

2023

Invesco Global Sovereign Asset Management Study

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
2023



目次

はじめに 03

テーマ1 07

新たなマクロ環境におけるポートフォリオの構築

高インフレと高実質金利が続く中、投資家はポートフォリオの見直しを進めています。政府系ファンドは債券やプライベート・デットを嗜好し、インドをはじめとする、人口動態が良好で、政治が安定し、政策に積極的な新興国市場が有力な投資先として浮上してきました。

テーマ3 22

将来に向けた資金調達：エネルギー転換を加速させるソブリン投資家の戦略

地政学的緊張の高まりと気候変動への懸念は、安全で持続可能なエネルギー供給網の必要性を際立たせ、再生可能エネルギーは投資家の最重要課題へと押し上げられています。政府系ファンドや中央銀行は、グリーンインフラ投資やグリーンボンドを優先しています。

グリーンウォッシングの状況を理解して、投資家は積極的な姿勢をとり、開発リスクを受け入れ、本当の意味でのESGとの整合性を確保するためにグリーンボンドを発行しています。

テーマ5 36

千載一遇の機会：中央銀行は為替変動の中で安定を求める

利回りの変動とインフレリスクに対処しようとする中央銀行は、金を安全資産として見えています。これが2022年の記録的な金購入に拍車をかけ、この傾向は2023年の第1四半期まで続いています。米ドルが世界の基軸通貨の優位性を維持する一方で、各国中央銀行は、政治的不確実性と新興国市場における魅力的な機会に刺激され、保有通貨を多様化しています。

主な指標 04

テーマ2 15

プライベート・アセットに価値を見出す

政府系ファンドは引き続きプライベート・アセットに魅力を感じていますが、パフォーマンス格差が、投資家により慎重な選択を促しています。インフラストラクチャー、特に再生可能エネルギーが選好するセクターとして浮上しています。債務指標を評価し、レバレッジに依存したリターンよりも持続的成長を優先させることは、投資の意思決定において不可欠な要素となっています。

テーマ4 29

次世代の開発ファンド

ここ10年の間に、新進の開発政府系ファンドが続々と登場し、より強固な提携関係を築こうと積極的な動きを見せています。これらの新興ファンドは、エネルギー転換の促進や社会的目標の達成を支援することに重点を置いています。能力のギャップを埋めるために、外部の運用会社を利用するようになっており、今後も成長・成熟が進むにつれて、そうした専門知識への需要は高まっていくと思われます。

付録 44



[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

ソブリン投資家を対象とした私たちの調査は、今年で11回目を迎えました。2013年に1回目の調査を開始し、2023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142名の投資責任者（85のソブリン投資家と57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、21兆米ドルを超えています（2023年3月現在）。



2023年、ソブリン投資家は、インフレ高進と実質金利の上昇を伴うマクロ経済環境の変化に直面することになるでしょう。

テーマ1では、この変化を探り、ポートフォリオ構築と資産配分への影響について考察します。私たちは、プライベート・デットを含む債券資産への関心が高まっており、また同時に、高金利環境下で潜在的な利益をもたらすと思われる新興市場への関心も高まっていると見ています。新興市場の中では、インドが中国を抜いてソブリン投資家の関心を集めています。

テーマ2では、不動産、インフラ、プライベート・エクイティといったプライベート資産に対するソブリン・ファンドのアプローチを探ります。市場のボラティリティにもかかわらず、これらのオルタナティブ投資はその魅力を維持しているのです。しかし、価格調整によりパフォーマンスのばらつきが浮き彫りになったため、投資戦略をより見極めることが求められるようになりました。このような戦略においては、トップクラスの運用会社や最も有望な取引先の見極めが重視されています。インフラストラクチャー、特に再生可能エネルギーの発電と供給が重要なセクターとして浮上しています。

テーマ3では、これらの調査結果を踏まえ、ソブリン投資家がどのようにエネルギー転換の促進に貢献しているかを探ります。現在のエネルギー危機は、安全で持続可能なエネルギーの供給網構築への関心を強めています。政府系ファンドはグリーン・インフラへの直接投資を優先し、また中央銀行はグリーンボンドへの投資を徐々に増やしています。グリーンウォッシングの懸念を払拭するため、投資家は積極的に開発リスクを受け入れ、グリーンボンドを自ら発行しています。

テーマ4では、2012年に設立された新世代の政府系ファンドについて調査しています。その目的と課題を検証した結果、これらのファンドのほとんどがGDP成長率、経済の多様化、およびエネルギー転換に関連した開発目標を掲げていることがわかりました。しかし、既存のファンドとの能力格差に悩まされています。これを埋めるために、経験豊富なファンドとのパートナーシップを模索し、外部の資産運用会社を起用しているのです。優れたガバナンス、明確な投資目標、戦略的パートナーシップは、この新世代のファンドが成功するための基盤であると考えられています。

テーマ5は、激動するマクロ経済と地政学的環境に対する中央銀行の対応について検証します。安全資産としての金への傾斜が強まっており、2022年に記録的な金購入に至り、2023年第1四半期まで続いていることがわかります。米ドルが世界の基軸通貨としてその地位を維持する一方で、中央銀行は保有通貨を多様化しています。新興国通貨への配分を増やし、これらの発展途上国が示す成長と多様化の潜在的な可能性を最大限に活用しようとしています。

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



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



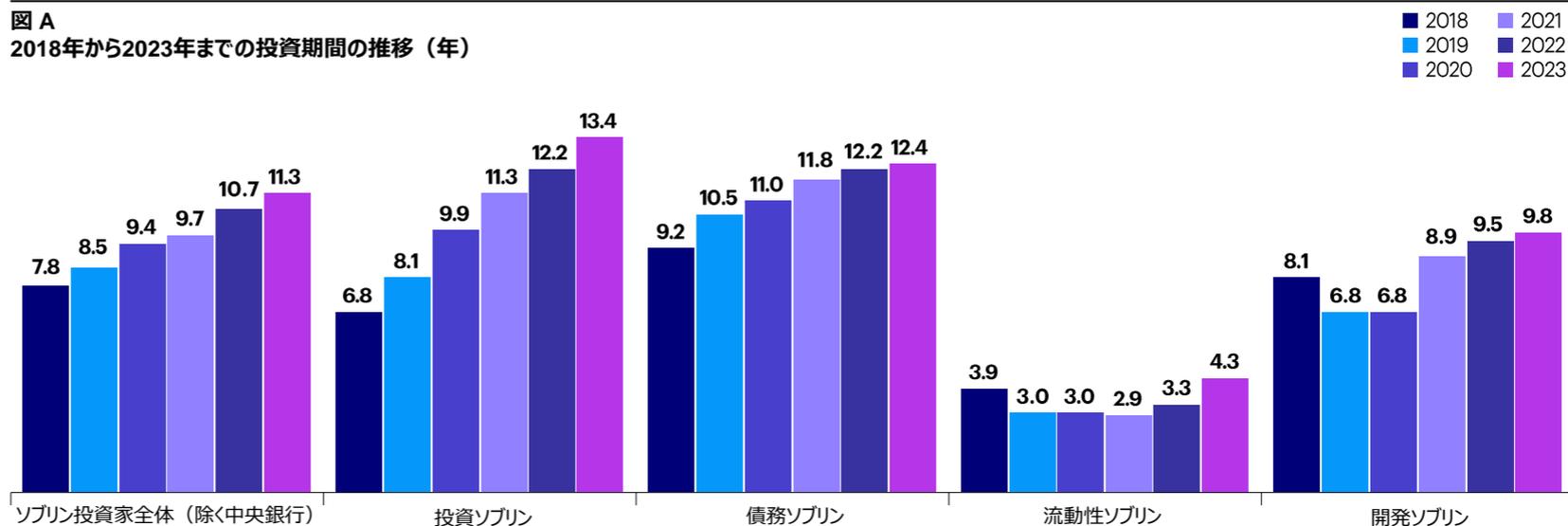
主な指標

投資期間

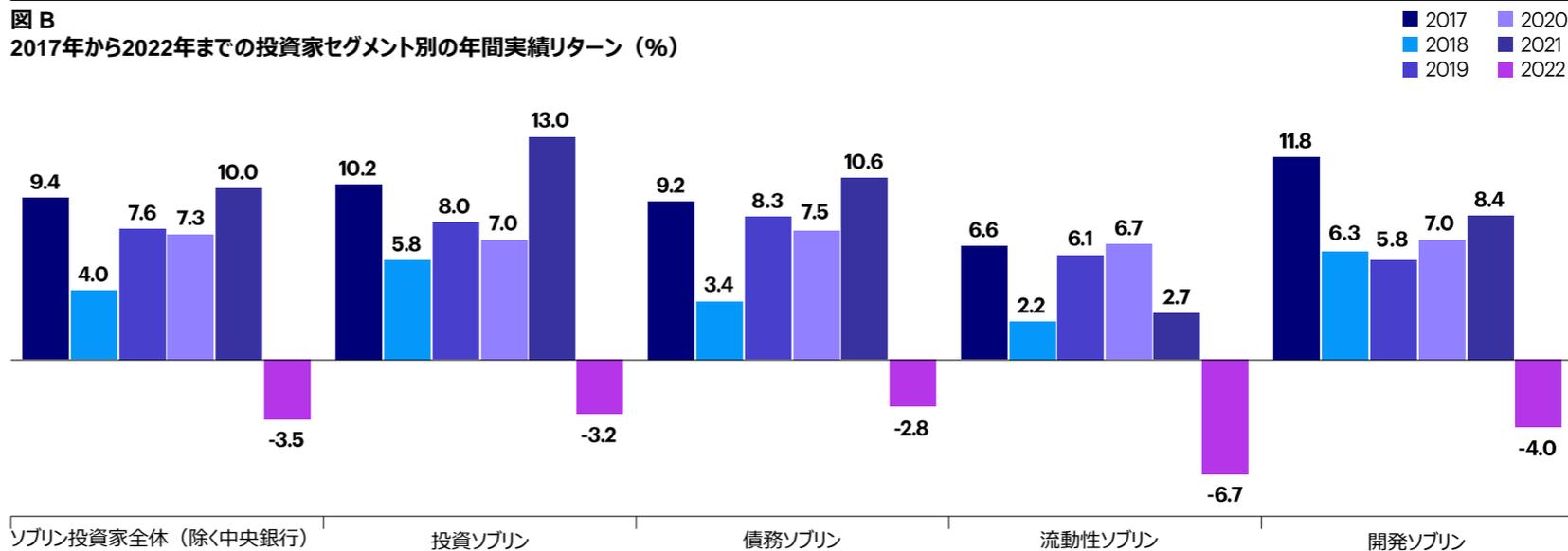
2022年にかけて、投資家は引き続き投資期間を延長し、その結果、投資期間は6年連続で延長されたことがわかりました。政府系ファンドは、2022年の10.7に対し、平均11.3年の投資期間を報告しています。投資ソブリンは、例年と同様、最大の上昇を示していますが、今年は流動性ソブリン（より短い時間軸を特徴とする）も顕著な上昇を示しています。ソブリン投資家は、プライベート資産への配分を含め、より広範な投資を促進するために投資期間を延長しています。

パフォーマンス

金利の急上昇が債券リターンに、上場資産の価格調整が株式リターンに影響を与える中、ソブリン投資家は困難な年に直面しました。このため、ソブリン投資家は2022年12月までの平均リターンがマイナス3.5%になったと報告しており、これは本調査のパフォーマンス追跡開始以来初めてマイナスの結果になったことを示しています。流動性ソブリンは、債券への配分が最も高く、プライベート・マーケットへの投資が最小限であったため、セグメントの中で最も低いパフォーマンスとなりました。



投資期間はどの程度ですか？
回答数：2018年=64、2019年=65、2020年=58、2021年=55、2022年=62、2023年=73。



過去1年間のポートフォリオの年間実績リターン（2021年12月31日時点）はどれくらいですか？
回答数：2017年=52、2018年=55、2019年=71、2020年=61、2021年=55、2022年=57。



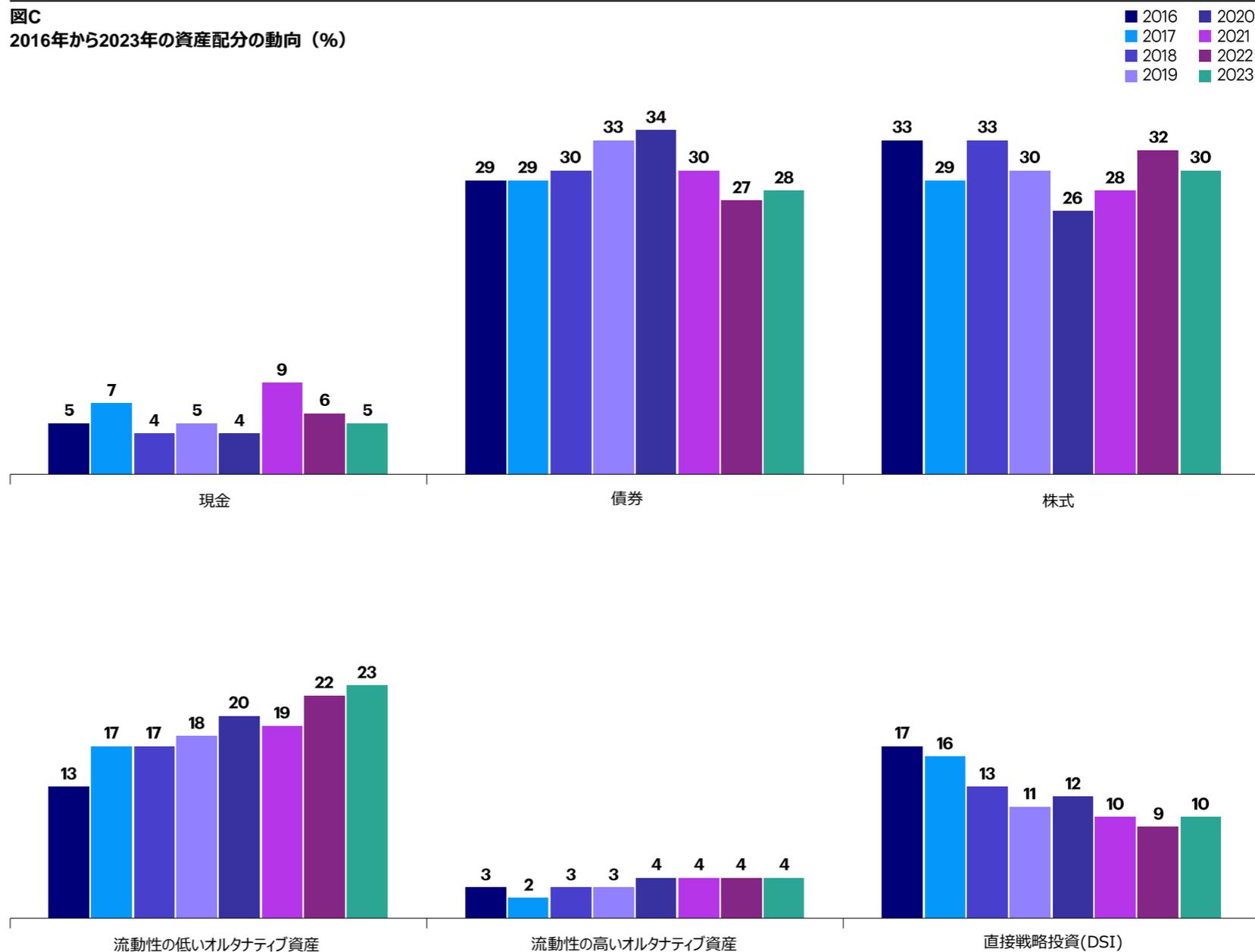
- はじめに
- 主な指標
- テーマ1
- テーマ2
- テーマ3
- テーマ4
- テーマ5
- 付録



主な指標

資産配分

債券への配分は2年間の減少を経てわずかに回復基調となっており、現在は平均すると28%（27%から上昇）となっています。株式への配分は若干後退し、昨年の32%から2023年には30%に低下しています。



現在の資産配分はどうなっていますか？

回答数：2016年=57、2017年=62、2018年=63、2019年=53、2020年=78、2021年=54、2022年=74、2023年=80。



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

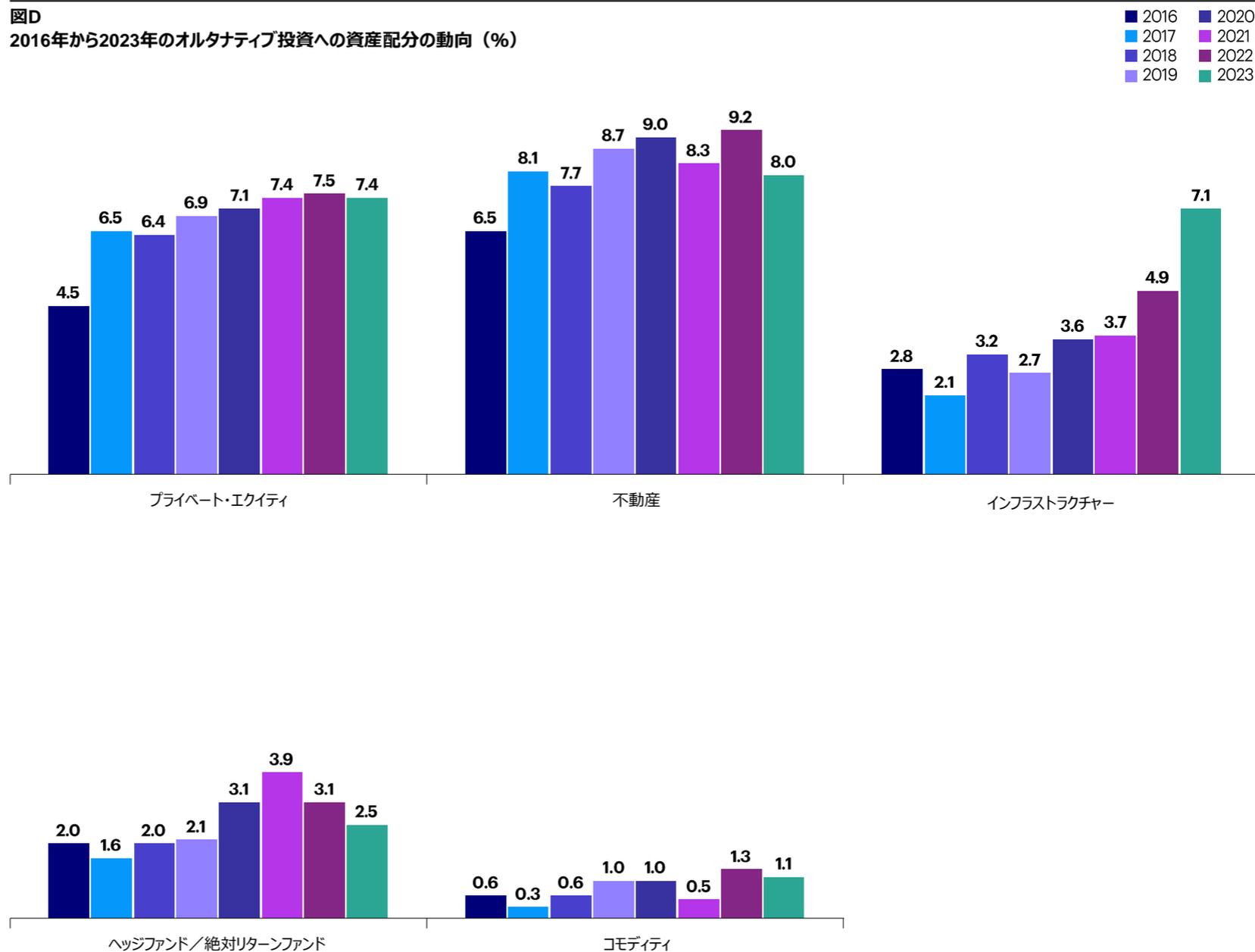
[テーマ5](#)

[付録](#)



主な指標

政府系ファンドはオルタナティブ投資への配分を増やし続け、現在では27%（直接戦略投資を除く）に達していますが、これは流動性の低いオルタナティブ投資への着実な増加によるものです。インフラへの配分の増加は過去12か月間の顕著な特徴であり、現在では、この資産クラスはポートフォリオの7.1%を占め、不動産やプライベート・エクイティへの配分が減少または横ばいとなったことを相殺しています。



現在のオルタナティブ投資における資産配分はどうなっていますか？

回答数：2016年＝57、2017年＝62、2018年＝63、2019年＝53、2020年＝78、2021年＝54、2022年＝74、2023年＝80。



- 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

Building portfolios in the new macro environment

新たなマクロ環境におけるポートフォリオの構築



ソブリンは、インフレ率は低下するものの、過去10年間で比べると高止まりするだろうと予想しています。粘着性の強いインフレは、当面、経済成長にとって最も深刻なリスクと見られています。



ファンドは新たなマクロ環境を反映したポートフォリオの再構築を検討しています。これには債券への回帰も含まれ、ソブリン・ウェルス・ファンドはあらゆる債券資産クラスを活用し、プライベート・デットへの投資を増やそうとしています。



新興国市場は、パブリック、プライベート両方のマーケットにおいて、さまざまな魅力的な投資機会を提供しています。投資家は、人口動態が良好で、政治的に安定し、前向きな規制イニシアチブを取る国々に注目しており、特にインドを優先しています。



昨年の本調査では、経済成長に対する最大の短期的リスクとしてインフレが浮かび上がりましたが、こうした結果は今年の調査でも繰り返されました（図1.1）。



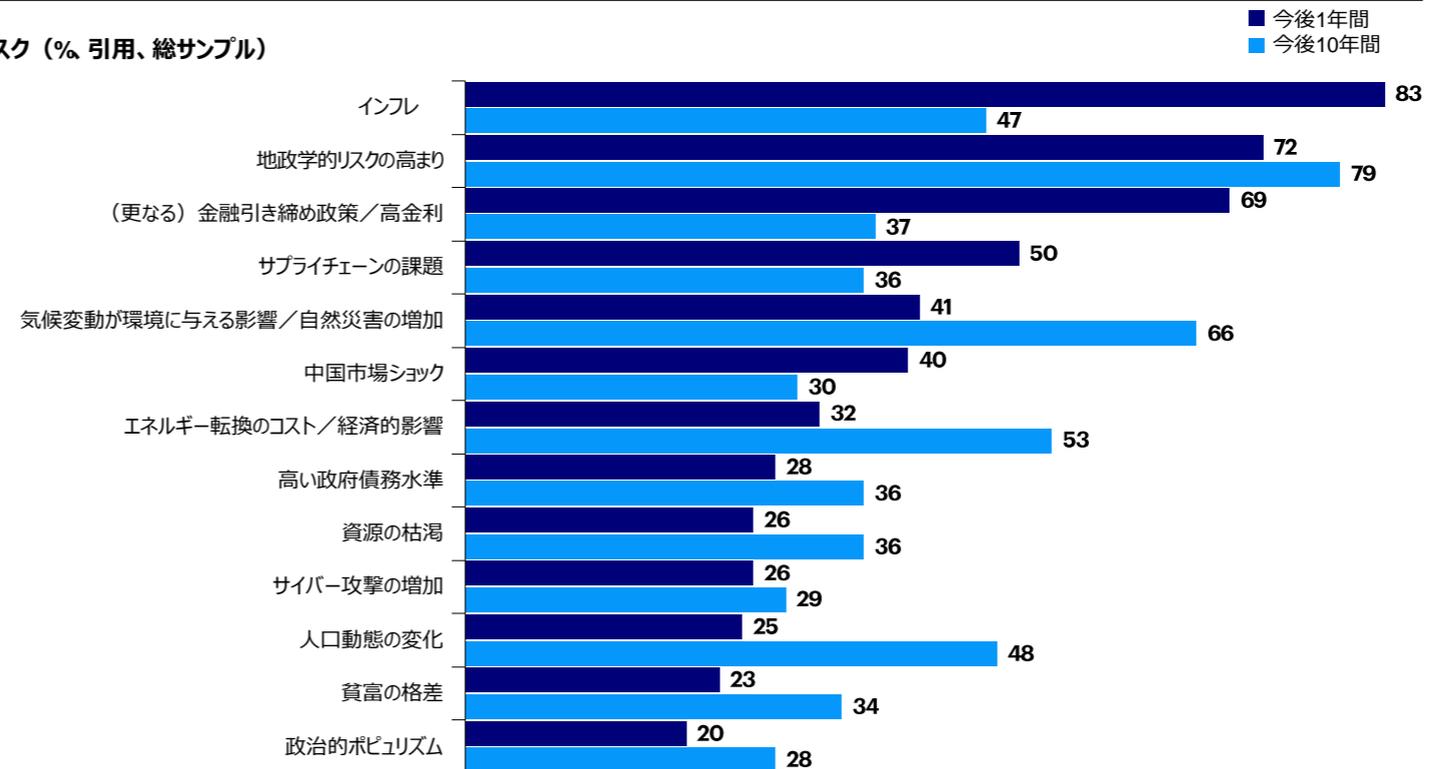
- はじめに
- 主な指標
- テーマ 1
- テーマ 2
- テーマ 3
- テーマ 4
- テーマ 5
- 付録



