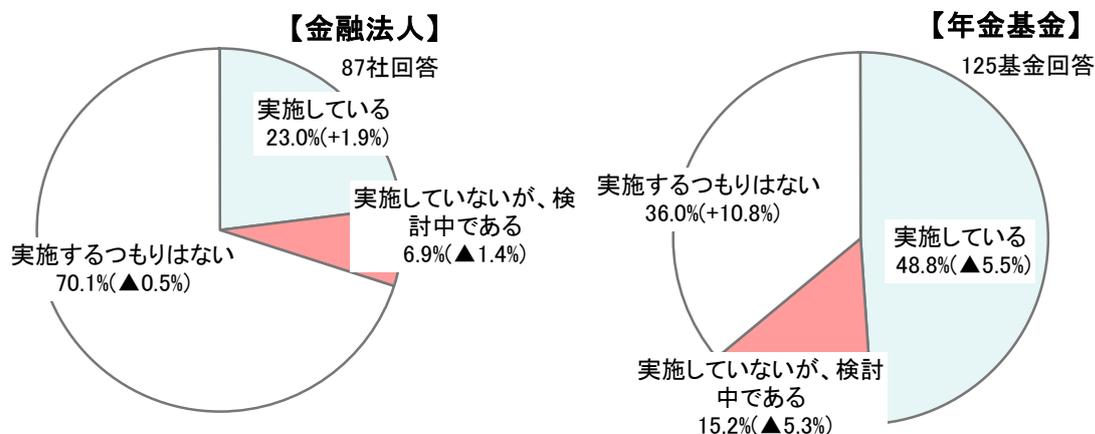
地域別に見てみると、年金基金では、昨年度から、最も高率であった「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資⁶」(58.3%)が前年度比+7.4ポイント増加した(図表 5-2 参照)。一方、次いで高率であった「中国(含む香港)」(40.0%：前年度比▲4.4ポイント)、「インド」(30.0%：同▲1.5ポイント)、「韓国」(20.0%：同▲11.5ポイント)と軒並み減少する結果となっており、個別地域での選択よりインデックスを活用する傾向が際立った。金融法人でも、一貫して拡大基調を続けてきた「中国(含む香港)」(30.0%：同▲26.0ポイント)、「インド」(10.0%：同▲26.0ポイント)地域への投資スタンスにも陰りが見られる。インフラ投資等を通じて注目されていた同地域への積極的な投資行動がやや後退している模様だ。その他の地域を確認すると、中国に代わって「韓国」(45.0%：同+1.0ポイント)が、最も高い回答を集めた。さらに「ロシア」(15.0%：同+7.0ポイント)や「南アフリカ」(5.0%：同+1.0ポイント)等も積極的な投資姿勢が目立った。また図表 5-6 では今後のアジア・エマージング地域への投資スタンスを示しているが、「投資を増額」との回答が、金融法人で▲26.6ポイント(25.0%)、年金基金でも▲15.9ポイント(31.1%)となり、今後のアジア・エマージング地域への投資に対しても慎重な姿勢が示唆された。

⁶ M S C I エマージング・マーケット・インデックス (MSCI Emerging Markets Index) の知的財産権その他一切の権利はM S C I に属する。

(エマージング)

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・エマージング地域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）

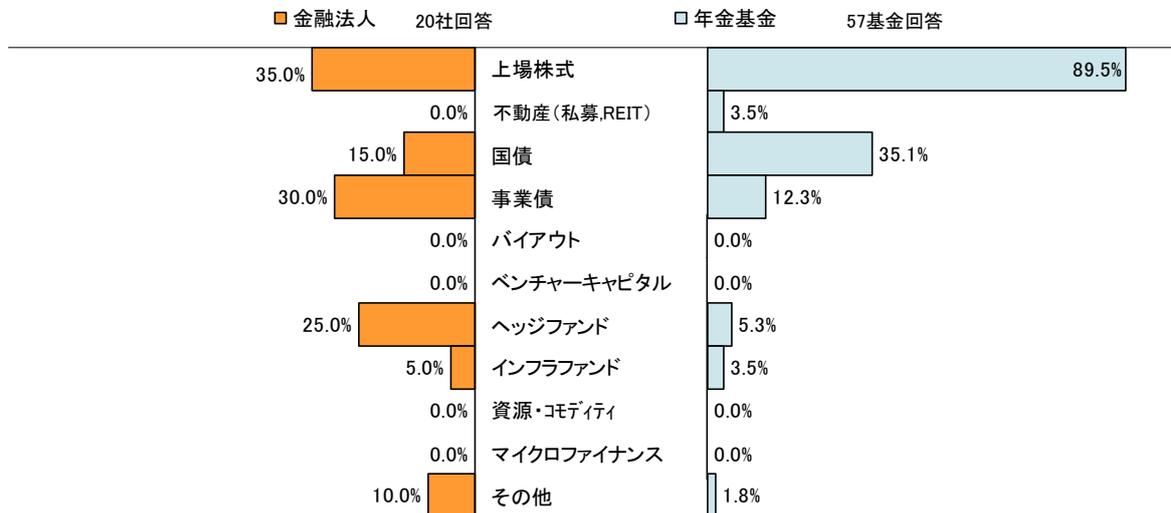
前年度比	金融法人 20社回答	年金基金 60基金回答	前年度比
▲26.0%	30.0%	中国(含む香港) 40.0%	▲4.4%
+1.0%	45.0%	韓国 20.0%	▲11.5%
▲26.0%	10.0%	インド 30.0%	▲1.5%
▲22.0%	10.0%	タイ 20.0%	+2.4%
▲14.0%	10.0%	ベトナム 13.3%	▲2.4%
▲9.0%	15.0%	インドネシア 18.3%	▲3.9%
▲20.0%	0.0%	マレーシア 18.3%	+0.7%
▲15.0%	5.0%	フィリピン 13.3%	▲1.5%
▲4.0%	0.0%	その他アセアン諸国 6.7%	+3.0%
+0.0%	0.0%	トルコ 6.7%	▲0.7%
+1.0%	5.0%	南アフリカ共和国 13.3%	+5.0%
▲7.0%	25.0%	ブラジル 23.3%	+4.8%
+7.0%	15.0%	ロシア 13.3%	▲4.3%
+0.0%	0.0%	北アフリカ地域 1.7%	▲0.2%
+0.0%	0.0%	中央アジア(カザフスタン等) 0.0%	▲2.8%
▲10.0%	10.0%	MSCIエマージング・マーケット・インデックスで投資(注) 58.3%	+7.4%
+7.0%	15.0%	その他 8.3%	▲8.3%

(注) MSCIエマージング・マーケット・インデックス(MSCI Emerging Markets Index)の知的財産権その他一切の権利はMSCIに属する。

(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

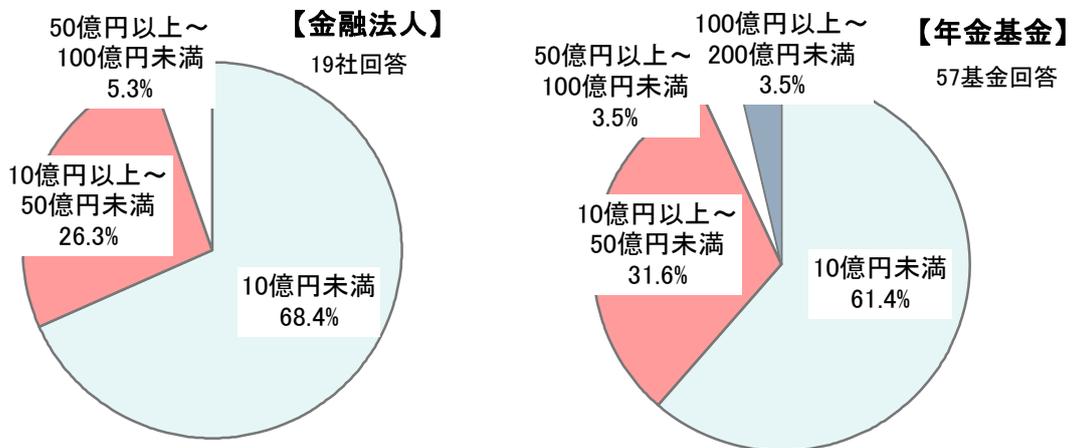
現在どのようなアジア・エマージング地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(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）

