Invesco

2024

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2024

目次

はじめに 03

主な指標 04

テーマ1 07

アロケーション変更を促す投資環境の転換
予測不能なマクロ環境下にあって、ソブリン・ウェルス・ファンドはポートフォリオの再調整を行い、株式やプライベート・クレジット、ヘッジファンドに軸を移しています。
新興国市場が勢いを増すなか、ファンドは選択的なアプローチを取り、インドを選好しています。

テーマ2 18

プライベート・クレジットの台頭：魅力的な機会
ソブリン・ウェルス・ファンドにとってプライベート・クレジットの魅力が増しており、多くがファンドおよび直接取引を通じて投資を行っています。ソブリン・ウェルス・ファンドは先進国市場を選好しますが、新興国市場の開拓も行っており、ディフェンシブ戦略とオポチュニスティック戦略のバランスを取って競争の激しい環境を乗り切ろうとしています。

テーマ3 29

AIの目覚め：未来の機会をとらえるソブリン投資家
ソブリン投資家は投資プロセスへのAI導入を進めており、必要不可欠なツールになるAIのポテンシャルを認識しています。課題は存在しますが、ファンドは障壁を乗り越えるためにトレーニングとパートナーシップへの投資を行っています。

テーマ4 38

転換期
中央銀行の間ではESGの導入が進んでいますが、ソブリン・ウェルス・ファンドは市場が成熟するなかで自らのアプローチを精緻化しています。
気候リスクは重大な要素として認識されており、投資家はポートフォリオを世界的な気候目標に整合させようとしています。
エネルギー転換を促す方策として、エンゲージメントと再生可能エネルギーへの配分は、完全なダイベストメントよりも好まれています。

テーマ5 47

世界各地で選挙が実施される年に、中央銀行は不確実性に対処
世界的に先行き不透明感が広がるなか、中央銀行は準備金の積み増しと分散化を行っています。準備金の武器化と米国債務水準の上昇に関する懸念のために、金の魅力は高まっています。中央銀行がリターン強化とリスク削減を試みるなか、新興国市場への配分が増えています。

付録 58

当資料は、一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではなく、機関投資家向けのものとなります。情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）が、英文でリリースされた"Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2024"を解説するために作成された英語コンテンツの一部を翻訳して作成したものであり、法令に基づく開示書類でも投資勧誘を目的としたものでもありません。翻訳（または抄訳）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ありません。また、抄訳の場合には、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、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。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。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における筆者の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。

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12回目を迎えました。このプロジェクトは2013年から始まり、それ以降対象範囲を広げながら、その内容の深さは増しています。2024年の調査のために、83のソブリン・ウェルス・ファンドと57の中央銀行を代表する140人の投資責任者から考察と見解を集めました。これらの投資家の運用資産は約22兆米ドルです。

2024年、ソブリン投資家は転換しつつある投資環境に直面し、好機をつかんでリスクを削減するために自らの戦略を調整しています。

テーマ1では、インフレと金利リスクという特色を持った、変わりゆくマクロ環境が株式とプライベート・クレジットに向けた軸足のシフトを促している状況について考察します。
新興国市場にも、特に非欧米系のファンドからこれまで以上に多くの注目が集まっており、選択的なアプローチが鍵として認識されています。インドは最有力投資先として台頭しています。

テーマ2では、ソブリン・ウェルス・ファンドにとって極めて魅力的な機会である、プライベート・クレジットの台頭について深掘りします。現在、ソブリン・ウェルス・ファンドの半数以上がプライベート・クレジットへの投資を行っており、その大半が配分を増やす計画を立てています。特に好まれているのはインフラ債、不動産デット、コーポレート・レンディングといったセクターです。ソブリン・ウェルス・ファンドはまた新興国市場の開拓も行っており、不動産のメザニン債と優先株式への関心も高めています。競争が激化するなか、ファンドはディフェンシブ戦略とオポチュニスティック戦略のバランスを取り、外部の資産運用会社と内部の専門チームの両方を活用しています。

テーマ3では、ソブリン投資家によるAIの利用について検討します。すでに3分の1が投資プロセスでAIを利用しており、ほぼ全員がAIは必要不可欠なツールになると考えています。ソブリン・ウェルス・ファンドはまた、この革命の最前線に立つべくAIテクノロジー全般に投資を行っています。回答者の大多数は、AIはデフレ効果を持ち、ヘルスケアやテクノロジーなどの特定のセクターに顕著な影響を及ぼすようになると考えます。

テーマ4では、ソブリン投資家がESG投資への移行の出発点に立っていることが明らかになりました。
正式なESG方針を策定しているソブリン・ウェルス・ファンドの割合はやや低下しましたが、中央銀行での導入は上昇を続けています。気候リスクは緊急を要する重大なファクターであるとみなされ、回答者の半数は世界的な気候目標に合わせてポートフォリオを設計しています。エネルギー転換を推進するためには、一般的にはエンゲージメントと再生可能エネルギーへの配分が完全なダイベストメントよりも好ましいと考えられています。

最後のテーマでは、世界各地で選挙が実施される年に中央銀行がいかにして不確実性に対処するのかについて検討します。各中央銀行は準備金の積み増しと分散化を行っており、半数以上は準備金の規模を拡大する予定です。準備金の武器化と米国債務水準の上昇に関する懸念を背景に、金の魅力は高まっています。
新興国市場への配分も増加傾向にあり、10%を超えて保有する中央銀行の割合は5年で倍増する見通しです。

ソブリン投資家が複雑で進化しつつある環境に順応するなか、2024年の調査は彼らの戦略と優先課題に関する極めて価値ある考察を提供します。このレポートが皆様にとって有益で、示唆に富んだものになることを望みます。

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

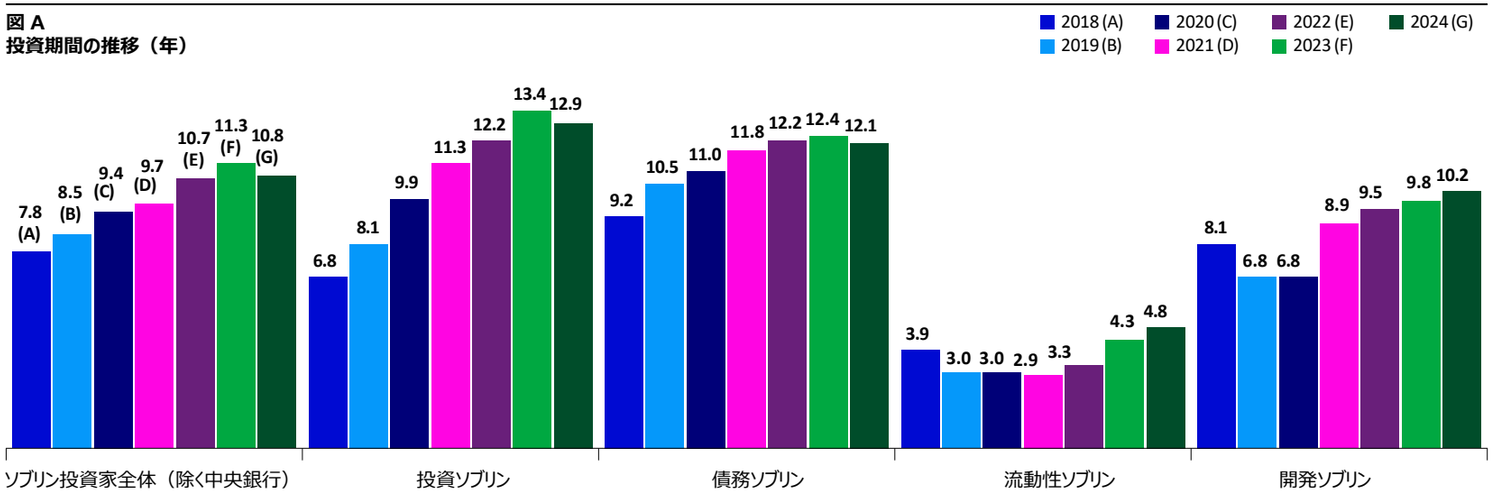
はじめに
主な指標
テーマ１
テーマ2
テーマ3
テーマ4
テーマ5
付録

主な指標

投資期間

2024年、ソブリン・ウェルス・ファンドが報告した平均投資期間は10.8年となり、2023年に報告された11.3年からやや低下しました。最も投資期間が長かったのは引き続き投資ソブリンの12.9年で、それに債務ソブリンの12.1年が続きます。流動性ソブリンの投資期間は4.8年に、開発ソブリンは10.2年に上昇しました。

図 A
投資期間の推移（年）



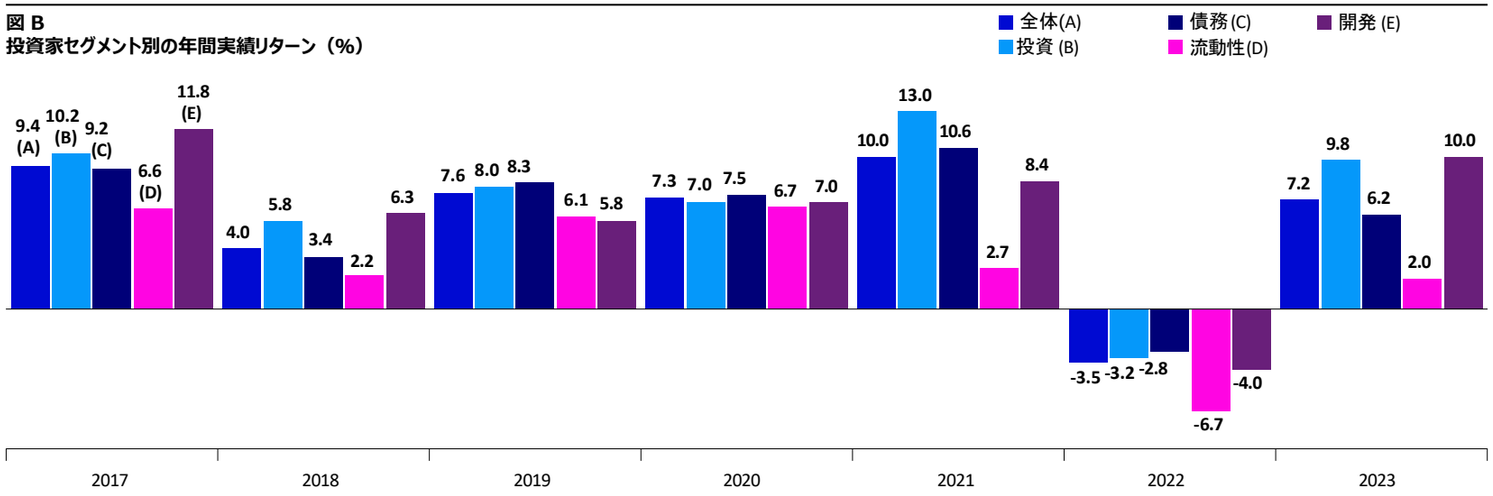
投資期間はどの程度ですか？
回答数: 2018 = 64, 2019 = 65, 2020 = 58, 2021 = 56, 2022 = 62, 2023 = 73, 2024 = 72.

パフォーマンス

ソブリン・ウェルス・ファンドが報告した2023年の平均年間実績リターンは7.2%となり、前年のマイナス3.5%から大きく上昇しました。投資ソブリンは9.8%、開発ソブリンは10.0%のリターンを報告しています。債務ソブリンは6.2%、流動性ソブリンは2.0%となりました。

全体＝ソブリン投資家全体（除く中央銀行）
投資＝投資ソブリン
債務＝債務ソブリン
流動性＝流動性ソブリン
開発＝開発ソブリン　　を意味します

図 B
投資家セグメント別の年間実績リターン（%）



回答数: 2017 = 52, 2018 = 55, 2019 = 71, 2020 = 61, 2021= 55, 2022 = 57, 2023 = 55.