ゼロ金利に戻るとは考えていません。投資を行う際には、モデルにおいてその点を考慮する必要があります。

投資サブリン
中東

図 1.1
世界の成長に対するリスク（%、引用、総サンプル）



今後1年間の世界の経済成長に対する主なリスクは何だと思えますか？今後10年間についてはどうですか？に対する回答数：137。





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

1年前、高いインフレは新しい現象であり、その持続性は不透明でした。しかし状況が明確になるにつれ（図1.2）、回答者の大部分は、インフレ率は低下しているものの、以下の理由により、過去10年と比べて高い水準が続く可能性が高いとの見方に同意しています：

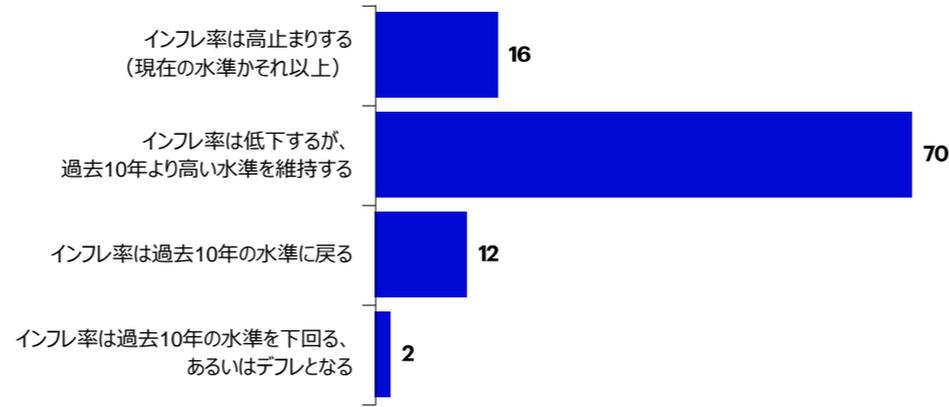
1. パンデミックやウクライナ紛争によるサプライチェーンの混乱と再編、
2. ベビーブーム世代の退職による人口動態の変化に伴う、先進国の労働市場のタイト化、
3. 気候変動、脱炭素化の目標やイニシアチブに起因する「グリーンフレーション」

多くの回答者は、インフレはどちらかというとも高くなるリスクがあるとみています。欧米のある中央銀行は、次のように述べています。「インフレ率が過去5年の水準に戻ることはないと考えます。大きな問題は、その粘着性がどの程度強いのかです。過去には、驚くほど持続したインフレもありました。」

ここ最近で最も急速な利上げサイクルにおいて実質金利が2007年以来的水準に達するなか、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の半数以上が、今後2年間で、実質金利はこの水準にとどまるか、さらに上昇すると予想しています（図1.3および1.4）。このため多くのソブリンは、格安マネーの時代は終わり、超低金利やマイナス金利は過去のものと考えようになり、長期的なマクロ想定を見直しました。

ある中東の投資ソブリンはこう総括しました。「ゼロ金利に戻るとは考えていません。投資を行う際には、モデルにおいてその点を考慮する必要があります。レバレッジをかければコストが高くなり、キャッシュフローや内部収益率の見通しに影響するでしょう。」

図 1.2
今後2年における先進国でのインフレ予想（%、引用、総サンプル）



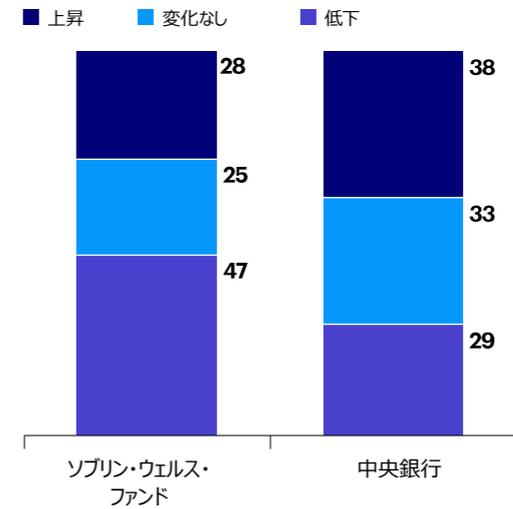
先進国市場の今後2年間のインフレ率について、より可能性の高いシナリオは何ですか？に対する回答数: 132。

図 1.3
米国10年実質金利 (%)



出所: FRED.

図 1.4
今後2年における実質金利予想（%、引用、総サンプル）



今後2年間の実質金利の動向をどう予想しますか？に対する回答数：113。





私たちは、すでに自分たちの資産配分において可能な限り多くの債券購入を行いました。またデュレーションを高め、現在ではこれまでで最も高いデュレーションに並ぶ状況となっています。

開発ソブリン
中東

移り変わる状況下でのポートフォリオの再構築

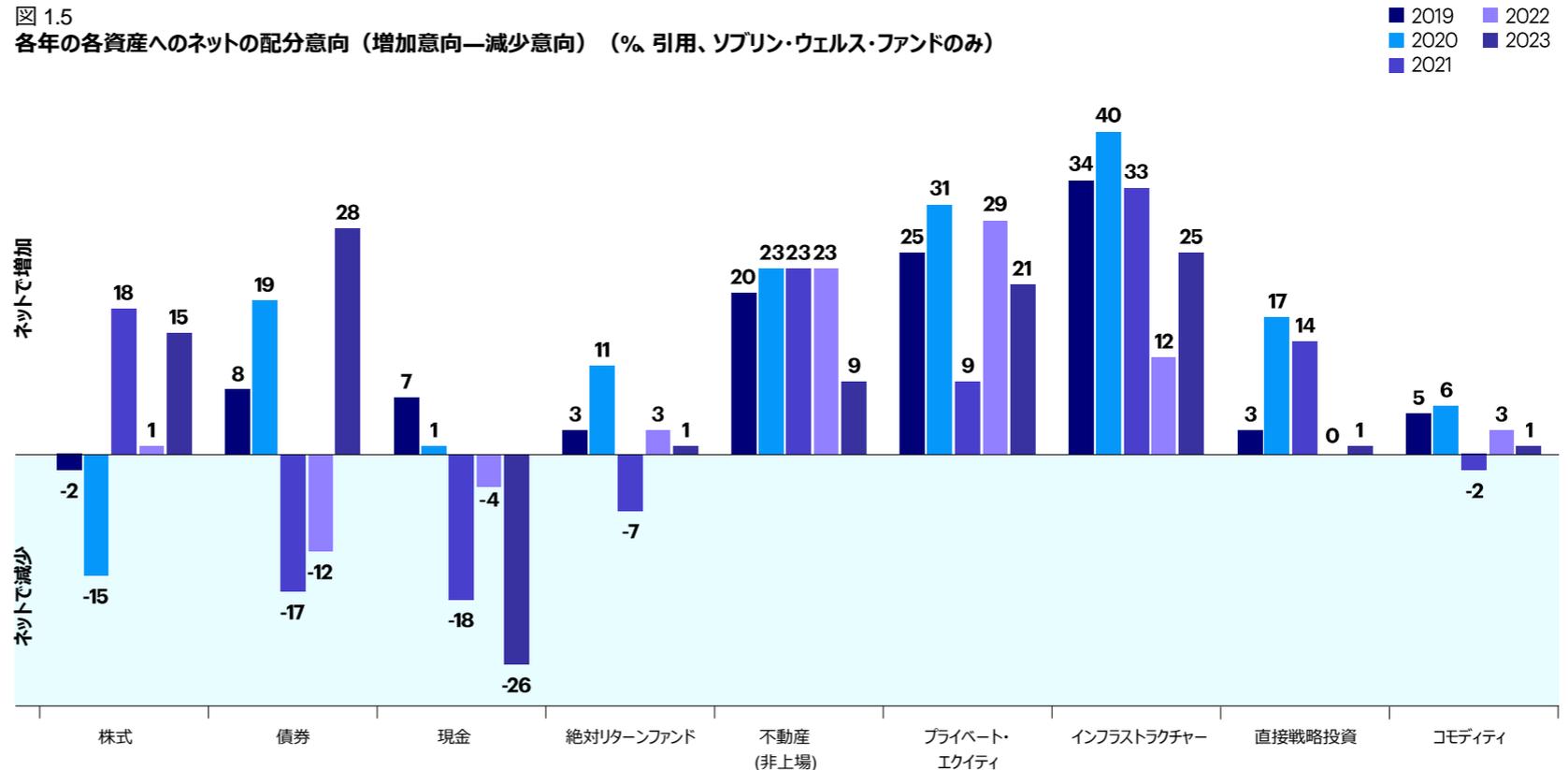
こうした課題にもかかわらず、金利の上昇は、債券と株式の期待リターンを大幅に押し上げました。ある中東の投資ソブリンは、「期待リターンは過去何年もなかったほど良くなっており、私は将来をより楽観的にみています」と語りました。同じく中東の開発ソブリンは、「これは私が経験した中で最も積極的な利上げサイクルですが、それにもかかわらず、世界経済はまだ非常に堅調です。私の考えでは、これは債券にとっても、株式にとっても、金融資産全般にとっても良いことです」と述べました。

債券は2年間の下落期間を経て急速に回復しており、こうした環境は投資家の資産配分意向の調整を促し、債券へのネットの配分意向は、本調査開始以来で最高水準を記録しました（図1.5）。

一部の投資家は、既存の資産配分の範囲内で可能な限り多くの債券購入を行い、新たな金利環境に対応するために枠組みの見直しを検討している、と回答しました。ある中東の開発ソブリンは、「私たちは、すでに自分たちの資産配分において可能な限り多くの債券購入を行いました。

またデュレーションを高め、現在ではこれまでで最も高いデュレーションに並ぶ状況となっています」と述べました。債券投資を増やす一方で、ソブリン・ウェルス・ファンドは、プライベート・マーケットへの配分を増やし続けています（図1.5）。しかし、投資家はこれらの投資対象をより慎重に選定するようになってきています。これについては、テーマ2でさらに掘り下げていきます。

図 1.5
各年の各資産へのネットの配分意向（増加意向—減少意向）（%、引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



各資産クラスについて、今後12カ月で戦略的資産配分（SAA）を増やす／維持する／減らす意向がありますか？に対する回答数：77。



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

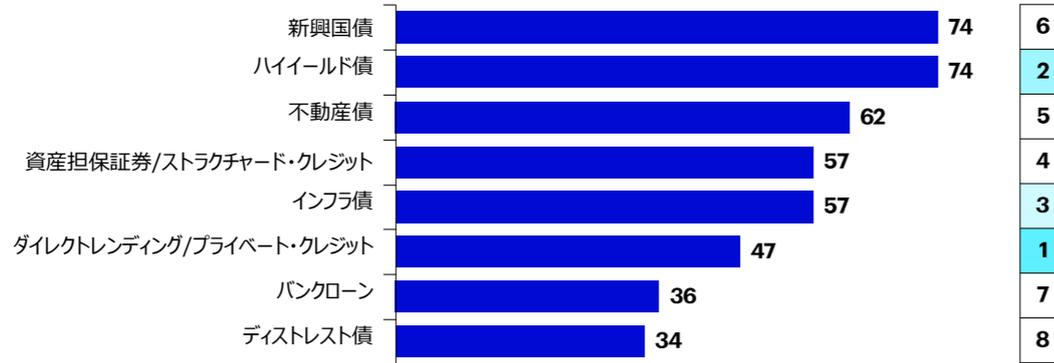
テーマ 3

テーマ 4

テーマ 5

付録

図 1.6
オルタナティブ債のうち既に投資しているもの（左側）と投資対象として現在最も魅力的なもの（右側）
（%、引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



これらの債券のうち、どのタイプに投資していますか？それぞれについて、今後12か月間で配分を高めることがどの程度魅力的ですか？に対する回答数：53。

ソブリンは債券戦略を見直す

今年の調査では、債券投資に対するソブリン投資家のアプローチの変化が明らかになりました。注目すべきは、2022年の資産価格調整局面において、債券がプロテクションを提供できず、債券へのエクスポージャーが最も高かったソブリン投資家のパフォーマンスが最も悪かったことです。これは、イレギュラーな金融政策や超低金利により、債券が他の資産とともに人工的に膨らんだ（これは金融政策がより正常化すれば反転する可能性もある）ことの二次的な影響かもしれないですが、ソブリン投資家による債券資産クラスへの見方に影響を与えました。債券はもはや、分散投資のための「セット・アンド・フォーゲット（買って放置しておく）」ポートフォリオとはみなされていません。

いまや回答者は、より戦術的なスタンスを採用し、利用可能なすべての資産クラスを活用して、異なる債券セグメント間のリバランスを能動的に行うことで、債券ポートフォリオのバリューが大きく高まると考えています。欧米を拠点とする債務ソブリンは、「債券のリターンについては、（債券ポートフォリオの配分を）うまくいっているものや所与のリスクに対して最大のリターンを得られるものに振り向けることで、公開株式でこれを行って得られるのと同程度にバリューを高めることができます」と示唆しました。

オルタナティブ債の中では、新興国債とハイールド債が最も多く保有されています（図1.6）。しかしソブリン投資家は、プライベート・クレジット・ファンドの良好なリスク・リターン・プロファイルと高い流動性水準を強調しており、この資産クラスへの旺盛な投資意欲を示しています。ソブリン投資家はまた、これらファンドのほとんどが、大規模で広範な発行体に投資しているため、保有資産の透明性が高く、一般的にファンド内で優れた分散投資が行われていると指摘しています。ある中東の開発ソブリンは、「ファンドの規模が大きいため、一度の投資で大きな分散効果が得られます」と述べました。

歴史的に、プライベート・クレジットは多くのソブリン投資家から、しばしばプライベート・エクイティとして分類されてきました。しかし、プライベート・クレジットへの投資配分が上昇していることは、プライベート・クレジットがいまや専門の投資チームのサポートを受け、別個の資産クラスとして切り分けられつつあることを意味します。欧米を拠点とするある債務ソブリンは、「ここ1-2年で、私たちはプライベート・クレジットを独立した資産クラスに移しました。これはリスク選好度が高く、適切なファンドマネジャーがいるファンドであれば、その多くが配分拡大の余地のある分野です」と述べました。



債券のリターンについては、（債券ポートフォリオの配分を）うまくいっているものや所与のリスクに対して最大のリターンを得られるものに振り向けることで、公開株式でこれを行って得られるのと同程度にバリューを高めることができます。

債務ソブリン
欧米



勢いづく新興国市場： 金利上昇の中でインドが先行

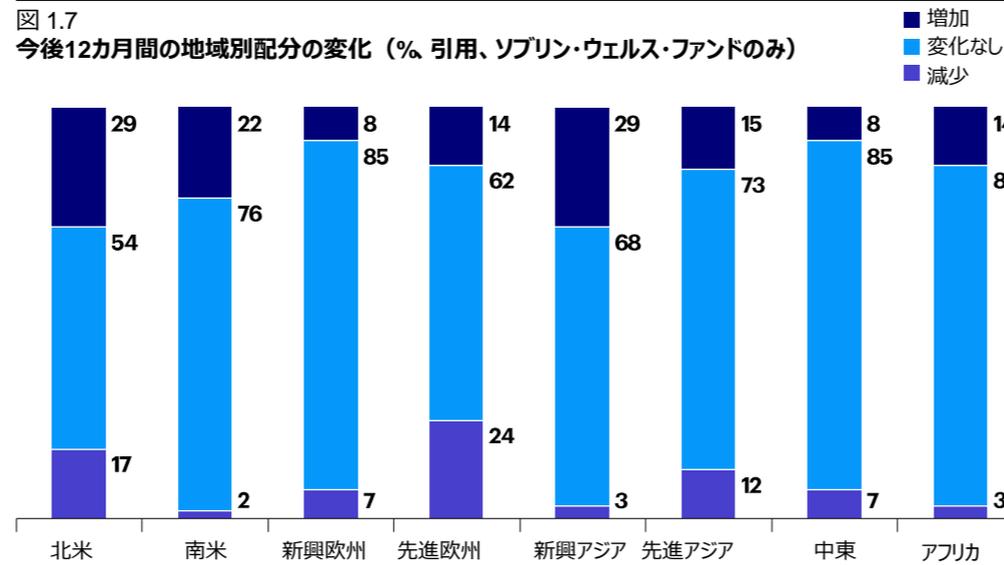
本調査が実施されてきた11年間に、ソブリン・ウェルス・ファンドの新興国市場へのセンチメントには変化がありました。低い資金調達コストやマイナスの実質金利から、先進国市場の資産価格が高騰する一方で、多くのファンドは、新興国市場に大幅な資産配分を行う労力をかけたり、リスクを取ったりする必要はほとんどないと考えていました。その結果、ほとんどの回答者が、新興国市場への配分を比較的低めに維持しているとしていました。

金利の正常化により、現状を打破する準備が整ったようで、今年の調査では、ソブリン投資家の間で新興国市場への投資意欲が高まっていることが明らかになりました。回答者は、新興アジア、南米、アフリカに新たな分散投資の対象と高いリターンを求めたとしました（図1.7）。

回答者たちは、2013年のテーパー・タントラムのような過去の危機とは対照的に、金利が急上昇する中でも新興国市場が堅調であり、この10年で制度の強度が着実に高まってきていることを評価しています。多くの国が、安定した投資環境の提供の面で前進をみせています。回答者はまた、規制や競争水準の高さにより先進国では供給が限られている、ヘルスケア、教育、インフラなどの魅力的なセクターへの大規模な投資のポテンシャルについて強調しました。回答者からは、健康保険の普及が広がり、新たな医療施設への需要が促進されているとの指摘もありました。一方、教育機会の提供に関して、迅速な拡大が必要だとする観点からは、テクノロジーベースのソリューションが重要だと考えられています。

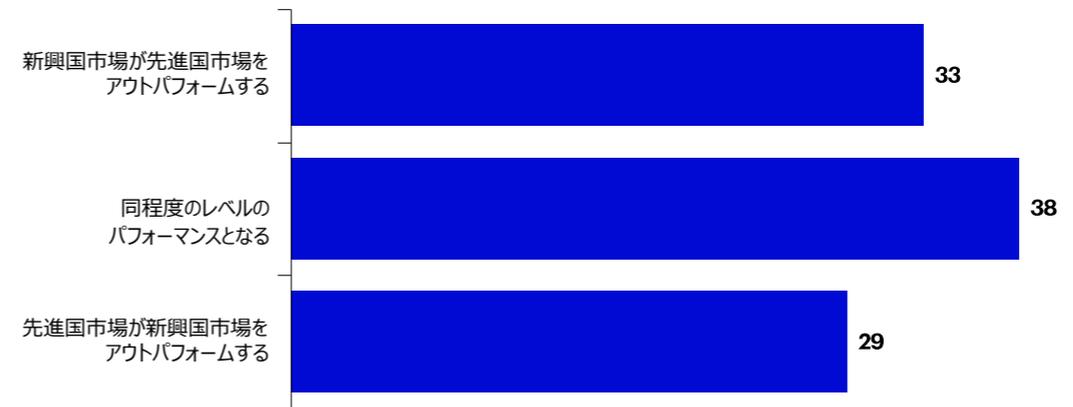
人口動態が良好で中間層が増加している市場や、グローバルサプライチェーンの再構築の恩恵にあずかっている市場が注目を集めています。これには特に、中東のファンドによるアフリカへの関心の高まりも含まれ、これらのファンドはまず、中東・北アフリカ地域に投資してからサブサハラ・アフリカへと拡大を行います。中東を拠点とするある投資ソブリンは、「過去7年で最も急成長を遂げた国の多くがアフリカの国々で、これらの国々には健康、アグリビジネス、インフラ等の分野でチャンスがあります」と語りました。

図 1.7
今後12カ月間の地域別配分の変化（%、引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



各地域について、2023年にはどのように変化すると予想しますか？に対する回答数：59。

図 1.8
今後3年間の先進国市場と新興国市場の予想パフォーマンス（%、引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



先進国市場と新興国市場の今後3年間の見通しはどうか？に対する回答数：72。



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



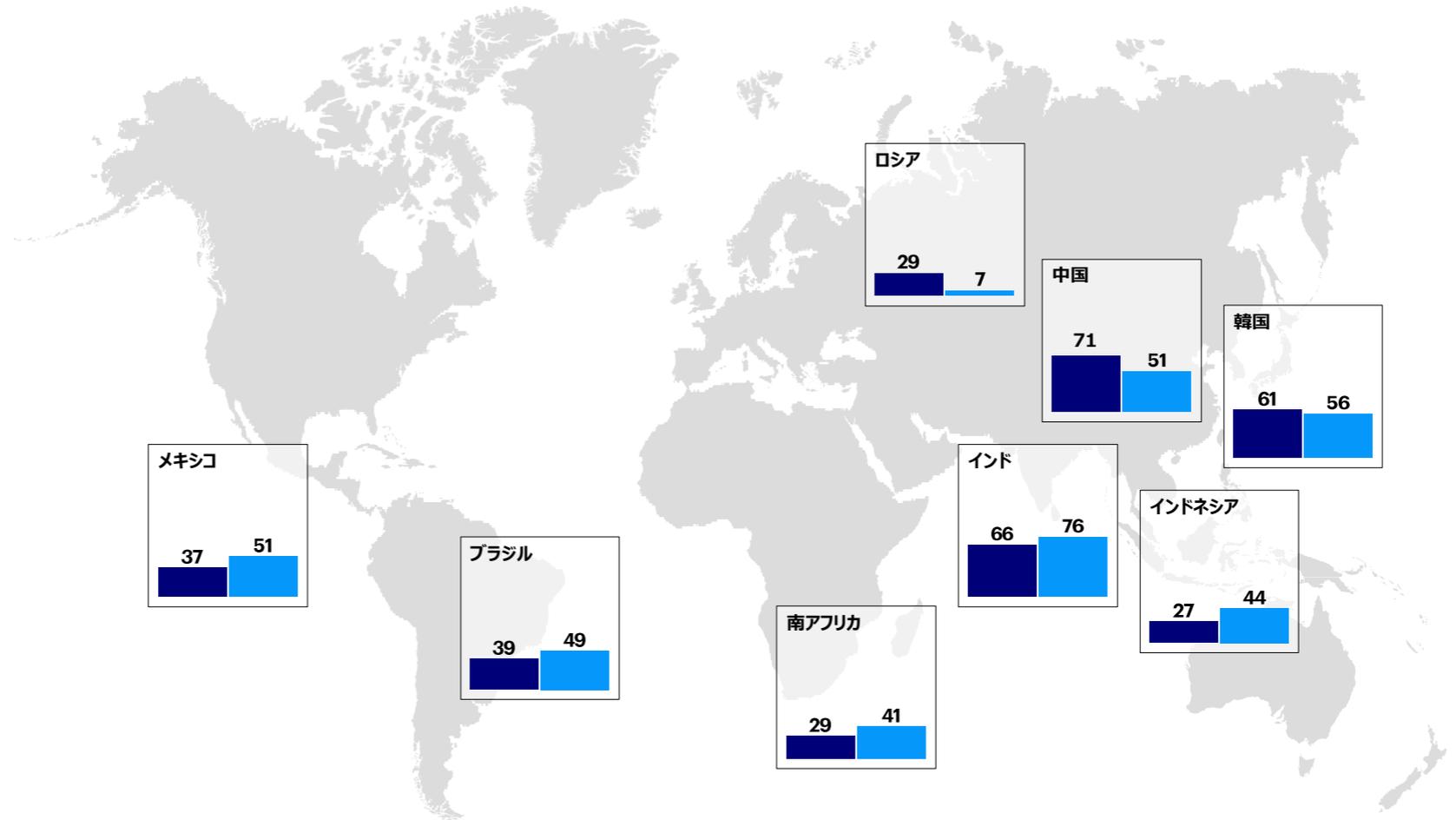
インドは、ソブリン投資家が求める特性を体現しています。ビジネスと政治的安定性の向上、良好な人口動態、規制イニシアチブ、ソブリン投資家を優遇する環境などがあいまって、インドについての前向きな見方が広がっており、新興国債券への投資に関して、インドは今や中国を抜いて、新興国の中で最も魅力的な市場となっています（図1.9）。中東を拠点とするある開発ソブリンは、次のように述べています。「インドや中国へのエクスポージャーは十分ではありませんが、ビジネスと政治的安定の観点から、インドの方がより良いと考えています。人口が急成長しており、興味深い企業もあって、規制イニシアチブも良好であり、ソブリン投資家を非常に優遇してくれる環境です。」

インドは、メキシコやブラジルを含め、「フレンド・ショアリング」や「ニア・ショアリング」を通じて内需と外需の両方を狙った、外国企業投資の増加の恩恵を受けている国々の1つです。これは経常赤字を埋め合わせる助けとなり、また通貨や、債務を含む国内資産の下支えにもなりました。インフレがピークに達し、新興国市場の引き締めサイクルが完了するとの予想も、こうしたトレンドに一役買っています。

ブラジルを含め、債券の魅力が高まったように見えるいくつかの新興国については、インフレが克服され、いずれ引き締めが終わり金融緩和に転じるだろうとの見方が広がりました。同時に、ブラジルやインドネシアを含め、重要なコモディティ資源を持つ国々は、いわゆるグリーン・トランジションや電気自動車革命に適していると考えられ、収益源がコモディティに集中しているソブリンにとっては、重要な分散投資源となる可能性があります。

図 1.9
新興国債券の観点から最も魅力的な市場（%、引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

