

2013年12月17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

## 2013年度オルタナティブ投資アンケート結果

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

### [要約]

- 大和総研では、全国の104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125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9回目となる。調査の実施期間は2013年10月1日から11月12日で、全国の年金基金（1,168基金）・金融法人（322社）を配布対象として、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76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・今後の年金運用・有価証券運用の方向性
  - 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）
- 金融法人では、ヘッジファンドが7年連続減少する一方、REIT投資は大きく増加し、グローバル金融危機以前の水準近くまで回復したことが確認された。特に年金基金も含めて私募REITへの需要の高さが目立った。また日銀による異次元緩和の導入が加速させた大幅な円安進行を受けて、仕組債への投資が拡大基調にあった。
- 年金基金では、2012年末の安倍政権発足以来、アベノミクス効果による株式相場への期待から、伝統的金融資産へシフトする動きによりオルタナティブ投資が減少傾向にあることが確認されている。さらに改正厚生年金保険法の成立により、厚生年金基金制度の実質廃止を受け、基金解散後のポートフォリオを意識する意見も寄せられた。

## 1. はじめに

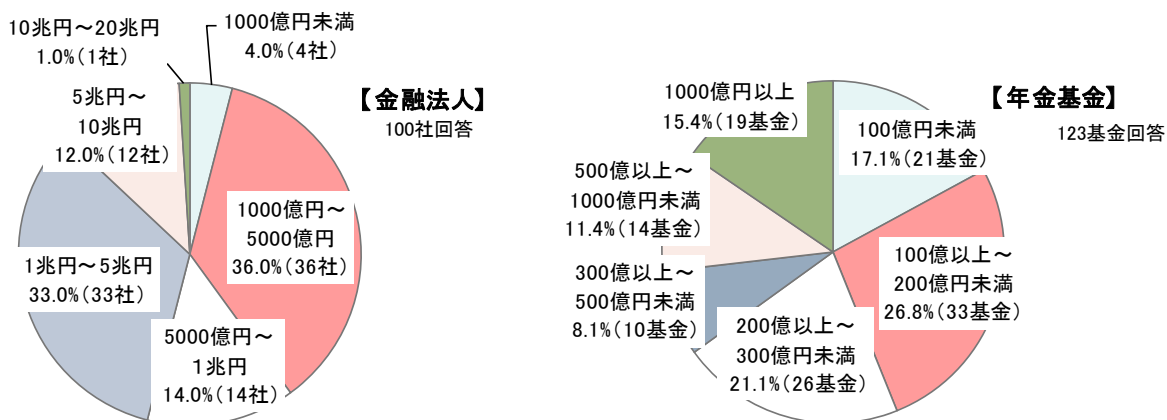
アンケートの送付は全国 1,168 の年金基金ならびに本邦所在の 322 の金融機関を対象に行っている。信用金庫、信用組合等の協同金融組織では、一定の預金量以上（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）をアンケート対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

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	125	厚生年金基金、企業年金基金、公的年金(共済年金等) 1,168基金
都市銀行、信託銀行、政府系金融	2	都市銀行(4行)、信託(3行)、政府系、系統上部、その他行(6行)
地方銀行	46	全国の第一地銀(61行)、第二地銀(38行)
信金、信組、県信連	53	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	3	生命保険(9社)、損害保険(7社)
全体合計(年金基金、金融法人)	229 (回答率15.4%)	1,490

(出所) 大和総研

図表 1-2 アンケート回答先資産規模



(注) 4 金法、2 基金は非開示もしくは不明

(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（2012 年度）の結果を比較したものも適宜掲載した<sup>1</sup>。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。

<sup>1</sup> 数値は小数点以下第 2 位で四捨五入しているため、前年度比の±0.1 誤差は了承願いたい。

## 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 78.6%、年金基金では 72.0%となった。それぞれ、前年度比で▲7.8 パーセントポイント（以下ポイント）、▲8.5 ポイントとなり、双方ともにオルタナティブ投資の採用比率は低下傾向を示した。2012 年末発足した安倍政権の新経済政策（アベノミクス）への期待感により、国内株式を中心とした伝統的金融資産への回帰もその一因であるといえる。

しかし一方で、商品別の選択状況の内訳（図表 2-2）をみると、構成比率が上昇した商品も散見される。金融法人では、「再生可能エネルギーファンド」（同+10.6 ポイント）、年金基金では、「アジア・エマージング株式・債券」（前年度比+8.0 ポイント）の上昇が目立つ。特に金融法人の「国内外 REIT」（78.8%）に至っては、前年度比+23.7 ポイントと大きく上昇し、グローバル金融危機以前の 2007 年の水準近くまで比率が回復した（図表 2-3）。主要な戦略の比率が軒並み低下した昨年度の状況からは変化の兆しがあったといえる。

さらに、「PE ファンド(バイアウト/VC)」（金融法人：前年度比+5.8 ポイント、年金基金：同+5.1 ポイント）、「バンクローン」（金融法人：前年度比+3.1 ポイント、年金基金：同+5.0 ポイント）は双方ともに比率が伸び、「ヘッジファンド」（金融法人：前年度比▲4.8 ポイント、年金基金：同▲7.8 ポイント）や「コモディティ」（金融法人：前年度比▲1.4 ポイント、年金基金：同▲4.0 ポイント）は逆に双方とも比率が低下した。また、「不動産私募ファンド」（金融法人：前年度比+6.9 ポイント、同▲1.3 ポイント）は、金融法人で上昇、年金基金で低下し、逆に、「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」（前年度比▲11.0 ポイント、同+3.5 ポイント）は金融法人で低下、年金基金で上昇と相反する結果となった。また、年金基金における、前年度からのオルタナティブ投資内での資産配分比率の変化では、特にベンチャーキャピタルファンド（4.1%：前年度比+3.1 ポイント）の上昇が目立った（図表 2-6）。

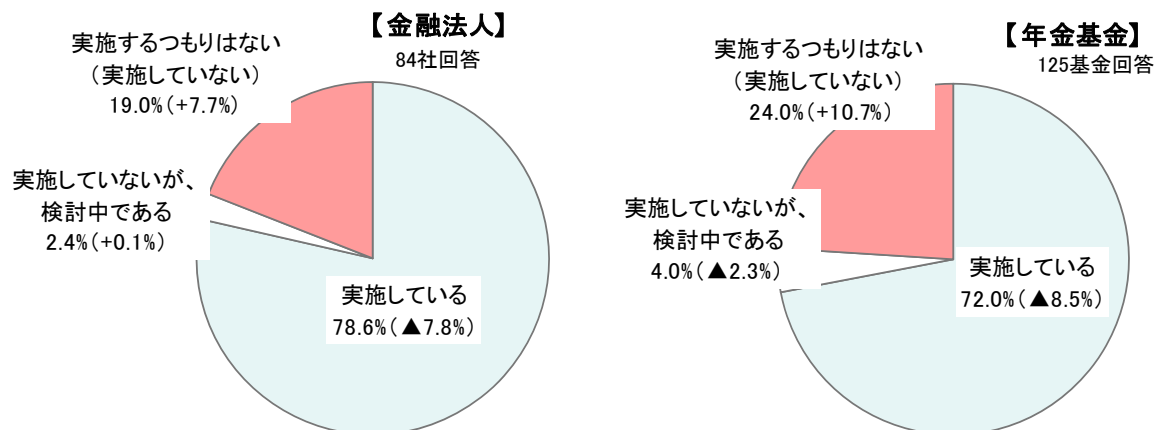
### 2-2. 今後投資を検討しているオルタナティブ投資

今後投資を検討している商品としては、金融法人では「国内外 REIT」が前年度比+21.4 ポイント（68.8%）と大きく上昇し、やはり今年度の期待の高さがうかがえる（図表 2-4）。一方、年金基金は、「その他」（39.7%）が前年度比+16.9 ポイントと大きく上昇していた。そこに寄せられた具体的な戦略の多くは、“生命保険戦略(ライフセトルメント)”であったが、昨今、委託先のファンドが破綻する事例も発覚しているため、慎重な投資スタンスを求められるともいえよう。

(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？

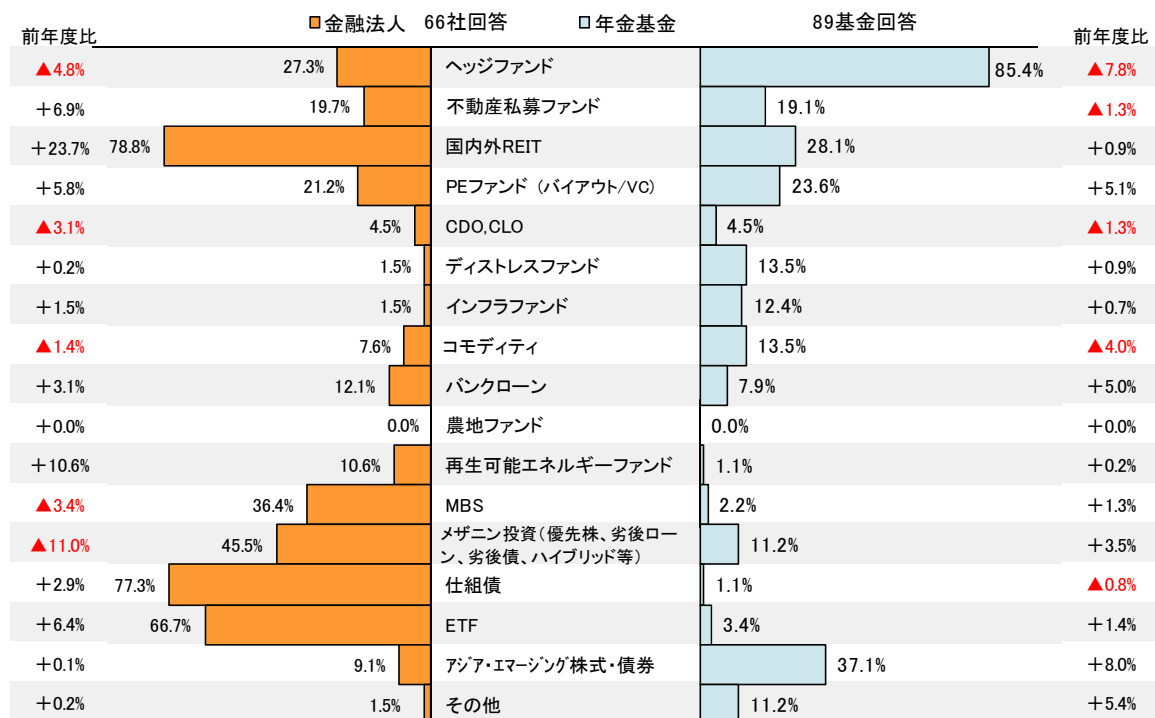


(注) 括弧内は前年度比増減 (%単位はパーセントポイントの意味を表す、以下図表全て同じ)。変動利付国債、物価連動国債等は含まず。

(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)



(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)

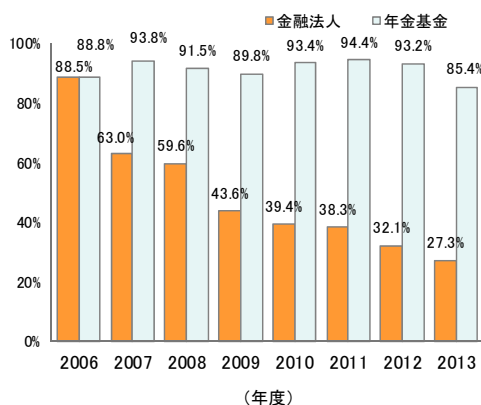
(出所) 大和総研

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～2013 年度)

## 【ヘッジファンド】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	88.5%	63.0%	59.6%	43.6%	39.4%	38.3%	32.1%	27.3%
年金基金	88.8%	93.8%	91.5%	89.8%	93.4%	94.4%	93.2%	85.4%

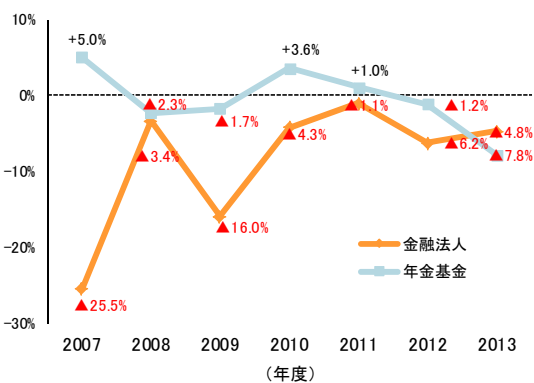
＜ 構成比率 ＞



前年度比

増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	▲25.5%	▲3.4%	▲16.0%	▲4.3%	▲1.1%	▲6.2%	▲4.8%
年金基金	+5.0%	▲2.3%	▲1.7%	+3.6%	+1.0%	▲1.2%	▲7.8%

＜ 前年度比増減 ＞



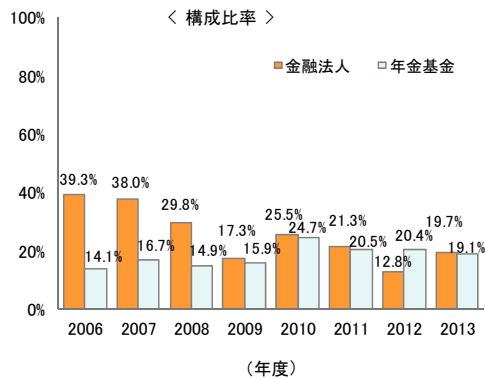
(注) 2007 年度の年金基金向けアンケートは (株) 大和ファンド・コンサルティングで実施 (以下、同様)

(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	2013
金融法人	39.3%	38.0%	29.8%	17.3%	25.5%	21.3%	12.8%	19.7%
年金基金	14.1%	16.7%	14.9%	15.9%	24.7%	20.5%	20.4%	19.1%

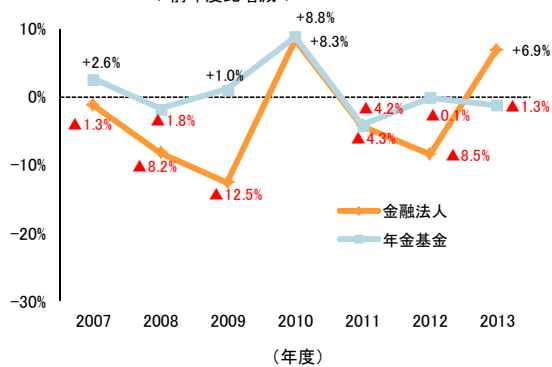
＜ 構成比率 ＞



前年度比

増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	▲1.3%	▲8.2%	▲12.5%	+8.3%	▲4.3%	▲8.5%	+6.9%
年金基金	+2.6%	▲1.8%	+1.0%	+8.8%	▲4.2%	▲0.1%	▲1.3%

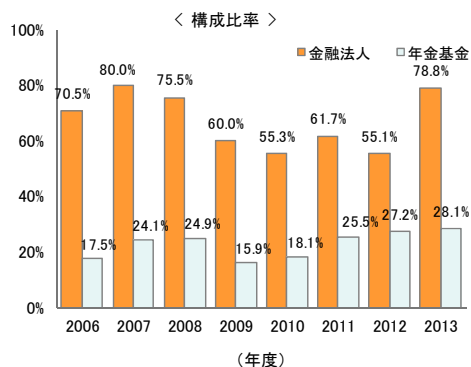
＜ 前年度比増減 ＞



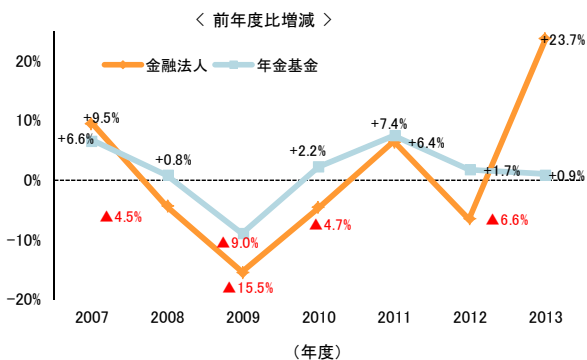
(出所) 大和総研

## 【国内外REIT】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	70.5%	80.0%	75.5%	60.0%	55.3%	61.7%	55.1%	78.8%
年金基金	17.5%	24.1%	24.9%	15.9%	18.1%	25.5%	27.2%	28.1%



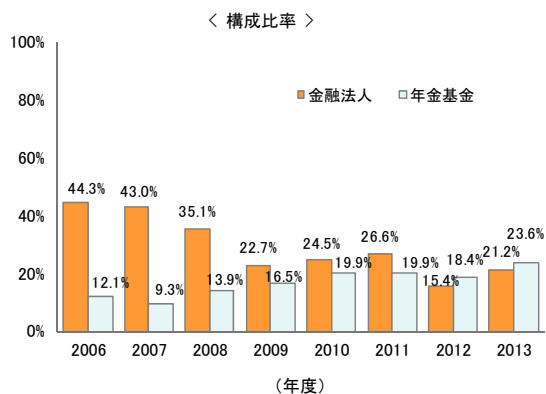
前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	+9.5%	▲4.5%	▲15.5%	▲4.7%	+6.4%	▲6.6%	+23.7%
年金基金	+6.6%	+0.8%	▲9.0%	+2.2%	+7.4%	+1.7%	+0.9%



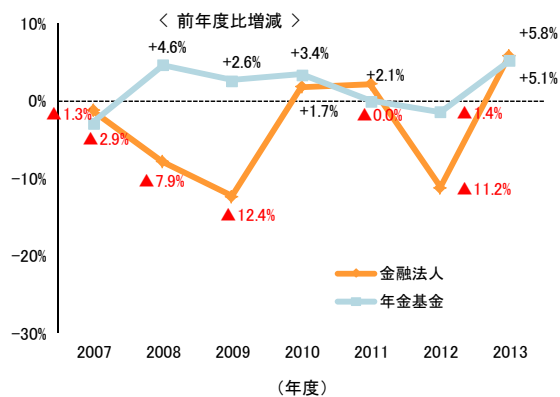
(出所) 大和総研

## 【PEファンド(パイアウト、VC等)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	44.3%	43.0%	35.1%	22.7%	24.5%	26.6%	15.4%	21.2%
年金基金	12.1%	9.3%	13.9%	16.5%	19.9%	19.9%	18.4%	23.6%



前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	▲1.3%	▲7.9%	▲12.4%	+1.7%	+2.1%	▲11.2%	+5.8%
年金基金	▲2.9%	+4.6%	+2.6%	+3.4%	▲0.0%	▲1.4%	+5.1%

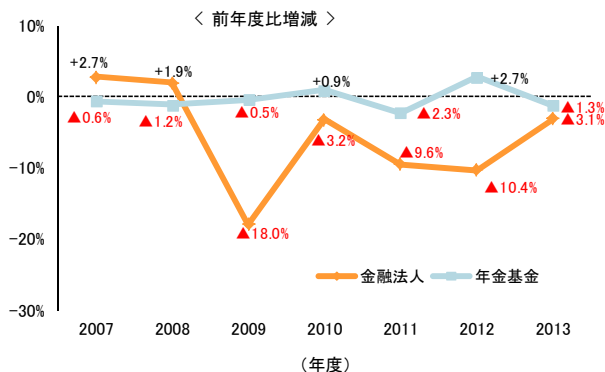
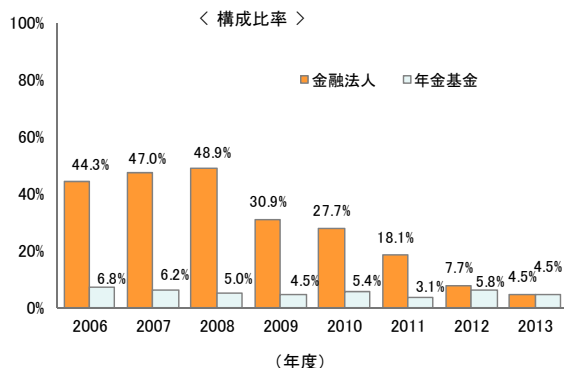


(出所) 大和総研

## 【CDO、CLO(SIVを含む)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	44.3%	47.0%	48.9%	30.9%	27.7%	18.1%	7.7%	4.5%
年金基金	6.8%	6.2%	5.0%	4.5%	5.4%	3.1%	5.8%	4.5%

