

2016年12月28日 全70頁

金融法人及び年金基金における金融政策・金融規制、オルタナティブ投資の実態調査

2016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107金融法人（銀行、生損保、協同金融組織）及び60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12回目となる。調査の実施期間は2016年10月20日から11月11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、いくつかの項目で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・発行体のスタンスの違いを区分けしている。
- アンケートは全部で88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 マイナス金利・金融政策
 - ③ 金融規制（バーゼル規制、資産運用規制）、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）
 - ④ Brexit
 - ⑤ インフラ投融資（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）
 - ⑩ 新興国投資
 - ⑪ ESG投資、PRI（国連責任投資原則）、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）
- 日銀のマイナス金利政策の導入により、金融法人は外債や国内株式を増加させるなど、リスク選好を高めたことが示された。一方、年金基金では一般勘定や現金に資産を逃避させるなど、むしろリスク選好を弱めた。
- 金融法人、年金基金ともに、日銀黒田総裁の一連の金融緩和政策に対しては肯定的な意見が多い。ただ一方、マイナス金利（の深掘りも含む）やヘリコプターマネーなどの施策に対しては否定的な意見がかなりの数に達した。

1. はじめに

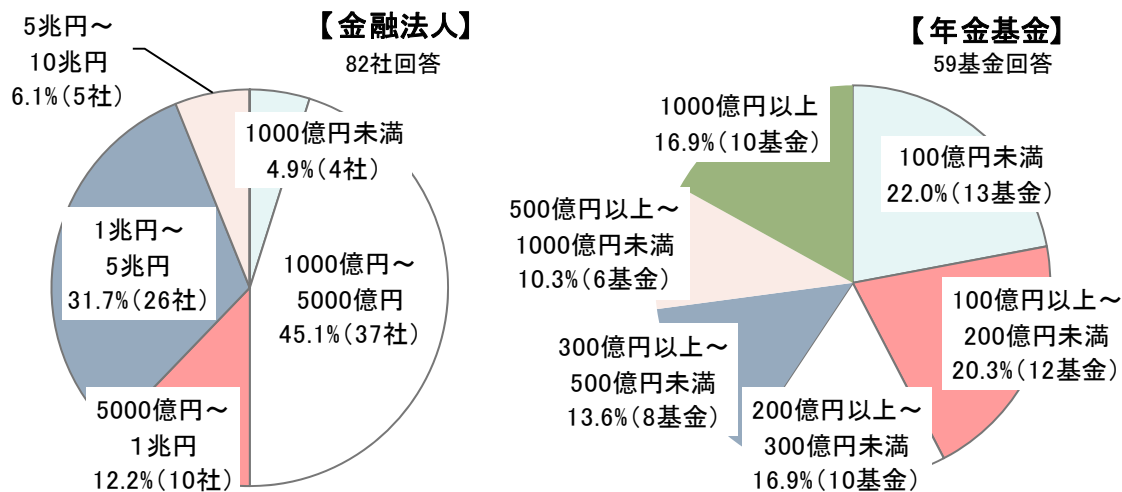
アンケートの送付は日本全国の年金基金および金融機関を対象に行っている。信用金庫、信用組合等の協同組織金融機関については、一定の預金量以上（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）をアンケートの送付対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

図表 1-1 アンケート対象、回答数

| 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 | 60 | 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 | 7 | 都市銀行、信託、系統上部、生命保険、損害保険 |
| 地方銀行 | 37 | 全国の第一地銀、第二地銀 |
| 信金、信組、県信連 | 63 | 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) | 167 | |

(出所) 大和総研

図表 1-2 アンケート回答先資産規模 (回答先のみ)



(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（2015年度）の結果を比較したのも適宜掲載した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 88.8%、前年度比で+6.9 パーセントポイント（以下ポイント）、年金基金では 71.7%、同マイナス（▲）1.6 ポイントとなった。金融法人の大幅な採用比率の上昇は、2016 年 1 月に日銀が導入したマイナス金利政策による国債利回り低下の影響が大きく、少しでも運用利回りを確保するために、オルタナティブ投資へ資金をシフトさせた動きが見られた。

オルタナティブ投資の選択状況（図表 2-2）をみると、各資産により採用比率の上下が金融法人と年金基金とでは対照的である。金融法人では「ヘッジファンド」の採用比率が 2 年振りに上昇に転じた一方、年金基金では大きく低下している（金融法人 28.2%：前年度比+5.0 ポイント、年金基金 75.6%：同▲16.9 ポイント）。海外の大手公的年金が、パフォーマンスの低迷などを理由にヘッジファンドへの投資を停止するなど、年金運用の世界でヘッジファンドを取り巻く環境は大きく変わりつつある。逆に運用利回りを少しでも獲得したい金融法人では資産の一部をヘッジファンドへ振り向ける先が増加した。また反対に「国内外 REIT」は金融法人では採用比率が低下、年金基金では上昇している（金融法人 84.6%：前年度比▲8.1 ポイント、年金基金 37.8%：同+5.7 ポイント）。

「PE ファンド（バイアウト/VC）」は金融法人、年金基金ともに採用比率が上昇している（金融法人 25.6%：前年度比+6.8 ポイント、年金基金 28.9%：同+2.5 ポイント）。さらに金融法人では「MBS（CMBS/RMBS）」（39.7%：前年度比+6.4 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）」（28.2%：同+5.0 ポイント）が、年金基金では「インフラファンド」（31.1%：同+4.7 ポイント）の採用比率の上昇が目立った。年金基金の「インフラファンド」は、既に全体の中でも「ヘッジファンド」や「国内外 REIT」に次いで 3 番目に大きい採用比率となっており、投資の浸透度がうかがえる。

さらに、近年急速に年金基金で投資比率が上昇していた「債券アンコンストレインドファンド」（24.4%：前年度比▲2.0 ポイント）は若干であるが採用比率が低下に転じた。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）」という名前が示しており、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。さらに年金基金の「その他」（20.0%：前年度比+6.7 ポイント）の回答は「損害保険ファンド」（企業年金）、「保険リンク証券」（厚生年金）がそのほとんどを占めた。

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」の比率は全体の 9.9%（前年度比▲1.2 ポイント）となりやや低下している（図表 2-5）。その一方、「国内株式」の比率は僅かではあるが上昇に転じ（11.3%：前年度比+0.3 ポイント）、年金基金の国内株式離れはようやく歯止めがかかりつつある。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、「ヘッジファンド」が前年度比▲9.2ポイントと大きく低下している。その一方、「国内外 REIT」が着実に比率を上昇させた（11.2%：前年度比+5.0ポイント）（図表 2-6）。また「森林・農地ファンド」（3.3%：前年度比+3.3ポイント）への資産配分も僅かではあるが確認された。

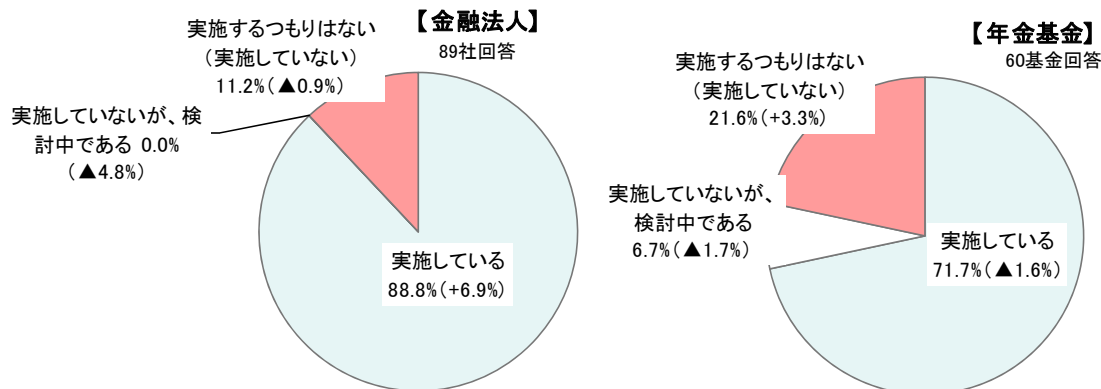
2-2. 今後投資を検討しているオルタナティブ投資

今後投資を検討している商品としては、金融法人では「ヘッジファンド」（21.9%：前年度比+8.0ポイント）が大きく比率を上昇させたことがわかる（図表 2-4）。リーマン・ショック以降、投資が停滞していた「MBS（CMBS/RMBS）」（24.7%：前年度比+9.4ポイント）も大きく比率が上昇しており、国債利回り低下によりイールドハンティングの動きとともに、再度、投資選好が強まっている状況も確認できる。また同様に年金基金でも「MBS（CMBS/RMBS）」（13.2%：前年度比+10.9ポイント）の比率の上昇が目立った。一方、年金基金の「ヘッジファンド」（39.5%：前年度比▲7.2ポイント）や「債券アンコンストレインドファンド」（18.4%：同▲17.1ポイント）は大きく比率を低下させた。

(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 78社回答 | 年金基金 45基金回答 | 前年度比 |
|-------|------------|-------------|--------|
| +5.0% | 28.2% | 75.6% | ▲16.9% |
| ▲0.7% | 16.7% | 11.1% | ▲9.6% |
| ▲8.1% | 84.6% | 37.8% | +5.7% |
| +6.8% | 25.6% | 28.9% | +2.5% |
| ▲0.7% | 5.1% | 2.2% | ▲3.4% |
| ▲1.6% | 1.3% | 11.1% | ▲7.8% |
| +2.4% | 3.8% | 31.1% | +4.7% |
| +0.8% | 5.1% | 4.4% | ▲5.0% |
| +3.0% | 10.3% | 15.6% | ▲5.2% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +0.9% | 3.8% | 2.2% | ▲1.6% |
| +6.4% | 39.7% | 2.2% | +0.3% |
| ▲2.3% | 6.4% | 13.3% | +0.1% |
| ▲6.5% | 71.8% | 0.0% | ▲1.9% |
| ▲4.8% | 70.5% | 2.2% | +0.3% |
| +5.0% | 28.2% | 11.1% | ▲0.2% |
| ▲1.4% | 0.0% | 2.2% | ▲3.4% |
| ▲1.8% | 2.6% | 24.4% | ▲2.0% |
| ▲5.0% | 5.1% | 0.0% | ▲5.7% |
| +0.0% | 0.0% | 20.0% | +6.7% |

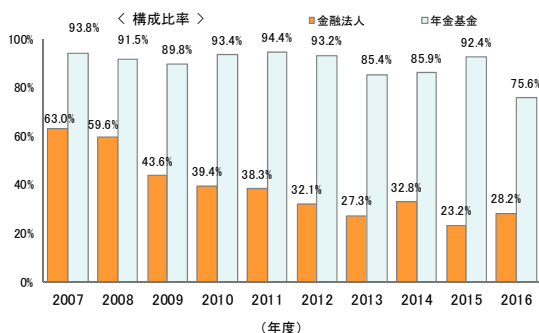
(注) 数値はすべてオルタナティブ投資を実施していると回答した対象のうち、当該資産への投資を実施している比率 (以下同様)

(出所) 大和総研

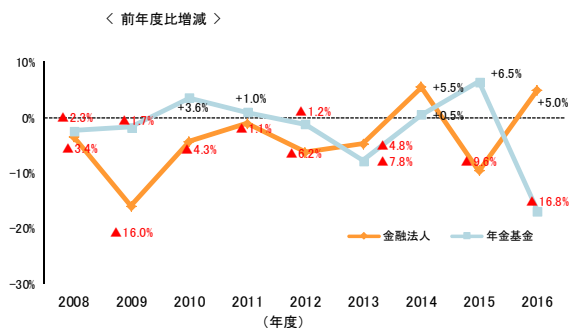
図表 2-3 主要オルタナティブ投資の選択状況の推移 (2007年度～2016年度)

【ヘッジファンド】

| 構成比 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | 63.0% | 59.6% | 43.6% | 39.4% | 38.3% | 32.1% | 27.3% | 32.8% | 23.2% | 28.2% |
| 年金基金 | 93.8% | 91.5% | 89.8% | 93.4% | 94.4% | 93.2% | 85.4% | 85.9% | 92.4% | 75.6% |



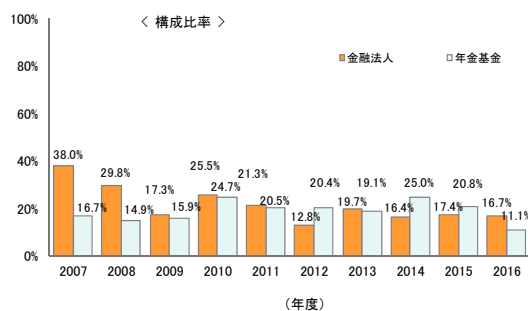
| 前年度比増減 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 金融法人 | ▲3.4% | ▲16.0% | ▲4.3% | ▲1.1% | ▲6.2% | ▲4.8% | +5.5% | ▲9.6% | +5.0% |
| 年金基金 | ▲2.3% | ▲1.7% | +3.6% | +1.0% | ▲1.2% | ▲7.8% | +0.5% | +6.5% | ▲16.8% |



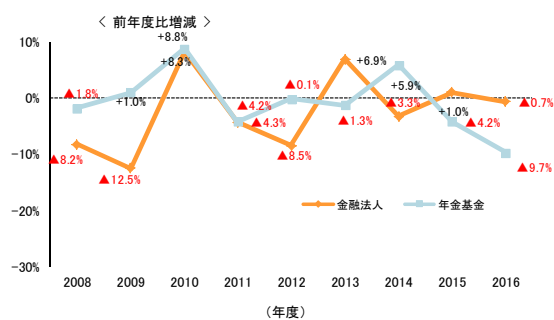
(注) 2007年度の年金基金向けアンケートは(株)大和ファンド・コンサルティングで実施(以下、同様)
(出所) 大和総研

【不動産私募ファンド】

| 構成比 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | 38.0% | 29.8% | 17.3% | 25.5% | 21.3% | 12.8% | 19.7% | 16.4% | 17.4% | 16.7% |
| 年金基金 | 16.7% | 14.9% | 15.9% | 24.7% | 20.5% | 20.4% | 19.1% | 25.0% | 20.8% | 11.1% |



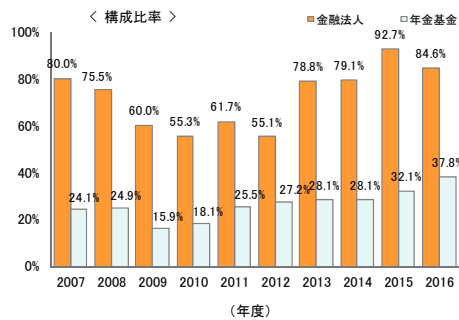
| 前年度比増減 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | ▲8.2% | ▲12.5% | +8.3% | ▲4.3% | ▲8.5% | +6.9% | ▲3.3% | +1.0% | ▲0.7% |
| 年金基金 | ▲1.8% | +1.0% | +8.8% | ▲4.2% | ▲0.1% | ▲1.3% | +5.9% | ▲4.2% | ▲9.7% |



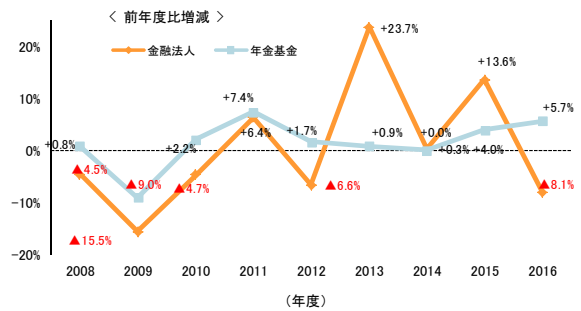
(出所) 大和総研

【国内外REIT】

| 構成比 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | 80.0% | 75.5% | 60.0% | 55.3% | 61.7% | 55.1% | 78.8% | 79.1% | 92.7% | 84.6% |
| 年金基金 | 24.1% | 24.9% | 15.9% | 18.1% | 25.5% | 27.2% | 28.1% | 28.1% | 32.1% | 37.8% |

前年度比
増減

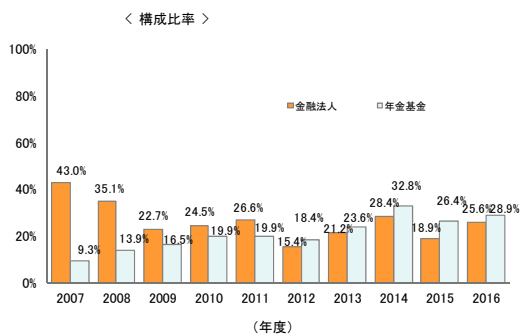
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 金融法人 | ▲4.5% | ▲15.5% | ▲4.7% | +6.4% | ▲6.6% | +23.7% | +0.3% | +13.6% | ▲8.1% |
| 年金基金 | +0.8% | ▲9.0% | +2.2% | +7.4% | +1.7% | +0.9% | +0.0% | +4.0% | +5.7% |



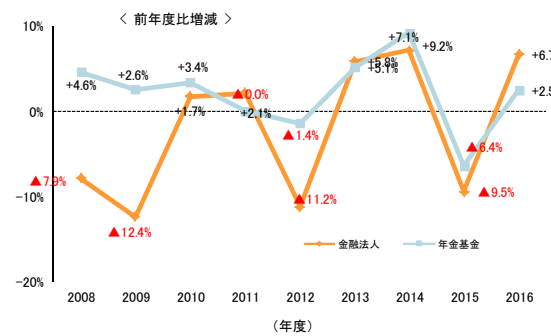
(出所) 大和総研

【PEファンド(バイアウト、VC等)】

| 構成比 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | 43.0% | 35.1% | 22.7% | 24.5% | 26.6% | 15.4% | 21.2% | 28.4% | 18.9% | 25.6% |
| 年金基金 | 9.3% | 13.9% | 16.5% | 19.9% | 19.9% | 18.4% | 23.6% | 32.8% | 26.4% | 28.9% |

前年度比
増減

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | ▲7.9% | ▲12.4% | +1.7% | +2.1% | ▲11.2% | +5.8% | +7.1% | ▲9.5% | +6.7% |
| 年金基金 | +4.6% | +2.6% | +3.4% | ▲0.0% | ▲1.4% | +5.1% | +9.2% | ▲6.4% | +2.5% |

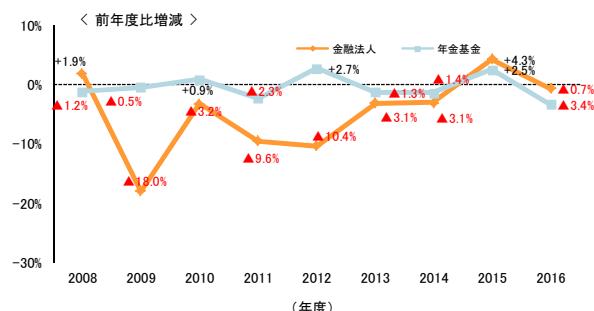
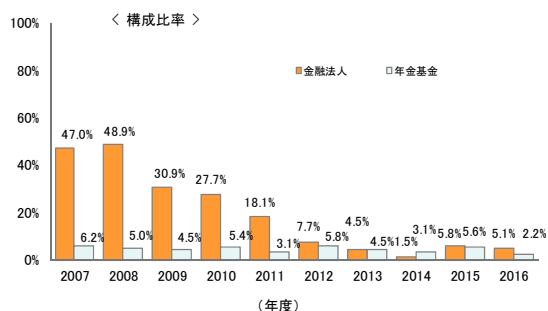


(出所) 大和総研

【CDO、CLO(SIVを含む)】

| 構成比 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| 金融法人 | 47.0% | 48.9% | 30.9% | 27.7% | 18.1% | 7.7% | 4.5% | 1.5% | 5.8% | 5.1% |
| 年金基金 | 6.2% | 5.0% | 4.5% | 5.4% | 3.1% | 5.8% | 4.5% | 3.1% | 5.6% | 2.2% |

| 前年度比増減 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 金融法人 | +1.9% | ▲18.0% | ▲3.2% | ▲9.6% | ▲10.4% | ▲3.1% | ▲3.1% | +4.3% | ▲0.7% |
| 年金基金 | ▲1.2% | ▲0.5% | +0.9% | ▲2.3% | ▲9.6% | +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

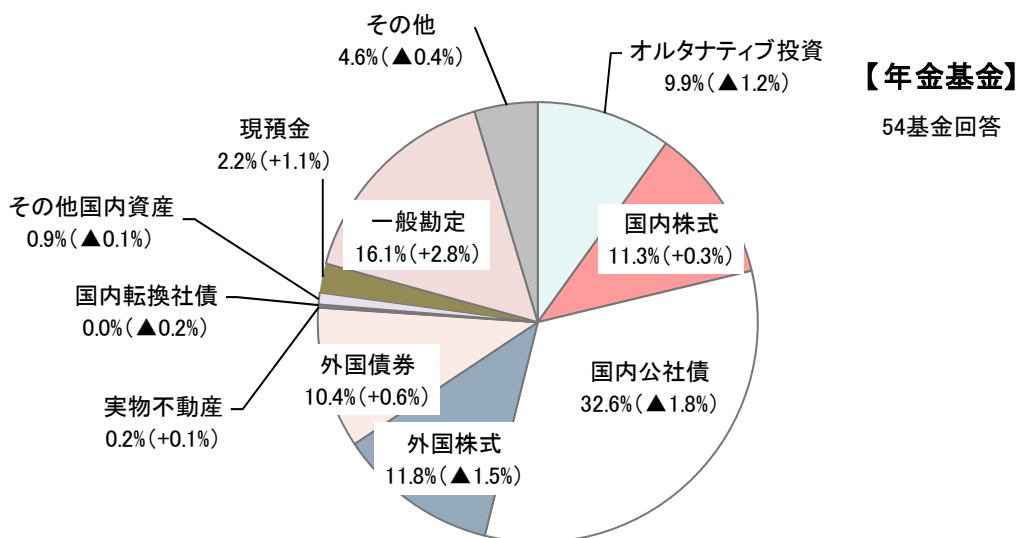
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？(複数回答可)

| 前年度比 | 金融法人 73社回答 | 年金基金 38基金回答 | 前年度比 |
|--------|------------|-------------------------------|--------|
| +8.0% | 21.9% | ヘッジファンド | ▲7.2% |
| +1.2% | 15.1% | 不動産私募ファンド | ▲4.2% |
| +1.7% | 79.5% | 国内外REIT | +3.3% |
| ▲1.5% | 9.6% | PEファンド(バイアウト、VC等) | ▲3.8% |
| +4.1% | 4.1% | CDO,CLO(SIVも含む) | +0.0% |
| ▲0.0% | 1.4% | ディストレスファンド | ▲4.0% |
| +2.7% | 5.5% | インフラファンド | +6.3% |
| +1.4% | 1.4% | コモディティ(先物含む) | +0.4% |
| +2.7% | 8.2% | バンクローン | +4.3% |
| +0.0% | 0.0% | 農地ファンド | +0.0% |
| +2.7% | 5.5% | 再生可能エネルギーファンド | +0.0% |
| +9.4% | 24.7% | MBS(CMBS/RMBS) | +10.9% |
| +1.3% | 5.5% | アジア・エマージング株式・債券 | ▲5.8% |
| ▲2.1% | 53.4% | 仕組債 | +0.0% |
| ▲10.5% | 58.9% | ETF | ▲2.2% |
| +13.5% | 24.7% | メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等) | ▲1.4% |
| ▲2.8% | 0.0% | エンゲージメント(バリューアップ)ファンド | ▲1.8% |
| +1.4% | 2.7% | 債券アンコンストレインドファンド | ▲17.1% |
| ▲4.2% | 4.1% | コンティンジェント・キャピタル (CoCos) | ▲6.3% |
| ▲0.0% | 2.7% | その他 | +4.1% |

(出所) 大和総研

図表 2-5 政策資産配分比率

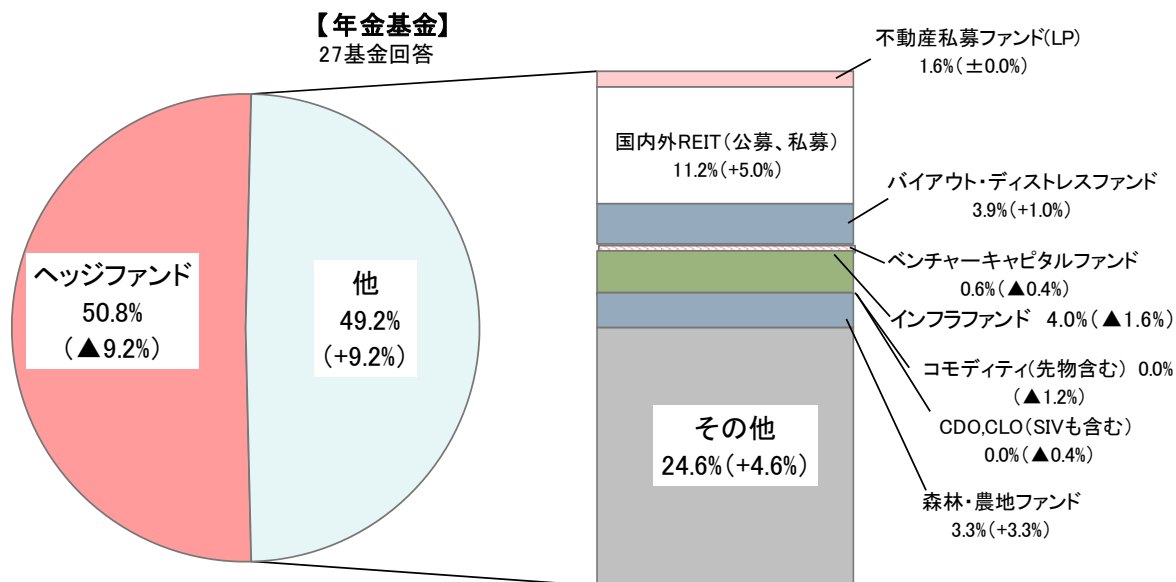
今年度の政策資産配分比率はどのようになっていますか？



(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+11.8 ポイント（52.2%）と、一昨年度から 3 年連続で大きく比率を伸ばしており、オルタナティブ投資への積極的な姿勢が確認できる。