■ 2022
■ 2023



新興国債券のエクスポージャーを拡大する上で魅力的だと思う市場は次のうちどれですか？に対する回答数：41。

地政学的な要因もまた、過去12か月でのロシアの魅力の急激な低下の理由となっています（図1.9）。ロシアの債券が少数のソブリン投資家にとって引き続き魅力的に感じられているのは、国内において制裁がなく、経済運営への肯定的な受け止めが一部残っているためでしょう。しかし、ロシアの戦闘、またこの戦闘においてロシアを支援しているとされる国への二次制裁の可能性、およびG7による原油価格の上限設定の可能性から、これらの要素には、現在かなりのプレッシャーがかかっています。



- 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





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



インフレや地政学的リスクなどの要因をより考慮し、ポートフォリオをこれまでとは違ったやり方で考える必要があります。

投資ソブリン
新興国

回復力のあるポートフォリオの構築に向けて2022年の教訓に耳を傾ける

金利の急上昇と上場資産価格の急激な調整により、ほとんどのソブリン・ウェルス・ファンドの2022年のリターンはマイナスとなりましたが、特に債券と上場株式に大きなウェイトをおいたポートフォリオのパフォーマンスが悪化しました（図1.10）。新興国を拠点とするある流動性ソブリンは、「昨年は分散投資がうまくいかず、全ての資産がアンダーパフォームする結果となり、特に難しい状況でした」と述べています。

2022年のソブリン・リターンの平均はマイナスとなりましたが、結果には大きなばらつきがありました。好成績を収めたソブリンに共通していたのは、資産価格の上昇をもたらすリスクを認識し、ポートフォリオの大幅な変更で対応しようとする姿勢でした。あるアジアの投資ソブリンは、次のように述べました。「もともとファンドの設計上、債券への配分が大きかったのですが、そのせいでさらされるリスクについて、もっとよく理解すべきでした。」

この困難な時期から得た教訓と、ポートフォリオ構築のアプローチをどう変えることが考えられるかについて尋ねたところ、2つの回答が目立ちました。

1. ポートフォリオ構築の際、より幅広い情報を考慮に入れる（また伝統的な戦略的資産配分（SAA）アプローチへの依存を減らす）こと；そして
2. 市場環境への柔軟性と対応力を高めること

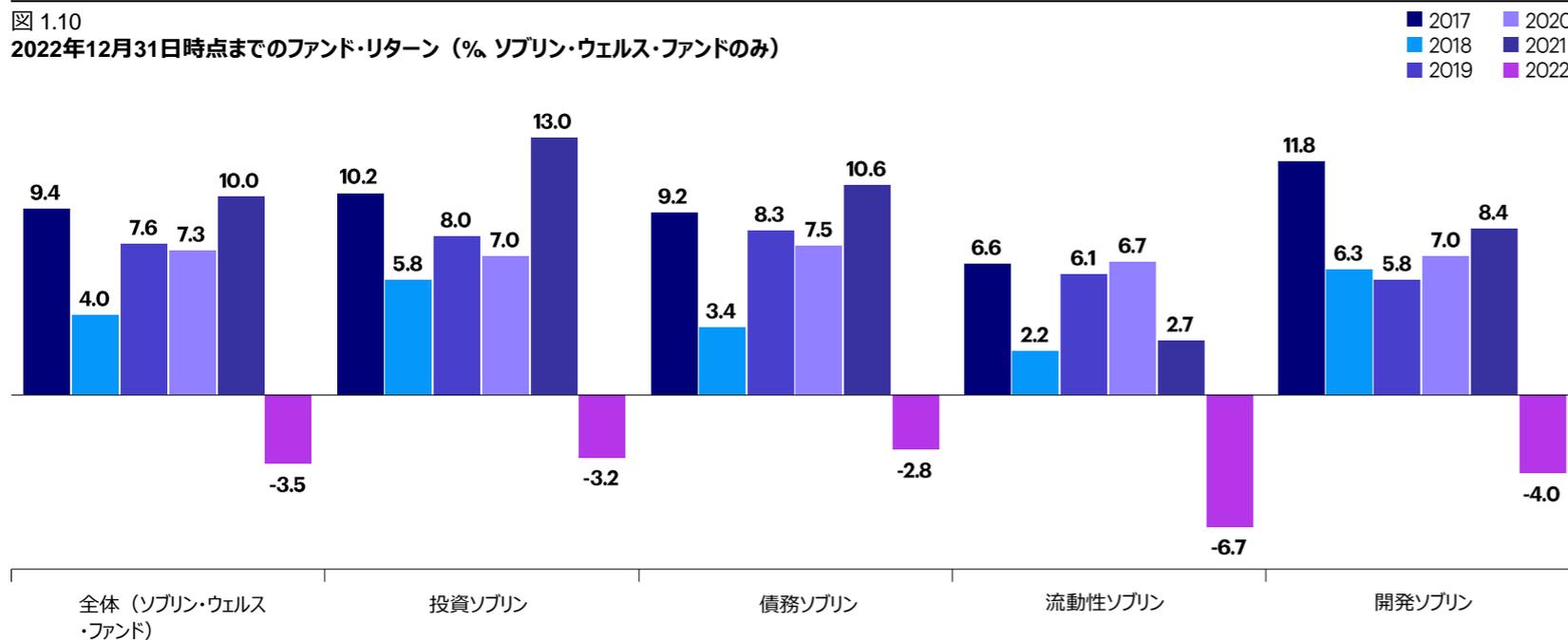
いくつかのソブリン・ウェルス・ファンドは、意思決定において、マクロ経済要因や地政学的な懸念をより重視するつもりだと述べました。新興国を拠点とするある債券ソブリンは、「当初の投資フレームワーク設定の際には考慮していなかったかもしれない、インフレや地政学的リスクなどの要因をより考慮し、ポートフォリオをこれまでとは違ったやり方で考える必要があります」と

明かしました。新興国を拠点とする別の投資ソブリンもこのセンチメントに同意し、「今年は、あらゆるサイクルは異なるものであり、急速に変化する今日の世界において、過去の分析だけでは不十分だと教えられました。私たちは、期待リターンなどの指標をどのように活用すれば、プロセスをより厳密化できるか検討しています」と述べました。

別の投資家は、変化する市場環境に適応し、必要に応じて戦略を調整することの重要性を強調しました。アジアのある投資ソブリンは、「2022年だけでなく、何年にもわたって私たちは、基調となる市場環境のさらに急速な変化を乗り切るにあたっての、単一の必勝法など存在しないことを学びました」と述べています。

まとめると、2022年から得られた教訓は明確です。ソブリン投資家は、これまでとは異なる考え方をし、変化する市場環境に迅速に適応する準備をしなければなりません。金融市場の変化のペースが急速であることから、このことはかつてないほど重要となっています。

図 1.10
2022年12月31日時点までのファンド・リターン（%、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



過去1年のファンドの実際のリターン（2022年12月31日時点）は何%でしたか？に対する回答数：57。



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2

Finding value in private assets



プライベート・アセットに価値を見出す



プライベート・アセットは引き続き投資家を惹きつけています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、資産間の差異が浮き彫りとなるなか、投資先の選定に注力しています。



デット指標はますます重要な検討事項となっています。プライベート・エクイティ・ファンドは、リターンを得るためのレバレッジへの依存度合ではなく、オーガニックグロスやオペレーションの改善を実現する能力に基づいて評価されるようになっていきます。



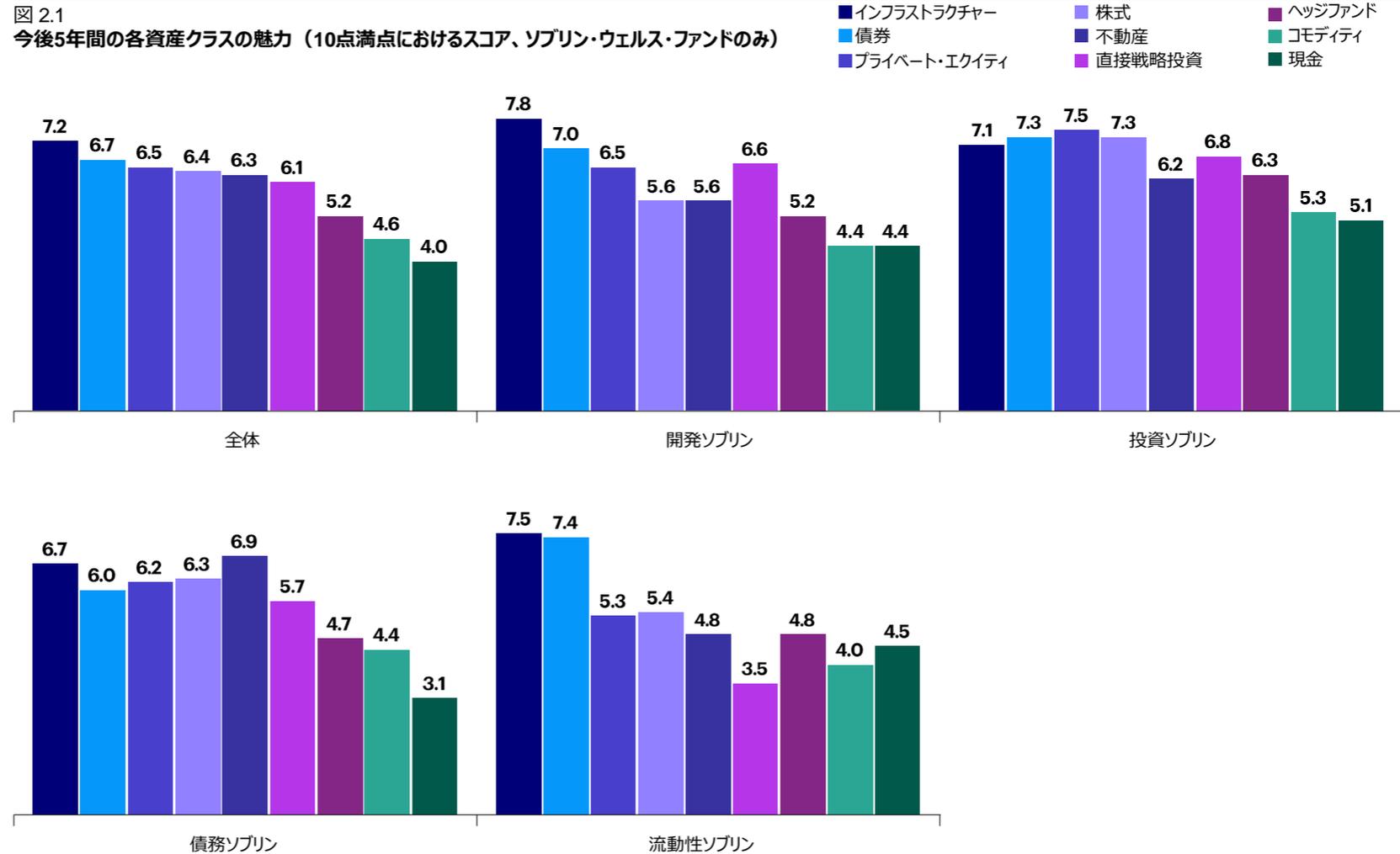
世界的なエネルギー危機において、再生可能エネルギーによる発電や配電が特に魅力的となる中、インフラがプライベート・アセットのセグメントを牽引しています。





プライベート・アセットへの配分の増加は、これまで何年も繰り返されてきたテーマです。様々な市場環境の中で、ソブリン・ウェルス・ファンドは一貫して不動産、インフラ、プライベート・エクイティへの配分を増やし続けてきました。こうした傾向は、マクロ経済的背景が大きく変わったこの1年も続いています。

プライベート・アセットは、あらゆるセグメントのソブリン・ウェルス・ファンドにとって引き続き魅力的となっています（図2.1）。しかし、バリュエーションが調整されたことで、ファンドや資産間でのパフォーマンスの差異が明らかになり、投資家は、トップクラスの運用会社や魅力的な取引の見極めを重視し、より選択的な姿勢を強めるようになりました。ある中東の投資ソブリンは、「バリュエーションが下がってきているため、適切な価格で取引を行うのは以前ほど大きな課題ではありません。主な課題となっているのは、魅力的な取引を見つけることと、トップクラスへのアクセスを得ることです」と述べました。



今後5年間における以下の資産クラスの魅力をどのように評価しますか？（10＝非常に魅力的として1～10のスコアで評価してください。）に対する回答数：80。





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

様々なプライベート・アセットのセグメントについて、案件の確保と優秀な運用会社へのアクセスが、特に新規の小規模なソブリン・ウェルス・ファンドにとって、最も大きな障害となっています（図2.2）。この1年、エネルギー資源を原資とするような豊富な資金力を持つソブリン・ウェルス・ファンドは、資金力に制約のある他の投資家が撤退する中、（案件確保にあたっての）強固なパイプラインの構築や、トップクラスのファンドへの更なるアクセス確保にあたって、有利な立場を取ってきました。小規模ファンドは、関係を構築し、相手方の運用会社にとって信頼できるパートナーになることの重要性を強調しています。彼らは、トップクラスの運用会社にとって魅力的なパートナーになる方法として、厳しいマクロ環境下での資金拠出や、共同投資の機会に際しての迅速な意思決定を挙げました。

ある中東の投資ソブリンは、次のように説明しました。「私たちは同業他社よりも意思決定が早いため、その点では助かっています。ただ、同業他社よりチケットサイズ（1回当たりの投資金額）が小さいため、より魅力的なファンドにアクセスし、関係を構築する上で課題があります。パフォーマンスには大きなばらつきがあり、上位4分の1に入るファンド、特に長期にわたって高いパフォーマンスを出し続けているファンドへのアクセスは、難しくなります。」

プライベート・アセットに投資しているほとんどのソブリンは、直接投資、共同投資、ファンド（図2.3）の組み合わせを採用しており、直接投資と共同投資は、エクスペンスレシオ（経費率）を下げるために不可欠と考えられています。ソブリン・ウェルス投資家は、トップクラスの共同投資先へのアクセスを得る上で、ファンド投資が重要と指摘しました：ある中東の投資ソブリンは、「PEファンドに資金配分を行う際は、そのファンドが共同投資の機会を提供することを期待していますが、その関連性は重要です。」と述べました。実際、アジアを拠点とするある債務ソブリンが指摘するように、共同投資の質は、しばしば運用会社を決定する上で考慮する重要なポイントとなります。「新しいファンドについては、ファンド自体に投資する前に、そのファンドの共同投資機会をいくつか検討することで、ファンドについて知るのが一般的です。」

図 2.2
プライベート・アセットについての課題（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

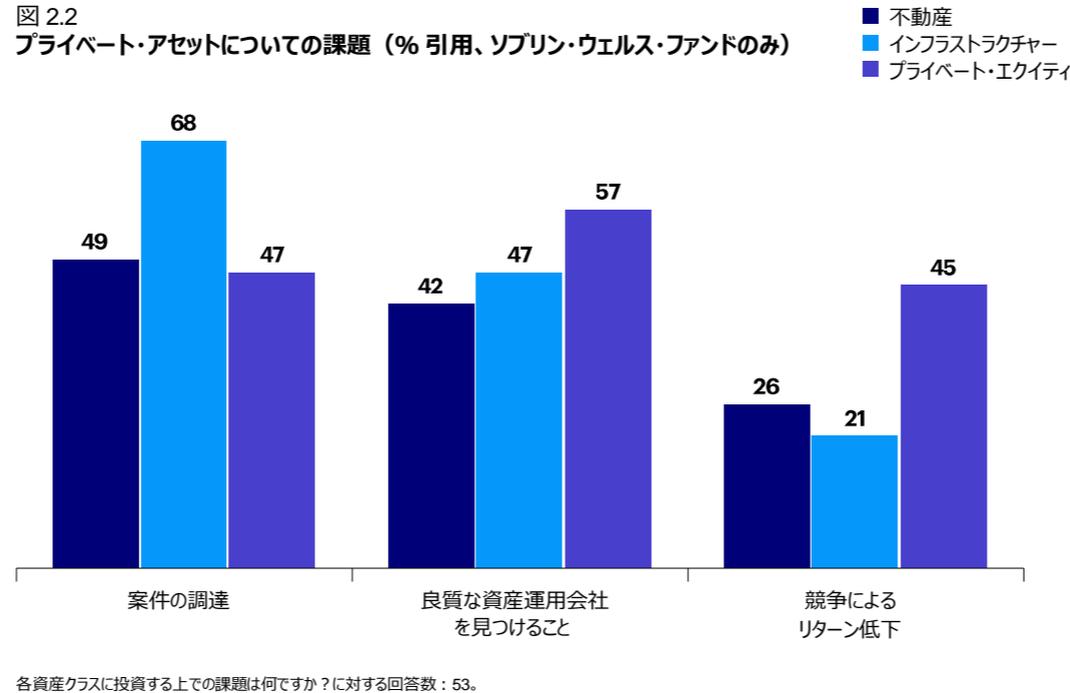
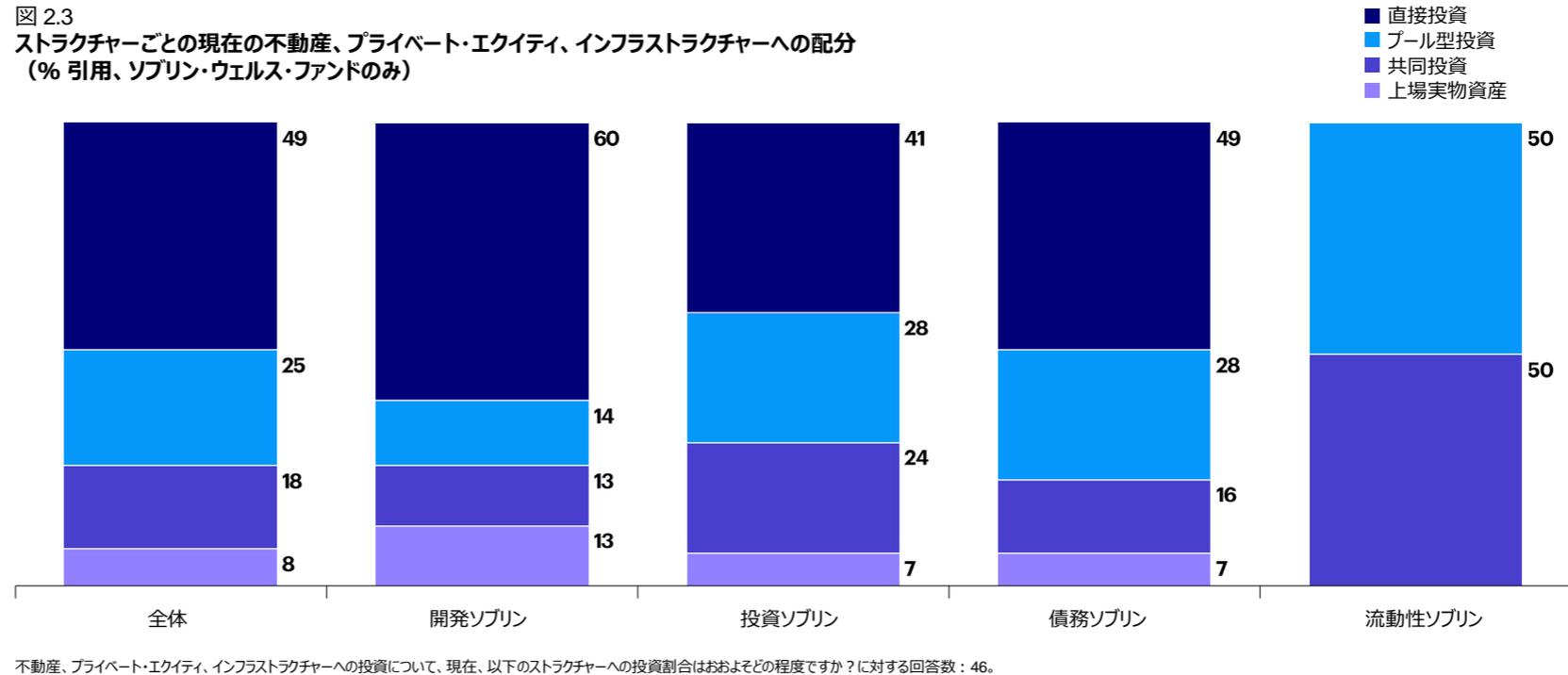


図 2.3
ストラクチャーごとの現在の不動産、プライベート・エクイティ、インフラストラクチャーへの配分（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



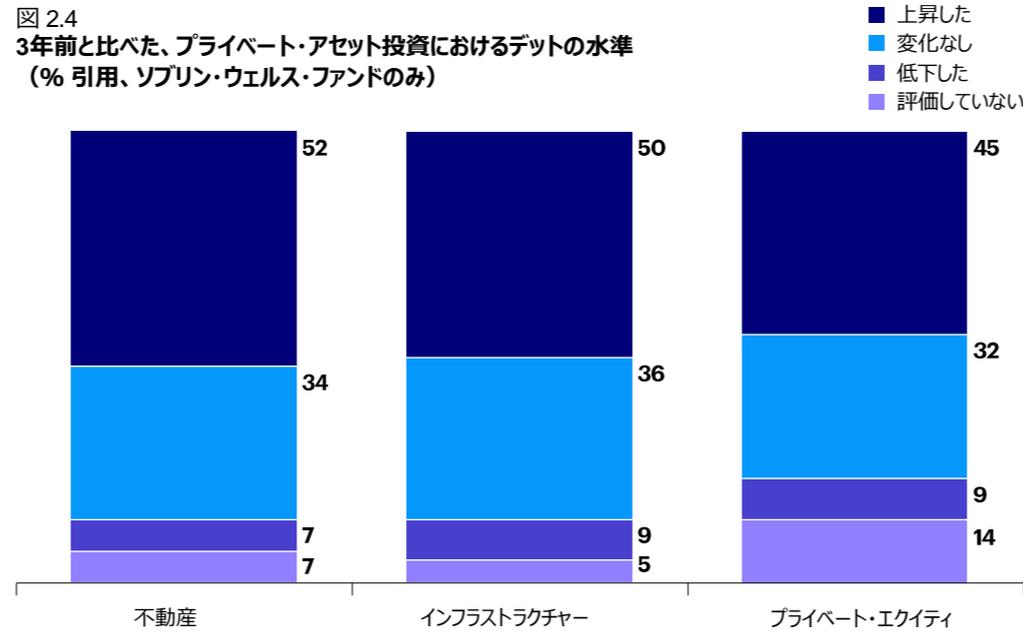
プライベート・アセットのデット評価が焦点に

ほとんどの回答者が、プライベート・マーケットへの投資におけるデットの水準は3年前と比較して上昇したと回答しており（図2.4）、金利の上昇に伴い、プライベート・アセットの投資評価において、デットを考慮することの重要性が増えています。ソブリン・ウェルス・ファンドの半数近くが、魅力的でないデット・ストラクチャーを理由に、最近の不動産、プライベート・エクイティ、インフラストラクチャー案件への投資を思いとどまったことがある、としています（図2.5）。投資家は現在、レバレッジの高い案件に特に慎重になっており、ファンドと個別案件の両方について、デット指標を徹底的に検証しています。

プライベート・エクイティについても、ソブリンはプライベート・エクイティ・ファンドを精査し、ファンドがオーガニックグロースやオペレーションの改善を通じて実質的なバリューを生み出しているか、あるいはレバレッジに頼ってリターンを生み出しているのか判断するようになっています。あるアジアの投資ソブリンは、「ファンド分析の際は、キャッシュフローを掘り下げて、バリューを生み出しているかを精査します。ほとんどのバリューがレバレッジによるものであれば、現在の市場においては重大なリスクと見なします。オーガニックグロースやオペレーションの改善は好ましく受け止めますが、レバレッジに牽引されたバリューは、懸念材料となります」と説明しました。

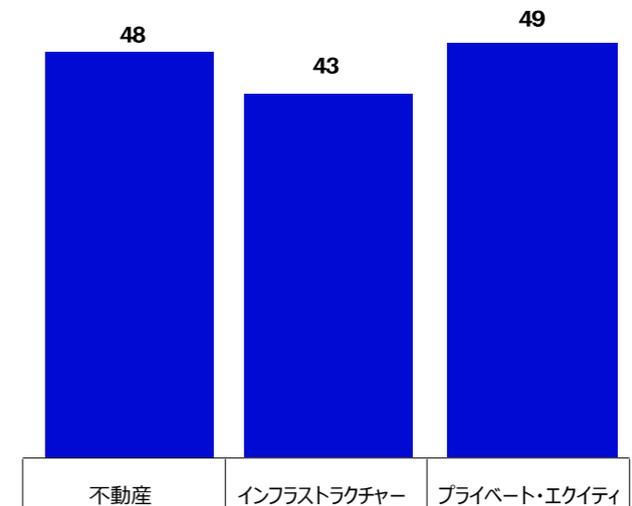
回答者は、直接投資や共同投資を行う場合、パーチェス・ストラクチャーやレバレッジ額を精査するとしました。彼らは、負債の返済条件や、金利が固定か変動かに細心の注意を払っています。

ある中東の開発ソブリンは、「デットの水準は必ず精査します。それは今、極めて重要なKPIとなっています。私たちがより大きなチケットサイズとなるような共同投資では、さらに深く掘り下げ、バイアウト・ストラクチャー、適用されるレバレッジ、金利、それらが固定かどうかについても調べます」と述べました。



