

2019年3月28日 全72頁

金融法人及び年金基金におけるブレグジット、オルタナティブ投資の実態調査

2018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112金融法人（銀行、生損保、協同組織金融機関）及び51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14回目となる。調査の実施期間は2019年1月7日から2月6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、以下の分類で集計を行った。
 - 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 ブレグジット
 - ③ MiFID IIの影響
 - ④ 金融規制（バーゼル）、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）

1. はじめに

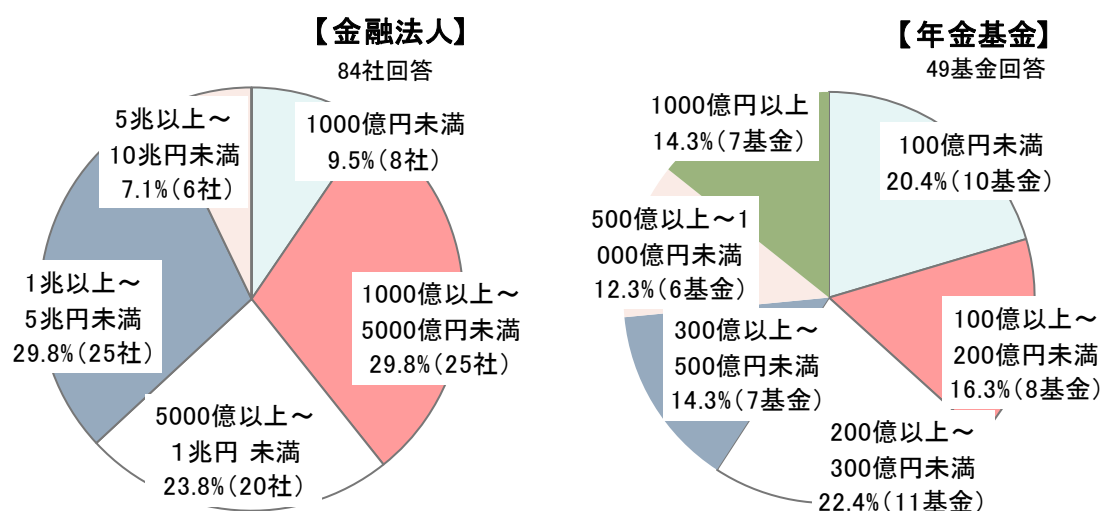
アンケートの送付は日本全国の年金基金および金融機関を対象に行った。信用金庫、信用組合等の協同組織金融機関については、一定の預金量以上（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）をアンケートの送付対象とした。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

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	51	厚生年金基金、企業年金基金
都市銀行、信託銀行 生保、損保	2	都市銀行、信託、系統上部、生命保険、損害保険
地方銀行	47	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)	163	

(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（2017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 84.5%、前年度比でマイナス（▲）8.6 パーセントポイント（以下ポイント）、年金基金では 84.3%、同プラス（+）13.5 ポイントとなった。

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」の採用比率が低下に転じた一方、年金基金では上昇している（金融法人 26.3%：前年度比▲4.9 ポイント、年金基金 80.5%：同+7.2 ポイント）。2018 年はパフォーマンスの低迷などを理由に、ヘッジファンドは投資を敬遠されるなど、苦しい環境にあった。ただし年金運用の世界では従来型の商品ではなく、運用手法や手数料等、新たな形態のものへ資金が戻りつつあるようだ。また「国内外 REIT」は金融法人で採用比率が大きく上昇している（金融法人 93.4%：同+10.6 ポイント）。

また「コモディティ（先物含む）」（金融法人 7.9%：前年度比+4.8 ポイント、年金基金 12.2%：同+10.0 ポイント）の採用比率は上昇する一方、「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」は金融法人、年金基金ともに大きく低下した（金融法人 15.8%：同▲12.3 ポイント、年金基金 7.3%：同▲17.1 ポイント）。さらに「PE ファンド（バイアウト、VC 等）」（12.2%：同▲10.0 ポイント）や、「インフラファンド」（24.4%：同▲8.9 ポイント）も年金基金で大きく採用比率が低下している。

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」（31.7%：前年度比▲8.3 ポイント）は年金基金で採用比率が大きく低下に転じた。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」（24.4%：同+11.1 ポイント）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 14.6%（前年度比+2.6 ポイント）となり上昇している（図表 2-5）。その一方、昨年度ようやく歯止めがかかりつつあったようにみえた年金基金の国内株式離れだが、「国内株式」の比率はわずかではあるが低下に転じている（11.1%：同▲1.1 ポイント）。また、オルタナティブ投資内での資産配分比率を見ると、「ヘッジファンド」が同▲0.4 ポイントとほぼ横ばいである。さらに、「国内外 REIT（公募、私募）」も比率が低下に転じた（6.8%：同▲1.2 ポイント）（図表 2-6）。

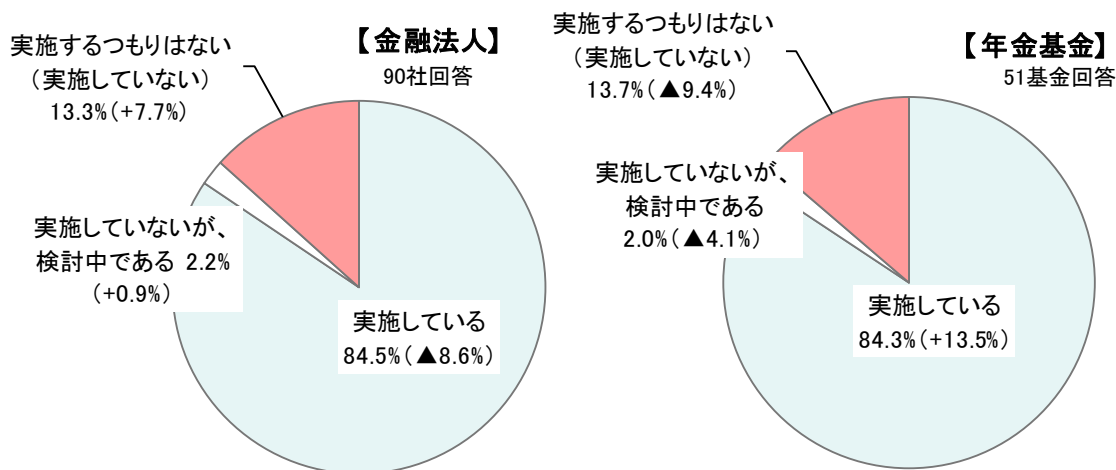
2-2. 今後投資を検討しているオルタナティブ投資

今後投資を検討している商品としては、年金基金では「ヘッジファンド」（36.4%：前年度比+8.9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）。またリーマン・ショック以降、投資が停滞していた「CDO, CLO（SIVも含む）」の比率が上昇しており（6.1%：同+6.1ポイント）、再度、投資選好が強まっている状況も確認できる。一方、「債券アンコンストレインドファンド」（18.2%：同▲14.3ポイント）は大きく比率を低下させた。また金融法人では「国内外REIT」（82.7%：同+9.7ポイント）、「仕組債」（65.3%：同+6.6ポイント）、「インフラファンド」（10.7%：同+5.9ポイント）などの比率の上昇が目立った。

(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 76社回答	年金基金 41基金回答	前年度比
▲4.9%	26.3%	ヘッジファンド	80.5% +7.2%
▲2.2%	11.8%	不動産私募ファンド	24.4% +2.2%
+10.6%	93.4%	国内外REIT	43.9% ▲0.5%
+0.0%	25.0%	PEファンド(バイアウト、VC等)	12.2% ▲10.0%
▲0.7%	3.9%	CDO,CLO(SIVも含む)	4.9% +4.9%
▲0.5%	2.6%	ディストレスファンド	7.3% ▲8.2%
+3.0%	9.2%	インフラファンド	24.4% ▲8.9%
+4.8%	7.9%	コモディティ(先物含む)	12.2% +10.0%
+3.0%	17.1%	バンクローン	26.8% ▲6.5%
+0.0%	0.0%	農地ファンド	2.4% +2.4%
▲3.9%	3.9%	再生可能エネルギーファンド	4.9% ▲1.8%
+0.0%	50.0%	MBS(CMBS/RMBS)	7.3% ▲6.0%
+0.9%	11.8%	アジア・エマージング株式・債券	22.0% +10.8%
▲2.9%	73.7%	仕組債	0.0% +0.0%
+1.2%	68.4%	ETF	2.4% +2.4%
▲12.3%	15.8%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	7.3% ▲17.1%
▲1.8%	1.3%	エンゲージメント(バリュアアップ)ファンド	2.4% +2.4%
▲2.1%	2.6%	債券アンコンストレインドファンド	31.7% ▲8.3%
▲4.7%	0.0%	コンティンジェント・キャピタル (CoCos)	2.4% +0.2%
▲1.6%	0.0%	その他	24.4% +11.1%

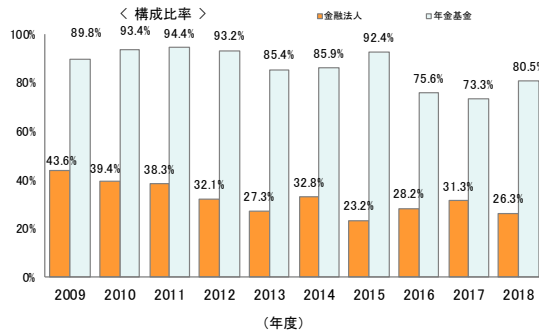
(注) 数値はすべてオルタナティブ投資を実施していると回答した対象のうち、当該資産への投資を実施している比率 (以下同様)

(出所) 大和総研

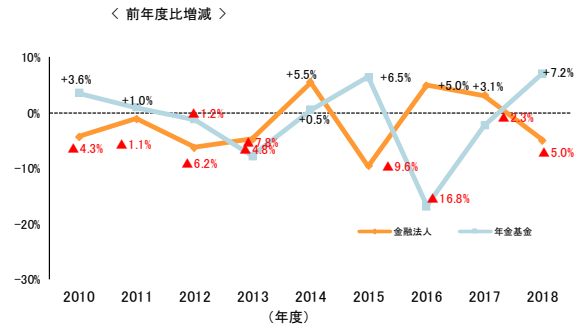
図表 2-3 主要オルタナティブ投資の選択状況の推移 (2009年度～2018年度)

【ヘッジファンド】

構成比	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	43.6%	39.4%	38.3%	32.1%	27.3%	32.8%	23.2%	28.2%	31.3%	26.3%
年金基金	89.8%	93.4%	94.4%	93.2%	85.4%	85.9%	92.4%	75.6%	73.3%	80.5%



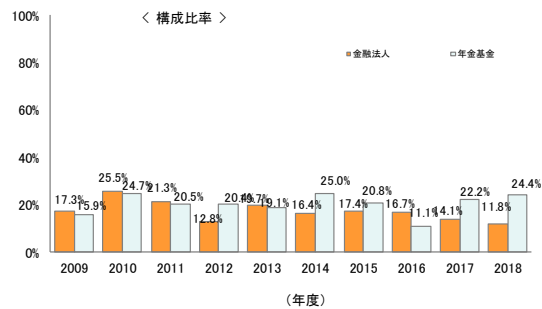
前年度比増減	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	▲4.3%	▲1.1%	▲6.2%	▲4.8%	+5.5%	▲9.6%	+5.0%	+3.1%	▲5.0%
年金基金	+3.6%	+1.0%	▲1.2%	▲7.8%	+0.5%	+6.5%	▲16.8%	▲2.3%	+7.2%



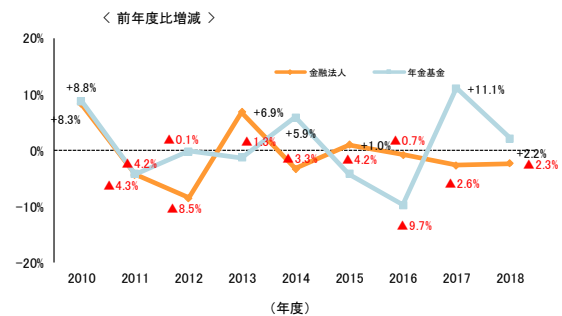
(出所) 大和総研

【不動産私募ファンド】

構成比	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	17.3%	25.5%	21.3%	12.8%	19.7%	16.4%	17.4%	16.7%	14.1%	11.8%
年金基金	15.9%	24.7%	20.5%	20.4%	19.1%	25.0%	20.8%	11.1%	22.2%	24.4%



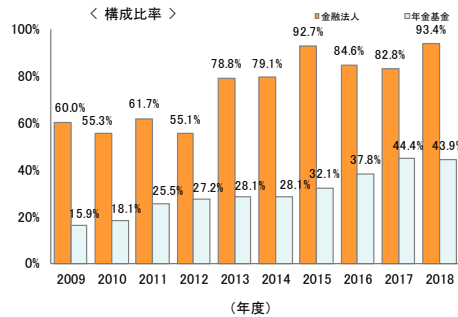
前年度比増減	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	+8.3%	▲4.3%	▲8.5%	+6.9%	▲3.3%	+1.0%	▲0.7%	▲2.6%	▲2.3%
年金基金	+8.8%	▲4.2%	▲0.1%	▲1.3%	+5.9%	▲4.2%	▲9.7%	+11.1%	+2.2%



(出所) 大和総研

【国内外REIT】

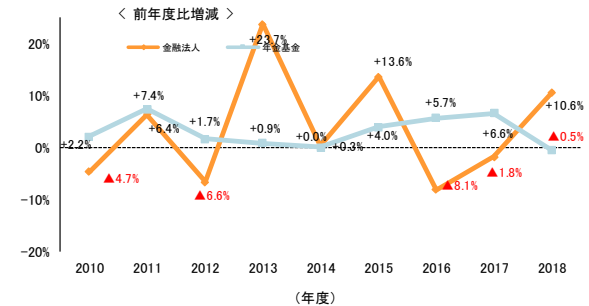
構成比	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	60.0%	55.3%	61.7%	55.1%	78.8%	79.1%	92.7%	84.6%	82.8%	93.4%
年金基金	15.9%	18.1%	25.5%	27.2%	28.1%	28.1%	32.1%	37.8%	44.4%	43.9%



(出所) 大和総研

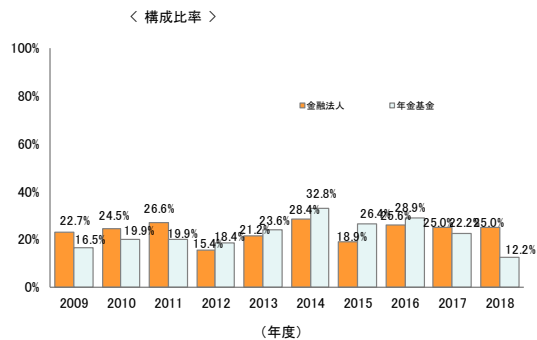
前年度比
増減

増減	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	▲4.7%	+6.4%	▲6.6%	+23.7%	+0.3%	+13.6%	▲8.1%	▲1.8%	+10.6%
年金基金	+2.2%	+7.4%	+1.7%	+0.9%	+0.0%	+4.0%	+5.7%	+6.6%	▲0.5%



【PEファンド(バイアウト、VC等)】

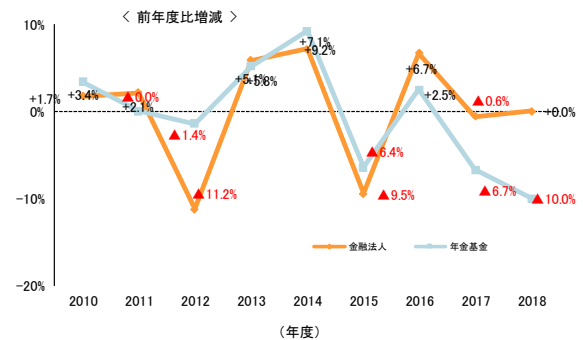
構成比	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	22.7%	24.5%	26.6%	15.4%	21.2%	28.4%	18.9%	25.6%	25.0%	25.0%
年金基金	16.5%	19.9%	19.9%	18.4%	23.6%	32.8%	26.4%	28.9%	22.2%	12.2%



(出所) 大和総研

前年度比
増減

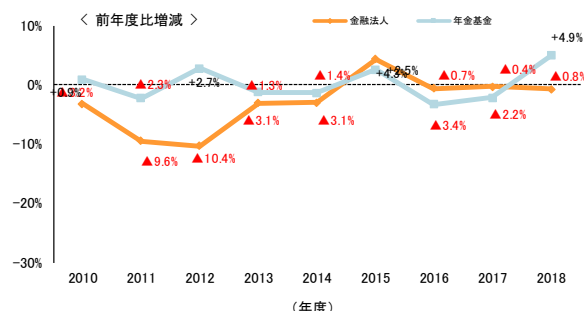
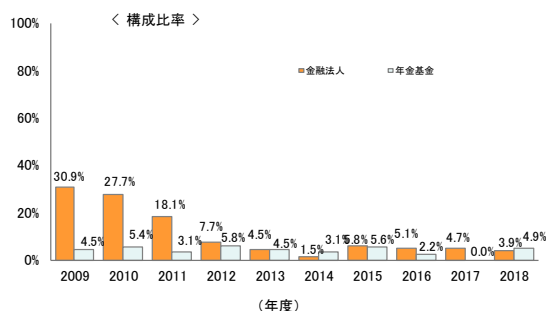
増減	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	+1.7%	+2.1%	▲11.2%	+5.8%	+7.1%	▲9.5%	+6.7%	▲0.6%	+0.0%
年金基金	+3.4%	▲0.0%	▲1.4%	+5.1%	+9.2%	▲6.4%	+2.5%	▲6.7%	▲10.0%



【CDO、CLO(SIVを含む)】

構成比	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	30.9%	27.7%	18.1%	7.7%	4.5%	1.5%	5.8%	5.1%	4.7%	3.9%
年金基金	4.5%	5.4%	3.1%	5.8%	4.5%	3.1%	5.6%	2.2%	0.0%	4.9%

前年度比増減	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
金融法人	▲3.2%	▲9.6%	▲10.4%	▲3.1%	▲3.1%	+4.3%	▲0.7%	▲0.4%	▲0.8%
年金基金	+0.9%	▲2.3%	+2.7%	▲1.3%	▲1.4%	+2.5%	▲3.4%	▲2.2%	+4.9%



(出所) 大和総研

図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

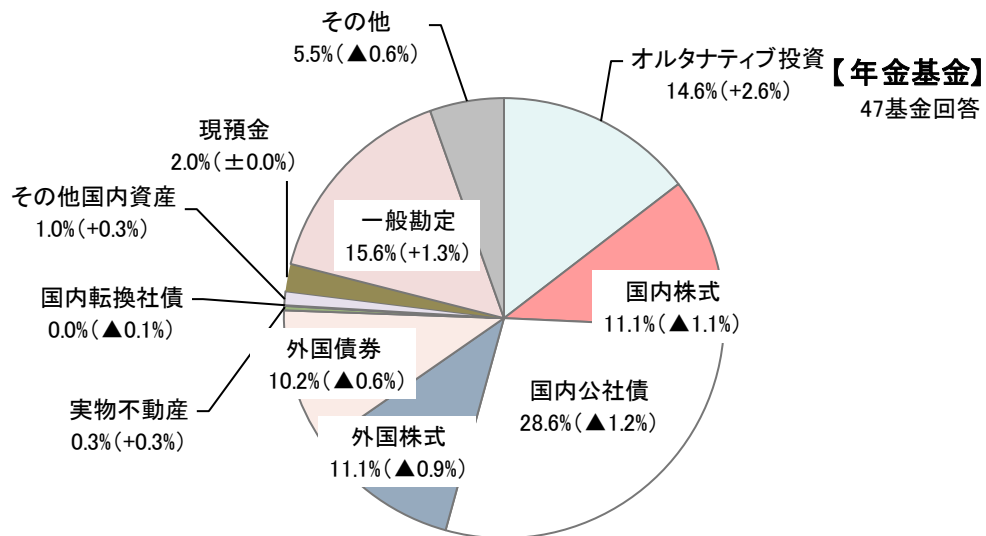
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人 75社回答	商品名	年金基金 33基金回答	前年度比
▲0.1%	17.3%	ヘッジファンド	36.4%	+8.9%
▲1.8%	9.3%	不動産私募ファンド	18.2%	▲1.8%
+9.7%	82.7%	国内外REIT	24.2%	▲5.8%
▲1.5%	16.0%	PEファンド(バイアウト、VC等)	12.1%	▲5.4%
▲3.4%	1.3%	CDO,CLO(SIVも含む)	6.1%	+6.1%
▲3.2%	0.0%	ディストレスファンド	9.1%	+4.1%
+5.9%	10.7%	インフラファンド	21.2%	▲3.8%
+1.9%	6.7%	コモディティ(先物含む)	3.0%	+3.0%
▲5.8%	5.3%	バンクローン	12.1%	+2.1%
+0.0%	0.0%	農地ファンド	0.0%	▲2.5%
▲3.4%	1.3%	再生可能エネルギーファンド	6.1%	▲1.4%
+0.8%	29.3%	MBS(CMBS/RMBS)	0.0%	▲12.5%
+1.7%	8.0%	アジア・エマージング株式・債券	9.1%	▲0.9%
+6.6%	65.3%	仕組債	0.0%	+0.0%
+3.7%	64.0%	ETF	0.0%	+0.0%
▲5.7%	13.3%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	6.1%	▲8.9%
+2.4%	4.0%	エンゲージメント(バリュウアップ)ファンド	9.1%	+9.1%
▲0.8%	4.0%	債券アンコンストレインドファンド	18.2%	▲14.3%
▲6.6%	1.3%	コンティンジェント・キャピタル (CoCos)	3.0%	+0.5%
▲4.8%	0.0%	その他	24.2%	+9.2%

(出所) 大和総研

図表 2-5 政策資産配分比率

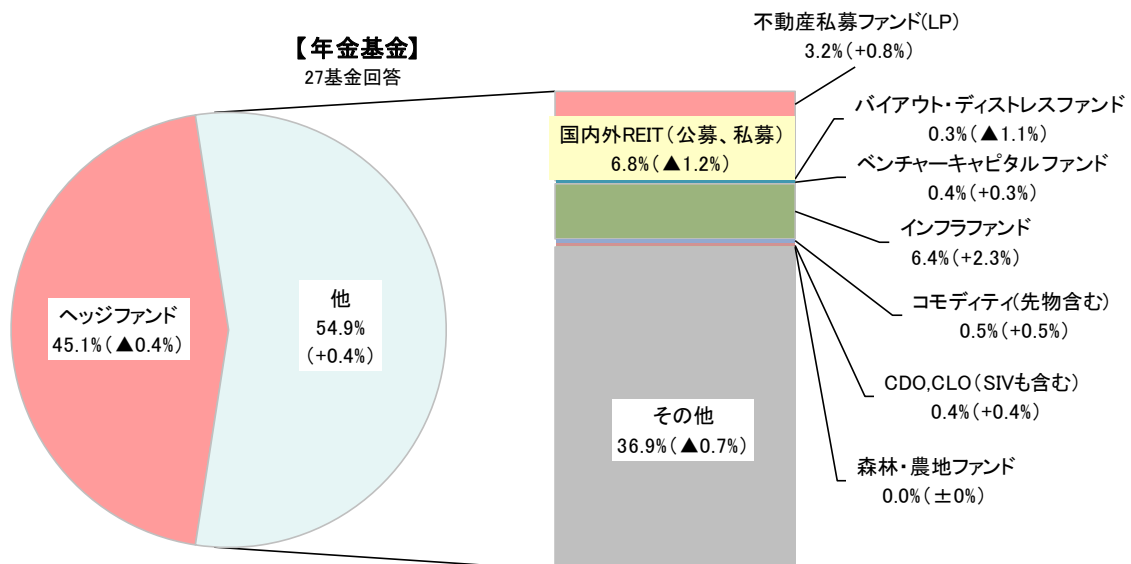
今年度の政策資産配分比率はどのようになっていますか？



(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▲21.4 ポイント（23.3%）と、昨年度から大きく比率が低下する一方、「現状維持」が+12.1 ポイント伸ばしており、今後の投資は慎重なスタンスに転換していることが確認できる。

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「インフラ投資（再生可能エネルギー投資含む）の採用」、「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▲11.9 ポイント、同▲12.9 ポイント）の比率が低下している。また「流動性が高いオルタナティブ投資商品を検討・増額」（金融法人：同▲9.2 ポイント、年金基金：同▲8.2 ポイント）や、「ヘッジ戦略の採用（LDI、株式ヘッジ、為替ヘッジ）」（金融法人：同▲4.9 ポイント、年金基金：同▲4.0 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「米中貿易摩擦」（金融法人：85.6%、年金基金：89.1%）が最も高率となった。続いて、「中国経済の減速」（金融法人：70.3%、年金基金：65.2%）、「米国の利上げ」（金融法人：73.9%、年金基金：56.5%）等に回答が集中している。また「英国のブレグジット交渉の行方」（金融法人：44.1%、年金基金：67.4%）、「欧州中央銀行（ECB）の出口戦略」（金融法人：39.6%、年金基金：28.3%）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」（26.7%：前年度比▲17.4 ポイント）が大きく比率を低下させる一方、「その他」（36.7%）の項目に回答が集中した。そこに寄せられた意見のほとんどは“リスク対応掛金の導入”（企業年金）であった。平成 29 年 1 月より、確定給付企業年金のリスク対応掛金の拠出が可能となり、あらかじめ積立不足に対応できるようリスク対応掛金の拠出を検討する年金基金が増加している様子がうかがえる。また“終身年金の有期化”や“定年延長への対応”など興味深い個別意見も寄せられた。

