

2017年12月7日 全73頁

金融法人及び年金基金における MiFID II、 オルタナティブ投資の実態調査

2017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89の金融法人（銀行、生損保、協同組織）及び65の年金基金（厚生年金、企業年金）を対象にMiFID IIおよび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13回目となる。調査の実施期間は2017年9月20日から10月13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別している。
- アンケートは全部で85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 出口戦略、金融危機への懸念
 - ③ MiFID II適用開始の影響
 - 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）
 - ⑤ インフラ投資（再生可能エネルギーも含む）
 - 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 新興国地域への投資
 - 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）

1. はじめに

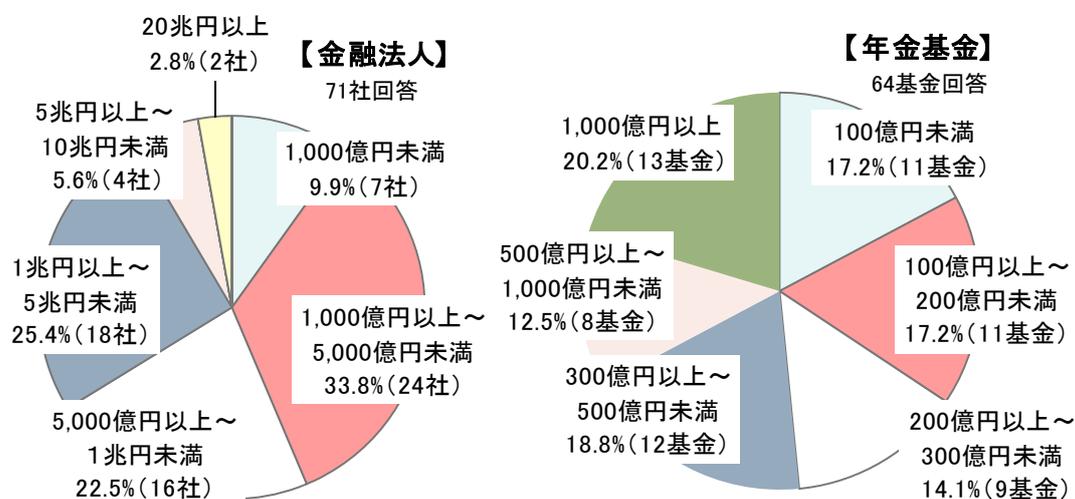
アンケートの送付は日本全国の年金基金および金融機関を対象に行っている。信用金庫、信用組合等の協同組織金融機関については、一定の預金量以上（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）をアンケートの送付対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

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	65	厚生年金基金、企業年金基金
都市銀行、信託銀行 生保、損保	4	都市銀行、信託、系統上部、生命保険、損害保険
地方銀行	35	全国の第一地銀、第二地銀
信金、信組、県信連	50	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)	154	

(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（2016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 93.1%、前年度比で+4.3 パーセントポイント（以下ポイント）、年金基金では 70.8%、同マイナス（▲）0.9 ポイントとなった。昨年度に続き金融法人は、日銀の金融緩和政策の継続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、オルタナティブ投資への資金シフトが継続している。

オルタナティブ投資の選択状況（図表 2-2）を見ると、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まちまちである。まず、昨年度 2 年ぶりに採用比率が上昇に転じた金融法人の「ヘッジファンド」は前年度比+3.1 ポイント（31.3%）と、今年度も採用比率が上昇している。一方、年金基金では、同▲2.3 ポイント（73.3%）と 2 年連続で低下している。対照的に年金基金では、「不動産私募ファンド」の採用比率が大きく上昇する一方、金融法人では小幅ながら低下している（金融法人 14.1%：前年度比▲2.6 ポイント、年金基金 22.2%：同+11.1 ポイント）。また「PE ファンド（バイアウト、VC 等）」は金融法人、年金基金ともに採用比率が低下している（金融法人 25.0%：同▲0.6 ポイント、年金基金 22.2%：同▲6.7 ポイント）。

さらに目立った採用比率の上昇を見せたのは、金融法人では「MBS(CMBS/RMBS)」(50.0%：前年度比+10.3 ポイント)や「仕組債」(76.6%：同+4.8 ポイント)。年金基金では、「バンクローン」(33.3%：同+17.8 ポイント)、「債券アンコンストレインドファンド」(40.0%：同+15.6 ポイント)、「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」(24.4%：同+13.3 ポイント)である。特に年金基金の「債券アンコンストレインドファンド」は、「ヘッジファンド」(73.3%)、「国内外 REIT」(44.4%)に続く全体で 3 番目に高い採用比率にまで拡大した。債券アンコンストレインドファンドとは、「制約のない（アンコンストレインド）」という名前が示すとおり、特定のベンチマークを目標にせず、比較的運用の自由度が高く（デュレーションや資産配分比率を柔軟に変化）、絶対リターン追求を標榜する投資戦略である。さらに年金基金の「その他」(13.3%：前年度比▲6.7 ポイント)の回答は「損害保険ファンド」（厚生年金）、「プライベートデット」（企業年金）など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 12.0%（前年度比+2.1 ポイント）となり小幅ながら上昇している（図表 2-5）。さらに「国内株式」の比率も、わずかではあるが昨年度に続き上昇した（12.2%：前年度比+0.9 ポイント）。また同様に、オルタナティブ投資内での資産配分比率を見ると（図表 2-6）、「ヘッジファンド」が前年度比▲5.3 ポイントと昨年度に続き大きく低下、さらに「国内外 REIT」(8.0%)の資産配分も同▲3.2 ポイントと低下に転じた。

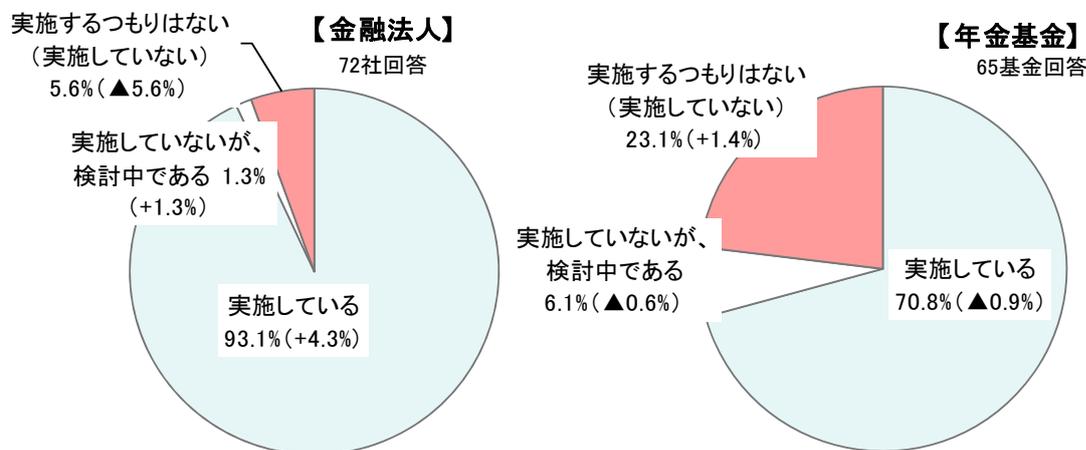
2-2. 今年度投資を検討しているオルタナティブ投資

今年度投資を検討している商品としては、金融法人では「PE ファンド（パイアウト、VC 等）」（17.5%：前年度比+7.9 ポイント）や「仕組債」（58.7%：同+5.3 ポイント）が大きく比率を上昇させている（図表 2-4）。また「MBS（CMBS/RMBS）」（28.6%：同+3.9 ポイント）や「コンテンツ・キャピタル（CoCos）」（7.9%：同+3.8 ポイント）について投資選好が強まっている状況も確認できる。一方、年金基金では「債券アンコンストレインドファンド」（32.5%：同+14.1 ポイント）が大きく比率を上昇させている。「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」（15.0%：同+9.7 ポイント）や「国内外 REIT」（30.0%：同+8.9 ポイント）の比率の上昇も目立った。

(オルタナティブ全般)

図表 2-1 オルタナティブ投資の実施状況

現在、オルタナティブ投資を実施していますか？



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

(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 64社回答	年金基金 45基金回答	前年度比
+3.1%	31.3%	73.3%	▲2.3%
▲2.6%	14.1%	22.2%	+11.1%
▲1.8%	82.8%	44.4%	+6.6%
▲0.6%	25.0%	22.2%	▲6.7%
▲0.4%	4.7%	0.0%	▲2.2%
+1.8%	3.1%	15.6%	+4.4%
+2.4%	6.3%	33.3%	+2.2%
▲2.0%	3.1%	2.2%	▲2.2%
+3.8%	14.1%	33.3%	+17.8%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+4.0%	7.8%	6.7%	+4.4%
+10.3%	50.0%	13.3%	+11.1%
+4.5%	10.9%	11.1%	▲2.2%
+4.8%	76.6%	0.0%	+0.0%
▲3.3%	67.2%	0.0%	▲2.2%
▲0.1%	28.1%	24.4%	+13.3%
+3.1%	3.1%	0.0%	▲2.2%
+2.1%	4.7%	40.0%	+15.6%
▲0.4%	4.7%	2.2%	+2.2%
+1.6%	1.6%	13.3%	▲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 (2008年度～2017年度)

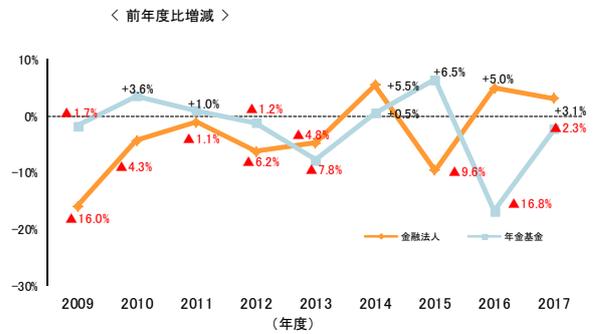
【ヘッジファンド】

構成比	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	59.6%	43.6%	39.4%	38.3%	32.1%	27.3%	32.8%	23.2%	28.2%	31.3%
年金基金	91.5%	89.8%	93.4%	94.4%	93.2%	85.4%	85.9%	92.4%	75.6%	73.3%



(出所) 大和総研

前年度比増減	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	▲16.0%	▲4.3%	▲1.1%	▲6.2%	▲4.8%	+5.5%	▲9.6%	+5.0%	+3.1%
年金基金	▲1.7%	+3.6%	+1.0%	▲1.2%	▲7.8%	+0.5%	+6.5%	▲16.8%	▲2.3%



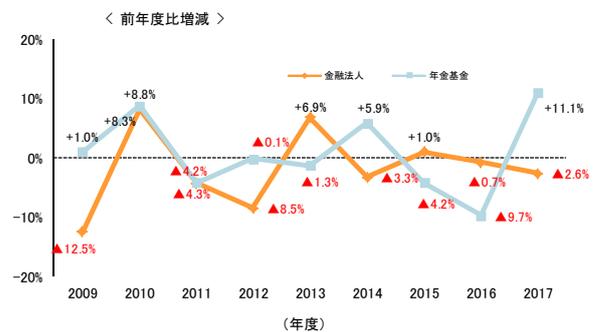
【不動産私募ファンド】

構成比	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	29.8%	17.3%	25.5%	21.3%	12.8%	19.7%	16.4%	17.4%	16.7%	14.1%
年金基金	14.9%	15.9%	24.7%	20.5%	20.4%	19.1%	25.0%	20.8%	11.1%	22.2%



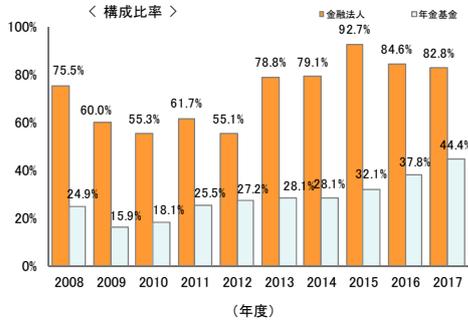
(出所) 大和総研

前年度比増減	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	▲12.5%	+8.3%	▲4.3%	▲8.5%	+6.9%	▲3.3%	+1.0%	▲0.7%	▲2.6%
年金基金	+1.0%	+8.8%	▲4.2%	▲0.1%	▲1.3%	+5.9%	▲4.2%	▲9.7%	+11.1%

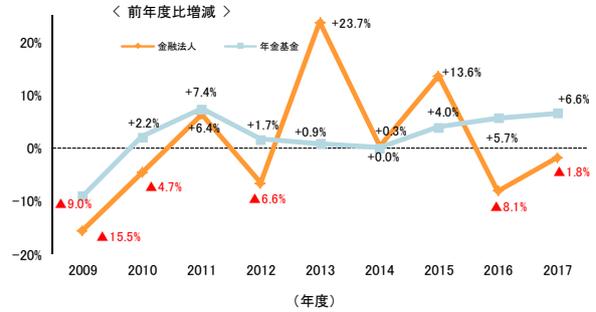


【国内外 REIT】

構成比	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	75.5%	60.0%	55.3%	61.7%	55.1%	78.8%	79.1%	92.7%	84.6%	82.8%
年金基金	24.9%	15.9%	18.1%	25.5%	27.2%	28.1%	28.1%	32.1%	37.8%	44.4%



前年度比増減	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	▲15.5%	▲4.7%	+6.4%	▲6.6%	+23.7%	+0.3%	+13.6%	▲8.1%	▲1.8%
年金基金	▲9.0%	+2.2%	+7.4%	+1.7%	+0.9%	+0.0%	+4.0%	+5.7%	+6.6%



(出所) 大和総研

【PE ファンド (バイアウト、VC 等)】

構成比	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	35.1%	22.7%	24.5%	26.6%	15.4%	21.2%	28.4%	18.9%	25.6%	25.0%
年金基金	13.9%	16.5%	19.9%	19.9%	18.4%	23.6%	32.8%	26.4%	28.9%	22.2%



前年度比増減	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	▲12.4%	+1.7%	+2.1%	▲11.2%	+5.8%	+7.1%	▲9.5%	+6.7%	▲0.6%
年金基金	+2.6%	+3.4%	▲0.0%	▲1.4%	+5.1%	+9.2%	▲6.4%	+2.5%	▲6.7%

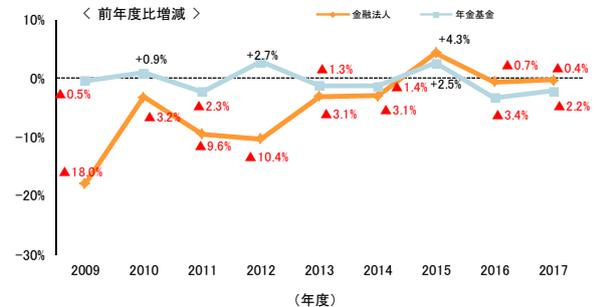
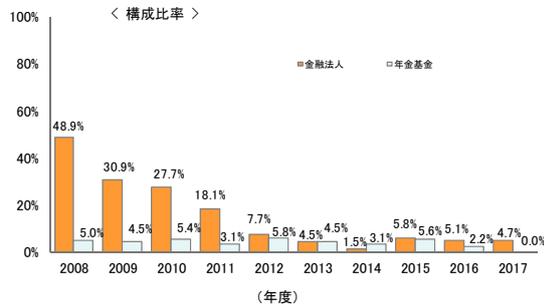


(出所) 大和総研

【CDO、CLO (SIV を含む)】

構成比	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	48.9%	30.9%	27.7%	18.1%	7.7%	4.5%	1.5%	5.8%	5.1%	4.7%
年金基金	5.0%	4.5%	5.4%	3.1%	5.8%	4.5%	3.1%	5.6%	2.2%	0.0%

前年度比 増減	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
金融法人	▲18.0%	▲3.2%	▲9.6%	▲10.4%	▲3.1%	▲3.1%	+4.3%	▲0.7%	▲0.4%
年金基金	▲0.5%	+0.9%	▲2.3%	+2.7%	▲1.3%	▲1.4%	+2.5%	▲3.4%	▲2.2%



(出所) 大和総研

図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

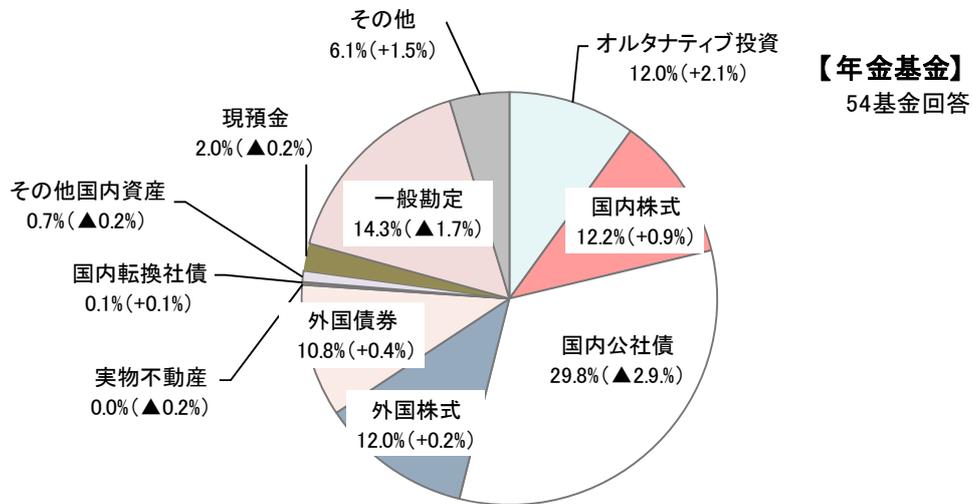
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 63社回答	年金基金 40基金回答	前年度比
▲4.5%	17.5%	ヘッジファンド	▲12.0%
▲4.0%	11.1%	不動産私募ファンド	+4.2%
▲6.4%	73.0%	国内外REIT	+8.9%
+7.9%	17.5%	PEファンド(バイアウト、VC等)	▲0.9%
+0.7%	4.8%	CDO,CLO(SIVも含む)	+0.0%
+1.8%	3.2%	ディストレスファンド	+2.4%
▲0.7%	4.8%	インフラファンド	▲1.3%
+3.4%	4.8%	コモディティ(先物含む)	▲2.6%
+2.9%	11.1%	バンクローン	▲3.2%
+0.0%	0.0%	農地ファンド	+2.5%
▲0.7%	4.8%	再生可能エネルギーファンド	+7.5%
+3.9%	28.6%	MBS(CMBS/RMBS)	▲0.7%
+0.9%	6.3%	アジア・エマージング株式・債券	+4.7%
+5.3%	58.7%	仕組債	+0.0%
+1.4%	60.3%	ETF	+0.0%
▲5.6%	19.0%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	+9.7%
+1.6%	1.6%	エンゲージメント(バリューアップ)ファンド	▲2.6%
+2.0%	4.8%	債券アンコンストレインドファンド	+14.1%
+3.8%	7.9%	コンティンジェント・キャピタル (CoCos)	▲0.1%
+2.0%	4.8%	その他	▲11.3%

(出所) 大和総研

図表 2-5 政策資産配分比率

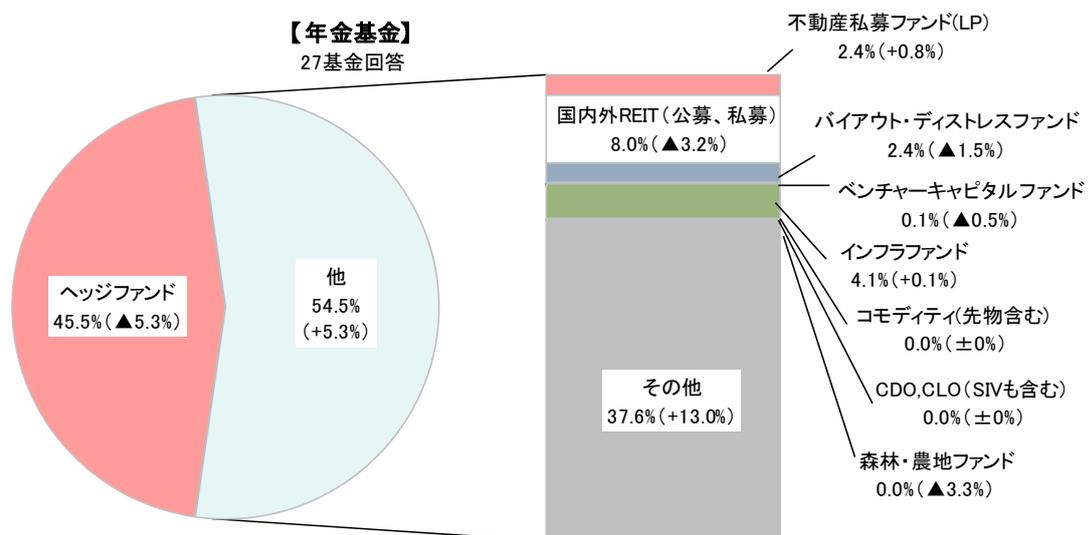
今年度の政策資産配分比率はどのようになっていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 2-6 オルタナティブ投資の資産配分比率

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「現状維持」が前年度比+14.0 ポイント（55.3%）と昨年度から大きく比率を伸ばしている。その反面、「現在よりも資産配分を増やす」（前年度比▲7.5 ポイント：44.7%）と「現在よりも資産配分を減らす」（同▲6.5 ポイント：0.0%）の比率が低下した。

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、金融法人では、「ヘッジ戦略の採用（LDI、株式ヘッジ、為替ヘッジ）」（前年度比：+8.0 ポイント：19.4%）、「伝統的金融資産（国内株、国内債券等）への回帰」（同+6.4 ポイント：30.6%）の比率が上昇している。年金基金では「インフラ投資（再生可能エネルギー投資含む）の採用」（同+18.0 ポイント：27.3%）の上昇が目立つ。一方、毎年比率上昇が顕著であった、「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▲7.8 ポイント、同▲8.4 ポイント）はともに低下に転じた。

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：76.5%、年金基金：63.3%）、「北朝鮮の情勢」（金融法人：64.7%、年金基金：65.0%）、「トランプ政権の政策実行能力」（金融法人：68.2%、年金基金：56.7%）の比率が高くなっている。一方、双方ともに昨年度から「中国経済の減速」（金融法人：前年度比▲17.3%、年金基金：同▲17.0%）、「原油価格の下落」（金融法人：同▲23.9%、年金基金：同▲17.4%）は大きく比率が低下した。また「欧州中央銀行（ECB）の出口戦略（QE 解除）」（金融法人：51.8%、年金基金：36.7%）など、欧州情勢のイベントへの注目が高いことも示された。

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」（44.1%）が最も高率となっており、続いて「オルタナティブ投資のオペレーショナルリスク調査（デューデリ）の強化」（23.5%）への回答が多い。また「年金運用コンサルタントの新規採用・変更」は前年度比+12.6 ポイント（17.6%）と大きく比率が上昇した。また「その他」（11.8%）に寄せられた意見としては、“加入者に対する給付率等の見直し”、“（企業年金として）設立したばかりなので様子見”（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）」（8.8%）も未だ一定程度の回答が寄せられている。

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

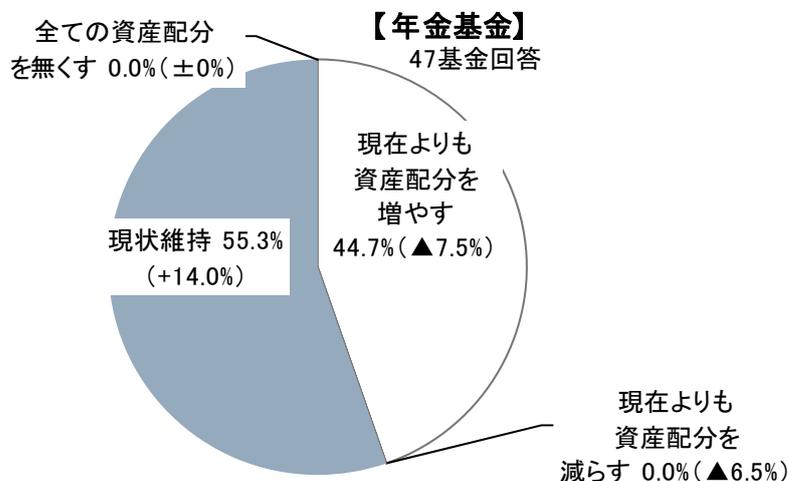
図表 2-12 は、年金基金が国内株式運用で使用しているベンチマークを示している。「TOPIX」が 93.2%と圧倒的に比率が高い中で、2014 年 1 月から公表が始まった「JPX 日経インデックス 400」²は 6.8%（前年度比+4.9 ポイント）と昨年度から比率が上昇した。政府の思惑がようやく浸透しつつあり、採用拡大が確認されている。

