

2014年12月22日 全61頁

# 金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資、コーポレートガバナンスにかかわる実態調査

## 2014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97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89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10回目となる。調査の実施期間は2014年10月24日から11月21日で、全国の年金基金（1,124基金）・金融法人（335社）を送付対象として、原則、郵送形式で実施した。金融法人については、市場金融部門及び総合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別している。
- アンケートは全部で78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 パーゼル規制の実態調査、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 コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード
  - ④ アジア・エマージング投資
  - ⑤ インフラ投資（再生可能エネルギー含む）
  - 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、アンケート開始以来一貫して減少していたヘッジファンド投資が、前年度から遂に上昇に転じている。パーゼルIIによるルックスルーの強化や、リーマン・ショックによる大幅なパフォーマンスの悪化などが要因で、採用が抑制され続けていたが、ここに来て反転したことは注目に値する。
- 年金基金では、インフラ投資や私募REITなどが増加傾向にあり、今後のオルタナティブ投資を牽引する商品として期待できる。一方、解散を控えた厚生年金基金からはGPIFの資産比率にポートフォリオ全体を連動させるという意見も多く、オルタナティブ投資や、内外株式比率を低下させる声が相次いだ。

## 1. はじめに

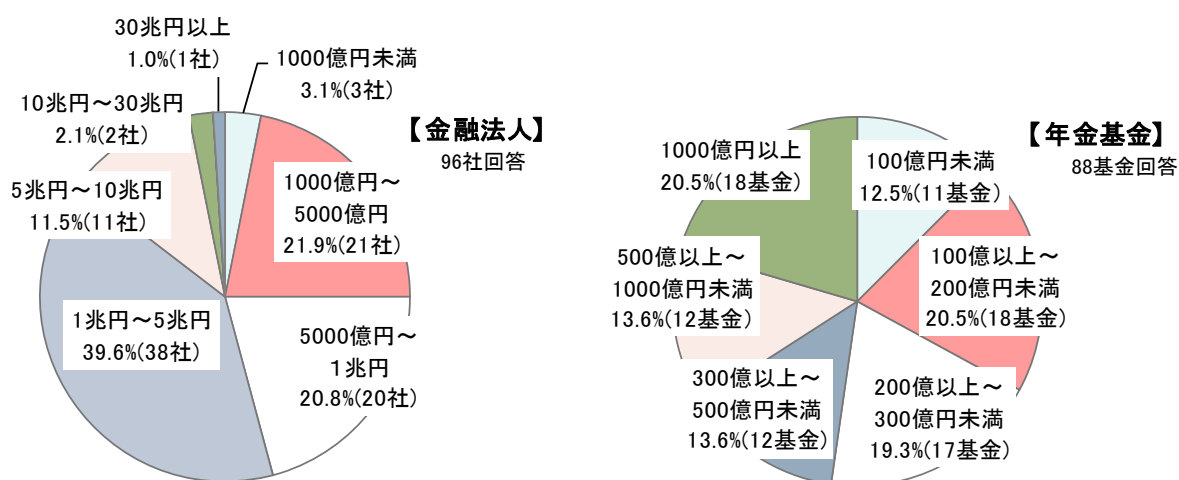
アンケートの送付は全国 1,124 の年金基金ならびに本邦所在の 335 の金融機関を対象に行っている。信用金庫、信用組合等の協同組織金融機関では、一定の預金量以上（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）をアンケート送付対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

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、総合企画部門合計)	送付対象
年金基金	89	厚生年金基金、企業年金基金、公的年金(共済年金等) 1,124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	47	全国の第一地銀(61行)、第二地銀(38行)
信金、信組、県信連	46	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	2	生命保険(9社)、損害保険(7社)
全体合計(年金基金、金融法人)	186 (回答率12.7%)	1,459

(出所) 大和総研

図表 1-2 アンケート回答先資産規模



(注) 1 金法、1 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（2013 年度）の結果を比較したのもも適宜掲載した<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 85.2%、前年度比で+6.6 パーセントポイント（以下ポイント）、年金基金では 74.2%、同+2.2 ポイントとなり、両主体ともに採用比率は上昇した。日銀の追加緩和により伝統的金融資産の資産価格浮揚効果も大きく、特に年金基金では、増加した内外株式をオルタナティブ投資へリバランスする動きが顕在化したものといえる。

商品別の選択状況の内訳（図表 2-2）をみても、構成比率が大きく上昇した商品が目立つ。両主体ともに「PE ファンド(バイアウト/VC)」（金融法人：前年度比+7.1 ポイント、年金基金：同+9.2 ポイント）や「インフラファンド」（金融法人：前年度比+5.9 ポイント、年金基金：同+11.1 ポイント）といった長期投資が前提となる商品の構成比率が大きく上昇していることがわかる。また投資非適格銘柄（BB 相当以下）等で構成される「バンクローン」（金融法人：前年度比+4.3 ポイント、年金基金：同+9.3 ポイント）も両主体ともに比率が上昇している。

さらに金融法人では、アンケート開始以来一貫して低下していた「ヘッジファンド」が、前年度比+5.6%と、遂に上昇に転じている。バーゼルⅡによるルックスルーの強化や、リーマン・ショックによる大幅なパフォーマンスの悪化などが要因で、金融法人のヘッジファンド投資は抑制され続けてきたが、ここに来て反転したことは注目に値するであろう。その一方、「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」は前年度比▲24.6 ポイントと大きく低下している。バーゼルⅢの実施により（国内基準行の）劣後債の発行が急減した影響が現れた模様だ。また年金基金では、「債券アンコンストレインドファンド」が 18.8%と一定の投資比率が確認された。債券アンコンストレインドファンドとは、「制約の無い（アンコンストレインド）」という名前が示すとおり、特定のベンチマークを目標にせず、比較的運用の自由度が高く（デュレーションや資産配分比率を柔軟に変化）、絶対リターン追求を標榜する投資戦略である。さらにコーポレートガバナンスの強化によりリターンを高める「エンゲージメント（バリューアップ）ファンド」も 1.6%と比率は少ないながらも投資が確認されている。また年金基金の「その他」（18.8%：前年度比+7.5%）のほとんどが「保険商品(ライフセトルメント)」との回答であった。また、年金基金における、オルタナティブ投資内での資産配分比率をみると、ここでも「インフラファンド」（3.9%：前年度比+2.4 ポイント）の上昇が目立った（図表 2-6）。

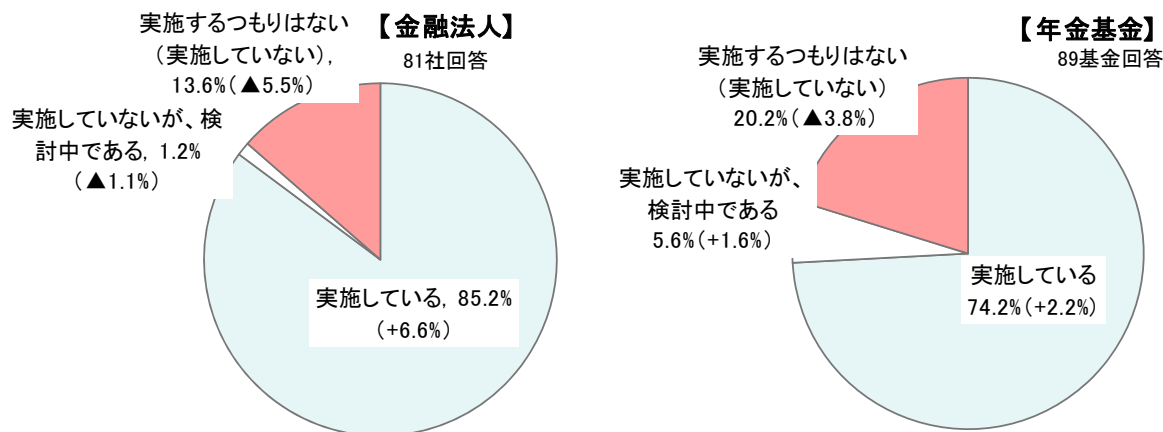
### 2-2. 今後投資を検討しているオルタナティブ投資

今後投資を検討している商品としては、「インフラファンド」（金融法人：前年度比+7.2 ポイント、年金基金：同+12.3 ポイント）がともに大きく上昇していることがわかる（図表 2-4）。また年金基金では、今年度から新たに追加した「債券アンコンストレインドファンド」が 28.8%と全体の中でも 2 番目に高い水準となった。

## (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)。

(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 81社回答	年金基金 89基金回答	前年度比
+5.6%	32.8%	ヘッジファンド	85.9% +0.5%
▲3.3%	16.4%	不動産私募ファンド	25.0% +5.9%
+0.3%	79.1%	国内外REIT	28.1% +0.0%
+7.1%	28.4%	PEファンド (パイアウト/VC)	32.8% +9.2%
▲3.1%	1.5%	CDO,CLO	3.1% ▲1.4%
▲0.0%	1.5%	ディストレスファンド	18.8% +5.3%
+5.9%	7.5%	インフラファンド	23.4% +11.1%
▲4.6%	3.0%	コモディティ	12.5% ▲1.0%
+4.3%	16.4%	バンクローン	17.2% +9.3%
+0.0%	0.0%	農地ファンド	0.0% +0.0%
▲3.1%	7.5%	再生可能エネルギーファンド	3.1% +2.0%
+3.9%	40.3%	MBS(CMBS/RMBS)	4.7% +2.4%
+5.8%	14.9%	アジア・エマージング株式・債券	26.6% ▲10.5%
▲11.6%	65.7%	仕組債	3.1% +2.0%
+8.0%	74.6%	ETF	4.7% +1.3%
▲24.6%	20.9%	メザニン投資 (優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	9.4% ▲1.9%
-	0.0%	エンゲージメント (バリューアップ) ファンド	1.6% -
-	1.5%	債券アンコンストレインドファンド	18.8% -
-	1.5%	コンティンジェント・キャピタル	0.0% -
▲0.0%	1.5%	その他	18.8% +7.5%

(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、当該資産を実施している比率 (以下同様)

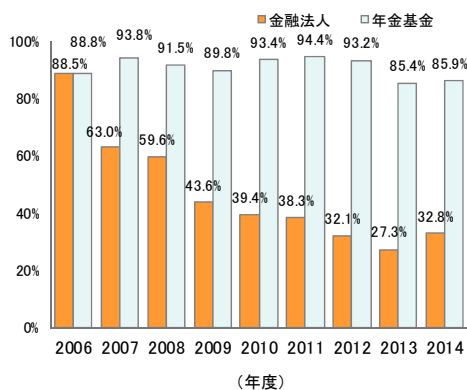
(出所) 大和総研

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～2014年度)

## 【ヘッジファンド】

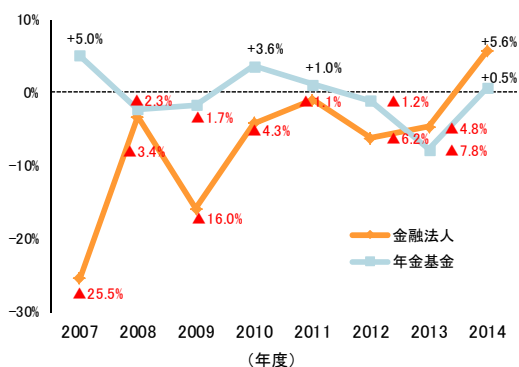
構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	88.5%	63.0%	59.6%	43.6%	39.4%	38.3%	32.1%	27.3%	32.8%
年金基金	88.8%	93.8%	91.5%	89.8%	93.4%	94.4%	93.2%	85.4%	85.9%

＜構成比率＞

前年度比  
増減

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	▲25.5%	▲3.4%	▲16.0%	▲4.3%	▲1.1%	▲6.2%	▲4.8%	+5.6%
年金基金	+5.0%	▲2.3%	▲1.7%	+3.6%	+1.0%	▲1.2%	▲7.8%	+0.5%

＜前年度比増減＞



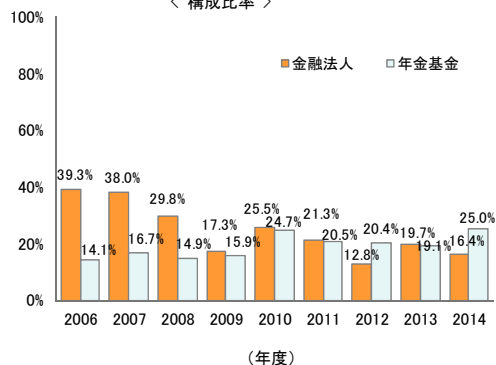
(注) 2007年度の年金基金向けアンケートは(株)大和ファンド・コンサルティングで実施(以下、同様)

(出所) 大和総研

## 【不動産私募ファンド】

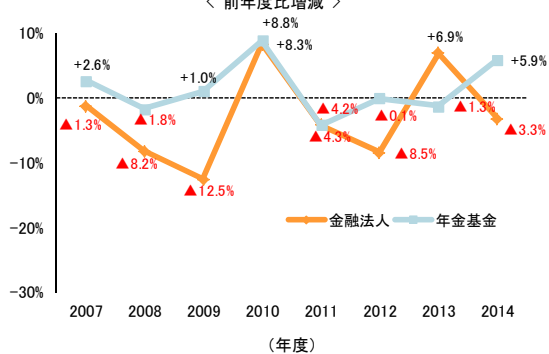
構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	39.3%	38.0%	29.8%	17.3%	25.5%	21.3%	12.8%	19.7%	16.4%
年金基金	14.1%	16.7%	14.9%	15.9%	24.7%	20.5%	20.4%	19.1%	25.0%

＜構成比率＞

前年度比  
増減

前年度比 増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	▲1.3%	▲8.2%	▲12.5%	+8.3%	▲4.3%	▲8.5%	+6.9%	▲3.3%
年金基金	+2.6%	▲1.8%	+1.0%	+8.8%	▲4.2%	▲0.1%	▲1.3%	+5.9%

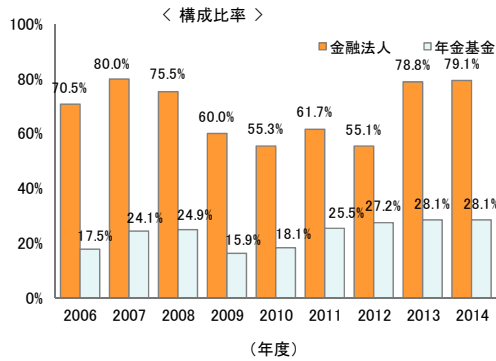
＜前年度比増減＞



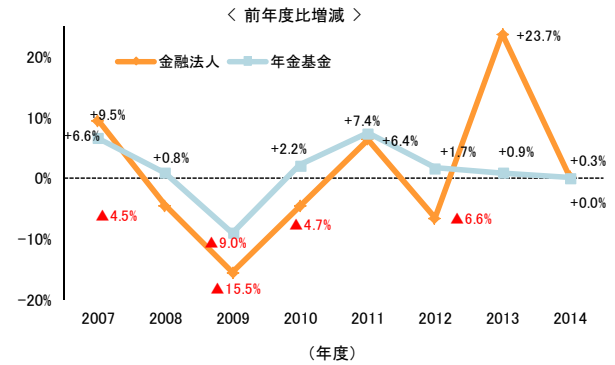
(出所) 大和総研

## 【国内外REIT】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	70.5%	80.0%	75.5%	60.0%	55.3%	61.7%	55.1%	78.8%	79.1%
年金基金	17.5%	24.1%	24.9%	15.9%	18.1%	25.5%	27.2%	28.1%	28.1%



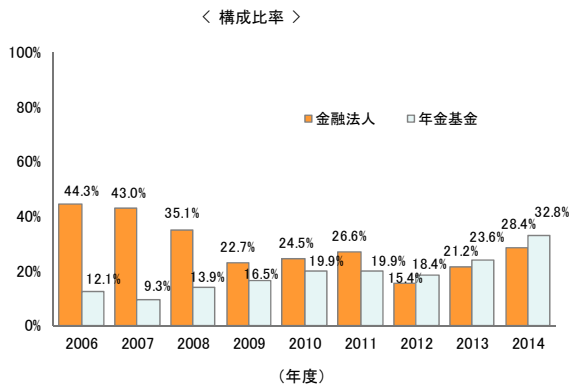
前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	+9.5%	▲4.5%	▲15.5%	▲4.7%	+6.4%	▲6.6%	+23.7%	+0.3%
年金基金	+6.6%	+0.8%	▲9.0%	+2.2%	+7.4%	+1.7%	+0.9%	+0.0%



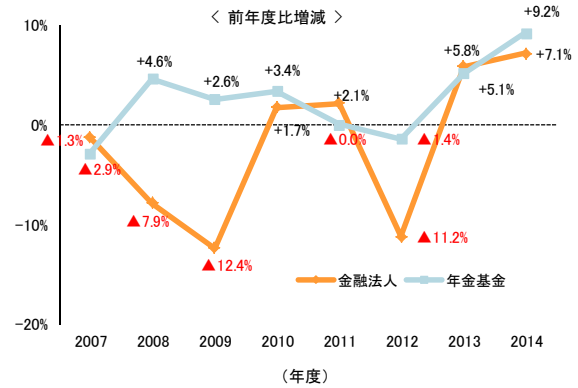
(出所) 大和総研

## 【PEファンド(バイアウト、VC等)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	44.3%	43.0%	35.1%	22.7%	24.5%	26.6%	15.4%	21.2%	28.4%
年金基金	12.1%	9.3%	13.9%	16.5%	19.9%	19.9%	18.4%	23.6%	32.8%



前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	▲1.3%	▲7.9%	▲12.4%	+1.7%	+2.1%	▲11.2%	+5.8%	+7.1%
年金基金	▲2.9%	+4.6%	+2.6%	+3.4%	▲0.0%	▲1.4%	+5.1%	+9.2%

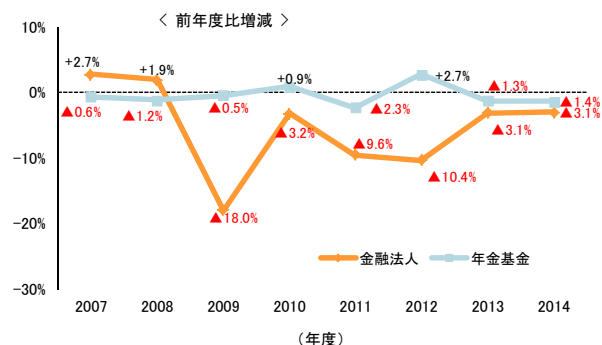
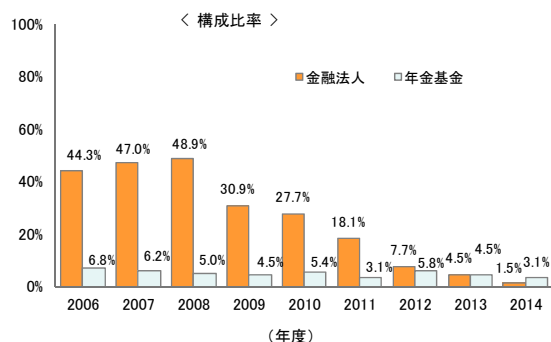


(出所) 大和総研

## 【CDO、CLO(SIVを含む)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	44.3%	47.0%	48.9%	30.9%	27.7%	18.1%	7.7%	4.5%	1.5%
年金基金	6.8%	6.2%	5.0%	4.5%	5.4%	3.1%	5.8%	4.5%	3.1%

前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
金融法人	+2.7%	+1.9%	▲18.0%	▲3.2%	▲9.6%	▲10.4%	▲3.1%	▲3.1%
年金基金	▲0.6%	▲1.2%	▲0.5%	+0.9%	▲2.3%	+2.7%	▲1.3%	▲1.4%



(出所) 大和総研

## 図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

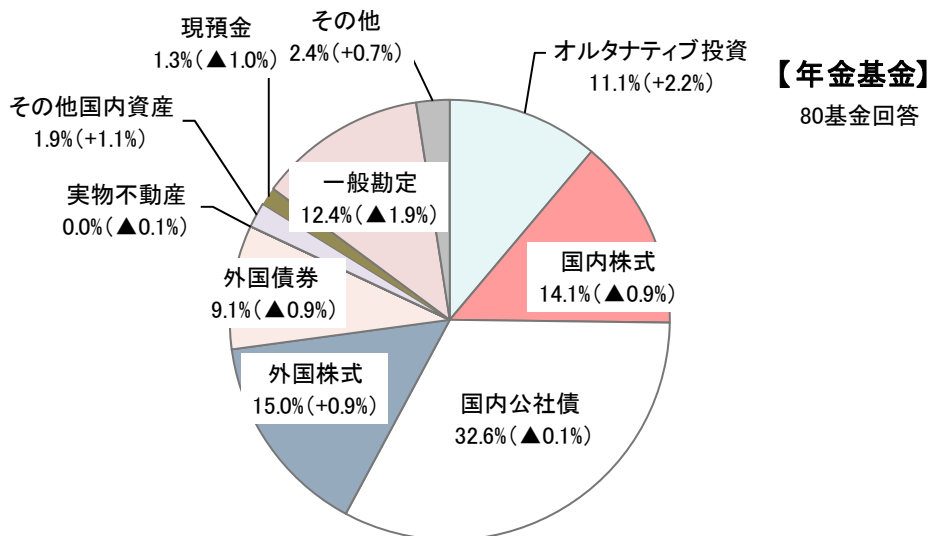
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 68社回答	年金基金 52基金回答	前年度比	
▲0.9%	14.7%	ヘッジファンド	48.1%	+2.5%
+4.0%	11.8%	不動産私募ファンド(LP)	7.7%	▲1.1%
+4.8%	73.5%	国内外REIT(公募、私募)	25.0%	+10.3%
+2.5%	10.3%	PEファンド(バイアウト、VC等)	17.3%	+11.4%
+1.5%	1.5%	CDO,CLO(SIVも含む)	0.0%	+0.0%
▲0.1%	1.5%	ディストレスファンド	1.9%	+0.5%
+7.2%	10.3%	インフラファンド	21.2%	+12.3%
+2.9%	2.9%	コモディティ(先物含む)	1.9%	▲2.5%
+0.8%	11.8%	バンクローン	11.5%	▲6.1%
+1.5%	1.5%	農地ファンド	0.0%	+0.0%
+2.8%	4.4%	再生可能エネルギーファンド	3.8%	+2.4%
+0.1%	23.5%	MBS(CMBS/RMBS)	0.0%	+0.0%
▲3.9%	11.8%	アジア・エマージング株式・債券	1.9%	▲8.4%
+8.8%	58.8%	仕組債	0.0%	+0.0%
+8.4%	66.2%	ETF	1.9%	▲1.0%
▲8.9%	17.6%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)エンゲージメント(バリュースアップ)ファンド	5.8%	+2.8%
-	0.0%	債券アンコンストレインドファンド	28.8%	-
-	2.9%	コンティンジェント・キャピタル	0.0%	-
+2.9%	2.9%	その他	19.2%	▲20.5%