前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
金融法人	+2.7%	+1.9%	▲18.0%	▲3.2%	▲9.6%	▲10.4%	▲3.1%
年金基金	▲0.6%	▲1.2%	▲0.5%	+0.9%	▲2.3%	+2.7%	▲1.3%



(出所) 大和総研

## 図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

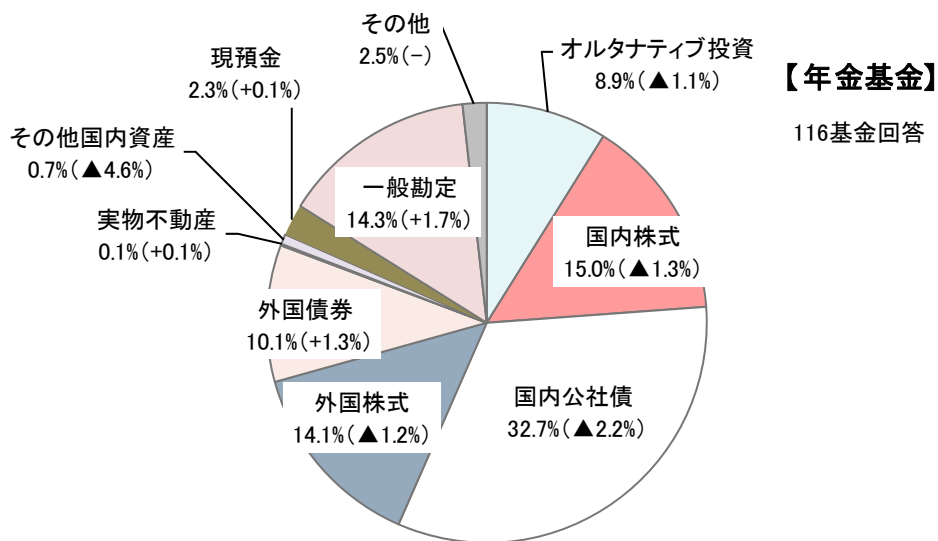
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人	64社回答	年金基金	68基金回答	前年度比
+3.8%	15.6%	ヘッジファンド	45.6%	▲10.1%	
+2.5%	7.8%	不動産私募ファンド	8.8%	▲3.8%	
+21.4%	68.8%	国内外REIT	14.7%	+4.6%	
+5.2%	7.8%	PEファンド (バイアウト/VC)	5.9%	▲6.8%	
+0.0%	0.0%	CDO,CLO	0.0%	+0.0%	
+1.6%	1.6%	ディストレスファンド	1.5%	▲4.9%	
+3.1%	3.1%	インフラファンド	8.8%	▲5.1%	
▲2.6%	0.0%	コモディティ	4.4%	+1.9%	
+5.7%	10.9%	森林ファンド	17.6%	+7.5%	
+0.0%	0.0%	農地ファンド	0.0%	+0.0%	
▲2.4%	1.6%	再生可能エネルギーファンド	1.5%	▲2.3%	
▲0.2%	23.4%	MBS	0.0%	+0.0%	
+4.2%	26.6%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	2.9%	▲3.4%	
+13.2%	50.0%	仕組債	0.0%	▲1.3%	
+13.1%	57.8%	ETF	2.9%	+0.4%	
+7.7%	15.6%	アジア・エマージング株式・債券	10.3%	▲7.4%	
▲9.2%	0.0%	その他	39.7%	+16.9%	

(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

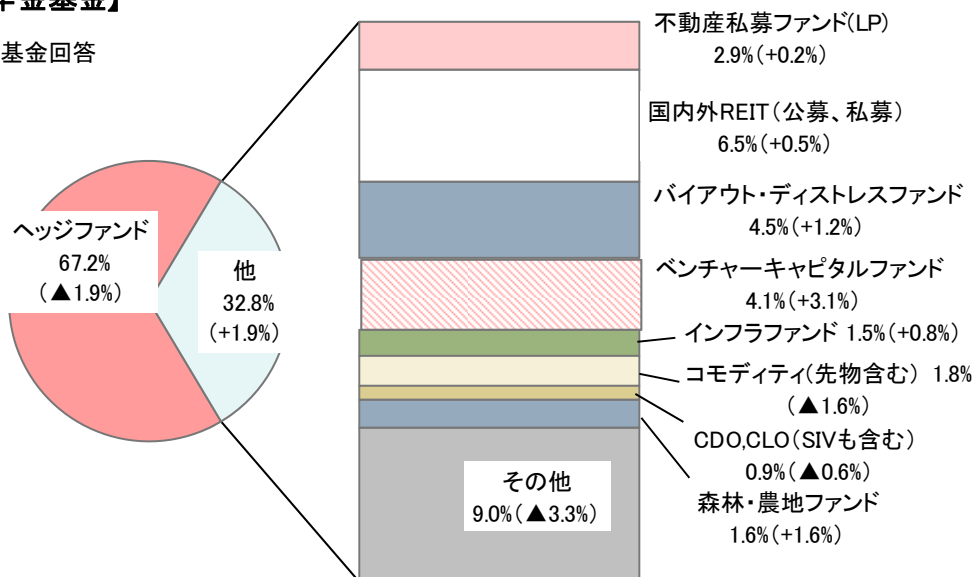
(出所) 大和総研

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？

**【年金基金】**

63基金回答



(出所) 大和総研



### 2-3. オルタナティブ投資、年金運用の方向性

図表 2-7 は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に関する設問となっている。この結果を見ると「現在よりも資産配分を増やす」（16.3%）が、「現在よりも資産配分を減らす」（12.2%）を上回っていることが分かる。ただし、前年度比を確認すると、それぞれ+0.3ポイント、+5.8ポイントと、やや資産配分を減少させる勢いが優勢のようだ。また「現状維持」（66.7%）は、前年度比▲10.1ポイントと大きく低下し、「全ての資産配分を無くす」（4.8%）も、同+4.0ポイント上昇しており前年度とは異なる傾向が確認できる。

さらに、今年度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。双方ともに、「流動性が高いオルタナティブ投資商品を検討・増額」（金融法人：44.6%、年金基金：37.7%）、「安定したインカムゲインの資産（コア型不動産等）を検討・増額」（金融法人：38.5%、年金基金：40.3%）に回答が集中していることが分かる。解約流動性の高さ（すぐに現金化できる）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、前年度と変わらず高い傾向にある。また「伝統的金融資産（国内株、国内債券等）への回帰」（金融法人：前年度比：+4.1ポイント、年金基金：+10.1ポイント）も、双方ともに前年度から比率を伸ばした。一方で、年金基金では、「独立系（投資顧問会社）のヘッジファンドの採用抑制」（3.9%：前年度比▲26.7ポイント）や、「総幹事（信託銀行、生保の系列投資顧問等）が提供するヘッジファンドの採用へシフト」（15.6%：同▲19.9ポイント）の低下が顕著であり、AIJ 事件以降に高まった、総幹事等が提供するプロダクトに回帰する流れは収束しつつあるともいえる。

### 2-4. 運用環境の懸念、今後の年金基金運営の方針変化

図表 2-9 は、米国量的緩和（QE3）の縮小や欧州債務危機、異次元緩和等、運用環境の変化に関する懸念事項を尋ねた設問となっている。双方ともに、最も関心が高かったのは、「アベノミクスの失速（デフレ環境の継続）」（金融法人：79.5%、年金基金：66.4%）となった。

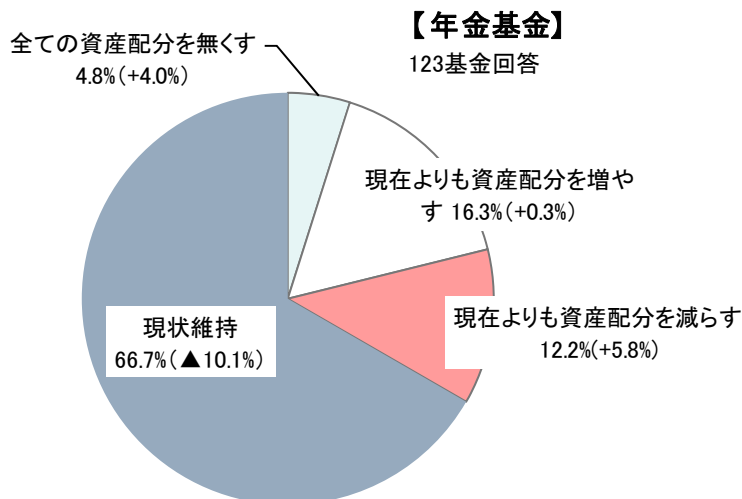
さらに図表 2-10 では、今後の年金基金運営の方向性を問う設問となっている。前年度から比率は低下するものの、やはり「予定利率の引き下げ」が 42.7%と最も高率となった。意見の中には“ALM 分析に基づく資産配分の見直し”（企業年金）といったものや、“運用において GPIF を確実に上回る”（厚生年金）など資産側の見直しに関する内容も多く寄せられた。また“基金廃止後の方向性を早期に検討したい”、“改正厚生年金保険法への対応”（ともに厚生年金）の意見に代表されるように、財政状況が悪化した厚生年金基金に解散を促す法律（改正厚生年金保険法：2013年6月成立）への対応を不安視する意見も存在した。

## 2-5. 政策資産配分内での株式配分について

図表 2-12 は、年金基金での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」は昨年度から+18.2ポイントと大きく上昇し22.2%に達した。同様に、外国（先進国）株式配分も「増額する」（40.0%）の比率が+4.9ポイント上昇している。昨年度とは大きく市場環境が変化し、安倍政権発足以降、上昇傾向にある株式相場を反映して年金基金のリスクオン姿勢が鮮明となっているようだ。一方で、新興国株式は、「増額する」（41.2%）が、▲39.4ポイントと大幅に低下したことは、米国量的緩和（QE3）の出口情勢を見極めたいとの姿勢の表れと解釈できる。

図表 2-7 オルタナティブ投資のスタンス（年金基金のみ）

オルタナティブ投資へのスタンスを教えてください

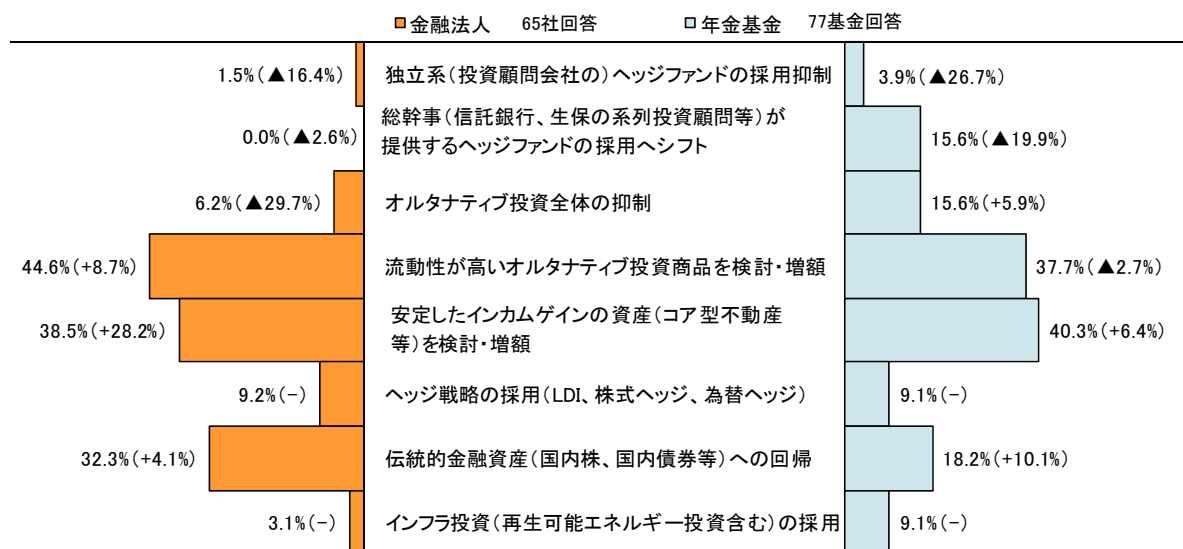


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-8 今後のオルタナティブ商品の投資ストラテジー

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）

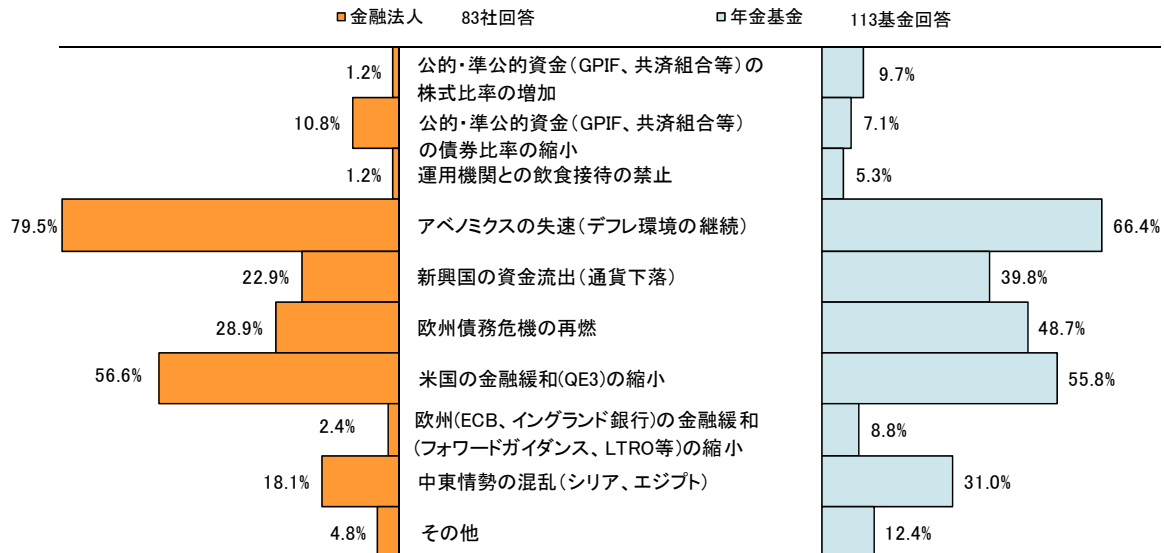


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-9 今後の年金運用（有価証券運用）における懸念

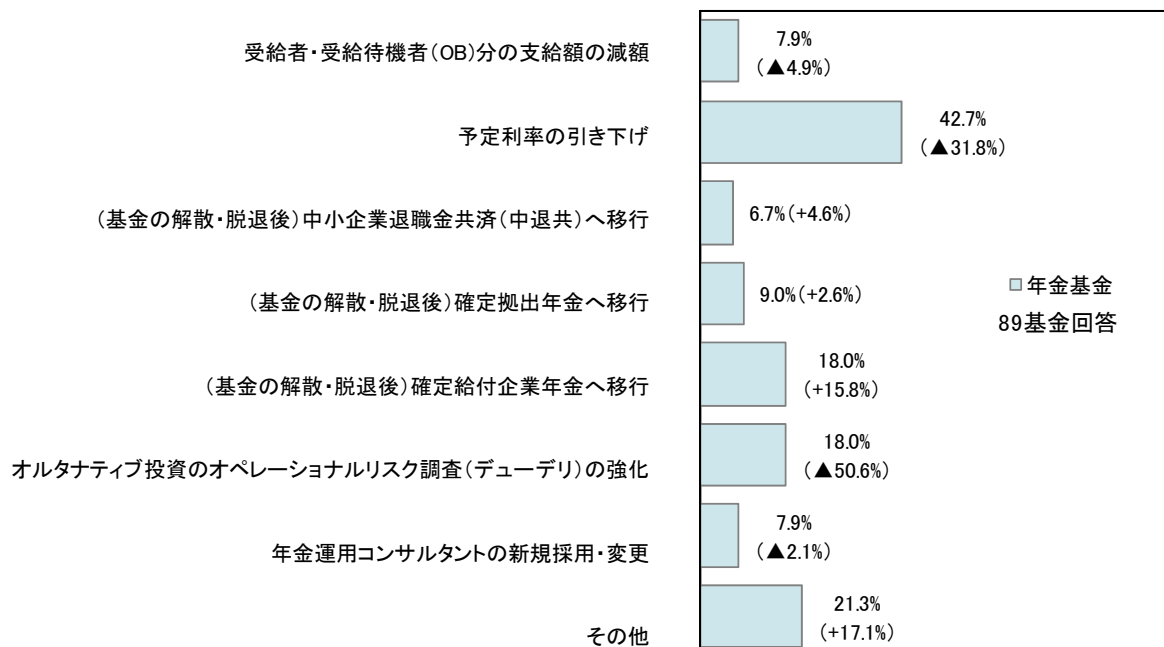
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-10 今後の、年金基金運営で検討していること（年金基金のみ）

今後の年金基金運営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

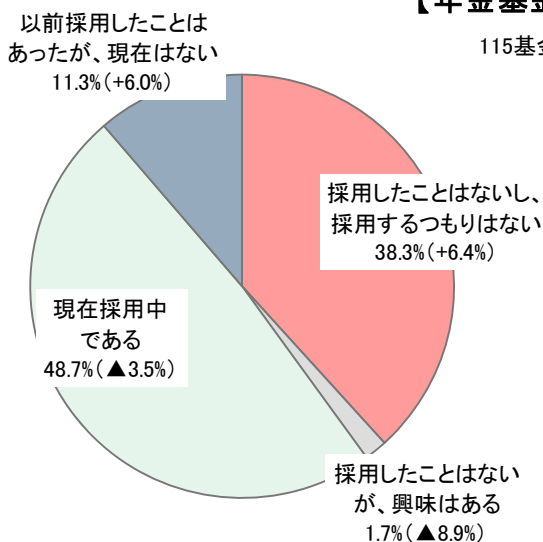
(注) 括弧内は前年度比増減

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

## 【年金基金】

115基金回答



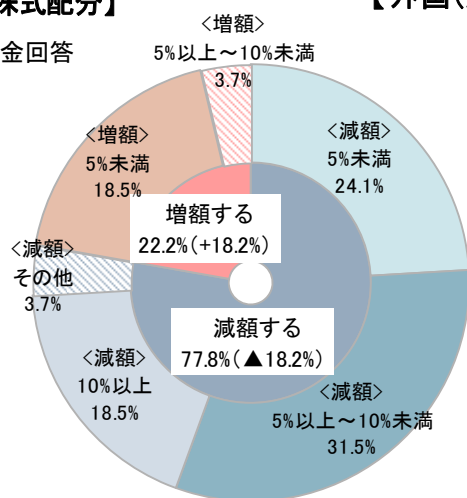
(注) 括弧内は前年度比増減  
(出所) 大和総研

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？

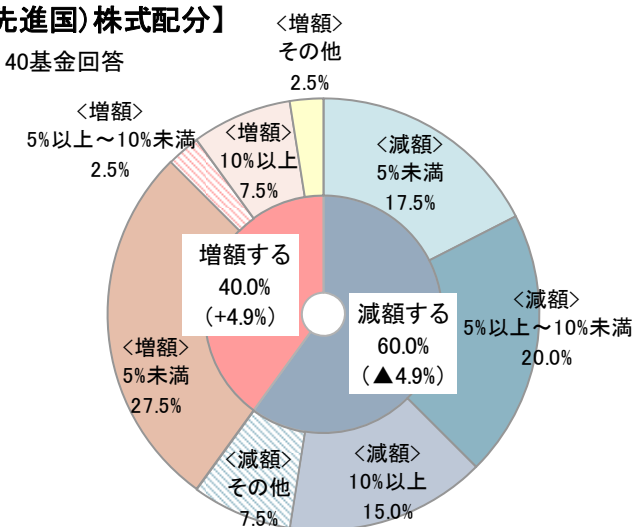
## 【国内株式配分】

54基金回答



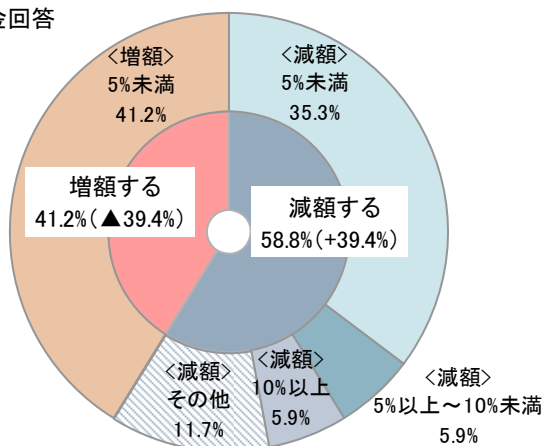
## 【外国(先進国)株式配分】

40基金回答



## 【新興国株式配分】

17基金回答



(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月から実施されたバーゼル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、やや比率は低下しているが、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」(57.7%：前年度比▲15.1ポイント)に回答が集中していることが分かる。金融機関同士(銀行、証券、保険、ノンバンク等)にも持合いの対象が拡大された、新ダブルギアリング(対応控除アプローチ)ルールへの懸念は今年度も根強い結果となった。また「流動性カバレッジ比率(LCR)への対応(システム対応等を含む)」(30.9%)、「安定調達比率(NSFR)への対応(システム対応等を含む)」(20.6%)が続いており、規制改定の中でも重要視されている流動性規制への対応が上位を占めた。さらにバーゼルⅢの実施に伴い投資を懸念する商品(図表3-2)では、昨年と変わらず「劣後債(金融機関)」(75.7%：内訳、総合企画部門11.7%、市場金融部門64.1%)への回答が目立った。国内基準行での純投資(対応控除アプローチ<sup>2</sup>②、③)は、他の金融機関等の普通株、強制転換条項付優先株のみ控除対象となり、劣後債は免除されたため、慎重な投資スタンスから解消されたと見られていた。しかし実際は、リスクウェイト上昇も決定されており<sup>3</sup>、懸念を払拭するのは容易ではないとの見方が根強いようだ。さらに「(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▲8.8ポイント低下し、ついにゼロ回答になった。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、過去からの保有銘柄や、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、概ね対象外とされたことの<sup>4</sup>周知が浸透したようだ。