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、年金基金では「流動性が高いオルタナティブ投資商品を検討・増額」、「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」（それぞれ前年度比+10.8 ポイント、同+8.6 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」（金融法人：前年度比▲1.5 ポイント、年金基金：同▲1.6 ポイント）、「オルタナティブ投資全体の抑制」（金融法人：前年度比▲4.8 ポイント、年金基金：同▲0.9 ポイント）は、双方とも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）、双方ともに「米国の利上げ」（金融法人：85.1%、年金基金：60.3%）が最も高率となり、続いて、「中国経済の減速」（金融法人：64.4%、年金基金：58.6%）、「日銀の追加金融緩和」（金融法人：69.0%、年金基金：58.6%）に回答が集中している。また「英国の EU 離脱の国民投票」（金融法人：39.1%、年金基金：31.0%）、「欧州の政治リスク」（金融法人：31.0%、年金基金：27.6%）など、一連の欧州情勢のイベントへの注目も高いことが示された。

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」（42.5%）が最も高率となっており、続いて「その他」（27.5%）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、“過去分も確定拠出へ移行”、“現役分の給付見直し”（ともに企業年金）などがあった。また、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「第 3 の企業年金への移行（運用は企業、給付は変動）」（10.0%）も一定程度の回答が寄せられている。

また図表 2-12 は、日露会談の動向で期待に関する設問となっている。安倍政権の外交主要目標である日ロ平和条約締結に向け、次官級協議はもちろんのこと、ロシア経済分野協力担当相のポストを新設するなど、日ロ間の対話が熱を帯びてきている。2016 年 12 月 15 日、16 日にはプーチン大統領が訪日し、安倍総理との会談も実現しており、今後の日露関係の動向も注目されている。回答をみても、「エネルギー開発協力の促進」（金融法人 29.7%、年金基金 39.1%）や「日露経済交流の活発化」（金融法人 26.4%、年金基金 32.6%）など、今後の新しい協力を期待する声に一定程度の回答が寄せられた。

2-6. 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

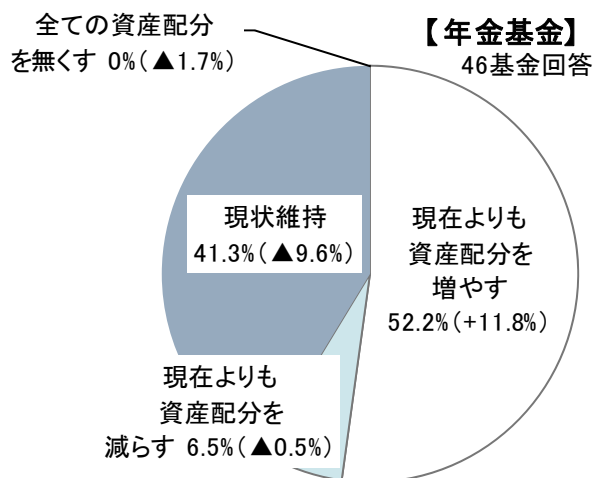
図表 2-13 は、年金基金が国内株式運用で使用しているベンチマークを示している。「TOPIX」が 96.2%と圧倒的に比率が高い中で、2014 年 1 月から公表が始まった「JPX 日経インデックス 400」²は 1.9%（前年度比▲2.8%）と昨年から比率が低下し、政府の思惑とは裏腹に採用拡大の傾向は確認されていない。また従来、年金運用ではほとんど利用されていなかった「日経平均株価」（9.6%：前年度比+8.0%）の採用拡大が目立った。

また図表 2-14 は、年金基金での内外株式配分比率の変更に関しての設問であるが、「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「増額する」が上昇していることが分かる（それぞれ、前年度比+10.2 ポイント、同+23.8 ポイント、同+3.3 ポイント）。日銀の非伝統的金融政策がスタートした 2013 年以降、内外株式の割合を低下させていた年金基金の投資スタンスに変化が見られている。ただし多くの企業年金からは、株式比率を“現状維持”もしくは“様子見”などの慎重な意見が占めた。また解散を控えた総合型年金基金からは、“代行部分は GPIF の資産配分に追随させる”との意見も昨年に続き多かった。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“保有しない”（企業年金）などの意見も寄せられた。

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

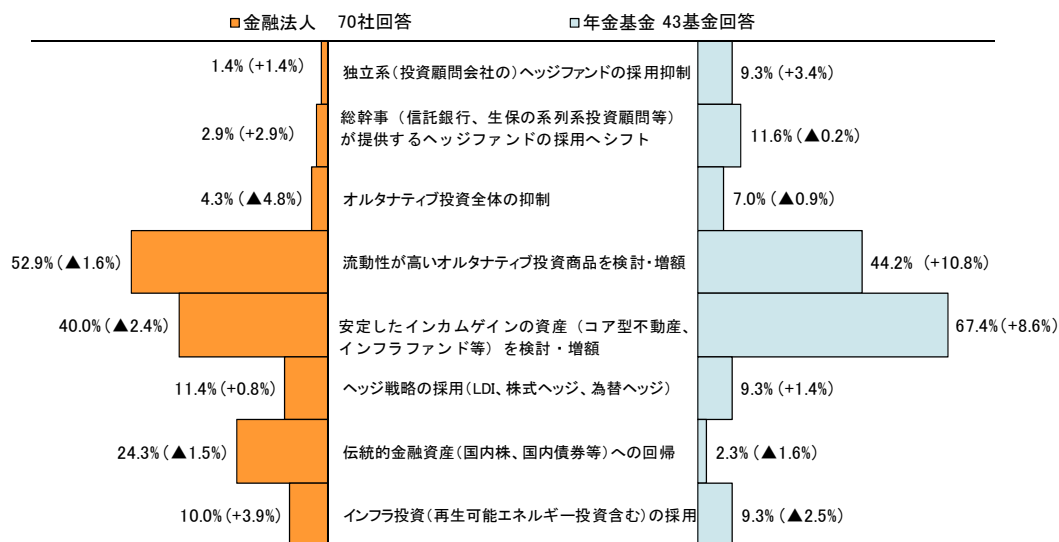


(注) 括弧内は前年度比増減

(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ストラテジー

今後のオルタナティブ商品の投資ストラテジーを教えてください (複数回答可)

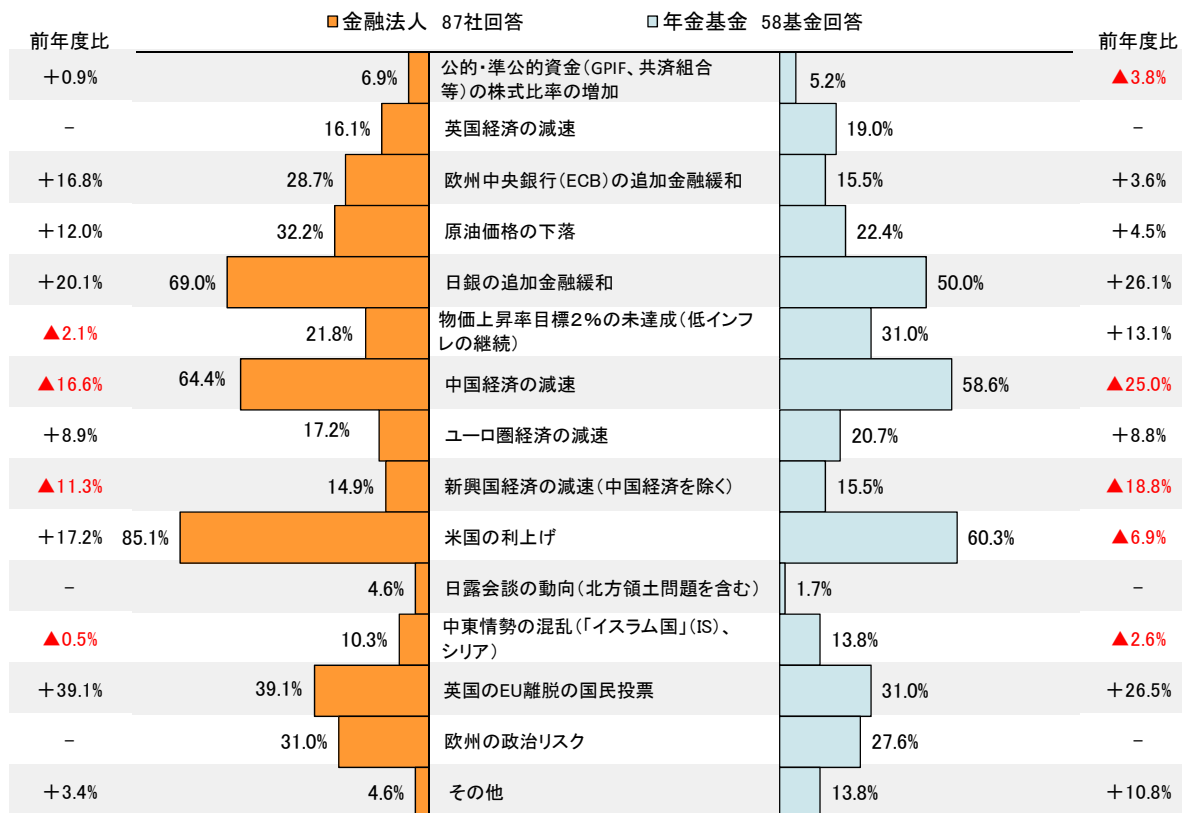


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-9 今後の年金運用（有価証券運用）における懸念

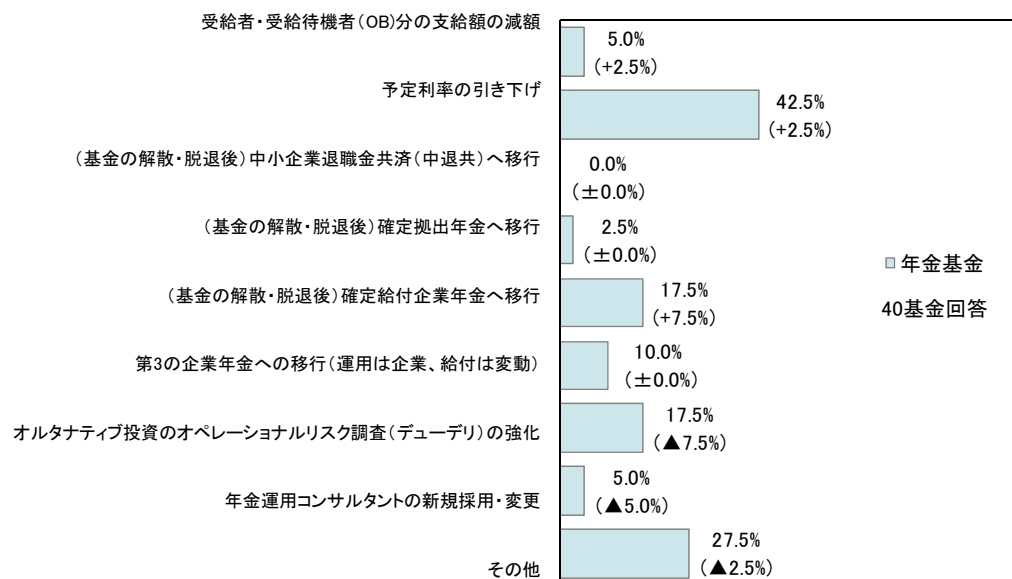
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-10 今後の年金基金運営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）

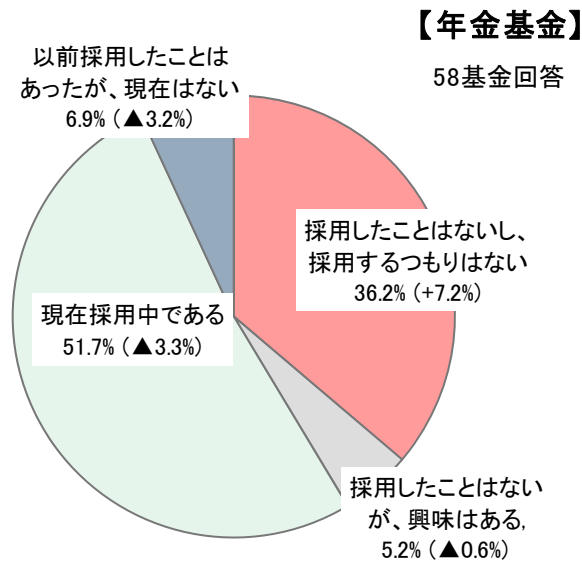


(出所) 大和総研

(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）

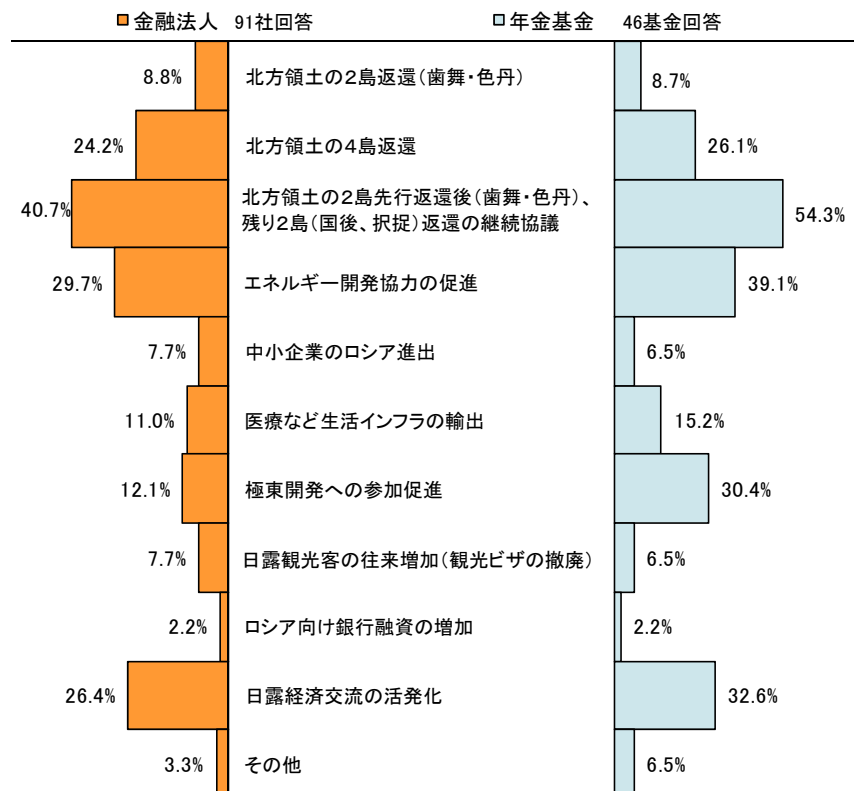
年金運用コンサルタントの採用状況を教えてください



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 2-1 2 日露会談の動向で期待する点

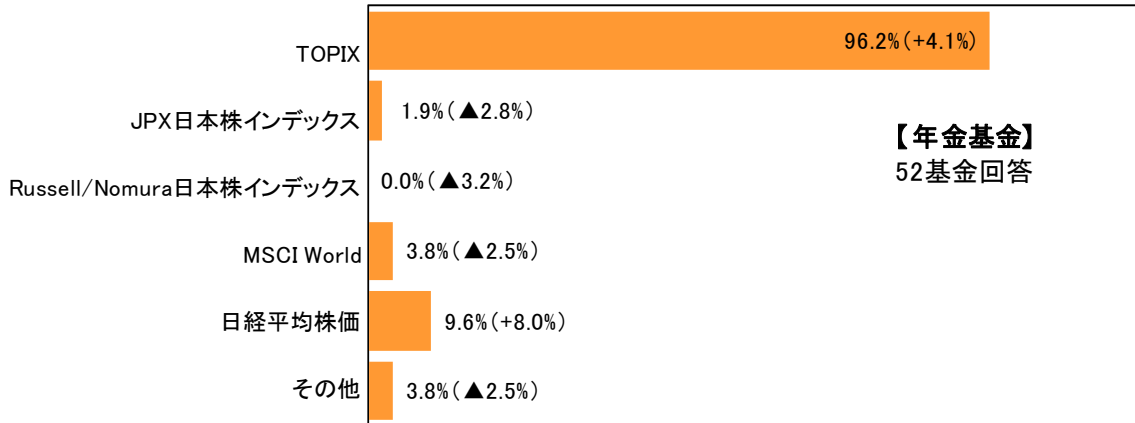
日露会談の動向で期待する点は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-13 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）

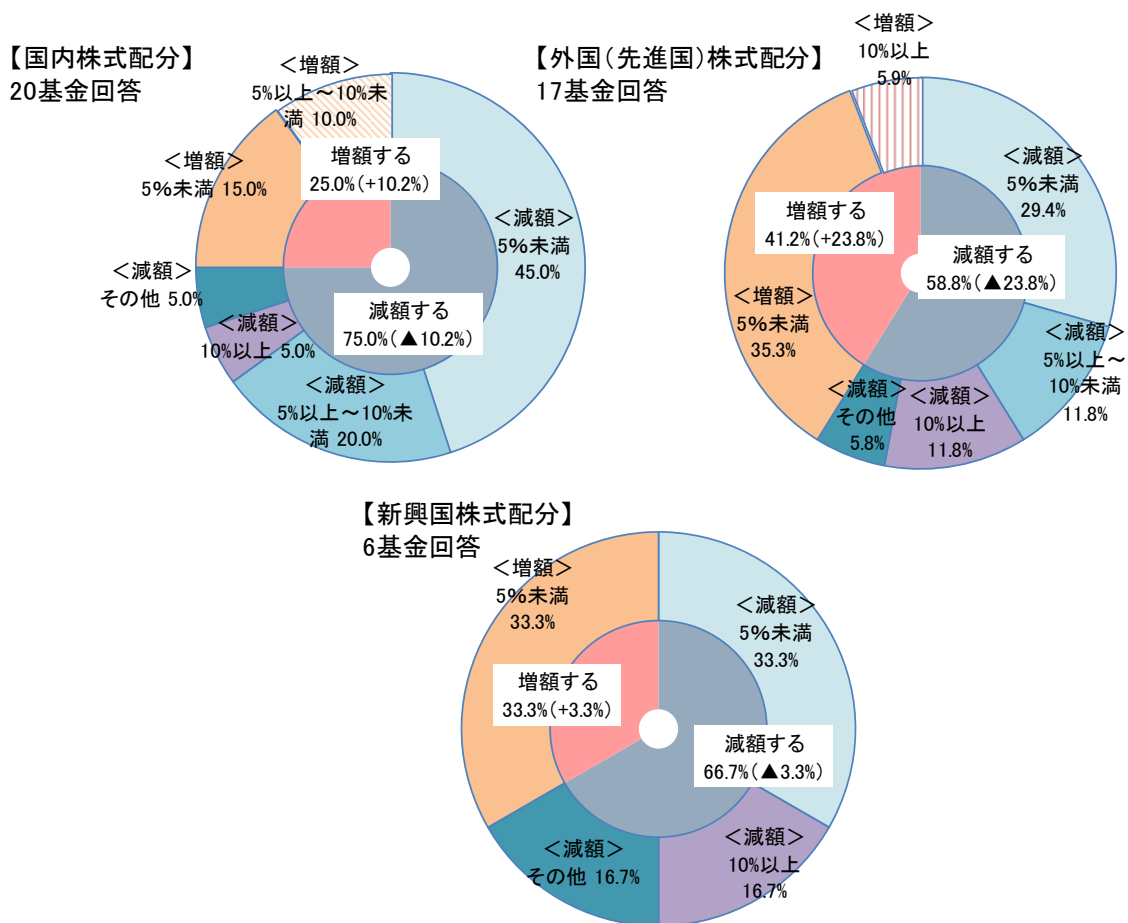
国内株式運用で使用しているベンチマークを教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-14 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. マイナス金利、金融政策

2016年の日銀の金融政策は、マイナス金利政策導入をはじめとして、日本のみならず世界的な関心を呼んだ。9月に現行金融政策に対する総括検証が実施されたこともあり、本アンケートでも対象項目としてとりあげている。

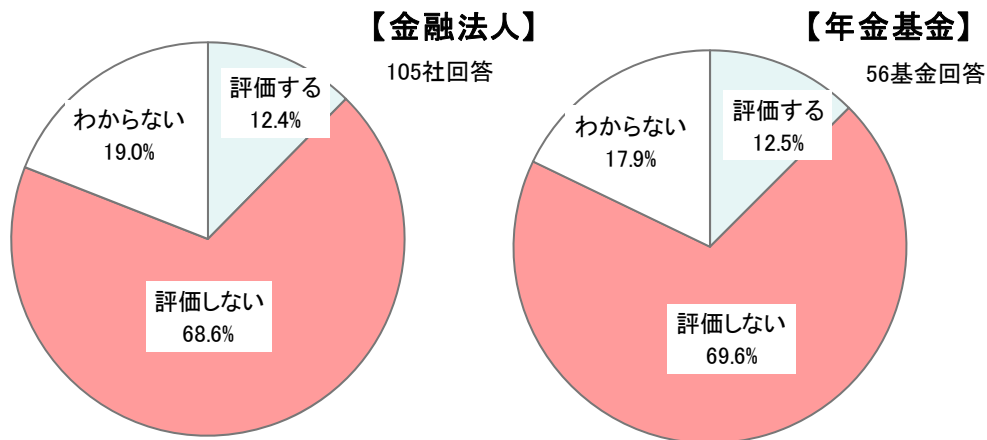
3-1. マイナス金利について

図表3-1は2016年1月に発表された日銀のマイナス金利政策に対する評価を問う設問となっている。金融法人、年金基金ともに日銀のマイナス金利を「評価しない」との回答が最も多いことがわかる（金融法人68.6%、年金基金69.6%）。図表3-2はマイナス金利政策下で投資を増加させた金融商品に関する設問であり、年金基金では「オルタナティブ商品（不動産・金属を除く）」（38.5%）、「米国債券」（15.4%）を、金融法人は「米国債券」（57.7%）、「欧州（ユーロ圏）債券」（38.1%）、「国内株式」（37.1%）、「オルタナティブ商品（不動産・金属除く）」（19.6%）、「不動産」（19.6%）などを中心に増加させたことが分かる。また年金基金で「その他」（51.3%）に寄せられた意見の多くは“現金（キャッシュ）”や“一般勘定”（ともに企業年金）であった。

図表3-3はマイナス金利の深掘りに関する設問であり、双方とも「これ以上の深掘りは望ましくない」（金融法人：69.8%、年金基金：48.1%）、「マイナス金利自体を中止すべき」（金融法人：25.5%、年金基金：36.5%）が多く、マイナス金利に否定的な意見が大半を占めている。図表3-4はマイナス金利の副作用を問う設問である。金融法人は「銀行収益の低下」（73.3%）、「資産運用環境の悪化」（48.6%）を挙げ、年金基金は同じく「資産運用環境の悪化」（61.8%）、「債券市場の不安定化」（50.9%）を指摘した。図表3-5はヘリコプターマネー導入の是非を問う設問で、双方とも「反対」が過半数となった（金融法人55.1%、年金基金57.9%）。図表3-6はヘリコプターマネーの実行方法に関する設問であり、双方とも「日銀が無利子永久債を引き受ける」との回答が最も高率であった（金融法人70.0%、金融法人58.8%）。図表3-7はヘリコプターマネーの副作用を問う設問であり、双方ともに「財政規律の損傷」（金融法人62.1%、年金基金56.3%）が最も多く、次に「通貨に対する信認の喪失」（金融法人37.9%、年金基金54.2%）が続いた。