(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？

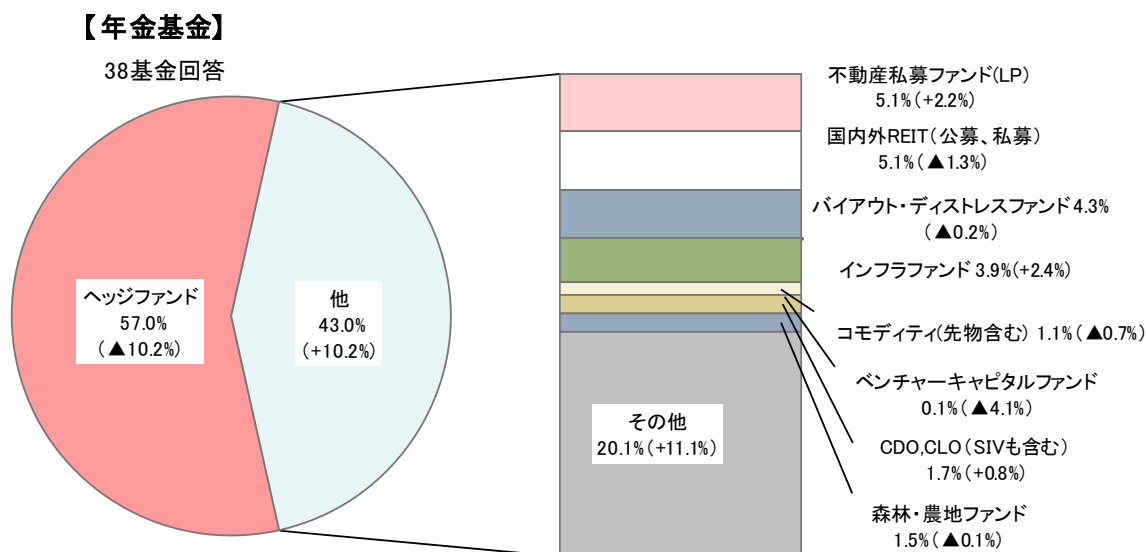


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

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？



(注) 括弧内は前年度比増減

(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における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」が+15.1 ポイント（31.3%）と大きく比率を伸ばしており、今年度のオルタナティブ投資の強いニーズが確認できる。その一方、「現在よりも資産配分を減らす」は▲6.2 ポイント（6.0%）の減少となり、また「現状維持」（55.4%）は、前年度比▲11.2 ポイントと大きく低下した。

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。両主体ともに、「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：51.4%、年金基金：38.6%）が最も比率が高く、解約流動性の高い（すぐに現金化できる）商品のニーズは変わらず存在している。一方、流動性は乏しいが「インフラ投資（再生可能エネルギー投資含む）の採用」が前年度から比率が上昇した（金融法人：前年度比+4.1 ポイント、年金基金：同+5.2 ポイント）。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：▲12.3 ポイント、年金基金：同▲9.6 ポイント）は、両主体ともに前年度から大きく比率が低下している。

### 2-4. 運用環境の懸念、今後の年金基金運営の方針変化

今後の年金運用（有価証券運用）における懸念点では（図表 2-9）、「アベノミクスの失速（デフレ環境の継続）」（金融法人：68.8%、年金基金：66.7%）に続いて、「ユーロ圏の経済失速（欧州債務危機の再燃）」（金融法人：63.8%、年金基金：52.4%）に高い関心が寄せられた。昨今のユーロ圏のデフレスパイラルへの懸念の深刻さが、大きく注目されているといえる。

さらに図表 2-10 では、今後の年金基金運営の方向性に関する設問となっている。前年度まで最も高率であった「予定利率の引き下げ」（33.3%）が▲9.4 ポイントと大きく低下し、「その他」（35.1%）が最も高率となっている。その意見のほとんどが“解散して清算するのみ”（総合型厚生年金）と、他の年金制度への移行を伴わない回答が占めた。またその一方、「（基金の解散・脱退後）確定拠出年金へ移行」（19.3%）の比率が+10.3 ポイントと大きく上昇した。昨今、確定拠出年金制度に関する改革を推し進める案（主婦や公務員、自営業でも加入可）などが発表されるなかで、より自由度が高くなる年金制度としての期待が、支持を集めた要因と推察される。

### 2-5. 政策資産配分内での株式配分、国内株式のベンチマークについて

図表 2-12 は、年金基金が国内株式運用で使用しているベンチマークを示している。「TOPIX」が 95.2%と圧倒的に比率が高い中で、注目すべきは 2014 年 1 月から公表が始まった「JPX 日経インデックス 400」<sup>2</sup>が既に 6.0%の比率を占めたことであろう。JPX 日経インデックス 400 は、

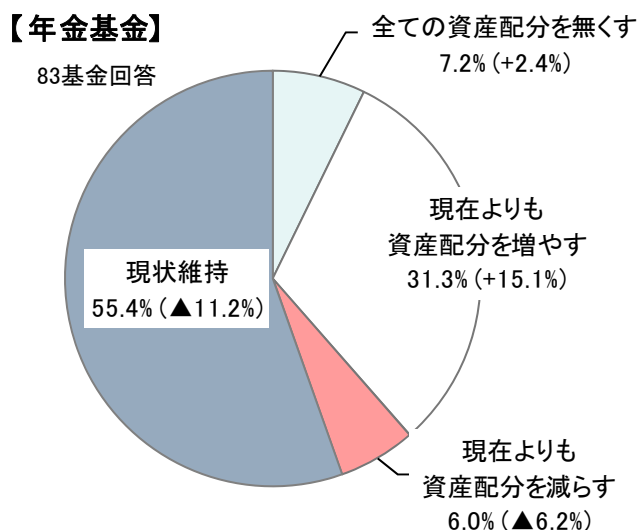
<sup>2</sup> 東京証券取引所に上場している企業約 3,400 社の中から、資本の効率的活用や投資家を意識した経営を行う企業 400 社からなるインデックス。

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国内株式のベンチマークのひとつとして採用したことを表明している。今回のアンケートでは、総合型厚生年金からの回答に限らず企業年金からも同インデックスを使用しているとの回答も寄せられており、今後も採用拡大が予想される。

また図表 2-13 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、外国（先進国）株式および新興国株式を「増額する」がそれぞれ+11.9 ポイント（51.9%）、+13.4 ポイント（54.5%）と大きく上昇し、ともに半数を上回っていることがわかる。一方、国内株式を「増額する」は昨年度から+7.8 ポイント上昇したものの 30.0%に留まり、「減額する」が7割に達した。官製相場と揶揄されながらも、黒田日銀総裁の異次元緩和や GPIF の株式アロケーション変更の効果は大きく、国内株式比率は各基金の基本資産配分を超えているケースが多い。それに加えて、過去に大幅な国内株式の評価損で苦い経験がある年金基金のアレルギーは未だ根深く、減額するという意見が優勢となったと推察される。さらに総合型厚生基金は、基金解散に備えて GPIF のアロケーションに追随させるとの意見も多数寄せられた。その基金のほとんどが、既に大きくなりすぎた内外株式の資産配分比率を低下（リバランス）させるとの意見であった。

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

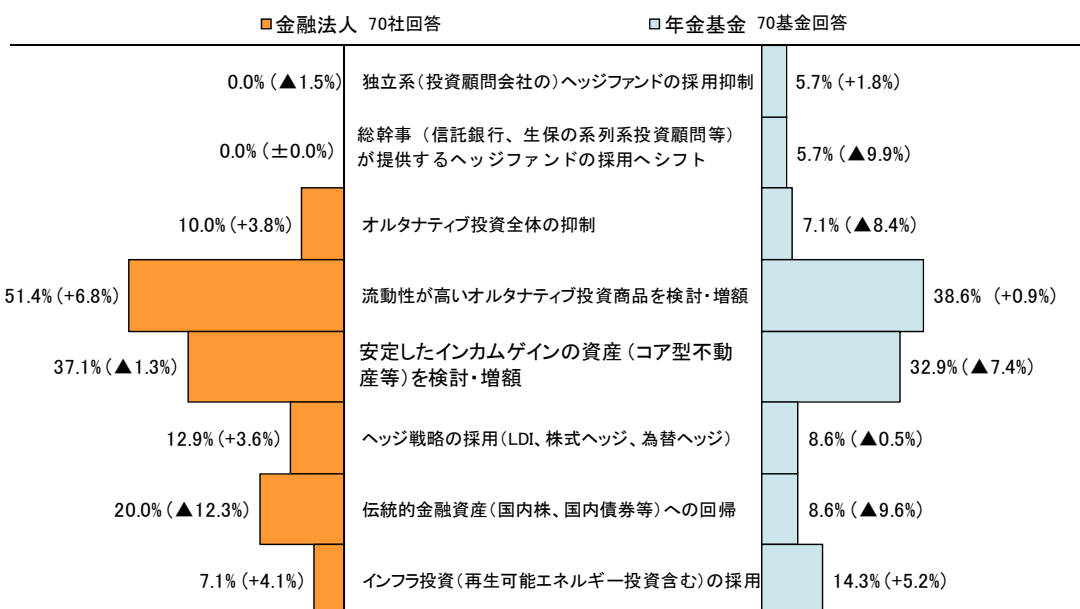


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）

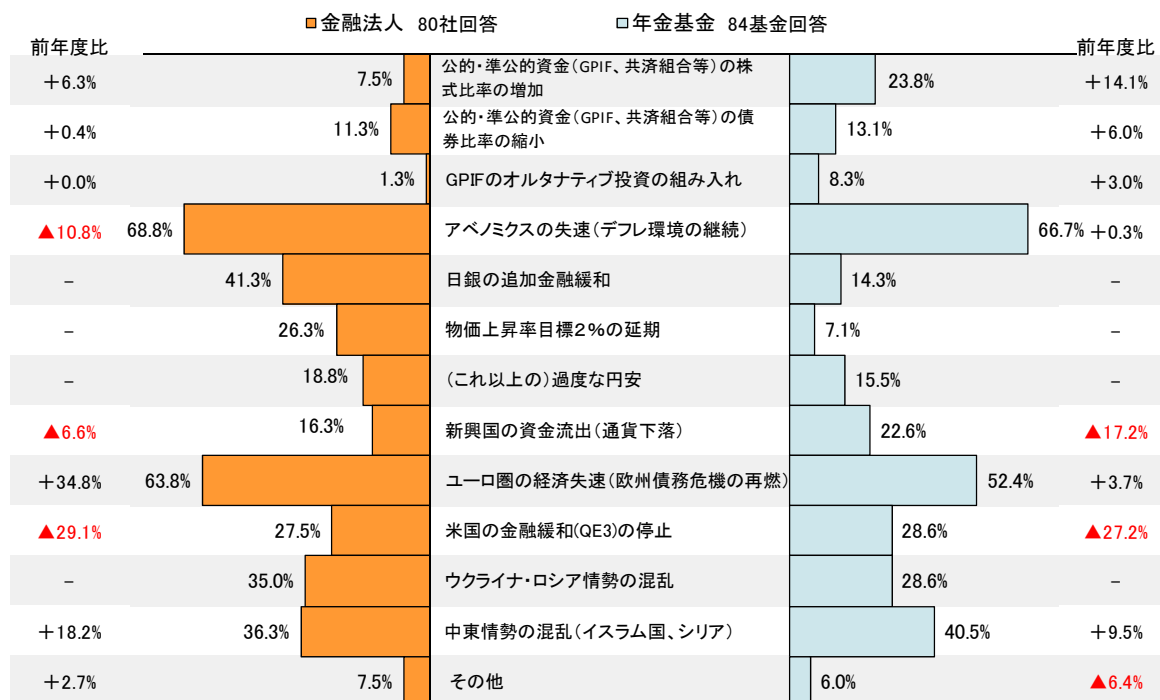


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

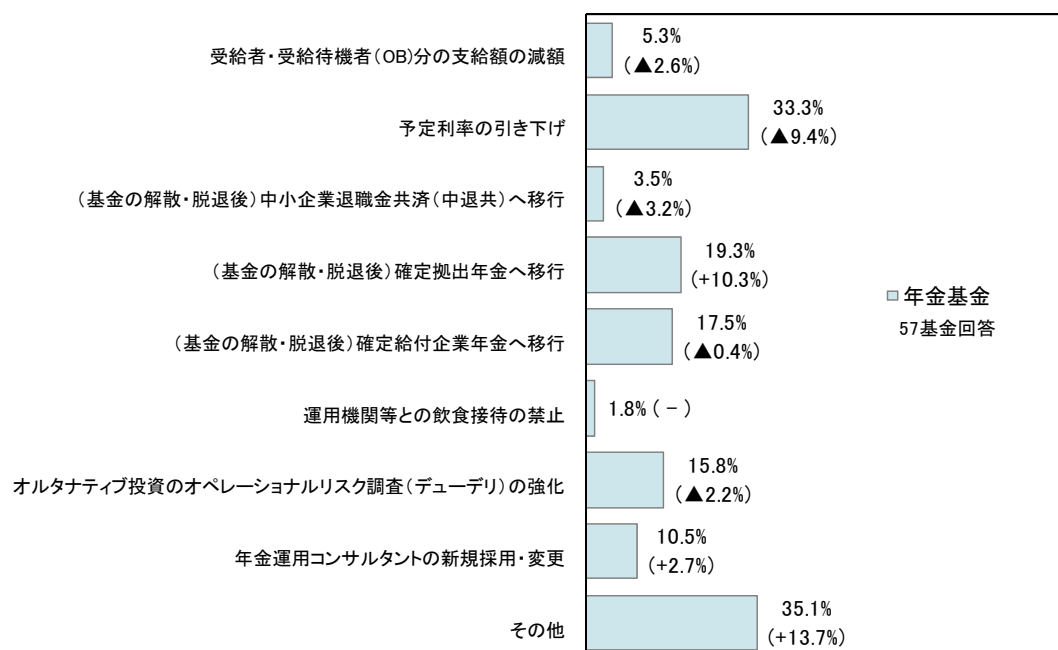
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(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）

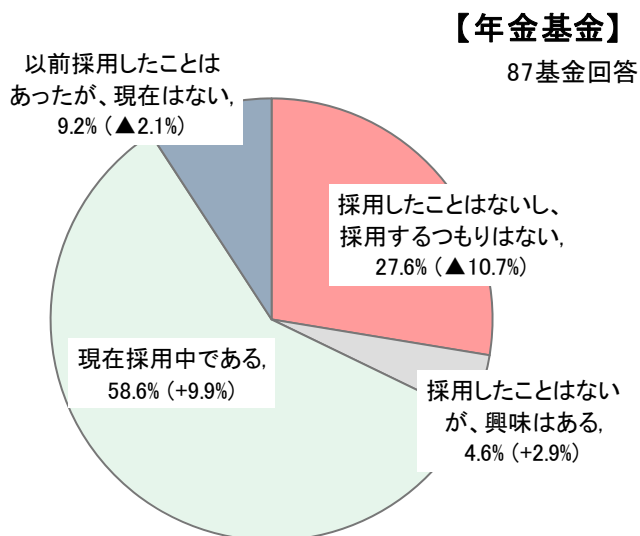


(出所) 大和総研

(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

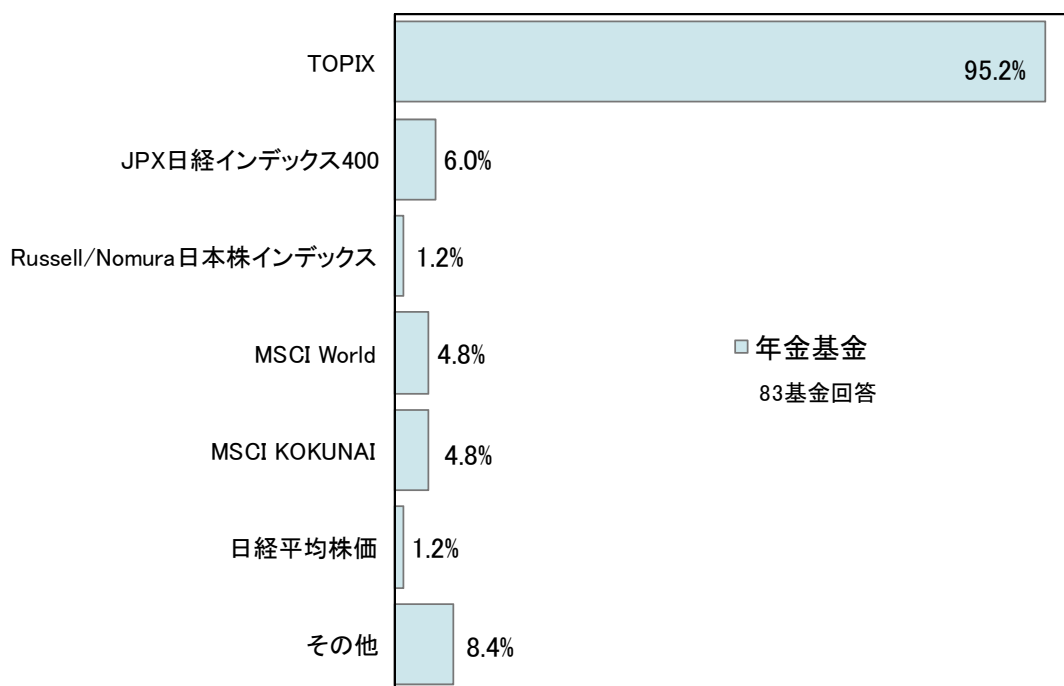


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-1 2 国内株式運用で使用しているベンチマーク（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（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 Inc. に属する。

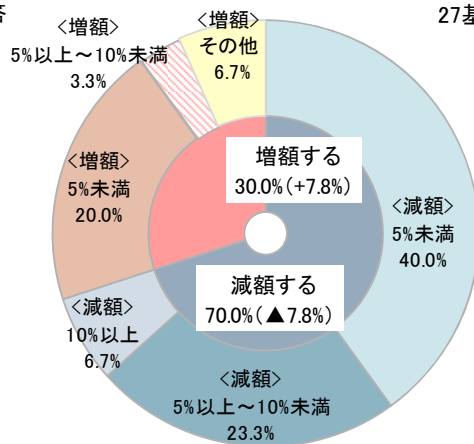
(出所) 大和総研

図表 2-13 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？

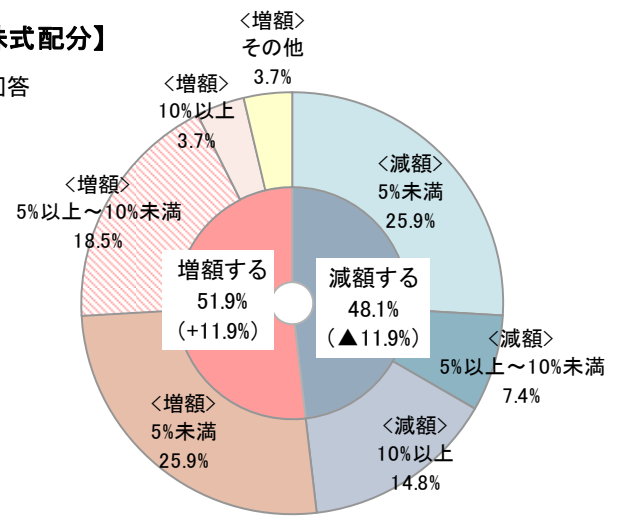
## 【国内株式配分】

30基金回答



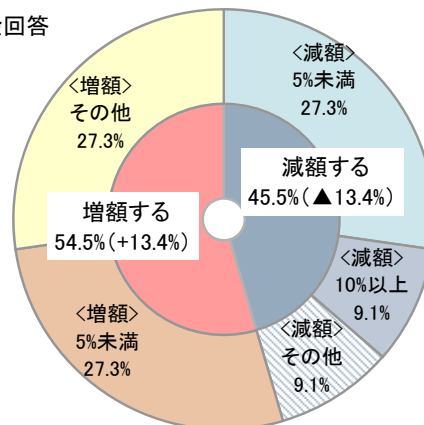
## 【外国(先進国)株式配分】

27基金回答



## 【新興国株式配分】

11基金回答



(注) 括弧内は前年度比増減  
(出所) 大和総研

### 3. バーゼル規制の実態調査、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. バーゼル規制に対する懸念点

図表 3-1 は 2013 年 3 月（国内基準行は 2014 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、「流動性カバレッジ比率（LCR）への対応（システム対応等含む）」（42.9%：前年度比+11.9 ポイント）が最も多くの回答を集めた。一方、昨年度まで、最も高率であった「ダブルギアリング改定に伴う金融機関への投資」は、前年度比▲16.0 ポイント（41.8%）と大きく低下していることがわかる。国内基準行も既にバーゼルⅢが実施され、新ダブルギアリング（対応控除アプローチ）ルールへの懸念は払拭されつつあるようだ。また注目されている「レバレッジ比率規制」も+6.9 ポイント（11.0%）と前年度から比率を伸ばしている。さらに今年度の新しい項目としては、銀行勘定の金利リスクの取り扱いである「IRRBB(Interest Rate Risk In The Banking Book:銀行勘定の金利リスク)<sup>3</sup>」（7.7%）や、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）に追加資本を求める「GLAC(Gone concern Loss Absorbing Capacity)<sup>4</sup>:ベイルイン債務含む」（9.9%）にもある程度の回答が集まった。また「その他」（6.6%）に寄せられた意見のほとんどが“大口信用供与等規制”（主に地方銀行）であった。

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、昨年度から比率が低下したものの「劣後債（金融機関）」（63.0%：内訳、総合企画部門 18.5%、市場金融部門 44.6%）への回答が目立った。

#### 3-2. アウトライヤー値は小幅の変化

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」（32.1%）との回答が前年度比▲7.2 ポイントと小幅に低下していることがわかる。その一方、「10%以上～15%未満」（16.7%：前年度比+9.5 ポイント）が増加しており、昨年度から金利リスク量が若干上昇したことが確認された。ただし、今年度は金融緩和の影響もあり、一貫して国内金利が低下していたため、金融機関の多くは VaR ジャンプなどの予期せぬ金利リスク上昇も警戒している。多くの金融機関がアウトライヤー比率を 99 パーセンタイル値にて計測しているため、金

3 銀行勘定における金利リスクの規制を表す。従来は第 2 の柱（Pillar2）であったアウトライヤー規制に類似したものが第 1 の柱（Pillar1）となりさらなる資本賦課が必要となる規制強化が予定されている。

4 現在は TLAC(Total Loss-Absorbing Capacity)と呼ばれている。グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）の総損失吸収力を高める政策である。最終規則は 2015 年に発表予定であり、G-SIBs に対し一定水準（規制資本比率で 16%から 20%、レバレッジ比率で 6%：2 倍以上）の資本維持を求める可能性が高い。

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、それを自己資本の基本的項目（Tier1）と補完的項目（Tier2）の合計額と対比した指標。銀行の国債等（金利リスク）の投資に影響するといわれる。

利リスク(金利のボラティリティ)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ことも金利リスクの急上昇を招く要因となる<sup>6</sup>。

### 3-3. 国債投資の方向性

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」(41.7%)が前年度比▲6.4ポイント低下し、代わりに「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」(29.2%)が前年度比+4.6ポイント、「有価証券残高を縮小させて金利リスクも減少させる」(8.3%)が同+6.4ポイントと相反する意見が双方上昇していることがわかる。また今後の国債投資に関する戦略(図表 3-7)については、金融緩和の影響により国内指標金利が一貫して低下した影響から「国債から外債へシフト」(33.3%:前年度比+19.2ポイント)、「超長期国債の残高を増加」(29.2%:同+19.1ポイント)が大幅に増加しており、地域金融機関を中心に少しでも利回りが高い債券へシフトする様子がうかがえる。また図表 3-8 は、レバレッジ比率規制に対する懸念点を示している。ここでは「(リスクベースではゼロである)国債保有にレバレッジがかかること」(52.7%:前年度比+6.0ポイント)が最も高率となっており、(有価証券運用での)国債投資に過剰な資本が要求されることを懸念する様子が示された。