#### 3-2. アウトライヤー値の大幅低下

図表3-3は、金融機関の金利リスク量の上限を示し、20%以内に収めることが求められてい

2 対応控除アプローチ(corresponding deduction approach)では、連結外金融機関向け出資のうち、①持合いのケース及び出資比率10%超出資先の普通株以外の資本調達手段は全額控除、②出資比率が10%を超える出資先の普通株については、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(繰延税金資産、モーゲージサービシングライツと合算で最大15%が控除対象外)、③②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。

3 国内基準行の新基準では、2014年3月以降、新規制適格資本(生保等が発行している永久劣後債も対象)等への投資に関しては、リスクウェイトが100%から250%へ引上げられる。

4 主要行等向けの総合的な監督指針【平成24年6月発表】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。

るアウトライヤー比率<sup>5</sup>に関する設問となっている。これを見ると同比率が「5%未満」(39.3%)との回答が前年度比▲28.8ポイントと大きく低下していることがわかる。昨年度より金利リスク量が上昇した要因として、2013年の4月～5月にかけて一時的に(金利が乱高下し)日本国債のボラティリティが急激に上昇したことが背景にある。多くの金融機関がアウトライヤー比率の計測を99パーセン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対象に入ると自動的に比率が上昇する仕組みとなっているため<sup>6</sup>。ただし、未だ「5%未満」も全体の約4割を占めており、「5%以上～10%未満」(40.5%：前年度比+20.3%)を合わせると全体の約8割弱に達することから、多少上昇したとはいえ、未だ多くの金融機関では金利リスク水準は低位に留まっている様子が見える。

### 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・金利リスクも現状維持」(48.1%：前年度比+15.3%)が全体の半分近くに達しており、慎重な投資スタンスが見える。しかしながら「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」(24.5%)が前年度比▲18.4ポイントと大きく低下していることは留意するべきであろう。その反面、「有価証券残高は変更せずに金利リスクは減少させる」(19.8%)が同+15.6ポイントと上昇している結果をみると、金利リスクに対する警戒が徐々に高まりつつあることが確認できる。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」(22.2%)が前年度比▲32.2%と大幅に減少しており、地域金融機関を中心にデュレーションを短期化する兆候も現れている。

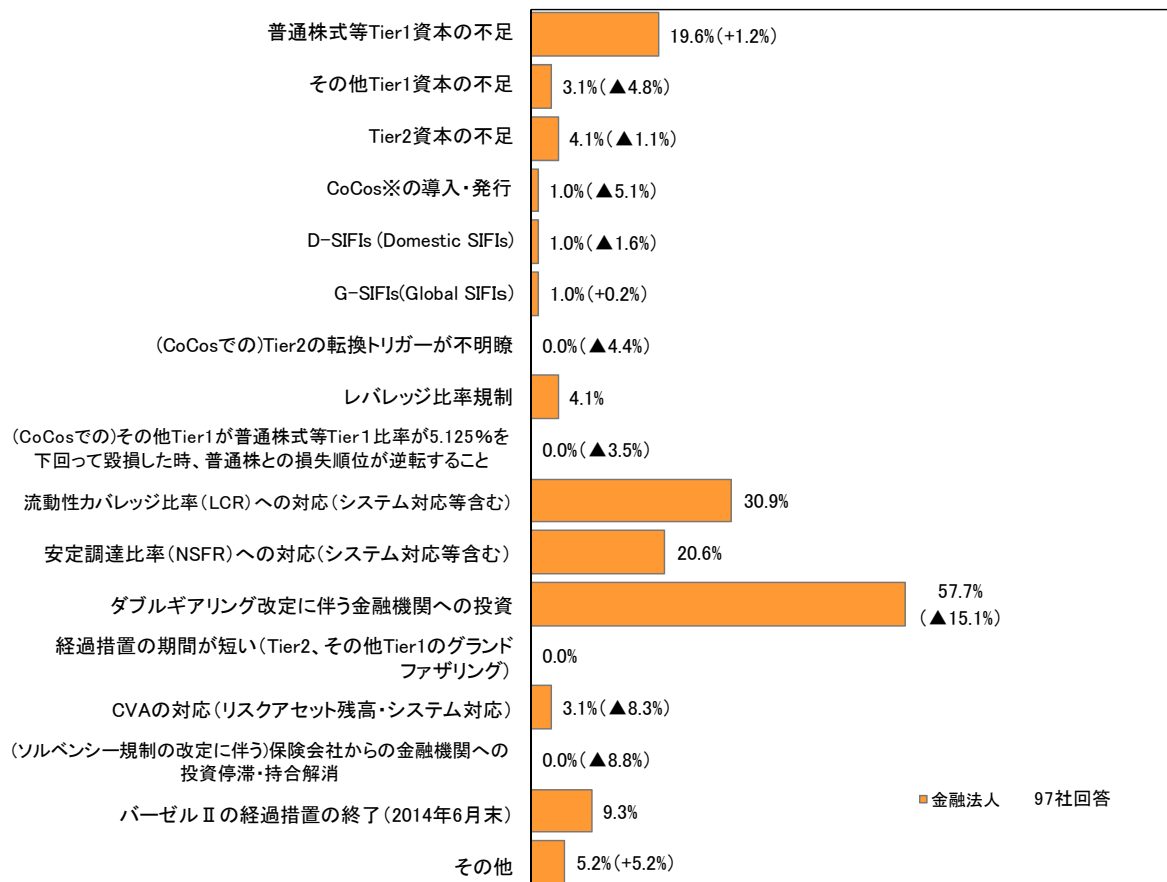
5 アウトライヤー比率とは、上下一定の「標準的金利ショック」を与えた場合の、銀行勘定の資産・負債・オフバランスシート項目のネットの経済価値の低下額(いわゆる「金利リスク量」)を算出し、それが自己資本の基本的項目(Tier1)と補完的項目(Tier2)の合計額の20%を超えるか否かという基準。銀行の国債等(金利リスク)の投資に影響するといわれる。

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月から開始されたバーゼルⅢに関する懸念は何ですか？(複数回答可)

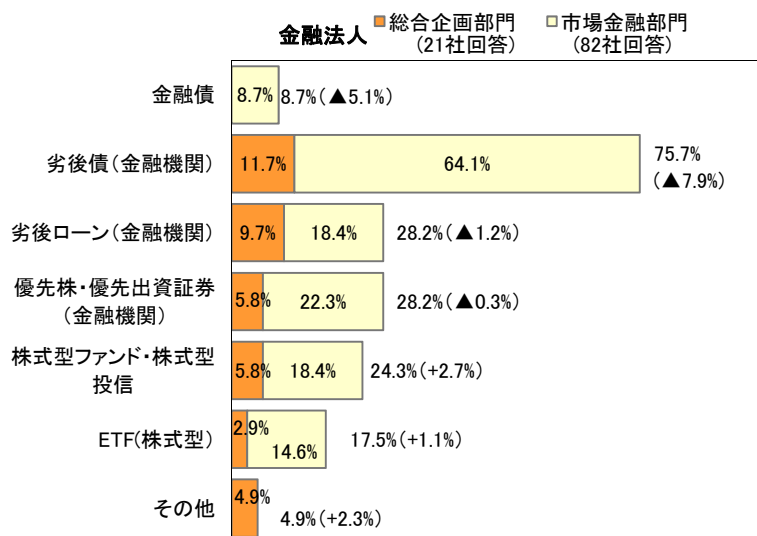


(注) 括弧内は前年度比増減

(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)



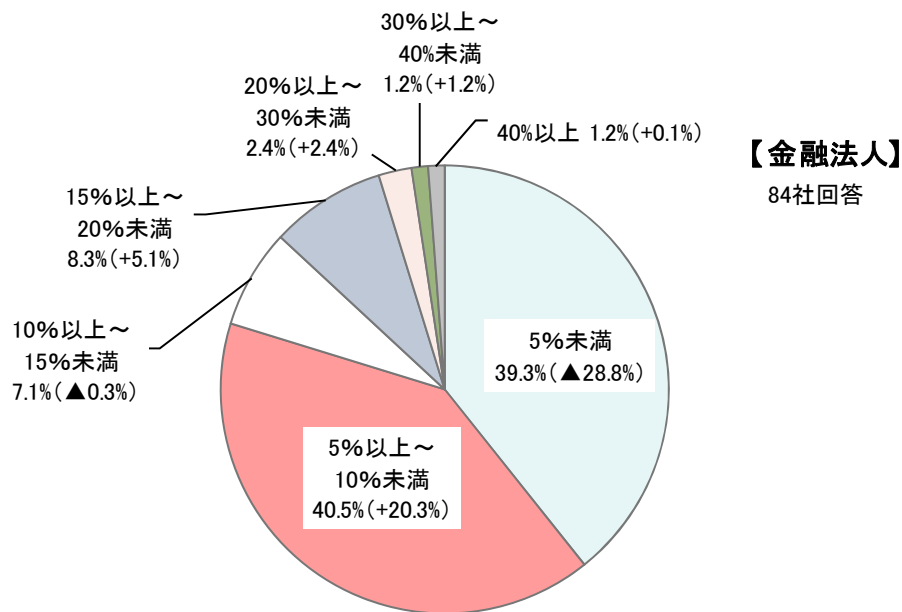
(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

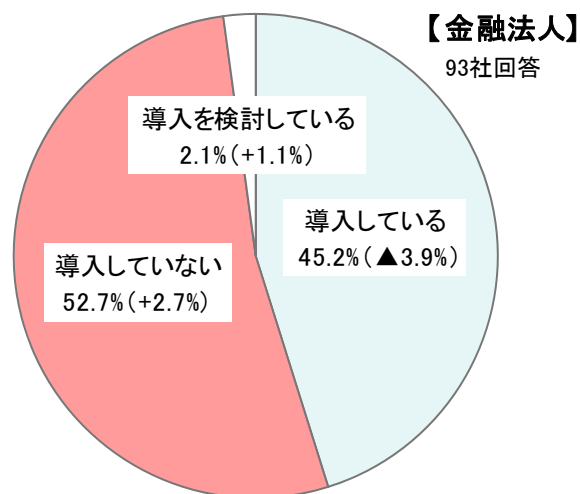


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

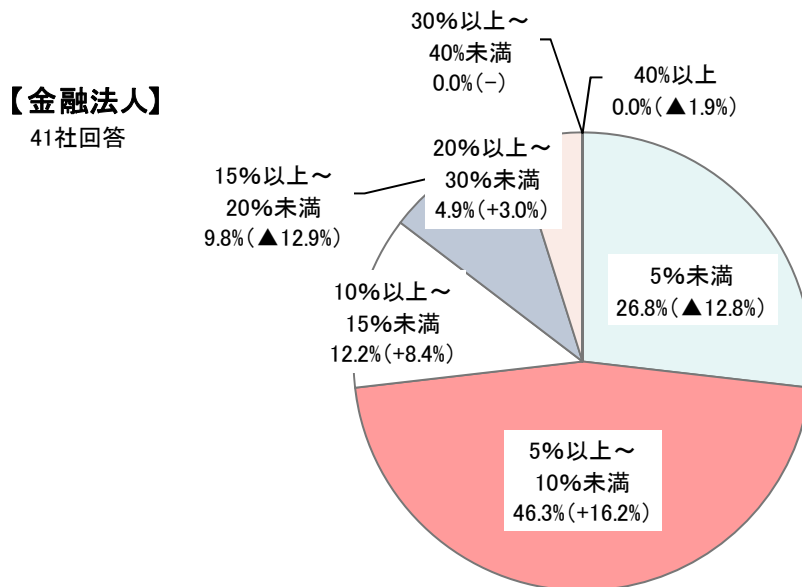


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）**

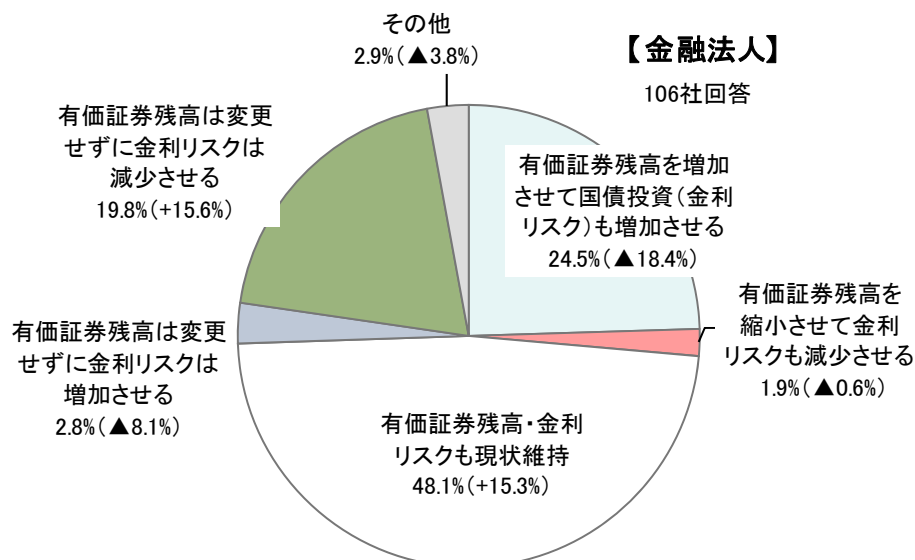
（コア預金モデル導入前の基準で）アウトライヤー比率はおよそ何%ですか？



(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）**

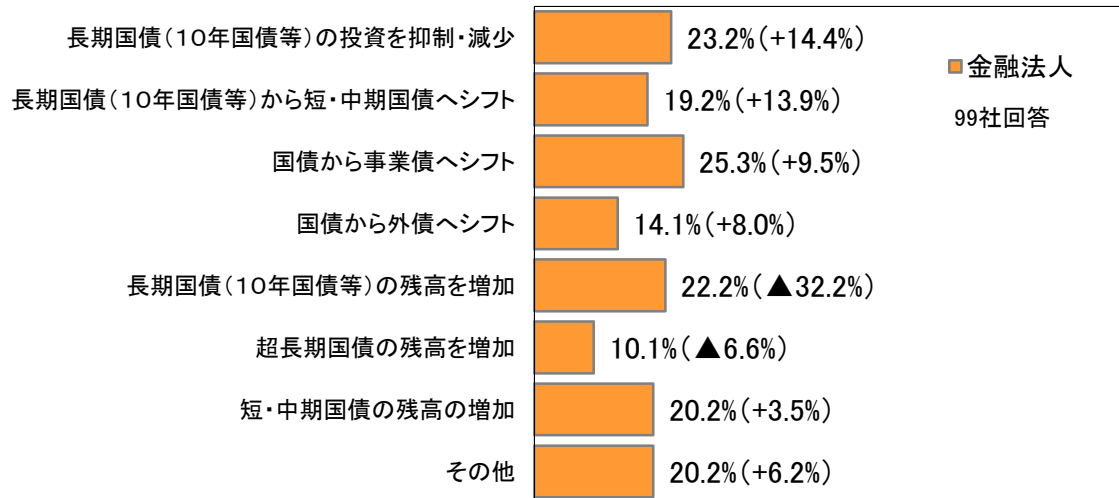
今後の国債投資（金利リスク）に対する方針はどの様にお考えですか？



(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）

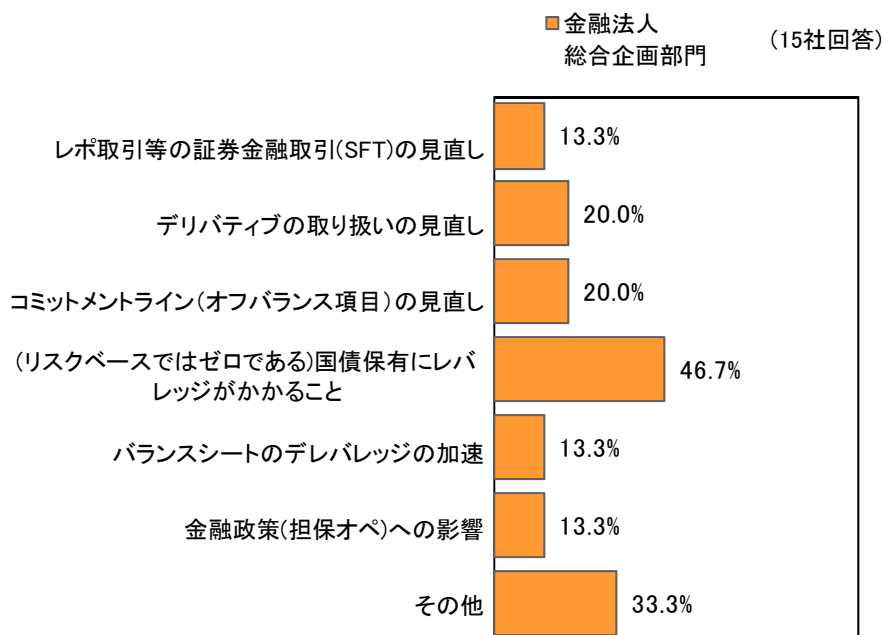


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 3-8 レバレッジ比率規制の改正案に対する懸念点

レバレッジ比率規制の改正案に対する懸念は何ですか？（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、前年度比▲9.4ポイント低下しゼロ回答となっていることが分かる(図表3-9参照)。一方、「投資している」も市場金融部門で2.8%、年金基金ではゼロ回答となり、投資・発行ともに低調な様子が見えてくる。コンティンジェント・キャピタルへの投資は、国内基準行にとって現行の株式投資(出資:リスクウェイト100%)より高い掛け目が要求されるため、一定程度の投資抑制効果が働く可能性が高い。そもそも、コンティンジェント・キャピタルはその内容の複雑さから、投資に慎重なスタンスを採る機関投資家も少なくない。個人向けに発行したとしても、適合性の原則をどこまで担保できるかは懐疑的な意見も多いのが現実であろう。それ故に、直ぐにでもコンティンジェント・キャピタルの発行に踏み切る発行体(国際基準行)は少なくなっているともいえる。

