

2021

**インベスコ
グローバル・ソブリン・アセット・
マネジメント・スタディ（要約版）**

目次

はじめに	03	主な指標	04
テーマ 1	07	テーマ 2	11
新型コロナウイルス感染症により流動性が焦点に。資金引き出しにより保有資産が減少し、現金資産が倍増		パンデミックによりESG投資の採用が進み、インパクト投資の重要性が増す	
新型コロナウイルスの世界的な大流行（パンデミック）により、当面の資金引き出しニーズと将来の投資機会を捉えるため、流動性が焦点になりました。低利回り環境とインフレ懸念を背景に債券への資産配分が削減され、株式とプライベート資産が増加しました。また、バリュエーションへの懸念はあるものの、アクティブ戦略の活用や投資期間の長期化によってそれが一部低減する形で株式配分は増加しています。		新型コロナウイルスにより、特に中央銀行の間でESGへの注目が高まっています。気候変動は市場価格に完全には織り込まれていないとの見方が一般的となり、それによりESGインテグレーションの目的が投資リターンの改善へと変化しました。特に開発ソブリンの間でインパクト投資への関心が高まっていますが、規模があり投資可能な機会を見つけることが課題として残っています。	
テーマ 3	17	テーマ 4	22
地政学的リスクは残るものの、新型コロナウイルス感染症の収束と共に中国への投資を再開		不動産は依然として堅調であり、気候変動リスクが最大の懸念事項	
魅力的な内需によるリターンと多様な投資機会に支えられ、中国の投資妙味は過去4年間で着実に高まっています。ソブリン投資家は、中国の経済的重要性の高まりと、株価指数と債券指数における中国採用の増加に着目しています。一方で、政治的リスクはますます大きな課題となっており、ソブリン投資家は投資に対する重要な障害として米国との政治的緊張の高まりを指摘しています。		ソブリン投資家は引き続き不動産を大きな投資機会を見出しており、北米と欧州先進国がその投資地域として注目されています。投資機会は不動産タイプによって異なっており、産業施設（物流倉庫）、住居、データセンターが最も魅力的な利回りを提供すると見なされています。また、気候変動はポートフォリオに対する最も重要なリスクと見なされており、ソブリン投資家は不動産の評価とデューデリジェンスの際に気候リスクの考慮を強めています。	
テーマ 5	27	付録	31
中央銀行はリスクに改めて注目しており、より大規模でより分散された、より流動性の高い準備金に移行			
新型コロナウイルスによりリスクに関する議論が高まり、準備金が増加し、流動性資産への配分が増加しました。中央銀行は、ポートフォリオ・レベルでのリスクを注視するようになっており、非伝統的な「リスク資産」への配分が注目されています。株式の重要性は高まり続けていますが、広範なインデックスやETFという最も流動性の高い選択肢が注目されています。また、米ドルからの資金移動が続いており、その主な受け皿は中国人民元となっています。			



はじめに
主な指標
テーマ 1
テーマ 2
テーマ 3
テーマ 4
テーマ 5
付録



ようこそ



インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
代表取締役社長兼CEO
佐藤秀樹

ソブリン投資家を対象とした私たちの調査は、今年で9回目を迎えました。

2013年に1回目の調査を開始し、2021年は世界各国のソブリン・ウェルス・ファンド、政府年金ファンド、および中央銀行の資産や準備金を運用する141名の投資責任者（82のソブリン投資家と59の中央銀行）から見解を得ることができました。これらの投資家の運用資産は、19兆米ドルを超えています（2021年3月現在）。



9回目

ソブリン投資家に関する
年次調査



141名

世界各国のソブリン・ウェルス・ファンド、政府年金ファンド、
および中央銀行の資産や準備金を運用する投資責任者



2013年

に調査を開始



82

のソブリン投資家



59

の中央銀行



19兆米ドル

運用資産(2021年3月現在)



今年の調査では、新型コロナウイルスの感染拡大が事業オペレーションと投資戦略の双方に影響を与えていることを踏まえ、コロナ禍の影響を中心に分析しました。これには、危機に対応して行われた調整や、流動性の低いプライベート・マーケットへの配分の増加や中国への関心など、長期的なトレンドへの影響の調査が含まれます。

テーマ1では、資産配分と流動性に焦点を当てています。財政難に直面している政府は、財政赤字の穴埋めのために政府系ファンドなどのソブリン投資家に注目しました。一部のソブリン投資家は十分な体制がとられていましたが、一部のソブリン投資家は流動性の確保のために迅速な対応にせまられました。その他、金利の急速な低下がポートフォリオにどのように影響し、債券から株式や流動性の低いプライベート・マーケットに資金を移動させたかについても見ていきます。

テーマ2では、新型コロナウイルスにより従来の構造的かつ環境への課題が浮き彫りになる中でのESG投資への注目の高まりを取り上げます。中央銀行は、気候変動を考慮してESG投資を大幅に増やしており、ESGへのシフトは急速に進んでいます。また、魅力的な投資リターンをもたらす投資機会に支えられて環境へ好ましい影響を与えることを望むソブリン投資家もESG投資に注目しています。

テーマ3では、中国の投資魅力の高まりを検証します。テクノロジーなどの分野におけるイノベーションや、インフラストラクチャーなどの分野における外国資本の呼び込みに後押しされ、中国へのアクセスは改善し、魅力的なリターンの機会が増加していることは、注目すべき点です。一方で、政治的緊張は引き続き障害となっており、過去2年間でより深刻になっていると考えられます。

テーマ4では、一部の地域やセクターで新型コロナウイルスの影響を過度に受けている資産クラスの不動産を取り上げます。現在の市況を購入機会として着目している長期の投資期間をもつ多くのソブリン投資家は、短期的な不確実性に備え、しばしば大胆な投資行動をとりました。ソブリン投資家は、安定した規制環境を有する成熟市場と、パンデミックの影響が小さい産業施設（物流倉庫）と住宅セクターに着目しています。

テーマ5は、中央銀行の準備資産の管理における継続的な変化です。中央銀行がリスクについて考慮する方法に構造的な変化が見られており、単一の資産ではなくポートフォリオベースでリスクを評価するようになってきました。これにより、従来とは異なる「リスク資産」の活用が増え、リターンの向上と同時に分散投資によるリスクの低下が見られるようになりました。

これまでと同様、今年の調査の主要テーマが皆さまのお役に立てれば幸いです。詳細につきましては、インベスコの機関投資家ページをご覧ください。



はじめに

主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

テーマ5

付録



主な指標

投資期間

ソブリン投資家の投資期間は、2020年9.4年から2021年9.7年と、引き続き長期化の傾向にあります。これは、主に新型コロナウイルスにより生じた市場の混乱のため、投資ソブリン、債務ソブリンおよび開発ソブリンの投資期間が長期化したことを反映するものです。一方で、パンデミックの対応に資金を提供したために保有資産が減少した流動性ソブリンの投資期間は2.9年と、ほぼ変化はありませんでした。

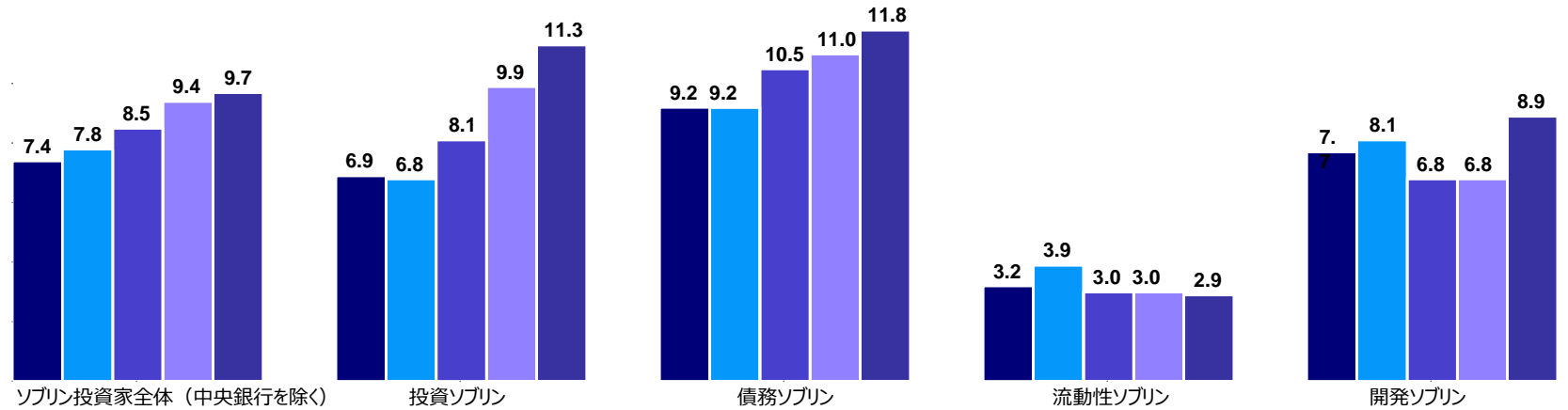
パフォーマンス

厳しい市場環境にもかかわらず、2020年のパフォーマンスは前年に続き良好でした。ソブリン投資家の2020年のリターンは7.3%と、前年の平均値の7.6%からわずかながら低下しました。

投資家セグメント別では、前年はセグメント間で差が見られましたが、2020年はほぼ同水準となりました。開発ソブリンと流動性ソブリンのリターンの平均値はそれぞれ前年から0.6%、1.2%上昇し、特に流動性ソブリンは債券利回りの低下により資本が増価しました。一方で、投資ソブリンと債務ソブリンのリターンの平均値は、それぞれ1.0%と0.8%低下しました。

図A

2017年から2021年までの投資期間の推移（年）

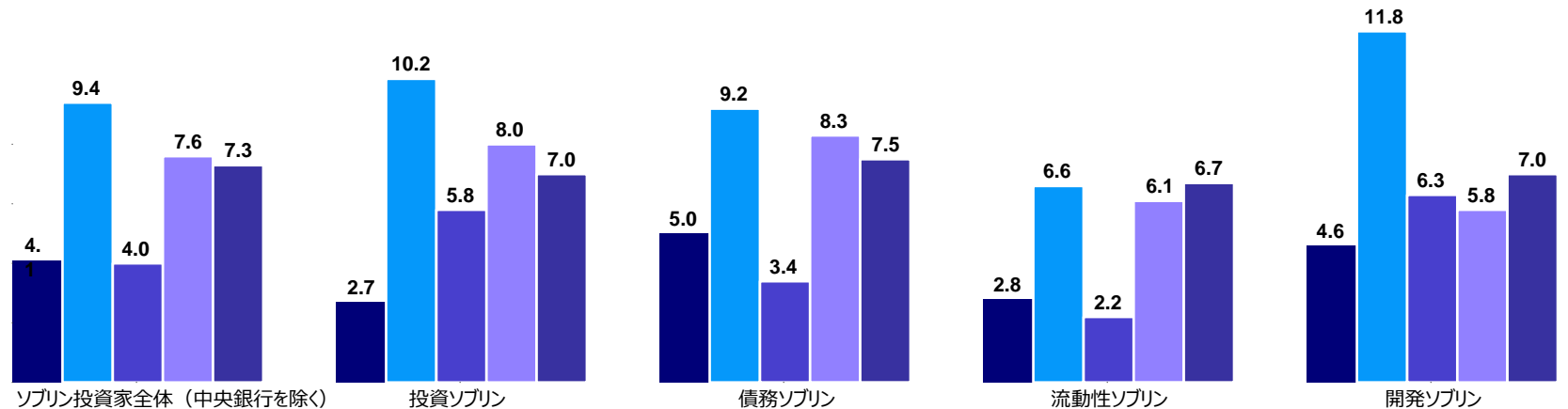


投資期間はどの程度ですか？

回答数：2017年＝57、2018年＝64、2019年＝65、2020年＝58、2021年＝55。ソブリン投資家の定義は31ページを参照。

図B

2016年から2020年までの投資家セグメント別の年間実績リターン（%）



過去1年間のポートフォリオの年間実績リターン（2019年12月31日時点）はどれくらいですか？

回答数：2016年＝49、2017年＝52、2018年＝55、2019年＝71、2020年＝61。



はじめに

▶ 主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

テーマ5

付録



資産配分

債券への配分は、前年の34%から2021年は29%に減少しました。これは、金利の低下を受けたソブリン投資家が、他の資産でのリターンを確保を目指したためです。一方、株式は、2020年1-3月期に市場の急落を経験しましたが、その後力強い反発を示しました。その結果、ソブリン投資家の株式への配分は、2020年の26%から2021年は28%に上昇しました。

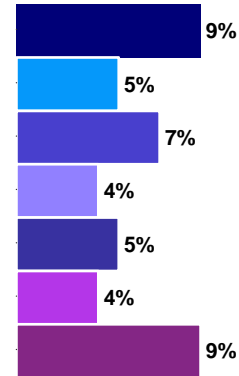
過去12カ月間、ソブリン投資家は、ポートフォリオの流動性を維持し、将来の資金の引き出しに備えましたため、現金資産の配分は2020年の4%から9%に増加しました。また、2015年から配分が増加していた流動性の低いオルタナティブ資産は、2021年は初めて減少しました。

図C

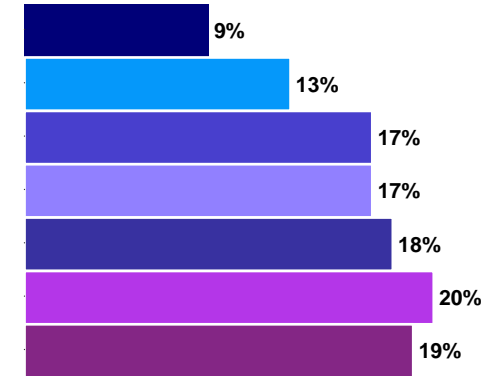
2015年から2021年の資産配分の動向 (%)