また図表 2-13 は、年金基金での内外株式配分比率の変更に関する設問であるが、「新興国株式」の資産クラスの「増額する」が急激に上昇していることがわかる（前年度比+26.7 ポイント）。順調な先進国経済の余波が新興国経済の景気回復へ波及しており、新興国株式に新たな資金を振り向ける期待が高まっているようだ。一方、「国内株式」は「減額する」が前年度比+10.0 ポイントと増加している。昨年度、久しぶりに「増額する」が前年度比で上昇した国内株式への資産配分は、わずか 1 年で「減額する」が上昇することとなった。ただ寄せられた意見の中では、国内株式比率を“現状維持”や“内外株を分離して考えずに株式全体として（グローバル株式として）考えてゆくため株式比率は変化させない”（企業年金）などの慎重な意見も寄せられている。また“減少させた株式投資比率の代わりにオルタナティブ投資へ振り替える”（企業年金）など、積極的に代替投資の活用を模索する意見もみられた。

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)

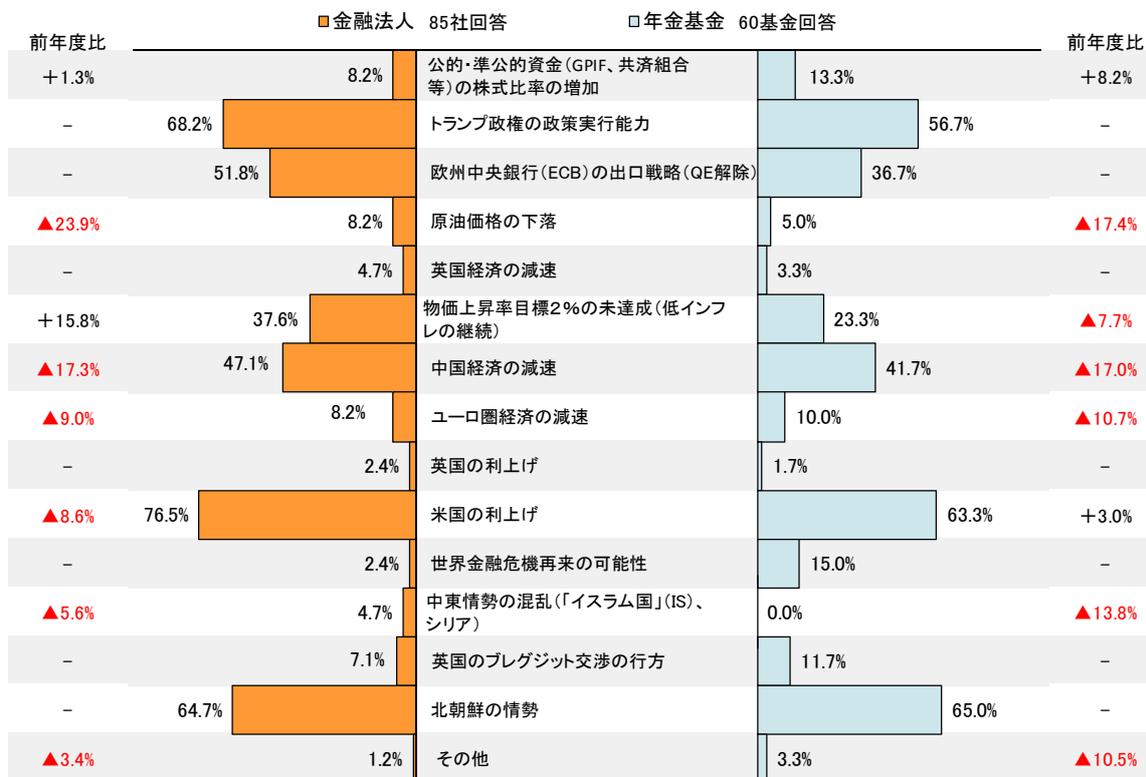


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

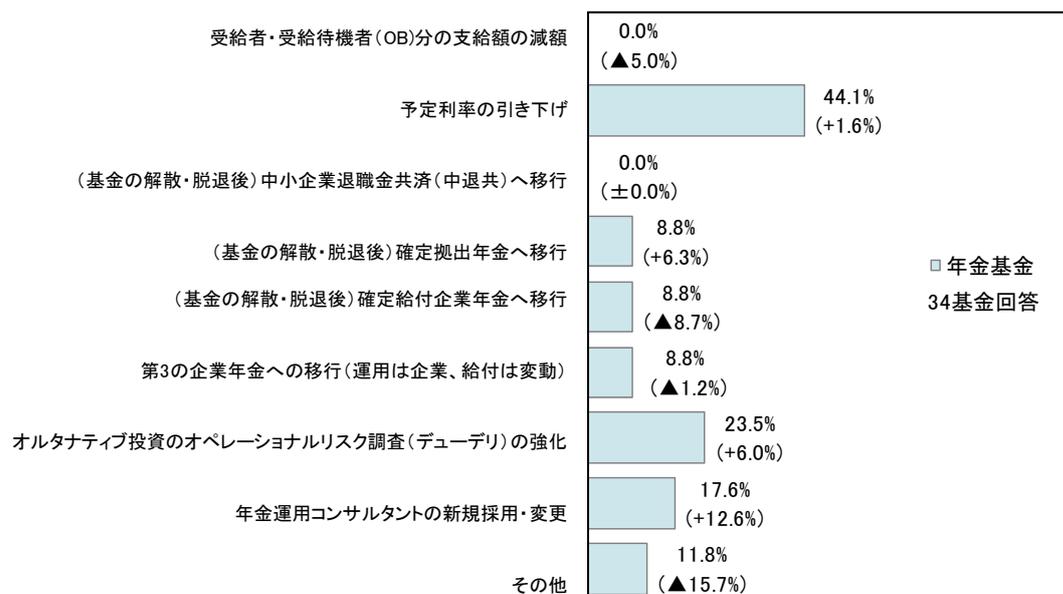
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(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）

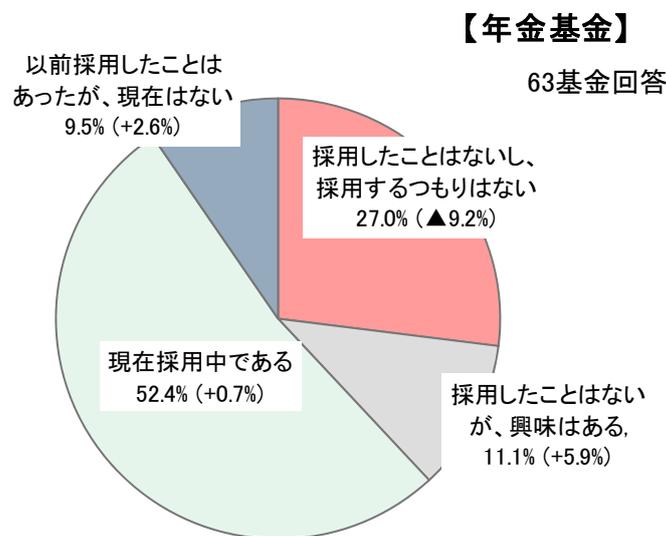


(出所) 大和総研

(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

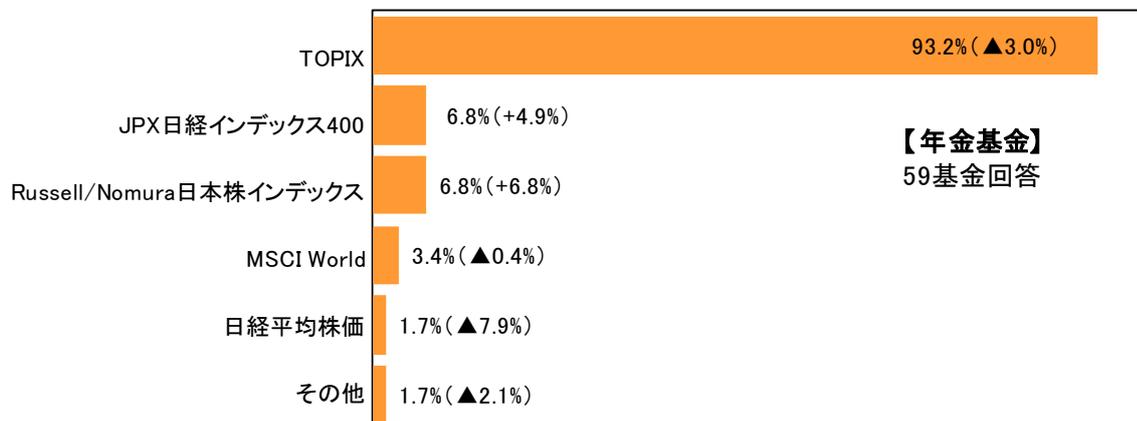


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-1 2 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）

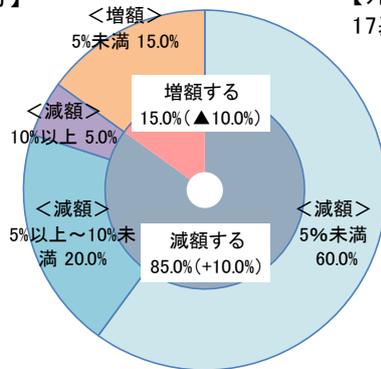
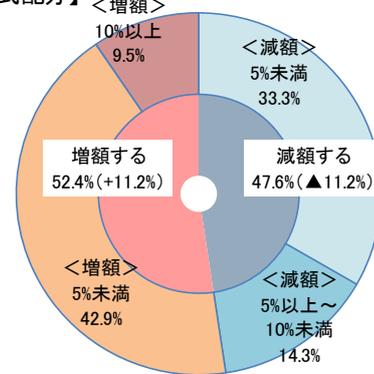
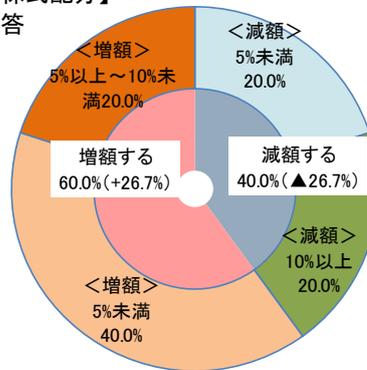


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

【国内株式配分】
20基金回答【外国(先進国)株式配分】
17基金回答【新興国株式配分】
5基金回答

(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

3. 出口戦略、金融危機への懸念

2016年より急激に回復した景況感を背景に、主要国中央銀行は長く続けている非伝統的な金融政策の正常化（出口戦略）に向かうべきという論調が高まっている。事実、米国（FRB）に続き、2017年夏以降、欧州中央銀行（ECB）や英国中央銀行（BOE）でも、金融緩和策の終了や、出口戦略を意図する動きがみられた。一方、日本では、依然として現行の金融政策が維持され、市場混乱を招く恐れから、出口戦略の早期開示は行われていない状況にある。

3-1. 出口戦略について

図表 3-1 は 2014 年秋に発表された「金融政策の正常化に関する原則と計画」に基づく米連邦準備理事会（FRB）の出口戦略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 FRB の出口戦略を「評価する」との回答が最も多いことがわかる（金融法人 85.2%、年金基金 68.3%）。図表 3-2 は FRB が 2017 年に発表し、10 月より段階的に実施している、金融危機後に大量購入した資産の残高縮小策に関する設問である。「圧縮策提示のタイミングが適切」（金融法人 57.6%、年金基金 42.6%）との回答が多いものの、「圧縮の最終的な水準を提示すべき」（金融法人 16.5%、年金基金 14.8%）や「政策効果は不透明」（金融法人 18.8%、年金基金 31.1%）も一定の回答が寄せられている。

図表 3-3 は日銀の出口戦略着手のタイミングに関する設問であり、双方とも「2019 年後半以降」（金融法人：69.3%、年金基金：67.8%）の割合が大半を占めていることがわかる。図表 3-4 は日銀の出口戦略の契機となりうるイベントを問う設問である。「物価目標 2%の達成」（金融法人：21.4%、年金基金：22.4%）より、金融法人は「安倍政権の交代」（40.5%）を挙げ、年金基金では「金融市場の大きな変化」（32.8%）への指摘が上回った。図表 3-5 は英国中央銀行（BOE）の出口戦略着手のタイミングを問う設問で、金融法人では「2018 年前半」（40.8%）、年金基金では「2018 年後半」（40.0%）が最も高率となった。図表 3-6 は BOE の出口戦略における最初的手段に関する設問であり、双方とも「政策金利の引き上げ」との回答が最も高率であった（金融法人 58.4%、年金基金 42.9%）。

3-2. 金融危機のリスクについて

図表 3-7 は次の金融危機のトリガーに関する設問であり、双方とも「中国の金融危機」が最も多く（金融法人：70.4%、年金基金：65.5%）、「米国経済の失速」がそれに続いた（金融法人：50.6%、年金基金：60.3%）。国際決済銀行（BIS）は年次報告書において、景況感の改善にもかかわらず、新たな金融危機のリスクを指摘している。同報告書では、次の 4 つのリスク要因を挙げ、中央銀行や政策立案者への注意を促した。すなわち、①2008 年のグローバル金融危機の直撃を逃れた国（カナダ、スウェーデン、中国、タイ等）で民間債務や住宅価格の高さによるリスクが顕在化していること、②一部の国で、金利上昇時に（債務返済負担が増し）高い家計債務が需要を抑制する可能性があること、③長く沈滞している生産性の伸びと、高い

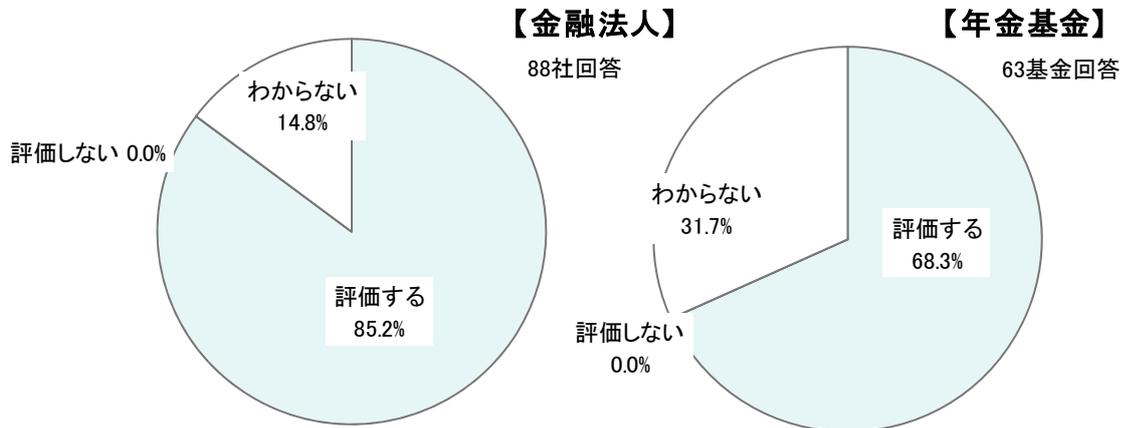
企業債務が、投資抑制につながる可能性があること、④保護主義の高まりが、特に新興国経済の見通しを悪化させる場合があること、である。

BIS が最も警戒しているのは、①の家計債務の増大であろう。BIS は、世界の主要中銀が長年にわたり導入してきた非伝統的金融政策が招いた、世界的な債務水準の大幅な上昇は、深刻な状態にあると強調している。そして、現在主要国の多くで起こっている軽率な銀行融資や、それに伴う一連の資産価格バブルに対して警鐘を鳴らしている。

(出口戦略、金融危機について)

図表3-1 FRBの出口戦略を評価しますか？

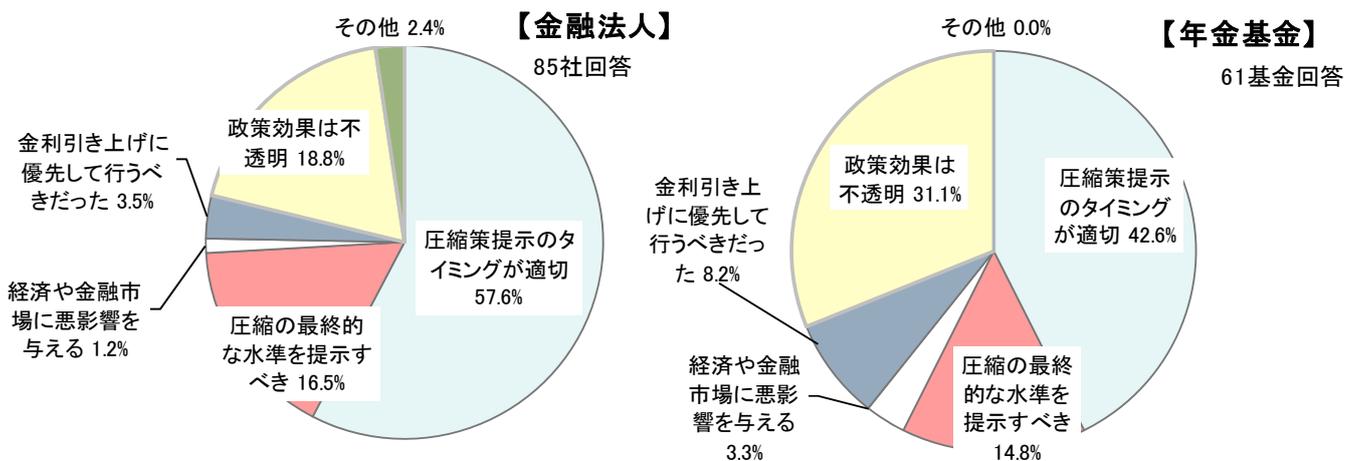
FRBの出口戦略を評価しますか？



(出所) 大和総研

図表3-2 FRBのバランスシート圧縮策に対する評価

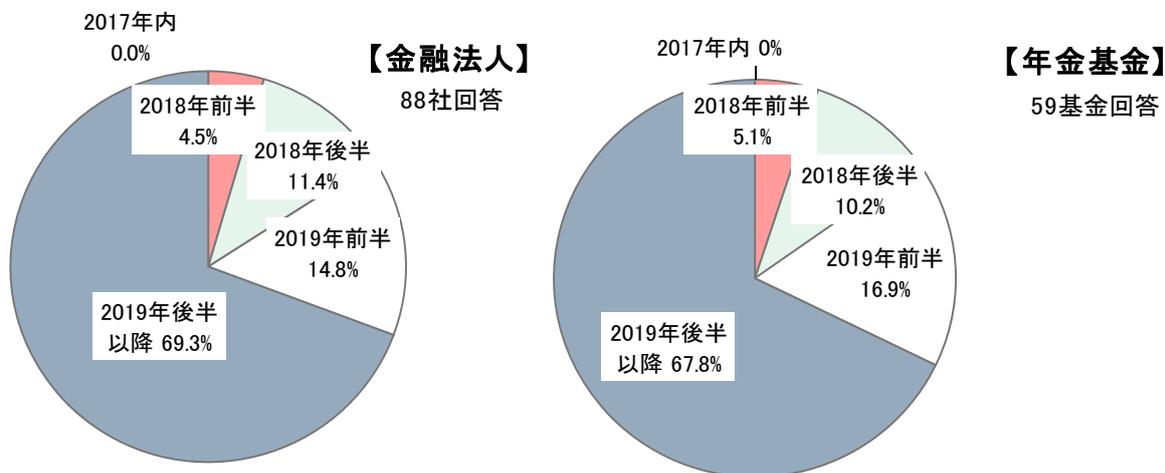
FRBのバランスシート圧縮策についてどう思いますか？



(出所) 大和総研

図表 3-3 日銀の出口戦略着手のタイミング

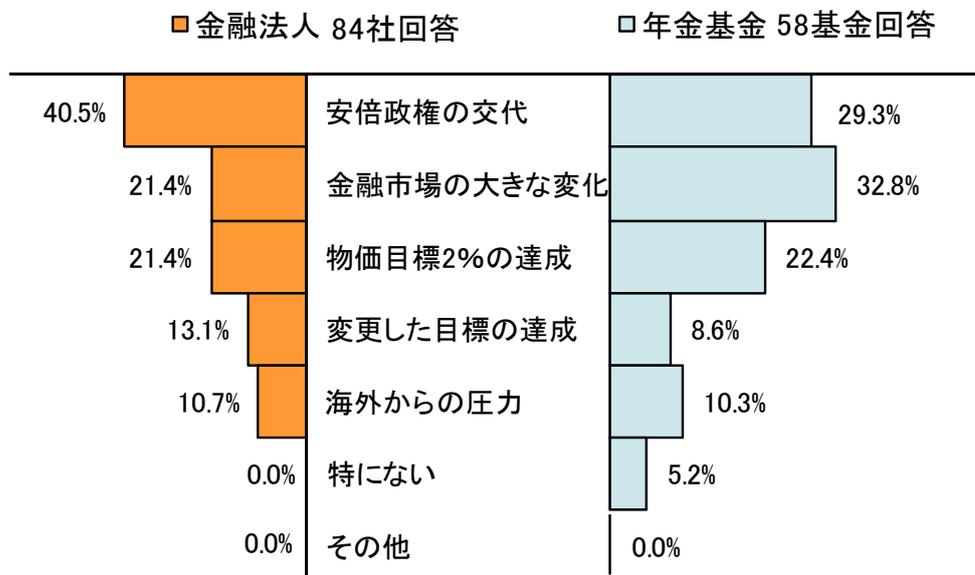
日銀の出口戦略着手のタイミングはいつ頃だと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 3-4 日銀の出口戦略の契機となるイベント

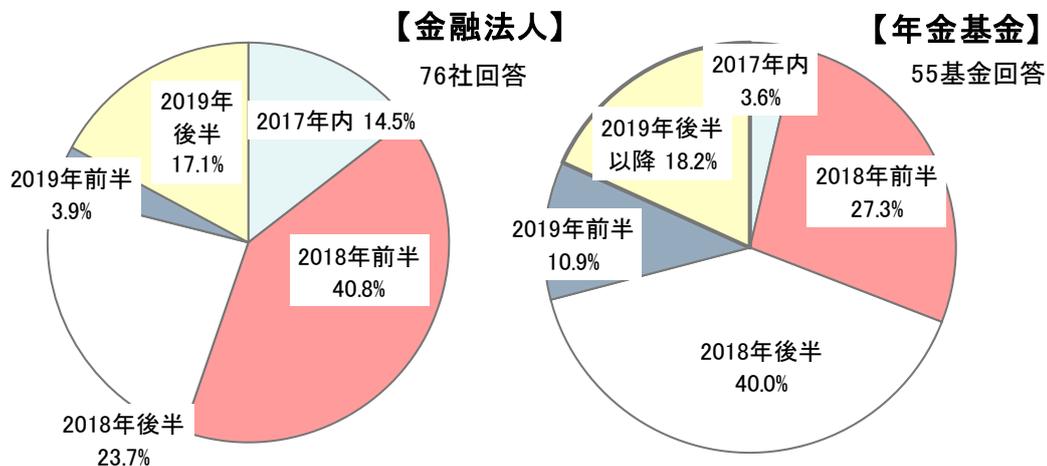
日銀の出口戦略の契機となるイベントは何だと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 3-5 BOE の出口戦略着手のタイミング

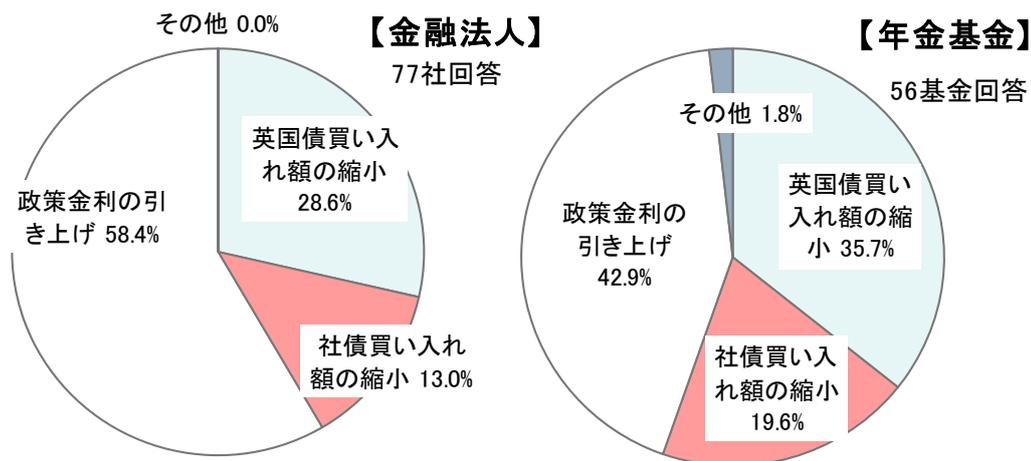
BOE の出口戦略着手のタイミングはいつ頃だと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 3-6 BOE の出口戦略の最初的手段

