

2015年12月22日 全63頁

金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資、バーゼル規制の実態調査

2015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105金融法人（銀行、生損保、協同金融組織）及び71の年金基金（厚生年金、企業年金）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11回目となる。調査の実施期間は2015年10月21日から11月20日で、全国の年金基金・金融法人を送付対象として、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80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、国連責任投資原則（PRI、ESG投資）
 - 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）
- 金融法人では国内外REITや仕組債の採用を増やす一方、昨年度ようやく増加に転じたヘッジファンドは、（米国の利上げによる）新興国市場の混乱や原油安の影響により運用成績が低迷したことで、再び採用が抑制されている。さらに、企業年金からは内外株式比率を低下させる声が相次いだものの、それがオルタナティブ投資の採用拡大には繋がっていないことも確認されている。
- その中で、金利上昇リスクと低利回りへの対策として債券アンコンストレインドやコンティンジェントキャピタル（CoCos）を新規で採用する動きが頻出しており、今後のオルタナティブ投資の牽引役のひとつとして期待される。

1. はじめに

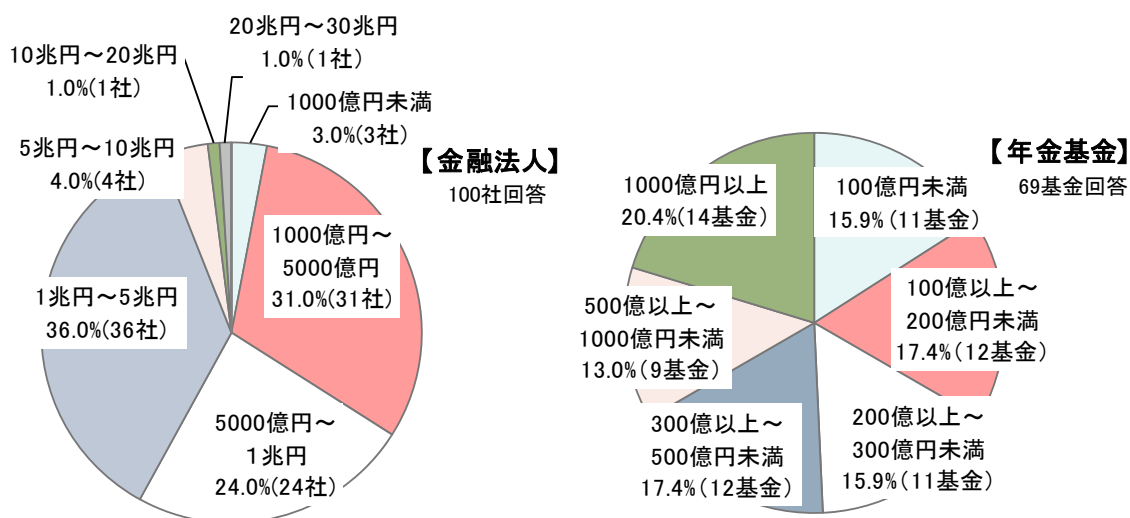
アンケートの送付は日本全国の年金基金ならびに金融機関を対象に行った。信用金庫、信用組合等の協同組織金融機関では、一定の預金量以上（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）をアンケート送付対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

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)	配布対象
年金基金	71	厚生年金基金、企業年金基金、公的年金(共済年金等)
都市銀行、信託銀行 生保、損保	2	都市銀行、信託、系統上部、生命保険、損害保険
地方銀行	46	全国の第一地銀、第二地銀
信金、信組、県信連	57	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
全体合計(年金基金、金融法人)	176	

(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、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（2014年度）の結果を比較したのもも適宜掲載した¹。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。

¹ 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 81.9%、前年度比でマイナス（▲）3.3 パーセントポイント（以下ポイント）、年金基金では 73.3%、同▲0.9 ポイントとなり、両主体ともに採用比率は小幅ながら低下した。一方、「実施していないが、検討中である」は、金融法人で、前年度比+4.8 ポイント（6.0%）、年金基金で同+2.8 ポイント（8.4%）と両主体とも比率は上昇し、潜在的な投資余地も示した。

オルタナティブ投資の選択状況（図表 2-2）をみると、採用比率が大きく上下した項目が目立つ。金融法人では「国内外 REIT」（前年度比+13.6 ポイント：92.7%）や「仕組債」（前年度比+12.6 ポイント：78.3%）の比率が大きく上昇する一方、昨年度、アンケート開始以来、初めて上昇した「ヘッジファンド」が再び低下に転じている（前年度比▲9.6 ポイント：23.2%）。年金基金では「ヘッジファンド」（前年度比+6.5 ポイント：92.4%）が上昇している。国内株式・債券の代替として年金基金ではヘッジファンド投資を増やす傾向にはあるが、運用成績が低迷していることなどを理由に金融法人では敬遠されている様子が示されている。

また昨年度まで両主体とも大きく比率を伸ばしていた「PE ファンド(バイアウト/VC)」は低下（金融法人：前年度比▲9.5 ポイント、年金基金：同▲6.4 ポイント）に転じ、「アジア・エマージング株式・債券」（金融法人：前年度比▲6.2 ポイント、年金基金：同▲13.4 ポイント）、「MBS(CMBS/RMBS)」（金融法人：前年度比▲7.0 ポイント、年金基金：同▲2.8 ポイント）なども比率を落としている。一方、昨年度低下していた「CDO、CLO」（金融法人：前年度比+4.3 ポイント、年金基金：同+2.5 ポイント）や「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」（金融法人：前年度比+2.3 ポイント、年金基金：同+1.9 ポイント）は両主体とも（若干ながら）採用比率が上昇している。

さらに、今年度その動向が注目されたのが、「債券アンコンストレインドファンド」（金融法人 4.4%：前年度比+2.9 ポイント、年金基金 26.5%：同+7.7 ポイント）であろう。両主体とも着実に比率が上昇している。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。加えて、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」（金融法人+1.4%：前年度比+1.4 ポイント、年金基金+5.7%：同+4.1 ポイント）の比率の上昇も注目される。また、年金基金の「その他」（13.3%）の回答の中には「保険商品」（企業年金）、「アセットファイナンス（貿易金融）」（企業年金）などの声があった。

年金基金における、今年度の政策資産配分比率を見ると、オルタナティブ投資比率は全体の 11.1%（前年度比±0.0 ポイント）であり増減は無かった。その一方、国内株式比率は前年度比

▲3.0 ポイントの低下で 11.0%となり、オルタナティブ投資比率を下回る結果となった。企業年金基金の株式離れはこの数年で更に加速しており、外国株式も前年度比▲1.7 ポイントの 13.3%に留まっている（図表 2-5）。また同様に、オルタナティブ投資内での資産配分比率をみると、今年も「インフラファンド」（5.6%：前年度比+1.7 ポイント）が着実に比率を上昇させた（図表 2-6）。

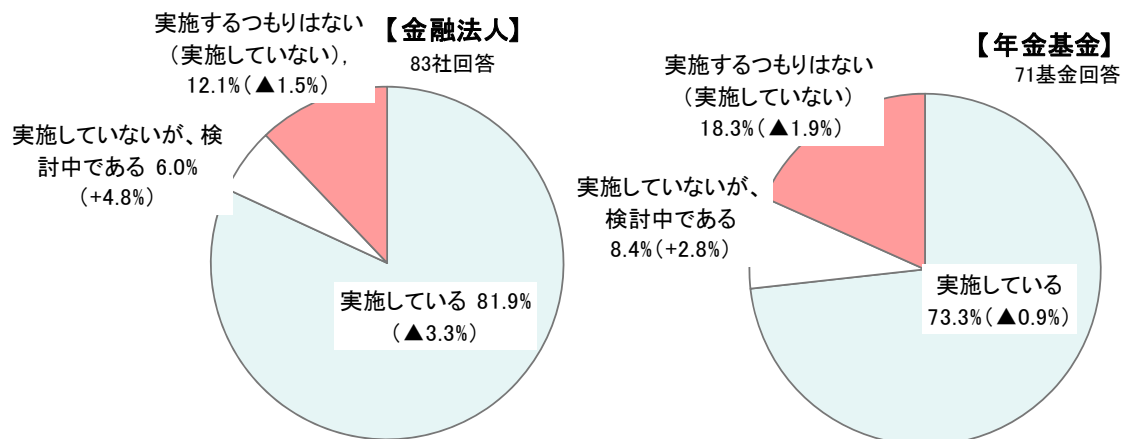
2-2. 今後投資を検討しているオルタナティブ投資

今後投資を検討している商品としては、年金基金では「債券アンコンストレインドファンド」が 35.5%に上り、「ヘッジファンド」（46.7%）に次ぐ高い水準となっている（図表 2-4）。また「コンティンジェント・キャピタル」も 8.9%と昨年度のゼロから大きく上昇した。金融法人では、「ETF」（69.5%：前年度比+3.3 ポイント）や「国内外 REIT（公募、私募）」（77.7%：同+4.2 ポイント）などが比率を伸ばしている。

(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？

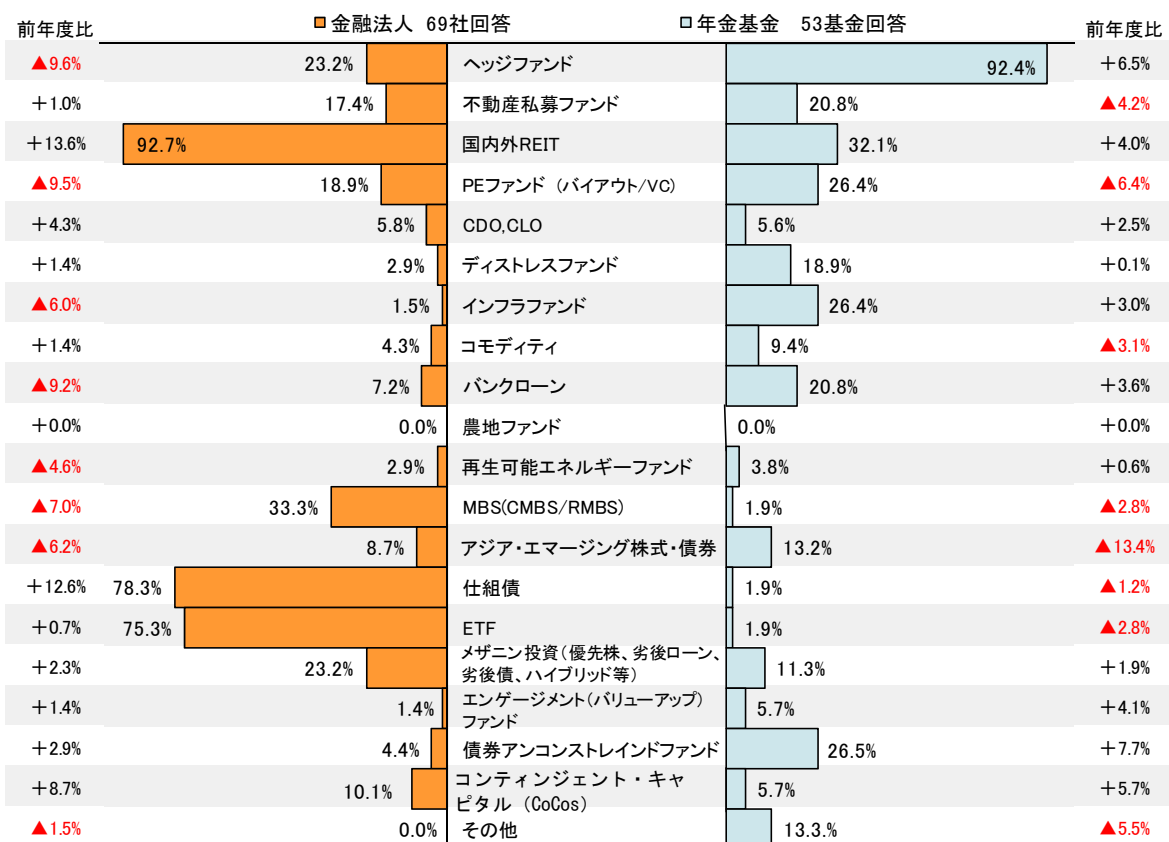


(注) 括弧内は前年度比増減 (%単位はパーセントポイントの意味を表す、以下図表全て同じ)。

(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)



(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)

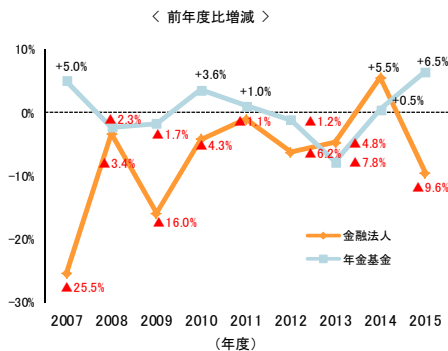
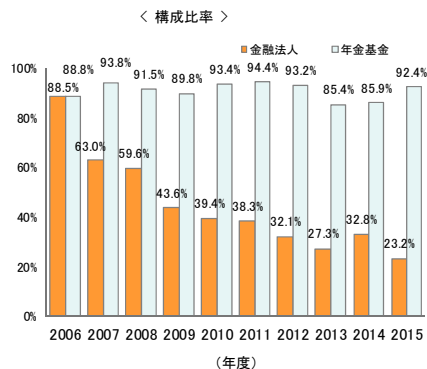
(出所) 大和総研

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～2015 年度)

【ヘッジファンド】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	88.5%	63.0%	59.6%	43.6%	39.4%	38.3%	32.1%	27.3%	32.8%	23.2%
年金基金	88.8%	93.8%	91.5%	89.8%	93.4%	94.4%	93.2%	85.4%	85.9%	92.4%

前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	▲25.5%	▲3.4%	▲16.0%	▲4.3%	▲1.1%	▲6.2%	▲4.8%	+5.5%	▲9.6%
年金基金	+5.0%	▲2.3%	▲1.7%	+3.6%	+1.0%	▲1.2%	▲7.8%	+0.5%	+6.5%

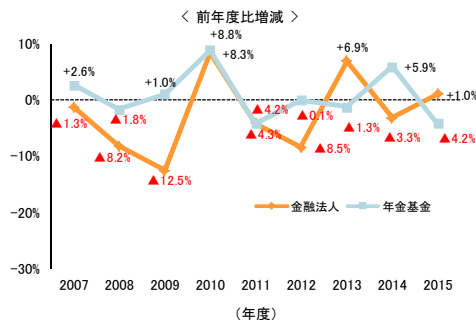
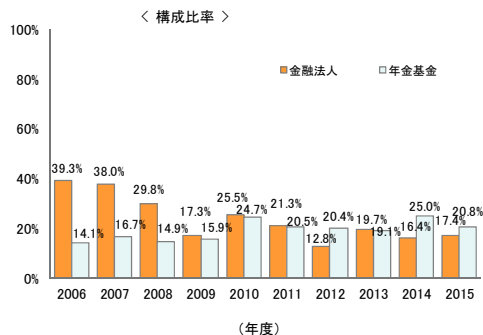


(注) 2007 年度の年金基金向けアンケートは (株) 大和ファンド・コンサルティングで実施 (以下、同様)
(出所) 大和総研

【不動産私募ファンド】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	39.3%	38.0%	29.8%	17.3%	25.5%	21.3%	12.8%	19.7%	16.4%	17.4%
年金基金	14.1%	16.7%	14.9%	15.9%	24.7%	20.5%	20.4%	19.1%	25.0%	20.8%

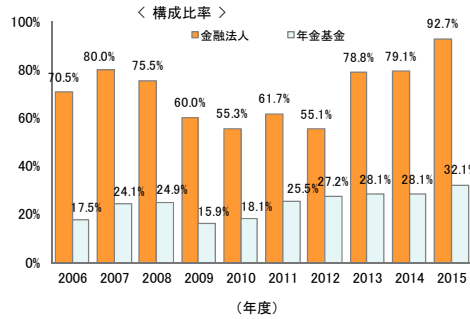
前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	▲1.3%	▲8.2%	▲12.5%	+8.3%	▲4.3%	▲8.5%	+6.9%	▲3.3%	+1.0%
年金基金	+2.6%	▲1.8%	+1.0%	+8.8%	▲4.2%	▲0.1%	▲1.3%	+5.9%	▲4.2%



(出所) 大和総研

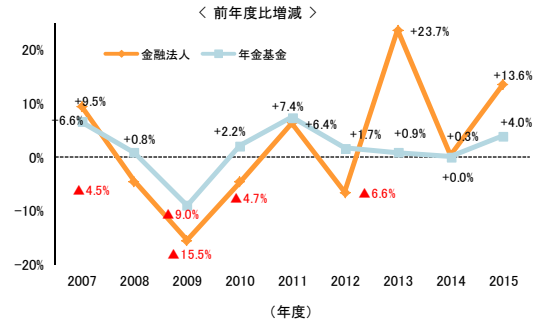
【国内外REIT】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	70.5%	80.0%	75.5%	60.0%	55.3%	61.7%	55.1%	78.8%	79.1%	92.7%
年金基金	17.5%	24.1%	24.9%	15.9%	18.1%	25.5%	27.2%	28.1%	28.1%	32.1%



前年度比増減

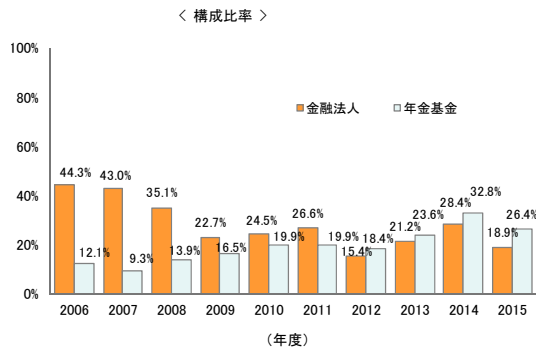
増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	+9.5%	▲4.5%	▲15.5%	▲4.7%	+6.4%	▲6.6%	+23.7%	+0.3%	+13.6%
年金基金	+6.6%	+0.8%	▲9.0%	+2.2%	+7.4%	+1.7%	+0.9%	+0.0%	+4.0%



(出所) 大和総研

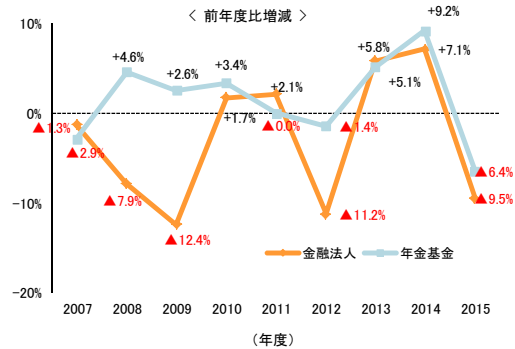
【PEファンド(バイアウト、VC等)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	44.3%	43.0%	35.1%	22.7%	24.5%	26.6%	15.4%	21.2%	28.4%	18.9%
年金基金	12.1%	9.3%	13.9%	16.5%	19.9%	19.9%	18.4%	23.6%	32.8%	26.4%



前年度比増減

増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	▲1.3%	▲7.9%	▲12.4%	+1.7%	+2.1%	▲11.2%	+5.8%	+7.1%	▲9.5%
年金基金	▲2.9%	+4.6%	+2.6%	+3.4%	▲0.0%	▲1.4%	+5.1%	+9.2%	▲6.4%

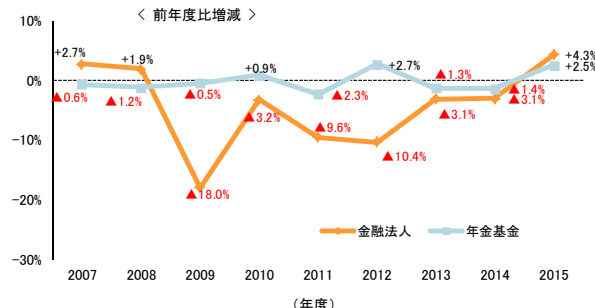
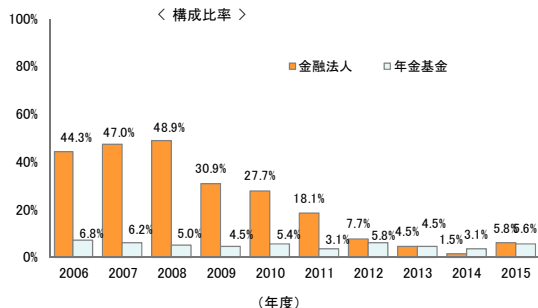


(出所) 大和総研

【CDO、CLO(SIVを含む)】

構成比	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	44.3%	47.0%	48.9%	30.9%	27.7%	18.1%	7.7%	4.5%	1.5%	5.8%
年金基金	6.8%	6.2%	5.0%	4.5%	5.4%	3.1%	5.8%	4.5%	3.1%	5.6%

前年度比増減	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
金融法人	+2.7%	+1.9%	▲18.0%	▲3.2%	▲9.6%	▲10.4%	▲3.1%	▲3.1%	+4.3%
年金基金	▲0.6%	▲1.2%	▲0.5%	+0.9%	▲2.3%	+2.7%	▲1.3%	▲1.4%	+2.5%