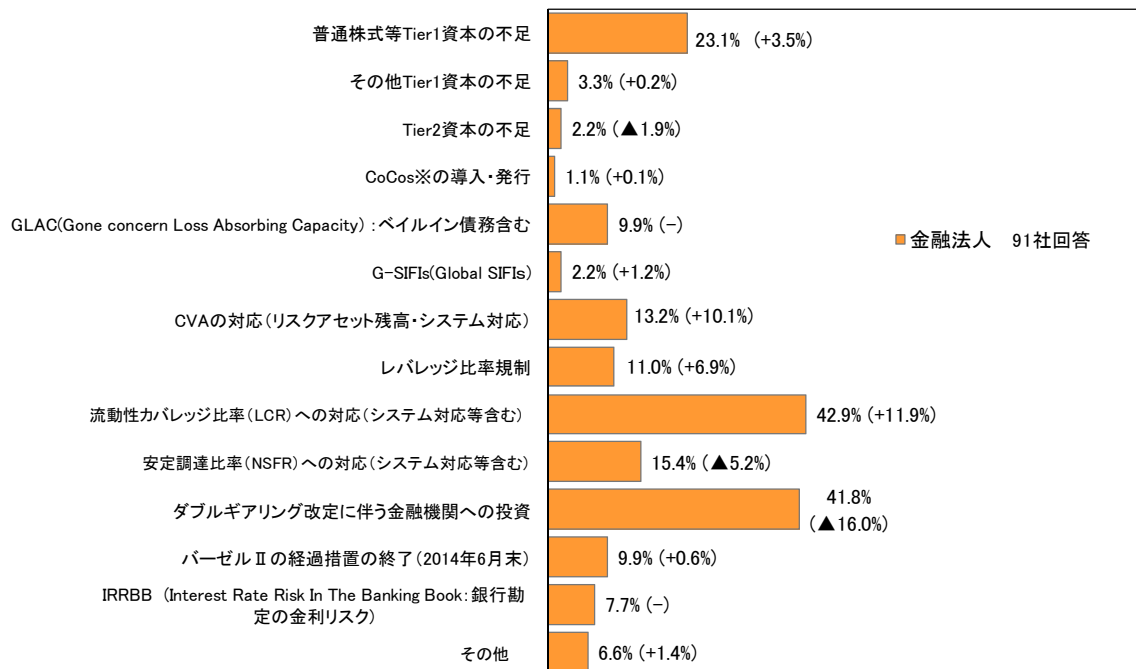
6 アウトライヤー基準の計測には、「①上下 200 ベーシス・ポイント(2%)の平行移動」による金利ショックか、「②保有期間 1 年間、最低 5 年の観測期間で計測される金利変動の 99 パーセンタイル値(1 パーセンタイル値)」のどちらかを採用する。②の「パーセンタイル値」では、残存期間ごとに、保有期間 1 年の金利変動幅、つまり 1 年前の営業日との金利の差を最低 5 年分データとして集め、下から 99%、1%目の数値を採用する。観測期間が 5 年であり、金利のボラティリティが高い期間が外れると、金利リスクが自ずと下がる仕組みになっている。



## (バーゼル規制の実態調査・有価証券運用動向)

図表 3-1 バーゼル規制での懸念点 (金融法人のみ)

バーゼル規制に関する懸念は何ですか？ (複数回答可)

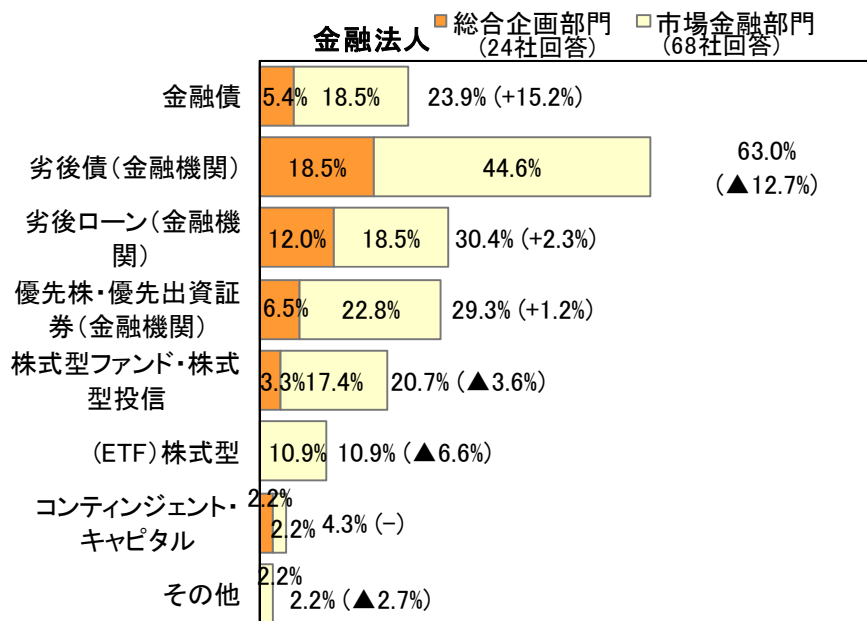


(注) 括弧内は前年度比増減

(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)

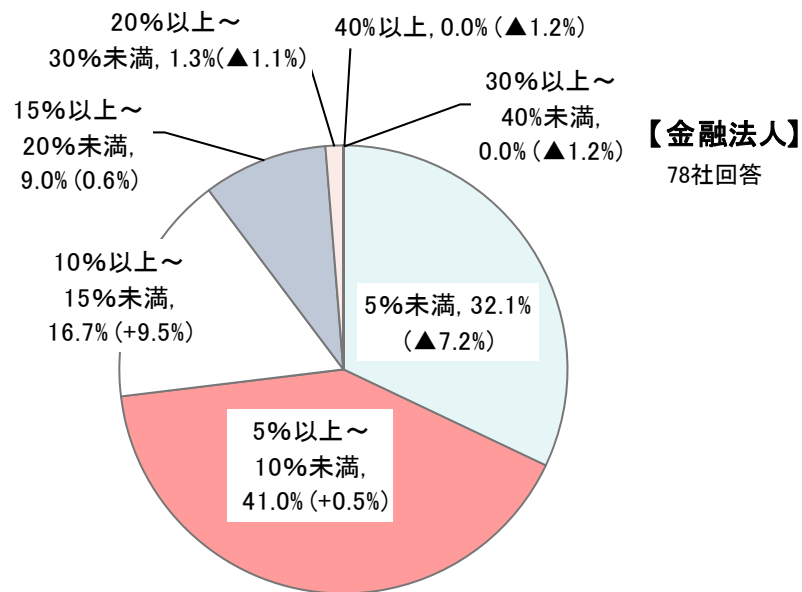


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）**

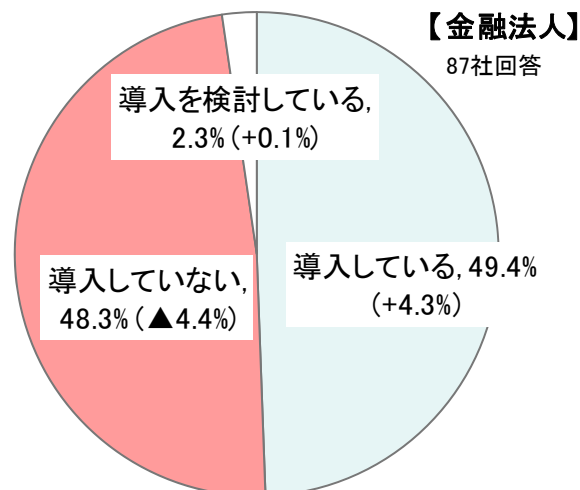
アウトライヤー比率はおよそ何%ですか？



(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）**

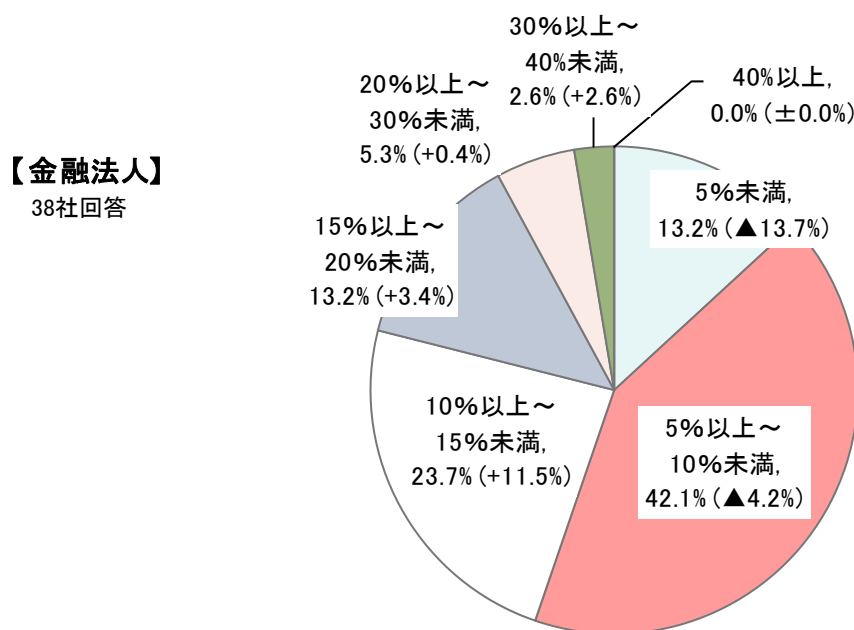
(アウトライヤー比率の計測で) コア預金モデルを導入していますか？



(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？

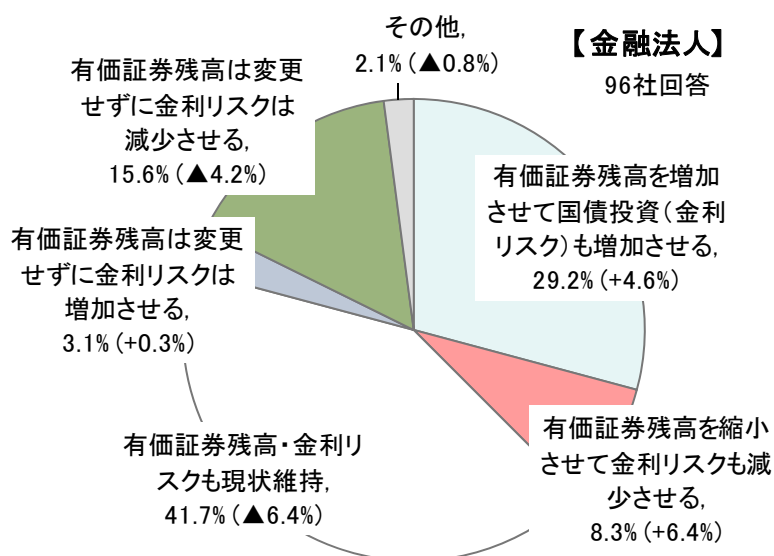


（注）括弧内は前年度比増減

（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？

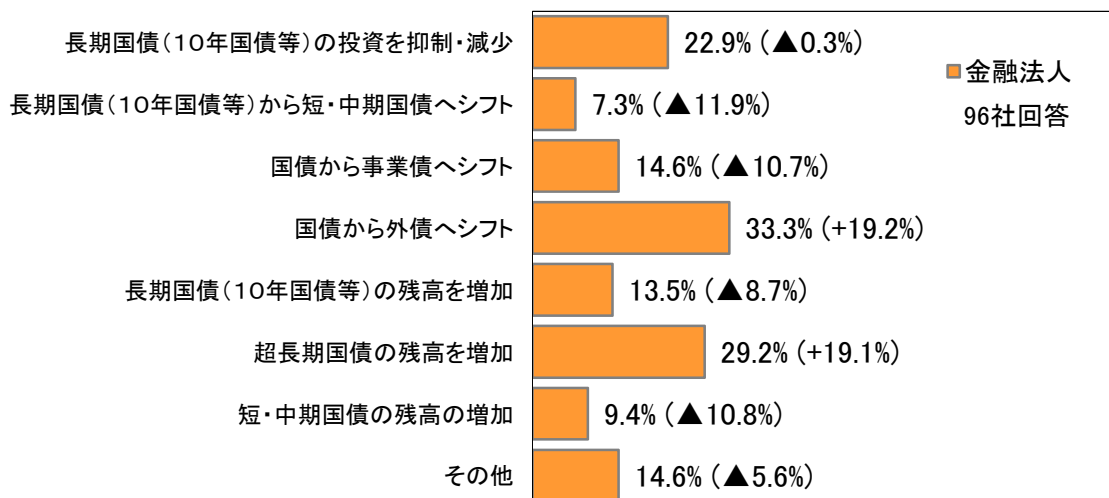


（注）括弧内は前年度比増減

（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）

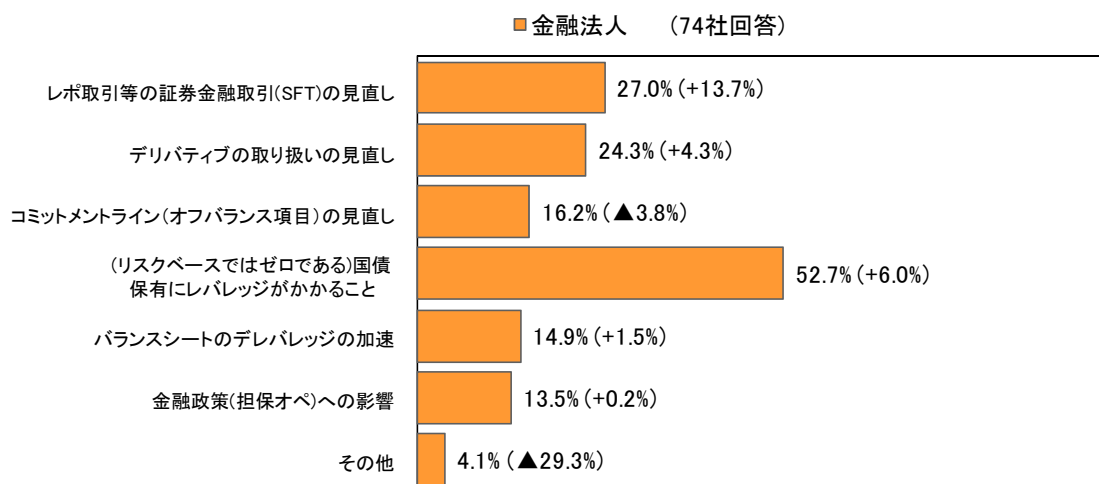


(注) 括弧内は前年度比増減

(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 PON) 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・キャピタルの国内の状況に関しては、「投資している」が金融法人（市場金融部門）で 4.4%（前年度比+1.6 ポイント）、年金基金では 1.5%（同+1.5 ポイント）となり、徐々にではあるが投資が浸透している（図表 3-9 参照）<sup>7</sup>。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が、欧米の金融機関を中心に高いインカムゲインが期待できることや、国内の大手行の発行も目立ってきており投資家の裾野が拡大しているようだ。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。ただし昨今では（個人向け）投資信託なども出現しており、今後は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も徐々に増加することが予想される。

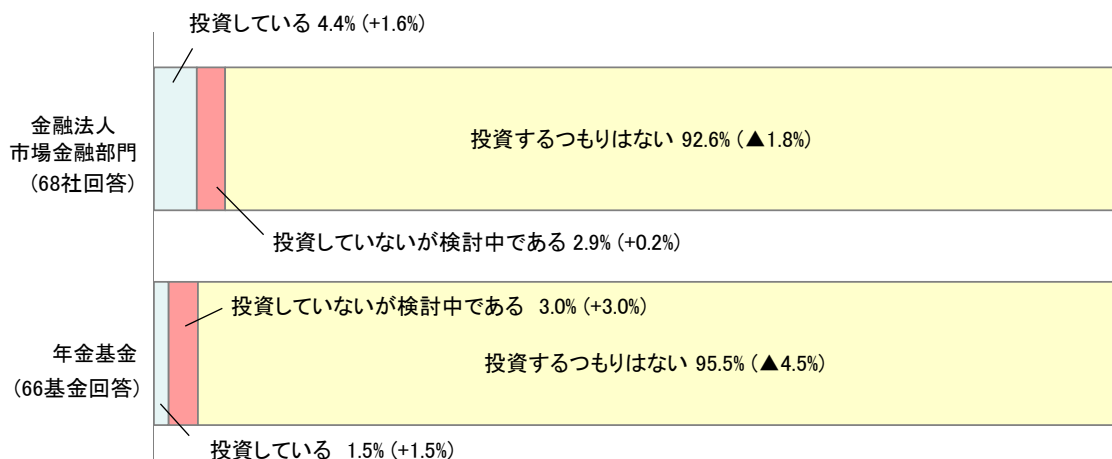
さらに、図表 3-10 は、コンティンジェント・キャピタルを発行・投資する際に期待しているクーポン（インカムゲイン）を示している。金融法人では、発行する側の総合企画部門、投資する側の市場金融部門ともに「1%以上～3%未満」（総合企画部門：62.5%、市場金融部門：45.0%）が最も多くの回答を集めた。年金基金では、「3%以上～5%未満」（57.1%）が最も高率となり、期待リターンに関して金融法人と年金基金とで若干の温度差がある。また金融法人の市場金融部門では「5%以上～7%未満」が 10.0%、総合企画部門では「7%以上～10%未満」が 12.5% の回答があり、昨今、欧州金融機関で発行が相次ぐ“その他 Tier1”でのクーポン事例を想定した回答もあった。

<sup>7</sup> どの設問を回答するかは、回答者が任意で選択できるため、オルタナティブ投資全体の選択状況で示されているコンティンジェント・キャピタルの採用比率（図表 2-2）とは回答者が同一ではなく、異なる結果となることは了承したい。

## 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？

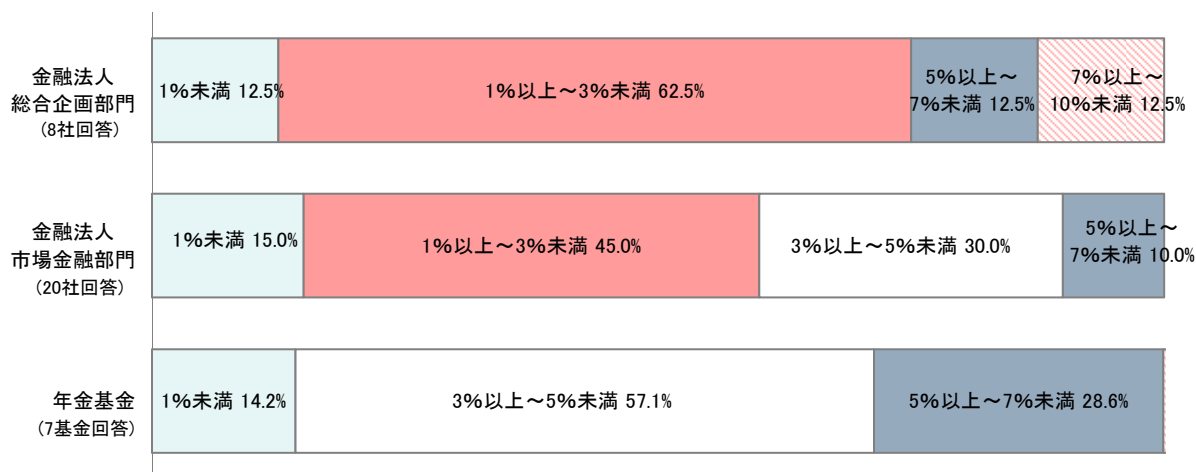


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

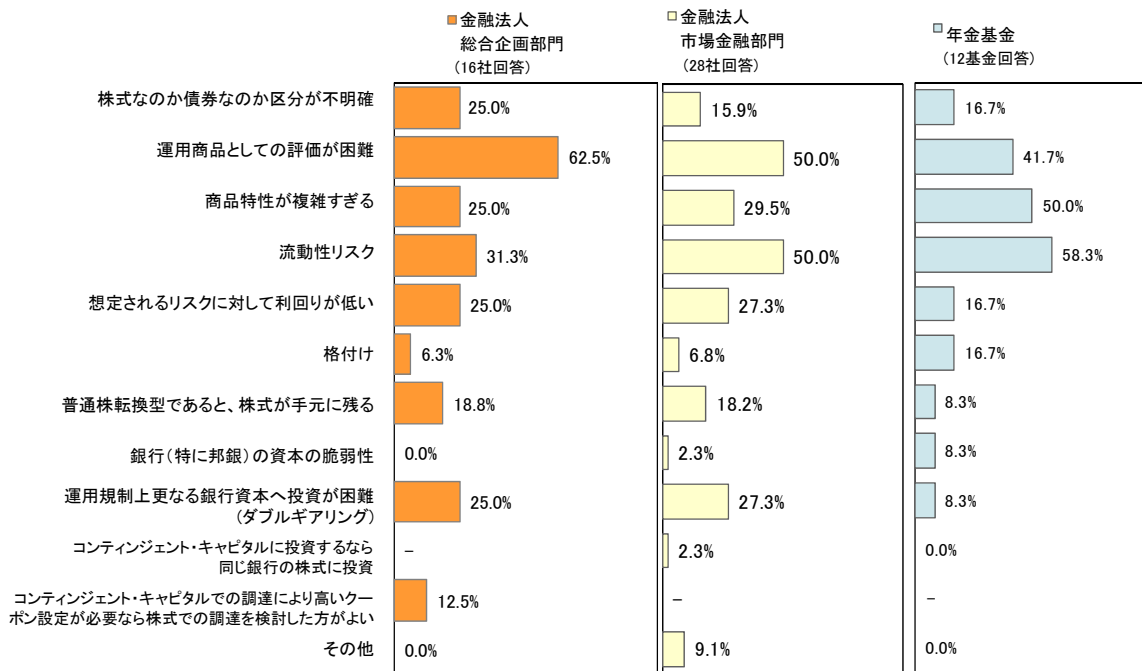
コンティンジェント・キャピタルのクーポン（インカムゲイン）はどの程度を期待しますか？



(出所) 大和総研

**図表 3-1 1 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）



(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なため、通常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ほとんどとなっている。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、金融法人の市場金融部門では「既に投資している」が3.8%(前年度比▲1.2ポイント)、「投資を検討してもよい」が2.5%(同±0.0ポイント)存在しており、昨年度から全体の比率がやや低下したものの既に導入・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、年金基金においても「投資を検討してもよい」(1.1%:前年度比+0.3ポイント)が若干ながら存在している。さらに図表3-13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:78.0%、年金基金:76.9%)に、両主体で回答が集中する結果となった。ユーロ圏の中でも銀行の審査能力の高さと不良債権比率の低さが、裏付けとなる担保資産への信用力の高さにつながり支持を集めたといえる。次いで「フランス」(金融法人:36.6%、年金基金:38.5%)や、「英国」(金融法人:34.1%、年金基金:38.5%)などが高い比率となった。また図表3-15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」(総合企画部門:64.7%、市場金融部門:51.2%、年金基金:50.0%)、「運用商品としての評価が困難」(総合企画部門:58.8%、市場金融部門:44.2%、年金基金:54.5%)、の項目に回答が集中している。