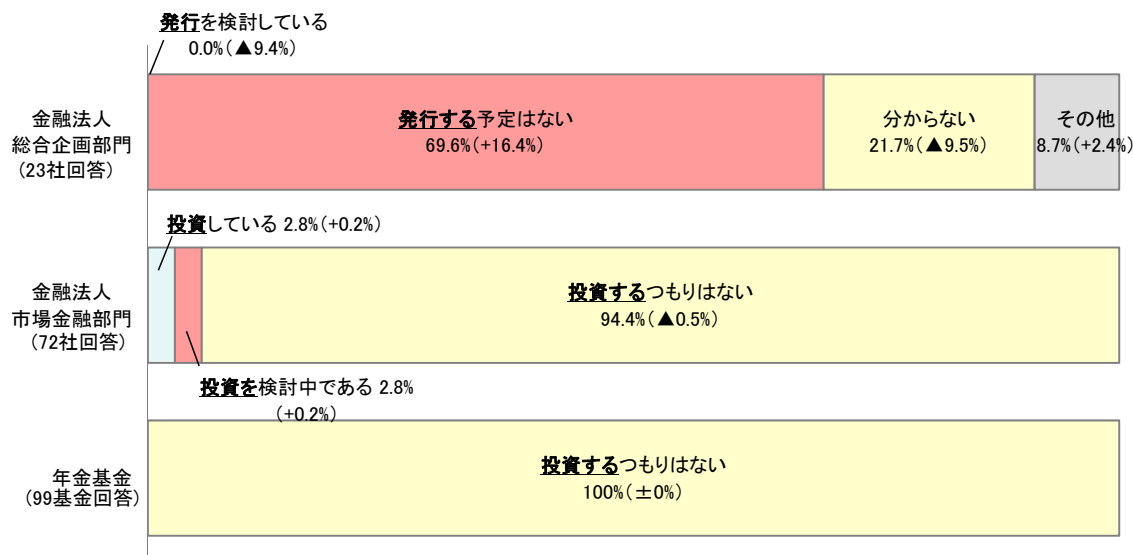
さらに、図表3-10は、コンティンジェント・キャピタルを発行・投資する際に期待しているターボン(インカムゲイン)を示している。金融法人では、投資する側の市場金融部門が「1%以上~3%未満」(48.0%)、年金基金では、「3%以上~5%未満」、「5%以上~7%未満」(ともに42.9%)と期待リターンに関して若干の温度差がある。また市場金融部門では「7%以上~10%未満」、「10%以上」もそれぞれ4.0%回答があり、欧州金融機関<sup>7</sup>の発行事例を念頭に大幅に高いインカムゲインを想定している投資家の存在も確認された。

<sup>7</sup> 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？

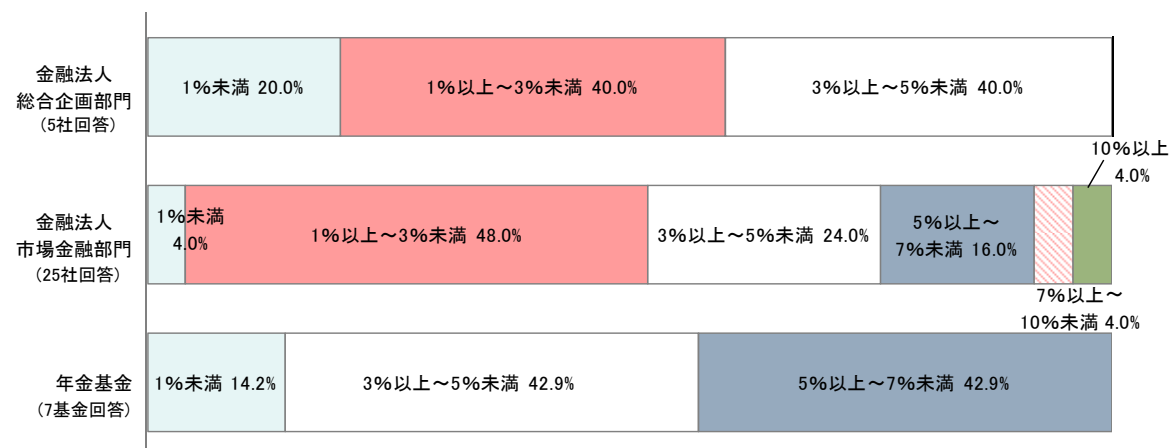


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

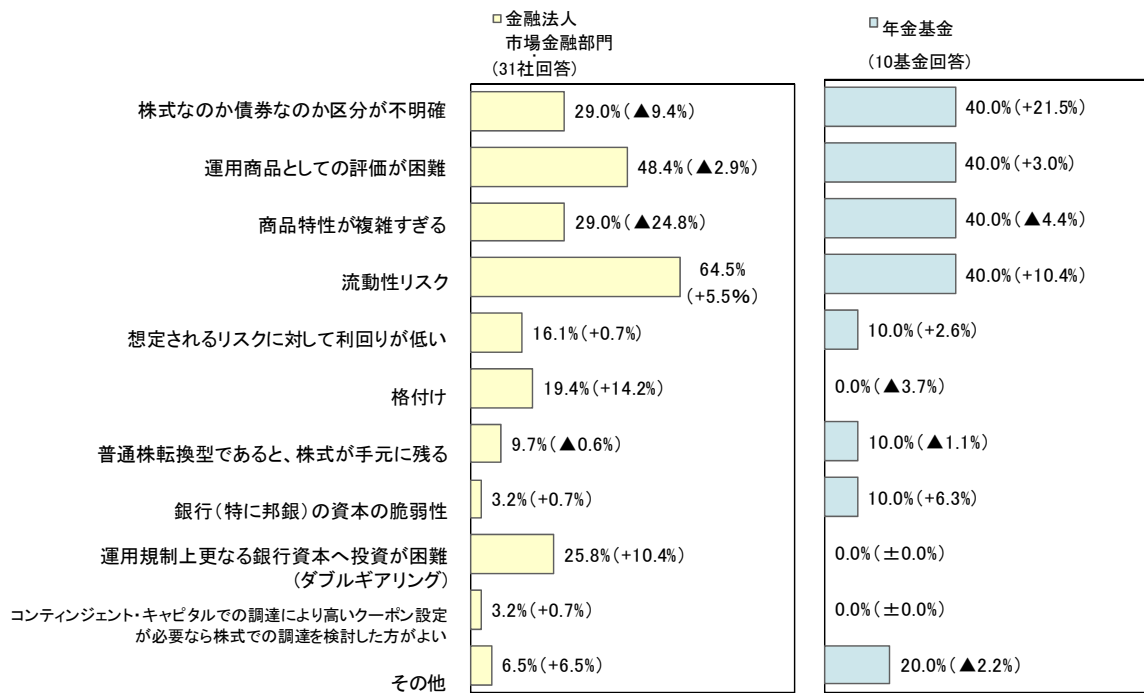
コンティンジェント・キャピタルのクーポン（インカムゲイン）はどの程度を期待しますか？



(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・キャピタル投資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

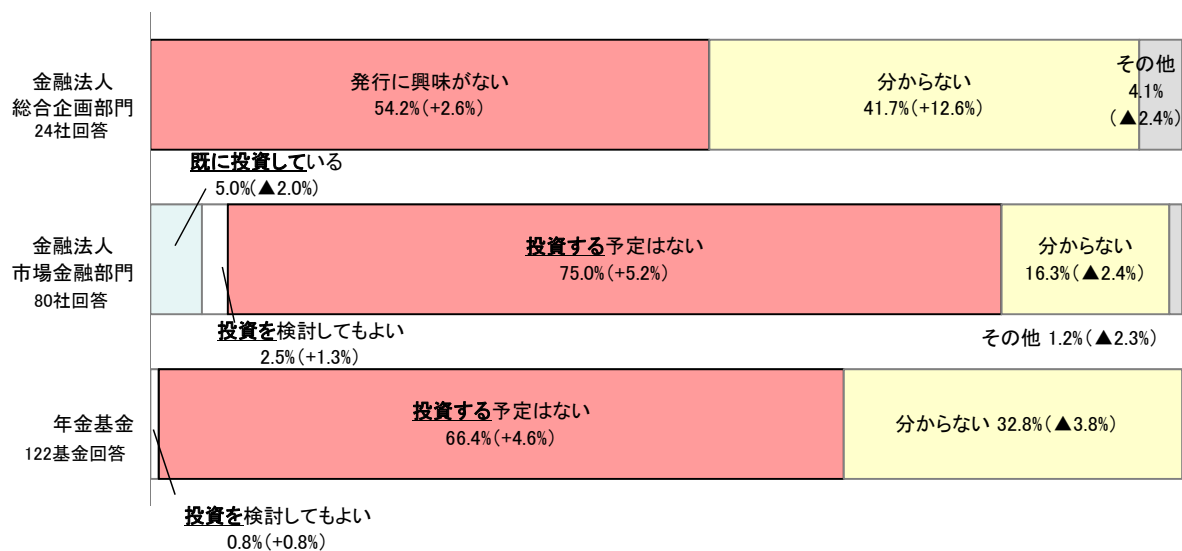
カバード・ボンド(CB)とは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種を指す。信用力の高い債権で構成される倒産隔離されたカバープールを担保として発行され、投資家は発行体の信用力と、担保資産との信用力を享受できるダブルリユース型の債券としての機能を内包する。証券化商品のような資産担保証券とは異なり、担保資産は発行体の貸借対照表上に残ることが一般的のため、通常の本証券(MBS)やバンクローン(LBOローン)とも違った金融機関発行の債券としても注目されている。カバード・ボンド市場はドイツやフランス、デンマーク等の欧州の金融機関が発行するケースが殆どとなっている。現時点では日本のカ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

カバード・ボンドについては、金融法人の市場金融部門では「既に投資している」が5.0%、「投資を検討してもよい」が2.5%存在しており、既に導入・検討している金融機関も見受けられる(図表3-12参照)。また、年金基金では「投資を検討してもよい」(0.8%)も若干ながら存在している。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、昨年度に続き「ドイツ」(金融法人:75.6%、年金基金:68.8%)に、双方で回答が集中する結果となった。金融法人では「英国」(39.0%)、年金基金では「スウェーデン」(25.0%)も回答が目立った。また図表3-18では、カバード・ボンド投資の懸念点を尋ねた設問であるが、「担保資産のモニタリング・詳細調査が出来ない」(総合企画部:36.4%、市場金融部:58.3%、年金基金:39.1%)、「運用商品としての評価が困難」(総合企画部:45.5%、市場金融部:38.9%、年金基金:52.2%)、の項目に回答が集中している。特に裏付けとなる担保に対しては懸念の声が多数寄せられている点は留意すべきであろう。自由回答意見の中には、“かつてサブプライムローン問題に見られるように、格付けが良かったとしても実態が伴っていないものかが判断できない”(企業年金)、“担保資産の時価と売買価格の乖離を懸念”(信用金庫)、“一定の管理が必要なことには変わりなく、管理負担増加に見合う収益が得られるとは想定しづらい”(系統金融機関)など、辛辣なものも多くみられた。

## 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？

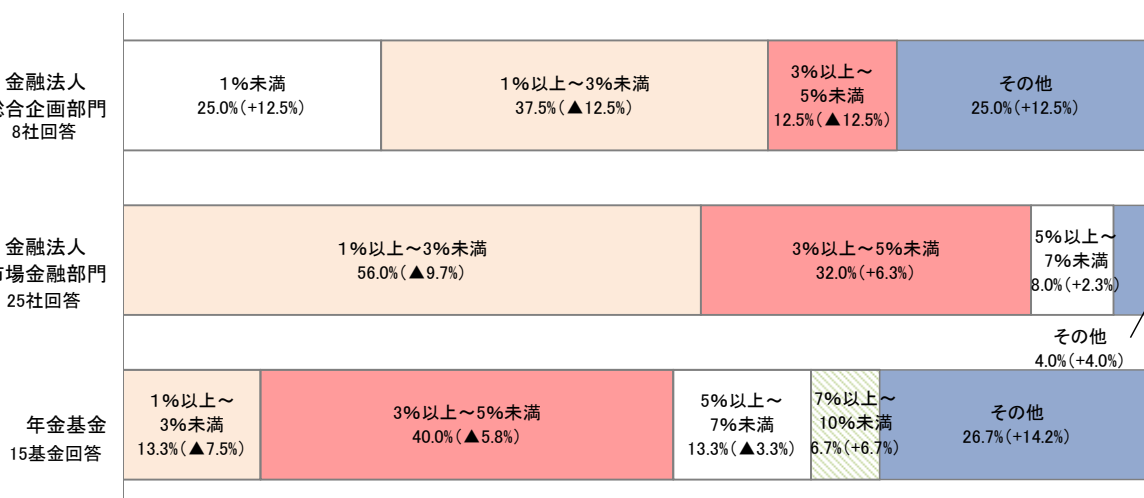


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？



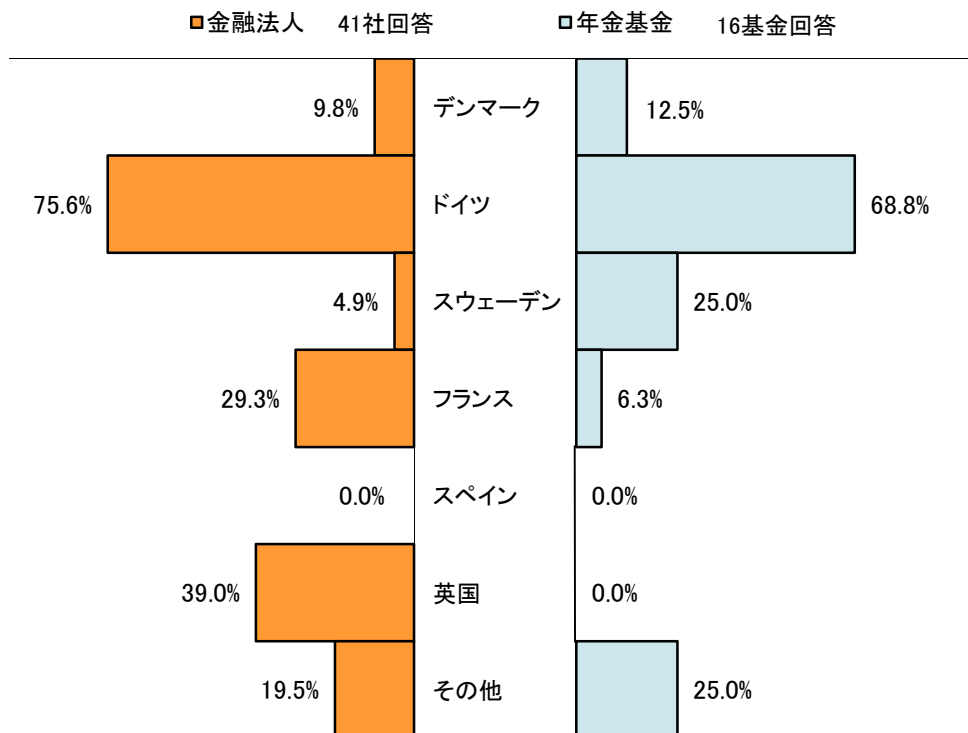
(注) 括弧内は前年度比増減

(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

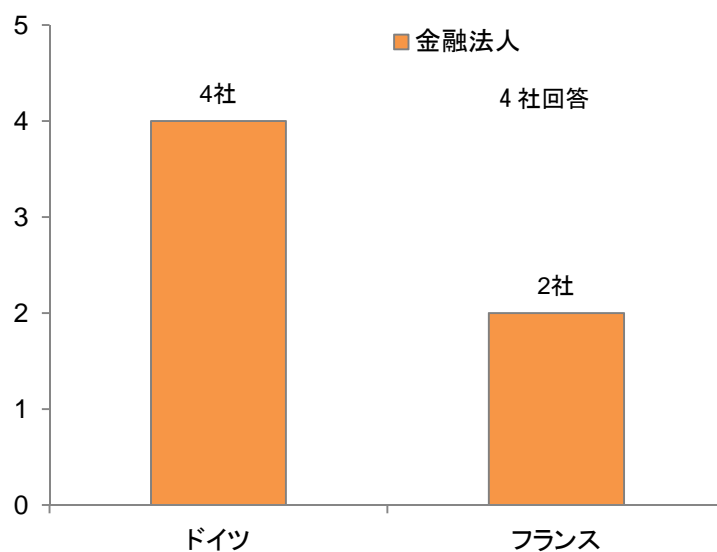
カバード・ボンドへ投資する（投資を検討する）ならどの国に興味がありますか？（複数回答可）



(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

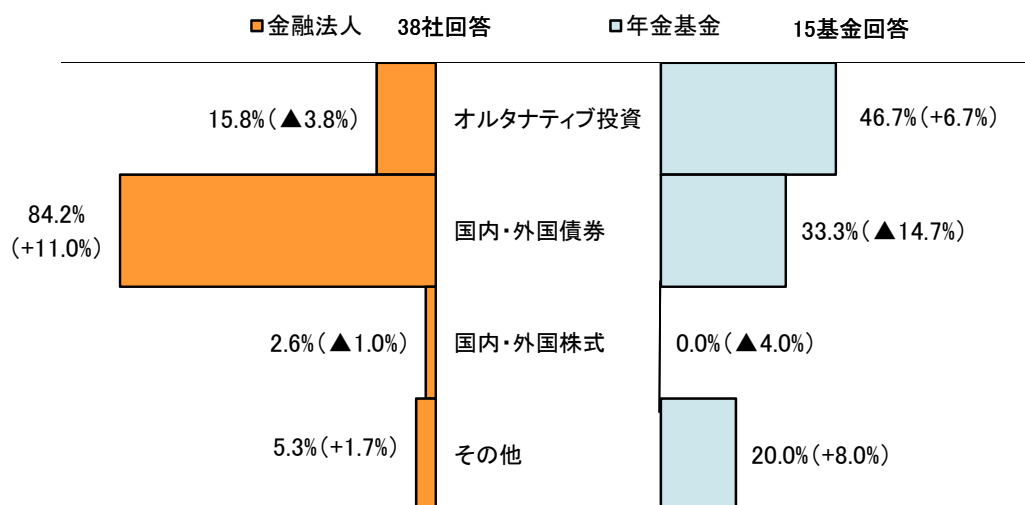
(図表 3-12 で投資していると回答した中で) どの国のカバード・ボンドへ投資していますか？（複数回答可）