(出所) 大和総研

図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

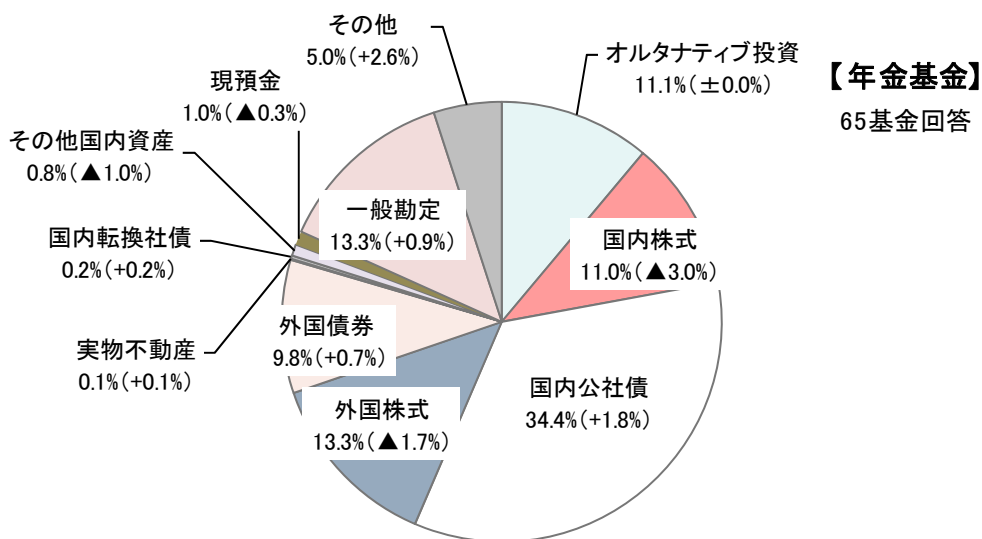
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人 72社回答	商品	年金基金 45基金回答	前年度比
▲0.8%	13.9%	ヘッジファンド	46.7%	▲1.4%
+2.1%	13.9%	不動産私募ファンド(LP)	20.0%	+12.3%
+4.2%	77.7%	国内外REIT(公募、私募)	17.8%	▲7.2%
+0.8%	11.1%	PEファンド(バイアウト、VC等)	22.2%	+4.9%
▲1.5%	0.0%	CDO,CLO(SIVも含む)	0.0%	+0.0%
▲0.1%	1.4%	ディストレスファンド	6.6%	+4.7%
▲7.5%	2.8%	インフラファンド	20.0%	▲1.2%
▲2.9%	0.0%	コモディティ(先物含む)	2.2%	+0.3%
▲6.2%	5.6%	バンクローン	8.9%	▲2.6%
▲1.5%	0.0%	農地ファンド	0.0%	+0.0%
▲1.6%	2.8%	再生可能エネルギーファンド	0.0%	▲3.8%
▲8.3%	15.2%	MBS(CMBS/RMBS)	2.2%	+2.2%
▲7.6%	4.2%	アジア・エマージング株式・債券	11.1%	+9.2%
▲3.3%	55.5%	仕組債	0.0%	+0.0%
+3.3%	69.5%	ETF	2.2%	+0.3%
▲6.5%	11.1%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	6.7%	+0.9%
+2.8%	2.8%	エンゲージメント(バリューアップ)ファンド	4.4%	+4.4%
▲1.6%	1.3%	債券アンコンストレインドファンド	35.5%	+6.7%
+8.3%	8.3%	コンティンジェント・キャピタル (CoCos)	8.9%	+8.9%
▲0.2%	2.7%	その他	22.2%	+3.0%

(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？

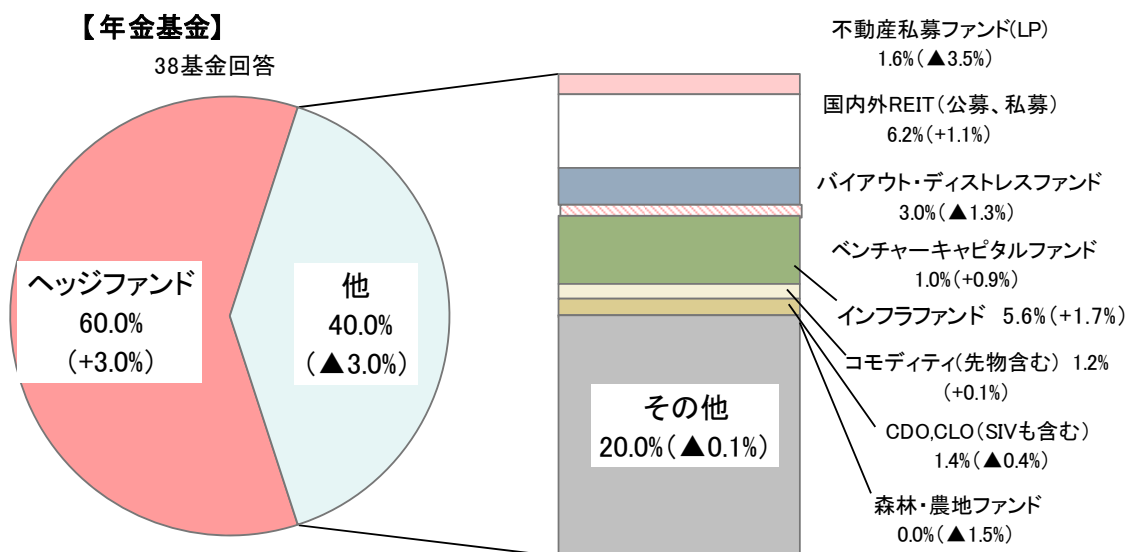


(注) 括弧内は前年度比増減

(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のスタンスを示す設問となっている。この結果を見ると「現在よりも資産配分を増やす」が+9.0ポイント(40.4%)と、昨年に引き続き大きく比率を伸ばしており、オルタナティブ投資姿勢の積極化が確認できる。

さらに、図表 2-8 は、今年度のオルタナティブ商品の投資ストラテジーを示しており、両主体ともに「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」（金融法人：前年度比：+5.3ポイント、年金基金：+26.0ポイント）の比率が上昇している。また「伝統的金融資産（国内株、国内債券等）への回帰」は、金融法人では比率が上昇する一方（前年度比：+5.8ポイント）、年金基金では比率が低下（同▲4.6ポイント）するなど相反する結果となった。また「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：54.5%、年金基金：33.4%）の比率は例年と同様に高く、解約流動性の高い(すぐに現金化できる)商品のニーズも変わらず存在している。

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）、双方ともに「中国経済の減速」（金融法人：81.0%、年金基金：83.6%）が最も高率となり、続いて、「米国の利上げ」（金融法人：67.9%、年金基金：67.2%）、「アベノミクス（第2ステージ）の失速」（金融法人：41.7%、年金基金：47.8%）、に回答が集中した。一方、「ユーロ圏経済の失速（ギリシャ危機の再燃）」（金融法人：8.3%、年金基金：11.9%）、「ウクライナ・ロシア情勢の混乱」（金融法人：3.6%、年金基金：4.5%）は低い比率に留まり、昨年は高い関心が寄せられた欧州関連項目の比率は低下している。

さらに図表 2-10 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。「予定利率の引き下げ」（40.0%）が最も高率となっており、続いて「その他」（30.0%）の項目に回答が集中した。そこに寄せられた個別意見には興味深いものが多く、“定年延長に対応した設計変更”、“オルタナを廃止し、伝統四資産&動的パッケージの採用”（ともに企業年金）などがあった。また「第3の企業年金への移行（運用は企業、給付は変動）」（10.0%）など、現時点では制度の検討の段階ではあるが、確定給付の掛け金、積立金管理を弾力化する対応など、より自由度の高い年金制度への方向性を示す意見が寄せられている。

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92.1%と圧倒的に比率が高い中で、2014年1月から公表が始まった「JPX日経インデックス400」²は4.8%と昨年と大きな比率の変化は無く、採用拡大の傾向は確認されなかった。

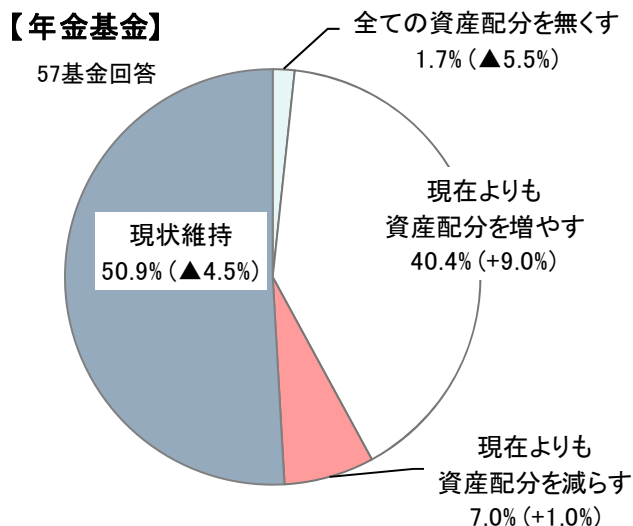
2 東京証券取引所に上場している企業約3,400社の中から、資本の効率的活用や投資家を意識した経営を行う企業400社か

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、「国内株式」、「外国（先進国）株式」および「新興国株式」と全ての資産クラスで「減額する」が大きく上昇（それぞれ、前年度比+15.2 ポイント、同+34.5 ポイント、同+24.5 ポイント）していることが分かる。中国株式市場の混乱が世界中の株式市場に伝播した状況は記憶に新しい。年金基金は、過去に株式投資で大幅な評価損を出した苦い経験もあり、こぞって内外株式の割合を低下させる様子が示された。加えて、総合型厚生年金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かった。その他には、“内外株式の比率をイーブンにする”（企業年金）や“世界的な金融緩和の方向性次第”（厚生年金基金）などの意見もあった。

らなるインデックス。JPX 日経インデックス 400 は、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。

図表 2-7 オルタナティブ投資のスタンス（年金基金のみ）

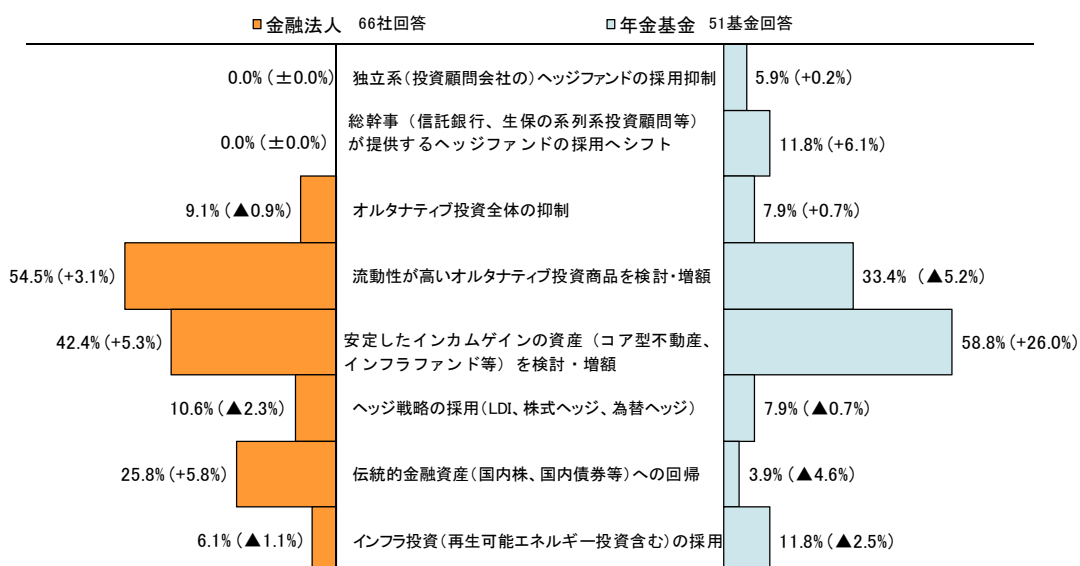
オルタナティブ投資へのスタンスを教えてください



(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

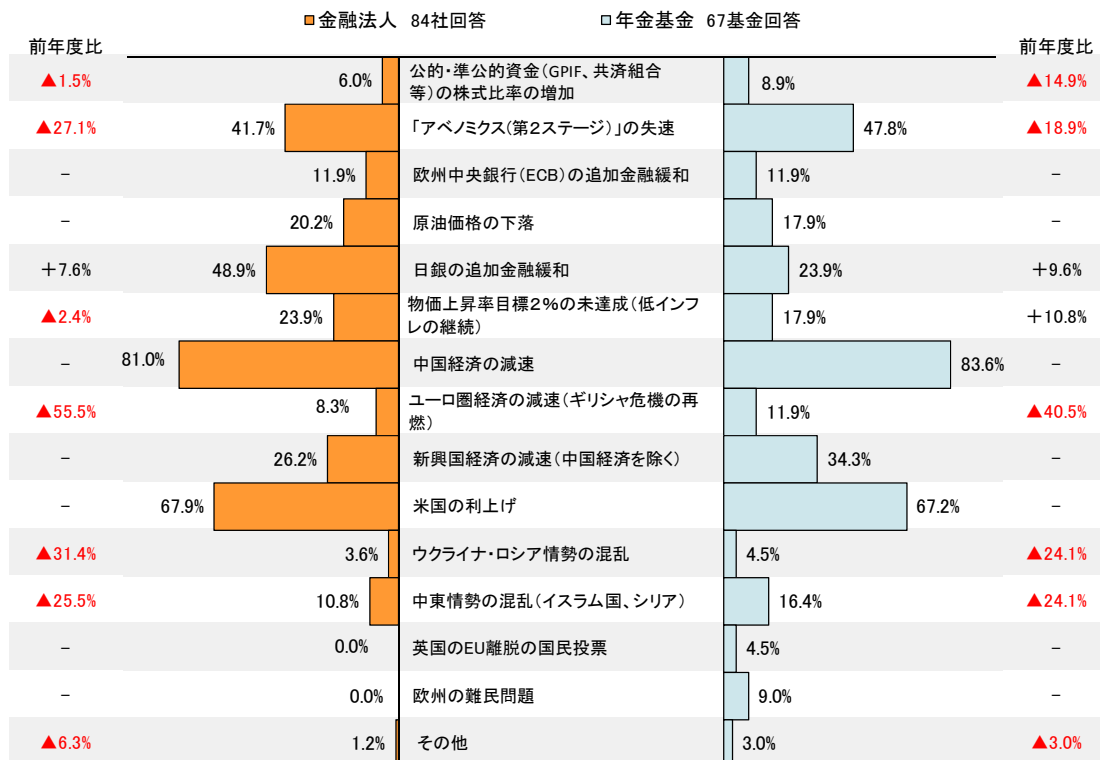
今後のオルタナティブ商品の投資戦略を教えてください（複数回答可）



(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

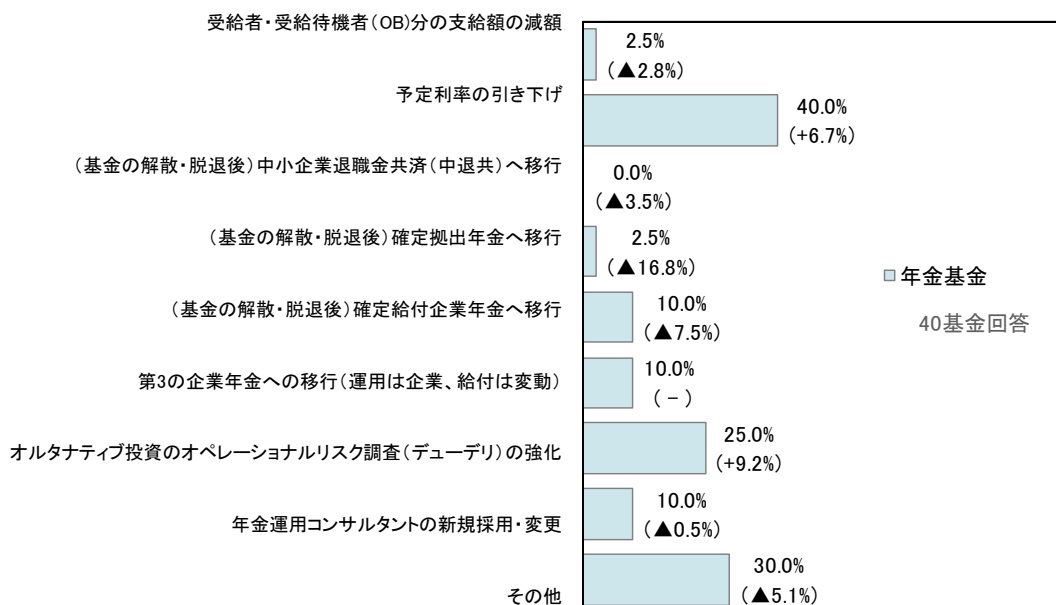
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-10 今後の年金基金運営の方向性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）

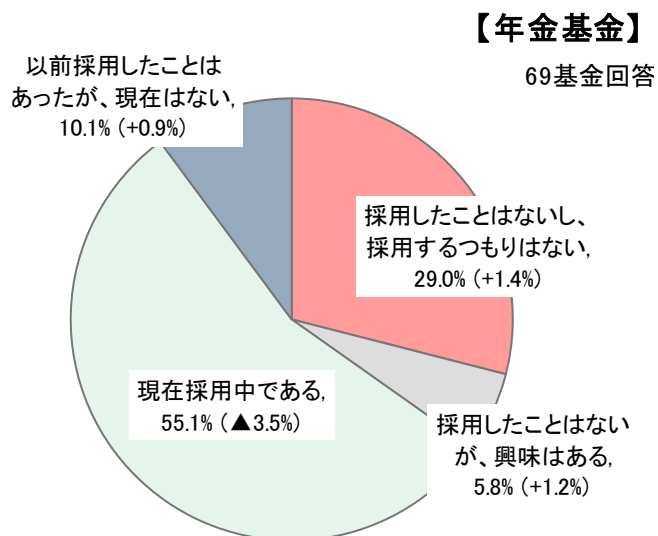


(出所) 大和総研

(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

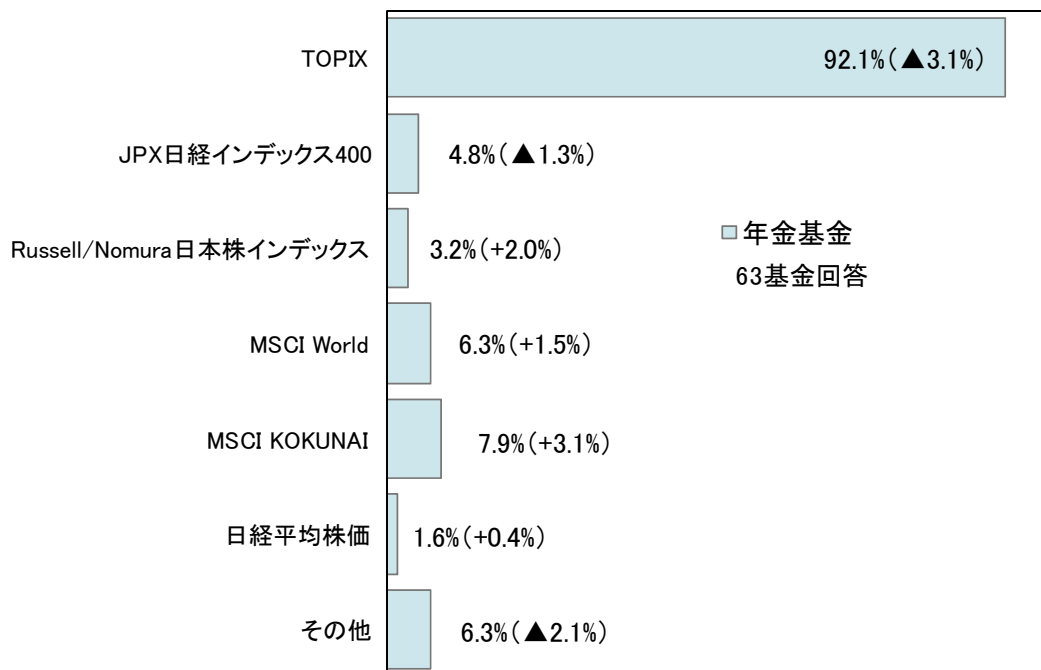


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）

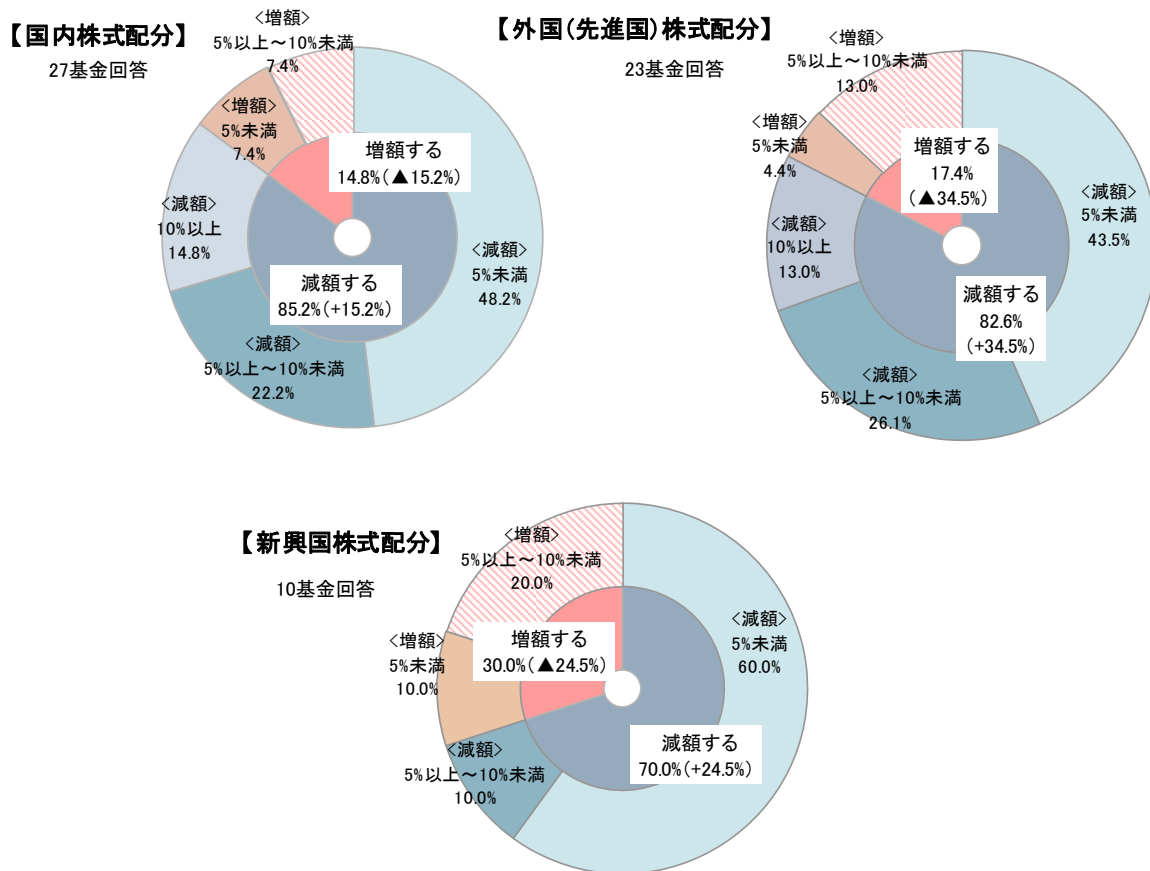


(注) MSCI 指数 (MSCI Index) の知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に属する。

(出所) 大和総研

図表 2-13 内外株式配分比率変更（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、金融危機以降のバーゼル規制に関する一連の見直しに対する意識調査（懸念事項）を示している。この結果をみると、「ソブリンリスクの見直し³」（39.6%）が最も多くの回答を集めた。当該規制の見直しが導入された場合、標準的手法採用行における日本国債保有に関して単純にリスクウェイトがゼロとならなくなる可能性が懸念されている。ただし、折からのギリシャ債務危機の再発により、この規制変更が適用されるのは数年先とみられている。また、次に「信用リスクの標準的手法の見直し（資本フロアの導入）⁴」（30.8%）が続いている。外部格付けに依存しないというコンセプトは優れているものの、リスク管理体制が乏しい標準的手法採用行であった場合、発行体企業の信用リスク計測の精度が落ちることなどが懸念されているようだ。