■ 2015 ■ 2016 ■ 2017 ■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021

現金



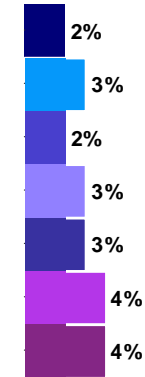
流動性の低いオルタナティブ資産



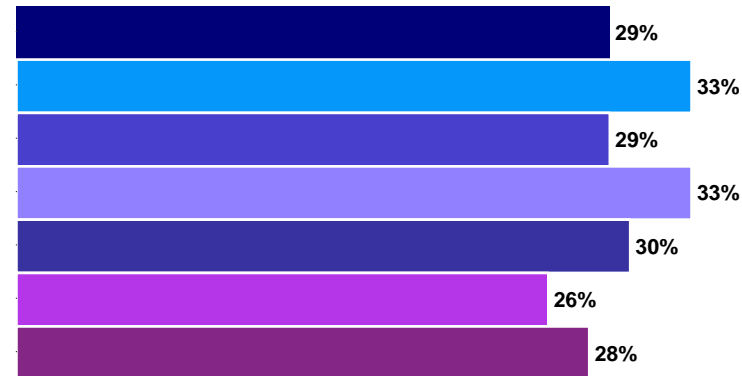
債券



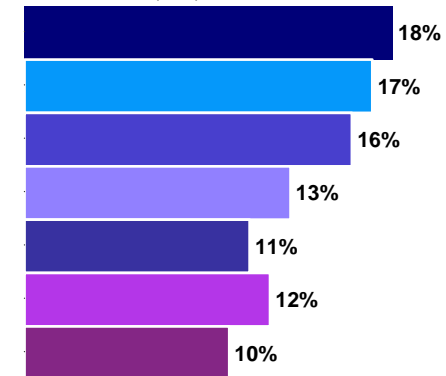
流動性の高いオルタナティブ資産



株式



直接戦略投資(DSI)



現在の資産配分はどうなっていますか？

回答数：2015年=44、2016年=57、2017年=62、2018年=63、2019年=53、2020年=78、2021年=54。



はじめに

▶ 主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

テーマ5

付録

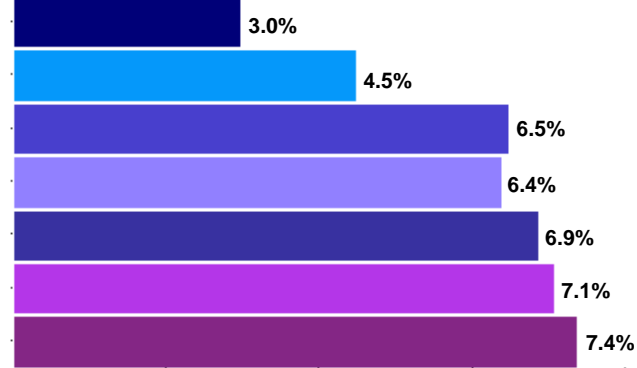


図D

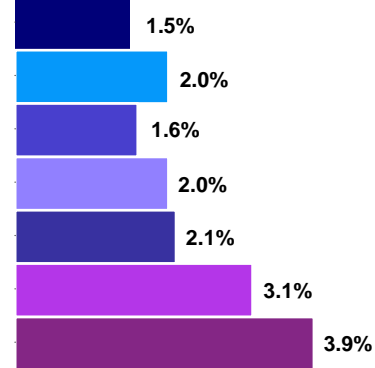
2014年から2020年のオルタナティブ投資への資産配分の動向（%）

■ 2015 ■ 2016 ■ 2017 ■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021

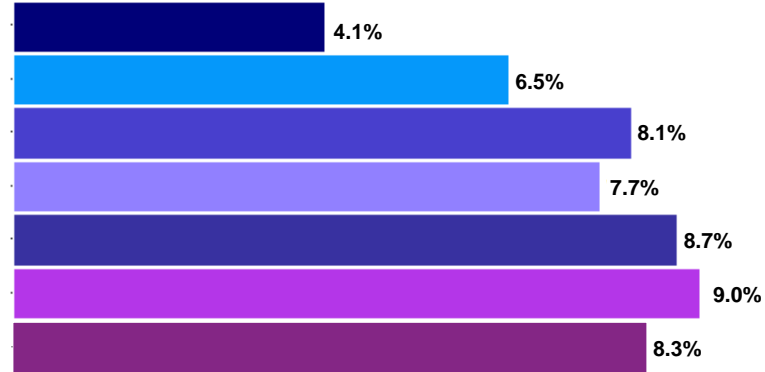
プライベート・エクイティ



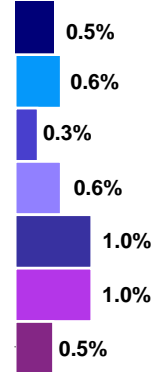
ヘッジファンド／絶対リターンファンド



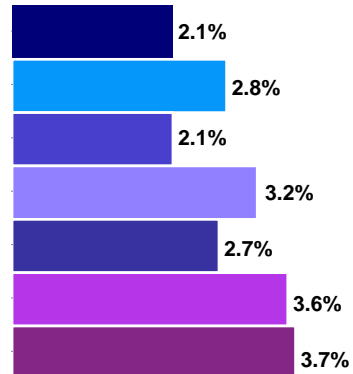
不動産



コモディティ



インフラストラクチャー



現在のオルタナティブ投資における資産配分は怎么样了？

回答数：2015年＝44、2016年＝57、2017年＝62、2018年＝63、2019年＝53、2020年＝78、2021年＝54。



はじめに

▶ 主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

テーマ5

付録





はじめに

主な指標

▶ テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

テーマ5

付録

テーマ1

新型コロナウイルス感染症により 流動性が焦点に 保有資産額は減少し、現金資産 の割合は倍増



新型コロナウイルスによる財政への影響で、2020年にソブリン・ウェルス・ファンドの3分の1以上が保有資産の減少と現金資産へのシフトを経験。一部のソブリン投資家は、さらなる資金引き出しを見越して保有資産の流動性を継続的に重視



金利の低下りとデフレーションの長期化によるリスクにより、債券への資産配分が減少しており、さらなる低下が予想される。その一方で、株式とプライベート・マーケットへの投資を選好

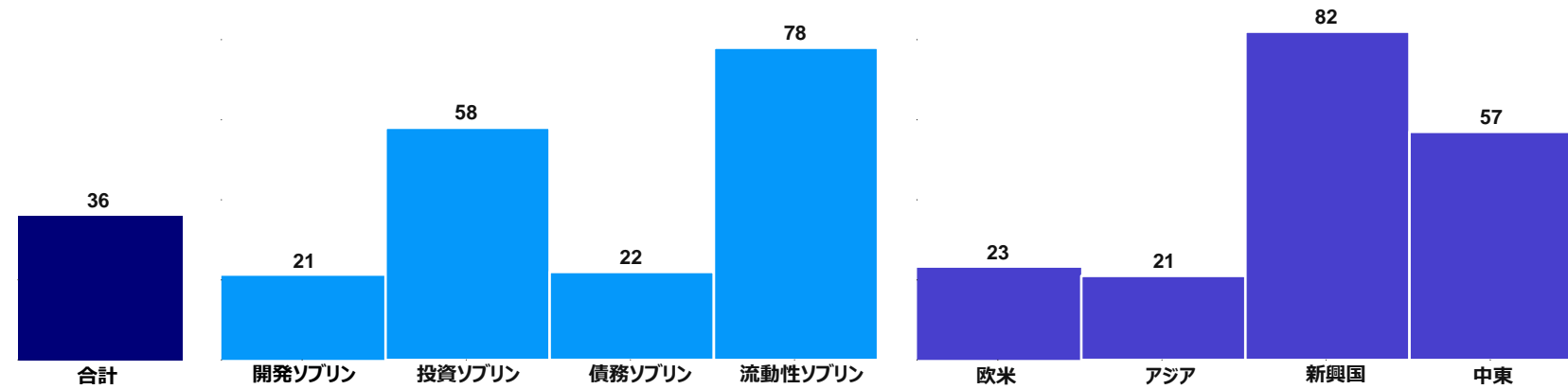


ソブリン投資家は、「他に投資する資産がない」という理由でだけで株式が過大評価され、資産配分が増加することを懸念。ただし、このリスクは、アクティブ戦略の増加や、投資期間の長期化により軽減



新型コロナウイルスの財政への影響により、一部の政府は、資本支援ならびに財政赤字補填のために2020年に政府系ファンドなどのソブリン投資家の資産を活用しました。2021年1月と2月に実施した今年の調査において、流動性ソブリンの78%や投資ソブリンの58%を含む全ソブリン投資家の3分の1以上が保有資産の減少を経験しました(図1.1)。

図 1.1
新型コロナウイルスにより保有資産の減少を経験したソブリン投資家 (%、ソブリン投資家)



新型コロナウイルスにより保有資産が減少しましたか？
中央銀行を除く。回答数：118。

新型コロナウイルス感染拡大による経済活動の低迷に伴い税収が減少する中で、政府は経済や、公衆衛生といった公共サービスを支える政策を相次いで実施し、企業や家計を支援しました。そのため一部の政府は、資本支援ならびに財政赤字補填のために政府系ファンドなどのソブリン投資家の資産を活用しました。



流動性のニーズに対応するため、リスク資産や流動性の低い資産への投資を控えています。

アフリカの流動性ソブリン



- はじめに
- 主な指標
- ▶ テーマ 1
- テーマ 2
- テーマ 3
- テーマ 4
- テーマ 5
- 付録



流動性が焦点に。ソブリン投資家は保有している流動性の低い資産に注目し、現金資産は倍増

現金

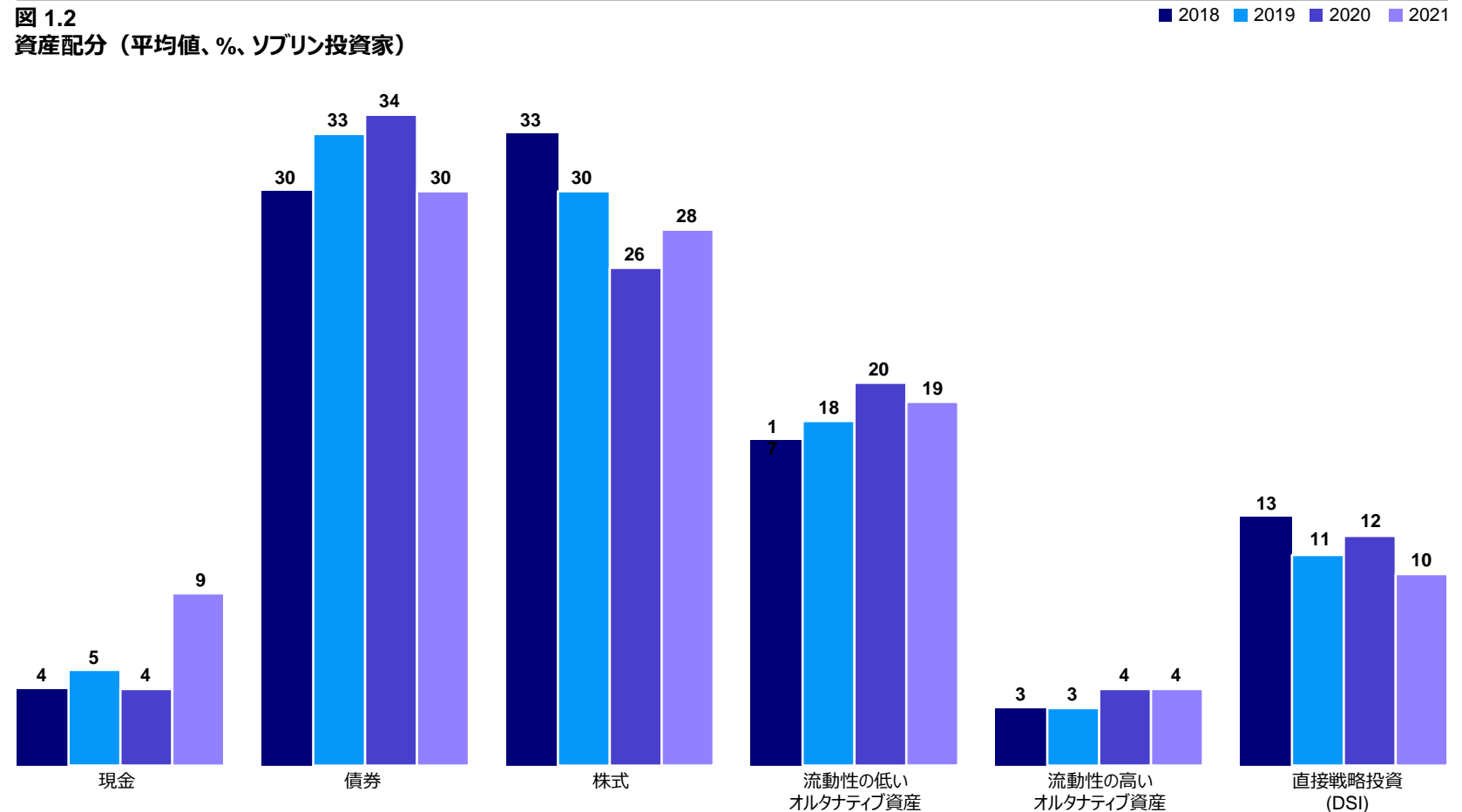
流動性を重視したことで、2020年にはポートフォリオ内の現金が2倍以上に増加しました。これには、足元の緊急性以外に、一部のソブリン投資家によるさらなる資金引き出しの可能性を見越した動きが反映されています。一方で、ソブリン投資家はまた、コロナ禍により流動性の重要性を再認識したと指摘しています。流動性の確保は、今後起こりうる「ブラックスワン」に対するリスクヘッジとなる一方、投資の好機に対して柔軟なアプローチをとるためにも重要であると考えています。