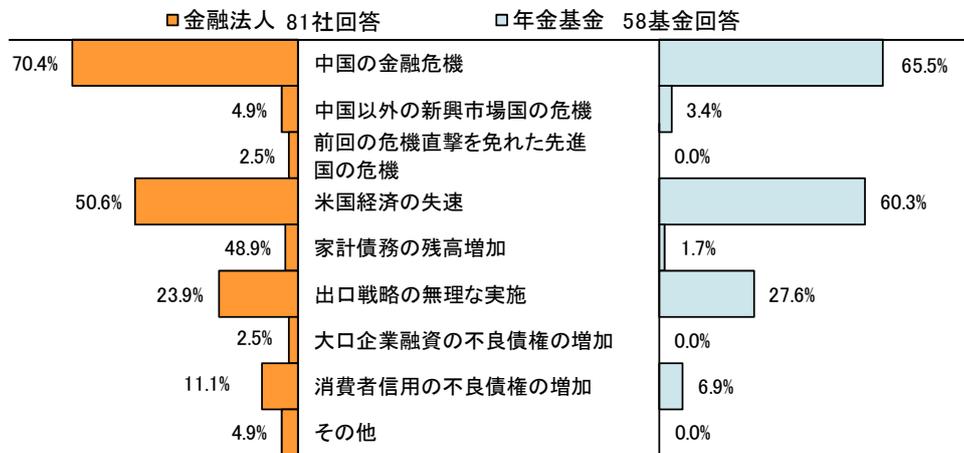
BOE の出口戦略着手の最初的手段は何だと思いますか？



(出所) 大和総研

図表 3-7 次の金融危機のトリガー

次の金融危機のトリガーは何だと思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

4. MiFID II 適用開始の影響

EUにおける金融商品市場指令（MiFID：Markets In Financial Instruments Directive）の改正版である第2次金融商品市場指令（MiFID II）は2018年1月3日より適用開始となる。改正の主眼の一つには、運用委託手数料の中に含まれるリサーチ費用の分離明確化が挙げられる。この規定により、運用機関（バイサイド）が第三者によるリサーチ（およびIRアレンジ、セミナー参加等）を無料で入手することが禁じられ、その原資を明確化することが求められるようになる。リサーチの提供主体が投資銀行・ブローカー（セルサイド、日本の証券会社に該当）である場合には、売買執行手数料とリサーチ費用（およびIRアレンジ費用、セミナー参加費用等）の分離が必要となる。MiFID IIは欧州の規制であるが、欧州に拠点を置く運用機関が日本など第三国のリサーチを入手する場合にも同様に適用されるため、日本の金融機関にも大きな変化が訪れることが予想されている。

図表 4-1 は、MiFID II によるリサーチ費用の分離明確化に対する認知度を問う設問である。この結果を見ると、金融法人、年金基金ともに「十分に把握している」（金融法人 2.4%、年金基金 1.7%）は相当低い水準であることがわかる。ただ「多少把握している」（金融法人 24.1%、年金基金 18.0%）も双方一定の回答があった。

図表 4-2 は、リサーチ費用の分離明確化がリサーチ利用にどの程度影響を与えるかに関する設問となる。金融法人は「ある程度の影響」（55.7%）、年金基金は「影響なし」（53.2%）を指摘する声が先行している。また金融法人では「甚大な影響」（1.4%）との意見もわずかながら存在している。図表 4-3 は既に順守の手続きを取っているかを問うものである。「現在手続き中」（金融法人：2.6%、年金基金：7.1%）が若干確認できたものの、「わからない」（金融法人：81.6%、年金基金：78.6%）の割合が大多数を占めた。欧米の金融機関で適用開始が目前に迫っているものの、MiFID II についての認知度は高いとはいえ、順守の手続きもまちなちとみられる。

図表 4-4 は、リサーチ費用の別途請求を受けた場合の対応を問う設問である。双方ともに「支払わない」（金融法人：12.0%、年金基金：17.5%）が「支払う」（金融法人：4.0%、年金基金：10.5%）を上回っている。これまで運用委託手数料の中に含まれ、有料との意識が薄かったリサーチが、同指令の適用開始を受け、有料になることに抵抗を覚える向きも多いだろう。図表 4-5 は今後2年間におけるリサーチ予算の見通しを問う設問である。「変動なし」（金融法人：75.7%、年金基金：83.0%）の割合が多いものの、「やや増加する」（金融法人：20.0%、年金基金：17.0%）も一定の回答があった。また、リサーチ費用の分離明確化は、欧州では、セルサイドにおけるリサーチ部門の縮小をはじめ、リサーチ業界の根本を覆すような変化を招くものと見られている。図表 4-6 はその変化についての具体例を問うものである。金融法人では「情報端末（ブルームバーグ、日経クイック等）の利用増加」（52.4%）が、年金基金では「運用機関（バイサイド）のインハウスリサーチの強化」（51.3%）が最も高率となった。

図表 4-7 は、数年後に日本でも導入される可能性についての意見を問うものである。「欧米の規制が世界標準のため仕方ない」（金融法人：51.5%、年金基金：46.0%）が、「断固とし

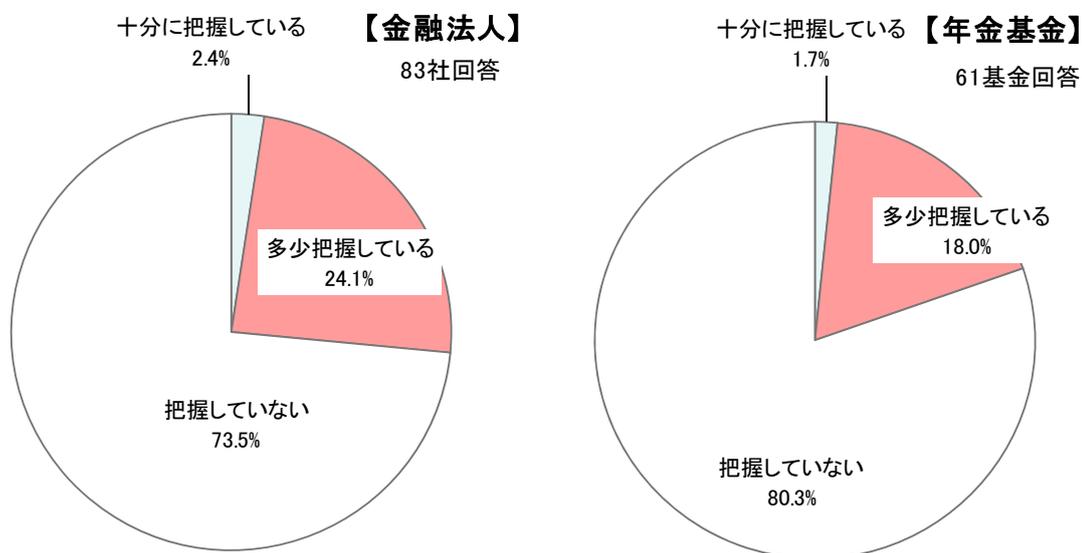
て反対する」（金融法人：21.2%、年金基金：27.0%）の割合を双方とも大きく上回っていることは興味深い。これまでも、欧州発の金融規制が世界標準として受け入れられてきた例は数多くあり、MiFID II も同様の道をたどるとの見方も否定できないようだ。また「そもそも運用機関や証券会社が提供するリサーチ情報をそこまで必要としていない」（金融法人：21.2%、年金基金：18.0%）の回答も一定程度寄せられた。

図表 4-8 は、MiFID II のリサーチ費用（や IR アレンジ等の費用）の分離明確化規定に対する懸念事項に関する設問である。年金基金は「運用機関から別途リサーチ費用を請求されること」（78.0%）、金融法人では「リサーチレポートの減少」（54.0%）の比率が最も高い。また双方ともに「（これまで無料だった）セミナー/カンファレンスの有料化」（金融法人：52.4%、年金基金：53.7%）への懸念が高いことも示された。新しい規制をめぐっては、順守の煩雑さや新たなコストの発生など懸念が付きものであるだろう。

(M i F I D II)

図表 4-1 MiFID IIによるリサーチ費用分離明確化に対する認知度

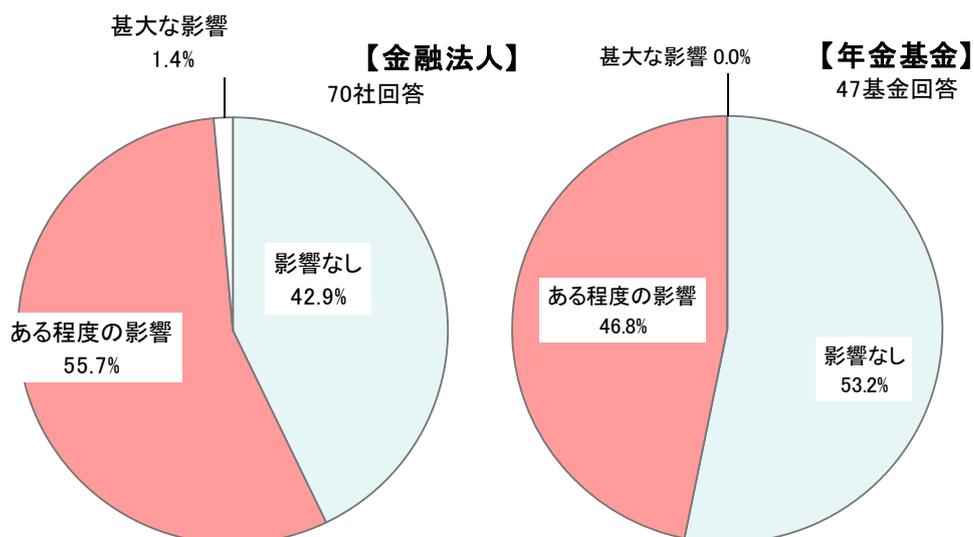
MiFID IIによるリサーチ費用の分離明確化についてどの程度把握されていますか？



(出所)大和総研

図表 4-2 MiFID IIによるリサーチ費用分離明確化がリサーチ利用に与える影響

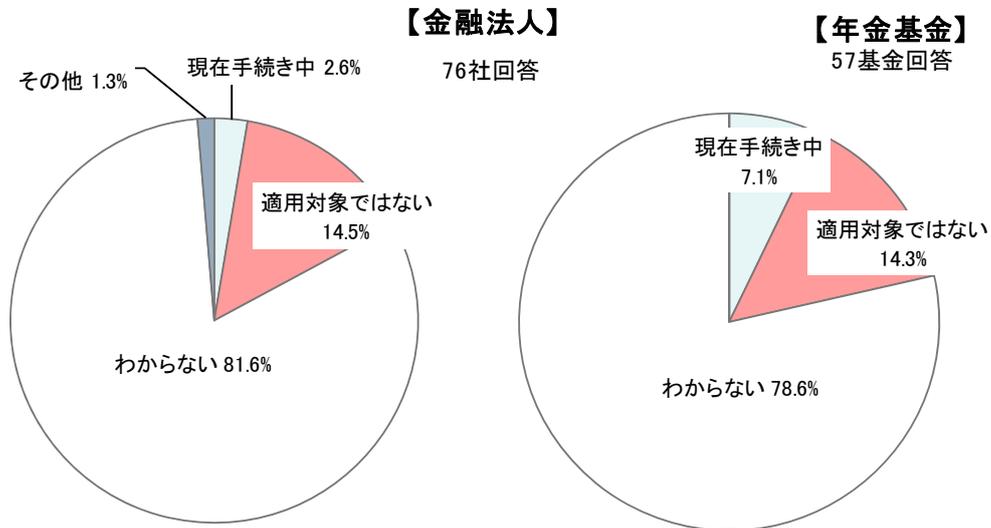
MiFID IIによるリサーチ費用の分離明確化は、貴基金・貴社のリサーチ利用にどの程度影響を与えますか？



(出所)大和総研

図表 4-3 MiFID II 適用開始に向けた順守状況

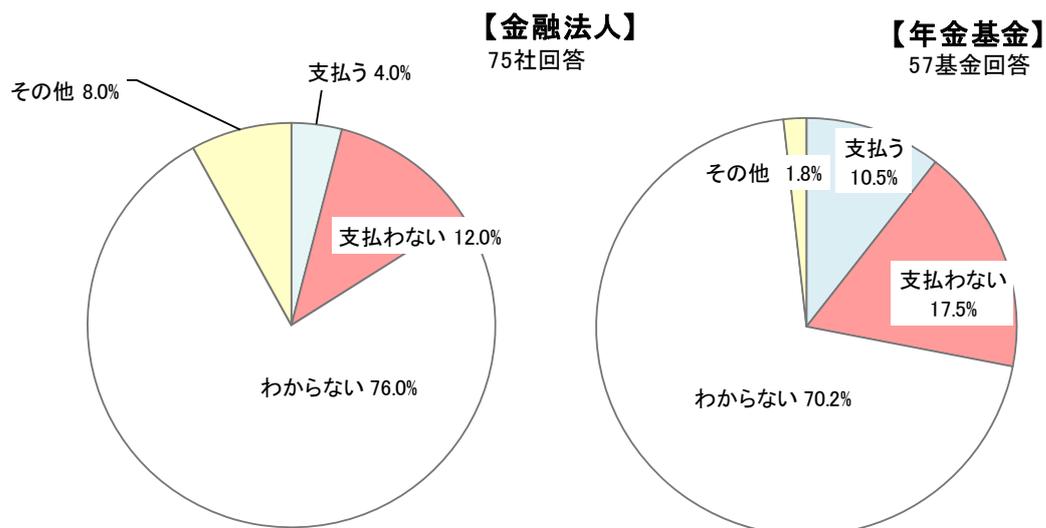
MiFID II 適用開始に向け、順守の手続きを取っていますか？



(出所)大和総研

図表 4-4 リサーチ費用の請求を受けた際の対応

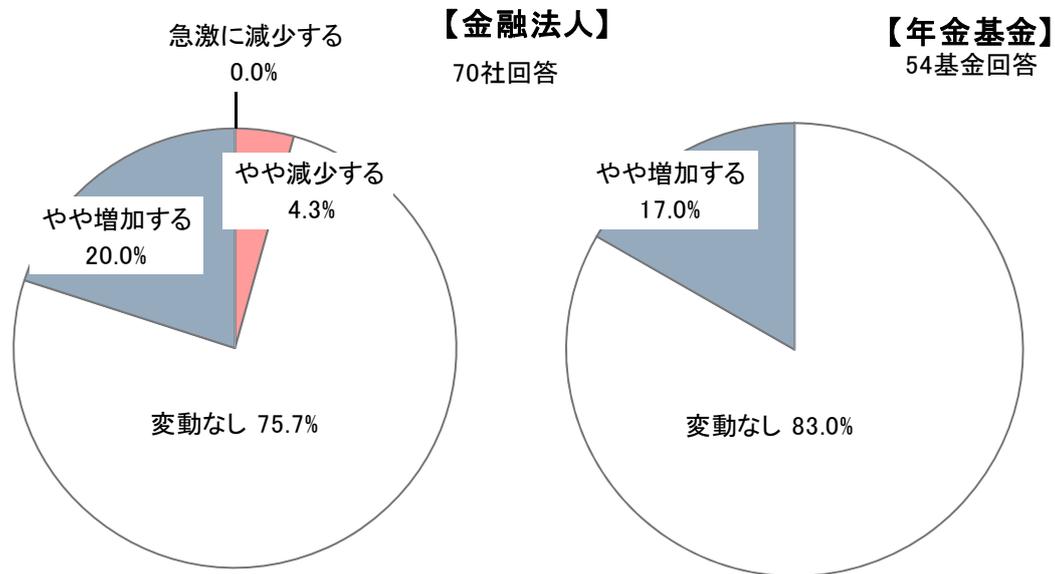
MiFID II 適用開始後、運用委託先および証券会社等からリサーチ費用を別途請求された場合にどのように対処しますか？



(出所)大和総研

図表 4-5 今後 2 年におけるリサーチ予算

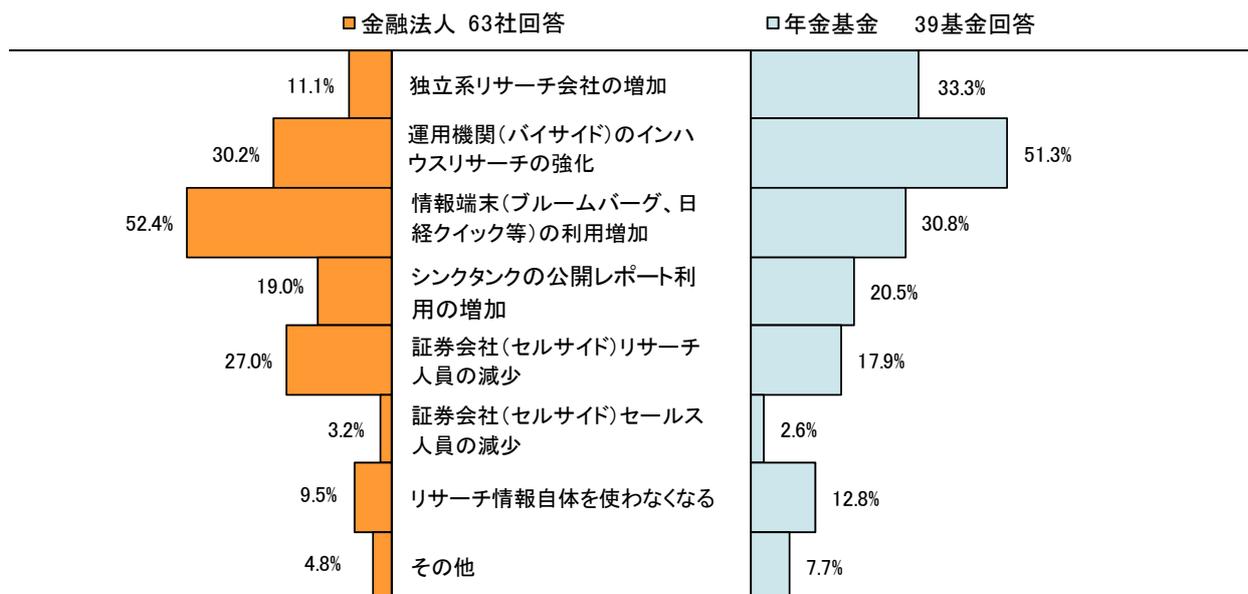
今後 2 年における貴基金・貴社のリサーチ予算はどうなると思いますか？



(出所) 大和総研

図表 4-6 リサーチ費用の分離明確化による変化

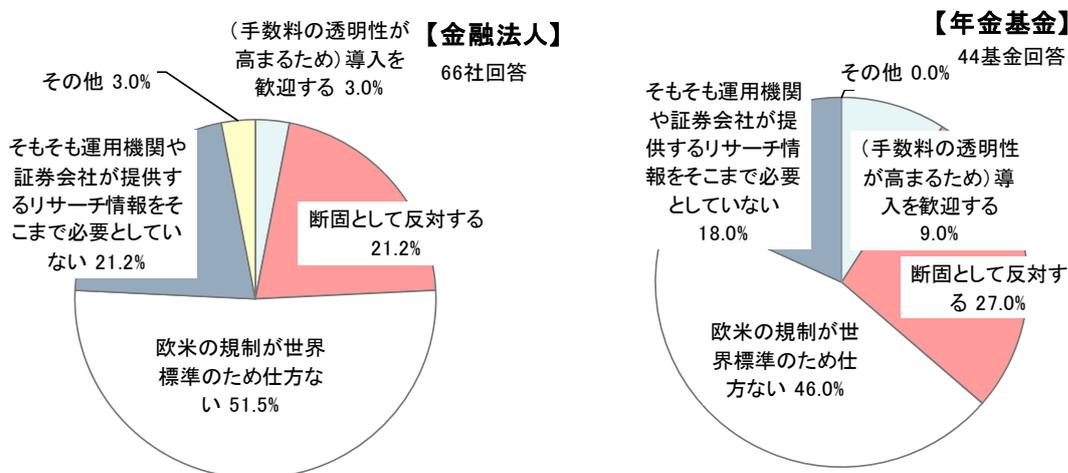
MiFID II 適用開始後にリサーチ費用の分離明確化でどのような変化が生じると思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-7 日本でも同様の規制導入の可能性について

日本でも同様の規制が数年後には導入される可能性が指摘されていますが、どう思いますか？



(出所) 大和総研

図表 4-8 リサーチ費用の分離明確化に対する懸念

MiFID II のリサーチ費用（や IR アレンジ等の費用）の分離明確化の懸念は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

5. 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）

5-1. バーゼル規制に対する懸念点

図表 5-1 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（対象は金融法人のみ）。この結果を見ると、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）」（68.3%：前年度比+36.9ポイント）の比率が大きく上昇していることがわかる。国内規制当局がバーゼル委員会の最終文書³「銀行勘定の金利リスク（IRRBB）」の国内実施に向け、（地銀や信用金庫等の）国内基準行へも2019年3月末から当該規制を導入する方針を示したことが大きく影響している。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」（28.0%）が続いた。当該規制が導入されると、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、内部格付手法採用が多い日本や欧州の銀行への影響が懸念されている。ただ現時点で規制最終化の段階で枠組みの合意が延期されており、最終的にどのような形で導入されるのかは未だ決定していない。さらに既に規制の枠組みは合意されているものの、実施延期の声が高まっている、「トレーディング勘定の抜本的な見直し（FRTB）」（7.3%：同+4.4ポイント）や、（既に実施されている）「普通株式等 Tier1 資本の不足」（26.8%：同+11.1ポイント）などの比率も上昇傾向にある。一方、「TLAC（Total Loss Absorbing Capacity）」（12.2%：同▲16.2ポイント）や「ソブリンリスクの見直し⁵」（23.2%：同▲14.1ポイント）の比率は大きく低下した。

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 5-2）では、「国債」が57.3%で最も高い比率となった。また「米国債」（41.5%）、「事業債」（36.6%）が続き、「投資信託」（31.7%）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。

3 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。

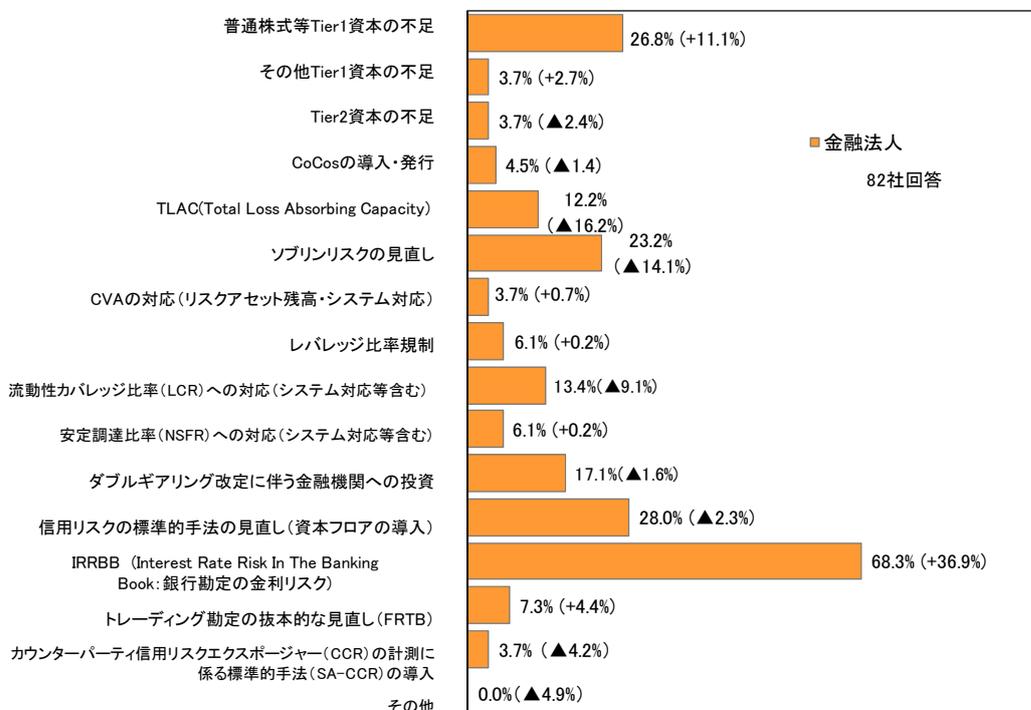
4 標準的手法において外部格付けへの機械的な依存を低減した上で、株式・劣後債の保有や住宅ローンのリスクウェイトを引き上げる旨の提案である。また、見直し後の標準的手法で算出されたリスクアセットに一定の掛目（数値は未定）を乗じたものが内部格付手法でもリスクアセットのフロアとなるため、リスクアセットの上昇が問題視されている。そもそも内部格付手法採用行にとって都合の良い信用リスクの見直しが目的の主眼とすれば結果的に本末転倒な規制内容となる可能性もある。