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。例年通り「TOPIX」が 95.6%（前年度比+2.6%）と圧倒的に高い比率を見せる中で、2014 年 1 月から公

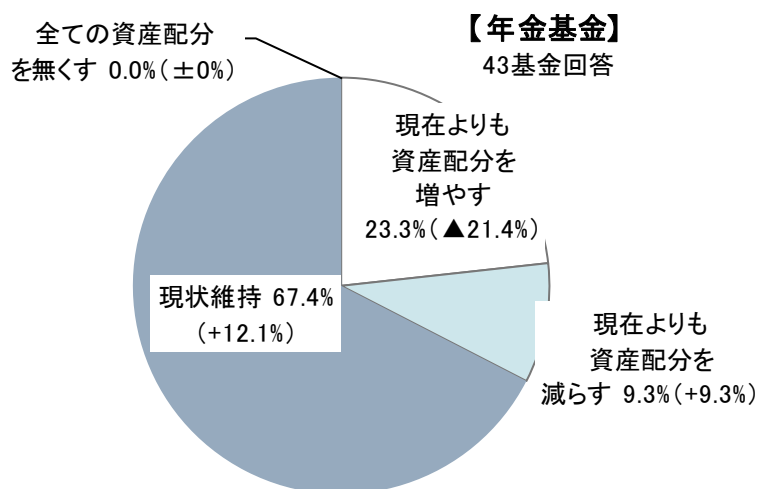
表が始まった「JPX 日経インデックス 400」²は 0.0%（同▲6.8%）と採用比率がゼロと明暗をわけている。前年度、比率が上昇した「Russell/Nomura 日本株インデックス」（4.4%：同▲2.4%）は比率が低下している。

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、「国内株式」、「外国（先進国）株式」とともに「減額する」が上昇していることがわかる（それぞれ、前年度比+15.0 ポイント、同+19.0 ポイント）。ただし昨年につき多くの企業年金からは、「その他」として株式比率を“現状維持”との慎重な意見も多く寄せられた。また“アクティブ中心からパッシブ中心へシフト”や、“マルチアセット運用を増やし、受託会社に市場動向に対応した資産配分を任せる”（ともに企業年金）など、自身の投資判断を極力排除する意見も多かった。

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

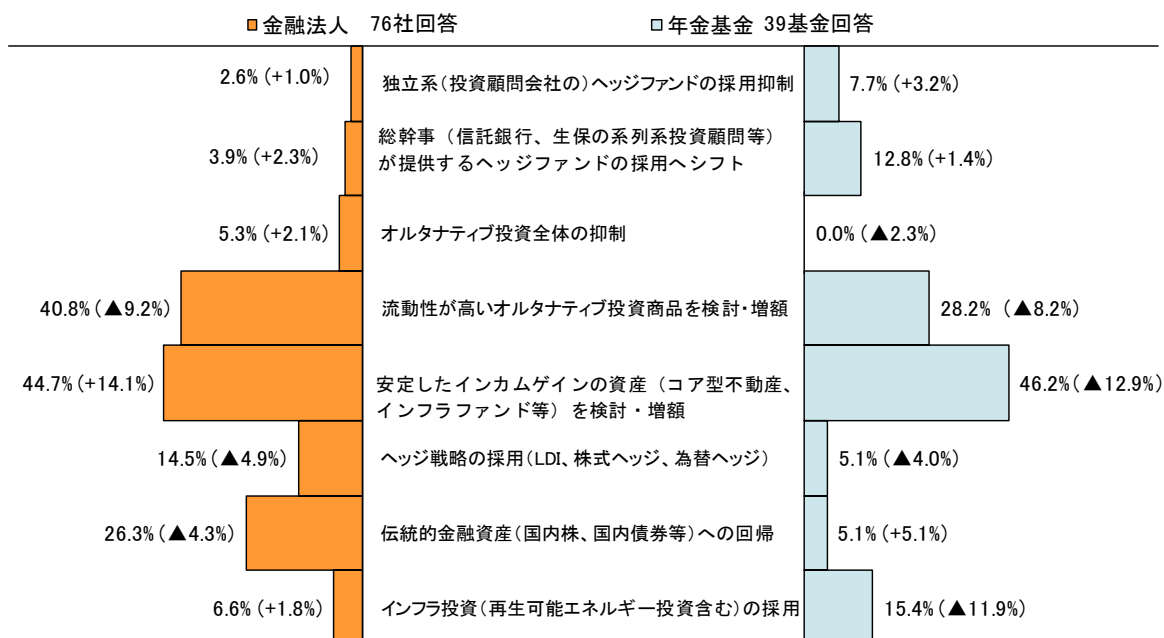
オルタナティブ投資へのスタンスを教えてください



(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

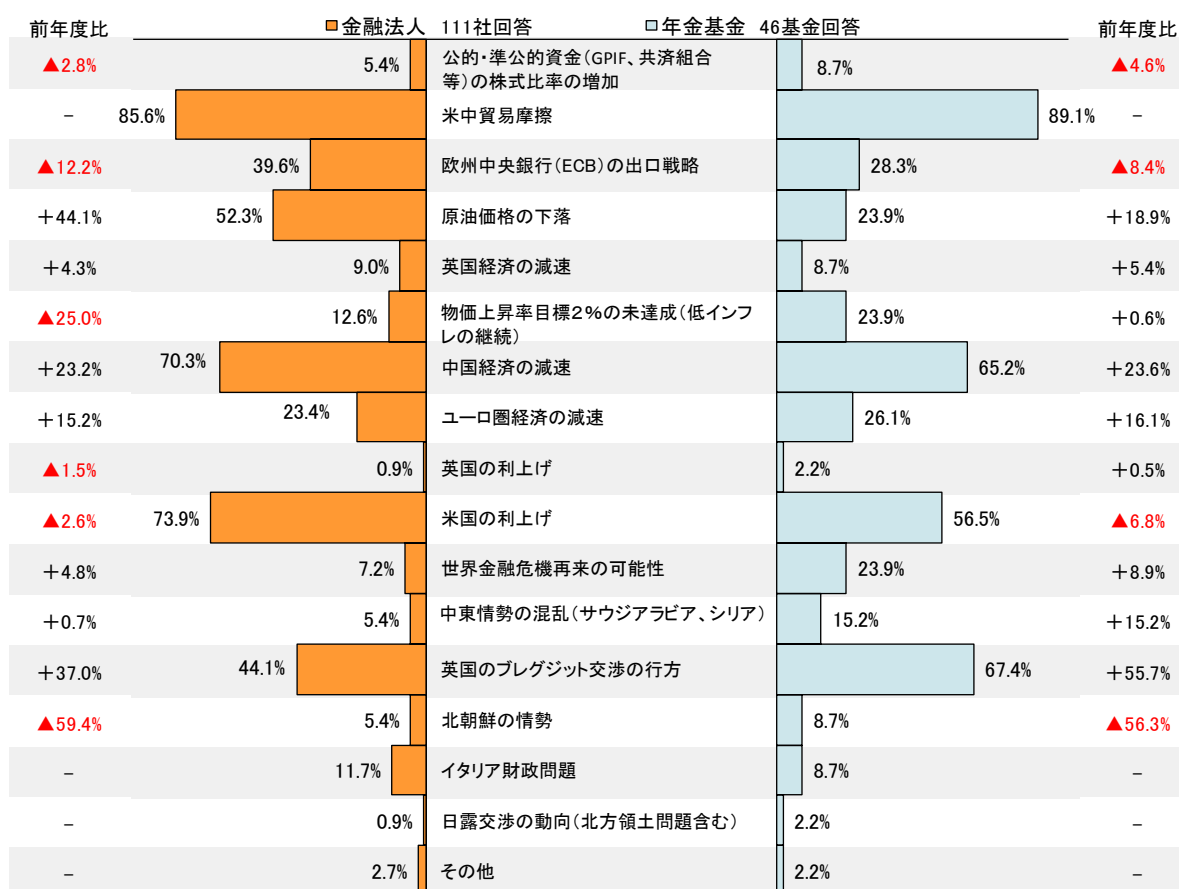
今後のオルタナティブ商品の投資ストラテジーを教えてください (複数回答可)



(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

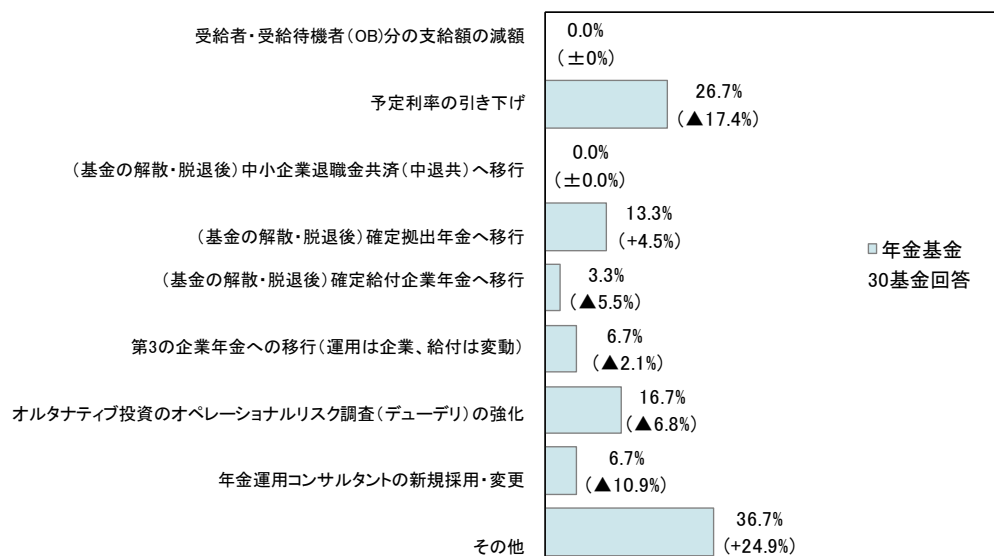
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(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）

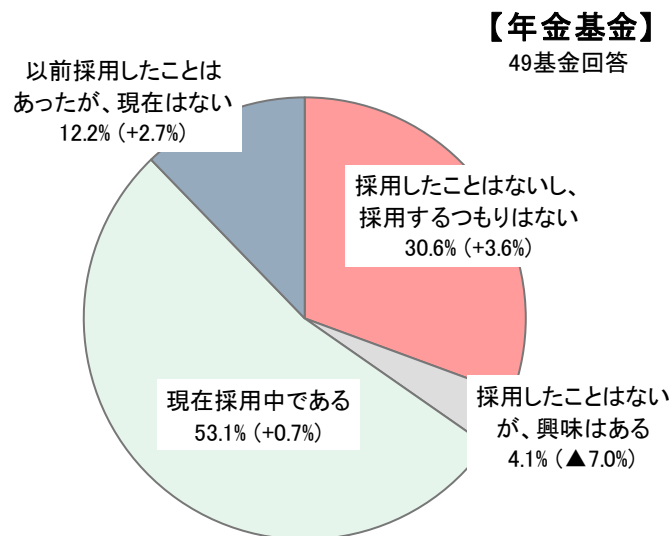


(出所) 大和総研

(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

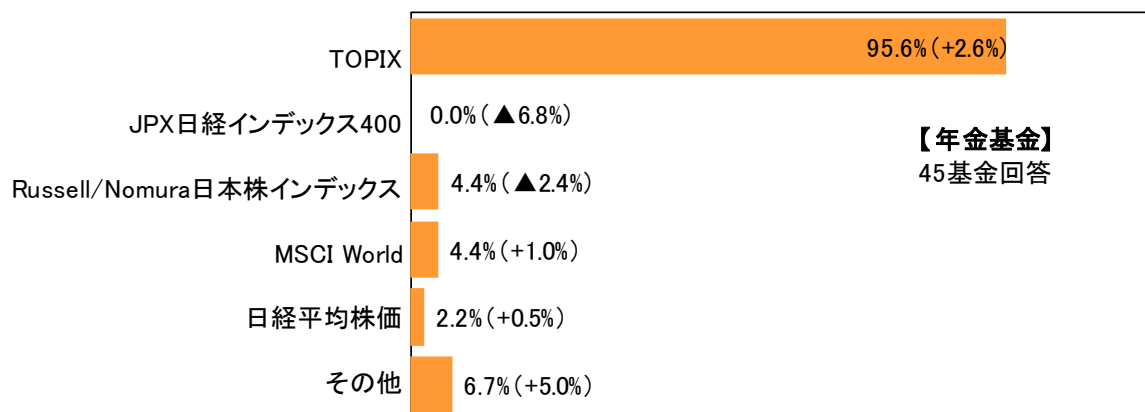


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）



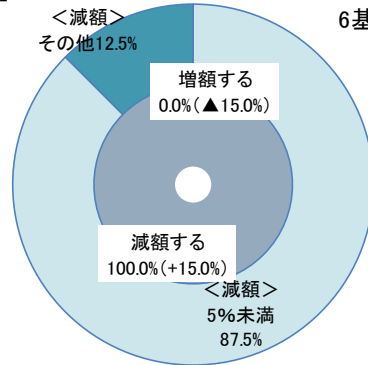
(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

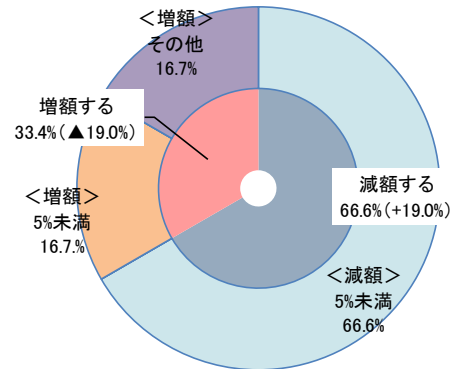
図表 2-13 内外株式配分比率変更（年金基金のみ）

内外株式配分変更の詳細はどのようにお考えですか？

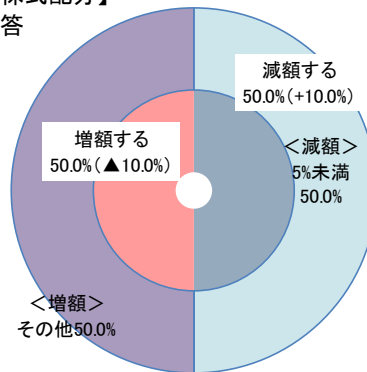
【国内株式配分】
8基金回答



【外国（先進国）株式配分】
6基金回答



【新興国株式配分】
2基金回答



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

3. ブレグジット

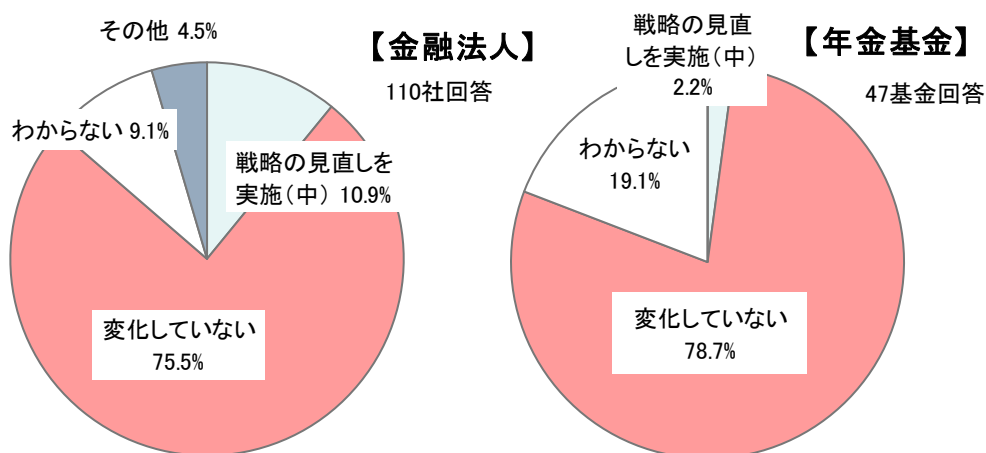
2016年の国民投票の結果に基づき、英国は最短で2019年4月12日までにEUを離脱することになっている。僅差で離脱が支持された国民投票直後は、英国議会の過半数が残留を支持していたこともあり、国民投票のやり直しを求める声も強かった。しかしながら、離脱交渉が進むにつれ有権者の希望通り、離脱を実施することに議員の意思も集約されてきた。ただ、具体的な離脱の在り方については国民の総意はもとより、離脱派議員ですら青写真が作れておらず、メイ首相が主導して妥結されたEUとの離脱合意の受け入れを巡り、議会は膠着状態にある。

3-1. ブレグジットについて

図表3-1はEU離脱の決定を受けて、英国への投資戦略が変化したかどうかを問う設問となっている。金融法人、年金基金ともに「変化していない」との回答が最も多いことがわかる（金融法人75.5%、年金基金78.7%）。図表3-2は同様にEU離脱の決定を受けて、英国以外のEU加盟国に対する投資戦略が変化したかどうかを問う設問でありこちらも金融法人、年金基金ともに「変化していない」（金融法人85.5%、年金基金80.9%）が最多となった。図表3-3は英国の金融センターであるシティに、ブレグジットがどのような影響を与えるかについて、その予想を求める設問であり、双方とも「金融センターとしての地位低下」が最多を占めた（金融法人：70.6%、年金基金：60.5%）。ただし「一時的に打撃を受けるが復権」（金融法人：27.6%、年金基金：32.6%）も双方一定割合を占めた。図表3-4は英国がEUを離脱した後において、英国およびEUに対する投資に関してどのような懸念があるのかを問う設問である。金融法人、年金基金ともに「英国・EU経済の失速」（金融法人：78.0%、年金基金：77.3%）、「通貨安（ポンド・ユーロ）」（金融法人：42.2%、年金基金：50.0%）、「他のEU加盟国の離脱」（金融法人：46.8%、年金基金：34.1%）を上位に挙げている。一方、図表3-5は逆にブレグジットによる英国のメリットについての設問で、双方とも「メリットよりデメリットが大きい」（金融法人：59.6%、年金基金：74.4%）、「移民減少による社会不安の抑制」（金融法人：42.2%、年金基金：30.2%）を上位に挙げた。図表3-6はブレグジットによって、日本企業に対しどのような側面で懸念が生じるかを問う設問であり、金融法人は「英国拠点の移転など欧州戦略の再考」（62.2%）が最も高率であった。また年金基金は「EU・英国間の通関手続き」、「欧州サプライチェーンの分断」（ともに59.5%）を上位に挙げている。図表3-7はブレグジット後の英国の経済・社会に起こりうる変化についての意見を問う設問である。金融法人、年金基金ともに「海外企業の撤収が相次ぐ」（金融法人：75.2%、年金基金：83.3%）に回答が集中した。また金融法人は「人口減少・少子高齢化が加速する」（18.3%）、年金基金では、「財政悪化が進む」（38.1%）、「（TPPに参加するなど）日本との関係を重視する」（23.8%）などの意見が続いた。

図表 3-1 プレグジットを受けた上での英国への投資戦略

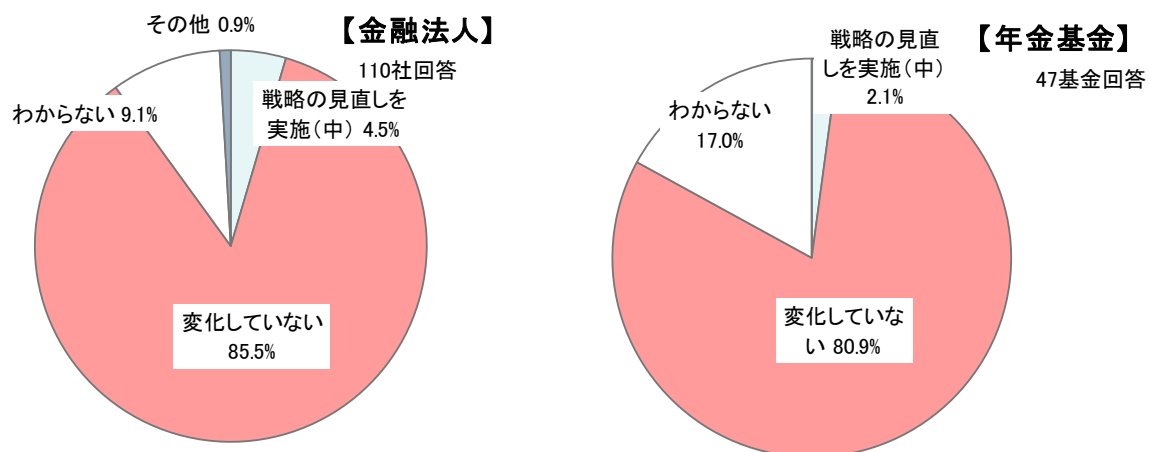
プレグジットを受けて英国への投資戦略は変化しましたか？



(出所) 大和総研

図表 3-2 プレグジットを受けた上でのEU（英国以外）への投資戦略

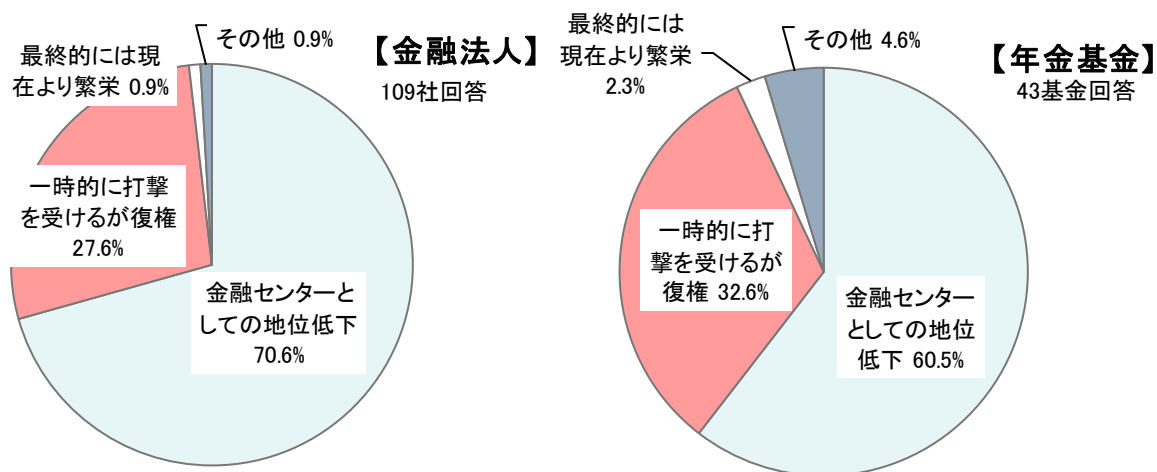
プレグジットを受けてEU（英国以外）への投資戦略は変化しましたか？



(出所) 大和総研

図表 3-3 英国金融センター（シティ）への影響予想

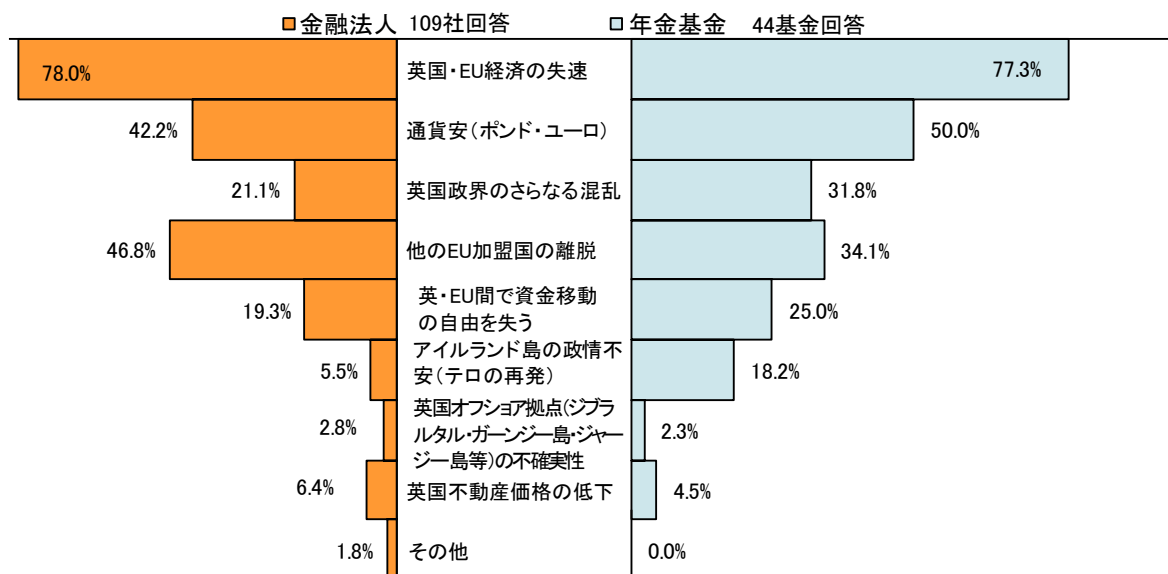
英国金融センター（シティ）へのブレグジットの影響をどう予想しますか？



(出所) 大和総研

図表 3-4 ブレグジット後の懸念

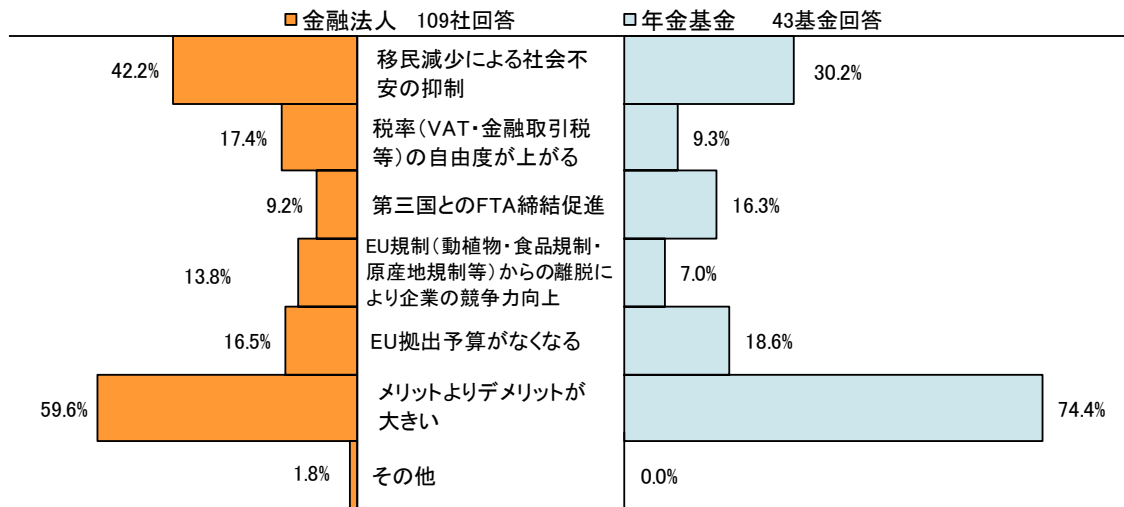
ブレグジット後の英国・EU 投資における懸念は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-5 プレグジットによるメリット