(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**

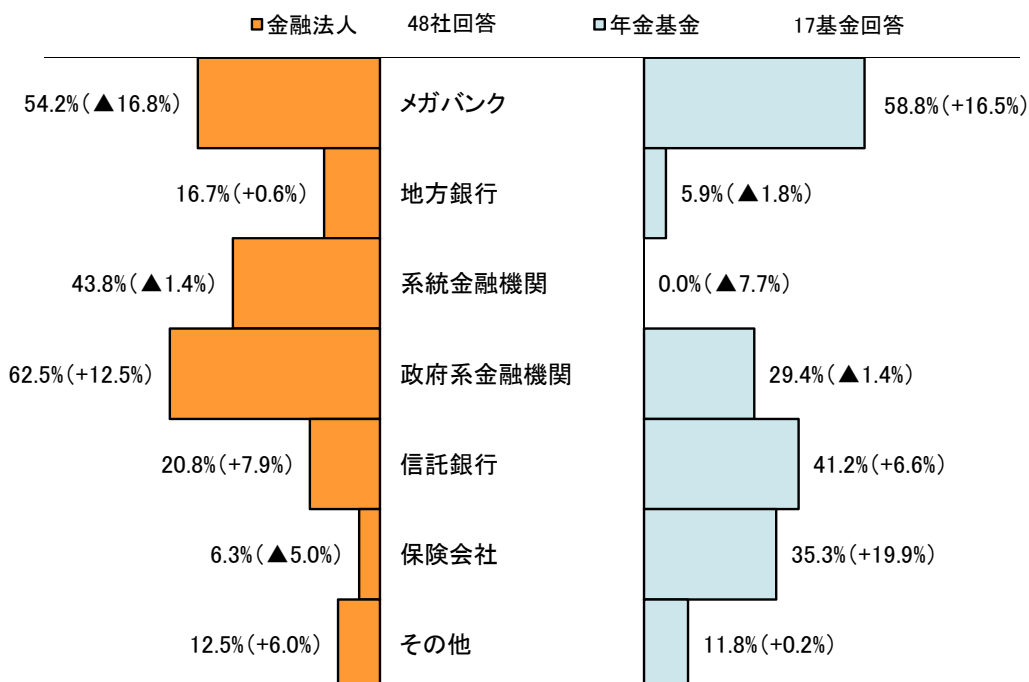
カバード・ボンドへ投資するならどの資産クラスですか？（複数回答可）



(注) 括弧内は前年度比増減  
(出所) 大和総研

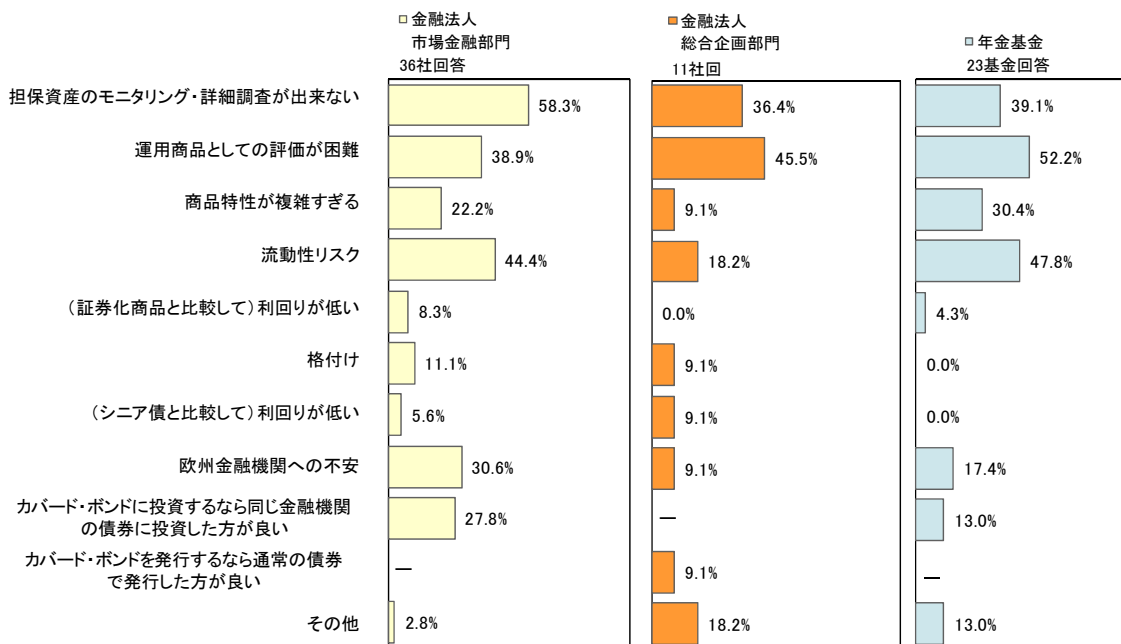
**図表 3-17 どの発行金融機関のカバード・ボンドに興味があるか**

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）



(注) 括弧内は前年度比増減  
(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について

昨今、国内で募集されている再生可能エネルギー投資のストラクチャーは、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いるものが多い。特に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、近年、多くの投資家から注目されているといえよう。再生可能エネルギーへの投資状況に関しては、金融法人の「実施している」(10.4%)が前年度から+9.6ポイント上昇し、飛躍的とまではいかないが着実に拡大していることが分かる。一方、年金基金では「実施している」(0.8%：前年度比▲0.7ポイント)は、昨年度とほぼ変わらず大きな変化はないようだ(図表4-1参照)。ただし「実施していないが、検討中である」(金融法人：4.8%、年金基金：9%)の割合が一定程度に達しており、潜在的なニーズが確認されている。

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結果となっている。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」(金融法人：72.7%、年金基金：76.3%)との回答が、双方ともに圧倒的に高い比率であることが分かる。その他では、「風力発電」(金融法人：20.5%、年金基金：39.5%)、「地熱発電」(金融法人：22.7%、年金基金：26.3%)の比率が続いている。しかし「水力発電」(金融法人：9.1%、前年度比▲7.6ポイント、年金基金：5.3%、同▲5.4ポイント)、「潮力発電」(金融法人：6.8%、前年度比▲7.1ポイント、年金基金：2.6%、同▲8.0ポイント)は、双方ともに比率が減少していることが確認できる。

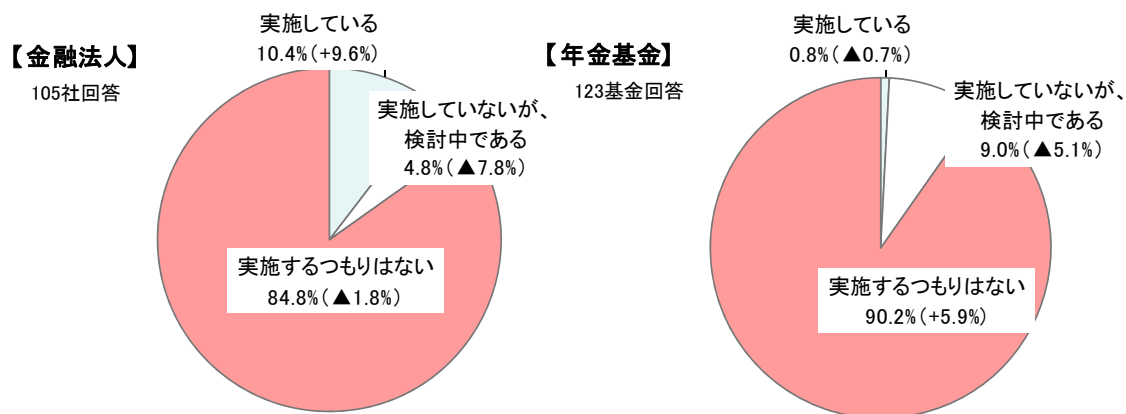
### 4-2. 再生可能エネルギーの投資の懸念点について

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：28.6%、年金基金：24.0%)は、双方ともに昨年度から大幅に減少している。一方、「政府買い取り価格(FIT)の変更・方針転換」(金融法人：55.4%、年金基金：58.0%)は、昨年度から双方とも高率であり、今年度も比率が大きく上昇した。特に太陽光発電に関しては2015年度以降、FITを現行のKwhあたり38円程度から30円近くにまで買い取り価格を引き下げる案が浮上しており、制度を開始した当初の価格から大幅に下がる可能性があることが懸念材料となるであろう。寄せられた意見の中には、“エネルギー環境の変化により、再生可能エネルギーに大きな需要があるか懸念している”、“設備劣化による産業廃棄物処理問題”(ともに企業年金)など、将来的な不安の声が散見された。

(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？

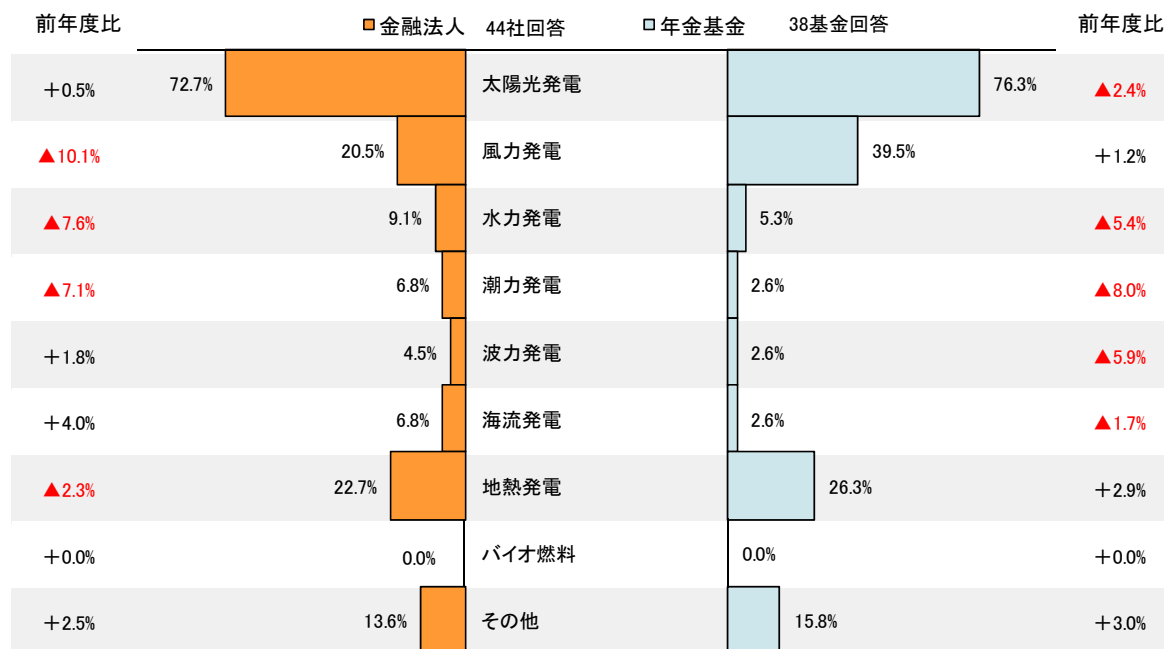


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

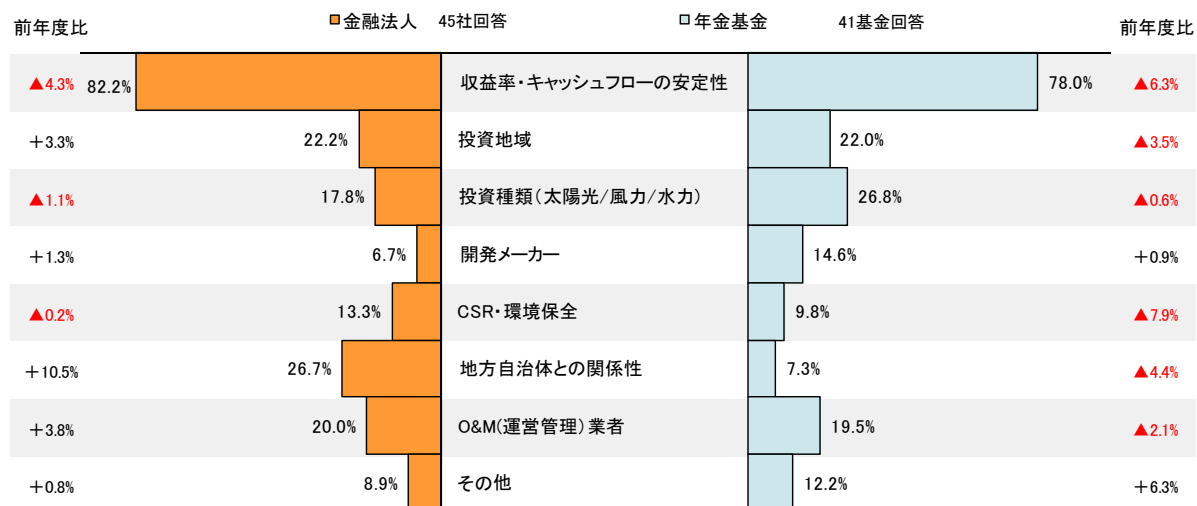
現在、再生可能エネルギー関連で投資したい施設は何ですか？（複数回答可）



(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

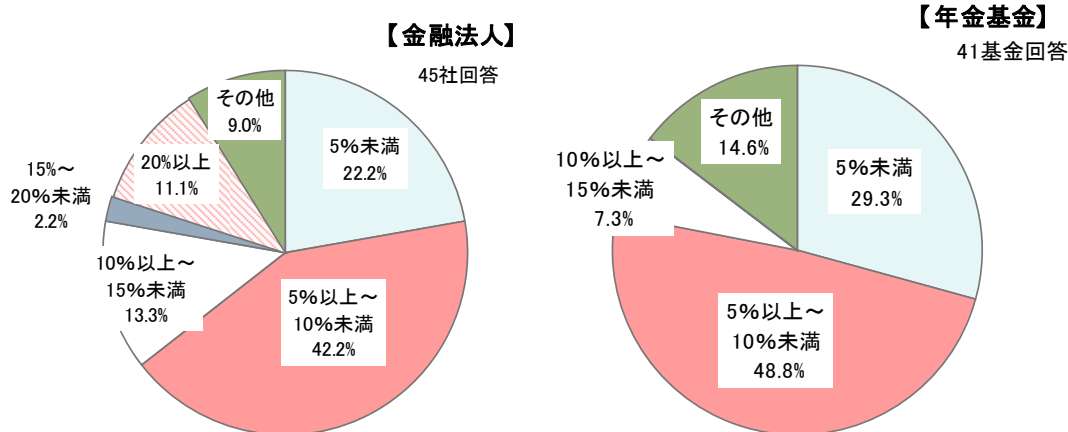
再生可能エネルギーの投資をする際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(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

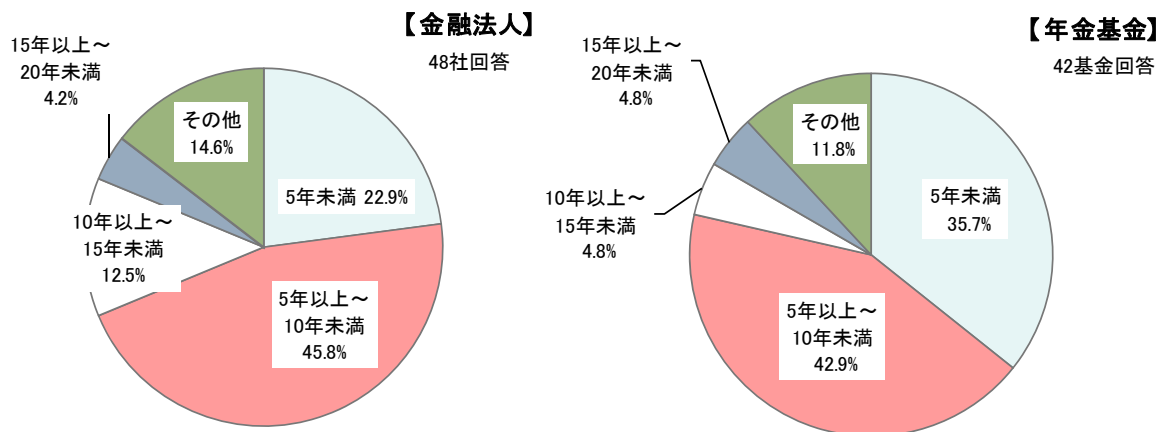
再生可能エネルギーのリターンはどの程度期待しますか？



(出所) 大和総研

図表 4-5 再生可能エネルギーの投資期間

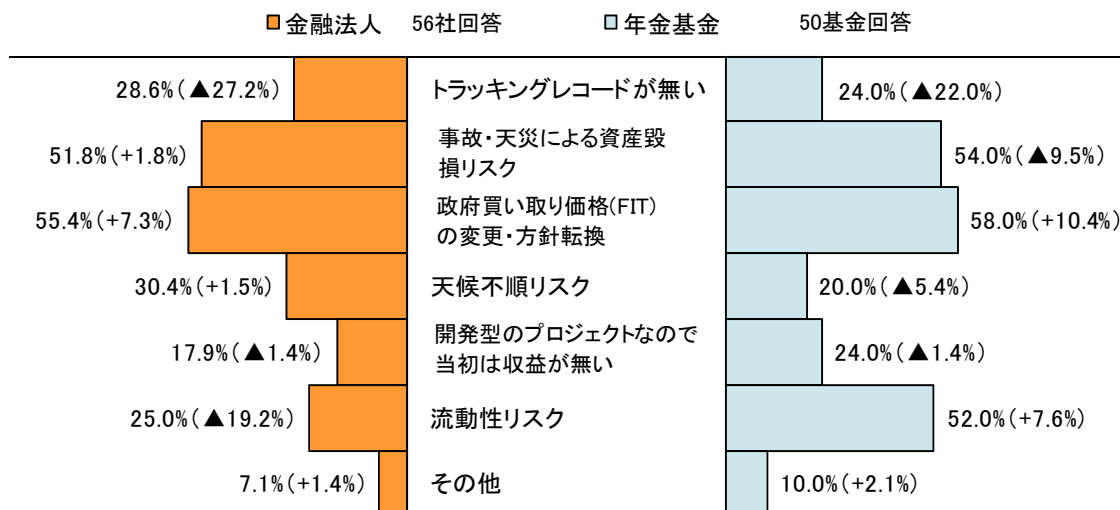
どの程度の投資期間であれば再生可能エネルギーに投資しても良いと思いますか？



(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）



(注) 括弧内は前年度比増減

(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

米国の量的緩和第3弾（QE3）の縮小観測が浮上した今年の5月以降、新興国市場への投資資金が流失し、新興国の株価や通貨が大きく乱高下していた。その影響もあり、昨年度と比較するとアジア・エマージング地域への投資はやや消極的な姿勢が進行しているようだ。アジア・エマージング地域への投資を「実施している」と回答した割合をみると、金融法人（11.9%）が前年度比▲11.1ポイント、年金基金（38.0%）で同▲10.8ポイント低下していることが分かる（図表5-1参照）。さらに、年金基金では「実施していないが、検討中である」（2.5%）が、前年度比▲12.7ポイントと大幅に低下した。

### 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

投資地域別に見てみると、年金基金では、「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資<sup>8</sup>」（58.1%）が最も高率となった（図表5-2参照）。この傾向は昨年度から変わらず、個別地域での選択よりインデックスを活用する年金基金の投資行動が浮き彫りになっているといえる。また昨年度、次いで高率であった「中国（含む香港）」（23.3%）は、前年度比▲16.7ポイントと大きく低下していることが分かる。さらに、株式・通貨市場で大幅な調整局面があった「トルコ」（16.3%）は、前年度比+9.6ポイント上昇する一方、同じ調整局面を経た「ブラジル」（20.9%）は同▲2.4ポイント低下し相反する結果となっている。その他では「ロシア」（18.6%）が前年度比+5.3ポイント上昇、「インドネシア」（23.3%）、「マレーシア」（23.3%）がともに同+4.9ポイント上昇した。一方、金融法人では、昨年度と同様、「中国」（57.1%）、「韓国」（57.1%）が上位を占めた<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> 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。

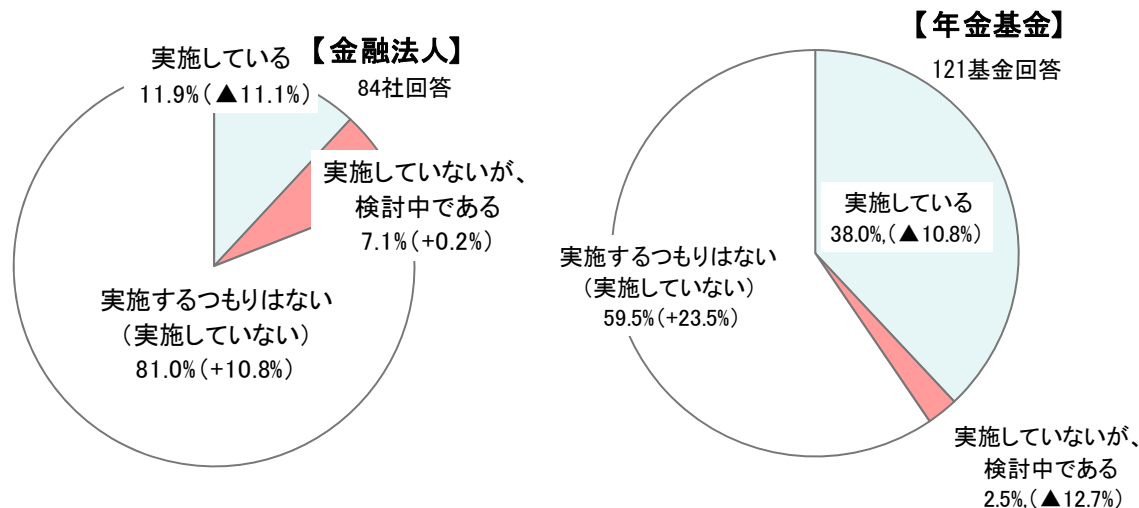
<sup>9</sup> 昨年度から回答が大きく減少したため、個別国の選択状況に関しては大きく数値が変動していることは了承願いたい。



(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)