図表 3-1 日銀のマイナス金利政策に対する評価

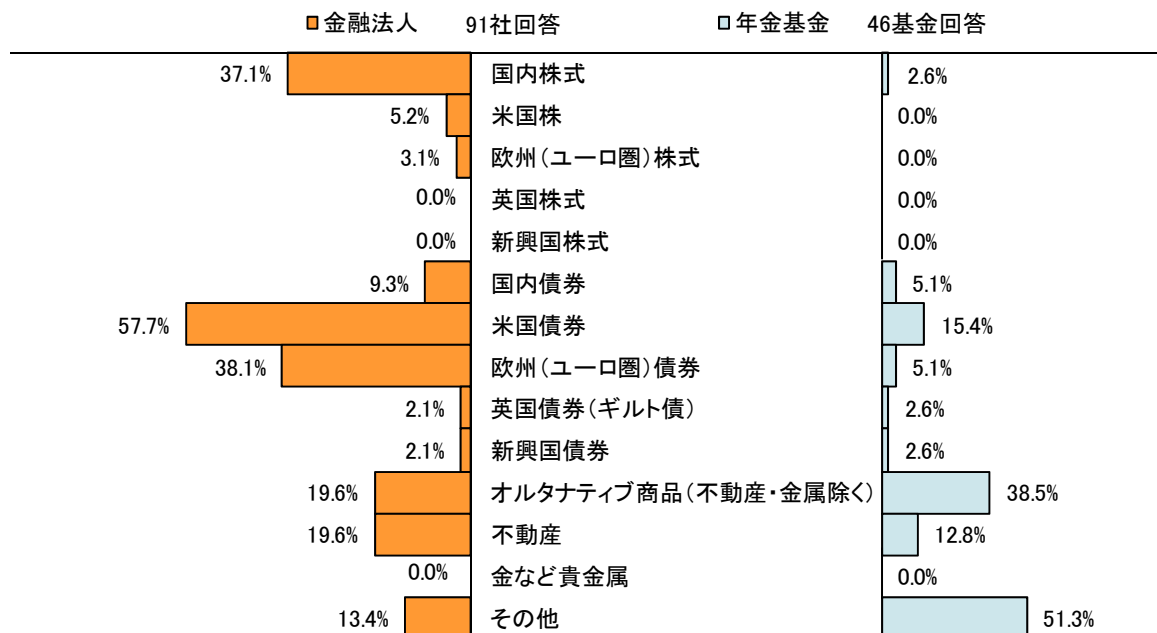
日銀のマイナス金利政策を評価しますか？



(出所) 大和総研

図表 3-2 マイナス金利政策下で投資を増加させた金融商品

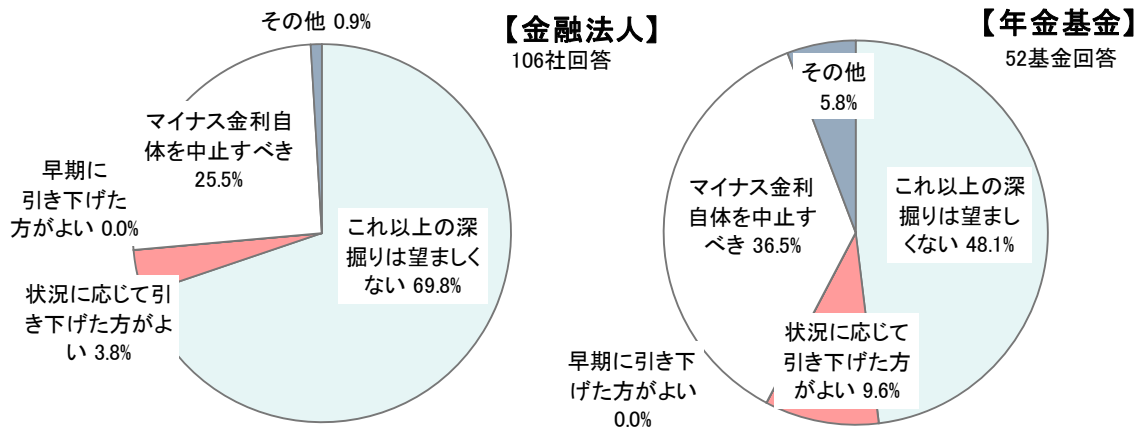
マイナス金利政策下で投資を増加させた金融商品は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表3-3 マイナス金利の深掘りに対する評価

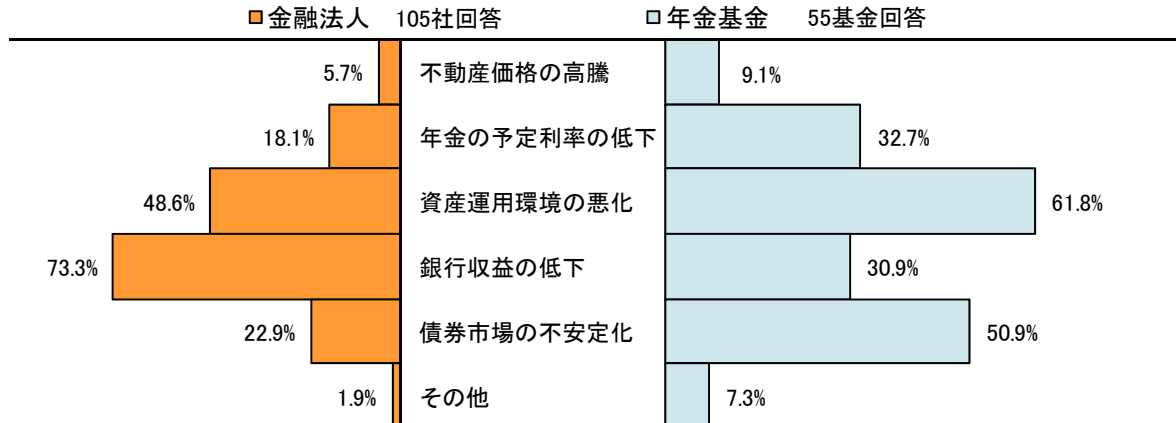
マイナス金利の深掘りについてどのように思いますか？



(出所) 大和総研

図表3-4 マイナス金利政策の副作用

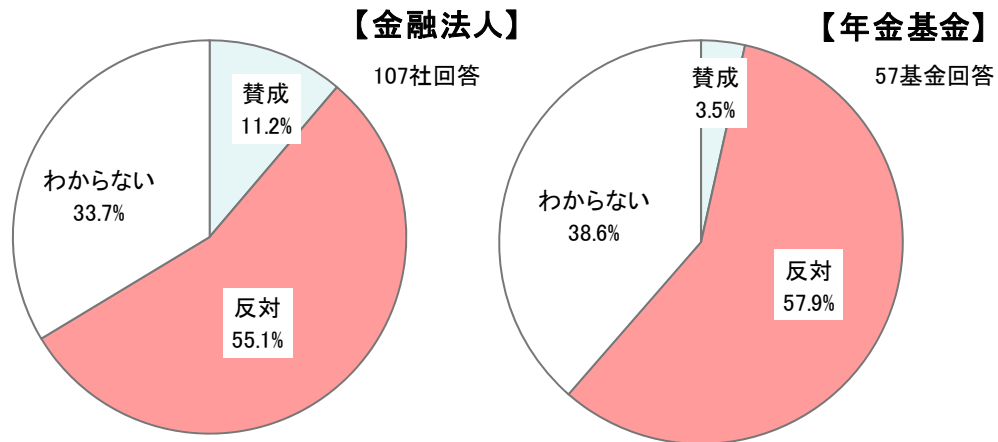
マイナス金利の副作用は何だと思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表3-5 ヘリコプターマネー導入の是非

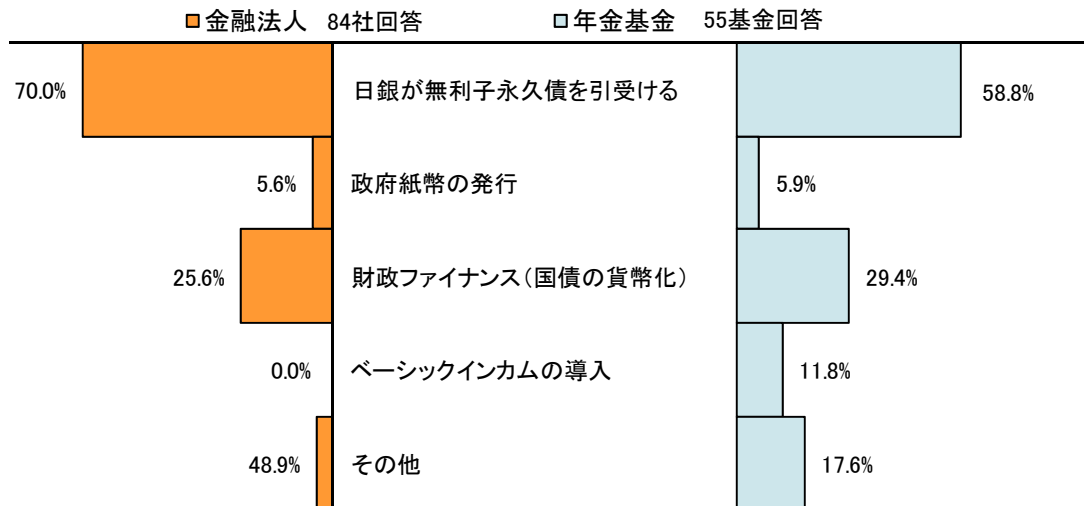
ヘリコプターマネー導入の是非を教えてください



(出所) 大和総研

図表3-6 ヘリコプターマネーの実行方法

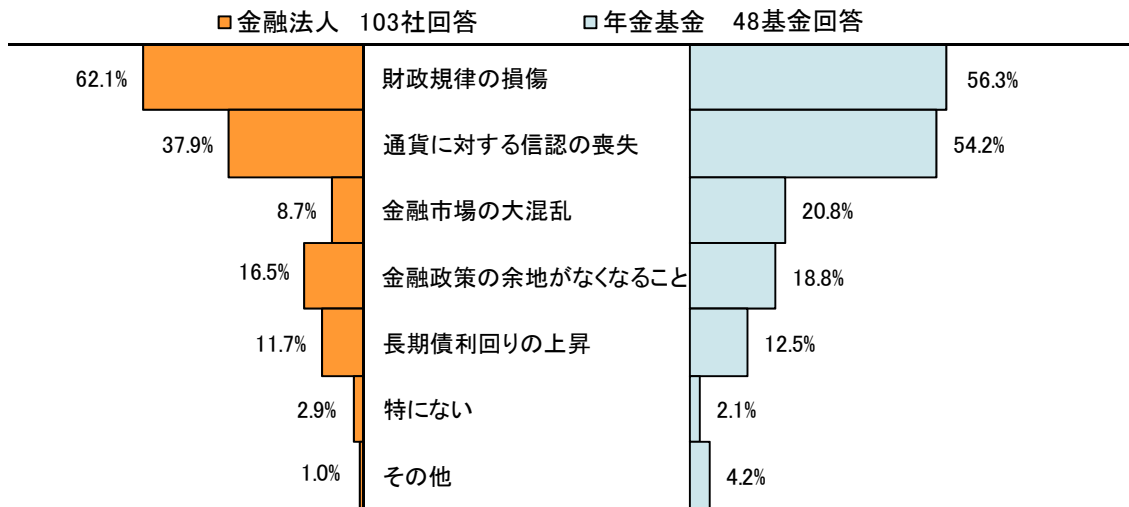
ヘリコプターマネーはどのようにして実行されると思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-7 ヘリコプターマネーの副作用

ヘリコプターマネーにはどのような副作用があると思いますか？（複数回答可）



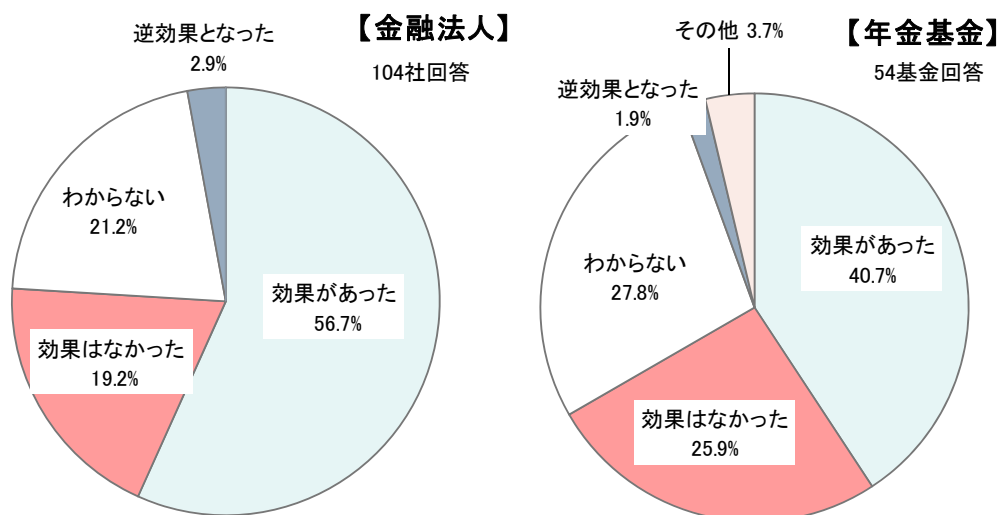
(出所) 大和総研

3-2. 金融政策の効果について

図表 3-8 は日銀黒田総裁による金融政策が日本経済浮揚に与えた効果に関する設問であり、双方とも「効果があった」が最も多く（金融法人：56.7%、年金基金：40.7%）、「わからない」がそれに続いた（金融法人：21.2%、年金基金：27.8%）。図表 3-9 は 2016 年 9 月の総括検証を踏まえ発表された、新たな金融政策のうち、期待するものを問う設問であり、金融法人では「資産買い入れの拡大」（45.3%）、「イールドカーブのコントロール」（44.2%）が多く、年金基金では「イールドカーブのコントロール」（72.1%）が他の選択肢を大きく引き離れた。図表 3-10 は今後の金融政策の運営の在り方を問うものであり、双方とも「市場との対話重視型運営」が最も高率であった（金融法人：78.5%、年金基金：72.2%）

図表 3-8 金融緩和政策の日本経済浮揚に対する効果

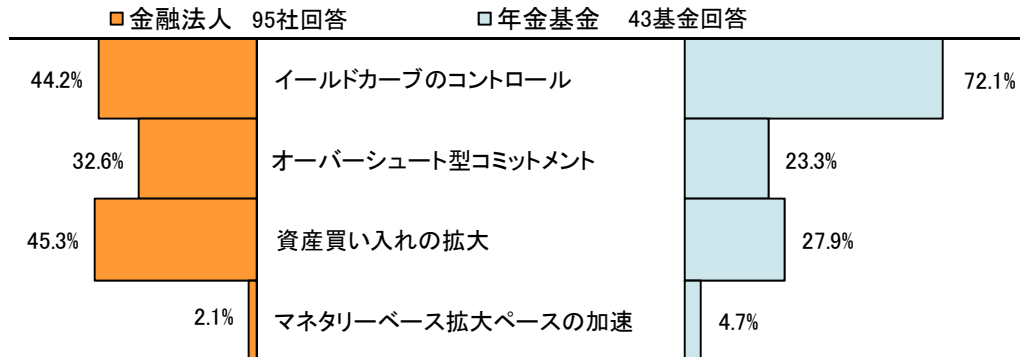
黒田総裁による金融緩和政策は日本経済浮揚に効果があったと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 3-9 総括検証後に期待する新たな政策

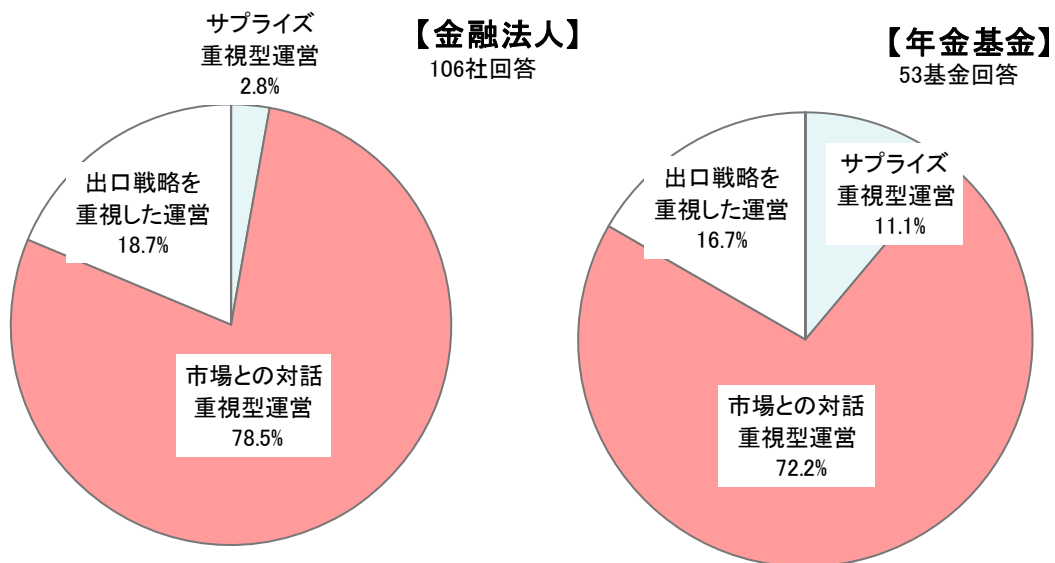
総括検証を踏まえ発表された新たな政策のうち期待するものは何ですか？（複数回答可）



（出所）大和総研

図表 3-10 今後の金融政策の運営方法

日銀は今後、どのような金融政策の運営をすべきだと思いますか？



（出所）大和総研

4. 金融規制（バーゼル規制、資産運用規制）、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）

4-1. バーゼル規制に対する懸念点

図表 4-1 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（対象は金融機関のみ）。この結果をみると、「ソブリンリスクの見直し³」（37.3%）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、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。次に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）⁴」（31.4%:前年度比+3.9ポイント）が続いた。さらに「TLAC（Total Loss Absorbing Capacity）」（28.4%:前年度比+25.1ポイント）の比率が大きく上昇していることも分かる。

また「信用リスクの標準的手法の見直し（資本フロアの導入）⁵」（30.4%）も高率となっている。当該規制が導入されると、標準的手法採用行であった場合、特に欧州の銀行において住宅ローンの貸出しが困難となることが懸念されている。また資本フロアの導入となると、内部格付手法採用行において大幅なリスクアセットの上昇が予想されている。特に大手行の内部格付手法採用が多い日本や欧州の銀行への影響は避けられない可能性が高い。また「その他」（4.9%）の意見の中には“預金に対するリスクウェイト”や“事務量膨大”などの度重なるバーゼル規制への不満なども目立っている。ただしトランプ次期大統領が主張する、金融規制の緩和が実現されるならば、従来、米国主導で進められていた銀行規制強化の流れが変化することも想定される。

さらに銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制の導入に伴い影響を懸念する商品（図表 4-2）では、「国債」が 81.4%で最も高い比率となった。また「事業債」（30.2%）が続き、「投資信託」（19.8%）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。

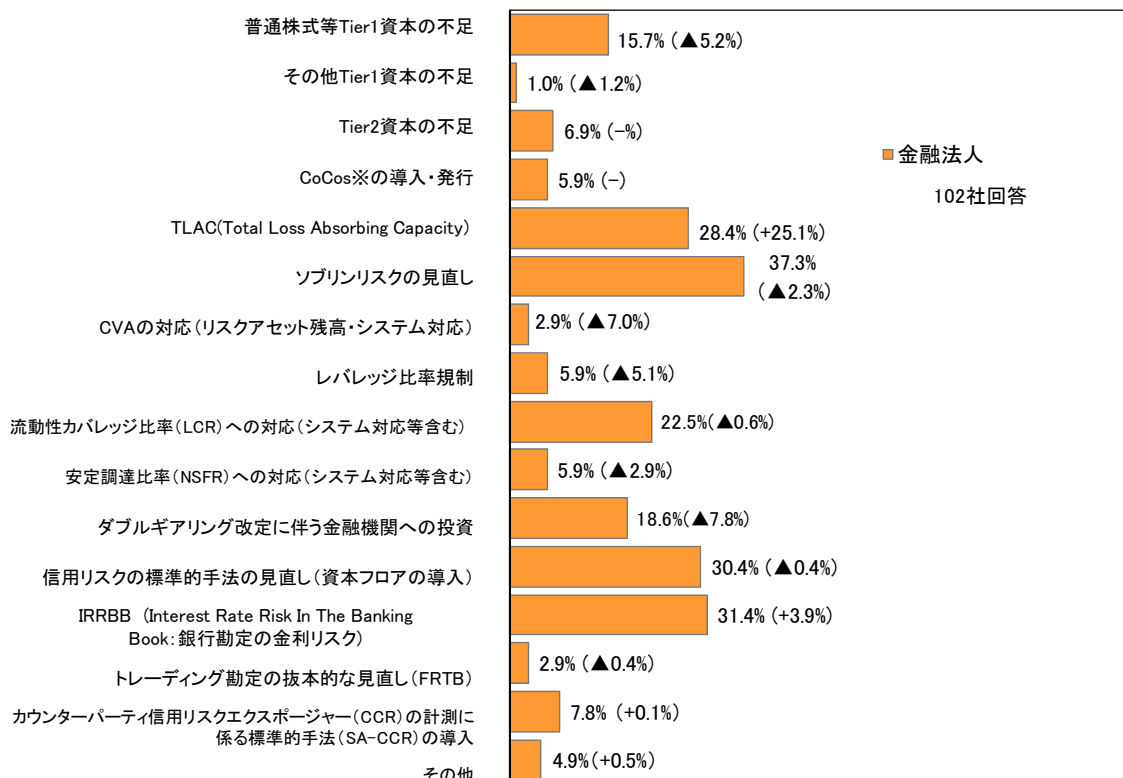
3 現行のバーゼル規制では、自国通貨建ての自国通貨で調達されたソブリン向けエクスポージャーに対してはリスクウェイトがゼロとされている。これにより EU 加盟国では、ギリシャ政府向けユーロ建てエクスポージャーのリスクウェイトがゼロとなる。ソブリン債のPD(デフォルト確率)に下限を設定する議論なども債券自体のプライシングに悪影響を及ぼす懸念を指摘されている。

4 市中協議段階では、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たが、2016 年 4 月の最終規則公表により、2 柱案が採用されている。

5 標準的手法において外部格付けへの機械的な依存を低減した上で、株式・劣後債の保有や住宅ローンのリスクウェイトを引き上げる旨の提案である。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、リスクアセットの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。

図表 4-1 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）

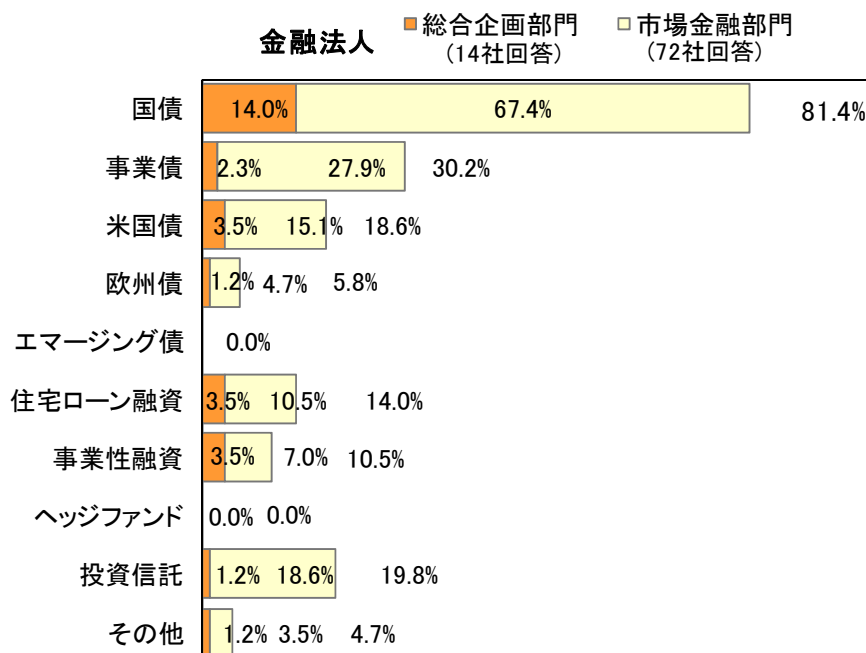


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 4-2 銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制導入実施に伴い影響を懸念する商品（金融法人のみ）