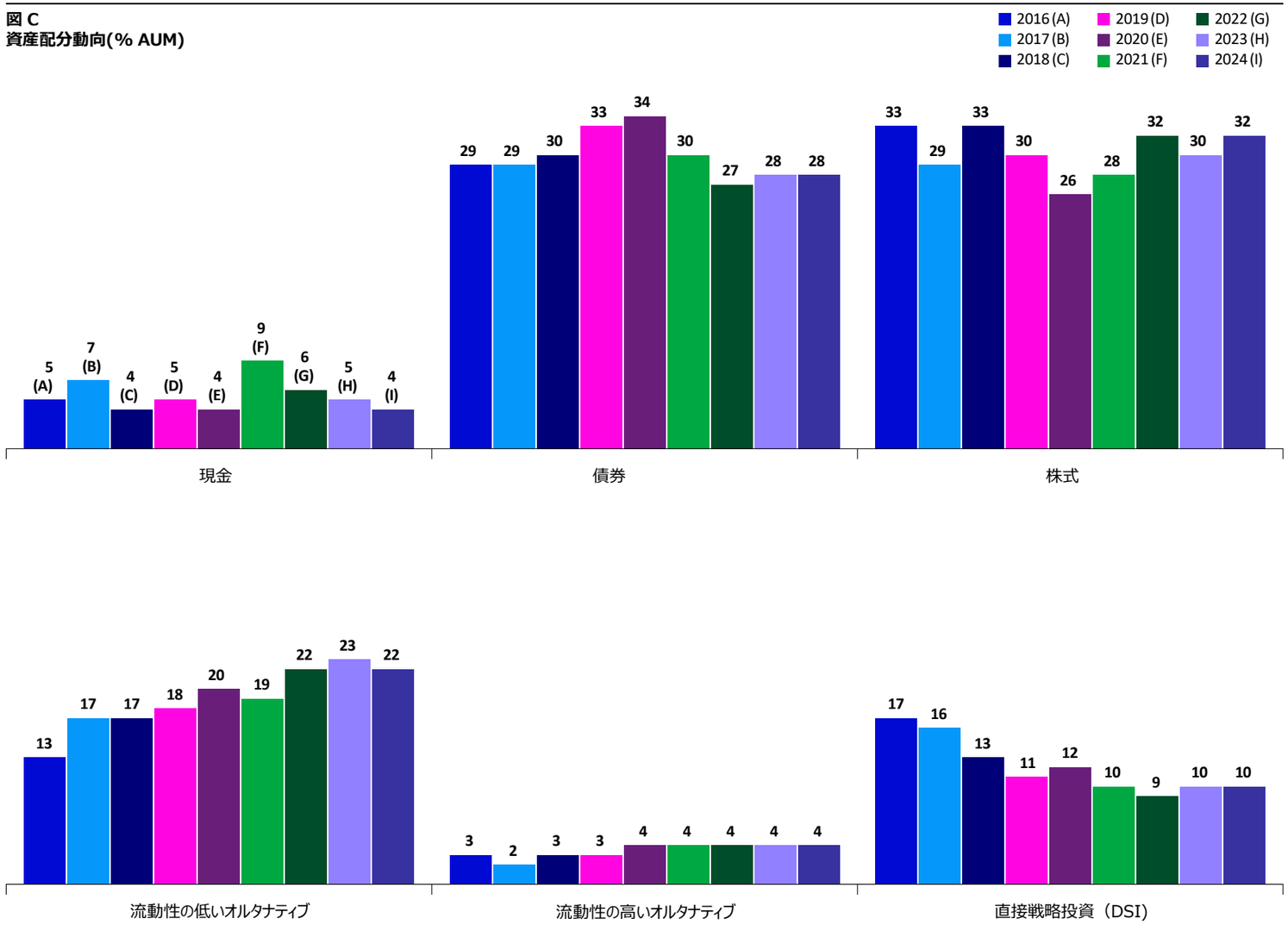
はじめに
主な指標
テーマ１
テーマ2
テーマ3
テーマ4
テーマ5
付録

主な指標

資産配分

2024年、ソブリン・ウェルス・ファンドの債券への配分は28%と横ばいでしたが、株式への配分は前年の30%から32%に上昇しました。流動性の低いオルタナティブ資産は全体の22%を占めましたが、流動性の高いオルタナティブ資産と直接戦略投資（DSI）の割合はそれぞれ4%、10%でした。

図 C
資産配分動向(% AUM)



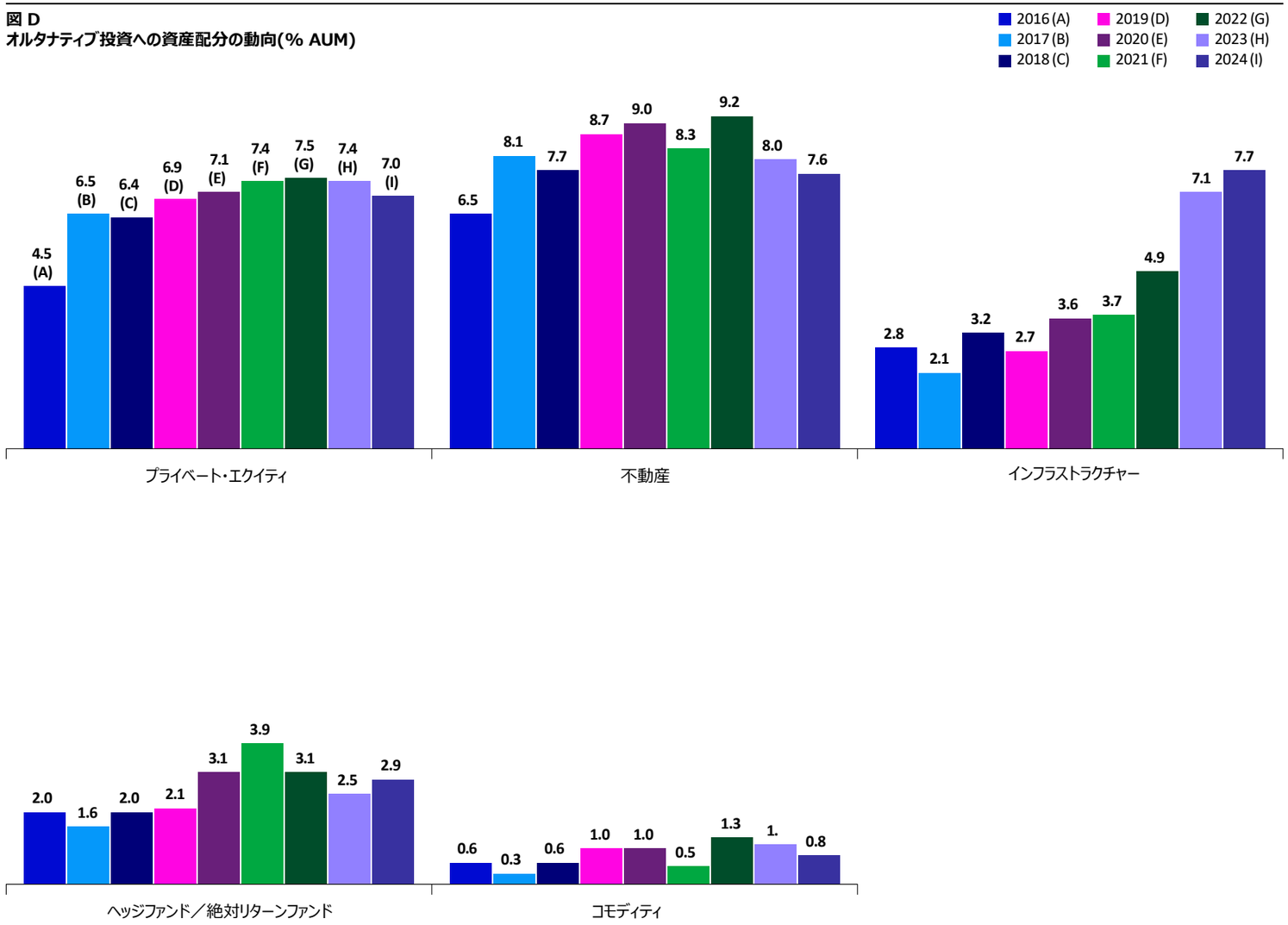
回答数: 2016 = 57, 2017 = 62, 2018 = 63, 2019 = 53, 2020 = 78, 2021 = 54, 2022 = 74, 2023 = 80, 2024 = 74.

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

オルタナティブ投資では、プライベート・エクイティへの配分は前年の7.4%から7.0%に、不動産への配分は同じく8.0%から7.6%に低下しました。一方、インフラストラクチャーへの配分は2023年の7.1%から7.7%に、ヘッジファンド／絶対リターンファンドへの配分は同じく2.5%から2.9%に上昇しました。コモディティへの配分は0.8%と、比較的安定して推移しています。

図 D
オルタナティブ投資への資産配分の動向(% AUM)



回答数: 2016 = 57, 2017 = 62, 2018 = 63, 2019 = 53, 2020 = 78, 2021 = 54, 2022 = 74, 2023 = 80, 2024 = 74.

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

アロケーション変更を促す投資環境の転換

Shifting investment landscape drives changing allocations

厳しい2022年を経て、2023年にソブリン投資家は立ち直りを見せ、半数以上が目標を上回るリターンを記録しました。

ソブリン・ウェルス・ファンドは複雑な地政学的環境を切り抜けること、そしてアルファの創出とリスク管理のために積極的な資産配分戦略を導入することに注力しています。

新興国市場には、特に非欧米系のファンドからこれまで以上に多くの注目が集まっています。インドを最有力投資先とする選別的なアプローチが鍵になると考えられています。

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

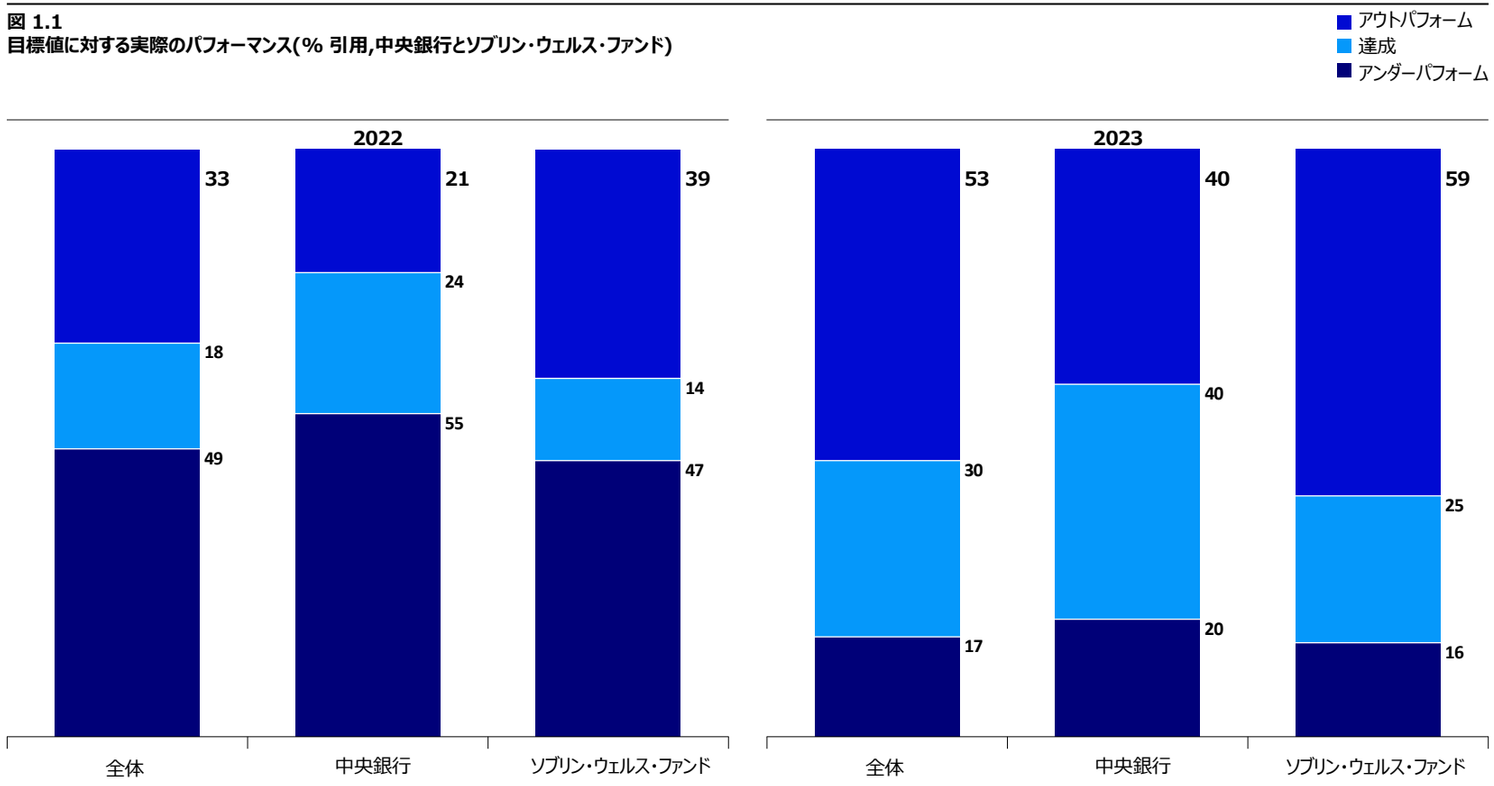
2022年は大多数がリターン目標を達成できず混乱の年になりましたが、2023年にソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、半数以上が目標を上回る結果を残し、大きく回復しました（図1.1）。

しかしながら、ソブリン・ウェルス・ファンドは今後について慎重な姿勢を崩していません。それは2022年を混乱の年にしたインフレや地政学的紛争などのリスクの多くが投資期間に渡って影を落とし続けているからです。これらの懸念に照らして、ソブリン・ウェルス・ファンドは自らの資産配分戦略の再評価を積極的に行っており、デュレーションリスクへのエクスポージャーを減らして、新興国市場が提供する分散化の機会を利用しようと試みています。

成長率がプラスになると予想していますが、その程度は低いでしょう。また世界的なリセッションが発生するとは思いません。

中央銀行
中東

図 1.1
目標値に対する実際のパフォーマンス(% 引用,中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド)



2023 年に目標リターンを上回りましたか、達成しましたか、それとも下回りましたか？ 回答数: 94.