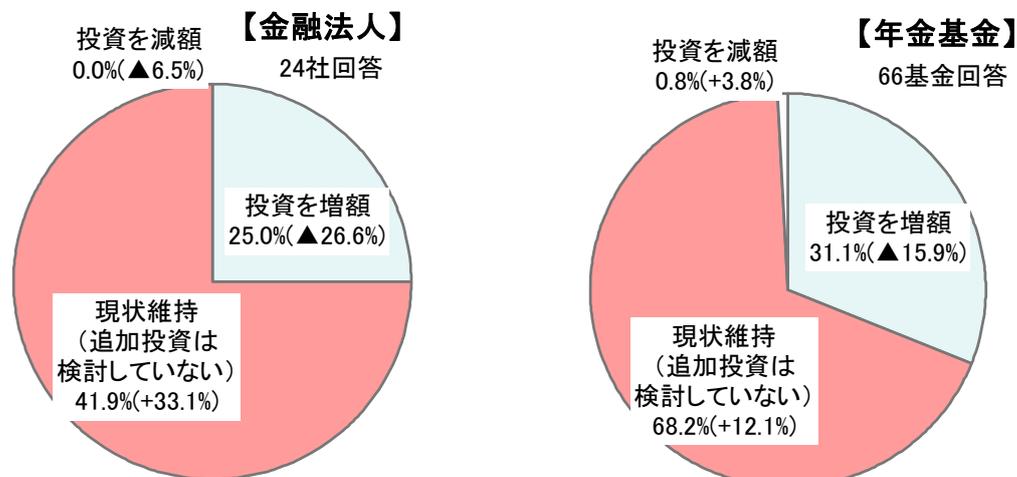
前年度比	金融法人 23社回答	年金基金 52基金回答	前年度比
▲27.2%	26.1%	中国(含む香港)	▲16.3%
▲0.9%	39.1%	韓国	▲16.9%
▲37.0%	13.0%	インド	▲22.6%
▲9.3%	17.4%	タイ	▲0.2%
▲9.3%	17.4%	ベトナム	▲3.6%
+5.8%	39.1%	インドネシア	▲2.6%
▲15.7%	4.3%	マレーシア	▲0.1%
▲20.0%	0.0%	フィリピン	▲2.4%
▲10.0%	0.0%	その他アセアン諸国	+3.1%
+4.3%	4.3%	トルコ	▲0.6%
▲2.3%	4.3%	南アフリカ共和国	▲2.6%
▲18.0%	8.7%	ブラジル	▲6.5%
▲16.7%	0.0%	ロシア	▲8.9%
+4.3%	4.3%	北アフリカ地域	+1.9%
+0.0%	0.0%	中央アジア(カザフスタン等)	+1.0%
▲7.0%	13.0%	MSCIエマージング・マーケット・インデックスで投資(注)	+11.0%
+5.1%	21.7%	その他	+12.8%

(注) MSCIエマージング・マーケット・インデックス(MSCI Emerging Markets Index)の知的財産権その他一切の権利はMSCIに属する。

(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）

6-1. リアルアセットへの投資・検討状況について

リアルアセット投資を「実施している」との回答が、金融法人では 4.5% (前年度比▲8.8 ポイント減少) に留まり、投資に消極的な姿勢が強まっているようだ(図表 6-1 参照)。一方、年金基金では 15.1% (同+1.6 ポイント上昇) となっており、昨年度と比べて大きな変化はない。

また投資している商品の選択状況をみると(図表 6-2 参照)、年金基金では「インフラファンド(エクイティ)」(41.2% : 前年度比+21.2 ポイント)の比率が大きく上昇しており、投資の機運が高まっているようだ。その一方で、「コモディティ(インデックス)」(17.6% : 同▲22.4 ポイント)は大幅に構成比率を低下させた。さらに、図表 6-3 は今後検討している商品を示している。ここでも、年金基金では「インフラファンド(エクイティ)」の比率が 60.0% (前年度+22.5 ポイント)に達しており、需要の高さが示された。さらに構成比率は低い「農地ファンド」(金融法人: 25.0%、年金基金: 6.7%)や「森林ファンド」(金融法人: 25.0%、年金基金: 13.3%)に期待する声も昨年度に引き続き増えていることがわかる。特に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が聞かれ、今後の投資動向が注目されるだろう。

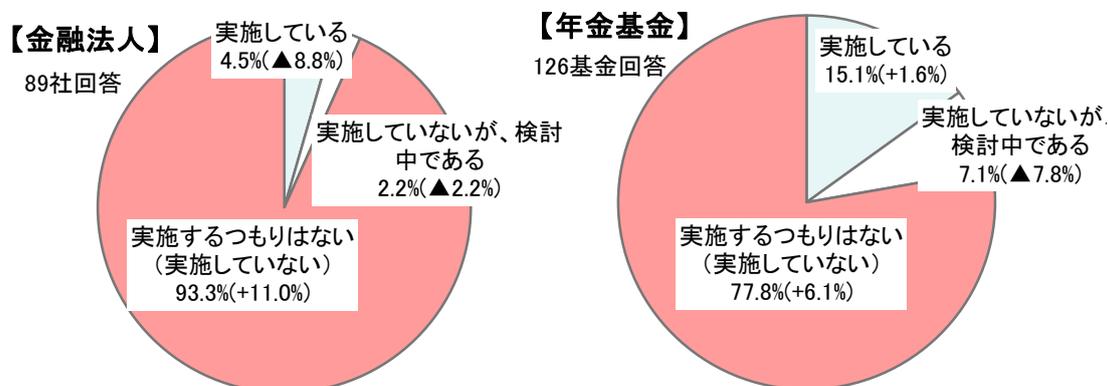
6-2. インフラファンドの選択状況、投資意欲（年金基金のみ）

年金基金の地域別選択状況(図表 6-4)をみると、投資している地域では、英国(100%)、米国(85.7%)、カナダ(57.1%)の順となっており、その他の回答も軒並み先進国中心となっていることがわかる。昨今期待されているアジア向けインフラ投資に関しては現時点では投資実績が乏しい模様だ。また今後投資したい地域をみると、米国(75.0%)について日本(50.0%)の比率が高い。為替リスクなしに長期投資スキームが実現できる日本のインフラファンドの登場を望む声が多いことがわかる。さらに今後のインフラファンドへの投資スタンス(図表 6-6 : 年金基金のみ)については、「投資を増額」(37.5%)が昨年度に続き前年度比+11.1 ポイントと大幅に上昇している。更なるインフラファンドへの期待の高さが示された格好だ。

(コモディティ)

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

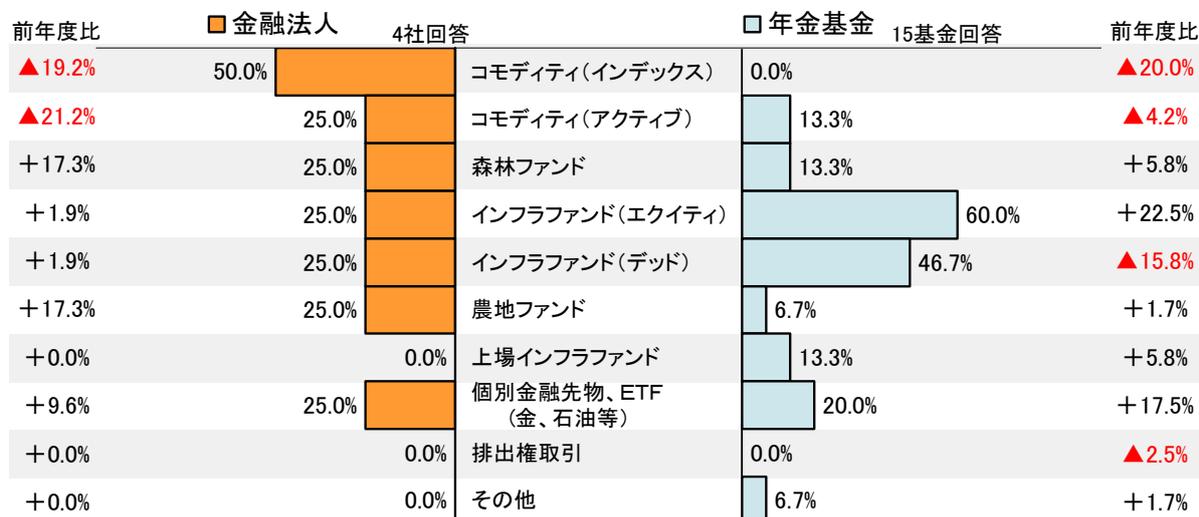
どのような種類・形態のリアルアセット投資を行っていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 4社回答	年金基金 17基金回答	前年度比
▲39.3%	25.0%	17.6%	▲22.4%
+14.3%	50.0%	35.3%	+2.0%
+0.0%	0.0%	5.9%	+2.5%
+3.6%	25.0%	41.2%	+21.2%
▲7.1%	0.0%	17.6%	▲2.4%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲6.7%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲3.3%
▲21.4%	0.0%	23.5%	+13.5%
+0.0%	0.0%	5.9%	+5.9%
+25.0%	25.0%	5.9%	+2.5%

