

2020年2月28日 全51頁

金融法人及び年金基金におけるデジタル銀行・SDGs、オルタナティブ投資の実態調査

2019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100金融法人（銀行、生損保、協同組織金融機関）及び73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15回目となる。調査の実施期間は2019年12月6日から2020年1月14日で、全国の年金基金・金融法人を対象として、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52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 デジタル銀行（チャレンジャーバンク及びデジタル通貨）
 - ③ SDGs（気候関連財務情報開示への対応、ESG投資を含む）
 - ④ オルタナティブ投資・属性について
インフラ投資（再生可能エネルギー含む）、ヘッジファンド投資、不動産投資、プライベートエクイティ投資、クレジット・ストラクチャード投資（証券化商品等）
 - ⑤ MiFID IIの影響
 - ⑥ 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）

1. はじめに

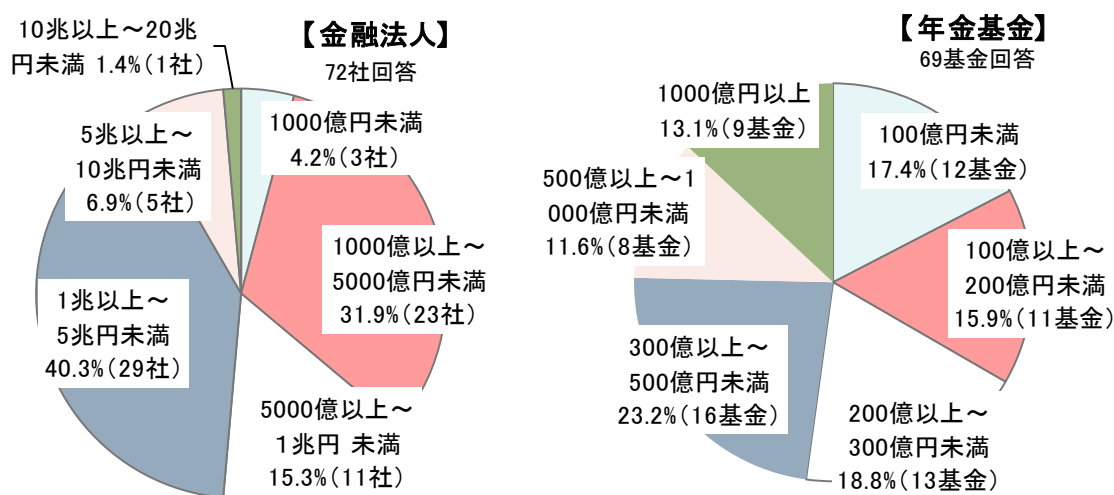
アンケートの送付は日本全国の年金基金及び金融機関を対象に行った。信用金庫、信用組合等の協同組織金融機関については、一定以上の預金量（信金 1,500 億円、信組 1,000 億円程度）を持つ機関を対象に送付した。詳細については図表 1-1 を参照されたい。

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	73	厚生年金基金、企業年金基金
都市銀行、信託銀行 生保、損保	3	都市銀行、信託、系統上部、生命保険、損害保険
地方銀行	44	全国の第一地銀、第二地銀
信金、信組、県信連	53	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)	173	

(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（2018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いただきたい。

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誤差は了承いただきたい。

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 96.1%、前年度比でプラス（+）11.7 パーセントポイント（以下ポイント）、年金基金では 87.7%、同プラス（+）3.4 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」の採用比率が上昇に転じた一方、年金基金では低下している（金融法人 28.4%：前年度比+2.1 ポイント、年金基金 75.0%：同マイナス（▲）5.5 ポイント）。2019 年も前年に続き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。また「インフラファンド」は金融法人で採用比率を下げたが、年金法人では大きく上昇している（金融法人 6.8%：同▲2.5 ポイント、年金基金 35.9%：同+11.5 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）」は金融法人で採用比率を大きく上げた（32.4%：前年度比+16.6 ポイント、年金基金 9.4%：同+2.1 ポイント）。「アジア・エマージング株式・債券」は年金基金で大きく採用比率を下げている（金融法人 10.8%：同▲1.0 ポイント、年金基金 9.4%：同▲12.6 ポイント）。さらに、金融法人での国内 ETF（70.3%）や仕組債（70.3%）の採用比率の高さは、年金基金での採用なしの状況と好対照となった。逆に保険リンク戦略は年金基金では 6 割近い採用比率を見せる一方で、金融法人では 1 割にも満たない状態である（金融法人 2.7%、年金基金 57.8%）。

一方、近年急速に注目されている「マルチアセット」では金融法人、年金基金ともに採用比率が半数近くなり、人気のほどがうかがわれる（金融法人 50.0%、年金基金 42.2%）。さらに年金基金の「その他」（10.9%）回答では「プライベートデット」がその半数を占めた。

年金基金における、今年度の政策資産配分比率を見ると（図表 2-5）、「オルタナティブ投資」の比率は全体の 13.1%（前年度比▲1.5 ポイント）となりやや前年度より低下している。その一方、「外国債券」（13.0%：前年度比+2.8 ポイント）「外国株式」（12.2%：同+1.1 ポイント）の比率はともに若干ではあるが上昇している。また、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」（37.0%）が前年度比▲8.1 ポイントと低下したが、「不動産私募ファンド」（7.8%：同+4.6 ポイント）、「国内外 REIT」の比率は上昇している（12.2%：同+4.6 ポイント）。

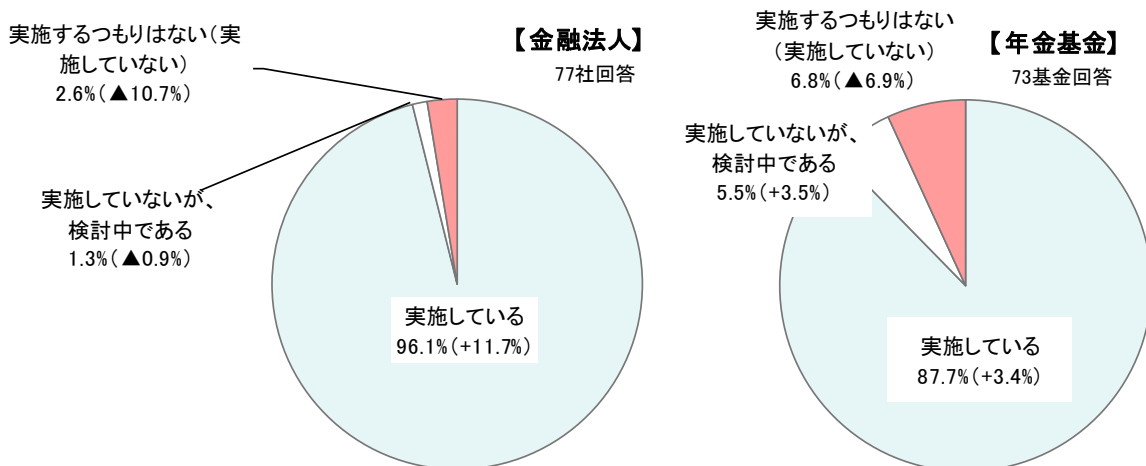
2-2. 今後投資を検討しているオルタナティブ投資

今後投資を検討している商品としては（図表 2-4）、金融法人では「メザニン投資（優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等）」（27.4%：前年度比+14.1ポイント）が大きく比率を上昇させたことがわかる。また「国内ETF」（54.8%）や「仕組債」（60.3%）の比率は過半数に達す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」（7.4%：同▲10.8ポイント）が大きく比率を低下させている。また「PEファンド」（20.4%：同+8.2ポイント）、「インフラファンド」（29.6%：同+8.4ポイント）等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 74社回答	年金基金 64基金回答	前年度比
+2.1%	28.4%	ヘッジファンド	75.0% ▲5.5%
+0.3%	12.2%	不動産私募ファンド	26.6% +2.2%
▲5.6%	87.8%	国内外REIT	45.3% +1.4%
+3.4%	28.4%	PEファンド(バイアウト、VC等)	17.2% +5.0%
+1.5%	5.4%	CDO,GLO(SIVも含む)	1.6% ▲3.3%
▲1.3%	1.4%	ディストレスファンド	3.1% ▲4.2%
▲2.5%	6.8%	インフラファンド	35.9% +11.5%
+0.2%	8.1%	コモディティ(先物含む)	6.3% ▲5.9%
▲3.6%	13.5%	バンクローン	34.4% +7.5%
+0.0%	0.0%	農地ファンド	1.6% ▲0.9%
+0.1%	4.1%	再生可能エネルギーファンド	1.6% ▲3.3%
+4.1%	54.1%	MBS(CMBS/RMBS)	12.5% +5.2%
▲1.0%	10.8%	アジア・エマージング株式・債券	9.4% ▲12.6%
-	0.0%	Coco債	0.0% -
-	50.0%	マルチアセット	42.2% -
+16.6%	32.4%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)	9.4% +2.1%
▲1.3%	0.0%	エンゲージメント(バリューアップ)ファンド	4.7% +2.2%
+1.4%	4.1%	債券アンコンストレインドファンド	39.1% +7.4%
-	2.7%	保険リンク戦略	57.8% -
-	70.3%	国内ETF	0.0% -
-	10.8%	海外ETF	0.0% -
-	70.3%	仕組債	0.0% -
-	1.4%	その他	10.9% -

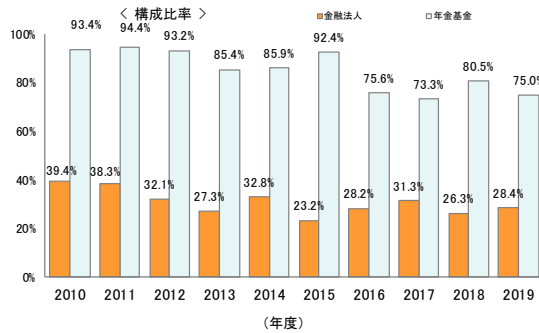
(注) 数値は全てオルタナティブ投資を実施していると回答した対象のうち、当該資産への投資を実施している比率 (以下同様)

(出所) 大和総研

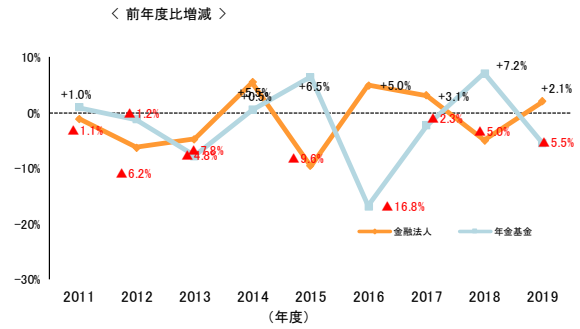
図表 2-3 主要オルタナティブ投資の選択状況の推移 (2009 年度～2019 年度)

【ヘッジファンド】

構成比	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	39.4%	38.3%	32.1%	27.3%	32.8%	23.2%	28.2%	31.3%	26.3%	28.4%
年金基金	93.4%	94.4%	93.2%	85.4%	85.9%	92.4%	75.6%	73.3%	80.5%	75.0%



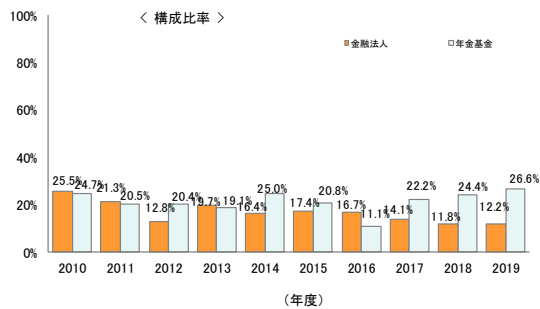
前年度比増減	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	▲1.1%	▲6.2%	▲4.8%	+5.5%	▲9.6%	+5.0%	+3.1%	▲5.0%	+2.1%
年金基金	+1.0%	▲1.2%	▲7.8%	+0.5%	+6.5%	▲16.8%	▲2.3%	+7.2%	▲5.5%



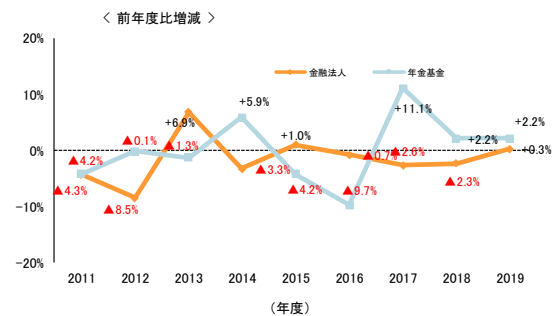
(出所) 大和総研

【不動産私募ファンド】

構成比	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	25.5%	21.3%	12.8%	19.7%	16.4%	17.4%	16.7%	14.1%	11.8%	12.2%
年金基金	24.7%	20.5%	20.4%	19.1%	25.0%	20.8%	11.1%	22.2%	24.4%	26.6%



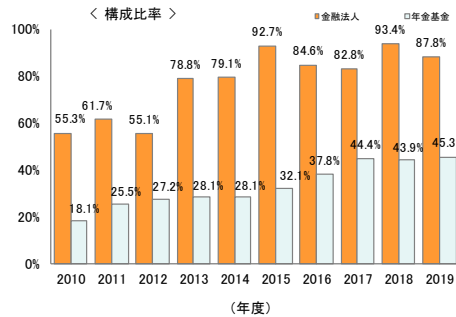
前年度比増減	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	▲4.3%	▲8.5%	+6.9%	▲3.3%	+1.0%	▲0.7%	▲2.6%	▲2.3%	+0.3%
年金基金	▲4.2%	▲0.1%	▲1.3%	+5.9%	▲4.2%	▲9.7%	+11.1%	+2.2%	+2.2%



(出所) 大和総研

【国内外REIT】

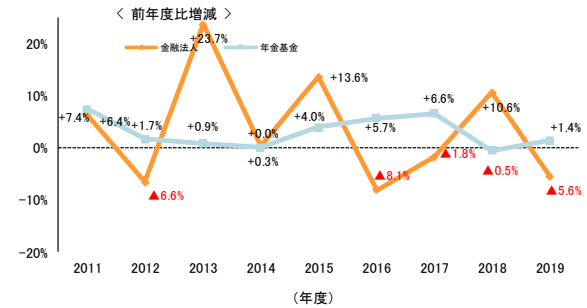
構成比	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	55.3%	61.7%	55.1%	78.8%	79.1%	92.7%	84.6%	82.8%	93.4%	87.8%
年金基金	18.1%	25.5%	27.2%	28.1%	28.1%	32.1%	37.8%	44.4%	43.9%	45.3%



(出所) 大和総研

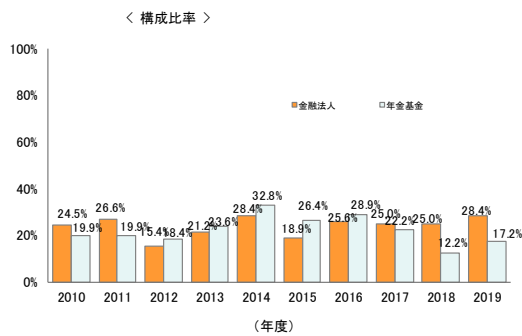
前年度比
増減

増減	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	+6.4%	▲6.6%	+23.7%	+0.3%	+13.6%	▲8.1%	▲1.8%	+10.6%	▲5.6%
年金基金	+7.4%	+1.7%	+0.9%	+0.0%	+4.0%	+5.7%	+6.6%	▲0.5%	+1.4%



【PEファンド(バイアウト、VC等)】

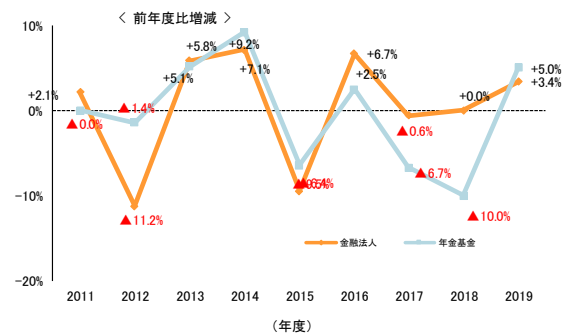
構成比	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	24.5%	26.6%	15.4%	21.2%	28.4%	18.9%	25.6%	25.0%	25.0%	28.4%
年金基金	19.9%	19.9%	18.4%	23.6%	32.8%	26.4%	28.9%	22.2%	12.2%	17.2%



(出所) 大和総研

前年度比
増減

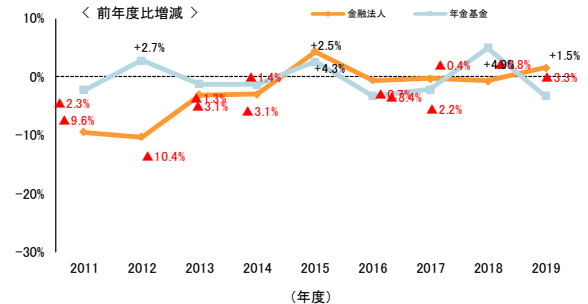
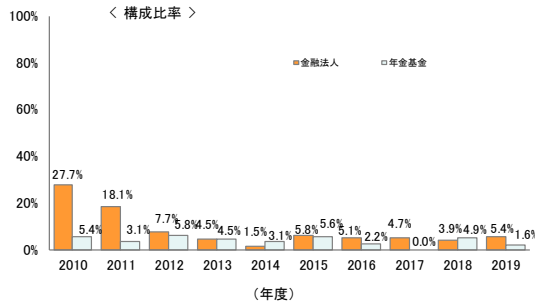
増減	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	+2.1%	▲11.2%	+5.8%	+7.1%	▲9.5%	+6.7%	▲0.6%	+0.0%	+3.4%
年金基金	▲0.0%	▲1.4%	+5.1%	+9.2%	▲6.4%	+2.5%	▲6.7%	▲10.0%	+5.0%



【CDO、CLO(SIVも含む)】

構成比	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	27.7%	18.1%	7.7%	4.5%	1.5%	5.8%	5.1%	4.7%	3.9%	5.4%
年金基金	5.4%	3.1%	5.8%	4.5%	3.1%	5.6%	2.2%	0.0%	4.9%	1.6%

前年度比増減	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
金融法人	▲9.6%	▲10.4%	▲3.1%	▲3.1%	+4.3%	▲0.7%	▲0.4%	▲0.8%	+1.5%
年金基金	▲2.3%	+2.7%	▲1.3%	▲1.4%	+2.5%	▲3.4%	▲2.2%	+4.9%	▲3.3%