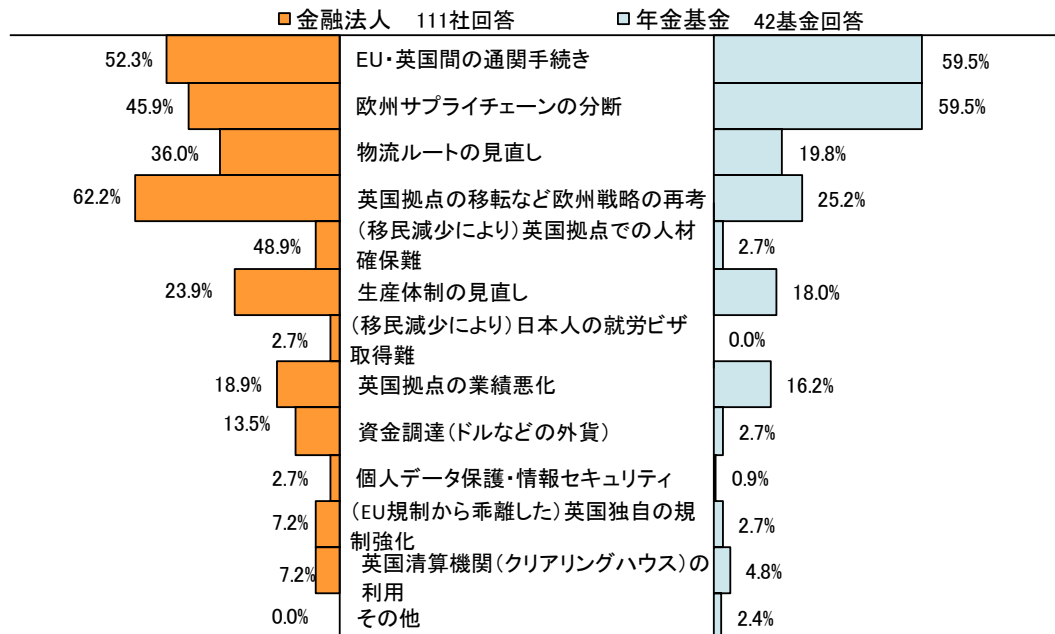
プレグジットによる英国のメリットは何だと思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-6 プレグジットによって生じる懸念

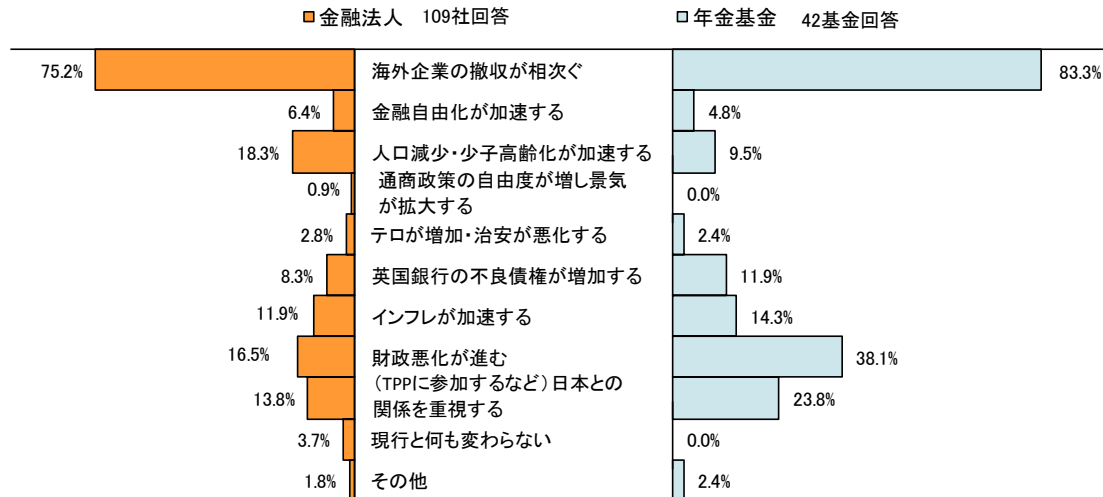
プレグジットにより日本企業に対してどのような側面で懸念が生じるとお考えですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-7 ブレグジット後の英国経済・社会

ブレグジット後の英国経済・社会はどうかと思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

4. MiFID II 適用開始について

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日より適用が開始されている。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ことになっている。リサーチの提供主体が証券会社（セルサイド）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、日本の金融機関も対応を迫られる場合がある。

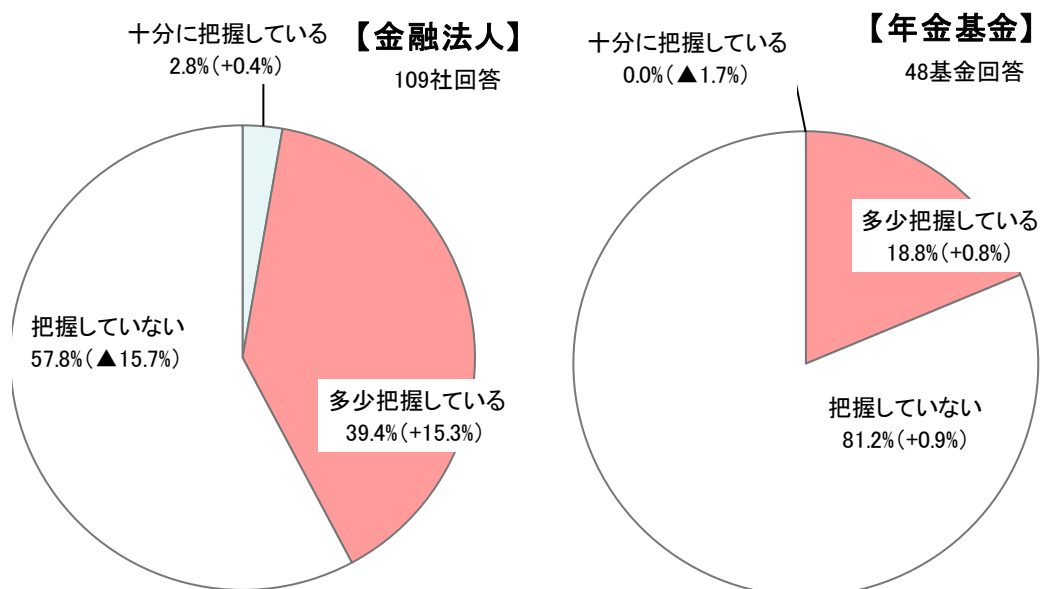
図表 4-1 は、MiFID IIによるリサーチ費用の分離明確化に対する認知度を問う設問である。この結果を見ると、「多少把握している」（金融法人 39.4%：前年度比+15.3 ポイント、年金基金 18.8%：同+0.8 ポイント）が金融法人は大きく、年金基金はわずかではあるが、ともに昨年から上昇している。図表 4-2 は、リサーチ費用の分離明確化がリサーチ利用にどのような影響を与えるかに関する設問となる。「影響なし」（金融法人 73.2%：同+30.3 ポイント、年金基金 79.5%：同+26.3 ポイント）が双方ともに大きく上昇した。図表 4-3 は遵守の手続きが終了しているか（運用委託先および証券会社等から適用開始に際する説明を受けているか）を問うものである。金融法人では「適用対象ではない」（62.9%：同+48.4 ポイント）が、年金基金（12.5%：同▲1.8 ポイント）とは違い、大きく上昇したことがわかる。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、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 4-4 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。「支払わない」（金融法人 8.0%：同▲4.0 ポイント、年金基金 20.0%：同+2.5 ポイント）が年金基金では上昇していることがわかる。分離明確化の対応策として当初想定されていた、年金基金をはじめとする最終スポンサーに、リサーチ費用を請求するリサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）方式は、欧州では既に機能していない。このため、リサーチ費用が運用機関の自己負担となるケースがほとんどであることも、年金基金の回答動向に影響を与えているようだ。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。双方ともに「やや減少する」（金融法人 7.1%：同+2.8 ポイント、年金基金 2.6%：同+2.6 ポイント）がやや上昇しているが、「変動なし」が双方ともに 8 割を超えている。また、リサーチ費用の分離明確化は、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、欧州では見られている。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）の利用の増加」（61.9%）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」（43.8%）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。金融法人では「断固として反対する」（44.6%：前年度比+23.4 ポイント）が、年金基金では「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」（50.0%：同

+32.0 ポイント) が昨年度から大きく上昇した。また「欧米の規制が世界標準のため仕方がない」(金融法人 33.6% : 同▲17.9 ポイント、年金基金 21.1% : 同▲24.9 ポイント) は昨年度から低下している。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 も同様の道を辿るとの見方があったものの、本邦機関投資家が本規制強化に否定的な見解を持っている様子うかがえる。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。双方ともに過半から「運用機関から別途リサーチ費用を請求されること」との回答があった(金融法人 58.8%、年金基金 57.1%)。また金融法人は「リサーチレポートの減少」(49.0%)、年金基金からは「(これまで無料だった) セミナー/カンファレンスの有料化」(37.1%) が続いた。新しい規制を巡っては、遵守の煩雑さやコストなど、懸念が付きものである。

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

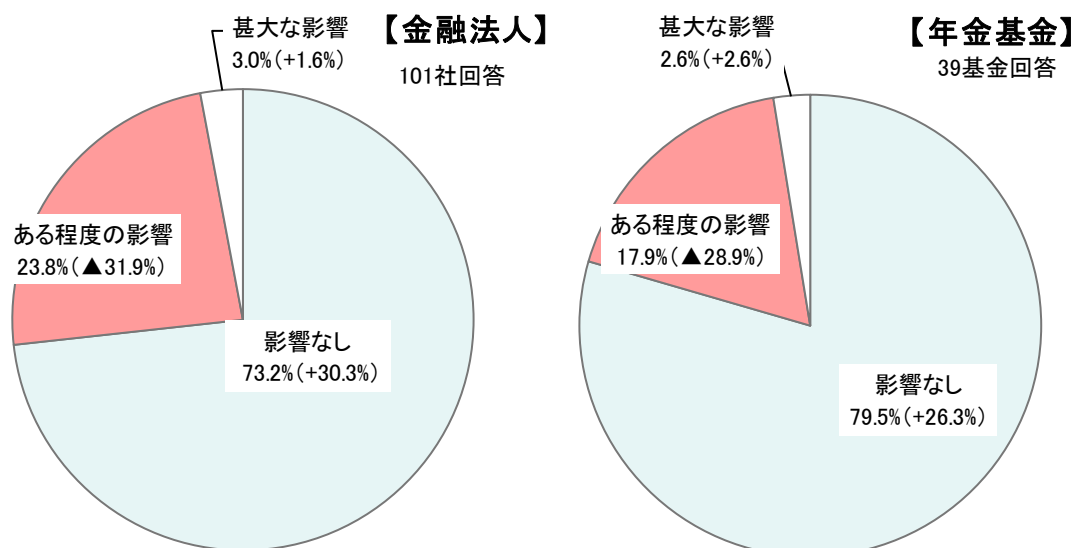
MiFID IIによるリサーチ費用の分離明確化についてどの程度把握されていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(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

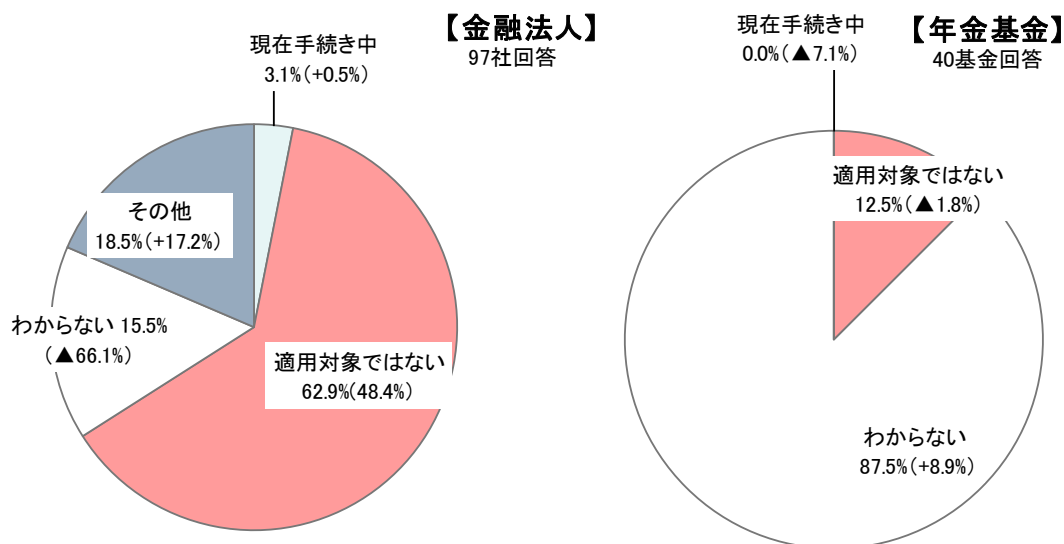
MiFID IIによるリサーチ費用の分離明確化は、貴基金・貴社のリサーチ利用にどのような影響を与えますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 4-3 MiFID II 適用開始に向けた遵守状況

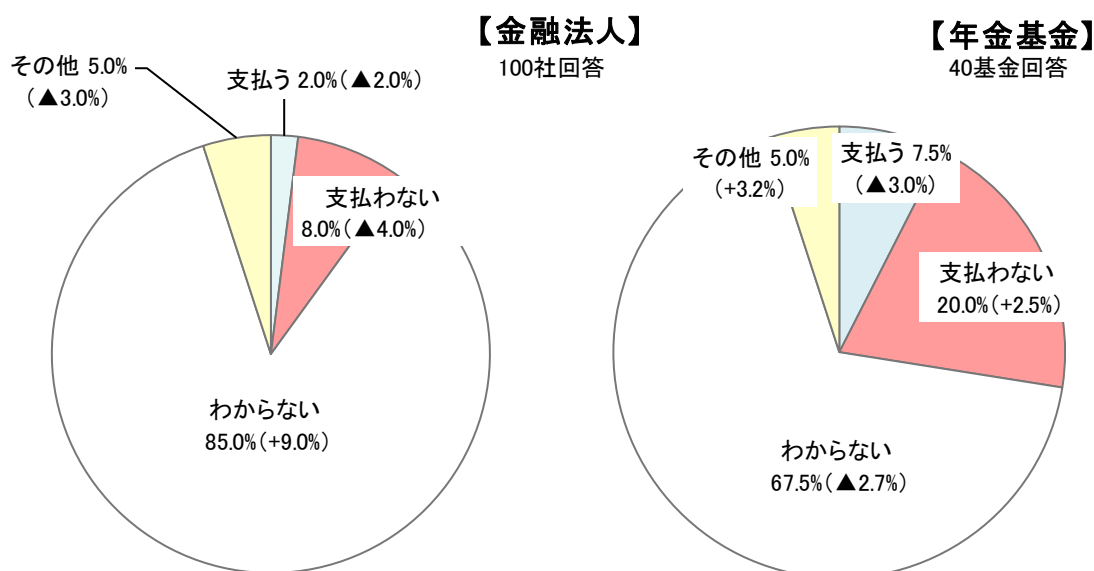
MiFID II 適用開始に向け、遵守の手続きを取っていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 4-4 リサーチ費用の請求を受けた際の対応

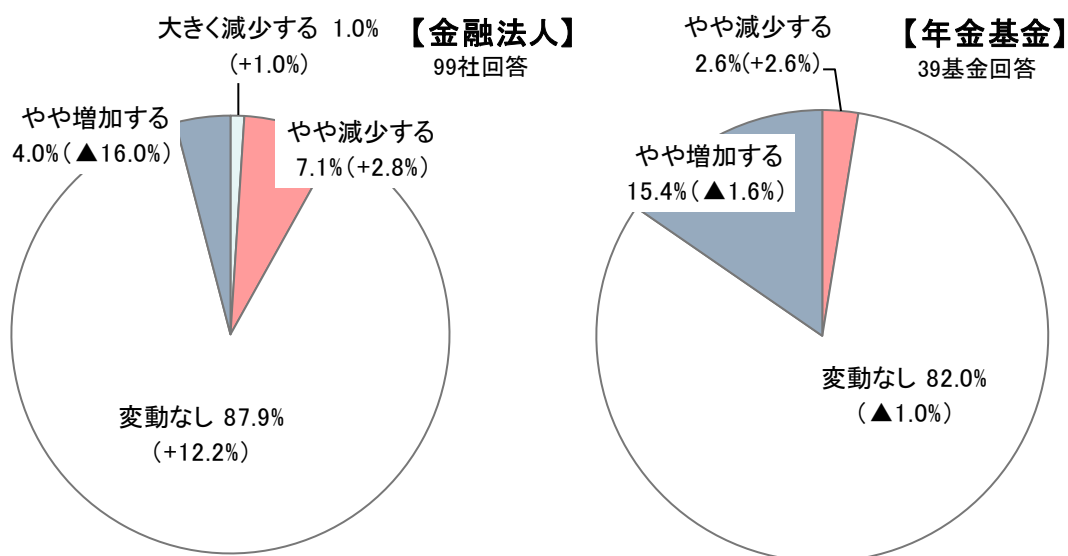
MiFID II 適用開始後、運用委託先および証券会社等からリサーチ費用を別途請求された場合にどのように対処しますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 4-5 今後2年におけるリサーチ予算

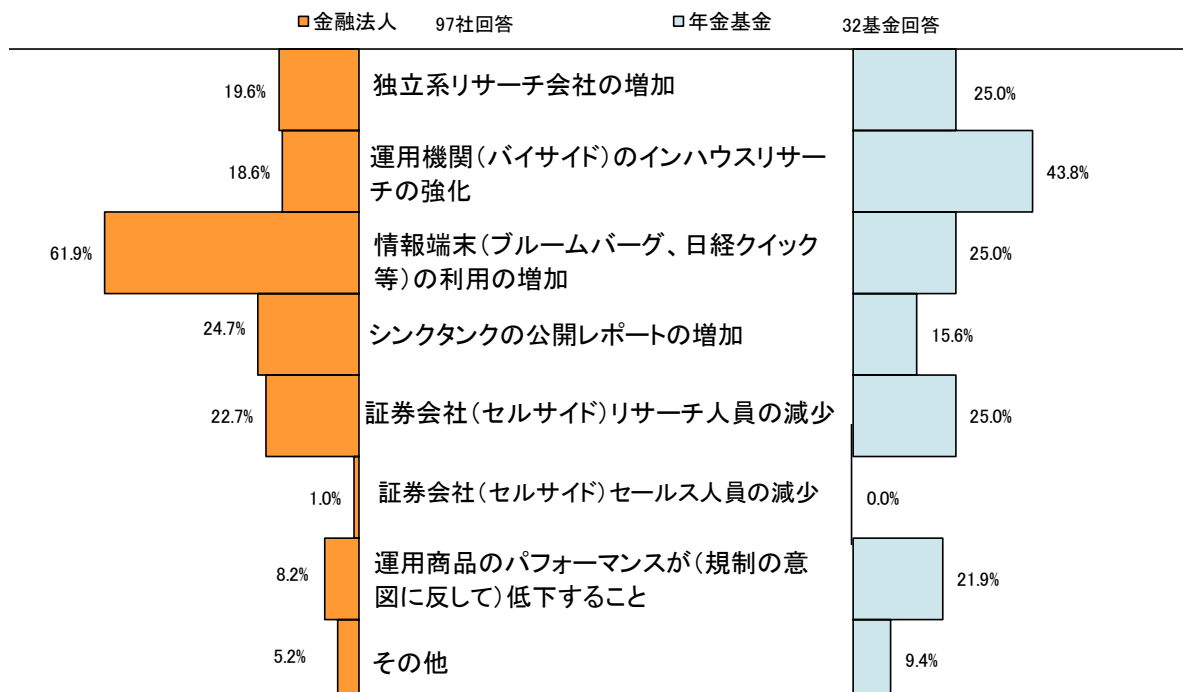
今後2年における貴基金・貴社のリサーチ予算はどうかと思いますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(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

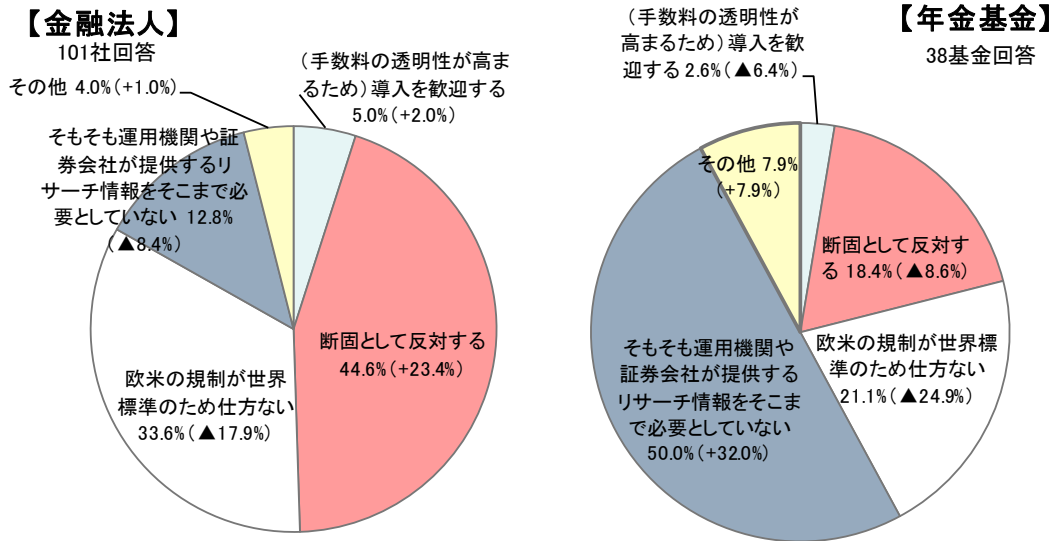
MiFID II 適用開始後にリサーチ費用の分離明確化でどのような変化が生じると思いますか？（複数回答可）



(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

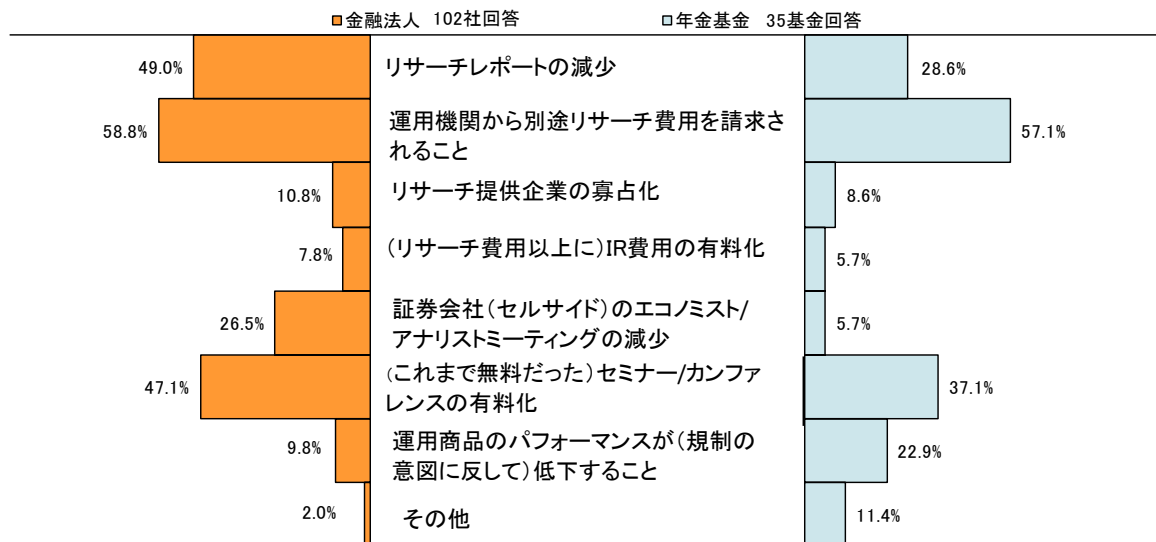
日本でも同様の規制が数年後には導入される可能性が指摘されていますが、どう思いますか？