5 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が指摘されている。

(バーゼル規制)

図表5-1 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）

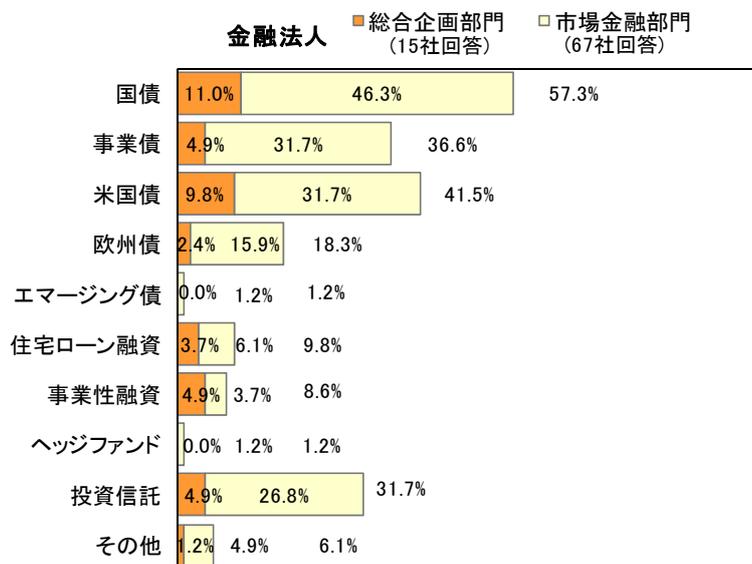


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表5-2 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）

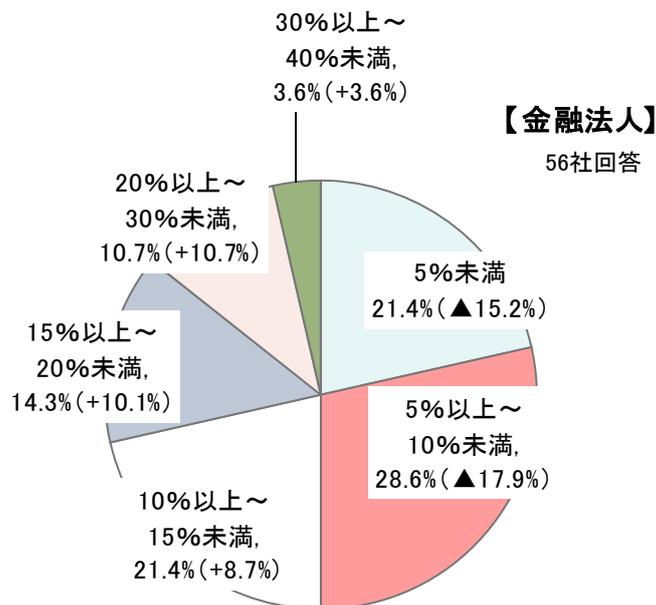
銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制導入実施に伴い投資を懸念する商品は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表5-3 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？

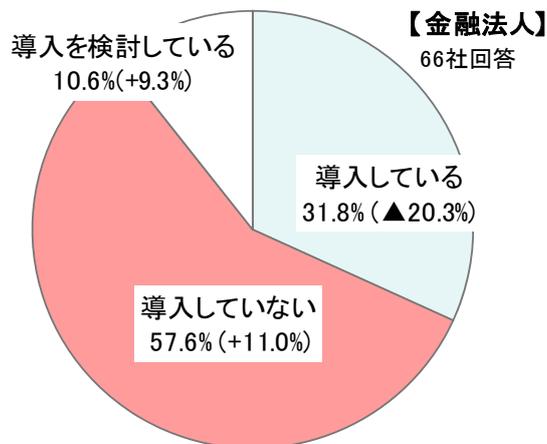


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表5-4 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？



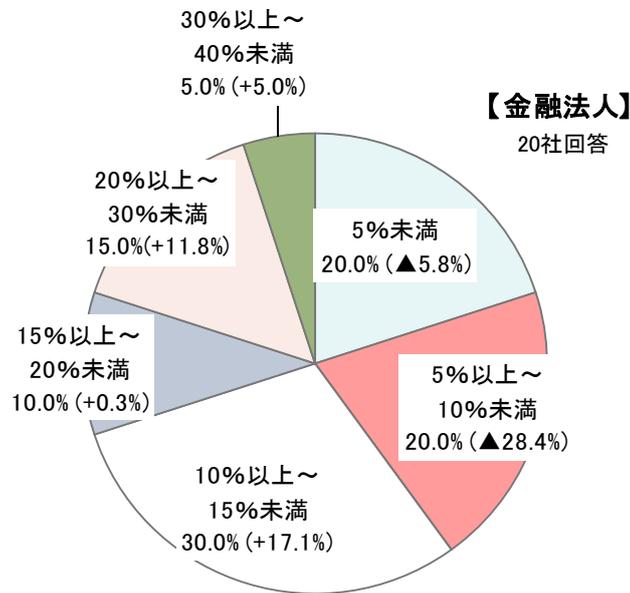
(注) 括弧内は前年度

(出所) 大和総研

比増減

図表 5-5 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？

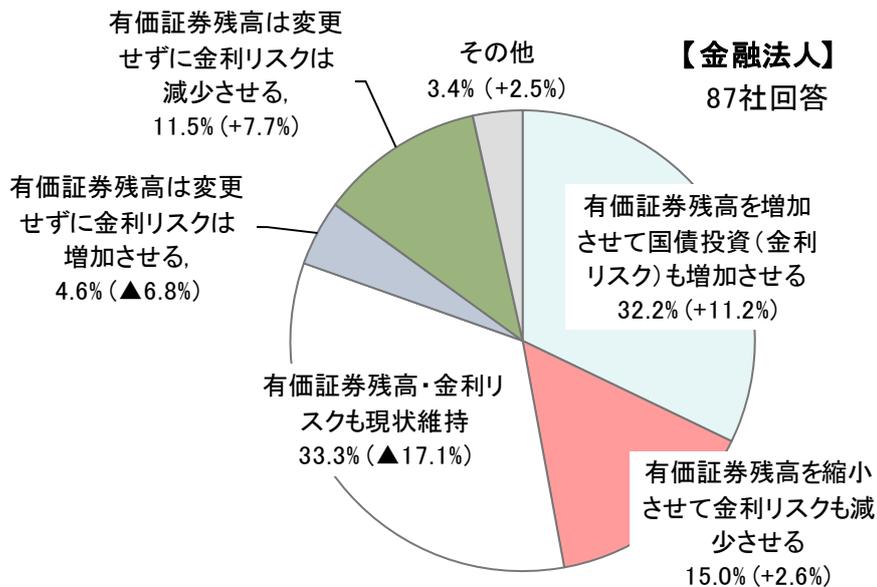


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

図表 5-6 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？

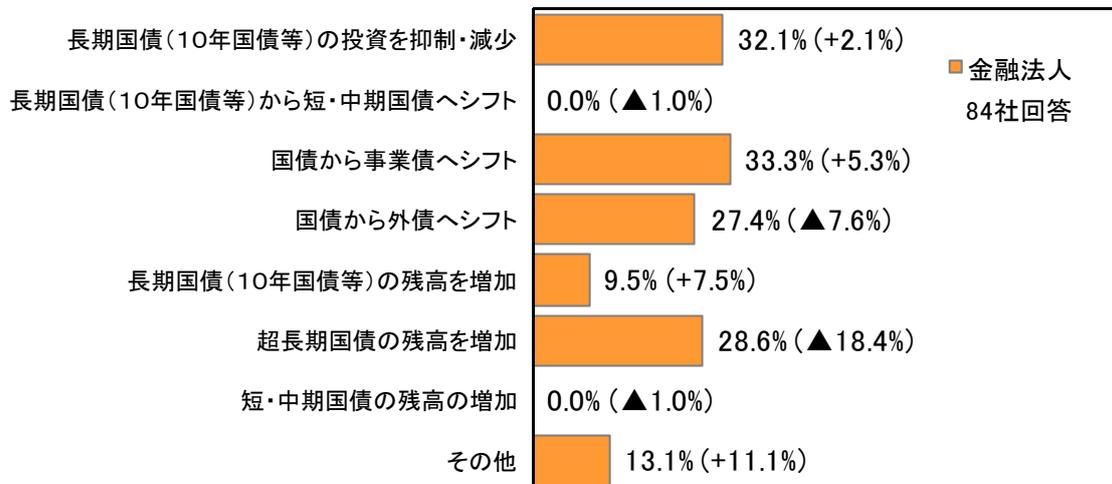


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

図表5-7 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

5-2. 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 ローン等) 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 の資産購入プログラム⁶ (QE) 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」 (8.5% : 前年度比▲4.5 ポイント) の割合は低下し、全体の 1 割を下回った (図表 5-8 参照)⁷。一方、年金基金では前年度比+1.4 ポイント (3.1%) とわずかながら上昇している。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集めている。ただ、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では、という市場からの懐疑的な見方が台頭し、昨年度は慎重な投資姿勢が先行していた。しかし、2017 年に入り一連の騒動が過ぎた後は、安定的な価格で推移していることもあり、投資対象としての人氣が再度高まる可能性もある。

図表 5-9 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「ダブルギアリングの懸念」、同市場金融部門と年金基金では「運用商品としての評価が困難」が最も多かった (それぞれ 58.3%、43.3%、40.3%)。

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 35.7% (前年度比+2.4 ポイント)、年金基金でも 3.3% (同+3.3 ポイント) となり、着実に採用が拡大

6 買入れ資産は、国債・地方債、政府系機関債、EU 機関債、社債が対象とされ、既存のカバード・ボンド買入れプログラム (CBPP3: Covered Bond Purchase Programme 3) 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 300 億ユーロ (2018 年 1 月以降)、期限は 2018 年 9 月末までとなっている。

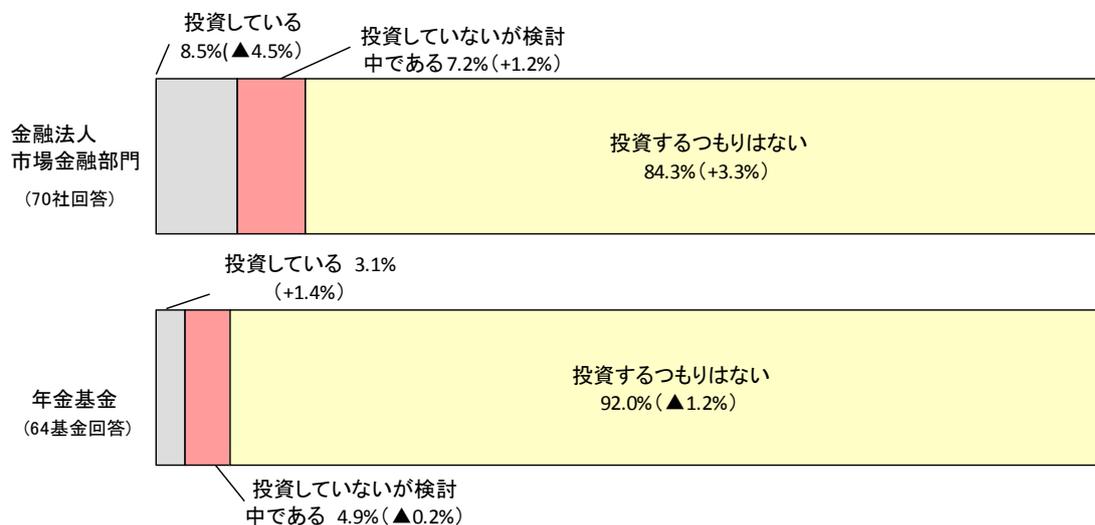
7 どの設問を回答するかは、回答者が任意で選択できるため、オルタナティブ投資全体の選択状況で示されているコンティンジェント・キャピタルの採用比率 (図表 2-2) とは回答者が同一ではなく、異なる結果となることは了承願いたい。

していることがわかる（図表 5-10）。ただ、金融法人の総合企画部門では「発行に興味がある（検討してもよい）」（13.3%：前年度比▲11.7 ポイント）の比率は昨年度から低下している。図表 5-11 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という設問の結果であるが、金融法人では「デンマーク」（78.6%：前年度比▲2.0 ポイント）が昨年度に続き圧倒的な支持を集めた。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。また年金基金では「ドイツ」（84.2%：同+29.7 ポイント）への人気が高い。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。

(コンティンジェント・キャピタル (CoCos) 、カバード・ボンド)

図表5-8 コンティンジェント・キャピタルに関する投資の予定

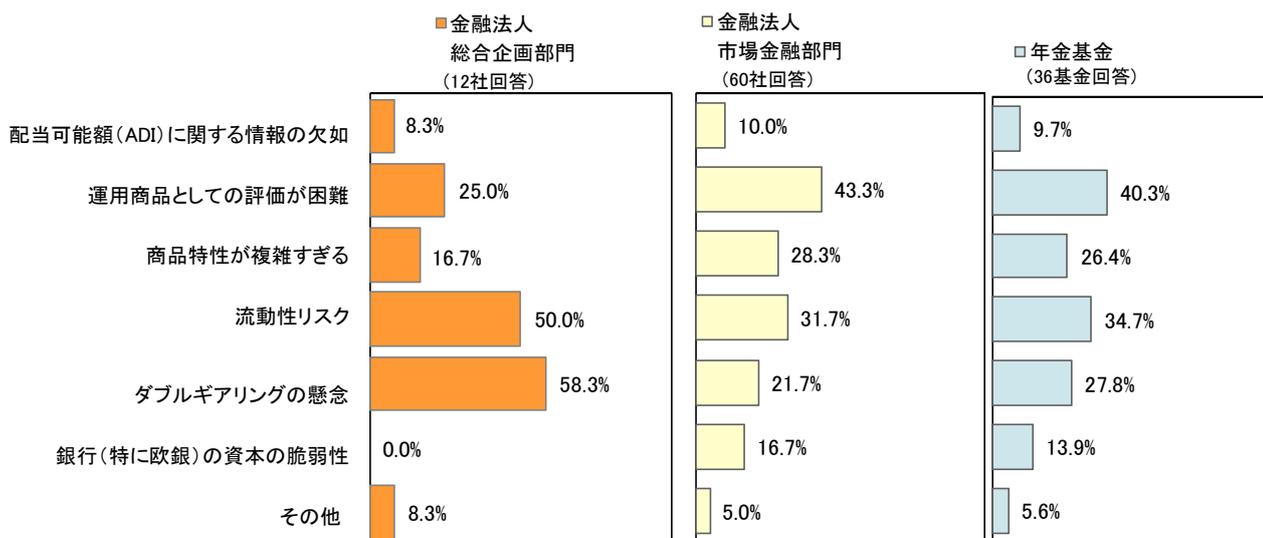
コンティンジェント・キャピタルについて投資を検討していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表5-9 その他 Tier1 債 (AT1 債) 投資に対する懸念

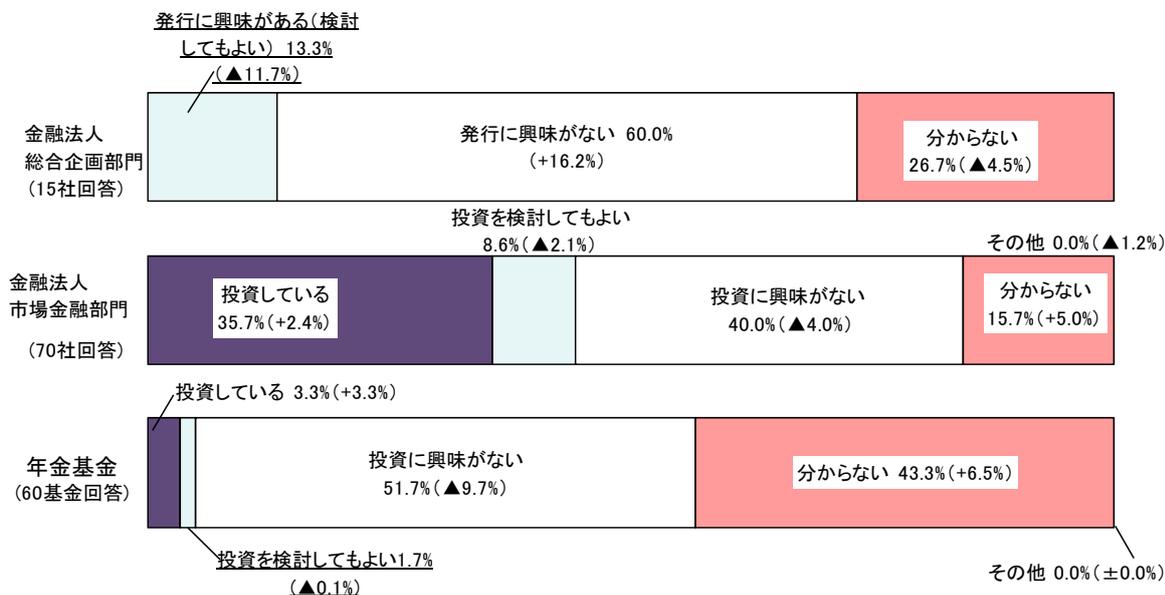
その他 Tier 1 債 (AT1 債) 投資の懸念は何ですか？ (複数回答可)



(出所) 大和総研

図表5-10 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？

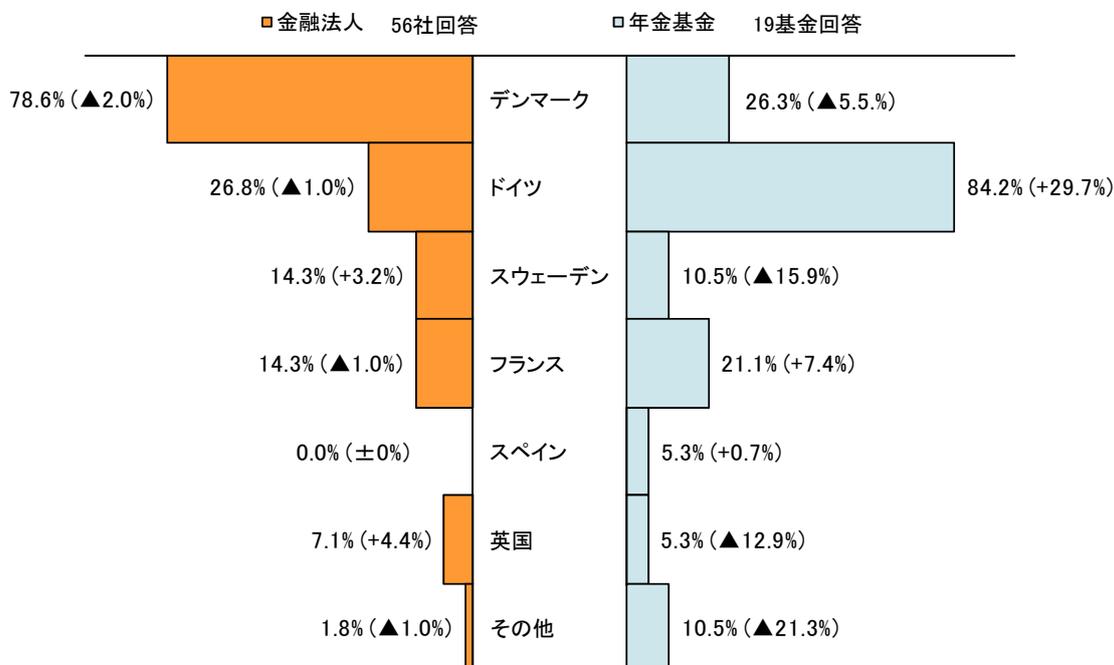


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表5-11 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

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」（21.8%）との回答が、前年度比+6.6ポイントと上昇していることがわかる。さらに、年金基金でも前年度比+0.4ポイント（25.4%）と小幅ながら割合を伸ばしている（図表 6-1）。さらに双方、「実施していないが、検討中である」（金融法人 6.9%：前年度比+2.1ポイント、年金基金 15.9%：同+5.2ポイント）の割合も上昇した。インフラファンドへの投資に関しては、企業年金にとどまらず、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 58.8%、金融法人では「インフラ（直接）融資（シニア）」が 63.2%で最も高率を示した。次に年金基金、金融法人ともに「インフラファンド（エクイティ）」（52.9%、42.1%）が続いている。さらに投資している施設の種類（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）」（94.1%）が圧倒的に高い一方、年金基金では「空港」（75.0%）、「港湾」（68.8%）、「電力（火力、水力、原子力）」（56.3%）、「水（上水、下水、配水）」（56.3%）などの比率が高いなど、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）を見ると、「米国」（68.8%：前年度比▲2.7ポイント）が最も高率となっている。次に前年度より大きく比率を落とした「英国」（62.5%：同▲16.1ポイント）や「その他の欧州地域」（50.0%：同+7.1%）が続く。一方、金融法人では今年度も「日本」（84.2%：同+3.0%）に回答が集中した。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：74.5%、年金基金：77.3%）、「オーストラリア」（金融法人：25.5%、年金基金：36.4%）、「ドイツ」（金融法人：20.0%、年金基金：38.6%）などが今年度も上位に来ている（図表 6-5）。さらに、今年度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」（76.2%）が前年度比+31.2ポイントと飛躍的に比率を伸ばした（図表 6-6）。

6-3. インフラ投資の際に重視する項目、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。両主体とも「収益率・キャッシュフローの安定性」（金融法人：81.7%、年金基金：86.4%）、「投資地域（カントリーリス

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還元する商品スキームとなっているものが多い。特に出口戦略の成否でリターンが大きく変わる不動産ファンドの代替として、近年、多くの投資家から注目されているといえよう。

ク)」（金融法人：42.3%、年金基金：61.0%）、「投資地域（法制度整備やその運用状況）」（金融法人：40.8%、年金基金：44.1%）の比率が高い。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：49.2%）、「事故・天災による資産毀損リスク」（金融法人：44.4%、年金基金：49.2%）、「インフラのリスクを評価できる人がいない」（金融法人：43.1%、年金基金：42.4%）の回答が目立った。また、金融法人の「その他」（2.8%）の意見には、“（太陽光発電の）パネルの廃棄費用”（信用金庫）などが挙げられた。

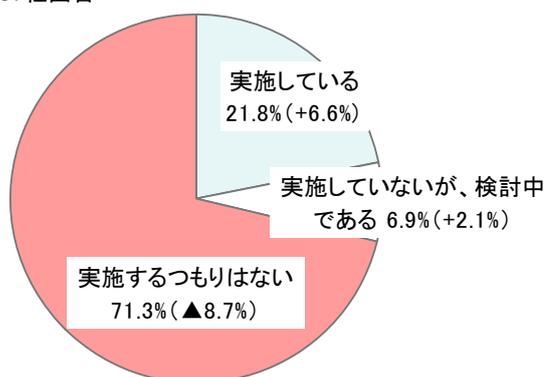
(インフラ投資：再生可能エネルギーも含む)