(出所) 大和総研

図表 2-4 オルタナティブ投資の検討状況

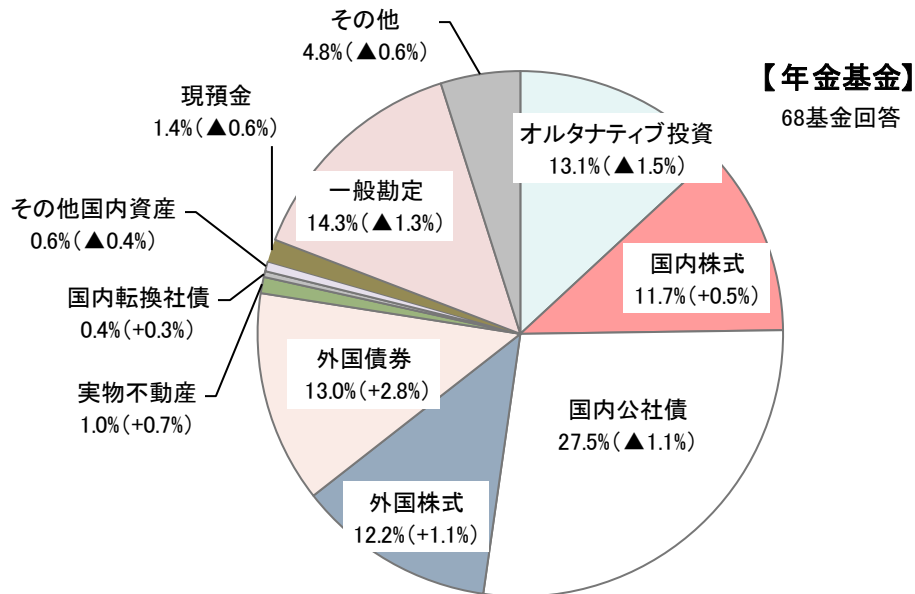
今年度、どのようなオルタナティブ商品に投資することをご検討されていますか？(複数回答可)

前年度比	金融法人	73社回答	年金基金	54基金回答	前年度比
▲2.3%	15.1%	ヘッジファンド		37.0%	+0.7%
+1.6%	11.0%	不動産私募ファンド		20.4%	+2.2%
▲3.2%	79.5%	国内外REIT		20.4%	▲3.9%
+1.8%	17.8%	PEファンド(バイアウト、VC等)		20.4%	+8.2%
+2.8%	4.1%	CDO,CLO(SIVも含む)		0.0%	▲6.1%
+1.4%	1.4%	ディストレスファンド		0.0%	▲9.1%
▲1.1%	9.6%	インフラファンド		29.6%	+8.4%
▲3.9%	2.7%	コモディティ(先物含む)		0.0%	▲3.0%
+2.9%	8.2%	バンクローン		5.6%	▲6.6%
+0.0%	0.0%	農地ファンド		1.9%	+1.9%
+1.4%	2.7%	再生可能エネルギーファンド		3.7%	▲2.4%
+0.8%	30.1%	MBS(CMBS/RMBS)		3.7%	+3.7%
+0.2%	8.2%	アジア・エマージング株式・債券		5.6%	▲3.5%
-	0.0%	Coco債		0.0%	-
-	39.7%	マルチアセット		29.6%	-
+14.1%	27.4%	メザニン投資(優先株、劣後ローン、劣後債、ハイブリッド等)		5.6%	▲0.5%
▲4.0%	0.0%	エンゲージメント(バリューアップ)ファンド		7.4%	▲1.7%
+2.8%	6.8%	債券アンコンストレインドファンド		7.4%	▲10.8%
-	1.4%	保険リンク戦略		9.3%	-
-	54.8%	国内ETF		0.0%	-
-	12.3%	海外ETF		0.0%	-
-	60.3%	仕組債		0.0%	-
-	1.4%	その他		9.3%	-

(出所) 大和総研

図表 2-5 政策資産配分比率

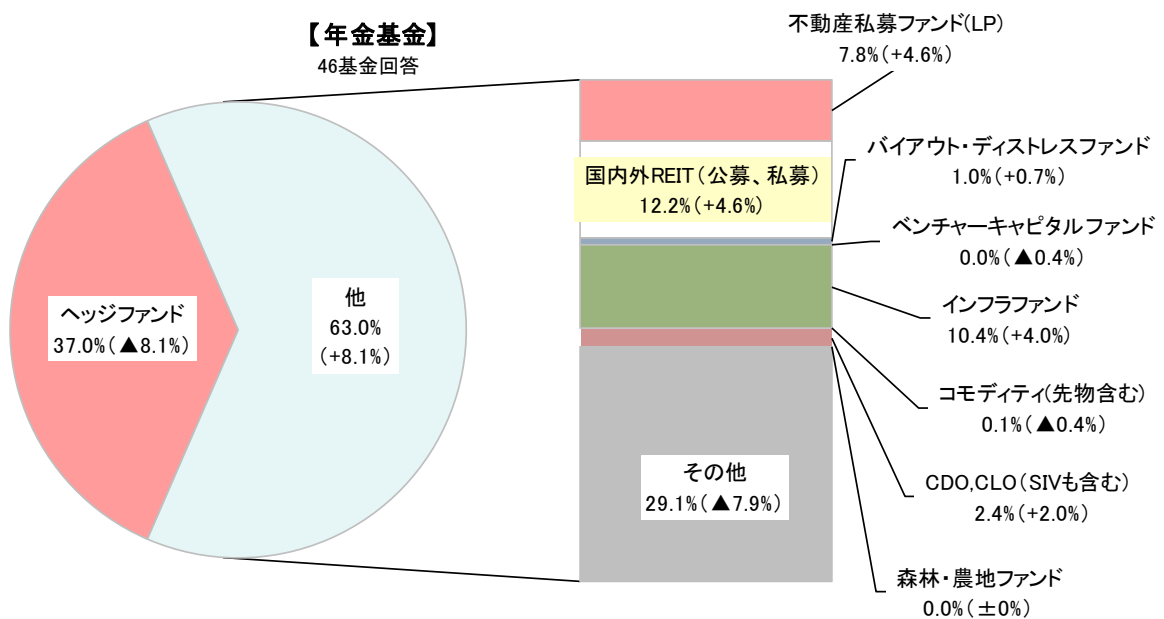
今年度の政策資産配分比率はどのようになっていますか？



(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「現在よりも資産配分を増やす」が前年比+19.8 ポイント(43.1%)と、昨年度から大きく比率が上昇する一方、「現状維持」(52.3%)が同▲15.1 ポイント下がっており、今後の投資が積極的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+8.8 ポイント、同+12.5 ポイント)の比率が上昇し、昨年度から反転している。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+11.9 ポイント、年金基金:同+2.8 ポイント)は、金融法人と共に比率が上昇している。

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:90.5%、年金基金:89.2%)が最も高率となった。続いて、「中国経済の減速」(金融法人:75.8%、年金基金:61.5%)、「米国の金融政策」(金融法人:83.2%、年金基金:49.2%)等に回答が集中している。昨今のコロナウィルスによる影響も勘案すると、双方とも中国経済の不確実性が当面の懸念事項といえる。また昨年ほどではないが「英国のブレグジット交渉の行方」(金融法人:34.7%、年金基金:38.5%)も依然として懸念事項になっているほか、「世界金融危機再来の可能性」(金融法人:23.2%、年金基金:29.2%)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」(29.2%:前年度比+2.5 ポイント)、「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」(20.8%、同+4.2 ポイント)に加え、「その他」(45.8%)の項目に回答が集中した。そこに寄せられた意見の 4 分の 1 ほどは“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“資格喪失年齢の引上げ”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

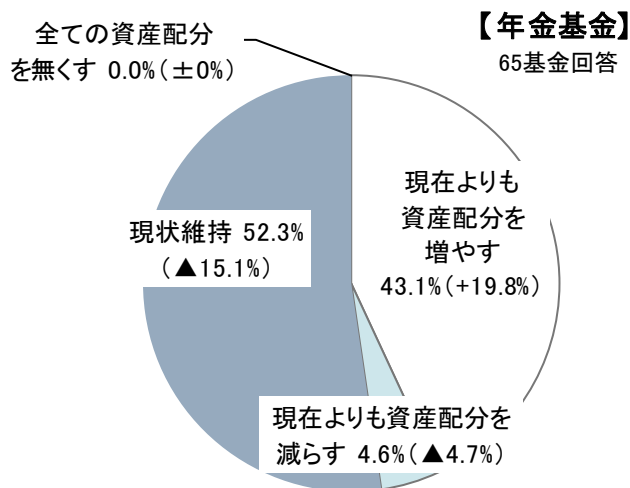
図表 2-12 は、年金基金が国内株式運用で使用しているベンチマークを示している。例年圧倒的に高い比率を見せる「TOPIX」はついに 100.0% (前年度比+4.4 ポイント)を達成する中、

2014年1月から公表が始まった「JPX 日経インデックス 400」²は前年度に引き続き採用比率ゼロとなり明暗を分けた。また、「MSCI World」も採用比率を下げ、ゼロとなった（同▲4.4%）。

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

オルタナティブ投資へのスタンスを教えてください

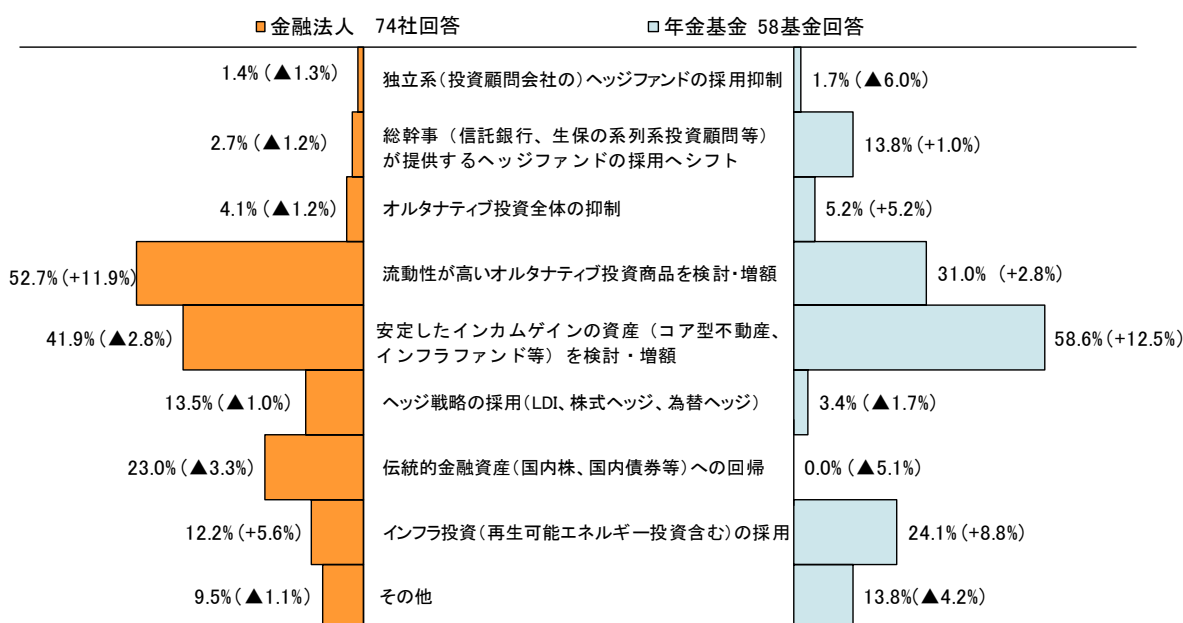


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-8 今後のオルタナティブ商品の投資戦略

今後のオルタナティブ商品の投資戦略を教えてください（複数回答可）

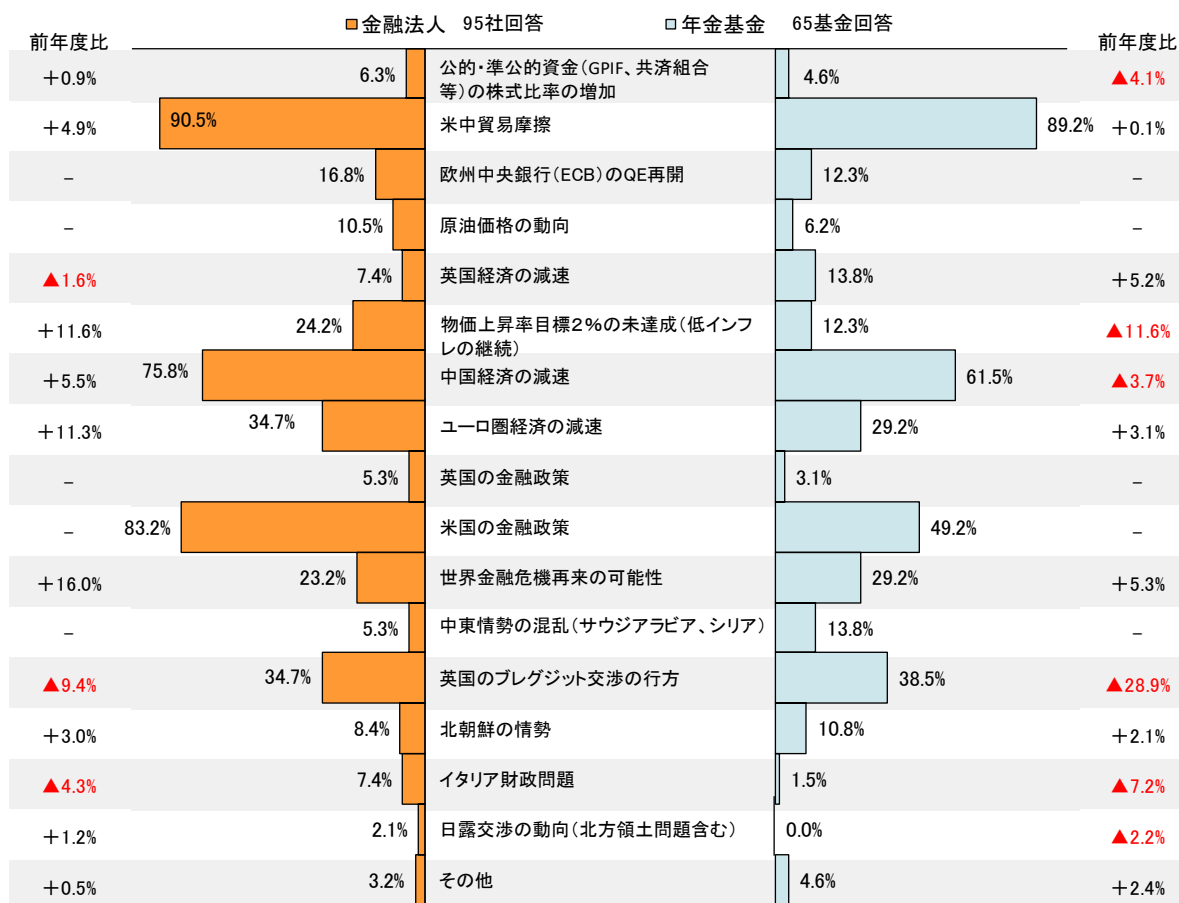


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-9 今後の年金運用（有価証券運用）における懸念

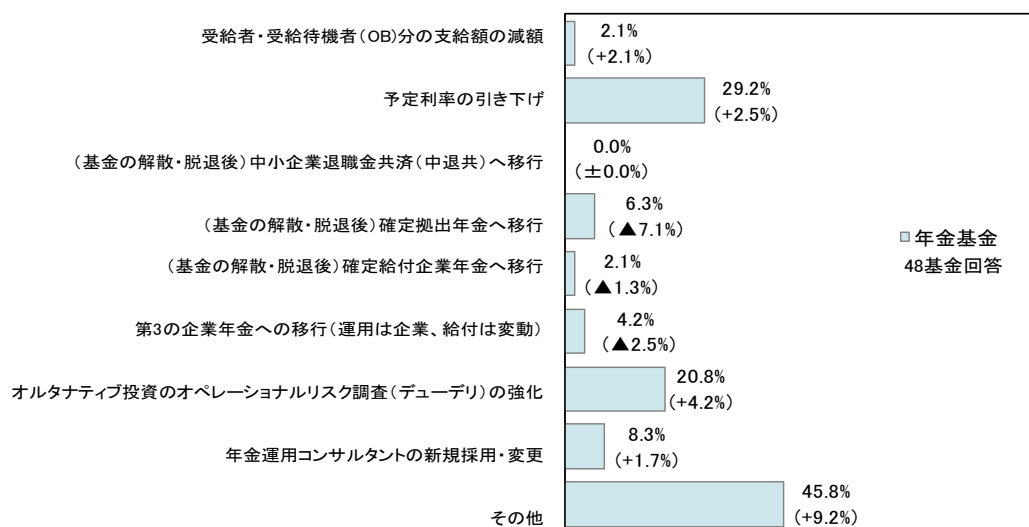
今後の年金運用（有価証券運用）における懸念を教えてください（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 2-10 今後の年金基金運営の方向性で検討していること（年金基金のみ）

今後の年金基金運営での検討事項を教えてください（複数回答可）

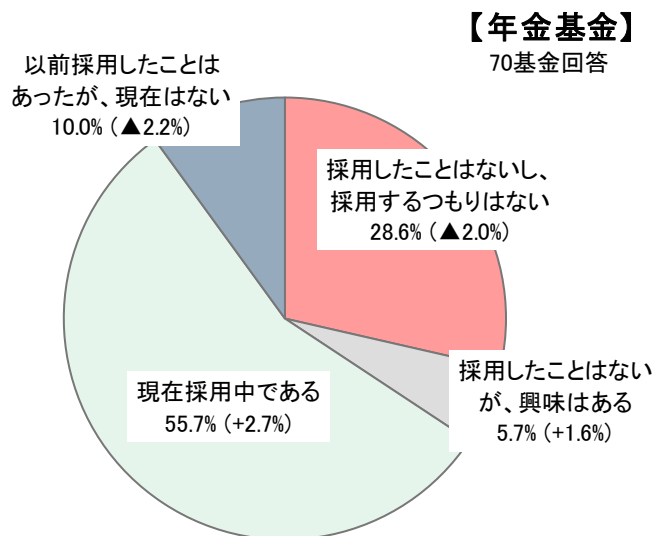


(出所) 大和総研

(注) 括弧内は前年度比増減

図表 2-1 1 年金運用コンサルタントの採用状況について（年金基金のみ）

年金運用コンサルタントの採用状況を教えてください

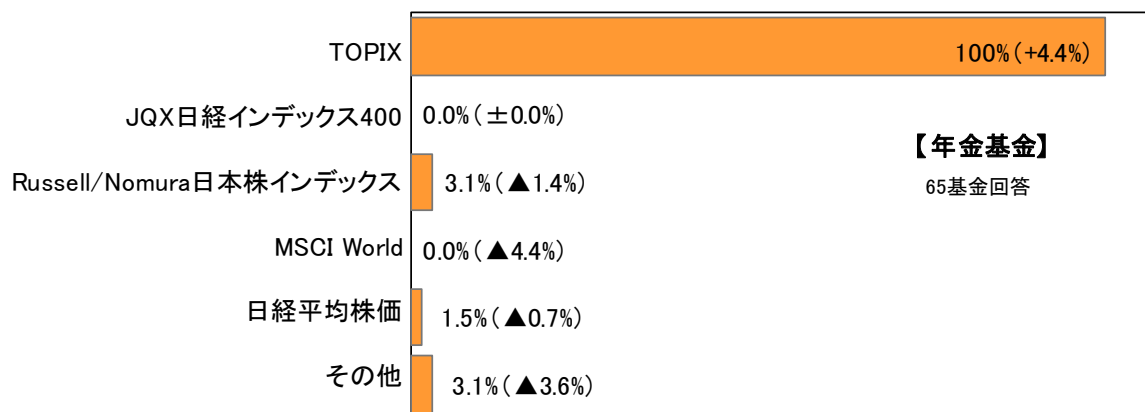


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 2-1 2 国内株式運用で使用しているベンチマーク（年金基金のみ）