…ポートフォリオの構築において、非流動性プレミアムの獲得と特別な投資機会の中にバランスを取りながら、同時に、タクティカルな機会が生じた場合に素早く行動できるように、十分な柔軟性と流動性を維持しています。

APACの投資ソブリン

図 1.2
資産配分（平均値、%、ソブリン投資家）



現在の資産配分はどうなっていますか？ 回答数：2018年＝63、2019年＝53、2020年＝78、2021年＝54。



はじめに

主な指標

▶ テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

テーマ 5

付録



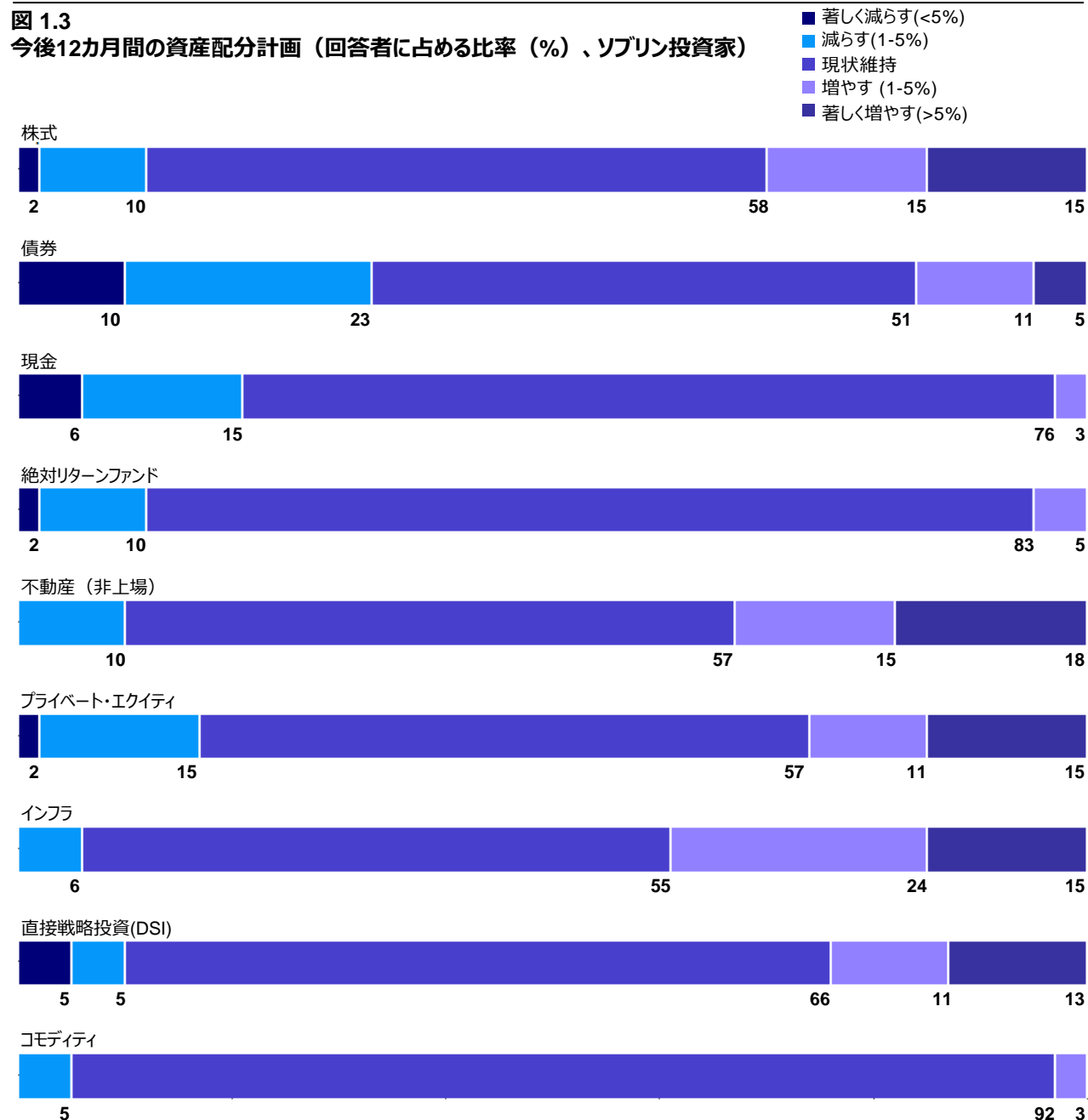
株式

十分に体制を整えていたソブリン投資家の多くは、パンデミックのさなかに機動的に株式を購入し、その後の株価バリュエーションの回復により、ソブリン投資家の4分の1以上が株式がオーバーウェイトとなっています。株式への、そして債券からの資金流入の動きは、投資ソブリンと債務ソブリンによる株式の配分引き上げにも後押しされ、来年も続く予想されます。

プライベート・マーケット

プライベート・マーケットは、債券への配分の減少によるもう1つの最大の受け皿と考えられます。債券リターンの代替となる資産に着目しているため、債務ソブリンが主にこの動きを推進しています。債券利回りの低下により、債券と同様のリスク低減の役割を果たすと見込まれるプライベート・マーケット資産がより魅力的な資産と見なされ始めています。

図 1.3
今後12カ月間の資産配分計画（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



各資産クラスについて、今後12カ月間で戦略的アセット・アロケーションを増やす、現状維持、あるいは減らす計画はありますか？
回答数：62



テーマ2

インパクト投資の重要性が増す中、 パンデミックによりESG投資の採用 が増加



ソブリン投資家の約3分の1が、パンデミックによりESGへの注目を高めており、人的活動の環境への影響と、不平等と健康に関する労働基準の課題が浮き彫りにされたと述べる



多くのソブリン投資家は、気候変動が市場価格に完全には織り込まれておらず、さらなるリターン機会があると見込む



ソブリン投資家はさまざまなESG戦略を採用しており、開発ソブリンの間でインパクト投資の重要性が高まる

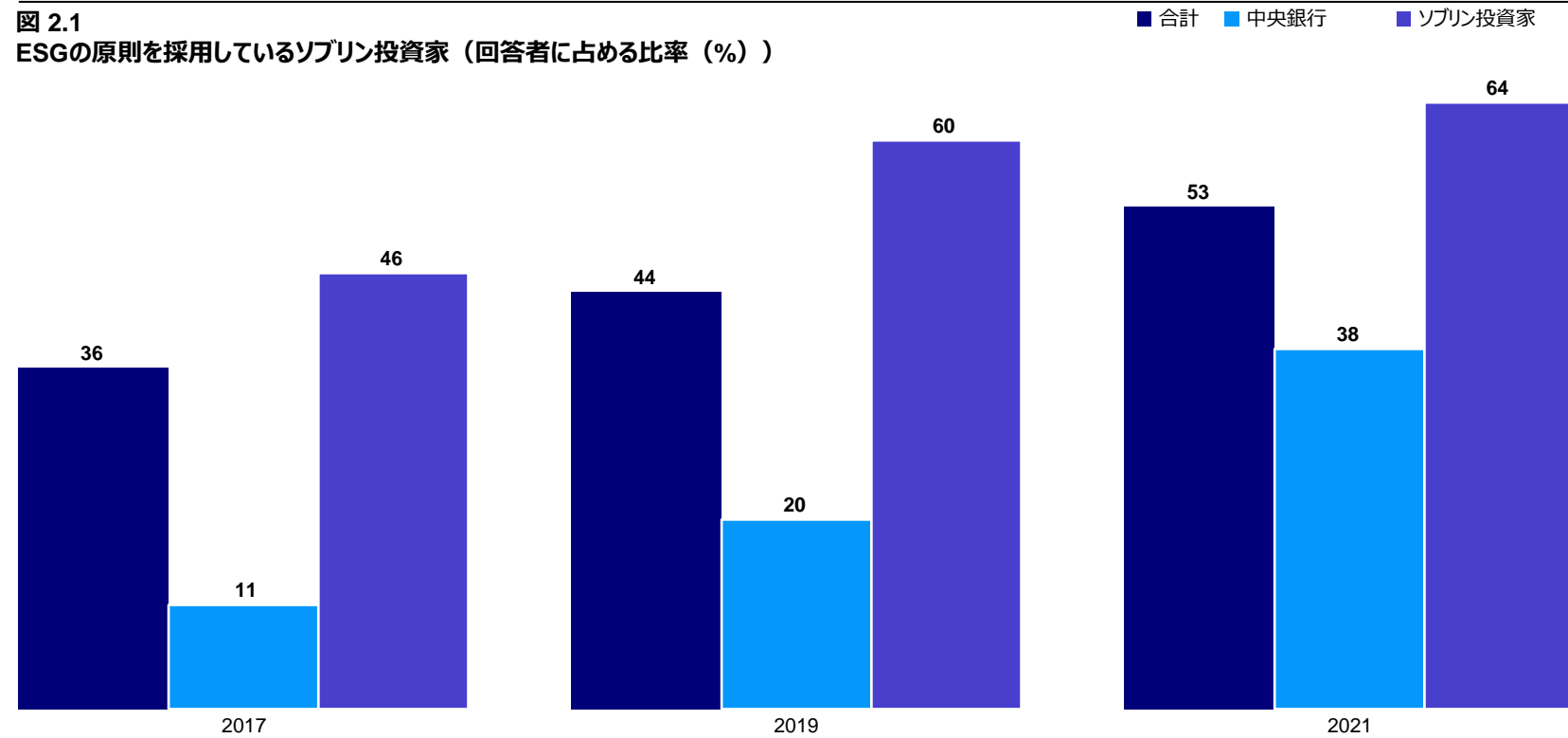


気候変動の影響の考慮がマクロ経済にますます不可欠になるにつれて、中央銀行のマンデートがESG採用への制約になり始める



本調査では、ソブリン投資家および中央銀行における、環境、社会、ガバナンス(ESG)の原則の採用が、2017年以降、急激に進んでいることが明らかになっています(図2.1)。組織レベルでESGを採用する回答者の割合はわずか4年間で劇的に増加し、ソブリン投資家では46%から64%に、中央銀行では11%から38%に上昇しました。

図 2.1
ESGの原則を採用しているソブリン投資家（回答者に占める比率（%））



ESGポリシーを採用していますか？
回答数：75。

急速に進むESGの採用

新型コロナウイルスのパンデミックと、商品開発が進んだことで、ソブリン投資家や中央銀行はESGの採用を増やしました。パンデミックによるポートフォリオへの影響とそこからの回復における投資機会について調査しているときでさえ、ソブリン投資家と中央銀行はESGにより一層注目しました。



組織レベルでESGの原則を採用する回答者の割合は、わずか4年間で劇的に増加しました。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ 1
- ▶ テーマ 2
- テーマ 3
- テーマ 4
- テーマ 5
- 付録



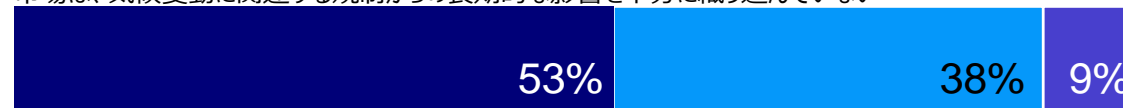
中央銀行はESGの採用の増加を目指す

ESGに対する中央銀行の関心の高まりは、中央銀行の投資活動からも読み取ることができます。グリーンボンドは持続可能なプロジェクトと明確に関連しているため、多くの中央銀行がグリーンボンドに長年関心を持っています。実際、いくつかの中央銀行は、国際決済銀行（BIS）が設定した中央銀行向けの米ドル建てとユーロ建てのグリーンボンドファンドについて言及しました。このようなファンドは、ESGへの投資を容易にしています。