(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（対象は金融機関のみ）。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）³」（73.8%：前年度比+5.5 ポイント）が昨年度の大幅な上昇に続き今年度も、最も高率となっ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「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。

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）⁴」（29.9%：前年度比+1.9 ポイント）が次に高率となっている。2022 年から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増加が予想され、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。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「流動性カバレッジ比率（LCR）への対応（システム対応等含む）」（18.7%：同+5.3 ポイント）、「安定調達比率（NSFR）への対応（システム対応等含む）」（8.4%：同+2.3 ポイント）もそれぞれ昨年度から比率が上昇した。一方、「ソブリンリスクの見直し⁵」（20.6%：同▲2.6 ポイント）や「普通株式等 Tier1 資本の不足」（13.1%：同▲13.7 ポイント）などの比率は低下した。

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 58.7%で最も高い比率となった。また「投資信託」（44.2%）など内包する金利リスクの計測が難しいものを挙げる金融機関も多かった。また、その他の意見として「長期固定の公共貸出」、「仕組債」（ともに地方銀行）などが挙げられていた。

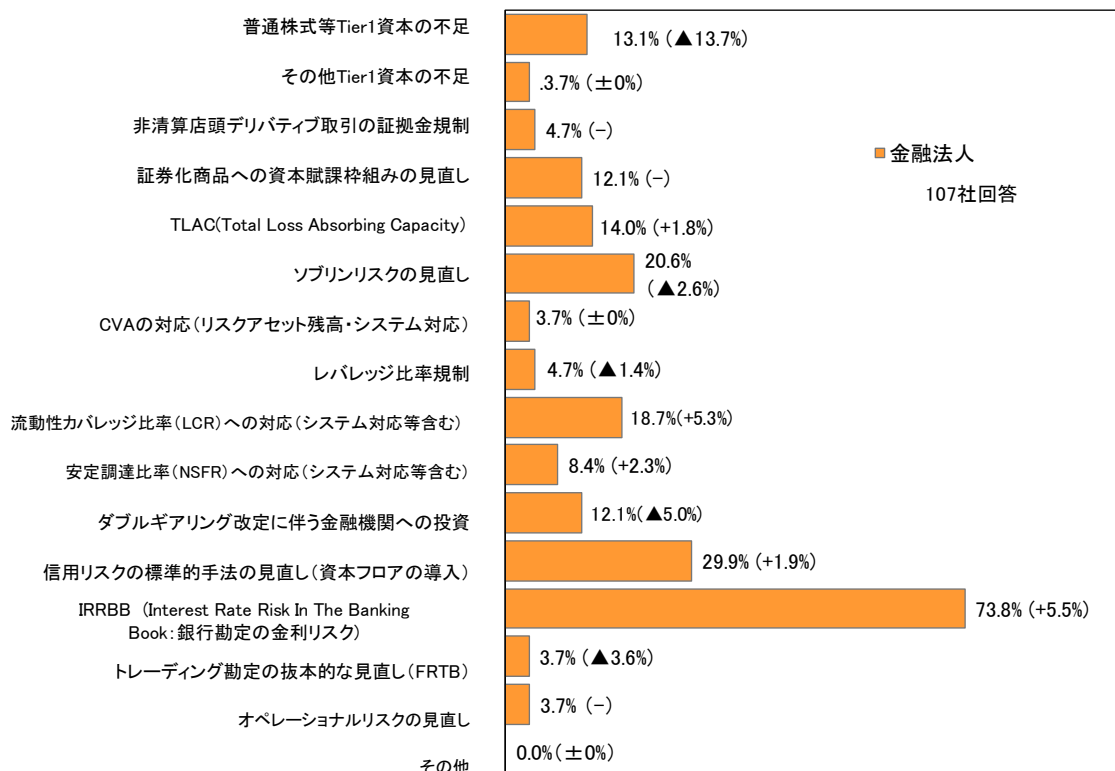
3 市中協議段階では、第一の柱で資本賦課の対象とする 1 柱案と、現行アウトライヤー規制を強化する 2 柱案の両論併記になっていたが、2016 年 4 月の最終規則公表により、2 柱案が採用されている。

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。

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）

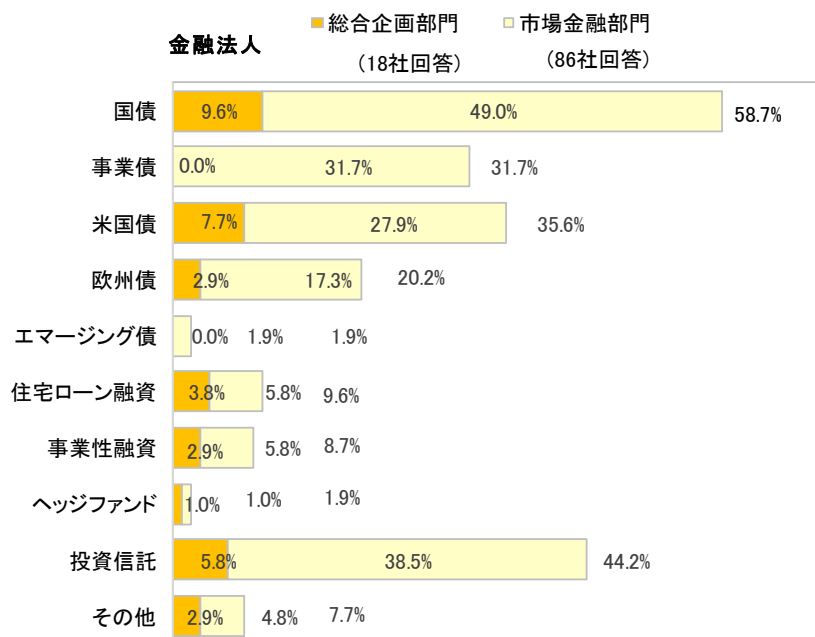


(注) 括弧内は前年度比増減

(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）

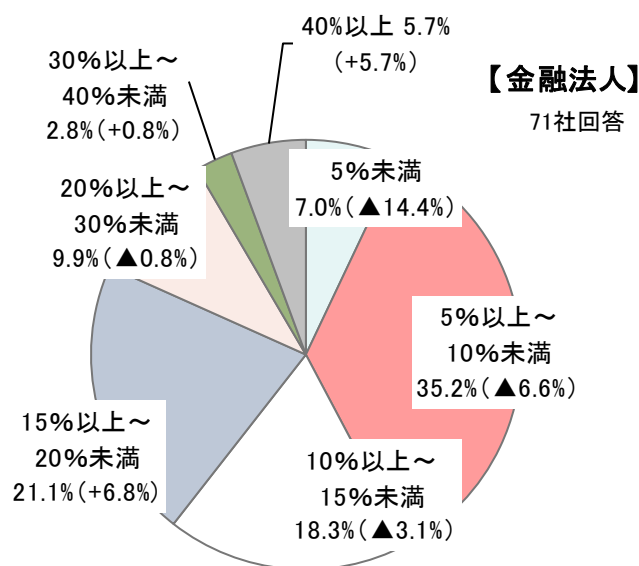
銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制導入実施に伴い投資を懸念する商品は何ですか？（複数回答可）



(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）

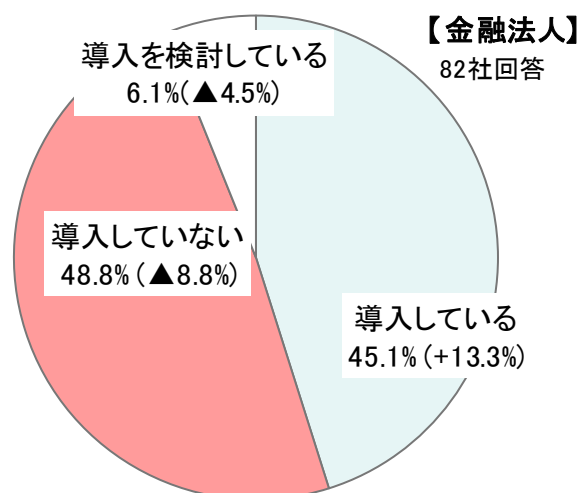
アウトライヤー比率はおよそ何パーセントですか？



(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）

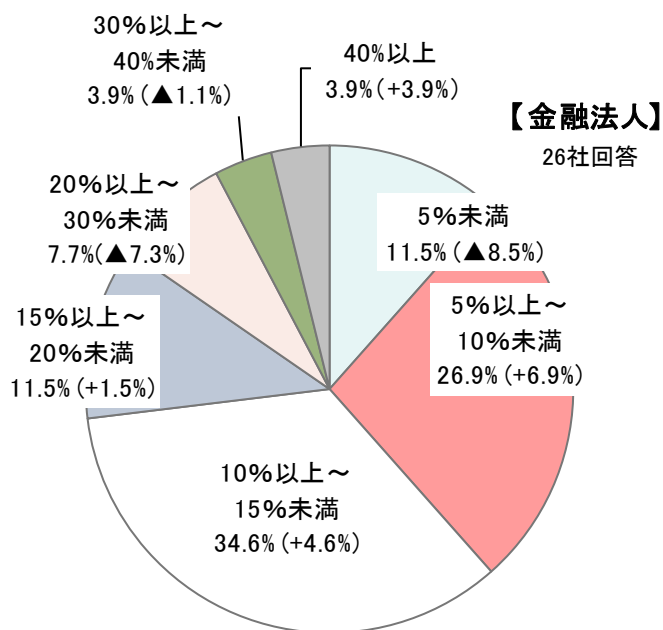
(アウトライヤー比率の計測で) コア預金モデルを導入していますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

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）

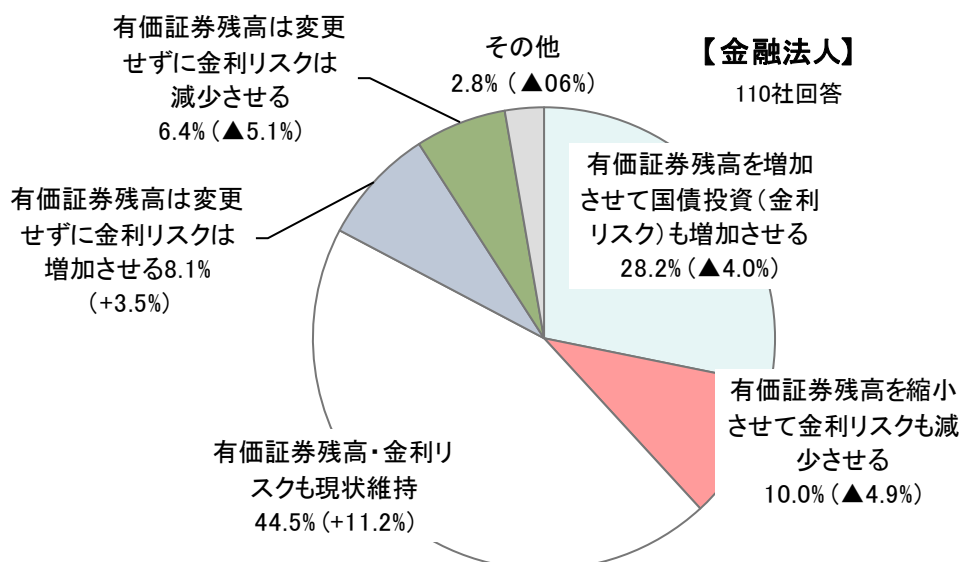
（コア預金モデル導入前の基準で）アウトライヤー比率はおよそ何パーセントですか？



（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）

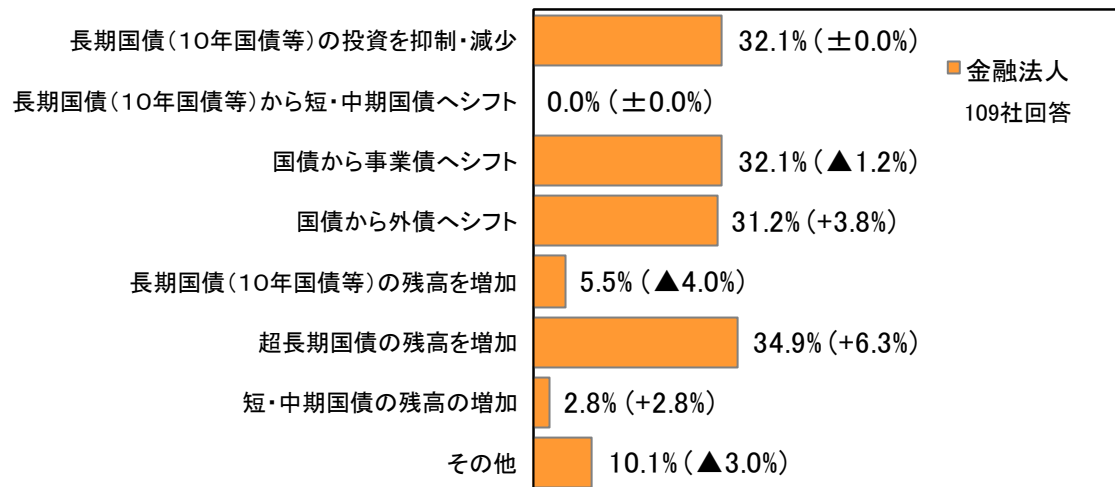
今後の国債投資（金利リスク）に対する方針はどのようにお考えですか？



（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。当該ボンドは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持つ。証券化商品のような資産担保証券とは異なり、担保資産は発行体の貸借対照表上に残ることが一般的のため、通常の 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。日本ではカバード・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 2018 年末まで実施された 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」(3.3%:前年度比▲5.2ポイント)の割合は小幅で低下していることがわかる(図表 5-8 参照)⁷。一方、年金基金でもわずか 2.1% (同▲1.0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。欧州大手行発行のその他 Tier1 資本(AT1 債)は、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、今後の投資には慎重な姿勢が先行している。

さらに、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、同市場金融部門では「流動性リスク」(それぞれ 43.8%、40.4%)、年金基金では「運用商品としての評価が困難」(52.2%)が最も多かった。

カバード・ボンドについては、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)」が前年度比 7.8ポイント(21.1%)上昇した。昨年、邦銀でも初めてカバード・ボンドの発行に踏み切るなど、今後の発行市場は大いに注目される。また金融法人の市場金融部門では「投資している」が 40.9%(同+5.2ポイント)、年金基金でも「投資を検討してもよい」も 4.7%(同+3.0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

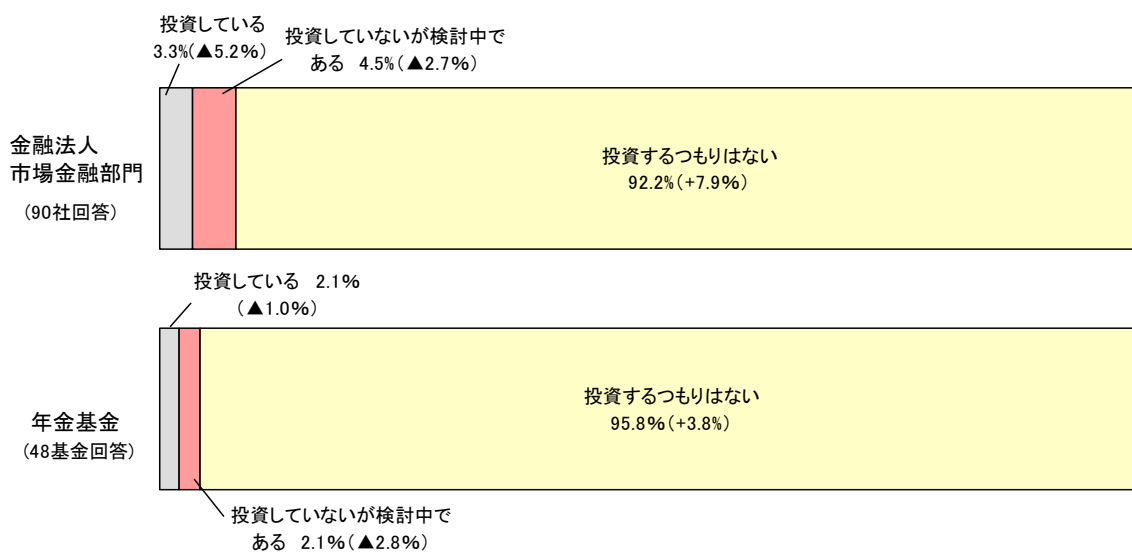
6 買い入れ資産は、国債、政府系機関債、EU 機関債が対象とされ、既存のカバード・ボンド買い入れプログラム(CBPP3:Covered Bond Purchase Programme 3) および資産担保証券プログラム(ABSPP: Asset Backed Securities Purchase Programme)を含む。

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。

5-10)。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の設問の結果であるが、金融法人では「デンマーク」（84.1%:同+5.5 ポイント）が最も高率となった。また「スウェーデン」（47.6%:同+33.3 ポイント）等、他の北欧諸国も急増していることがわかる。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の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

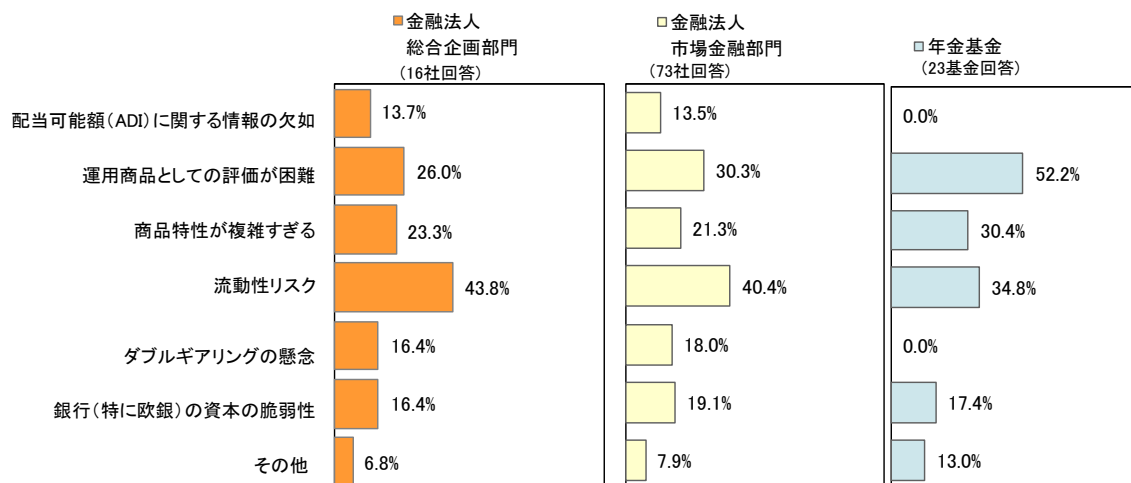
コンティンジェント・キャピタルについて投資を検討していますか？



(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

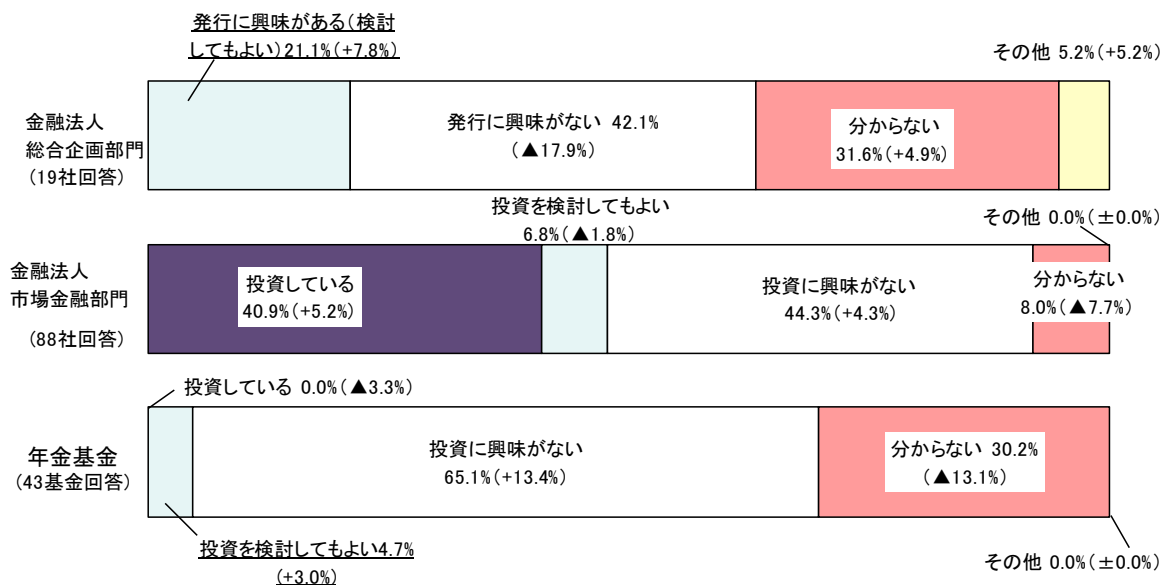
その他 Tier 1 債 (AT1 債) 投資の懸念は何ですか？ (複数回答可)



(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？

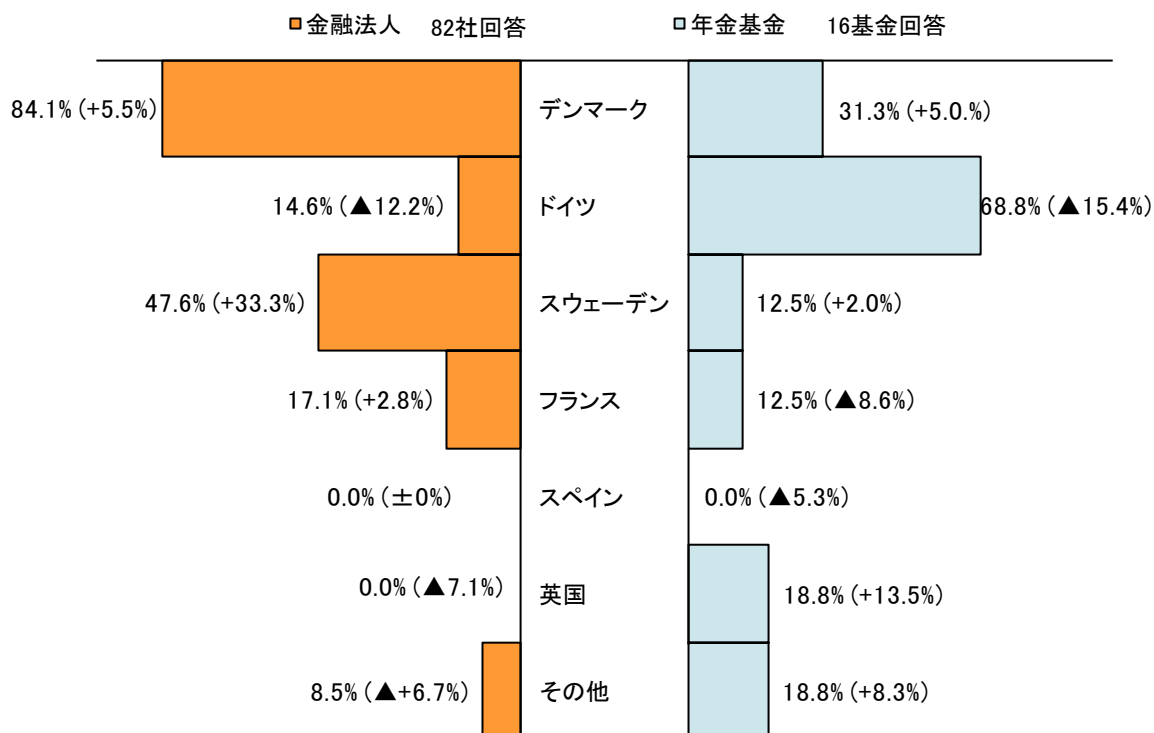


(注) 括弧内は前年度比増減

(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が

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」との回答が 19.3%、前年度比▲2.5 ポイントと昨年度に引き続き比率が低下している。また年金基金でも 20.8%、同▲4.6 ポイントと割合を低下させた（図表 6-1）。これまで「実施している」との回答比率が前年度比増を続けてきた年金基金のインフラファンドへの投資であるが、今年度は前年度比減を記録した。