プライベート・アセット投資全体のデットの水準は、3年前と比べてどうですか？に対する回答数：44。

図 2.5
デットの水準が、最近の投資実行において障壁となった
(% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ)



デットの水準が、以下の資産クラスへの投資を行わないと選択する際の決め手になったことがありましたか？に対する回答数：44。



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



ソブリンは魅力的な分散投資を求めてオフィス以外にも目を向ける

不動産は現在、インフラやプライベート・エクイティよりも魅力が低いと認識されていますが（図2.1、16ページ）、これは主に、オフィスや商業・小売セクターにおける課題が原因となっています（図2.6）。

これらのセクターに大きなエクスポージャーを持つ多くのソブリン・ウェルス・ファンドは、産業施設、医療施設、データセンターなど、より魅力的なセクターへの分散投資を求めています。リショアリングやフレンド・ショアリングのトレンドにより、物流スペースや倉庫への需要が高まり、産業施設セクターへの関心が高まっています。ある中東の投資ソブリンは、「私たちはオフィスへのエクスポージャーがかなりあり、住居や、個人向け倉庫・物流施設などのオルタナティブなセクターへの投資を増やすことで、分散投資を目指しています」と述べました。

ファンドは、不動産ポートフォリオの分散を図りたい意向を示しつつ、案件は一般的にオポチュニティ主導であり、投資を行うかどうかは案件ごとに評価される、とも指摘しています。実際、オフィスセクターに課題があるにもかかわらず、現在の環境を好機と捉える投資家もいます。ある欧米の債務ソブリンは、「不動産への配分を増やしています。オフィスセクターは短期的にはピンチであっても、その後徐々に回復するでしょう。今後2年間、建設や投資が不足すれば、2024年にはより好機が生まれるでしょう」と述べました。

図 2.6
不動産投資において最も魅力的なセグメント（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

	ファンドの拠点地域				
	全体	アジア	新興国	中東	欧米
産業施設	75%	75%	63%	83%	76%
医療/ヘルスケア施設	68%	50%	75%	67%	71%
データセンター	61%	75%	63%	83%	53%
住居	52%	75%	38%	50%	50%
レジャー/ホテル/リゾート	48%	50%	75%	83%	35%
オフィス	36%	63%	38%	17%	32%
商業・小売	21%	25%	38%	0%	21%
個人向け倉庫	18%	13%	13%	17%	21%

不動産投資を行う上で魅力的な選択肢の観点から、以下の分野をランク付けしてください。に対する回答数：53。

ソブリンは、医療施設やデータセンターといったオルタナティブな不動産セクターにも投資機会を探っており、その魅力度をそれぞれ2位、3位としています。パンデミックは医療インフラの重要性を浮き彫りにし、病院、診療所、福祉施設などへの投資を促しました。一方、データセンターは、デジタル技術やリモートワークの伸びにより人気を博しています。

ソブリン・ウェルス・ファンドは、進化する不動産情勢に対応するため、ポートフォリオを分散させ、新たな投資機会を探ることで、リスクとリターンバランスを取ろうと努めています。あるアジアの投資ソブリンは、「私たちは常に、ポートフォリオとリスク調整後リターンを最適化を目指しています。分散投資は非常に重要であり、魅力的なリターンを提供し、投資目標の達成に役立つ新しいセクターや資産クラスの開拓には前向きです」と述べました。



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



ソブリンはグリーンエネルギーの波に乗り出す

インフラは、最も魅力的なプライベート・アセットのセグメントと考えられています（図2.1、16ページ）。しばらくの間、様々なインフラの категорияにおいて、ソブリンは、長期かつ予測可能な収益をもたらす数十年の長期契約があり、また成熟した規制環境における監督下で、暗黙あるいは明示的なインフレ・パススルーの恩恵を受けられる、独占的なインフラ資産を選好してきました。これには、主要空港、有料道路、電力網、水道、送電網など、代替が困難な重要インフラが含まれます。長期的に安定したリターンを提供するこれらの資産は、ソブリン・ウェルス・ファンドの長期的な焦点にうまく合致しています。

エネルギー生産者は通常プライステイカーであるため、伝統的に、再生可能エネルギー発電は、独占の categoria には当てはまりません。それにもかかわらず、ソブリン・ウェルス・ファンドは現在、再生可能エネルギーを最も魅力的なインフラ・セクターと見なしています（図2.7）。

欧州における戦争とそれに続くエネルギー危機により、再生可能エネルギー・インフラへの需要が世界的に急増し、各国政府は、投資の見返りとして長期的な価格コミットメントを提供しています。一部のソブリンは、（この資産クラスの）収益とバリュエーションの確実性が高まる可能性に注目しており、おそらくこれにより、リターン・プロファイルが安定し、気候変動目標を達成しつつ、インフラ資産の持つ魅力的な特性に近づいていく可能性があります。

再生可能エネルギー発電への投資意欲が最も高いのは、新興国と欧米諸国を拠点とするソブリンです。新興国では、追加的なエネルギー発電インフラが優先されることが多い一方、欧米のファンドの多くは、自国がエネルギー危機で大きな打撃を受けたことを指摘しました。ある欧米の債務ソブリンは、「直近のエネルギー危機は、エネルギー消費に対する世界的な意識を高め、各国が代替エネルギー源を求める動きを促進しました。これは、再生可能で環境に優しいインフラへの投資を惹きつけるでしょう」とコメントしました。

図 2.7
インフラ投資において最も魅力的なセグメント（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

	ファンドの拠点地域				
	全体	アジア	新興国	中東	欧米
再生可能エネルギー発電	81%	70%	86%	71%	85%
送電・供給	65%	50%	71%	71%	67%
上下水道	50%	44%	71%	57%	45%
公共交通機関、道路、鉄道	45%	50%	57%	57%	39%
港湾（海上および航空）	35%	22%	33%	67%	33%
電気通信	31%	38%	33%	67%	23%
従来型エネルギー発電	30%	30%	71%	29%	21%

今後5年間、以下のタイプのインフラはどの程度魅力的だと思いますか？に対する回答数：57。



直近のエネルギー危機は、エネルギー消費に対する世界的な意識を高め、各国が代替エネルギー源を求める動きを促進しました。これは、再生可能で環境に優しいインフラへの投資を惹きつけるでしょう。

欧米の債務ソブリン



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





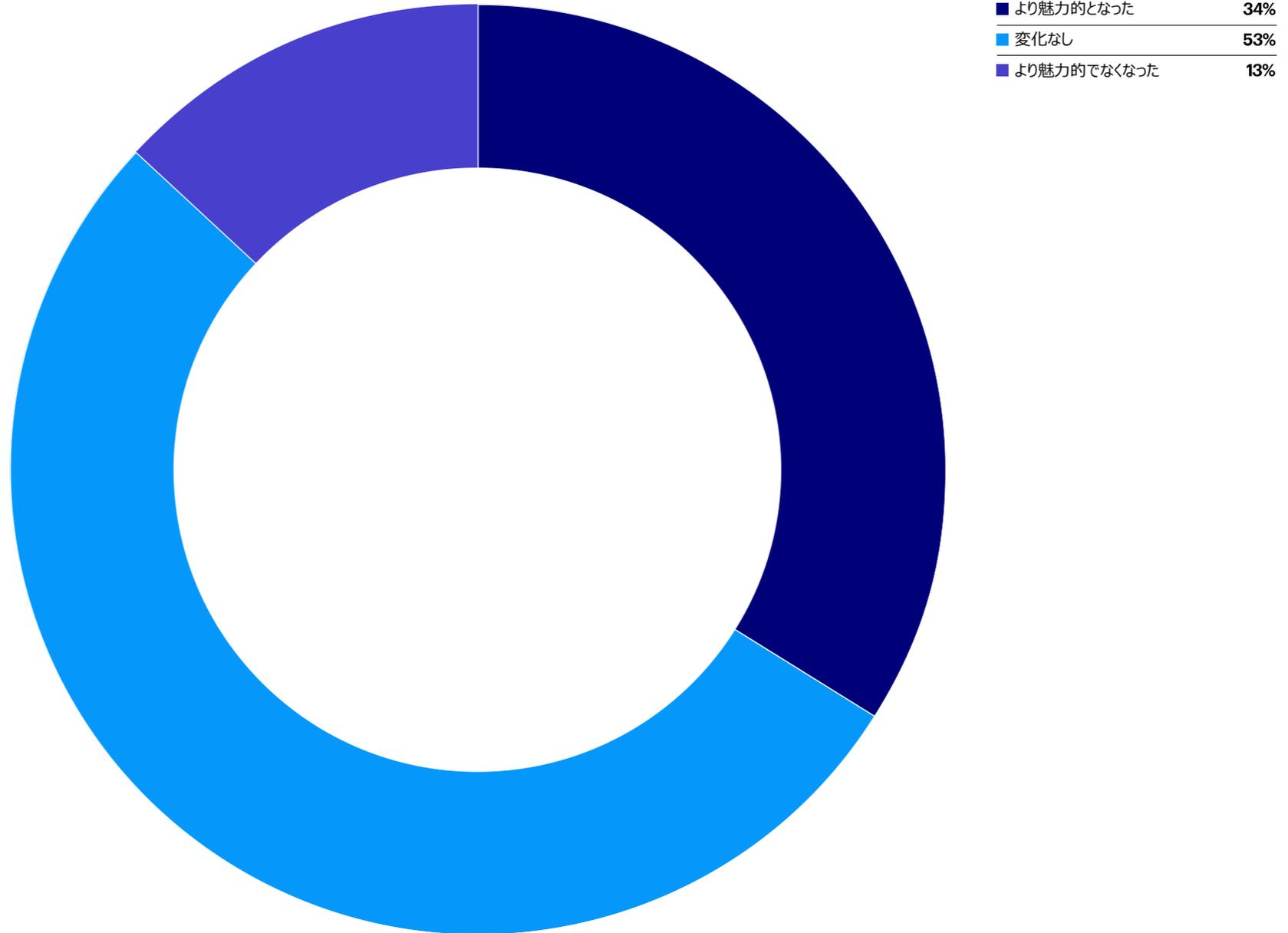
価格調整は現在のプライベート・エクイティ・ベンテージにとってプラス

上場市場における価格調整は、プライベート・エクイティ（PE）やベンチャー・キャピタル（VC）のバリュエーションに徐々に影響を及ぼし、マーケット・マーケット（時価評価）方針の差異を浮き彫りにしています。実質的なパフォーマンス水準に疑問が持たれているにもかかわらず、ソブリンは、引き続きPE投資（2番目に魅力的な資産クラスとされる（図2.1、16ページ））に熱心です。回答者の約3分の1が、現行の投資がより良い価格で行えることから、上場市場の価格調整はPEにとってプラスと考えており（図2.8）、価格リスク軽減のために複数のサイクルをまたいで投資することの重要性を強調しています。

ある中東の投資ソブリンは、こう説明しました。「PEとVCのリターンに関しては、やせ細る年と豊富になる年があります。より困難な時期には淘汰が起こり、リターンが低下し、この資産クラスに懐疑的な見方が出ます。しかしその翌年は、新たな資本投資の絶好の機会となることが多いのです。」

プライベート・エクイティに対する好意的なセンチメントにもかかわらず、金利上昇と債務懸念から、トップ・パフォーマーの見極めがこれまで以上に重要となっています。ある北米の債務ソブリンは、次のように述べました。「プライベート・エクイティ取引のEBITDAマルチプルは、S&P500種指数のEBITDAマルチプルと同じぐらいであり、価格優位性はありません。ポートフォリオにアルファ値（期待リターンに対する超過リターン）を生み出し、手数料をカバーしつつ、（資金をプールした）顧客にバリューを残すには、巧みな対応が必要となります。」

図 2.8
上場市場における価格調整がプライベート・エクイティの魅力に与える影響（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



2022 年の上場市場における価格調整は、プライベート・エクイティに対する投資意欲に影響を与えましたか？に対する回答数：42。

[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](#)



Financing the future: Sovereigns' strategies for accelerating the energy transition

未来に向けたファイナンス：
エネルギー転換を加速させるソブリンの戦略



地政学的な緊張と気候変動により、安全で持続可能なエネルギーサプライチェーンの必要性が高まる中、投資家にとって、再生可能エネルギーの優先順位が上がっています。



ソブリンファンドや中央銀行は、目的に沿うよう、グリーンインフラへの直接投資やグリーンボンドへの資産配分を行うことを好む傾向にあります。



グリーンウォッシングに対応するため、投資家は積極的なスタンスを取っており、開発リスクを取って、ESGとの真正な整合性を確保したグリーンボンドを発行しています。



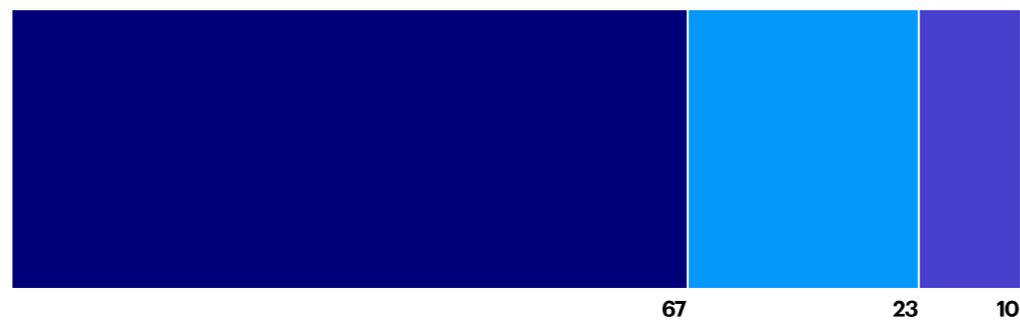
この11年間の調査では、ソブリン・ウェルス・ファンドにとって、環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の存在感が大きくなるのをつづさに記録してきました。2017年の調査ではESGについてソブリン間で意見が分かれたものの、2019、2020年までにはESGは主に、気候変動に対応したポートフォリオ管理の分野で勢いをつけました。

それ以来、ESGはますます多くの投資家からの関心を集めています。2023年には、ESGポリシーを実行していると回答したソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の割合は前年より上昇（これは6度目かつ過去最高の割合）、前者は2017年の46%から2023年の79%に、後者は2017年の11%から2023年の59%にそれぞれ上昇しました（図3.2）。

当初、ソブリン投資家にとってのESGの重要性の高まりは、リターンに対する気候変動由来の長期的なリスクに起因しており、2020年時点では「リターンの向上」と「リスクの削減」がESGポリシー採用の主な動機でした。その後環境対策の必要性が高まったことから焦点が移り変わり、ロシアのウクライナ侵攻がエネルギー安全保障の重要性を浮き彫りにし、その緊急性がさらに高まっています。

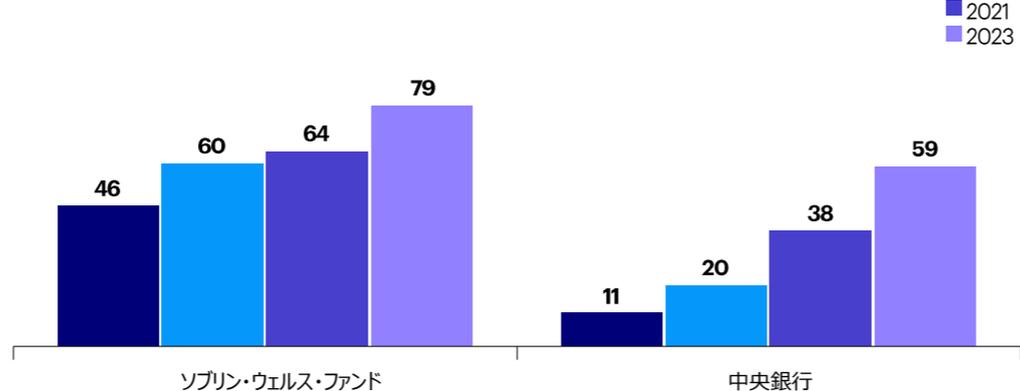
投資家からの回答では、気候変動の影響（回答者の66%）とエネルギー転換の財務コスト（回答者の53%）が今後10年間の世界の成長に対する最も重大な3つのリスクのうちの2つとされており、それより大きな回答割合を占めたのは「地政学的リスクの高まり」のみでした（図1.1、8ページ）。ソブリン・ウェルス・ファンドは今、これまで以上に断固たる決意でエネルギー転換への資金供給を行う意向を示しています。

図 3.1
ソブリン・ウェルス・ファンド/中央銀行はエネルギー転換へのファイナンスにおいて重要な役割を果たすことができる（% 引用、総サンプル）



ソブリン・ウェルス・ファンド中央銀行は、エネルギー転換へのファイナンスにおいて重要な役割を果たすことができる、との意見にどの程度同意しますか？に対する回答数：115。

図 3.2
ESGポリシーを持つ組織（% 引用、総サンプル）



ESGポリシーがありますか？に対する回答数：140。

直接投資とグリーンボンドに焦点を当てることにより、エネルギー転換に向けた資金供給を強化

ソブリン・ウェルス・ファンドは現在、世界の資産のかなりの割合を占めています。いくつかのソブリン・ウェルス・ファンドはその規模を国家機密としていますが、2022年の国有投資家の運用資産総額は32兆米ドルに上ると推定されています¹。一般的な環境意識が高まる中、ソブリン・ウェルス・ファンドへの説明責任とグローバル・リーダーシップへの要求が高まっています。新興国市場を拠点とするある開発ファンドは、「グローバル市場や海外投資家が、ESGに関するフレームワークをソブリン・ウェルス・ファンドに求めることは理解できます。これらのリスクは、私たちがあらゆる新規投資にあたって考慮するリスクです」と説明しました。このようなより高い説明責任への要求はソブリン・ウェルス・ファンドを超えて及んでおり、あるアジアの中央銀行は「公的説明責任の要求に応えるため、2019年にESG銘柄への投資を開始しました」と述べました。

投資家の3分の2以上が、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行がエネルギー転換へのファイナンスにおいて大きく貢献できるとの見方に同意しています（図3.1）。こうした役割は、投資家（特に中央銀行）の中でESGポリシーを実行している組織数が年々増加していることにも裏付けられています（図3.2）。

¹ グローバル・ソブリン・ウェルス・ファンド グローバル・トラッカー
<https://globalswf.com/reports/2023annual>



グリーンボンドは、グリーン・プロジェクトへの投資によって持続可能な環境に貢献できる、素晴らしい方法です。

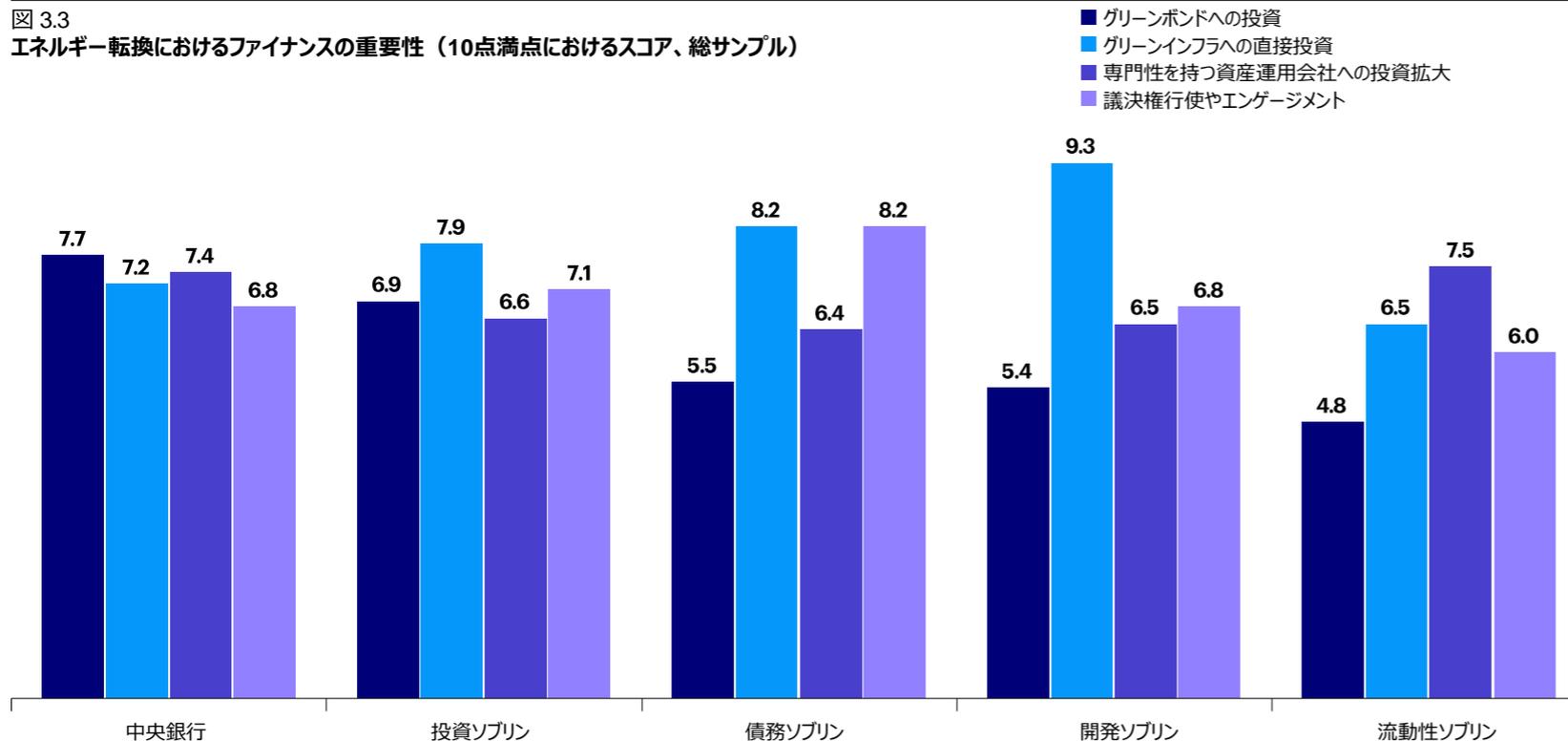
中央銀行
アジア

エネルギー転換が優先される中、投資家はこぞってグリーンインフラとグリーンボンドに注目しています。より長期の投資期間を持つソブリン・ウェルス・ファンドは、インパクトを最大化する手段として、グリーンインフラへの直接投資を検討するようになってきました。ある中東の投資ソブリンは、「議決権行使やエンゲージメントは確かに役立ちますが、最もインパクトのあるアプローチは、直接投資しインフラ開発を行うことです」とコメントしました。投資ソブリン、債務ソブリン、開発ソブリンはいずれも、「グリーンインフラへの直接投資」をエネルギー転換に向けたファイナンスの最も重要な手段だと考えています（図 3.3）。

直接投資は、持続可能な目標に向けた進捗状況を把握する上で、より信頼性の高い手段となるだけでなく、これらの目標達成のために、より高い影響力やレバレッジを得る手段ともなります。ある欧米の投資ソブリン・ウェルス・ファンドは、「インフラに直接投資することで、最も大きなインパクトを与えることができます。企業は進捗を直接モニタリングすることができ、資金が最適化されているかどうかの確認にあたって外部のソースに頼る必要もありません」と述べました。

一方、リザーブ・ポートフォリオの流動性制約から、中央銀行は主にグリーンボンドに注目しています。あるアジアの中央銀行は、「グリーンボンドは、グリーン・プロジェクトへの投資によって持続可能な環境に貢献できる、素晴らしい方法です」と述べ、中央銀行がよりアクティブな投資家となるにあたり、グリーンボンドの果たしうる役割に言及しました。

図 3.3 エネルギー転換におけるファイナンスの重要性（10点満点におけるスコア、総サンプル）



エネルギー転換に向けたファイナンスにおいて、以下はどの程度重要ですか（10 = 非常に重要として、10点満点におけるスコア）？に対する回答数：88。



- 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





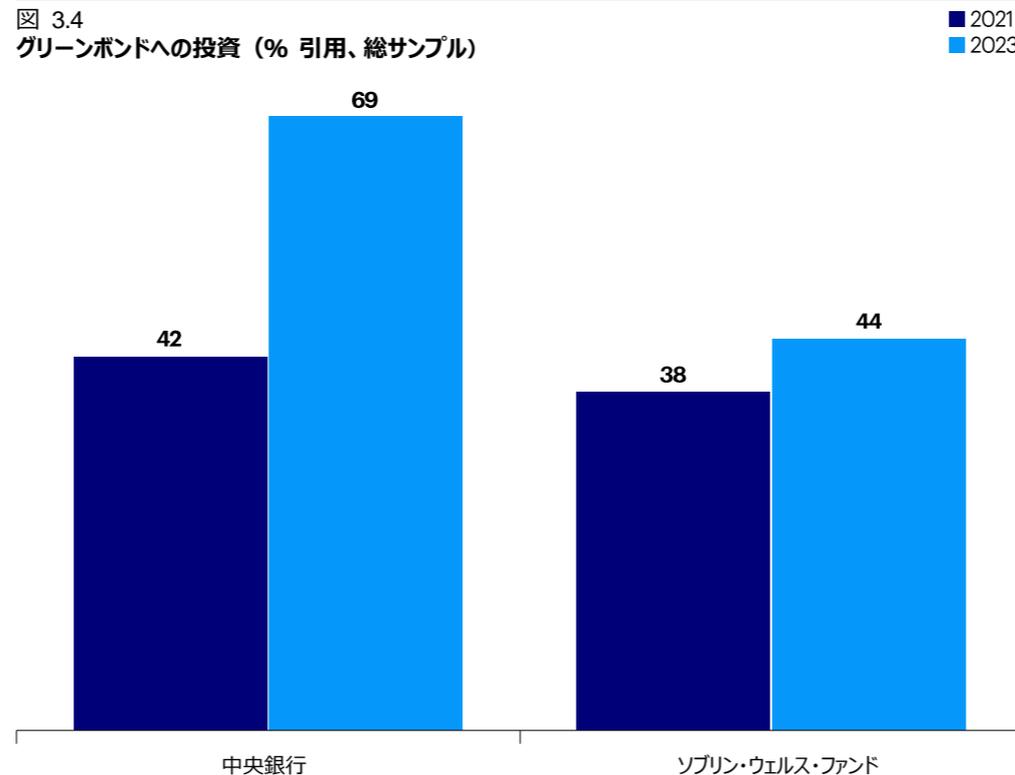
グリーンボンドの台頭とグリーンウォッシングに対する懸念の軽減

グリーンボンドは、流動性制約のある投資家がグリーン・プロジェクトに参加する手段として存在感を増しており、特に中央銀行による配分が増えています。2019年にグリーンボンドに投資していた中央銀行はわずか28%に過ぎませんでしたが、2021年には42%に増加し、現在では3分の2超（69%）の中央銀行がグリーンボンドへの投資を行っています（図3.4）。