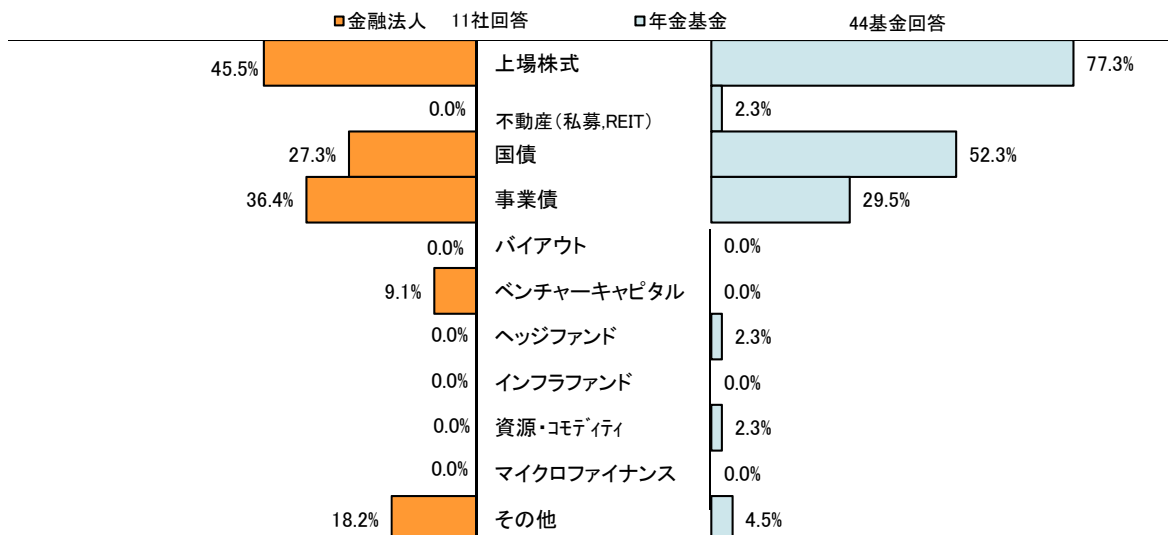
前年度比	金融法人 7社回答	年金基金 43基金回答	前年度比
+27.1%	57.1%	23.3%	▲16.7%
+12.1%	57.1%	20.9%	+0.9%
+18.6%	28.6%	27.9%	▲2.1%
+32.9%	42.9%	20.9%	+0.9%
+18.6%	28.6%	11.6%	▲1.7%
+27.9%	42.9%	23.3%	+4.9%
+28.6%	28.6%	23.3%	+4.9%
+23.6%	28.6%	14.0%	+0.6%
+0.0%	0.0%	9.3%	+2.6%
+0.0%	0.0%	16.3%	+9.6%
+9.3%	14.3%	9.3%	▲4.0%
+3.6%	28.6%	20.9%	▲2.4%
▲15.0%	0.0%	18.6%	+5.3%
+0.0%	0.0%	2.3%	+0.7%
+0.0%	0.0%	4.7%	+4.7%
+4.3%	14.3%	58.1%	▲0.2%
▲0.7%	14.3%	16.3%	+7.9%

(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**

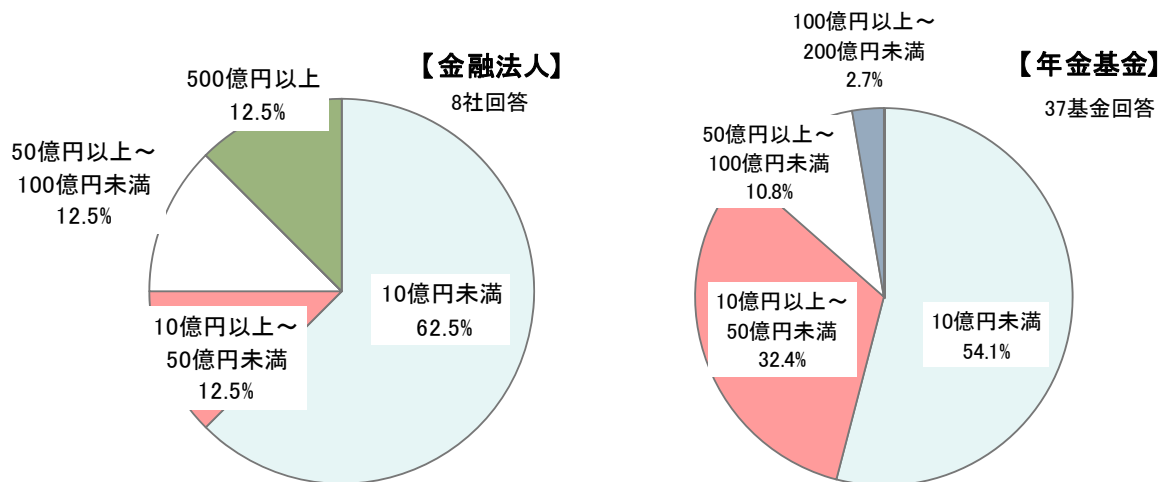
現在どのようなアジア・エマージング地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(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**

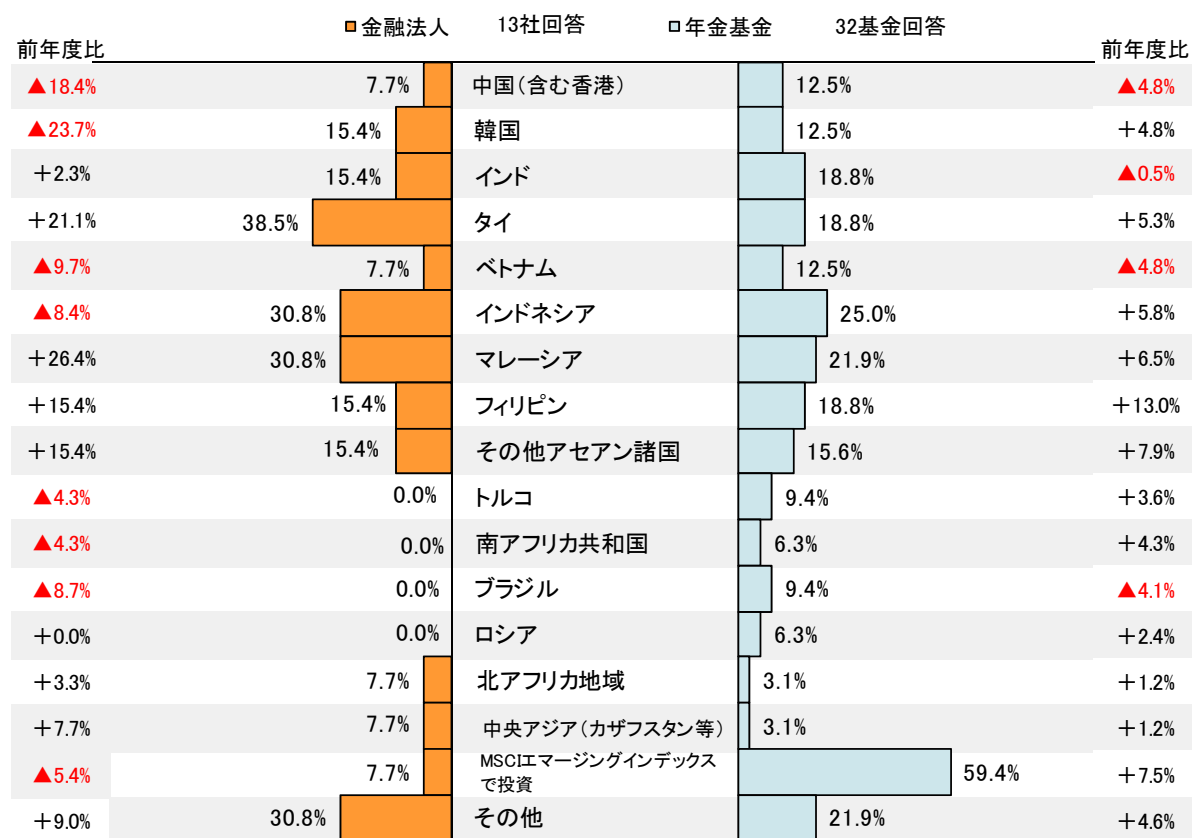
アジア・エマージング地域への投資額はおよそどの程度ですか？



(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）



(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

## 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

金融法人では、リアルアセット投資を「実施している」との回答が、3.5%（前年度比▲1.0ポイント低下）に留まり、昨年度と同様に消極的な姿勢が継続している（図表 6-1 参照）。一方、年金基金では、「実施している」が 16.1%（同+1.0ポイント上昇）存在していた。

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）」（15.8%：前年度比▲25.4ポイント）の比率が大きく低下する一方、「インフラファンド（デット）」（36.8%：同+19.2ポイント）は大幅に比率が上昇している。また「森林ファンド」（10.5%）も前年度比+4.6ポイント上昇し、着実に投資のすそ野が拡大している。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が聞かれ、今後の投資動向が注目されるだろう。

さらに、図表 6-3 は今後検討している商品を示している。ここでは、年金基金の「コモディティ（インデックス）」（11.8%：前年度比+11.8ポイント）、「コモディティ（アクティブ）」（17.6%：同+4.3ポイント）の上昇が目立った。

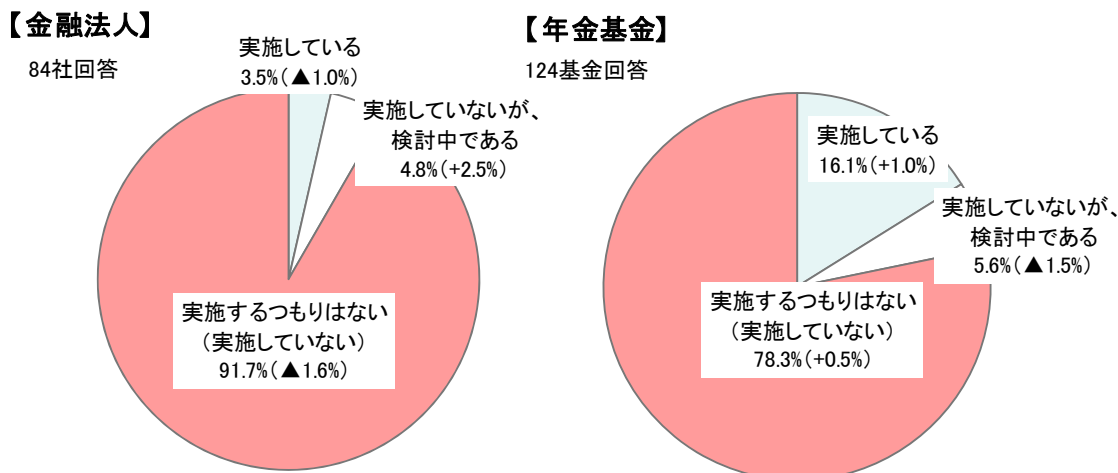
### 6-2. インフラファンドの選択状況、投資意欲（年金基金のみ）

年金基金による、インフラファンドを投資している上位地域（図表 6-4）をみると、「米国」（90.0%）、「英国」（70.0%）、「オーストラリア」（60.0%）の順となっており、軒並み先進国中心となっていることが分かる。またアジアからは、「中国」（10.0%）への投資実績が初めて確認された。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が、今後の動向は注目される。また今後投資したい地域をみると、上位は、「米国」（88.9%）、「英国」（77.8%）、「オーストラリア」（66.7%）とほぼ投資実績と同じ順位が並んでいる。また「日本」（33.3%）を期待する声が今年も寄せられており、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ニーズが確実に存在することが分かる。さらに、今後の年金基金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」（18.8%）が前年度比▲18.8ポイントと大幅に低下している。毎年、上昇基調であった年金基金のインフラファンドへの投資は、一旦沈静化傾向にあることが示唆されている。ただし、運用の多様化を目指して、公的年金においても投資検討が始まっていることも考慮すると、来年度以降の年金基金の投資動向は注目していく必要があるだろう。

## (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 3社回答	年金基金 19基金回答	前年度比
+41.7%	66.7%	10.5%	▲7.1%
▲16.7%	33.3%	42.1%	+6.8%
+0.0%	0.0%	10.5%	+4.6%
+8.3%	33.3%	15.8%	▲25.4%
+0.0%	0.0%	36.8%	+19.2%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+33.3%	33.3%	15.8%	▲7.7%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲5.9%
▲25.0%	0.0%	0.0%	▲5.9%

(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）

前年度比	■金融法人 3社回答		□年金基金 17基金回答	前年度比
+16.7%	66.7%		コモディティ(インデックス)	+11.8%
▲25.0%	0.0%		コモディティ(アクティブ)	+4.3%
▲25.0%	0.0%		森林ファンド	▲1.6%
+8.3%	33.3%		インフラファンド(エクイティ)	▲24.7%
+8.3%	33.3%		インフラファンド(デット)	▲5.5%
▲25.0%	0.0%		農地ファンド	▲0.8%
+0.0%	0.0%		上場インフラファンド	▲1.6%
▲25.0%	0.0%		個別金融先物、ETF (金、石油等)	▲14.1%
+0.0%	0.0%		排出権取引	+0.0%
+0.0%	0.0%		その他	+11.0%

(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）

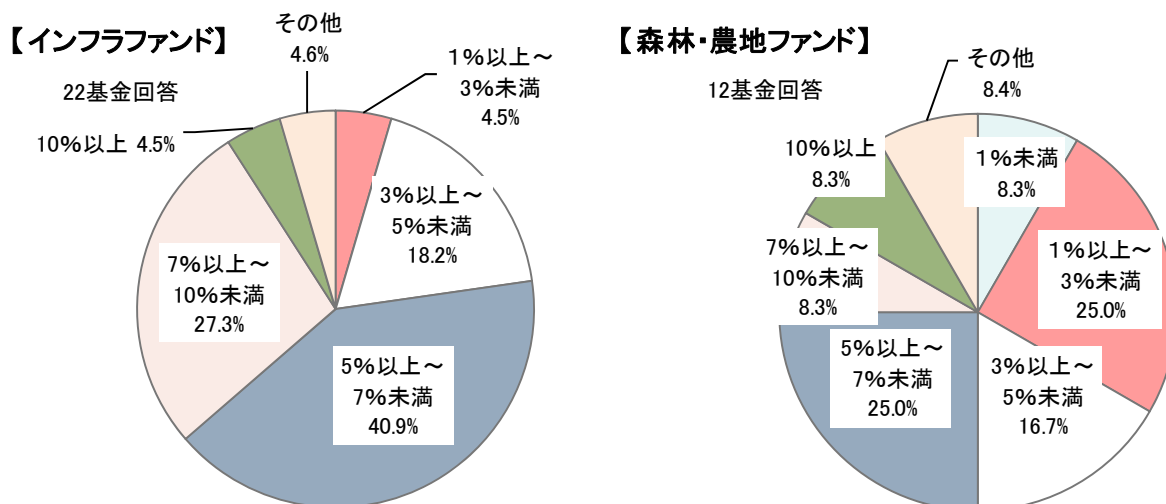
どの地域のインフラファンドに投資していますか？（複数回答可）

前年度比	□投資している地域 10基金回答		□投資したい地域 9基金回答		前年度比
+4.3%	90.0%		米国	88.9%	+13.9%
▲17.1%	40.0%		カナダ	66.7%	+41.7%
▲30.0%	70.0%		英国	77.8%	+44.4%
+11.4%	40.0%		フランス	33.3%	+33.3%
+1.4%	30.0%		ドイツ	44.4%	+36.1%
▲47.1%	10.0%		その他の欧州地域	11.1%	+11.1%
+31.4%	60.0%		オーストラリア	66.7%	+50.0%
+10.0%	10.0%		中国	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%		インド	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%		ベトナム	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%		韓国	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%		日本	33.3%	▲16.7%
+0.0%	0.0%		アフリカ大陸	0.0%	+0.0%
+20.0%	20.0%		その他	0.0%	▲8.3%

(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）

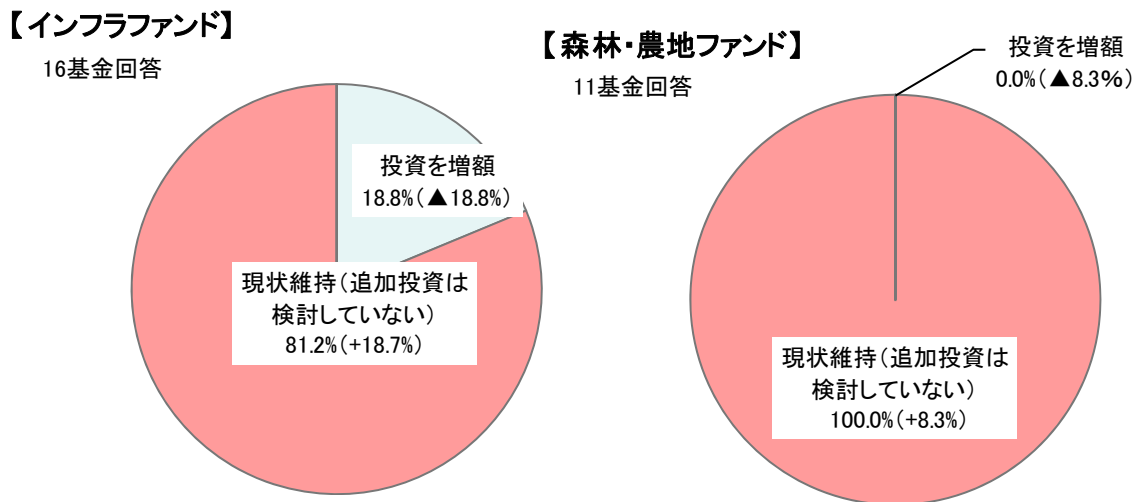
インフラファンド、森林・農地ファンドに期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(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



(注) 括弧内は前年度比増減

(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21.7%と前年度から▲10.1ポイントと大きく低下した。昨年度は、金融法人のヘッジファンド投資が、ようやく投資環境の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、7年度連続<sup>10</sup>で低下したこととなる（図表7-1参照）。一方、年金基金でも「実施している」が62.1%と前年度比▲8.8ポイントと大きく低下した。

また、戦略別のヘッジファンド投資の採用状況をみると、双方ともに「株式ロングショート」（金融法人：66.7%、年金基金：53.2%、それぞれ前年度比+27.4ポイント、同+8.0ポイント）が最も上昇していることが分かる。また年金基金の「ファンドオブヘッジファンズ」（59.7%：▲10.8ポイント）が前年度から大きく低下する一方、「グローバルマクロ」（33.8%：前年度比+4.3ポイント）、「債券アービトラージ」（27.3%：同+7.3ポイント）は引き続き上昇した。シングルヘッジファンドに関しては採用がポジティブな意見が多い反面、ファンドオブヘッジファンズに関して不満の矛先が集中したようだ。さらに年金基金では「テールリスク（ブラックスワン）ファンド」（6.5%）に一定程度の投資があることも確認され、明確なヘッジ目的を持つシングルヘッジファンド戦略に人気が集まる傾向にあった。

### 7-2. 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は、金融法人では「投資を増額」（25.0%）が前年度比+10.7ポイントと上昇する一方、年金基金（13.8%）では▲8.1ポイントの低下となり相反する結果となった（図表7-4参照）。ただし、双方ともにネガティブな意見が先行しており、特に地域金融機関からは“パフォーマンスが低い”（地方銀行）などリターンに関する不満が先行した。また年金基金からも、“リターンが悪く、ヘッジ機能も果たせていない”（企業年金）等、獲得収益の不満から本来の目的を果たしていないことに関する厳しいコメントも多く寄せられた。