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、金融法人では、「インフラファンド（デット）」（23.8%：前年度比+23.8 ポイント）、年金基金では「インフラファンド（エクイティ）」（80.0%：同+27.1 ポイント）が前年度から大きく上昇していることがわかる。また、金融法人では「インフラ（直接）融資（シニア）」（38.1%：同▲25.1 ポイント）は昨年度から比率を大きく低下させた。さらに投資している施設の種類の（図表 6-3）に関しては、金融法人では「太陽光（再生可能エネルギー）」（72.7%）が最も高率である一方、年金基金では「港湾」（90.0%）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）を見ると、「米国」（80.0%：前年度比+11.3 ポイント）が、昨年度に続き「英国」（70.0%：同+7.5 ポイント）を抑え最も高率となった。また「オーストラリア」（70.0%）、「ドイツ」（50.0%）が続き、欧米へのインフラ投資が中心となっている。一方、金融法人では今年度も「日本」（81.0%）に回答が集中した。全体的には先進国が中心であるものの、それ以外では金融法人の「その他東南アジア」（9.5%）、双方の「南米大陸」（金融法人：4.8%、年金基金：10.0%）などの回答もあった。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：72.3%、年金基金：68.8%）、「オーストラリア」（金融法人：13.3%、年金基金：43.8%）、「ドイツ」（金融法人：22.9%、年金基金：43.8%）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、年金基金ともに「投資を増額」（金融法人 50.0%：同▲26.2 ポイント、年金基金 33.3%：同▲2.7 ポイント）の比率が低下した（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：80.8%、年金基金：73.8%）、「投資地域（カントリーリスク）」（金

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。

融法人：47.5%、年金基金：50.0%）、「流動性」（金融法人：45.5%、年金基金：40.5%）などが両主体とも比率が高い。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：58.0%、年金基金：54.5%）、「事故・天災による資産毀損リスク」（金融法人：50.0%、年金基金：43.2%）の回答が目立った。また、「その他」（金融法人：2.0%、年金基金：4.5%）の意見には、“市場過熱化、投資待ち期間の長さ”（企業年金）、“規制資産として、現地の法改正リスク”（地方銀行）などの意見があった。

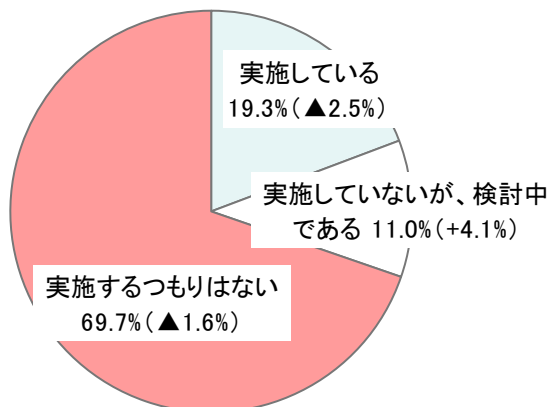
(インフラ投資：再生可能エネルギーも含む)

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？

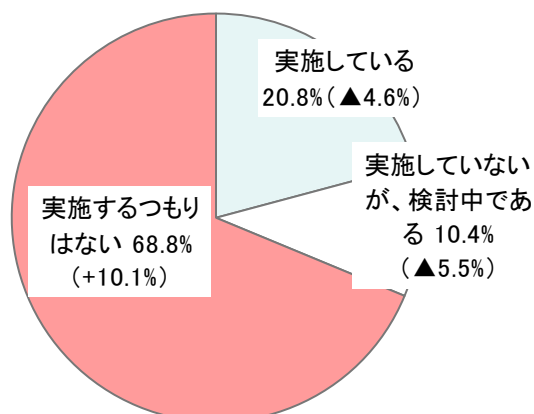
【金融法人】

109社回答



【年金基金】

48基金回答



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 6-2 インフラ投資の種類・形態

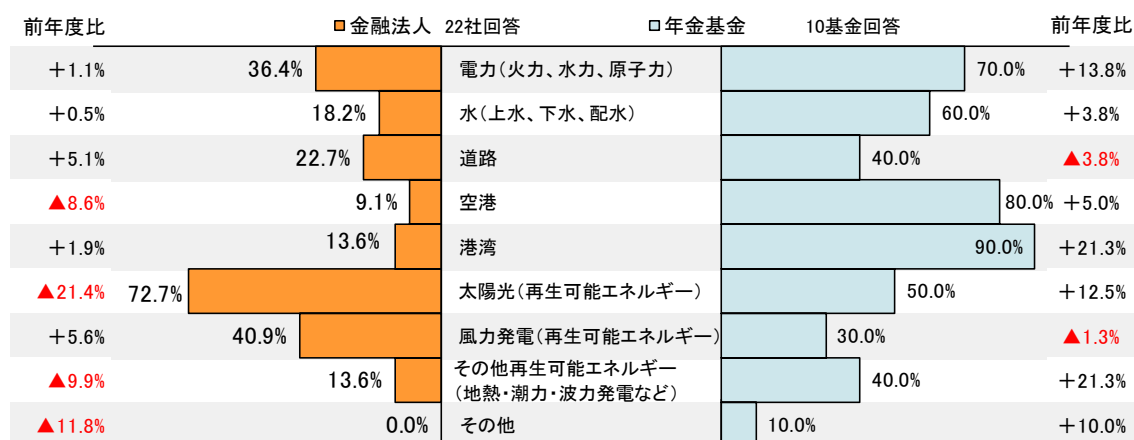
どのような種類・形態のインフラ投資を行っていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 21社回答	年金基金 10基金回答	前年度比
+10.3%	52.4%	80.0%	+27.1%
+23.8%	23.8%	40.0%	▲18.8%
▲1.5%	14.3%	0.0%	+0.0%
▲25.1%	38.1%	0.0%	▲5.9%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	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

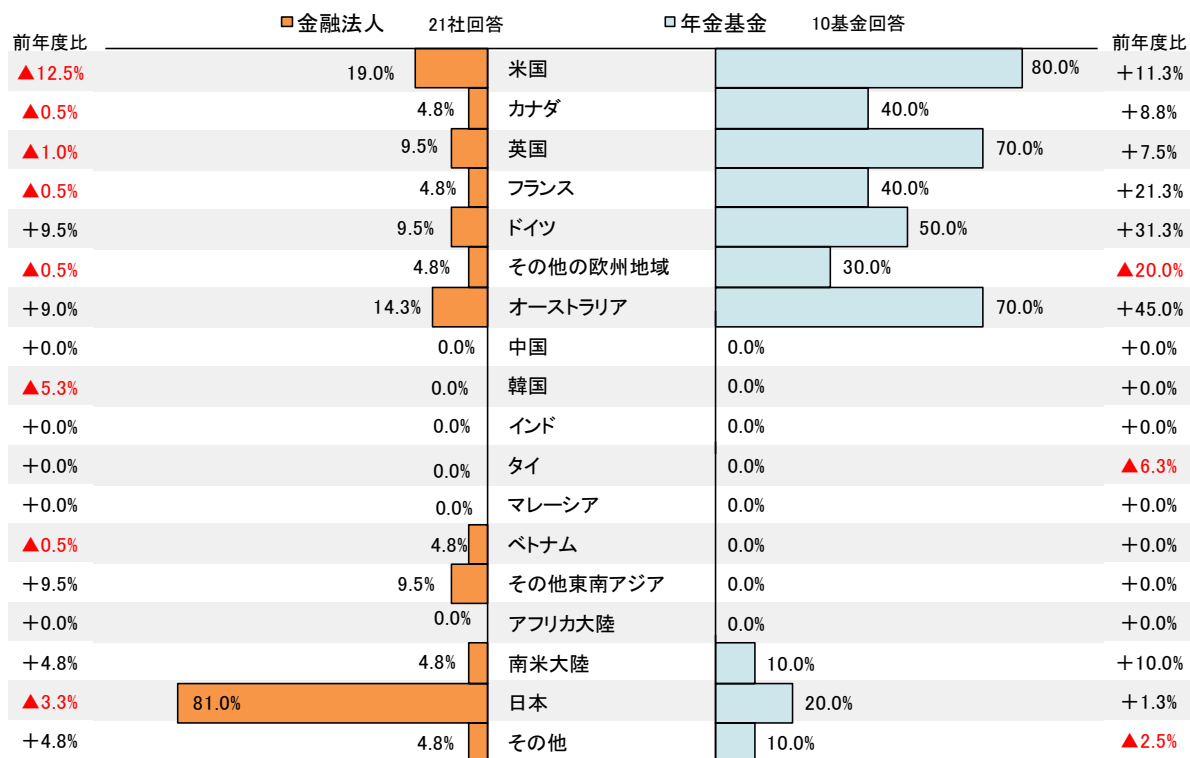
現在、投資しているセクター（施設・形式）は何ですか？（複数回答可）



(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

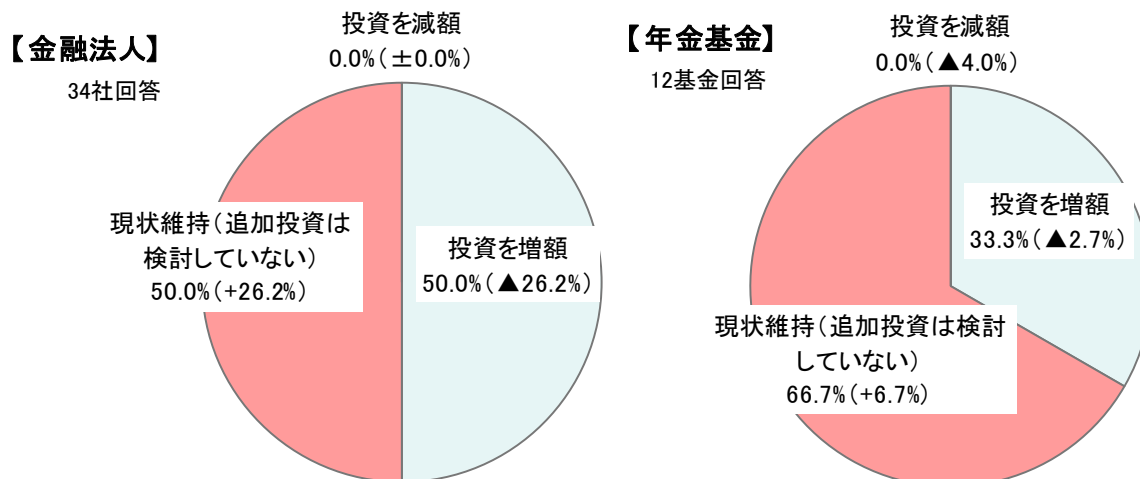
もし為替リスクがヘッジできるなら、どの地域のインフラに投資を検討されたいですか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 83社回答	年金基金 32基金回答	前年度比
▲2.3%	72.3%	68.8%	▲8.5%
+4.1%	16.9%	31.3%	▲0.6%
▲6.7%	6.0%	28.1%	▲1.4%
+3.5%	21.7%	25.0%	+2.3%
+2.9%	22.9%	43.8%	+5.1%
+1.2%	4.8%	9.4%	▲4.3%
▲12.2%	13.3%	43.8%	+7.4%
+1.8%	3.6%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	▲2.3%
+3.6%	10.8%	21.9%	+19.6%
+0.6%	6.0%	0.0%	▲6.8%
+0.6%	6.0%	6.3%	+4.0%
▲2.5%	4.8%	12.5%	+5.7%
▲3.7%	3.6%	6.3%	+1.7%
+0.6%	2.4%	0.0%	▲4.5%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+3.0%	8.4%	3.1%	+0.9%

(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

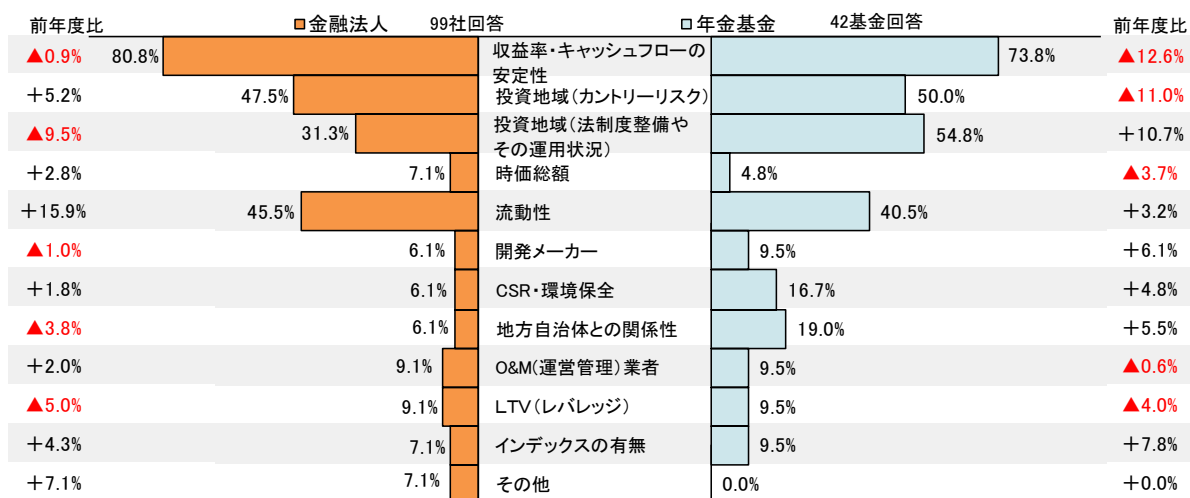


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

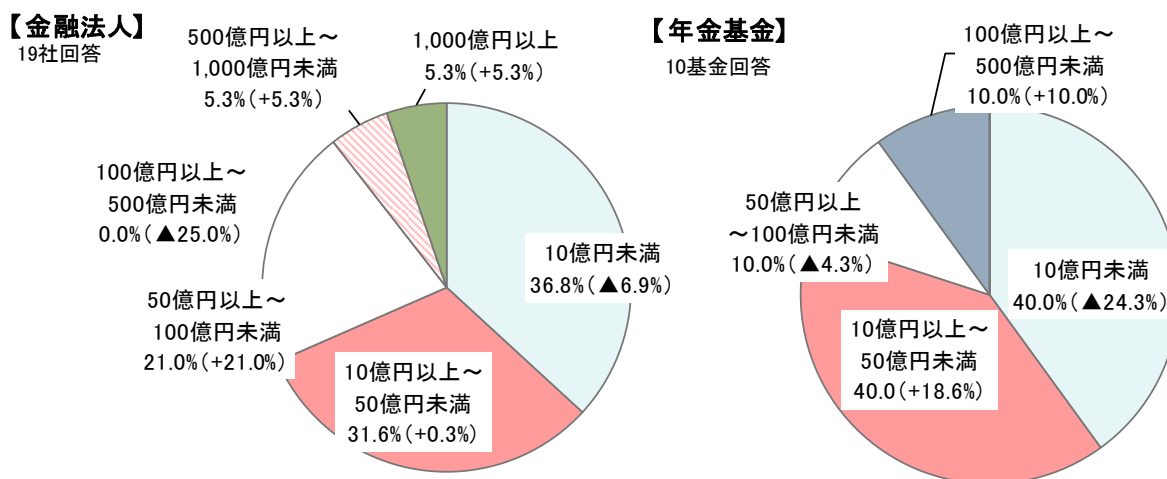
インフラ投資の際に重視することは何ですか？（複数回答可）



(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

インフラ投資においての懸念は何ですか？（複数回答可）

前年度比	■ 金融法人 100社回答			□ 年金基金 44基金回答		前年度比
+0.2%	28.0%		トラッキングレコードが無い	20.5%		▲1.6%
+5.6%	50.0%		事故・天災による資産毀損リスク	43.2%		▲6.0%
▲0.5%	12.0%		為替リスクをヘッジできない	15.9%		+0.7%
+8.0%	58.0%		流動性リスク	54.5%		+5.4%
▲1.1%	42.0%		インフラのリスクを評価できる人がいない	34.1%		▲8.3%
+2.2%	5.0%		期待リターンに達する商品がない	0.0%		▲6.8%
▲4.6%	26.0%		政府買い取り価格(FIT※)の変更・方針転換	27.3%		+3.5%
▲6.3%	9.0%		日本国内向けの商品が少ない	11.4%		▲3.9%
▲0.8%	2.0%		その他	4.5%		+4.5%

(※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 30.8%と前年度から▲3.9 ポイント⁹の低下となった（図表 7-1）。一方、年金基金では「実施している」の回答が 68.8%と前年度比+13.4 ポイントと大幅に上昇している。

また、ヘッジファンド投資の選択状況を見ると、金融法人の「株式マーケットニュートラル」（80.0%：前年度比+6.1 ポイント）、「株式ロングショート」（73.3%：同+8.1 ポイント）の比率が昨年度に続き上昇した。また年金基金では「株式ロングショート」（51.5%：同+12.6 ポイント）、「イベントドリブン」（15.2%：同+6.8 ポイント）は比率が上昇している（図表 7-2）。一方、「ファンドオブヘッジファンズ」は双方ともに比率が低下している（金融法人 13.3%：同▲12.8 ポイント、年金基金 60.6%：同▲3.3 ポイント）。また「その他」（年金基金：6.1%）に寄せられた意見では、“バンクローンを利用した戦略”や“マルチストラテジー”（ともに企業年金）等があった。

7-2. ヘッジファンドへの投資スタンス

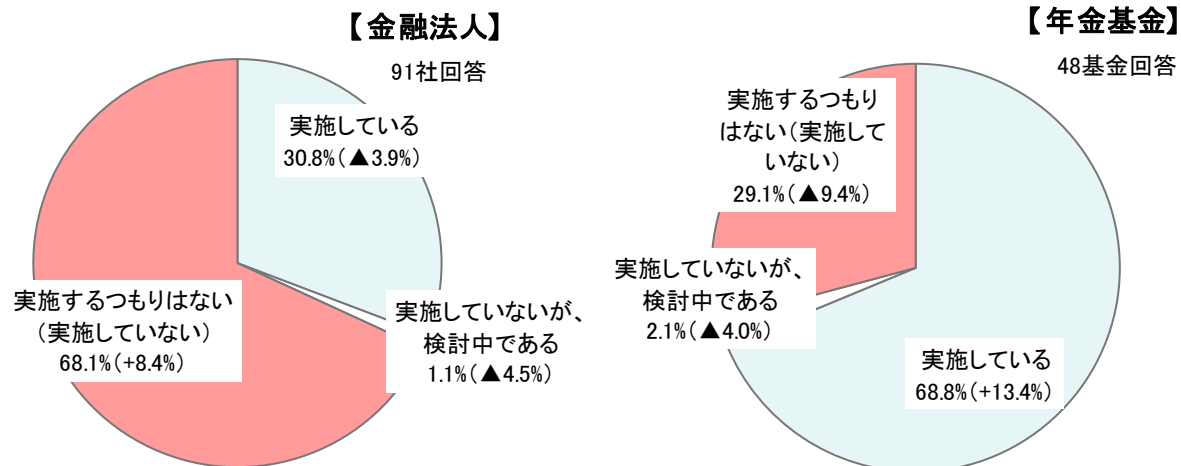
今年度のヘッジファンドへの投資スタンスは、金融法人では「投資を増額」が 40.0%で前年度比▲30.4 ポイント、年金基金が 14.3%で同▲5.2 ポイントとともに低下した（図表 7-4）。昨今ヘッジファンドのパフォーマンス低迷により、双方とも投資を手控える傾向があるようだ。金融法人では「投資を減額」（3.3%：同+3.3 ポイント）も比率をやや伸ばしている。寄せられた意見の中では、“運用成績低迷”（企業年金）や“パフォーマンスが伴うものが少ない”（地方銀行）など辛辣な声が多くあった。

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

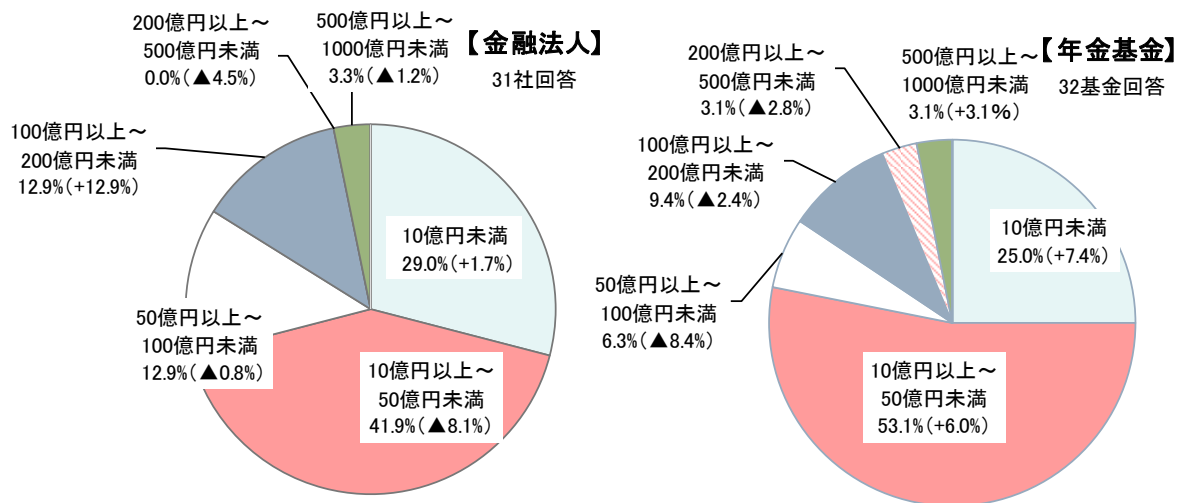
どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人 30社回答	年金基金 33基金回答	前年度比
▼12.8%	13.3%	60.6%	▼3.3%
+6.1%	80.0%	27.3%	▼0.5%
+8.1%	73.3%	51.5%	+12.6%
+4.6%	13.3%	21.2%	▼9.3%
▼7.4%	10.0%	33.3%	+0.0%
▼1.0%	3.3%	24.2%	▼0.8%
▼4.3%	0.0%	3.0%	+3.0%
▼9.7%	3.3%	15.2%	+6.8%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▼9.7%	3.3%	9.1%	+3.5%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	3.0%	+3.0%
▼1.0%	3.3%	3.0%	▼2.5%
▲4.3%	0.0%	6.1%	▲2.3%

(出所) 大和総研

図表 7-3 ヘッジファンドへの投資額

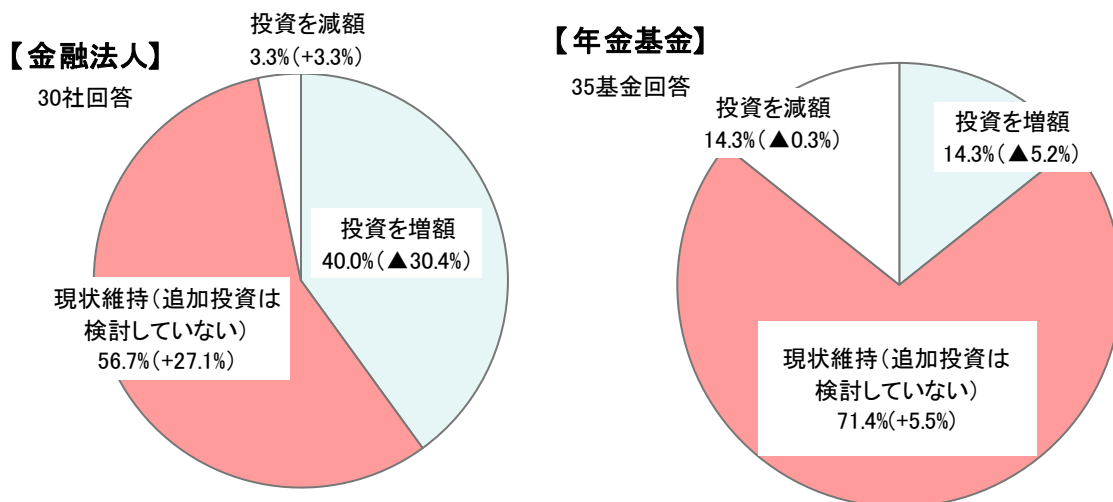
ヘッジファンドへの投資額はおよそどの程度ですか？



(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+8.2ポイント(86.8%)、年金基金でも、同+7.3ポイント(43.8%)と大きく上昇した(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、昨年度から割合が低下したものの「国内私募 REIT」(65.0% : 同▲8.9ポイント)が変わらず高く、「海外 REIT」(40.0% : 同+22.6ポイント)の比率が大きく上昇している。一方、金融法人では、「J-REIT」(93.6% : 同▲1.1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」(43.6% : 同▲4.6ポイント)が続いている。アセットタイプ別の投資状況を見ると(図表 8-3)、対象資産が国内では、金融法人、年金基金ともに「総合型(複合型)」(金融法人 : 89.6%、年金基金 : 61.9%)の比率が最も高く、双方「オフィス」(金融法人 : 66.2%、年金基金 : 23.8%)、「物流」(金融法人 : 63.6%、年金基金 : 23.8%)が続いている。一方、海外では、金融法人が「総合型(複合型)」(84.6%)、年金基金では「オフィス」(90.9%)の比率が圧倒的に高い。

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」(7.1%)に集中している。一方、年金基金では「米国」(100.0%)の他に「英国」(70.0%)、「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」(69.2%)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」(80.0%)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 : 77.1%、年金基金 : 46.2%)、「為替リスク」(金融法人 : 42.9%、年金基金 : 46.2%)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