一部の中央銀行にとって、これはESG重視の高まりの直接的な帰結となっています。ある欧米の中央銀行は、「昨年からグリーンボンドに投資しています。これはESGへの新たなコミットメントの一環です」と述べました。逆にその他の中央銀行については、グリーンボンドへの投資は必ずしも直接の指示により行われたわけではなく、流動性、与信、リスク・リターン要件を満たしていたことから結果として行われたものでした。別の欧米の中央銀行及び新興国の中央銀行からも、同様の回答がありました。

グリーンボンドの発行が広がるにつれ、流動性の向上と「グリーンアム*」の低下が起こり、他の要因と比べてグリーンボンドのパフォーマンスが課題となることは少なくなりました。その結果、中央銀行のグリーンボンドへの投資が全体的に増加しました（図3.4）。

世界のグリーンボンド発行額は2021年に過去最高を記録した後、2022年に減少に転じましたが、政策当局の積極的な取り組みに後押しされ、市場は今後も成長軌道に乗り続けると予想されます。例えばEUは、EUの景気回復とグリーン開発を支援する「次世代EU（NextGenerationEU）」への資金供給を行うため、2026年末までに最大2,500億ユーロのグリーンボンドを発行する計画です²。クライメート・ボンド・イニシアティブは、気候変動リスクに実質的に対処するには、2025年までにグリーンボンドの年間発行額が少なくとも5兆米ドルに達する必要があると主張しており³、これは過去最高の発行額となった2021年の5,000億米ドル超の、ほぼ10倍増に相当します。



現在これらの債券のいずれかに、直接または間接的に投資していますか？に対する回答数：111。

ソブリン・ウェルス・ファンドもまた、公的なコミットメントを行っています。一部のファンドは自らグリーンボンドの発行に貢献しており、12%が自社でグリーンボンドを発行済みで、さらに18%がこれを検討中としています。

しかし、グリーンボンドへの関心の高まりとともに、風評リスクやグリーンウォッシングに対する懸念も生じています。「市場が倍増しているにもかかわらず、流動性と曖昧な定義が依然として問題となっています」とある欧米の中央銀行は指摘し、「これらの問題が解決したように装うのはやめましょう。発行された債券の中には、「グリーン」であることはもちろん、適格な投資としてさえ認められないものもあります」と述べました。そのため投資家は、風評リスクを最小限に抑え、グリーンウォッシングから身を守るために、定評のある銘柄を求めています。欧米のある中央銀行は、次のように指摘しました。「私たちが意識しているリスクの中には、風評リスク（資金供給を行ったプロジェクトがグリーンウォッシングと判明する）があります。私たちは、実際にグリーンではないものに投資してしまう風評リスクを最小化するため、実績のある銘柄やプロジェクトに絞るようにしています。」

*グリーンアムとは、「グリーン」と「プレミアム」を合わせた造語で、グリーンボンドが同じ発行条件の普通債に比べて、価格は高く利回りは低くなる現象のこと。

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

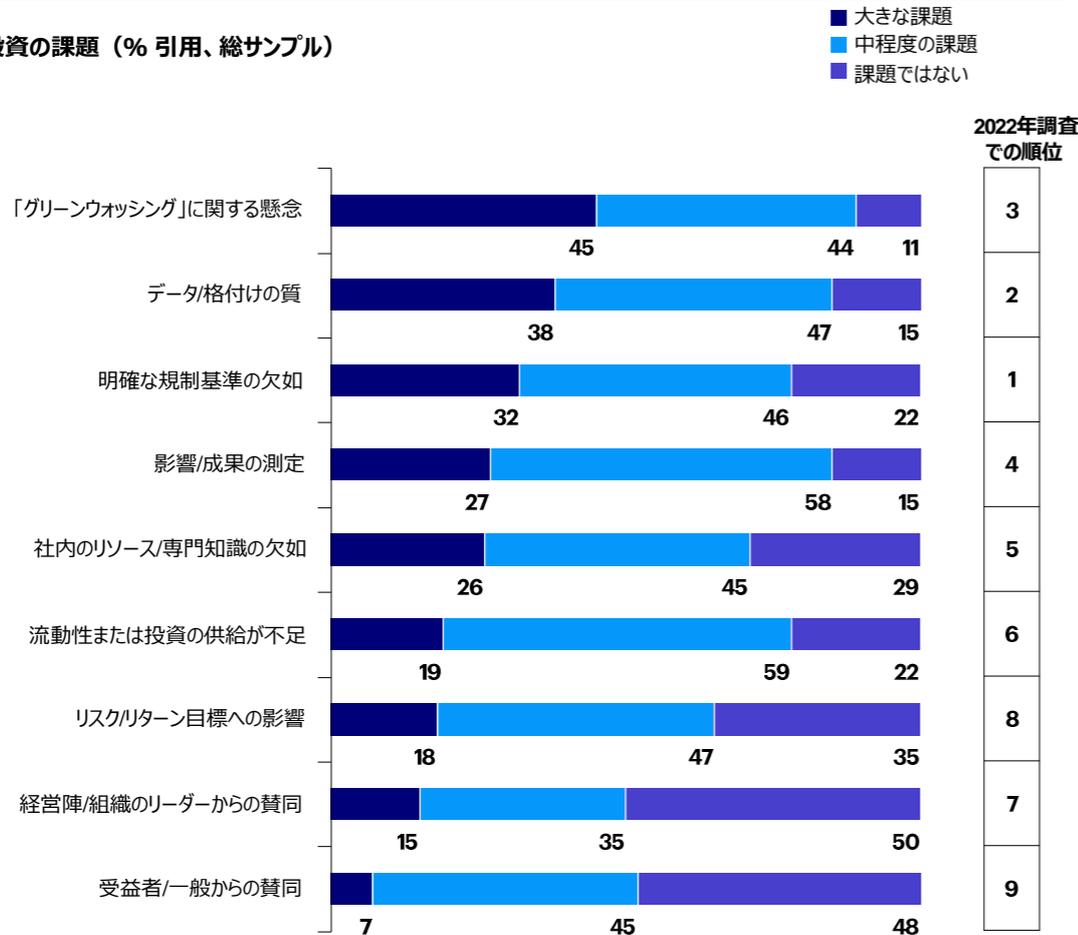
付録



² https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds_en
<https://www.climatebonds.net/resources/>

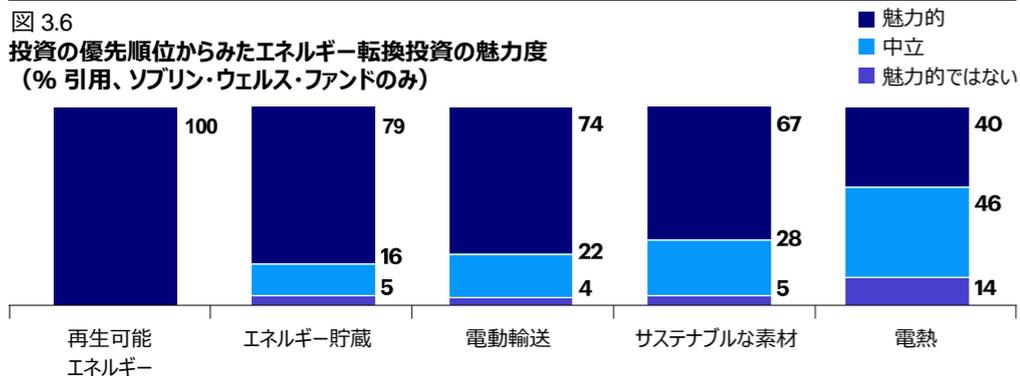
³ press-releases/2022/10/climate-bonds-calls-5trillion-green-bond-issuance-year-2025

図 3.5
ESG投資の課題（% 引用、総サンプル）



ESG投資に関して、以下の課題はどの程度重大ですか？に対する回答数：122。

図 3.6
投資の優先順位から見たエネルギー転換投資の魅力度
(% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ)



投資の優先順位から見て、以下のエネルギー転換投資の分野はどの程度魅力的ですか？に対する回答数：58。

グリーンウォッシングへの対策とESG目標との整合性

より広い文脈で見ると、「グリーンウォッシングに対する懸念」は、ソブリン・ウェルス・ファンドや中央銀行のESG投資における最も重要な課題と位置付けられており、45%もの投資家がこれを大きな課題と回答したのに対し、特に課題ではないと回答した投資家はわずか11%にとどまりました（図3.5）。2022年調査では3番目に大きな課題に位置付けられていたため、課題としての重要性は増しています。ある中東の投資ソブリン・ウェルス・ファンドは、「ESG商品の分類方法に関する透明性が欠如しています。グリーンウォッシングの問題は依然として大きく、投資家にとっては風評リスクとなります」と述べました。

グリーンウォッシングに対する懸念は他の課題に比べて、あらゆるソブリン・ウェルス・ファンドのセグメントで一貫して高い割合で言及されています。投資家は、説明責任が高まる中でESGポリシーを実行することや、インパクトを持ちつつも真正なアクションを取るための必要性について、ますます気をもむようになっています。

ソブリン・ウェルス・ファンドの規模とグリーンウォッシングに対する懸念には明確な相関関係があり、小規模ソブリン・ウェルス・ファンド（運用資産総額250億米ドル未満）の60%がグリーンウォッシングを重要な課題だと考えているのに対し、大規模ソブリン・ウェルス・ファンド（運用資産総額1,000億米ドル超）ではその割合は36%に過ぎません。この落差は、小規模ファンドの社内のケイパビリティがより小さいため、投資のモニタリングに当たり、外部の運用会社、データプロバイダー、格付け機関に依存せざるを得ないことに起因しています。あるアジアの小規模ソブリンは、「私たちにはグリーンウォッシングにあたるものと投資機会を選別するのに必要なリソースがありません」と述べました。より大規模なソブリン・ウェルス・ファンドでは、社内のケイパビリティがより大きいことから、グリーンな活動により自信を持つことができます。

グリーンウォッシングに対する懸念を除けば、その他の課題は、主に社内のケイパビリティというより、外部要因に起因するものです。データ/格付けの質および規制基準の欠如は、前年同様上位の課題に位置付けられ、それぞれ投資家の38%、32%がこれを重大な課題としています。ソブリン・ウェルス・ファンドがESGに関するケイパビリティを向上させるにつれ、投資が真にグリーンなものであることを確実にするため、外部のデータやプロバイダーにより注意を払うようになっていきます。

こうした懸念の一部を軽減するため、長期のエネルギー転換へのコミットメントにアクセスする上で、プライベート・マーケットへの直接投資がしばしば好ましいルートとなっています。例えば中東のある投資ファンドは、直接投資によってより大きなコントロールと目的との合致が可能になる、と明かしました。

再生可能エネルギーが最も魅力的な分野として浮上しており、ESGを目的とする全てのソブリン・ウェルス・ファンドがこれを優先投資対象としています（図3.6）。これと相まってインフラ投資家は、テーマ2で議論したように（図2.7、20ページ）、再生可能エネルギー開発とエネルギー貯蔵に魅力的なサブセクターの機会を見出しつつあります。再生可能エネルギーインフラへの投資が、ソブリン・ウェルス・ファンドの投資目的とリターン要件の両方に合致すれば、コミットメントが履行された場合、エネルギー転換へのファイナンスに明るい見通しがもたらされます。



はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

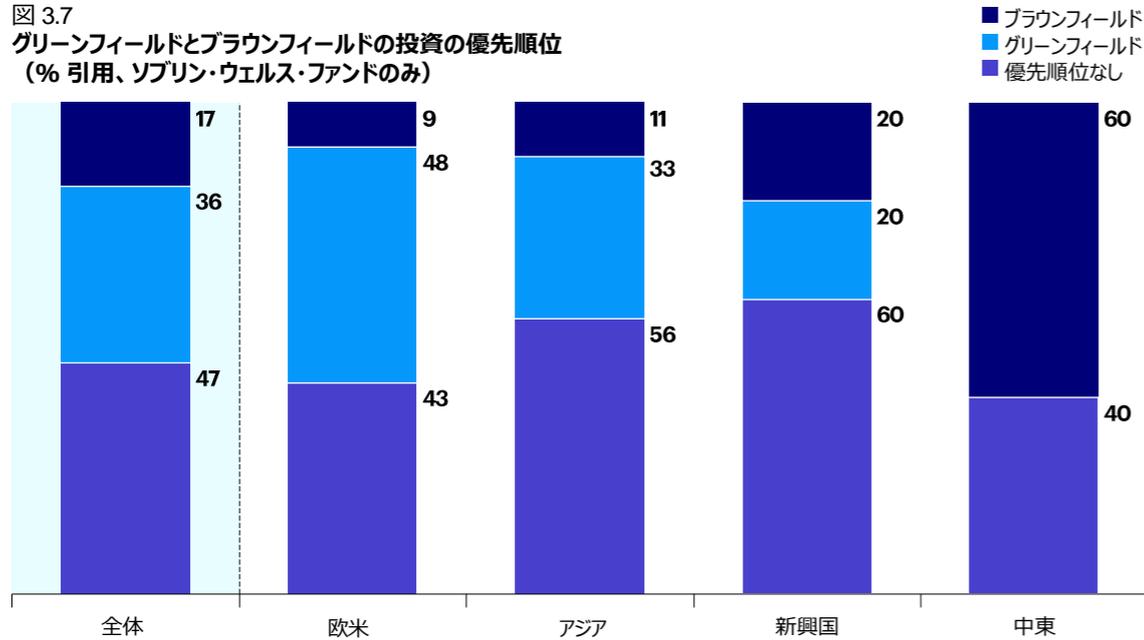
テーマ 5

付録



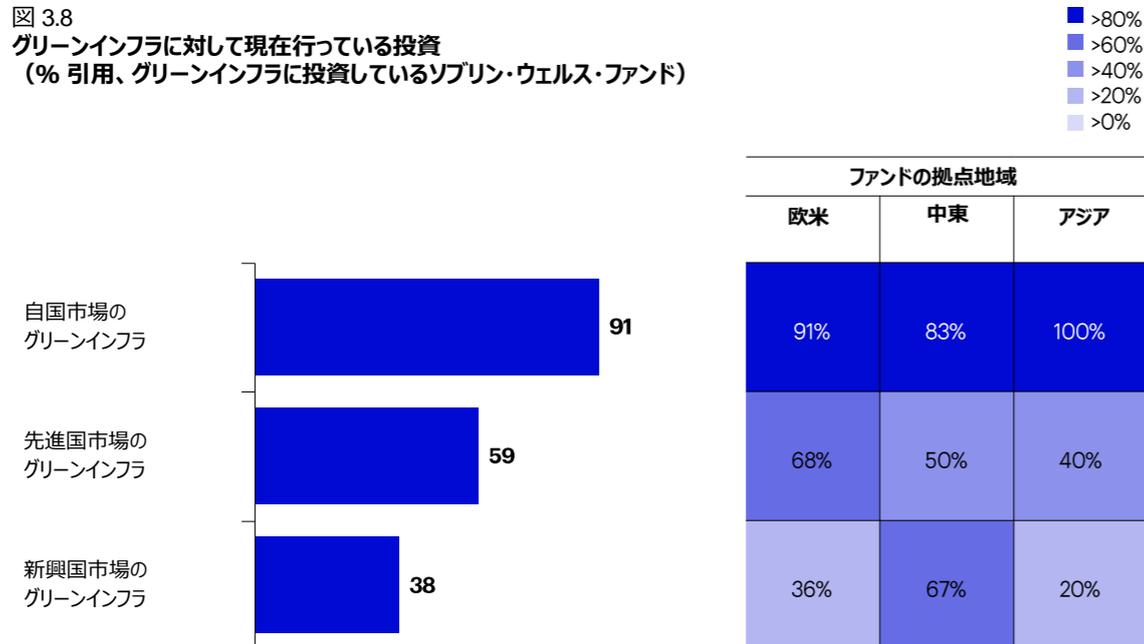


図 3.7
グリーンフィールドとブラウンフィールドの投資の優先順位
(% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ)



グリーンフィールドとブラウンフィールドのプロジェクトではいずれかを優先しますか？に対する回答数：44。

図 3.8
グリーンインフラに対して現在行っている投資
(% 引用、グリーンインフラに投資しているソブリン・ウェルス・ファンド)



現在、以下のいずれかに投資していますか？に対する回答数：34。

グリーンフィールド¹対ブラウンフィールド²：再生可能エネルギー投資への信頼構築

現在の状況では、投資家はブラウンフィールドよりもグリーンフィールドへの投資を選好すると表明しています。インフラ投資を行うソブリン・ウェルス・ファンドのうち、グリーンフィールド・プロジェクトを優先するとの回答数が、ブラウンフィールド・プロジェクトを優先するとの回答数の倍以上となりました（図 3.7）。

既存の施設やインフラへの投資を行うブラウンフィールド・プロジェクトの方が、多くの場合、既に現地の規制に準拠しており、グリーンフィールド投資に比べて開発リスクが低く、収益フローの予測可能性が高いにもかかわらず、ソブリン・ウェルス・ファンドは現在、プロセスの初期段階からより大きなコントロールと影響力を確保できる、グリーンフィールド投資を優先しています。ある開発ソブリン・ウェルス・ファンドは、「私たちがグリーンフィールド・プロジェクトを優先するのは、プロセスの最初から参加でき、自分たちの好みに合わせてプロジェクトを形成できるからです」と説明しました。

アジアを拠点とするある開発ソブリン・ウェルス・ファンドもこの意見に賛同し、「グリーンフィールドには改善の余地が大きく、自分たちであらゆるリスクとリターンを適切に評価し、計画できるので、私たちのプロジェクトの大半はグリーンフィールドです」と述べました。アジアを拠点とし、ブラウンフィールド・プロジェクトを優先しているインフラ投資家は、具体的な投資機会を見つけるのが難しいことから、魅力的なプロジェクト・ストラクチャーを持つ大規模なグリーンフィールド投資の機会を探していると述べました。

グリーンフィールド・プロジェクトは投資家に開発リスクを負わせる一方で、プロセス全体を通じてより大きな影響力を行使でき、それにより投資が目的に合致しているとの確信を得ることができます。このアプローチにおいてはインフラの豊富な経験が必須となるため、ソブリン・ウェルス・ファンドは一般的に欧米のグリーンフィールド・プロジェクトを優先し、より先進国のインフラ市場へのエクスポージャーを高くしています。中東のソブリン・ウェルス・ファンドはブラウンフィールドを優先していますが、アジアや新興国の投資家の多くは、特にどちらかを優先していません。

再生可能エネルギーへの投資は必要ですが、既存の資産の脱炭素化は、グローバルなネット・ゼロ目標達成のために極めて重要であり、ブラウンフィールドとグリーンフィールド両方へのインフラ投資の必要性が浮き彫りになっています。

より幅広いプライベート・マーケットへの投資と同様に、ソブリン・ウェルス・ファンドは、まず自国市場やその周辺地域におけるグリーンインフラ投資の機会を探す傾向にあります。グリーンインフラに投資しているソブリン・ウェルス・ファンドの91%が自国市場で投資を行っており、この傾向は地域によらず、一貫して見られます（図3.8）。自国市場への投資は、しばしばソブリン・ウェルス・ファンドの開発目的に合致します。いくつかの欧州のソブリン・ウェルス・ファンドが、スウェーデンのグリーンバッテリー・メーカーのノースポルト社に、アーリーステージでの再生可能エネルギー投資を行ったことがその例です。

1. グリーンフィールドとは、手付かずの土地、更地の状態から、生産工場・オフィス建物・通信施設等の「ビジネス投資」や、発電所・水道施設・港湾施設・空港・鉄道等の「社会インフラ投資」などを行うことを指します。
2. ブラウンフィールドとは、既に手が付いている土地という意味で、工場などの建物が建っている土地に、新たに設備投資をして新しい工場を建設したり、既存設備を刷新するなど、既存の施設や稼働中のプロジェクトを指します。



専門知識の活用によりグリーン投資を後押しする

2019年の調査でも見られたように、ソプリがインフラ投資を行う際の最も大きな障害は案件の調達であり、回答者の5分の1がこれを課題として挙げました。こうした結果は今年の調査でも同様となりました（**図2.2、17ページ**）。グリーンインフラへの投資を目指すソプリにとって、このハードルはさらに顕著となっています。欧米のある債務ソプリは、「自分たちのESGポリシーに合致した案件や投資機会を調達することが、グリーンインフラへのファイナンスにあたって直面する主な課題となっています」と述べました。

多くの投資家は、グリーンインフラに関する知識の欠如や社内リソース不足にも悩まされています。エネルギー転換への資金供給に熱心な投資家は、プロジェクトの実行にあたってサポートを必要としており、しばしば資産運用会社に支援を求めています。欧米のある債務ソプリは、「資産運用会社は、こうしたプロジェクトを実行し、投資を呼び込むために必要な専門知識を備えています」とコメントしました。

投資家は、資産運用会社がプロジェクト・ストラクチャー、リスク分析・管理、エキスパート・エグゼキューションに関する有用なアドバイスを提供してくれることで、グリーン・プロジェクトへのファイナンスに際して役に立つと考えています。欧米のある中央銀行は、「資産運用会社は、より大規模なグリーン・プロジェクトの資金調達や実行にあたって役立ちます。彼らの専門知識が、プロジェクトの実行や投資誘致に有用なのです」と述べました。エネルギー資金調達の加速が急務となっていることを受け、ソプリ・ウェルス・ファンドや中央銀行の間では、グリーン・プロジェクト投資への意欲が高まっています。グリーンウォッシングに対する懸念は根強いものの、資産運用会社は、多くの投資家に対してリーダーシップやガイダンスを提供し、最終的にはエネルギー転換を促進する重要な役割を果たし得るのです。

“
資産運用会社は、こうした（グリーン）プロジェクトを実行し、投資を呼び込むために必要な専門知識を備えています。

債務ソプリ
 欧米

図 3.9
グリーン・プロジェクトへの資金調達におけるサードパーティー／資産運用会社の役割（引用数、総サンプル）

投資家の誘致 (12)	リスクの分析・管理 (11)	プロジェクト・ストラクチャーへの助言 (9)	プロジェクト開発 (5)	資金収集 (4)		リターン確保 (3)	
		実行に関する専門知識 (8)	プロセスの加速 (4)	手本を見せてリード (2)	テクニカルな支援 (1)	幅広い投資家とのエンゲージメント (1)	デプロイメントに関するガイダンス (1)
確実な活用 (2)	適切な開示の提供 (1)			ベスト・プラクティスのテクノロジー (1)	良い解決策を見つける (1)	資金ソースを見つける (1)	
						最良の機会の提供 (1)	

グリーン・プロジェクトをファイナンスする上で、サードパーティー／資産運用会社はどのような役割を果たし得ますか？に対する回答数：48。



- 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



The next generation of development funds

次世代の開発ファンド



この10年で、新しいソブリンが急増しました。これらのファンドは、より実績のある他のファンドとのパートナーシップを模索しており、こうした関係の促進には強力なガバナンスが不可欠となります。



新世代のソブリンは一般的に開発に重点を置き、エネルギー転換や社会的目的を掲げています。しかし、これらの目的を公式に定義することは、その目的に関する信頼や透明性を構築することと同様に課題となっています。