昨年度（2014年度）最も高率であった「流動性カバレッジ比率（LCR）への対応（システム対応等含む）」（23.1%：前年度比▲19.8ポイント）や、一昨年度（2013年度）の「ダブルギアリング改定に伴う金融機関への投資」（26.4%：同▲15.4ポイント）はその懸念が大きく後退していることがわかる。一方、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）⁵」（27.5%：前年度比+19.8ポイント）の比率が大きく高まった。また「その他」（4.4%）の意見の中には“規制強化による銀行経営の非効率性”など全般的なバーゼル規制への不満なども目立っている。

さらに銀行勘定の金利リスク規制（IRRBB）の導入に伴い影響を懸念する資産（図表 3-2）では、「国債」が 88.0%で最も高い比率となった。「投資信託」（15.7%）など内包する金利リスクの計測が難しいものを挙げる金融機関も多かった。また「その他」（10.8%）として“インフラなどの長期のプロジェクト融資”、“コア預金”（ともに地方銀行）、“仕組債”（信用金庫）などが挙げられた。

3 現行のバーゼル規制では、自国通貨建ての自国通貨で調達されたソブリン向けエクスポージャーに対してはリスクウェイトがゼロとされている。これにより EU 加盟国では、ギリシャ政府向けユーロ建てエクスポージャーのリスクウェイトがゼロとなる。ソブリン債の PD（デフォルト確率）に下限を設定する議論なども債券自体のプライシングに悪影響を及ぼす懸念を指摘されている。

4 標準的手法において外部格付けの利用を禁止した上で、新たな有形自己資本比率と不良債権比率に基づく財務マトリクス等で新たな信用リスク計測を行うものである。また、見直し後の標準的手法で算出されたリスクアセットに一定の掛目（数値は未定）を乗じたものが内部格付手法でもリスクアセットのフロアとなるため、リスクアセット上昇が問題視されている。そもそも内部格付手法採用行にとって都合の良い信用リスクの見直しが目的の主眼とすれば結果的に本末転倒な規制内容となる可能性もある。

5 現段階では、第一の柱で資本賦課の対象とする 1 柱案と、現行アウトライヤー規制を強化する 2 柱案の両論併記になっている。

3-2. アウトライヤー値は上昇

図表 3-3 は、金融機関の金利リスク量を示す、アウトライヤー比率⁶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」(22.4%)との回答が前年度比▲9.7 ポイント低下していることがわかる。その一方、「5%以上～10%未満」(47.3%：前年度比+6.3 ポイント)、「10%以上～15%未満」(19.8%：前年度比+3.1 ポイント)の比率が上昇し、金利リスク量が全体的に増加していることがわかる。また、アウトライヤー比率の計測にてコア預金モデルを導入している銀行は(アンケート全体の)ちょうど6割となっているが(図表 3-4)、コア預金モデルを導入していない状態で計測したアウトライヤー比率においても、大きな比率の上昇は確認されなかった(図表 3-5)。ただし、QE の出口戦略時に 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は警戒されている⁷。

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)の方向性を示している。「有価証券残高は変更せずに金利リスクは減少させる」(11.1%)が前年度比▲4.5 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」(4.0%)が同▲4.3 ポイント低下する反面、「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」(30.3%)が前年度比+1.1 ポイント、「有価証券残高は変更せずに金利リスクは増加させる」(5.1%)が前年度比+2.0 ポイント上昇している。また今後の国債投資戦略(図表 3-7)については、「長期国債(10 年国債等)の残高を増加」(22.0%：前年度比+8.5 ポイント)、「超長期国債の残高を増加」(37.0%：同+7.8 ポイント)が増加しており、地域金融機関を中心に金利リスクを伸ばす傾向にあることがうかがえる。

また図表 3-8 は、レバレッジ比率規制の改正案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」(68.5%：前年度比+15.8 ポイント)の比率が大きく上昇し、(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が相当懸念されている様子が示された。

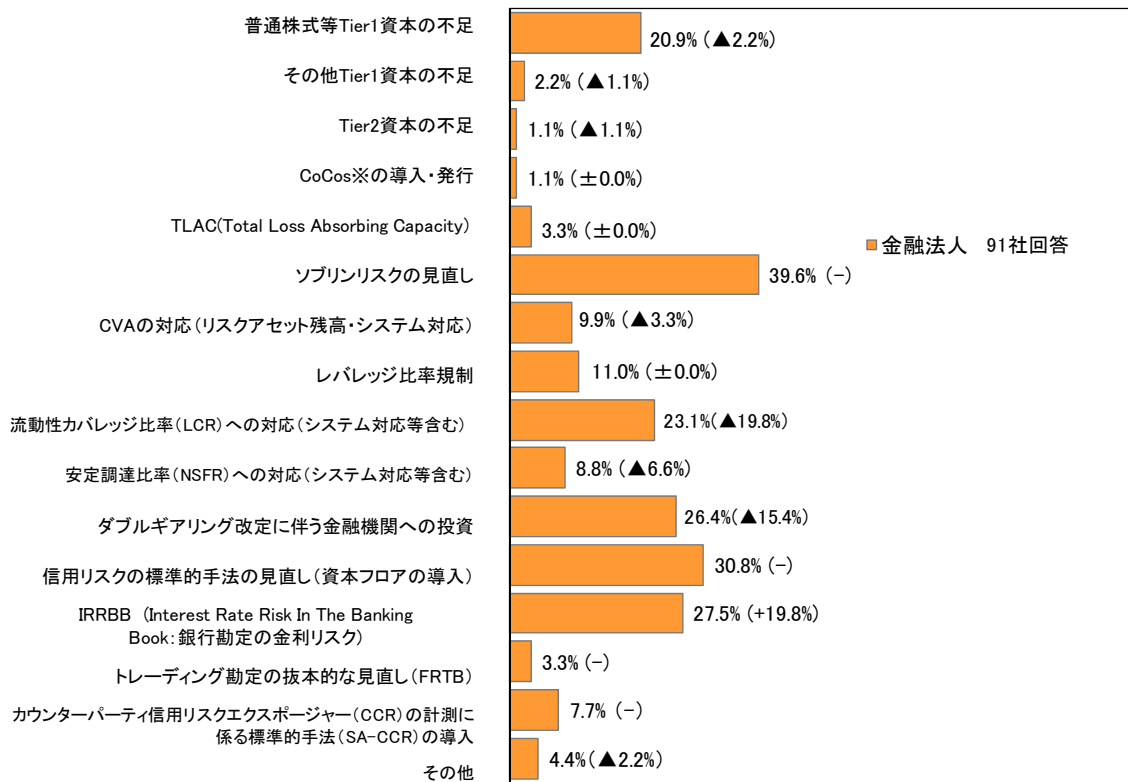
6 アウトライヤー比率とは、上下一定の「標準的金利ショック」を与えた場合の、銀行勘定の資産・負債・オフバランスシート項目のネットの経済価値の低下額(いわゆる「金利リスク量」)を算出し、それを自己資本の基本的項目(Tier1)と補完的項目(Tier2)の合計額と対比した指標。20%以内に収めることが求められている

7 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 バーゼル規制に対する懸念点（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）

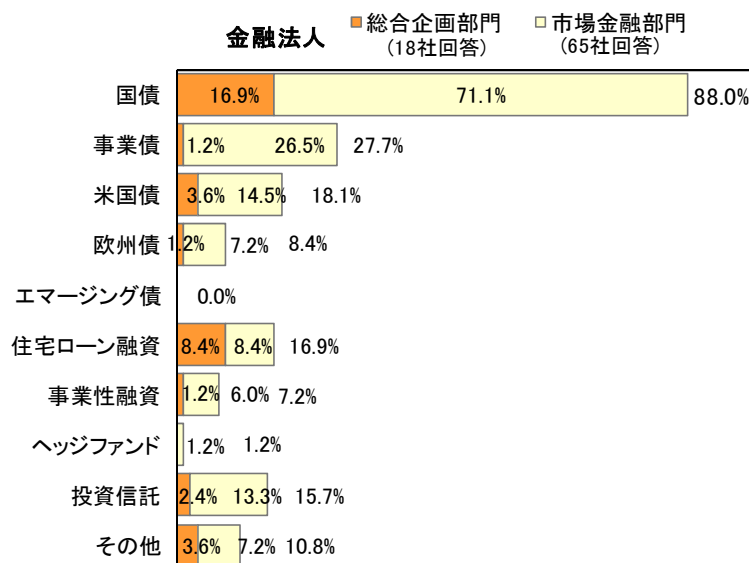


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表3-2 銀行勘定のリスク規制（IRRBB）導入実施に伴い影響を懸念する商品（金融法人のみ）

銀行勘定のリスク規制（IRRBB）導入実施に伴い投資を懸念する商品は何ですか？（複数回答可）

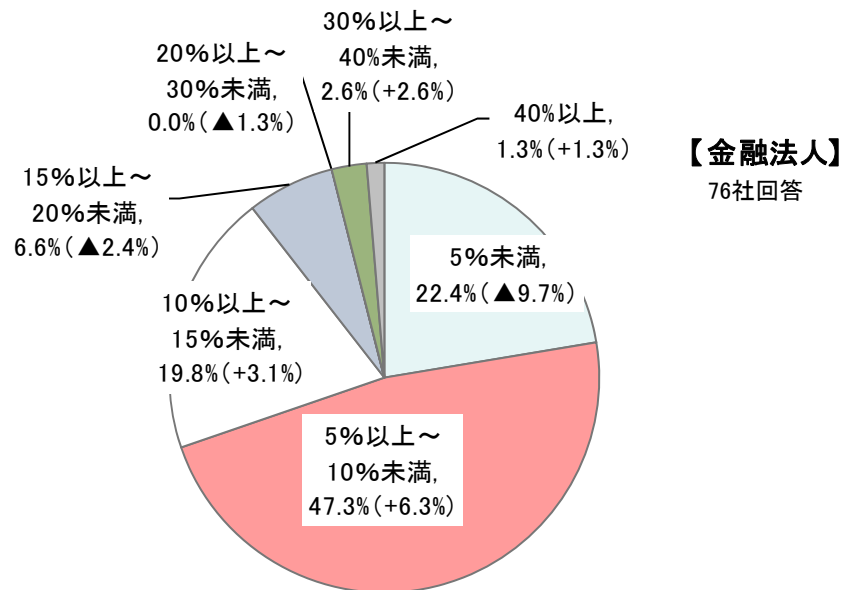


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）

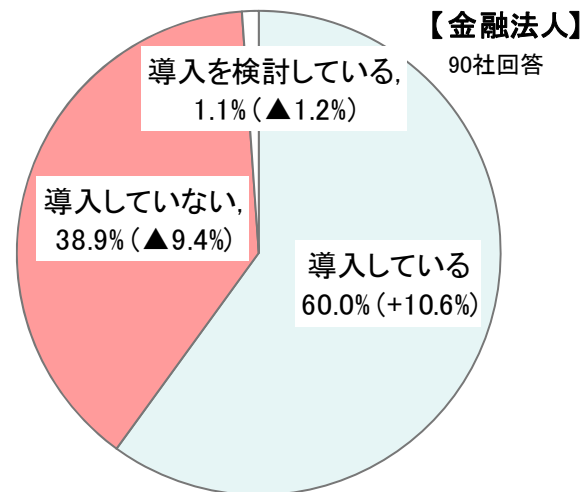
アウトライヤー比率はおおよそ何%ですか？



(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）

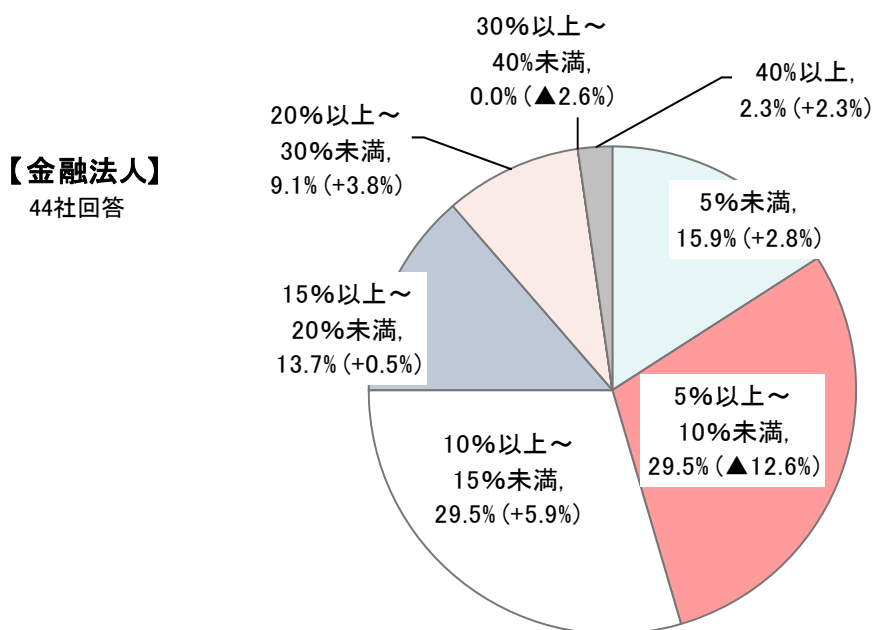
(アウトライヤー比率の計測で) コア預金モデルを導入していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表3-5 コア預金モデル導入していない状態でのアウトライヤー比率（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？

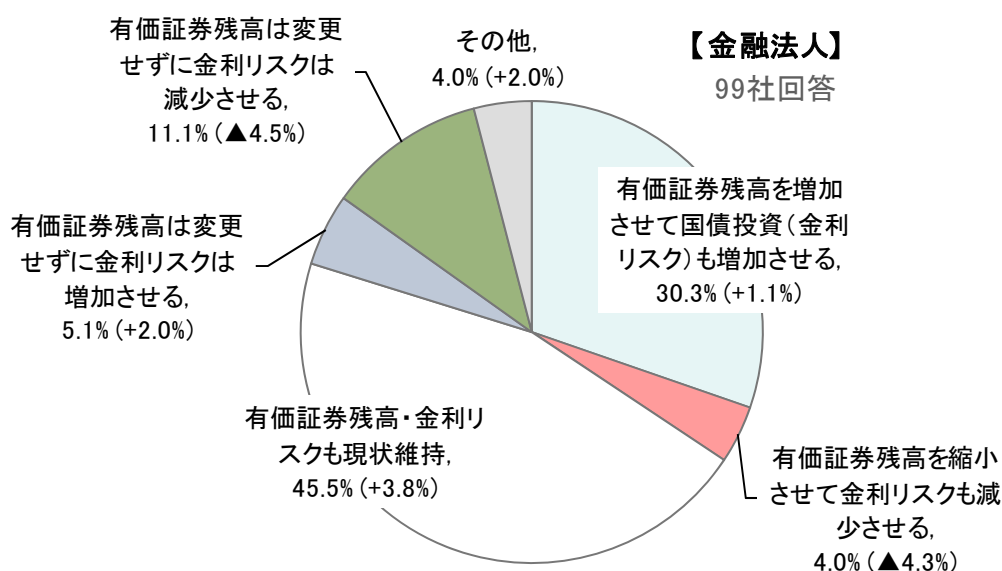


（注）括弧内は前年度比増減

（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？

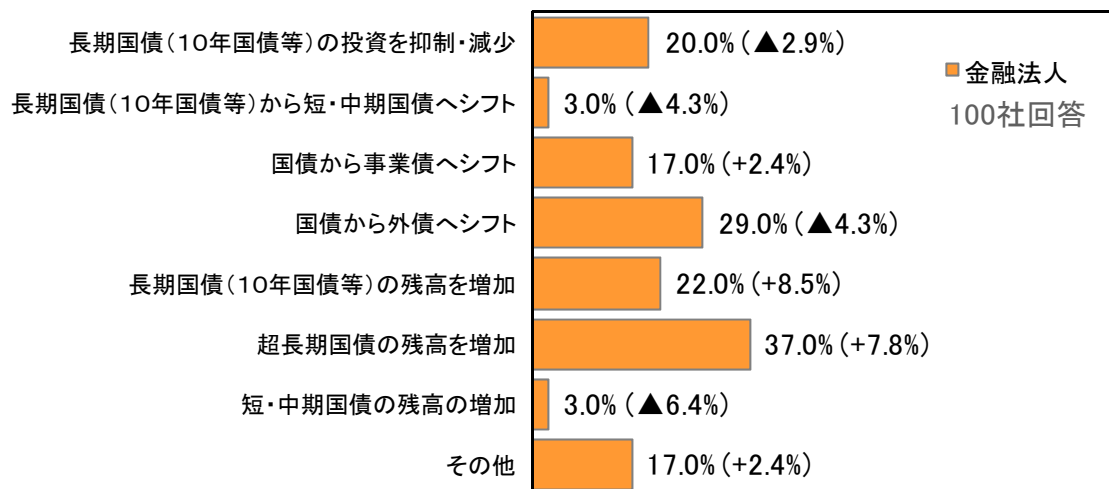


（注）括弧内は前年度比増減

（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）

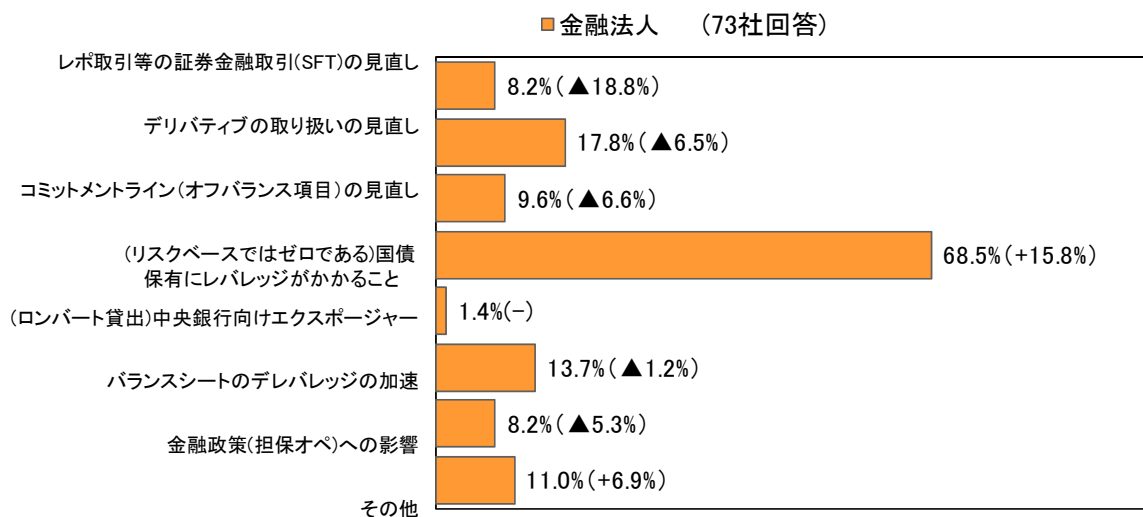


(注) 括弧内は前年度比増減

(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の存続が不可能と、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 14.3%（前年度比+9.9 ポイント）、年金基金では 4.8%（同+3.3 ポイント）となり、双方ともに着実に投資が浸透している（図表 3-9 参照）⁸。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で支持を増やしている。今年度は国内大手行の発行も相次ぐなど、投資家の裾野が大きく拡大している様子が示されている。

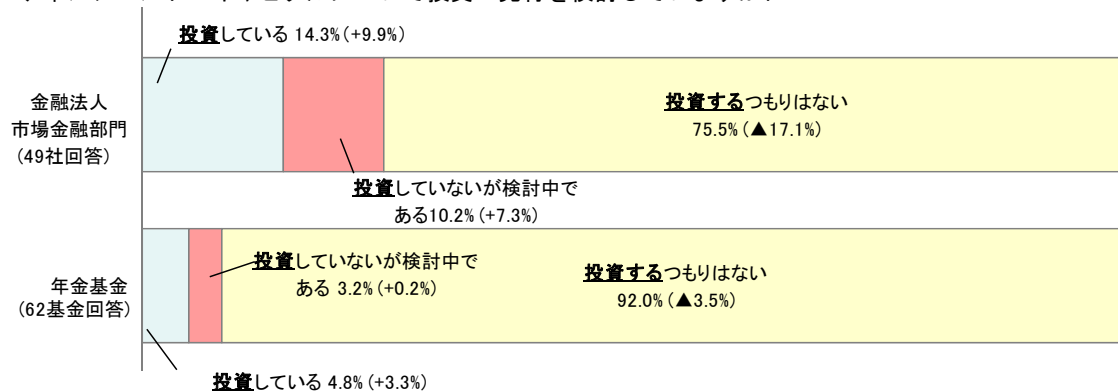
さらに、図表 3-10 は、コンティンジェント・キャピタルを発行・投資する際に期待しているクーポン（インカムゲイン）を示している。金融法人の市場金融部門、年金基金ともに、「1%以上～3%未満」（市場金融部門：52.2%、年金基金：14.3%）が前年度比+7.2%ポイント、同+14.3%ポイントと大きく上昇した。昨今、大手行から発行されているコンティンジェント・キャピタルの多くが 1%～3%近辺のクーポン設定であることなどがその要因と推察される。また、年金基金では「3%以上～5%未満」（42.9%）の回答が最も高率となり、より高い期待リターンを望んでいることが分かる。

⁸ 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願いたい。

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・キャピタルに関する投資・発行の予定

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？

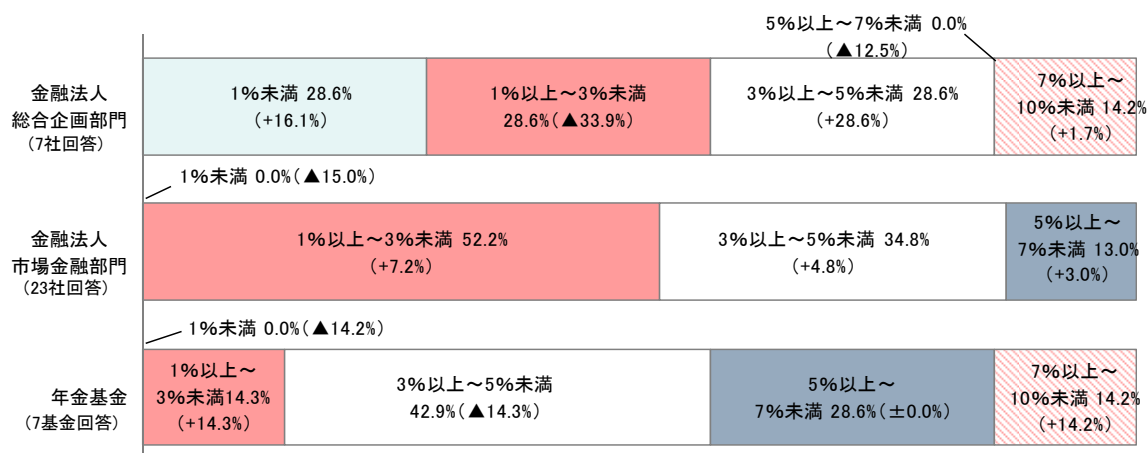


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表3-10 コンティンジェント・キャピタルを発行・投資する際に期待するクーポン