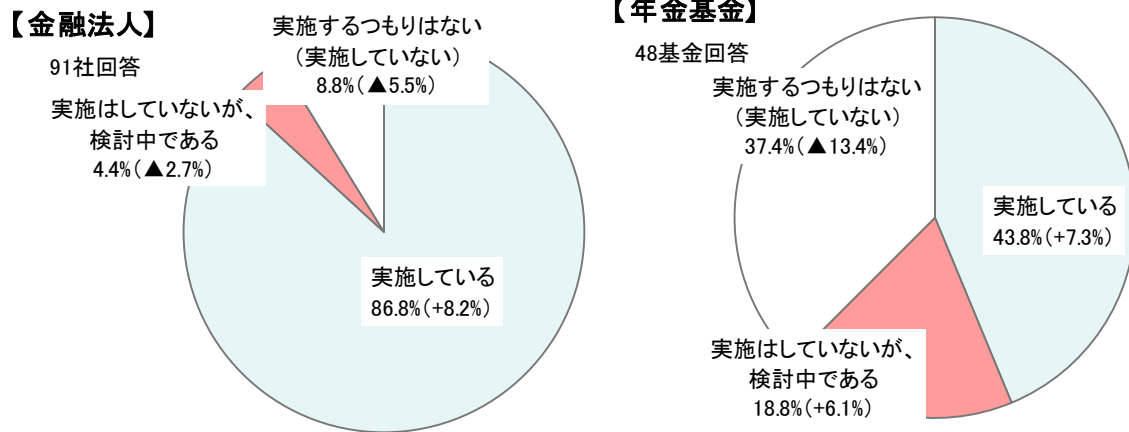
今年度の不動産投資のスタンスを見ると、REIT 投資(図表 8-10)は、金融法人、年金基金ともに「投資を増額」が上昇した(金融法人 59.3% : 前年度比+11.0ポイント、年金基金 20.0% : 同+1.5ポイント)。また不動産私募ファンドへの投資スタンス(図表 8-11)も同様に、金融法人、年金双方ともに「投資を増額」の割合が大きく上昇している(金融法人 16.9% : 同+8.6ポイント、年金基金 40.9% : 同+11.7ポイント)。寄せられた意見の中には“安定的インカムゲイン”(企業年金)や“利回り低下に伴い取得を検討中”(企業年金)などがあった。さらに図表 8-12 は、現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」(38.9% : 同+21.8ポイント)の割合が大きく上昇し、「どちらかと言えば割安」(11.1% : 同▲33.2ポイント)の割合が大きく低下した。また、年

金基金も「どちらかと言えば割高」（52.6%：同+2.6ポイント）が最も大きな割合を占めた。また「割高である」（7.9%：同▲10.4ポイント）が大きく低下し、「どちらかと言えば割安」（5.3%：同+5.3ポイント）の割合が上昇した。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「緩やかながら失速する」（金融法人 29.2%：同▲6.5ポイント、年金基金 20.0%：同▲10.0ポイント）が低下する一方、「緩やかながら回復する」（金融法人 27.0%：同+2.7ポイント、年金基金 12.5%：同+4.2ポイント）が上昇している。不動産賃貸市場の見通しを緩やかながらもポジ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？

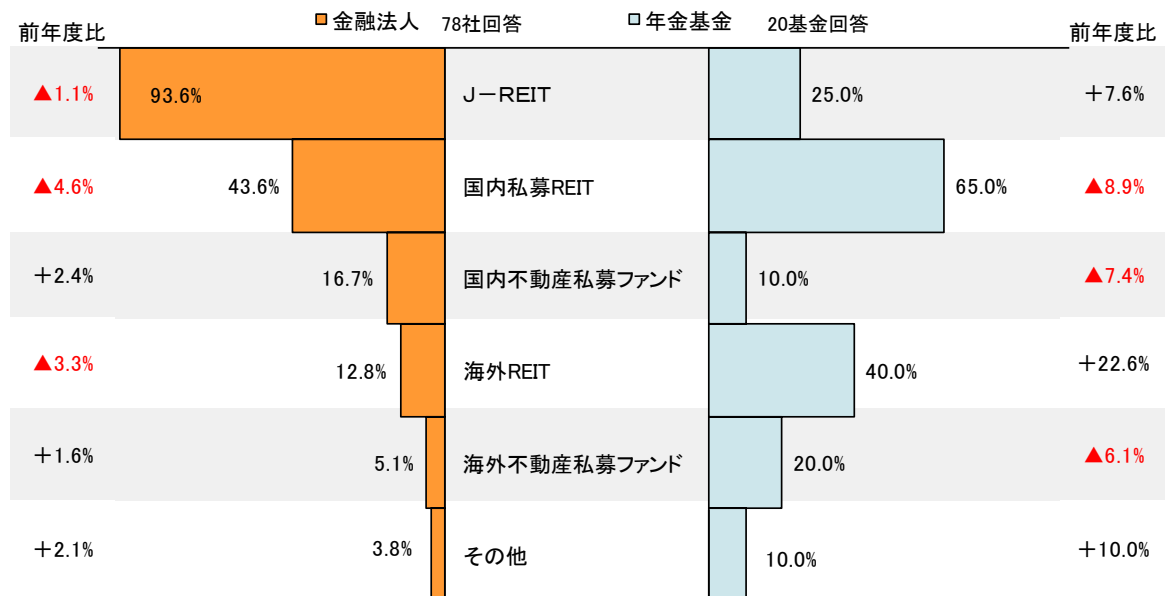


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 8-2 不動産投資の選択状況

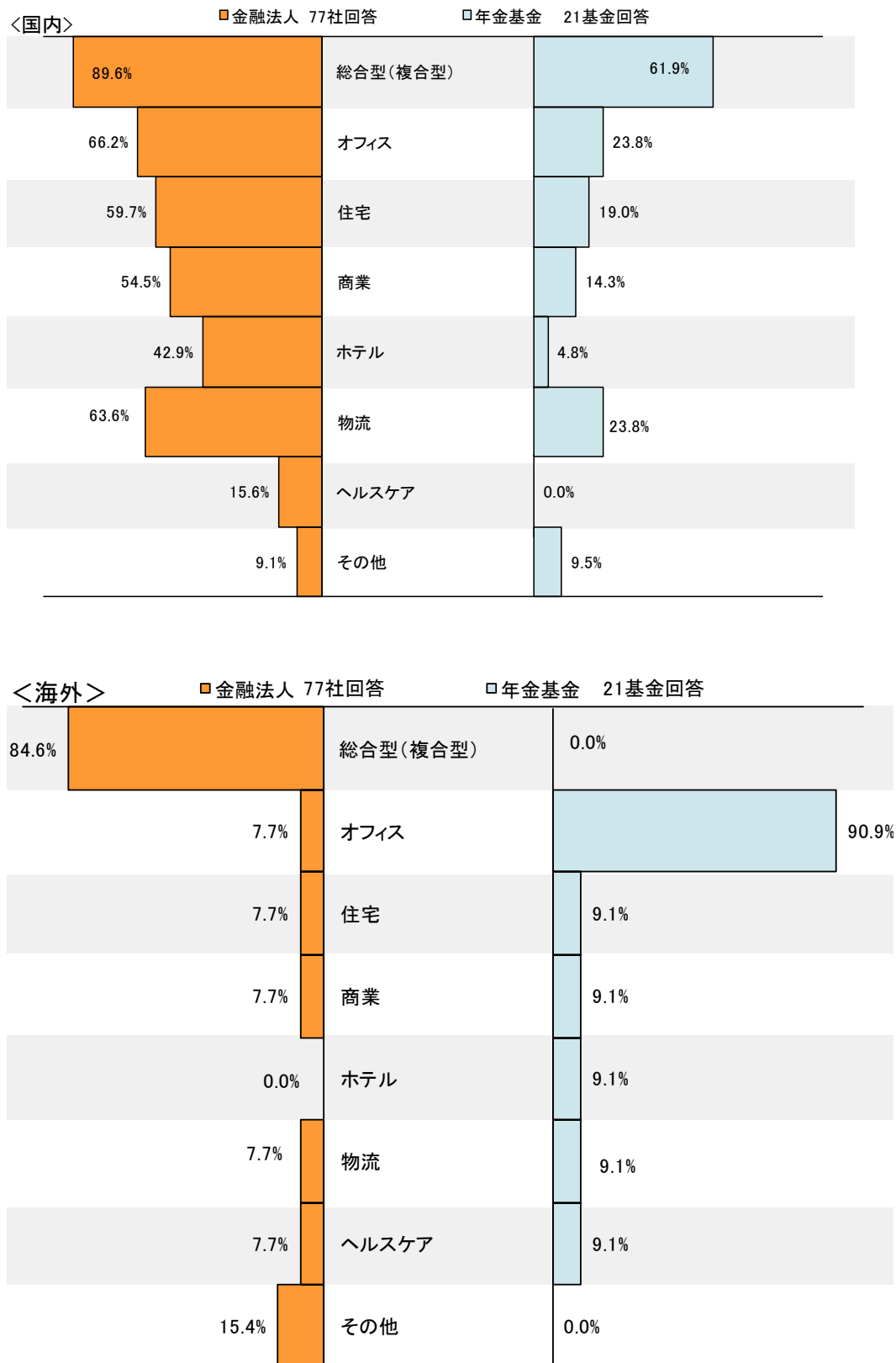
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 8-3 アセットタイプ別の投資状況

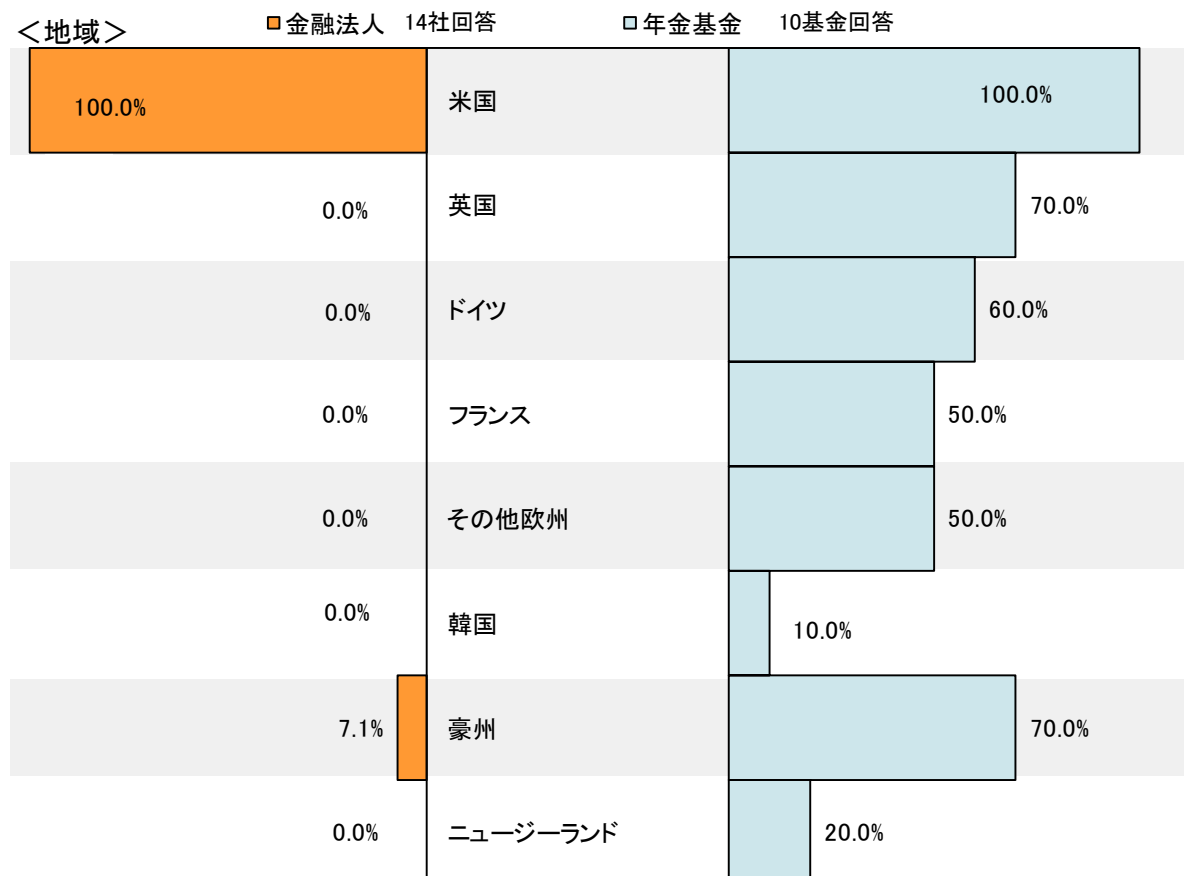
どのようなアセットタイプに投資をしていますか？



(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

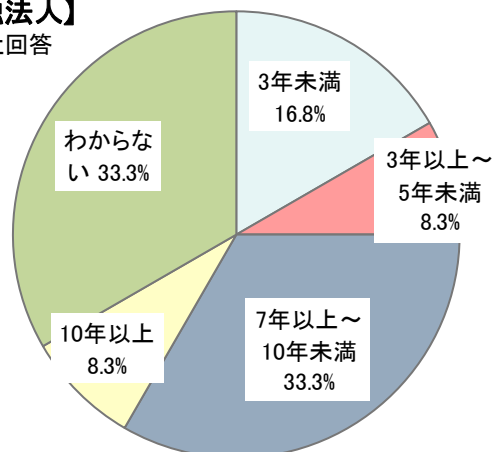
どのような地域に投資をしていますか？（複数回答可）海外不動産投資を行うにあたって、投資期間はどの程度をお考えですか？また海外不動産投資運用資産の取得形態を教えてください。



<投資期間>

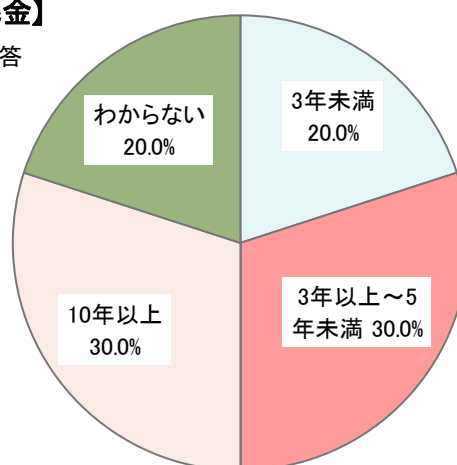
【金融法人】

12社回答

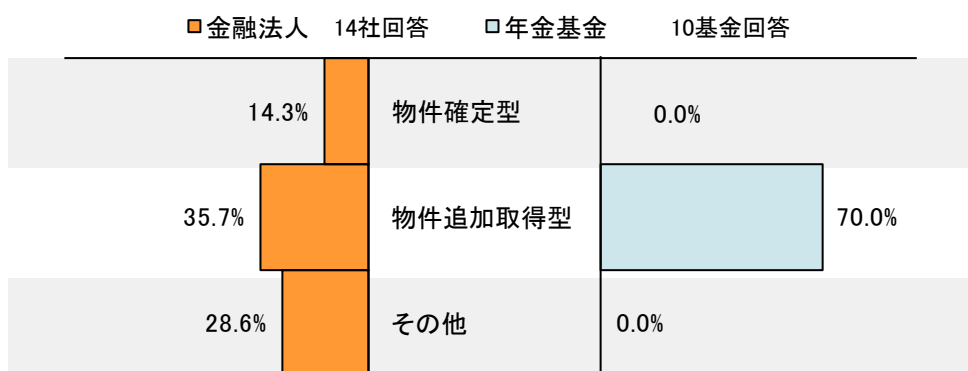


【年金基金】

10基金回答



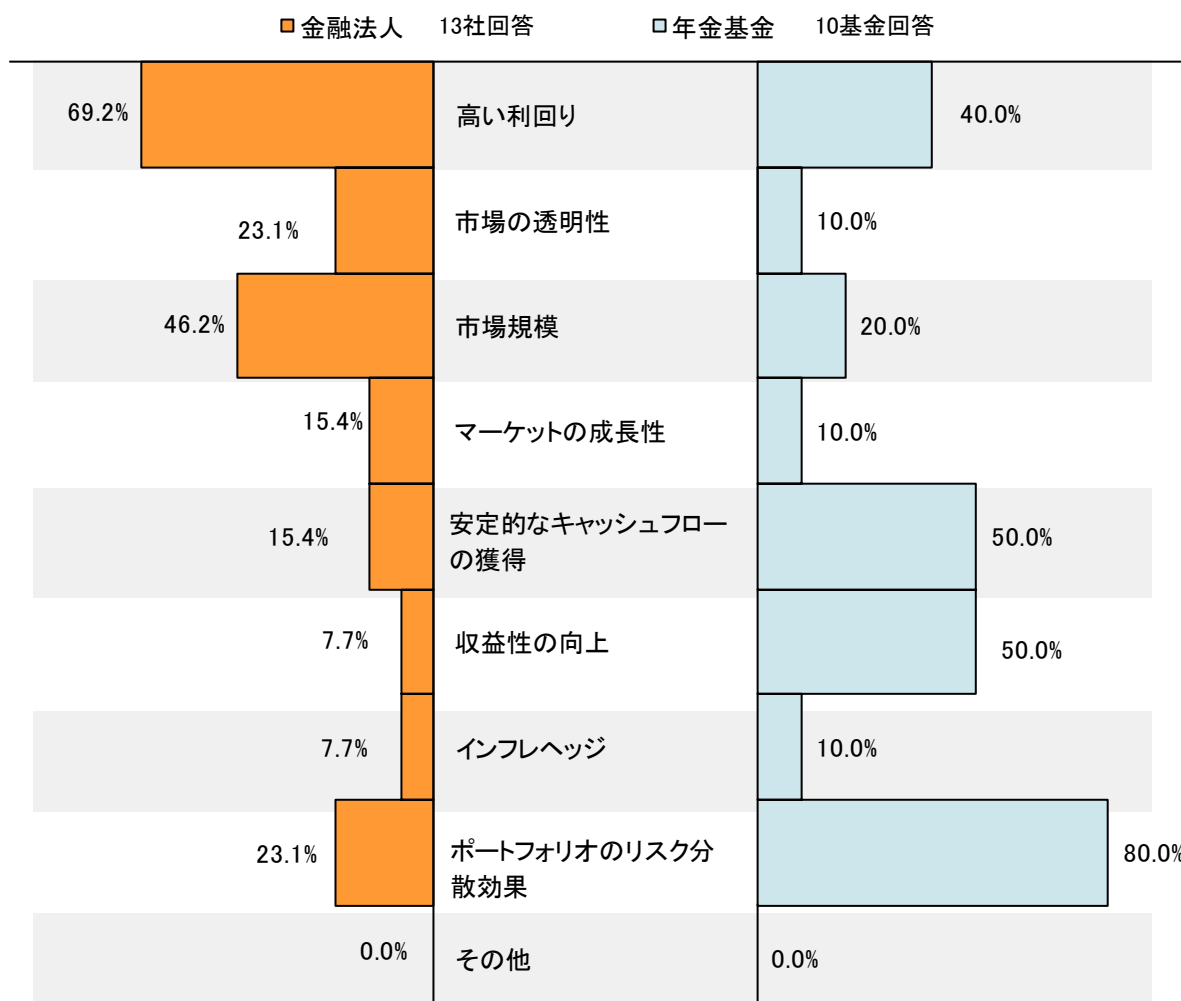
< 取得形態 >



(出所) 大和総研

図表 8-5 海外不動産に対する期待、目的

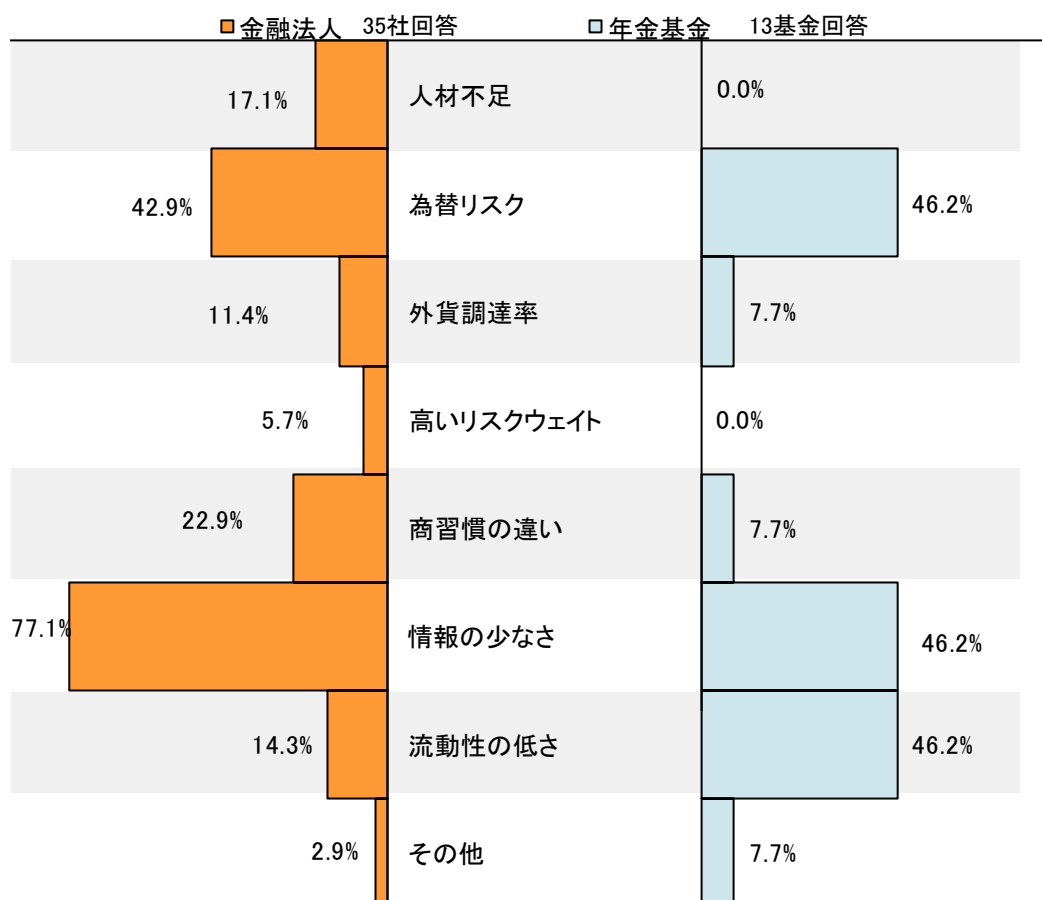
海外不動産投資に対して期待すること、目的は何ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-6 海外不動産における懸念事項

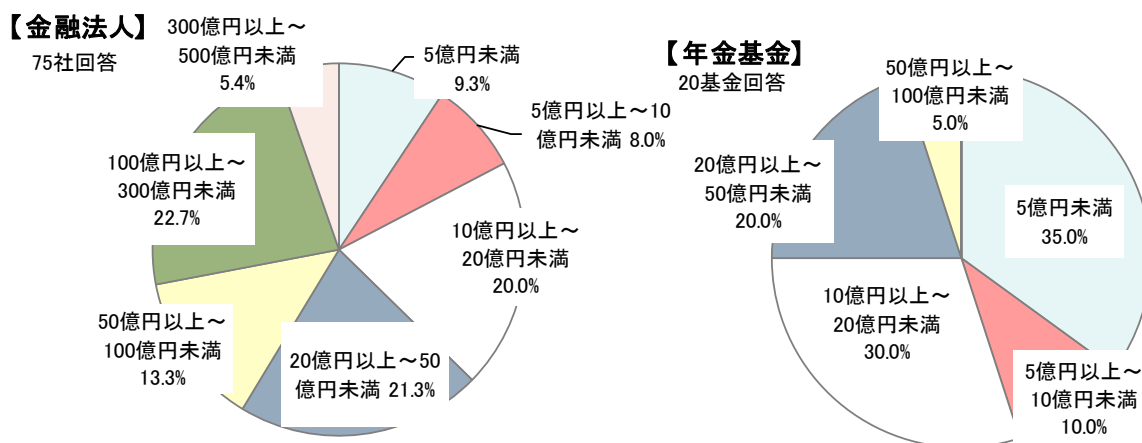
海外不動産投資に対する懸念は何ですか？



(出所) 大和総研

図表 8-7 国内不動産への投資額

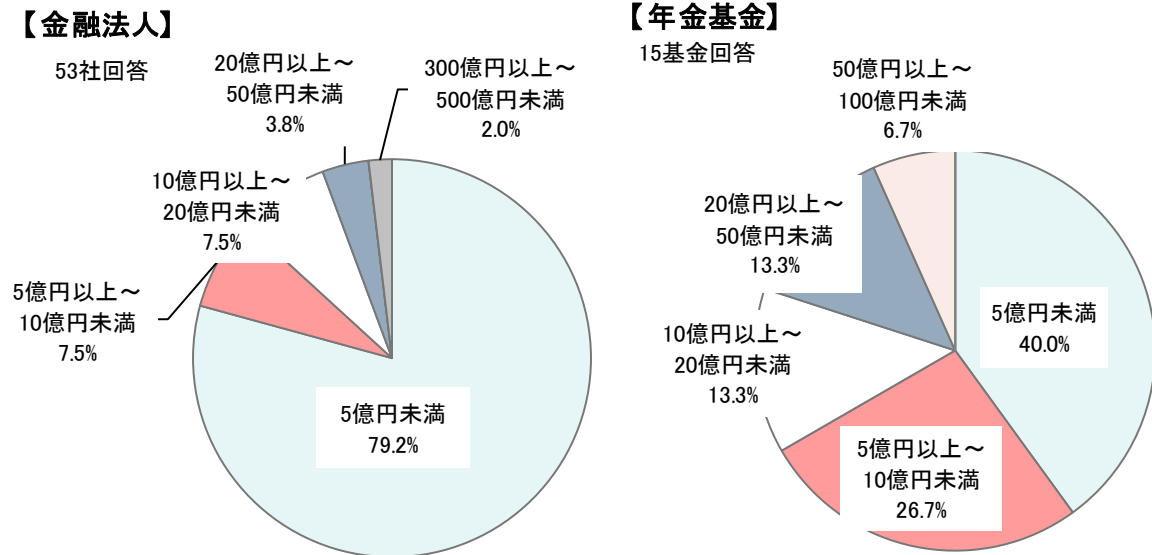
国内不動産への投資額はおよそどの程度ですか



(出所) 大和総研

図表 8-8 海外不動産への投資額

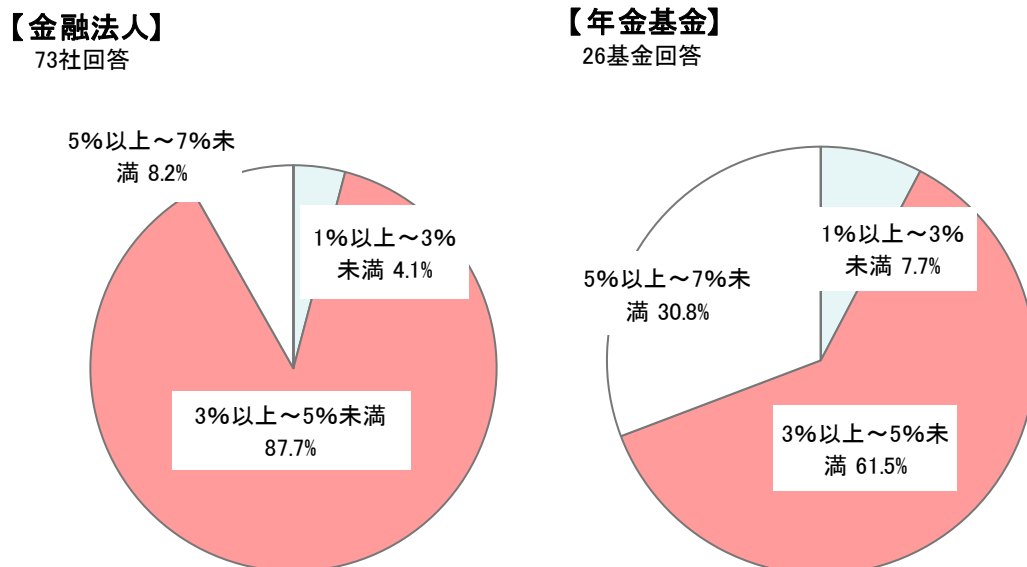
海外不動産への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