能力のギャップを克服するために外部の資産運用会社が活用されており、新しいファンドが成長し成熟するにつれ、こうした要件は増えると予想されます。



- 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

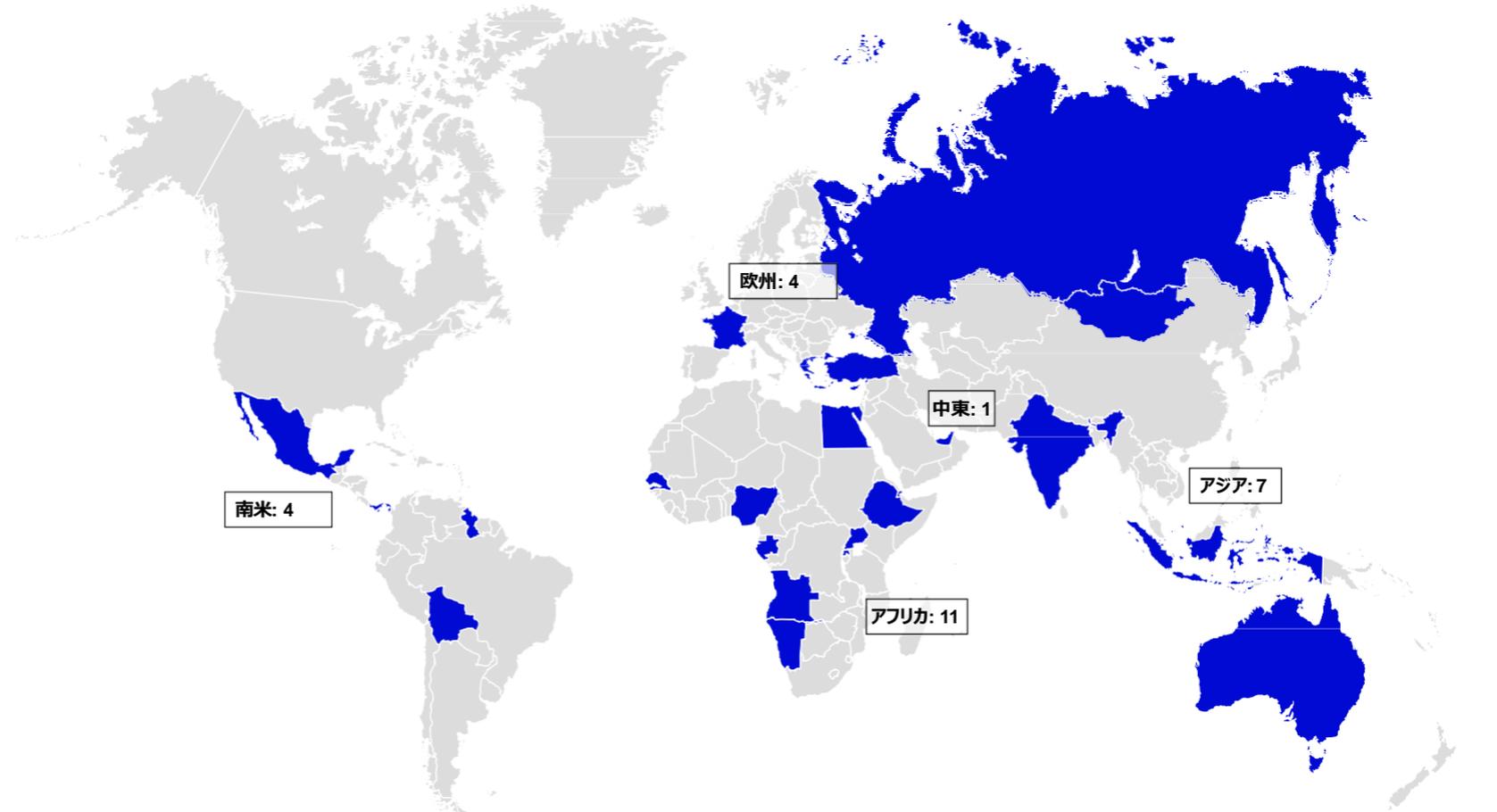


この10年で、新しいソブリン・ウェルス・ファンドが急増しました。

これらのファンドは大半が新興国で設立されていますが、中でもアフリカがホットスポットとなっており、2012年以降に設立された27のファンドのうち、11のファンドがアフリカで設立されています（**図4.1**）。

最新世代のソブリン・ウェルス・ファンドは、GDP成長、経済の多様化、エネルギー転換などを目的とし、開発に重点を置くのが一般的です。しかしこれらのファンドは、より実績のある他のグローバルなファンドと比較すると能力にギャップがあることが多く、こうしたギャップを埋めるため、多くのファンドがより経験豊富なファンドから学んだり、資産運用会社のスキルや知識を活用したりしようとしています。

図 4.1
2012年以降に設立された新しいソブリン・ウェルス・ファンド



出所: ソブリン・ウェルス・ファンド国際フォーラム (IFSWF)

他のソブリンとのパートナーシップ構築に不可欠なガバナンス

新興国を拠点とする新世代のソブリン・ウェルス・ファンドは、自身の能力を評価した場合に、一般的に、投資戦略、リスク管理、ガバナンス、運用能力など様々な主要分野で不足していると認識しているようです（図4.2）。同時に、多くのファンドは設立時に透明性とESGを中心に据えており、こうした面では、しばしばより実績のある他のファンドよりも先行しています。

今年の調査で話を聞いた新しいファンドのほぼ全てが、より実績のある他のファンドから学びたいとし、このプロセスにとって、ソブリン・ウェルス・ファンド国際フォーラム（IFSWF）のような組織が極めて貴重だと述べました。これらのファンドのうちの1つは、「投資のフレームワーク構築や業界のベストプラクティス理解のために、IFSWFと提携しています。

またインフラ、テクノロジー、ヘルスケアなどの分野への投資に関して、他のソブリン・ファンドとも協力しています。このようなパートナーシップは、新しい機会にアクセスし、他の組織から知見を得るのに役立ちます」と述べ、また別のファンドも、「私たちは、ガバナンスに関するIFSWFの「サンティアゴ原則」を採用し、目的の構築にあたって、より大きなソブリン・ウェルス・ファンドの支援を仰ぎました」と述べました。

より実績のあるファンドは、こうしたパートナーシップを発展させる上での、ガバナンスの重要性を強調しました。中東を拠点とするある開発ソブリンは、「新しいソブリン・ウェルス・ファンドが私たちにパートナーシップや外部投資を求めてきた場合、彼らのガバナンスが鍵となります。従業員による汚職や犯罪行為への関与などのレッドフラグを避けるよう注意しなければなりません」と述べました。



私たちは、ガバナンスに関するIFSWFの「サンティアゴ原則」を採用し、目的の構築にあたって、より大きなソブリン・ウェルス・ファンドの支援を仰ぎました。

開発ソブリン
新興国

図 4.2
能力の自己評価（10点満点におけるスコア、開発目的を有するソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

■ グローバル平均より上
■ グローバル平均より下

	全体	アジア	新興国	中東	欧米
人材と才能	8.2	8.3	7.7	8.3	8.3
投資戦略	8.0	8.8	6.7	8.7	7.9
リスク管理	7.7	8.3	6.0	8.0	8.0
ガバナンス (レポート、ソブリンステータス)	7.8	9.0	6.0	7.7	8.0
運用能力 (システム、プロセス)	7.8	8.8	6.3	8.3	7.6
ESG	7.3	6.8	8.0	5.3	8.0
透明性	7.9	9.3	8.0	6.0	8.0

以下の項目について、あなたのファンドの能力を評価してください（10＝非常に高い能力があるとして1～10のスコアで評価してください）。に対する回答数：18。



- 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



適切な目的の設定

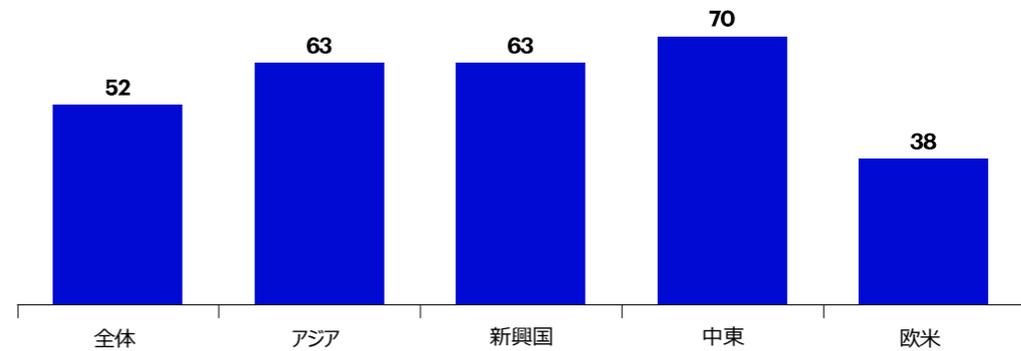
ソブリン・ウェルス・ファンド全体では、半数超がマニフェストに開発目的を有しており、中東に拠点を置くファンドではその比率が70%に達しています（図4.3）。より成熟した開発ソブリンは、伝統的に経済成長と多角化を優先してきており、中東を拠点とするある開発ソブリンは、「私たちの当初の目的は、非エネルギー分野における開発の推進でした。目標は、オルタナティブな分野で雇用機会を増やし、国の富を増やすことでした」と説明しました。興味深いのはこれらのファンドが成熟し始めるにつれ、その目的がしばしば移り変わり、今では多くのファンドが、技術開発やエネルギー転換の推進にも焦点を当てていることです。「私たちは、様々なテクノロジーのセクターと、それらにおける需給の状況に着目しています。ゲーム業界のように大きなミスマッチがある場合、私たちはナショナル・チャンピオンを作ろうと考えます」と、中東に拠点を置くある開発ソブリンは述べました。欧米に拠点を置く別の開発ソブリンもこの見方に同意し、「私たちは、現在第1の目的を技術開発に置いています。第2に重要な目的はエネルギー転換です。従って私たちは、グリーンで持続可能なエネルギーに向けた、再生可能エネルギーセクターへの投資を行っています」と述べました。

新世代の開発ソブリンは、経済成長よりも、むしろ当初からエネルギー転換や、健康・教育などの社会的目的に重点を置く傾向がはるかに強く見られます（図4.4）。

莫大なエネルギー埋蔵量を持つわけではない多くの国のファンドには、（一部の中東市場に見られるように）地域経済の構造を根本的に転換するほどの財源がありません。その代わりに、他の投資家から十分な投資を受けられなかったり、見過ごされたりしている可能性のある経済の重要な部分に投資が向くよう、支援したいと考えています。「私たちの使命はまず第1に、自分たちの地域のためになる社会経済プロジェクトを実現することです」と、新興国に拠点を置くある開発ファンドは明かしました。

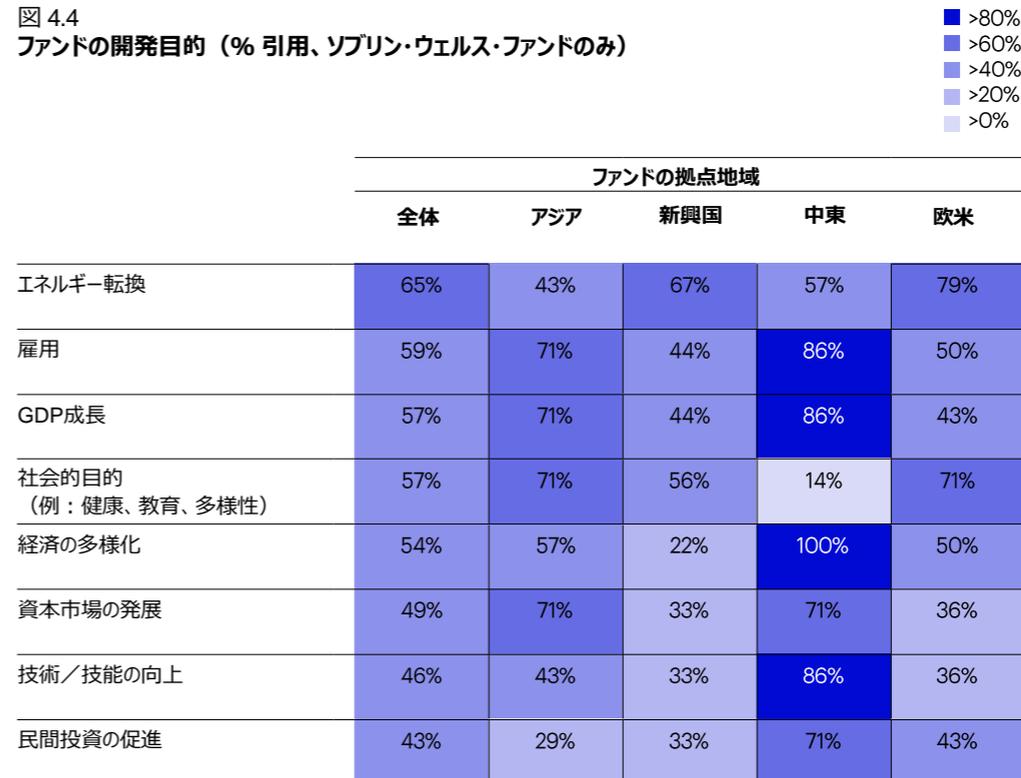
これらのファンドの多くはまだ資本増強に重点を置いており、ファンドの目的を完全に正式に定めているわけではありません。このことは、新興国に拠点を置くファンドの回答者のうち9割近くが、開発目的を定義するのは困難だったと回答しており、うち4分の1が非常に困難だったと回答していることにも表れています（図4.5、33ページ）。長い歴史を持つファンドであっても、ファンドの具体的な目標はしばしば自然に定まってきたり、時とともに変化したりするものであることから、開発目的を明確に定義することは常に課題として挙げられています。目標がどうであれ、政府の優先事項との整合性をうまく取りつつ、将来的な政治的リーダーシップの変化にも耐えうる目的を設定することの重要性については、ファンドの意見が一致しました。より一般的に、政府の方針との齟齬は、長期的な開発目標を成功裏に達成する上で最大の障壁の1つと見なされています。

図 4.3
開発目的を有するファンド（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



ファンドにおいて何らかの開発目的がありますか？に対する回答数：81。

図 4.4
ファンドの開発目的（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

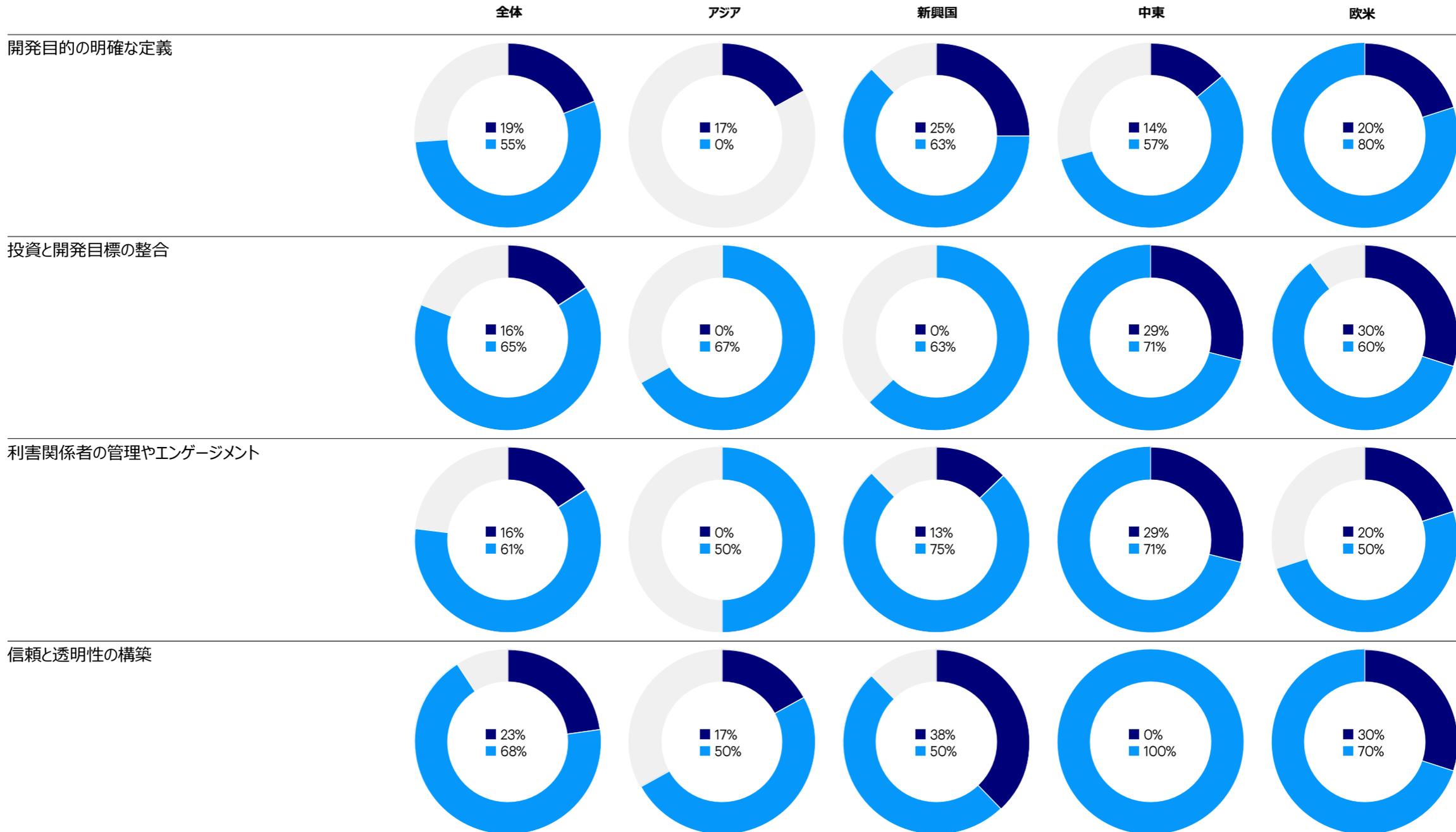


ファンドの開発目的は何ですか？に対する回答数：37。



図 4.5
拠点地域別のファンドの開発課題（% 引用、開発目的を有するソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

■ 非常に困難
■ 中程度に困難



以下について、どの程度困難だと感じますか？に対する回答数：31。



- 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



リターン目的と開発目的のバランスをとる

経済が発展するにつれ、開発に重点を置いて設立されたソブリン・ウェルス・ファンドにとっても、しばしばリターンの提供の重要性が増していきます。最初からこれら2つの目的に重点を置いて設立されたファンドもあり、欧米のある開発ソブリンは、「私たちの使命は商業的リターンを得ることで、経済的インパクトを生み出すこともまた使命です。各投資が雇用者数や賃金、GDPへの貢献などの面で一定の便益をもたらすことが必要とされる一方で、私たちの全体的なパフォーマンスは、リターンによっても評価されます」と説明しました。

ファンドにとっては、常に整合的とは限らない競合する要求のバランスをとらねばならないことから、こうした2つの目的があることは、しばしば課題を引き起こします。開発目的を有するソブリン・ウェルス・ファンドの3分の1弱が、リターン目的と開発目的の間で齟齬が起きることがある、と回答しています（図4.6）。特筆すべきは、中東に拠点を置くファンドの83%がこのような齟齬を認識していることで、この地域は開発目的からリターン目的への移行が急速に進んでいる地域でもあります。

中東に拠点を置くある開発ソブリンは、こうした矛盾の一例として、現地の証券取引所におけるIPOの引受が難航した場合に介入を要請される可能性がある、と強調しました：「大規模な機関投資家向けのトランシェがあり、市場が活発で流動性があることを示したい場合もあります。しかしこうした投資は、リターンの観点から見れば、必ずしも行ってはいただろうという投資である可能性もあります」

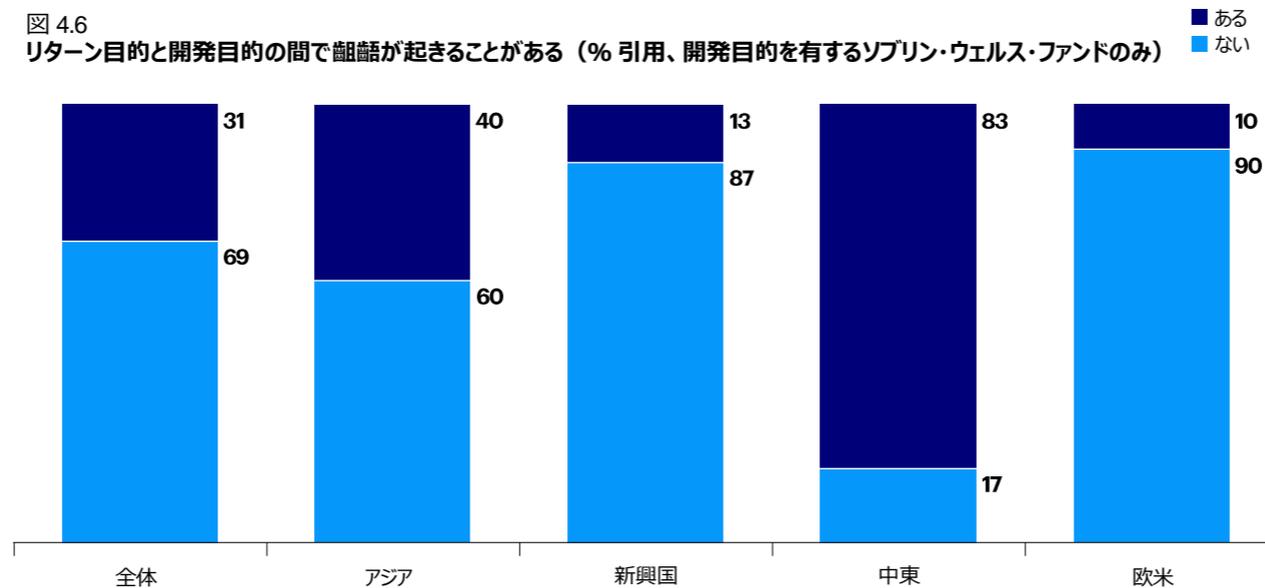
この課題は、開発目的の数値化や測定が困難な場合が多いことから、さらに複雑化していきます。この問題に関する透明性の確保は、信頼構築のために重要と考えられており、中東のファンドは、この点で自分たちがより苦戦する傾向にあるとしています（図4.2、31ページ、図4.5、33ページ）。設立当初から透明性を確保することが、この課題を軽減する重要な方法と考えられており、欧米に拠点を置くある開発ソブリンは、このプロセスの一例として、「私たちは投資先企業へのアンケート調査によって、私たちの投資の経済的インパクトを追跡しています。そしてそれを報告書として公表しています。完璧ではなくとも、これは私たちが目的を達成しているかどうかを確認する上で、重要なプロセスの一部となっています」と述べました。



私たちの使命は商業的リターンを得ることで、経済的インパクトを生み出すこともまた使命です。各投資が雇用者数や賃金、GDPへの貢献などの面で一定の便益をもたらすことが必要とされる一方で、私たちの全体的なパフォーマンスは、リターンによっても評価されます。

開発ソブリン
欧米

図 4.6
リターン目的と開発目的の間で齟齬が起きることがある（% 引用、開発目的を有するソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



リターン目的と開発目的に齟齬が起きることがありますか？に対する回答数：29。



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



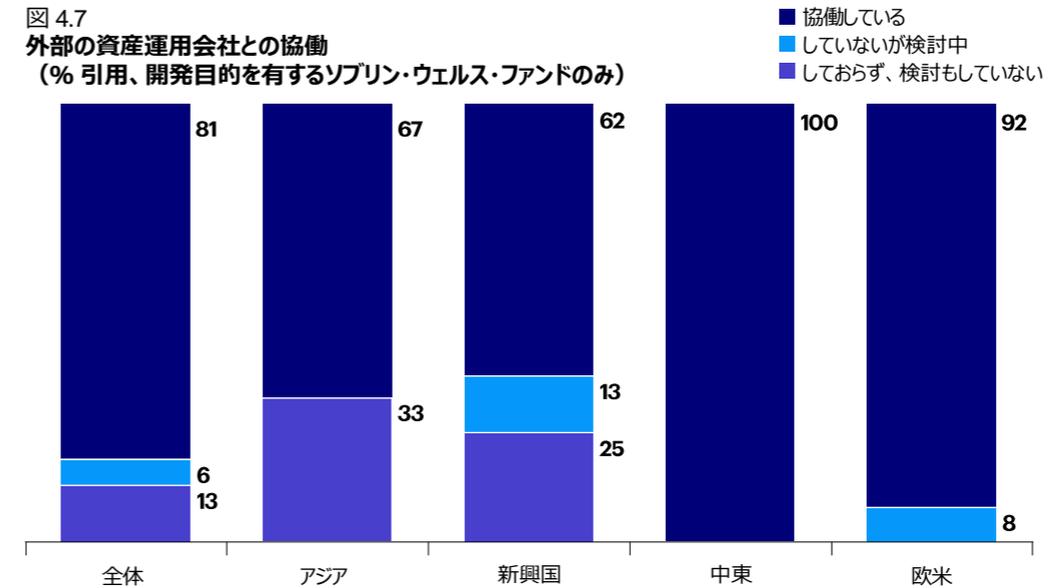
能力のギャップを克服するためのパートナーシップの構築

課題克服のため、より新しいソブリン・ウェルス・ファンドのほとんどは、外部の資産運用会社を活用しています。資産運用会社は多くの場合、当初、導入前の保有資産の流動的部分の管理や、運営コストを賄うためのリターン創出支援を求められます。しかしファンドの規模が拡大し投資ニーズが複雑化するにつれて、一般的に、より大きなレベルの支援を求められるようになります（図4.7、図4.8）。「私たちは外部の運用会社を活用し、自分たちの目標や目的に合ったポートフォリオの構築に役立っています。これには、分散投資や適切なヘッジ戦略の活用によるリスク管理も含まれます」と、あるアジアの投資ソブリンは述べました。