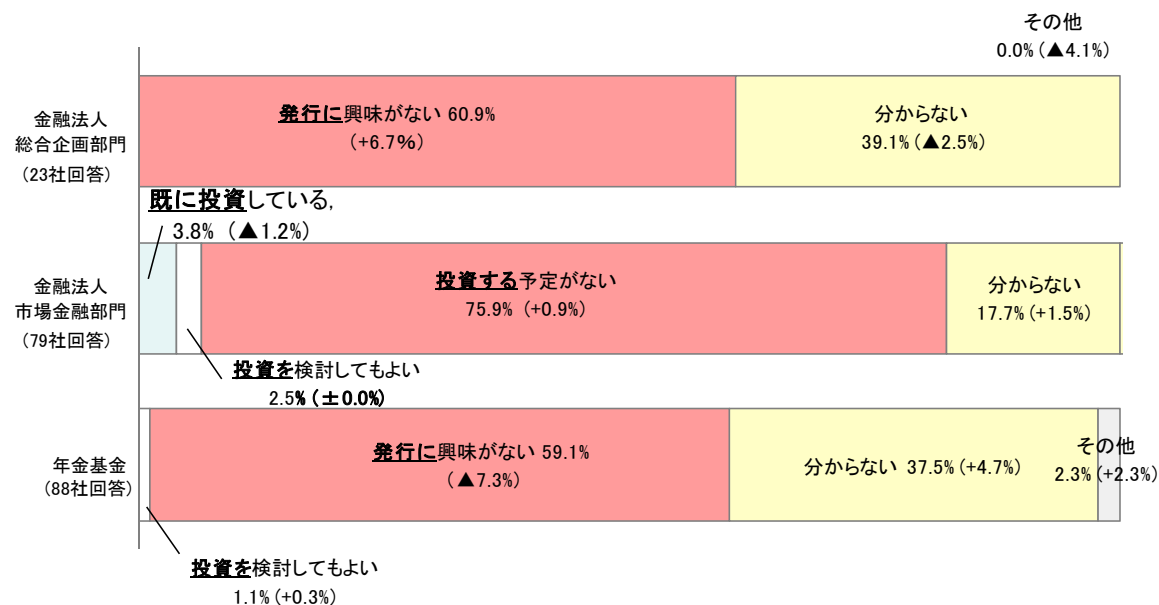
また自由回答意見の中には、“情報不足と優秀なクレジットマネージャーが発掘できるか(不安)”(企業年金)、“純粹に情報が少なく、わからない”(企業年金)、“(たとえ法改正があり)発行出来たとしても検討できない”(銀行)など、辛辣なものが多くみられた。



## 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？

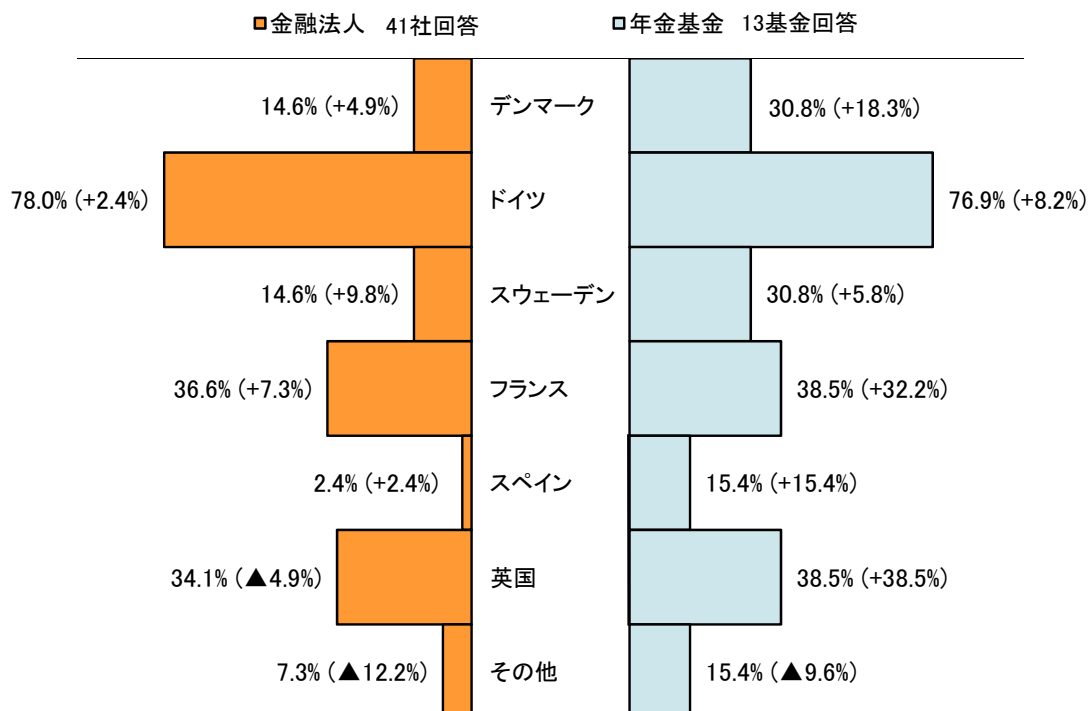


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

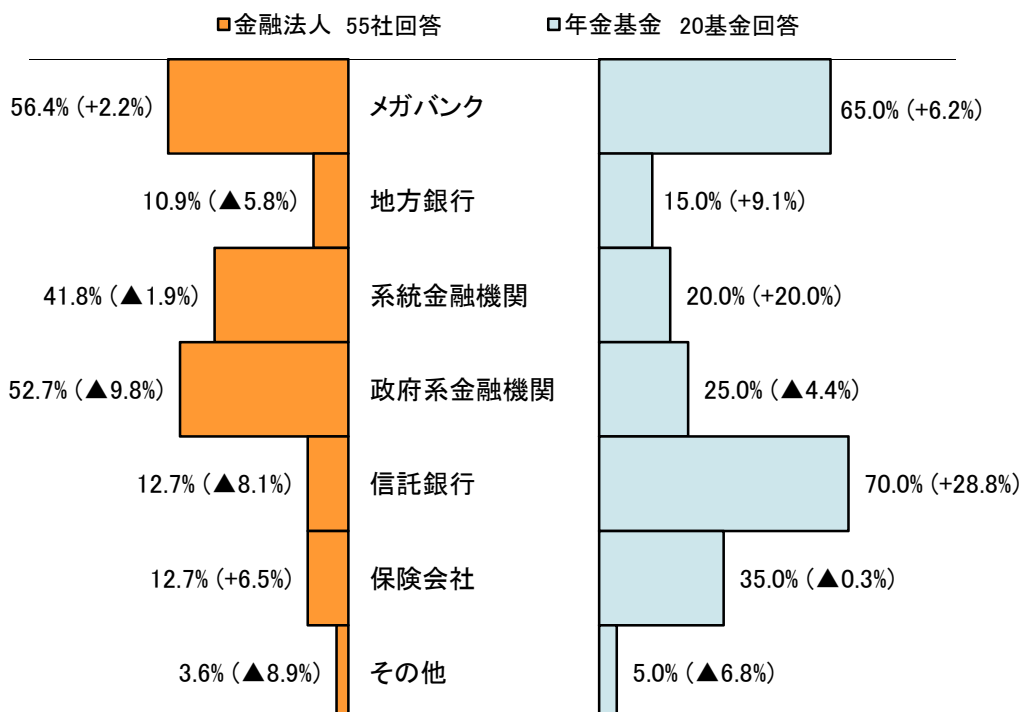
カバード・ボンドへ投資する（投資を検討する）ならどの国に興味がありますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-14 どの発行金融機関のカバード・ボンドに興味があるか

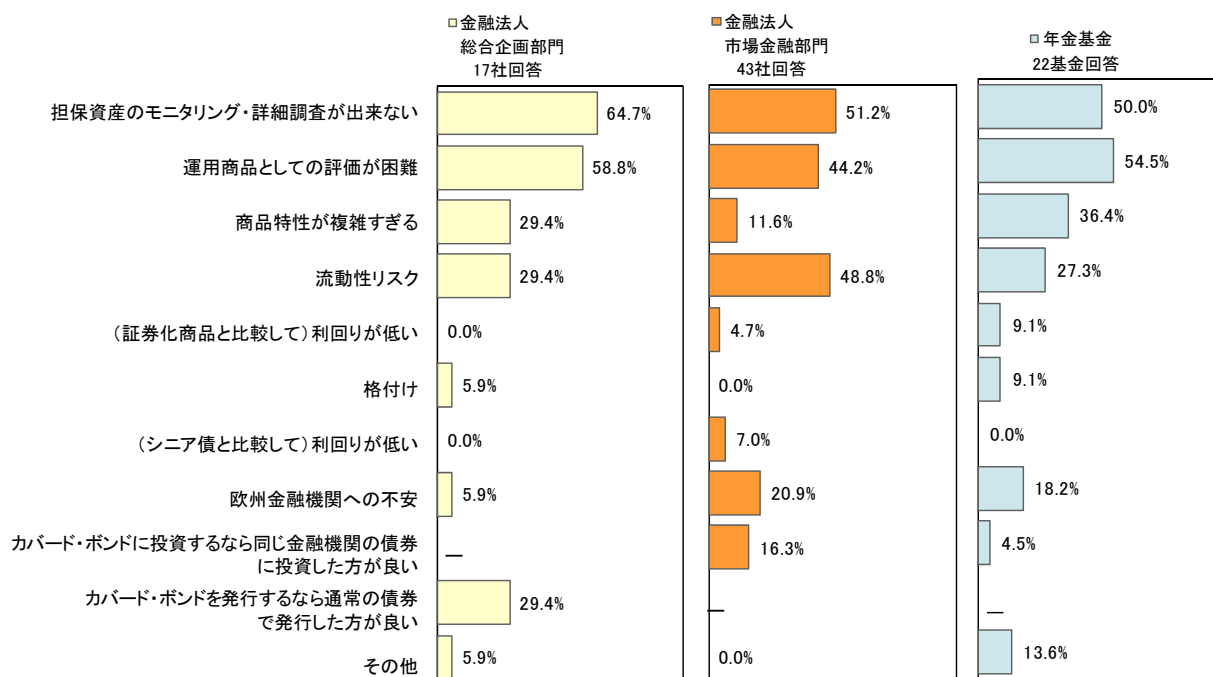
本邦において、どの金融機関が発行するカバード・ボンドに興味がありますか？（複数回答可）



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 3-15 カバード・ボンド投資の懸念点



(出所) 大和総研

## 4. コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードに関する意識調査

### 4-1. コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの浸透度

日本のみならず、世界的にもコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの重要性が叫ばれている。コーポレートガバナンス・コードとは、上場企業が企業統治を行う上で守るべき規範（コード）のことであり、透明・公正かつ迅速な意思決定を行い、持続的な成長に向けた自社の自律的な取組みを促す仕組みである。一方、スチュワードシップ・コードとは、機関投資家側が守るべき規範（コード）のことであり、投資先企業との「目的をもった対話（エンゲージメント）」などを通じて、持続的な企業の成長を促す仕組みである。双方とも“Comply or Explain(遵守せよ、そうでなければ説明せよ)”の原則で運用されており、コード発祥の英国では、この原則が投資家と英国の上場会社に対して20年以上にわたり、上手く機能している。日本では、2014年2月に金融庁より「責任ある機関投資家」の諸原則として日本版スチュワードシップ・コードが既に公表されている。また安倍政権の成長戦略の第2弾である「『日本再興戦略』改訂2014」（2014年6月）において、コーポレートガバナンス・コードの策定が盛り込まれており、来年に公表が予定されている。

図表4-1、4-2は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの存在自体を認識しているかの設問である。双方ともに金融法人の総合企画部門においては「具体的な内容を知っている」（コーポレートガバナンス・コード、以下CG：45.8%、スチュワードシップ・コード、以下SC：64.0%）の比率がある程度を超えており、発行体側では認識が高いことがわかる。一方、年金基金での「具体的な内容を知っている」（CG：26.4%、SC：55.1%）を見ると、コーポレートガバナンス・コードに関する認知度は相対的に低い結果となっている。さらに金融法人の市場金融部門（での「具体的な内容を知っている」）（CG：9.2%、SC：20.5%）においては、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード双方ともに低率に留まっている。また実際の投資家側でのスチュワードシップ・コードの導入実績（図表4-3）に対しては、「既にコードを受入れ・準拠表明し、各原則への対応内容を発表している」（市場金融部門：3.2%）、「これからコードを受入れ・準拠表明する予定」（市場金融部門：6.3%、年金基金：5.1%）ともに低率に留まっており、「コードを受入れる・準拠表明する予定は無い」（市場金融部門：90.5%、年金基金：94.9%）が大半を占めた。一方、発行体側のコーポレートガバナンス・コードに対する今後の導入予定（図表4-4）に関しては、「将来コードを導入し、ガバナンスを強化する予定」が29.4%と3割近い回答を集めた。来年以降のコーポレートガバナンス・コード導入企業の増加を予感させる結果となった。

さらに図表4-6、図表4-7はコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード双方に対する懸念点を示している。双方ともに、時間をかけて作成した割に、規範が形式的なやり取りに留まることを懸念する声が、最も高い比率となっていることが分かる<sup>8</sup>。一方で、

8 CG：「形式的な株主との対話（エンゲージメント）のみが増加する可能性」（金融法人：54.1%、年金基金：54.7%）、SC：「対話（エンゲージメント）の回数自体を競い、形式的な手法のみで投資先企業を評価する可能性」（金融法人：74.5%、年金基金65.3%）

「Comply or Explain(遵守か説明か)の原則では強制力が乏しい」(CG、金融法人：12.2%、年金基金：12.5%、SC、金融法人 16.4%、年金基金 18.4%)は全体の中でも相対的に低位に留まっている。英国のコーポレートガバナンス・コード改訂版(2014年9月)においても“Comply or Explain”での強制力では効果が疑問視されていた項目が存在していたが<sup>9</sup>、日本での懸念は少ないともいえるだろう。

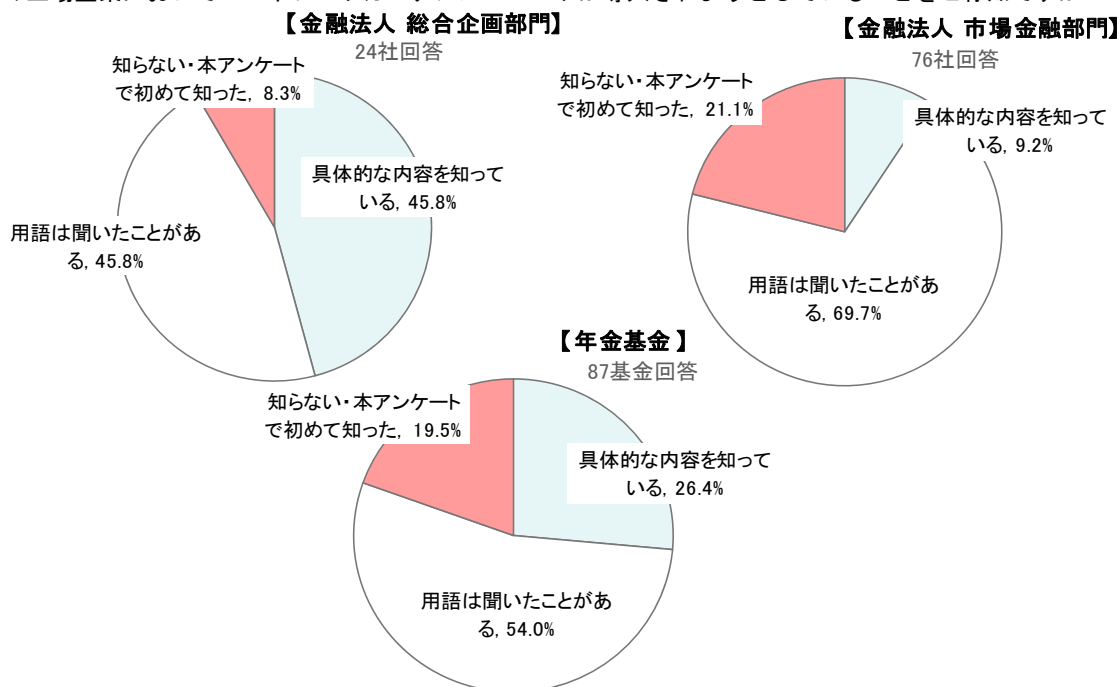
---

<sup>9</sup> 報酬を取締役から返還を求めるクローバック制度等においてはComply or Explainの原則では機能しないとの意見も出ている。詳細は、菅野泰夫「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向」大和総研調査季報 2014年秋季号 (Vol. 16) 参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20141201\\_009145.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20141201_009145.html)

## (コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードに関する意識調査)

### 図表 4-1 日本におけるコーポレートガバナンス・コードの認知度

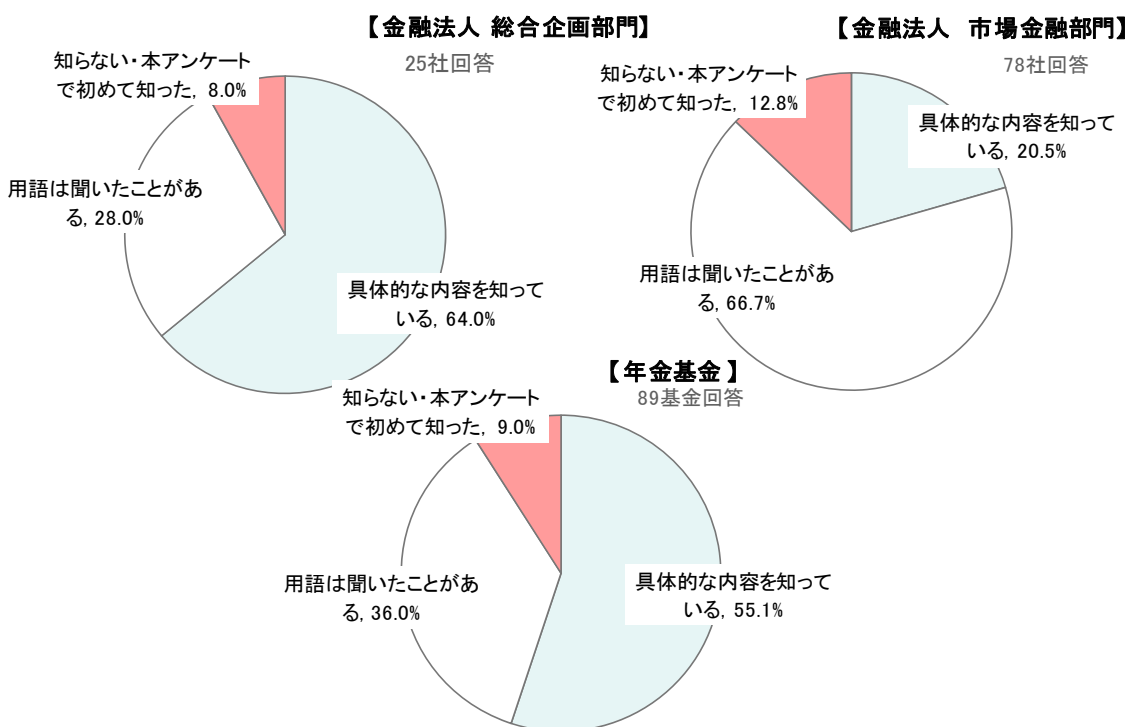
日本の上場企業においてコーポレートガバナンス・コードが導入されようとしていることをご存知ですか？



(出所)大和総研

### 図表 4-2 日本におけるスチュワードシップ・コードの認知度

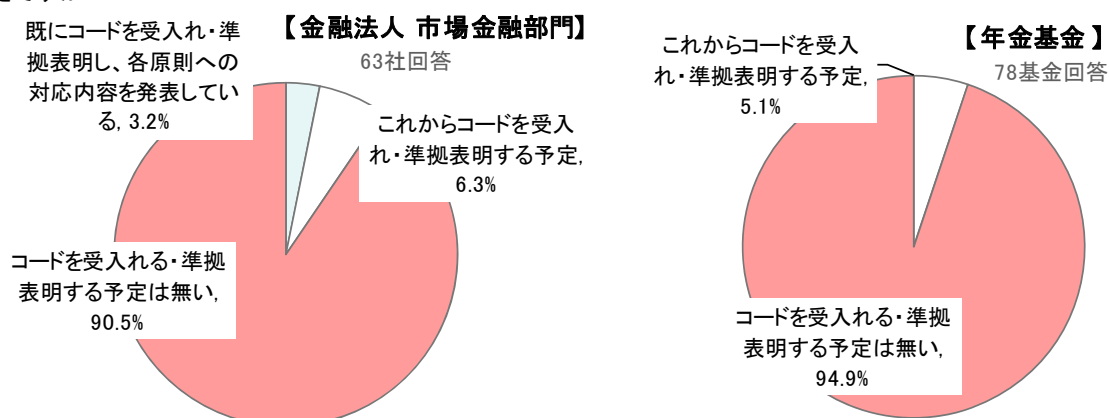
日本においてスチュワードシップ・コードが制定されていることをご存知ですか？



(出所)大和総研

図表 4-3 スチュワードシップ・コードの導入実績

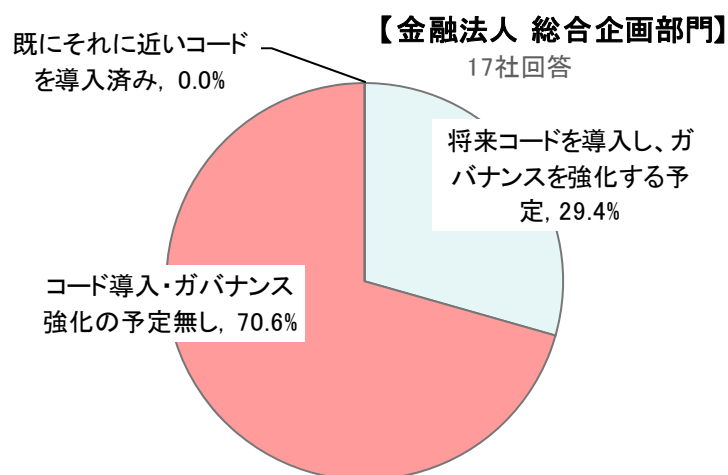
日本版スチュワードシップ・コードを受入れて（コードに対する準拠表明をして）いますか、または受入れる予定ですか？