(出所) 大和総研

図表 6-3 リアルアセット投資の検討状況

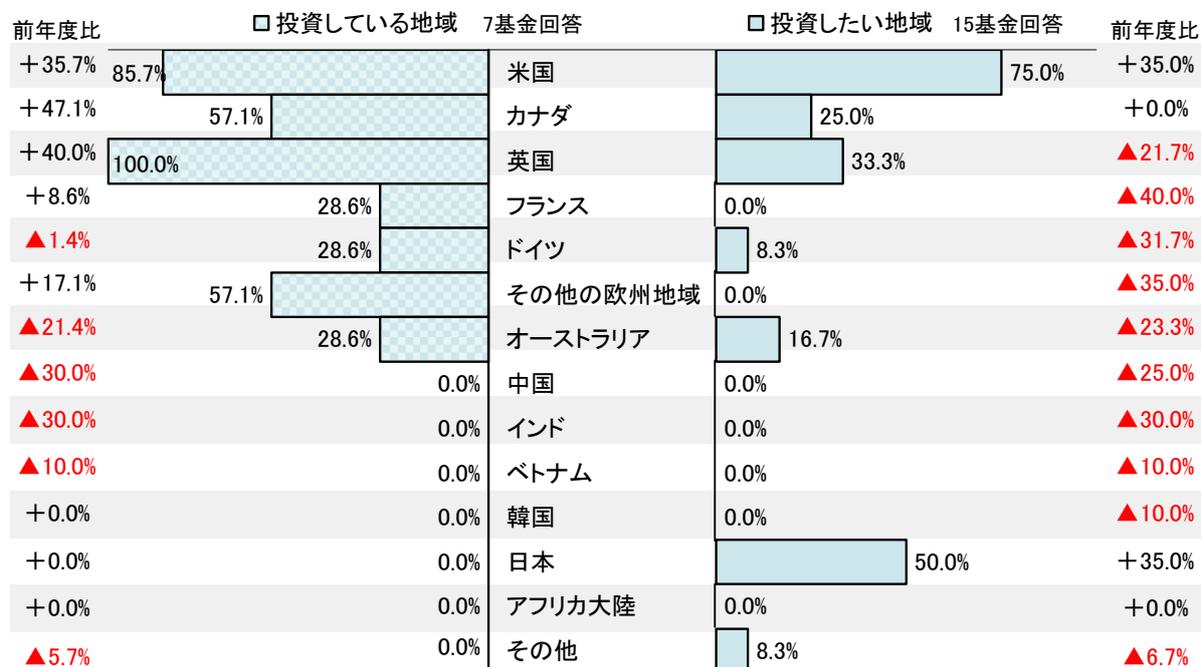
今後どのようなリアルアセットに投資することをご検討されていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 6-4 インフラファンドの地域別選択状況（年金基金のみ）

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）

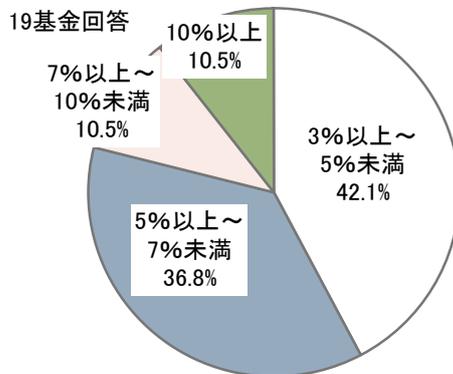


(出所) 大和総研

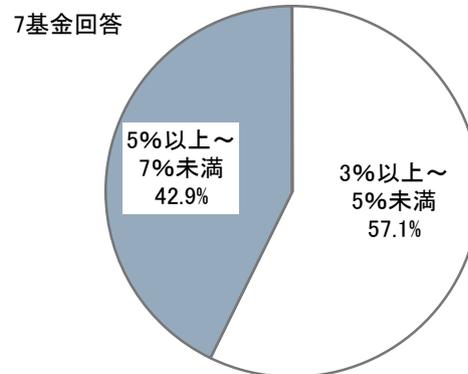
図表 6-5 インフラファンド、森林・農地ファンドへの期待クーポン（年金基金のみ）

インフラファンド、森林・農地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？

【インフラファンド】



【森林・農地ファンド】

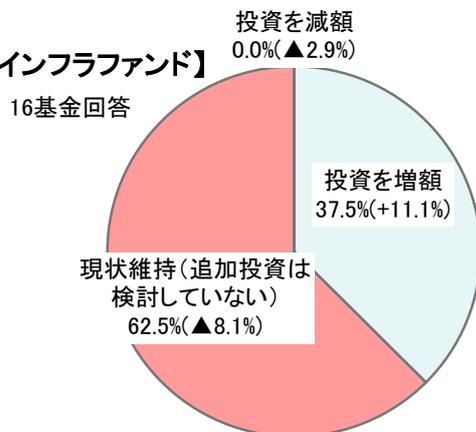


(出所) 大和総研

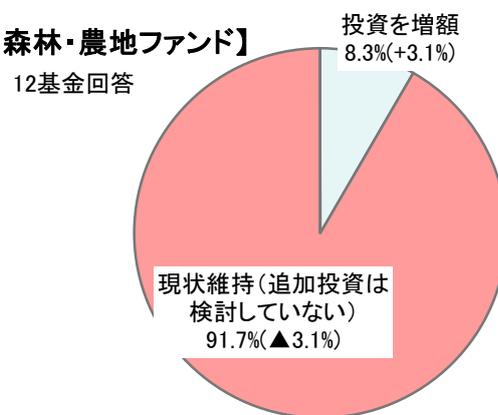
図表 6-6 インフラファンド、森林・農地ファンドへの投資スタンス（年金基金のみ）

今年度のインフラファンド、森林・農地ファンドへの投資スタンスをお聞かせ下さい

【インフラファンド】



【森林・農地ファンド】



(出所) 大和総研

7. ヘッジファンド投資

7-1. ヘッジファンド投資の実施・商品選択状況

金融法人では「実施している」との回答が 31.8%と昨年度から▲2.4 ポイント低下した。若干低下幅が縮小した前年度では、ようやく投資悪化に歯止めがかかりつつあるようにみえたが、結果的に 2007 年度以降 6 年度連続⁷で低下しており、今後も期待し難い状態が続く可能性が高い(図表 7-1 参照)。特に生保・損保からは厳しい見方が多く、“パフォーマンスが悪すぎ、オペレーションリスクにも信頼性に欠ける”(生保)などの意見もあり、資産のほとんどを解約する先すら見受けられた。一方、年金基金では「実施している」が 70.9%に達しており、前年度比▲0.5 ポイントと若干の低下を見せてはいるものの小幅な変動に留まり、AIJ 問題の影響が軽微であるとの見方ができる。

また、戦略別のヘッジファンド投資の採用状況をみると、「ファンドオブヘッジファンズ」が双方ともに減少していることがわかる(金融法人、35.7%：前年度比▲7.9 ポイント、年金基金、70.5%：同▲2.8 ポイント)。個別ファンドのオペレーションリスクの精査が困難なことに加えて、パフォーマンスが悪い状況が継続したことが解約比率を高めているようだ。その一方で、年金基金では、「グローバルマクロ」(29.5%：前年度比+11.5 ポイント)、「債券アービトラージ」(20.0%：同+4.7 ポイント)、「マネージドフューチャーズ」(43.2%：同+7.2 ポイント)が昨年度に引き続き増加している。明確なヘッジ目的をもち、より収益が望める戦略への人気が高い傾向にあったことは容易に想像できるであろう。