国内株式運用で使用しているベンチマークを教えてください（複数回答可）



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

3. デジタル銀行（チャレンジャーバンク及びデジタル通貨）に関する意識調査

欧州では近年設立されたスマホ等のモバイルバンキングを専門とする、一般に「チャレンジャーバンク」といわれる金融機関の市場シェアが急速に拡大しつつある。既存の大手行に対する「チャレンジャー」というだけに、より柔軟でより良いサービス、手数料の安さなどを武器にミレニアル世代を中心に顧客獲得を進めている。

従来行との大きな違いは口座開設が極めて簡単なこと、支店網を持たず、携帯電話のアプリのみを必要とする点で、レガシーIT等による固定費の負担が少ないという利点を持つことである。またアプリも従来行に比べ非常に洗練され、使い勝手が格段に優れているという特徴がある。サービス利用者には通常、MastercardあるいはVisaが発行するデビットカードが付与され、このカードが決済の度に銀行サーバーに必要情報を伝えるため、利用者は銀行から（決済についての）即時通知を受けることができる。さらに、カードの凍結・再開、外貨支払い等、一部機能の停止などがアプリによって実施可能な上、ATM引き出しもできる。

また、外為取引にマークアップを含まず、収益の源泉をカード利用時に銀行が受け取るインターチェンジ料金にしている場合が多い。インターチェンジ料金は極めて低い金額ではあるものの、決済回数が増えればそれなりの利益となる。フリーミアムモデル³が主流であり、無料口座開設者に対し、透明性のある低料金でサービスを提供する一方で、収益性の高い月会費を伴うようなプレミアム口座も用意している。保険商品や外貨両替、あるいは消費者信用といった金融サービスを提供するチャレンジャーバンクもある。

3-1. チャレンジャーバンクの認知度及び興味

チャレンジャーバンクの認知度（図表 3-1）は、両者とも「聞いたことはある」（金融法人 45.5%、年金基金 37.1%）が、3割を超えた。ただ「興味がある」（金融法人 14.8%、年金基金 2.9%）「業務提携などの可能性を検討中」（金融法人 4.5%、年金基金 0.0%）での両者の違いが目立った。また図表 3-2 はチャレンジャーバンクに期待することに関する設問であるが金融法人、年金基金ともに「特にない・わからない」（金融法人 47.6%、年金基金 66.7%）が最も多く、「まだ様子見の段階」（金融法人 29.1%、年金基金 24.2%）を加えると、それぞれ8割近くが慎重な姿勢を示していることがわかる。なお、図表 3-3 はチャレンジャーバンクに期待することを問うもので、金融法人は、「振込・振替指図」が5割を超えた（51.2%）ほか、「投信購入指図」「口座振替（引落）」（43.9%）が同率で続く。年金基金では「その他」（38.1%）が最も多く、「わからない」「不明」といった回答が目立った。

³ 無償サービスによりアプリやウェブサイトの会員を増やし、その中の一部が有償サービスを利用することで利益を上げるビジネスモデル。

3-2. オープン API

オープン API は、文字通り API（アプリケーション・プログラミング・インタフェース）を開放することを意味する。金融機関においては、外部すなわちフィンテック企業の求めに応じて銀行内の特定のソフトウェアやアプリケーションが持つ機能やデータを、開放し利用させるための仕組みを指す。オープン API の利用形態は、参照・照会系と更新・実行系に大別される。前者が利用者の照会情報を提供するのに対し、後者は振込みや振替えなど、資金移動取引を実行するためのものである。

図表 3-4 は金融法人のみを対象にオープン API の提供上に関する設問であり、「参照・照会系」の占める割合が高い。また更新・実行系の API 接続利用料として、外部事業者に提示している料金体系としては（図表 3-5）、「未定」が 6 割近くを占めており、模索中の金融法人が多いことが示唆される。

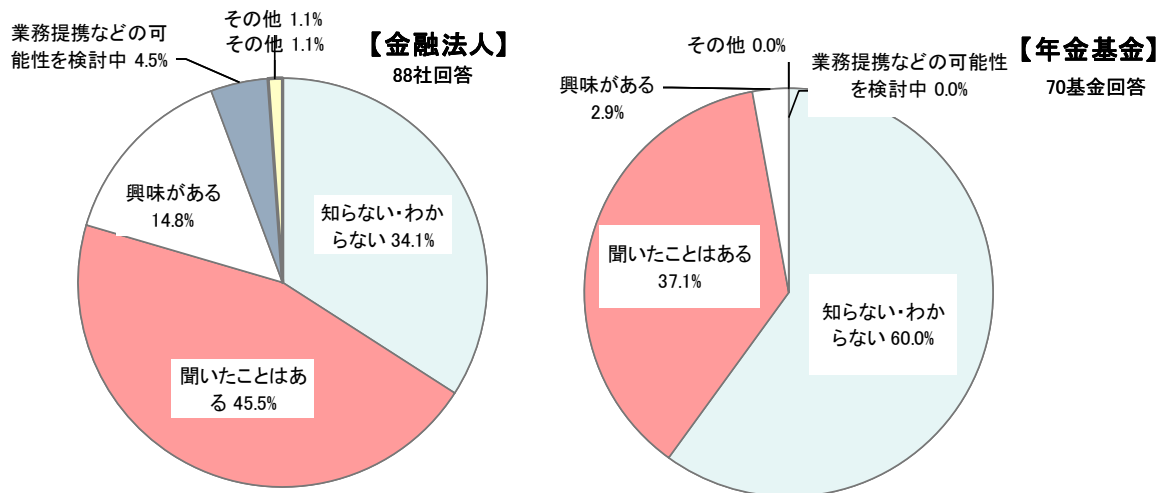
3-3. デジタル通貨

図表 3-6 は金融法人のみを対象にデジタル通貨を推進するメリットを問う設問だが、「現金決済にかかる業務費用の削減」（72.2%）や「支払い決済・経済取引の効率性」（62.2%）が半数を超えており、効率性が重視されていることがうかがえる。一方、デジタル通貨に対する懸念では、「マネーロンダリングなどの不正利用」が 86.4%と高率であり、これに「民間銀行の収益減」が 42.0%で続く形となっている（図表 3-7）。

さらに、今後のキャッシュレス決済において、主要な立場を占める主体はどれになるかを問う設問では（図表 3-8）、「民間のスマホ決済事業者」の比率が 8 割を超えたほか、「クレジットカード」が 48.1%とそれに続く形となっている。「中央銀行発行のデジタル通貨」「海外 SNS 事業者発行の通貨（リブラ等）」の比率は比較的 low、既存の決済事業者が主要な位置を占めることになるとの考えが主流であることが読み取れる。

図表 3-1 チャレンジャーバンクの認知度

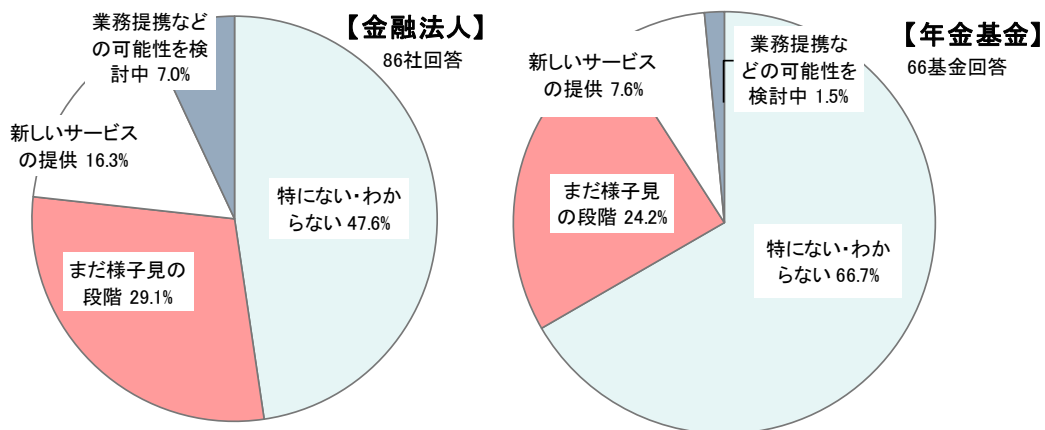
チャレンジャーバンクに対する認知度を教えてください。



(出所) 大和総研

図表 3-2 チャレンジャーバンクに期待すること

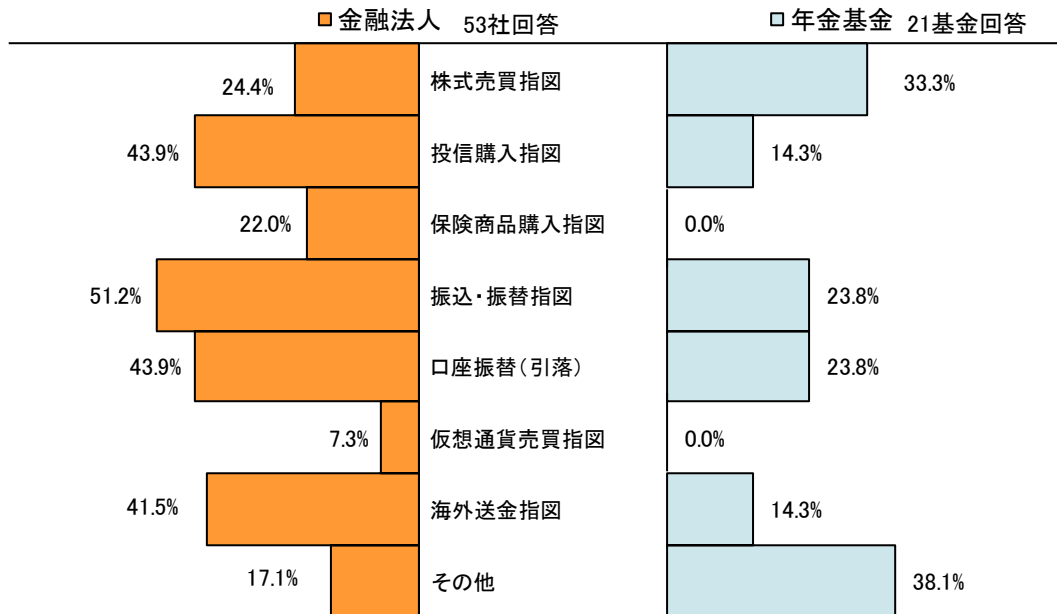
チャレンジャーバンクに期待することを教えてください。



(出所) 大和総研

図表 3-3 チャレンジャーバンクのサービスへの興味

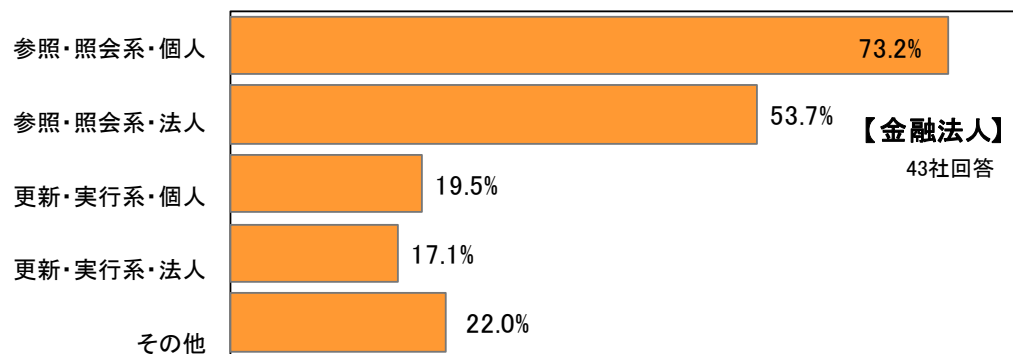
チャレンジャーバンクのサービスで興味をもっていることを教えてください。



(出所) 大和総研

図表 3-4 オープン API の提供状況

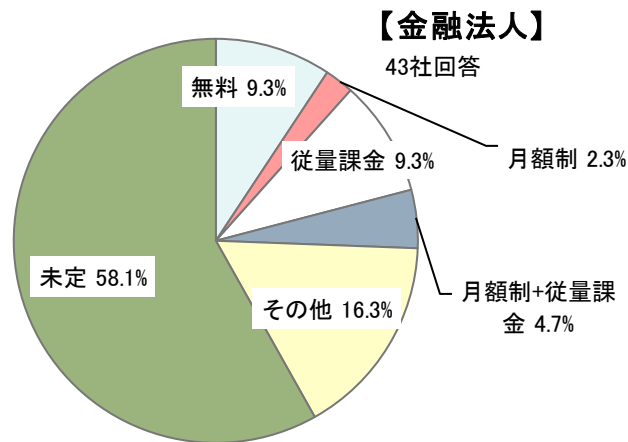
オープン API の提供状況を教えてください。



(出所) 大和総研

図表 3-5 API 接続利用料の料金体系

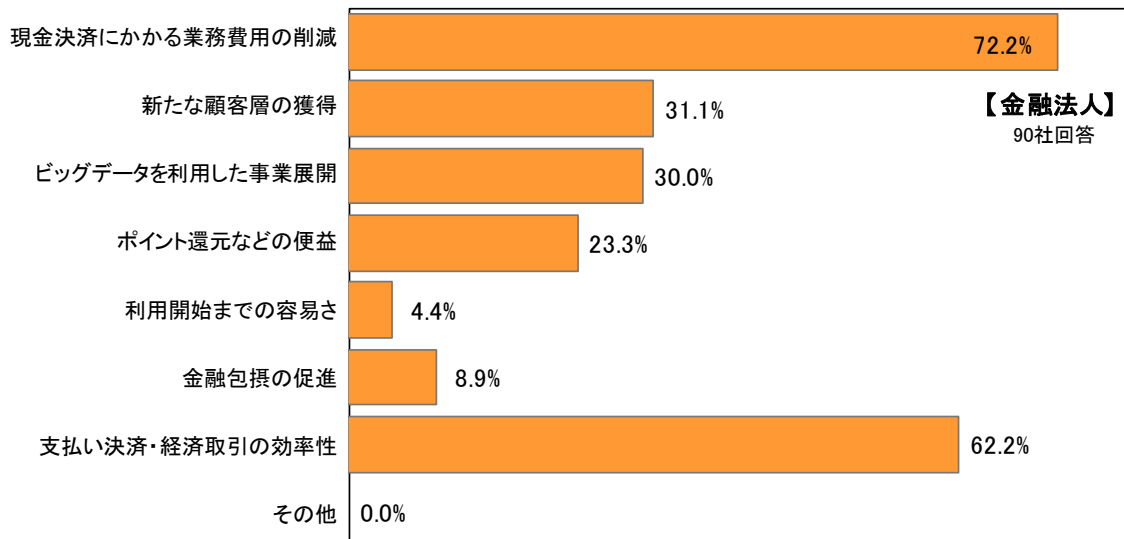
更新・実行系の API 接続利用料として、貴社が外部事業者に提示している料金体系を教えてください。



(出所) 大和総研

図表 3-6 デジタル通貨を推進するメリット

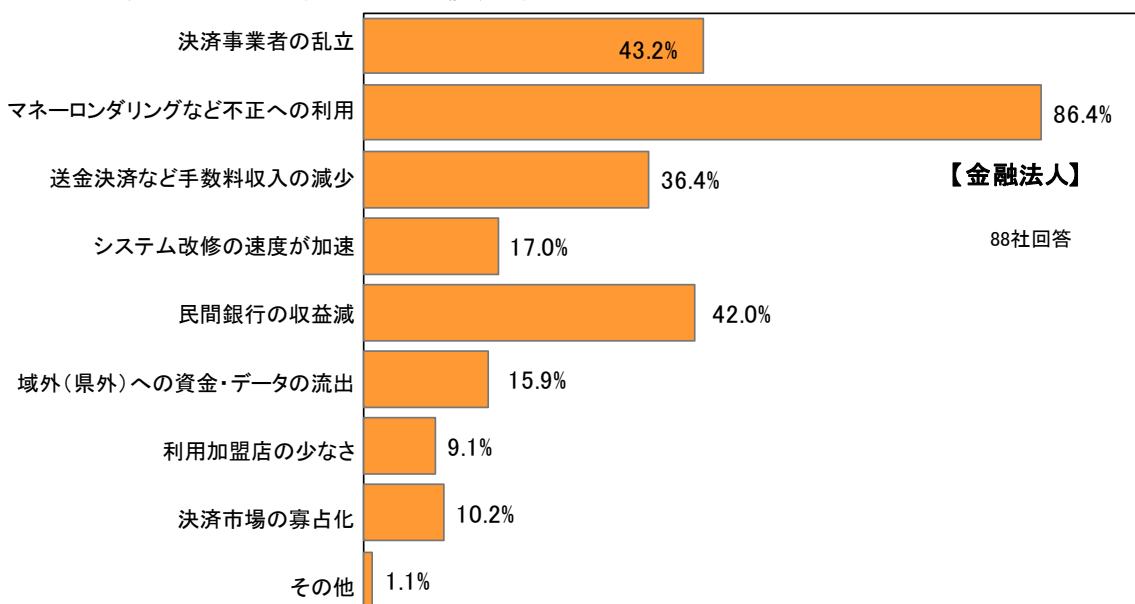
デジタル通貨を推進するメリットは何だと思いますか。(複数回答可)