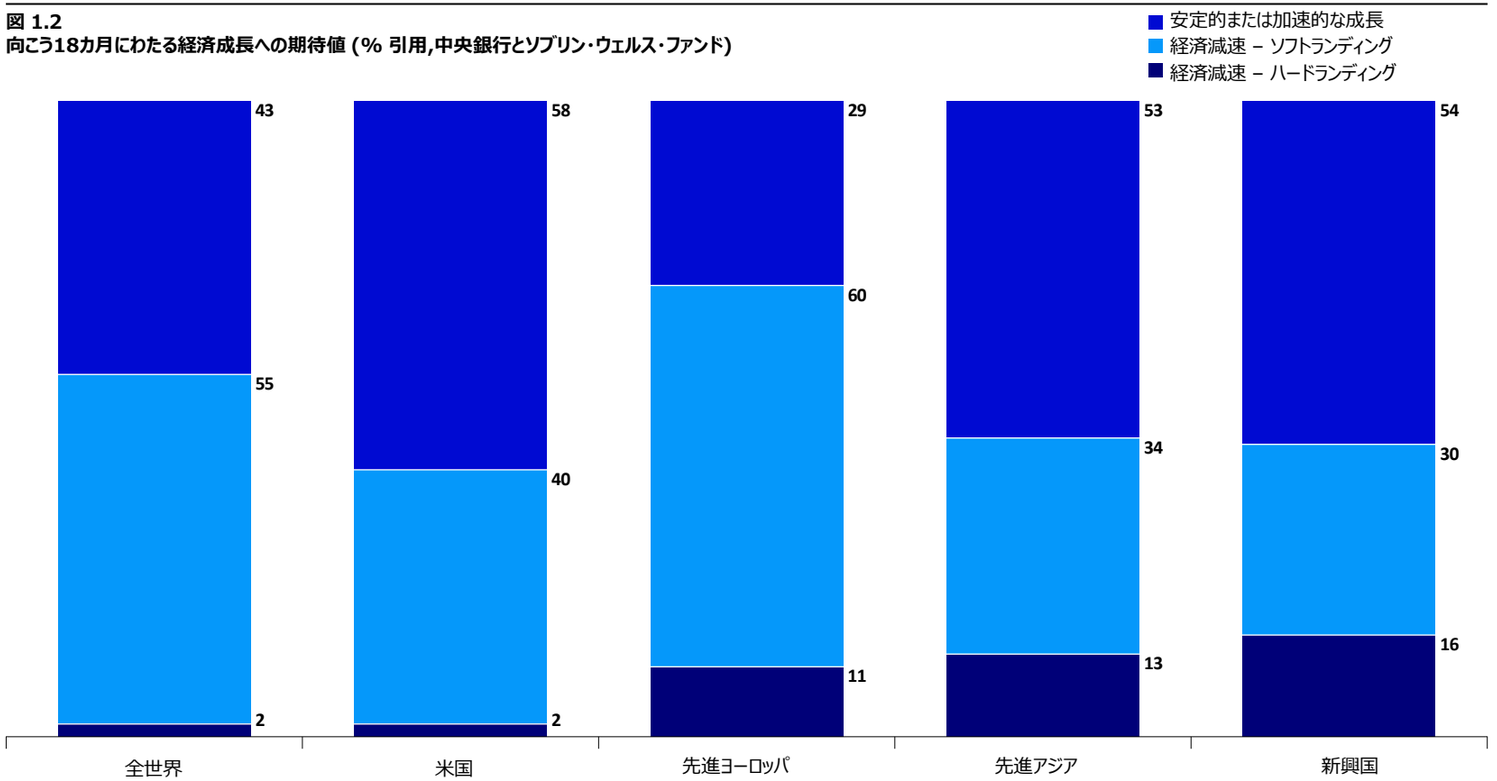
はじめに
主な指標
テーマ１
テーマ2
テーマ3
テーマ4
テーマ5
付録

経済見通しに関する地域間の違い

調査の回答者は世界経済見通しについて慎重ながらも楽観的な見方を示しましたが、地域間で大きな差が生じています**（図1.2）**。世界全体では、回答者の43%が今後18カ月は成長が安定的に推移するか、または加速すると予想しています。米国経済は信頼感の指針として注目されており、58%が低い失業率と賃金上昇に支えられて成長が安定的に推移するか、または加速すると予想しています（一方で、回答者は今年の大統領選による不確実性を警戒しています）。対照的に、欧州について同様の見方を示した回答者は29%にとどまりました。

ある新興国市場の中央銀行は「世界レベルのリセッションは回避されると考えます。欧州では、経済圏ごとに大きな開きがあり、それほど楽観視していません。中国も過去に記録した成長を達成することはないようです」と説明しました。新興国市場に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドも同様に「一部の地域、特に欧州で弱さが見られると予想します。ハードランディングになるとは思いませんが、パフォーマンスは比較的弱くなるでしょう」と話しました。ある中東の中央銀行は「成長率がプラスになると予想していますが、その程度は低いでしょう。また世界的なリセッションが発生するとは思いません。米国はかなりのソフトランディングになりそうです」と述べました。

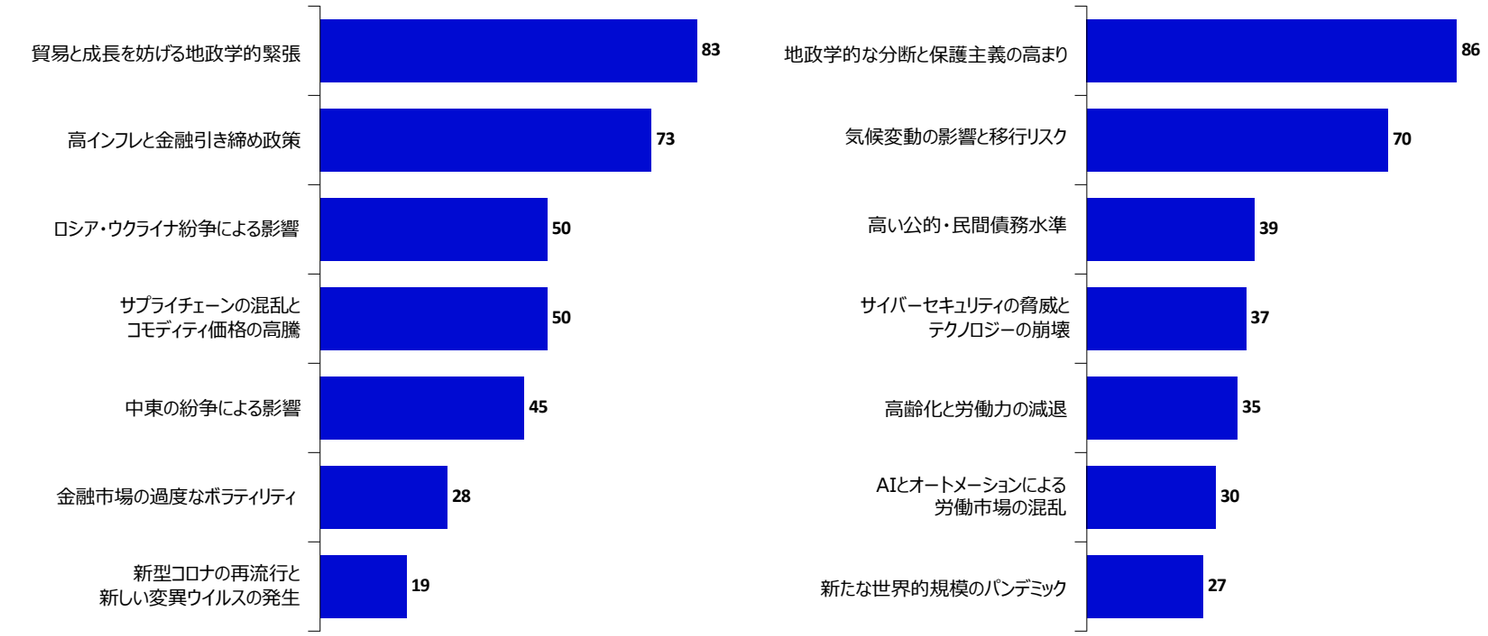
図 1.2
向こう18カ月にわたる経済成長への期待値 (% 引用,中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド)



向こう18カ月にわたる下記地域での経済成長への期待値をお聞かせください? 回答数: 97.

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1.3
来年（左側）と今後10年（右側）に発生が見込まれる世界経済成長に対するリスク（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



どれが来年の世界経済成長に対する大きなリスクになると考えていますか？どれが今後10年の世界経済成長に対する大きなリスクになると考えていますか？に対する回答数：132。

楽観的な見方を抑える地政学的緊張

慎重な楽観主義は投資期間内のさまざまなリスクによって抑えられます。短期的には、貿易と成長を妨げる地政学的緊張（83%）、高インフレと金融引き締め政策（73%）、ロシア・ウクライナ紛争による影響（50%）が主な懸念として浮かび上がっています**（図1.3）**。向こう10年では、地政学的な分断と保護主義の高まり（86%）および気候変動の影響と移行リスク（70%）が脅威の上位を占めています**（図1.3）**。

地政学的リスクへの注目の増大は、中東で進行している紛争のほか、大国間の緊張、2024年に実施される数多くの選挙による不確実性を反映しています。ある欧米の中央銀行は「世界経済にとって選挙結果はまったくの未知の要素です。またインフレ見通しに影響を及ぼす可能性があります」と述べて、これらリスクの相関性を強調しました。
気候変動もソブリン投資家にとって重要な懸念であり、インフレをめぐる懸念と結びついています。ある欧米の中央銀行は「気候と地政学の問題は価格決定に圧力をかけています。したがって、インフレは懸念であり続け、金利が高い状態が続くでしょう」と語りました。

**世界経済にとって
選挙結果はまったくの未知の要素です。
またインフレ見通しに影響を及ぼす
可能性があります**

中央銀行
欧米

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

何らかの大惨事が起きなければ、金利がゼロに戻ることはなく、長期に渡って比較的高い状態が続くでしょう。

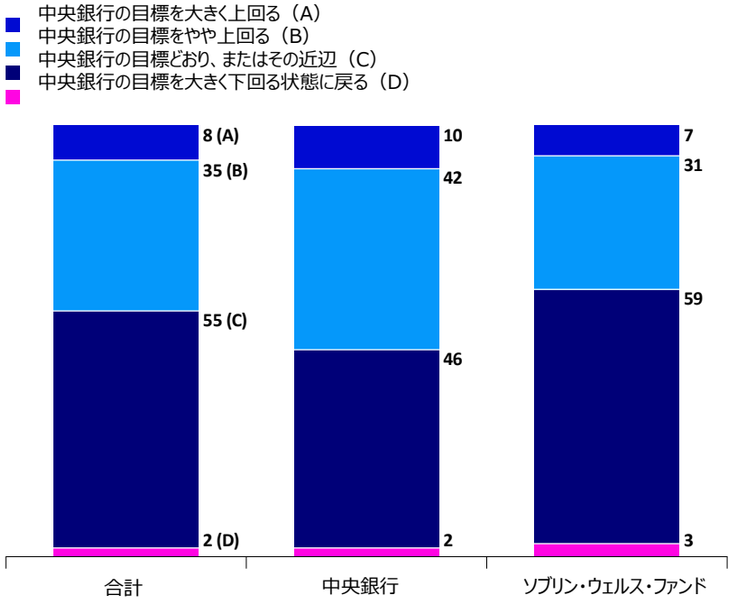
ソブリン・ウェルス・ファンド
新興国

払拭されないインフレ懸念

インフレは明らかにソブリン投資家にとって重大な懸念であり続け、約43%の回答者がインフレ率は中央銀行の目標を上回る水準に着地すると予想しています**（図1.4）**。インフレの持続する性質は、金利と債券利回りの今後の道筋に関する予想の転換につながってきました。回答者の大多数（71%）は、金利と債券利回りが1桁台半ばを維持すると予想する一方、過去10年で見られた、並外れた低金利環境に戻ると考える回答者はわずか14%でした**（図1.5）**。このことは、2024年第1四半期のインフレデータによって下支えされています。このデータからは、インフレ水準の低下に向けての行程は、特に米国では、当初の予想よりも厳しくなるかもしれないことが示唆されます。新興国市場に拠点を置くあるソブリン・ウェルス・ファンドは「何らかの大惨事が起きなければ、金利がゼロに戻ることはなく、長期に渡って比較的高い状態が続くでしょう」と述べました。

多くの回答者の頭の大部分を占めていたのが2024年に示された予想を上回るインフレ指標であり、これは実施される可能性のある利下げのスケジュールと規模に関する再評価を促し、追加利上げが必要になるかもしれないとの懸念を高めました。インフレ見通しと金利の軌道をめぐって広がる不透明感は、難題を突き付けているものとみなされ、回答者の多くが2022年に得た教訓を指摘し、デュレーションリスクの高まりに対応すべくポートフォリオの調整を行うつもりだと語りました。