7-2. ヘッジファンドへの投資スタンス

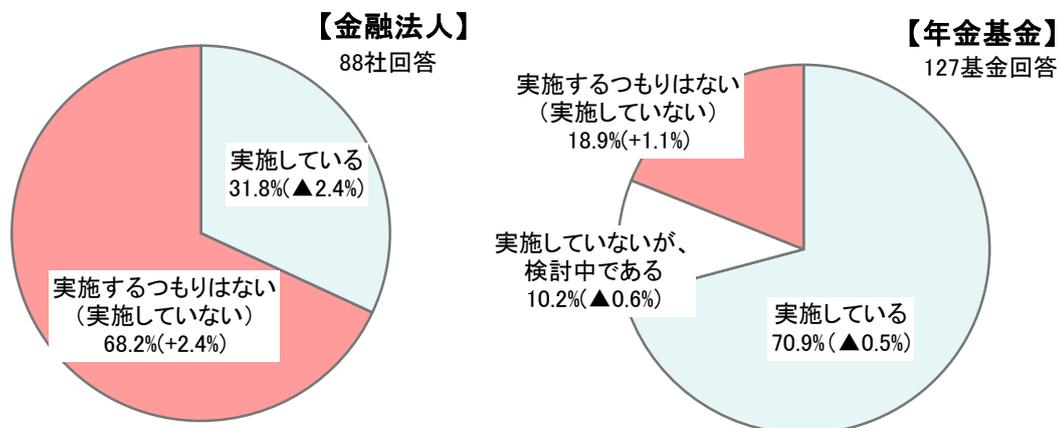
さらに今年度のヘッジファンドへの投資スタンスは、双方ともに「投資を増額」(金融法人：14.3%、年金基金 21.9%、それぞれ前年度比▲5.7 ポイント、同▲13.5 ポイント)が大きく低下し、「投資を減額」(金融法人：21.4%、年金基金 7.3%、それぞれ同+6.4 ポイント、同+4.2 ポイント)の割合が上昇していることがわかる(図表 7-4 参照)。今後の見通しに関してはネガティブな意見が先行しており、意見の中でもヘッジファンドに対する厳しい見方が多く、“パフォーマンスが悪い”(地方銀行)や、“中身が分かりにくい”(信用金庫)等、主に金融法人から厳しいコメントが寄せられた。

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) ⇒ 34.2%(2011 年度)と 5 年度連続で低下している。

(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

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 ヘッジファンド投資の選択状況

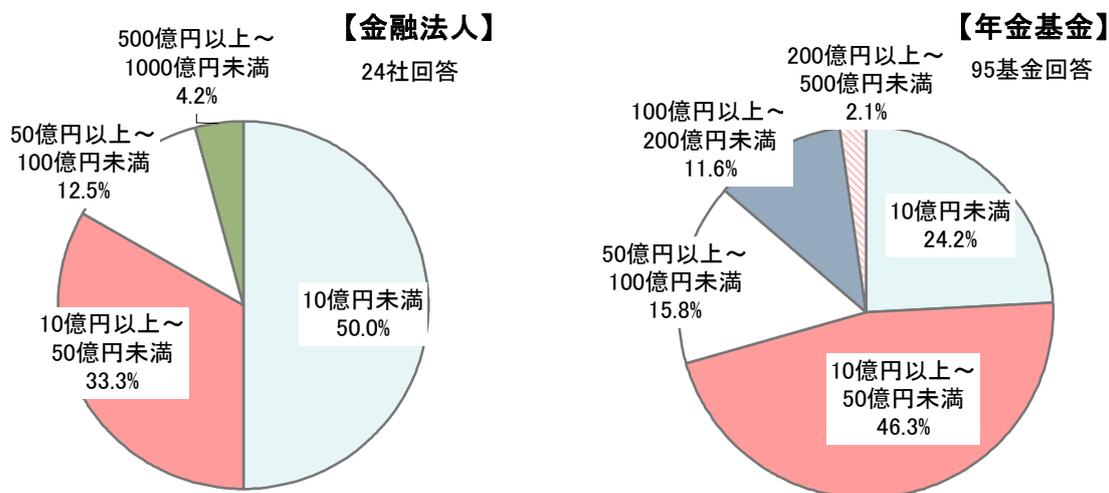
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人 28社回答		年金基金 95基金回答	前年度比
▲7.9%	35.7%	ファンドオブヘッジファンズ	70.5%	▲2.8%
+2.3%	53.6%	株式マーケットニュートラル	26.3%	▲1.7%
▲14.6%	39.3%	株式ロングショート	45.3%	+0.6%
▲0.2%	35.7%	グローバルマクロ	29.5%	+11.5%
▲1.6%	21.4%	債券アービトラージ	20.0%	+4.7%
+0.5%	10.7%	マネージドフューチャーズ	43.2%	+7.2%
+1.0%	3.6%	転換社債アービトラージ	1.1%	+0.4%
▲7.7%	0.0%	イベントドリブン	3.2%	▲1.5%
+0.0%	0.0%	130/30戦略	2.1%	+0.8%
▲7.7%	0.0%	マルチマネージャー	9.5%	+2.8%
+3.6%	3.6%	クローン型(複製)ヘッジファンド	0.0%	▲2.7%
+0.0%	0.0%	セパレートアカウントのゲートキーパー	0.0%	▲2.0%
▲7.7%		その他	6.3%	+3.6%

(出所) 大和総研

図表 7-3 ヘッジファンドへの投資額

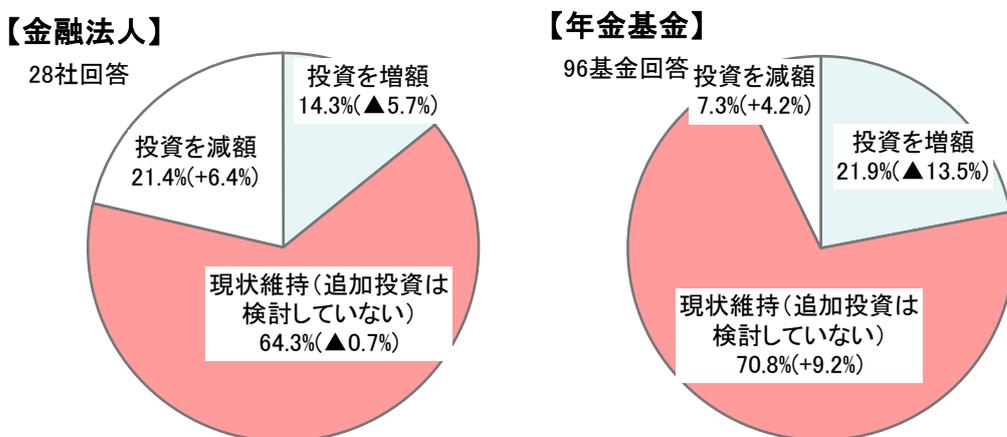
ヘッジファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 7-4 今年度のヘッジファンドへの投資スタンス

今年度のヘッジ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

8. 不動産投資

8-1. 不動産投資の実施・商品選択状況

金融法人では不動産投資を「実施している」との回答が前年度比▲8.0ポイント(53.4%)と大幅に割合が低下した。一方、年金基金では同+1.9ポイント(29.9%)と若干の上昇となった(図表8-1)。さらに図表8-2で双方の商品別の選択状況を確認すると、金融法人では、「国内不動産私募ファンド」の低下幅が大きいことがわかる(17.0%：前年度比▲4.9ポイント)。一方、年金基金では、「国内私募REIT」(10.8%)が、前年度比+7.2ポイントの伸びをみせており全体の投資比率の拡大に寄与している。さらに「海外REIT」(59.5%)も同+7.7%ポイントの伸びを見せた。年金基金の海外REIT投資は、既に国内の「J-REIT」(35.1%)の比率を超えており、このことは重要な事実として認識すべきであろう

8-2. 不動産投資の今後のスタンス

また、今年度の不動産投資のスタンスを見ると、金融法人でのREIT投資は、「投資を増額」が41.2%(前年度比+1.7ポイント上昇)と、引き続き注目が高いことがわかる(図表8-6)。一方、「不動産私募ファンド」では、標準的手法採用行を中心に、「投資を増額」(金融法人：4.7%)の割合が前年度比▲7.6ポイントと大きく低下した。バーゼルⅡ規制では、標準的手法採用行のREIT投資は公募、私募問わずリスクウェイトが100%を適用できる実務指針⁸が出されている。その一方、不動産私募ファンドは、依然ルックスルーが義務付けられていることが投資意欲を減退させている真相のようだ。