(出所) 大和総研

図表 3-7 デジタル通貨に対する懸念

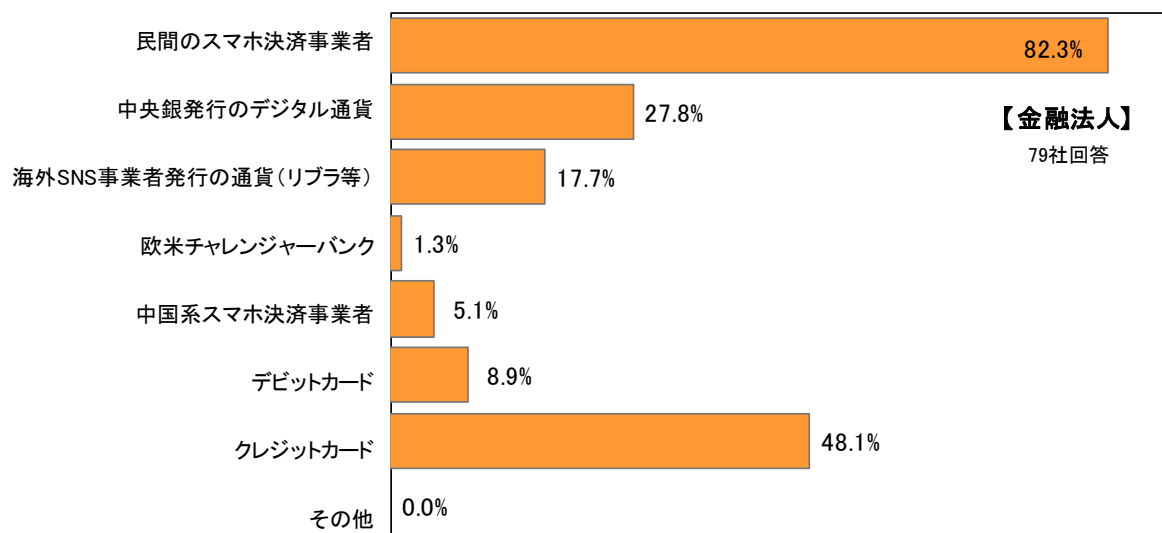
デジタル通貨に対する懸念は何ですか。（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 3-8 キャッシュレス決済における主要な立場

今後のキャッシュレス決済において、主要な立場を占めるのはどのような主体になると思いますか。（複数回答可）



(出所) 大和総研

4. SDGs（気候関連財務情報開示、ESG 投資を含む）に関する意識調査

4-1. SDGs 対応の進捗度

欧米では持続可能な開発目標（SDGs）⁴の実現に熱心とされる、いわゆる「意識の高い」ミレニアル世代の投資家の影響が強まってきていることもあり、純粹に金銭的なリターンだけでなく、投資が社会的なインパクトを持つことを求める声が増えてきている。日本でも SDGs をいかにして企業経営に取り込み、ESG 投資を呼び込んでいくか、持続的な企業価値向上の観点から重視されつつある。

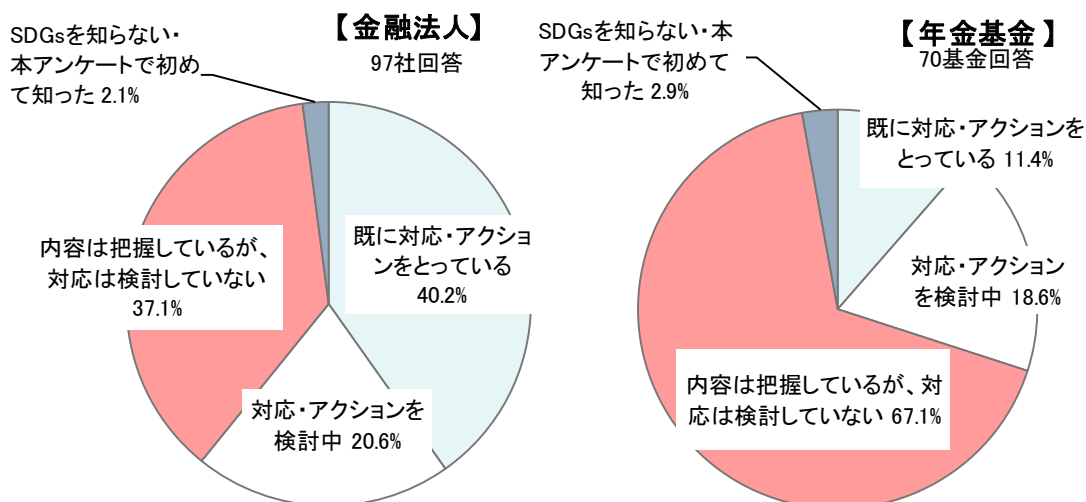
SDGs の認知度・対応状況を見ると（図表 4-1）、金融法人では「既に対応・アクションをとっている」（40.2%）及び「対応・アクションを検討中」（20.6%）の合計比率が 6 割を超えた。一方、「内容は把握しているが、対応は検討していない」（67.1%）が 7 割近くを占めた年金基金は、好対照な結果となっている。しかし、具体的な対応状況となると（図表 4-2）、金融法人、年金基金ともに「情報収集・勉強している」（金融法人 56.8%、年金基金 63.6%）が過半数に達し、なかなか具体的な対応に至っていないことがうかがえる。特に年金基金は「必要性は理解しているが、何からしていいかわからない状態」（19.7%）の比率が 2 割近くを占めている。これに対して、金融法人では「以前から本業を通じ社会課題解決に取り組んでいる」「SDGs への対応を運用計画に盛り込んでいる」がそれぞれ 28.4%、27.4%と、何かしらのアクションをとっているプロジェクトがある程度存在している。さらに、SDGs 推進において有効な支援策については（図表 4-3）、意見が分かれ、金融法人では「取り組んだ企業の PR・情報発信」（50.0%）の比率が半数に及んだが、年金基金では「社会的責任投資情報の開示義務化」の比率が 43.3%となった。ただし、図表 4-4 は SDGs に取り組む際の課題・懸念についての設問であり、金融法人、年金基金ともに「定量的指標などの評価方法が不明」の比率が最も高く、それぞれ 42.2%、42.6%を占めた。

図表 4-5 は金融法人のみを対象に、統合報告書・CSR レポート・環境レポートの公表実績を問う設問だが、「直近 5 年間に作成・公表を初めて実施」「5 年以上前より作成・公表している」はそれぞれ 6.4%にすぎず、「現在作成・公表しておらず、今後も予定なし」の比率が 52.1%と過半数を占めた。

⁴ 貧困や飢餓の撲滅、不平等の是正、気候変動問題など国際社会が抱える課題を解決すべく 2015 年に国連総会で採択され、2030 年を期限とした 17 分野にわたる目標で、169 項目の達成基準が設定されている。

図表 4-1 SDGs の認知度・対応状況

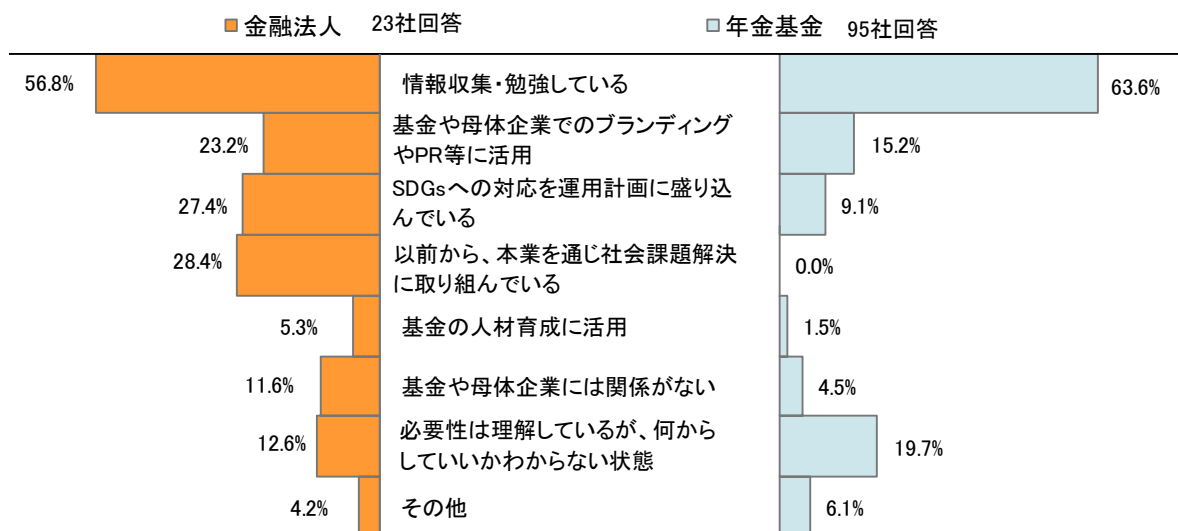
SDGs の認知度・対応状況を教えてください。



(出所) 大和総研

図表 4-2 SDGs への具体的な対応状況

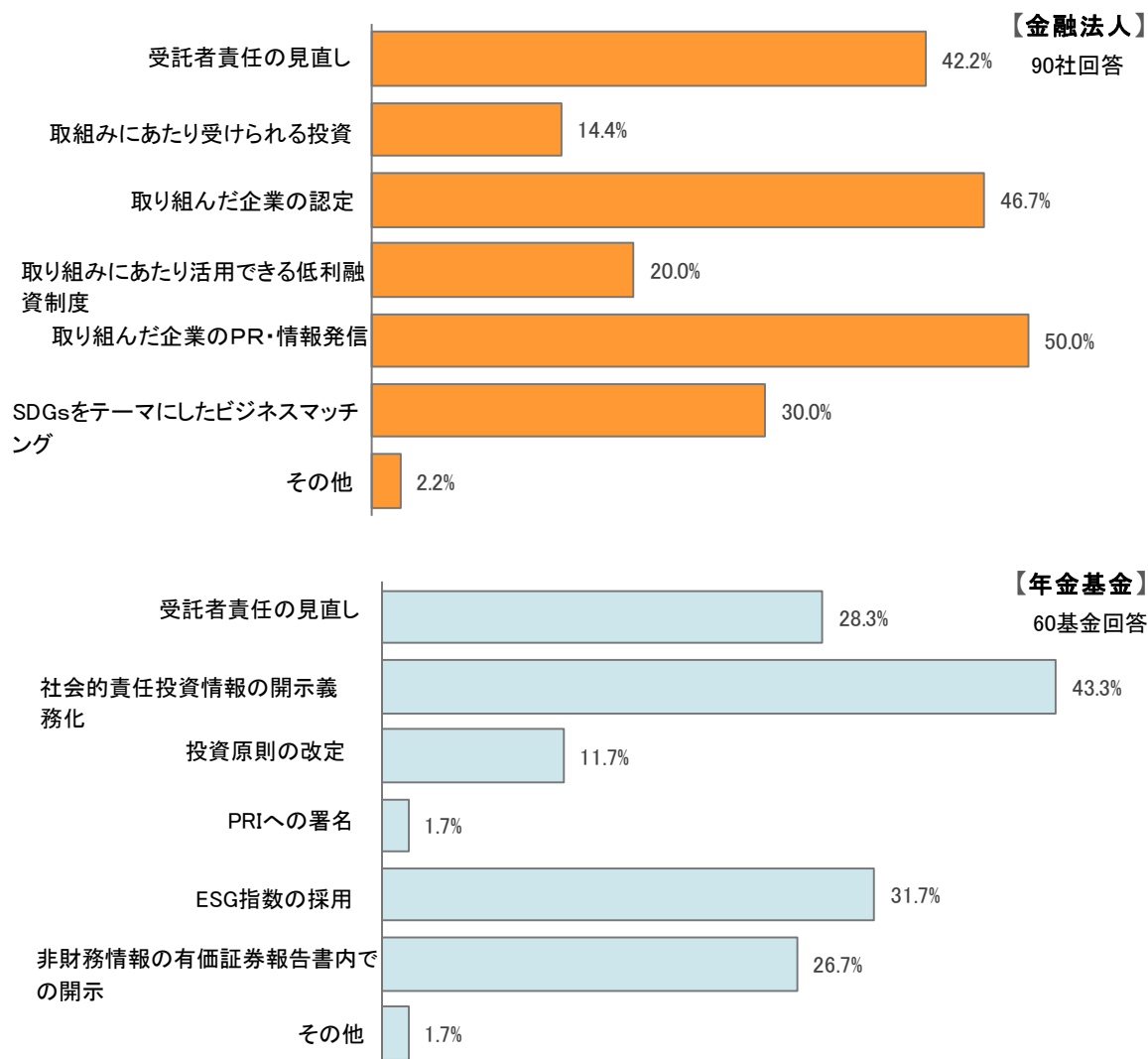
SDGs への具体的な対応状況を教えてください。(複数回答可)



(出所) 大和総研

図表 4-3 SDGs 推進の有効な支援策

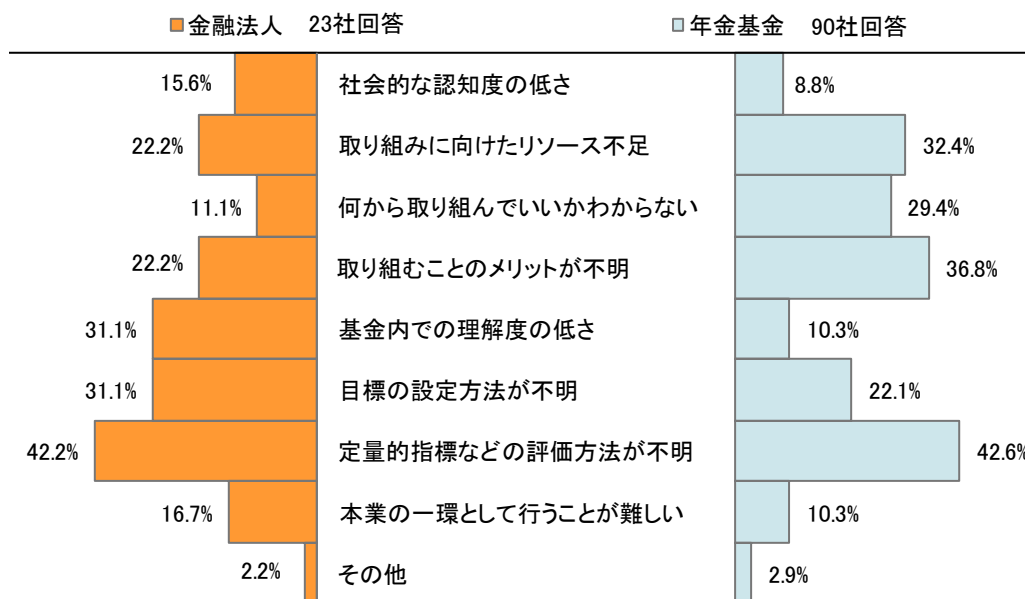
SDGs を推進する上での有効な支援策は何だと思えますか。（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-4 SDGs に取り組む際の課題・懸念

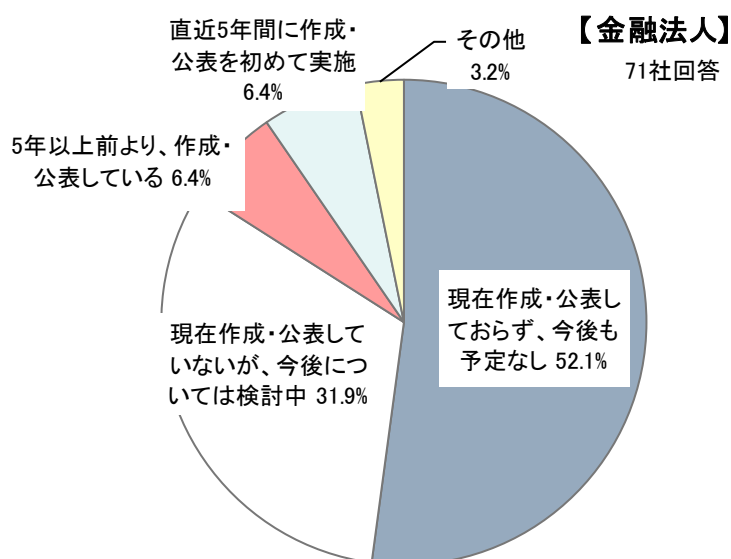
SDGs に取り組む際の課題・懸念についてお答えください。（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 4-5 統合報告書・CSR レポート・環境レポートの公表実績（金融法人のみ）

統合報告書・CSR レポート・環境レポートの公表実績についてお答えください。



(出所) 大和総研

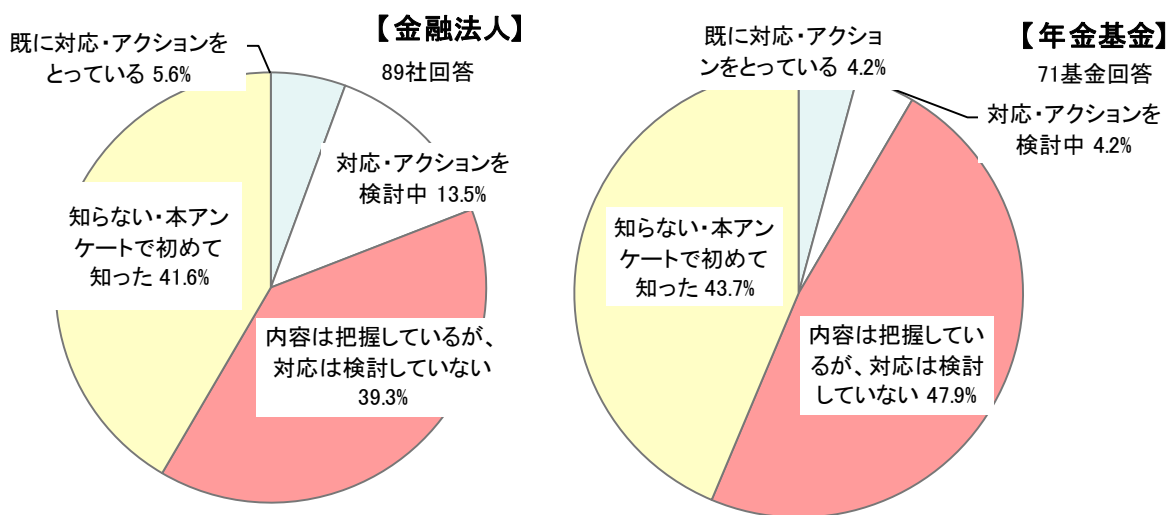
4-2. 気候関連財務情報開示

英国中銀のカーニー総裁の肝いりで、金融安定理事会（FSB）が設立した気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）は2017年6月、年次の財務報告において、財務に影響のある気候関連情報を開示することを推奨する報告書を公表している。ESG 投融資を行う機関投資家や金融機関は、企業が気候変動によるリスクや課題を認め、それを経営戦略に織り込むことを重視している。図表 4-6 は気候関連財務情報開示の認知度・対応状況を問う設問だが、金融法人、年金基金ともに「知らない・本アンケートで初めて知った」「内容は把握しているが、対応は検討していない」の比率が双方合わせて8割を超えており、「既に対応・アクションをとっている」比率を大きく上回っている。金融法人のみを対象に、気候関連リスクに対する取締役会の監視体制の整備状況を見ると（図表 4-7）、総合企画部門では「既に整備済み」「現在、整備・検討中」の比率が合わせても2割に満たず、「整える予定はない」が50.6%と半数を占めた。