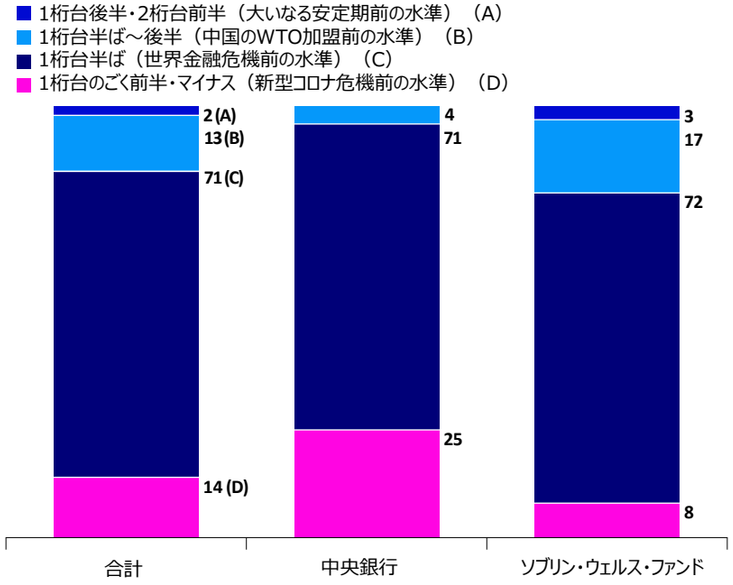
図1.4
先進国市場での長期インフレ予想
（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



先進国市場では長期インフレ率はどの水準に落ち着くと思いますか？に対する回答数：124。

図1.5

金利・債券利回りの長期見通し
（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



金利と主要経済圏の長期債券利回りはどのように推移すると思いますか？に対する回答数：87。

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

資産配分の転換を促すインフレと金利をめぐる懸念

高いインフレ率と金利が持続する可能性は、さまざまな資産、特に成長志向型産業の資産と大きな債券エクスポージャーを持つ資産のバリュエーションに深刻な影響を及ぼす恐れがあると認識されました。結果的に、今年の調査では近年見られた特定の配分トレンドが顕著に反転していることが明らかになりました。株式、インフラストラクチャー、コモディティは純増が予想されていますが、現金のほかプライベート・エクイティや不動産などの流動性が低い投資は純減になると考えられています**（図1.6）**。

機関投資家は長期的な成長機会とインフレに対するヘッジを得ようとしているため、株式の人気はその広範なトレンドを反映します。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは「株式への配分増加は、インフレが懸念材料であり続ける場合に、ポートフォリオの購買力を守るのに役立つでしょう」と述べました。

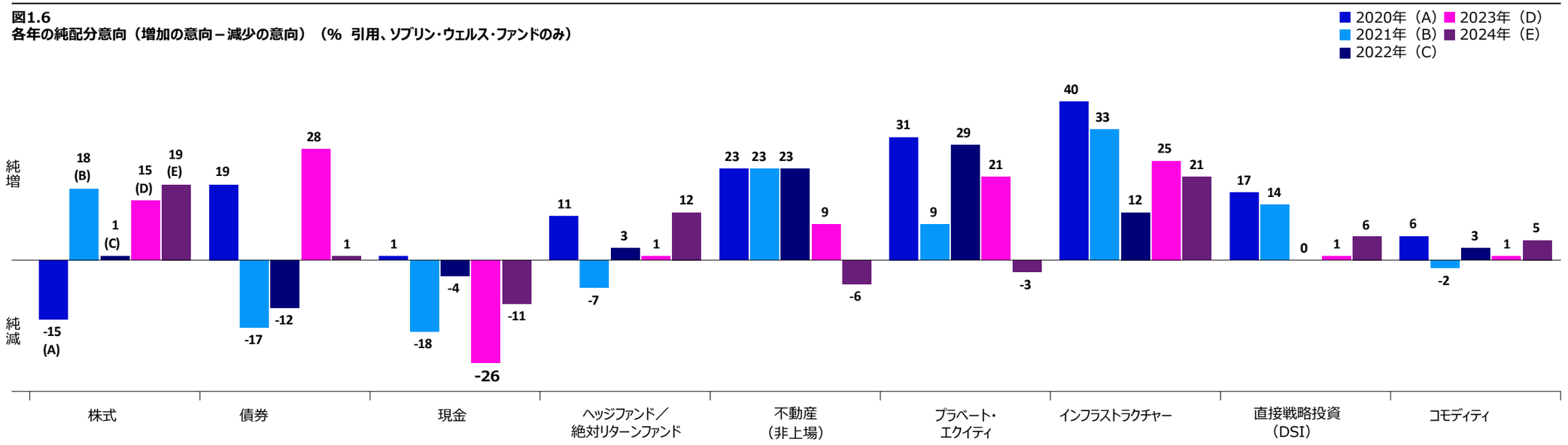
対照的に、金利リスクの高まりと将来の借入コストに関する不確実性は、ソブリン・ウェルス・ファンドによる高レバレッジなプライベート・マーケット資産の取得を鈍らせています。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは「プライベート・エクイティの機会は存在しません」と話し、別のソブリン・ウェルス・ファンドは「プライベート・エクイティは利上げと機会縮小による影響を受けてきました。不動産も同様の逆風に直面していて、以前ほど魅力的には見えません」と述べました。

一方で、高金利環境はプライベート・クレジットの魅力を高めています。これは伝統的な債券に代わる有力な投資先として台頭し、魅力的な利回りと追加的な分散効果を提供します。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは「公開市場では見つけることのできない、特定の市場へのエクスポージャーを持った分散化の機会を好んでいます」と説明しました。プライベート・クレジットを好む傾向の高まりは、広範な市場トレンドに反映されています。

ブルームバーグのデータによると、プライベート・クレジット市場の規模は2020年の8,750億米ドルから、2023年初頭に約1.4兆米ドルに達するまでに拡大しました。これについてはテーマ2で詳しく検討します。

ソブリン・ウェルス・ファンドも、ポートフォリオの分散化を強化し、広範な市場動向と連動しないリターンを得ようとするなかで、ヘッジファンドを選好する姿勢を強めています。ヘッジファンドは、大荒れの市場でリスクを管理する自らの能力のために、現在の環境で特に魅力的になっています。そのクレジット重視の戦略は、利回りが上昇する環境から生じた非効率性を利用するポテンシャルを備えているため大きな注目を集めています。
ある欧州のソブリン・ウェルス・ファンドは「ヘッジファンドへの配分を増やしてきました。これを、アルファを創出しつつ、ポートフォリオの下振れを抑制する方法として認識しています」と述べました。

図1.6
各年の純配分意向（増加の意向－減少の意向）（% 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カ月でどのように配分が変わると思いますか？に対する2024年の回答数：74。

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

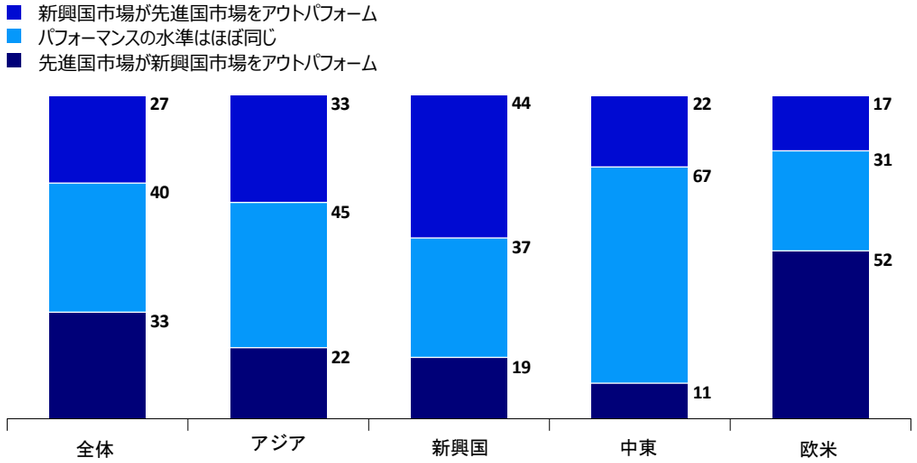
地政学的シフトとサプライチェーンの再調整が新興国市場の恩恵に

今年の調査では、欧米以外に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドが今後3年間の新興国市場の見通しについて特に強気であり、先進国市場をアウトパフォームする予想を立てていることが明らかになりました**（図1.7）**。

多くの場合で不確実性とリスクの源として認識される地政学的緊張は、逆説的ではありますが、今後数年は新興国市場に恩恵をもたらすと予想されています。世界の多極化が進み、競合する国々が影響力と資源を奪い合うなかで、新興国市場は移りゆく力関係を活用する見通しです**（図1.8）**。ソブリン・ウェルス・ファンドは、米中の戦略的競争のほか、他の地域の大国が持つ影響力の増大が、新興国市場が投資を呼び込み、新しいパートナーシップを作り出し、グローバルなステージでの経済的・政治的影響力を主張する新たな機会を創出すると示唆します。

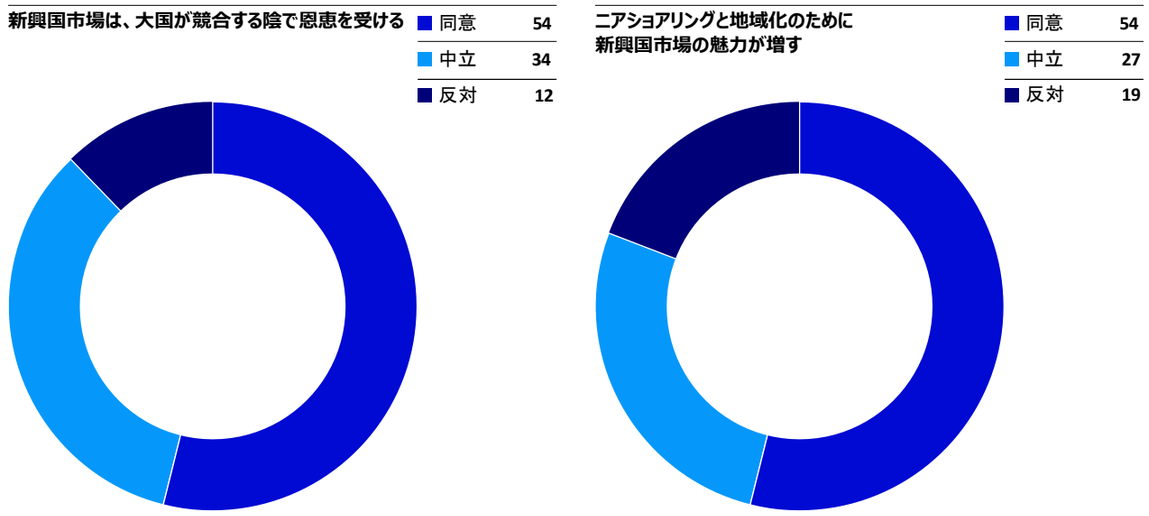
新興国市場の魅力を高めると予想されるもう1つの重要なトレンドは、ニアショアリングと地域化が重要視されつつあることです**（図1.8）**。貿易摩擦、地政学的緊張、新型コロナ危機が露呈した脆弱性によって生じた問題の増大に対応して、企業は製造と調達の戦略を複数の拠点およびサプライヤーを活用して多様化することで、世界的なサプライチェーンの回復力を強めようとしています。このトレンドは、コスト、スキル、市場アクセスの点で競争上の強みを提供することのできる新興国市場を利するものとして認識されています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、新興国市場に拠点を置く企業への直接投資を通じて、またはこれら市場での存在感を強めている多国籍企業をターゲットにすることで、これらの機会を利用しようと懸命に取り組んでいます。

図1.7
今後3年間の新興国市場と先進国市場の予想パフォーマンス比較（% 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ですか？に対する回答数：63。

図1.8
新興国市場のトレンド（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



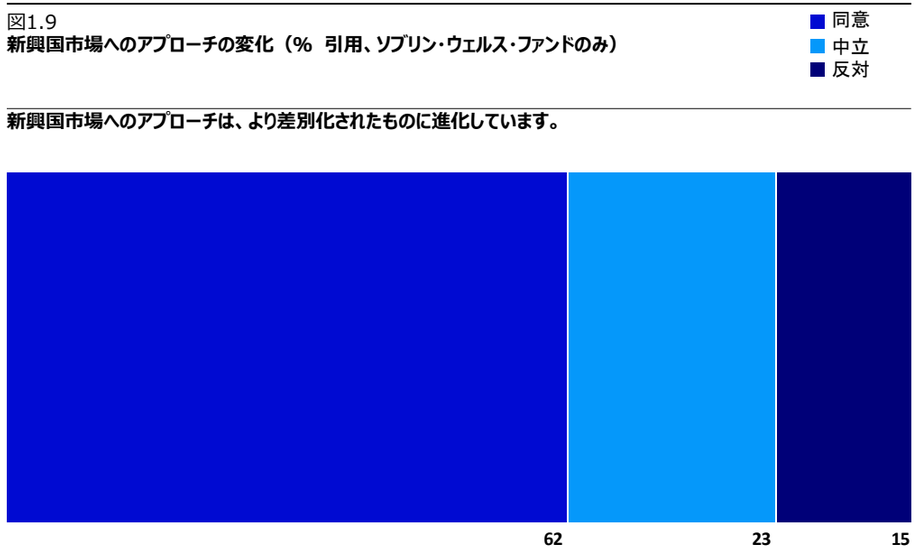
以下の内容にどの程度同意しますか？に対する回答数：53。

しかしながら、調査ではソブリン・ウェルス・ファンドが、均一な経済圏として新興国市場にアプローチしていないことが明らかになりました。ソブリン・ウェルス・ファンドは繊細に調整された他と異なるアプローチの導入を進め、個々の国と地域に固有の特徴とリスク特性を考慮しています**（図1.9）**。最重要地域として、中国以外のアジアの新興国を重視することは、地域の経済的な活力とポテンシャルへの高まる信頼を反映します**（図1.10）**。投資家は特にインドに注目しています。同国は国内市場が大きく、中間層が拡大し、世界的な競争力が増しているため、投資家の大きな関心を集めています。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは「インドは成長見通しが強く、政府が改革とインフラ開発に注力しているため、重視する国になっています」と述べました。