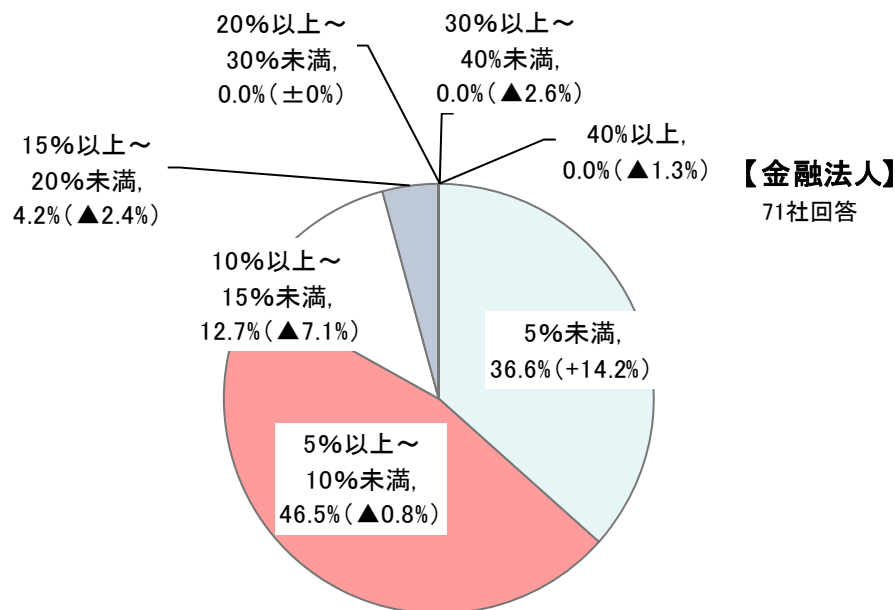
銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制導入実施に伴い投資を懸念する商品は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表4-3 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パーセントですか？

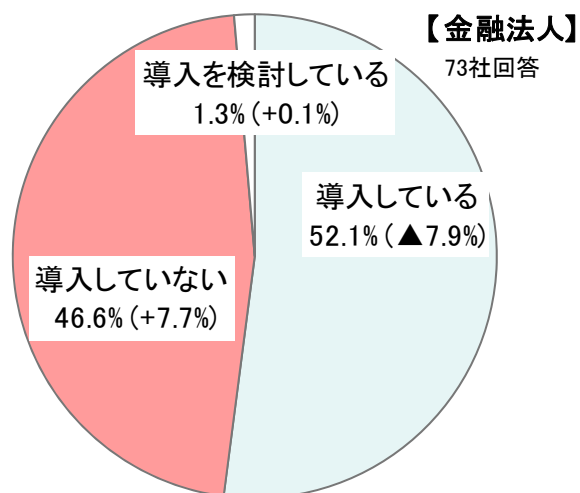


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表4-4 コア預金モデル導入の場合（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？

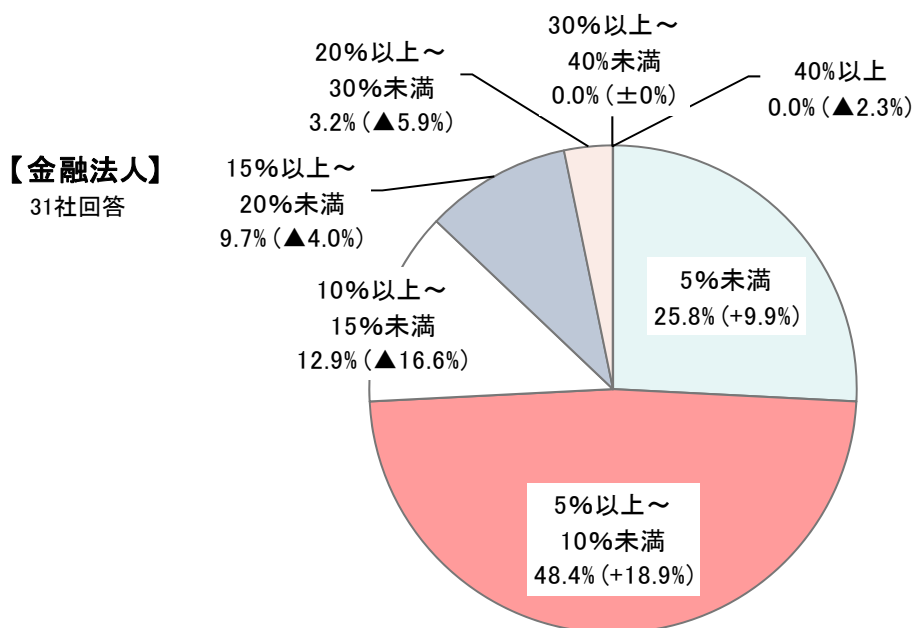


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 4-5 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）

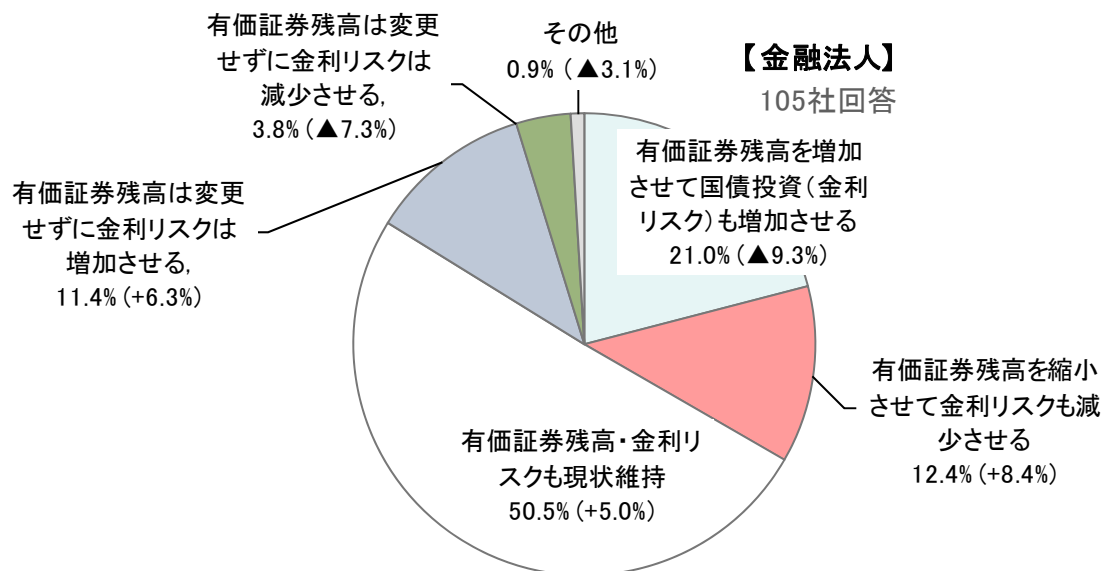
（コア預金モデル導入前の基準で）アウトライヤー比率はおよそ何パーセントですか？



（注）括弧内は前年度比増減
（出所）大和総研

図表 4-6 今後の国債投資（金利リスク）の方向性（金融法人のみ）

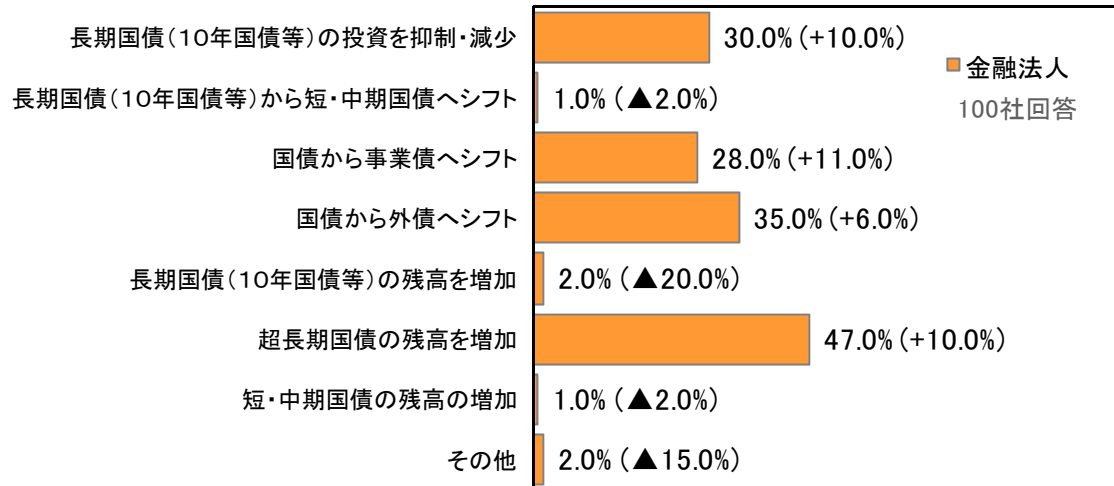
今後の国債投資（金利リスク）に対する方針はどのようにお考えですか？



（注）括弧内は前年度比増減
（出所）大和総研

図表 4-7 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？（複数回答可）



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

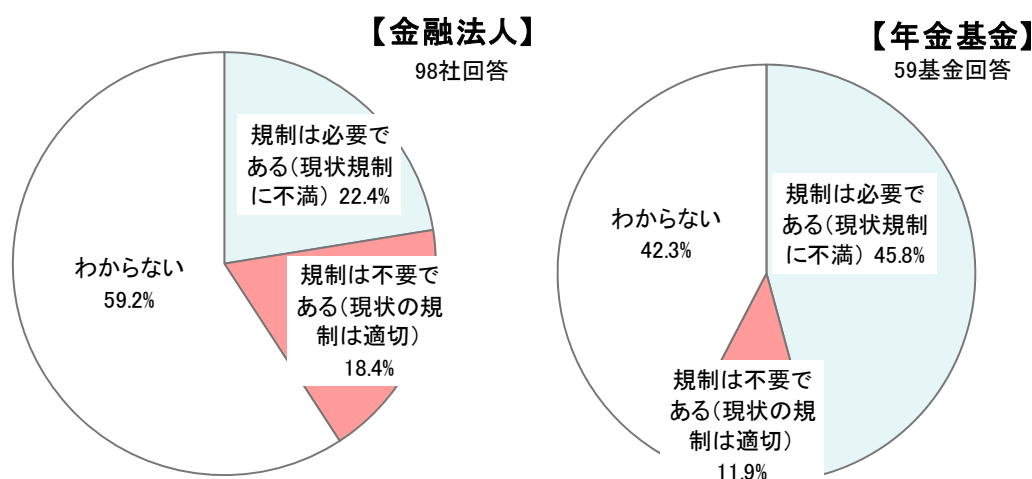
4-2. 資産運用業界への規制

図表 4-8 は資産運用業界への規制に対する評価を問う設問であり、年金基金では「規制は必要である（現状規制に不満）」（45.8%）とした回答が最多となった。一方、金融法人では「わからない」（59.2%）との回答が最多となり、「規制は必要である（現状規制に不満）」は全体の2割強に留まった（22.4%）。図表 4-9 は、当該規制に対する懸念事項であり、双方とも「ヘッジファンドに及ぼす影響」が最も高率となった（金融法人：30.3%、年金基金：40.0%）。一方、「ETF に及ぼす影響」については双方で対照的な結果となっていることがわかる（金融法人：21.2%、年金基金：2.9%）。

図表 4-10 は流動性の開示が進むことへの評価を問う設問であり、金融法人は「わからない」（37.8%）が最も多かったのに対し、年金基金では「開示は必要である（現状規制に不満）」（67.9%）が最も多く、現状規制への不満が明らかになった。図表 4-11 は、流動性リスク管理ツール導入の是非を問う設問であり、年金基金は「導入は必要である（現状規制に不満）」（39.3%）を支持する回答も高く、現状規制への不満がここでも示唆された。ただ双方とも「わからない」（金融法人 53.4%、年金基金 46.4%）が最も高率を占めた。図表 4-12 は、レバレッジの状況について当局への報告が進むことへの評価に関する設問であり、ここでも金融法人では「わからない」（52.2%）が最も高率となる一方、年金基金では「報告は必要である（現状規制に不満）」（60.7%）が過半数を超え、現状規制への不満が改めて示された。

図表 4-8 資産運用業界への規制に対する評価

資産運用業界への規制を評価しますか？

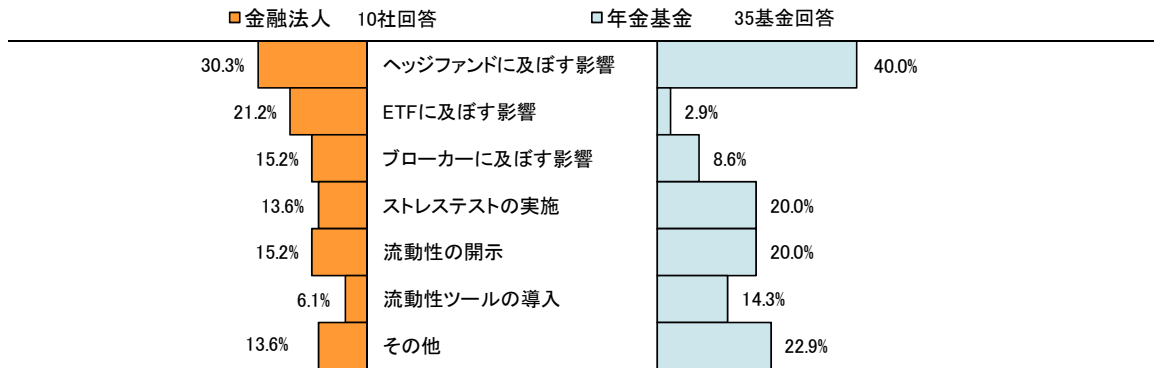


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 4-9 資産運用業界への規制に対する懸念

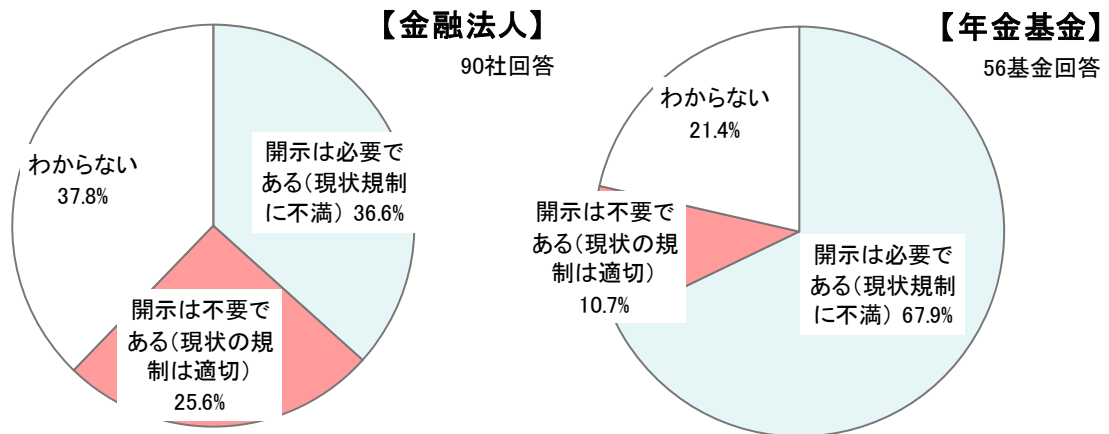
資産運用業界への規制における懸念は何ですか? (複数回答可)



(出所) 大和総研

図表 4-10 流動性の開示に対する評価

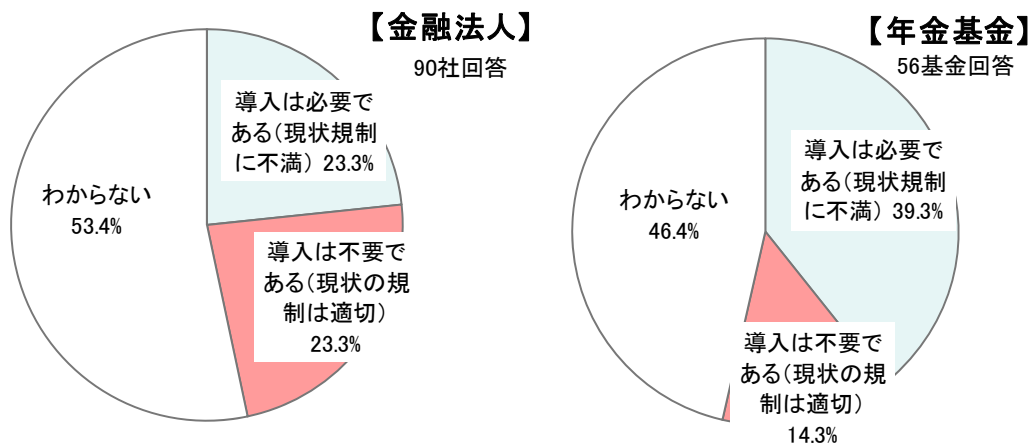
流動性の開示が進むことを評価しますか?



(出所) 大和総研

図表4-1-1 流動性リスク管理ツール導入に対する評価

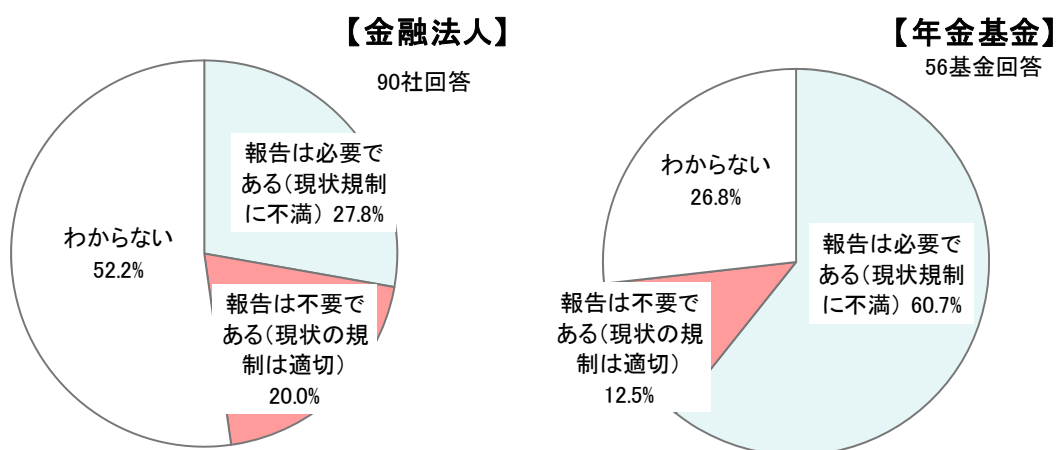
流動性リスク管理ツールの導入は必要だと思いますか？



(出所)大和総研

図表4-1-2 レバレッジ状況の当局への報告に対する評価

レバレッジの状況についての当局への報告が進むことを評価しますか？



(出所)大和総研

4-3. バンク・ファイナンス

(コンティンジェント・キャピタル (CoCos)、カバード・ボンド)

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。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 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⁶ (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。

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、金融法人(市場金融部門)の「投資している」(13.0%:前年度比▲1.3ポイント)の割合は全体の1割を超えたものの、小幅に低下していることがわかる(図表4-13参照)⁷。一方、年金基金ではわずか1.7%(前年度比▲3.1ポイント)に留まった。コンティンジェント・キャピタルへの投資は、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。特に欧州では、その他 Tier1 向けのコンティンジェント・キャピタル(AT1債)の発行が2014年から2015年にかけて急増し、投資家の裾野が大きく拡大した。ただし、2016年に入り、欧州大手行発行のその他 Tier1 資本(AT1債)が、減益や訴訟費用の支払いに直面しAT1債のクーポン支払いが停止されるのは、という市場からの懐疑的な見方が台頭し、今後の投資には慎重な姿勢が先行している。

さらに、図表4-14は、その他 Tier1 債(AT1債)へ投資する際の懸念を示している。金融法人の総合企画部門では「運用商品としての評価が困難」、同市場金融部門では「ダブルギアリングの懸念」、年金基金では「流動性リスク」が最も多かった(それぞれ40.0%、35.5%、51.5%)。

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33.3%(前年度比+32.1ポイント)、「投資を検討してもよい」も10.7%(同+9.5ポイント)となり、大きく投資環境が変化していることがわかる(図表4-15)。また、年金基金においては「投資

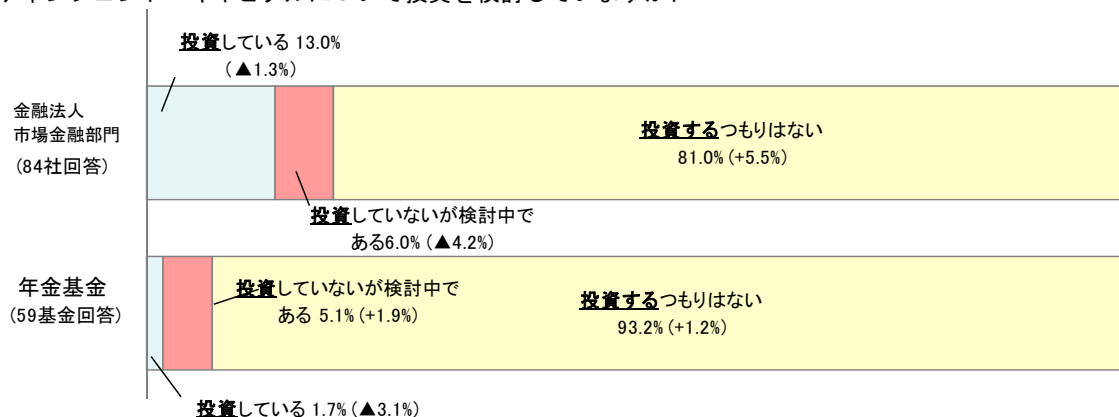
⁶ 買い入れ資産は、国債、政府系機関債、EU機関債が対象とされ、既存のカバード・ボンド買い入れプログラム(CBPP3:Covered Bond Purchase Programme)および資産担保証券プログラム(ABSPP: Asset Backed Securities Purchase Programme)を含めた合計で月額600億ユーロ、期限は2017年3月末までとなっている。

⁷ 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。

を検討してもよい」(1.8%)が若干ながら確認できた。図表 4-16 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、金融法人では「デンマーク」(80.6%:前年度比+72.8ポイント)が急増していることがわかる。2016年に入り、デンマークの銀行が発行する住宅ローンを裏付けとするカバード・ボンドが、その利回りの高さを理由に邦銀に人気を集めていることなどが、その要因として推察される。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るなども理由に支持を集めたようだ。

図表4-13 コンティンジェント・キャピタルに関する投資の予定

コンティンジェント・キャピタルについて投資を検討していますか？

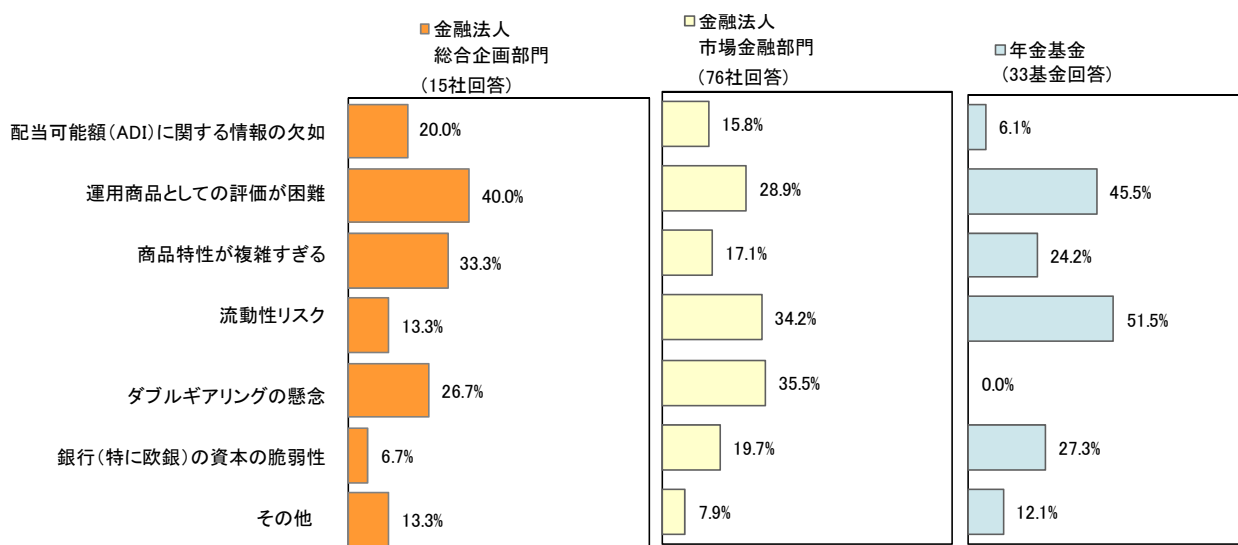


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表4-14 その他Tier1債(AT1債)投資に対する懸念