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？

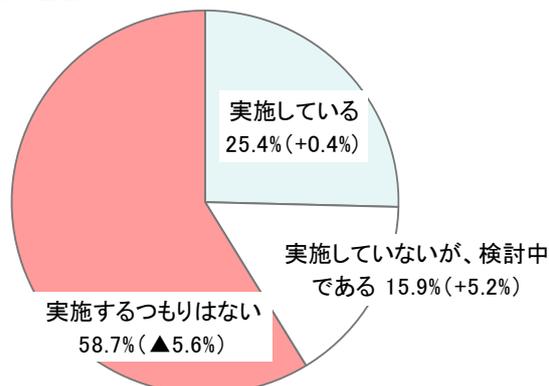
【金融法人】

87社回答



【年金基金】

63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 19社回答	年金基金 17基金回答	前年度比
+0.9%	42.1%	52.9%	+12.9%
▲23.5%	0.0%	58.8%	▲1.2%
+4.0%	15.8%	0.0%	▲13.3%
+27.9%	63.2%	5.9%	+5.9%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲6.7%
▲5.9%	0.0%	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

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 17社回答	年金基金 16基金回答	前年度比
+5.9%	35.3%	56.3%	▲0.9%
+5.9%	17.6%	56.3%	+20.5%
+11.8%	17.6%	43.8%	+8.0%
+5.9%	17.6%	75.0%	▲3.6%
+11.8%	11.8%	68.8%	+11.6%
+17.6%	94.1%	37.5%	+1.8%
+11.8%	35.3%	31.3%	+2.7%
+11.8%	23.5%	18.8%	+4.5%
+5.9%	11.8%	0.0%	▲14.3%

(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 19社回答	年金基金 16基金回答	前年度比
+0.3%	31.6%	68.8%	▲2.7%
▲13.5%	5.3%	31.3%	+9.8%
▲2.0%	10.5%	62.5%	▲16.1%
▲13.5%	5.3%	18.8%	▲9.8%
▲18.8%	0.0%	18.8%	▲2.7%
▲7.2%	5.3%	50.0%	+7.1%
▲7.2%	5.3%	25.0%	▲25.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲7.1%
+5.3%	5.3%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲7.1%
+0.0%	0.0%	6.3%	+6.3%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+5.3%	5.3%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲6.3%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+3.0%	84.2%	18.8%	+11.6%
+0.0%	0.0%	12.5%	+12.5%

(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

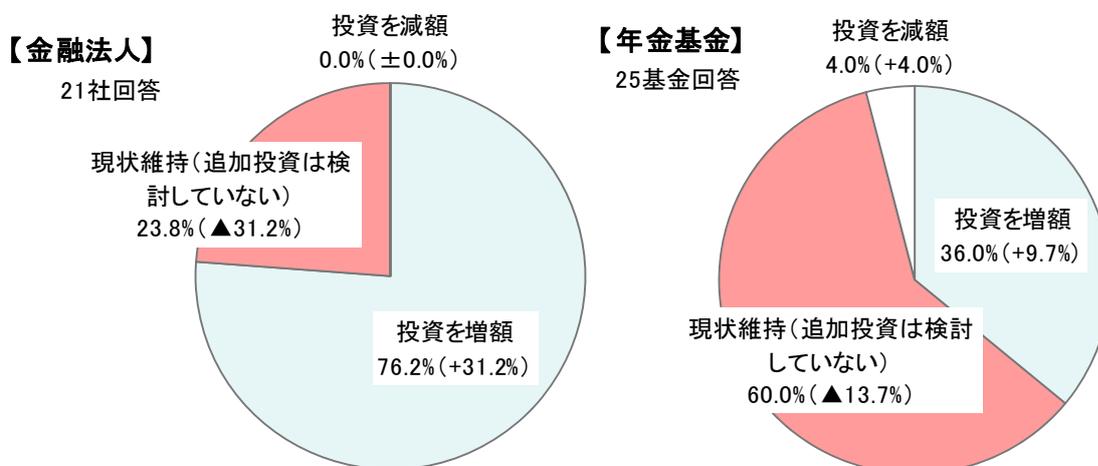
もし為替リスクがヘッジできるなら、どの地域のインフラに投資を検討されたいですか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 55社回答	年金基金 44基金回答	前年度比
+1.3%	74.5%	77.3%	+8.4%
▲5.6%	12.7%	31.8%	▲10.4%
+4.3%	12.7%	29.5%	▲1.6%
+1.3%	18.2%	22.7%	▲1.7%
▲2.5%	20.0%	38.6%	+0.9%
▲2.0%	3.6%	13.6%	▲1.9%
+8.6%	25.5%	36.4%	▲8.1%
+0.4%	1.8%	0.0%	▲4.4%
+0.0%	0.0%	2.3%	+0.1%
+0.2%	7.3%	2.3%	▲11.1%
▲3.0%	5.5%	6.8%	+0.2%
+2.6%	5.5%	2.3%	▲6.6%
+3.0%	7.3%	6.8%	▲4.3%
▲1.2%	7.3%	4.5%	+0.1%
+0.4%	1.8%	4.5%	▲2.1%
▲1.4%	0.0%	0.0%	+0.0%
+1.2%	5.5%	2.3%	+2.3%

(出所) 大和総研

図表 6-6 インフラ投資へのスタンス

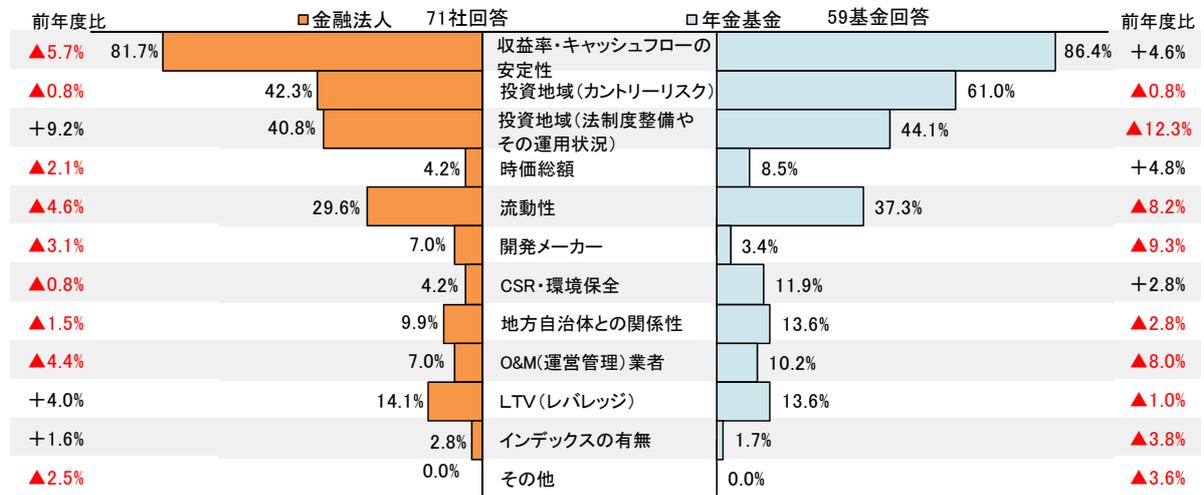
今年度のインフラ投資へのスタンス（アペタイト）をお聞かせ下さい



(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

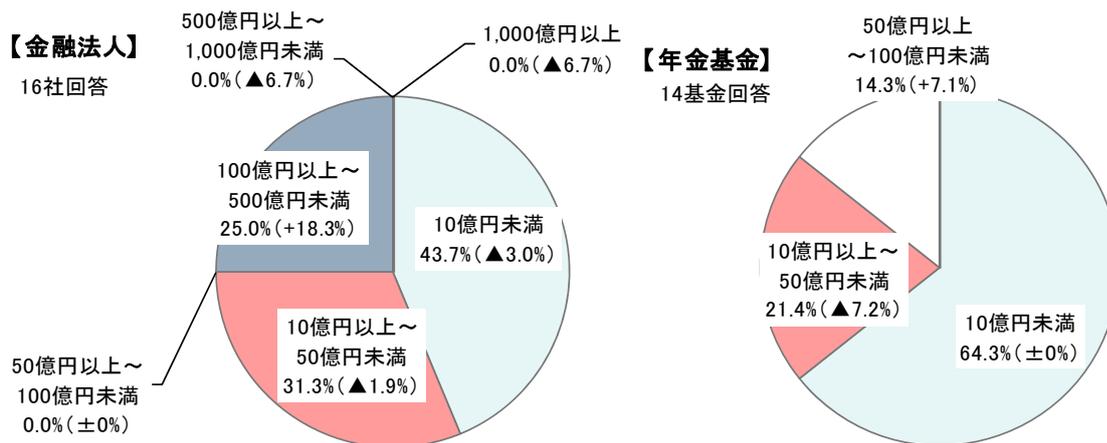
インフラ投資の際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(出所)大和総研

図表 6-8 インフラ投資への金額

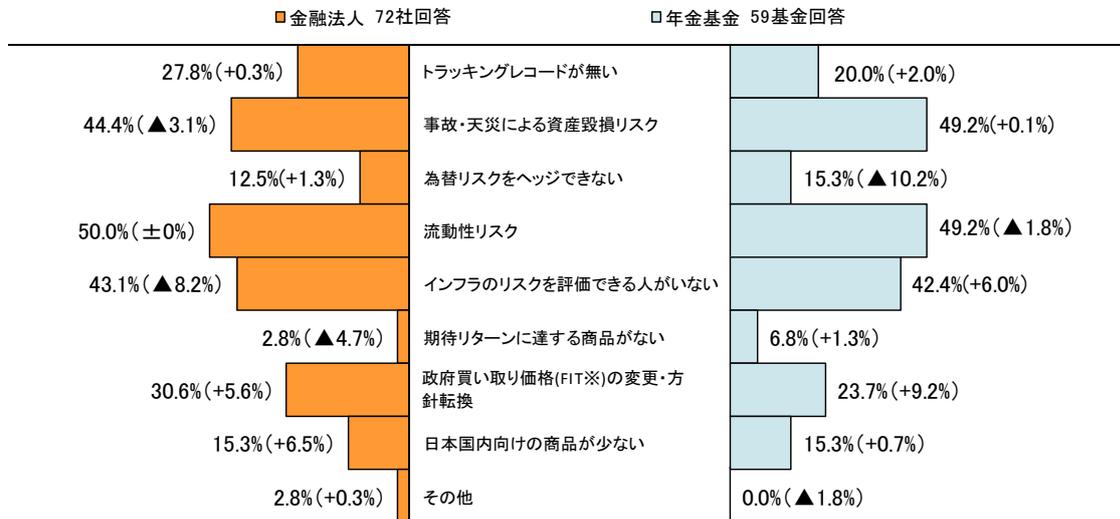
インフラ投資の金額はおおよそどの程度ですか？



(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）



(※) 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34.7%と前年度比+1.7ポイント⁹と小幅な上昇となった（図表7-1）。一方、年金基金では「実施している」の回答が55.4%と同▲2.9ポイント低下している。

また、ヘッジファンド投資の選択状況を見ると（図表7-2）、双方ともに「ファンドオブヘッジファンズ」は比率が低下している（金融法人26.1%：前年度比▲1.5ポイント、年金基金：63.9%：同▲8.8ポイント）。また「グローバルマクロ」（金融法人8.7%：同▲15.4ポイント、年金基金30.6%：同▲5.8ポイント）や「債券アービトラージ」（金融法人17.4%：同▲6.7ポイント、年金基金33.3%：同▲3.0ポイント）も両主体で比率が低下している。一方、金融法人では「株式マーケットニュートラル」（73.9%：同+8.4ポイント）、年金基金では「マネージドフューチャーズ」（25.0%：同+9.8ポイント）の比率は大きく上昇した。さらに「その他」（金融法人：4.3%、年金基金：8.3%）に寄せられた意見では、“保険商品リンク商品”（企業年金），“インカムマッチ戦略”（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

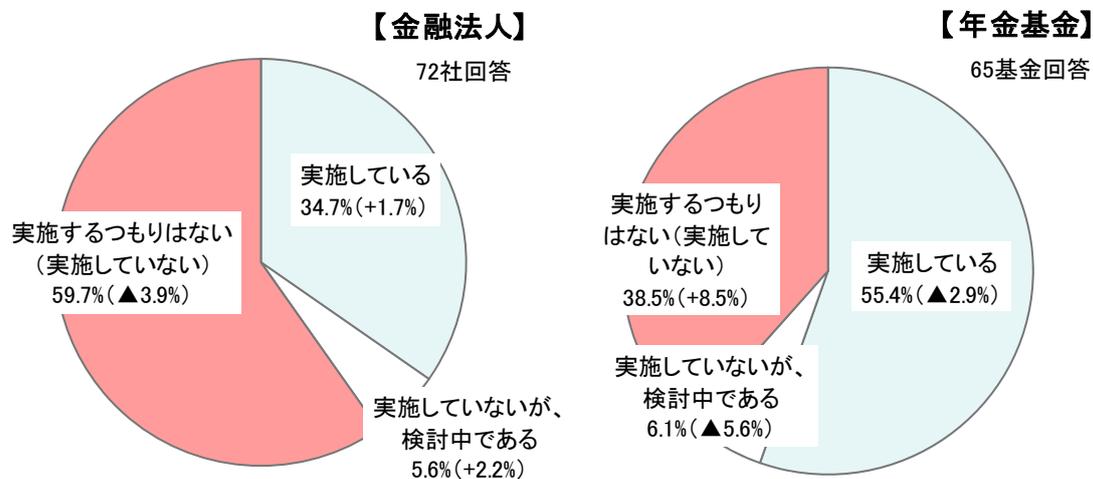
今年度のヘッジファンドへの投資スタンスは、金融法人では「投資を増額」が前年度比+32.9ポイント（70.4%）と大幅に上昇している（図表7-4参照）。金融法人は歴史的な超低金利の継続により本業収益をカバーするため様々な代替投資を検討しており、その中でもヘッジファンド投資は、大きな潜在的な投資需要を示唆する結果となった。対照的に年金基金では「投資を増額」が同▲12.2ポイント（19.5%）と大幅に低下、「投資を減額」（14.6%：前年度比+7.3ポイント）が比率をやや伸ばすなどヘッジファンドへの期待は乏しい。年金基金から寄せられた意見の中では、“パフォーマンスが悪い”（企業年金）や“現行の相場に（投資戦略が）マッチしない”（厚生年金）などの回答が多かった。

⁹ どの設問に回答するかは、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

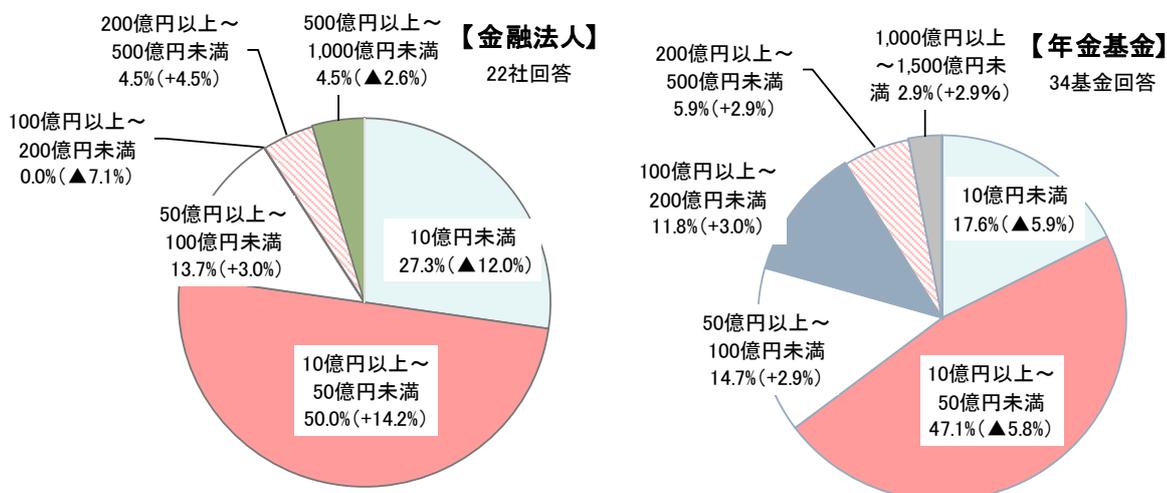
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人 23社回答	年金基金 36基金回答	前年度比
▲1.5%	26.1%	63.9%	▲8.8%
+8.4%	73.9%	27.8%	▲5.6%
+3.1%	65.2%	38.9%	+2.5%
▲15.4%	8.7%	30.6%	▲5.8%
▲6.7%	17.4%	33.3%	▲3.0%
▲9.4%	4.3%	25.0%	+9.8%
+4.3%	4.3%	0.0%	+0.0%
+9.6%	13.0%	8.3%	+5.3%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+6.1%	13.0%	5.6%	▲0.5%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲3.4%	0.0%	0.0%	▲3.0%
▲2.5%	4.3%	5.6%	+5.6%
+0.9%	4.3%	8.3%	▲3.8%

(出所) 大和総研

図表 7-3 ヘッジファンドへの投資額

ヘッジファンドへの投資額はおよその程度ですか？

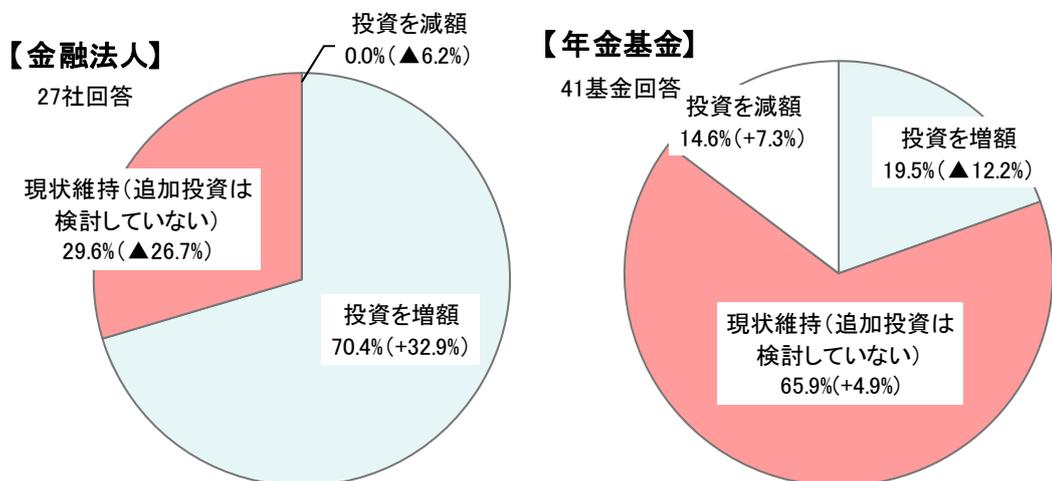


(注) 括弧内は前年度比増減

(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▲7.9ポイント（78.6%）と低下、一方、年金基金においては、同+5.5ポイント（36.5%）と上昇した（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」（73.9%：前年度比+12.8ポイント）の割合が昨年度と変わらず高く、「海外不動産私募ファンド」（26.1%：同+15.0ポイント）の比率も大幅に上昇している。一方、金融法人では、「J-REIT」（94.6%：同▲1.5ポイント）の比率が小幅に低下したものの、例年と変わらず圧倒的に大きい。次に昨年度より比率が若干上昇した「国内私募 REIT」（48.2%：同+2.1ポイント）が続く。「国内不動産私募ファンド」は、金融法人で前年度比+5.1ポイント（14.3%）と上昇する一方、年金基金で同▲4.8ポイント（17.4%）と低下した。国内外のアセットタイプ別の投資状況を見ると（図表 8-3）、両主体とも国内、海外ともに「総合型（複合型）」（＜国内＞金融法人：94.1%、年金基金 72.7% / ＜海外＞金融法人：17.6%、年金基金：40.9%）が最も高率となっている。その他に、金融法人の国内不動産投資は「オフィス」（74.5%）、「商業」（70.6%）、「物流」（68.6%）、「住宅」（66.7%）、「ホテル」（43.1%）などへの投資比率が高い様子が見えがえる。

8-2. 海外不動産

また、海外不動産投資について、金融法人の投資地域（図表 8-4）は「米国」（100.0%）、「豪州」（30.0%）に集中している。一方、年金基金では「米国」（100.0%）の他に「英国」（60.0%）、「ドイツ」（60.0%）など欧州のエクスポージャーが高いことが示されている。図表 8-5 は海外不動産投資に対して期待することを問う設問であり、金融法人では「高い利回り」（90.0%）に回答が集中し、年金基金では「ポートフォリオのリスク分散効果」（77.8%）が最も高率となった。さらに、図表 8-6 は海外不動産投資における懸念事項に対する問いであり、双方ともに「情報の少なさ」（金融法人：87.5%、年金基金：53.3%）、「為替リスク」（金融法人：43.8%、年金基金：53.3%）を挙げる声が多かった。

8-3. 不動産投資の今後のスタンス、国内不動産市場の見通し

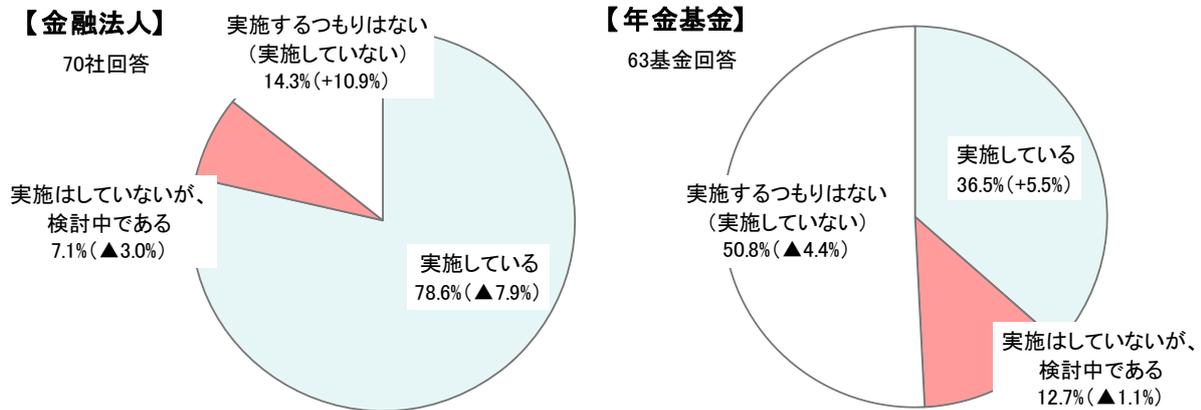
今年度の不動産投資のスタンスを見ると、REIT 投資（図表 8-10）は、金融法人、年金基金ともに「投資を増額」が大幅に低下した（金融法人 48.3%：前年度比▲7.4ポイント、年金基金 18.5%：同▲17.9ポイント）。また不動産私募ファンドへの投資スタンス（図表 8-11）では、年金基金で「投資を増額」の割合が大きく上昇する一方（29.2%：同+10.2ポイント）、金融法人では低下している（8.3%：同▲8.9ポイント）。寄せられた意見の中には“円金利と比較したときの利回りの高さ”（信用金庫）や“オフィスの大量供給懸念”（企業年金）などがあ

った。さらに図表 8-12 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。金融法人では「どちらかと言えば割高」（17.1%：同▲28.2 ポイント）の割合が大きく低下し、「どちらかと言えば割安」（44.3%：同+29.2 ポイント）の割合が大きく上昇した。一方、年金基金は「どちらかと言えば割高」（50.0%：同+5.2 ポイント）が最も大きな割合を占め、「どちらかと言えば割安」（0.0%：同▲3.4%）、「割安である」（1.7%：同+1.7 ポイント）という意見はほとんど存在しないなど、両主体の不動産価格の見通しは対照的となっている。さらに図表 8-13 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 24.3%：同▲11.7 ポイント、年金基金 8.3%：同▲14.5 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 35.7%：同+15.9 ポイント、年金基金 30.0%：同+1.9 ポイント）、「大幅に失速する」（金融法人 1.4%：同+0.2 ポイント、年金基金 5.0%：同+5.0 ポイント）が上昇した。不動産賃貸市場の見通しをネガティブな方向で見ている様子が示された。