8-3. 国内不動産市場の見通し

図表8-8は、現在の不動産価格水準(REIT価格等も含む)に対する意識調査を示している。前年度と大きく異なる点は「どちらかと言えば割安」への回答比率が上昇し(金融法人：前年度比+12.2ポイント、年金基金：同+9.5ポイント)、「どちらかと言えば割高」(金融法人：前年度比▲5.6ポイント、年金基金：前年度比▲5.1ポイント)の割合が減少したことであろう。現在の不動産市場が適正価格からやや割安で推移していると考える投資家が増加していることが分かる。さらに図表8-9では、不動産賃貸市場への今後の見通しについての設問であるが、金融法人では、「緩やかながら回復する」への回答が37.2%と前年度比+8.3ポイント、年金基金では29.8%で同+4.8ポイント上昇した。双方が不動産価格、賃貸市場ともに回復しつつあるという見方で一致しているようだ。

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)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。

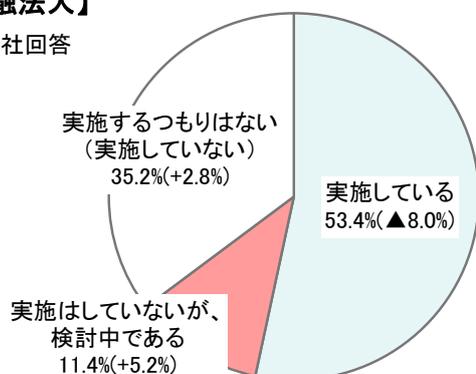
(不動産投資)

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？

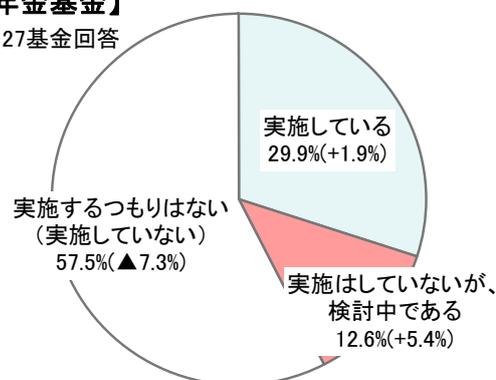
【金融法人】

88社回答



【年金基金】

127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 不動産投資の選択状況

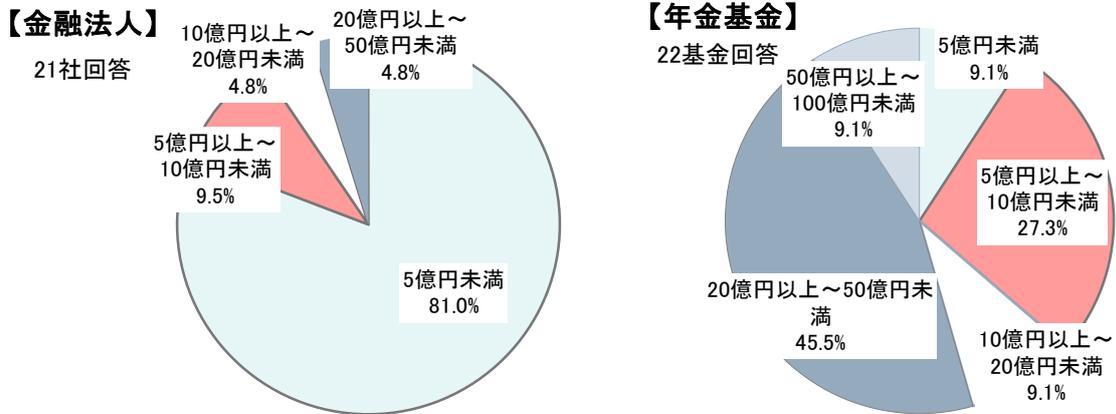
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 47社回答	年金基金 37基金回答	前年度比
+2.4%	91.5%	J-REIT 35.1%	▲5.9%
▲1.9%	10.6%	国内私募REIT 10.8%	+7.2%
▲4.9%	17.0%	国内不動産私募ファンド 43.2%	▲5.0%
▲2.6%	2.1%	海外REIT 59.5%	+7.7%
▲3.1%	0.0%	海外不動産私募ファンド 8.1%	▲0.8%
+0.0%	0.0%	その他 2.7%	▲0.9%

(出所) 大和総研

図表 8-3 不動産私募ファンドへの投資額

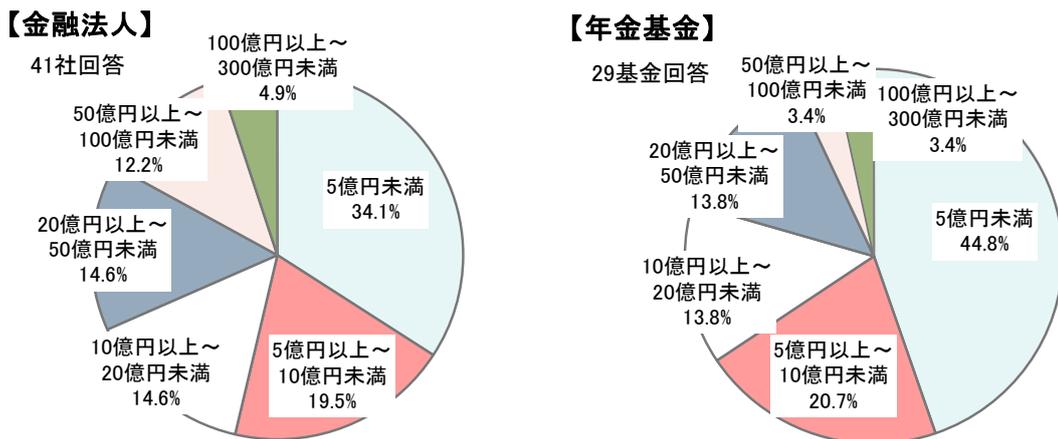
不動産私募ファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-4 REITへの投資額

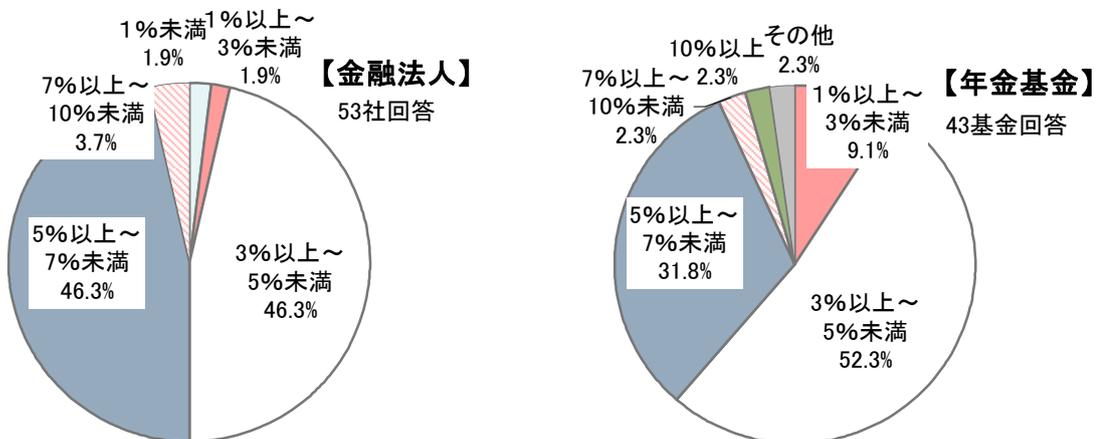
REIT（国内外）への投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-5 国内不動産投資に期待するインカムゲイン

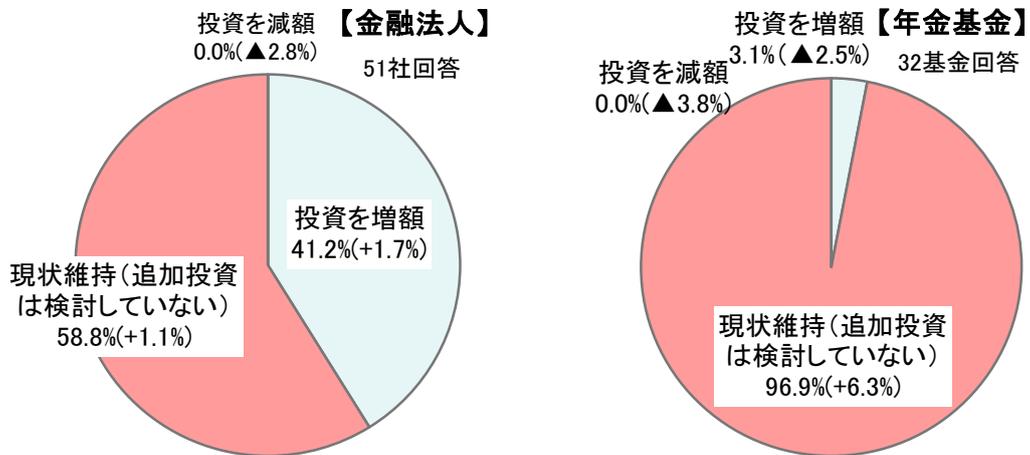
国内不動産投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(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