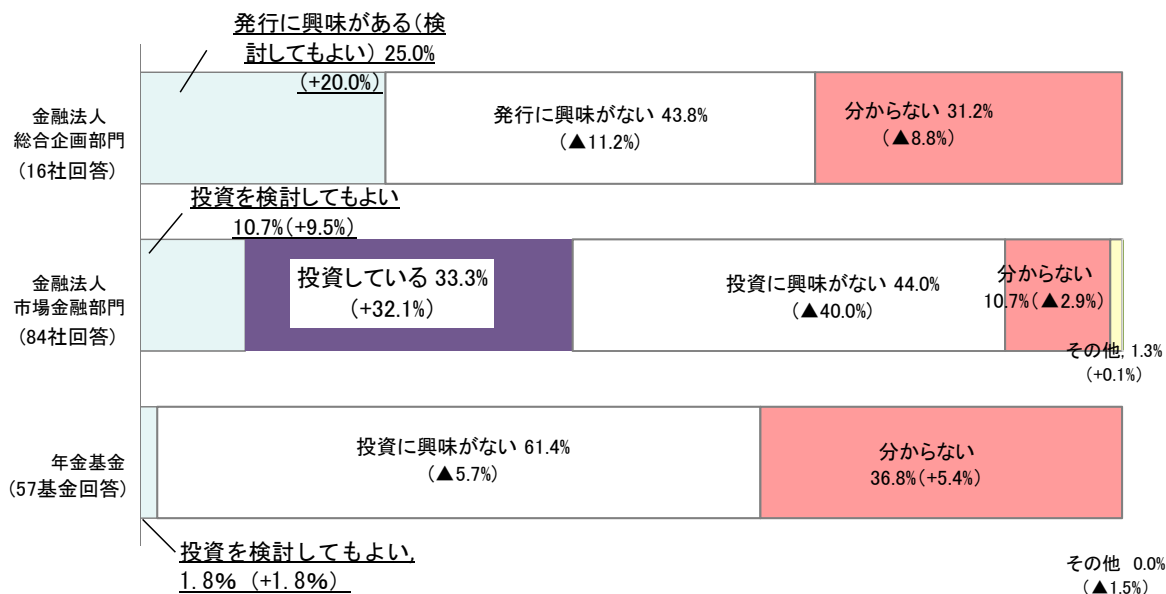
その他Tier1債(AT1債)投資の懸念は何ですか？(複数回答可)



(出所) 大和総研

図表4-15 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？

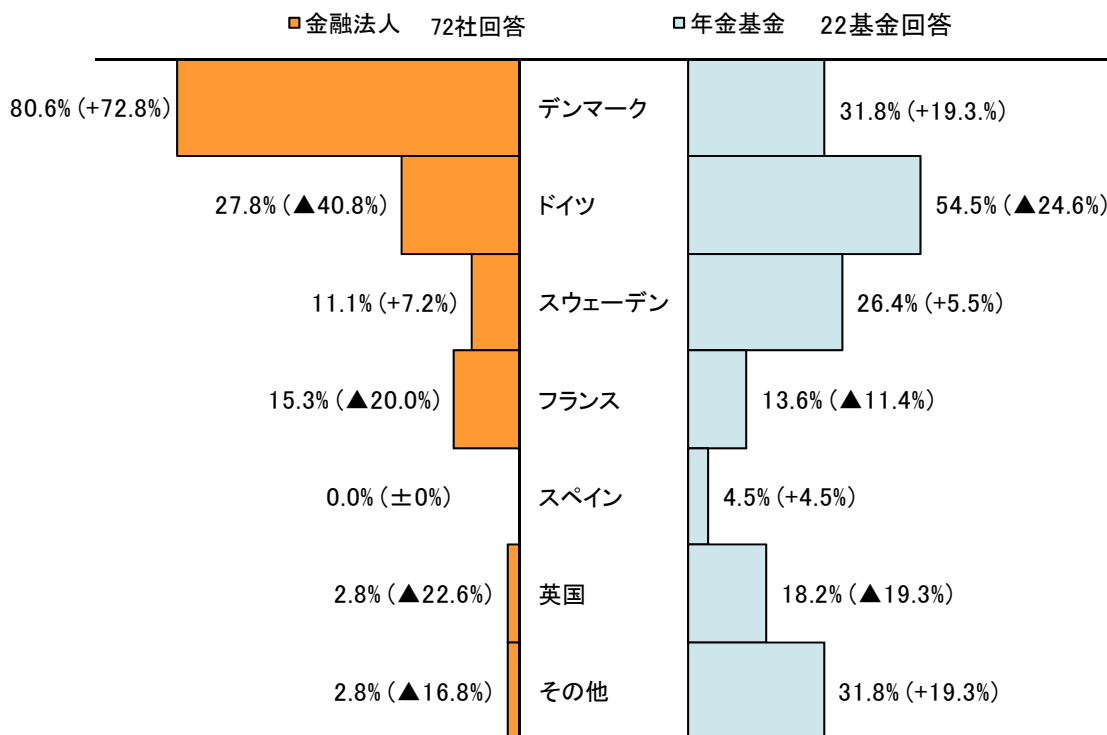


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表4-16 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)



(注) 括弧内は前年度比増減

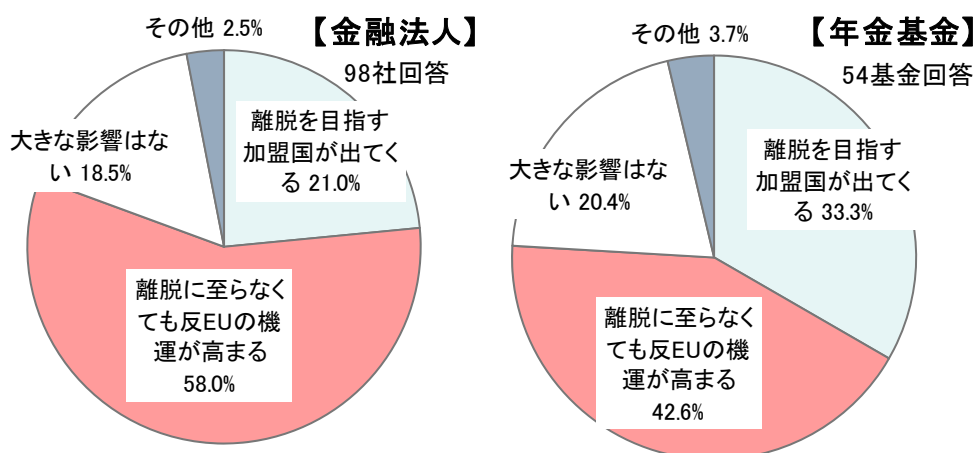
(出所) 大和総研

5. Brexit

2016年6月23日に行われた英国のEU加盟の是非を問う国民投票では、僅差で残留が支持されるとの市場の予想を覆し、離脱が選ばれ、英国内にとどまらず世界中に大きな衝撃を与えた。図表5-1はBrexitが他のEU加盟国に与える影響を示すものである。双方ともに、「離脱に至らなくても反EUの機運が高まる」（金融法人58.0%、年金基金42.6%）との回答が最も多い。図表5-2は、Brexitによる経済への影響に対する設問であり、双方とも「負の影響はEU全域に及ぶ」（金融法人：38.2%、年金基金：44.6%）、「負の影響は世界全体に広がる」（金融法人：36.3%、年金基金：26.8%）で過半数を占め、広域に影響が及ぶことが懸念されていることがうかがえる。図表5-3はBrexitにより、日本企業に対しどのような懸念が生じるかを問うものであり、双方ともに「英国拠点の移転など欧州市場戦略への影響」が6割を超えたほか、「英国進出企業の業績への悪影響」（金融法人：35.7%、年金基金：32.7%）、「金融街シティの地位低下」（金融法人：20.2%、年金基金：25.5%）に回答が集中した。

図表5-1 Brexitの他のEU加盟国への影響

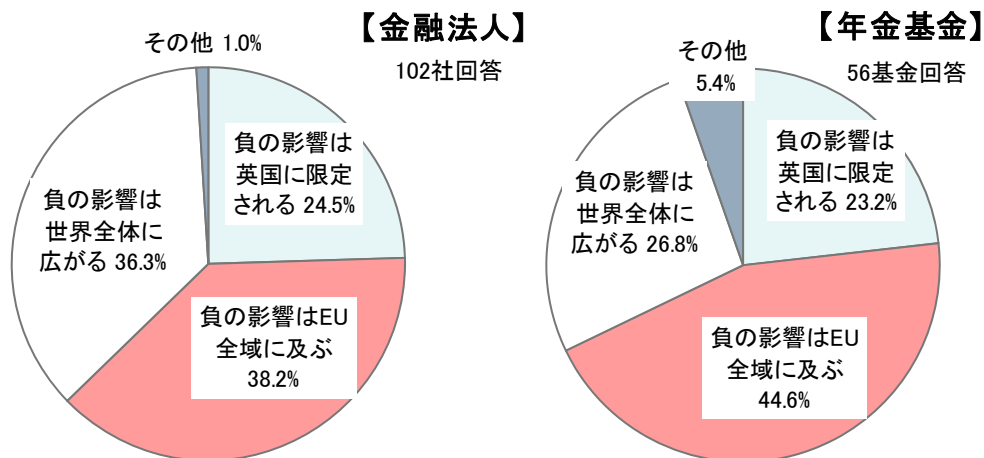
Brexitは他のEU加盟国にどのような影響を与えますか？



(出所)大和総研

図表 5-2 Brexit による経済への影響

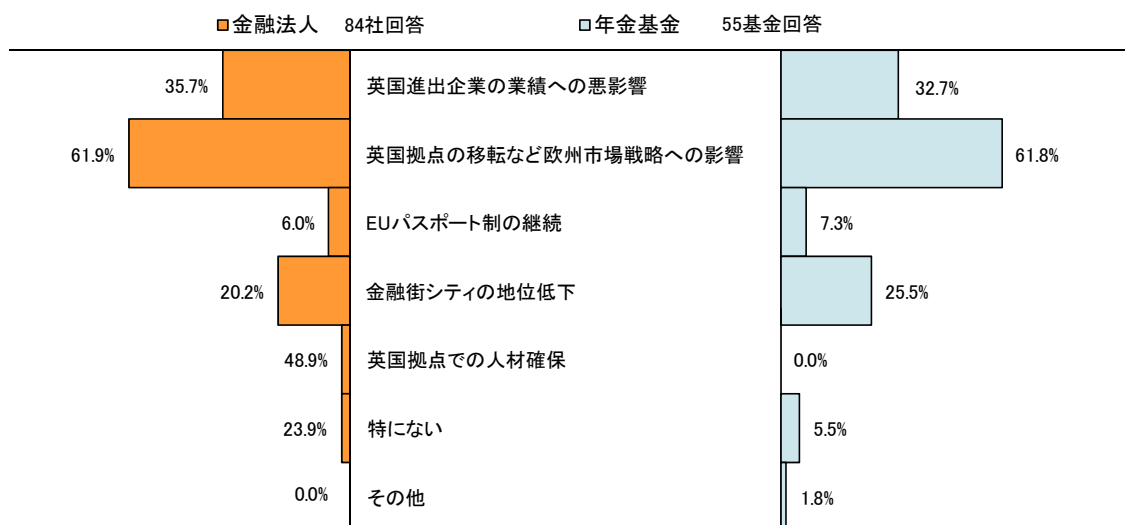
Brexit による経済への影響はどの程度だと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 5-3 Brexit による日本企業等への懸念

Brexit により（日本企業等に対して）どのような懸念が生じるとお考えですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

6. インフラ投資（再生可能エネルギー⁸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 15.2%、前年度比▲6.2 ポイントと昨年度に引き続き比率が低下している。対照的に、年金基金では 25.0%、前年度比+1.8 ポイントと割合を伸ばした（図表 6-1）。インフラファンドへの投資に関しては、企業年金に留まらず、公的年金も投資への参入を表明しているため、今後も順調に投資額の増加が見込まれている。

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 60.0%、金融法人では「インフラファンド（エクイティ）」が 41.2%で最も高率を示した。次に年金基金では「インフラファンド（エクイティ）」（40.0%）、金融法人では「インフラ（直接）融資（シニア）」（35.3%）が続いている。さらに投資している施設の種類の種類（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）」（76.5%）が最も高率である一方、年金基金では「空港」（78.6%）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」（78.6%：前年度比▲1.4 ポイント）が今年度も最も高率となっている。次いで「米国」（71.4%）、「オーストラリア」（50.0%）、「その他の欧州地域」（42.9%）の順となっている。一方、金融法人では今年度も「日本」（81.3%）に回答が集中した。全体的には先進国が中心となっており、それ以外では金融法人の「アフリカ大陸」（6.3%）、年金基金の「中国」（7.1%）、「インド」（7.1%）のみの回答であった。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：73.2%、年金基金：68.9%）、「オーストラリア」（金融法人：16.9%、年金基金：44.4%）、「ドイツ」（金融法人：22.5%、年金基金：37.8%）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については、金融法人では「投資を増額」が 45.0%（前年度比+7.0 ポイント）と比率を伸ばした（図表 6-6）。

6-3. インフラ投資の重視する項目、懸念点について

図表 6-7 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：87.3%、年金基金：81.8%）、「投資地域（カントリーリスク）」（金融法人：43.0%、年金基金：61.8%）が両主体とも比率が高い。またその他にも、“解約時の

⁸ 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。

実現損益”（企業年金）、“情報量・評価方法”（地方銀行）などの意見があった。さらに投資に関する懸念事項に関しては（図表 6-9）、「流動性リスク」（金融法人：50.0%、年金基金：50.9%）、「インフラのリスクを評価できる人がいない」（金融法人：51.3%、年金基金：36.4%）の回答が目立った。また、「その他」（金融法人：2.5%、年金基金：1.8%）の意見には、“リターンのブレが大きい”（信用金庫）などが挙げられた。

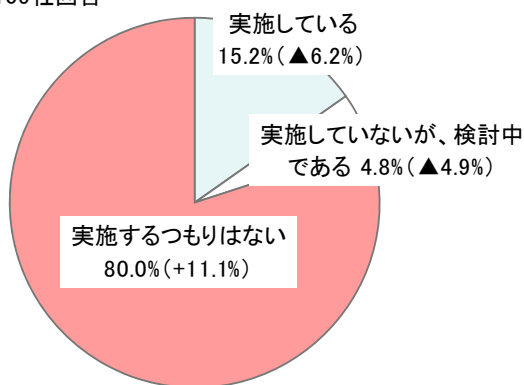
(インフラ投資：再生可能エネルギーも含む)

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？

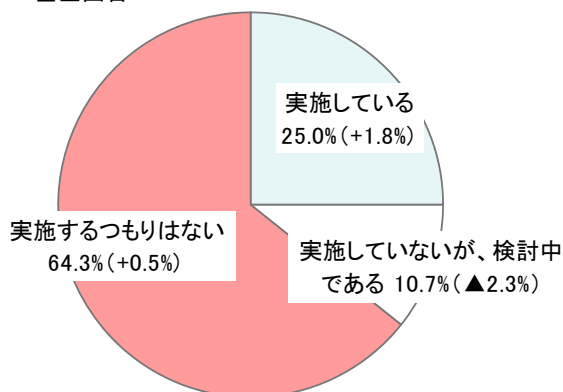
【金融法人】

105社回答



【年金基金】

56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

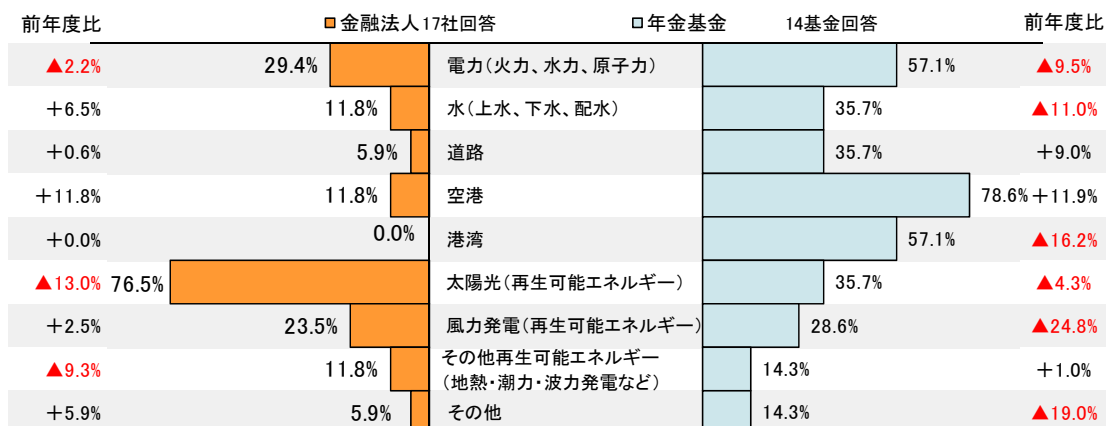
どのような種類・形態のインフラ投資を行っていますか？（複数回答可）

| 前年度比 | 金融法人 17社回答 | 年金基金 15基金回答 | 前年度比 |
|--------|---------------|----------------|-------|
| +7.8% | 41.2% | 40.0% | +2.5% |
| +18.8% | 23.5% | 60.0% | ▲2.5% |
| +11.8% | 11.8% | 13.3% | +7.1% |
| ▲26.6% | 35.3% | 0.0% | ▲6.3% |
| ▲4.8% | 0.0% | 6.7% | +6.7% |
| +1.1% | 5.9% | 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

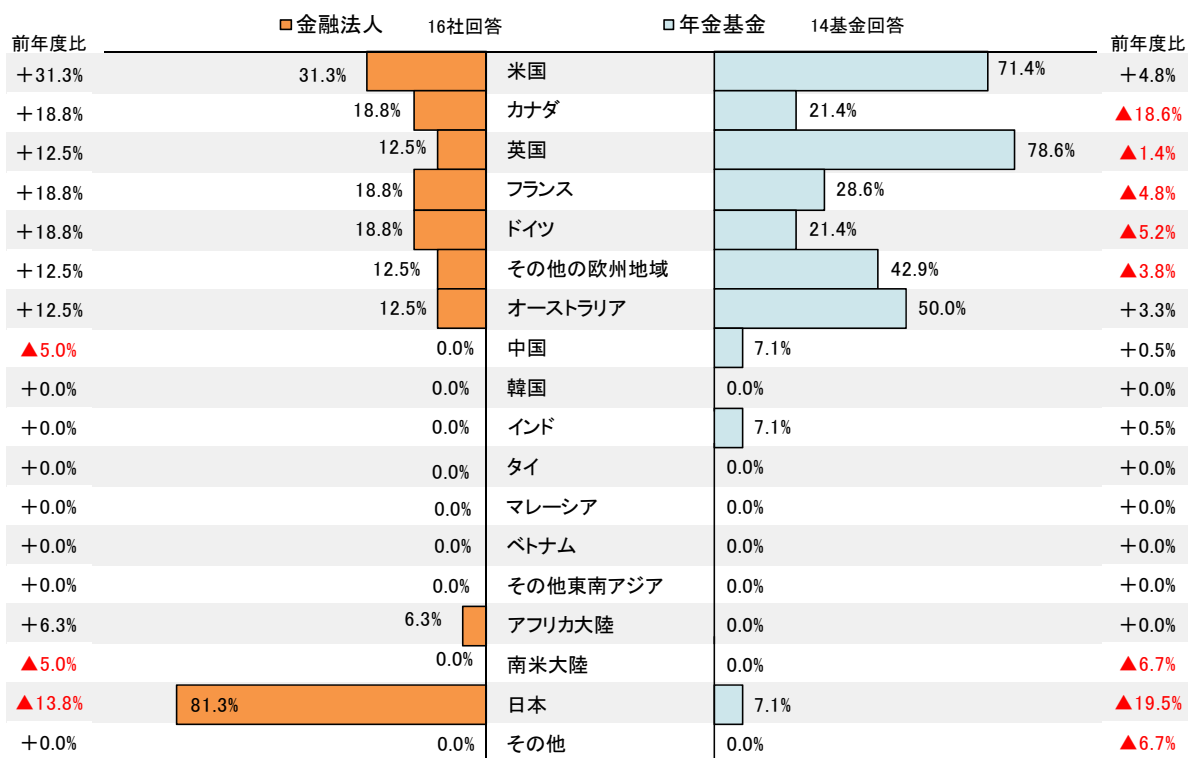
現在、投資しているセクター（施設・形式）は何ですか？（複数回答可）



(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

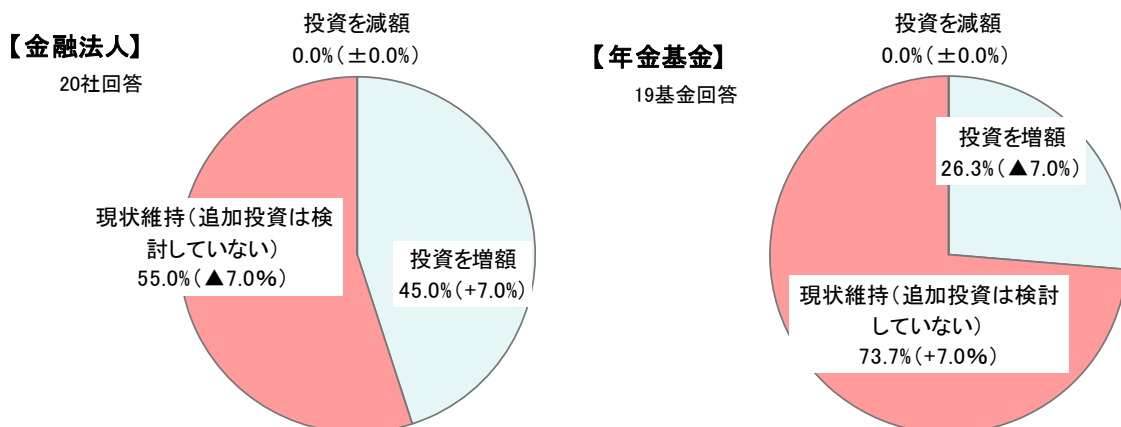
もし為替リスクがヘッジできるなら、どの地域のインフラに投資を検討されたいですか？（複数回答可）

| 前年度比 | 金融法人 71社回答 | 年金基金 45基金回答 | 前年度比 |
|--------|---------------|----------------|-------------|
| +6.1% | 73.2% | 米国 | 68.9% +3.6% |
| +4.2% | 18.3% | カナダ | 42.2% +1.4% |
| +2.2% | 8.5% | 英国 | 31.1% ▲9.7% |
| +12.2% | 16.9% | フランス | 24.4% +4.0% |
| +8.5% | 22.5% | ドイツ | 37.8% +1.0% |
| +5.6% | 5.6% | その他の欧州地域 | 15.6% +5.4% |
| +1.3% | 16.9% | オーストラリア | 44.4% +3.6% |
| ▲0.2% | 1.4% | 中国 | 4.4% +4.4% |
| +0.0% | 0.0% | 韓国 | 2.2% +0.2% |
| ▲3.9% | 7.0% | インド | 13.3% ▲3.0% |
| ▲2.5% | 8.5% | タイ | 6.7% +2.6% |
| ▲1.9% | 2.8% | マレーシア | 8.9% +4.8% |
| ▲5.1% | 4.2% | ベトナム | 11.1% +5.0% |
| +3.8% | 8.5% | その他東南アジア | 4.4% +0.4% |
| +1.4% | 1.4% | アフリカ大陸 | 6.7% +4.6% |
| +1.4% | 1.4% | 南米大陸 | 0.0% +0.0% |
| ▲13.0% | 4.2% | その他 | 0.0% ▲14.3% |

(出所) 大和総研

図表 6-6 インフラ投資へのスタンス

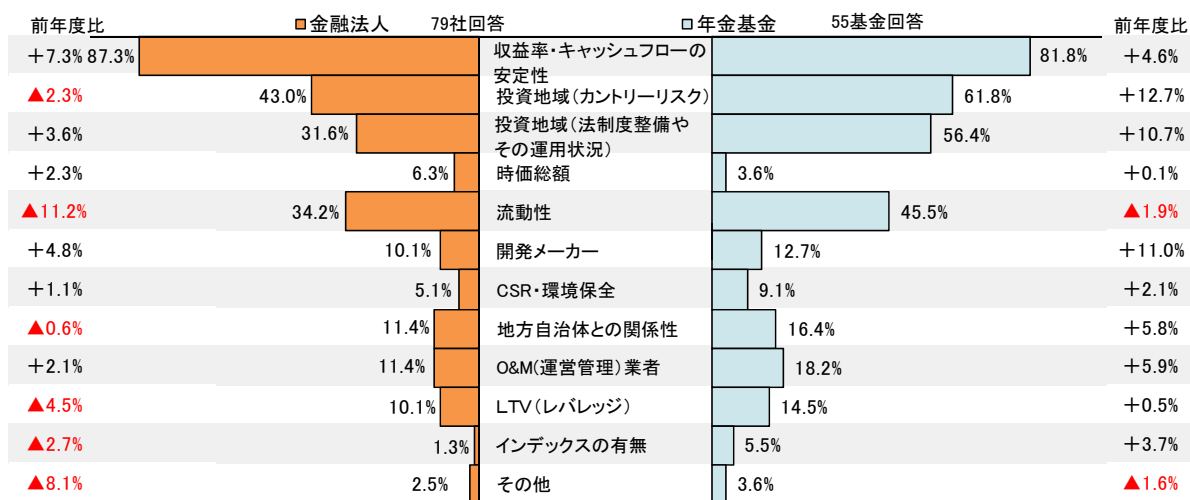
今年度のインフラ投資へのスタンス（アペタイト）をお聞かせ下さい



(出所) 大和総研

図表 6-7 インフラ投資の際に重視する項目

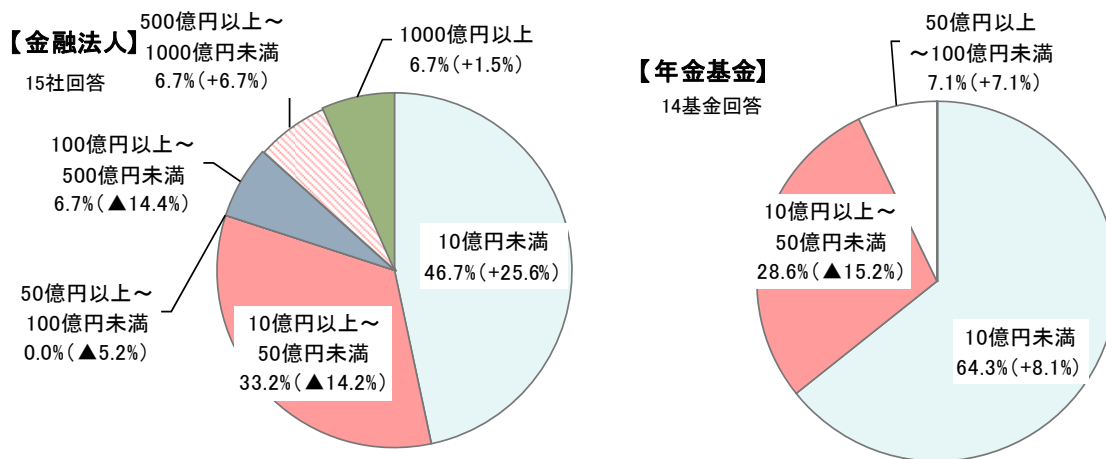
インフラ投資の際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(出所)大和総研