ラテンアメリカも、特に中東とアジアのファンドから注目を集めています。メキシコとブラジルは、米国のニアショアリングから恩恵を受ける立場にあると見られています。あるアジアのソブリン・ウェルス・ファンドは「ラテンアメリカには大きなポテンシャルがあり、進行している世界のサプライチェーンの再構成から恩恵を受ける可能性があると考えます」と話しました。

ソブリン・ウェルス・ファンドは、依然として大きく重要な市場である中国への短期的なアプローチを一新しており、比較的控え目な経済成長、規制変更、地政学的緊張に対処しようとしています。ある欧州のソブリン・ウェルス・ファンドは「中国には厳選したアプローチを適用しています。テクノロジーやヘルスケアなど、政府の長期的な優先項目と合致したセクターに注目しています」と述べました。

図1.9
新興国市場へのアプローチの変化（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



新興国市場へのアプローチは、より差別化されたものに進化している、との意見にどの程度同意しますか？に対する回答数：53。

図1.10
特に重視する新興国市場の地域（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

>80% >60% >40% >20% >0%

	地域別				
	全体	**アジア**	**新興国**	**中東**	**西側諸国**
アジア （除く中国）	83%	100%	58%	100%	83%
中国	43%	75%	25%	43%	42%
ラテンアメリカ	53%	75%	42%	71%	46%
中東欧諸国	48%	88%	17%	57%	48%
アフリカ	43%	13%	77%	57%	32%
中東	51%	50%	50%	100%	36%

最も重視している新興国市場の投資先はどこですか？に対する回答数：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

新興国債券の投資先として最も魅力的なインド

ポートフォリオの分散化を図り、より高い利回りを得ようとするソブリン・ウェルス・ファンドにとって、新興国債券は魅力的な資産クラスになりました。調査対象のソブリン・ウェルス・ファンドの半数以上が新興国債券に投資し、その過半数を大きく上回る数（71%）が、主にETFを通じて、現地通貨建てとハードカレンシー建ての債券に配分しています**（図1.11、1.12）**。

新興国債券は、先進国債券よりもスプレッドが魅力的で、ポートフォリオの収益を増加させるポテンシャルがあるものとして認識されています。一方、多くの重要な新興国市場では経済のファンダメンタルズが改善され、政策改革が行われているため、信用力が上がり、これら市場への投資に関連する知覚リスクが削減されました。

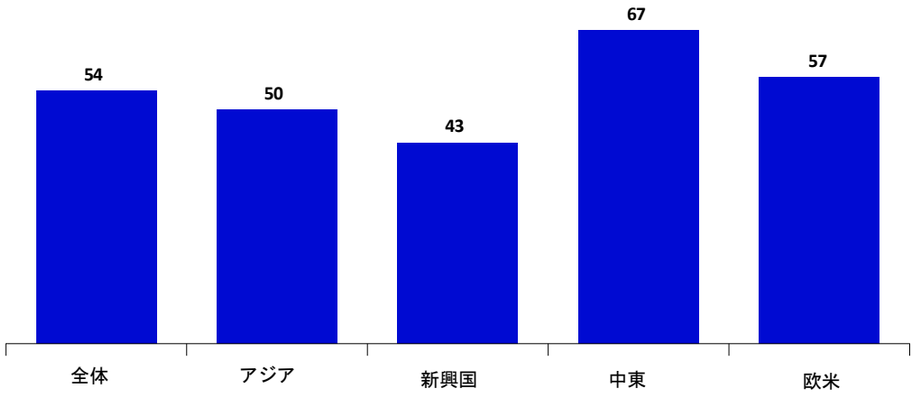
新興国市場の中では、新興国債券に投資するソブリン・ウェルス・ファンドにとってインドが最も魅力的だと認識されました。回答者の88%がインド債へのエクスポージャーを増やすことに対する関心を示しました（**図1.13、16ページ**）。この割合は2022年に記録した66%から大きく上昇しています。これは、同国の経済見通しと政府の改革内容への信頼感が高まっていることを反映しています。

ソブリン・ウェルス・ファンドはこれまで、ハードカレンシー建て債券、特に米ドル建て債券を好んできました。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは「ハードカレンシー建て債券市場はより流動性が高く、アクセスしやすい市場で、ポートフォリオを管理する上での柔軟性を提供してくれます」と話しました。ハードカレンシー建て債券は、一部のファンドが対処したくないと考える為替変動リスクに対する防御効果も提供します。

しかしながら、一部のソブリン・ウェルス・ファンドの間で現地通貨建て債券の人気が高まっています。これは新興国市場が持つ経済的活力、ひいては通貨上昇のポテンシャルに対してより大きなエクスポージャーを提供すると認識されているからです。

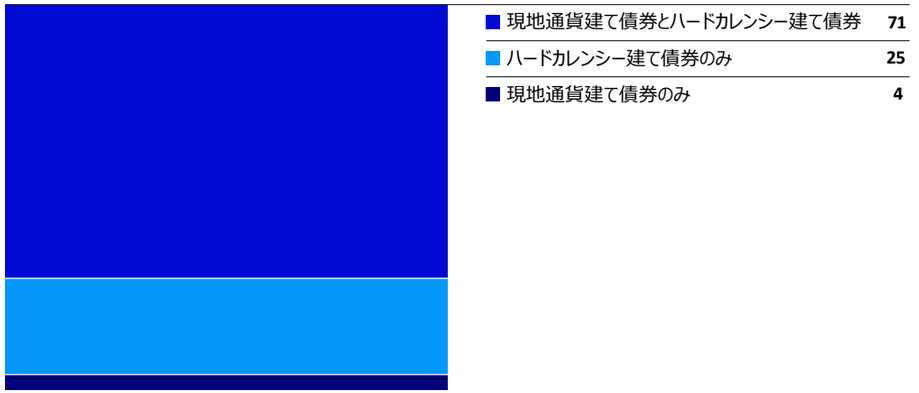
現地通貨建て債券はまた、より高い利回りを得る機会を提供するともみなされています。新たなETFの創設は、外国人投資家によるアクセスを向上させるとともに、ターゲットとなる国または地域への選択的なエクスポージャーを提供することができます。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは「現地通貨建て債券はETFを通じて購入することができます。極めて流動性が高くて、広範なエクスポージャーを得ることができるため、リスクが削減できます」と説明しました。

図1.11
新興国債券への配分（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



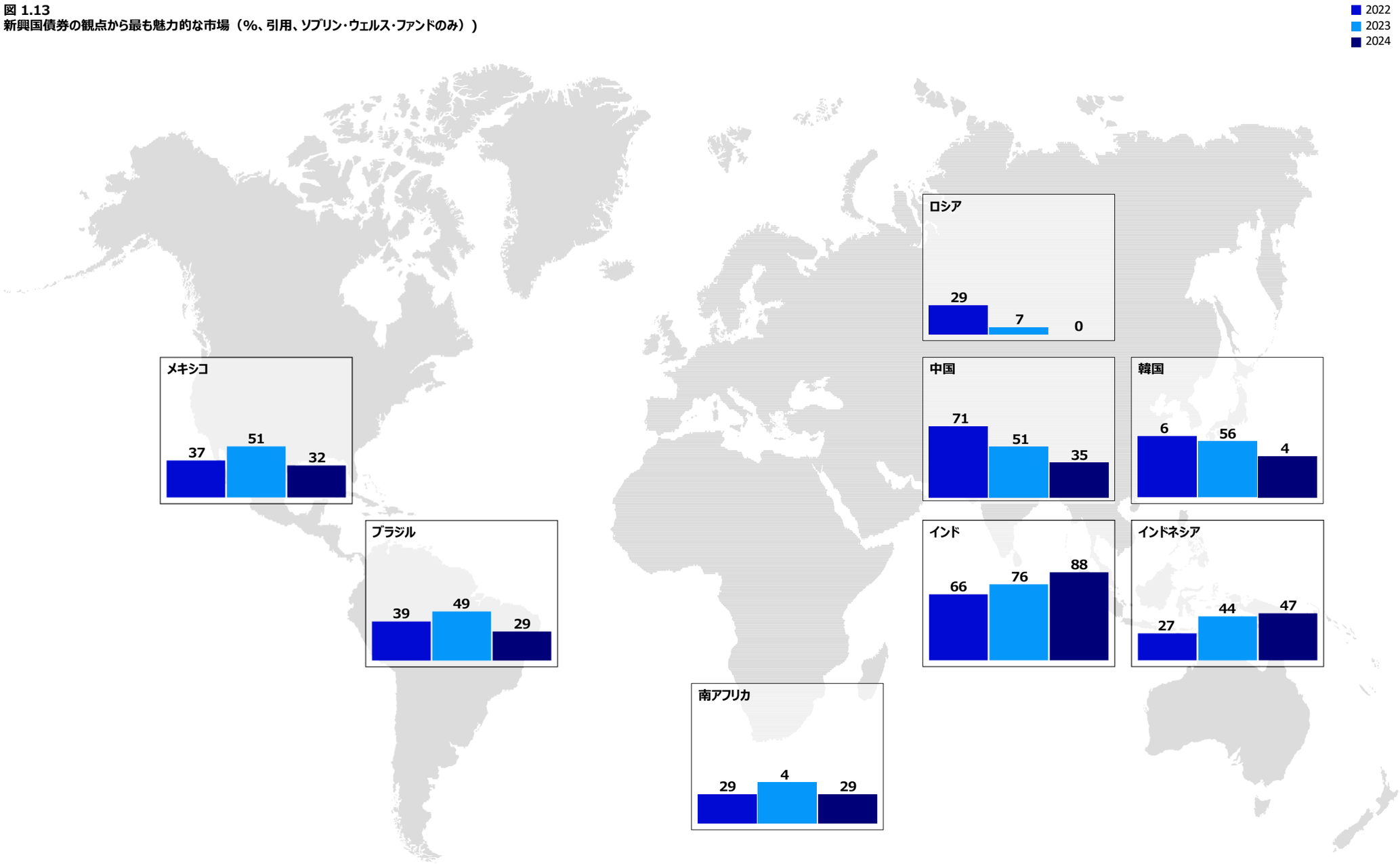
新興国債券に投資していますか？に対する回答数：65。

図1.12
投資対象新興国債券の種類
（% 引用、新興国債券に投資を行うソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



現地通貨建て債券またはハードカレンシー建て債券に投資していますか？に対する回答数：24。

図 1.13
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）



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：？回答数: 34.