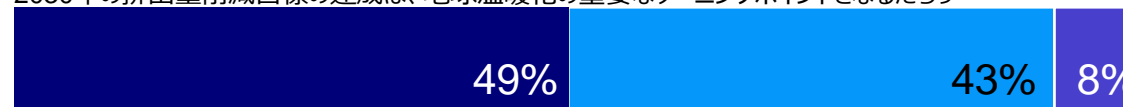
図 2.2 ESGに対する姿勢について（回答者に占める比率（%））

■ 同意する ■ どちらでもない ■ 同意しない

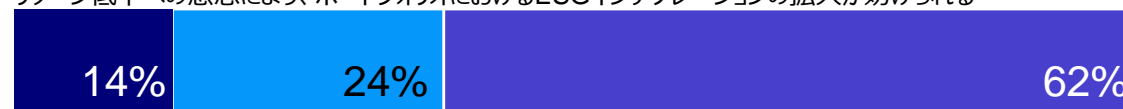
市場は、気候変動に関連する規制からの長期的な影響を十分に織り込んでいない



2030年の排出量削減目標の達成は、地球温暖化の重要なターニングポイントとなるだろう



リターン低下への懸念により、ポートフォリオにおけるESGインテグレーションの拡大が妨げられる



次の文に、どの程度、同意しますか？

回答数：118。

図 2.3 気候変動に対する中央銀行の姿勢について（回答者に占める比率（%）、中央銀行）

■ 同意する ■ どちらでもない ■ 同意しない

気候変動への取り組みは中央銀行の義務である



気候変動の影響を緩和することは、金融政策の目標の一つでなければならない



グリーンボンドは外貨準備における魅力的な投資先である



次の文に、どの程度、同意しますか？

回答数：46。



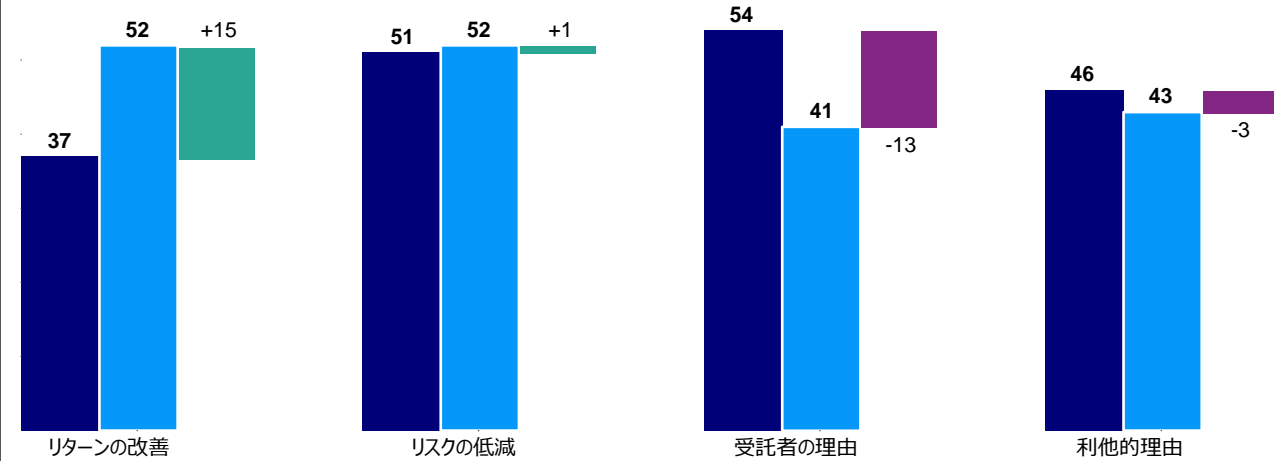
- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- ▶ テーマ2
- テーマ3
- テーマ4
- テーマ5
- 付録



超過リターンの獲得を目指し、開発ソブリンを中心に、ソブリン投資家は気候変動へより一層注目する

気候変動は市場価格に完全には織り込まれていないとの見方が一般的であり、これがESGインテグレーションの目的が投資リターンの改善へと変化させる一因となっています。

図 2.4
ソブリン投資家がESGの原則を採用する動機
(回答者に占める比率(%)、ESG原則を有するソブリン投資家)



ESGを検討した動機は何でしたか？
回答数：44。

その価値が明らかになっているESG投資

いくつかのソブリン投資家は、投資目的がリターンの改善へと変化したと述べており、ESG投資により年間を通じて損失が減少し、全般的に投資リターンが上昇しました。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- ▶ テーマ2
- テーマ3
- テーマ4
- テーマ5
- 付録





はじめに

主な指標

テーマ1

▶ テーマ2

テーマ3

テーマ4

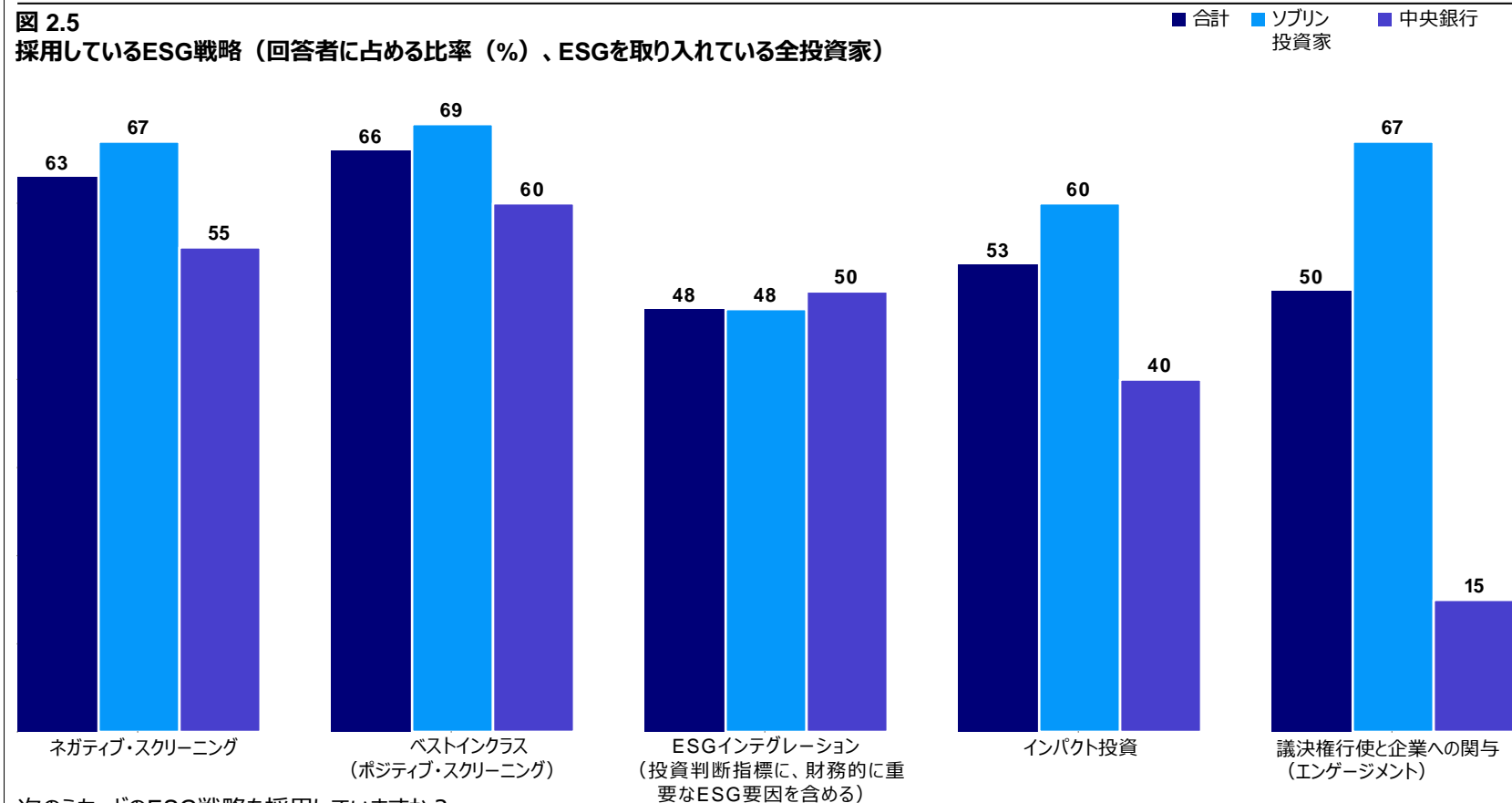
テーマ5

付録

ソブリン投資家の間で関心が高まるインパクト投資

ソブリン投資家は、インパクト投資への関心の高まりについて言及しました。インパクト投資は、従来の経済的なリターンの獲得に加え、投資を通じて社会的課題の解決を目指す戦略です。他の機関投資家と同じく、ソブリン投資家は、規模と投資の面で適当な機会を見つけることに課題が残ると述べていますが、インパクト投資への関心はますます高まっています。

図 2.5 採用しているESG戦略（回答者に占める比率（%））、ESGを取り入れている全投資家



次のうち、どのESG戦略を採用していますか？
回答数：62。



私たちは、環境への影響とともに社会的な影響に焦点を当てています。そして、言うまでもなく、それらは健全なリターンを生み出します。

APACの開発ソブリン





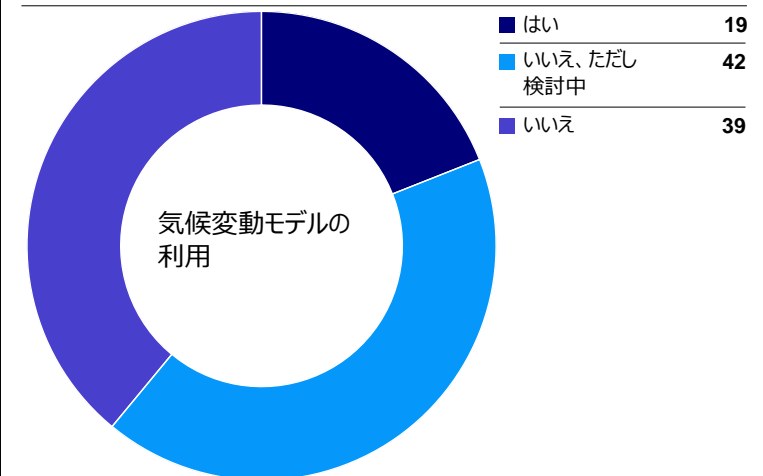
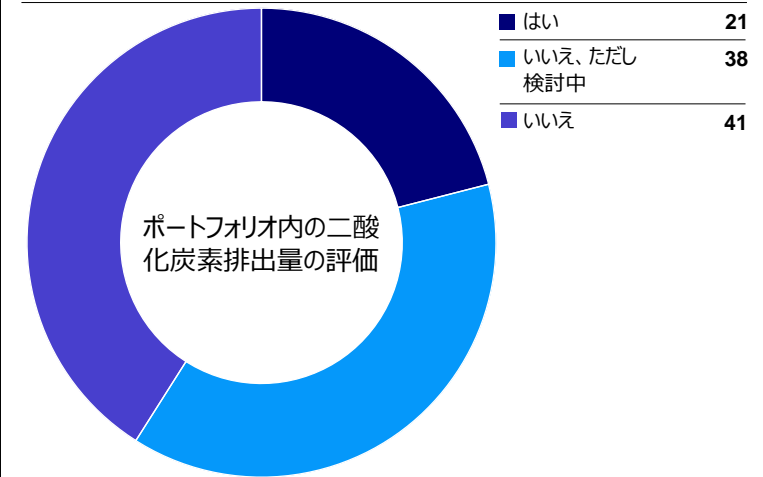
特に気候変動に取り組むためには協力が必要です。私たちは、気候変動が地域経済と世界経済の両方に及ぼす影響を引き続き調査し、分析します。私たちは協力して金融セクターを規制するとともに、バランスシート上の資産を引き続き精査します。

APACの開発ソブリン

気候変動問題への取り組み

すべてのソブリン投資家が気候関連の投資機会に同じような大規模な投資を行ったわけではありません。多くのソブリン投資家は、ポートフォリオにおける二酸化炭素排出量の評価など、二酸化炭素削減の測定に関するベースラインをまだ確立していません。そのため、開発の初期段階にいますが、本調査では、ソブリン投資家の気候変動に取り組む意欲の高まりが明らかになっています。

図 2.6
二酸化炭素排出量と気候変動の測定モデルの使用状況について
(回答者に占める比率 (%))



ポートフォリオの二酸化炭素排出量を把握しようとしていますか？ 気候変動モデルを利用して、ポートフォリオに気候変動のリスクを組み込んでいますか？
回答数：119。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ 1
- ▶ テーマ 2
- テーマ 3
- テーマ 4
- テーマ 5
- 付録





はじめに

主な指標

テーマ1

テーマ2

▶ テーマ3

テーマ4

テーマ5

付録

テーマ3

地政学的リスクは残るとみるも、 新型コロナウイルスの収束と共に 中国への投資を再開



新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、ソブリン投資家は安全資産への逃避として北米への配分を増加。しかし、その後、中国への関心の高まりからアジア新興国に投資を再開



2019年の調査以降、中国への注目が高まっており、多くのソブリン投資家が中国を魅力的な超過収益の源泉と捉えていると述べる



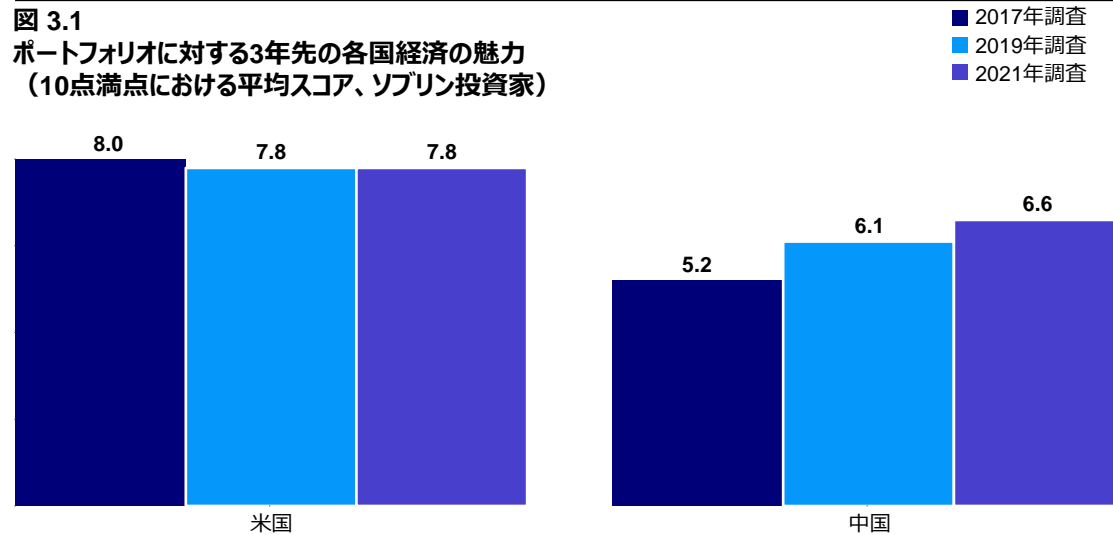
一方で、政治的緊張の高まりは投資の障壁と見なされており、米中間の緊張により欧米ソブリン投資家は中国への配分を控える