図表 6-8 インフラ投資への金額

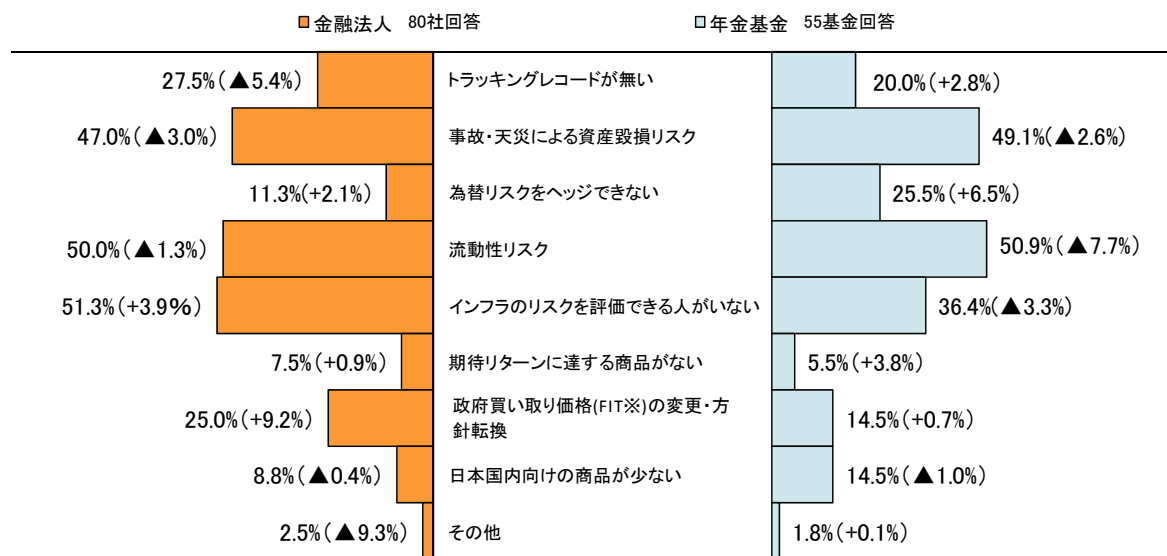
インフラ投資の金額はおおよそどの程度ですか？



(出所)大和総研

図表 6-9 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」の回答が 33.0%と前年度から+10.4 ポイント⁹の大幅な上昇となった（図表 7-1）。一方、年金基金では「実施している」の回答が 58.3%と前年度比▲11.3 ポイントと大幅に低下している。

また、ヘッジファンド投資の選択状況をみると、双方ともに「ファンドオブヘッジファンズ」（金融法人 27.6%：前年度比+5.4 ポイント、年金基金：72.7%：同+16.2 ポイント）は比率が大きく上昇している（図表 7-2）。また金融法人の「株式ロングショート」（62.1%：前年度比+12.1 ポイント）、「株式マーケットニュートラル」（65.5%：同+15.5 ポイント）も比率が大きく上昇した。一方、年金基金の「株式ロングショート」（36.4%：前年度比▲13.6 ポイント）、「マルチマネージャー」（6.1%、同▲11.3 ポイント）、「マネージドフューチャーズ」（15.2%：同▲10.9 ポイント）は大きく比率が低下している。また「その他」（年金基金：12.1%）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）や“保険商品のシングルヘッジファンド”（企業年金）、“米国債ラダーファンド”（信用金庫）等があった。

7-2. ヘッジファンドへの投資スタンス

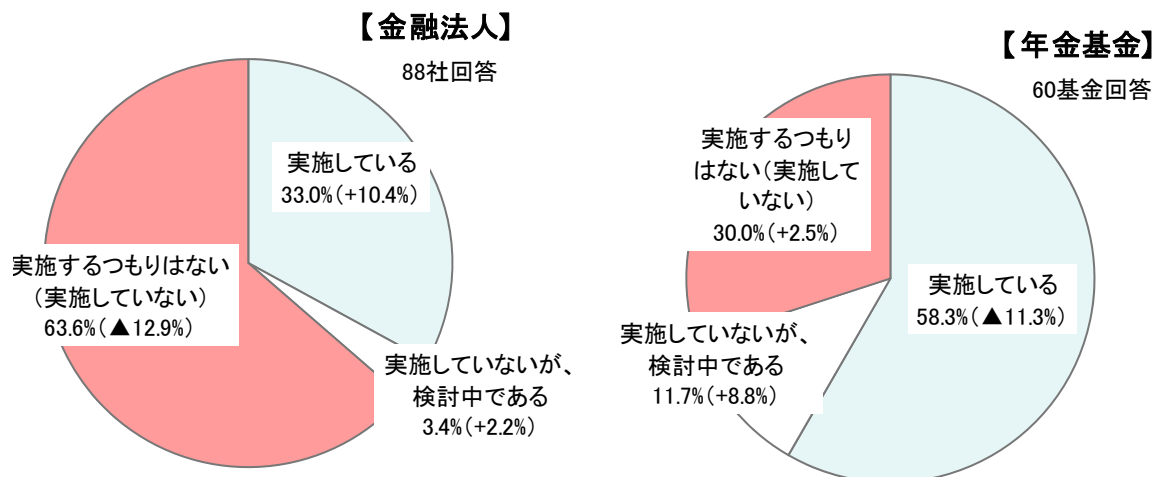
今年度のヘッジファンドへの投資スタンスは、金融法人では「投資を増額」が 37.5%で前年度比+4.2 ポイント、年金基金が 31.7%で同+1.9 ポイントとともに上昇した（図表 7-4 参照）。金融法人のヘッジファンド投資は、来年度もさらに潜在的な投資需要を示唆する結果となった。一方、年金基金は「投資を減額」（7.3%：前年度比+3.1 ポイント）も比率をやや伸ばしている。寄せられた意見の中では、“株式市場の官製相場の様子が強まったため不要”（企業年金）や“目標リターンに実績リターンが達したことがない”（厚生年金）などの声があった。

⁹ 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したい。

(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

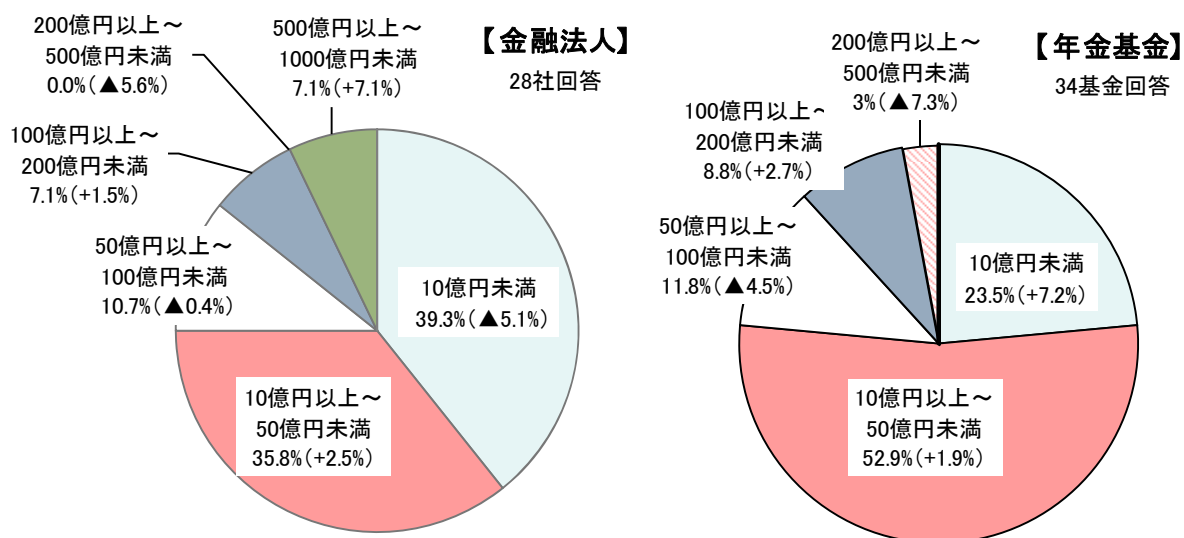
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？(複数回答可)

| 前年度比 | 金融法人 29社回答 | 年金基金 33基金回答 | 前年度比 |
|--------|------------|-------------|--------|
| +5.4% | 27.6% | 72.7% | +16.2% |
| +15.5% | 65.5% | 33.3% | +2.9% |
| +12.1% | 62.1% | 36.4% | ▲13.6% |
| ▲9.2% | 24.1% | 36.4% | ▲0.6% |
| ▲3.7% | 24.1% | 36.4% | ▲0.6% |
| +2.7% | 13.8% | 15.2% | ▲10.9% |
| ▲5.6% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +3.4% | 3.4% | 3.0% | ▲5.7% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +1.3% | 6.9% | 6.1% | ▲11.3% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | ▲4.3% |
| +3.4% | 3.4% | 3.0% | ▲1.3% |
| +6.9% | 6.9% | 0.0% | ▲4.3% |
| +3.4% | 3.4% | 12.1% | ▲0.9% |

(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？

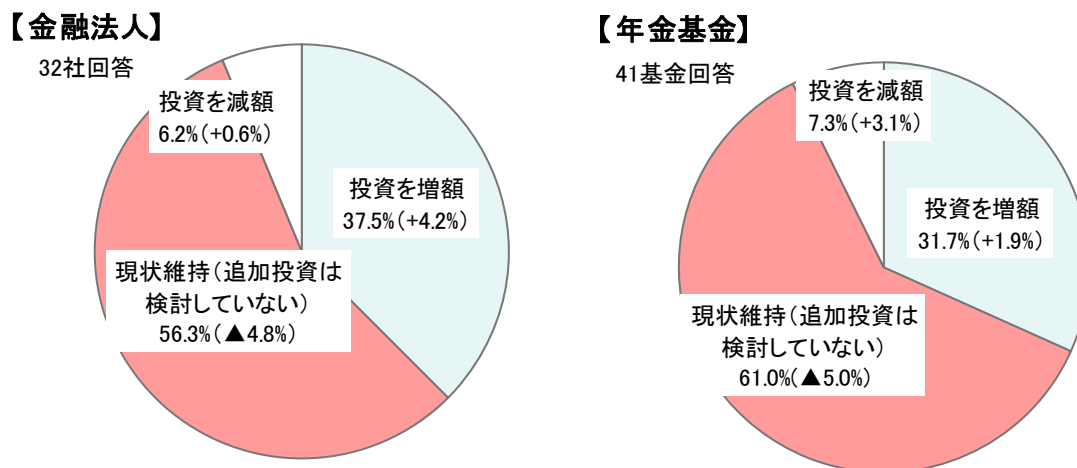


(注) 括弧内は前年度比増減

(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▲0.3ポイント（86.5%）と若干低下し、年金基金においては、同+2.4ポイント（31.0%）とわずかながら上昇した（図表 8-1）。両主体の商品別の選択状況を確認すると（図表 8-2）、年金基金では、「国内私募 REIT」（61.1%：前年度比+1.1ポイント）の割合が昨年度と変わらず高い一方、「海外 REIT」（16.7%：同▲13.3ポイント）の比率が大きく低下している。一方、金融法人では、「J-REIT」（96.1%：前年度比+0.2ポイント）の比率が、例年と変わらず圧倒的に大きい。次に「国内私募 REIT」（46.1%：前年度比▲3.2ポイント）が続くが、若干ではあるが昨年より低下している。ただ、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¹⁰が出されているため、比率は昨年度並みに大きい。また、「国内不動産私募ファンド」（金融法人 9.2%：前年度比▲5.9ポイント、年金基金 22.2%：同▲7.8ポイント）は双方ともに一定程度比率を落とした。

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

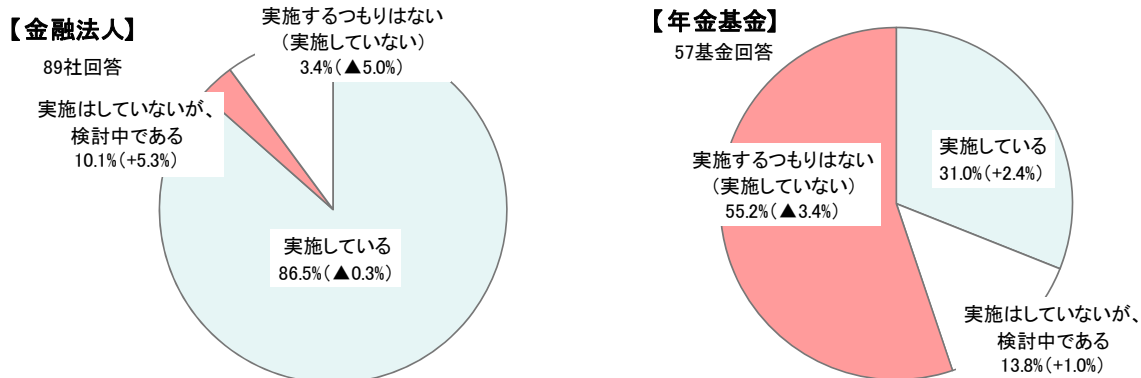
また、今年度の不動産投資のスタンスを見ると、REIT 投資は、年金基金で「投資を増額」が大幅に上昇し（36.4%：前年度比+32.2ポイント）、金融法人でもやや上昇した（55.7%：同+6.4ポイント）（図表 8-6）。一方、不動産私募ファンドへの投資スタンスでは、年金基金で「現状維持（追加投資は検討していない）」の割合が大きく上昇したが（81.0%：同+17.8ポイント）、金融法人では回答の割合に昨年からの大きな変動は見られなかった（図表 8-7）。寄せられた意見の中には“インカムゲイン重視のために投資を増加させる”（信用金庫）や、“期待利回りの割にリスクが大きすぎるため減額する”（信用金庫）などがあつた。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。「どちらかと言えば割高」の割合が金融法人、年金基金ともに上昇し、双方ともに最も大きな割合を占めていることが分かる（金融法人 45.3%：前年度比+11.2ポイント、年金基金：44.8%：同+7.3ポイント）。一方、「どちらかと言えば割安」（金融法人 15.1%：前年度比▲6.8ポイント、年金基金 3.4%：同▲4.4ポイント）の比率は双方低下した。両主体ともに、不動産価格の見通しは割安から割高へと反転している。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、双方ともに「緩やかながら回復する」（金融法人 36.0%：前年度比▲33.1ポイント、年金基金 22.8%：同▲9.5ポイント）が大きく低下する一方、「緩やかながら失速する」（金融法人 19.8%：同+17.3ポイント、年金基金 28.1%：同+15.8ポイント）が大きく上昇した。不動産賃貸市場の見通しもネガティブな方向に反転している様子が示された。

10 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つた。

(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 76社回答 | 年金基金 18基金回答 | 前年度比 |
|-------|---------------|----------------------|--------|
| +0.2% | 96.1% | J-REIT 16.7% | ▲3.3% |
| ▲3.2% | 46.1% | 国内私募REIT 61.1% | +1.1% |
| ▲5.9% | 9.2% | 国内不動産私募ファンド 22.2% | ▲7.8% |
| +8.8% | 17.1% | 海外REIT 16.7% | ▲13.3% |
| ▲1.4% | 1.3% | 海外不動産私募ファンド 11.1% | ▲3.9% |
| +1.3% | 1.3% | その他 5.6% | +5.6% |

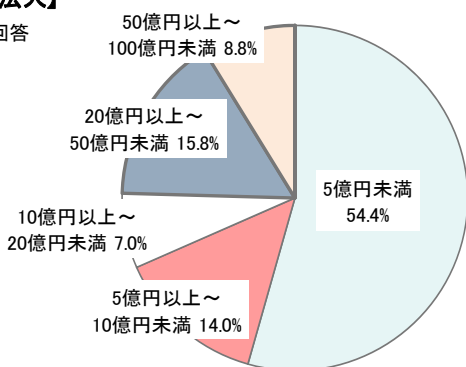
(出所) 大和総研

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？

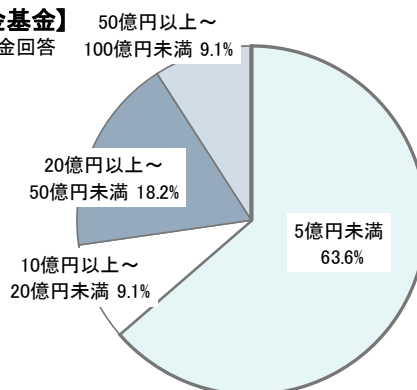
【金融法人】

57社回答



【年金基金】

11基金回答



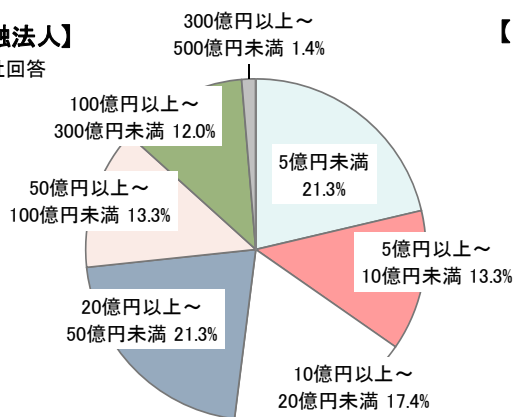
(出所) 大和総研

図表 8-4 REITへの投資額

REIT（国内外）への投資額はおよそどの程度ですか？

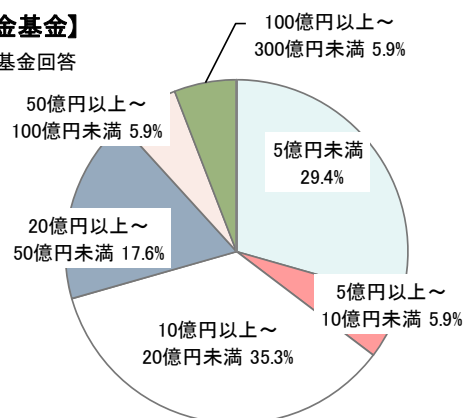
【金融法人】

75社回答



【年金基金】

17基金回答



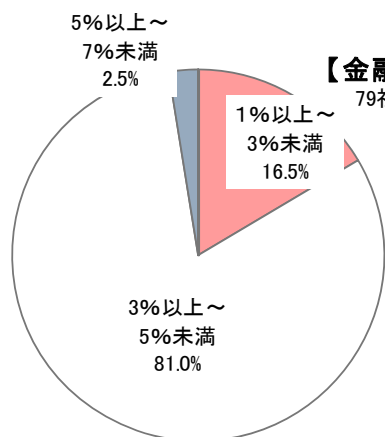
(出所) 大和総研

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？

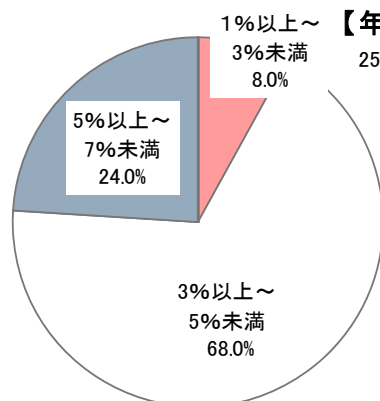
【金融法人】

79社回答



【年金基金】

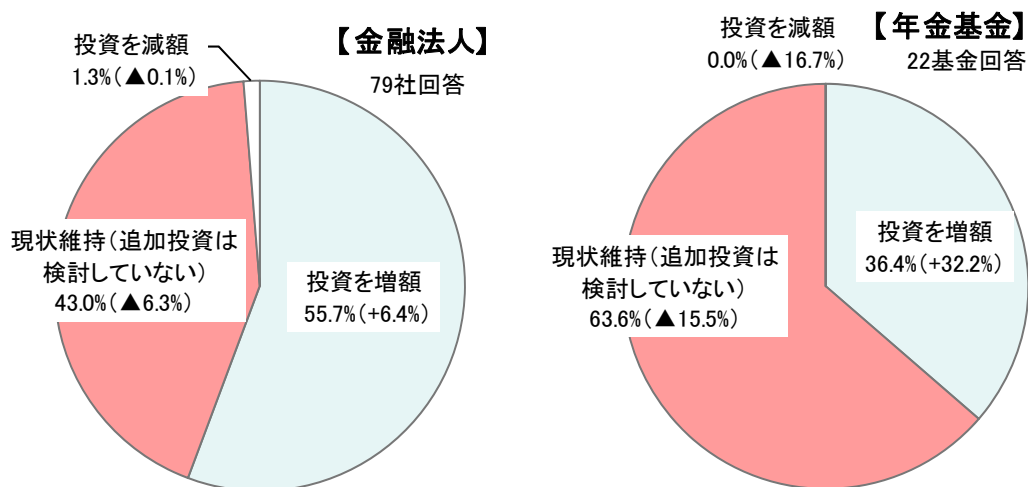
25基金回答



(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

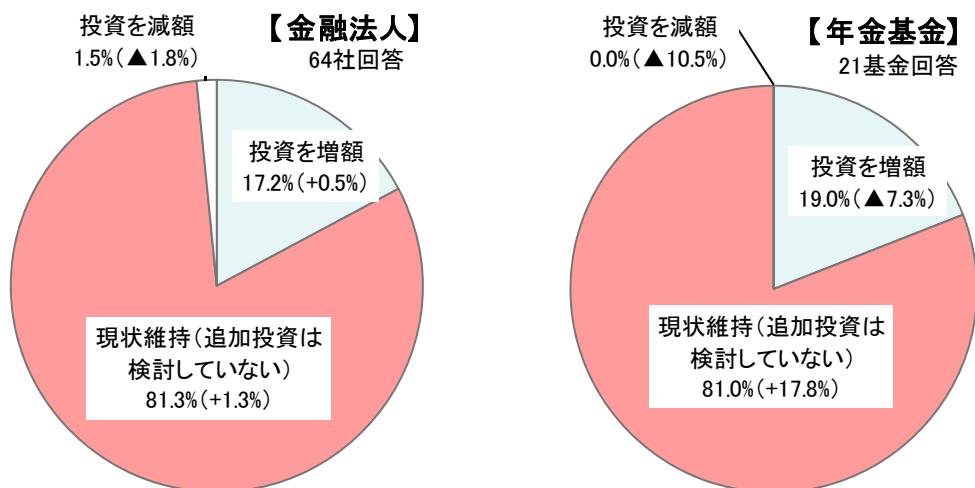


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

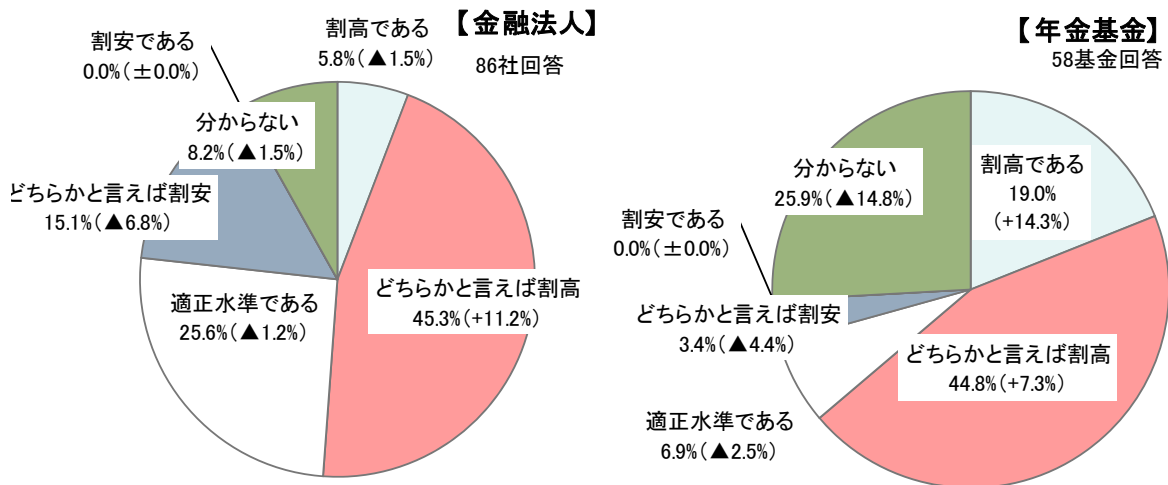


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

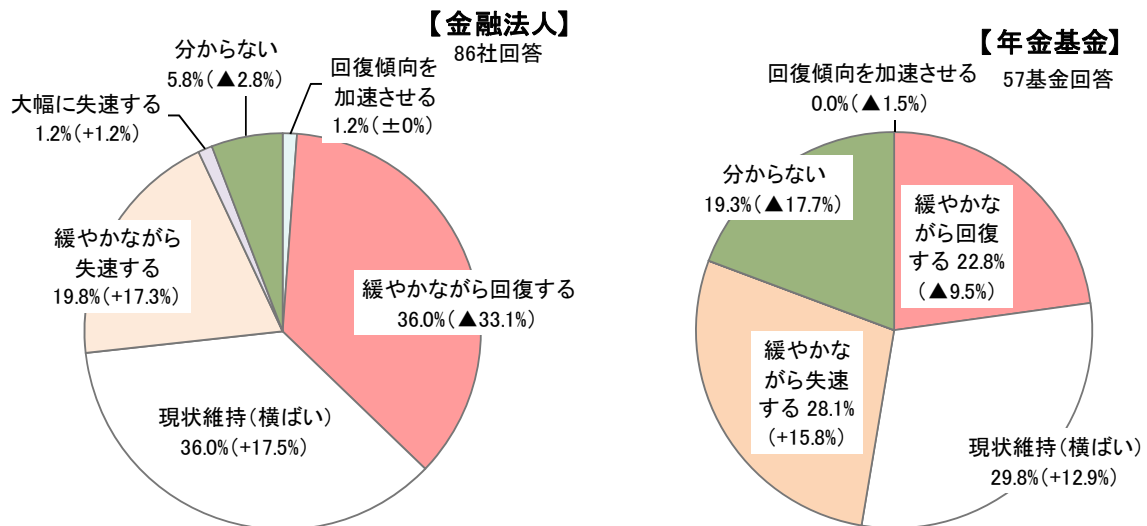


(注) 括弧内は前年度比増減

(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」との割合が双方ともにわずかながら上昇していることがわかる（金融法人 21.3%：前年度比+2.0 ポイント、年金基金 21.7%：同+3.1 ポイント）¹¹。また、「実施していないが、検討中である」（金融法人 3.4%：前年度比+1.0 ポイント、年金基金：8.3%：同+1.2 ポイント）の割合も上昇している（図表 9-1）。