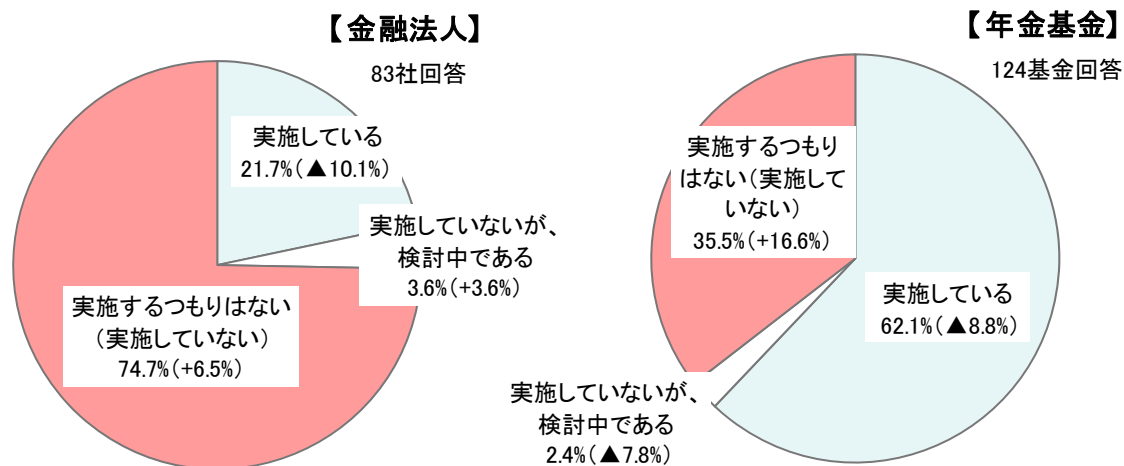
<sup>10</sup> 金融法人の昨年度までのアンケート結果では、ヘッジファンドを「実施している」の比率は、53.3%（2007年度）⇒43.2%（2008年度）⇒40.5%（2009年度）⇒34.8%（2010年度）⇒34.2%（2011年度）⇒31.8%（2012年度）と6年度連続で低下している。



## (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

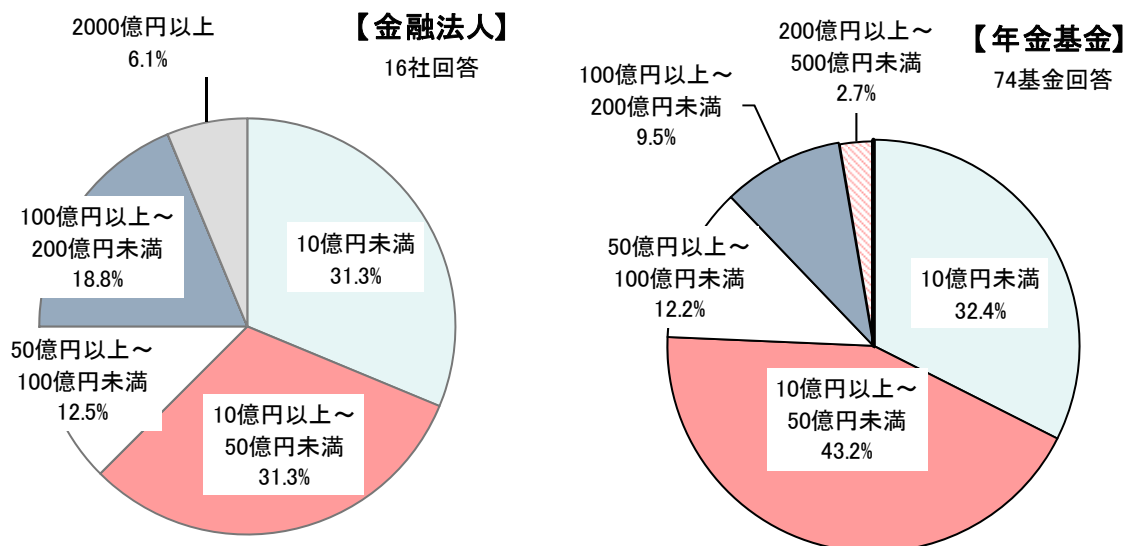
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人 18社回答	年金基金 77基金回答	前年度比
+3.2%	38.9%	59.7%	▲10.8%
+2.0%	55.6%	16.9%	▲9.4%
+27.4%	66.7%	53.2%	+8.0%
+8.7%	44.4%	33.8%	+4.3%
+6.3%	27.8%	27.3%	+7.3%
+6.0%	16.7%	32.5%	▲10.7%
+2.0%	5.6%	1.3%	+0.2%
+5.6%	5.6%	6.5%	+3.3%
+0.0%	0.0%	3.9%	+1.8%
+5.6%	5.6%	3.9%	▲5.6%
+2.0%	5.6%	2.6%	+2.6%
+0.0%	0.0%	2.6%	+2.6%
—	0.0%	6.5%	—
+0.0%	0.0%	6.5%	+0.2%

(出所) 大和総研

図表7-3 ヘッジファンドへの投資額

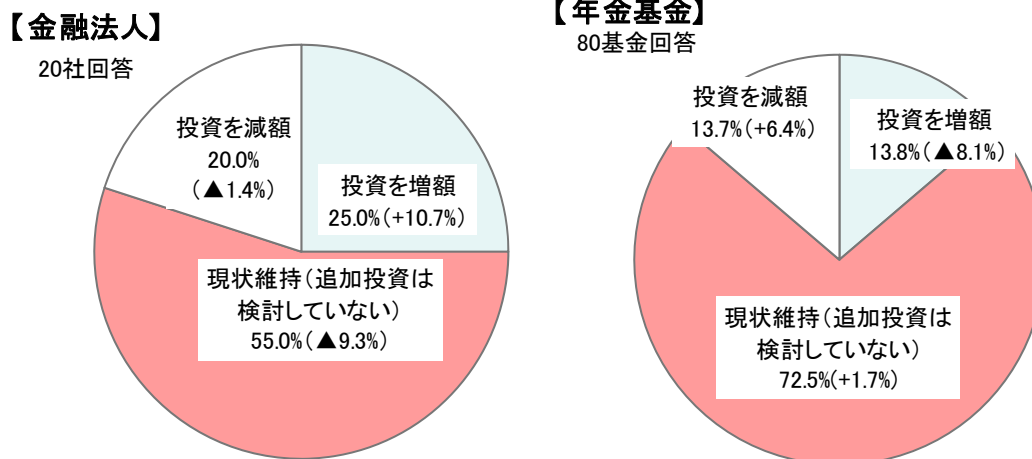
ヘッジファンドへの投資額はおよその程度ですか？



(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+13.3ポイント(66.7%)と大幅に割合が上昇している(図表8-1参照)。一方、年金基金では、同▲1.5ポイント(28.5%)と若干低下した。双方の商品別の選択状況を確認すると、年金基金では、「国内不動産私募ファンド」(34.5%)が前年度比▲8.8ポイント、「海外REIT」(55.2%)が▲4.3ポイントそれぞれ低下している。一方で、金融法人、年金基金ともに、「国内私募REIT」は大幅に上昇していることが分かる(金融法人:31.6%、年金基金:24.1%、それぞれ前年度比+20.9ポイント、同+13.3ポイント)。特に金融法人では、リスクアセットの計測上、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<sup>11</sup>が出されていることも投資を促した要因といえるであろう。

### 8-2. 不動産投資の今後のスタンス、国内不動産市場の見通し

また、今年度の不動産投資のスタンスを見ると、REIT投資は、金融法人、年金基金ともに「投資を増額」(金融法人:49.2%、年金基金:17.6%、それぞれ前年度比+8.0ポイント、同+14.5ポイント)が大きく上昇していることが分かる(図表8-6参照)。また不動産私募ファンドの投資スタンスでは、金融法人で「投資を増額」(10.0%)の割合が前年度比+5.3ポイント上昇している(図表8-7参照)。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で投資意欲を減退させたといわれていたが、積極的な採用姿勢が進行しているようだ。ただし、寄せられた意見の中には、“返還時のリスクを懸念”(信用金庫)と上昇を続ける不動産価格の出口戦略を案ずる内容も目立った。

さらに図表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高」への回答比率が上昇し(金融法人:前年度比+24.5ポイント、年金基金:同+7.1ポイント)、「どちらかと言えば割安」(金融法人:前年度比▲28.3ポイント、年金基金:同▲12.8ポイント)の比率が低下したことであろう。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81.7%と前年度比+44.5ポイント、年金基金では43.9%で同+14.1ポイントと双方ともに大きく上昇した。双方が不動産価格、賃貸市場ともに回復し、既に適正価格からやや割高で推移しているという見方で一致しているようだ。

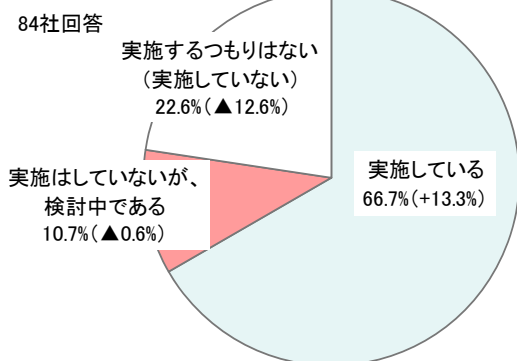
11 従来の私募REITは、(標準的手法での)リスクウェイトの計測上、ルックスルーが必要となりレバレッジの水準に応じた所要自己資本が課された。(ブラインドプール方式)その計測等が困難な場合には、自己資本控除(1250%)で計測せざるを得ないケースもあった。

## (不動産投資)

図表 8-1 不動産投資の実施状況

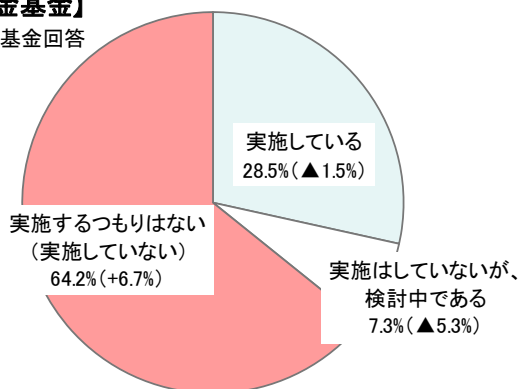
不動産投資（不動産私募ファンド、REIT等）を実施していますか？

## 【金融法人】



## 【年金基金】

123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

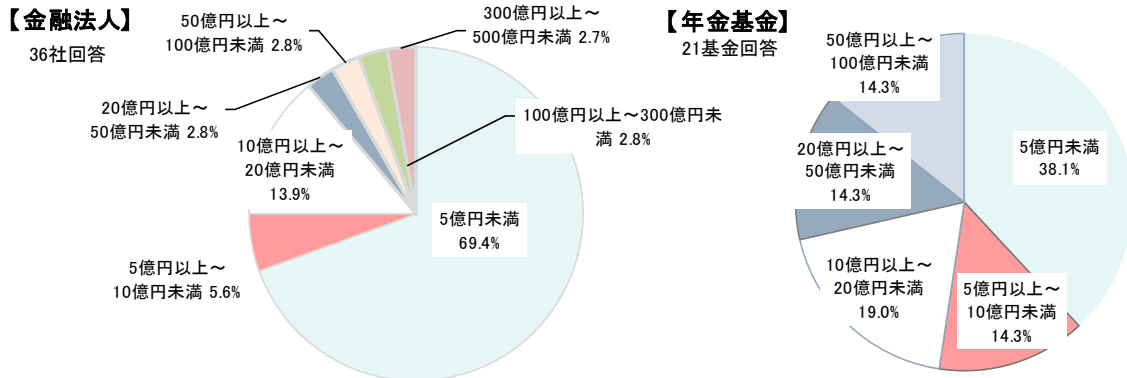
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 57社回答	年金基金 29基金回答	前年度比
▲2.0%	89.5%	J-REIT 37.9%	+2.8%
+20.9%	31.6%	国内私募REIT 24.1%	+13.3%
+2.3%	19.3%	国内不動産私募ファンド 34.5%	▲8.8%
+6.6%	8.8%	海外REIT 55.2%	▲4.3%
+1.8%	1.8%	海外不動産私募ファンド 13.8%	+5.7%
+1.8%	1.8%	その他 3.4%	+0.7%

(出所) 大和総研

**図表 8-3 不動産私募ファンドへの投資額**

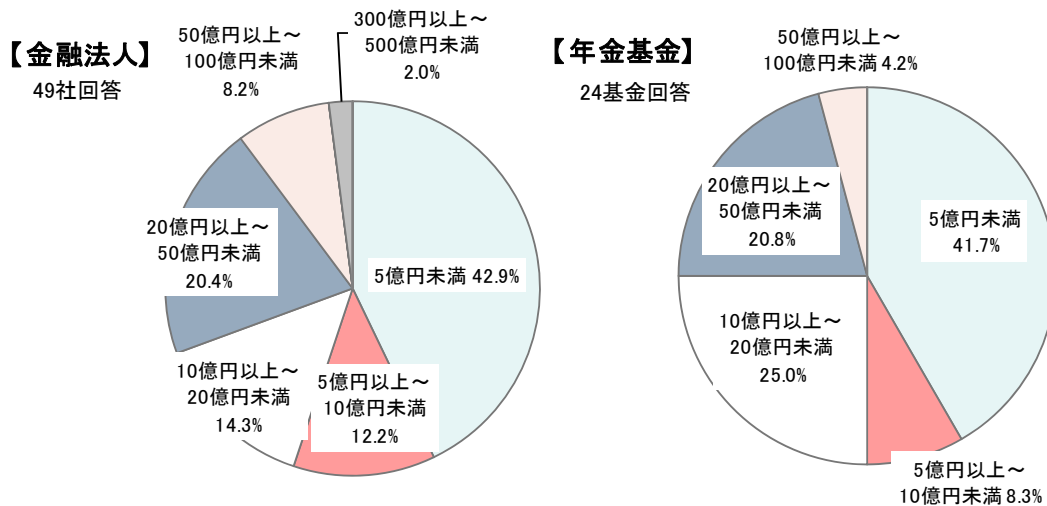
不動産私募ファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

**図表 8-4 REITへの投資額**

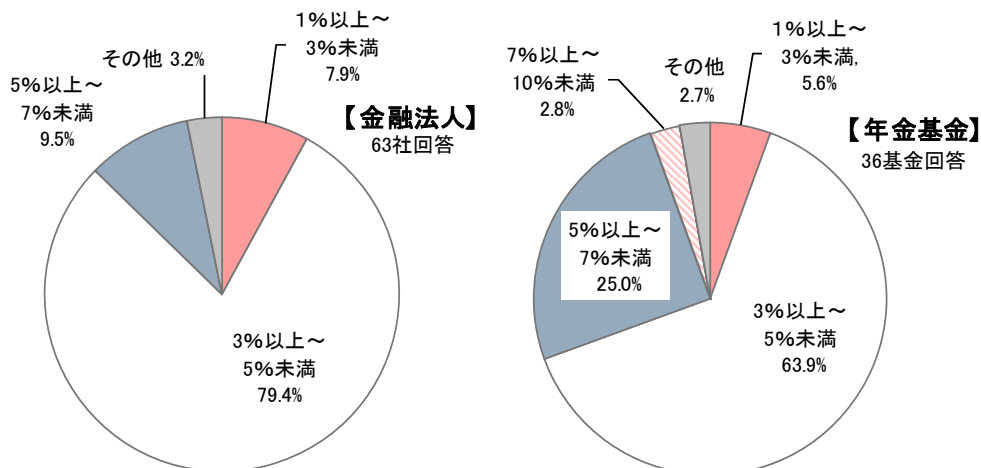
REIT（国内外）への投資額はおよそどの程度ですか？



(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**

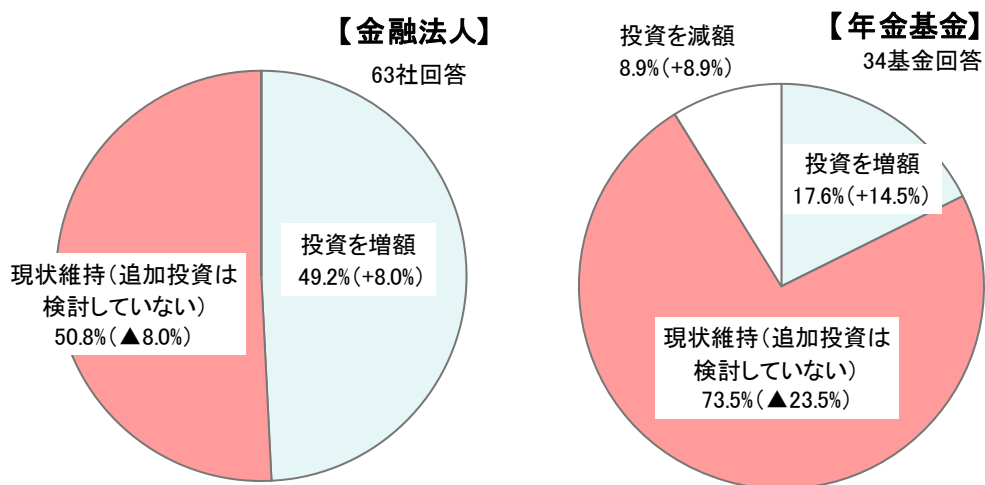
国内不動産投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(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

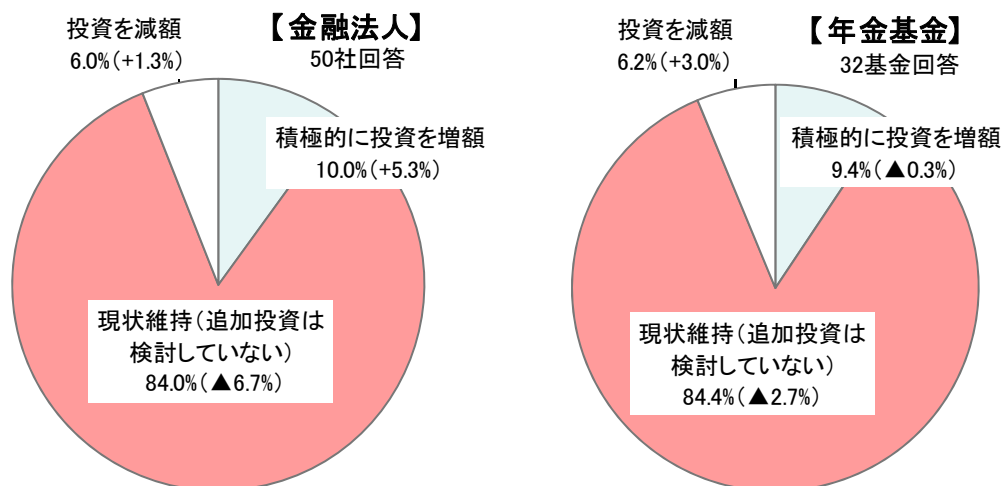


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

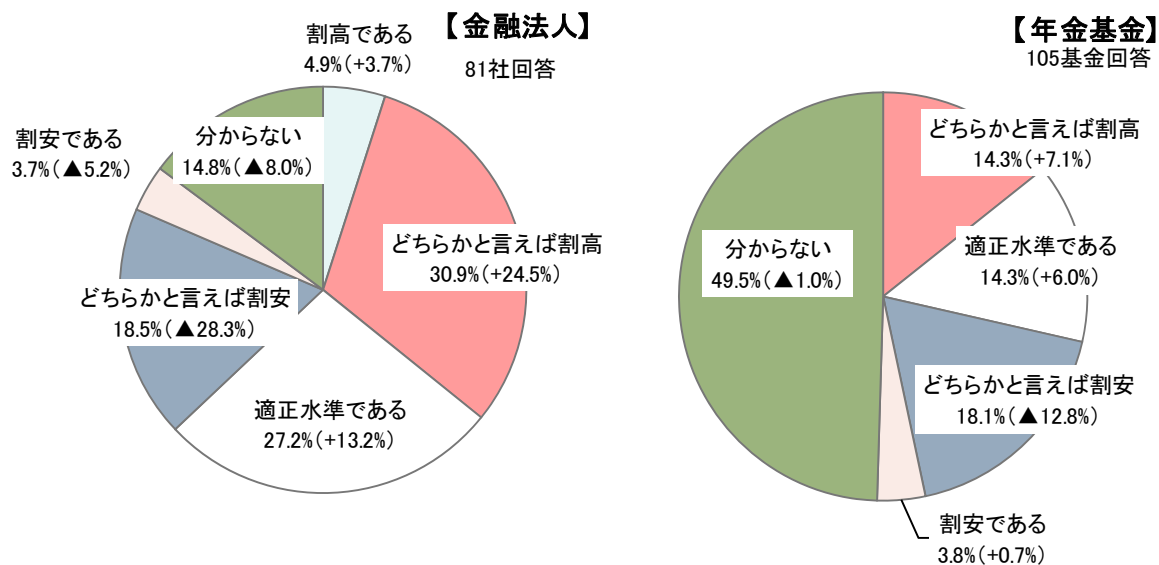


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-8 不動産価格の水準について

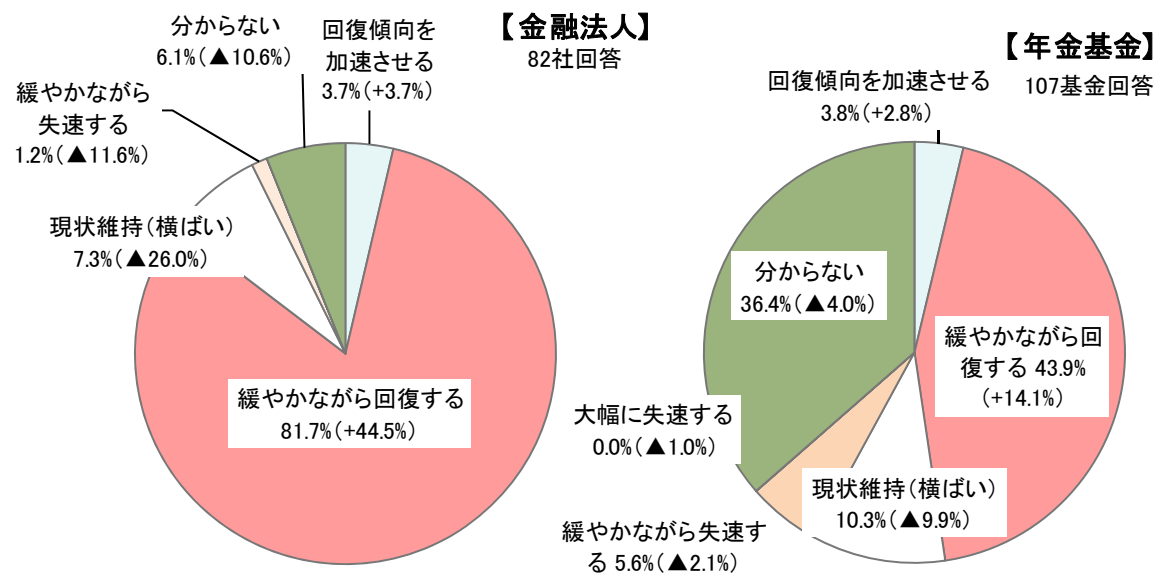
現在の不動産価格（REIT価格等）の水準についてどのようにお考えですか？



(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、年金基金ともにプライベートエクイティ投資を「実施している」とした回答が、例年とほぼ変わらず約2割程度存在していた（金融法人：18.1%、年金基金：18.5%、それぞれ前年度比+1.0ポイント、同▲2.1ポイント）。さらに年金基金では「実施していないが、検討中である」（4.0%）の比率も一定程度の割合があり、今後も投資拡大が続く見込みがある。一方で、改正厚生年金保険法の成立を受け、実質廃止が決定した厚生年金基金からは、“資産の整理を検討している中で、（流動性がない）PE投資の処理が問題”（総合型厚生基金）との意見も存在していた。