新型コロナウイルスの感染の抑制とともに、高まり続ける中国の魅力

中国、台湾、韓国などのアジアの新興諸国は、新型コロナウイルスの感染拡大に迅速に対応し、経済は急回復しました。それらの国々では素早い閉鎖の実施と厳格な自己隔離とともに、マスク着用と追跡調査が実施されたため、ウイルスの封じ込めに比較的うまく対応し、経済は回復し始めました。2021年になり、ワクチン接種が始まり、そのペースや成功の度合いはさまざまですが、ソブリン投資家はアジア太平洋の新興諸国、特に中国に注目しました。

図 3.1
ポートフォリオに対する3年先の各国経済の魅力
(10点満点における平均スコア、ソブリン投資家)



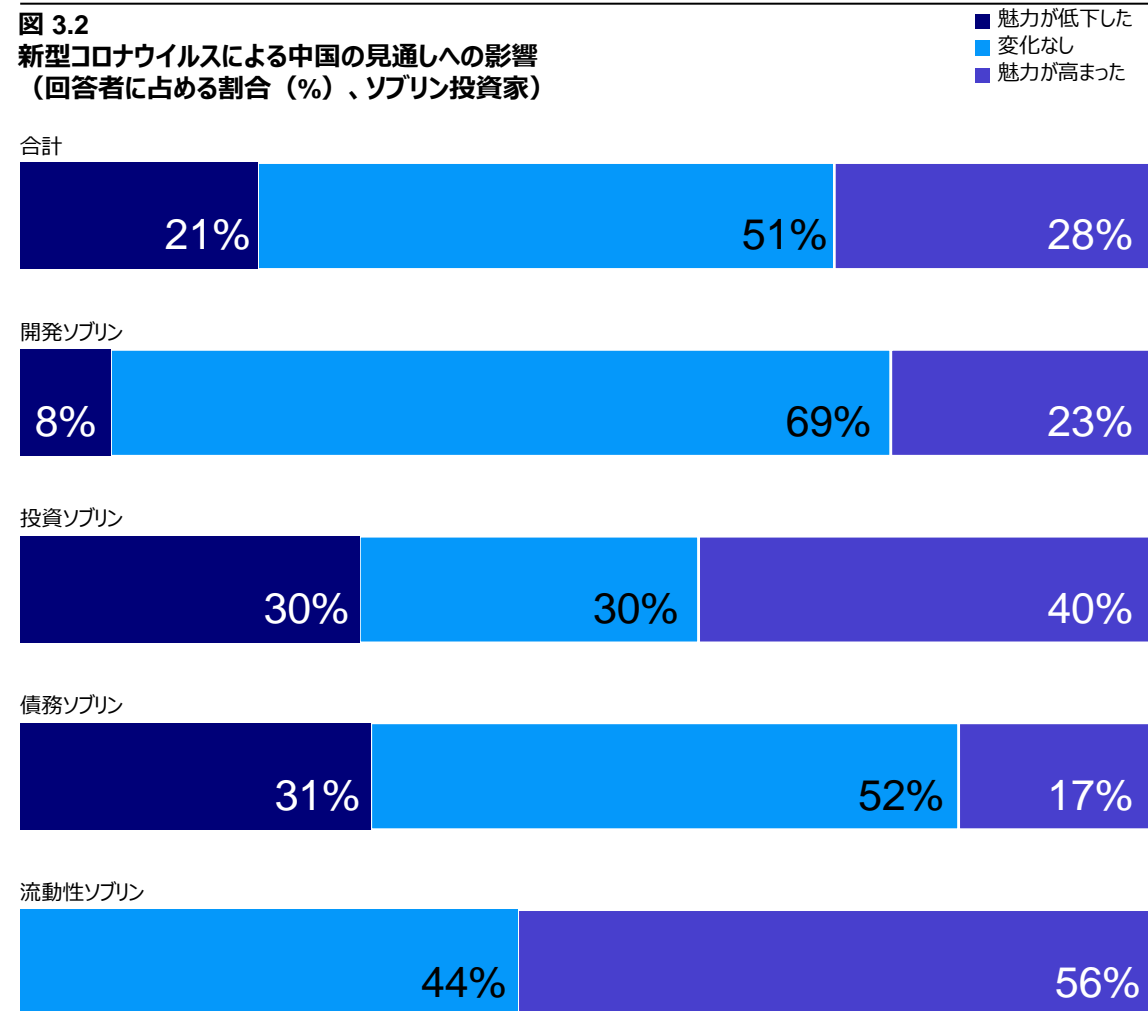
以下の質問について、1～10（10＝高スコア）のスコアで評価してください。
各国経済の見通しを考慮した上での今後3年間の追加投資または新規購入の可能性はどの程度ですか？
回答数：2017年＝58、2019年＝33、2021年＝104。



新型コロナウイルスにより、先進国市場がそれほど強力ではなく、回復力も弱いという弱点が露呈しました。

APACの開発ソブリン

図 3.2
新型コロナウイルスによる中国の見通しへの影響
(回答者に占める割合(%)、ソブリン投資家)



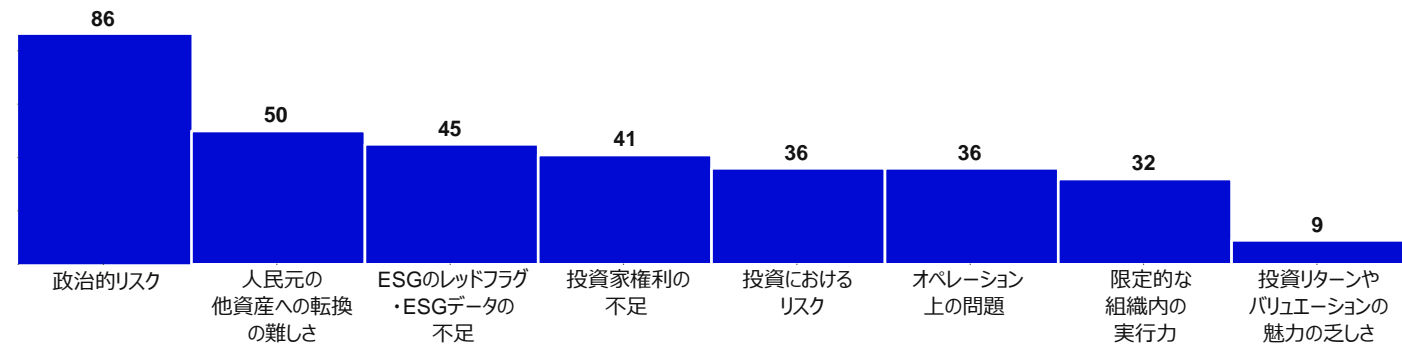
新型コロナウイルスは、中国の見通しにどのような影響を与えていますか？
回答数：61。



政治的リスクは中国投資の最も重大な障害であり、過去2年間で増加している

中国への投資における最大の障害として、政治的リスクがあげられます。ソブリン投資家は、米国との政治的緊張の高まりを重大な障壁として指摘しています。また、米国政権の交代にもかかわらず、両国間の緊張は続いており、資産配分の決定に今後も影響を及ぼす可能性があります。

図 3.3
中国への投資に当たっての障害
(回答者に占める比率(%)、ソブリン投資家)



中国への投資に当たっての障害は何ですか？
回答数：22。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- ▶ テーマ3
- テーマ4
- テーマ5
- 付録

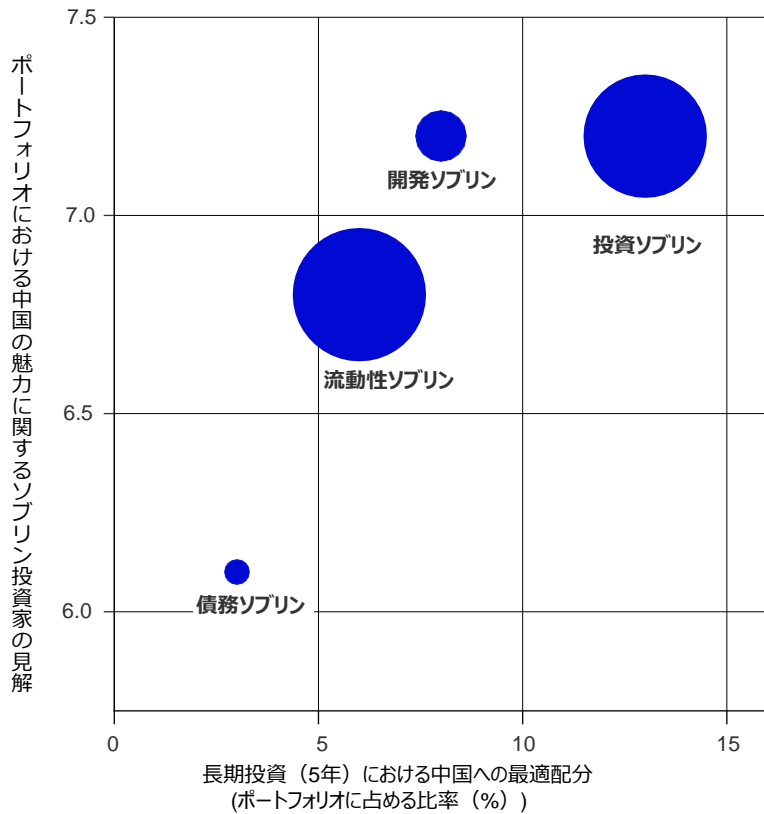




障害が軽減された場合、投資ソブリンと流動性ソブリンは中国の配分を増やすだろう

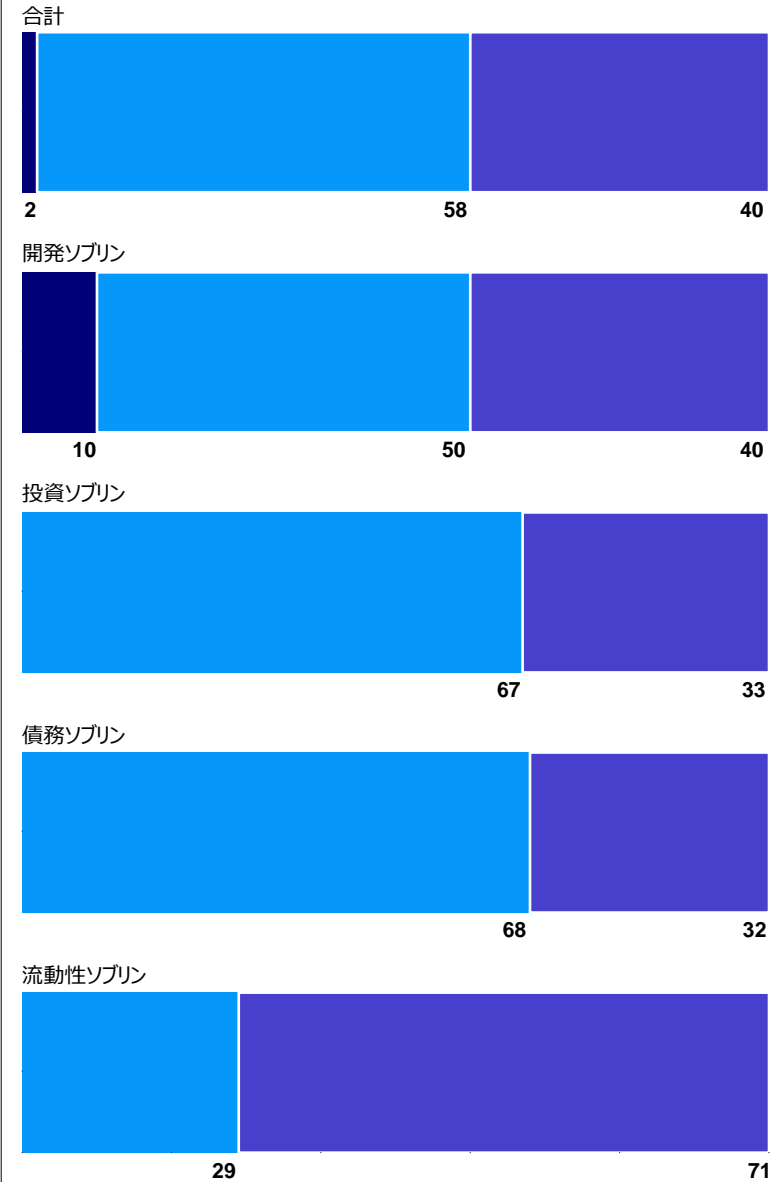
投資ソブリンは中国に対して最も強気であり、その配分を増やすことを計画しています。同様に、流動性ソブリンは自身の資産配分における配分目標とは大きな隔たりがあるとしており、投資における課題が解消された場合には中国への資金の流入が大幅に増加すると見込まれます。中国の経済的地位の向上と中国本土の投資収益の潜在的な高さを背景に、中国は今後何年も注目を集めると予想されます。

図 3.4 中国への投資における最適配分と魅力（ソブリン投資家）



今後3年でのポर्टフォリオへの追加／新規投資の可能性に対する中国の魅力度を1～10（10＝高スコア）のスコアで評価してください。中国への投資の現状はどうでしょうか？長期（5年）での中国への最適配分はどの程度ですか？
 回答数：59。