(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？

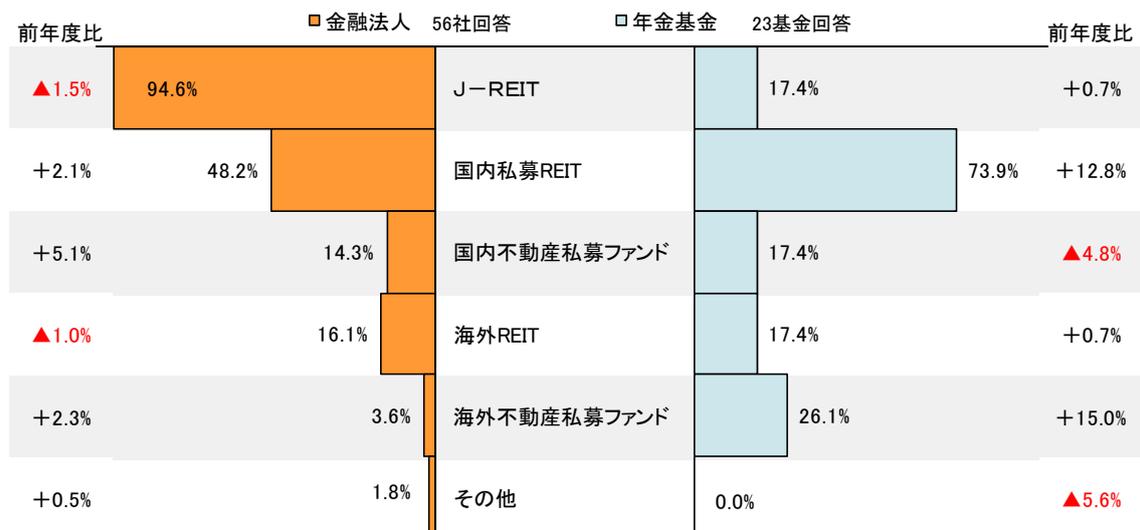


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-2 不動産投資の選択状況

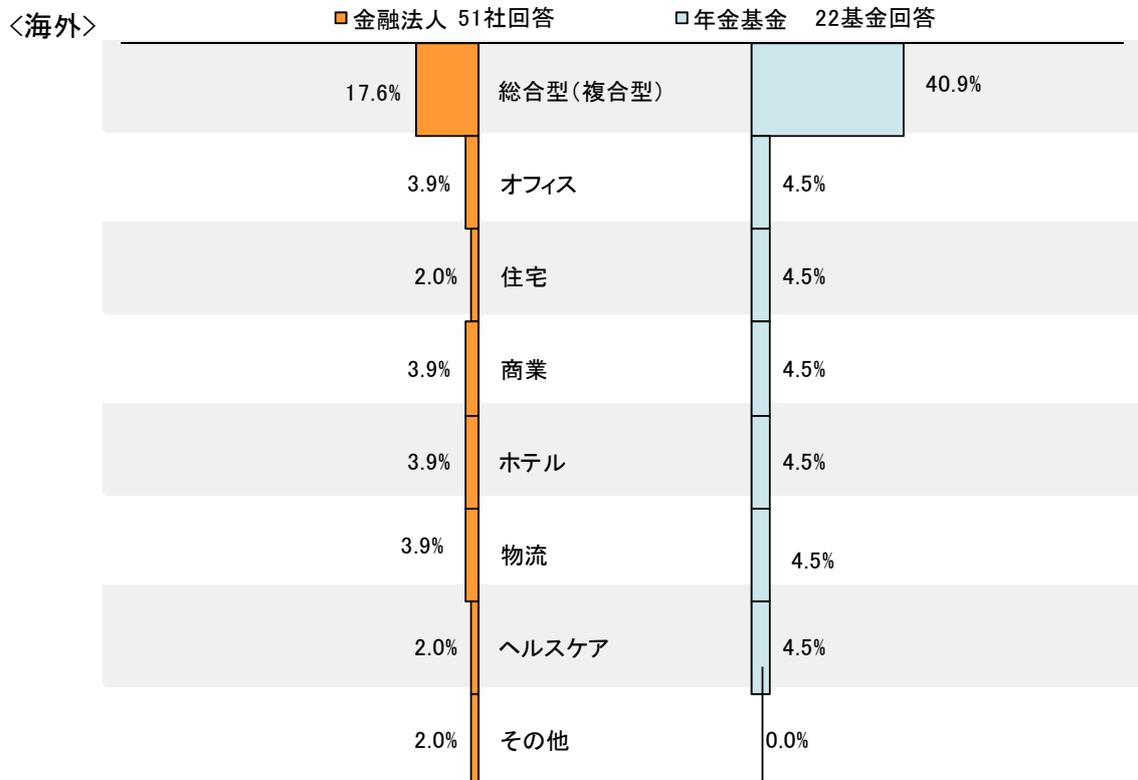
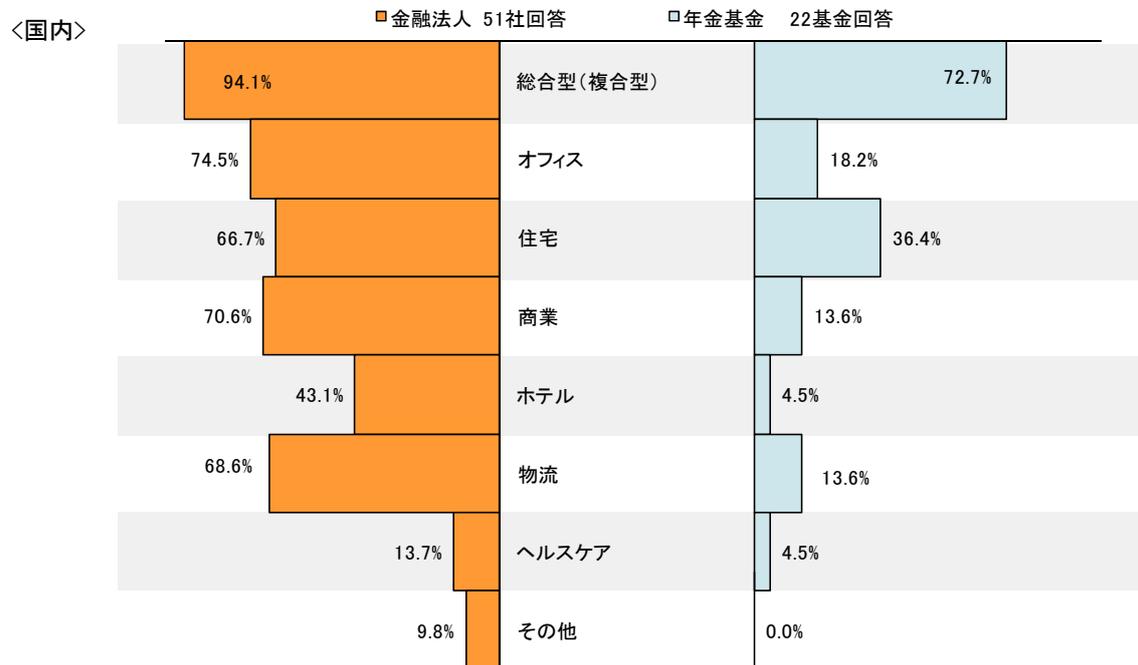
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 8-3 アセットタイプ別の投資状況

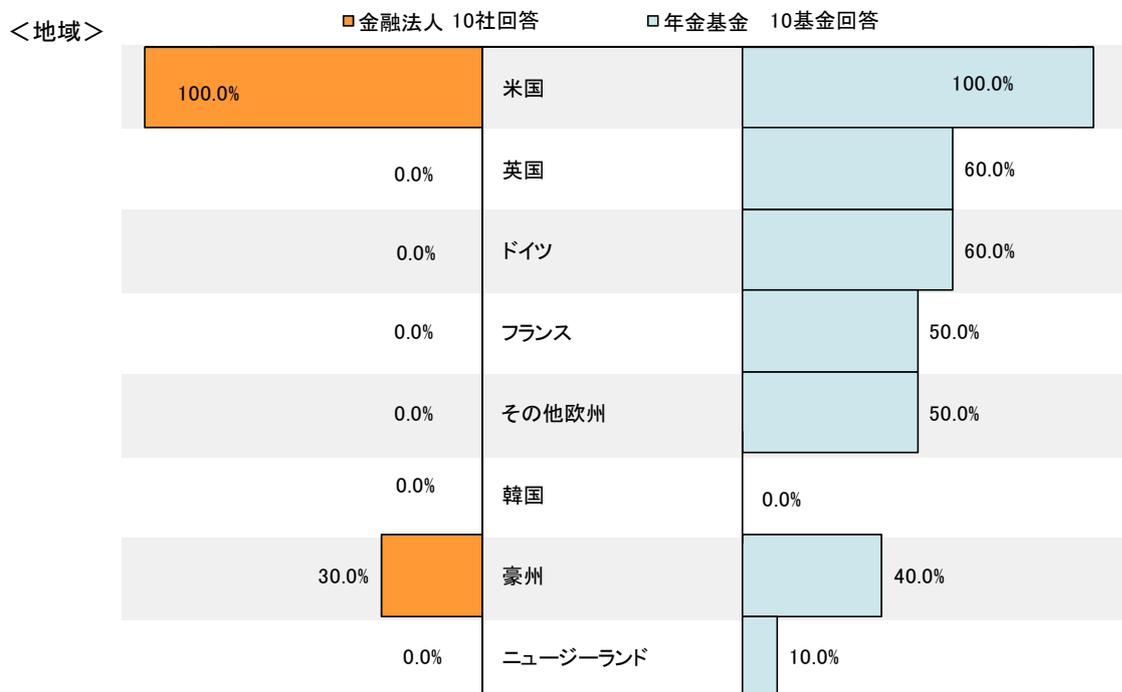
どのようなアセットタイプに投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 8-4 海外不動産の投資地域、投資期間および投資運用資産の取得形態

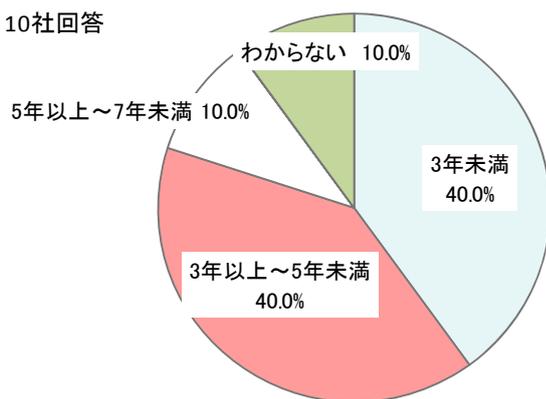
どのような地域に投資をしていますか？（複数回答可）海外不動産投資を行うにあたって、投資期間はどの程度をお考えですか？また海外不動産投資運用資産の取得形態を教えてください。



<投資期間>

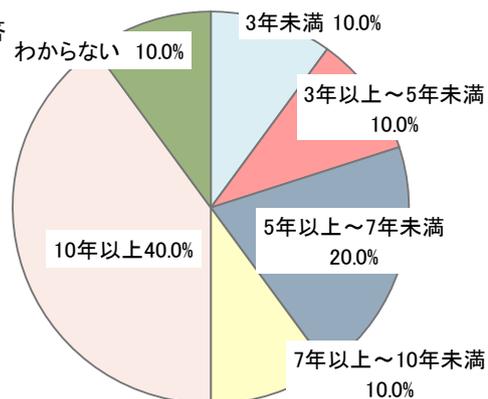
【金融法人】

10社回答



【年金基金】

10基金回答



(出所) 大和総研

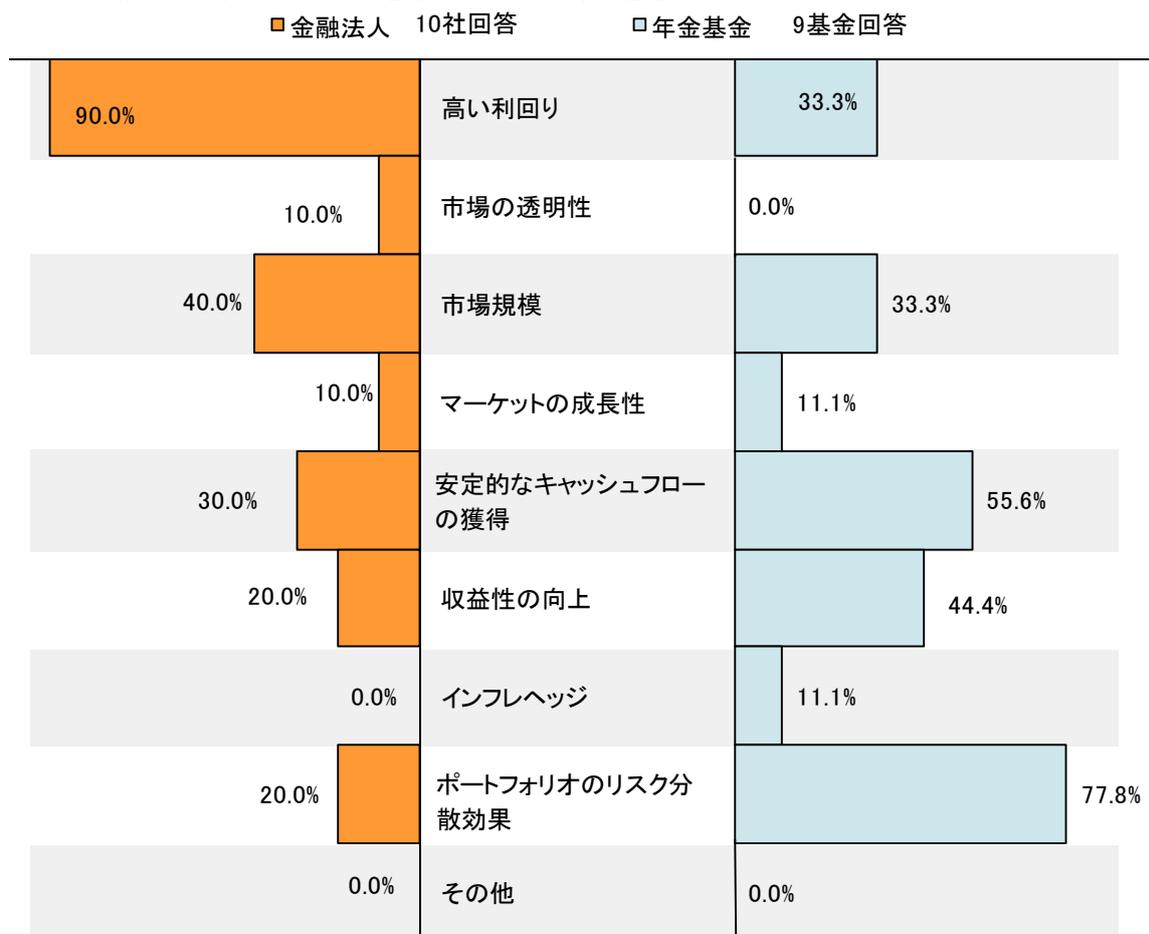
<取得形態>



(出所) 大和総研

図表 8-5 海外不動産投資に対する期待

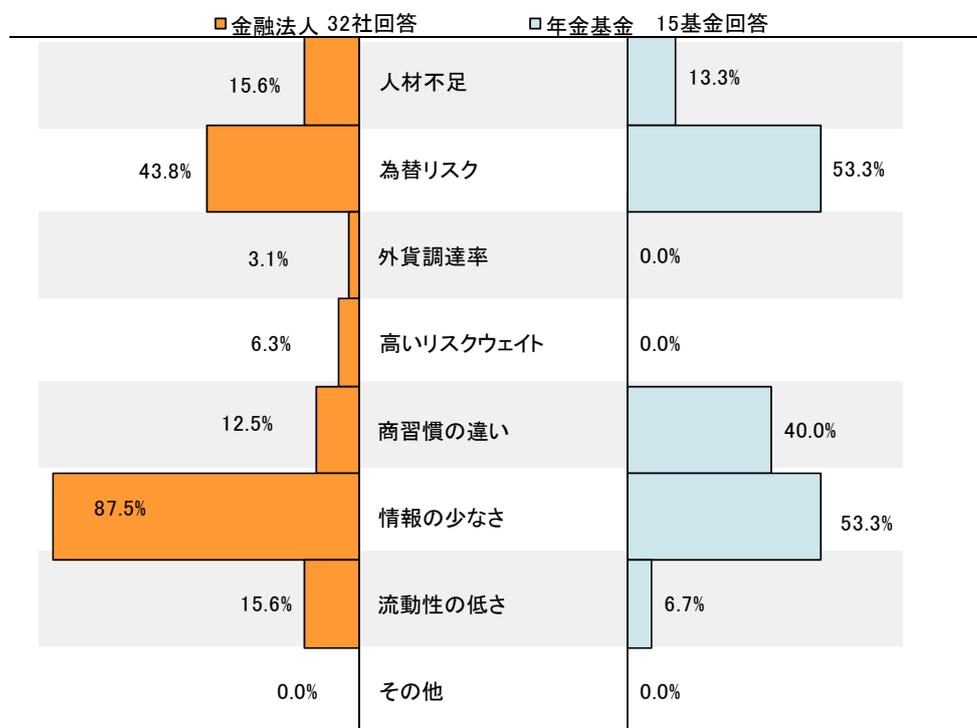
海外不動産投資に対して期待することは何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 8-6 海外不動産投資における懸念事項

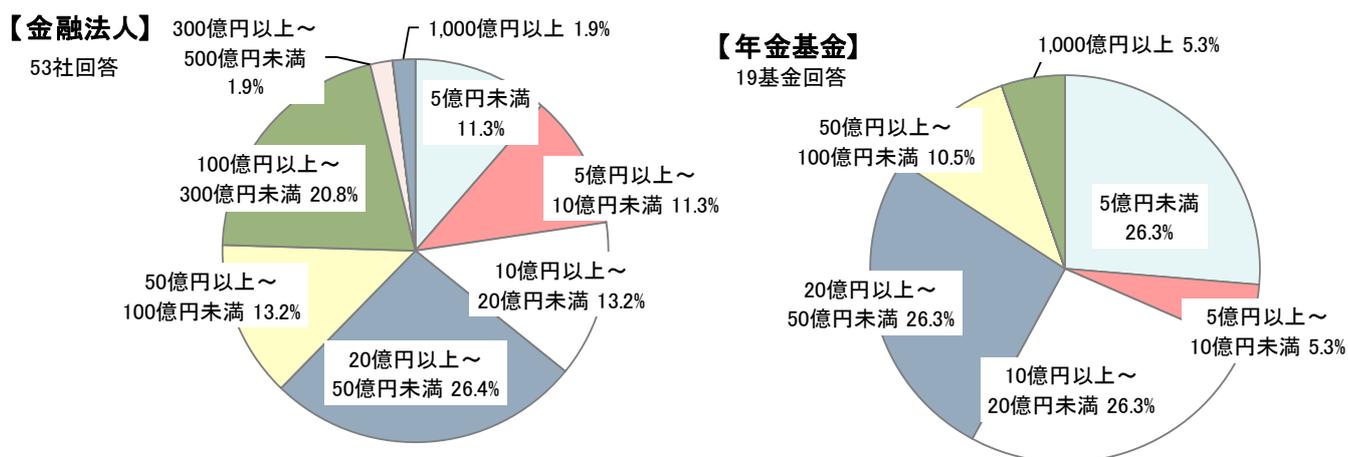
海外不動産投資に対して懸念は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 8-7 国内不動産への投資額

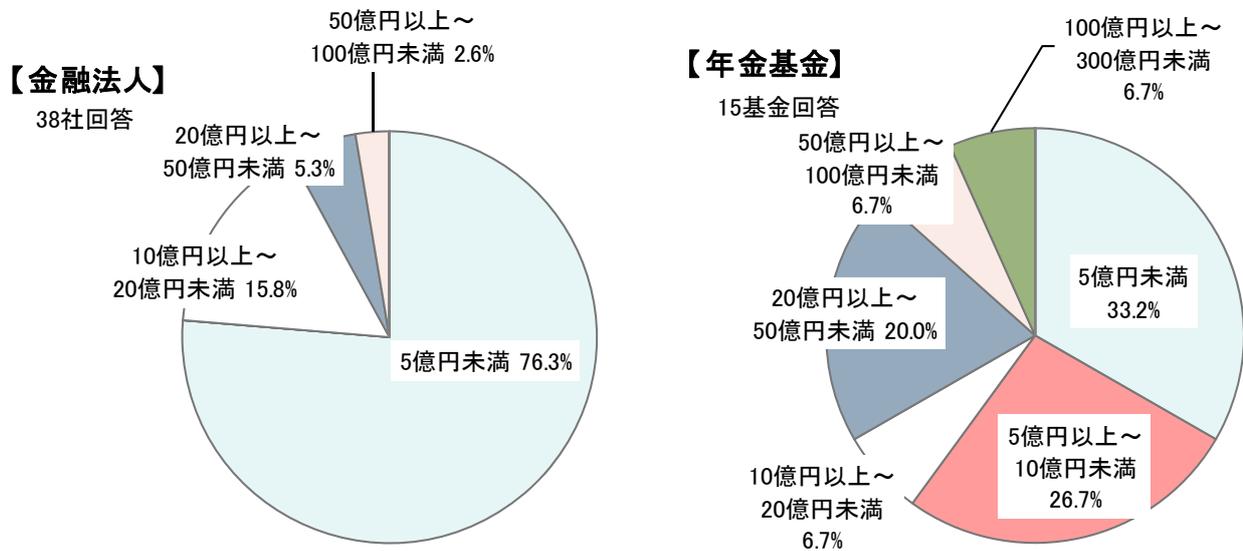
国内不動産への投資額はおよそどの程度ですか



(出所) 大和総研

図表 8-8 海外不動産への投資額

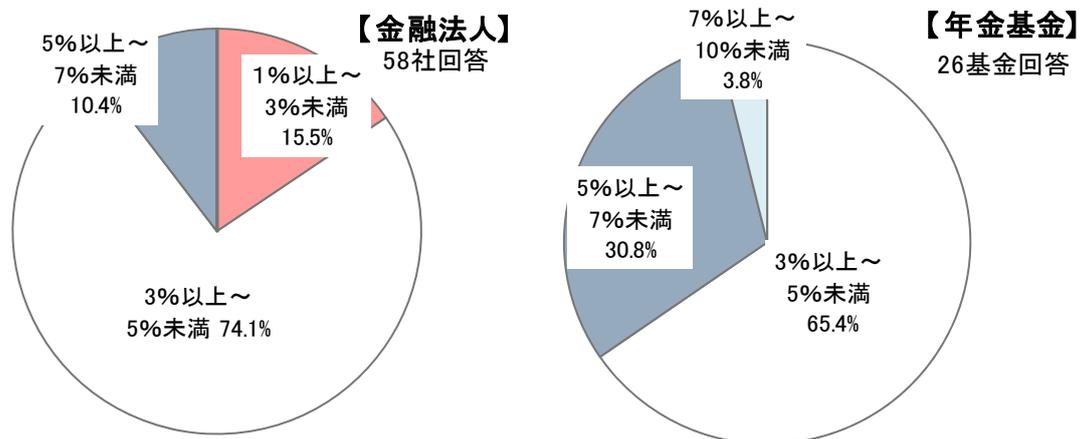
海外不動産への投資額はおよその程度ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-9 国内不動産投資に期待するインカムゲイン

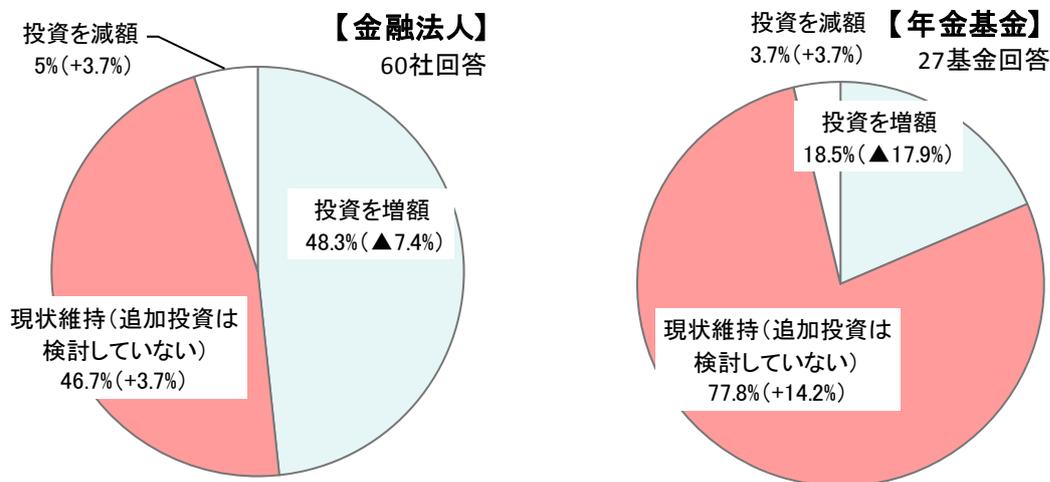
国内不動産投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-10 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