(出所) 大和総研

図表 4-4 コーポレートガバナンス・コードの導入予定

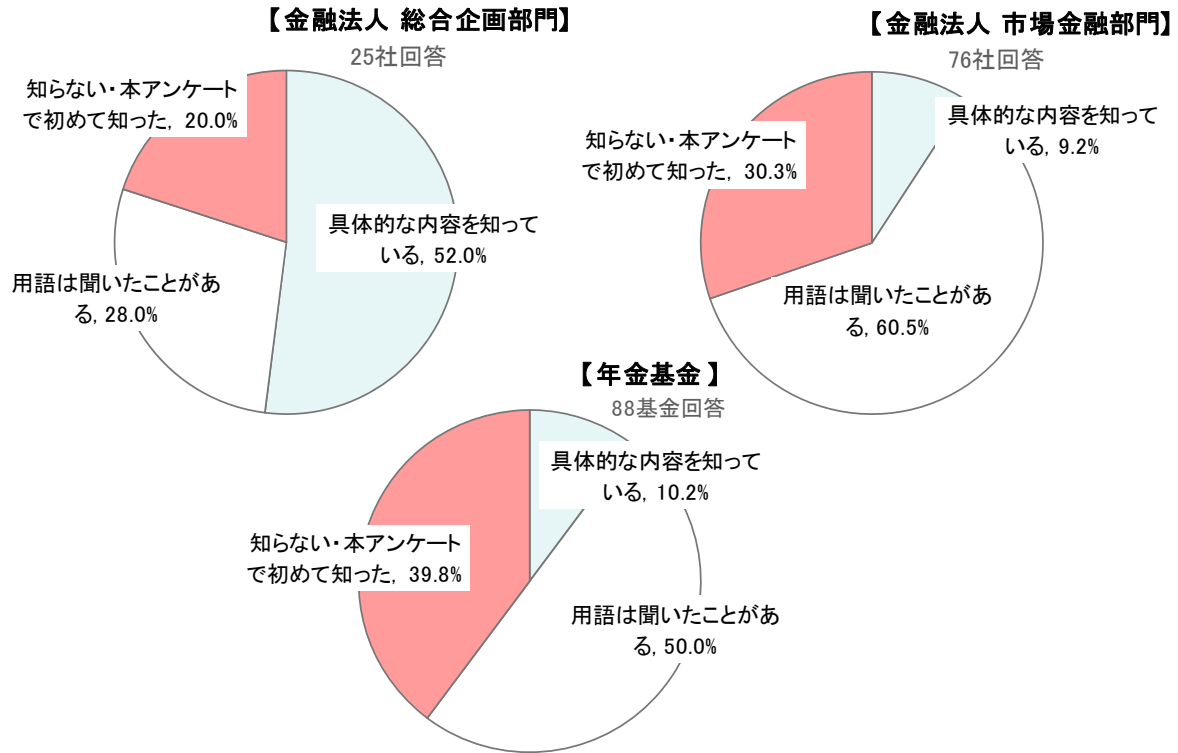
日本版コーポレートガバナンス・コードを受入れる予定ですか？



(出所) 大和総研

図表 4-5 上場会社コーポレートガバナンス原則の認知度

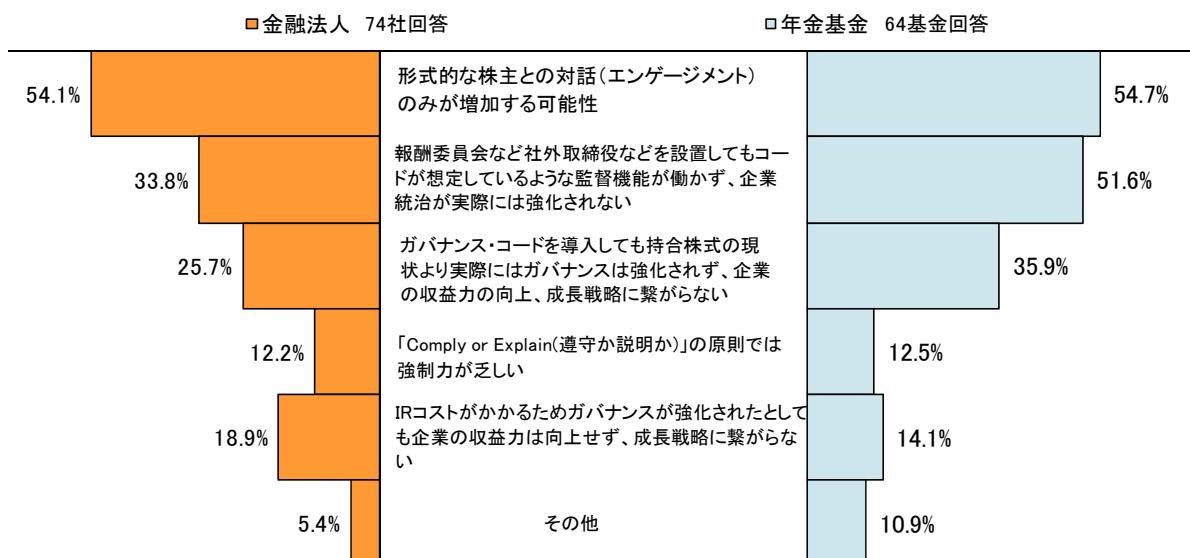
東京証券取引所の「上場会社コーポレートガバナンス原則」をご存知ですか？



(出所) 大和総研

図表 4-6 コーポレートガバナンス・コードの懸念点

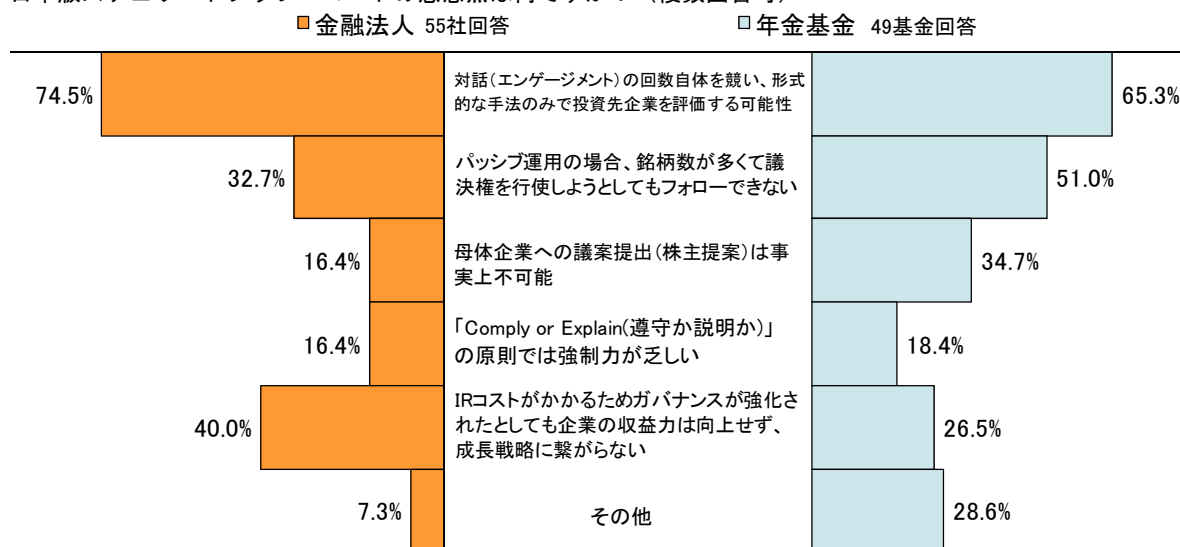
日本版コーポレートガバナンス・コードの懸念点は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表4-7 スチュワードシップ・コードの懸念点

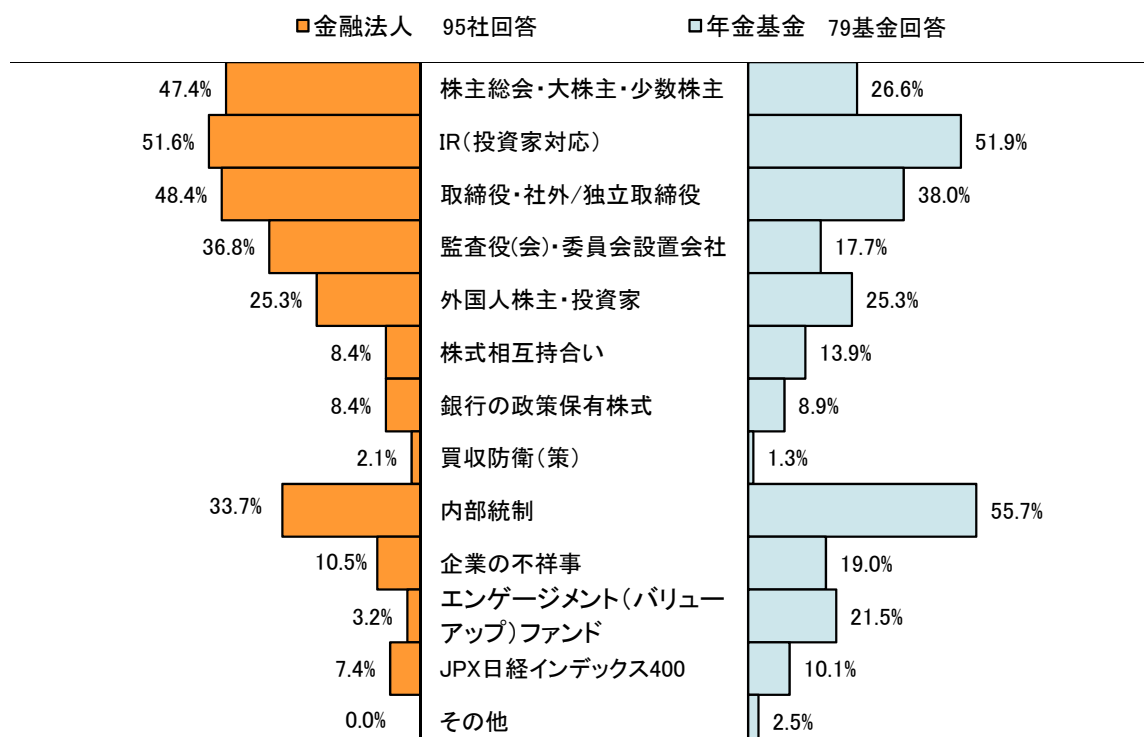
日本版スチュワードシップ・コードの懸念点は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表4-8 スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードのイメージ

スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードと聞いて何を連想されますか？（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

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(25.0%)が前年度比+13.1ポイント、年金基金(41.9%)で同+3.8ポイント上昇していることが分かる(図表 5-1)。さらに、年金基金では「実施していないが、検討中である」(4.7%)が、前年度比+2.2ポイントと上昇を見せた。昨年度は、米国の量的緩和縮小に伴う新興国市場からの投資資金の流出が表面化し、(新興国市場の)株価や通貨が大きく乱高下していた。今年度は、その状況も落ち着きを取り戻し、アジア・エマージング地域への投資はやや回復していたようだ。ただし、足下の原油価格の大幅な下落ともない、ロシアの“ルーブル”など、新興国通貨が再び乱高下する兆しを見せていることは十分注意する必要があるともいえる。

### 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

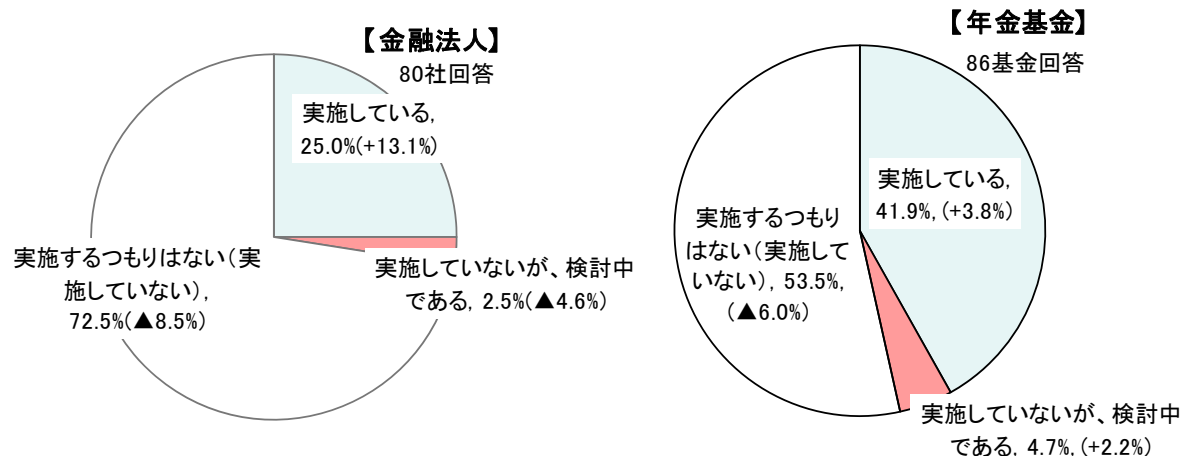
投資地域別に見てみると、前年度と同様に年金基金では、「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資<sup>10</sup>」(61.3%)が最も高率となっている(図表 5-2)。個別地域での選択よりインデックスを活用する年金基金の傾向は昨年度と変わらないといえる。また「中国(含む香港)」(38.7%：前年度比+15.5ポイント)や「ブラジル」(29.0%：同+8.1ポイント)は、前年度から大きく上昇している。一方、金融法人では「その他アセアン諸国」(10.5%：前年度比+10.5ポイント)が大きく上昇した。また金融法人では、今後投資を検討する国においても(図表 5-5)、「タイ」(44.4%)、「インドネシア」(38.9%)、「マレーシア」(33.3%)が上位に来ている。先進国の量的緩和などで上昇と調整を繰り返す新興国経済ではあるが、東南アジア諸国への期待は高いといえる。また年金基金ではここでも「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資」(53.8%)が最も高率となった。

<sup>10</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 Inc.に属する。

## (アジア・エマージング投資)

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)

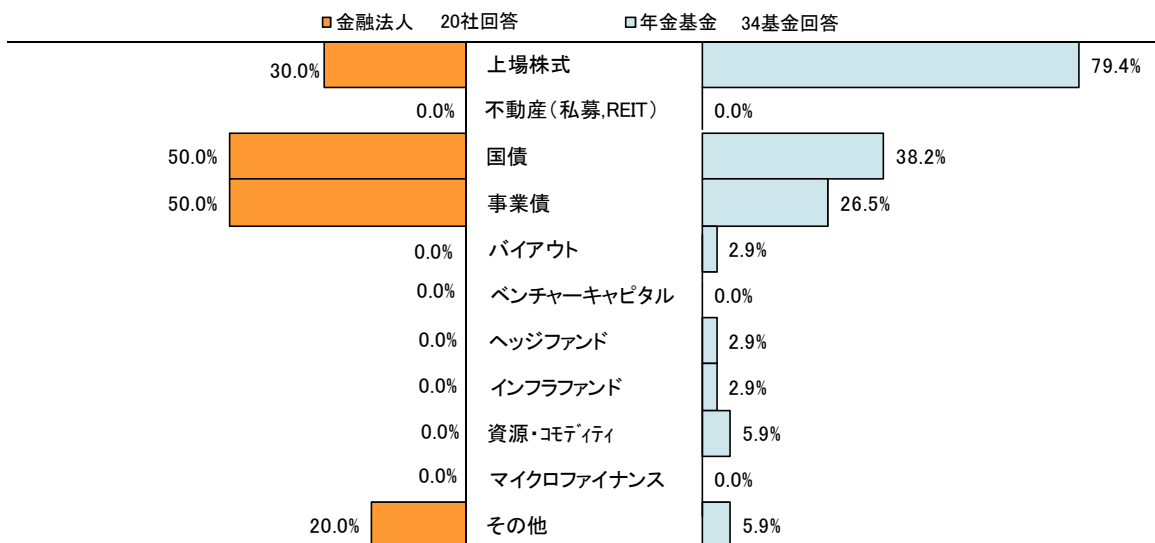
前年度比	金融法人 19社回答	年金基金 31基金回答	前年度比
▲30.8%	26.3%	中国(含む香港) 38.7%	+15.5%
▲9.8%	47.4%	韓国 25.8%	+4.9%
▲12.8%	15.8%	インド 32.3%	+4.4%
▲21.8%	21.1%	タイ 16.1%	▲4.8%
▲18.0%	10.5%	ベトナム 6.5%	▲5.2%
▲21.8%	21.1%	インドネシア 25.8%	+2.6%
▲2.3%	26.3%	マレーシア 19.4%	▲3.9%
▲7.5%	21.1%	フィリピン 12.9%	▲1.1%
+10.5%	10.5%	その他アセアン諸国 6.5%	▲2.9%
+21.1%	21.1%	トルコ 19.4%	+3.1%
▲9.0%	5.3%	南アフリカ共和国 12.9%	+3.6%
▲12.8%	15.8%	ブラジル 29.0%	+8.1%
+5.3%	5.3%	ロシア 19.4%	+0.8%
+10.5%	10.5%	北アフリカ地域 0.0%	▲2.3%
+5.3%	5.3%	中央アジア(カザフスタン等) 3.2%	▲1.4%
▲3.8%	10.5%	MSCIエマージングインデックスで投資 61.3%	+3.2%
+17.3%	31.6%	その他 22.6%	+6.3%

(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 Inc. 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

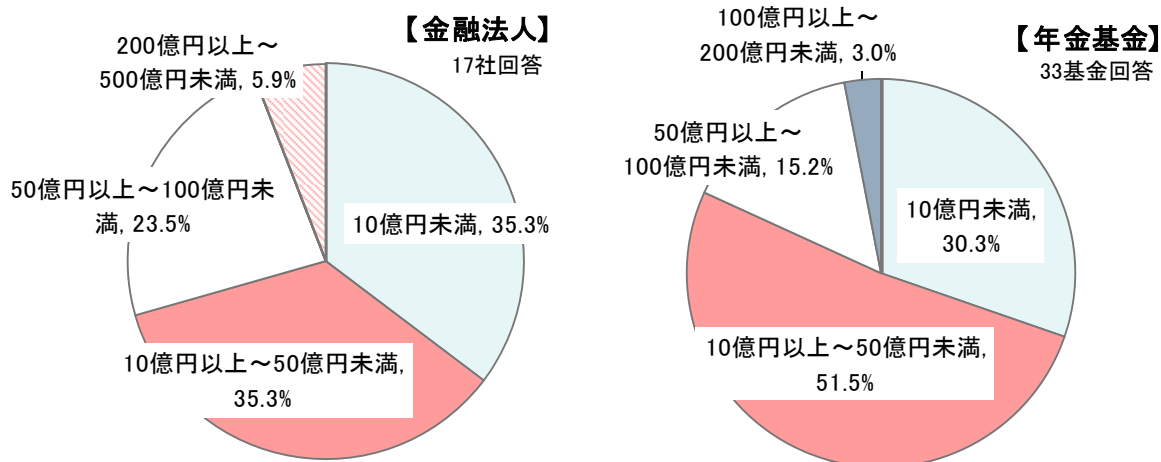
現在どのようなアジア・エマージング地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(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 18社回答	年金基金 26基金回答	前年度比
+14.5%	22.2%	7.7%	▲4.8%
+6.8%	22.2%	3.8%	▲8.7%
+17.9%	33.3%	15.4%	▲3.4%
+6.0%	44.4%	7.7%	▲11.1%
+20.1%	27.8%	11.5%	▲1.0%
+8.1%	38.9%	11.5%	▲13.5%
+2.6%	33.3%	11.5%	▲10.3%
+12.4%	27.8%	3.8%	▲14.9%
+6.8%	22.2%	0.0%	▲15.6%
+11.1%	11.1%	7.7%	▲1.7%
+5.6%	5.6%	0.0%	▲6.3%
+5.6%	5.6%	3.8%	▲5.5%
+5.6%	5.6%	3.8%	▲2.4%
▲2.1%	5.6%	3.8%	+0.7%
▲2.1%	5.6%	0.0%	▲3.1%
▲2.1%	5.6%	53.8%	▲5.5%
▲14.1%	16.7%	26.9%	+5.0%

(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 Inc. に属する。

(出所) 大和総研

## 6. インフラ投資（再生可能エネルギー<sup>11</sup>も含む）

### 6-1. インフラ投資への実施状況について

金融法人では、インフラ投融資を「実施している」との回答が 33.7%、年金基金では 20.5% に達した(図表 6-1)。さらに、年金基金では「実施していないが、検討中である」が 14.8% にまで達している。インフラファンドへの投資に関しては、GPIF が正式に投資に参入しているため、今後も年金基金による投資の増加が見込まれている。

図表 6-2 は、現在行っている投資形態に関する設問であるが、年金基金では「インフラファンド(デット)」が 70.6%、金融法人では「インフラ(直接)融資(シニア)」が 45.7% で最も高率を示した。また両主体ともに「インフラファンド(エクイティ)」(金融法人: 34.3%、年金基金: 47.1%) が続いている。さらに投資している施設の種類の(図表 6-3)に関しては、金融法人では「太陽光(再生可能エネルギー)」(83.3%) が最も高率である一方、年金基金では「空港」(77.8%) がトップとなり、両主体での投資対象の違いが浮き彫りとなった。

### 6-2. インフラ投資の選択状況

年金基金による、インフラ投資を実施している上位地域(図表 6-4)をみると、昨年度より +13.3 ポイント上昇した「英国」(83.3%) が最も高率となっている。次いで「米国」(72.2%)、 「オーストラリア」(61.1%) の順となっている。また「その他の欧州地域」(44.4%) も前年度比 +34.4 ポイントと大幅に上昇しており、新たな欧州地域の投資に積極的な姿勢が示された。一方、金融法人では「日本」(84.4%) が圧倒的に高率となり、年金基金との違いが確認されている。全体的には先進国が中心となっているが、アジアからは「中国」(金融法人: 3.1%) への投資も確認されている。また為替リスクヘッジができると仮定したときの投資希望地域に関しては、「米国」(75.0%)、「タイ」(12.5%) などが金融法人では上位に来ている(図表 6-5)。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 6-9)については、金融法人での「投資を増額」が 37.0% までに達している。年金基金では「投資を増額」が 10.0% に留まっているものの、運用の多様化を目指して、公的年金においても投資が始まっていることを考慮すると、来年度以降の投資動向には注目していく必要があるだろう。

### 6-3. インフラ投資の重視する項目、懸念点について

図表 6-11 はインフラ投資の際に重視する項目を示しているが、「収益率・キャッシュフローの安定性」(金融法人: 95.7%、年金基金: 82.1%)、「投資地域(カントリーリスク)」(金融法人: 53.2%、年金基金: 61.5%) が両主体とも比率が高い。また投資に関する懸念点では(図表 6-13)、金融法人では「事故・天災による資産毀損リスク」(57.4%)、年金基金では「流

11 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。

動性リスク」(48.8%)の回答が目立った。一方、両主体とも「為替リスクをヘッジできない」(金融法人:6.4%、年金基金:12.2%)、「期待リターンに達する商品がない」(金融法人:2.1%、年金基金:2.4%)は、他の項目と比較しても低率に留まっていることがわかる。また、「その他」(金融法人:4.3%、年金基金:2.4%)に寄せられた意見の中には、“リスクアセットの計算が不透明”、“取り巻く(投資)環境変化が不透明で投資できない”(ともに企業年金)など、透明性への懸念が示されていた。また再生可能エネルギーに関しては、「政府買い取り価格(FIT)の変更・方針転換」(金融法人:25.5%、年金基金:26.8%)も一定の回答を得ている。太陽光発電に至っては2015年度以降もFIT(固定価格買取制度)の買い取り価格が引き下げられるなど、優遇措置の縮小などが現実化しており、制度を開始した当初からの変化への懸念は根強い模様だ。

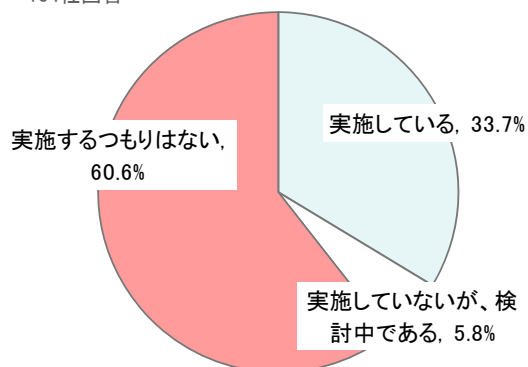
## (インフラ投資：再生可能エネルギーも含む)