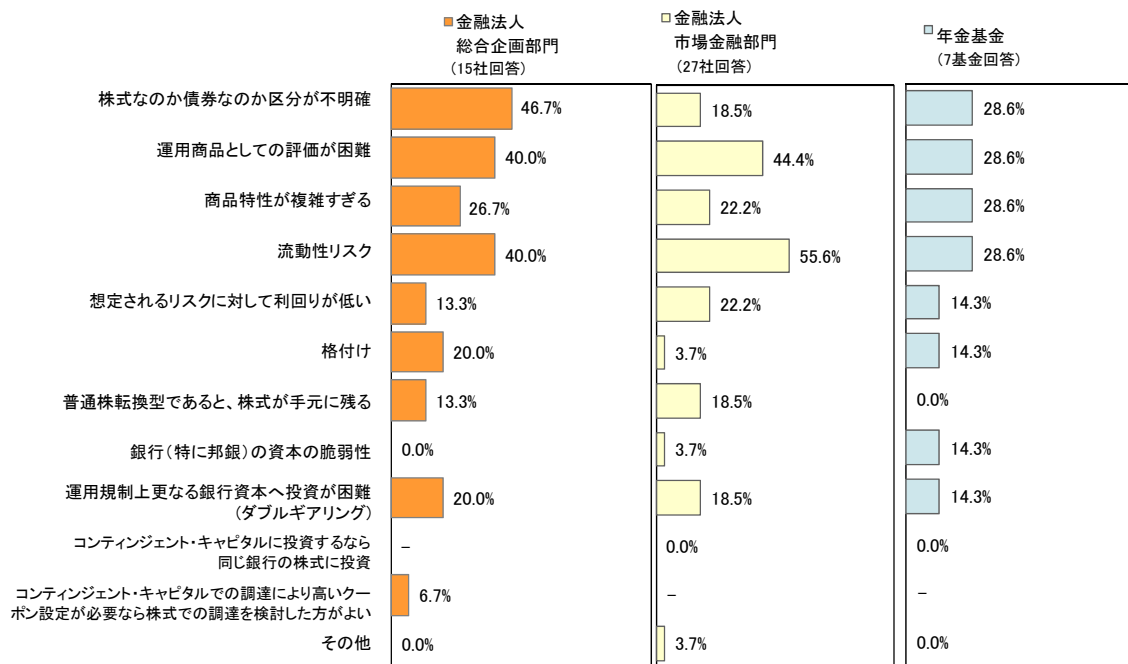
コンティンジェント・キャピタルのクーポン（インカムゲイン）はどの程度を期待しますか？



(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）



(出所) 大和総研

3-5. カバード・ボンド

カバード・ボンドとは、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コ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、デンマークなど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。日本のカバード・ボンドに関する法整備が急がれている状況にあるため、一般的な投資商品としての地位はまだ確立されていない。一方、欧州では現在実施されている ECB の量的緩和プログラムである拡大資産購入プログラム⁹ (APP: The Expanded Asset Purchase Programme) の対象にも含まれているなど、一般的なアセットクラスとなっている。

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「投資している」が 1.2% (前年度比▲2.6 ポイント)、「投資を検討してもよい」も 1.2% (同▲1.3 ポイント) となり、日本での投資は確認されるものの、その数はごく僅かと言わざるを得ない (図表 3-12)。また、年金基金においては「投資を検討してもよい」ですらゼロ (前年度比▲1.1 ポイント) となっている。図表 3-13 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の設問の結果であるが、昨年度に続き両主体とも「ドイツ」(金融法人:68.6%、年金基金:79.1%)に回答が集中した。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ようだ。次いで「フランス」(金融法人:35.3%、年金基金:25.0%)や、「英国」(金融法人:25.4%、年金基金:37.5%)などの比率が高いのは昨年度とほぼ同じ傾向である。

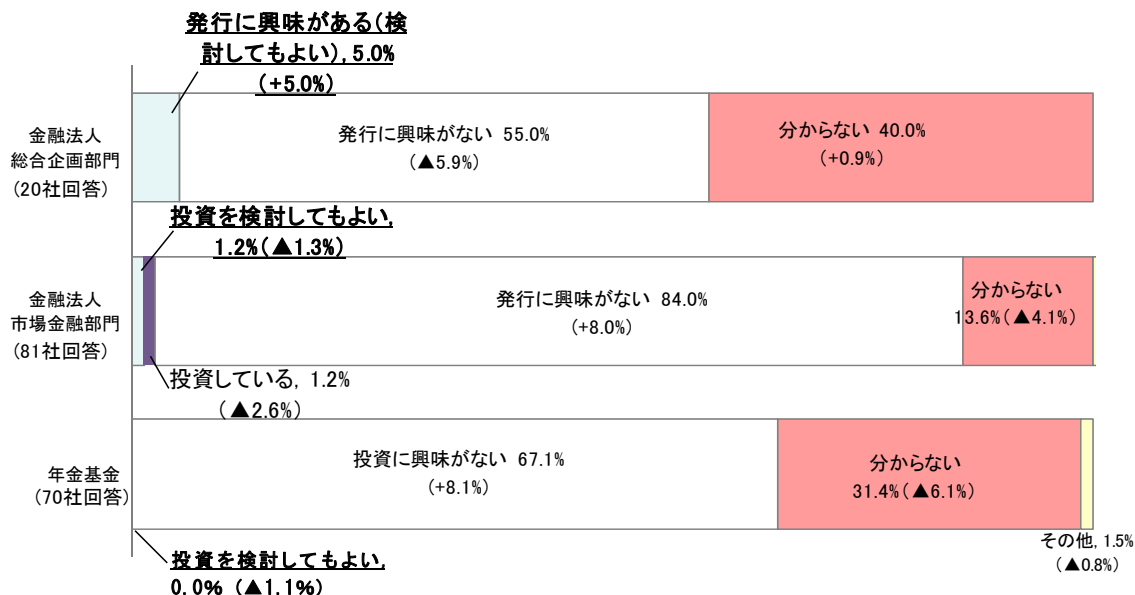
また図表 3-15 は、カバード・ボンド投資の懸念点を尋ねた設問であるが、「担保資産のモニタリング・詳細調査が出来ない」(総合企画部門:46.2%、市場金融部門:65.4%、年金基金:42.9%)、「運用商品としての評価が困難」(総合企画部門:38.5%、市場金融部門:36.5%、年金基金:32.1%)、の項目に回答が集中している。さらに回答の中に寄せられた意見では、“中身が理解できていない”(企業年金)、“国内で参考となる事例がなく、比較が困難”(銀行)、“発行後の事務負担が大きい”(銀行)、“国債とのスプレッドが期待できない”(信用金庫)など、辛辣なものが多くみられた。

⁹ 買い入れ資産は、国債、政府系機関債、EU 機関債が対象とされ、既存のカバード・ボンド買い入れプログラム (CBPP3: Covered Bond Purchase Programme) および資産担保証券プログラム (ABSPP: Asset Backed Securities Purchase Programme) を含めた合計で月額 600 億ユーロ、期限は 2017 年 3 月末までとなっている。

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？

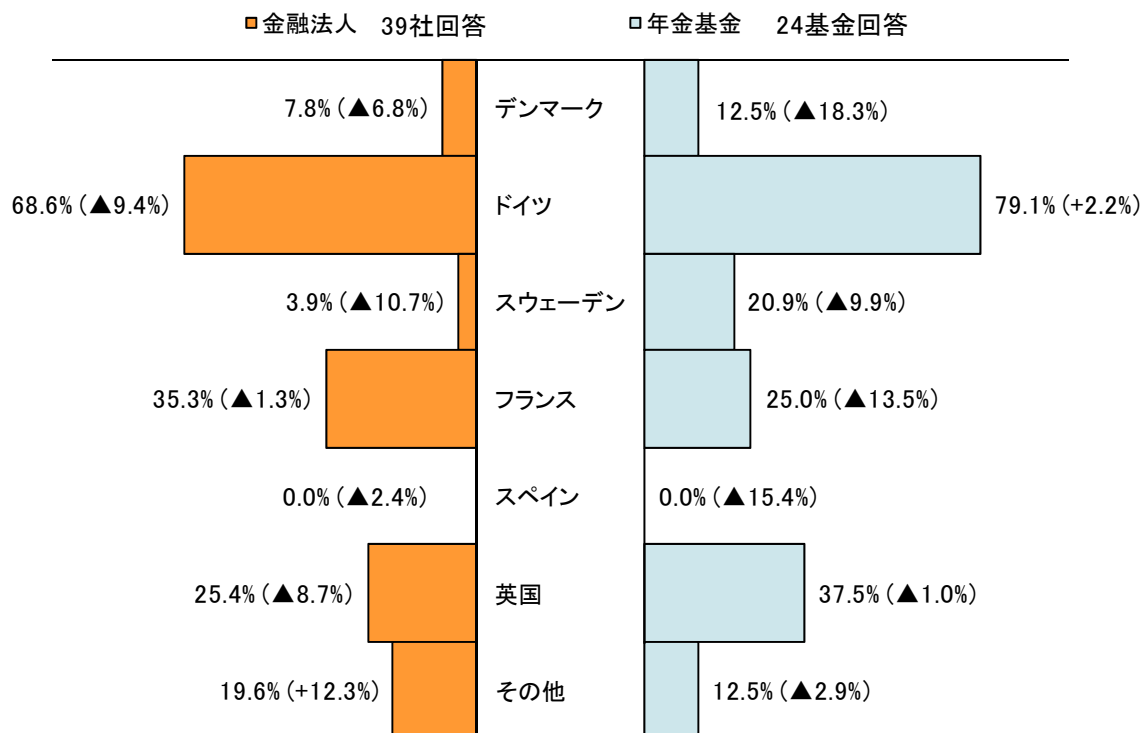


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

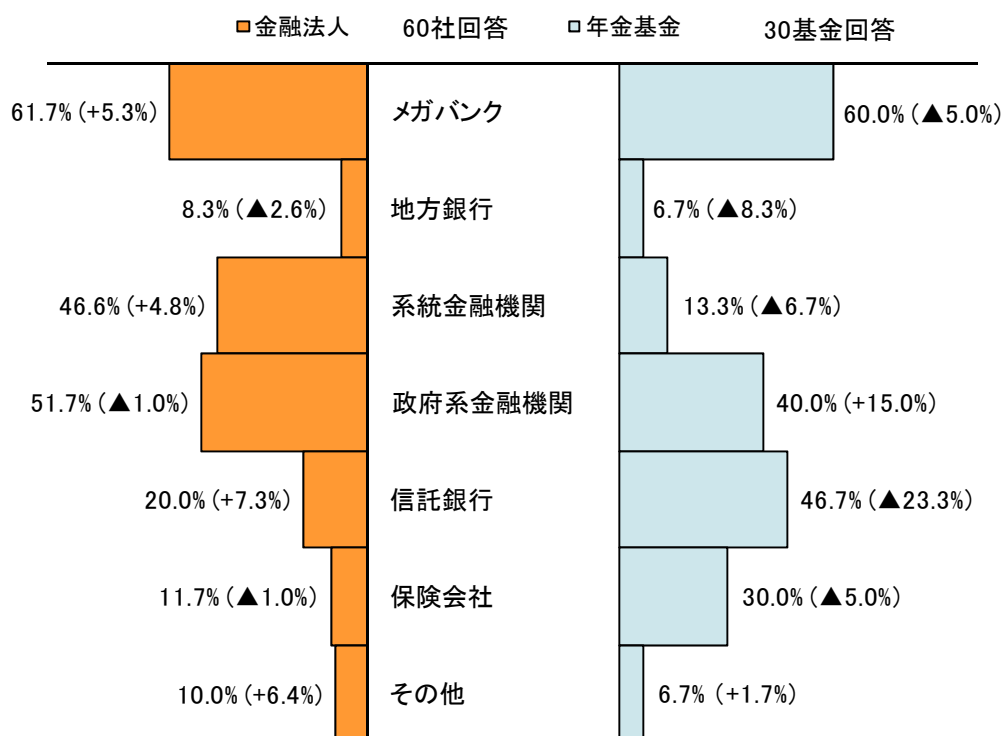
カバード・ボンドへ投資する（投資を検討する）ならどの国に興味がありますか？（複数回答可）



(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

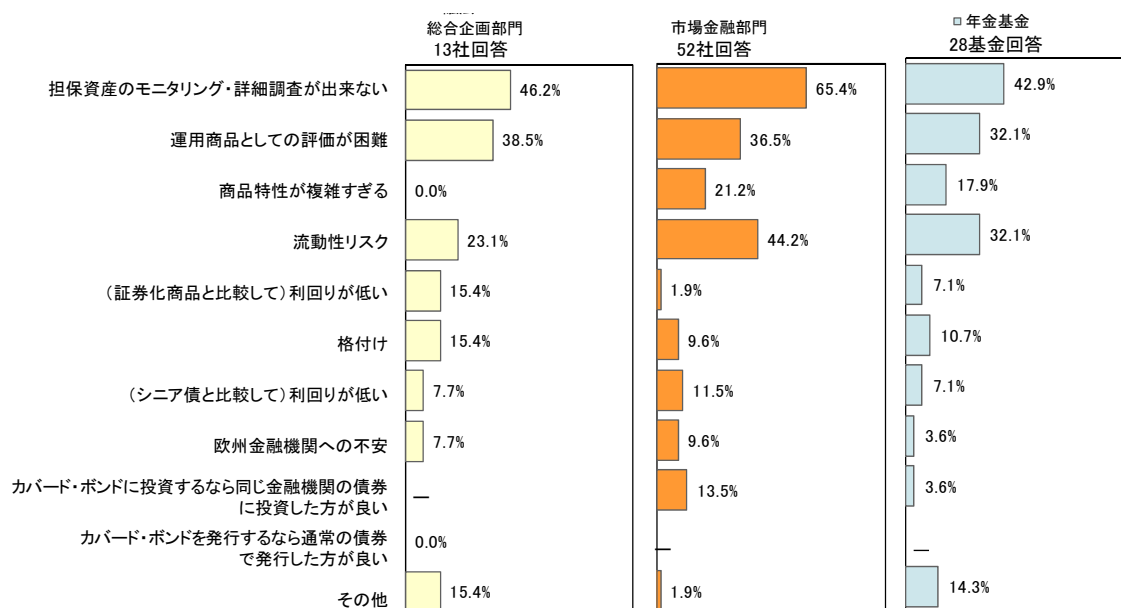
本邦において、どの金融機関が発行するカバード・ボンドに興味がありますか？（複数回答可）



(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、国連責任投資原則（PRI、ESG投資）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企業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20年以上にわたり、この原則が投資家と英国の上場会社に対して、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、また2015年6月からはコーポレートガバナンス・コードが実施されており、日本での動向が注目されている。

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・コードが導入されていることを認識しているかの設問である。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：85.7%、前年度比+39.9ポイント、スチュワードシップ・コード、以下SC：95.2%：同+31.2ポイント）の比率が大きく上昇し、発行体側での認識は双方ともに高いことがわかる。さらに、同様の設問で、年金基金では、CG：66.7%（前年度比+40.2ポイント）、SC：63.8%（同+8.7ポイント）、金融法人の市場金融部門においてもCG：31.7%（前年度比+22.5ポイント）、SC：33.7%（同+13.2ポイント）と、特にコーポレートガバナンス・コードに関する認知度が飛躍的に上昇していることが分かる。

また実際の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」（総合企画部門：CG：28.6%、市場金融部門：SC：4.1%、年金基金：SC：6.1%）と昨年の状況から導入実績が増えつつある。また金融法人の総合企画部門では、「将来コードを導入し、ガバナンスを強化する予定」（52.4%）がかなりの数に達しており、今後、飛躍的な導入実績の上昇が予想される。

さらに図表4-5、図表4-6はコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードに対する懸念点を示している。CGでは「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：41.3%、年金基金：60.4%）、SCでは「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：72.7%、年金基金：68.6%）と、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多かった。

4-2. 国連責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)

国連責任投資原則 (PRI) とは、機関投資家の資産運用プロセスにおいて環境 (E)、社会 (S)、企業統治 (G) の課題に配慮した責任投資を行うための行動規範である。2015 年 9 月 28 日に、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が国連責任投資原則へ署名したことが公表されている。

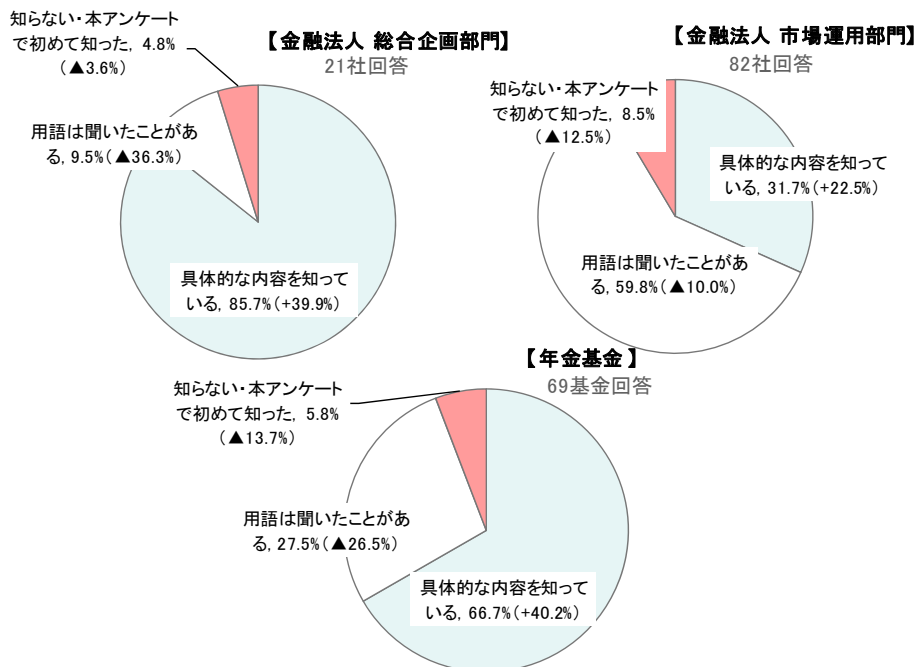
図表 4-8 は、国連責任投資原則の存在自体を認識し、署名等の具体的な行動をとっているかを確認する設問となっている。金融法人、年金基金ともに「すでに署名している」、「署名するための準備中」はゼロ回答であったものの、わずかながら年金基金で「署名するか検討中」(1.5%) の回答が存在していた。また ESG 課題を投資分析や意思決定のプロセスに組み込んでいるかの設問 (図表 4-9) に対しては、「すでに組込んでいる」が年金基金で 3.1% 存在し、「組み込むことを検討中」は金融法人で 1.4%、年金基金で 7.8% の回答となり、わずかではあるが、ESG 投資への前向きな姿勢が垣間見られた。

また図表 4-10 は、ESG 課題と運用パフォーマンスの関係についてどのように考えているかを問う設問となっており、「ESG 課題が運用パフォーマンスに影響すると考えている」が金融法人 : 9.7%、年金基金 : 22.2% となり、「ESG 課題と運用パフォーマンスには関係がないと考える」(金融法人 : 2.8%、年金基金 : 12.7%) を双方ともに上回る結果となっている。

(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)

図表 4-1 コーポレートガバナンス・コードの認知度

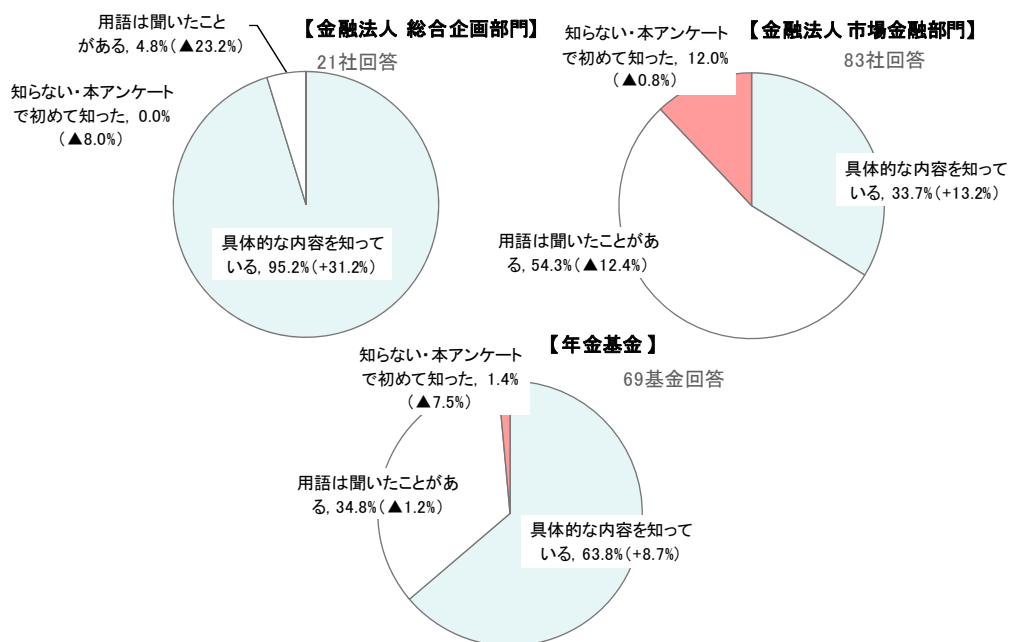
日本においてコーポレートガバナンス・コードが導入されていることを知っていますか？