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」（73.7%：前年度比+13.7 ポイント）や、「国内ファンドオブファンズ」（10.5%：同+10.5 ポイント）の比率が大きく上昇した。その反面、「国内バイアウト」（52.6%：前年度比▲14.0 ポイント）の比率が大きく低下している。年金基金では「国内バイアウト」（33.3%：前年度比▲5.2 ポイント）、「国内ディストレス」（33.3%：前年度比+10.2 ポイント）、「海外ファンドオブファンズ」（33.3%：同▲5.1 ポイント）等の比率は大きいものの、総じて低下している。また「国内ベンチャーキャピタル」（8.3%：前年度比▲7.1 ポイント）は今年も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、未だ日本の年金基金に浸透していない様子が示された。

9-2. プライベートエクイティ投資へのスタンス

バイアウトファンドへの投資スタンス（図表 9-4）は、金融法人では「投資を増額」の割合が大きく低下している一方で、年金基金では上昇していることがわかる（金融法人 14.3%：前年度比▲25.7 ポイント、年金基金：14.3%、同+8.1 ポイント）。一方、ディストレスファンドへの投資スタンスは、「現状維持（追加投資は検討していない）」との回答が、双方ともに 100%に達した（図表 9-5）。

11 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承願したい。

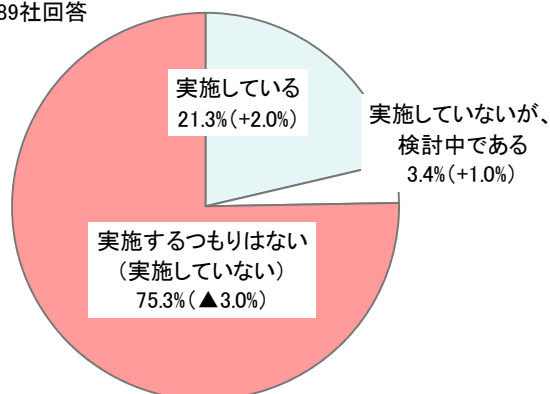
(プライベートエクイティ投資)

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？

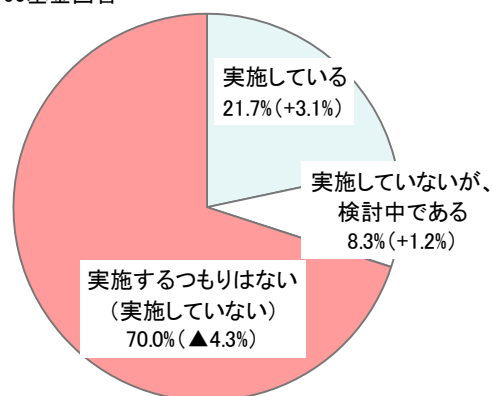
【金融法人】

89社回答



【年金基金】

60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

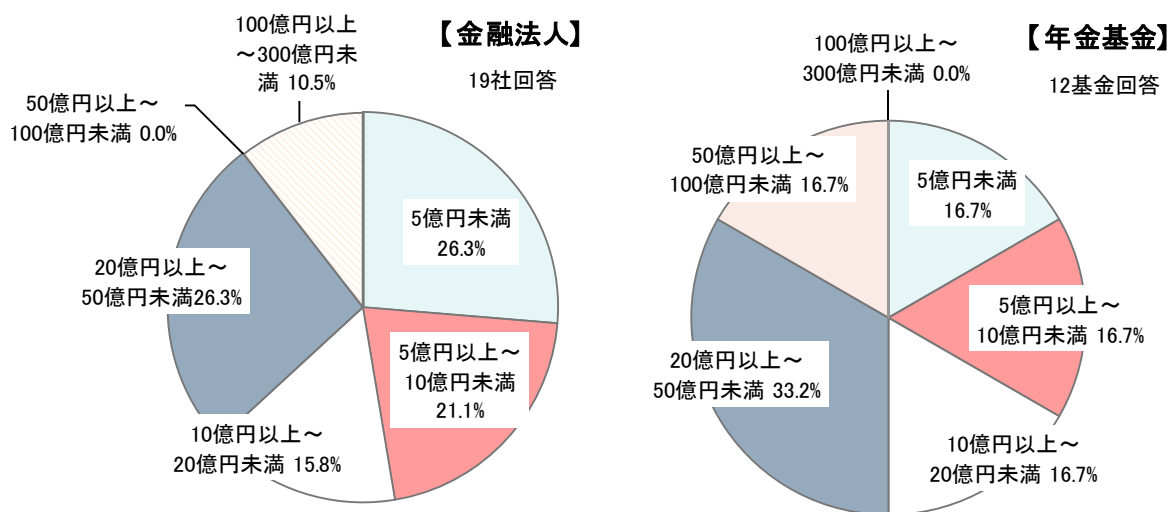
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？（複数回答可）

| 前年度比 | 金融法人 19社回答 | 年金基金 12基金回答 | 前年度比 |
|--------|---------------|----------------|--------|
| +13.7% | 73.7% | 8.3% | ▲7.1% |
| ▲1.4% | 5.3% | 16.7% | ▲6.3% |
| ▲14.0% | 52.6% | 33.3% | ▲5.2% |
| ▲1.4% | 5.3% | 16.7% | ▲14.1% |
| +5.3% | 5.3% | 33.3% | +10.2% |
| +0.0% | 0.0% | 16.7% | ▲6.3% |
| +10.5% | 10.5% | 0.0% | ▲15.4% |
| ▲1.4% | 5.3% | 33.3% | ▲5.1% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| ▲1.4% | 5.3% | 8.3% | +8.3% |

(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

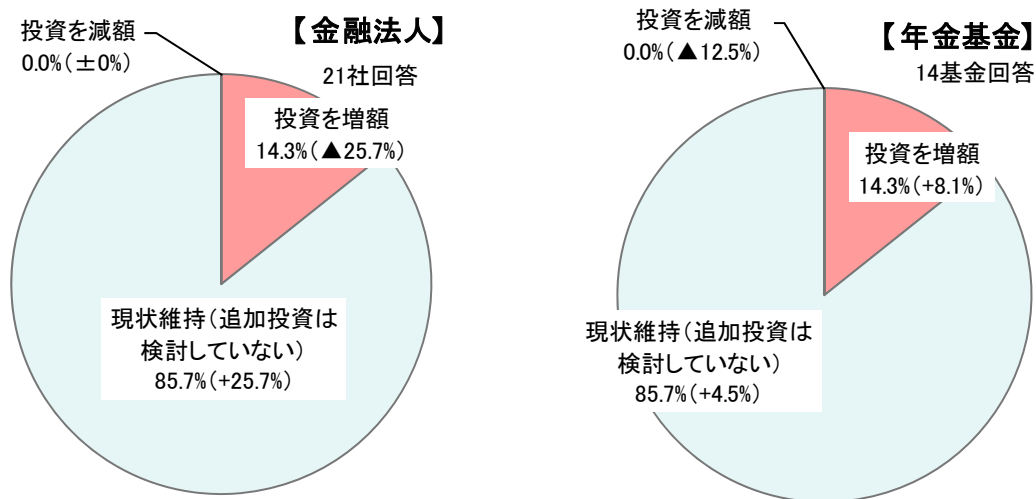
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

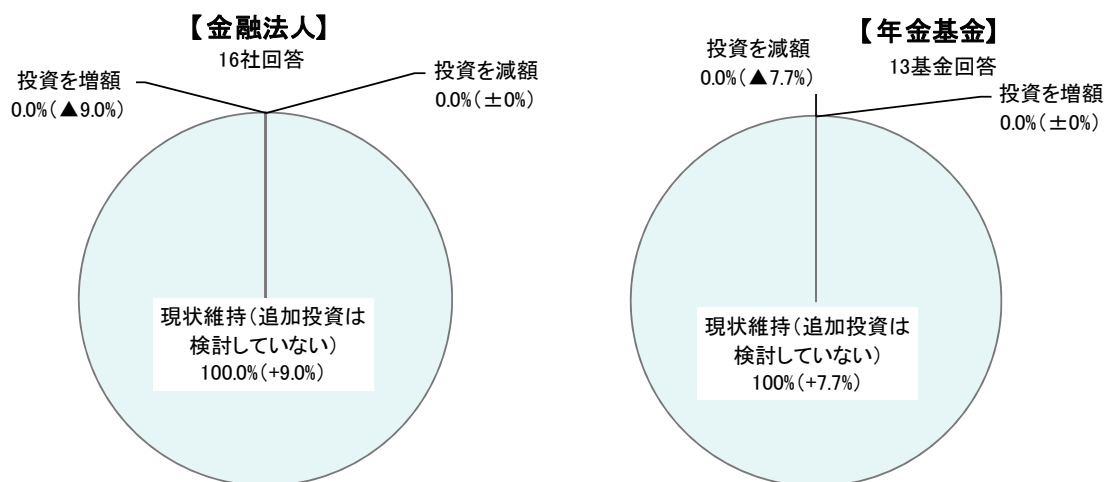


(注) 括弧内は前年度比増減

(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、金融法人では低下し（51.7%：前年度比▲5.1ポイント）、年金基金（15.0%：前年度比+3.4ポイント）では僅かではあるが上昇している（図表 10-1）。各商品の個別選択状況では、双方とも「ハイブリッド証券」が比率を大きく上昇させている（金融法人：26.1%、年金基金：33.3%、それぞれ前年度比+13.0ポイント、同+20.8ポイント）（図表 10-2）。また金融法人の仕組債（82.6%：前年度比+4.3ポイント）は、昨年度からさらに比率を上昇させ、今年度も最も比率が高い。また近年、上昇が目立った年金基金の「LB0 ローン(バンクローン）」（44.4%：前年度比▲18.1ポイント）は、今年度は大きく低下した。

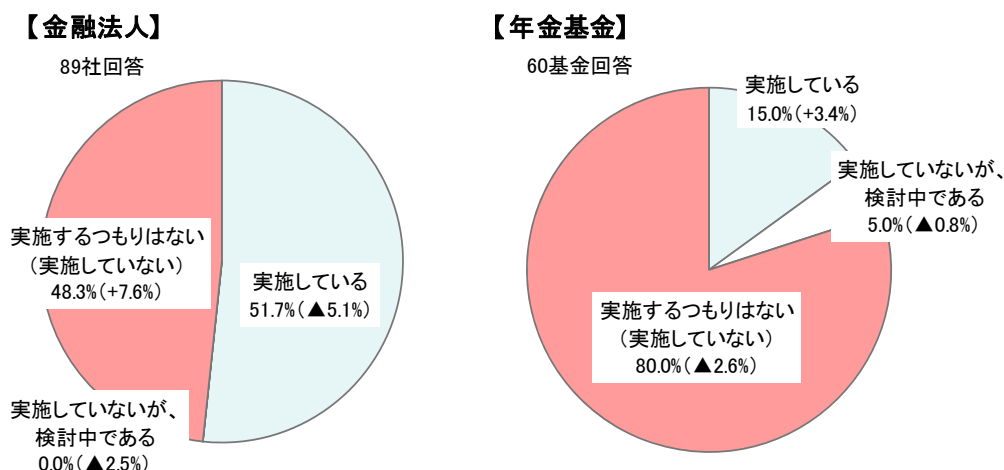
10-2. 今後投資を検討しているクレジット・ストラクチャード投資

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)」(77.3%：前年度比+13.9ポイント)、「RMBS」(36.4%：同+12.0ポイント)、年金基金では「永久劣後債・劣後ローン(国内・海外)」(45.5%：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 9基金回答 | 前年度比 |
|--------|---------------|------------------------|-------|
| +4.3% | 82.6% | 仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等) | 0.0% |
| +0.0% | 4.3% | LBOローン(バンクローン) | 44.4% |
| +0.0% | 2.2% | LBOメザニン | 0.0% |
| +4.3% | 37.0% | 優先出資証券・優先株(国内・海外) | 44.4% |
| +6.6% | 60.9% | 期限付劣後債・劣後ローン(国内・海外) | 22.2% |
| +4.3% | 30.4% | 永久劣後債・劣後ローン(国内・海外) | 11.1% |
| +13.0% | 26.1% | ハイブリッド証券 | 33.3% |
| +2.1% | 47.8% | RMBS | 0.0% |
| +2.1% | 4.3% | CMBS | 0.0% |
| ▲2.2% | 2.2% | CLO | 0.0% |
| +0.0% | 0.0% | キャッシュ型CDO | 11.1% |
| +2.2% | 2.2% | シンセティックCDO | 0.0% |
| +23.9% | 26.1% | フレディーマック・ファニーメイ・ジニーメイ | 0.0% |
| ▲2.2% | 0.0% | その他 | 0.0% |

(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

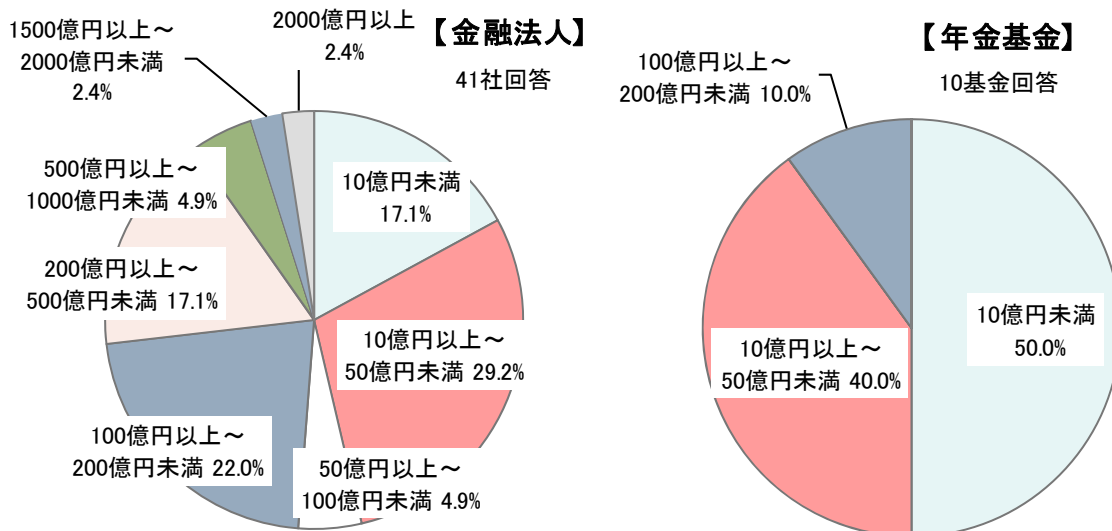
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

| 前年度比 | 金融法人 44社回答 | 年金基金 11基金回答 | 前年度比 |
|--------|---------------|----------------|--------|
| +13.9% | 77.3% | 0.0% | +0.0% |
| ▲2.6% | 2.3% | 9.1% | ▲9.1% |
| +2.1% | 4.5% | 9.1% | +0.0% |
| +15.8% | 18.2% | 9.1% | ▲9.1% |
| +23.5% | 45.5% | 27.3% | +9.1% |
| +10.0% | 29.5% | 45.5% | +36.4% |
| +8.3% | 20.5% | 18.2% | +0.0% |
| +12.0% | 36.4% | 9.1% | ▲9.1% |
| +4.5% | 4.5% | 9.1% | ▲9.1% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +0.0% | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +24.6% | 29.5% | 27.3% | +27.3% |
| +2.0% | 4.5% | 0.0% | ▲36.4% |

(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. 新興国地域への投資

1 1-1. 新興国地域への投資状況について

新興国地域への投資を「実施している」と回答した割合をみると、金融法人が 14.6%で前年度比+0.8 ポイント、年金基金が 35.6%で同+3.3 ポイントと微増傾向にあることが分かる（図表 11-1）。中国市場のバブル崩壊の懸念に加えて、トルコでの「イスラム国」等によるテロ、米国利上げなど新興国に悪条件が重なったにもかかわらず、（近年の世界経済のゆるやかな成長に加えて）金融緩和政策の継続などが、投資環境にプラスの要因となった模様だ。また OPEC（石油輸出機構）の石油増産凍結合意なども、石油産出国の新興国の投資環境にポジティブに働く可能性が高い。

1 1-2. 新興国地域への投資・検討地域について

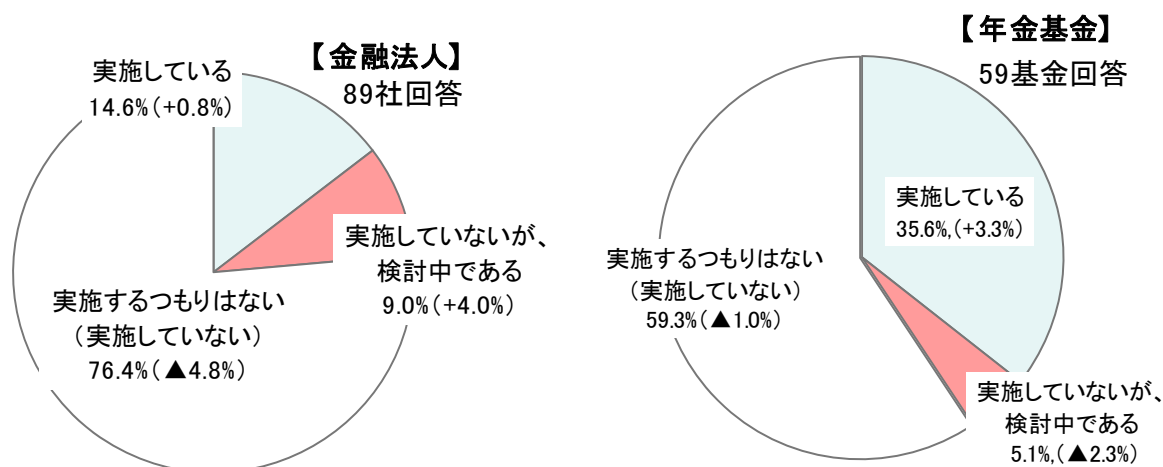
投資地域別に見てみると、前年度と同様に年金基金では、「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資¹²」（70.0%）が最も高率となっている（図表 11-2）。個別地域での選択よりインデックスを活用する年金基金の傾向に大きな変化は見られていない。その他の意見の中にも、他のエマージングインデックスを利用して新興国投資を行っているという回答が散見された。また金融法人では「インドネシア」（53.8%、前年度比+20.5 ポイント）に続き「マレーシア」（46.2%：同+4.5 ポイント）が最も回答を集めた。前年度のアンケートで、今後投資を検討する国で首位であったマレーシアは、着実に投資が進んでいるようだ。さらに「フィリピン」（38.5%：前年度比+13.5 ポイント）や、オリンピックが開催された「ブラジル」（38.5%：同+38.5 ポイント）なども大きく比率が上昇している。年金基金においても「ブラジル」（20.0%：前年度比+6.4 ポイント）は上昇しており、オリンピック開催が投資にプラスに寄与した可能性も高い。一方、金融法人で前年度から比率を落としたのは、「中国（含む香港）」（15.4%：前年度比▲17.9 ポイント）や「その他アセアン諸国」（7.7%：同▲9.0 ポイント）、「北アフリカ地域」（0.0%：同▲8.3 ポイント）等であった。また、金融法人が今後投資を検討する国は「インド」（50.0%：前年度比+19.3 ポイント）、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」（72.2%：同+9.1 ポイント）が最も高率となった（図表 11-5）。

¹² 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。

(新興国地域投資)

図表 1 1-1 新興国地域への投資状況

現在、新興国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 1 1-2 新興国地域への地域別投資状況

現在どのような新興国地域に投資をしていますか？ (複数回答可)

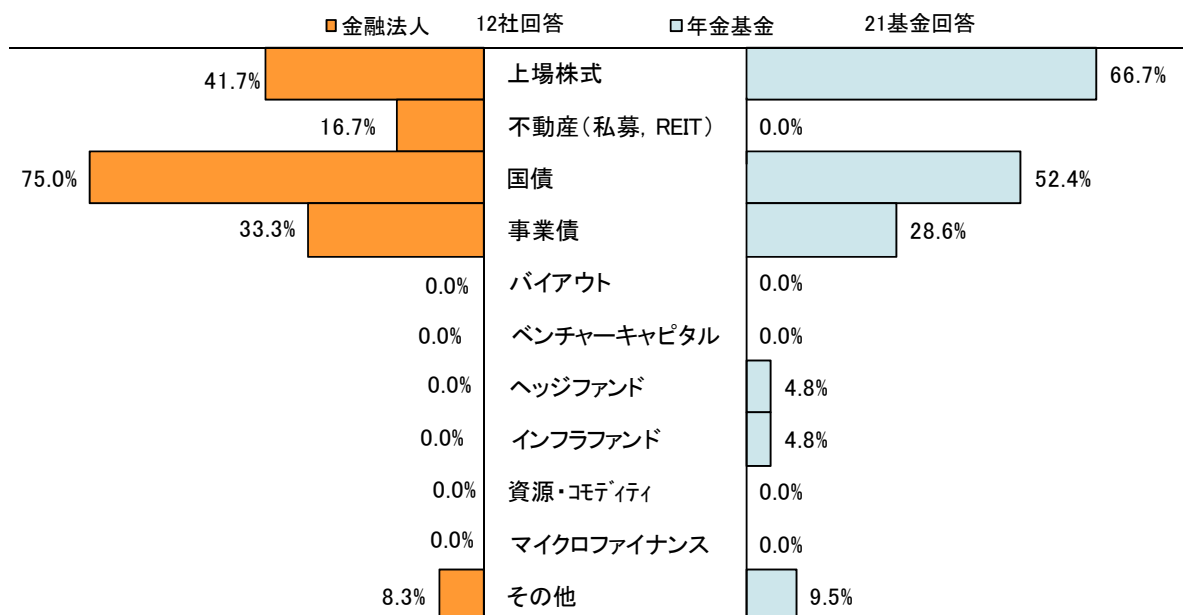
| 前年度比 | 金融法人 | 89社回答 | 年金基金 | 59基金回答 | 前年度比 |
|--------|-------|-----------------------------|-------|--------|-------|
| ▲17.9% | 15.4% | 中国(含む香港) | 20.0% | 20.0% | +1.8% |
| +14.1% | 30.8% | 韓国 | 15.0% | 15.0% | ▲3.2% |
| ▲1.9% | 23.1% | インド | 20.0% | 20.0% | +1.8% |
| ▲1.9% | 23.1% | タイ | 10.0% | 10.0% | +0.9% |
| +6.4% | 23.1% | ベトナム | 0.0% | 0.0% | ▲9.1% |
| +20.5% | 53.8% | インドネシア | 15.0% | 15.0% | +1.4% |
| +4.5% | 46.2% | マレーシア | 10.0% | 10.0% | +0.9% |
| +13.5% | 38.5% | フィリピン | 5.0% | 5.0% | ▲8.6% |
| ▲9.0% | 7.7% | その他アセアン諸国 | 10.0% | 10.0% | +0.9% |
| +14.7% | 23.1% | トルコ | 5.0% | 5.0% | ▲4.1% |
| +23.1% | 23.1% | 南アフリカ共和国 | 10.0% | 10.0% | +0.9% |
| +38.5% | 38.5% | ブラジル | 20.0% | 20.0% | +6.4% |
| +7.7% | 7.7% | ロシア | 10.0% | 10.0% | ▲3.6% |
| ▲8.3% | 0.0% | 北アフリカ地域 | 0.0% | 0.0% | +0.0% |
| +0.0% | 0.0% | 中央アジア(カザフスタン等) | 5.0% | 5.0% | +5.0% |
| +15.4% | 15.4% | MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資 | 70.0% | 70.0% | ▲2.7% |
| ▲25.6% | 7.7% | その他 | 15.0% | 15.0% | ▲3.2% |