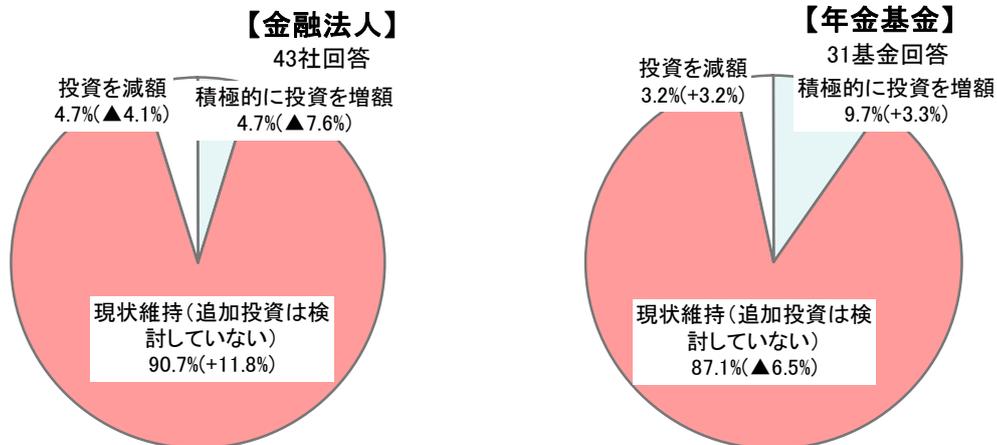


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

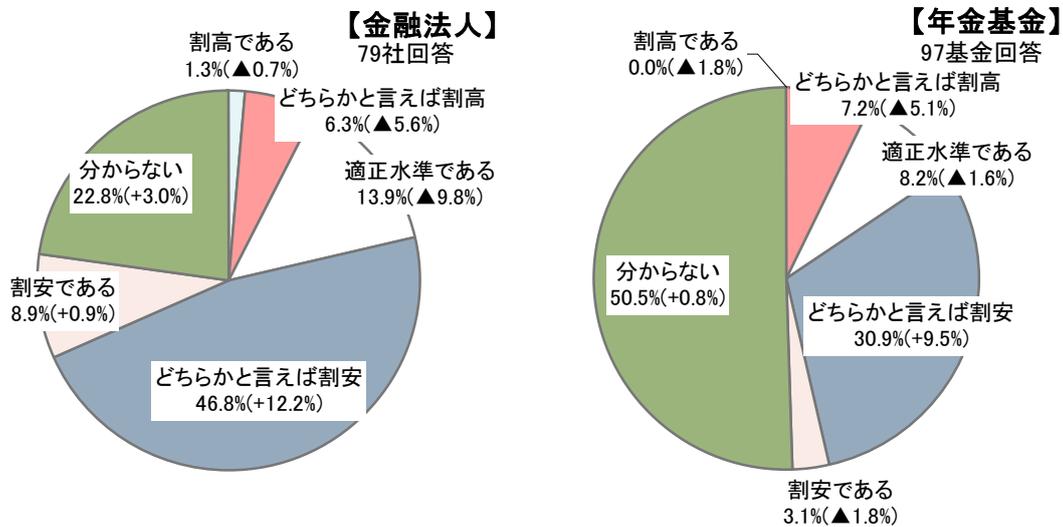


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

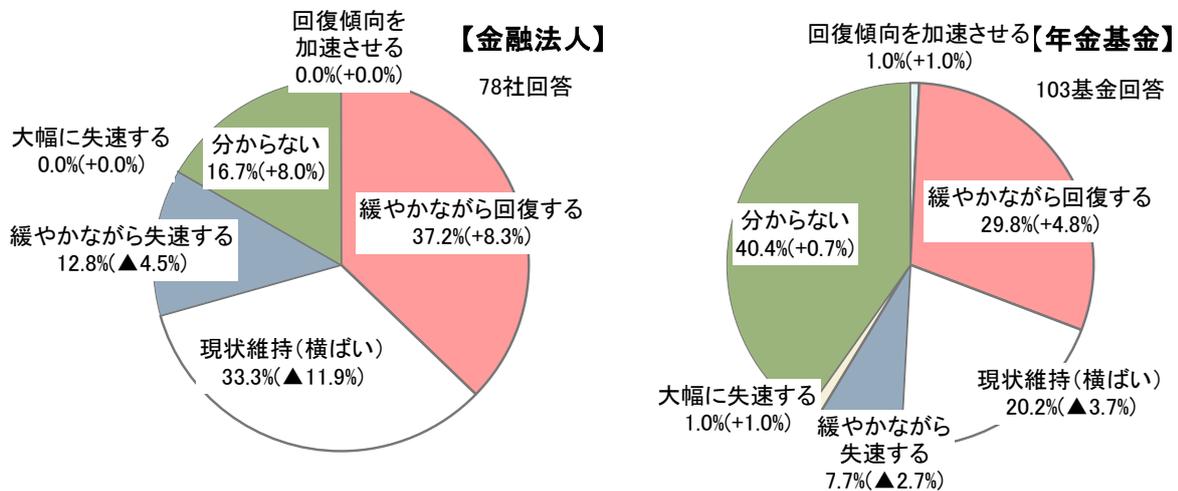


(注) 括弧内は前年度比増減

(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)

9-1. プライベートエクイティ投資の実施・商品選択状況

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」とした回答(17.0%)が、前年度比▲13.9ポイントと大幅に低下していることがわかる(図表9-1参照)。欧米では、未上場銘柄といえども時価評価が求められることなどが、投資を見合わせた要因としても推察される。一方、年金基金では「実施している」が20.6%(前年度比+1.9ポイント)と金融法人の割合を初めて超える結果となった。年金基金では飛躍的な拡大とまではいかないが、毎年着実に選好が強まっているようだ。

さらに商品別選択状況(図表9-2)を確認すると、金融法人では「国内ベンチャーキャピタル」(100.0%)と「国内バイアウト」(53.8%)の構成比率が高い。一方、年金基金では「国内ディストレス」(47.8%:前年度比+21.5ポイント)、「海外ファンドオブファンズ」(30.4%:同▲3.8ポイント)への比率が高いことがわかる。特に「国内ディストレス」の大幅な増加は、中小企業金融円滑化法の出口戦略の一環としてファンドを活用する動きが影響している模様だ。しかしながら、年金基金での「国内ベンチャーキャピタル」(26.1%)は前年度比▲8.1ポイントと投資比率の低下が目立つ。海外の年金基金では積極的であるベンチャーキャピタル投資が、日本ではむしろ減少する傾向が顕在化しつつある。

9-2. プライベートエクイティ投資へのスタンス

バイアウトファンドの投資スタンスでは、「投資を増額」が金融法人で前年度比▲3.7ポイント(6.7%)低下する一方、年金基金では同+4.1ポイント(17.6%)となり、年金基金の投資気運が拡大しているようだ(図表9-4参照)。一方、ディストレスファンドの投資スタンスは、「投資を増額」するとの回答は、金融法人(8.3%:前年度比▲5.3ポイント)、年金基金(5.9%:同▲12.3ポイント)と双方で減少している。前年度までは増加傾向にあっただけに、今年度はヴィンテージイヤーと捉える投資家が減少していることも推測される。

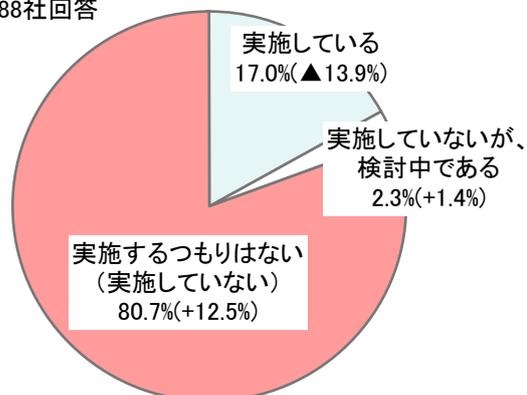
(プライベートエクイティ投資)