(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

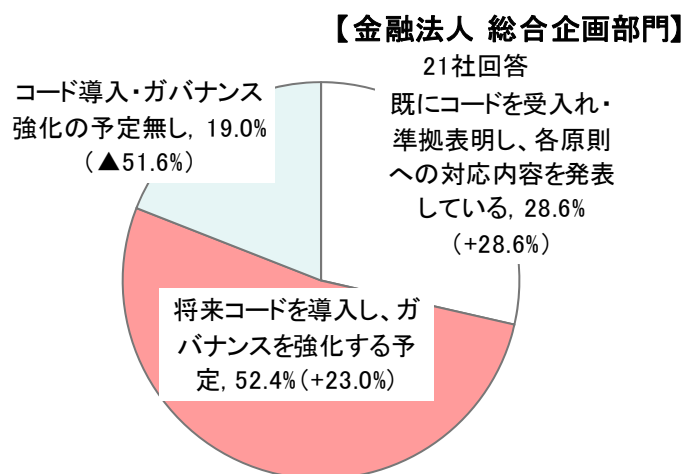
日本においてスチュワードシップ・コードが導入されていることを知っていますか？



(出所) 大和総研

図表 4-3 コーポレートガバナンス・コードの導入実績

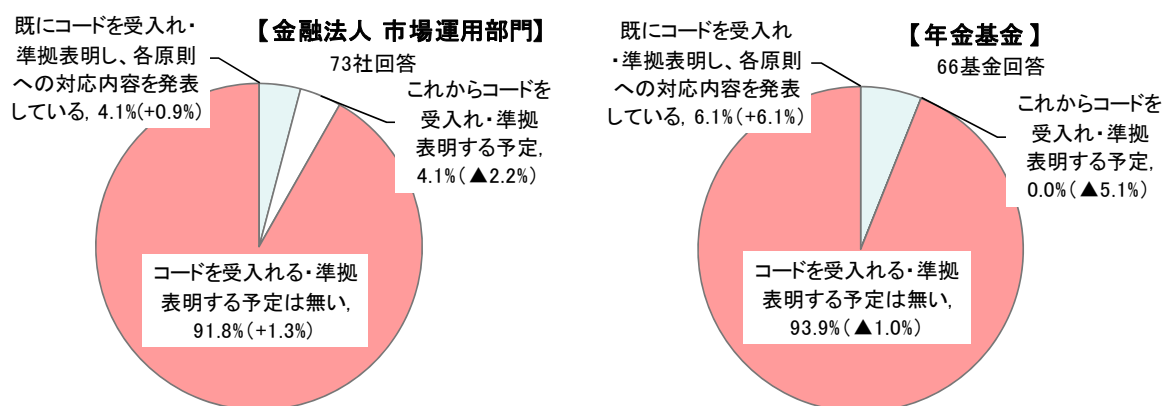
日本版コーポレートガバナンス・コードを受け入れて（コードに対する準拠表明）いますか



(出所) 大和総研

図表 4-4 スチュワードシップ・コードの導入実績

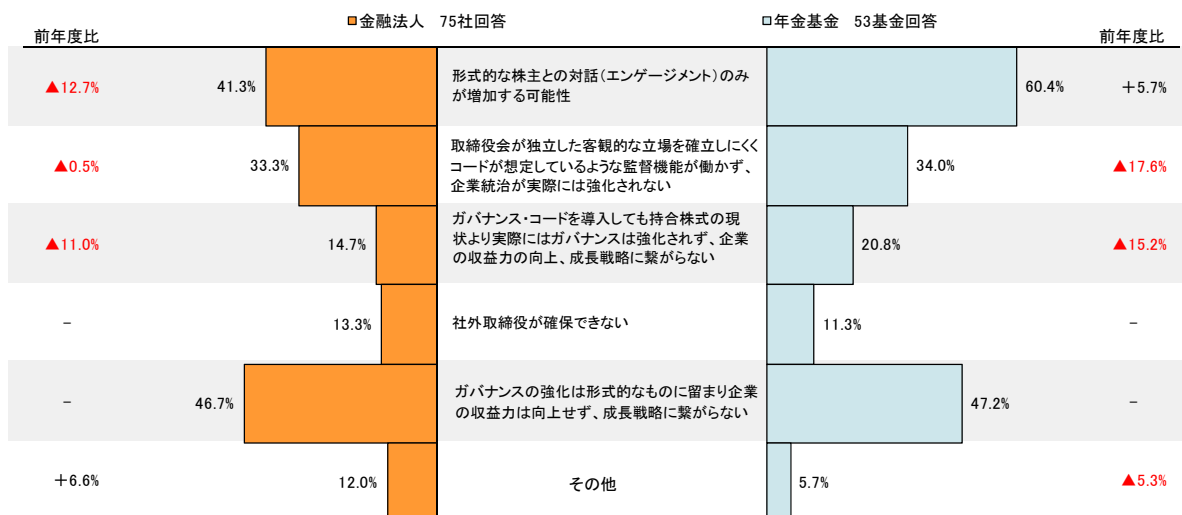
投資哲学の一環として日本版スチュワードシップ・コードを受け入れて（コードに対する準拠表明）いますか



(出所) 大和総研

図表 4-5 コーポレートガバナンス・コードに対する懸念点

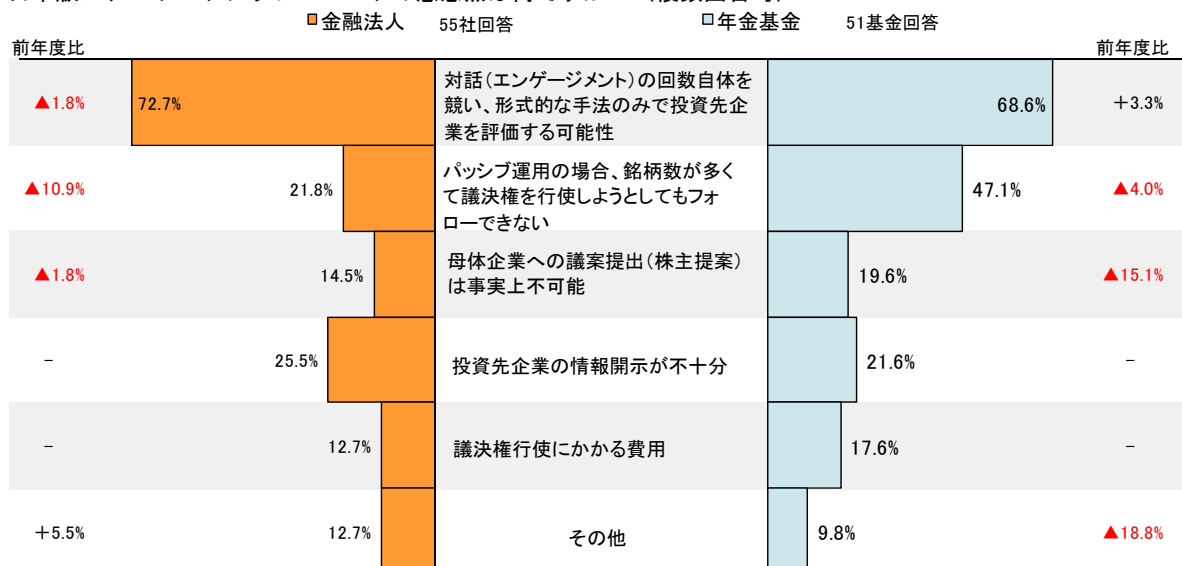
日本版コーポレートガバナンス・コードの懸念点は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-6 スチュワードシップ・コードに対する懸念点

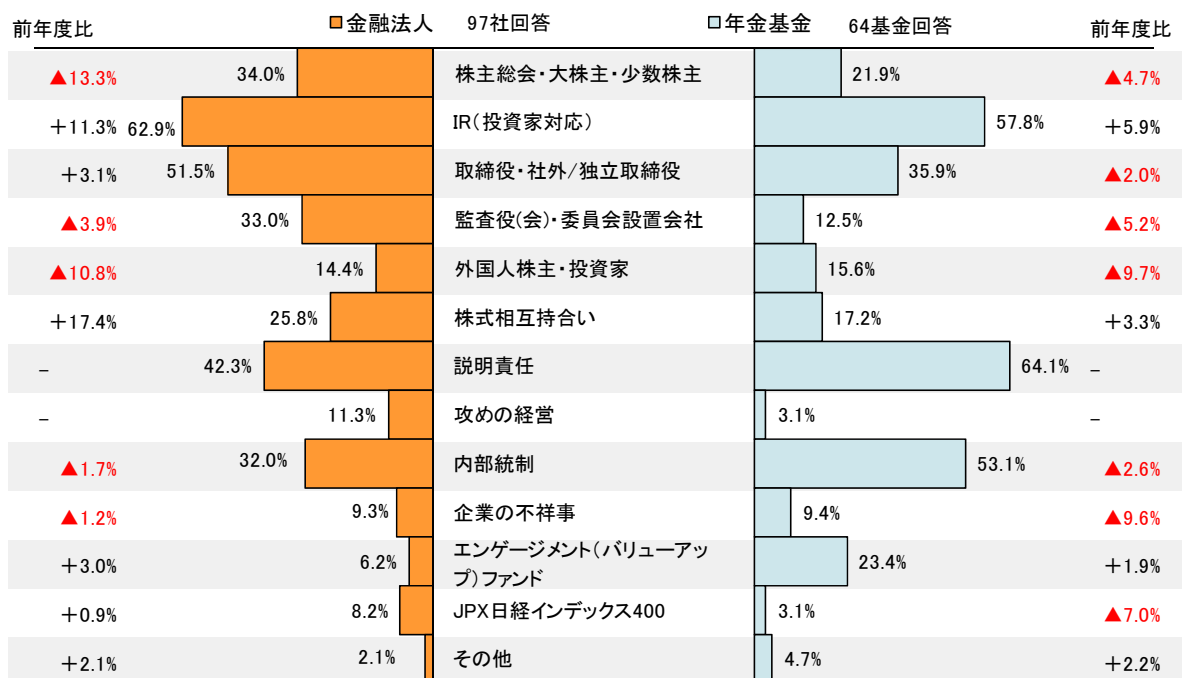
日本版スチュワードシップ・コードの懸念点は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表4-7 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）

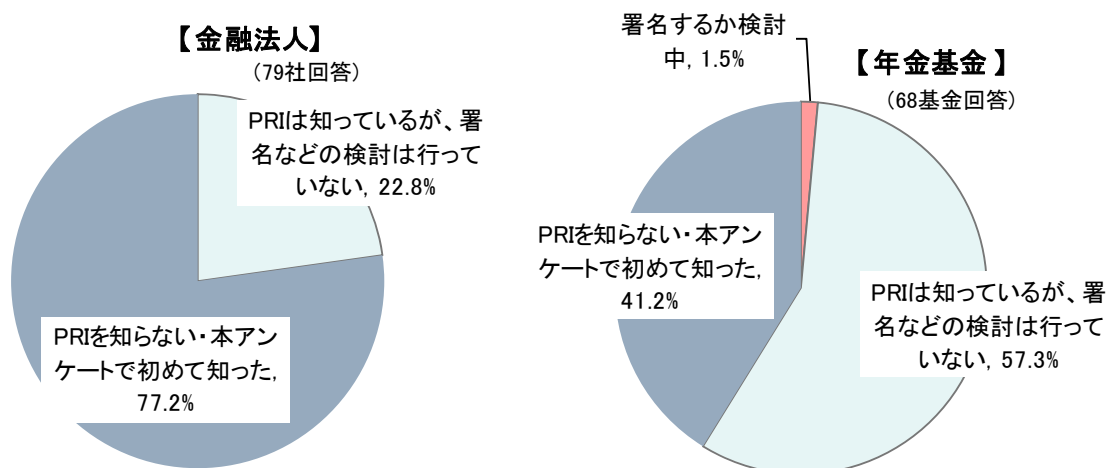


(出所) 大和総研

国連責任投資原則（PRI、ESG投資）

図表4-8 日本における国連責任投資原則（PRI）の認知度

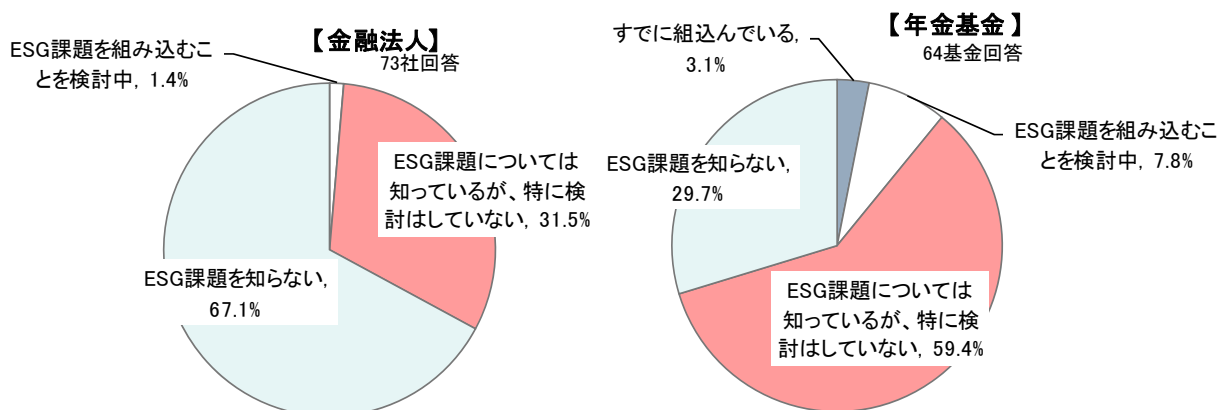
国連責任投資原則をご存知ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-9 ESG 課題の利用

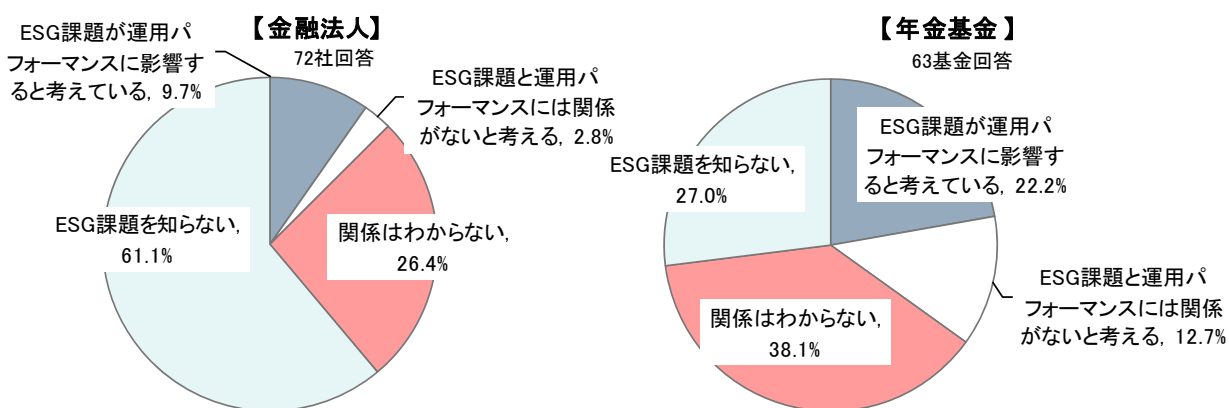
ESG 課題を投資分析や意思決定プロセスに組み込まれていますか？



(出所) 大和総研

図表 4-10 ESG 課題と運用パフォーマンス

ESG 課題と運用パフォーマンスとの関係について、どのようにお考えですか？



(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、金融法人が13.8%で前年度比▲11.2ポイント、年金基金（32.3%）で同▲9.5ポイントと大きく低下していることが分かる（図表 5-1）。中国株式市場の混乱や、シリア内戦に加えてトルコによるロシア戦闘機撃墜事件、米国の利上げ等、新興国市場にマイナス側面が多かったことが響いたようだ。また、年初にやや回復していた原油価格のさらなる下落や、いわゆる「イスラム国」との戦いなども重なり、来年以降の新興国市場の不確実性は収束する気配が見えておらず、状況を注視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

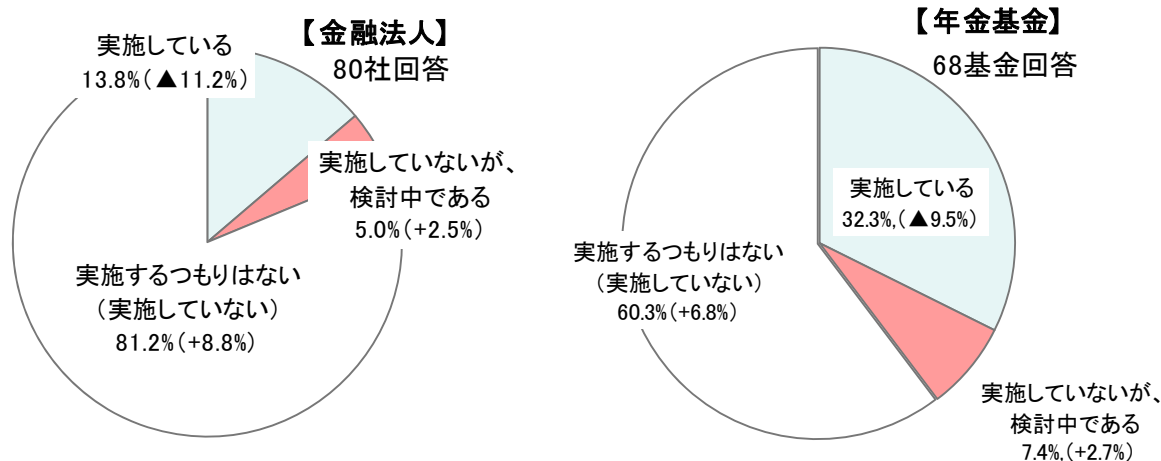
投資地域別に見てみると、前年度と同様に年金基金では、「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資¹⁰」（72.7%）が最も高率となっている（図表 5-2）。個別地域での投資より、インデックスを活用する年金基金の傾向に大きな変化はないといえる。さらに、その他の意見の中にも、他のエマージングインデックスを利用して新興国投資を行っているという回答が多くを占めた。また金融法人では「マレーシア」（41.7%、前年度比15.4ポイント）が最も多くの回答を集めた。前年度（2014年度）の“今後投資を検討する国”で首位であったマレーシアへの投資が着実に進んでいる様子である。さらに「ベトナム」や「その他アセアン諸国」なども比率が上昇しており、東南アジア諸国への期待は高いといえる。一方、前年度から比率を落としたのは、「トルコ」（金融法人8.4%：前年度比▲12.7ポイント、年金基金9.1%：前年度比▲10.3ポイント）、「韓国」（金融法人16.7%：前年度比▲30.7ポイント、年金基金18.2%：前年度比▲7.6ポイント）、「ブラジル」（金融法人0.0%：前年度比▲15.8ポイント、年金基金13.6%：前年度比▲15.4ポイント）などが目立った。特にブラジルは、過去最悪と目される深刻な経済情勢の悪化を不安視する回答も多く寄せられていた。また、年金基金が今後投資を検討する国では、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」（63.1%）が最も高率となった（図表 5-5）。

¹⁰ 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)

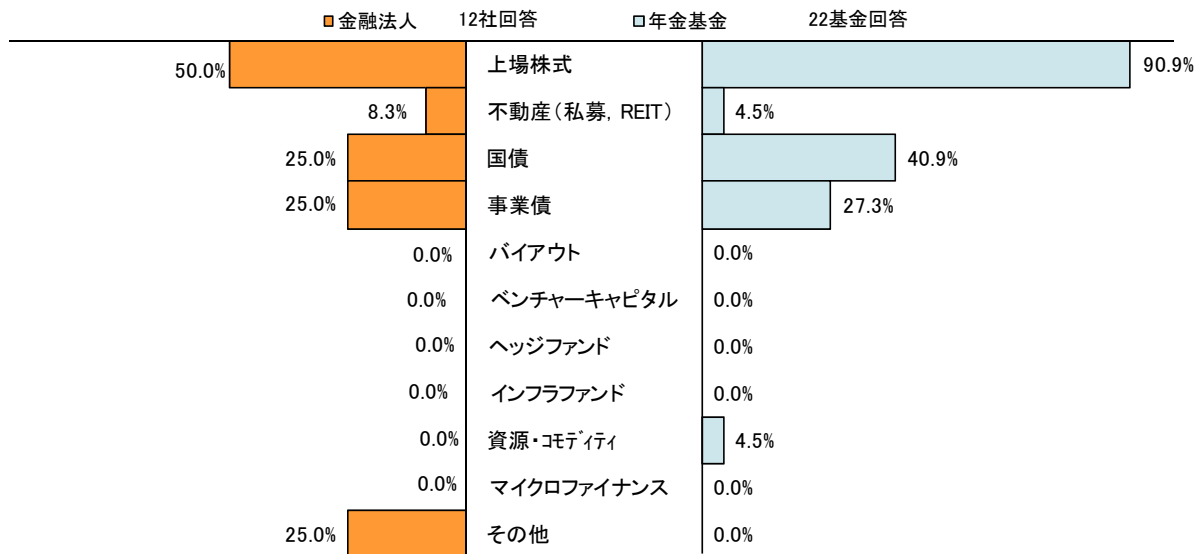
前年度比	金融法人 80社回答	年金基金 68基金回答	前年度比
+7.0%	33.3%	中国(含む韓国)	18.2% ▲20.5%
▲30.7%	16.7%	韓国	18.2% ▲7.6%
+9.2%	25.0%	インド	18.2% ▲14.1%
+3.9%	25.0%	タイ	9.1% ▲7.0%
+6.1%	16.6%	ベトナム	9.1% +2.6%
+12.3%	33.4%	インドネシア	13.6% ▲12.2%
+15.4%	41.7%	マレーシア	9.1% ▲10.3%
+3.9%	25.0%	フィリピン	13.6% +0.7%
+6.1%	16.6%	その他アセアン諸国	9.1% +2.6%
▲12.7%	8.4%	トルコ	9.1% ▲10.3%
▲5.3%	0.0%	南アフリカ共和国	9.1% ▲3.8%
▲15.8%	0.0%	ブラジル	13.6% ▲15.4%
▲5.3%	0.0%	ロシア	13.7% ▲5.7%
▲2.2%	8.3%	北アフリカ地域	0.0% +0.0%
▲5.3%	0.0%	中央アジア(カザフスタン等)	0.0% ▲3.2%
▲10.5%	0.0%	MSCIエマージング・マーケット・インデックスで投資	72.7% +11.4%
+1.8%	33.4%	その他	18.2% ▲4.4%