(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 1 1-3 新興国地域への商品別投資状況

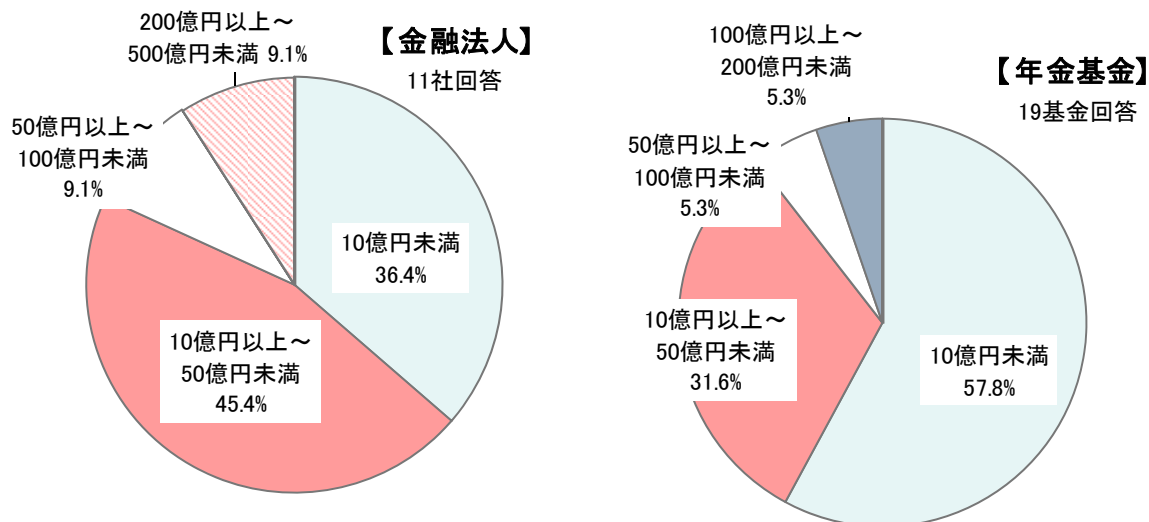
現在どのような新興国地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 1 1-4 新興国地域への投資額

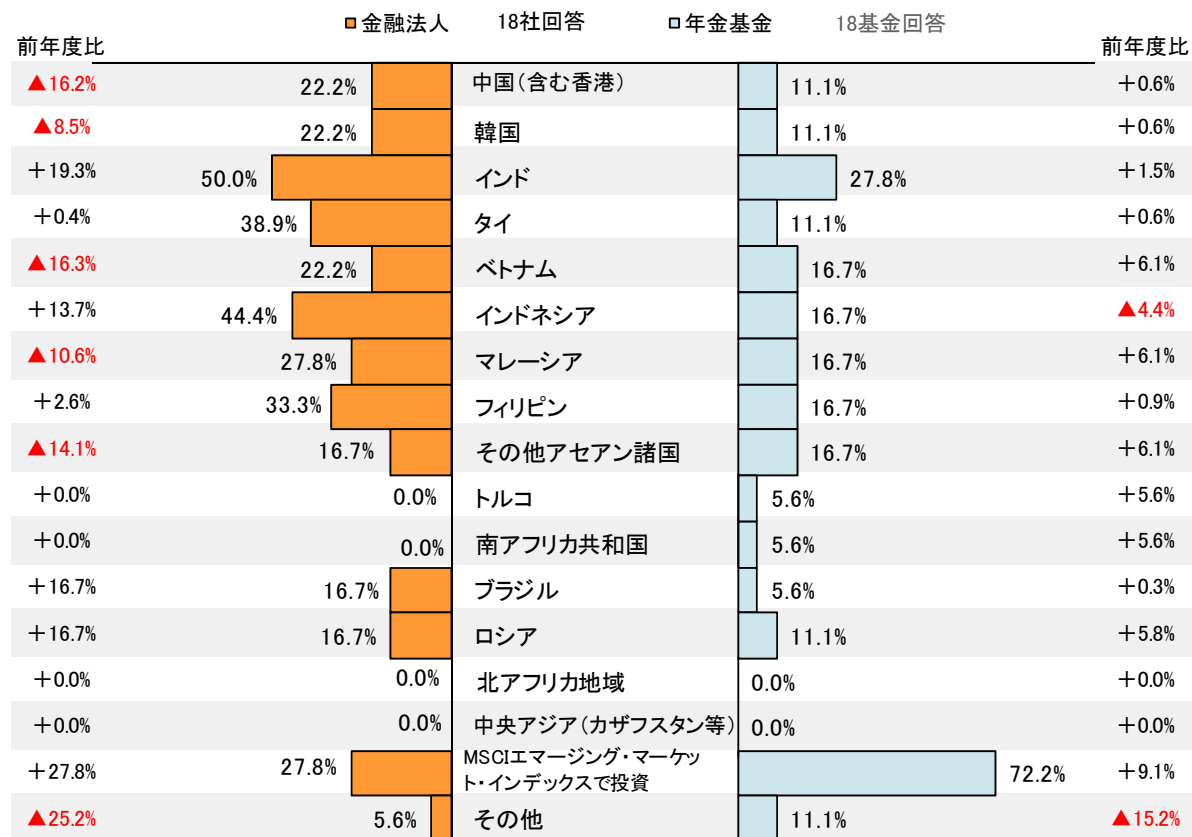
新興国地域への投資額はおよそどの程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 1-5 新興国地域への地域別投資検討状況

今後は、新興国地域のどの国・地域に投資を検討していますか？（複数回答可）



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

(出所) 大和総研

12. ESG 投資、PRI (国連責任投資原則)、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

12-1. 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、うまく機能している。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・コードが策定されて実施され、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 12-1 は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」(83.3%、前年度比▲11.9ポイント)の比率が低下しているものの、(発行体側での)認知度は非常に高いことがわかる。ただ、年金基金では54.2%(前年度比▲9.6ポイント)、金融法人の市場金融部門では32.9%(前年度比▲0.8ポイント)と、認知度が伸び悩んでいることがわかる。また実際のスチュワードシップ・コードの導入実績(図表 12-3)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」(金融法人 13.0%:前年度比+8.9ポイント、年金基金 3.4%:同▲2.7ポイント)と昨年の状況から著しい変化は生まれていない。

さらに図表 12-4、図表 12-5 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。コーポレートガバナンス・コードでは「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:48.6%、年金基金:56.3%)、スチュワードシップ・コードでは「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:50.7%、年金基金:58.3%)と、双方ともに時間をかけて作成した割に、対応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。

12-2. 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。

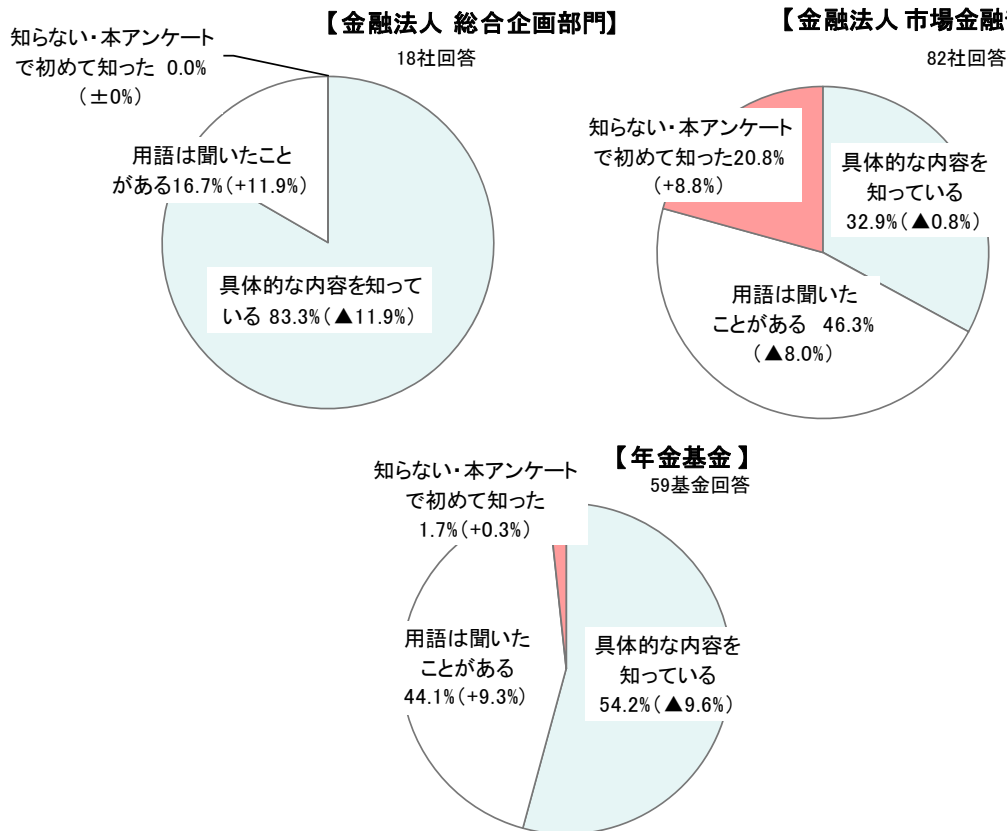
図表 12-6 は、国連責任投資原則の存在自体を認識し、署名等の具体的な行動をとっているかを確認する設問となっている。金融法人では「すでに署名している」が 4.8%、「署名するための準備中」1.9%と僅かではあるが上昇しており、少しずつではあるが PRI の実施の裾野が広がっている。一方、年金基金では「すでに署名している」、「署名するか検討中」ともにゼロ回答であった。また ESG 課題を投資分析や意思決定のプロセスに組み込んでいるかの設問（図表 12-7）に対しては、「すでに組込んでいる」（1.0%）が金融法人で僅かながら存在しているが、年金基金はゼロ回答であった。ただ「ESG 課題を組み込むことを検討中」は金融法人で 2.0%、年金基金で 7.0%の回答となり、僅かではあるが、ESG 投資への前向きな姿勢が垣間見られた。

また図表 12-8 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 16.2%（前年度比+6.5 ポイント）、年金基金では 19.0%（前年度比▲3.2 ポイント）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：6.1%、年金基金：12.0%）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 1 2-1 スチュワードシップ・コードの認知度

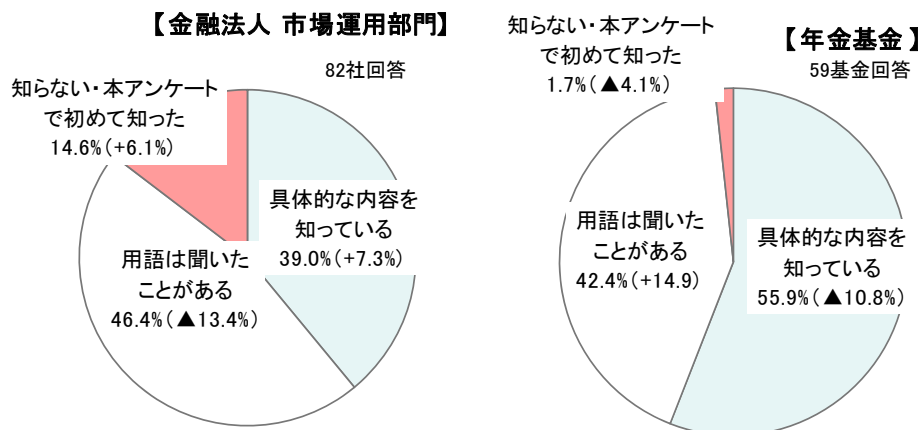
英国等の事例にならない日本においてスチュワードシップ・コードが制定されていることを知っていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 1 2-2 日本におけるコーポレートガバナンス・コードの認知度

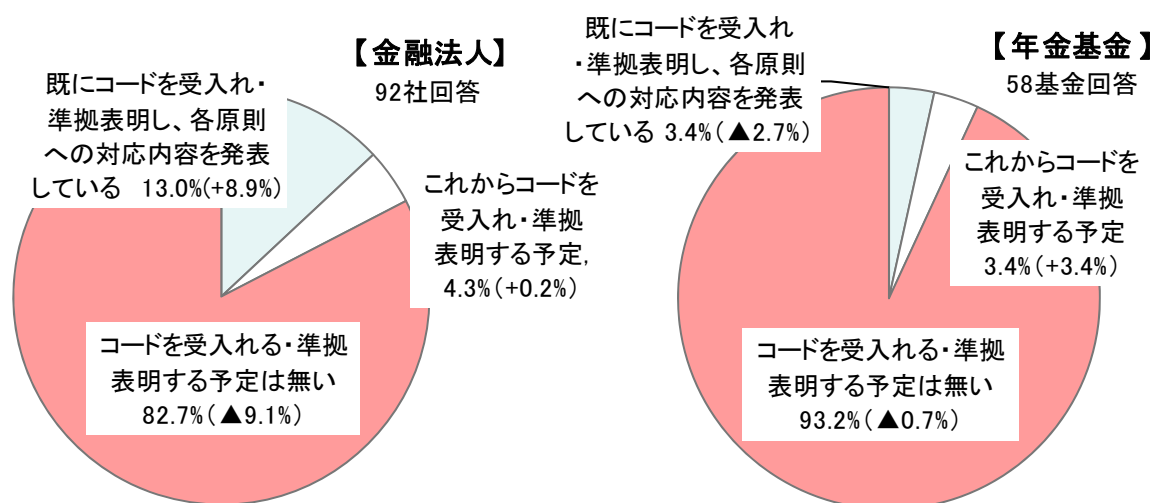
英国等の事例にならない、日本の上場企業においてコーポレートガバナンス・コードが導入されたことを知っていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 1 2-3 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・コードを受入れて（コードに対する準拠表明）いますか？



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 1 2-4 コーポレートガバナンス・コードに対する懸念点

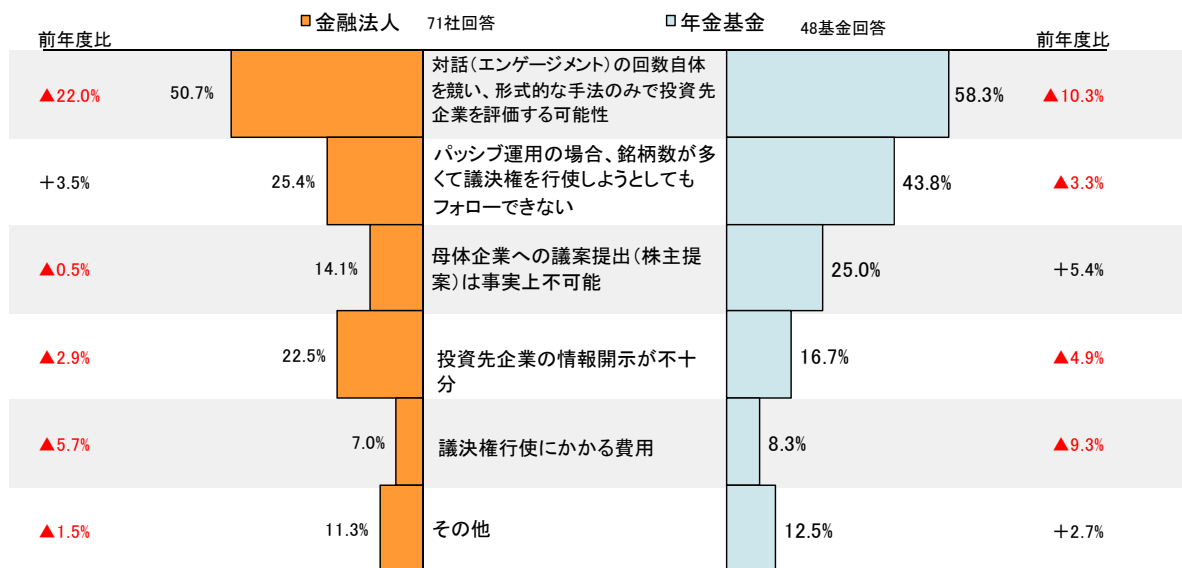
日本版コーポレートガバナンス・コードの懸念点は何ですか？（複数回答可）

| 前年度比 | 金融法人 70社回答 | 年金基金 48基金回答 | 前年度比 |
|-------|------------|-------------|--------|
| +7.2% | 48.6% | 56.3% | ▲4.1% |
| ▲6.2% | 27.1% | 50.0% | +16.0% |
| +9.6% | 24.3% | 16.7% | ▲4.1% |
| ▲6.2% | 7.1% | 10.4% | ▲0.9% |
| ▲5.2% | 41.4% | 45.8% | ▲1.3% |
| ▲4.9% | 7.1% | 8.3% | +2.7% |

(出所) 大和総研

図表 1 2-5 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）

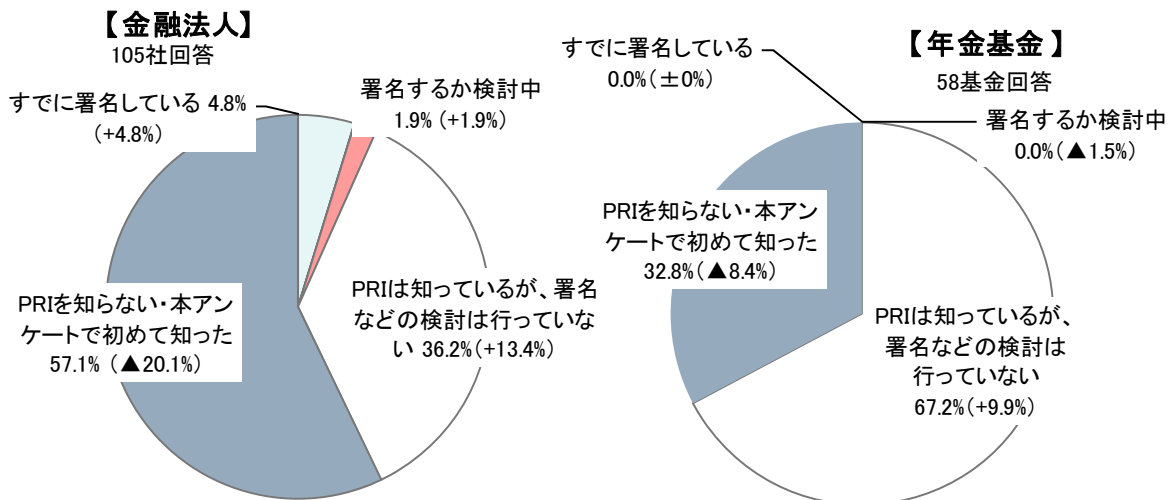


(出所) 大和総研

国連責任投資原則（PRI）、ESG投資

図表 1 2-6 日本における国連責任投資原則（PRI）の認知度

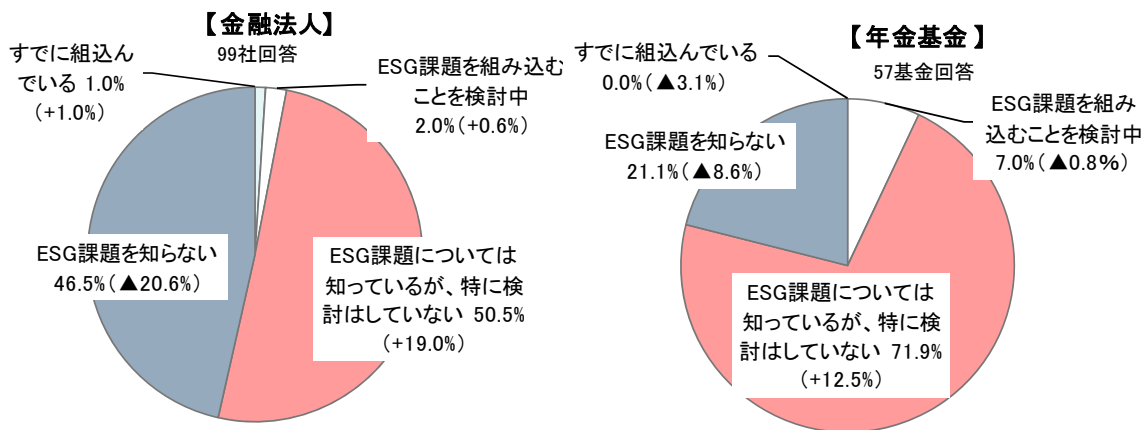
国連責任投資原則をご存知ですか？（複数回答可）



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 1 2-7 ESG課題の利用

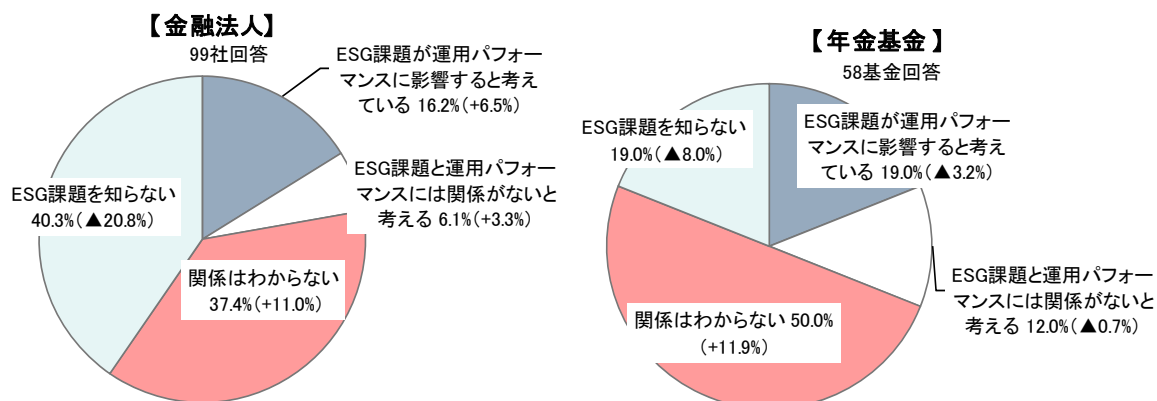
ESG課題を投資分析や意思決定プロセスに組み込まれていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 1 2-8 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？



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

13. むすびに代えて

今年度のアンケートでは、日銀のマイナス金利政策の導入により、運用難に直面した投資家がどのように投資動向を変化させたかが注目された。金融法人は外債への投資を大幅に拡大させつつ、国内株式やオルタナティブ投資なども増加させるなど、ポートフォリオ全体のリスク選好を高めたことが示された。一方、年金基金では、長期投資を前提としたオルタナティブ投資を増加させながらも、その他のアロケーションの変化は乏しく、一般勘定や現金などに一旦資産を逃避させるなど、むしろリスク選好を弱める傾向にあった。市場環境の大きな変化が生じたときの対応の違いが投資主体間で浮き彫りになった証左といえるだろう。また双方とも日銀の一連の金融緩和策に対し、一定の効果があったと肯定的な意見が先行したものの、マイナス金利やヘリコプターマネーなど非伝統的施策に対しては否定的な意見がかなりの数に達した。

ただ、年金基金がここ数年行ってきた、国内株式投資の削減はようやく歯止めがかかり、今年度からは増加に反転している。またアンケート開始以来、大きく減少していた金融法人のヘッジファンド投資がマイナス金利の導入後に増加傾向に転じるなどの変化も確認されている。一方、年金基金のヘッジファンド投資は運用手数料の高さや海外公的年金が投資から撤退するなどを理由に大きく減少した。従来日本の年金運用のオルタナティブ投資の代表格であったヘッジファンド投資は、大きな転換点を迎えたといっても過言ではなく、来年度以降もこの傾向が続くことが予想される。

収益機会多様化の観点からオルタナティブ投資を有効な投資手段と認めつつも、限られたリソースの中で、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ことから、実際には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、年金基金の投資動向の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)