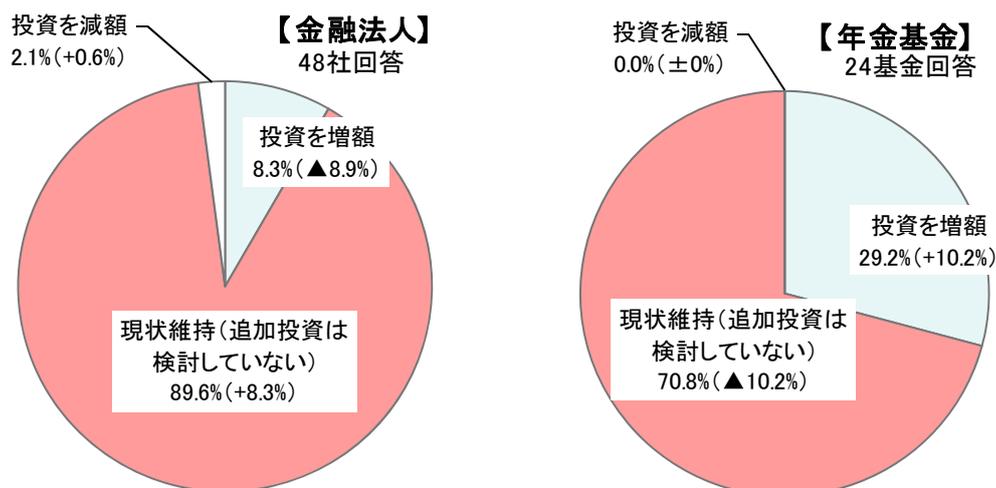


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-11 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

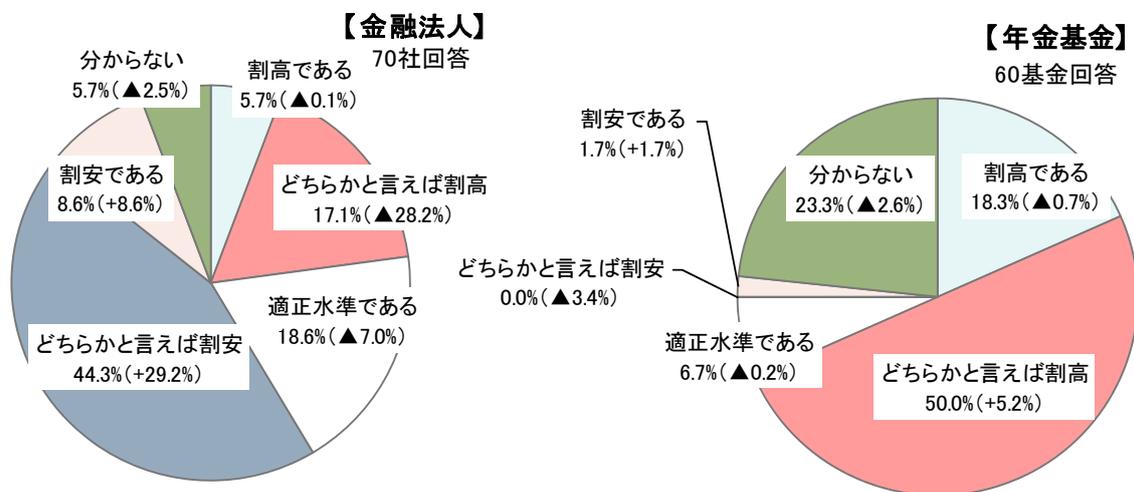


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-1 2 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？

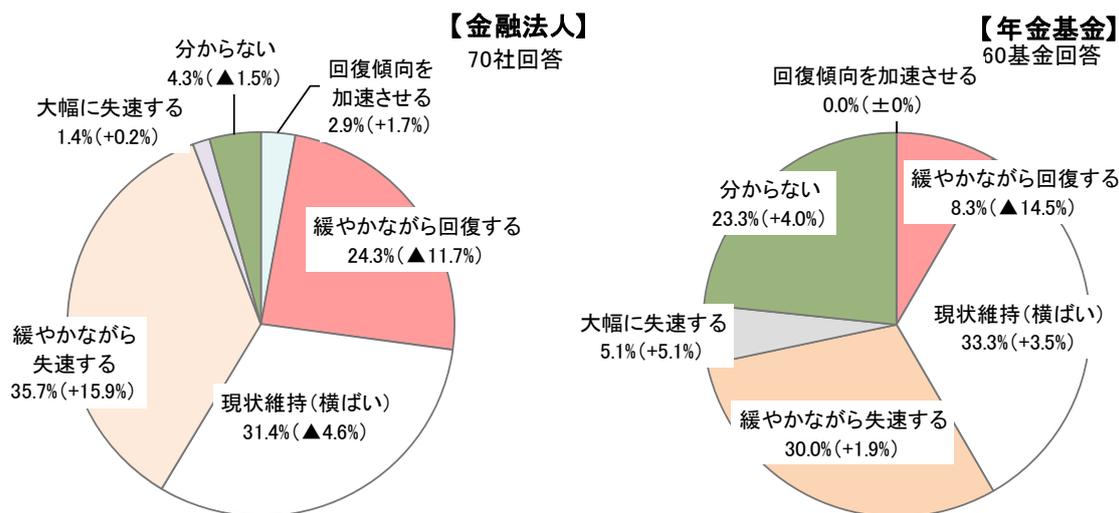


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-1 3 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

金融法人はプライベートエクイティ投資を「実施している」との割合が昨年度に続き小幅に上昇する一方（22.2%：前年度比+0.9ポイント）、年金基金では低下に転じた（15.6%：同▲6.1ポイント）¹⁰。ただ「実施していないが、検討中である」（金融法人0.0%：同▲3.4ポイント、年金基金：12.5%：同+4.2ポイント）の割合は金融法人が低下し、年金基金が上昇している（図表9-1）。

さらに商品別選択状況（図表9-2）を確認すると、双方ともに「国内バイアウト」（金融法人80.0%：前年度比+27.4ポイント、年金基金63.6%：同30.3ポイント）の比率が飛躍的に上昇している。また金融法人では「国内ディストレス」（20.0%：同+14.7ポイント）なども大きく上昇している。一方、年金基金では「海外ファンドオブファンズ」（54.5%：同+21.2ポイント）の上昇が目立った。また金融法人と比較し、年金基金の「国内ベンチャーキャピタル」（金融法人：60.0%、年金基金：18.2%）、「海外ベンチャーキャピタル」（金融法人：20.0%、年金基金0.0%）は今年度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は十分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、年金基金ともに「投資を増額」の割合が大きく上昇した（金融法人43.8%：前年度比+29.5ポイント、年金基金：26.7%、同+12.4ポイント）。またディストレスファンドへの投資スタンスは、金融法人で「投資を増額」（8.3%：同+8.3ポイント）、「投資を減額」（16.7%：同+16.7ポイント）の相反する回答がともに上昇する一方、年金基金は「現状維持（追加投資は検討していない）」の回答が昨年度に続き100%に達した（図表9-5）。

¹⁰ 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（バイアウト、VC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願いたい。

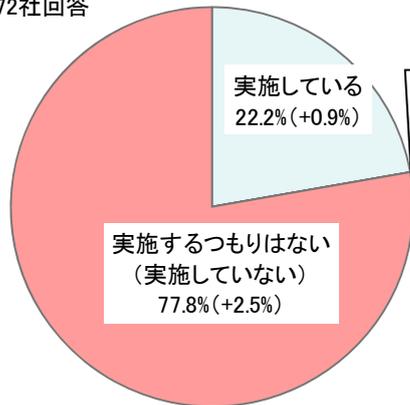
(プライベートエクイティ投資)

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？

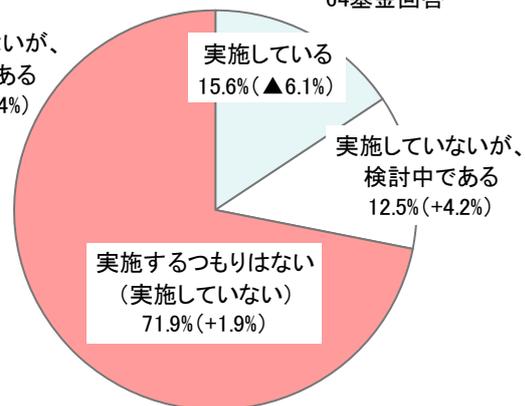
【金融法人】

72社回答



【年金基金】

64基金回答

実施していないが、
検討中である
0.0% (▲3.4%)

(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

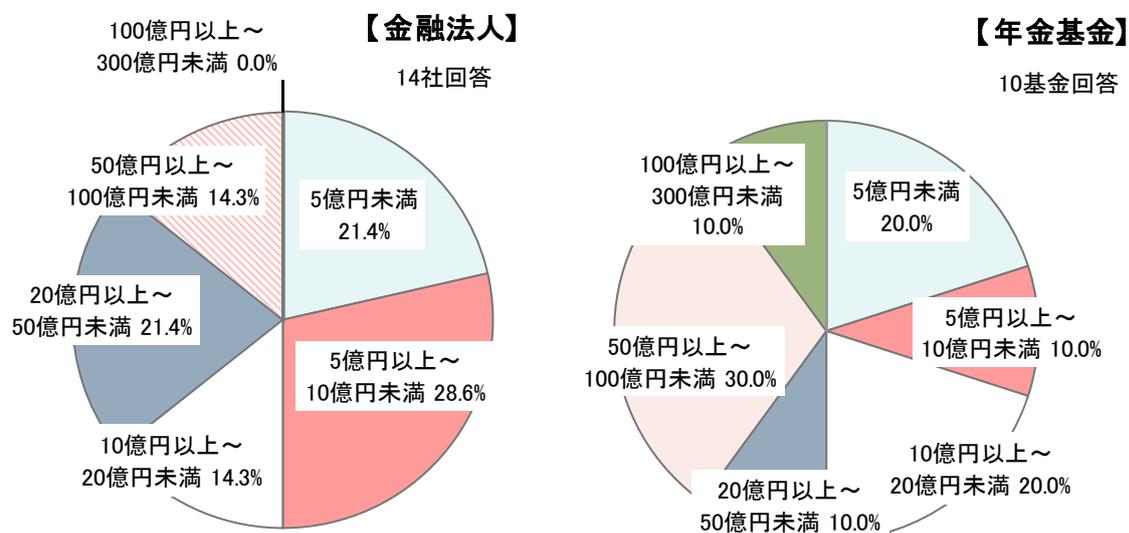
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人 15社回答	年金基金 11基金回答	前年度比
▲13.7%	60.0%	18.2%	+9.8%
+14.7%	20.0%	0.0%	▲16.7%
+27.4%	80.0%	63.6%	+30.3%
+1.4%	6.7%	36.4%	+19.7%
+14.7%	20.0%	18.2%	▲15.2%
+6.7%	6.7%	18.2%	+1.5%
▲10.5%	0.0%	9.1%	+9.1%
▲5.3%	0.0%	54.5%	+21.2%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲5.3%	0.0%	0.0%	▲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

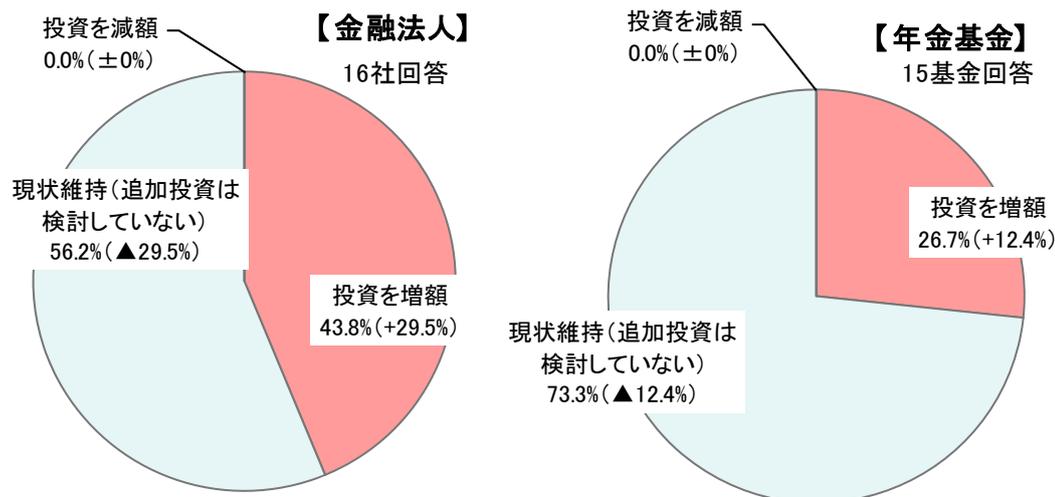
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

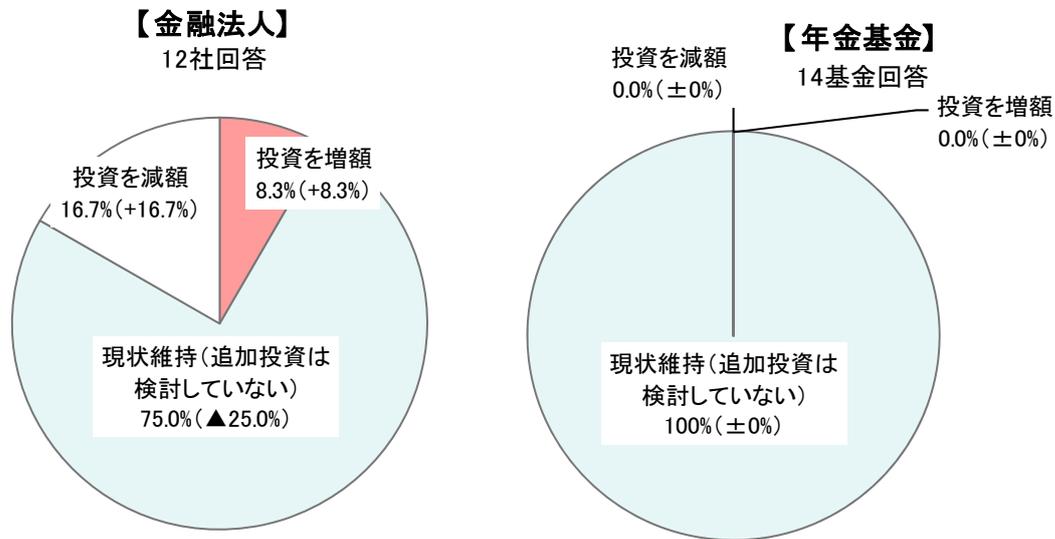


(注) 括弧内は前年度比増減

(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（証券化商品等）

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（図表 10-1）、金融法人、年金基金ともに上昇している（金融法人 55.1%：前年度比+3.4 ポイント、年金基金 20.0%：同+5.0 ポイント）。各商品の個別選択状況では、金融法人の「仕組債（リバースデュアル、パワーデュアル等）」（84.6%：同+2.0 ポイント）は、昨年度からわずかに上昇させ、今年度も最も投資比率が高い。また「LBO ローン（バンクローン）」（15.4%、同+11.0 ポイント）、「RMBS」（53.8%：同+6.0 ポイント）の上昇も目立っている。一方、年金基金では、「優先出資証券・優先株（国内・海外）」（46.2%、同+1.7 ポイント）、「LBO ローン（バンクローン）」（46.2%、同+1.7 ポイント）の比率が最も高率である。また「LBO メザニン」（23.1%、同+23.1 ポイント）、「期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（38.5%、同+16.2 ポイント）などが比率を大きく上昇させている（図表 10-2）。

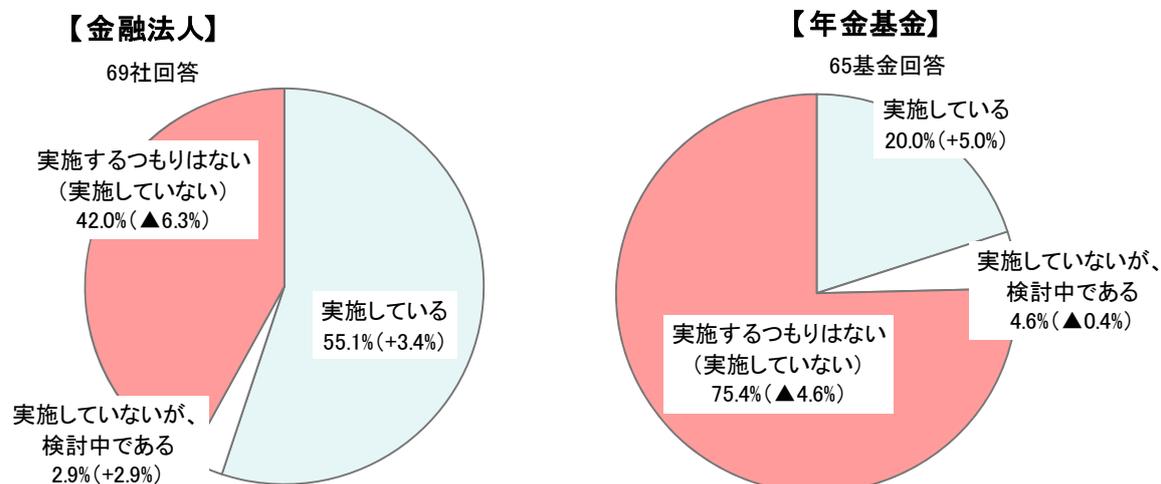
10-2. 今後投資を検討しているクレジット・ストラクチャード投資

今後の商品別の投資検討状況を確認すると、金融法人では昨年度から比率を落とすも「仕組債（リバースデュアル、パワーデュアル等）」（60.0%：前年度比▲17.3 ポイント）が依然最も回答を集めた。また「RMBS」（45.0%：同+8.6 ポイント）や「LBO ローン（バンクローン）」（10.0%、同+7.7 ポイント）なども比率を伸ばしている。一方、年金基金では「優先出資証券・優先株（国内・海外）」（55.6%、同+46.5 ポイント）が大きく上昇した。さらに「LBO ローン（バンクローン）」（33.3%、同+24.2 ポイント）、「ハイブリッド証券」（33.3%：同+15.2 ポイント）などの比率上昇も目立った（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

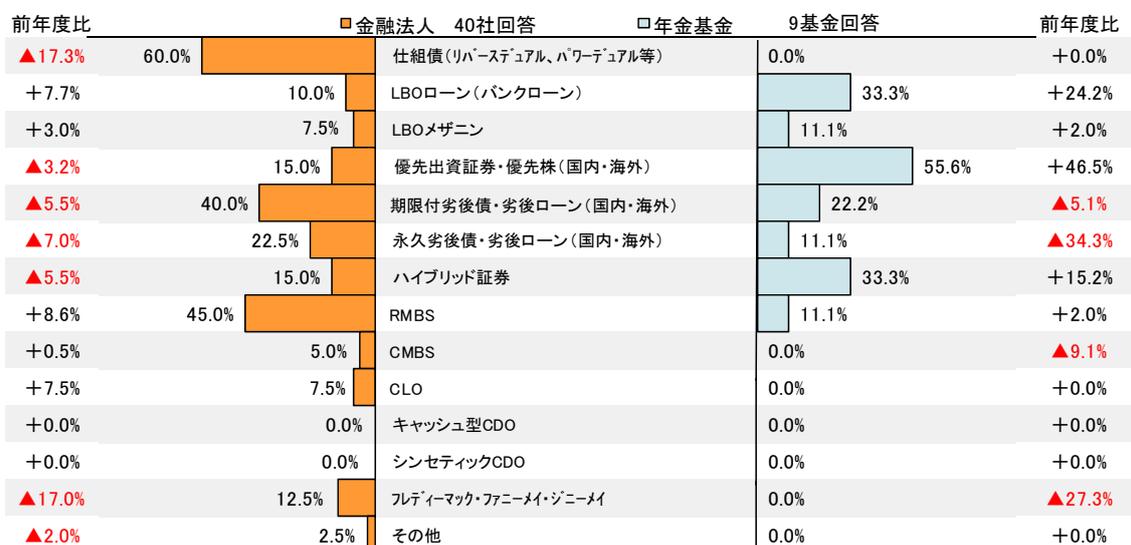
どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 39社回答	年金基金 13基金回答	前年度比
+2.0%	84.6%	仕組債（リバースデュアル、パワーデュアル等）	0.0%
+11.0%	15.4%	LBOローン（バンクローン）	46.2%
+3.0%	5.1%	LBOメザニン	23.1%
+1.5%	38.5%	優先出資証券・優先株（国内・海外）	46.2%
▲12.2%	48.7%	期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）	38.5%
▲2.2%	28.2%	永久劣後債・劣後ローン（国内・海外）	7.7%
▲5.6%	20.5%	ハイブリッド証券	23.1%
+6.0%	53.8%	RMBS	15.4%
▲4.3%	0.0%	CMBS	7.7%
+3.0%	5.1%	CLO	0.0%
+0.0%	0.0%	キャッシュ型CDO	0.0%
+0.4%	2.6%	シンセティックCDO	0.0%
▲8.1%	17.9%	フレディーマック・ファニーメイ・ジニーメイ	0.0%
+0.0%	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

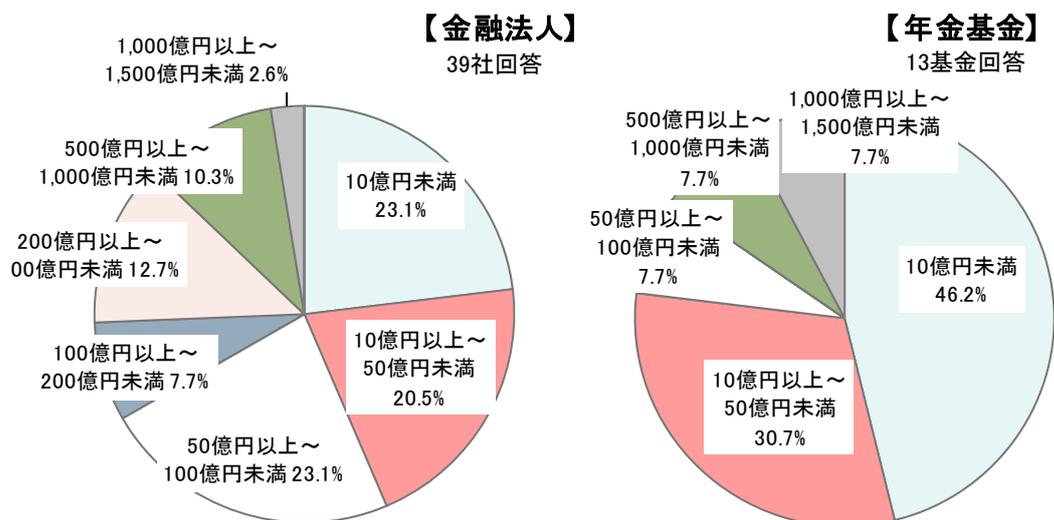
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）



(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」と回答した割合を見ると、金融法人が 12.5%で前年度比▲2.1 ポイント、年金基金が 30.8%で同▲4.8 ポイントと、双方ともに低下している（図表 11-1）。ただ「実施していないが、検討中である」の割合は上昇しており、今後の投資比率の上昇には期待を残した（金融法人 9.7%：前年度比+0.7 ポイント、年金基金 9.2%：同+4.1 ポイント）。今後は、新興国に悪条件となる世界主要中銀の出口戦略が緩やかなものとなりつつあることも投資環境にプラス要因となる可能性が高い。

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¹¹」（65.0%）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、インデックスの活用をメインとする年金基金の傾向には大きな変化は見られていない。ただアジアを中心に採用比率も着実に上昇しつつあるなどの変化は確認できた。

また金融法人では「インドネシア」（50.0%：前年度比▲3.8 ポイント）が昨年度と同様最も比率が高かった。さらに「インド」（37.5%：同+14.4 ポイント）や「中国（含む香港）」（37.5%：同+22.1 ポイント）などの上昇も顕著となった。中国市場のバブル崩壊への懸念は杞憂に終わりつつあり、好調な先進国経済の成長に牽引され新興国の景気拡大が顕著になったこともプラスの要因となったもようだ。

年金基金では「ベトナム」（25.0%：前年度比+25.0 ポイント）や「タイ」（30.0%：同+20.0 ポイント）などの上昇も目立っている。一方、金融法人では「ベトナム」（0.0%：同▲23.1 ポイント）、「マレーシア」（25.0%：同▲21.2 ポイント）、「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資」（0.0%：同▲15.4 ポイント）や「ブラジル」（25.0%：同▲13.5 ポイント）の比率は大きく低下した。