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？

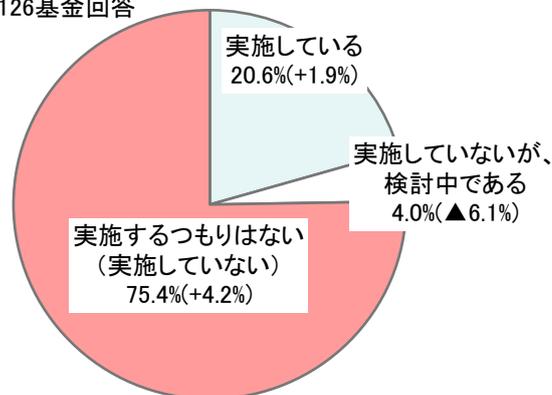
【金融法人】

88社回答



【年金基金】

126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投資の選択状況

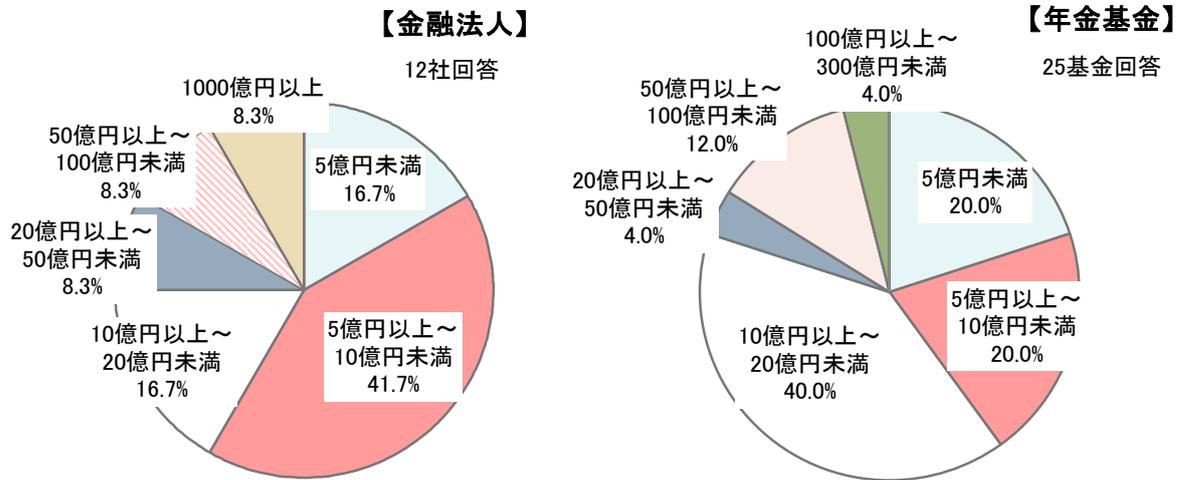
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人 13社回答	年金基金 23基金回答	前年度比
+14.3%	100.0%	国内ベンチャーキャピタル	26.1% ▲8.1%
+9.9%	38.5%	海外ベンチャーキャピタル	13.0% ▲8.0%
+11.0%	53.8%	国内パイアウト	21.7% +3.3%
▲7.5%	15.4%	海外パイアウト	13.0% ▲8.0%
▲8.6%	0.0%	国内ディストレス	47.8% +21.5%
▲15.2%	7.7%	海外ディストレス	21.7% ▲1.9%
+2.0%	7.7%	国内ファンドオブファンズ	4.3% ▲0.9%
+1.1%	15.4%	海外ファンドオブファンズ	30.4% ▲3.8%
▲0.9%	7.7%	新興国プライベートエクイティ	0.0% ▲7.9%
▲8.6%	0.0%	その他	8.7% +0.8%

(出所) 大和総研

図表 9-3 プライベートエクイティへの投資金額

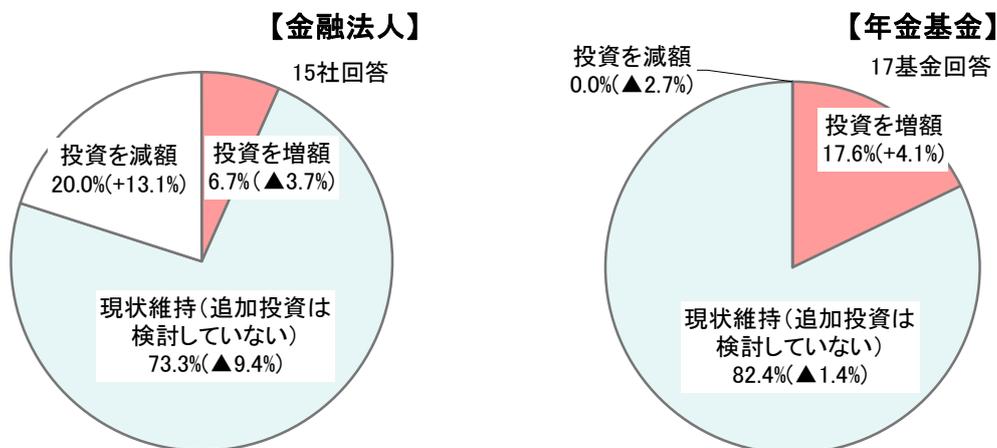
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

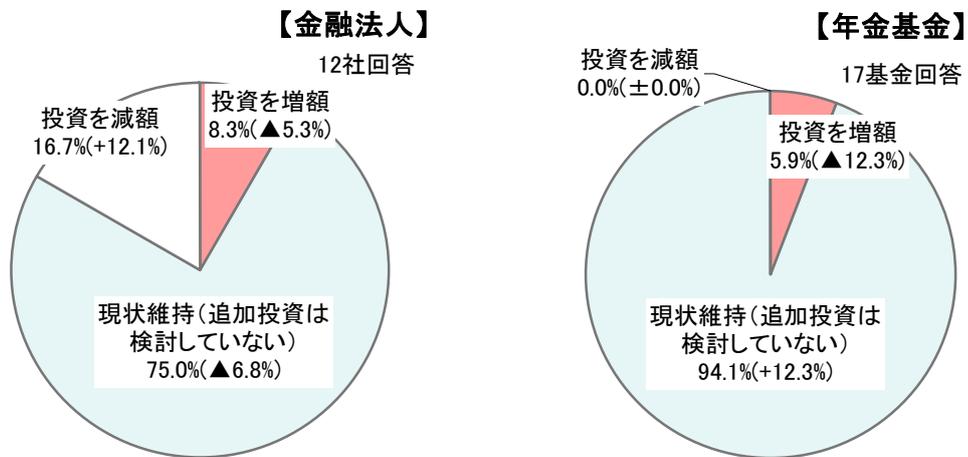


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

10-1. クレジット・ストラクチャード投資の実施・商品選択状況

クレジット・ストラクチャード投資を「実施している」と回答した割合は、金融法人で 65.5% (前年度比+6.4 ポイント)、年金基金では 9.7% (同+0.6 ポイント) となり、双方とも上昇していることがわかる (図表 10-1 参照)。特に金融法人では、国債投資だけでは収益を上げることが難しいとの判断から、“クレジット投資を増加させざるを得ない” (地方銀行) との声も多く寄せられた。また双方ともに「実施していないが、検討中である」 (金融法人 1.1% : 前年度比+1.1 ポイント、年金基金 4.8% : 同+1.4 ポイント) の比率も若干であるが増加しており、グローバル金融危機以降大幅に縮小傾向にあった、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状況が鮮明となっている。