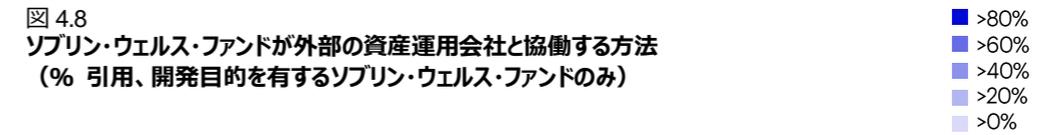
より実績のあるファンドからは、資産運用会社は、開発目的の達成を支援することにより貴重な役割を果たすことができると強調する声が聞かれました。これらの回答者は、外部の運用会社との関係構築が、地場の投資業界や資本市場の発展に役立っていると述べています。

その結果、追加投資の誘致や、資金源としてのソブリン・ウェルス・ファンドへの依存度の低下に役立っていると考えられています。興味深いのは、より新しいファンドについては、どうやらこうした機会をまだ認識していないようだということです。新興国に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドのうち、目的に民間投資の促進を含めているとしたのは33%に過ぎなかったのに対し、中東に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドでは、71%が含まれていると回答しました。

この10年で新しいソブリン・ウェルス・ファンドが急増したことは、新興国の開発を実現する上で、こうしたファンドの重要性が高まっていることを浮き彫りにしています。ソブリン・ウェルス・ファンドの成功には、優れたガバナンスと適切な目的の設定が不可欠でしょう。課題は残るものの、他のソブリンや資産運用会社とのパートナーシップは、これらのファンドが能力のギャップを埋め、目標を達成するのに役立っています。



現在、外部の資産運用会社と協働していますか？に対する回答数：32。



	ファンドの拠点地域				
	全体	アジア	新興国	中東	欧米
マンデート	75%	75%	67%	80%	75%
商品（プールファンド/ETF）	75%	25%	67%	100%	88%
市場情報とトレンド	65%	75%	67%	80%	50%
リスク管理	50%	75%	33%	60%	38%
ESGの実施	40%	25%	33%	40%	50%
ソリューション（例：マルチアセット）	35%	75%	0%	20%	38%
ベンチマーキング	35%	25%	0%	60%	38%
トレーニングやセミナー	35%	0%	33%	60%	38%

どのような方法で外部の資産運用会社と協働していますか？に対する回答数：20。



私たちは外部の運用会社を活用し、自分たちの目標や目的に合ったポートフォリオの構築に役立っています。これには、分散投資や適切なヘッジ戦略の活用によるリスク管理も含まれます。

投資ソブリン
アジア



- 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



Golden opportunities: central banks seek stability amid currency challenges

千載一遇の機会：
中央銀行は為替変動の中で安定を求める



中央銀行は、不安定な利回りやインフレリスクに対する舵取りを迫られる中で、セーフヘイブン資産としての金に目を向けた結果、2022年中に記録的な金購入が行われ、これが2023年第1四半期も続きました。



米ドルは依然として世界の基軸通貨としての優位を保っていますが、地政学的な懸念や新興国がもたらす機会に鑑み、中央銀行は保有通貨の分散を進めています。



米ドルは底堅く推移していますが、中央銀行は、より高いリスク調整後リターンや新興国の成長ポテンシャルを求め、外貨準備における新興国通貨への配分を増やしています。





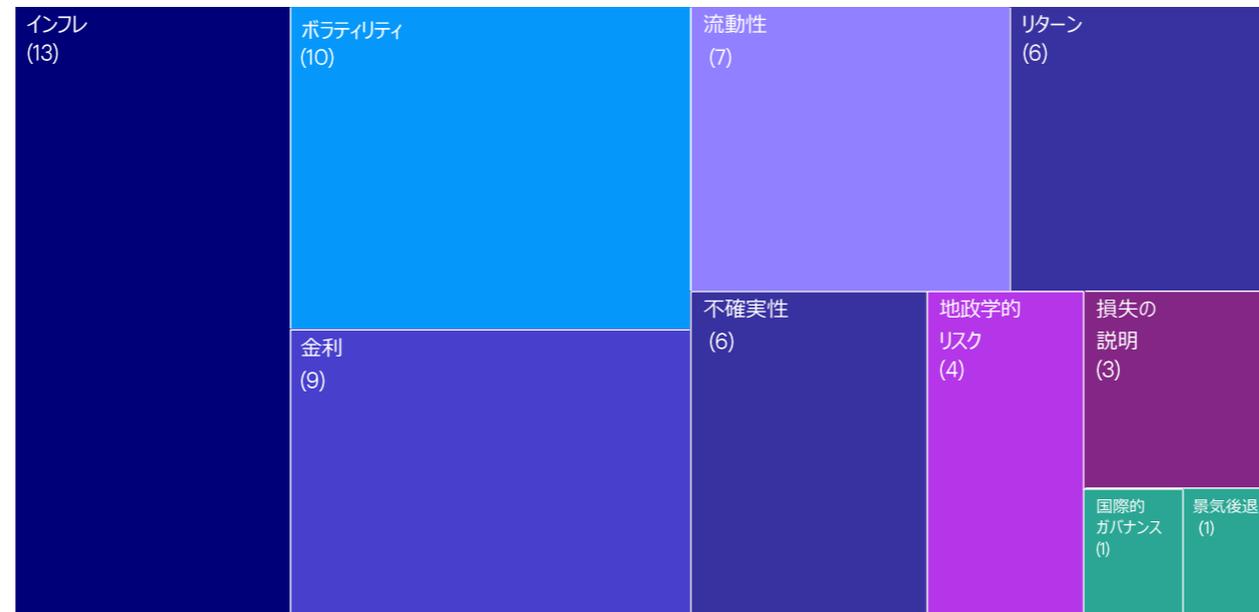
2022年は世界中の中央銀行が、前例のないほど高いボラティリティや、40年ぶりの記録的な高インフレ、金利の上昇に直面し、準備金を管理する上で困難な状況を経験しました。パンデミックにより生じた経済の混乱が地政学的なイベントにより悪化し、最適な戦略の決定が困難となったことから、年間を通じて継続的に戦略の見直しが行われるようになりました（図5.1）。



利回りの変動は投資価値のボラティリティの上昇を招き、リターン減少やリスク増大につながる可能性があります。

中央銀行
 欧米

図 5.1
 2022年中の準備金管理における最大の課題（引用数、中央銀行のみ）

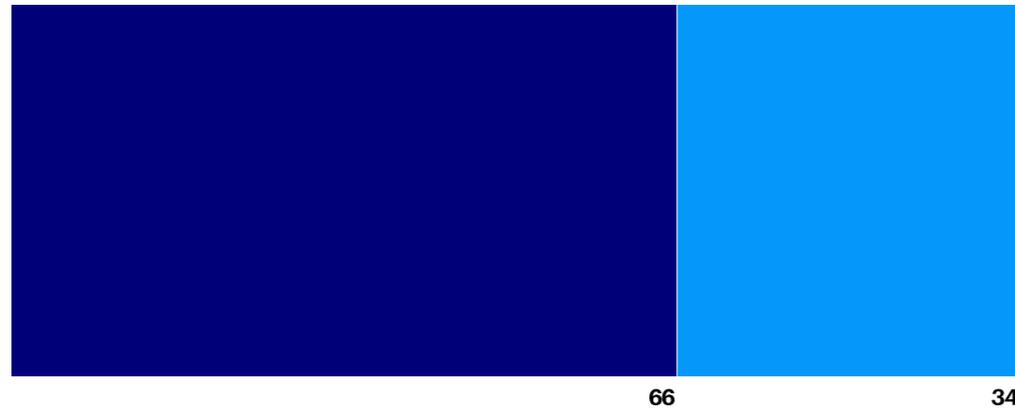


2022年中の準備金管理において最大の課題は何でしたか？に対する回答数：48。



図 5.2
グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護した（% 引用、中央銀行）

■ はい
■ いいえ



グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護しようとしたか？に対する回答数：50。

金が頼みの綱：ボラティリティと地政学的リスクに対するヘッジ

金のスポット価格は、現在のマクロ経済環境の不確実性を反映し、過去最高水準である1オンスあたり2,000米ドルを過去3年で3回上回りました。地政学的緊張の継続や景気後退懸念、銀行破綻および広範な銀行危機の脅威などが、経済の不確実性が持続するかもしれない兆しとなっています。

2022年に、中央銀行は純購入量1,136トン⁴もの記録的な金購入を行い、金保有量は12年連続で純増となりました。これらの純購入量の20%近くがトルコと中国の2つの中央銀行によるものであり、2023年1-3月期に入っても、両中央銀行が引き続き高い需要を牽引したことは注目に値します⁵。

ただ他の中央銀行、特に中東と新興国の中央銀行も2022年には注目すべき買い手となっており、私たちの調査対象のサンプルでは、金への配分をさらに増やそうとの機運が全体的に高まっています（図5.4、39ページ）。

準備金の管理者はインフレを主要なリスクと捉え、中央銀行の3分の2が、グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護しようとしています（図5.2）。その方法としては、金への配分を増やすことが最も広く採用されており、69%の中央銀行が、金への配分を通じてグローバルなインフレに対抗しようとしています（図5.3）。

⁴ ワールド・ゴールド・カウンシル：<https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2022/central-banks>。
⁵ ワールド・ゴールド・カウンシル：<https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q1-2023/central-banks>。

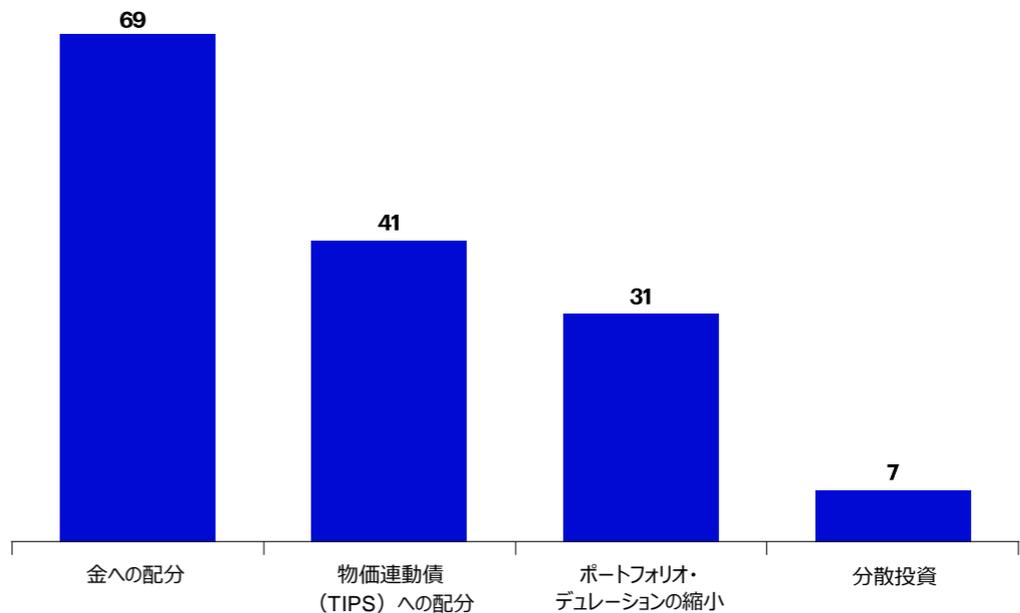
中央銀行によるバランス調整：利回りの上昇、ボラティリティ、金への逃避

ゼロ金利の終焉は、中央銀行にとって機会と課題の両方をもたらします。債券利回りの上昇は、従来ウェイトの置かれてきた債券ポートフォリオのリターンを押し上げ、70%の中央銀行が、「利回りの上昇は中央銀行の準備金の管理を容易にする」との考え方に同意しています。アジアのある中央銀行は、デレレーションを拡大する一方で分散投資を減らし、低利回り市場から撤退して、米国や新興国などの高利回り国に集中することを計画しています。中央銀行の中には、今後2年間でポートフォリオのデレレーションを拡大するとしているところもあります（拡大30%、中立63%）が、対照的に過半数（57%）の中央銀行は、マクロ環境の変化の中で分散投資の増加を見込んでいます。

利回り上昇はリスク上昇を示唆している可能性があり、これは分散投資への意欲を促します。欧米のある中央銀行は、「利回りの上昇は借入コストの上昇につながり、投資に使える資金を減らす可能性があります。さらに、利回りの変動は投資価値のボラティリティの上昇を招き、リターン減少やリスク増大につながる可能性があります」と説明しました。そのため、多くの中央銀行は利回りの動きを注視し、必要に応じて適切な措置を講じています。

利回りが変動する中で、2022年は金への逃避、世界の基軸通貨としての米ドルの今後に対する疑念、保有通貨の分散化が起きました。

図 5.3
グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護する方法（% 引用、中央銀行）



グローバルなインフレのトレンドからどのようにポートフォリオを保護しようとしていますか？に対する回答数：29。

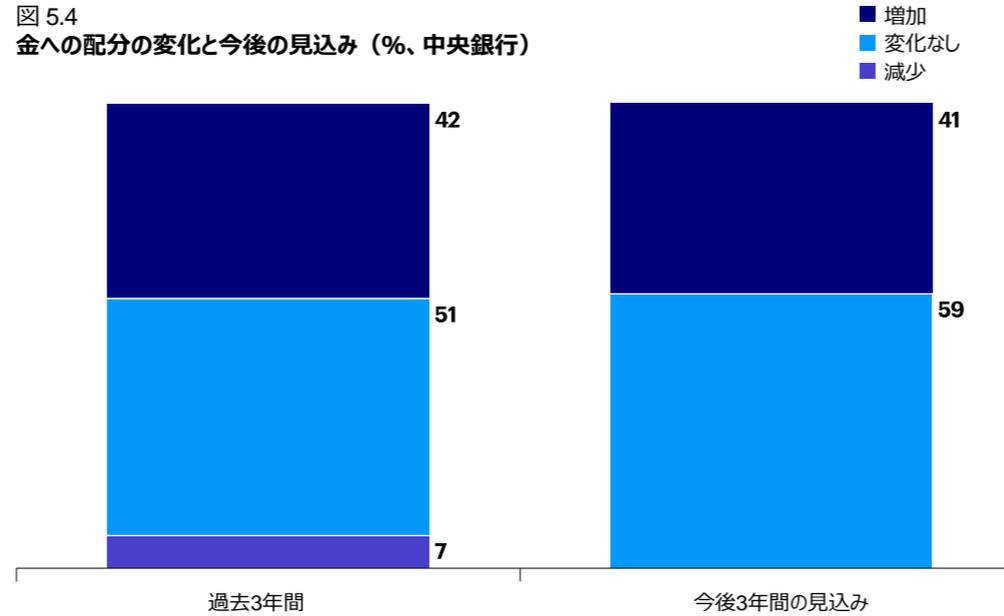


- はじめに
- 主な指標
- テーマ 1
- テーマ 2
- テーマ 3
- テーマ 4
- テーマ 5
- 付録

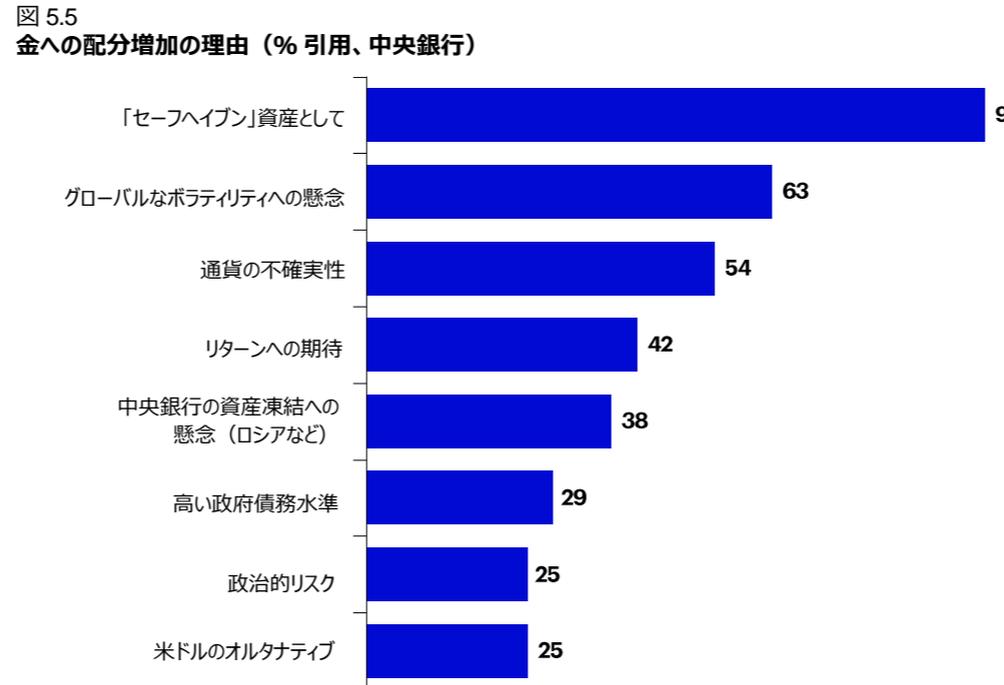


伝統的に金は、多くの中央銀行が好む効果的なインフレヘッジの手段とされてきました。ある欧米の中央銀行は、「金はインフレから守られている資産の1つであり、私たちの分散投資戦略の主要な部分を占めています」と述べました。準備ポートフォリオの流動性、リスク・リターン、更にレピュテーション面での制約の観点から、ヘッジのための代替的な選択肢が限られるため、金の魅力はさらに増すこととなります。

かなりの割合の中央銀行が、今後3年間で金への配分が増加すると見込んでおり、減少すると見込んだ中央銀行はありませんでした（図5.4）。金の信頼性が証明されつつある中で、ロシア・ウクライナ戦争や、準備金をある種武器のように用いる動きが続き、グローバルなボラティリティや通貨の不確実性が高まって安全資産への逃避を促しました。金への配分を増やしていると回答した中央銀行の96%が、その理由として、金が「セーフヘイブン」資産であることを挙げました（図5.5）。



過去3年間で、金への配分はどのように変化しましたか？今後3年間については、どう変化すると見込まれますか？に対する回答数：53。



金への配分を増やした／増やしている理由は何ですか？に対する回答数：24。



[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](#)



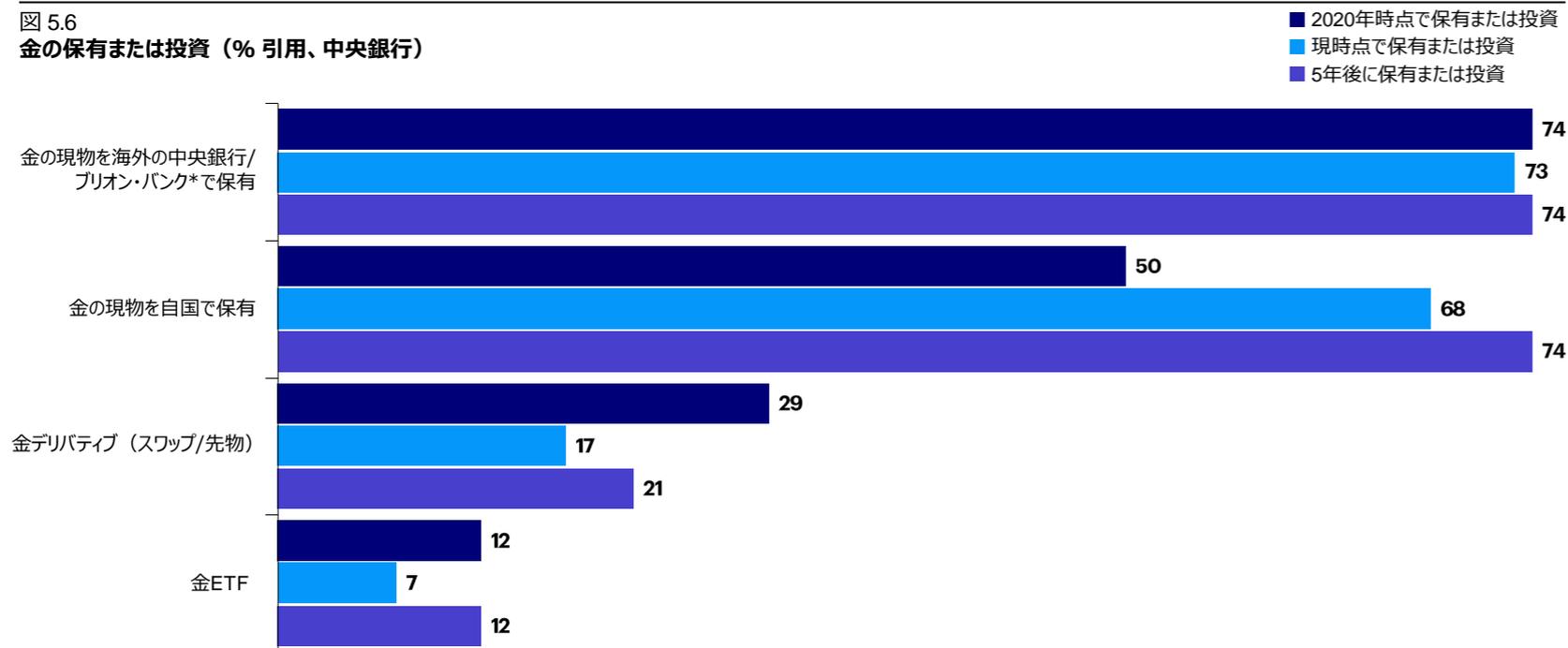
かなりの割合の中央銀行が、米国によるロシア中央銀行資産の凍結という前例ができたことに懸念を抱いており、過半数（58%）がこの出来事により金の魅力が増したと回答しました。その結果、中央銀行は現在、金のETFやデリバティブよりも、現物の金の保有を選好しています（図5.6）。2020年と比べて、現物の金を保有しているとの回答が最も多く増えており、金ETFの活用は減少しています。「ここ1～2年、金は重要な役割を果たしてきました：私たちは、8～10年前に金へのエクスポージャーを増やし、スワップに活用したり利回りを高めるためにロンドンで保有していましたが、現在は金準備を自国に戻し、安全に保管しています—金の現在の役割は、セーフハイブン資産であることです」と、ある欧米の中央銀行は述べました。ワールド・ゴールド・カウンシルの報告によれば、2022年に金の延べ棒や金貨に対する需要が増加した一方、金ETFの保有量は減少しました⁶。この変化は、地政学的リスクが高まっている状況を反映しており、中央銀行の57%が、金が地政学的な混乱に対するヘッジのツールであることに同意しています。



私たちは8～10年前に金へのエクスポージャーを増やしましたが、金準備を自国に戻しました—かつてはロンドンに保管し、利回りを高めたりスワップに活用したりしていましたが、現在はセーフハイブン資産として安全に保管するため、自国に戻したのです。

中央銀行
欧米

図 5.6
金の保有または投資（% 引用、中央銀行）



現在、金にどのように投資していますか？5年後、どのように金に投資していると思いますか？に対する回答数：43。

* 主として欧米の大手銀行で、貴金属市場において金を含めた貴金属取引を幅広く行う部門を持つ銀行を、金市場のサイドから、プリオン・バンク（Bullion Bank）と呼んでいます。代表的なプリオン・バンクとして、パークレイズ（英）、ドイツ銀行（独）、スコシアバンク（加）、HSBC（英）、ソシエテ・ジェネラル（仏）などが挙げられます。

⁶ ワールド・ゴールド・カウンシル：
<https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2022>



- 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





人々は長い間、米ドルやユーロに代わる通貨を探し求めてきたので、適切な代替通貨があれば、既にそちらに流れているはずです。

中央銀行
新興国

脱ドル化のジレンマ：代替となる通貨は見当たらない

欧米諸国によるロシア資産の凍結は、基軸通貨としての米ドルへの世界の依存を浮き彫りにし、米国の債務が高水準にある中で、米ドルの長期的な実効性に対する疑問を投げかけました。米国の債務水準が米ドルにマイナスの影響を及ぼしていると考える中央銀行の割合は年々増加しています（図5.7）。しかし、世界の基軸通貨として米ドルに代わる明確な代替通貨が存在しないという点では、中央銀行の意見は概ね一致しており、全体の53%が、5年後に基軸通貨としての米ドルの位置づけが弱まっているの見方に同意しないと、これは昨年の46%を上回りました。新興国のある中央銀行は、「人々は長い間、米ドルやユーロに代わる通貨を探し求めてきたので、適切な代替通貨があれば、既にそちらに流れているはずです」と説明しました。

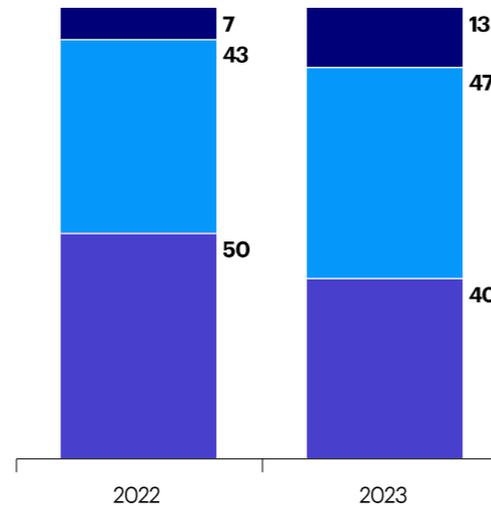
別の新興国の中央銀行もこの見方に同意し、「真に代替通貨となるものが存在しないので、米ドルの存在が脅かされるような世界が来るとは考えていません」と述べました。

中国人民元は、近年世界の外貨準備総額に占める割合が増加しており、将来的な代替通貨となる可能性について度々取沙汰されています。世界の外貨準備総額に占める割合は、2016年末の1.1%から2021年末には2.8%に上昇しました（2022年末には2.69%）⁷。しかし、人民元が真の基軸通貨になることをめぐるセンチメントは年々低下しており、人民元が5年以内にその地位に達するとの見方に同意しない中央銀行の割合は、大幅に増加しました（図5.8）。

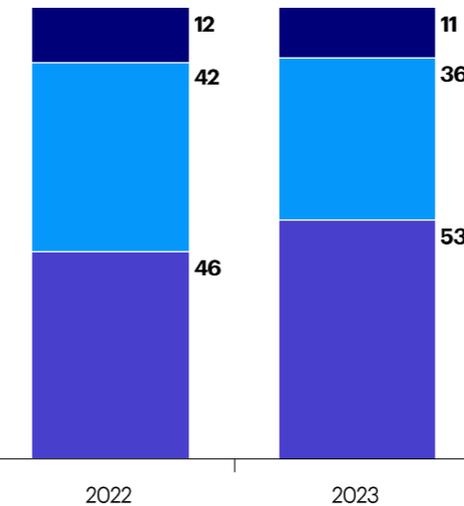
図 5.7
以下の内容に同意する（% 引用、中央銀行）

■ 同意
■ 中立
■ 反対

米ドルは米国の債務水準からマイナスの影響を受けている



世界の基軸通貨としての米ドルの地位は5年後には弱まっているだろう

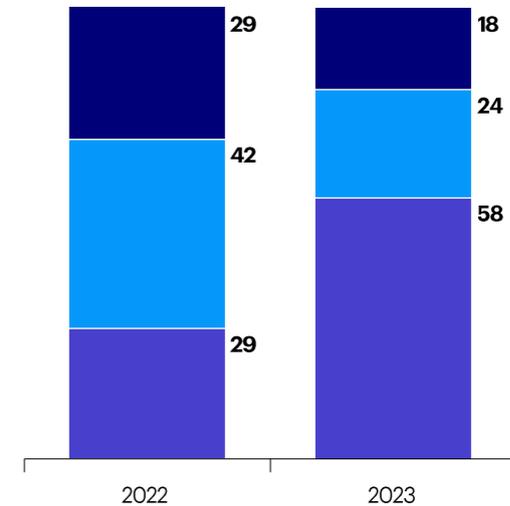


以下の内容にどの程度同意しますか？に対する回答数：55。

図 5.8
以下の内容に同意する（% 引用、中央銀行）

■ 同意
■ 中立
■ 反対

人民元は5年以内に真の基軸通貨になるだろう



以下の内容にどの程度同意しますか？に対する回答数：55。

⁷ IMF COFER: <https://data.imf.org>.