(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

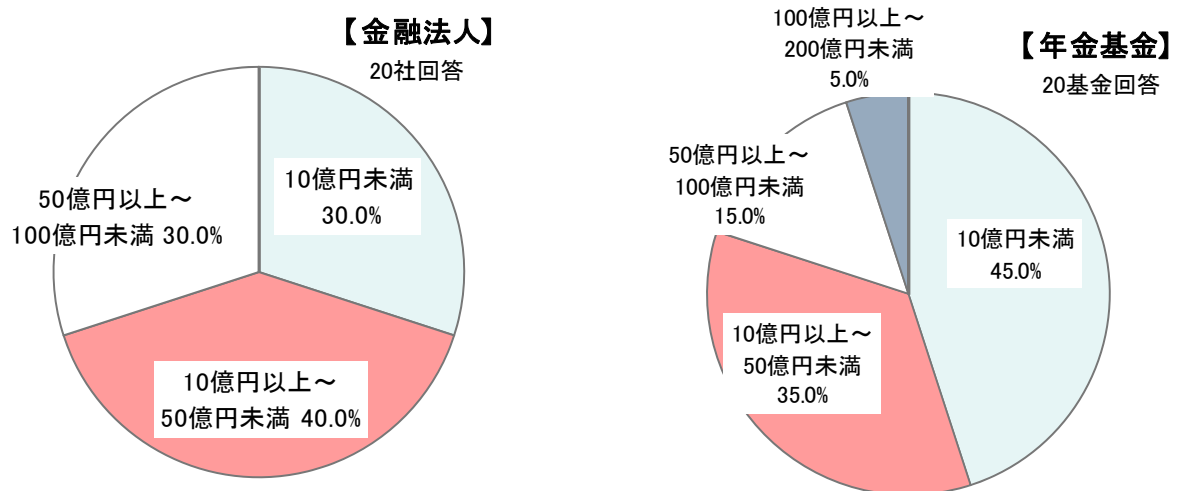
現在どのようなアジア・エマージング地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(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 13社回答	年金基金 19基金回答	前年度比
+16.2%	38.4%	中国(含む香港)	+2.8%
+8.5%	30.7%	韓国	+6.7%
▲2.6%	30.7%	インド	+10.9%
▲6.0%	38.4%	タイ	+2.8%
+10.7%	38.5%	ベトナム	▲1.0%
▲8.1%	30.8%	インドネシア	+9.5%
+5.1%	38.4%	マレーシア	▲1.0%
+3.0%	30.8%	フィリピン	+11.9%
+8.5%	30.7%	その他アセアン諸国	+10.5%
▲11.1%	0.0%	トルコ	▲7.7%
▲5.6%	0.0%	南アフリカ共和国	+0.0%
▲5.6%	0.0%	ブラジル	+1.4%
▲5.6%	0.0%	ロシア	+1.4%
▲5.6%	0.0%	北アフリカ地域	▲3.8%
▲5.6%	0.0%	中央アジア(カザフスタン等)	+0.0%
▲5.6%	0.0%	MSCIエマージング・マーケット・インデックスで投資	+9.3%
+14.1%	30.8%	その他	▲0.6%

(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¹¹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21.4%、前年度比▲12.3ポイントと比率を大きく落としている。対照的に、年金基金では23.2%、前年度比+2.7%と比率を伸ばした(図表6-1)。インフラファンドへの投資に関しては、GPIF等の公的年金が正式に投資への参入を表明しているため、今後も年金基金による投資増が見込まれている。

図表6-2は、現在行っているインフラ投資の種類・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62.5%、金融法人では「インフラ(直接)融資(シニア)」が61.9%で最も高率を示した傾向は前年度と変わらず。次に両主体ともに「インフラファンド(エクイティ)」(金融法人:33.3%、年金基金:37.5%)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)」(89.5%)が最も高率である一方、年金基金では「港湾」(73.3%)がトップとなり、両主体での投資対象の違いが鮮明となっている。

6-2. インフラ投資の選択状況

年金基金による、インフラ投資の地域別選択状況(図表6-4)をみると、前年度より若干比率を落としたものの、「英国」(80.0%:前年度▲3.3ポイント)が今年度も最も高率となっている。特に“英国の鉄道への投資”とする意見が目立った。次いで「米国」(66.6%)、「オーストラリア」(46.6%)、「その他の欧州地域」(46.6%)の順となっている。一方、金融法人では「日本」(95.0%)に回答が集中した。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:5.0%、年金基金:6.7%)、「インド」(年金基金:6.7%)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時のインフラ投資の希望地域に関しては、「米国」(金融法人:67.2%、年金基金:65.3%)、「オーストラリア」(金融法人:15.7%、年金基金:40.8%)などが上位に来ている(図表6-5)。さらに、今後の年金基金のインフラ投資へのスタンス(図表6-9)については、年金基金では「投資を増額」が33.3%(前年度比+23.3ポイント)と大きく比率を伸ばした。金融法人においても「投資を増額」が38.0%までに達しており、来年度以降の投資動向も注目されるだろう。

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。両主体とも「収益率・キャッシュフローの安定性」(金融法人:80.0%、年金基金:77.2%)、「投資地域(カントリーリスク)」(金融法人:45.3%、年金基金:49.1%)などの比率が高いことがわかる。またその他

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選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。

にも、“投資実行時の為替レート”（企業年金）、“運用会社の信頼性、情報開示”（企業年金）などの意見が寄せられた。さらに投資に関する懸念事項に関しては（図表 6-13）、「流動性リスク」（金融法人：51.3%、年金基金：58.6%）、「事故・天災による資産毀損リスク」（金融法人：50.0%、年金基金：51.7%）の回答が目立った。一方、「期待リターンに達する商品がない」（金融法人：6.6%、年金基金：1.7%）は、他の項目と比較しても低率に留まった。また、「その他」（金融法人：11.8%、年金基金：1.7%）の意見には、“投資進捗が遅れがみられがち”（系統協同金融組織）、“景気減速による倒産リスク”（企業年金）、“投資期間よりも流動性の低さが問題、即時解約可能なら検討可”（企業年金）などが挙げられた。一方、再生可能エネルギーに関する項目では、「政府買い取り価格(FIT)の変更・方針転換」は金融法人（15.8%：前年度比▲9.7ポイント）、年金基金（13.8%：▲13.0ポイント）ともに昨年度から比率が低下した。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優遇措置の縮小などの不確実性があったものの、制度を開始した当初からの懸念は後退している模様だ。

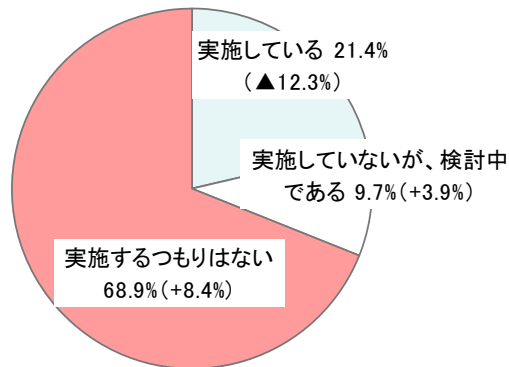
(インフラ投資：再生可能エネルギーも含む)

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？

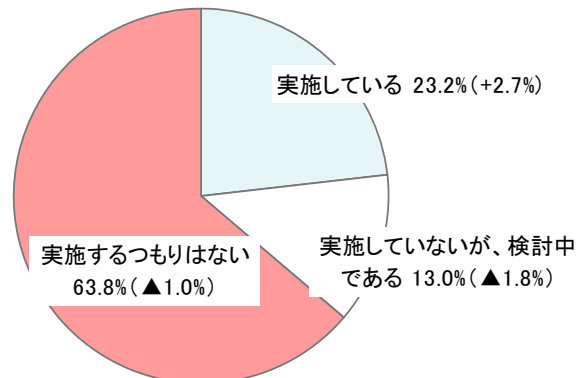
【金融法人】

103社回答



【年金基金】

69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）

前年度比	金融法人 21社回答	年金基金 16基金回答	前年度比
▲1.0%	33.3%	37.5%	▲9.6%
▲6.7%	4.8%	62.5%	▲8.1%
▲8.6%	0.0%	6.3%	+6.3%
+16.2%	61.9%	6.3%	+0.4%
+1.9%	4.8%	0.0%	+0.0%
▲1.0%	4.8%	0.0%	+0.0%

(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）

前年度比	金融法人 19社回答	年金基金 15基金回答	前年度比
+1.6%	31.6%	66.7%	▲5.6%
+1.9%	5.3%	46.7%	▲14.4%
▲11.4%	5.3%	26.7%	▲12.2%
▲6.7%	0.0%	66.7%	▲11.1%
▲6.7%	0.0%	73.3%	+6.7%
+6.1%	89.5%	40.0%	+17.8%
+1.1%	21.1%	53.3%	+3.3%
+4.4%	21.1%	13.3%	▲3.3%
▲6.7%	0.0%	33.3%	+16.7%

(出所) 大和総研

図表 6-4 インフラ投資の地域別選択状況

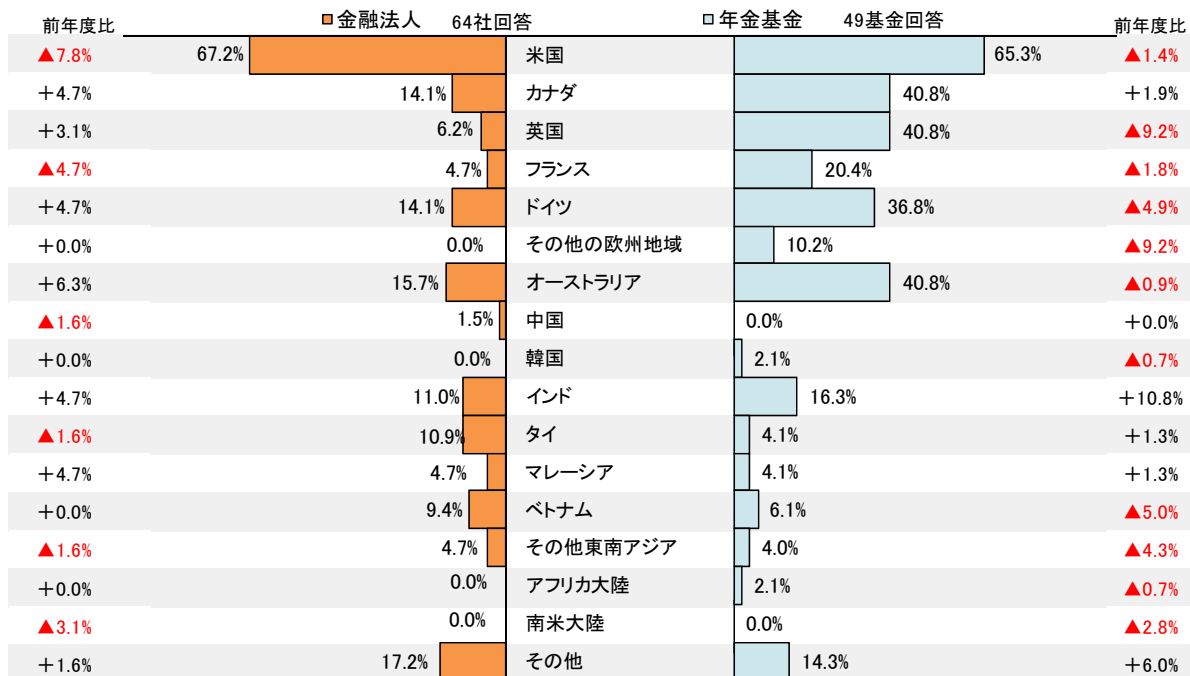
どの地域のインフラ投資を実施していますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 20社回答	年金基金 15基金回答	前年度比
▲12.5%	0.0%	66.6%	▲5.6%
+0.0%	0.0%	40.0%	+6.7%
+0.0%	0.0%	80.0%	▲3.3%
+0.0%	0.0%	33.4%	+16.7%
+0.0%	0.0%	26.6%	+4.4%
+0.0%	0.0%	46.6%	+2.2%
+0.0%	0.0%	46.6%	▲14.4%
+1.9%	5.0%	6.7%	+6.7%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲5.6%
+0.0%	0.0%	6.7%	+1.1%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+5.0%	5.0%	6.7%	+6.7%
+10.6%	95.0%	26.7%	+15.6%
▲6.3%	0.0%	6.7%	+1.1%

(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

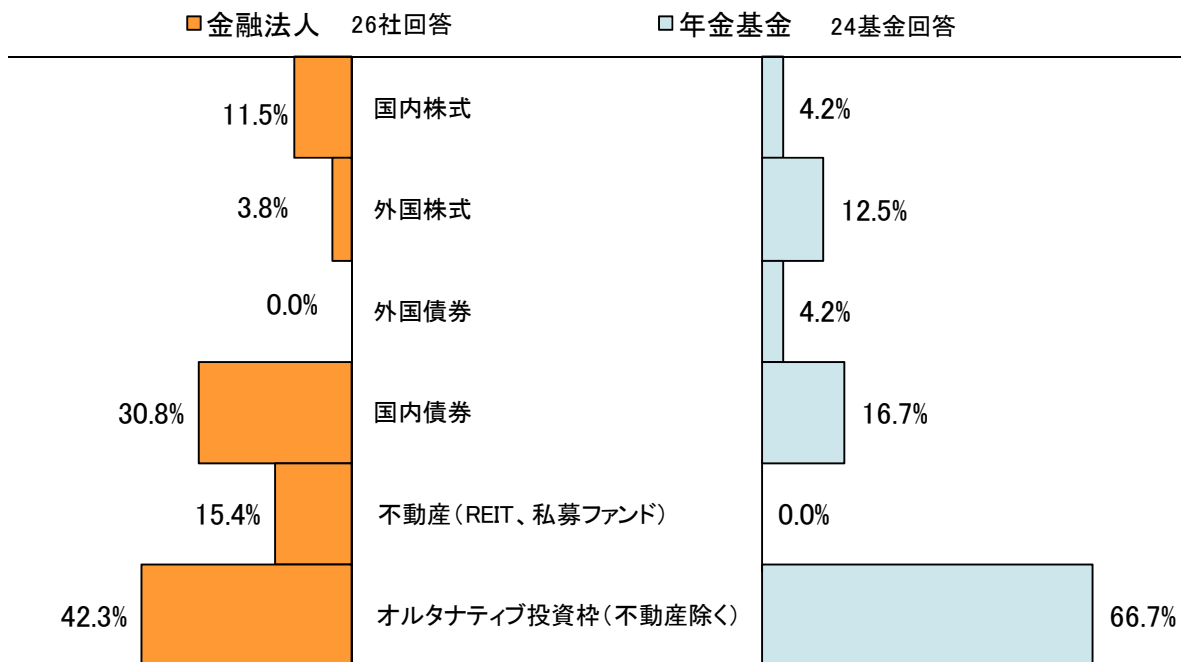
もし為替リスクがヘッジできるなら、どの地域のインフラに投資を検討されたいですか？（複数回答可）



(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

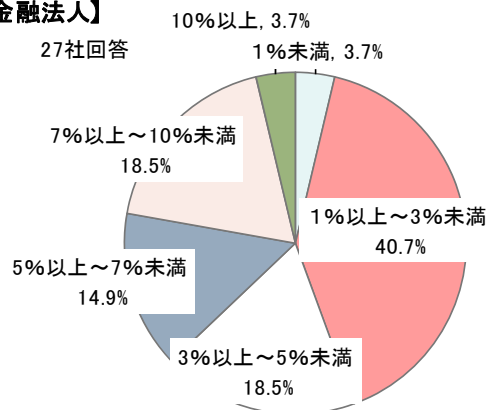
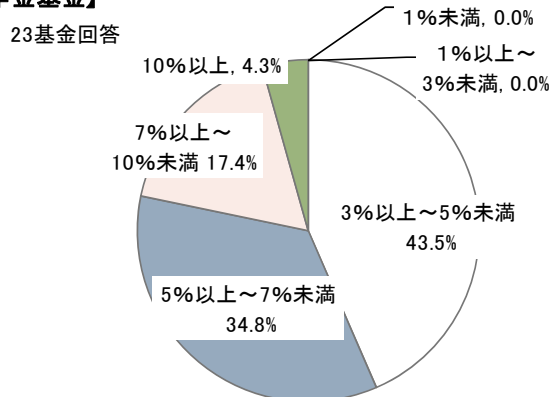
インフラ投資は、どの資産（クラス）の代替として検討しておられますか？



(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）

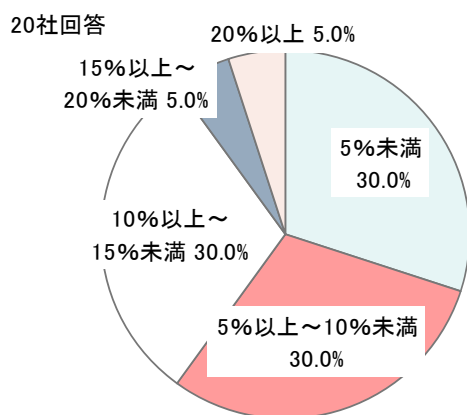
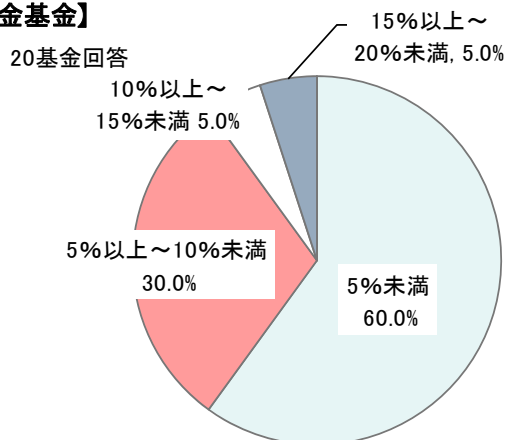
インフラ投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？

【金融法人】

【年金基金】


（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？

【金融法人】

【年金基金】


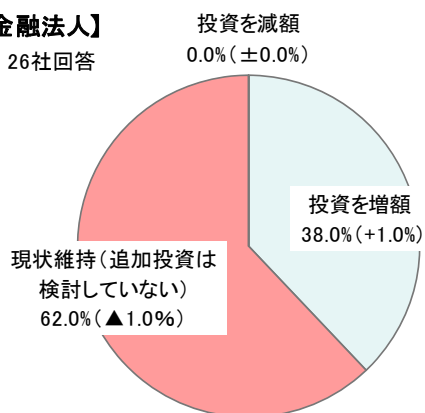
（出所）大和総研

図表6-9 インフラ投資へのスタンス

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

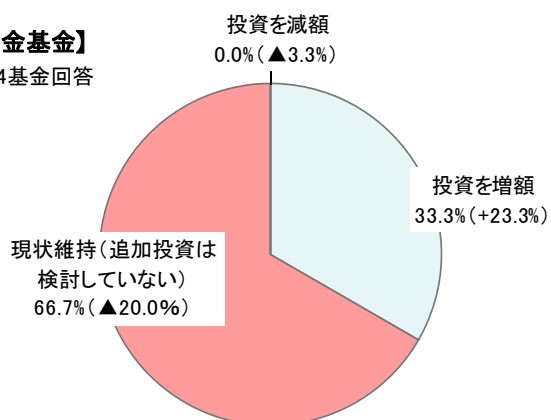
【金融法人】

26社回答



【年金基金】

24基金回答



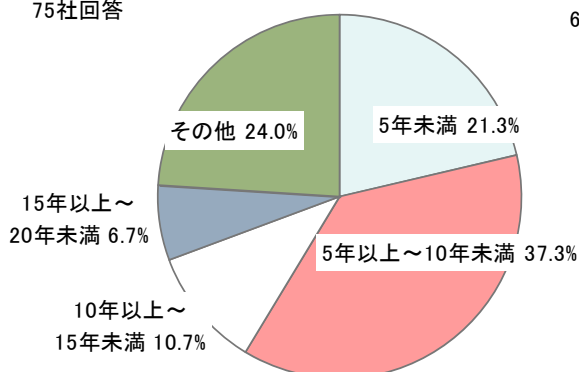
(出所) 大和総研

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？

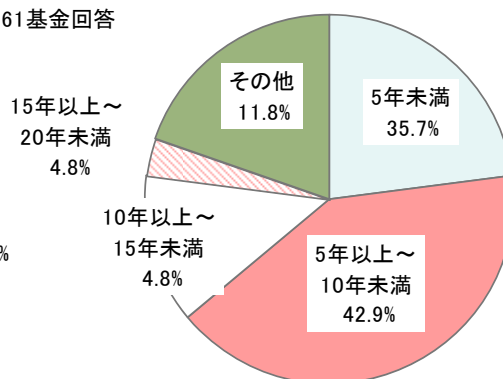
【金融法人】

75社回答



【年金基金】

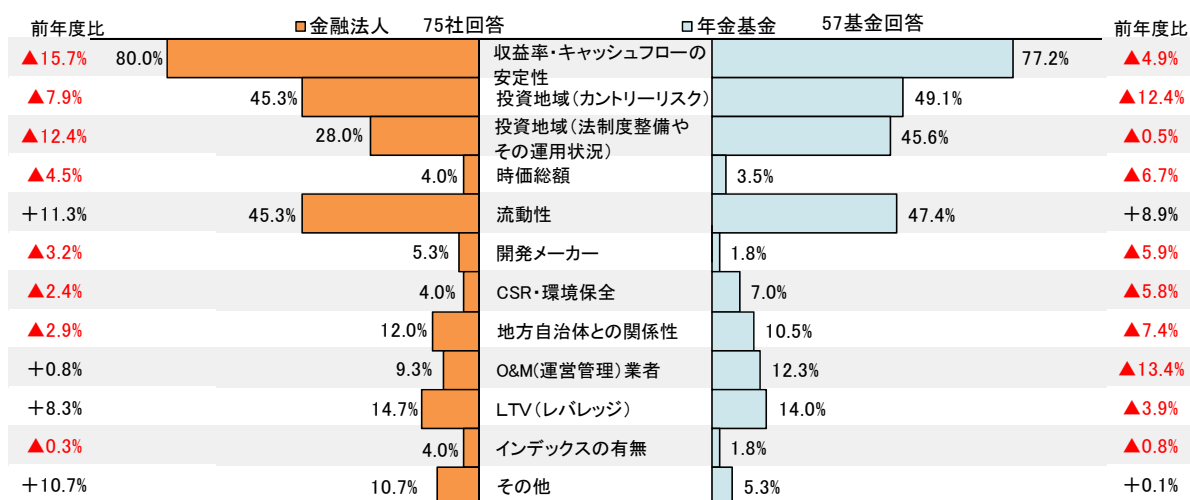
61基金回答



(出所) 大和総研

図表6-11 インフラ投資の際に重視する項目

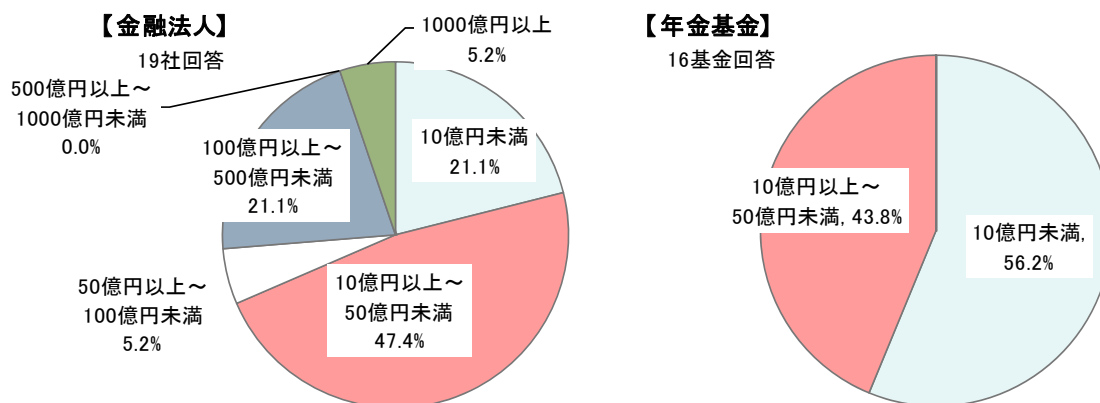
インフラ投資の際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(出所)大和総研