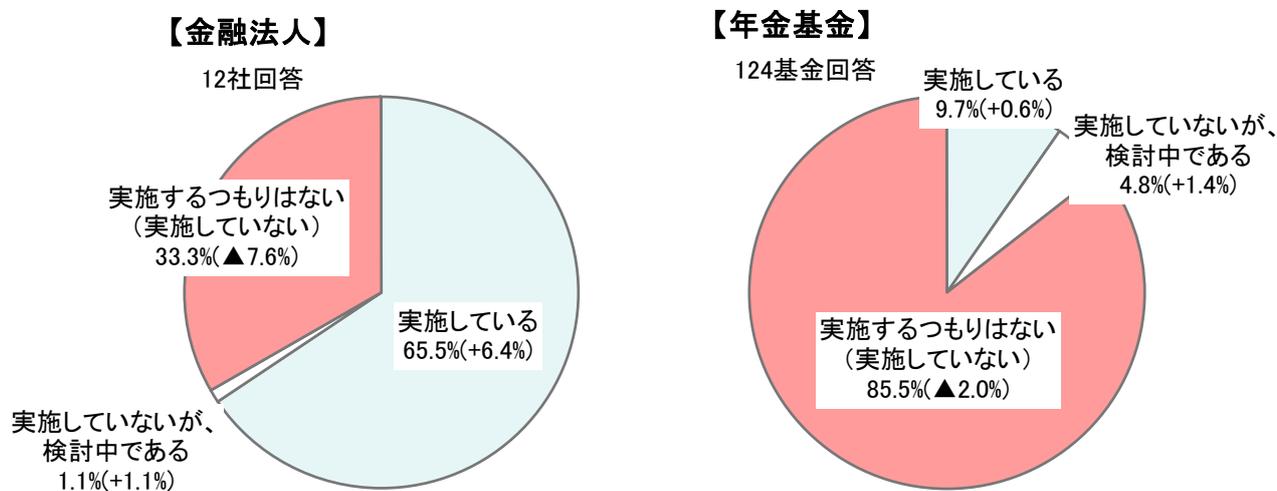
さらに、各商品の選択状況では、金融法人では「仕組債 (リバースデュアル、パワーデュアル等) (74.3%) が、昨年度に続き最も高率となっている (図表 10-2 参照)。また「サムライ債」も前年度比+9.8 ポイント (65.7%) と大きく比率を伸ばしていることがわかる。年金基金では「期限付劣後債・劣後ローン (国内・海外) (35.7%)」、「優先出資証券・優先株 (国内・海外) (28.6%)」、「CLO」 (28.6%) の比率が高い。一方、双方で大きく比率が低下した項目としては「永久劣後債・劣後ローン (国内・海外) (金融法人で前年度比▲15.0 ポイント、年金基金で同▲11.8 ポイント)」、「CMBS」 (金融法人で前年度比▲12.1 ポイント、年金基金で同▲17.6 ポイント) が挙げられる。特に CMBS は、グローバル金融危機以降、新規組成が殆ど無くなり、足元で進行している欧州債務危機も重なり、商品自体の存続が危惧される状態であろう。

さらに今後の商品別、投資検討状況を確認すると、金融法人では「RMBS」 (前年度比+11.8%)、年金基金では「LBO ローン (バンクローン) (同+20.6 ポイント) の上昇率が高いことが注目される (図表 10-3)。特に近年、LBO ブームに沸いた 2000 年代中旬頃の投資案件に対するリファイナンス需要や、企業の M&A の増加が呼び水となっているといわれる。インカムゲインの水準の高さが魅力的となっている LBO メザニンへの投資が注目されているようだ。

(クレジット・ストラクチャード投資)

図表10-1 クレジット・ストラクチャード投資の実施状況

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・ストラクチャード投資の選択状況

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)

前年度比	金融法人	70社回答	年金基金	14基金回答	前年度比
+2.2%	74.3%	仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)	7.1%	▲10.5%	
▲4.5%	1.4%	LBOローン(バンクローン)	14.3%	+2.5%	
—	0.0%	LBOメザニン	7.1%	—	
+4.8%	37.1%	優先出資証券・優先株(国内・海外)	28.6%	▲6.7%	
▲4.8%	62.9%	期限付劣後債・劣後ローン(国内・海外)	35.7%	+18.1%	
▲15.0%	10.0%	永久劣後債・劣後ローン(国内・海外)	0.0%	▲11.8%	
+1.4%	1.4%	コンティンジェント・キャピタル(CoCos)	0.0%	+0.0%	
—	1.4%	ハイブリッド証券	0.0%	—	
+4.6%	42.9%	RMBS	0.0%	▲11.8%	
▲12.1%	12.9%	CMBS	0.0%	▲17.6%	
▲3.2%	10.0%	CLO	28.6%	▲0.8%	
▲2.9%	0.0%	キャッシュ型CDO	0.0%	+0.0%	
▲4.6%	5.7%	シンセティックCDO	7.1%	+1.3%	
+9.8%	65.7%	サムライ債	0.0%	+0.0%	
▲3.2%	7.1%	フレディーマック・ファニーメイ・ジニーメイ	0.0%	▲5.9%	
▲0.0%	1.4%	その他	7.1%	+7.1%	

(出所) 大和総研

図表 10-3 今後のクレジット・ストラクチャード投資の検討状況

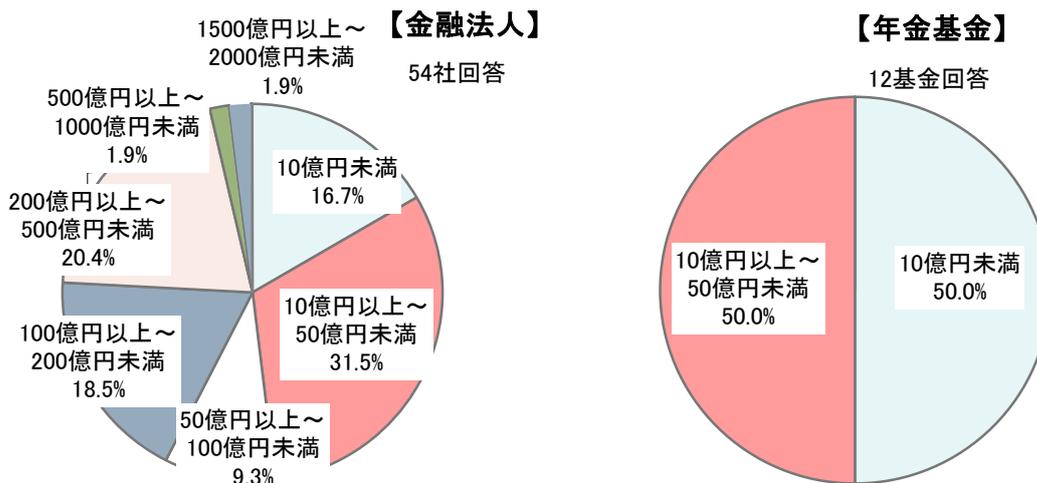
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 60社回答	年金基金 41基金回答	前年度比
▲0.1%	45.0%	2.4%	+2.4%
+3.0%	5.0%	26.8%	+20.6%
—	0.0%	2.4%	—
▲0.9%	5.0%	12.2%	▲25.3%
▲7.7%	21.7%	4.9%	▲20.1%
▲6.2%	1.7%	0.0%	▲25.0%
▲2.0%	0.0%	0.0%	▲18.8%
—	0.0%	2.4%	—
+11.8%	33.3%	0.0%	▲6.3%
▲0.3%	1.7%	0.0%	▲12.5%
▲0.3%	1.7%	2.4%	+2.4%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲12.5%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲20.0%	46.7%	2.4%	▲3.8%
+0.5%	8.3%	2.4%	▲3.8%
+8.3%	8.3%	63.4%	+57.2%

（出所）大和総研

図表 10-4 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

1.1. むすびに代えて

今年度は、2月に発生したAIJ問題により、厚生年金基金を中心にアンケート回答率も低下しており、今後のオルタナティブ投資に関して失望の声が多い結果となった。加えて、昨今の中国経済への懸念により、新興国株式の需要が大きく低迷したことも更なる追い打ちをかけたようだ。特に金融法人では、長引く欧州債務危機の影響により、リスクオフの傾向が強くなり、ヘッジファンド等を中心としたプロダクトの新規投資を一切停止するなど目立った変化も確認された。

しかしながら、現在の世界全体の低金利環境下では、結局はオルタナティブ投資に頼らざるを得ない状態ともいえる。グローバル金融危機の収束がままならず、各国中央銀行は、金利水準を当面は据え置く可能性が高いこともその要因のひとつであろう。各国の投資家が、国内マーケットを悲観し、伝統的金融資産に限界を感じていることも投資を後押しする可能性が高い。ただしAIJ問題以降、年金基金が今まで以上にオルタナティブ投資のリスク管理体制の強化を重要視していることは間違いないであろう。昨今では、ポジションの透明性や換金可能性だけでなく、オペレーショナルリスクに関しても新たな方法を模索する必要性があることは課題ともいえる。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活用いただければ望外の喜びである。