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

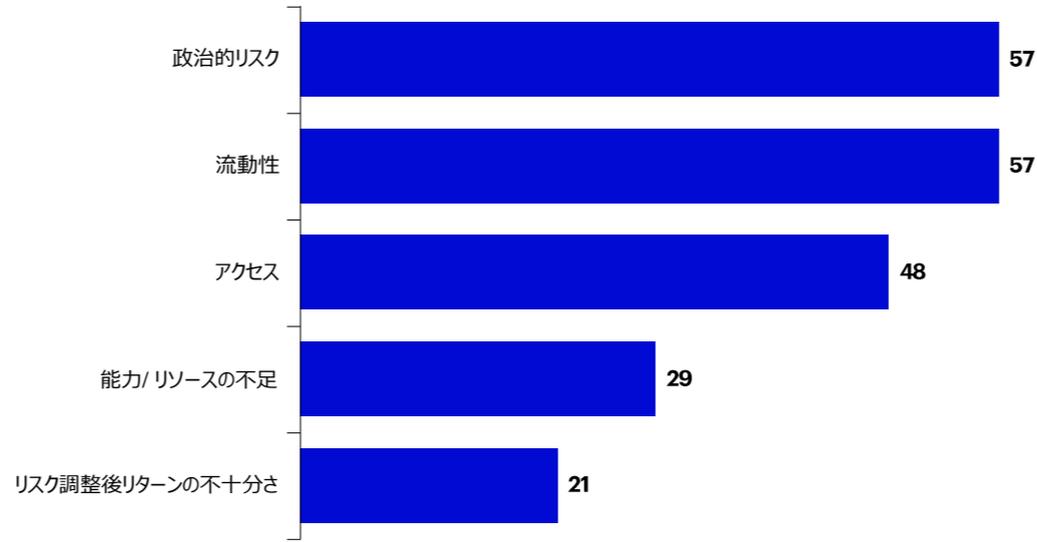
付録

こうした懸念にもかかわらず中央銀行は、好調なパフォーマンスと無相関リターンに後押しされ、徐々に人民元の保有が増加すると予想しています。しかしながら、流動性、不動産セクターにおける負債、政治的リスクといった障壁が、人民元が米ドルに成り代わって世界の基軸通貨となる可能性を阻んでいます（図5.9）。中央銀行は5年後の人民元保有比率について、昨年予測ほどには強気な見方を示しませんでした。

さらに先（10年以上先）を見据えた場合、ほとんどの中央銀行は、世界の貿易取引通貨に大きな変化はないと予想しています（図5.10）。かなりの割合の中央銀行が人民元へのシフトを予想していますが（中央銀行の27%）、地域によって予想が異なります。ブラジル、アルゼンチン、ロシアなどが中国との貿易決済を自国通貨または人民元で行える協定を結んだように、新興国の方が、グローバル貿易で人民元を活用する傾向がより強くなっています。

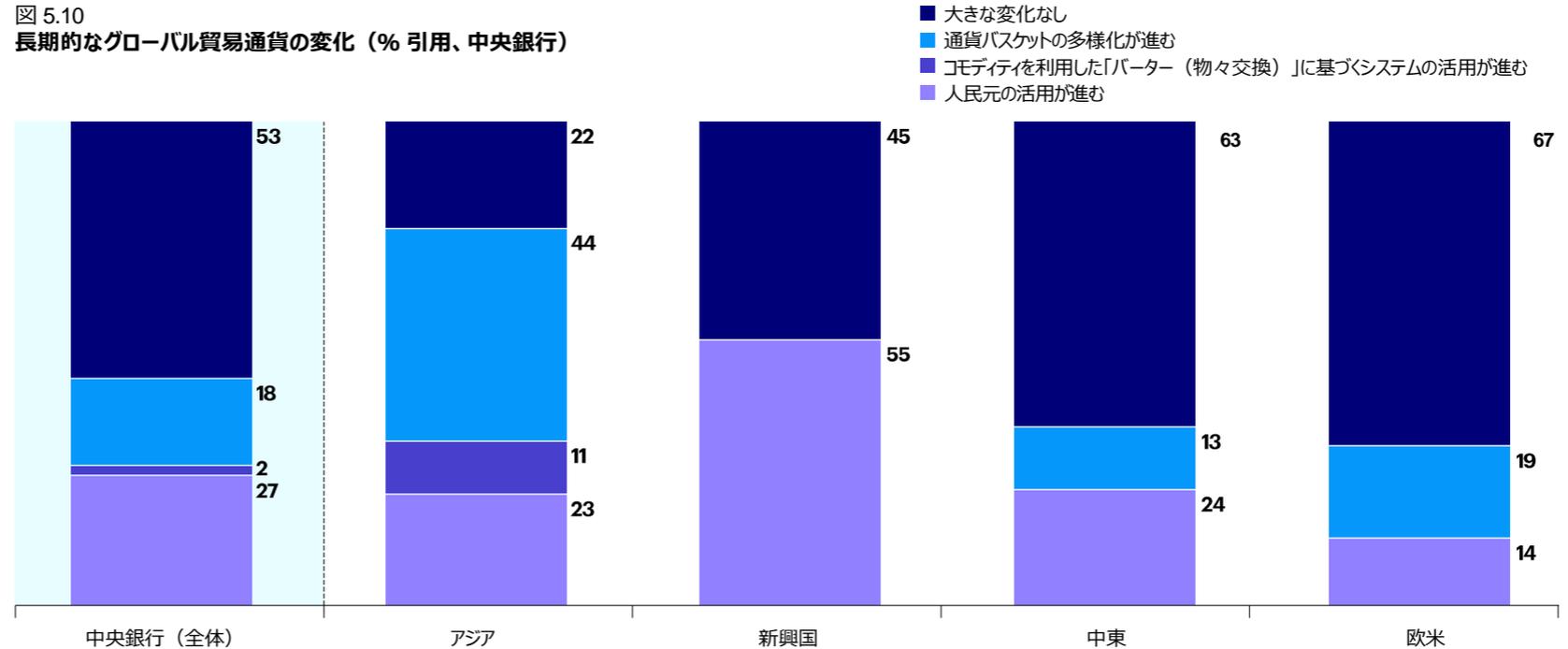
脱ドルや代替的な基軸通貨探しがヘッドラインを賑わせていますが、米ドルほど安定的で流動性の高い他の通貨がないことから、中央銀行は引き続き、米ドルが世界の基軸通貨の地位を保つと確信しているようです。

図 5.9
人民元への配分を増やす上での障壁（% 引用、中央銀行）



人民元への配分を増やす上での障壁は何ですか？に対する回答数：42。

図 5.10
長期的なグローバル貿易通貨の変化（% 引用、中央銀行）



長期的（10年以上）にみて、グローバル貿易・決済において、米ドル/欧米通貨からのシフトが予想されますか？に対する回答数：48。



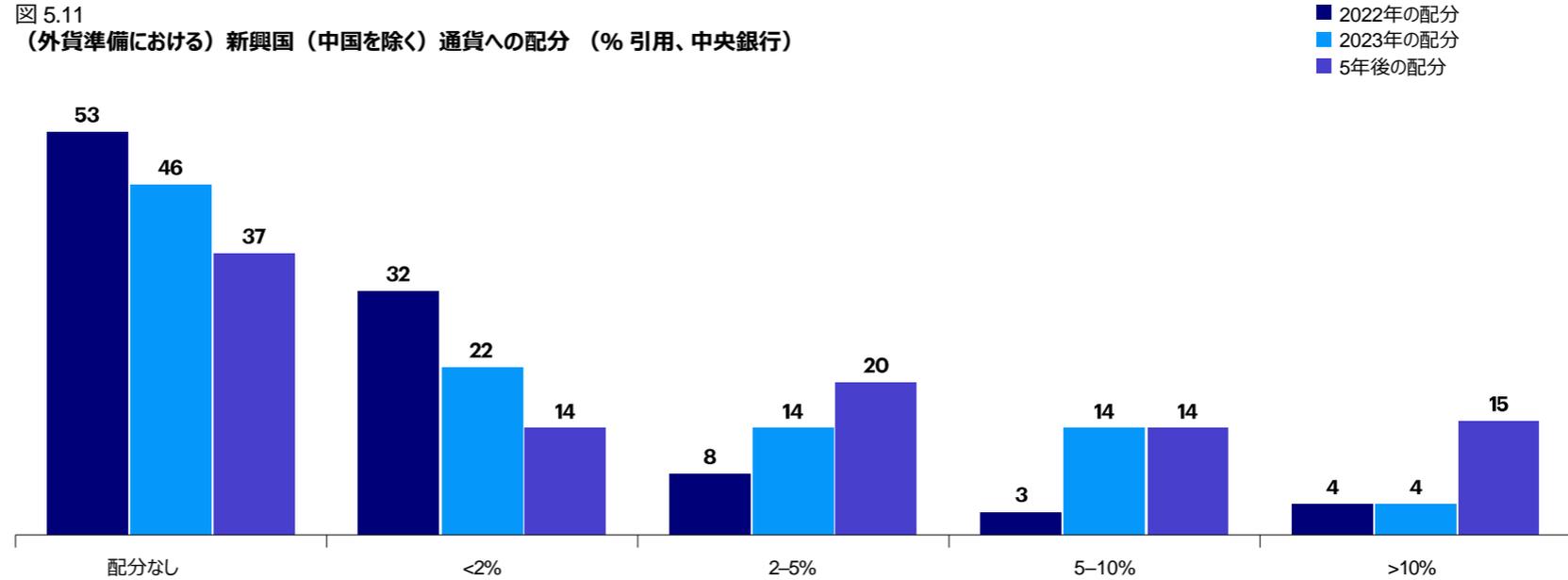
新興国市場への通貨分散

米ドルが引き続き優位性を維持すると予想されつつも、中央銀行は、オゾンライズされた資産クラス内でボラティリティをヘッジするために、新興国通貨への分散保有を模索する傾向が強まっています。より広範な新興国に配分を行う方向への機運は、2022年の間に劇的に変化しました—2022年には、47%の中央銀行が、人民元以外の新興国通貨に配分を行っているとしていましたが、2023年にはこれが54%に上昇しました（図5.11）。さらに、63%の中央銀行が、5年後に人民元以外の新興国通貨に配分を行っているだろうとし、またその保有規模が顕著に増加すると予想しています。

欧米のある中央銀行は、新興国の魅力を強調し、「新興国はリターンが高く、より高い成長ポテンシャルがあることから魅力的です。現在、これらの国々は経済発展を続けています」と述べました。現時点で新興国通貨への配分を行っていない別の中央銀行もこれに同意し、「今のところ、新興国通貨への配分は行っていません。しかし今後数年は、これらの地域の経済成長と高いリターンから、投資を検討しています」と述べました。ほとんどの中央銀行が投資トランシェに新興国通貨を組み入れていることから、リスク調整後リターンが原動力となり、本調査で前述した、債券サブセクターとしての新興国債券への関心とも整合的となっています（テーマ1、図1.7、12ページ）。

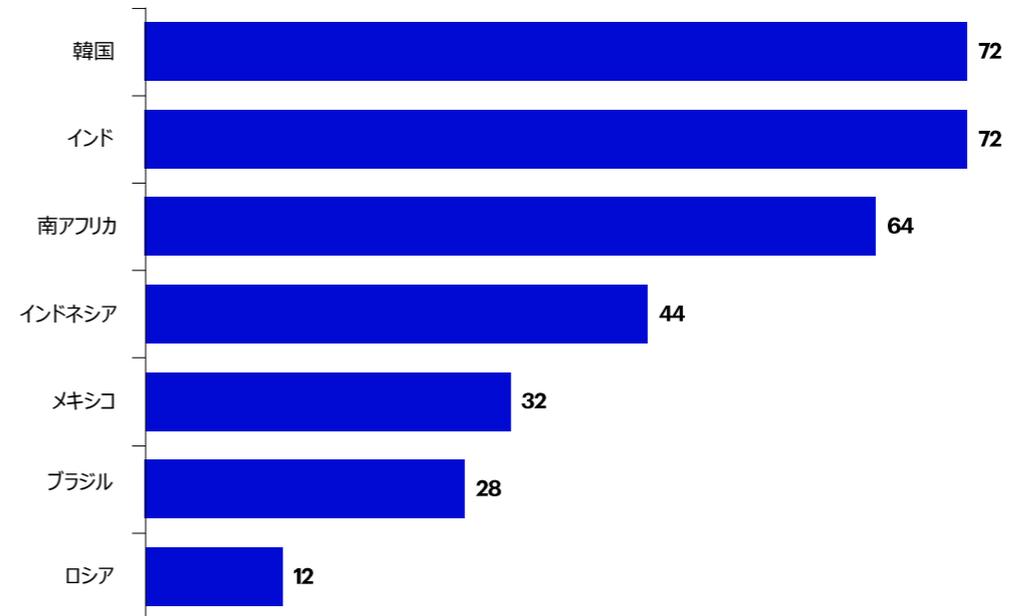
インドと韓国は引き続き、エクスポージャーを拡大する上で最も魅力的な投資先となっています（図5.12）。欧米のある中央銀行は、新興国債券へのエクスポージャーの拡大を検討しており、特に不動産やインフラ、その他の多様な産業を対象とする債券に注目していると説明しました。

図 5.11
（外貨準備における）新興国（中国を除く）通貨への配分（% 引用、中央銀行）



現在、外貨準備における新興国（中国を除く）への配分はどの程度ですか？5年後の配分はどうなっていると思いますか？に対する回答数：50。

図 5.12
エクスポージャーを拡大する上で魅力的な新興国（% 引用、中央銀行）



以下の新興国のうち、エクスポージャーを拡大する上で魅力的な国はどこですか？に対する回答数：25。



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



サンプルと手法

本調査のためのフィールドワークは、2023年1月から3月にかけてNMGが実施しました。インベスコは、質の高い客観的な結果を保证するため、外部の専門会社に依頼することにしました。手法についての主な構成要素は以下の通りです：

- 政府系ファンドや中央銀行の主要な意思決定者に焦点を当て、経験豊富なコンサルタントを用いてインタビューを実施し、金銭的なインセンティブではなく、市場に関する見識を提供
- 収集された定量的・定性的分析を確実にするため、構成的調査票を用いた綿密な（通常1時間の）対面インタビューを実施

- 投資選好と実際の投資配分を把握し、選好よりも実際の配分にバイアスをかけた分析
- グローバル資産運用セクターでのコンサルティング経験を持つNMGのチームが結果を解釈

2023年には142のファンドにインタビューを実施：85のソブリン投資家と57の中央銀行。
 2023年のソブリンのサンプルは、3つのコア・セグメンテーション・パラメータ（ソブリン投資家のプロフィール、地域、運用資産規模）に分けられている。
 2023年の中央銀行のサンプルは地域別に分類されている。

図 6.1

ソブリン投資家のサンプル、分類別

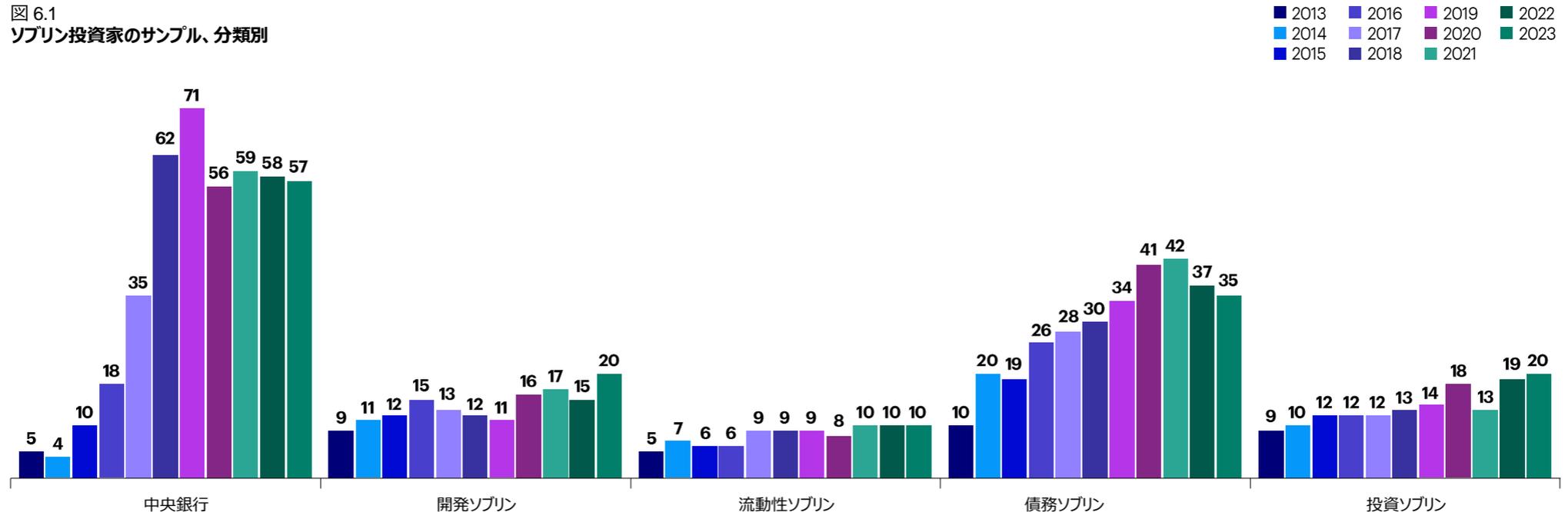




図 6.2

ソブリン投資家のサンプル、地域別

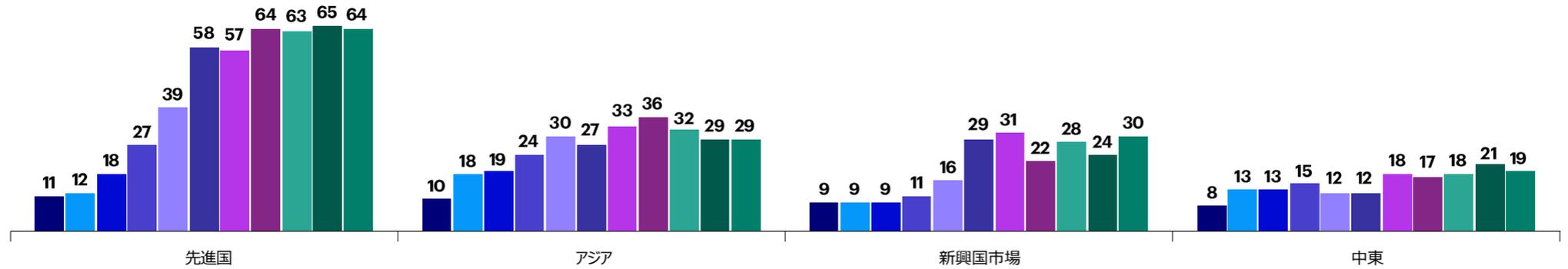


図 6.3

政府系ファンドのサンプル、運用資産別

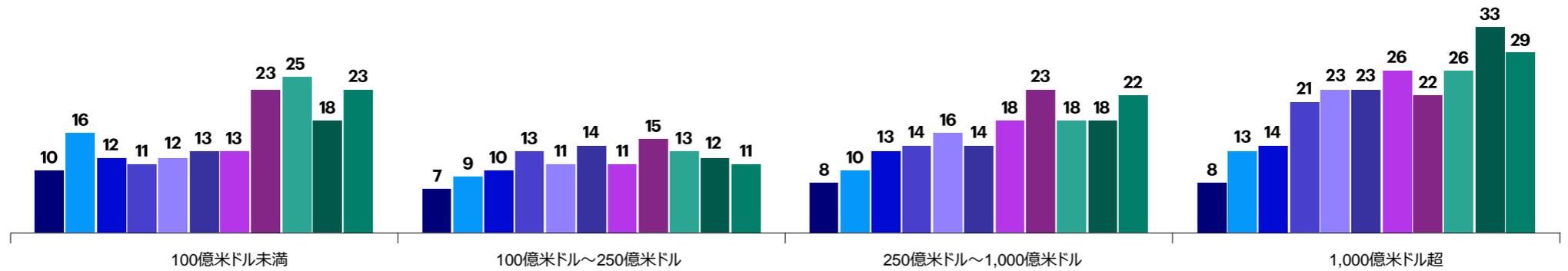
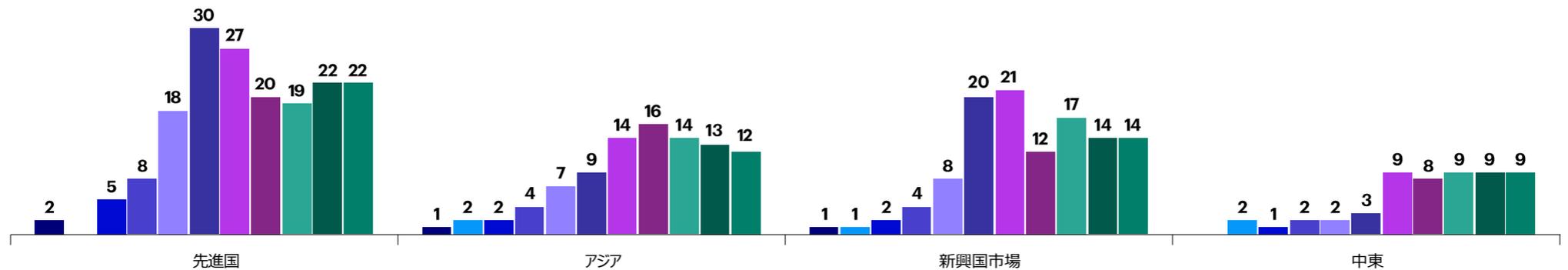


図 6.4

中央銀行のサンプル、地域別



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。

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シ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が、この場合、流動性と利回りは高くなります。

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。

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。

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。

図 6.5
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	開発ソブリン	投資ソブリン

投資期間と非流動性資産への許容度



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](#)

本書お取り扱い上のご注意

本書は一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではありません。本書は、情報提供を目的として、インベスコ・グループの海外拠点において作成され、英文でリリースされた「Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2023」をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社が入手し、抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定の金融商品の投資勧誘を目的としたものでもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を保証するものではなく、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。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。本書で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。本書に記載された経済・市場等に関する見解や予測は情報提供を目的とするものであり、投資助言の提供を意図するものではなく、将来の動向を保証・示唆するものでもありません。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

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

3082441-JP