図表6-1 インフラ投資（再生可能エネルギーも含む）の実施状況

インフラ投資（再生可能エネルギーも含む）を実施していますか？

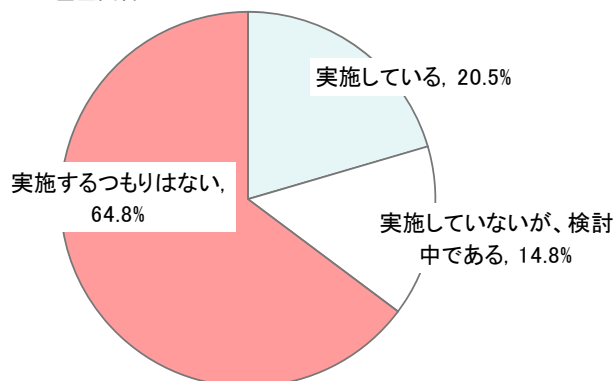
## 【金融法人】

104社回答



## 【年金基金】

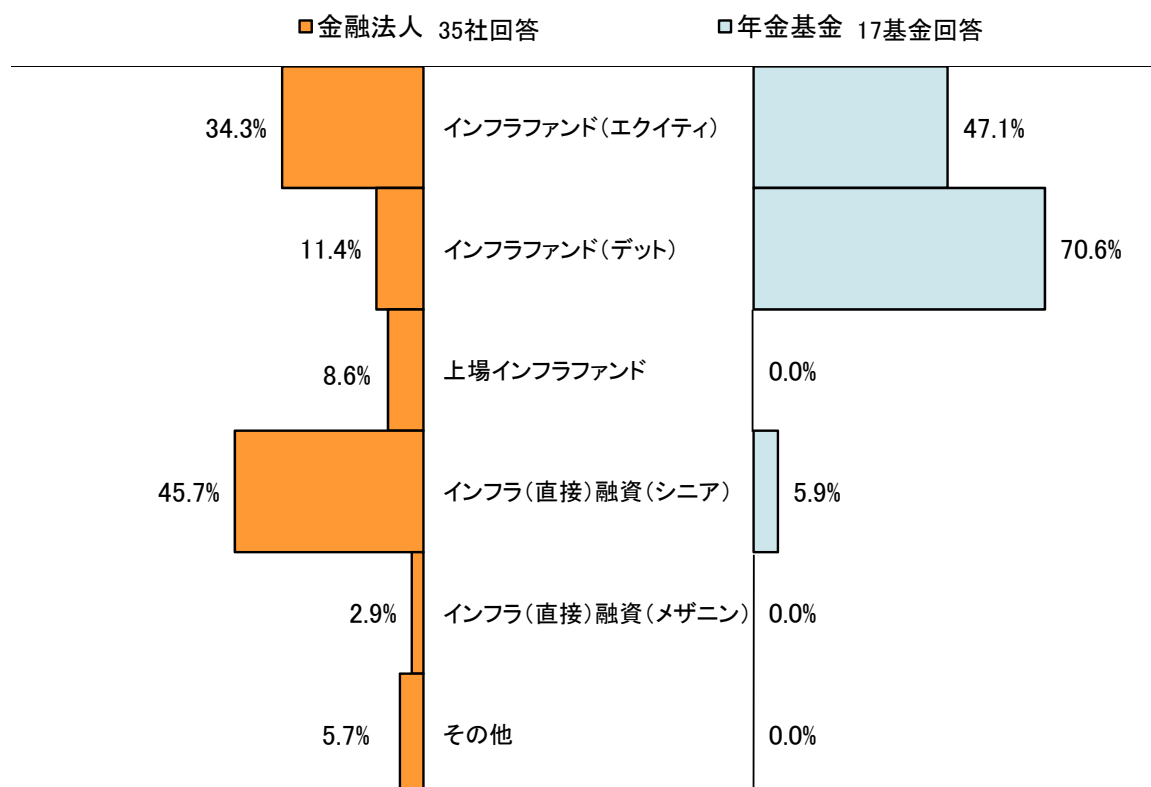
88基金回答



(出所) 大和総研

図表6-2 インフラ投資の種類・形態

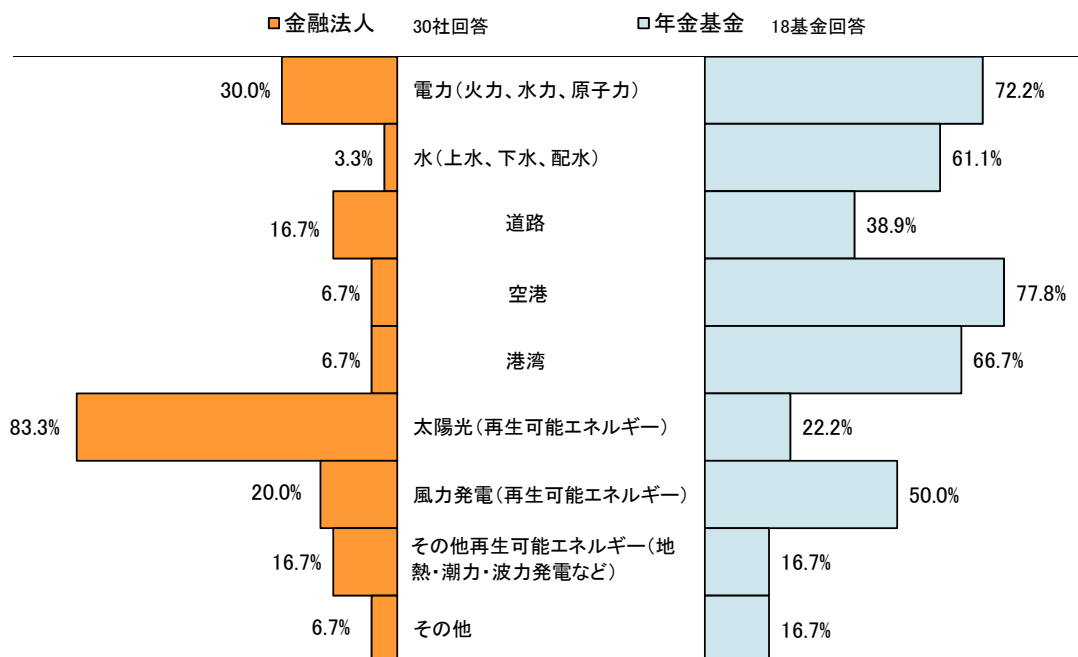
どのような種類・形態のインフラ投資を行っていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 6-3 現在、投資しているインフラ施設の種類の種類

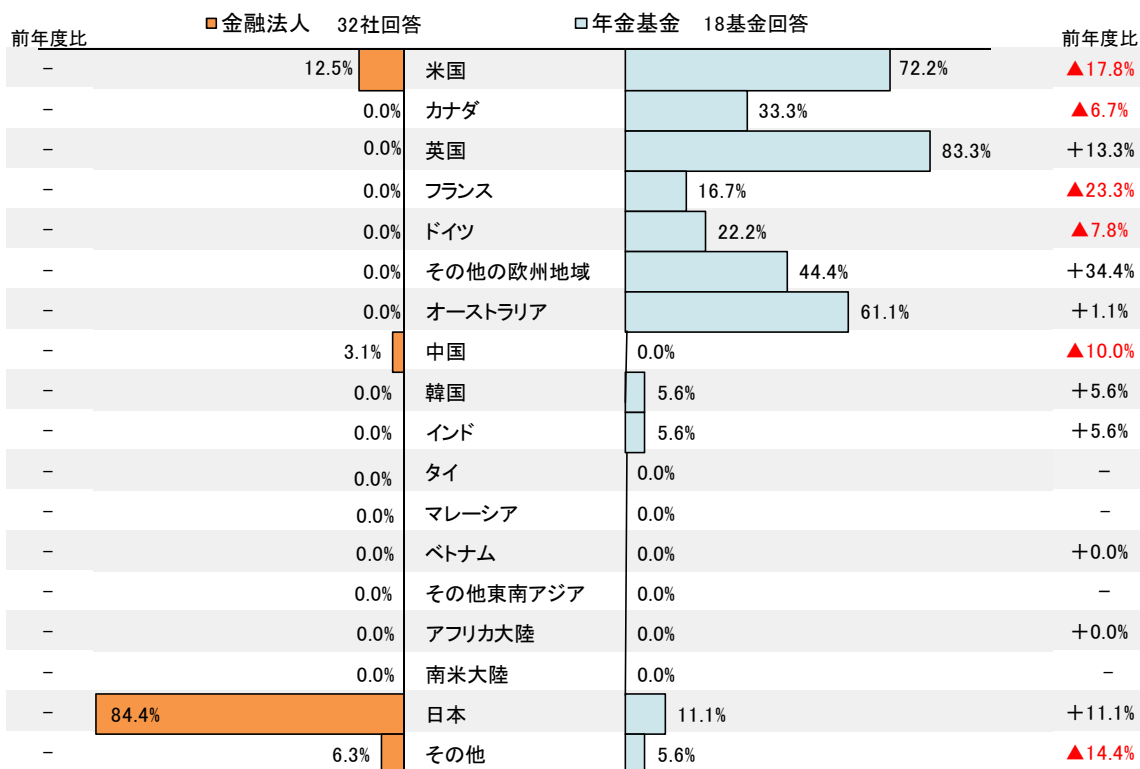
現在、投資しているセクター（施設・形式）は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 6-4 インフラ投資の地域別選択状況

どの地域のインフラ投資を実施していますか？（複数回答可）

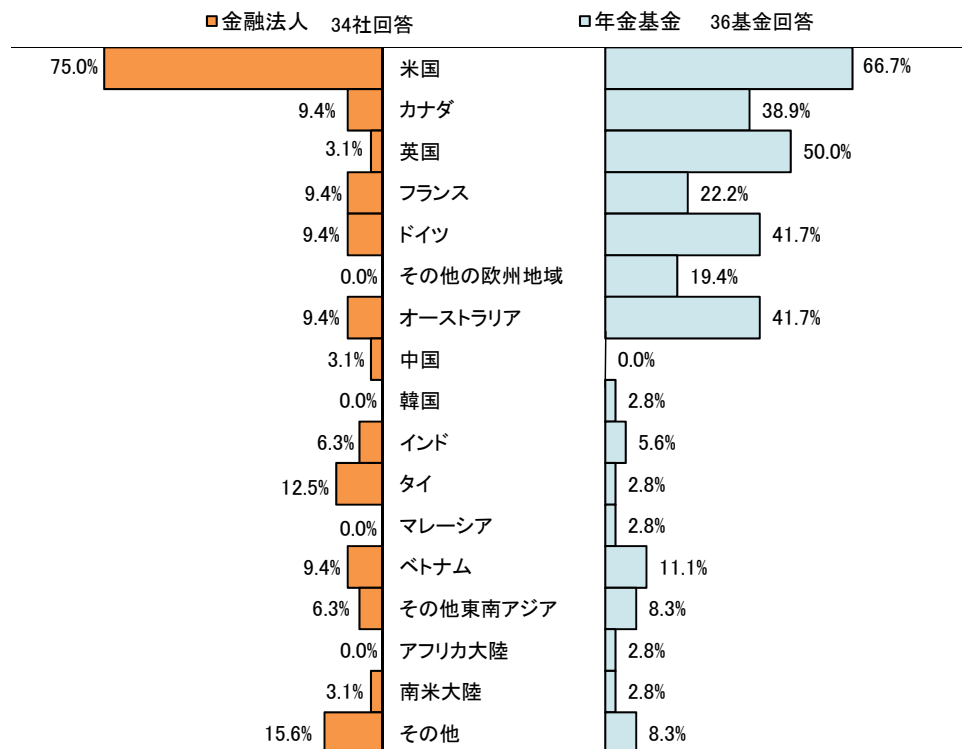


(出所) 大和総研



**図表 6-5 為替リスクヘッジができると仮定した時のインフラ投資の希望地域**

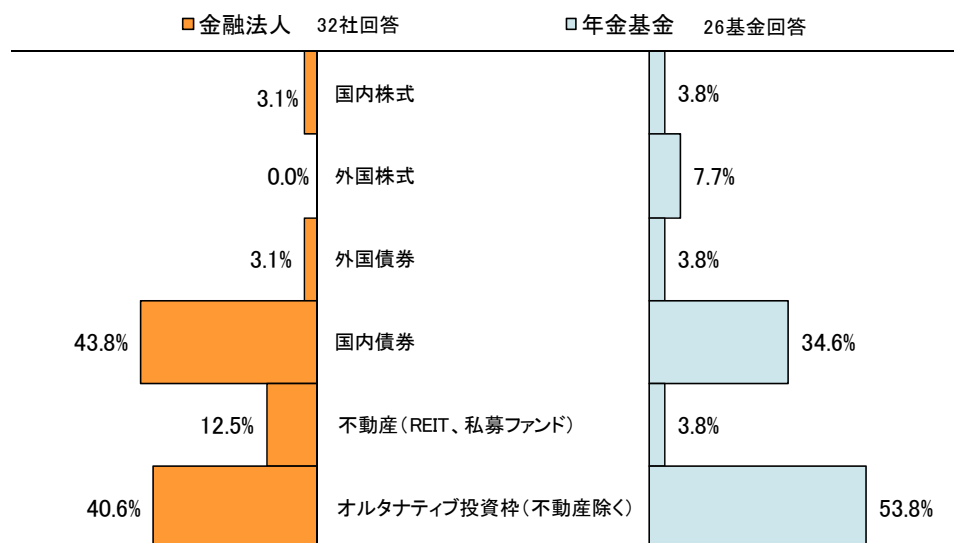
もし為替リスクがヘッジできるなら、どの地域のインフラに投資を検討されたいですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

**図表 6-6 インフラ投資枠のアセットクラス**

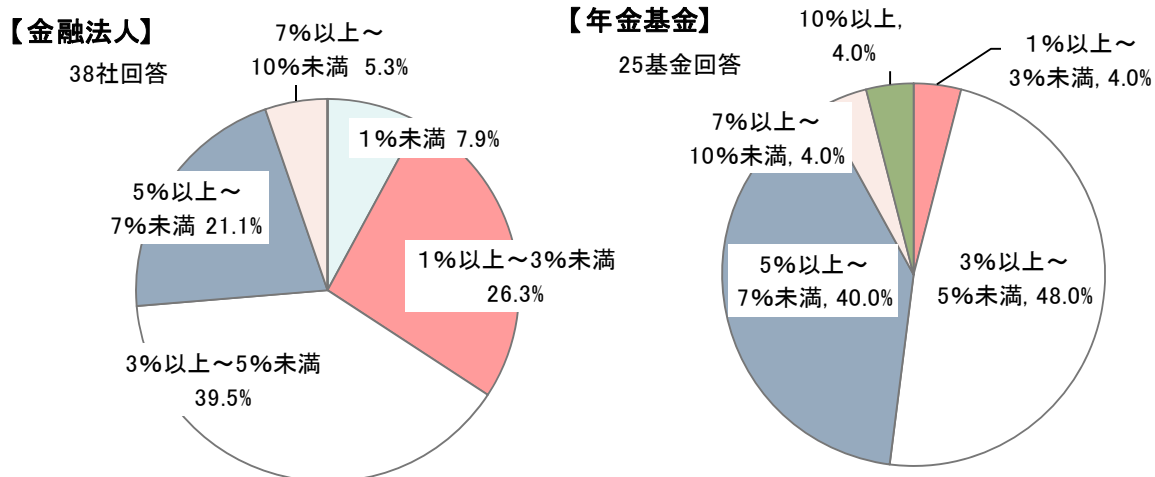
インフラ投資は、どの資産（クラス）の代替として検討しておられますか？



(出所) 大和総研

**図表 6-7 インフラ投資へ期待するインカムゲイン（クーポン）**

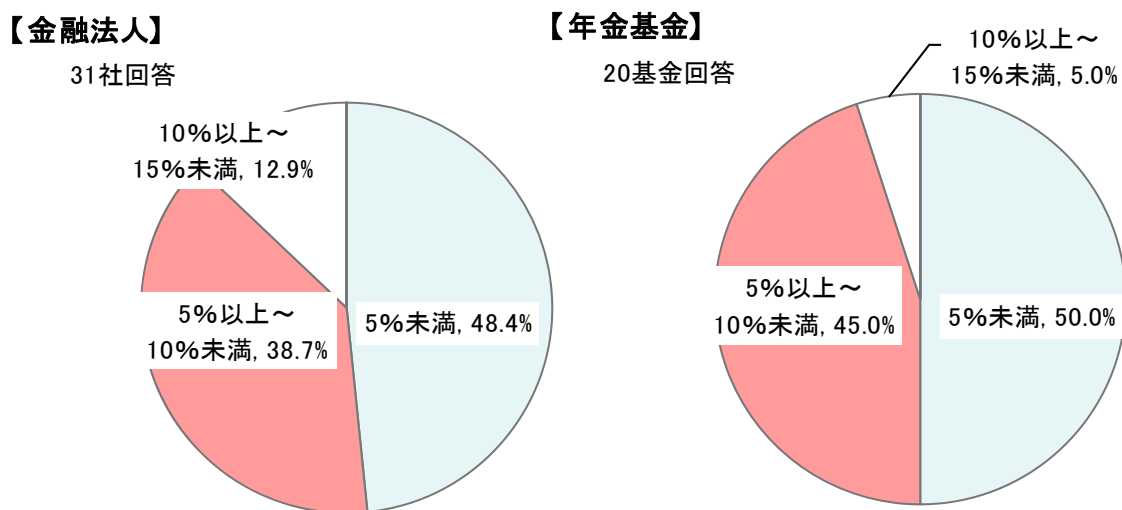
インフラ投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(出所) 大和総研

**図表 6-8 インフラ投資へ期待するキャピタルゲイン**

インフラ投資に期待するキャピタルゲインは何%ですか？



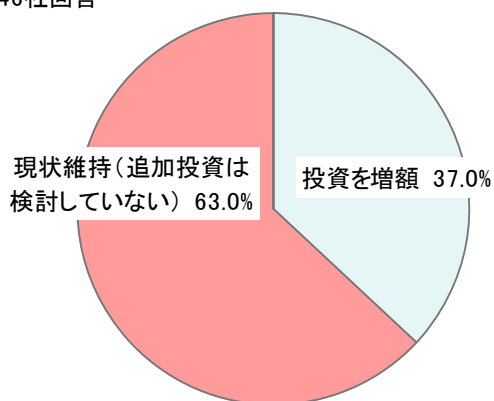
(出所) 大和総研

図表 6-9 インフラ投資への投資スタンス

今年度のインフラ投資へのスタンス（アペタイト）をお聞かせ下さい

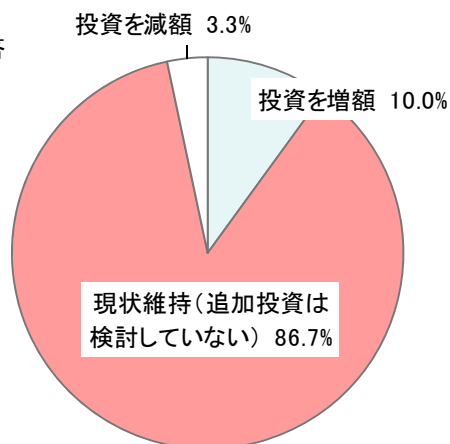
## 【金融法人】

46社回答



## 【年金基金】

30基金回答



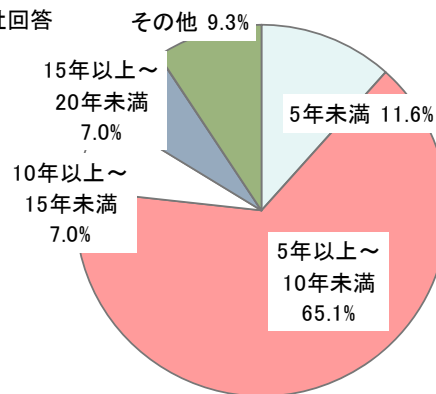
（出所）大和総研

図表 6-10 インフラ投資の期間

どの程度の投資期間であればインフラ案件に実施しても良いと思いますか？

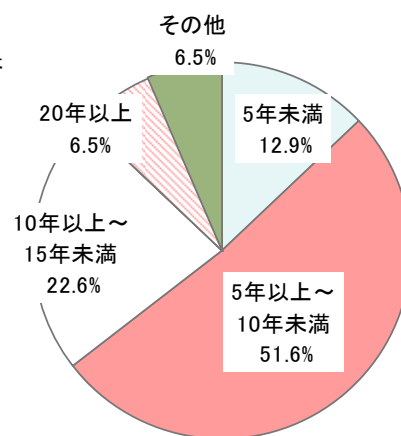
## 【金融法人】

43社回答



## 【年金基金】

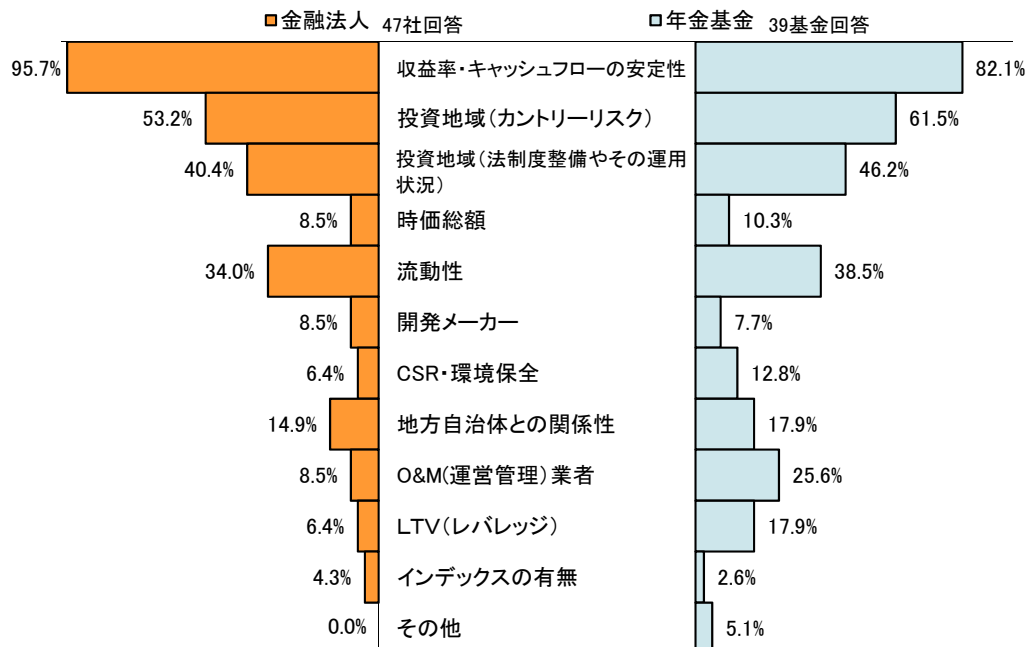
31基金回答



（出所）大和総研

図表6-1 1 インフラ投資の際に重視する項目

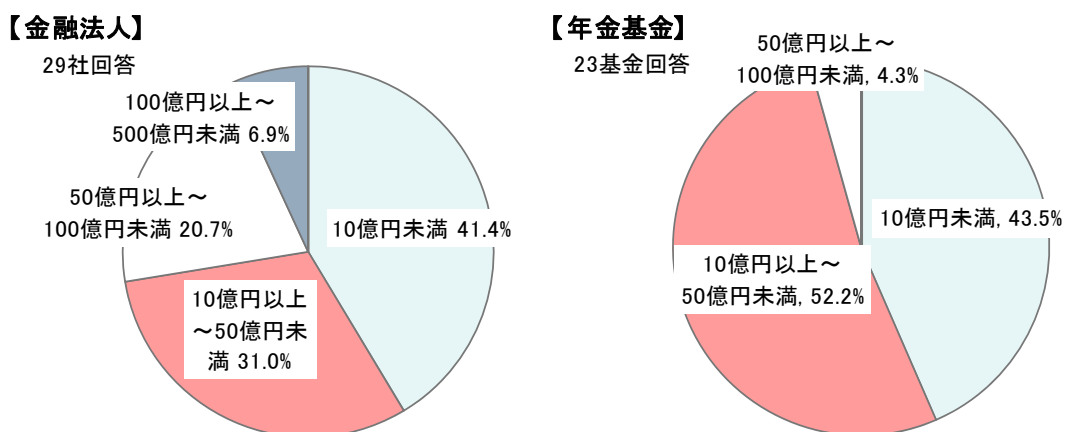
インフラ投資の際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表6-1 2 インフラ投資への金額