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

まとめ

2024年の調査は、ソブリン投資家が複雑で進化しつつある世界的な情勢に順応する様子を描き出しました。インフレ、地政学的緊張、クライメート・トランジション（低炭素社会への移行）は投資戦略を形作る重要な原動力であり、これらは今後何年も中心的なテーマであり続けると予想されます。
高金利環境は重大な影響を及ぼし、投資家に資産配分の再評価と新たな機会の開拓を促しています。

投資家がこうした厳しい環境に直面するなか、新興国市場は成長と分散化を追求する上でますます重要になる役割を担う準備を整えています。しかしながら調査では、ソブリン投資家がこれら市場への投資に対して細かなアプローチの導入を進め、特有のリスクと機会を考慮し、複雑さと相関性を増す地政学的環境における各国の立ち位置を反映していることが強調されました。

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

テーマ2

プライベート・クレジットの台頭：魅力的な機会

The rise of private credit: a compelling opportunity

プライベート・クレジットはソブリン・ウェルス・ファンドの間で人気を集めており、そうした投資の56%がファンド経由で、30%が直接投資を通じて行われています。3分の2のソブリン・ウェルス・ファンドが、債券や株式およびプライベート・エクイティの資産を再配分し、プライベート・クレジットへの配分を増やす計画です。

ソブリン・ウェルス・ファンドは先進国市場のインフラ、不動産、企業向け融資を好んでいますが、新興国市場も検討しています。不動産の中ではメザニン・ローンと優先株式の魅力が高まっています。

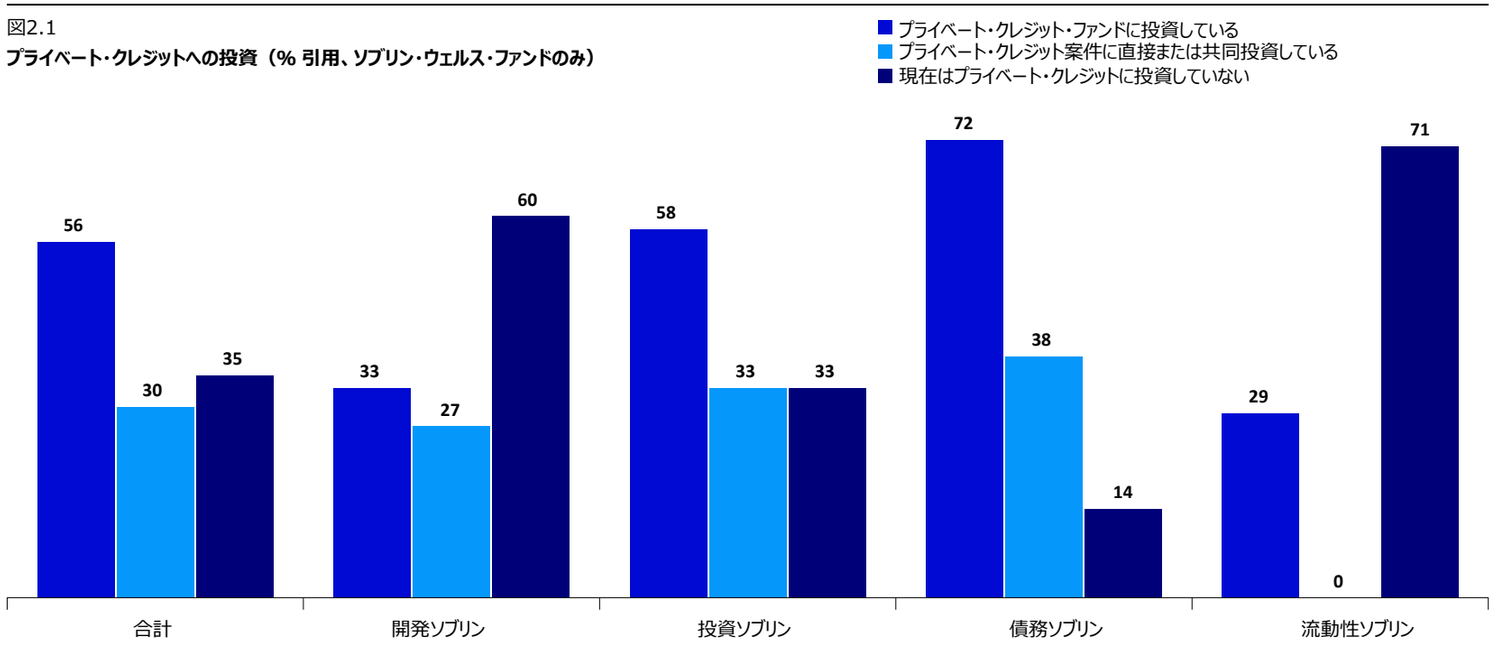
競争が激化するなか、ソブリン・ウェルス・ファンドはディフェンシブ戦略とオポチュニスティック戦略との間でバランスを取っており、価値の最大化とリスク管理を行うため、社外の運用会社と社内専門チームの両方を活用しています。

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

過去10年間で伝統的な銀行がクレジット市場の特定の分野から徐々に撤退するにつれて、融資環境は大きく変化しています。伝統的な銀行が撤退した主な理由は、世界金融危機後に課された規制強化により、自己資本要件が引き上げられたためです。銀行が撤退したことで市場に空白が生じたため、オルタナティブ・レンダー（代替的な貸し手）にとって新たな投資機会が生まれています。

ソブリン・ウェルス・ファンドは、こうした新しい融資環境の可能性をいち早く認識しており、プライベート・クレジットは今やソブリン・ウェルス・ファンドの間で広く採用されている戦略となっています。回答者の56%がファンド投資を通じて、30%が直接または共同投資を通じてプライベート・クレジット投資に参加していると述べています**（図2.1）**。伝統的な融資チャネルが制約されたままであるため、ソブリン・ウェルス・ファンドの投資戦略おけるプライベート・クレジットの役割は高まる見通しです。3分の2超のソブリン・ウェルス・ファンドが今後数年間でプライベート・クレジットへの配分を増やす計画です**（図2.2、20ページ）**。

図2.1
プライベート・クレジットへの投資（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



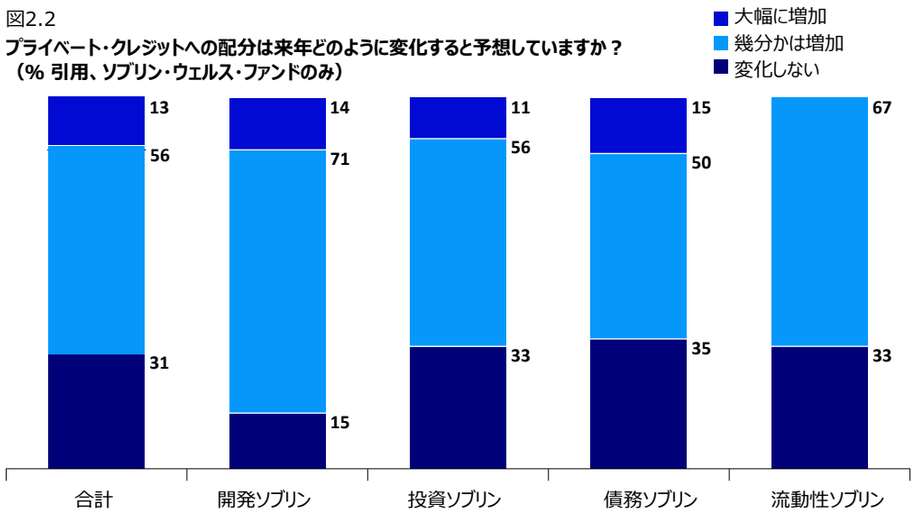
ポートフォリオにおいてプライベート・クレジットをどのように活用していますか？に対する回答数：63。

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

興味深いことに、こうした追加された配分の資金源は様々であり、ソブリン・ウェルス・ファンドは主に債券（34%）、上場株式（26%）、プライベート・エクイティ（24%）から資本を再配分しようとしています**（図2.3）**。
あるアジアのソブリン・ウェルス・ファンドは次のように述べています。「現在の配分は非常に低いものの、プライベート・デットは私たちが優先すべきと考える投資先の1つです。ただしその場合、インハウスでの能力を開発する必要があります。新しい資産クラスへの投資を始める場合、その分野を専門とする人材がいることが重要であるからです。」

図2.2

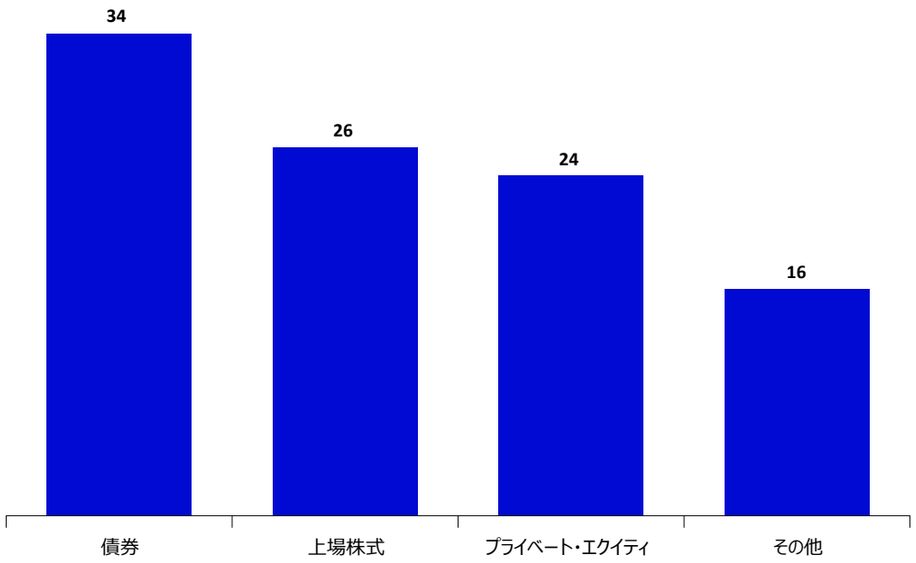
プライベート・クレジットへの配分は来年どのように変化すると予想していますか？（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



プライベート・クレジットへの配分は来年どのように変化すると予想していますか？に対する回答数：45。

図2.3

プライベート・クレジットへの追加配分の資金源（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



プライベート・クレジットへの配分を増やす場合の資金は通常、どこから充当しますか？に対する回答数：38。

インハウスでの能力を開発する必要があります。新しい資産クラスへの投資を始める場合、その分野を専門とする人材がいることが重要であるからです。

ソブリン・ウェルス・ファンド
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

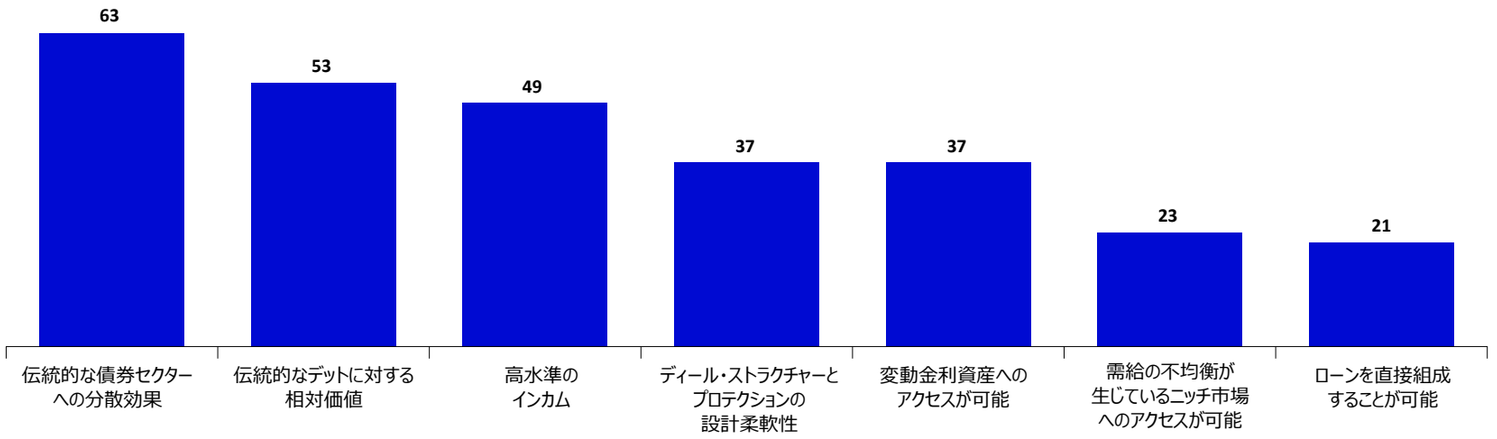
分散化と相対的な価値が魅力を高める

プライベート・クレジットへの関心が高まっている理由はいくつかの要因があります。中でも最も重要なのは、この資産クラスが伝統的な債券セクターに対して分散効果（63%）と、伝統的なデットに対する相対価値（53%）が期待できることです**（図2.4）**。プライベート・クレジット投資の高水準のインカム（49%）とディール・ストラクチャーおよびプロテクションの設計柔軟性（37%）も、大きな魅力とみられています。

プライベート・クレジットの堅調なパフォーマンスを受けて、この資産クラスへの関心はいっそう高まっています。プライベート・クレジットに投資しているソブリン・ウェルス・ファンドの3分の1超が予想を上回るリターンを得ていると述べています**（図2.5）**。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように説明しています。「銀行規制の強化が続いていることで、プライベート・クレジットにとって良い市場が生まれ、そして私たちがその市場に参加するといった構造的な状況が見られます」

図2.4

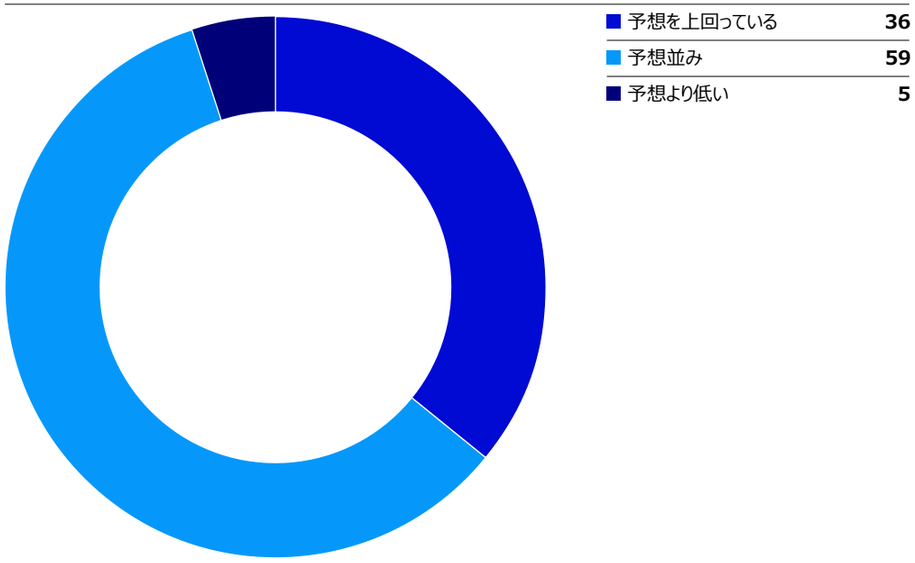
プライベート・クレジットの魅力を高めている主な投資メリット（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