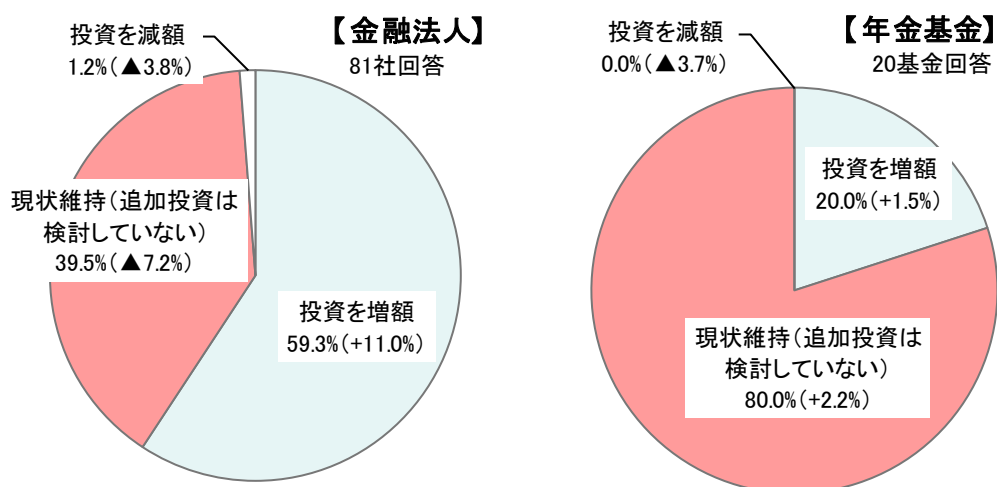
国内不動産投資に期待するインカムゲイン（クーポン）は何%ですか？



(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

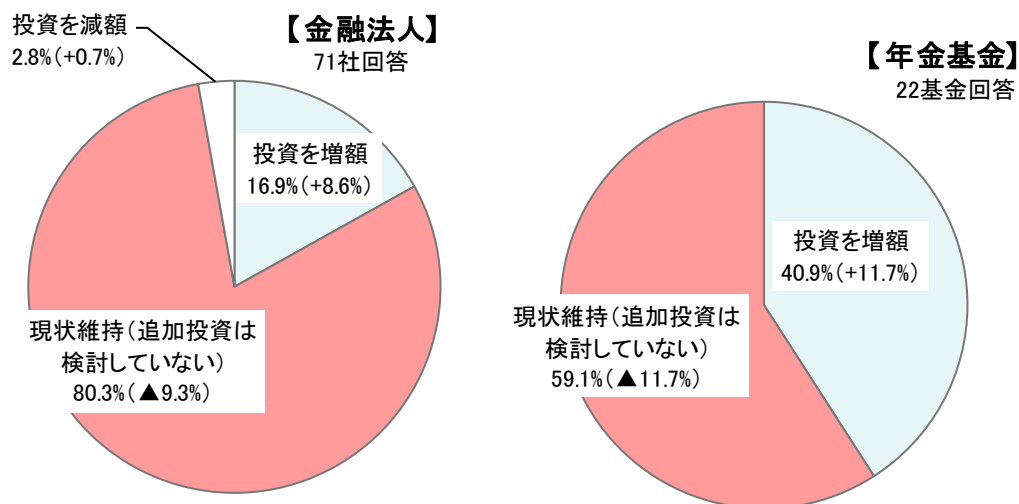


(注) 括弧内は前年度比増減

(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

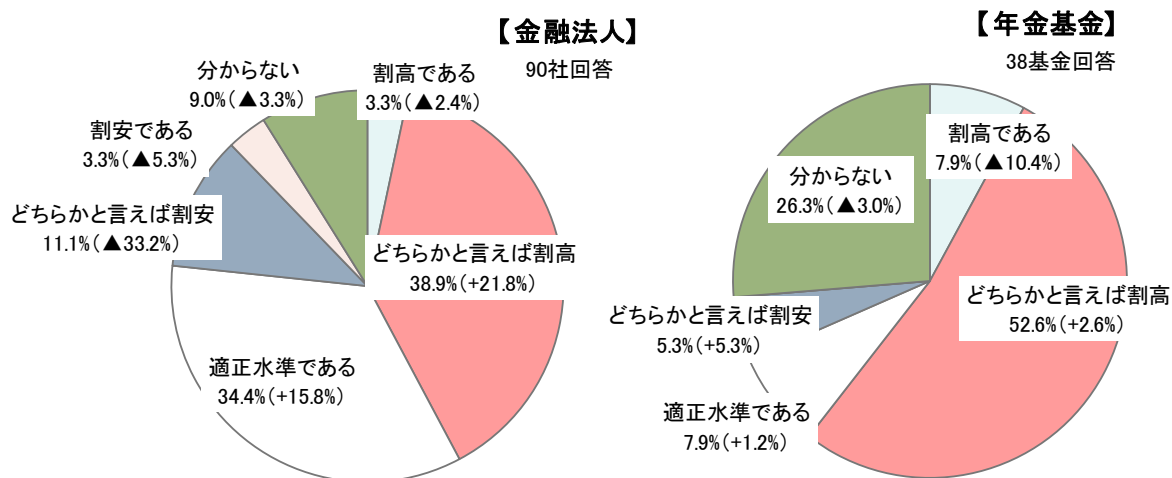


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？

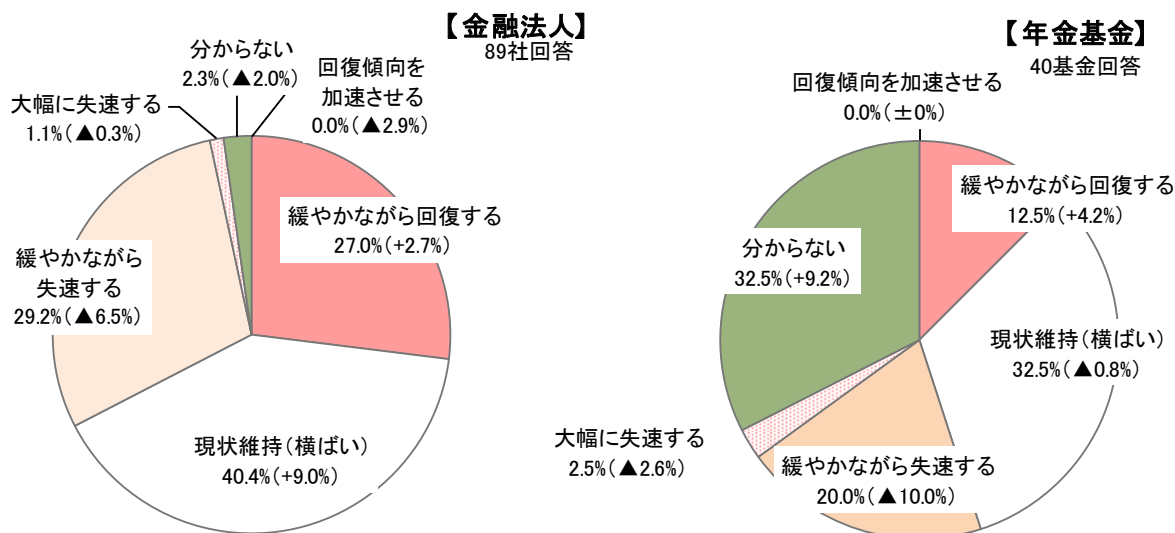


(注) 括弧内は前年度比増減

(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、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」との割合が小幅に低下した（金融法人 20.9%：前年度比▲1.3 ポイント、年金基金 12.0%：同▲3.6 ポイント）¹⁰。ただ金融法人では「実施していないが、検討中である」（6.6%：同+6.6 ポイント）の割合が上昇している（図表 9-1）。

さらに商品別選択状況（図表 9-2）を確認すると、金融法人では「国内ベンチャーキャピタル」（77.8%：前年度比+17.8 ポイント）、「国内バイアウト」（金融法人 88.9%：同+8.9 ポイント）の比率が大きく上昇している。また年金基金では「海外ベンチャーキャピタル」（33.3%：同+33.3 ポイント）の上昇が目立った。さらに年金基金の「海外ファンドオブファンズ」（66.7%：同+12.1 ポイント）、「海外ディストレス」（33.3%：同+15.2 ポイント）なども大きく上昇している。年金基金では海外運用商品を積極的に採用している様子が示されている。

9-2. プライベートエクイティ投資へのスタンス

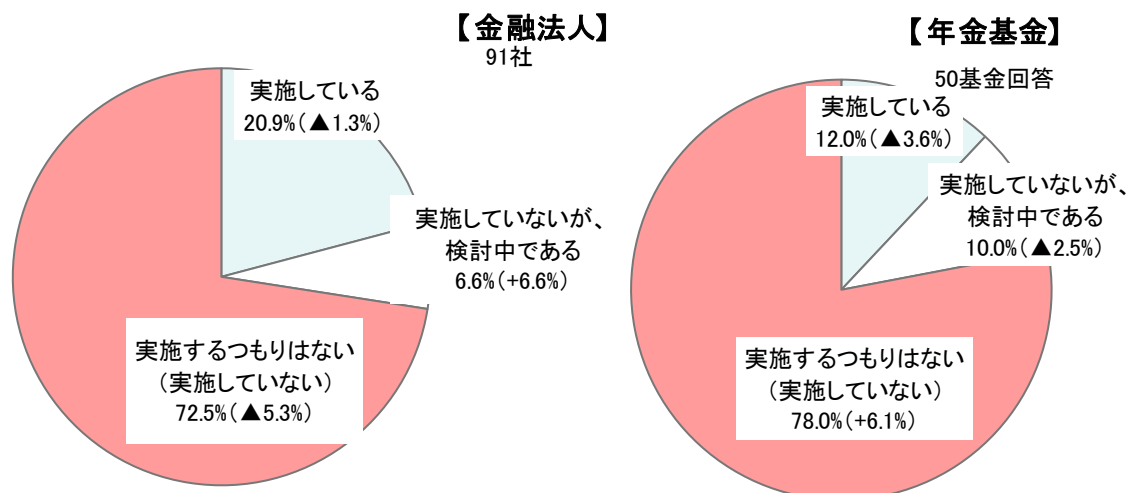
バイアウトファンドへの投資スタンス（図表 9-4）は、金融法人、年金基金ともに「投資を増額」の割合が低下した（金融法人 33.3%：前年度比▲10.5 ポイント、年金基金：25.0%、同▲1.7 ポイント）。一方、ディストレスファンドへの投資スタンスは、金融法人、年金基金ともに「投資を増額」（金融法人 14.3%：同+6.0 ポイント、年金基金：33.3%、同+33.3 ポイント）がともに上昇した（図表 9-5）。

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？



(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

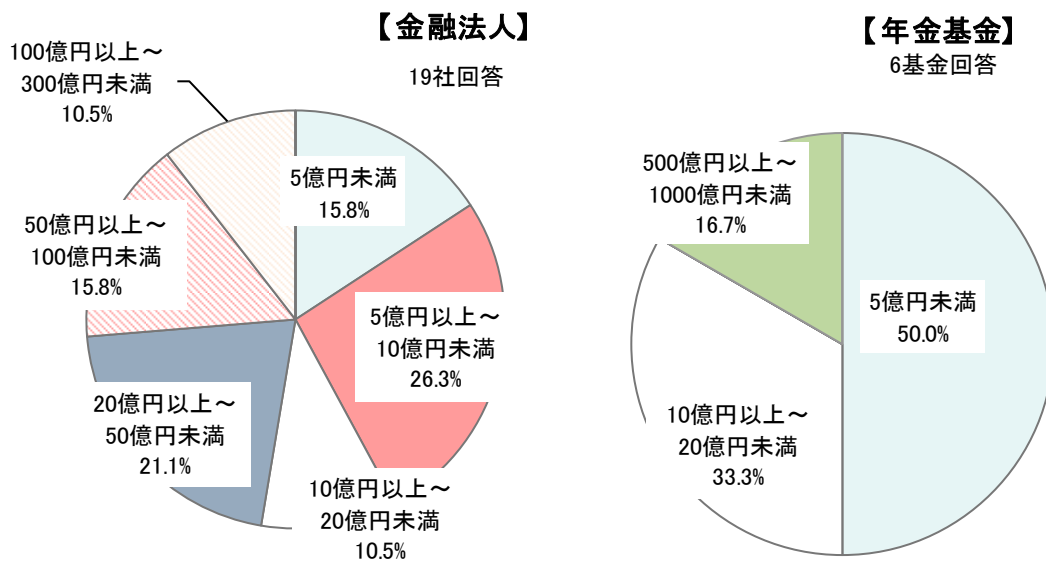
どのようなプライベートエクイティ商品に投資をしていますか？ (複数回答可)

前年度比	金融法人	18社回答	年金基金	6基金回答	前年度比
+17.8%	77.8%	国内ベンチャーキャピタル		16.7%	▲1.5%
+2.2%	22.2%	海外ベンチャーキャピタル		33.3%	+33.3%
+8.9%	88.9%	国内バイアウト		16.7%	▲47.0%
+4.4%	11.1%	海外バイアウト		16.7%	▲19.7%
▲14.4%	5.6%	国内ディストレス		16.7%	▲1.5%
▲1.1%	5.6%	海外ディストレス		33.3%	+15.2%
+0.0%	0.0%	国内ファンドオブファンズ		16.7%	+7.6%
+5.6%	5.6%	海外ファンドオブファンズ		66.7%	+12.1%
+0.0%	0.0%	新興国プライベートエクイティ		16.7%	+16.7%
+11.1%	11.1%	その他		0.0%	+0.0%

(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

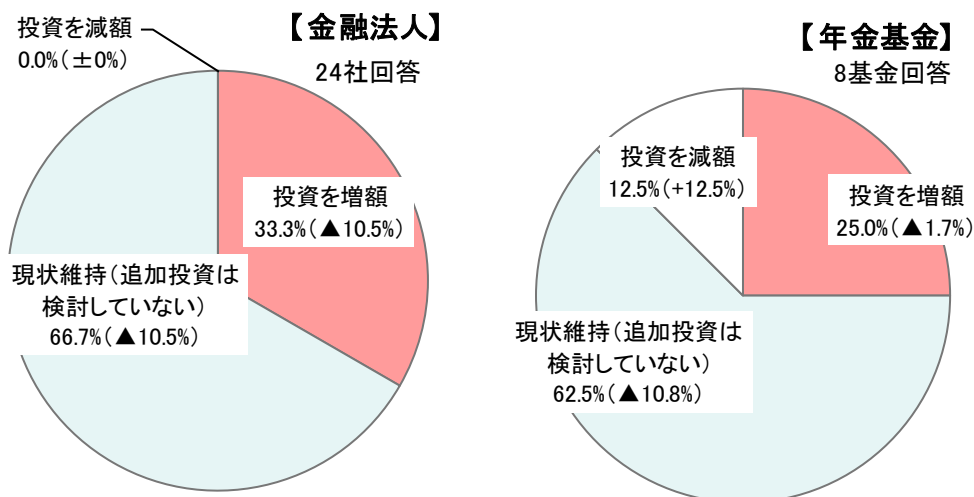
プライベートエクイティ商品への投資額はおよそどの程度ですか？



(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

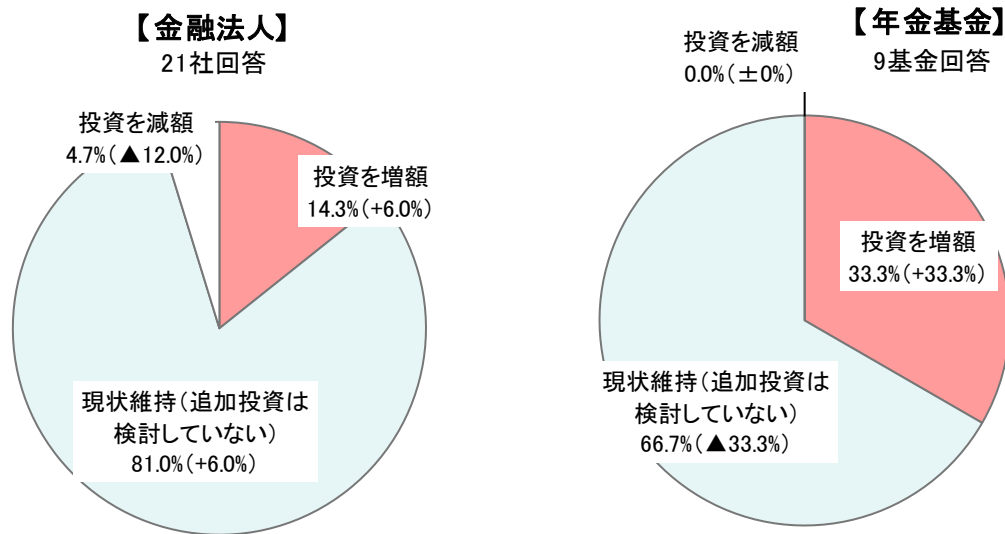


(注) 括弧内は前年度比増減

(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、年金基金ともに低下している（金融法人 49.5%：前年度比▲5.6 ポイント、年金基金 10.4%：同▲9.6 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）」（72.3%：同▲12.3 ポイント）は、昨年度から比率を低下させたものの、今年度も最も投資比率が高い。また「期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（61.7%、同+13.0 ポイント）が比率を大きく上昇させて 2 番目に高率となった。一方、年金基金では「優先出資証券・優先株（国内・海外）」（50.0%、同+3.8 ポイント）や「期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（50.0%、同+11.5%）の比率が高い。また「CLO」（25.0%：同+25.0 ポイント）や「LBO ローン（バンクローン）」（25.0%：同▲21.2 ポイント）の投資も確認できる（図表 10-2）。

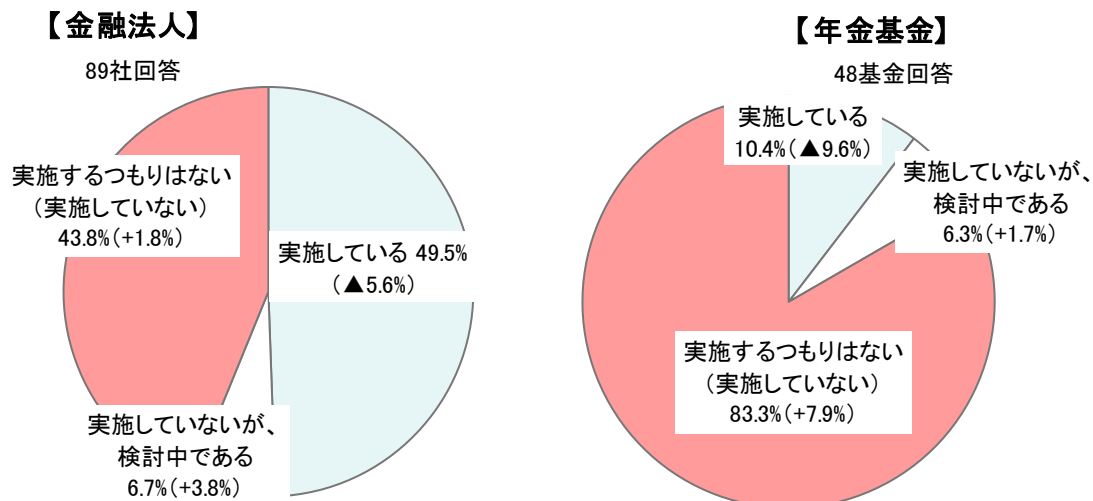
10-2. 今後投資を検討しているクレジット・ストラクチャード投資

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引き続き「仕組債（リバースデュアル、パワーデュアル等）」（66.0%：前年度比+6.0 ポイント）が最も回答を集めた。また「期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（55.3%：同+15.3 ポイント）、「ハイブリッド証券」（21.3%：同+6.3 ポイント）なども比率を伸ばしている。一方、年金基金では「期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（40.0%：同+17.8 ポイント）、「永久劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（20.0%：同+8.9 ポイント）などが上昇している。さらに「LBO ローン（バンクローン）」（40.0%、同+6.7 ポイント）、「CLO」（20.0%：同+20.0 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 47社回答	年金基金 4基金回答	前年度比
▲12.3%	72.3%	仕組債(リバースデュアル、パワーデュアル等)	+0.0%
▲6.9%	8.5%	LBOローン(バンクローン)	▲21.2%
▲3.0%	2.1%	LBOメザニン	▲23.1%
▲17.2%	21.3%	優先出資証券・優先株(国内・海外)	+3.8%
+13.0%	61.7%	期限付劣後債・劣後ローン(国内・海外)	+11.5%
▲2.7%	25.5%	永久劣後債・劣後ローン(国内・海外)	▲7.7%
+0.8%	21.3%	ハイブリッド証券	+1.9%
▲4.9%	48.9%	RMBS	▲15.4%
+6.4%	6.4%	CMBS	▲7.7%
▲0.9%	4.3%	CLO	+25.0%
+0.0%	0.0%	キャッシュ型CDO	+0.0%
+1.7%	4.3%	シンセティックCDO	+0.0%
▲5.2%	12.8%	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

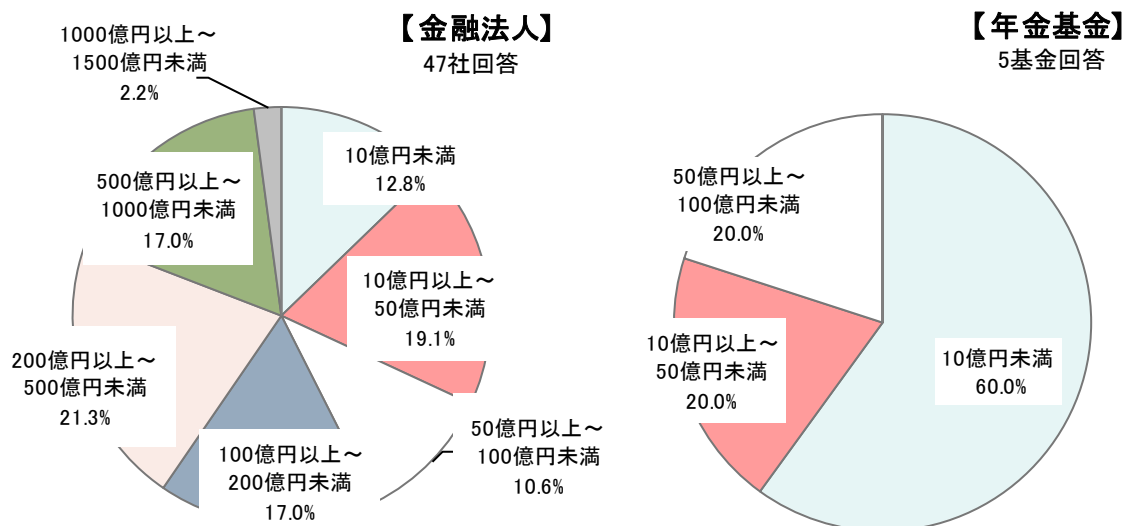
今後どのようなクレジット・ストラクチャード商品に投資することをご検討されていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 47社回答	年金基金 5基金回答	前年度比
+6.0%	66.0%	0.0%	+0.0%
▲5.7%	4.3%	40.0%	+6.7%
▲7.5%	0.0%	0.0%	▲11.1%
▲2.2%	12.8%	20.0%	▲35.6%
+15.3%	55.3%	40.0%	+17.8%
+5.2%	27.7%	20.0%	+8.9%
+6.3%	21.3%	20.0%	▲13.3%
▲6.7%	38.3%	0.0%	▲11.1%
+1.4%	6.4%	0.0%	+0.0%
▲3.2%	4.3%	20.0%	+20.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
▲1.9%	10.6%	0.0%	+0.0%
+3.9%	6.4%	0.0%	+0.0%