また、気候関連問題が財務計画立案のプロセスにどのように役立っているかの設問では（図表 4-8）、「役立てる予定はない」が45.8%となる一方、「役立てることを目指し、現在検討中」の比率が13.3%、「何から取り組んでいいかわからない」が36.1%と、迷いの姿勢がうかがえる。

図表 4-6 気候関連財務情報開示の認知度・対応状況

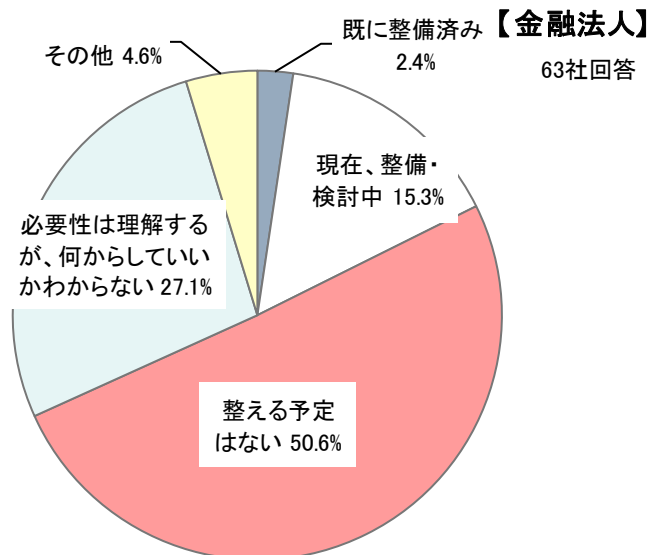
貴社における気候関連財務情報開示の認知度・対応状況についてお答えください。



(出所) 大和総研

図表 4-7 気候関連リスクに対する取締役会の監視体制（金融法人のみ）

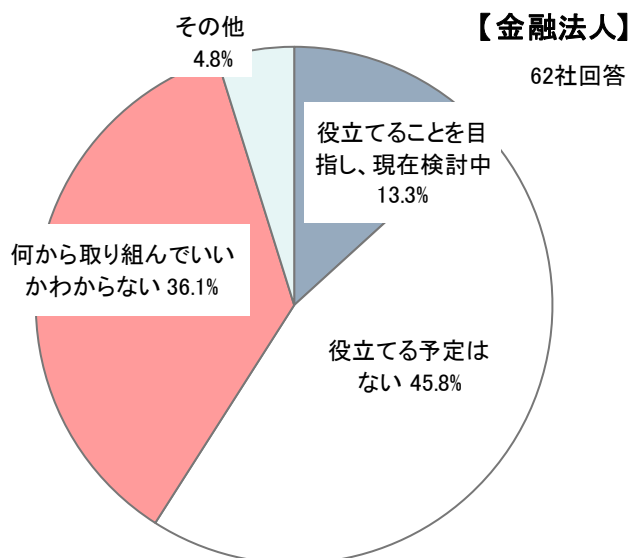
気候関連リスクや機会について取締役会による監視体制が整っていますか？



（出所）大和総研

図表 4-8 財務計画立案のプロセスへの気候関連問題の貢献（金融法人のみ）

気候関連問題が財務計画立案のプロセスにどのように役立っていますか？



（出所）大和総研

4-3. ESG 投資及びスチュワードシップ・コード

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。コーポレートガバナンス・コードと共に“Comply or Explain（遵守せよ、そうでなければ説明せよ）”の原則で運用され、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・導入され、2015年6月からはコーポレートガバナンス・コードも導入されている。

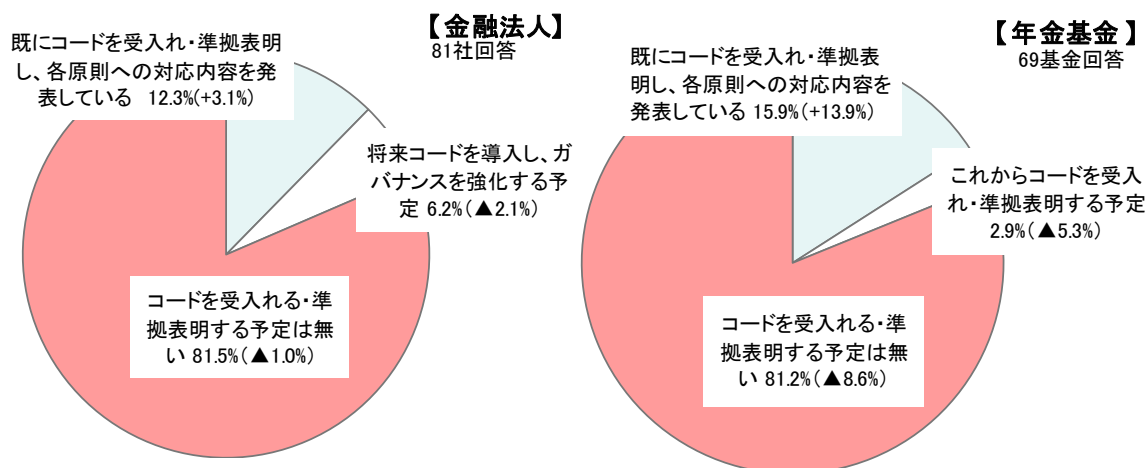
実際のスチュワードシップ・コードの導入実績（図表 4-9）に対しては、「既にコードを受入れ・準拠表明し、各原則への対応内容を発表している」（金融法人 12.3%：前年度比+3.1 ポイント、年金基金 15.9%：同+13.9 ポイント）と昨年度より上昇基調にある。

また図表 4-10 は、ESG 課題が投資分析や意思決定プロセスに組み込まれ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「すでに組み込んでいる」の割合が前年度より上昇していることがわかる（金融法人 10.8%：前年度比+8.0 ポイント、年金基金 11.4%：同+3.2 ポイント）。

(スチュワードシップ・コード)

図表 4-9 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？

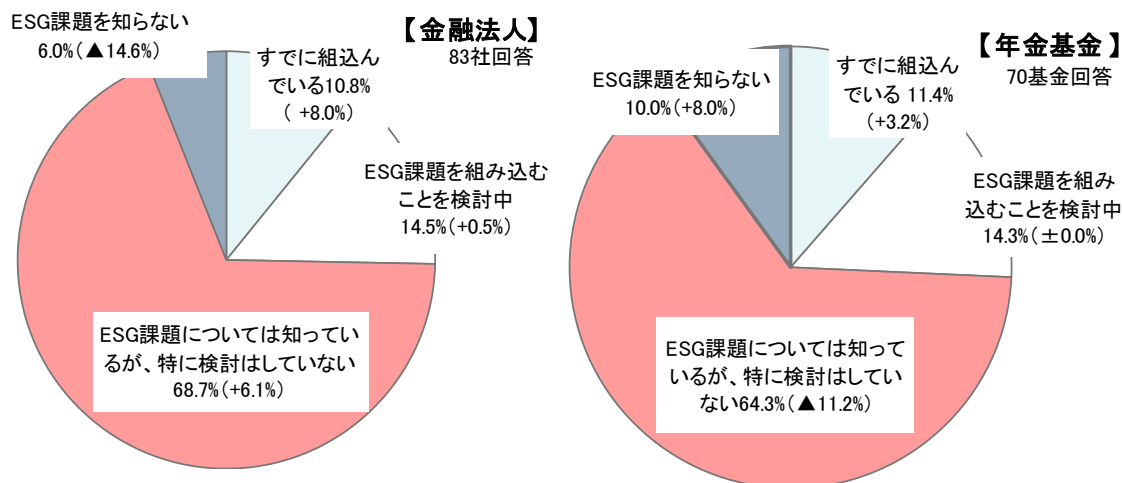


(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

(ESG 投資)

図表 4-10 ESG 課題の利用

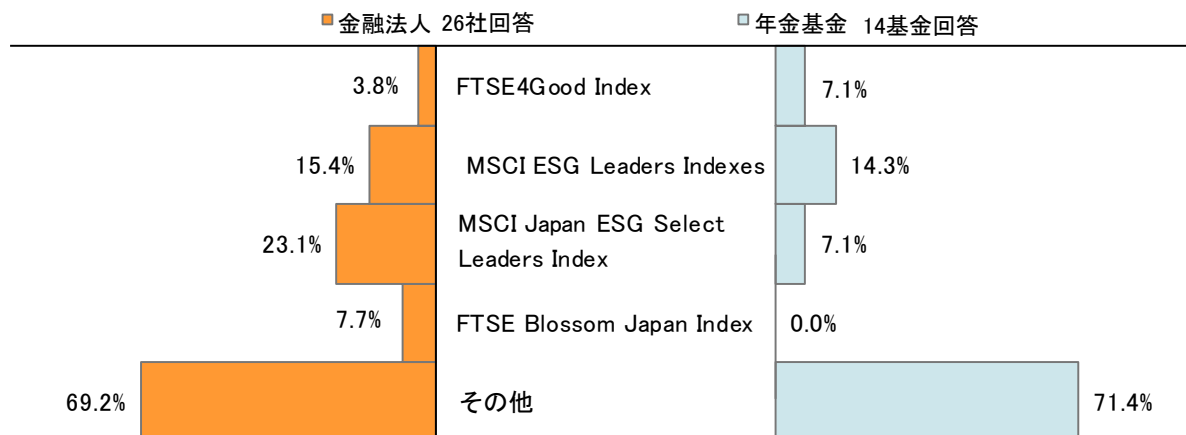
ESG 課題を投資分析や意思決定プロセスに組み込まれていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 4-1 1 ESG 投資にあたり使用するベンチマーク

ESG 投資にあたり使用しているベンチマークは何ですか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

5. オルタナティブ投資・属性について

オルタナティブ投資の属性について、各投資商品の選好状況などを見ていく。

5-1. インフラ投資（再生可能エネルギー⁵含む）の選択状況

図表 5-1 はインフラ投資の種類や形態を問う設問である。金融法人、年金基金ともに前年度に続き「インフラファンド（エクイティ）」が最も高率となった（金融法人：53.3%、前年度比+1.0ポイント、年金基金：60.9%、同▲19.1ポイント）。これに続くのは金融法人では前年度からほぼ横ばいの「インフラ（直接）融資（シニア）」で36.7%、年金基金では前年度より大幅に上昇した「インフラファンド（デット）」（56.5%）となった。さらに年金基金による、インフラ投資の地域別選択状況（図表 5-3）を見ると、「米国」（90.9%：前年度比+10.9ポイント）が、昨年度に続き「英国」（77.3%：同+7.3ポイント）を抑え最も高率となった。また「オーストラリア」（68.2%）、「カナダ」（45.5%）が続き、昨年同様に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」（89.3%）に回答が集中した。全体的には先進国が中心で、アジア諸国への回答は概して低率となった。それ以外では、「南米大陸」（金融法人：3.6%、年金基金：18.2%）などの回答もあった。

5-2. インフラ投資の懸念点について

インフラ投資に関する懸念事項に関しては（図表 5-4）、「事故・天災による資産毀損リスク」（金融法人：64.4%、年金基金：36.4%）、「流動性リスク」（金融法人：46.7%、年金基金：40.9%）の回答が目立った。また、「その他」（金融法人：6.7%、年金基金：18.2%）の意見の中には、“コミットメントから探査完了までの期間が長い”（企業年金）などがあった。

5-3. ヘッジファンド投資の商品選択状況

ヘッジファンド投資の選択状況を見ると（図表 5-5）、金融法人の「株式マーケットニュートラル」（89.3%：前年度比+9.3ポイント）の比率が昨年度に続き上昇したが、「株式ロングショート」は大幅に比率を下げている（53.6%：▲19.8ポイント）。また年金基金では「転換社債アービトラージ」（10.5%：同+7.5ポイント）、「債券アービトラージ」（36.8%：同+3.5ポイント）は比率が上昇している。一方、「ファンドオブヘッジファンズ」は昨年度双方ともに比率が低下したが、今年度は金融法人では比率が上昇し、年金基金では低下と、好対照の結果となっている（金融法人17.9%：同+4.5ポイント、年金基金55.3%：同▲5.3ポイント）。また「その他」（年金基金：7.9%）に寄せられた意見では、“マルチファクター投資”等があった。

⁵ 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。

5-4. 不動産投資の商品選択状況

金融法人、年金基金両主体の商品別選択状況を確認すると（図表 5-6）、年金基金では、昨年度から割合は微増であったものの「国内私募 REIT」（65.8%：同+0.8 ポイント）が変わらず高く、「海外不動産私募ファンド」（36.8%：同+16.8 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」（97.0%：同+3.4 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」（53.0%：同+9.4 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 5-7）、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：93.4%、年金基金：65.0%）の比率が最も高く、双方「オフィス」（金融法人：75.4%、年金基金：22.5%）、「住宅」（金融法人：72.1%、年金基金：25.0%）、「物流」（金融法人：70.5%、年金基金：25.0%）の比率も高い。一方、海外では、「総合型（複合型）」の比率が両主体ともに高い（金融法人：88.9%、年金基金：77.3%）。

5-5. 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 5-8）は「米国」（87.5%）が圧倒的に比率が高いほか、「その他欧州」（37.5%）等欧州へのエクスポージャーが見られている。この傾向は年金基金でも同様だが、「豪州」（45.0%）の比率が高い点で異なる。

5-6. 国内不動産市場の見通し

さらに図表 5-9 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 32.8%：同+5.9 ポイント、年金基金 7.9%：同+4.6 ポイント）が上昇する一方、「緩やかながら失速する」（金融法人 25.4%：同▲3.8 ポイント、年金基金 5.3%：同▲14.7 ポイント）が低下している。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。

5-7. プライベートエクイティ投資の商品選択状況

プライベートエクイティ投資の商品別選択状況（図表 5-10）を確認すると、金融法人では「国内ベンチャーキャピタル」（81.8%：前年度比+4.0 ポイント）や、昨年度より大きく比率を下げたものの「国内バイアウト」（50.0%：同▲38.9 ポイント）の比率が高い。また年金基金では「海外ファンドオブファンズ」（58.3%：▲8.3 ポイント）の比率が目立つ。さらに年金基金の「国内バイアウト」（41.7%：同+25.0 ポイント）、「海外バイアウト」（33.3%：同+16.7 ポイント）なども上昇している。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。

5-8. クレジット・ストラクチャード投資商品選択状況

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）」（79.6%：前年度比+7.3ポイント）は、昨年度より引き続き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）」（63.0%、同+1.3ポイント）も昨年度同様に、2番目に高率となっている。一方、年金基金では「LBOローン（バンクローン）」（46.7%、同+21.7ポイント）や、「CMBS」（26.7%、同+26.7ポイント）が昨年度に比べ大きく比率を上げている。また「CLO」（26.7%：同+1.7ポイント）や「期限付劣後債・劣後ローン（国内・海外）」（26.7%：同▲23.3ポイント）の投資も確認できる（図表5-11）。

（インフラ投資：再生可能エネルギーも含む）

図表5-1 インフラ投資の種類・形態

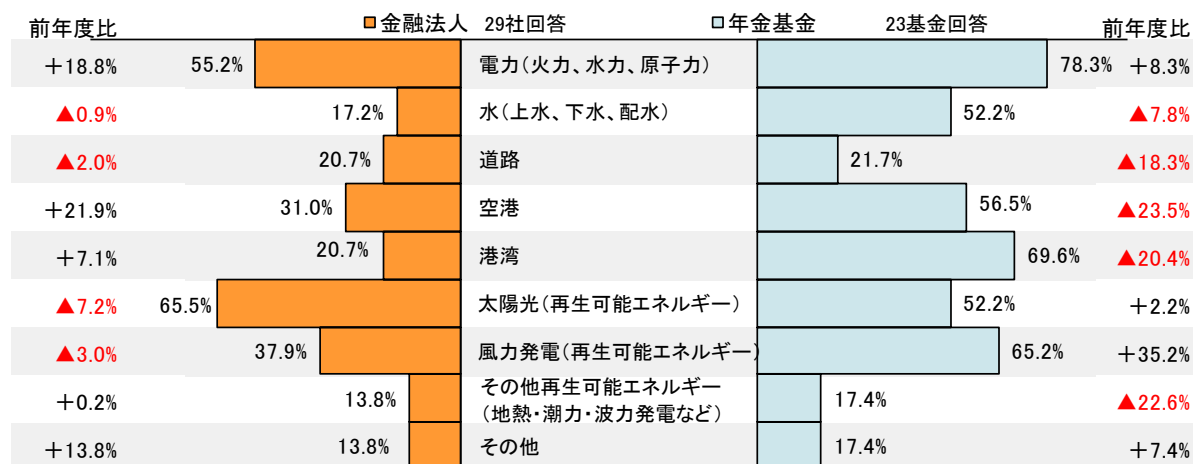
どのような種類・形態のインフラ投資を行っていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 30社回答	年金基金 23基金回答	前年度比
+1.0%	53.3%	60.9%	▲19.1%
▲10.5%	13.3%	56.5%	+16.5%
+9.0%	23.3%	0.0%	+0.0%
▲1.4%	36.7%	8.7%	+8.7%
+3.3%	3.3%	4.3%	+4.3%
+13.3%	13.3%	0.0%	+0.0%