ファンドにとってのプライベート・クレジットの魅力は何ですか？に対する回答数：43。

図2.5

プライベート・クレジットに投資を開始して以降のリターン（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



ファンドにとってのプライベート・クレジットの魅力は何ですか？に対する回答数：43。

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

競争環境を乗り切る

プライベート・クレジットの魅力は明らかですが、ソブリン・ウェルス・ファンドは競争が激化するこの市場への投資に伴う課題についても認識しています。最も多くの回答者が指摘する懸念事項には、質の高い機会を見出すこと（78%）やパートナーとの利益の整合（47%）、バリュエーションとプライシング（44%）などがあります**（図2.6）**。

現在の厳しい競争環境を乗り切り、創出する価値を最大化するため、多くのソブリン・ウェルス・ファンドが、社内に専門的な知識と能力を備えたプライベート・クレジット・チームを構築しています。
また、最も高いパフォーマンスを挙げているファンドを特定し、魅力的な共同投資機会にアクセスできるよう、戦略的なポジショニングを取ることにも注力しています。

ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように指摘しています。「私たちは、クレジットの投資機会をタクティカルに捕捉しながら、シニア・トランシェ中心に投資するダイレクト・レンディングを含むプライベート・クレジット投資に戦略的に取り組んできました。このアプローチは、低リスクで低リターンの投資フレームワークに則ったものですが、過去のパフォーマンスは目覚ましいものとなっています。私たちの成功を支えているのは、タクティカル・クレジット・チームによる厳格なリスク評価と規律ある投資哲学です。」

ソブリン・ウェルス・ファンドは自らが持つ固有の強みを活かして、プライベート・クレジット市場における競争上の優位性を獲得しています。例えば、彼らの投資期間が長いため、長期的な運用目標とリスク許容度に合致する投資機会に焦点をあてて、忍耐強く選択的にディール・ソーシングを行うことができます。

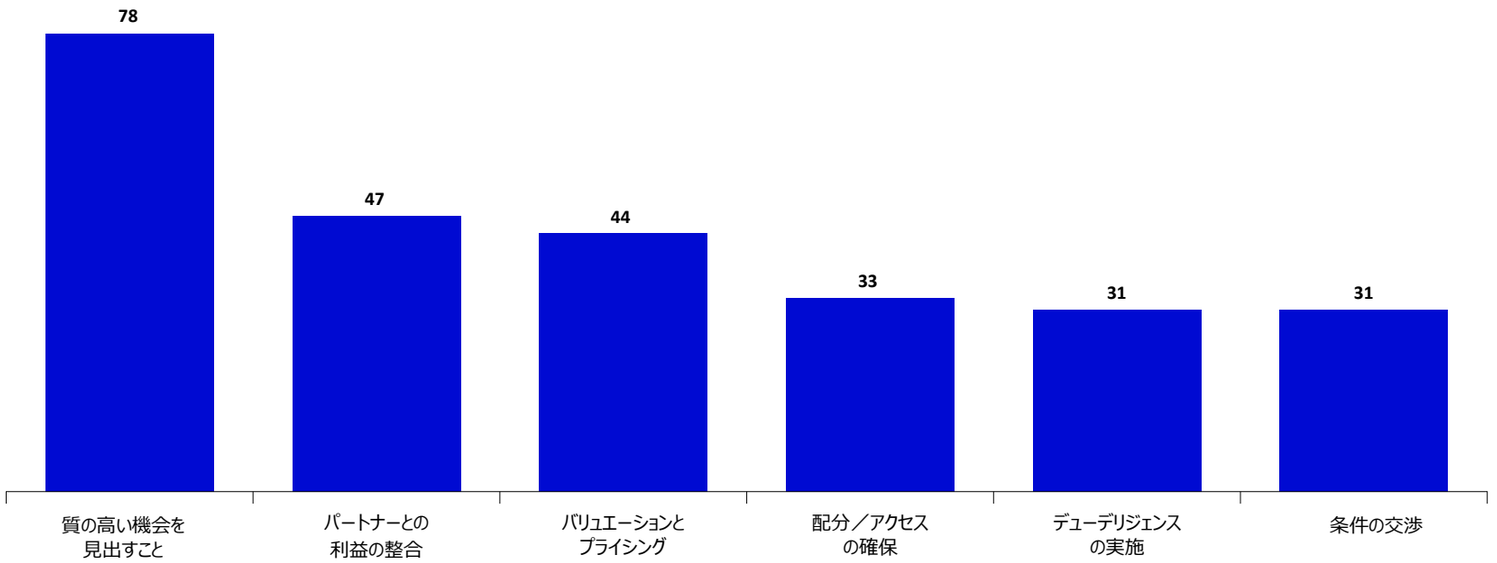
また、多くのソブリン・ウェルス・ファンドは、その規模と影響力を利用して大手のプライベート・クレジット運用会社と戦略的パートナーシップを結び、有利な条件の取引フローへのアクセスを独占的に確保しています。

ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは、こうしたパートナーシップの重要性を強調して次のように述べています。「私たちは、高いリターンを創出してきた実績を持つ、厳選されたトップクラスのプライベート・クレジット運用会社のグループと緊密に連携しています。双方の利益を一致させ、双方の専門知識を組み合わせることで、市場で最も魅力的な機会を特定し、実行することができています。」

私たちは、高いリターンを創出してきた実績を持つ、厳選されたトップクラスのプライベート・クレジット運用会社のグループと緊密に連携しています。

ソブリン・ウェルス・ファンド
中東

図2.6
プライベート・クレジットへの直接／共同投資に伴う課題（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



プライベート・クレジットへの直接／共同投資に伴う主な課題は何ですか？に対する回答数：36。

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

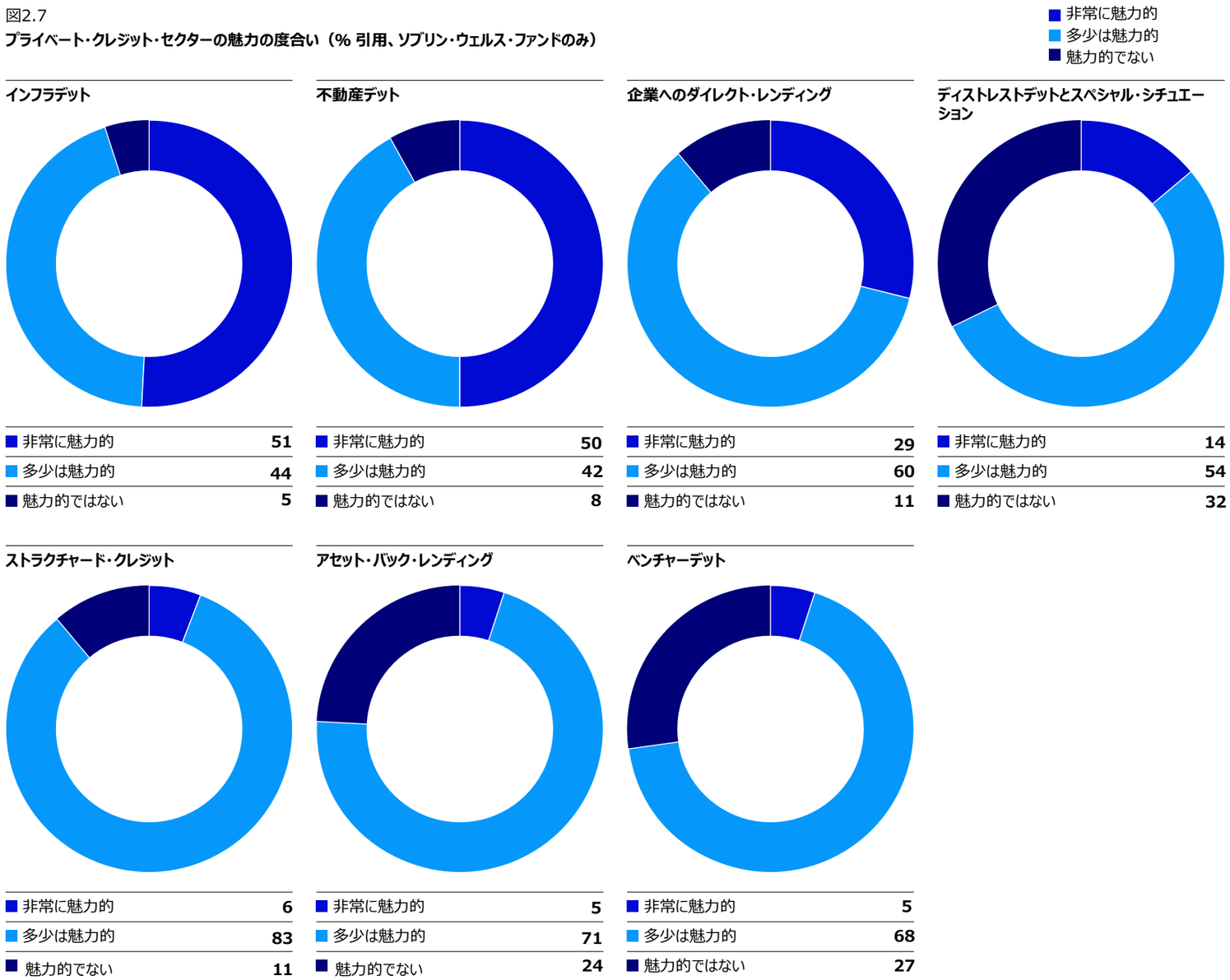
プライベート・クレジットへの関心の高さでは先進国市場が先行しているが、新興国市場でも認識が高まりつつある

プライベート・クレジットの特定分野に関して言うと、ソブリン・ウェルス・ファンドはインフラデット（51%）、不動産デット（50%）、企業へのダイレクト・レンディング（29%）を最も重視しています**（図2.7）**。上記のセクターの魅力には、安定した長期のキャッシュフローの可能性と、世界的に高まるインフラおよび不動産向けファイナンスへの需要に乗じる機会が反映されています。

インフラデットは、ソブリン・ウェルス・ファンドの長期的な投資期間との相性が良いうえ、自国と地域の経済発展を支えるというソブリン・ウェルス・ファンドの使命とも合致することがあります。ソブリン・ウェルス・ファンドは、交通網、エネルギー・システム、通信インフラなどの重要なインフラ・プロジェクトに資金を提供することで、魅力的なリスク調整後リターンを創出するとともに、地域経済の長期的な成長と回復力に貢献することもできます。
インフラデットはインフラ株式への投資と比べて低いリスク特性を持ち、キャッシュフローがより予測可能で、しかも資産の管理と運用への直接的な関与の必要性が低いため、これらを選好するソブリン・ウェルス・ファンドもみられました。

不動産デットはソブリン・ウェルス・ファンドにとって、もう一つの重点分野となっています。安定した収益源になる可能性と、質の高い収益を生み出す不動産の開発に資金を提供する機会をもたらすからです。現在の市場環境では、市場の歪みと資金調達ギャップを背景に、十分な資金力を持つ投資家にとって魅力的な投資機会が生まれており、不動産デットの分野はいっそう魅力度が高まっています。

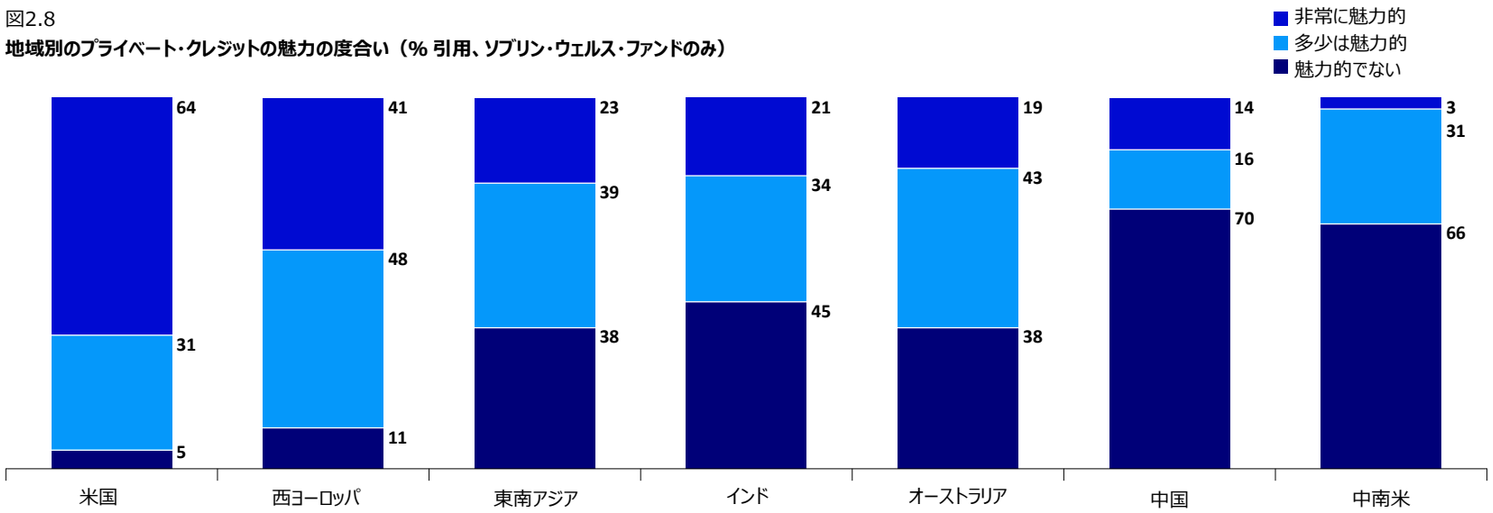
図2.7
プライベート・クレジット・セクターの魅力の度合い（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