(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 18.9%で前年度比+6.4 ポイント、年金基金が 40.9%で同+10.1 ポイントと、双方ともに上昇している（図表 11-1）。「実施していないが、検討中である」（金融法人 4.4%：同▲5.3 ポイント、年金基金 2.0%：同▲7.2 ポイント）の割合は低下しており、今年度に実際に投資に踏み切った様子が見えてくる。

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、例年、年金基金で最も比率が高かった「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資¹¹⁾」（38.9%：前年度比▲26.1 ポイント）が大きく比率を落とし、「中国」（44.4%：同 14.4 ポイント）が最も支持を集めた（図表 11-2）。さらに「インド」（38.9%：同+8.9 ポイント）や「マレーシア」（33.3%：同+8.3 ポイント）、「ブラジル」（27.8%：同+7.8 ポイント）なども比率を伸ばした。個別地域での選択より、インデックスの活用をメインとしてきた年金基金の傾向に変化が見られつつある。

また金融法人では「インドネシア」（41.2%：前年度比▲8.8 ポイント）が昨年度と同様最も比率が高かった。さらに同率で「その他」（41.2%：同+28.7 ポイント）が比率を伸ばした。意見の中には中南米（メキシコ）や台湾などの個別国を挙げる回答が目立った。さらに「タイ」（17.6%：同+5.1 ポイント）や「ベトナム」（5.9%：同+5.9 ポイント）なども上昇した。

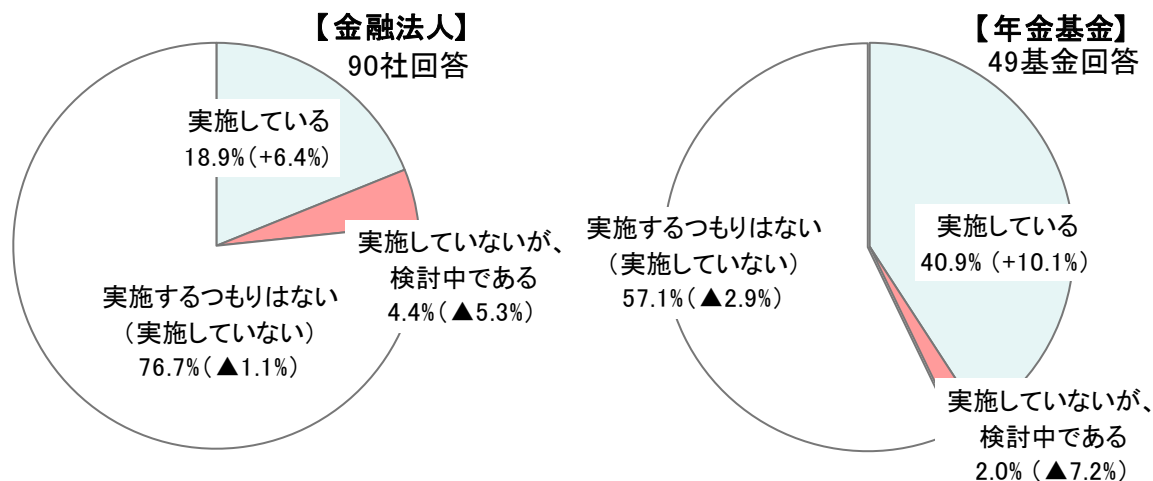
さらに金融法人が今後投資を検討する国・地域（図表 11-5）はここでも「インドネシア」（46.7%：前年度比+1.2 ポイント）が最も高率となった。年金基金では、「MSCI エマージング・マーケット・インデックスで投資」（41.7%：同▲11.7 ポイント）が大きく比率を低下させながらも、最も高率となっている。

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？

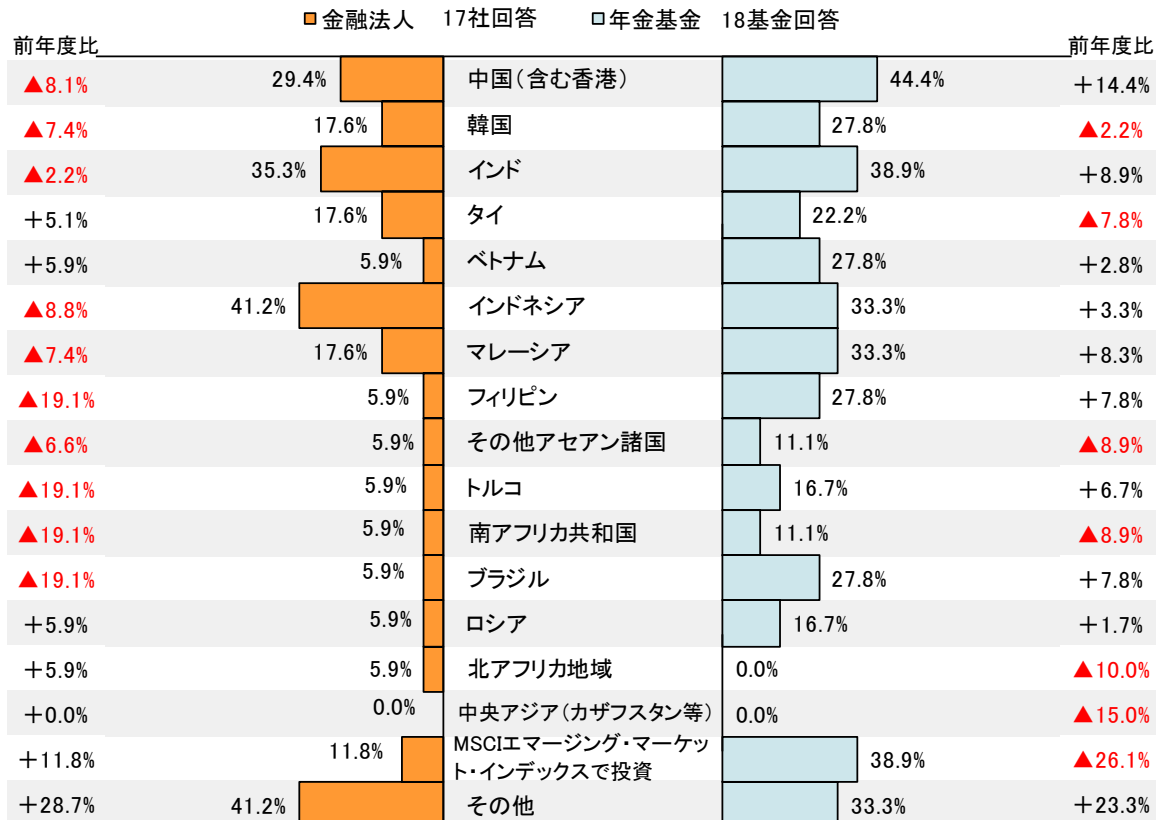


(注) 括弧内は前年度比増減

(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)

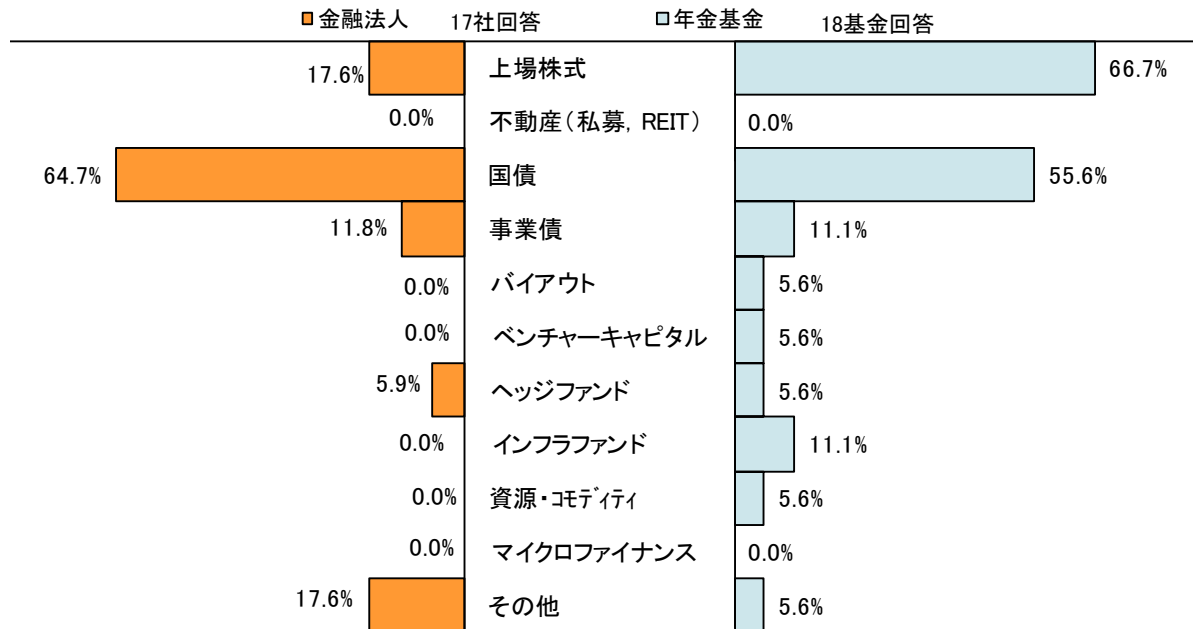


(注) MSCI エマージング・マーケット・インデックス (MSCI Emerging Markets Index) の知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に属する。

(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

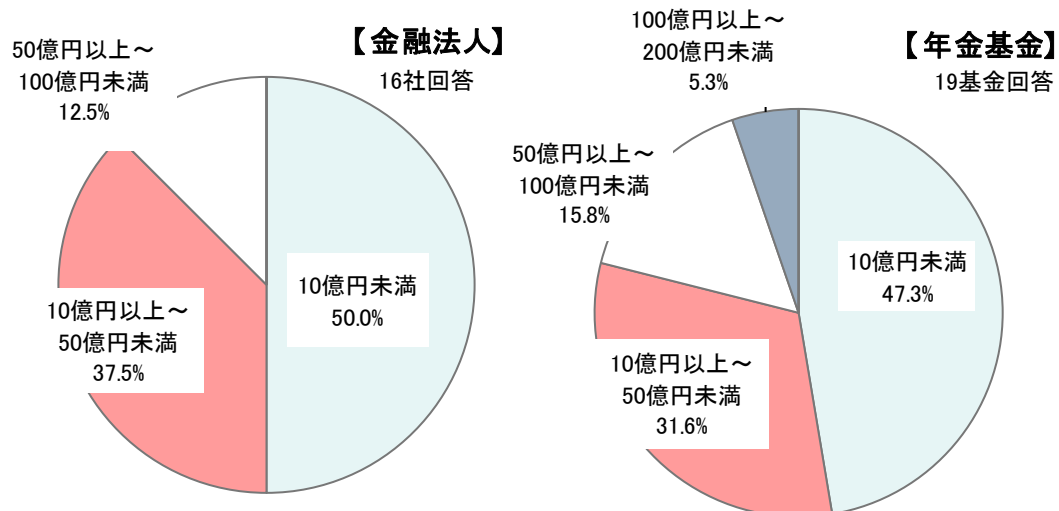
現在どのような新興国地域の商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(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 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）

前年度比	金融法人 15社回答	年金基金 12基金回答	前年度比
▲4.8%	13.3%	16.7%	+16.7%
▲2.4%	6.7%	8.3%	+8.3%
▲46.1%	26.7%	16.7%	▲16.7%
▲0.6%	26.7%	0.0%	▲6.7%
▲2.4%	6.7%	0.0%	▲6.7%
+1.2%	46.7%	16.7%	+10.0%
▲0.6%	26.7%	0.0%	▲13.3%
▲20.6%	6.7%	0.0%	▲6.7%
▲47.9%	6.7%	8.3%	+1.7%
▲9.1%	0.0%	0.0%	▲13.3%
▲9.1%	0.0%	8.3%	+8.3%
▲18.2%	0.0%	8.3%	+1.7%
+0.0%	0.0%	8.3%	+8.3%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+0.0%	0.0%	0.0%	+0.0%
+17.6%	26.7%	41.7%	▲11.7%
+24.2%	33.3%	41.7%	+35.0%

(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

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「目的を持った対話（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 9.3%：前年度比+0.1ポイント、年金基金 2.0%：同▲4.6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 25.3%：同+9.4ポイント、年金基金 65.3%：同+22.4ポイント）の比率は大きく伸びており、認知度が高まりつつあることがわかる。

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」1.9%（前年度比▲0.4ポイント）、「署名するための準備中」0.0%（同▲1.2ポイント）、「署名するか検討中」2.8%（同+0.5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。さらに昨年度はわずかに上昇した年金基金の「署名するか検討中」（0.0%：同▲1.6ポイント）もゼロ回答となり、日本での受け入れが遅々として進まない様子がうかがえる。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」が金融法人で低下（2.8%：同▲3.2ポイント）する一方、年金基金では上昇（8.2%：同+8.2ポイント）している。さらに「ESG 課題を組み込むことを検討中」（金融法人 14.0%：同+11.6ポ

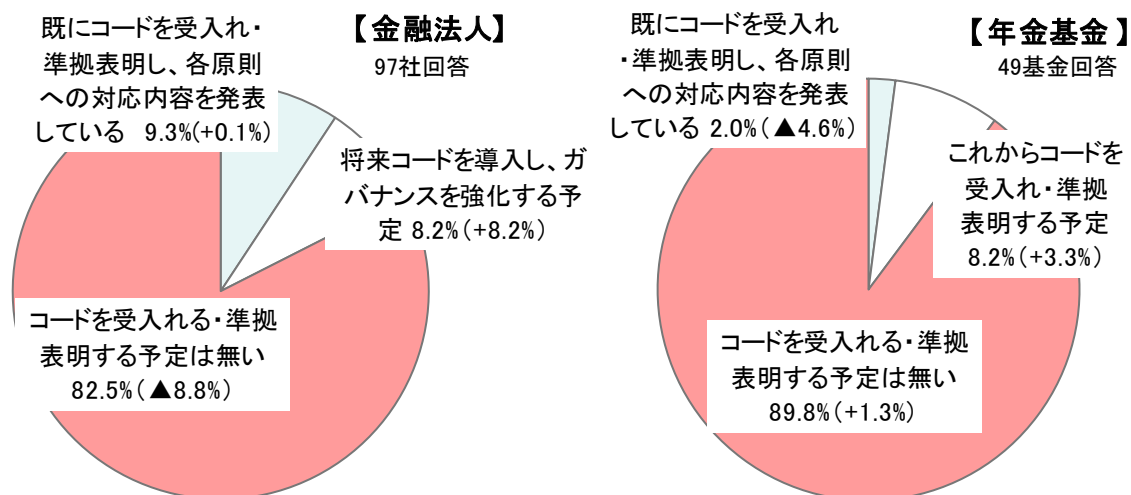
イント、年金基金 14.3% : 同+11.0 ポイント) が双方大きく上昇するなど、ESG 投資への前向きな姿勢が垣間見られた。

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。年金基金では「ESG 課題が運用パフォーマンスに影響すると考えている」(22.4% : 前年度比+7.6 ポイント) の割合が大きく上昇していることがわかる。ただ金融法人は「ESG 課題と運用パフォーマンスには関係がないと考える」(24.1% : 同+9.8 ポイント) の割合が大きく上昇し、「ESG 課題が運用パフォーマンスに影響すると考えている」(23.1% : 同+2.9 ポイント) をわずかではあるが上回る結果となった。

(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？

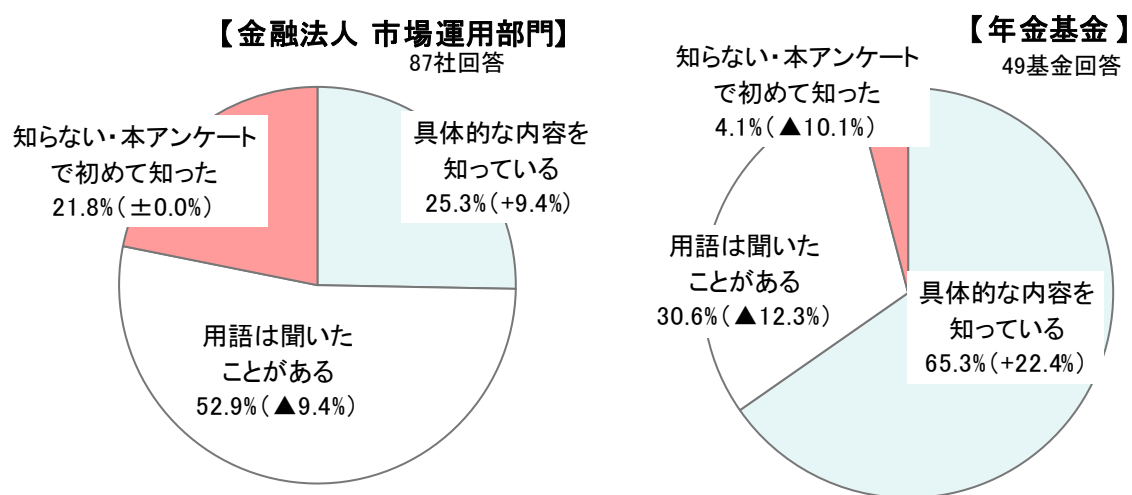


(注) 括弧内は前年度比増減

(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？



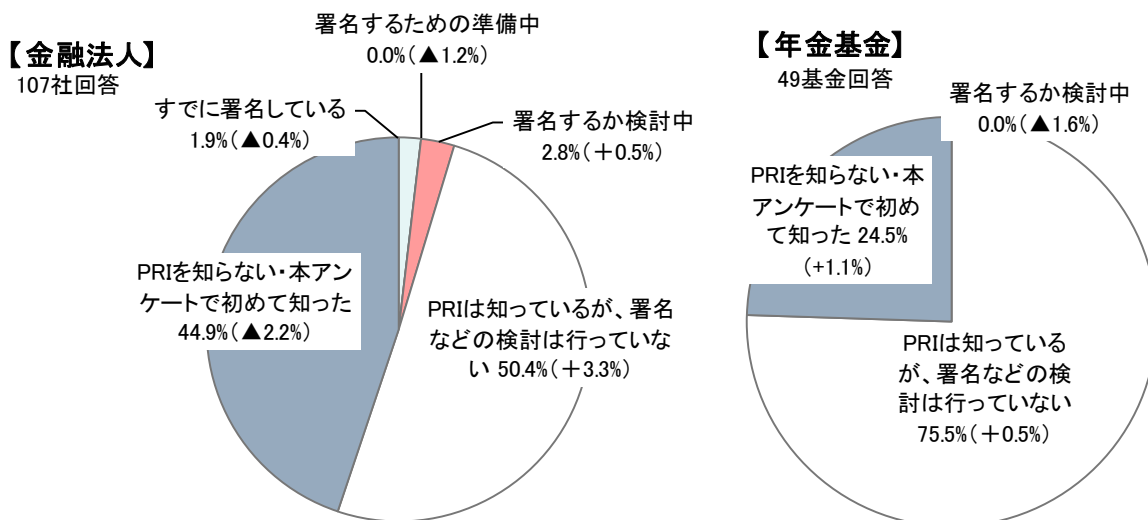
(注) 括弧内は前年度比増減

(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

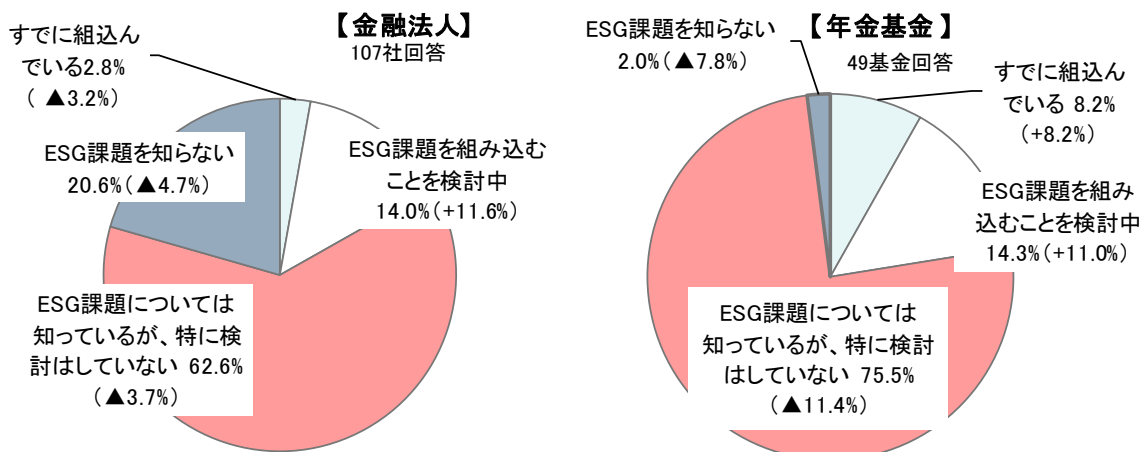
国連責任投資原則をご存知ですか？（複数回答可）



(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

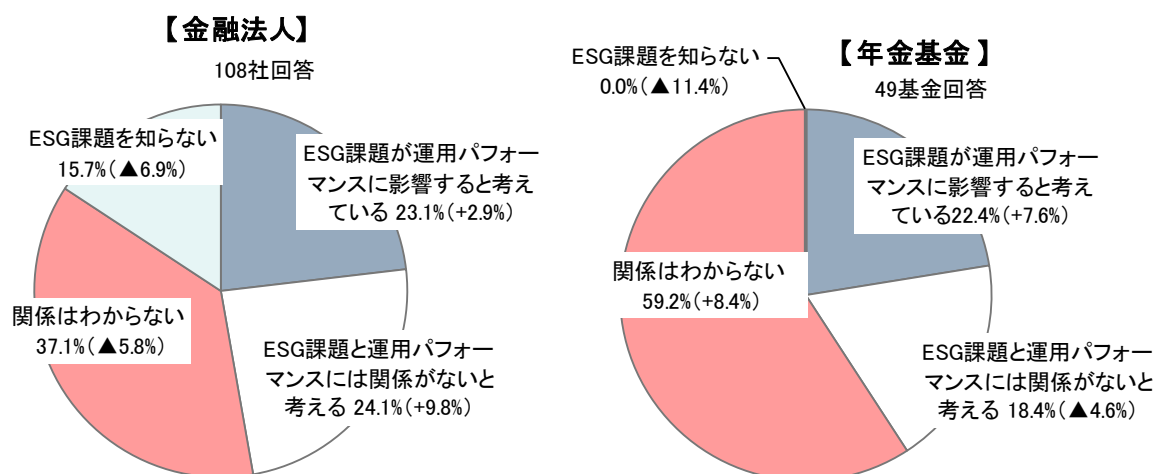
ESG 課題を投資分析や意思決定プロセスに組み込まれていますか？



(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、米中の貿易摩擦とブレグジットなどの政治的不確実性から世界経済の成長率見通しが軒並み引き下げられる中、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。金融法人は米国金利の引き上げを警戒しつつ、本業利益を補填する REIT 投資を大幅に拡大させた。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政策に対して、運用資産の選択肢も乏しく、これ以上打つ手が無いとの声も多く寄せられた。出口戦略が見通せない中、貸出金の収益率低迷により有価証券運用に頼らざるを得ない状況が鮮明となった。

一方、年金基金は、パフォーマンスが低調ながらもヘッジファンド投資に回帰する姿勢を見せた。運用難に陥るも、米国の政策金利の引き上げや株式ボラテリティの高さなどを受け、ポートフォリオ全体の分散効果を高める狙いがあると見られる。一方、近年、大きく増加していたインフラ投資に関しては、市場の過熱化や投資期間の長さなどにより採用を抑制する動きが見られた。さらにここ数年、急速に採用比率を高めていた債券アンコンストレインドファンドなどの新規戦略も採用抑制が見られるなど、多様な戦略を一部縮小する動きが見られた。理由としては、やはり運用成績の低迷が挙げられるものの、運用手数料の高さなども起因したようだ。

また英国の EU 離脱の国民投票以降、これまでに日本の英国および欧州大陸への投資スタンスにはまだ大きな変化がないことも確認されている。ただしロンドンの金融センターの地位低下を危惧する声は多く、英国・EU 経済への先行き見通しもネガティブなため今後の投資動向には留意する必要があるだろう。さらに欧州で 2018 年 1 月 3 日より施行開始されている MiFID II に対しては、やや理解が進んだものの、依然、多くの投資家はその状況を把握していない姿も浮き彫りにされた。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、今後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)