（出所）大和総研

図表 5-2 インフラ投資の種類・形態

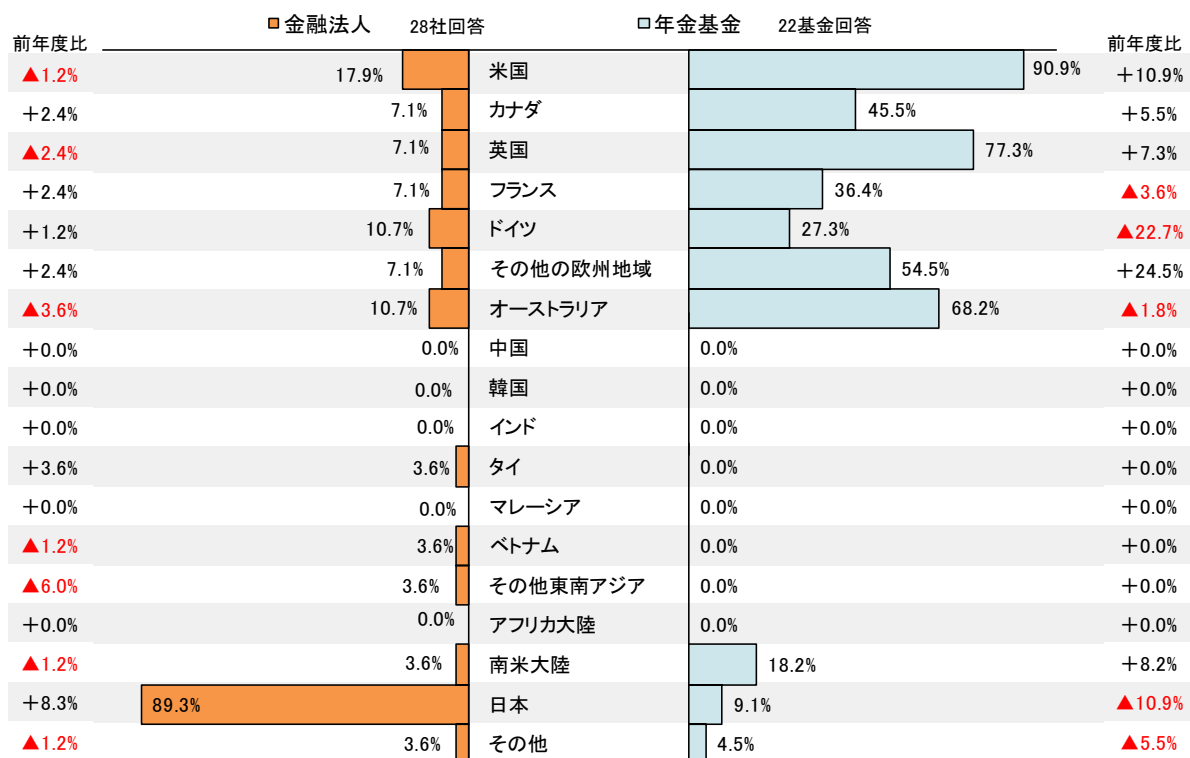
現在、投資しているセクター（施設・形式）は何ですか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 5-3 インフラ投資の地域別選択状況

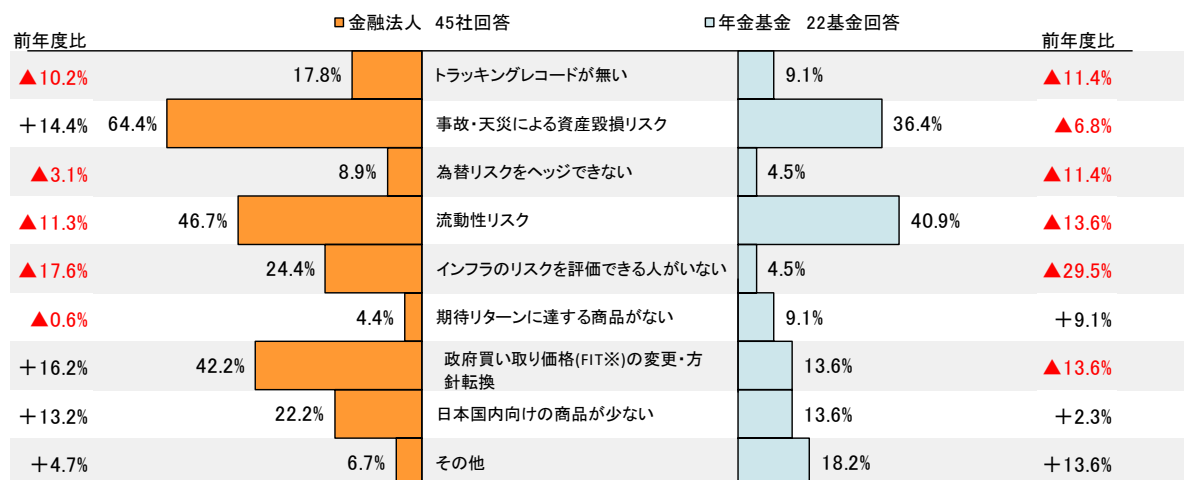
どの地域のインフラ投資を実施していますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表5-4 インフラ投資の懸念事項

インフラ投資における懸念は何ですか？（複数回答可）



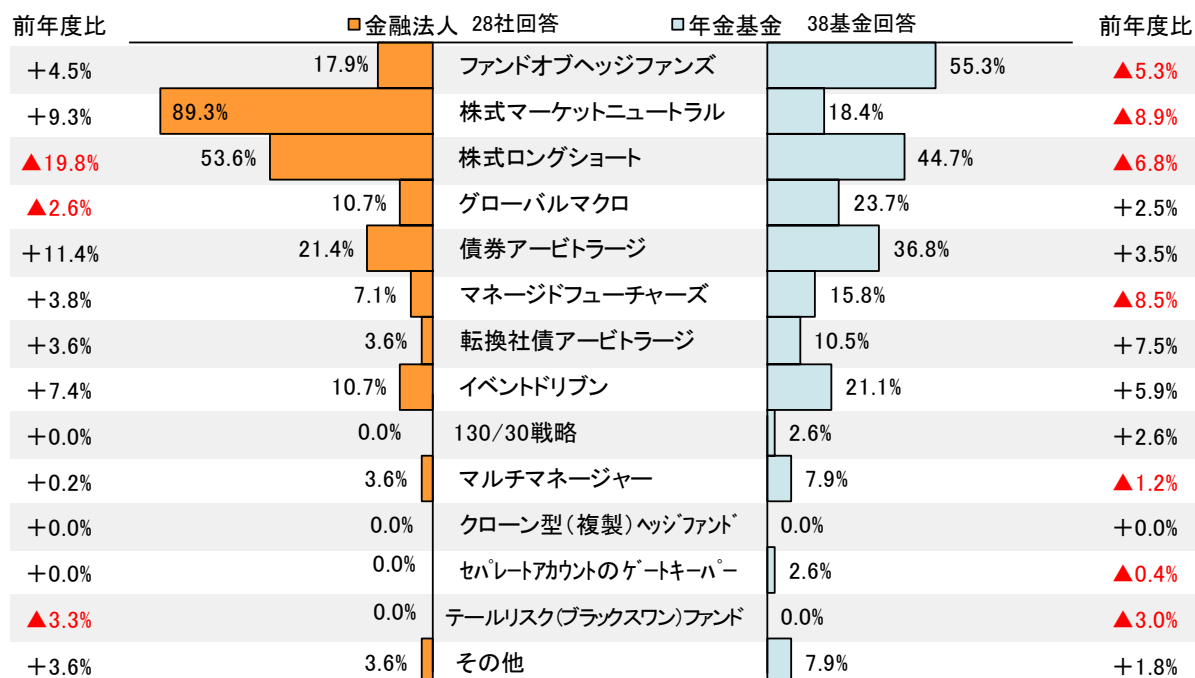
(※注) FIT: Feed-in Tariff

(出所) 大和総研

(ヘッジファンド投資)

図表5-5 ヘッジファンド投資の選択状況

どのようなヘッジファンド商品に投資をしていますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

(不動産投資)

図表 5-6 不動産投資の選択状況

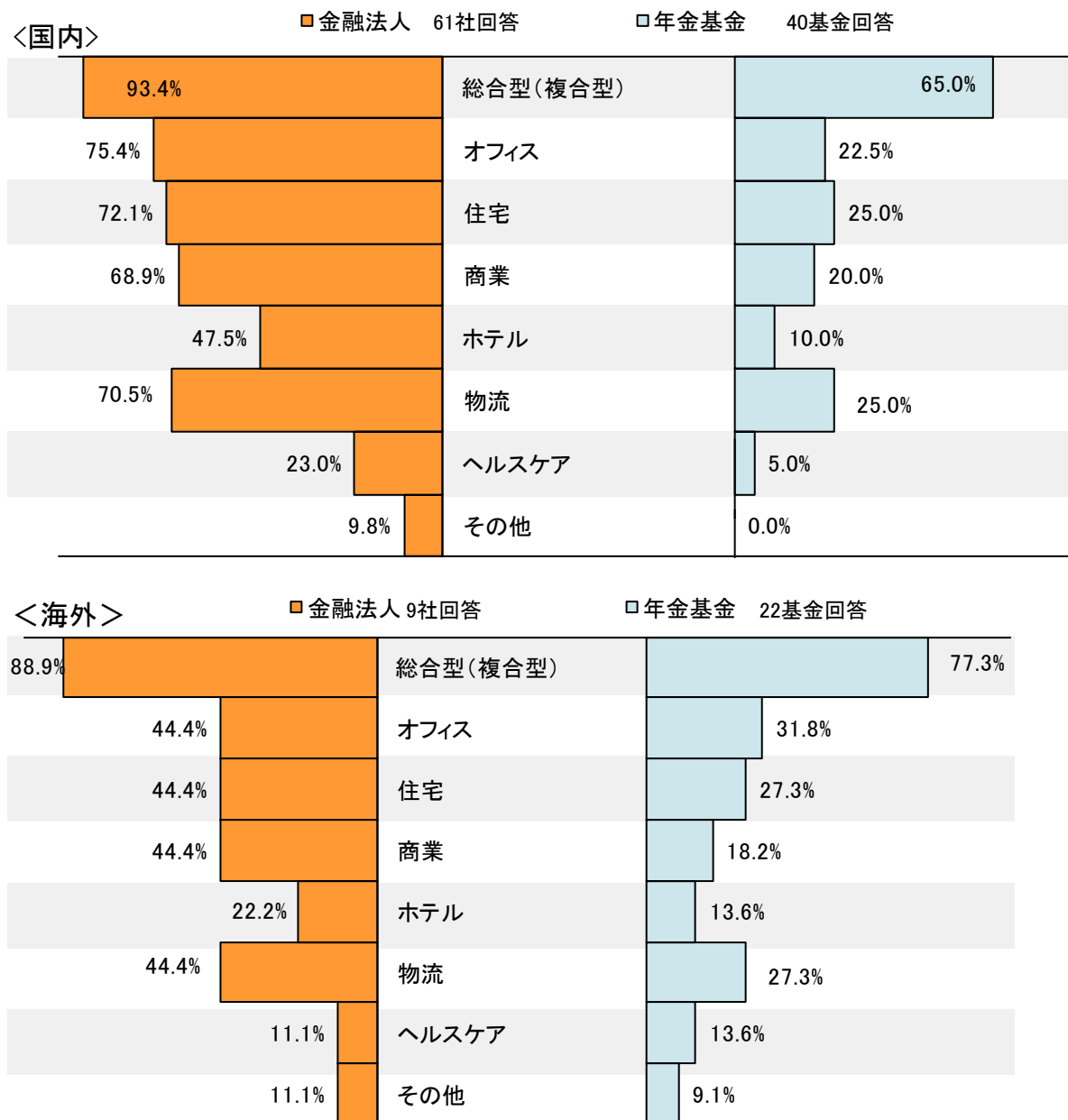
どのような不動産商品に投資をしていますか？（複数回答可）

前年度比	金融法人 66社回答	年金基金 38基金回答	前年度比
+3.4%	97.0%	J-REIT 10.5%	▲14.5%
+9.4%	53.0%	国内私募REIT 65.8%	+0.8%
▲1.5%	15.2%	国内不動産私募ファンド 13.2%	+3.2%
▲0.7%	12.1%	海外REIT 18.4%	▲21.6%
▲2.1%	3.0%	海外不動産私募ファンド 36.8%	+16.8%
▲0.8%	3.0%	その他 13.2%	+3.2%

(出所) 大和総研

図表5-7 アセットタイプ別の投資状況

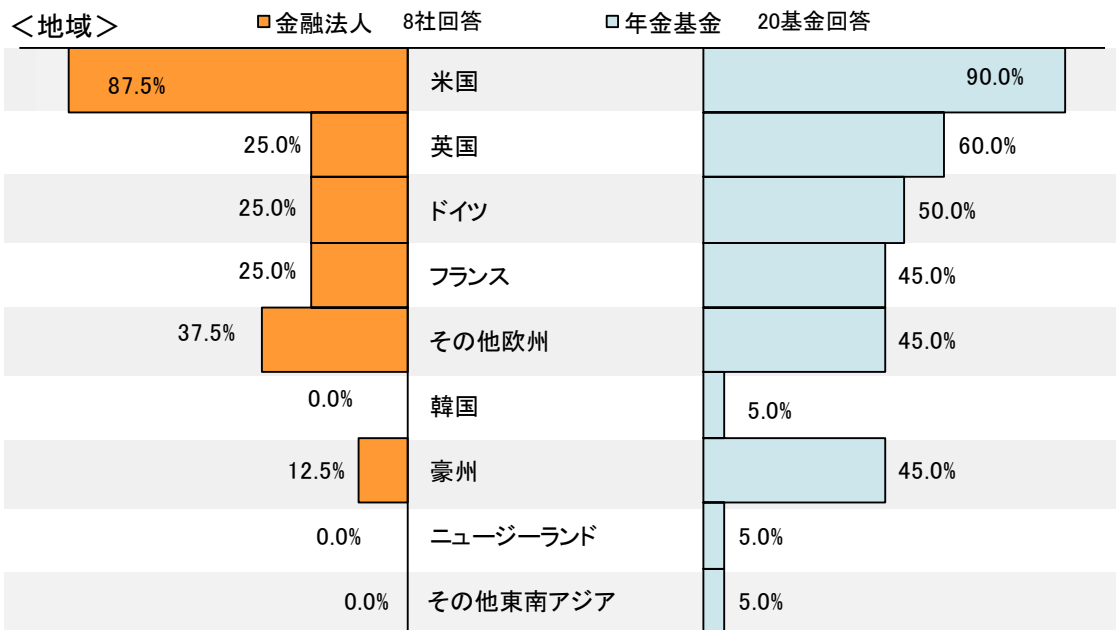
どのようなアセットタイプに投資をしていますか？



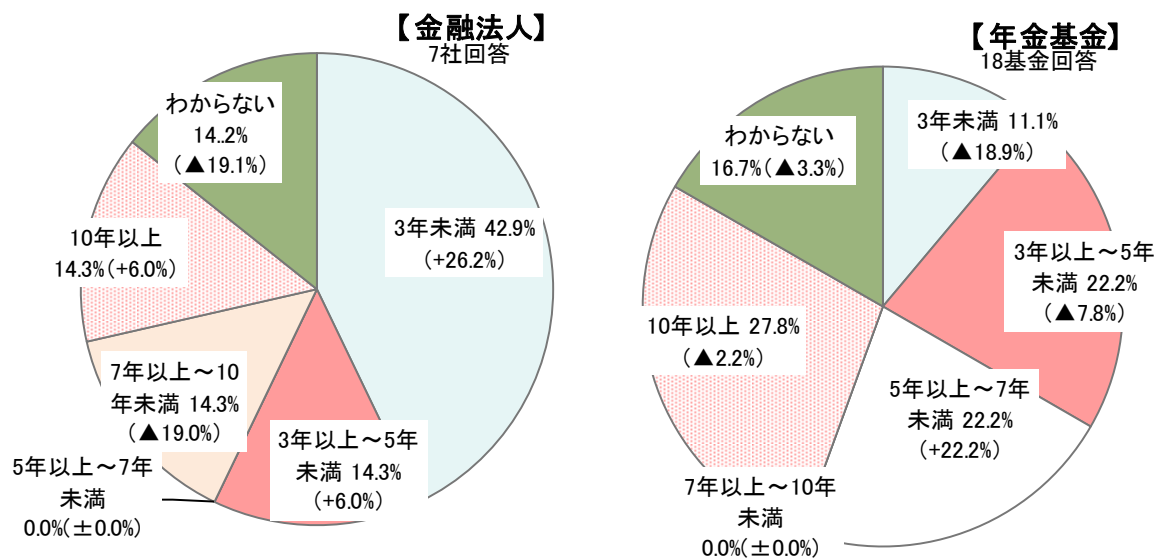
(出所)大和総研

図表5-8 海外不動産の投資地域、投資期間及び投資運用資産の取得形態

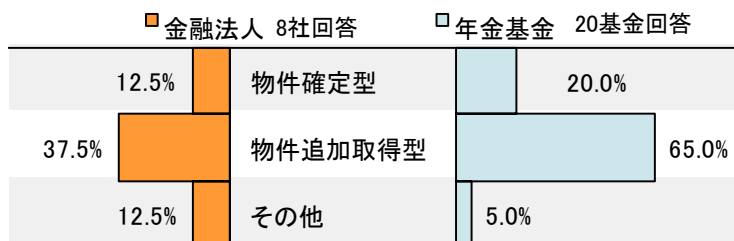
どのような地域に投資をしていますか？（複数回答可）海外不動産投資を行うにあたって、投資期間はどの程度をお考えですか？また海外不動産投資運用資産の取得形態を教えてください。



<投資期間>



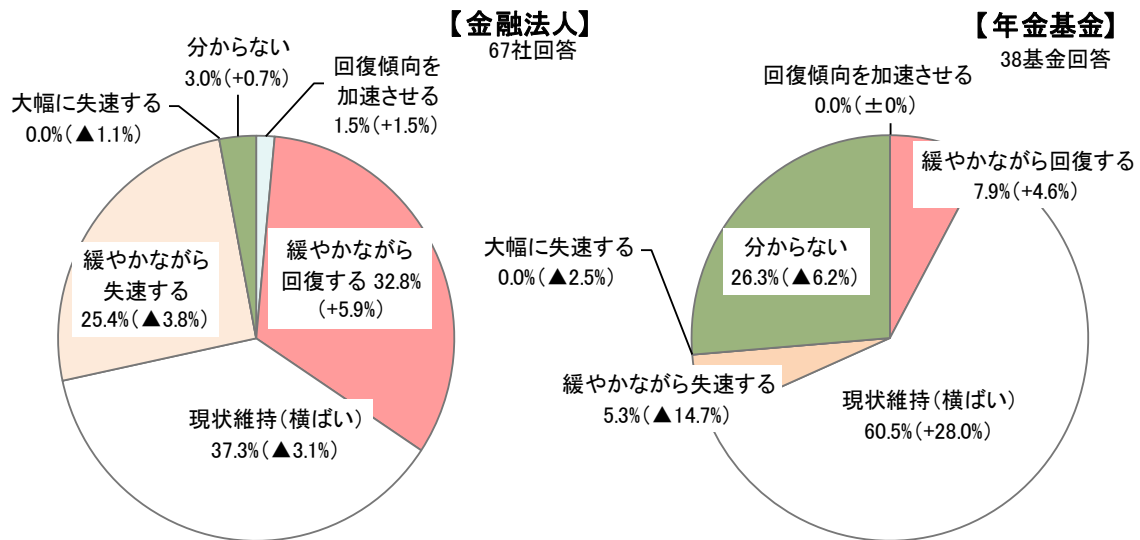
<取得形態>



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表5-9 不動産賃貸市場に関する今後の見通し

不動産賃貸市場に関する今後の見通しをどのようにお考えですか？



(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

(プライベートエクイティ投資)