図表6-12 インフラ投資への金額

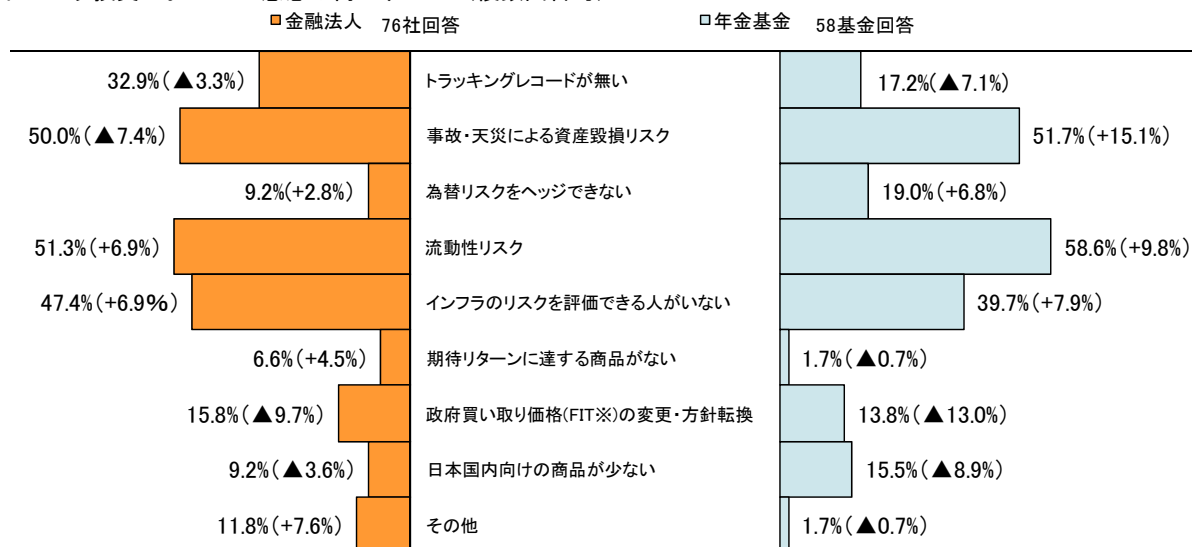
インフラ投資の金額はおおよそどの程度ですか？



(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22.6%と前年度から▲9.5ポイント¹²の低下となった（図表7-1）。昨年度、ようやく投資環境の悪化に歯止めがかかり7年連続の低下¹³でからプラスに転じたものの、たった1年で再び低下に転じた。一方、年金基金では「実施している」が69.6%と前年度比+4.4ポイントの増加となった。

また、ヘッジファンド投資の選択状況をみると、年金基金の「株式ロングショート」（50.0%、前年度比+13.6ポイント）、「マルチマネージャー」（17.4%、同+10.1ポイント）は大きく比率が上昇している。一方、金融法人では、「グローバルマクロ」（33.3%、前年度比+14.1ポイント）、「債券アービトラージ」（27.8%、前年度比+12.4ポイント）の比率上昇が目立った。その反面、双方とも「イベントドリブン」（金融法人：前年度比▲11.5ポイント、年金基金：同▲2.2ポイント）、「ファンドオブヘッジファンズ」（金融法人：前年度比▲8.5ポイント、年金基金：同▲1.7ポイント）は比率を落とした。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が今年も意見として多く寄せられている。また「その他」（年金基金：13.0%）に寄せられた意見では、“クレジットロングショートを採用”（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」が33.3%で前年度比+18.5ポイント、年金基金が29.8%で+6.1ポイントとともに上昇した（図表7-4）。今年度で採用比率を落とした金融法人ではあるが、来年度の潜在的な投資需要は示唆される結果となった。寄せられた意見の中では、“リスクを減少させるため。国内株式、国内債券ともに、現状リスクが高い”（企業年金）や、投資を減額と答えた回答の中には、“代行返上資産の前納のため”（厚生年金基金）、など解散間近の厚生年金基金の声などもあった。

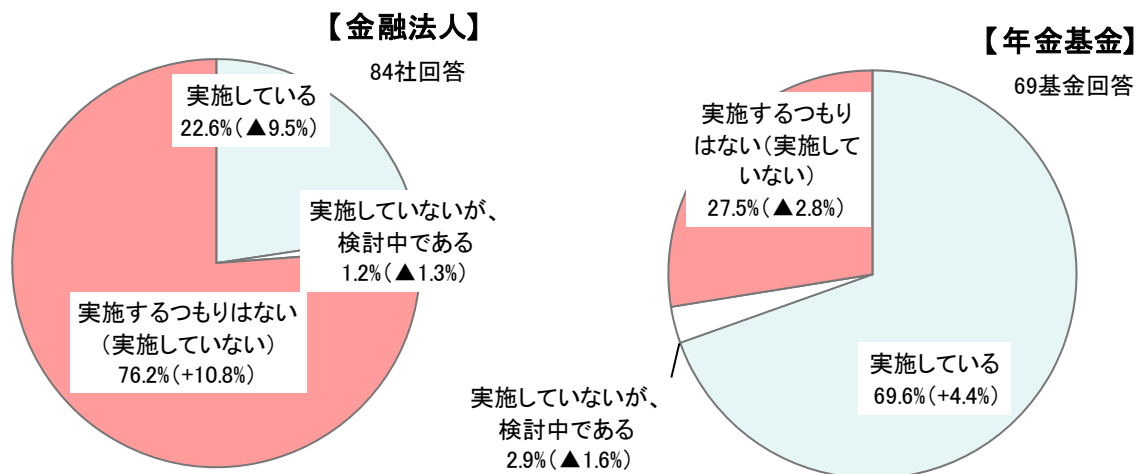
12 どの設問を回答するかは、回答者が任意で選択できるため、オルタナティブ投資全体の選択状況で示されているヘッジファンドの採用比率（図表2-2、2-3）とは回答者が同一ではなく、異なる結果となることは了承願いたい。

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）⇒32.1%（2014年度）と昨年度でようやく、8年度連続低下を免れていた。

(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

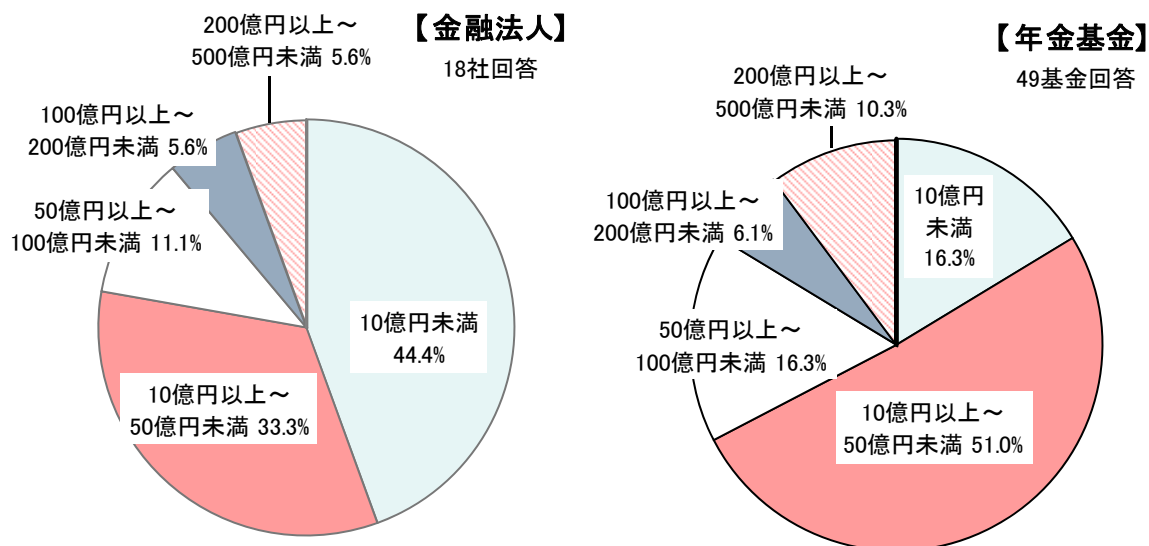
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人 18社回答	年金基金 46基金回答	前年度比
▲8.5%	22.3%	56.5%	▲1.7%
▲7.7%	50.0%	30.4%	+1.3%
+3.8%	50.0%	50.0%	+13.6%
+14.1%	33.3%	37.0%	▲1.2%
+12.4%	27.8%	37.0%	+6.0%
+7.3%	11.1%	26.1%	+2.5%
▲2.1%	5.6%	0.0%	+0.0%
▲11.5%	0.0%	8.7%	▲2.2%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲1.8%
+1.7%	5.6%	17.4%	+10.1%
+0.0%	0.0%	4.3%	+2.5%
+0.0%	0.0%	4.3%	+2.5%
+0.0%	0.0%	4.3%	+0.7%
▲3.8%	0.0%	13.0%	+2.1%

(出所) 大和総研

図表7-3 ヘッジファンドへの投資額

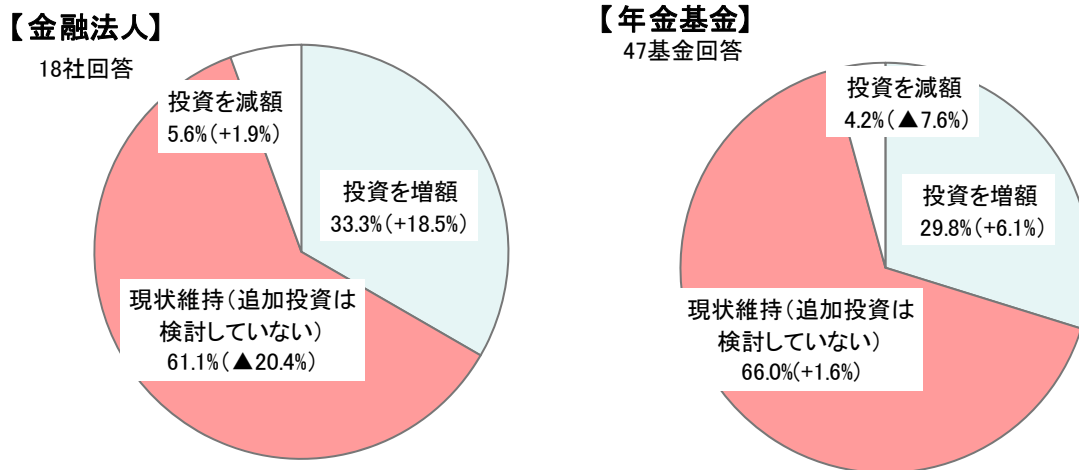
ヘッジファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(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+10.7ポイント(86.8%)と昨年度に引き続き¹⁴大幅に増加している(図表8-1)。一方、年金基金においては、同▲1.0ポイント(28.6%)と若干ながら低下した。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」(60.0%)が+21.5%と大幅に上昇する一方、「国内不動産私募ファンド」(30.0%：同▲8.5ポイント)、「海外 REIT」(30.0%：前年度比▲8.5ポイント)などの比率が低下した。一方、金融法人では、「J-REIT」(95.9%：前年度比+4.0ポイント)の比率が(例年変わらず)圧倒的に高い。また、年金基金と同様に「国内私募 REIT」(49.3%)が+15.4ポイントと大幅に上昇している。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¹⁵が出されていることも投資を促している要因と考えられる。

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：49.3%、年金基金：4.2%、それぞれ前年度比▲17.4ポイント、同▲18.0ポイント)が大幅に低下していることが分かる(図表8-6)。一方、不動産私募ファンドへの投資スタンスでは、両主体ともに、「投資を増額」(金融法人：16.7%、年金基金：26.3%、それぞれ前年度比+2.7ポイント、同+18.6ポイント)の割合が上昇した(図表8-7)。寄せられた意見の中には“J-REIT を減額、私募 REIT を増額して全体のボラティリティを抑制する”(企業年金)や、“円債インカムゲイン減収の補完に(上場 REIT を)増額”(信用金庫)等があった。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。前年度とは異なり¹⁶、「どちらかと言えば割高」の回答比率が低下し(金融法人：前年度比▲14.0ポイント、年金基金：同▲0.2ポイント)、「どちらかと言えば割安」(金融法人：前年度比+14.4ポイント、年金基金：同+7.8ポイント)の比率が上昇した。両主体ともに、不動産価格は割高から割安に推移しているという見方に反転している。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69.1%(前年度比+3.3ポイント)、年金基金では32.3%(同▲6.7ポイント)と相応の比率を占め、若干の増減はあるものの両主体の見方は一致している。

14 2014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76.3%となり前年度比+9.6%と大幅に上昇していた。

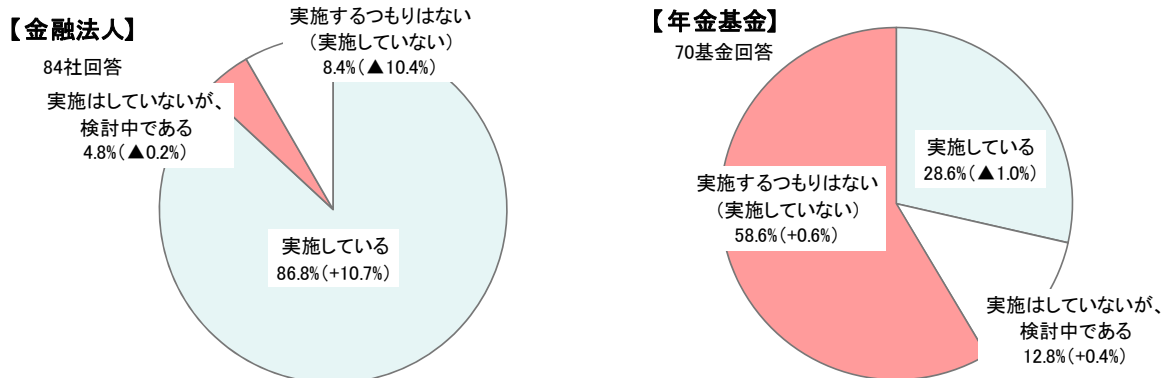
15 従来の私募 REIT は、(標準的手法での)リスクウェイトの計測上、ルックスルーが必要となりレバレッジの水準に応じた所要自己資本が課された。(ブラインドプール方式で)その計測等が困難な場合には、自己資本控除(1250%)で計測せざるを得ないケースもあった。

16 2014年度は「どちらかと言えば割高」(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)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？



(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 73社回答	年金基金 20基金回答	前年度比
+4.0%	95.9%	J-REIT 20.0%	▲3.1%
+15.4%	49.3%	国内私募REIT 60.0%	+21.5%
+5.4%	15.1%	国内不動産私募ファンド 30.0%	▲8.5%
+0.2%	8.3%	海外REIT 30.0%	▲8.5%
+2.7%	2.7%	海外不動産私募ファンド 15.0%	+3.5%
+0.0%	0.0%	その他 0.0%	+0.0%