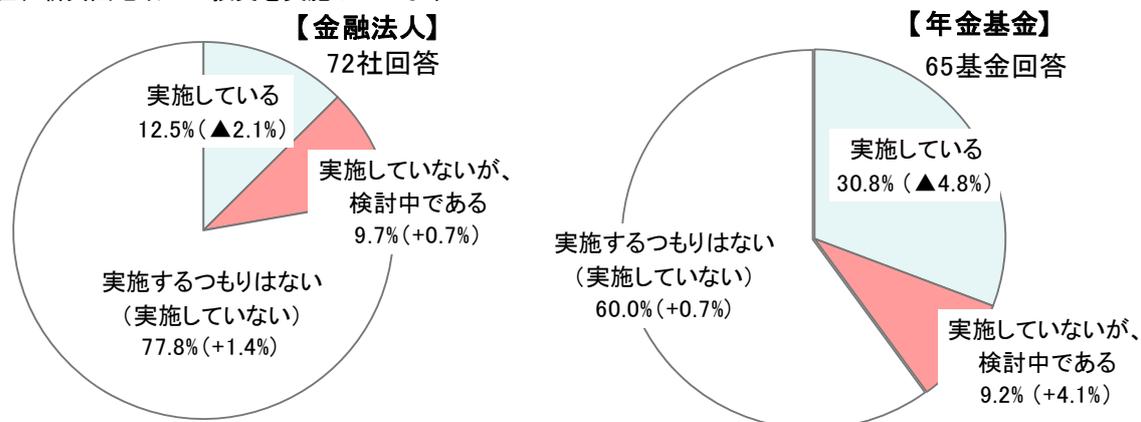
さらに金融法人が今後投資を検討する国・地域（図表 11-5）は「インド」（72.7%：前年度比+22.7 ポイント）が昨年度に続き大きく上昇している。年金基金では、ここでも「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資」（53.3%：同▲18.9 ポイント）が最も高率であるものの、比率は昨年度から大きく低下した。

¹¹ 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)

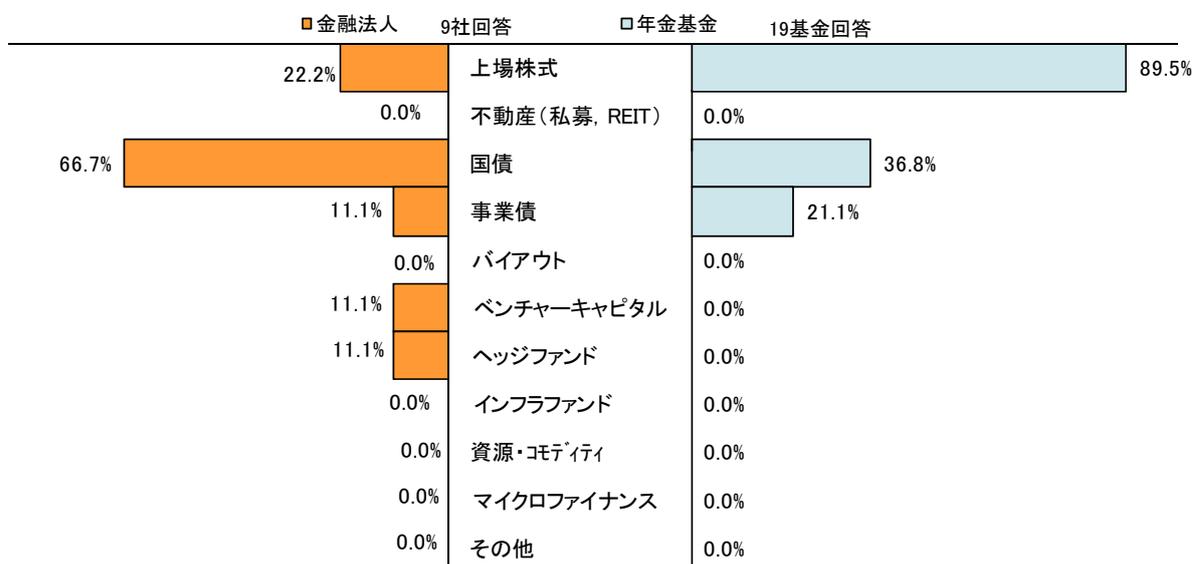
前年度比	金融法人 8社回答	年金基金 20基金回答	前年度比
+22.1%	37.5%	30.0%	+10.0%
▲5.8%	25.0%	30.0%	+15.0%
+14.4%	37.5%	30.0%	+10.0%
▲10.6%	12.5%	30.0%	+20.0%
▲23.1%	0.0%	25.0%	+25.0%
▲3.8%	50.0%	30.0%	+15.0%
▲21.2%	25.0%	25.0%	+15.0%
▲13.5%	25.0%	20.0%	+15.0%
+4.8%	12.5%	20.0%	+10.0%
+1.9%	25.0%	10.0%	+5.0%
+1.9%	25.0%	20.0%	+10.0%
▲13.5%	25.0%	20.0%	+0.0%
▲7.7%	0.0%	15.0%	+5.0%
+0.0%	0.0%	10.0%	+10.0%
+0.0%	0.0%	15.0%	+10.0%
▲15.4%	0.0%	65.0%	▲5.0%
+4.8%	12.5%	10.0%	▲5.0%

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

(出所) 大和総研

図表 1 1-3 新興国地域への商品別投資状況

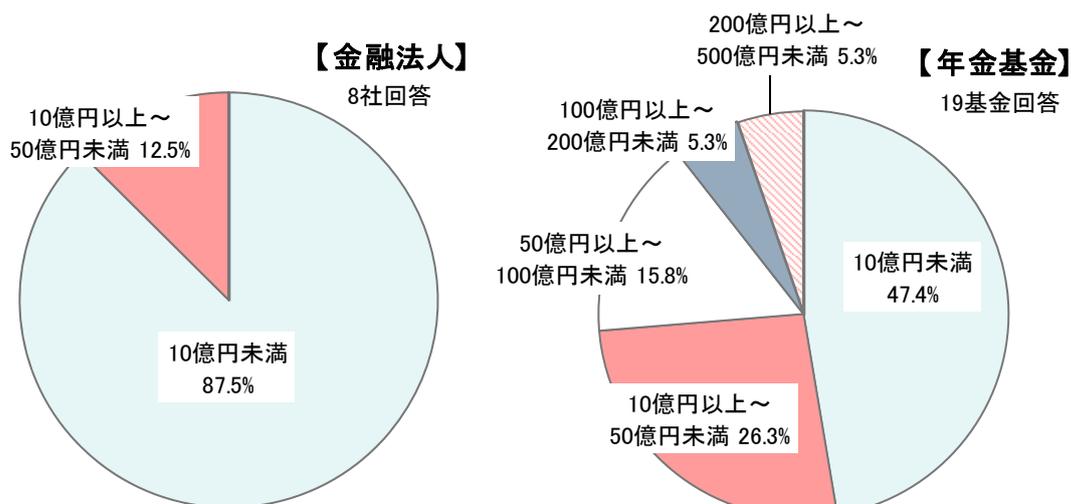
現在どのような新興国地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 1 1-4 新興国地域への投資額

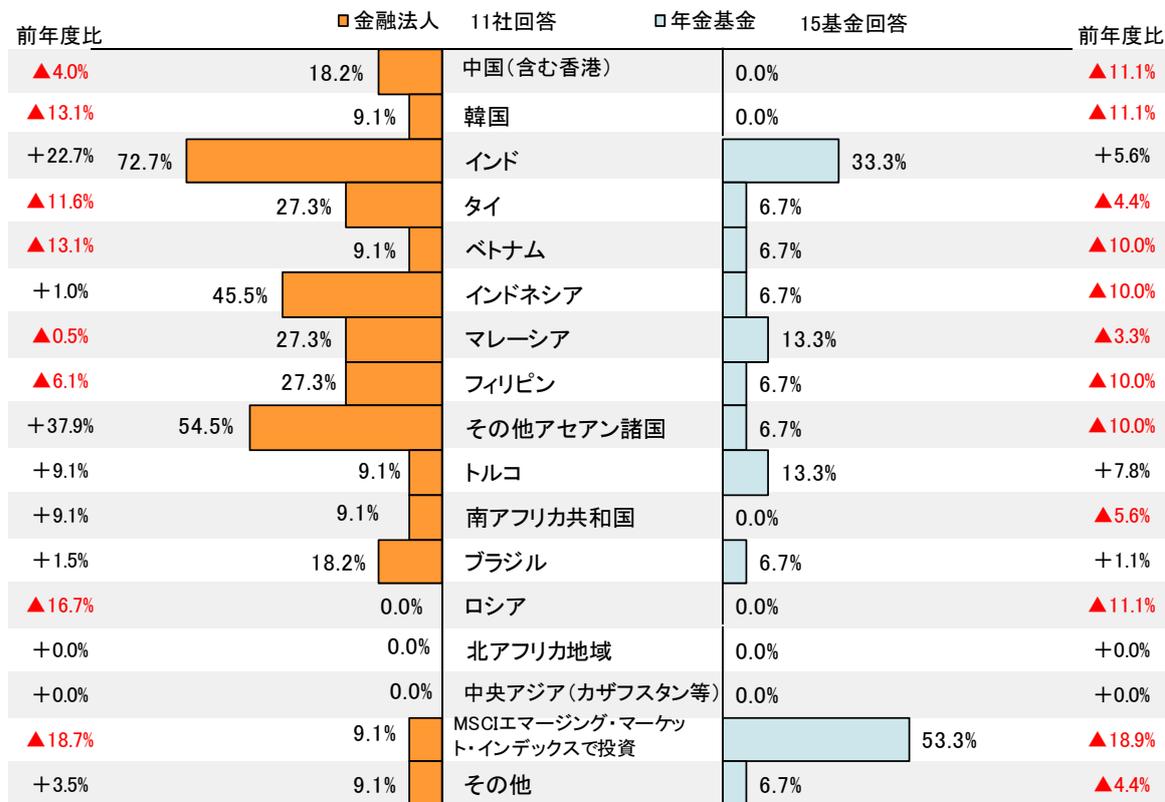
新興国地域への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

1 2. 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

1 2-1. 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

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）を指し、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のことで、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（順守せよ、そうでなければ説明せよ）”の原則で運用され、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上場会社において機能している。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月からコーポレートガバナンス・コードが実施されている。実施後にも、世界的な大企業で粉飾決算や大規模リコール、データ改ざんといった不祥事が続いていることもあり、コーポレートガバナンスの必要性が改めて認識される機会となっている。

実際のスチュワードシップ・コードの導入実績（図表 12-1）に対しては、「既にコードを受け入れ・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 9.2%：前年度比▲4.3 ポイント、年金基金 6.6%：同+3.1 ポイント）と昨年度の状況から著しい変化は生まれていない。また図表 12-2 は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認識しているかの設問である。金融法人、年金基金ともに「具体的な内容を知っている」（金融法人 15.9%：同▲23.1 ポイント、年金基金 42.9%：同▲13.0 ポイント）の比率は大幅に低下しており、認知度が伸び悩んでいることがわかる。

1 2-2. 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。

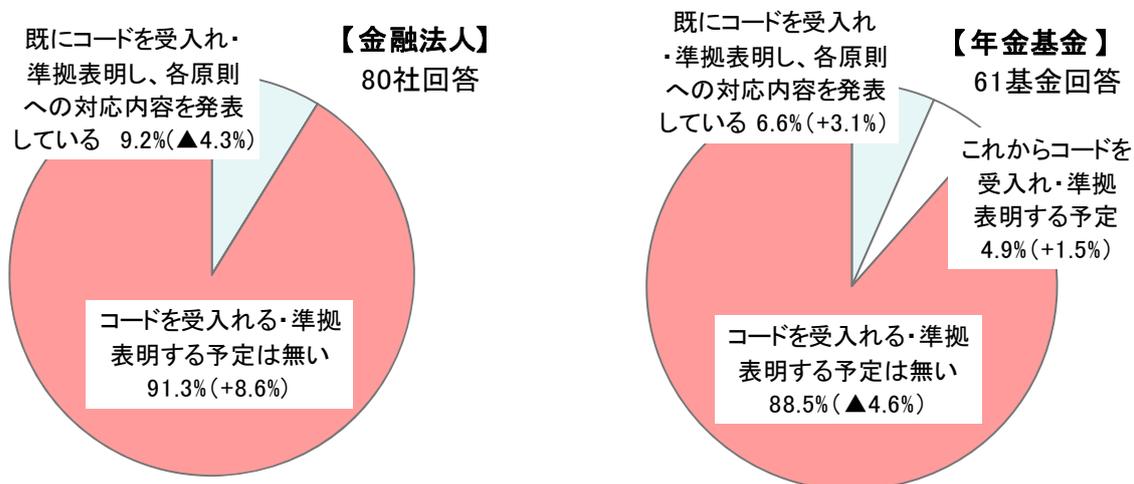
図表 12-3 は、国連責任投資原則の存在自体を認識し、署名等の具体的な行動をとっているかを確認する設問となっている。金融法人では「すでに署名している」2.3%（前年度比▲2.5 ポイント）、「署名するための準備中」1.2%（同+1.2 ポイント）、「署名するか検討中」2.3%（同+0.4 ポイント）を合わせても未だ1割に満たないことがわかる。ただ昨年度はゼロ回答であった年金基金の「署名するか検討中」1.6%（同+1.6 ポイント）がわずかではあるが上昇している。また ESG 課題を投資分析や意思決定のプロセスに組み込んでいるかの設問（図表 12-4）に対しては、「すでに組込んでいる」（6.0%：同+5.0 ポイント）が金融法人で上昇している。また「ESG 課題を組み込むことを検討中」は金融法人で 2.4%（同+0.4 ポイント）存在するなど、ESG 投資への前向きな姿勢がわずかであるが垣間見られた。

また図表 12-5 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いる。金融法人、年金基金ともに「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 14.3%：前年度比+8.2 ポイント、年金基金 23.0%：同+11.0 ポイント）が大きく上昇していることがわかる。年金基金にいたっては「ESG 課題が運用パフォーマンスに影響すると考えている」（14.8%：同▲4.2 ポイント）が「ESG 課題と運用パフォーマンスには関係がないと考える」（23.0%：同+11.0 ポイント）を下回る結果となった。

(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・コードの導入実績

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？

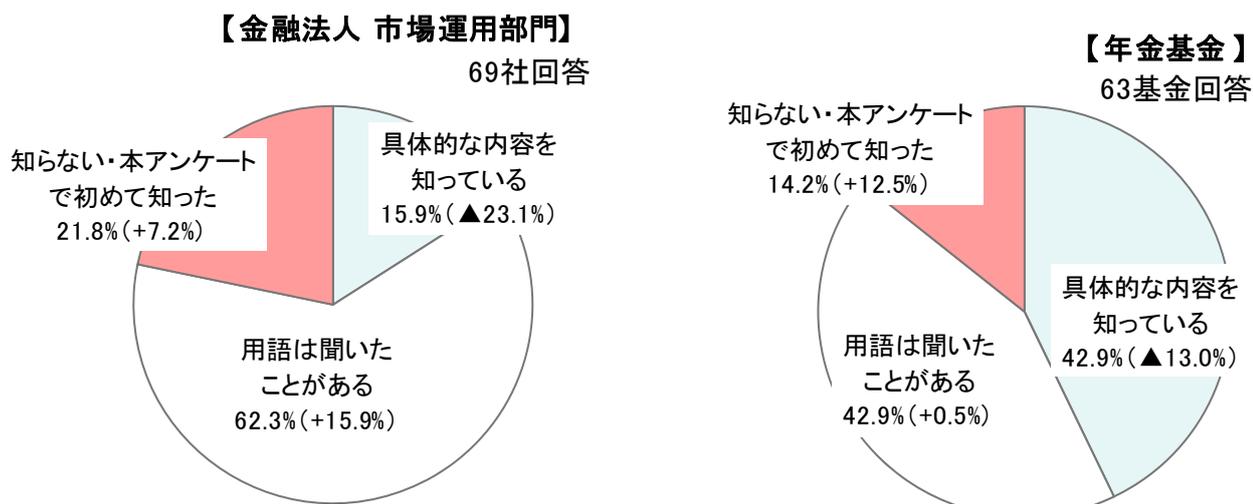


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 1 2-2 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？



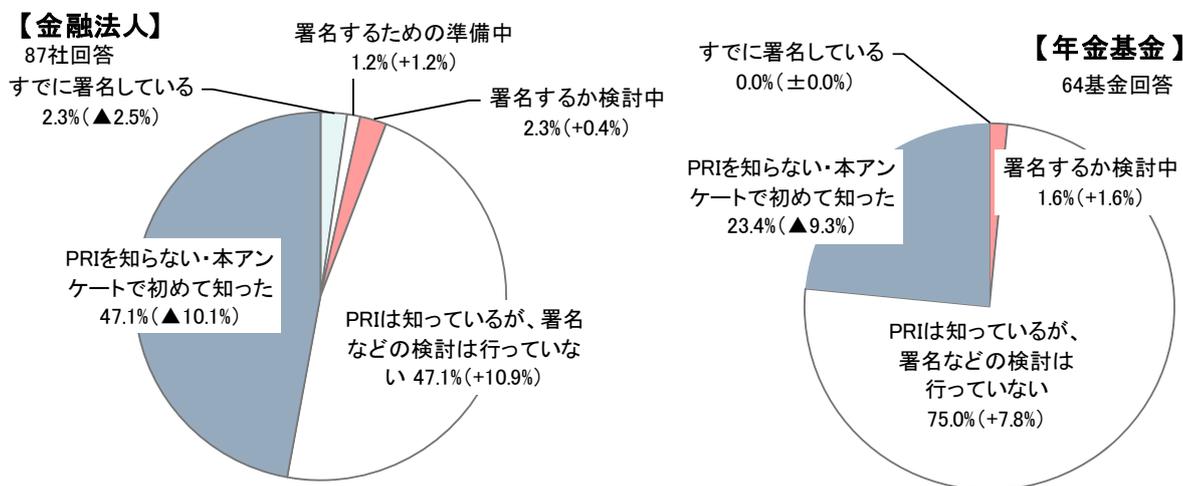
(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

(国連責任投資原則 (PRI、ESG 投資))

図表 1 2-3 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)

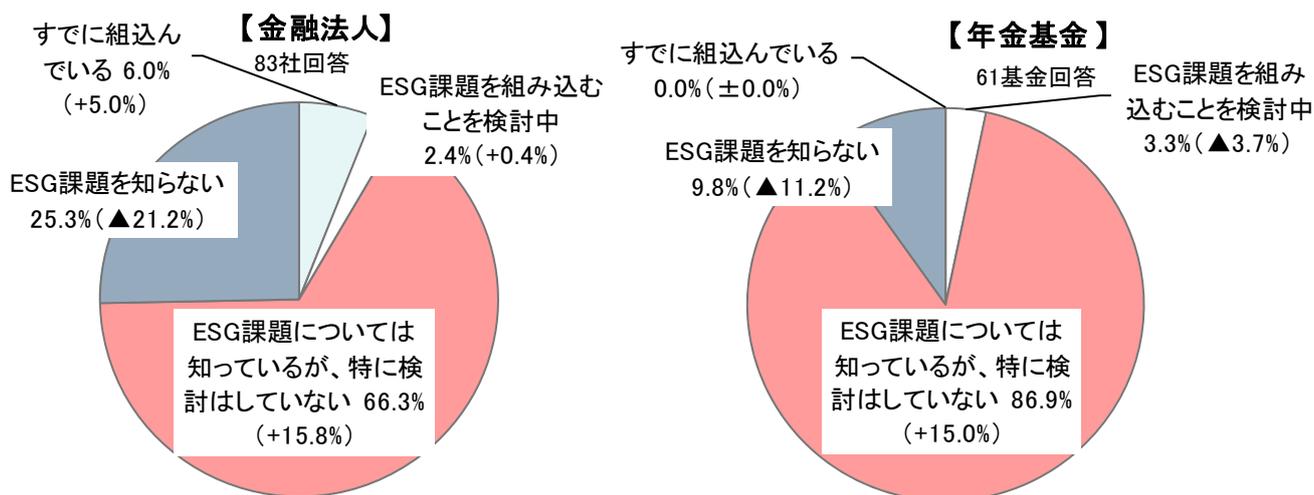


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 1 2-4 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？

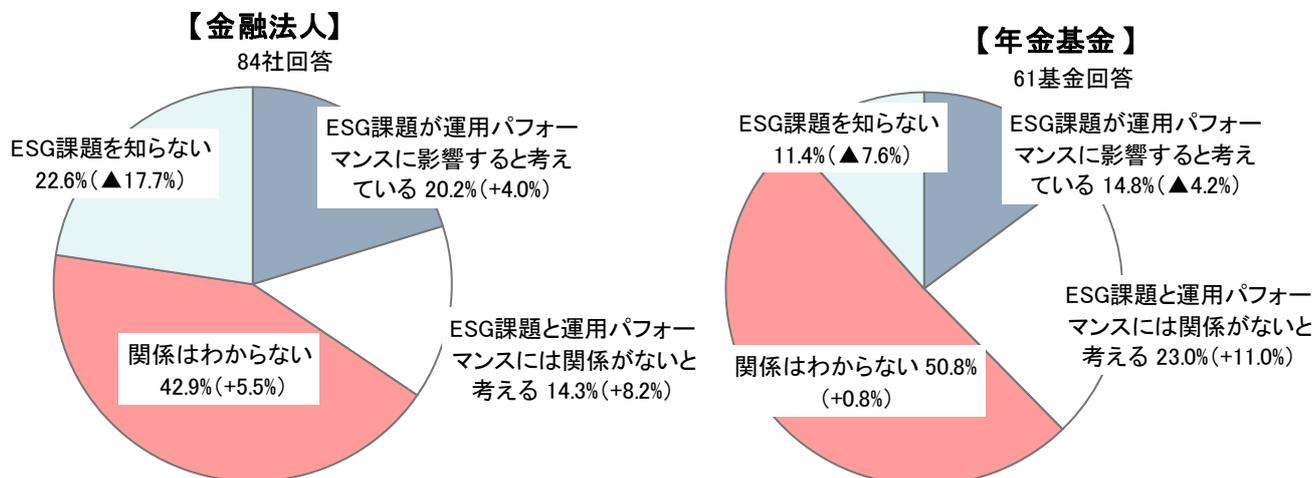


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 1 2-5 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、出口戦略に向かう海外主要中央銀行や、新たな金利リスク管理規制に直面した投資家がどのように投資行動を変化させたかが注目された。金融法人は不動産担保証券（MBS）などのクレジット商品を大幅に拡大させるなどで、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。さらに、アンケート開始以来、大きく減少していたヘッジファンド投資を昨年度に続き増加させるなど、積極的なオルタナティブ投資の活用も確認されている。一方、年金基金では、長期投資を前提とした不動産私募ファンドを増加させながらも、債券アンコンストレインドファンドやバンクローンなど多様な戦略を活用し、来るべき利上げに耐えうるポートフォリオの構築を目指す傾向にあった。ただ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今年度も減少傾向にあった。またポートフォリオに大きな影響を与える可能性が高い、一連の米連邦準備制度理事会（FRB）の出口戦略に対しては、双方ともに肯定的な意見が先行していた。前回の利上げ時とは異なり、市場との対話を重視しながら慎重に金融政策をコントロールする手法を高く評価しているといえよう。ただ好調な景気を横目に、2008年の金融危機以前にもはやされたレバレッジド・バイアウト（LBO）のような高レバレッジな投資戦略が再び台頭していることには注意が必要だろう。

新たな金利リスク管理の規制強化の導入を警戒して、昨年度まで続いていた地域金融機関を中心とした極端な外債志向は後退しつつある。ただ日銀の一連の金融政策への不満も多く、円債市場の機能不全や出口の見えないマイナス金利に対して、打つ手がないとの不満も多く寄せられた。さらに欧州で2018年1月3日の実施を控えたMiFID IIに対しては、多くの投資家はその状況を把握していない姿も示された。欧州の規制ではあるものの、日本など第三国のリサーチを入手する場合にも同様に適用されるため、既に投資をしている欧州籍のファンドの手数料等にも影響する可能性があり、来年以降の規制動向にも注視する必要があるだろう。

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）