図表5-10 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)

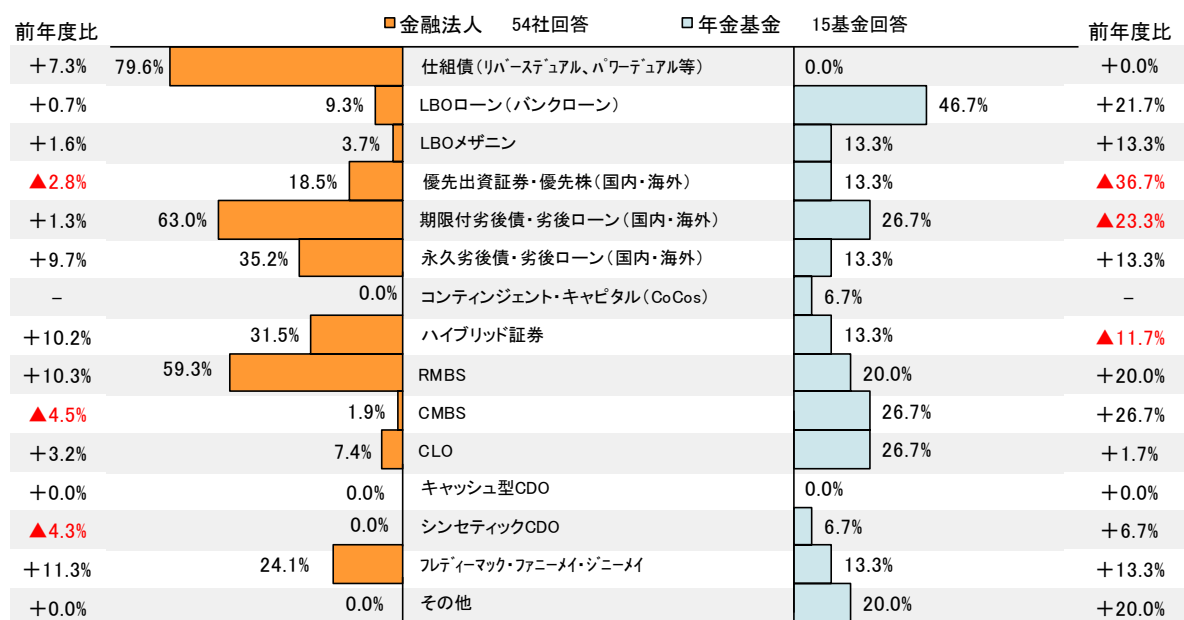
前年度比	金融法人 22社回答	年金基金 12基金回答	前年度比
+4.0%	81.8%	国内ベンチャーキャピタル 16.7%	+0.0%
+5.1%	27.3%	海外ベンチャーキャピタル 8.3%	▲25.0%
▲38.9%	50.0%	国内バイアウト 41.7%	+25.0%
+7.1%	18.2%	海外バイアウト 33.3%	+16.7%
+8.1%	13.6%	国内ディストレス 0.0%	▲16.7%
+3.5%	9.1%	海外ディストレス 8.3%	▲25.0%
+0.0%	0.0%	国内ファンドオブファンズ 25.0%	+8.3%
+8.1%	13.6%	海外ファンドオブファンズ 58.3%	▲8.3%
+4.5%	4.5%	新興国プライベートエクイティ 8.3%	▲8.3%
▲11.1%	0.0%	その他 0.0%	+0.0%

(出所) 大和総研

(クレジット・ストラクチャード投資)

図表5-11 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）



(出所) 大和総研

6. MiFID II 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（及び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（及び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 6-1 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 42.9%：前年度比+3.4 ポイント、年金基金 24.2%：同+5.5 ポイント）が双方ともに昨年から上昇している。図表 6-2 は金融法人のみを対象とし、遵守の手続きが終了しているか（運用委託先及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。昨年度より低くなっているものの「適用対象ではない」（54.1%：同▲8.8 ポイント）の比率が依然として最も高いことがわかる。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 6-3 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 14.3%：同+6.3 ポイント、年金基金 11.1%：同▲8.9 ポイント）が金融法人では上昇していることがわかる。一方、年金基金では「わからない」（81.0%、同 13.5 ポイント）の比率が大きくなっている。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 6-4 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。年金基金は「やや増加する」（26.8%：同+11.4 ポイント）、「大きく減少する」（2.4%：同+2.4 ポイント）の割合が上昇しており、「変動なし」（70.8%：同▲11.2 ポイント）が大きく減少した。一方、金融法人では「変動なし」（88.2%：同+0.4 ポイント）は9割近くに達した。

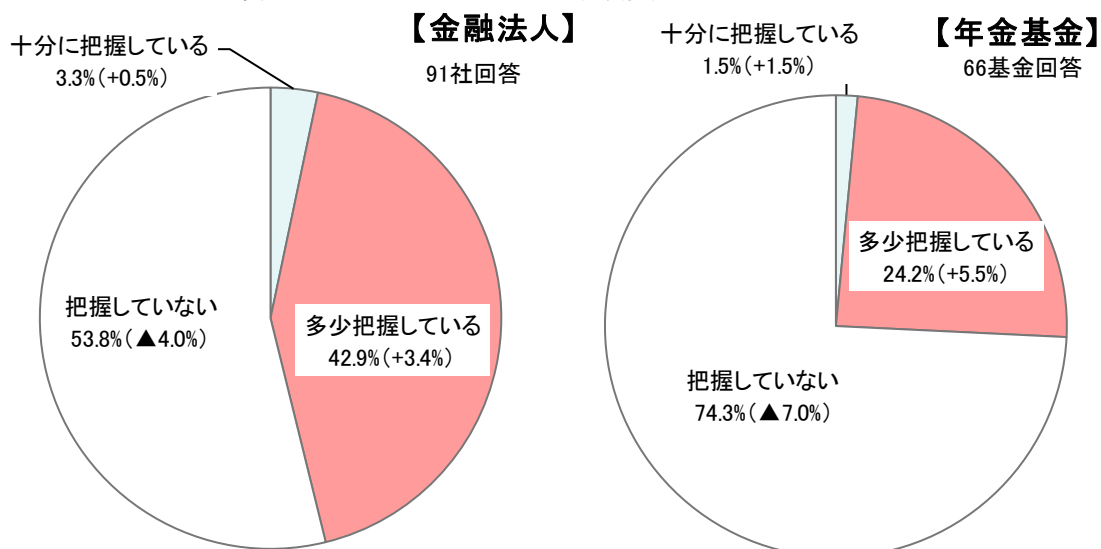
また、リサーチ費用の分離明確化は、セルサイドにおけるリサーチ部門の縮小をはじめ、リサーチ業界の根本を覆すような変化を招くものと、欧州では見られている。図表 6-5 はその変化についての具体例を問うものである。昨年度に続き、金融法人では「情報端末（ブルームバーグ、日経クイック等）の利用の増加」（69.1%）が、年金基金では「運用機関（バイサイド）のインハウスリサーチの強化」（50.0%）が最も高率となった。

図表 6-6 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」（44.0%：同▲0.6 ポイント）が昨年度に続き最も比率が高かつ

たが、年金基金では「断固として反対する」（4.7%、同▲13.8ポイント）が昨年度から大きく低下した代わりに、「（手数料の透明性が高まるため）導入を歓迎する」が大きく上昇した（18.6%、同+16.0ポイント）。昨年度までの調査では、年金基金が本規制強化に否定的な見解を持っている様子がみられていたが、本年度でこれが反転した形となる。図表 6-7 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 6 割超から「運用機関から別途リサーチ費用を請求されること」（金融法人 63.6%、年金基金 63.9%）との回答があった。さらに、「（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 61.0%、年金基金 47.2%）が続いている。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 6-1 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？

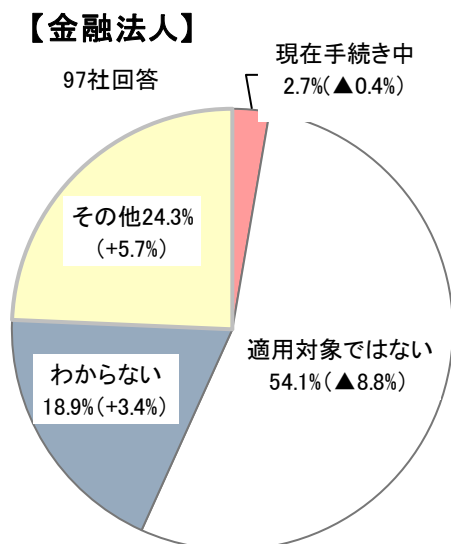


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 6-2 MiFID II 適用開始に向けた遵守状況

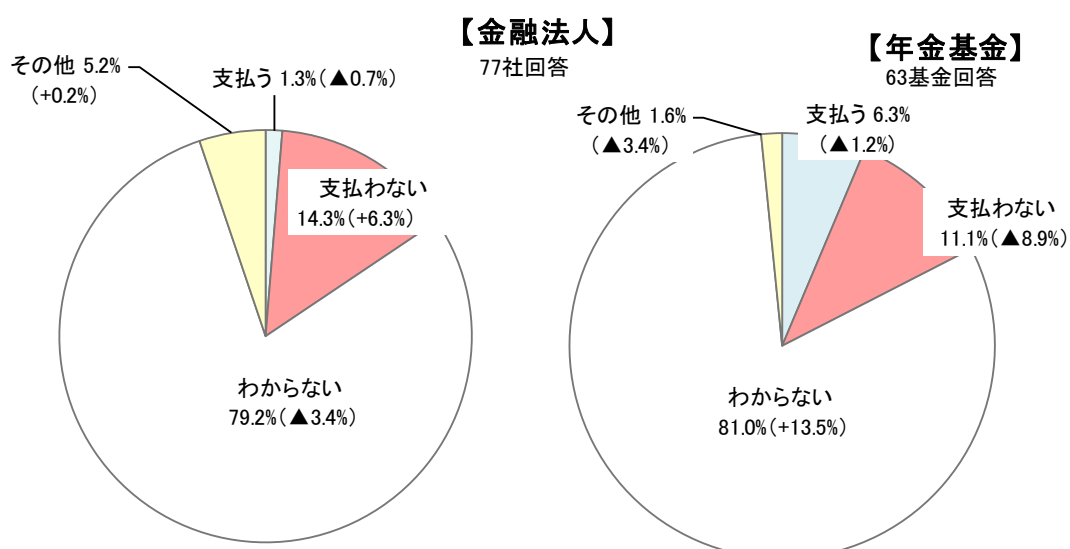
MiFID II 適用開始に向け、遵守の手続きをとっていますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 6-3 リサーチ費用の請求を受けた際の対応

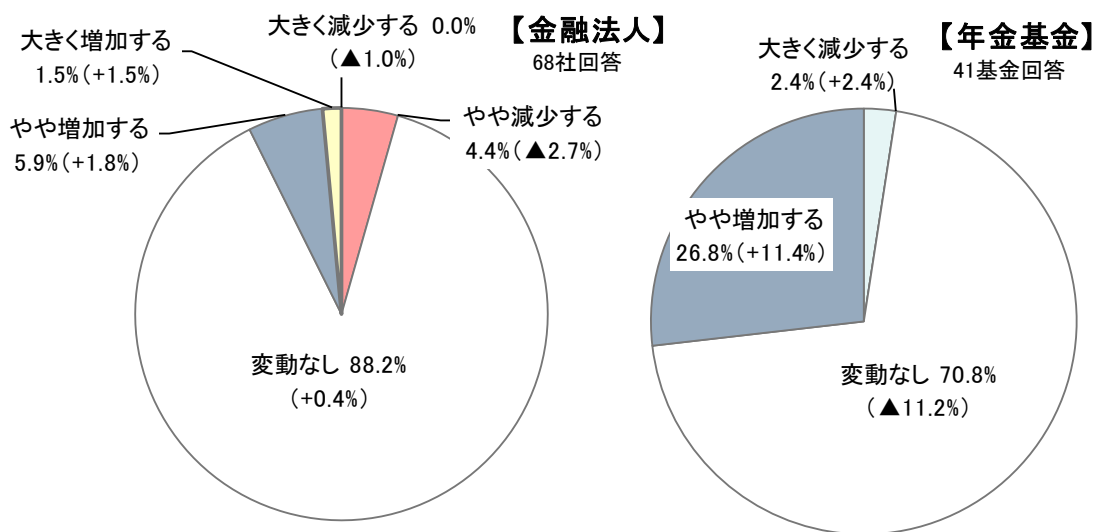
MiFID II 適用開始後、運用委託先および証券会社等からリサーチ費用を別途請求された場合にどのように対処しますか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 6-4 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？

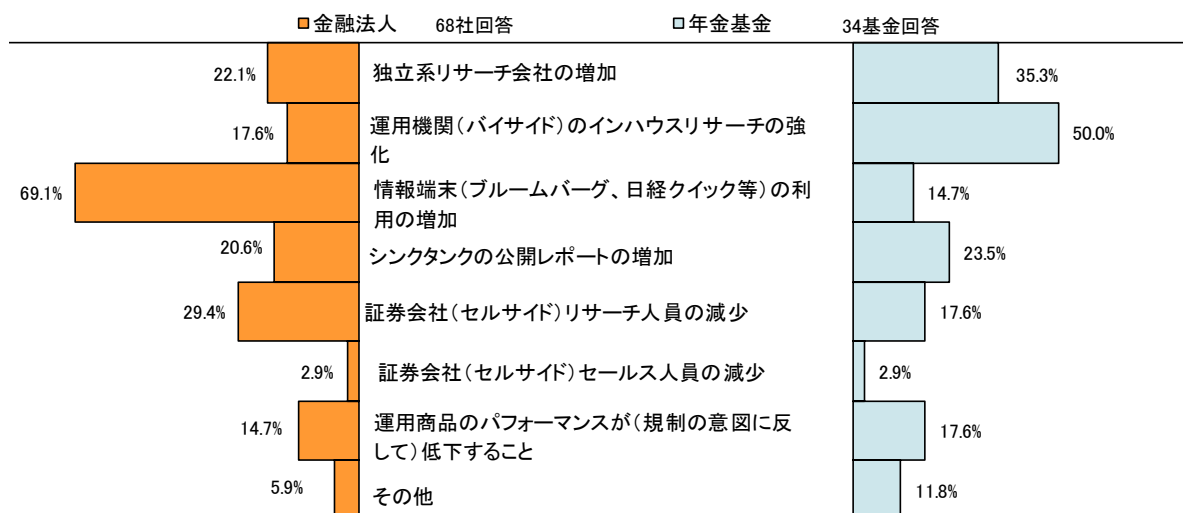


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 6-5 リサーチ費用の分離明確化による変化

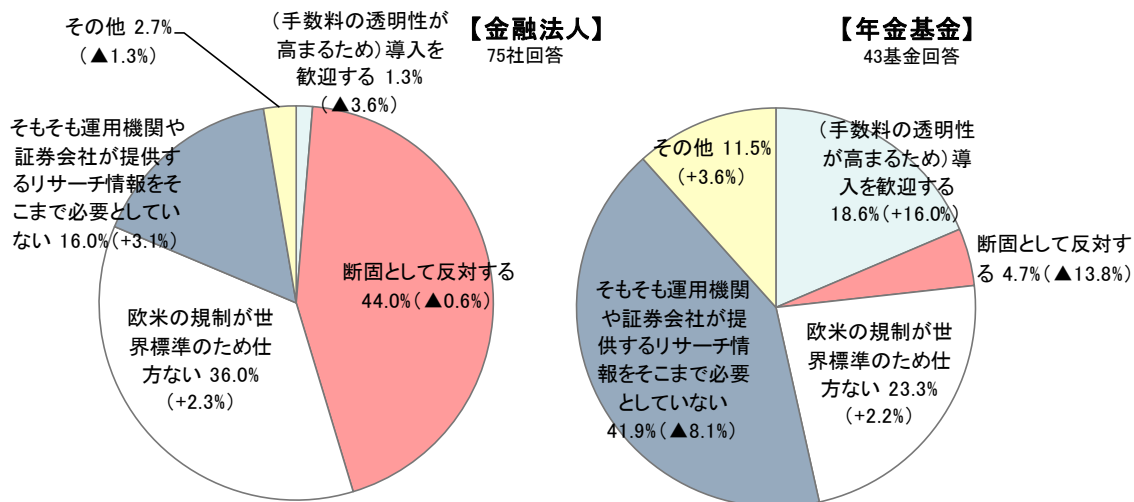
MiFID II適用開始後にリサーチ費用の分離明確化でどのような変化が生じると思いますか？（複数回答可）



(出所) 大和総研

図表 6-6 日本でも同様の規制導入の可能性について

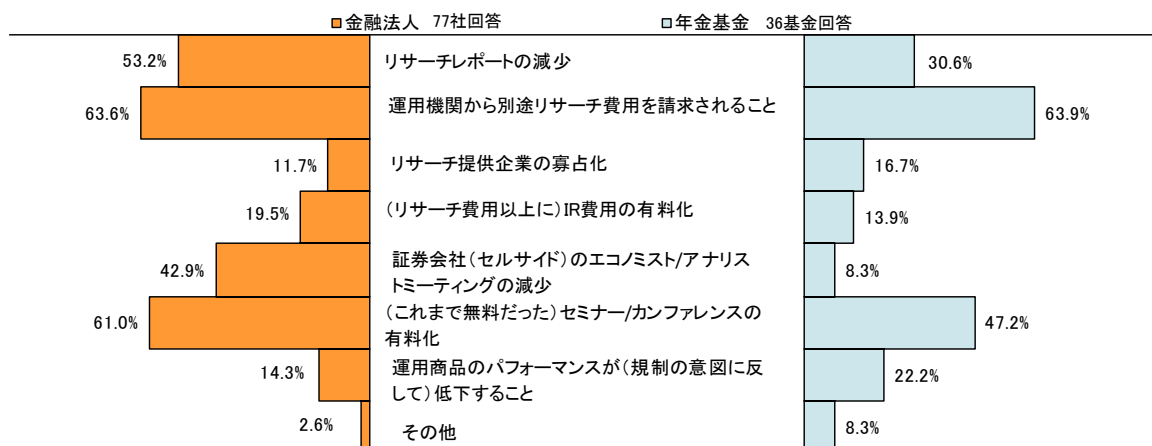
日本でも同様の規制が数年後には導入される可能性が指摘されていますが、どう思いますか？



(出所) 大和総研

図表 6-7 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

7. 金融規制（バーゼル規制）、バンク・ファイナンス（カバード・ボンド）

7-1. バーゼル規制に対する懸念点

図表 7-1 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）⁶」（64.8%：前年度比▲9.0 ポイント）が昨年度に続き今年度も、最も高率となっていることがわかる。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）国内基準行でも 2019 年 3 月期より開示が始まったことが影響している。