図 3.5 今後5年の中国への配分について（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



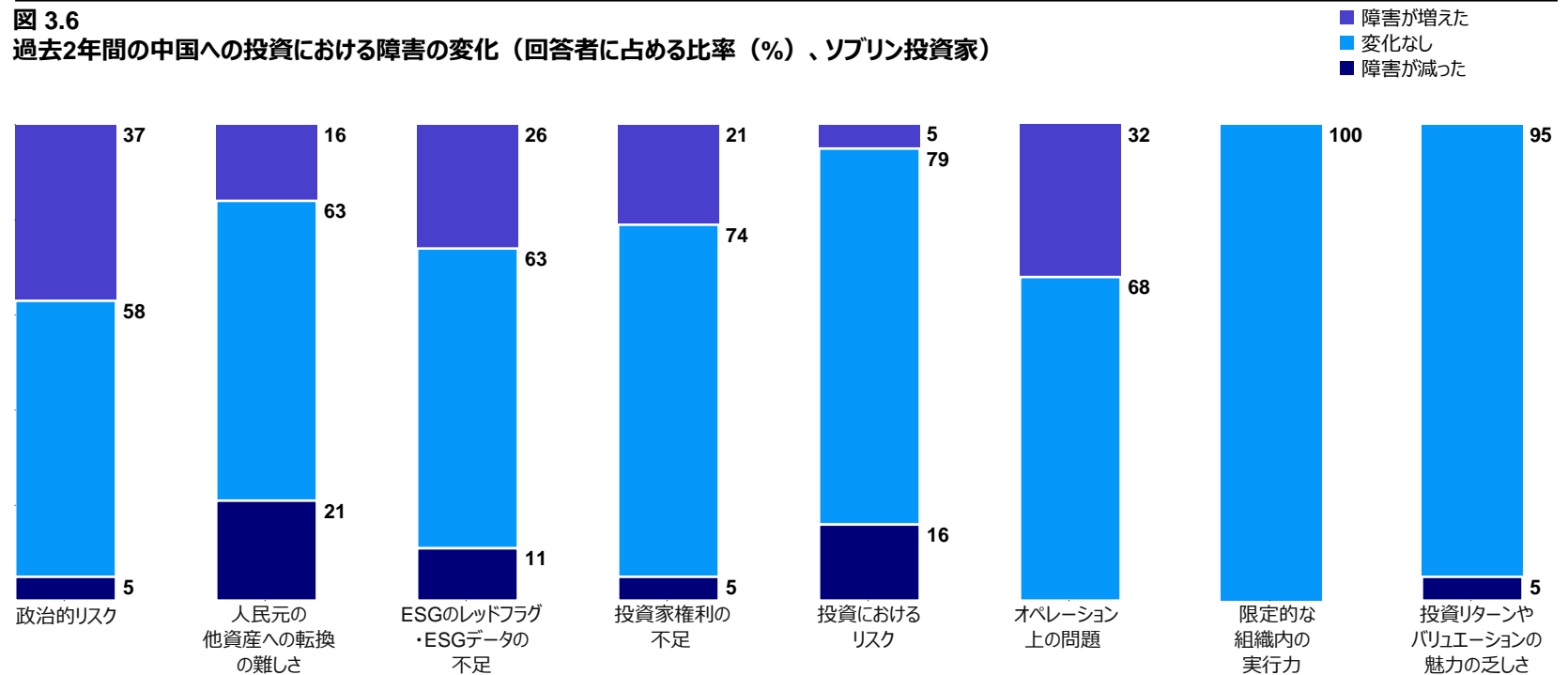
今後5年間で、中国の資産配分はどのように変化すると思いますか？
 回答数：42。



中国のESG投資

ESGの重要性が増す中、データ開示の不十分さや深刻な不祥事（レッドフラグ）の存在が、中国への投資の障害と考えられています。環境問題については中国企業に改善の努力が見られますが、コーポレート・ガバナンスをめぐる透明性の低さが引き続き懸念されています。

図 3.6
過去2年間の中国への投資における障害の変化（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



過去2年間で、中国への投資に当たっての障害はどのように変化しましたか？
回答数：19。



中国市場を無視することはできません。現在の地政学的環境にもかかわらず、中国は依然として持続可能なエネルギー、インフラストラクチャー、そして豊富な不動産開発と高級宿泊施設の投資機会における最大の市場です。

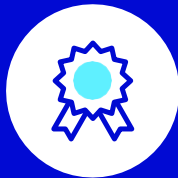
北米の債務ソブリン

テーマ4

不動産は依然として堅調であり、 気候変動リスクが最大の懸念事項



パンデミックへの懸念が拡大する中、長期の投資期間を持つソブリン投資家は不動産に投資機会を見出す



北米と欧州先進国市場は投資に適した成熟した地域と見なされており、安定した規制制度と良質な資産の幅広い供給により、ソブリン投資家は同地域に注目



産業施設（物流倉庫）、住居、データセンターは今後5年間で最も魅力的な利回りを提供すると見込まれる一方で、商業・小売の投資魅力は低下



気候変動は重大なリスクと見なされており、ソブリン投資家は不動産の評価とデューデリジェンスに気候リスクへの考慮を強める



パンデミックにより、ファンドの投資期間について不確実性が大きく増加したため、非流動資産への投資を控えました。

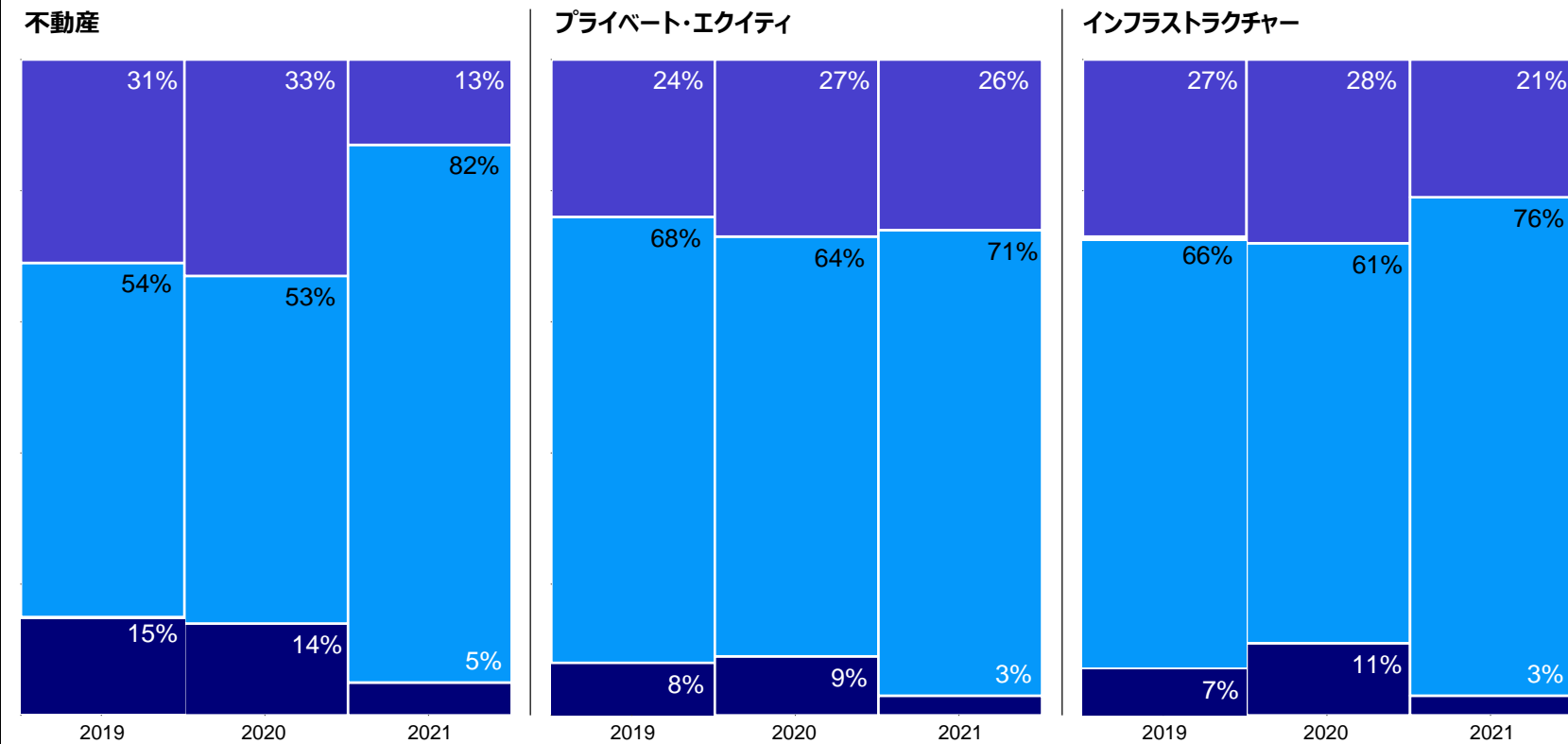
中南米の流動性ソブリン

新型コロナウイルスが流動性の問題に一石を投じる

パンデミックが不動産投資に与える影響については、過去1年間で広く議論されてきました。ソブリン投資家の投資において、不動産への配分は2018年以降初めて減少し、また、資産配分目標よりもアンダーウェイトしているソブリン投資家も減少しました。

図 4.1 戦略的アセット・アロケーション (SAA) に対する比率 (回答者に占める比率 (%))、ソブリン投資家

■ オーバーウェイト ■ 同水準 ■ アンダーウェイト



各資産クラスの投資状況を教えてください。現在、戦略的アセット・アロケーションよりも、オーバーウェイト、SAAに一致、あるいはアンダーウェイトですか？
回答数：2019年 = 59、2020年 = 64、2021年 = 39。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ 1
- テーマ 2
- テーマ 3
- ▶ テーマ 4
- テーマ 5
- 付録





はじめに

主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

▶ テーマ4

テーマ5

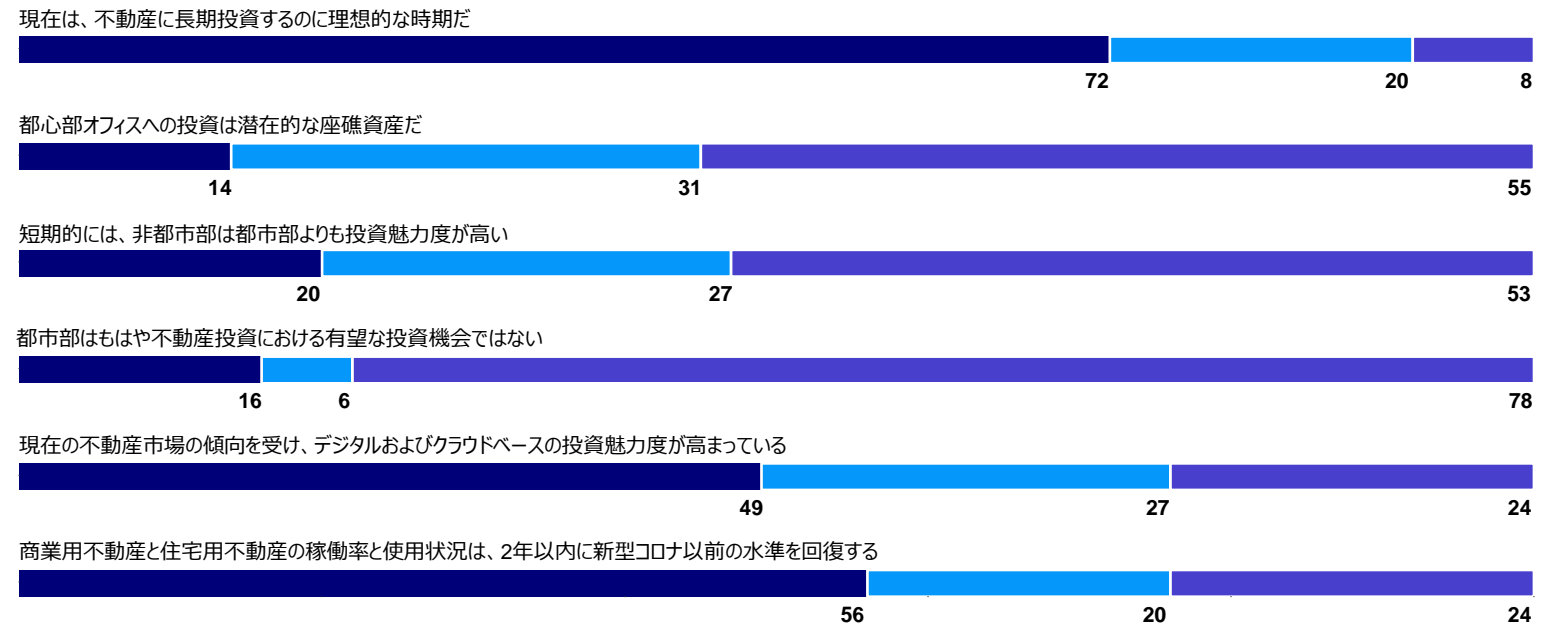
付録

不動産の投資魅力は引き続き高い

ソブリン投資家は、オフィスから在宅への勤務形態の変化が不動産ポートフォリオに影響を与えることを認識しています。一方で、都市中心部のオフィスへの投資が座礁資産になりうるとの見方に異論を唱えるソブリン投資家は多く、先2年以内に商業用不動産の稼働率と使用状況は新型コロナ以前の水準を回復すると考えられています。