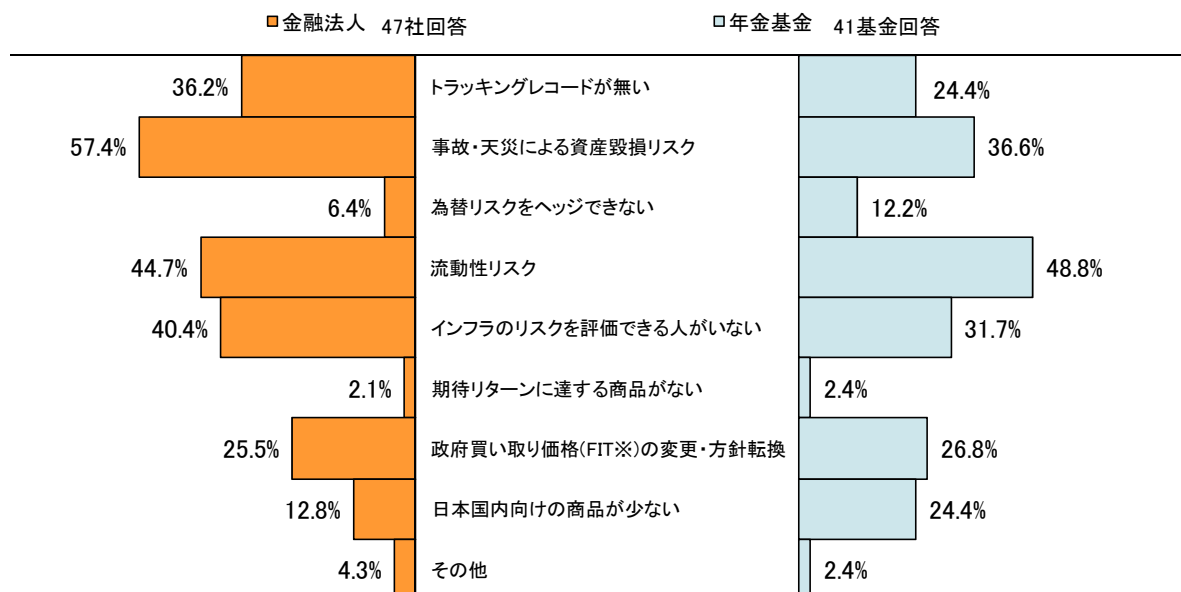
インフラ投資の金額はおおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表6-13 インフラ投資の懸念事項

インフラ投資における懸念は何ですか？（複数回答可）



(※注) FIT : Feed-in Tariff

(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 32.1%と前年度から+10.4 ポイント<sup>12</sup>と大きく上昇した（図表 7-1）。2007 年度以降、7 年度連続<sup>13</sup>で低下した、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増加に転じている。一方、年金基金でも「実施している」が 65.2%と前年度比+3.1 ポイントと同様に増加した。

また、戦略別のヘッジファンド投資の採用状況をみると、両主体ともに「株式マーケットニュートラル」（金融法人：57.7%、年金基金：29.1%、それぞれ前年度比+2.1 ポイント、同+12.2 ポイント）、「イベントドリブン」（金融法人：11.5%、年金基金：10.9%、それぞれ前年度比+6.0 ポイント、同+4.4 ポイント）は前年度から比率が上昇した。その一方で、「株式ロングショート」（金融法人：46.2%、年金基金：36.4%、それぞれ前年度比▲20.5 ポイント、同▲16.9 ポイント）、「マネージドフューチャーズ」（金融法人：3.8%、年金基金：23.6%、それぞれ前年度比▲12.8 ポイント、同▲8.8 ポイント）は前年度から比率が大きく低下している。また昨年度に続いて、年金基金の「ファンドオブヘッジファンズ」（58.2%：前年度比▲1.6 ポイント）は比率が低下する一方、「グローバルマクロ」（38.2%：同+4.4 ポイント）、「債券アービトラージ」（30.9%：同+3.6 ポイント）は引き続き上昇した。シングルヘッジファンドの採用に関しては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する不満は根強いようだ。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」（3.6%）への投資が（今年度も）確認され、通常時はコストを払ってでも、明確なヘッジ目的を持つ商品への需要も示された。また「その他」（金融法人：3.8%、年金基金：10.9%）に寄せられた意見では、“CDS ロングショート”（地方銀行），“システムティックマクロ”（企業年金）等があった。

### 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」（14.8%）が前年度比▲10.2 ポイントと低下する一方、年金基金（23.7%）では+10.0 ポイントの上昇となり、相反する結果となった（図表 7-4 参照）。寄せられた意見の中では、両主体ともにネガティブな意見が先行しており、“役割を終えたから”（企業年金），“パフォーマンスが低い”（地方銀行）、など厳しいコメントも多く寄せられた。

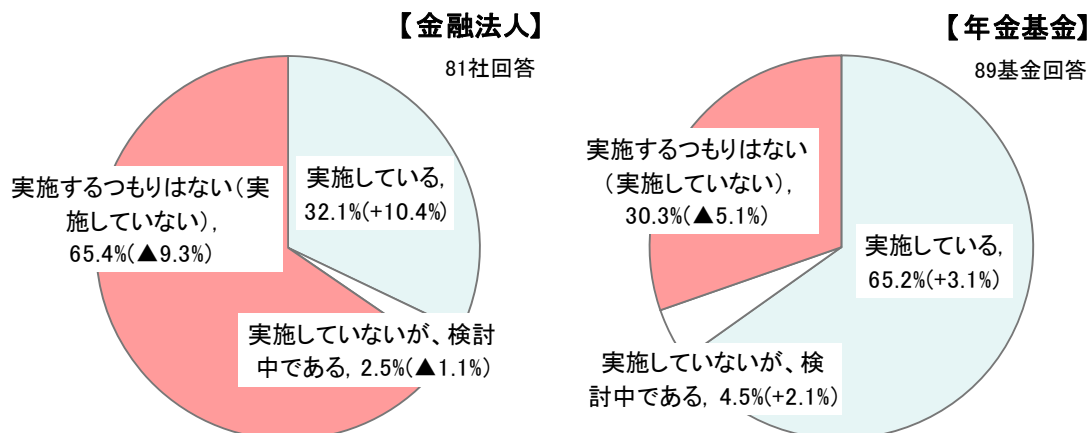
12 どの設問を回答するかは、回答者が任意で選択できるため、オルタナティブ投資全体の選択状況で示されているヘッジファンドの採用比率（図表 2-2、2-3）とは回答者が同一ではなく、異なる結果となることは了承願いたい。

13 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）⇒ 21.7%（2013 年度）と 7 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？

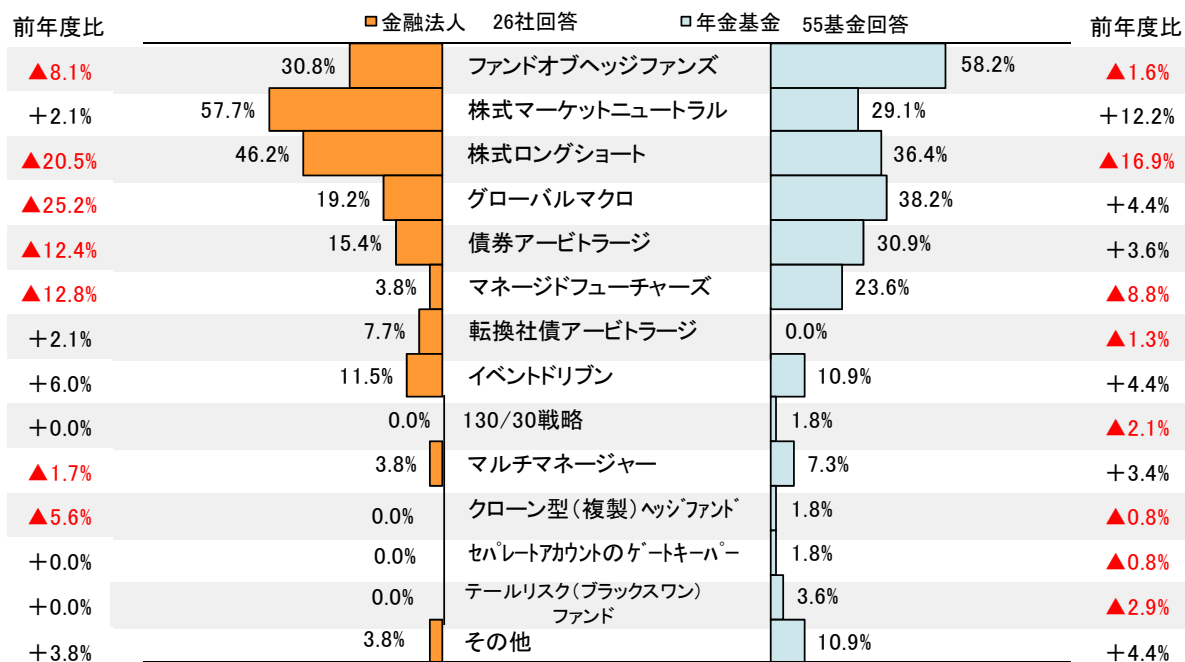


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 7-2 ヘッジファンド投資の選択状況

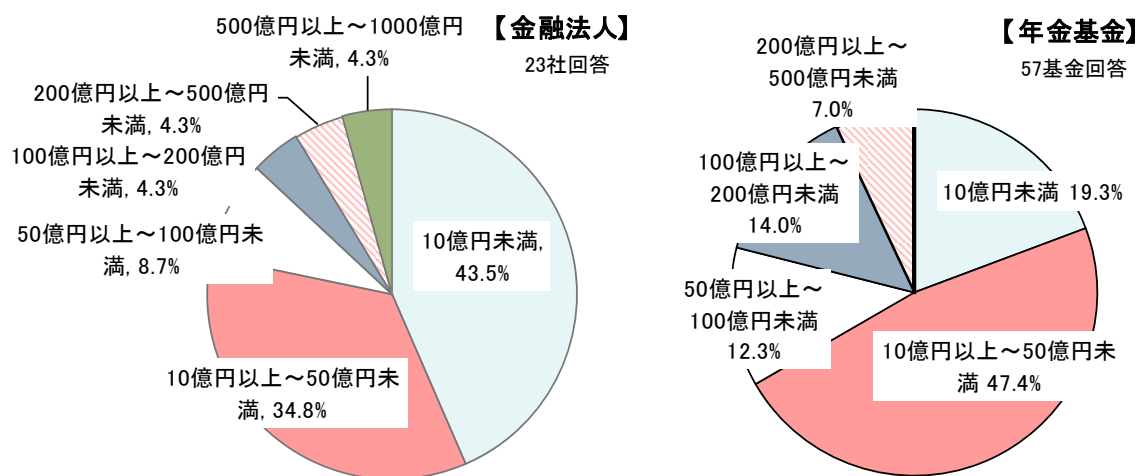
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？(複数回答可)



(出所) 大和総研

図表7-3 ヘッジファンドへの投資額

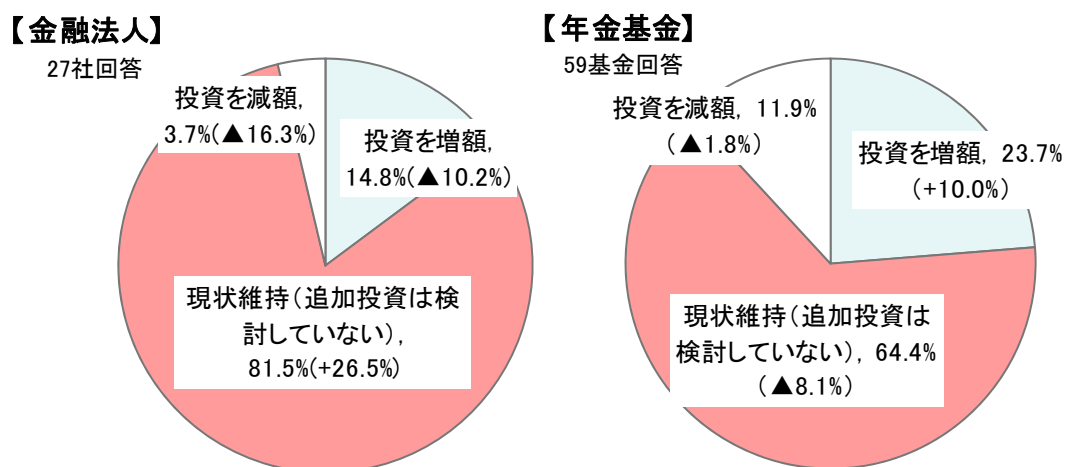
ヘッジファンドへの投資額はおよその程度ですか？



(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+9.6ポイント(76.3%)と昨年度に引き続き<sup>14</sup>大幅に割合が上昇している(図表8-1)。また、年金基金においても、同+1.1ポイント(29.5%)と若干上昇した。両主体の商品別の選択状況を確認すると、年金基金では、「国内私募 REIT」(38.5%)が+14.3%と大幅に上昇する一方、「海外 REIT」(38.5%：前年度比▲16.7ポイント)、「J-REIT」(23.1%：同▲14.9ポイント)の比率が下落した。一方、金融法人では、「J-REIT」(91.9%：前年度比+2.5ポイント)の比率が(例年変わらず)圧倒的に高い。また「国内不動産私募ファンド」(9.7%)が前年度比▲9.6ポイントと大きく比率が低下する代わりに、「国内私募 REIT」(33.9%)が+2.3ポイント上昇している。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>15</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：66.7%、年金基金：22.2%、それぞれ前年度比+17.5ポイント、同+4.6ポイント)が上昇していることが分かる(図表8-6)。また不動産私募ファンドへの投資スタンスでは、金融法人で「投資を増額」(14.0%)の割合が前年度比+4.0ポイント、年金基金では「投資を減額」(26.9%)が前年度比+20.7ポイント(図表8-7)の上昇となった。

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。前年度と同様<sup>16</sup>に「どちらかと言えば割高」の回答比率が上昇し(金融法人：前年度比+17.2ポイント、年金基金：同+23.4ポイント)、「どちらかと言えば割安」(金融法人：前年度比▲10.9ポイント、年金基金：同▲18.1ポイント)の比率が低下した。両主体ともに、不動産価格は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。さらに図表8-9では、不動産賃貸市場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」との回答が65.8%と前年度比▲15.9ポイント、年金基金では39.0%で同▲5.0ポイントと両主体ともに減少した。

14 2013年度のアンケート結果では、不動産投資を「実施している」と回答した金融法人の比率は66.7%となり前年度比+13.3%と大幅に上昇していた。

15 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。

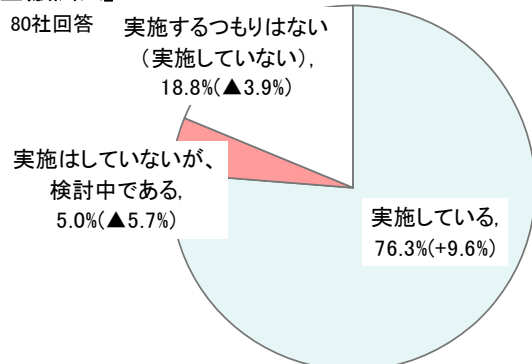
16 2013年度は「どちらかと言えば割高」(金融法人：前年度比+24.5ポイント、年金基金：同+7.1ポイント)、「どちらかと言えば割安」(金融法人：前年度比▲28.3ポイント、年金基金：同▲12.8ポイント)となっていた。

## (不動産投資)

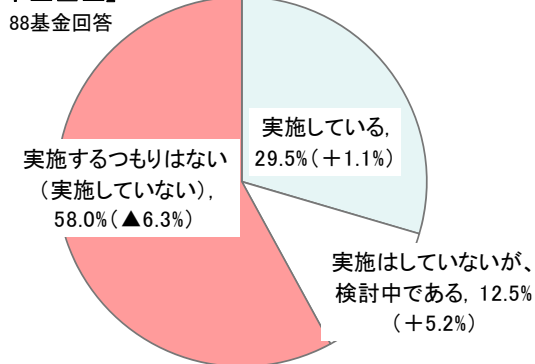
図表 8-1 不動産投資の実施状況

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】



(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

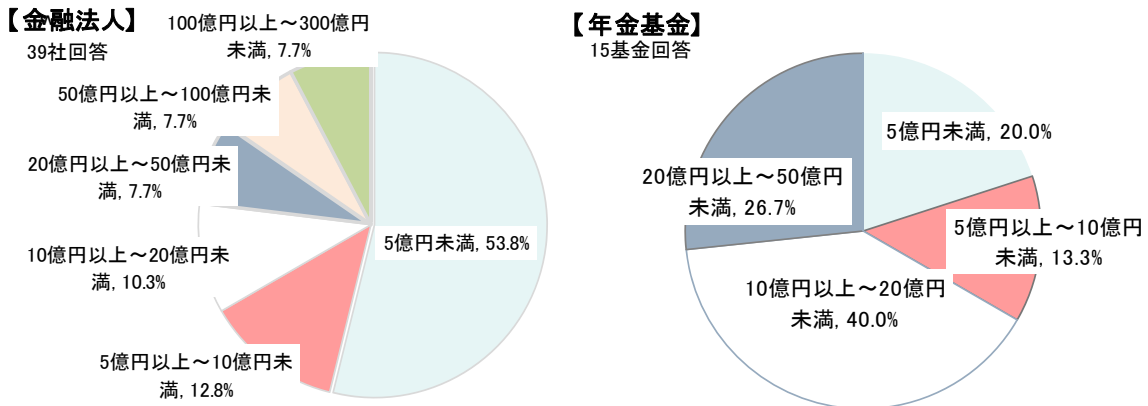
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 62社回答	年金基金 26基金回答	前年度比
+2.5%	91.9%	23.1%	▲14.9%
+2.3%	33.9%	38.5%	+14.3%
▲9.6%	9.7%	38.5%	+4.0%
▲0.7%	8.1%	38.5%	▲16.7%
▲1.8%	0.0%	11.5%	▲2.3%
▲1.8%	0.0%	0.0%	▲3.4%

(出所) 大和総研

図表 8-3 不動産私募ファンドへの投資額

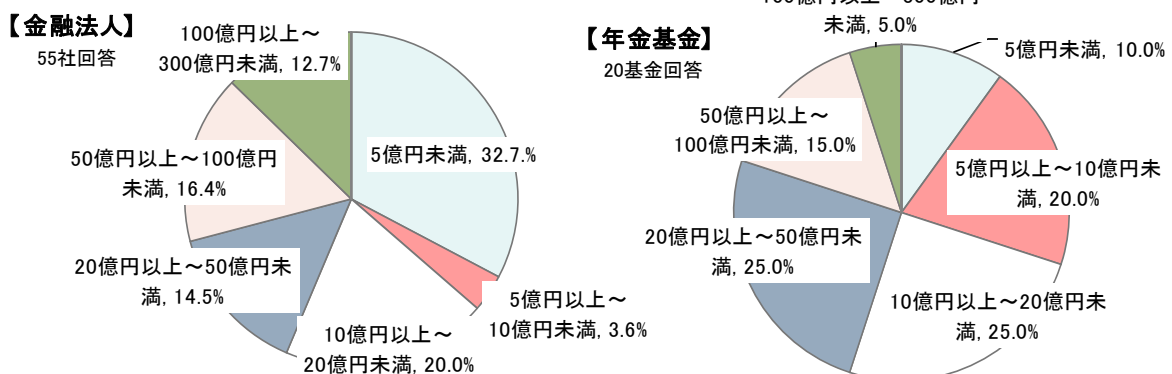
不動産私募ファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-4 REITへの投資額

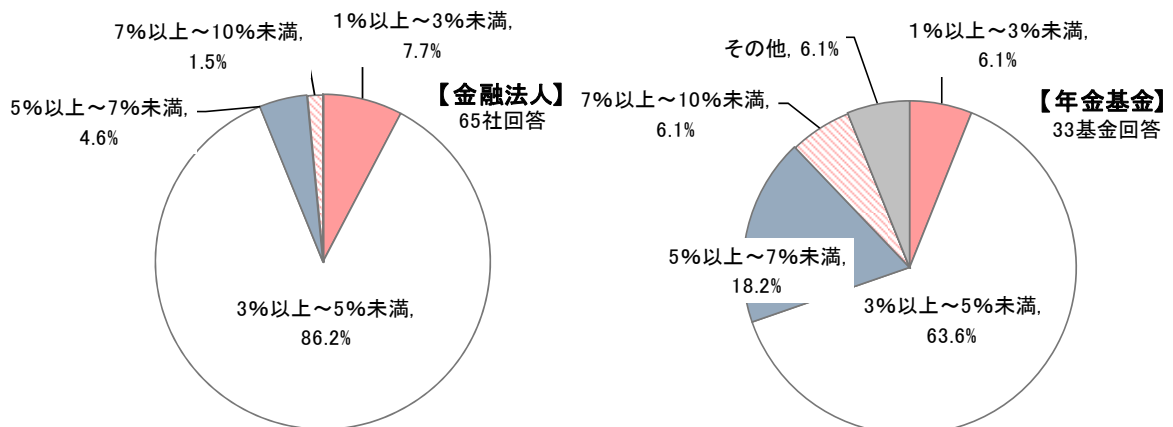
REIT（国内外）への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

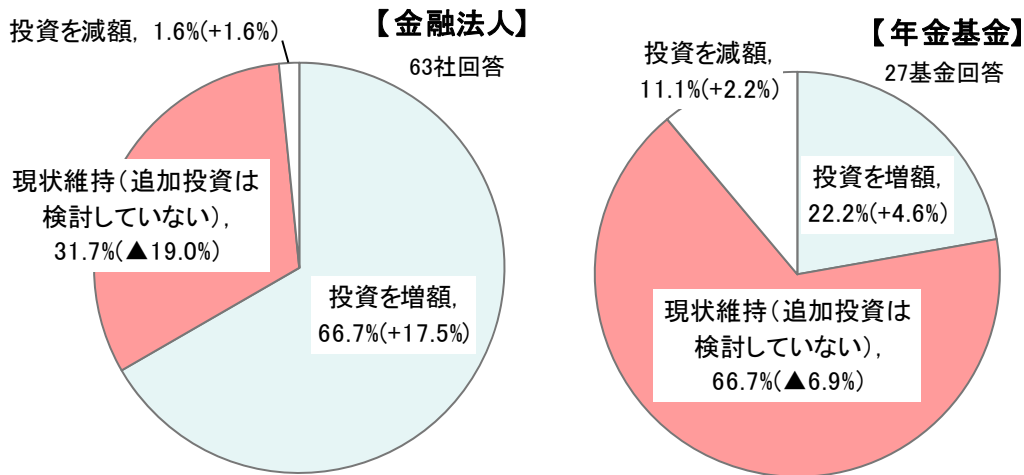
国内不動産投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(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