また昨年度より大幅に比率を上げた「信用リスクの標準的手法の見直し（資本フロアの導入）⁷」（46.2%：前年度比+16.2 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「ソブリンリスクの見直し⁸」（25.3%：同+4.7 ポイント）や「普通株式等 Tier1 資本の不足」（23.1%：同+10.0 ポイント）、「オペレーショナルリスクの見直し」（16.5%、同+12.7 ポイント）もそれぞれ昨年度から比率が上昇した。

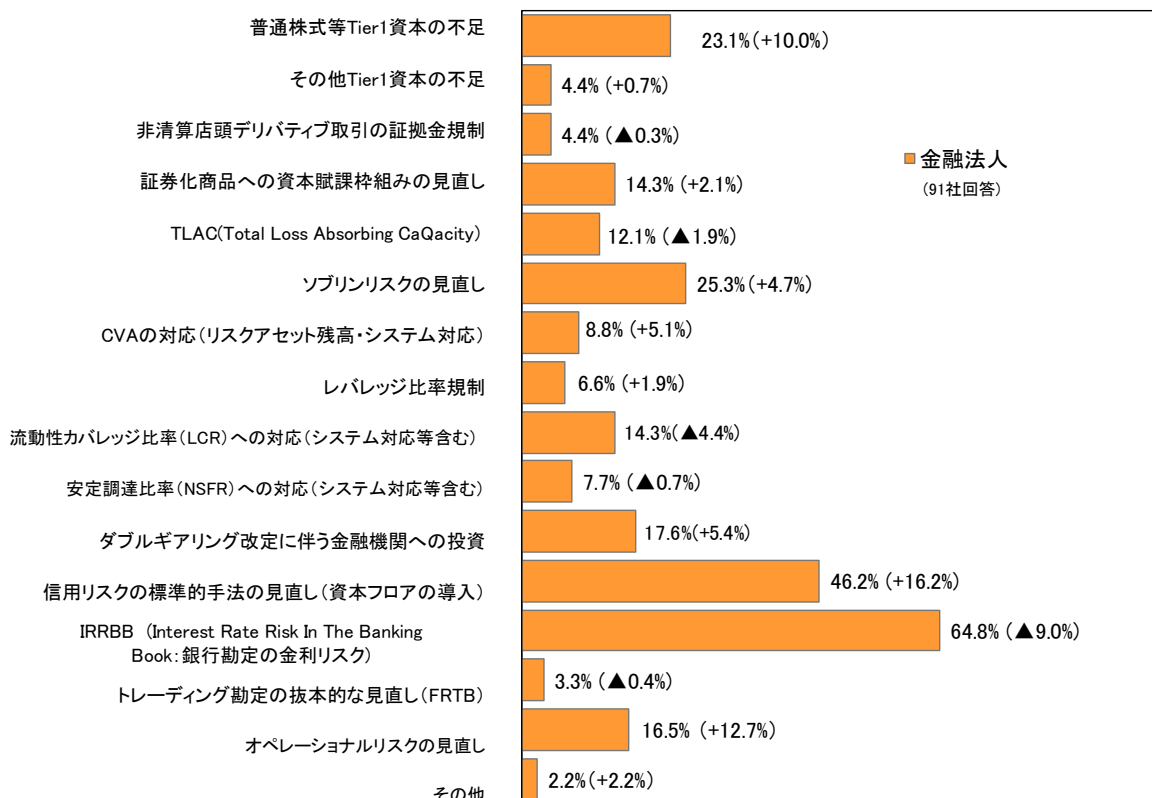
6 市中協議段階では、第一の柱で資本賦課の対象とする 1 柱案と、現行アウトライヤー規制を強化する 2 柱案の両論併記になっていたが、2016 年 4 月の最終規則公表により、2 柱案が採用されている。

7 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。

8 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 7-1 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）

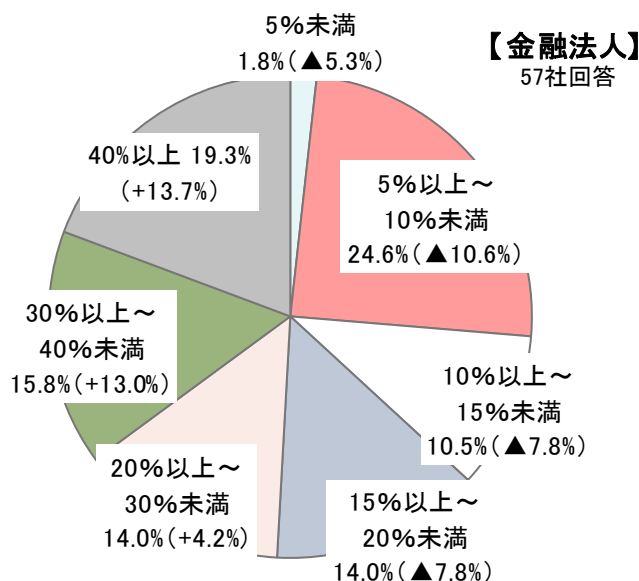


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 7-2 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？

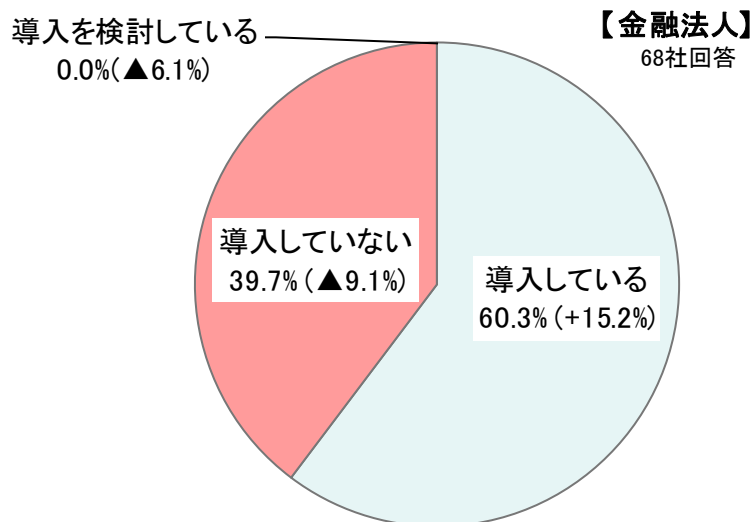


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 7-3 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？

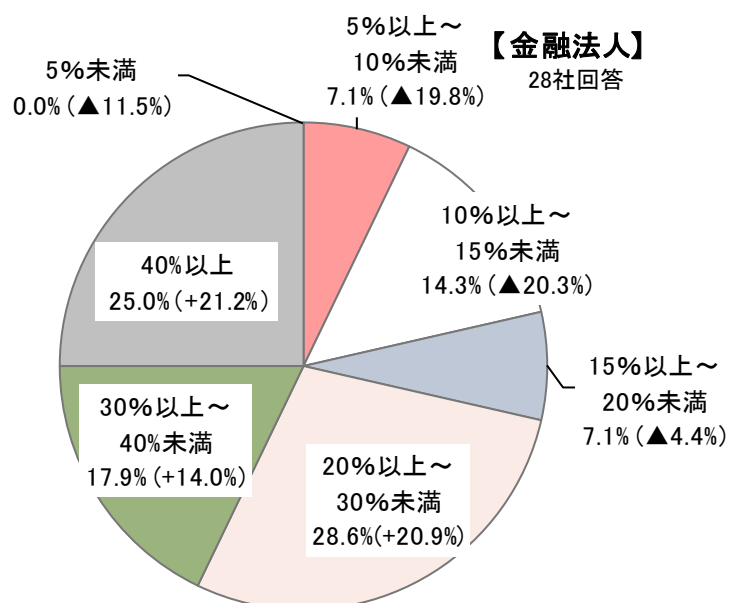


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

図表 7-4 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？

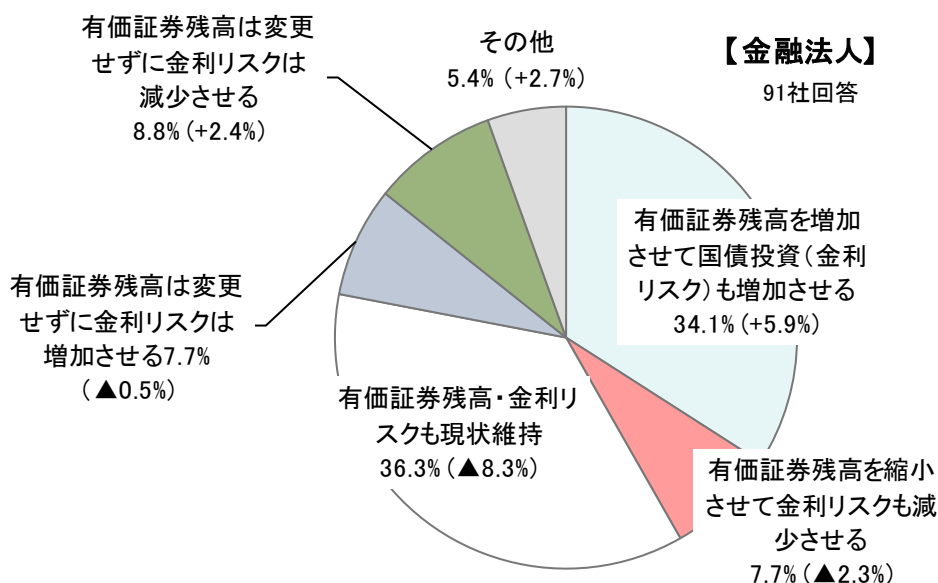


（注）括弧内は前年度比増減

（出所）大和総研

図表 7-5 今後の国債投資（金利リスク）の方向性（金融法人のみ）

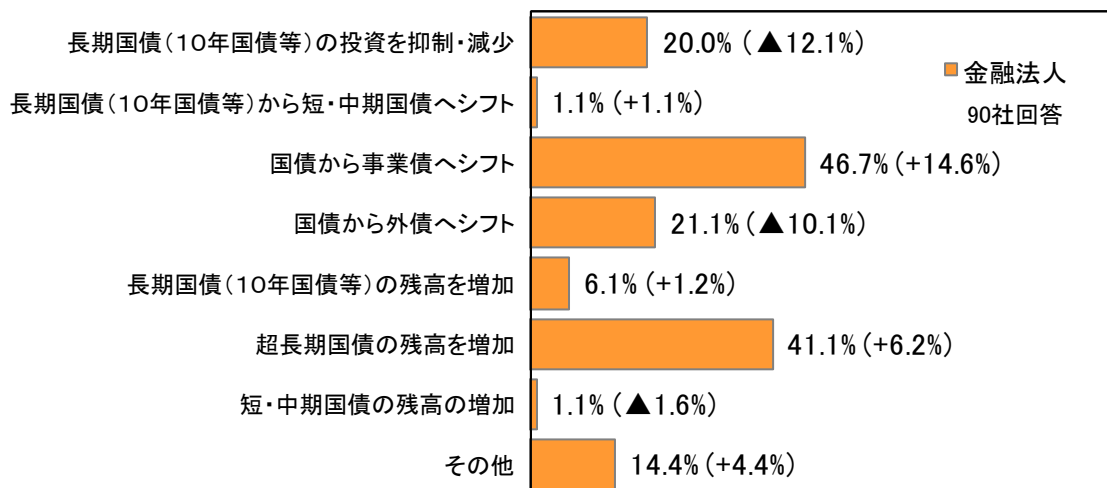
今後の国債投資（金利リスク）に対する方針はどのようにお考えですか？



(注) 括弧内は前年度比増減
(出所) 大和総研

図表 7-6 今後の国債投資戦略

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

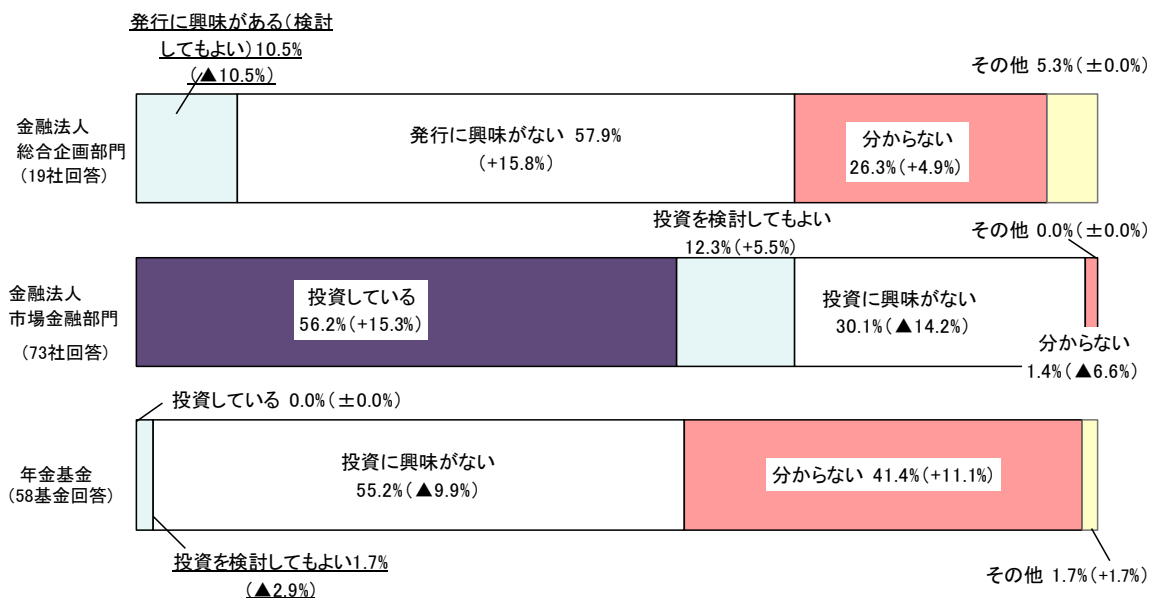
7-2. カバード・ボンド

カバード・ボンドとは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種を指す。信用力の高い債権で構成される倒産隔離されたカバープールを担保として発行され、投資家は発行体の信用力と、担保資産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。過去カバード・ボンド市場はドイツやフランス、デンマーク等の欧州の金融機関が発行するケースがほとんどとなっていた。ただ近年は邦銀でもカバード・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ている。

カバード・ボンドについて投資・発行に興味があるかの設問では（図表7-7）、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）」が前年度比で半減となる10.5%に低下した。しかし、金融法人の市場金融部門では「投資している」が前年度比+15.3ポイント（56.2%）と大きく上昇した。一方、年金基金では「投資に興味がない」（55.2%、前年度比▲9.9ポイント）が減少したものの、「分からない」が増える（41.4%、同+11.1%）など、カバード・ボンドに対する理解は変わらず深まっていない。図表7-8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、金融法人では昨年度よりさらに比率を上げた「デンマーク」が例年通り最も高率となった（93.9%：同+9.8ポイント）。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への信用力の高さにつながるなども理由に支持を集めたようだ。

図表 7-7 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？

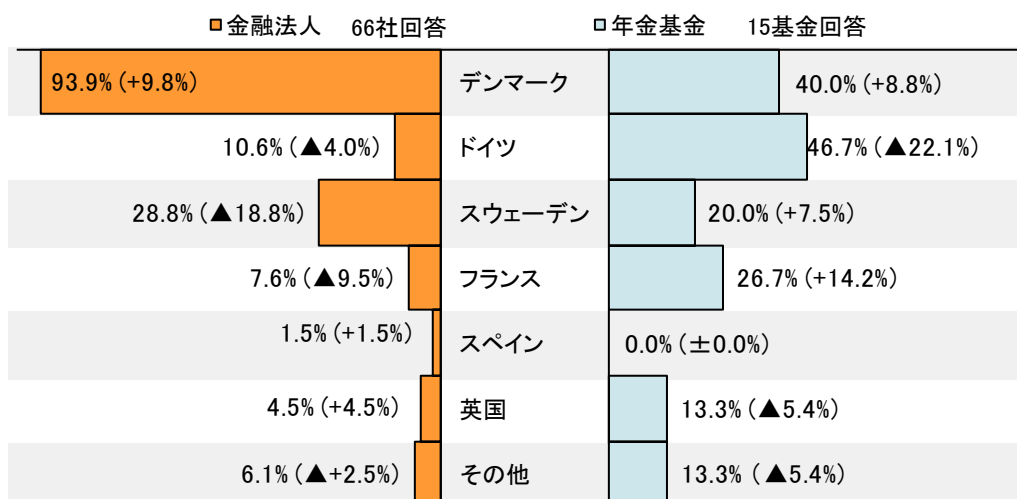


(注) 括弧内は前年度比増減

(出所) 大和総研

図表 7-8 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

8. むすびに代えて

今年度のアンケートでは、米中の貿易摩擦や度重なる英国の EU 離脱の延期など、政治的不確実性を高める問題が山積みの中、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、円債市場の機能不全や日銀のマイナス金利の深掘りに対処すべく、インカムゲインが少しでも期待できる、住宅ローンの証券化商品や劣後債等のメザニン投資を拡大させるなど、貸出金の収益率低迷を補うためポートフォリオのリスクを高めた様子が見られる。また本業利益を補填する REIT 投資はやや一服させ、近年、採用比率を減少させ続けたヘッジファンドを再度採用するなどの動きも見られた。

一方、年金基金は、従来のインフラファンドだけでなく、絶対リターンを標榜する債券アンコンストレインドファンドやバンクローン等の採用比率も大きく伸ばしている。また、従来のヘッジファンドだけでなく、マルチアセットや保険リンク商品等が多く採用されている実態が明らかとなった。ポートフォリオ全体の分散効果を高める狙いもあり、多様な戦略を拡大する動きが見られた。一方、政治的リスクの高さ等で揺れるアジア・エマージング投資は縮小傾向にあることも明らかとなった。また運用成績の低迷や運用手数料の高さ等もあり、ヘッジファンドは昨年に続き敬遠されている。

またグローバル化が進む中、日本でもチャレンジャーバンク等のデジタル銀行への関心も高く、今後の投資対象となる可能性が高いことが示されている。またここ数年猛暑や豪雨災害が続いているため、SDGs への対応を本格化している金融法人、年金基金の存在も目立った。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、若干であるが理解が進み、複数の投資家はその状況を把握しつつある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の有効性を認めつつも、デューデリジェンスやガバナンスに対する十分な体制作りが求められるため、オルタナティブ投資に及び腰になるケースは少なくない。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が重要である。金融法人、年金基金の双方の投資動向を確認することは、その一助として今後も必要性が増していくだろう。既に商品選択の能力を備えている投資家は、明確なヘッジ戦略を立て、オルタナティブ投資の活用をさら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)