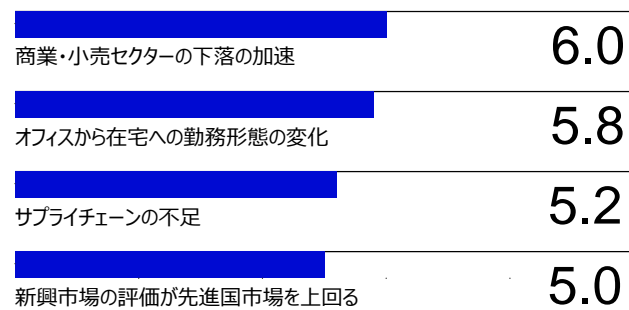


図 4.3
不動産投資に対する見方（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



次の文に、どの程度、同意しますか？
回答数：49。

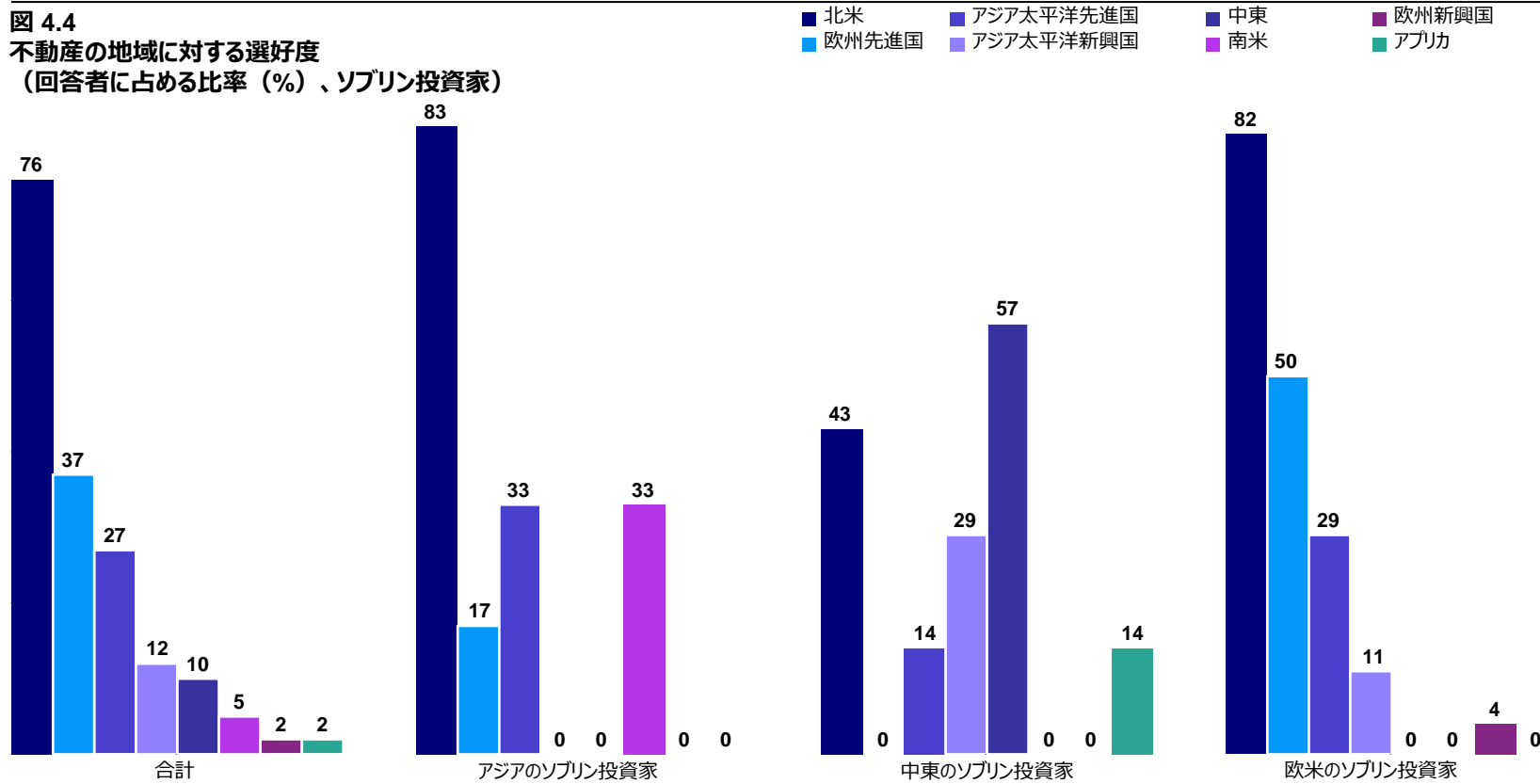
図 4.2
不動産投資において予想される影響
(10点満点における平均スコア、ソブリン投資家)



次の傾向が自身の不動産ポートフォリオにどのような影響を与えますか？（1 = 最も影響が低い、10 = 最も影響が高い）回答数：40。



図 4.4
不動産の地域に対する選好度
(回答者に占める比率(%)、ソブリン投資家)



不動産投資における魅力度の観点から地域をランク付けしてください。
回答数：49。

先進国市場は引き続き最も投資魅力が高い

多くのソブリン投資家が投資機会を評価する際に海外市場にも目を向けており、不動産の資産配分の増加とともに、海外市場への投資能力を開発しています。安定した規制環境を備えた成熟市場が最も投資魅力が高く、北米や欧州先進国が最も魅力的な投資先として選択されています。



...不変性が重要です。アジア太平洋の新興国や中東では価格がはるかに低くなっていますが、米国市場では規制状況をはるかに容易に管理することができます。

欧米の流動性ソブリン



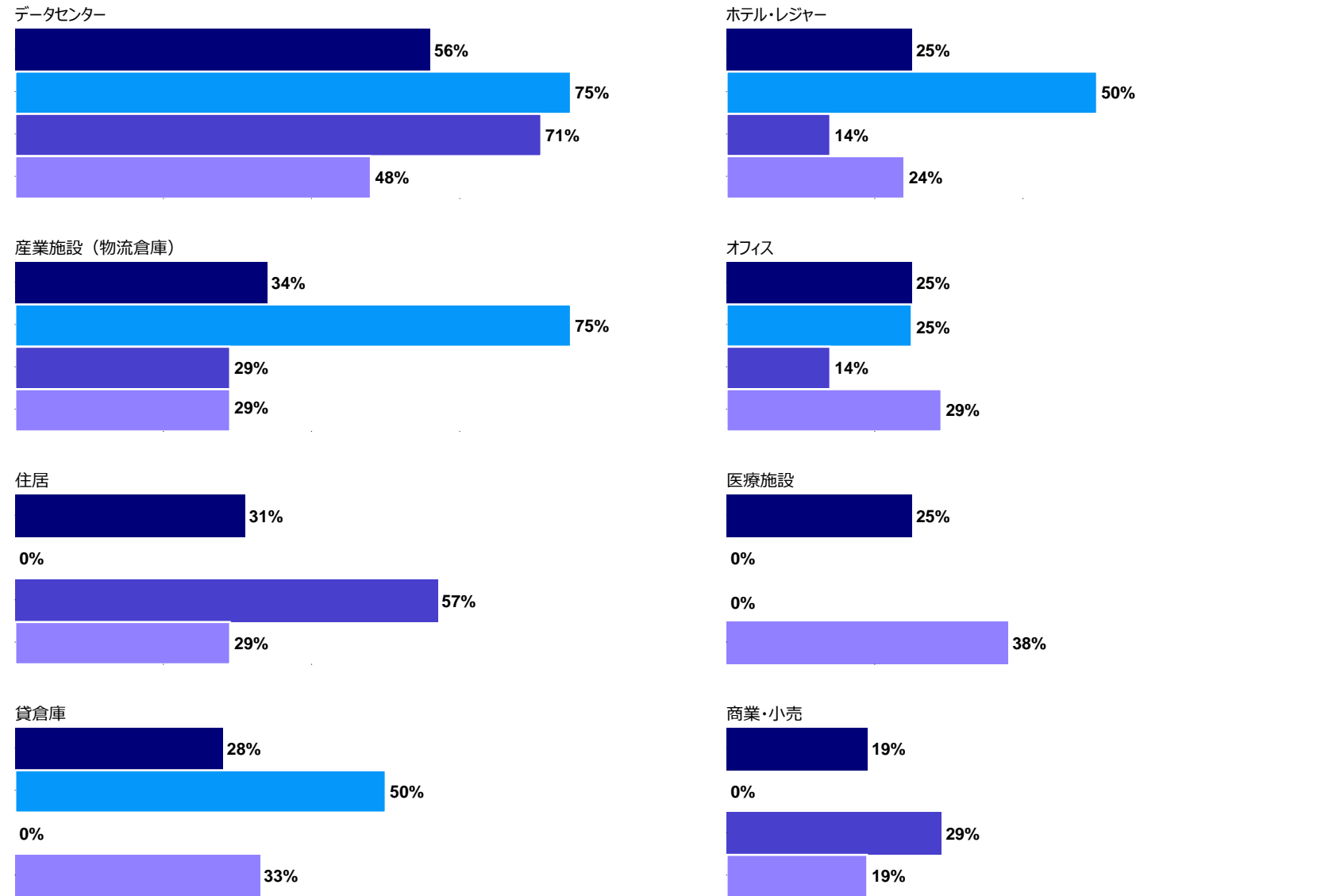
- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- テーマ3
- ▶ テーマ4
- テーマ5
- 付録



最も魅力的と見なされるセクターの変化

データセンターは、クラウド・サービスに対する需要の高まりに合わせて急速に成長している不動産タイプであり、中核インターネット相互接続点やフェイルセーフ機能の空調に近接していることなど、施設要件が厳格に定義されています。データセンターは一度建設されれば移転されることはほとんどなく、安定した長期利回りを提供していることから、多くのソブリン投資家は、データセンターに対する専門知識を深め、配分を増やしたいと考えていると述べました。

図 4.5
今後5年間で最も魅力的な利回りを提供すると予想する不動産タイプ
(回答者に占める比率(%)、ソブリン投資家)



今後5年間で最も魅力的な利回りを提供すると考える不動産タイプは何ですか？
回答数：32。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- テーマ3
- ▶ テーマ4
- テーマ5
- 付録



テーマ5

中央銀行の準備金は大幅に増加 その分散化について流動性準備金 とともにリスク資産に注目



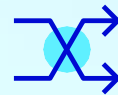
新型コロナにより、中央銀行はリスクに焦点を合わせる。中央銀行の3分の1は、準備金拡大の必要性から流動性資産への配分を増加し、一部ではそれが自国の財政状態の悪化への対応策であった



中央銀行は、ポートフォリオベースでのリスクに注目を高める。ポートフォリオのリスクを低下させるとの認識から、非伝統的な「リスク資産」への配分が増加



株式へ投資する中央銀行の比率は、昨年32%から約40%に上昇。コロナ危機により、広範なインデックスやETFなどの流動性の高い資産への投資が進む



準備金の通貨配分の分散化が進む。米ドルへの配分は25年ぶりの低水準となり、中国人民元が主な受け皿に。一方で、人民元はアクティブには運用されておらず、投資ポートフォリオ内での保有にとどまる



はじめに

主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

▶ テーマ5

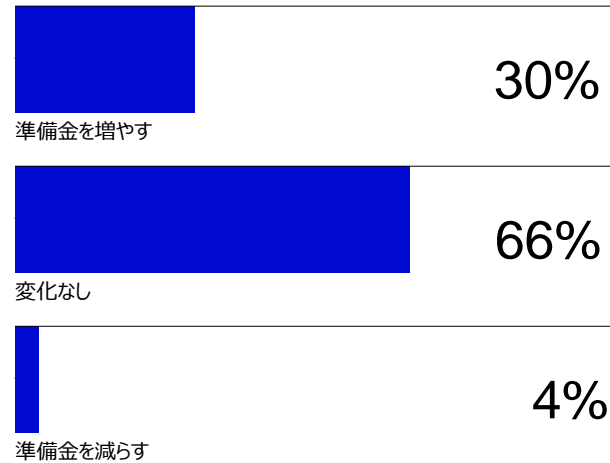
付録



準備金の拡大：リスク資産への注目が高まる

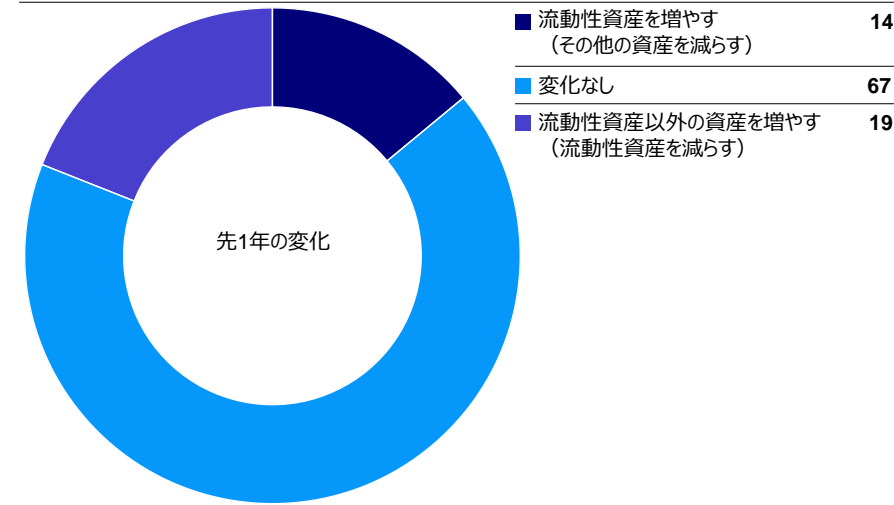
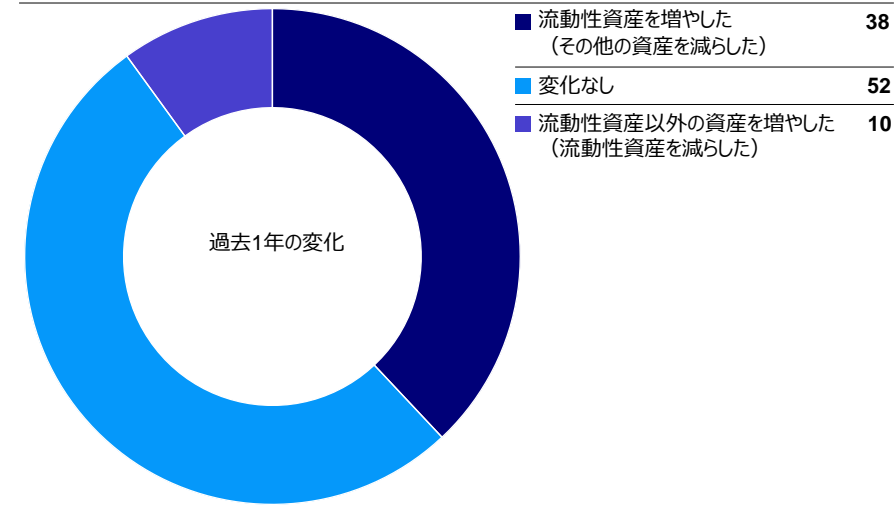
パンデミックへの各国政府の対応の結果、財政赤字が膨らみ、負債の増加が懸念されています。経済成長に関する不確実性もあり、多くの中央銀行は市場リスクをより重要視するようになりました。これらのリスクの上昇に対応するため、約1/3の中央銀行が準備金の拡大を計画しています。