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」(78.6%：前年度比▲21.4ポイント)と「国内バイアウト」(64.3%：同+10.4ポイント)の構成比率が高い。一方、年金基金では「国内ベンチャーキャピタル」(33.3%：前年度比+7.2ポイント)、「海外ベンチャーキャピタル」(23.8%：同+10.8ポイント)の上昇が目立った。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、日本の年金基金でも着実に増加しているようだ。一方、昨年度までは、中小企業金融円滑化法のファンドを活用する出口戦略の一環として注目された「国内ディストレス」は、金融法人では前年度比+14.3ポイント上昇(14.3%)するものの、年金基金では同▲19.3ポイント(28.6%)と大幅に比率が低下した。

### 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+29.7ポイント(36.4%)と大きく上昇する一方、年金基金では同▲6.5ポイント(11.1%)とやや低下した(図表9-4参照)。一方、それとは反対に、ディストレスファンドの投資スタンスは、「投資を増額」するとの回答が、金融法人で前年度比▲8.3ポイントでゼロ回答、年金基金では+13.2ポイント上昇で19.0%に達した。双方で、投資タイミング(ヴィンテージイヤー)の捉え方に差があることが示唆される結果となった。



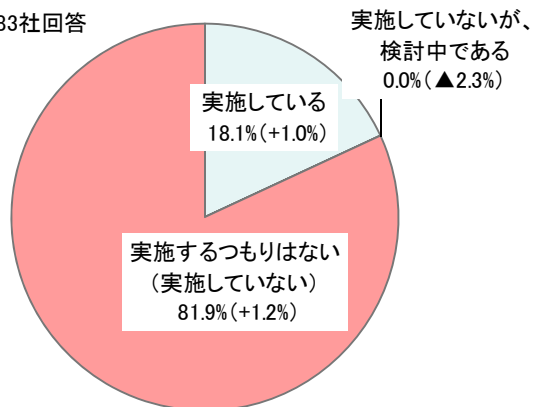
## (プライベートエクイティ投資)

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？

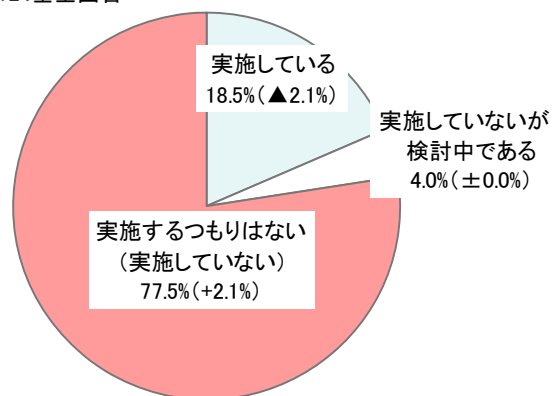
## 【金融法人】

83社回答



## 【年金基金】

124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

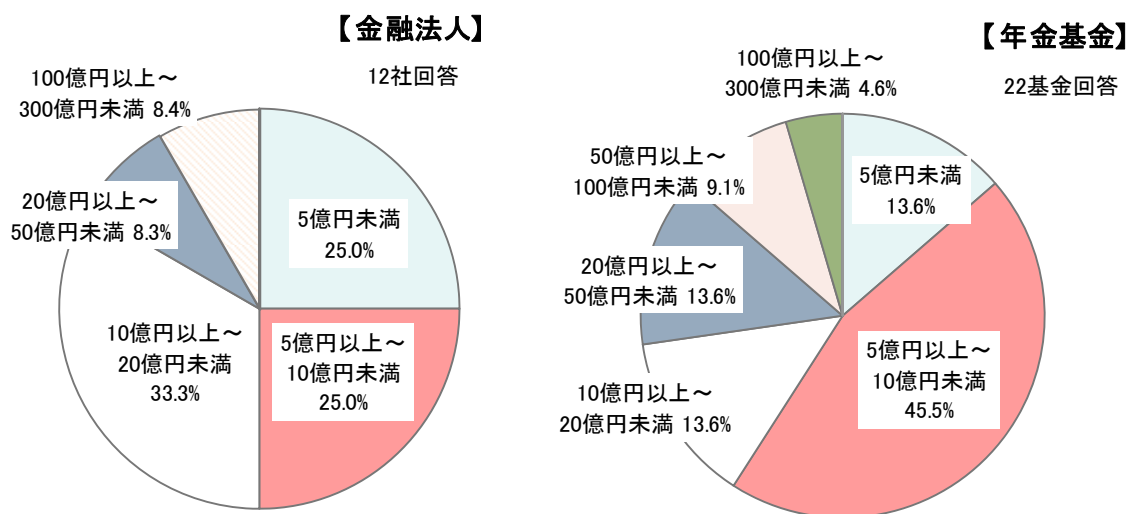
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人	14社回答	年金基金	21基金回答	前年度比
▲21.4%	78.6%	国内ベンチャーキャピタル		33.3%	+7.2%
▲31.3%	7.1%	海外ベンチャーキャピタル		23.8%	+10.8%
+10.4%	64.3%	国内バイアウト		23.8%	+2.1%
▲1.1%	14.3%	海外バイアウト		9.5%	▲3.5%
+14.3%	14.3%	国内ディストレス		28.6%	▲19.3%
▲0.5%	7.1%	海外ディストレス		28.6%	+6.8%
▲0.5%	7.1%	国内ファンドオブファンズ		4.8%	+0.4%
▲1.1%	14.3%	海外ファンドオブファンズ		23.8%	▲6.6%
+6.6%	14.3%	新興国プライベートエクイティ		0.0%	+0.0%
+7.1%	7.1%	その他		9.5%	+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

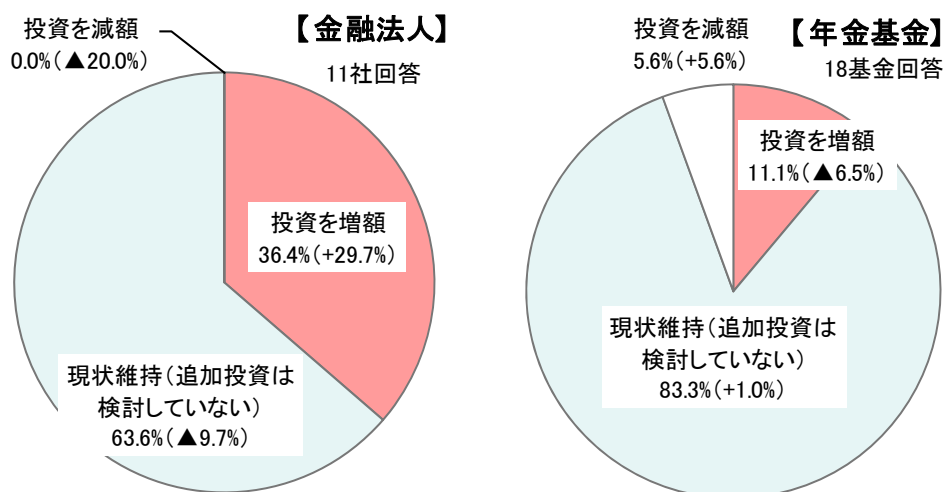
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

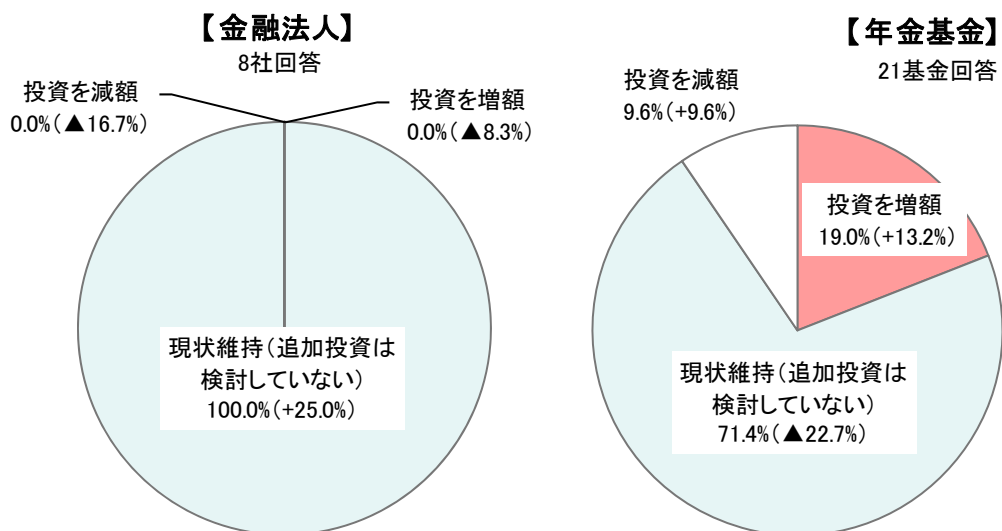


(注) 括弧内は前年度比増減

(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、金融法人では前年度比▲8.7ポイント(56.8%)と大きく低下している。一方で、年金基金では前年度比+0.3ポイント(10.0%)と、若干増加しているものの大きな比率の変化はない(図表 10-1 参照)。国債の利回り低下からスプレッドを獲得するために拡大傾向にあるとの報道が増えつつあるが、今年度のアンケート回答からはその兆候は確認されなかったといえる。

ただし、各商品の個別選択状況では、投資が増加した側面もあるようだ。特に金融法人では、「仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)」(79.6%：前年度比+5.3ポイント)が昨年度に続き、今年度も着実に増加している(図表 10-2 参照)。また年金基金では「優先出資証券・優先株(国内・海外)」(33.3%：前年度比+4.8%)、「CLO」(22.2%)の比率が高い。一方で、双方で大きく比率が低下した項目としては「期限付劣後債・劣後ローン(国内・海外)」(金融法人で前年度比▲9.2ポイント、年金基金で▲30.2ポイント)、逆に大きく上昇した項目として「永久劣後債・劣後ローン(国内・海外)」(金融法人で前年度比+17.8ポイント、年金基金で+11.1ポイント)があった。さらに昨年度、金融法人で大きく比率を伸ばした「サムライ債」(53.7%)は前年度比▲12.0ポイント低下となった。また、グローバル金融危機以降、金融法人による新規組成・投資が激減していた「CMBS」は+0.1ポイント(13.0%)となり、下げ止まりの兆しをみせた。

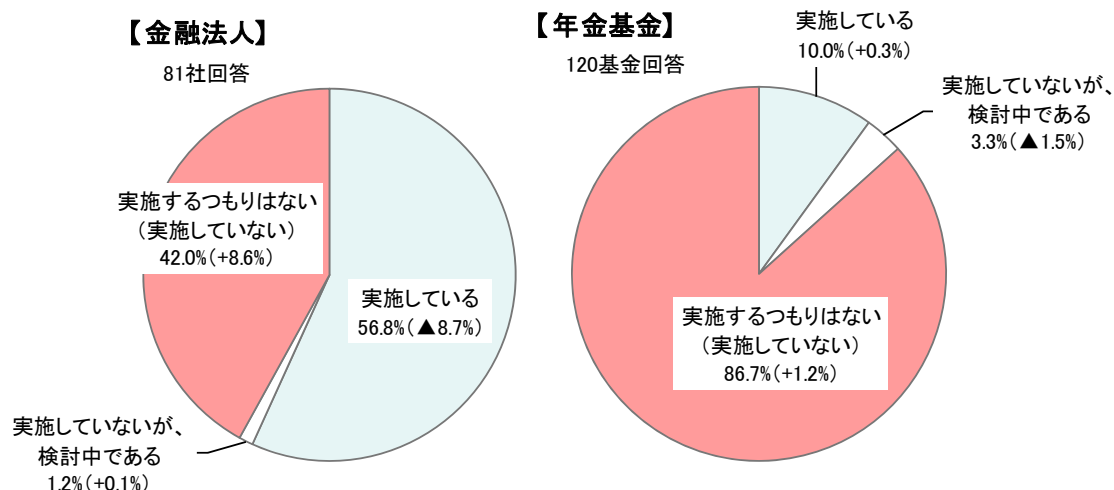
### 10-2. 今後投資を検討しているクレジット・ストラクチャード投資

今後の商品別、投資検討状況を確認すると、金融法人では「仕組債」(前年度比+11.5ポイント)、「サムライ債」(同+9.9ポイント)、年金基金では「LBOローン(バンクローン)」(同+16.9ポイント)、「LBOメザニン」(同+10.1ポイント)の上昇率が高いことが分かる(図表 10-3)。特に近年、LBOブームに沸いた2000年代半ば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、昨年度に続き注目されていた。

## (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 54社回答	年金基金 18基金回答	前年度比
+5.3%	79.6%	仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)	▲1.6%
+2.3%	3.7%	LBOローン(バンクローン)	▲3.2%
+0.0%	0.0%	LBOメザニン	+4.0%
▲14.9%	22.2%	優先出資証券・優先株(国内・海外)	+4.8%
▲9.2%	53.7%	期限付劣後債・劣後ローン(国内・海外)	▲30.2%
+17.8%	27.8%	永久劣後債・劣後ローン(国内・海外)	+11.1%
+2.3%	3.7%	コンティンジェント・キャピタル(CoCos)	+0.0%
+2.3%	3.7%	ハイブリッド証券	+5.6%
▲5.8%	37.0%	RMBS	+16.7%
+0.1%	13.0%	CMBS	+0.0%
▲8.1%	1.9%	CLO	▲6.3%
+0.0%	0.0%	キャッシュ型CDO	+5.6%
▲5.7%	0.0%	シンセティックCDO	▲7.1%
▲12.0%	53.7%	サムライ債	+0.0%
+0.3%	7.4%	フレクシブル・ファミリー・ジニーメイ	+0.0%
+2.3%	3.7%	その他	+15.1%

(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

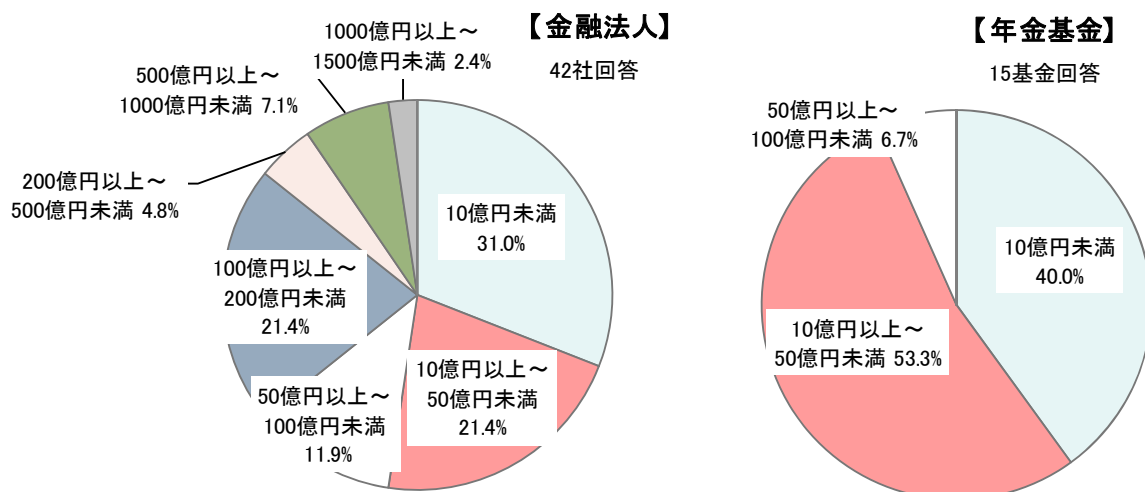
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 46社回答	年金基金 16基金回答	前年度比
+11.5%	56.5%	0.0%	▲2.4%
+1.5%	6.5%	43.8%	+16.9%
+0.0%	0.0%	12.5%	+10.1%
+1.5%	6.5%	12.5%	+0.3%
+4.4%	26.1%	0.0%	▲4.9%
+4.9%	6.5%	0.0%	+0.0%
+2.2%	2.2%	0.0%	+0.0%
+2.2%	2.2%	6.3%	+3.8%
▲11.6%	21.7%	0.0%	+0.0%
▲1.7%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.5%	2.2%	0.0%	▲2.4%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+9.9%	56.5%	0.0%	▲2.4%
▲4.0%	4.3%	0.0%	▲2.4%
+4.7%	13.0%	37.5%	▲25.9%

（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

## 11. むすびに代えて

今年度のアンケートは、2012 年末の安倍政権発足以降、株式市場は一変し、伝統的金融資産への回帰する傾向が様々な項目から確認されたといえる。また改正厚生年金保険法が成立し、解散を余儀なくされる厚生年金基金にとっては、流動性が乏しいオルタナティブ投資を敬遠する動きも示唆されていた。解散を検討している基金の増加に伴い、今年度も厚生年金基金を中心にアンケート回答率は低下しており、今後のオルタナティブ投資マーケットの縮小を予言するかのようにも捉えられる。特に金融法人では、伝統的資産への回帰傾向が強く、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傾向が確認されたことは、重要な事実として認識すべきだろう。

しかしながら、現在の世界同時低金利時代の環境下では、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が収束しつつある状況で、いつか来た道に戻らない為にも、明確なヘッジ戦略を打ち立て、オルタナティブ投資の活用を更に深化させる必要があるというものだ。ただし金融法人および年金基金が、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する必要があることに異論はない。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。

(了)