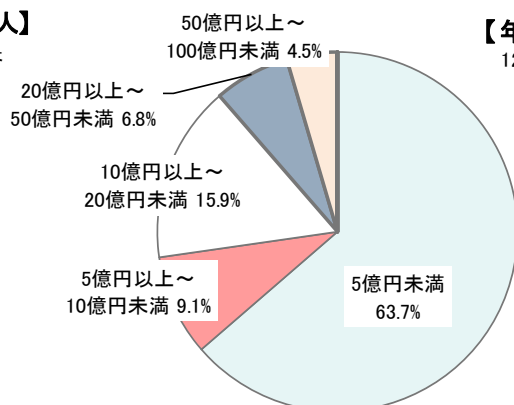
(出所) 大和総研

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の程度ですか？

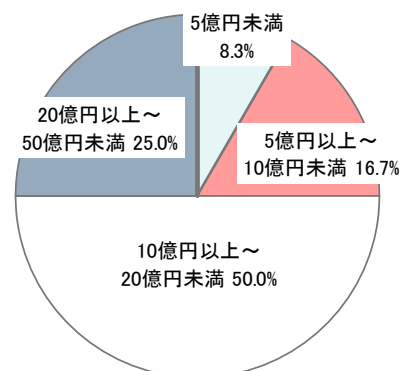
【金融法人】

44社回答



【年金基金】

12基金回答



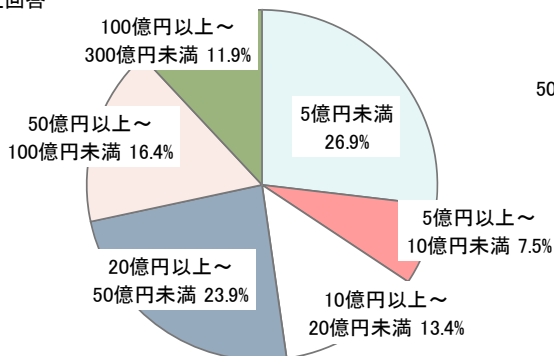
(出所) 大和総研

図表 8-4 REITへの投資額

REIT（国内外）への投資額はおよその程度ですか？

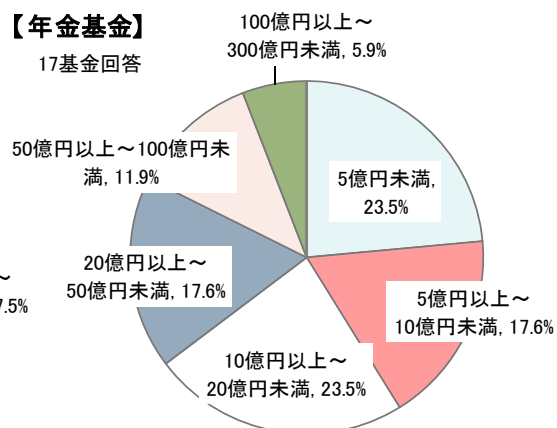
【金融法人】

67社回答



【年金基金】

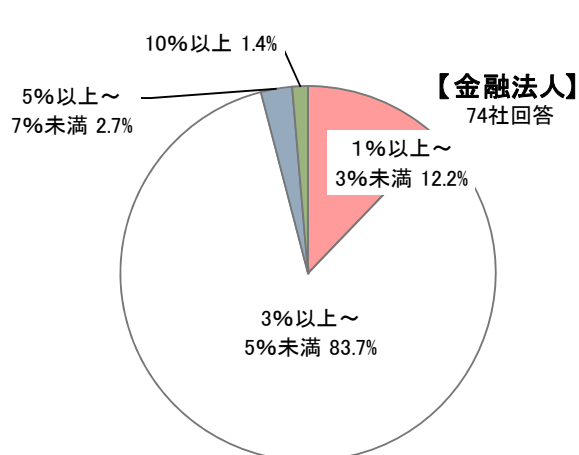
17基金回答



(出所) 大和総研

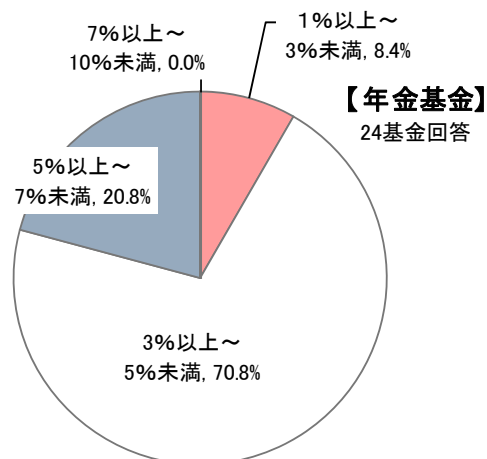
図表 8-5 国内不動産投資に期待するインカムゲイン

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？



【金融法人】

74社回答



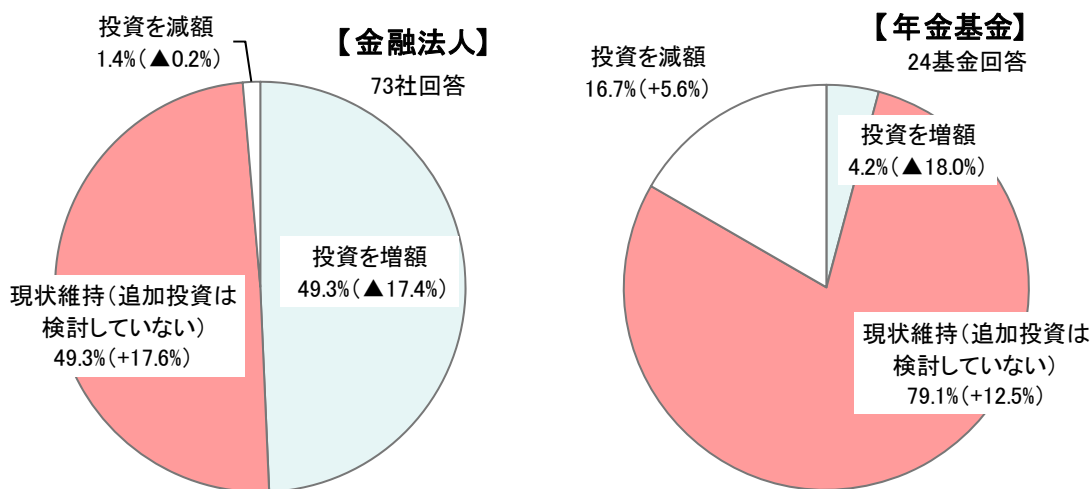
【年金基金】

24基金回答

(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

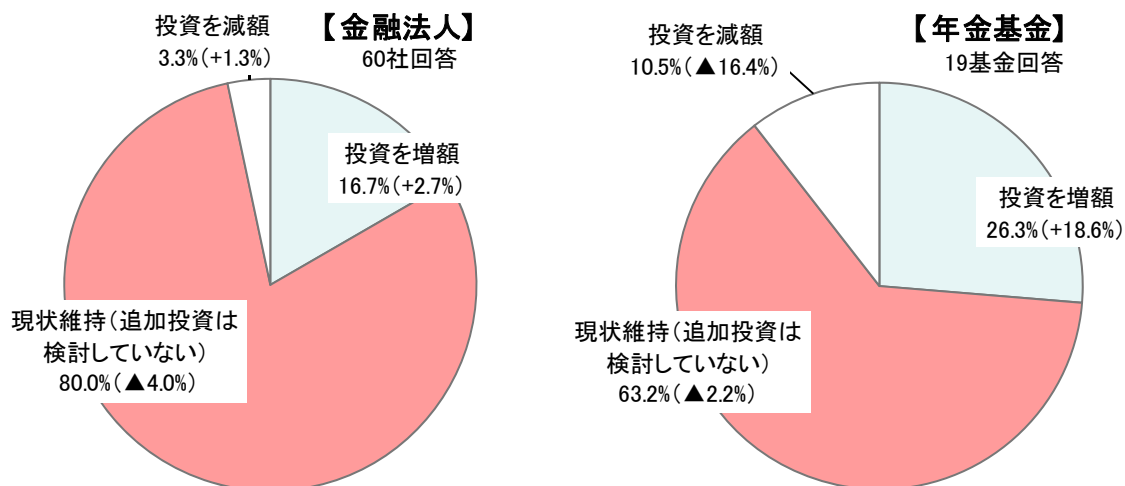


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

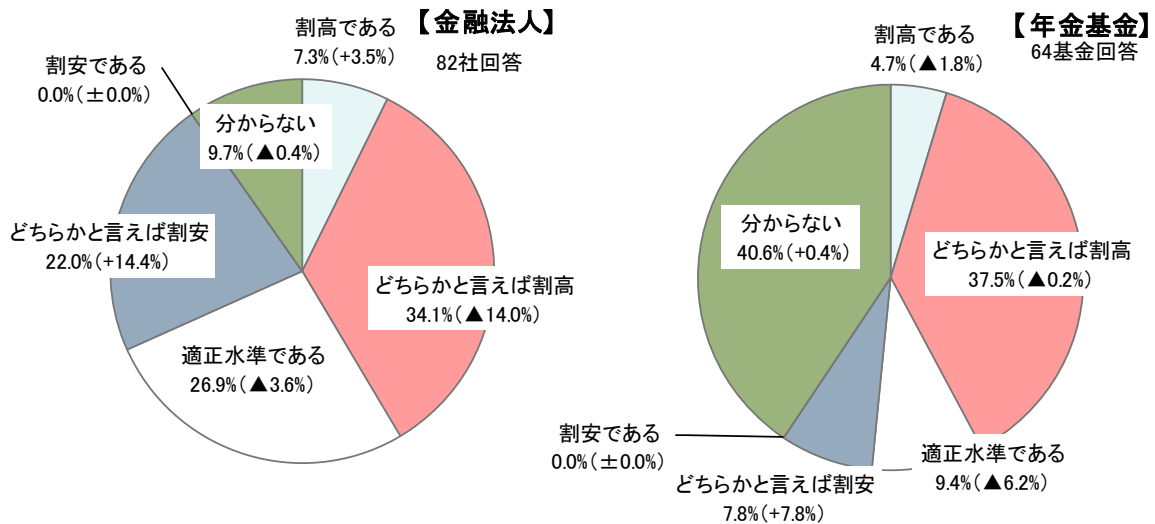


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-8 不動産価格の水準について

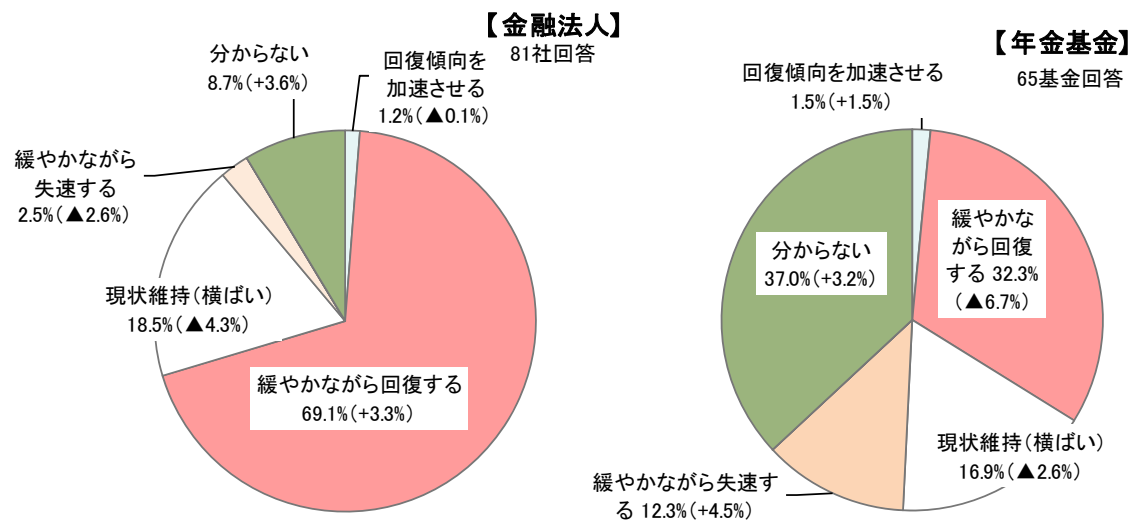
現在の不動産価格（REIT価格等）の水準についてどのようにお考えですか？



(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」とした回答が低下している（金融法人：19.3%、年金基金：18.6%、それぞれ前年度比▲4.2ポイント、同▲6.1ポイント）¹⁷。一方で、「実施していないが、検討中である」（金融法人：2.4%、年金基金：7.1%、それぞれ前年度比+1.2ポイント、同+1.5ポイント）の回答も一定程度、確認された。また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”（総合型厚生年金基金）との意見もあった。

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「国内バイアウト」(66.6%：前年度比+14.0ポイント)が大きく上昇する反面、「国内ベンチャーキャピタル」(60.0%：前年度比▲24.2ポイント)の構成比率が大きく低下している。また、年金基金では「国内バイアウト」(38.5%：前年度比▲4.4ポイント)、「国内ディストレス」(23.1%：前年度比▲19.8ポイント)の比率は大きいものの、「国内ベンチャーキャピタル」(15.4%：前年度比+1.1ポイント)は低位のままであった。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(図表 9-4)は、金融法人では「投資を増額」が大きく上昇している一方で、年金基金では低下していることがわかる(金融法人：40.0%、年金基金：6.2%、それぞれ前年度比+28.9ポイント、同▲3.8ポイント)。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+9.0ポイントの増加、年金基金では▲5.6ポイント低下するなど同様の結果となった。金融法人のPEファンドへの積極的な投資スタンスは示されており、国内株式市場の回復とともに採用の増加が見込まれる。

¹⁷ 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。

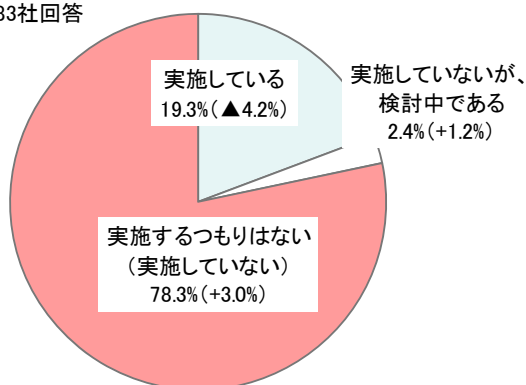
(プライベートエクイティ投資)

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？

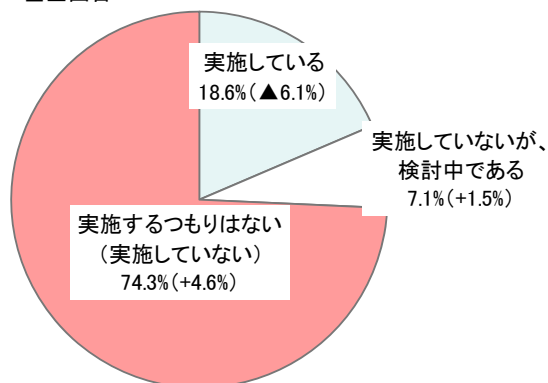
【金融法人】

83社回答



【年金基金】

70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商品別選択状況

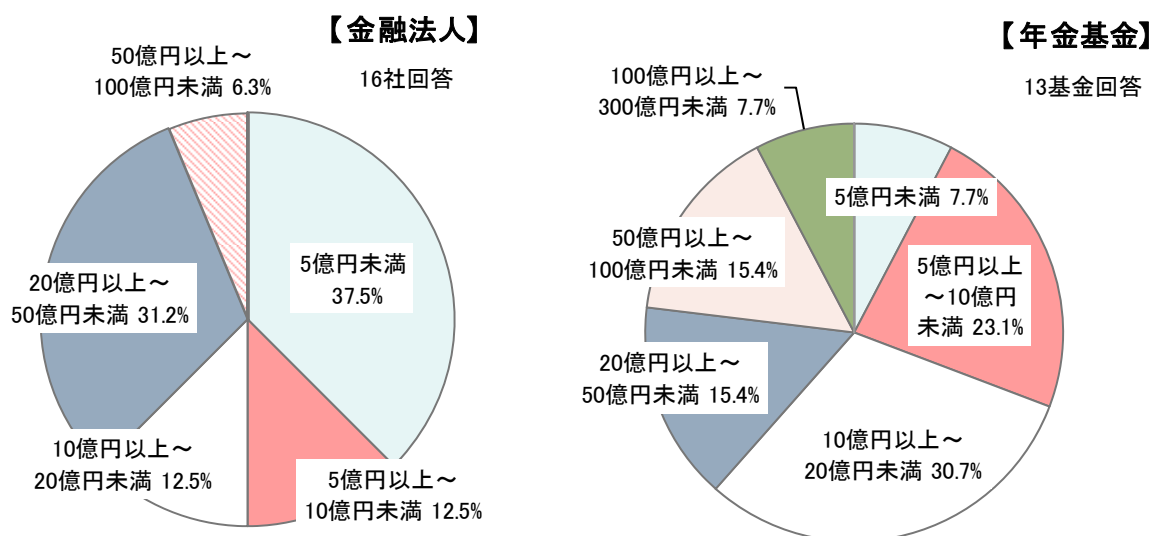
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人	15社回答	年金基金	13基金回答	前年度比
▲24.2%	60.0%	国内ベンチャーキャピタル	15.4%	+1.1%	
▲9.1%	6.7%	海外ベンチャーキャピタル	23.0%	+4.0%	
+14.0%	66.6%	国内バイアウト	38.5%	▲4.4%	
▲9.1%	6.7%	海外バイアウト	30.8%	+2.2%	
+0.0%	0.0%	国内ディストレス	23.1%	▲19.8%	
▲5.3%	0.0%	海外ディストレス	23.0%	+4.0%	
▲10.5%	0.0%	国内ファンドオブファンズ	15.4%	+1.1%	
▲9.1%	6.7%	海外ファンドオブファンズ	38.4%	▲9.2%	
+0.0%	0.0%	新興国プライベートエクイティ	0.0%	▲4.8%	
+1.4%	6.7%	その他	0.0%	▲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

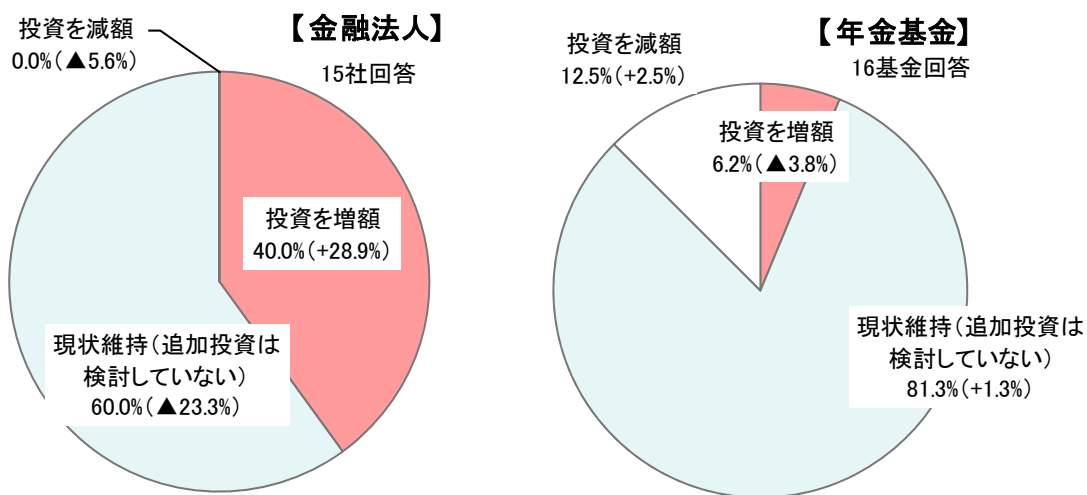
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

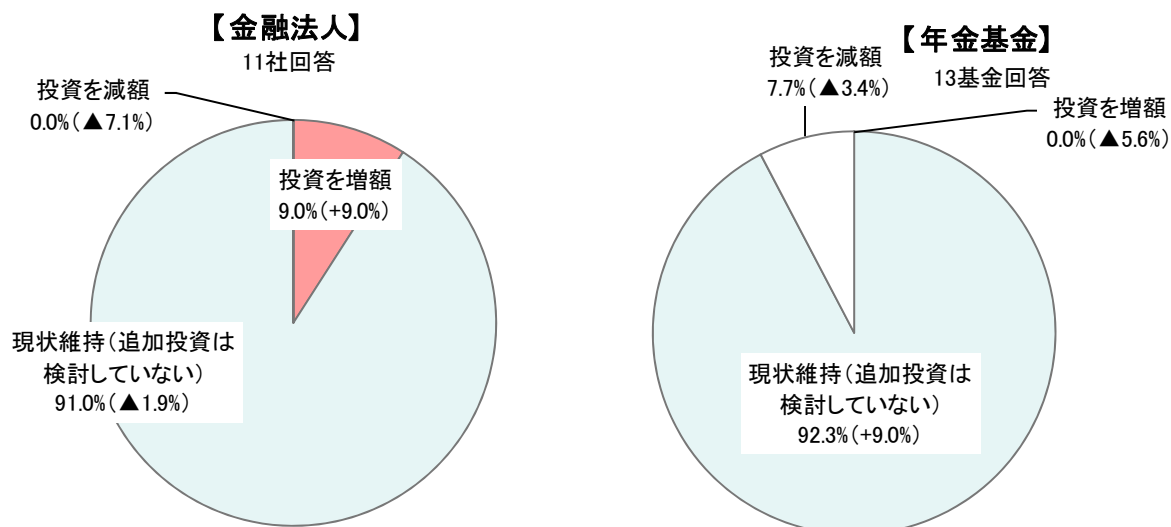


(注) 括弧内は前年度比増減

(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(56.7%)、年金基金で+3.4ポイント(11.6%)と、両主体とも増加していることがわかる(図表 10-1)。特に金融法人の各商品の個別選択状況を見ると、「仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)」(78.3%：前年度比+14.6ポイント)の構成比率が大きく上昇していることがわかる(図表 10-2)。また年金基金では「LBO ローン(バンクローン)」(62.5%：前年度比+37.5ポイント)の上昇が目立った。

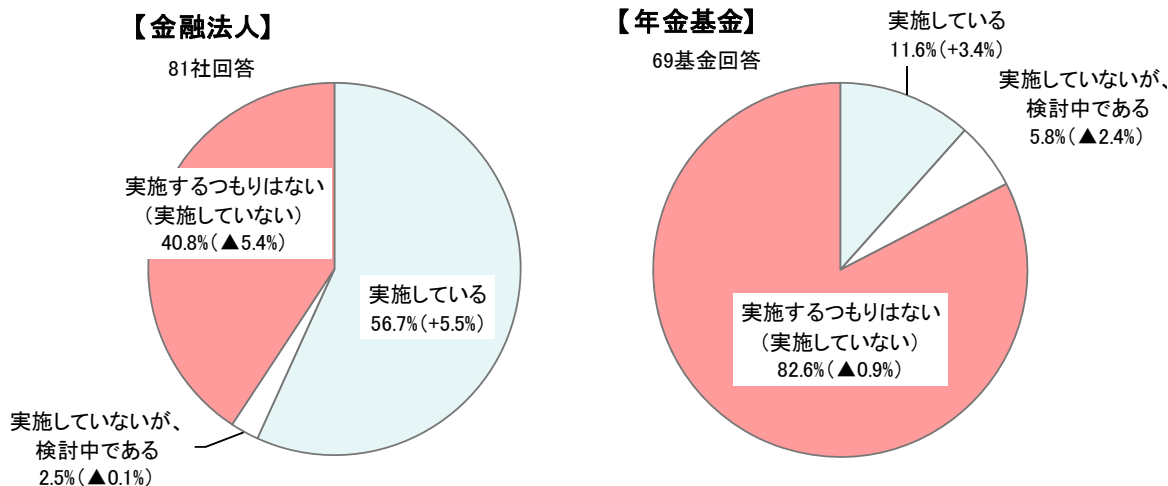
10-2. 今後投資を検討しているクレジット・ストラクチャード投資

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)」(63.4%：前年度比+1.9ポイント)、「RMBS」(24.4%：同▲6.4ポイント)、年金基金では「フレディーマック・ファニーメイ・ジニーメイ」(36.4%：同+36.4ポイント)の回答比率が高いことが分かる(図表 10-3)。

(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 46社回答	年金基金 8基金回答	前年度比
+14.6%	78.3%	0.0%	▲12.5%
▲2.9%	4.3%	62.5%	+37.5%
▲1.5%	2.2%	0.0%	▲25.0%
+3.5%	32.6%	50.0%	+25.0%
▲0.2%	54.3%	37.5%	+12.5%
+4.3%	26.1%	25.0%	+25.0%
+7.6%	13.0%	12.5%	+12.5%
▲5.3%	45.7%	0.0%	▲12.5%
+0.4%	2.2%	0.0%	▲12.5%
+2.5%	4.3%	0.0%	▲12.5%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.4%	2.2%	0.0%	+0.0%
+0.4%	2.2%	0.0%	▲12.5%

(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

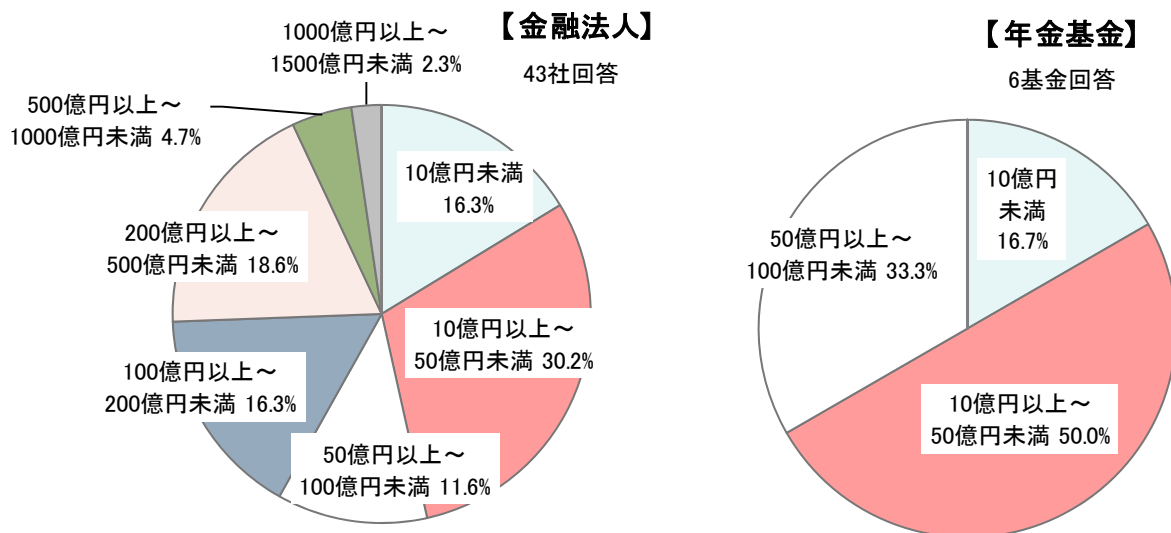
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 41社回答	年金基金 11基金回答	前年度比
+1.9%	63.4%	0.0%	+0.0%
+3.0%	4.9%	18.2%	▲6.8%
▲1.4%	2.4%	9.1%	+0.8%
▲3.3%	2.4%	18.2%	▲6.8%
▲1.1%	22.0%	18.2%	+9.8%
+11.8%	19.5%	9.1%	+0.8%
+12.2%	12.2%	18.2%	+1.5%
▲6.4%	24.4%	18.2%	+9.8%
▲1.9%	0.0%	18.2%	+9.8%
▲1.9%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲8.3%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲0.9%	4.9%	0.0%	+0.0%
▲3.3%	2.5%	36.4%	+19.7%

(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からは、日銀の「量的・質的金融緩和」の影響により、国内債券の利回り低下から、金融法人、年金基金ともに少しでも利回りが高い商品への追求を目指している様子が示唆された。金融法人では国内外 REIT や仕組債の採用を増やす一方、昨年度ようやく増加に転じたヘッジファンドは、米国の利上げによる新興国市場の混乱や原油安の影響により運用成績が低迷したことで、再び採用が抑制されている。また、企業基金では、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 の採用が今年も増加する一方、基金解散に備える総合型厚生年金基金は、PE ファンドや不動産私募ファンドなどの流動性の低いオルタナティブ商品の採用を抑制する傾向にあった。

さらに、(GPIF 等の公的年金が株式投資比率を上昇させるのを横目に) 企業年金からは内外株式比率を低下させる声が相次いだものの、それがオルタナティブ投資への採用拡大には繋がっていないことも確認されている。その中で、金利上昇リスクと低利回りへの対策として債券アンコンストレインドやコンティンジェントキャピタル (CoCos) を新規で採用する動きが金融法人、年金基金ともに見られ、今後のオルタナティブ投資の牽引役のひとつとして期待されるであろう。

収益機会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求められ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)