図 5.1
準備金の計画に対する新型コロナウイルスの影響
(回答者の占める比率 (%)、中央銀行)



新型コロナウイルスは準備金の将来の計画にどのような影響を与えましたか？
回答数：46。

図 5.2
準備金ポートフォリオにおける流動性資産の変化
(回答者に占める比率 (%)、中央銀行)



過去1年において、新型コロナウイルスにより、準備金ポートフォリオはどのように変化しましたか？この先1年はどう変化すると予想しますか？
回答数：21。



パンデミックにより、十分に準備することの重要性が再認識されました。

アフリカの中央銀行



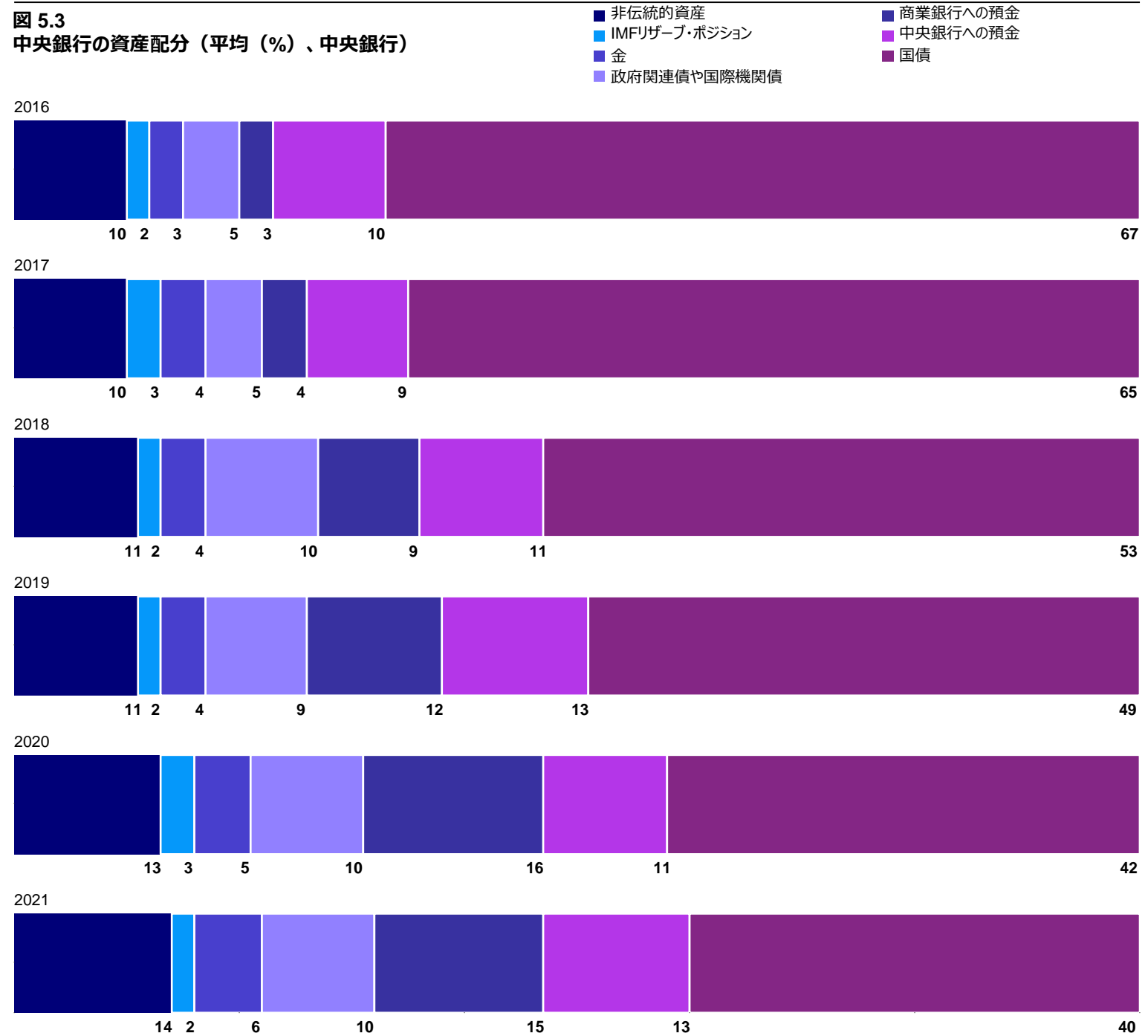
- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- テーマ3
- テーマ4
- ▶ テーマ5
- 付録



中央銀行がリスクに関する認識を改める中、資産配分が変化

流動性への需要が高まる中、中央銀行は国債の配分を削減し、中央銀行預金を増やしました。中央銀行への預金が増加すると同時に、信用リスクへの懸念などを要因に、商業銀行への預金は減少しました。

図 5.3
中央銀行の資産配分（平均（%）、中央銀行）



準備金ポートフォリオにおける、該当資産クラスの配分割合を示してください。
回答数：2016年=15、2017年=33、2018年=55、2019年=36、2020年=36、2021年=38。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- テーマ3
- テーマ4
- ▶ テーマ5
- 付録

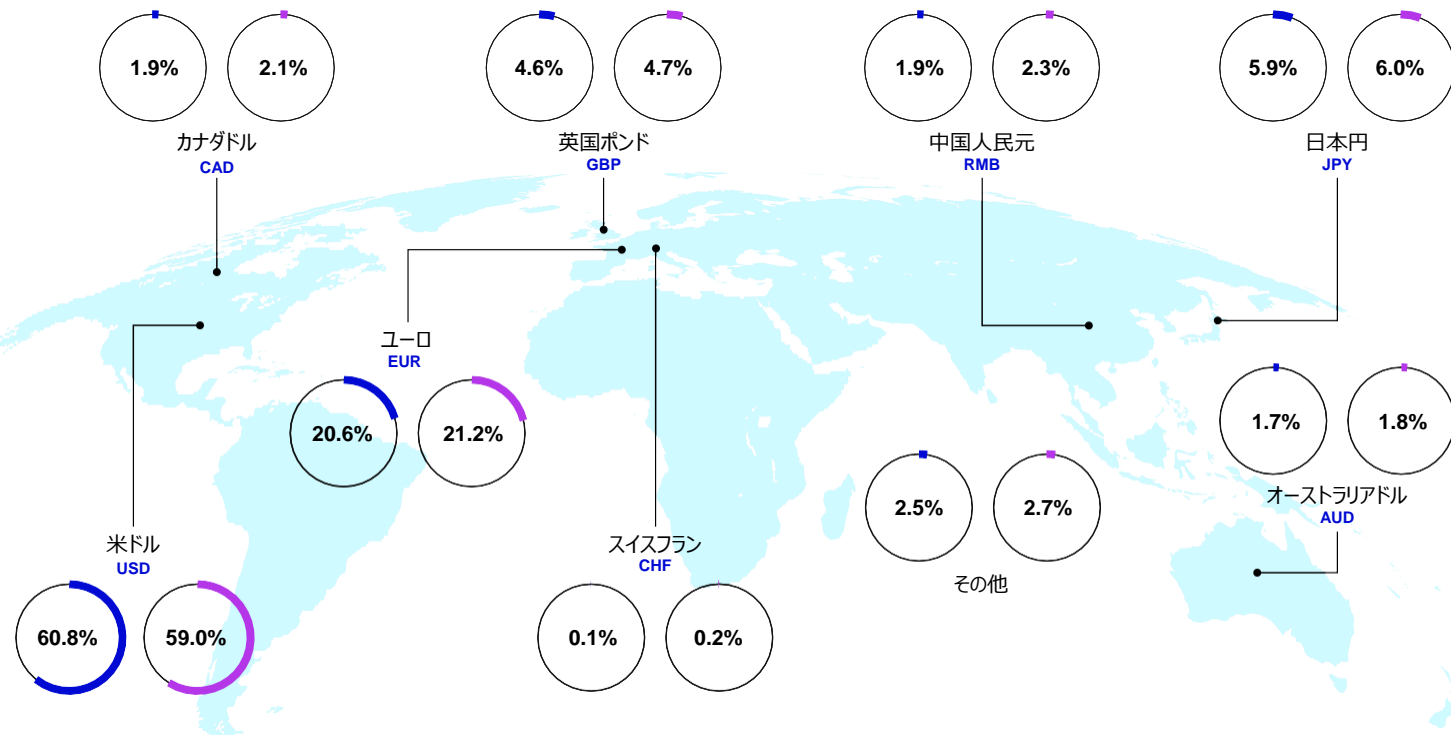




中国元取引は他の準備通貨の取引とは異なり、アクティブな運用は依然として困難です。しかし、中国は興味深い投資分野であり、分散投資に関する私たちの考えに合致しています。

欧州の中央銀行

図 5.4 外貨準備における通貨配分（%、関連する準備金）

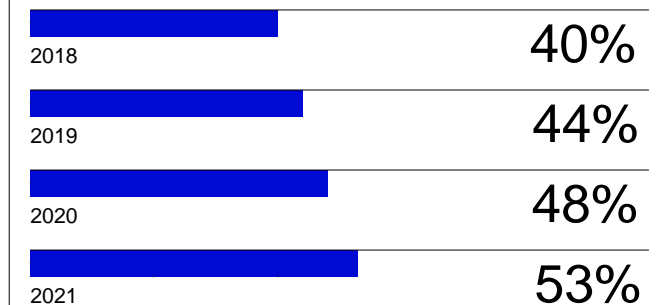


出所：国際通貨基金（IMF）COFERS、12月31日時点

米ドル以外の通貨への分散化が進み、中国元が主な受け皿に

米国の政府債務レベルの持続可能性への懸念から、中央銀行がポートフォリオを他の主要通貨に分散化したため、世界の準備金に占める米ドルの割合は、2020年末に25年ぶりの低水準に低下しました（出所：国際通貨基金（IMF））。その主な受け皿の1つは中国元でした。

図 5.5 中国人民元の保有状況（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



中国あるいは中国人民元に投資していますか？
回答数：2018年=56、2019年=44、2020年=55、2021年=53。



- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- テーマ3
- テーマ4
- ▶ テーマ5
- 付録



投資家の定義

ソブリンに関連する投資家は、その投資目的による区分が可能です。当レポートにおける分類を以下に示します。

中央銀行

中央銀行は、政府の銀行、発券銀行、短期金利の決定、マネーサプライの管理、銀行システムの監督など、自国経済の中で数々の役割を果たしています。また中央銀行は、外国為替レート政策などの対外的な役割も果たしており、輸入代金の支払いや輸出代金の受領、政府の海外借入に関連したオペレーションも行っています。中央銀行は、大規模な準備金を保有することでこのような機能を維持し、信認を確保しています。従来、このような準備金は、元本の保全と流動性の確保を優先事項として運用されてきました。

流動性ソブリン

流動性ソブリンは、経済的ショックが起きた時のクッションとして機能するように運営されています。一般的に流動性ソブリンは、為替レートの変動の影響を受けやすい新興国やコモディティ価格の変動から大きな影響を受ける資源国に所在しています。資本を予測可能な形で迅速に投入できることが優先されるため、流動性ソブリンは、投資期間がかなり短く、リターンよりも流動性を重視します。

投資ソブリン

投資ソブリンは、資金確保が必要な特定の債務を有していません。そのため、投資期間が特に長く、流動性の低いオルタナティブ資産に対する許容度が高いことが一般的です。追加的なリターンへのプレミアムを確保する能力が高いため、長期的なリターン目標は高くなる傾向があります。

債務ソブリン

債務ソブリンは、特定の債務を履行する資金の確保を目的としており、債務対応のための資金の調達を既に始めている投資家（実行中債務ソブリン）と、現時点では債務への対応が始まっていない投資家（部分的債務ソブリン）に細分化されます。一般的に債務ソブリンは、ポートフォリオを負債のデレージョンにマッチさせることを目指します。債務に対応する必要性がかなり先の場合、債務ソブリンのアプローチは投資ソブリンと似たものになります。短期的な資金需要が大きい場合でも、多様な長期ポートフォリオを持つことがあります。この場合、流動性と利回りは高くなります。

開発ソブリン

開発ソブリンは、ポートフォリオの一部で投資を行います。開発ソブリンの主な目的は、ポートフォリオにおける最適なリスクとリターンの組み合わせを実現することではなく、国内経済の成長を促進することです。この目的を達成するため、経済活動の拡大や雇用の創出を通じて自国の経済に寄与できる企業に対し、戦略的持ち分への投資を行っています。また、戦略的持ち分の規模や性質による影響を受けることが多いその他の資産へも、投資も行っています。

投資家の分類

投資家としての目的	元本の保全と流動性の確保	投資と流動性の確保	投資と債務履行への資金確保	投資と開発	投資
分類	中央銀行	流動性ソブリン	債務ソブリン	流動性ソブリン	投資ソブリン

投資期間と非流動性資産への許容度

例示的目的のみ



はじめに

主な指標

テーマ1

テーマ2

テーマ3

テーマ4

テーマ5

▶ 付録



当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・グループのグローバル・マーケット・ストラテジスト・チームが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 306 号

加入協会 一般社団法人投資信託協会

 一般社団法人日本投資顧問業協会