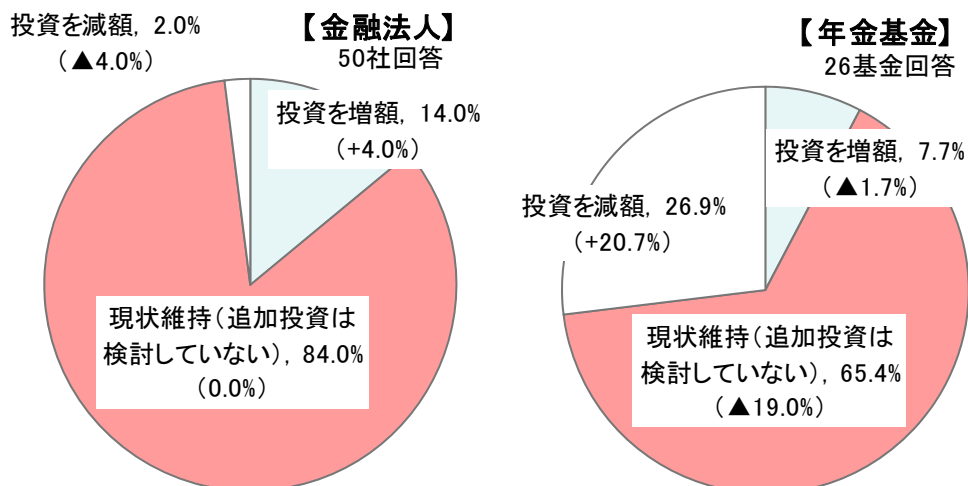


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

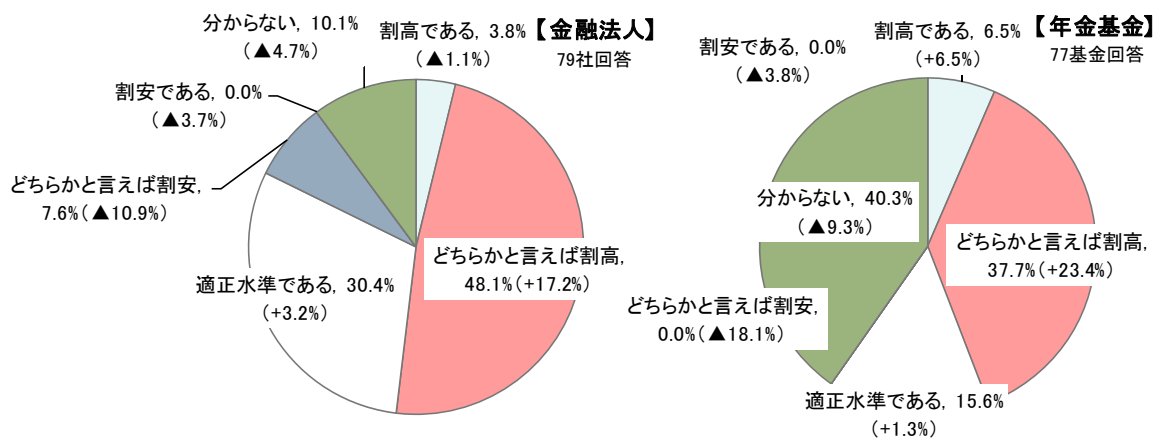


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

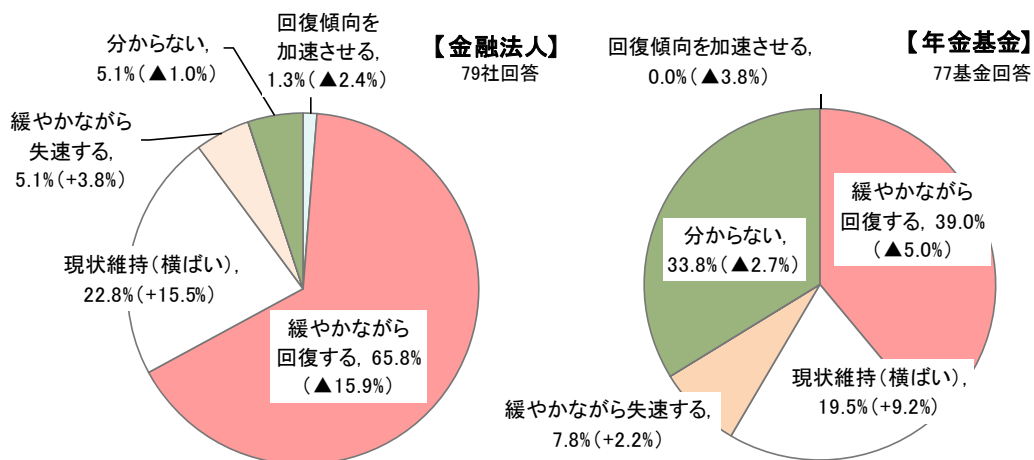


(注) 括弧内は前年度比増減

(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」とした回答が増加し、両主体とも 2 割以上に達した（金融法人：23.5%、年金基金：24.7%、それぞれ前年度比+5.4 ポイント、同+6.2 ポイント）<sup>17</sup>。さらに年金基金では「実施していないが、検討中である」（5.6%）の比率も一定程度あり、今後も投資拡大が続く見込みがある。一方で、実質廃止が決定した厚生年金基金からは、“解散する予定なので、（流動性がない）PE 投資は行わない”（総合型厚生年金）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」（84.2%：前年度比+5.6 ポイント）、「海外ベンチャーキャピタル」（15.8%：同+8.6 ポイント）の構成比率が上昇している。一方、年金基金では「海外ファンドオブファンズ」（47.6%：前年度比+23.8 ポイント）の上昇が目立つ。また「国内ベンチャーキャピタル」（14.3%：前年度比▲19.0 ポイント）の比率の低下は顕著となった。日本政府の成長戦略の柱にも、「産業の新陳代謝とベンチャーの加速化、成長資金の供給促進」が掲げられており、ベンチャーキャピタル投資の重要性が再認されている。ただし、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、日本の年金基金に浸透するにはもう少し時間がかかるようだ。

### 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への投資スタンスでは、金融法人、年金基金ともに「投資を増額」（金融法人：11.1%、年金基金：10.0%、それぞれ前年度比▲25.3 ポイント、同▲1.1 ポイント）が低下している（図表 9-4 参照）。それと同様に、ディストレスファンドへの投資スタンスも、「投資を増額」との回答が、金融法人で前年度に続きゼロ回答、年金基金でも▲13.5 ポイント低下する結果となった。両主体とも消極的な投資スタンスが示されており、寄せられた意見の中には、「ボルカールールの対応のため（投資を減額する）」（大手銀行）と、海外の規制対応を視野にいれた回答もあった。

<sup>17</sup> どの設問を回答するかは、回答者が任意で選択できるため、オルタナティブ投資全体の選択状況で示されている PE ファンド（VC/バイアウト等）の採用比率（図表 2-2、2-3）とは回答者が同一ではなく、異なる結果となることは了承したい。

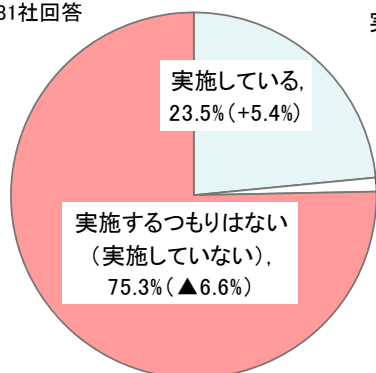
## (プライベートエクイティ投資)

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？

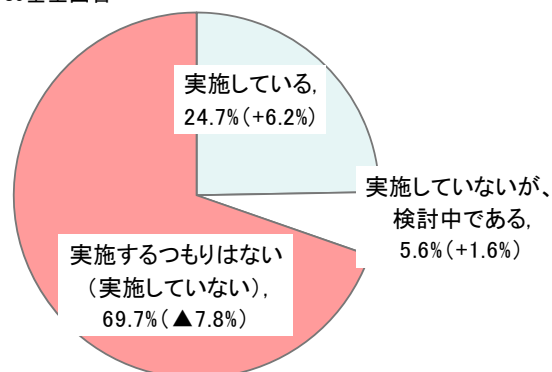
## 【金融法人】

81社回答



## 【年金基金】

89基金回答

実施していないが、  
検討中である、  
1.2% (+1.2%)

(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

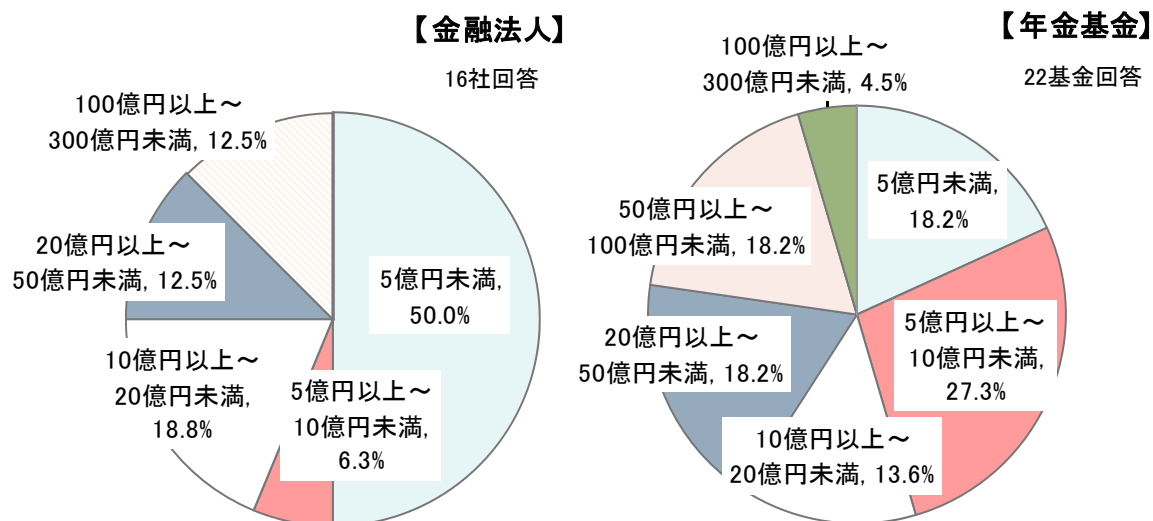
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人	19社回答	年金基金	21基金回答	前年度比
+5.6%	84.2%	国内ベンチャーキャピタル		14.3%	▲19.0%
+8.6%	15.8%	海外ベンチャーキャピタル		19.0%	▲4.8%
▲11.7%	52.6%	国内バイアウト		42.9%	+19.0%
+1.5%	15.8%	海外バイアウト		28.6%	+19.0%
▲14.3%	0.0%	国内ディストレス		42.9%	+14.3%
▲1.9%	5.3%	海外ディストレス		19.0%	▲9.5%
+3.4%	10.5%	国内ファンドオブファンズ		14.3%	+9.5%
+1.5%	15.8%	海外ファンドオブファンズ		47.6%	+23.8%
▲14.3%	0.0%	新興国プライベートエクイティ		4.8%	+4.8%
▲1.9%	5.3%	その他		4.8%	▲4.8%

(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

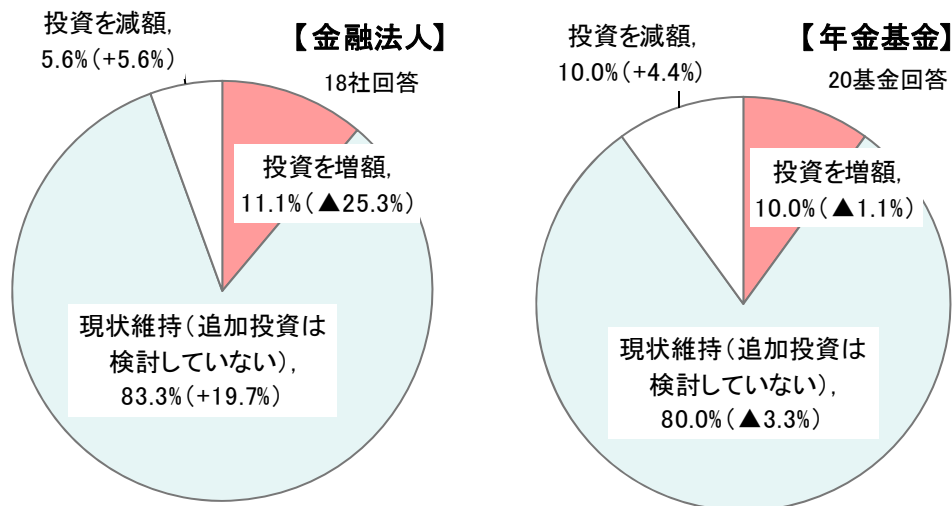
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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



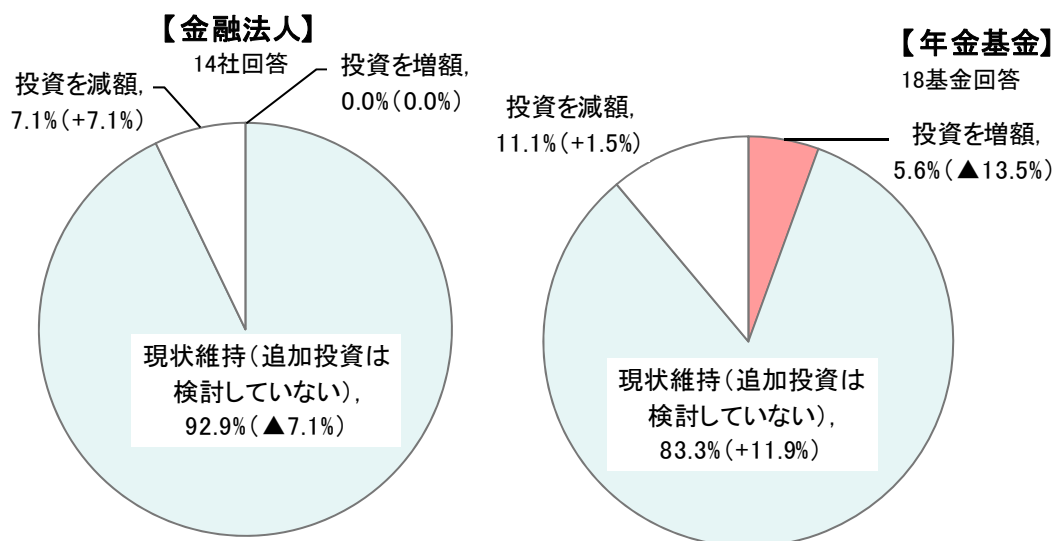
(注) 括弧内は前年度比増減

(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▲5.5ポイント(51.3%)、年金基金で▲1.8ポイント(8.2%)と、両主体とも比率が低下した(図表10-1)。特に金融法人の各商品の個別選択状況では、前年度、投資が増加傾向にあった「仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)」(63.6%：前年度比▲16.0ポイント)が構成比率を大きく低下させている(図表10-2)。一方、国債の利回り低下からスプレッド獲得のため拡大傾向にあるとの報道が増えつつある「サムライ債」(63.6%：前年度比+9.9ポイント)や「RMBS」(50.9%：+13.9ポイント)の比率が上昇している。また年金基金では「LBOローン(バンクローン)」(25.0%：前年度比+13.9ポイント)、「LBOメザニン」(25.0%：同+13.9ポイント)の上昇が目立った。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」は昨年度下げ止まりの兆候を見せていたが、前年度比▲11.1ポイントと再び低下に転じた。

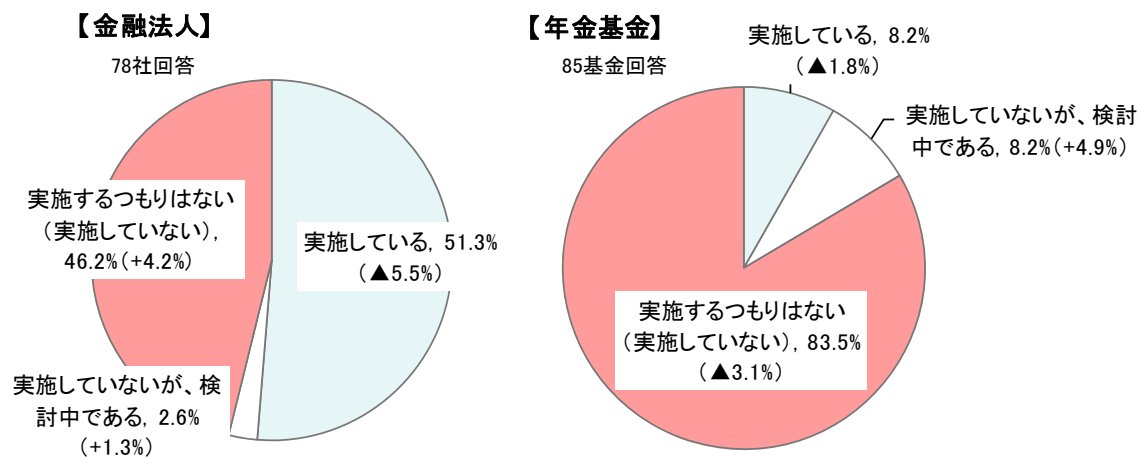
### 10-2. 今後投資を検討しているクレジット・ストラクチャード投資

今後の商品別の投資検討状況を確認すると、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)」(61.5%：前年度比+5.0ポイント)、「サムライ債」(50.0%：同▲6.5ポイント)、年金基金では「LBOローン(バンクローン)」(25.0%：同▲18.8ポイント)、「優先出資証券・優先株(国内・海外)」(25.0%：同+12.5ポイント)の回答比率が高いことが分かる(図表10-3)。また金融法人の「コンティンジェント・キャピタル(CoCos)」が、前年度比+3.6ポイント(5.8%)と若干ながらも比率を伸ばした。近年、スイス、英国で発行が相次ぎ、個人投資家向けの投資信託も出現したCoCosへの期待が確実に高まっているといえよう。

## (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 55社回答	年金基金 8基金回答	前年度比
▲16.0%	63.6%	仕組債(リバースデュアル、ハワードデュアル等)	12.5% +6.9%
+3.6%	7.3%	LBOローン(バンクローン)	25.0% +13.9%
+3.6%	3.6%	LBOメザニン	25.0% +13.9%
+6.9%	29.1%	優先出資証券・優先株(国内・海外)	25.0% ▲8.3%
+0.8%	54.5%	期限付劣後債・劣後ローン(国内・海外)	25.0% +19.4%
▲6.0%	21.8%	永久劣後債・劣後ローン(国内・海外)	0.0% ▲11.1%
▲1.9%	1.8%	コンティンジェント・キャピタル(CoCos)	0.0% +0.0%
+1.8%	5.5%	ハイブリッド証券	0.0% ▲5.6%
+13.9%	50.9%	RMBS	12.5% ▲4.2%
▲11.1%	1.8%	CMBS	12.5% +12.5%
▲0.0%	1.8%	CLO	12.5% ▲9.7%
+0.0%	0.0%	キャッシュ型CDO	0.0% ▲5.6%
+0.0%	0.0%	シンセティックCDO	0.0% +0.0%
+9.9%	63.6%	サムライ債	0.0% +0.0%
▲5.6%	1.8%	フレディーマック・ファニーメイ・ジニーメイ	0.0% +0.0%
▲1.9%	1.8%	その他	12.5% ▲9.7%

(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

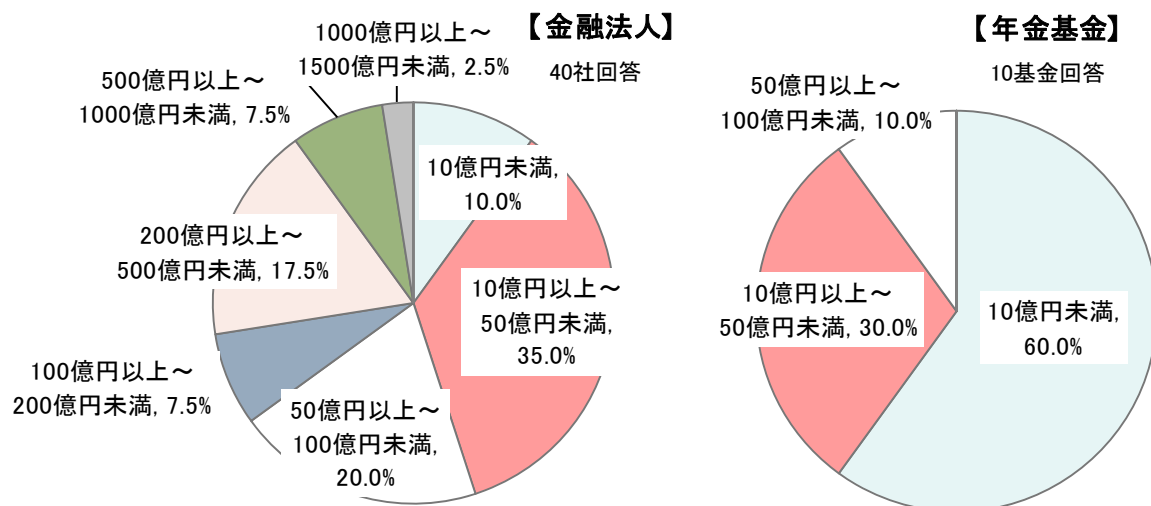
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 52社回答	年金基金 12基金回答	前年度比
+5.0%	61.5%	0.0%	+0.0%
▲4.6%	1.9%	25.0%	▲18.8%
+3.8%	3.8%	8.3%	▲4.2%
▲0.8%	5.8%	25.0%	+12.5%
▲3.0%	23.1%	8.3%	+8.3%
+1.2%	7.7%	8.3%	+8.3%
+3.6%	5.8%	0.0%	+0.0%
▲2.2%	0.0%	16.7%	+10.4%
+9.0%	30.8%	8.3%	+8.3%
+1.9%	1.9%	8.3%	+8.3%
▲0.3%	1.9%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	8.3%	+8.3%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲6.5%	50.0%	0.0%	+0.0%
+1.4%	5.8%	0.0%	+0.0%
▲7.3%	5.8%	16.7%	▲20.8%

(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

今年度のアンケートでは、一貫して採用が抑制されてきた金融法人のヘッジファンド投資が、ついに採用が増加に転じ、オルタナティブ投資の新規参入も少ないながら確認されている。また年金基金では、長期的に高いインカムゲインが獲得できるインフラ投資や私募 REIT などが増加傾向にあり、今後のオルタナティブ投資を牽引する商品として期待できるであろう。一方、解散を控えた総合型厚生年金基金からは GPIF の資産比率にポートフォリオ全体を連動させるという意見も多く、オルタナティブ投資や、内外株式比率を低下させる声が相次いでいる。また既に代行部分を返上している企業年金からも、国内株式を減少させる声が優勢となっていたことは留意すべきであろう。

商品によっては、収益源泉や相関性の観点からももはやオルタナティブ投資と呼べないものも多く、投資家として商品を見極める本当の力が求められていることも忘れてはならない。収益機会の多様化の観点からオルタナティブ投資が有効な投資手段と認めつつも、限られた人員の中で、デューデリジェンスやガバナンスに対する十分な体制作りが必要であるためオルタナティブ投資が重荷となるケースも少なくない。肝心なのは投資家として（機能面で）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できる能力を高めることであろう。その一助として、金融法人、年金基金の双方の投資動向を確認することは、今後も必要性が増していくものと考えられる。さらに既にその能力がある投資家は、明確なヘッジ戦略を立て、オルタナティブ投資の活用を更に深化させることが求められよう。

大和総研では、引き続きアンケート調査等を通じて金融法人、年金基金のオルタナティブ投資の選好状況ならびにそのリスク管理状況に関する情報発信を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)