以下のセクターのプライベート・クレジットはどの程度魅力的ですか？に対する回答数：37。

図2.8

地域別のプライベート・クレジットの魅力の度合い（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



以下の地域のプライベート・クレジットはどの程度魅力的ですか？に対する回答数：39。

一方、企業へのダイレクト・レンディングはソブリン・ウェルス・ファンドに対し、規制の強化と資本要件の引き上げを受けて企業向け融資市場から撤退した伝統的な銀行が残した資金調達ギャップを埋めることを可能にします。ソブリン・ウェルス・ファンドは、ミドルマーケットの企業にカスタマイズされた資金調達ソリューションを提供することにより、魅力的な利回りを生み出すとともに、対象市場における企業の成長と規模拡大を支援することもできます。

地域別にみると、ソブリン・ウェルス・ファンドは主に先進国市場に的を絞っており、プライベート・クレジット投資を行ううえで最も魅力的な地域は米国（64%）と西ヨーロッパ（41%）だとみています**（図2.8）**。これらの市場は奥行きが深くて成熟しており、そのことが強固な法的および規制上の枠組みと相まって、プライベート・クレジット投資を行う上での安定的で魅力的な環境をもたらしています。

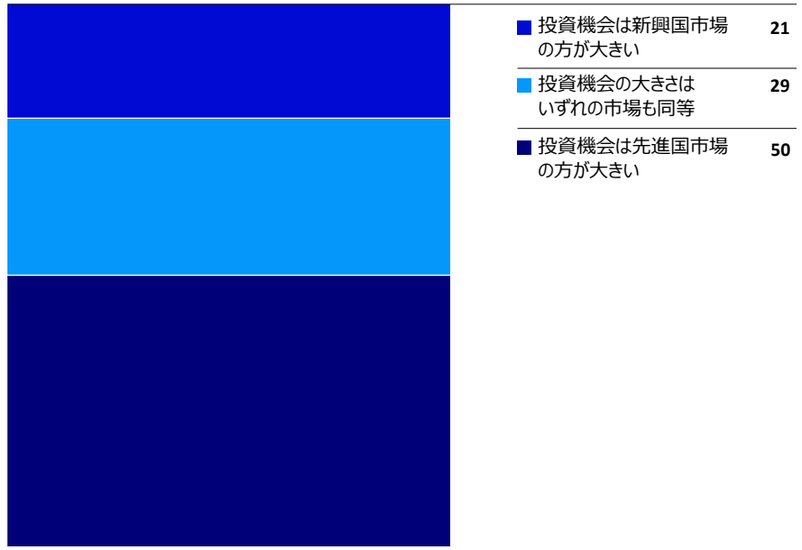
一方、新興国市場においても、上場市場が未発達であることと、野心的なインフラ目標を下支えするための膨大な資金需要があることから、プライベート・クレジット投資機会に対する認識が高まっています**（図2.9）**。多くの新興国では、資金調達ギャップを埋め、経済成長と発展を支えるうえで、プライベート・クレジットが重要な役割を果たしているとみられています。

ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは、「インドに関心を持っています。この国からは、私たちのリターン要件を満たす投資機会が多くもたらされています」と述べています。特にインド市場に対するソブリン・ウェルス・ファンドの関心が高まっています。大規模な経済が持続的に成長し、人口動態が好ましく、政府がインフラ開発と金融セクター改革に注力しているからです。

一方、新興市場への投資には固有のリスクと課題もあります。あるソブリン・ウェルス・ファンドが警告しているように、新興国市場の監視体制は不十分であるうえ、政治および経済情勢の起伏が激しくなる可能性があることを踏まえると、新興国市場とプライベート・クレジットの組み合わせは「非常に不安定」と言えるかもしれません。ソブリン・ウェルス・ファンドはこうしたリスクを軽減するため、新興国市場のプライベート・クレジットに対して厳選された規律あるアプローチを採用するとともに、下落リスクに対する強力なプロテクションを有する投資機会に的を絞り、さらには市場と規制環境を深く理解している経験豊富な現地の運用会社と提携しています。

図2.9

先進国市場と新興国市場における投資機会（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



新興国市場におけるプライベート・クレジットのリスク調整後機会を先進国市場との比較でどのようにみていますか？に対する回答数：38。

ソブリン・ウェルス・ファンドは不動産融資利回りを高めるためメザニン・ローンに注目

不動産セクターにおいて、ソブリン・ウェルス・ファンドは、銀行による融資基準の厳格化が続いていることを踏まえ、足もとの魅力的な掘り出し物や価値を高める投資機会の最大化をより重視するようになっています。本調査からは、ソブリン・ウェルス・ファンドが追加的な利回りを重視し、今後3年間でメザニン・ローンを利用する機会が増えると予想していることが明らかになりました**（図2.10）**。

メザニン・ローンは、不動産への投資を可能にしつつ、ダウンサイド・プロテクションを提供し、しかもシニア・ローンに比べて高いリターンをもたらす可能性があることから、ソブリン・ウェルス・ファンドの間で人気が高まっています。この金融商品は通常、資本構造の中でシニア債と株式の間に位置付けられ、信用補完の機能とともに、非常に魅力的な利回りを提供します。

ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように説明しています。「昨年、私たちはメザニン・タイプの取引をいくつか行い、現在もその1つに取り組んでいます。株式のようなリスクを取ることなく、株式のようなリターンが得られます。14～15%のリターンが得られ、しかも資本を保護する自己資本バッファーがある程度残されるのであれば、それは魅力的なポジションといえます。資産価値の上昇の恩恵は受けないので、リターンの上振れ幅は限定的ですが、それでもリターンはかなり魅力的です。

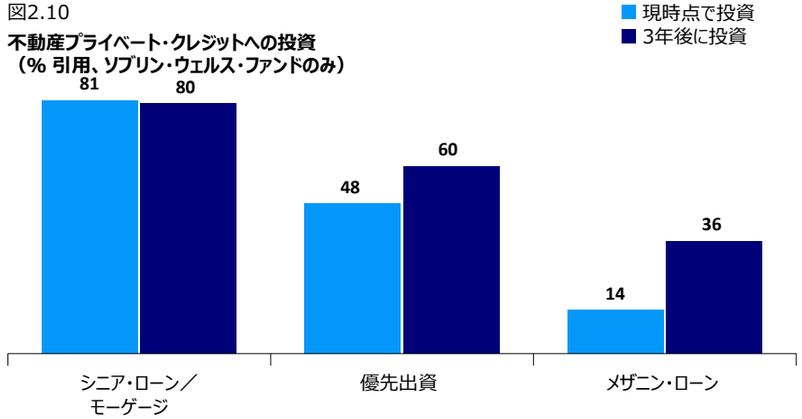
メザニン・ローンが使用されるもう一つの理由は、ソブリン・ウェルス・ファンドが現在の市場環境の中でリスク調整後リターンを最適化できることです。現在、不動産のバリュエーションは不安定になっていますが、これらの金融商品は不動産エクイティ持ち分の保有と異なり、全てのリスクを負うことなく魅力的な利回りを創出する手段となります。さらに、これらの投資は構造化されているため、ソブリン・ウェルス・ファンドは最低リターンの基準やコントロール権などの有利な条件とプロテクションを求めて交渉することができます。これは、ダウンサイドリスクの軽減に役立ちます。

ソブリン・ウェルス・ファンドは不動産プライベート・クレジット投資におけるデュレーションの重要性も指摘しており、取引を実行可能なものにするには一定のミニマム・デュレーションを設ける必要があるという共通認識を持っています**（図2.11）**。パフォーマンスが良好なローンの満期延長を可能にするオプションの設定は、柔軟性と潜在的な追加利回りをもたらす有利な特徴とみなされています。

別の中東のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように指摘しています。「メザニン・ローンに投資する場合、その投資を価値あるものにするには、例えば2年物金利並みの最低リターンを確保したいと考えています。あまりにも早期に償還される状況には望ましくありません。最低でも2年間は投資を継続し、リターンを得ることを希望しています。裏付けとなる資産のパフォーマンスが良好である限り、投資を継続することでより高いリターンを得られる可能性があると考えています。」

図2.10

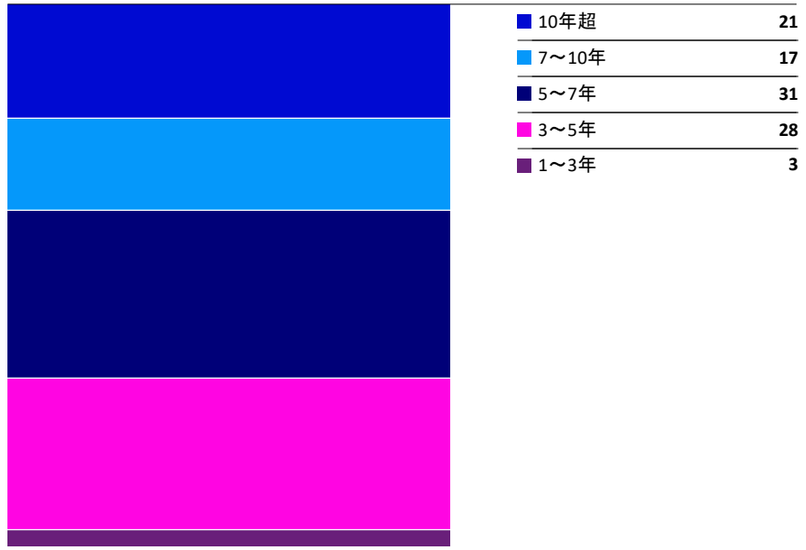
不動産プライベート・クレジットへの投資
（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



現在、どの種類の不動産デットに投資していますか？3年後に投資するとすればどの不動産デットだと思われますか？に対する回答数：25。

図2.11

望ましい不動産プライベート・クレジットのデュレーション（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



商業用不動産プライベート・クレジット投資における望ましいデュレーションは何年ですか？に対する回答数：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

ディフェンシブ投資とオポチュニスティック投資のバランスを取る

プライベート・クレジット市場は変化し続けているため、ソブリン・ウェルス・ファンドはディフェンシブ投資とオポチュニスティック投資のバランスを取ることをますます重視しています。現在の市場環境を踏まえてより慎重なアプローチを取ろうとしているファンドがある一方で、市場競争が激化するなかで競争力を維持するためには比較的リスクの高い分野における新たな投資機会に対してオープンな姿勢で臨む必要があるだろうと考えるファンドもあります。

本調査からは、回答者の38%が今後1年間でプライベート・クレジットへのよりオポチュニスティックでリスク追求的な投資への配分を増やすことを計画している一方、13%がよりディフェンシブなアプローチを取ると予想していることがわかりました（**図2.12**）。このようにソブリン・ウェルス・ファンドによって戦略が乖離している背景には、ソブリン・ウェルス・ファンドによってリスク許容度や投資目的が異なり、プライベート・クレジット市場の異なるセグメントの相対価値や可能性に関する見方も異なっていることがあります。

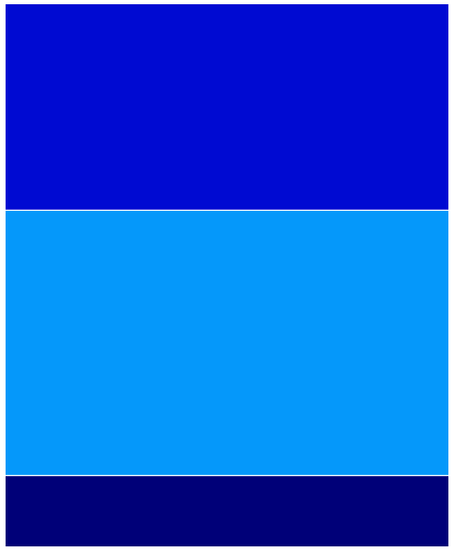
一部のソブリン・ウェルス・ファンドは、現在の市場環境は、より高いリターンを追求するために追加的なリスクを負う好機だとみています。こうしたソブリン・ウェルス・ファンドは、潜在的なリターンがリスクに十分見合うと考えられるディストレストデット、スペシャル・シチュエーション、また、それ以外の高利回りのセクターでの投資機会に注目することがよく見られます。

ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように述べています。「我々は非常に優秀なチームを組織しており、投資機会の発掘がより難しくなる中でも当社のスキルセットを活用してポートフォリオを拡大できるような成長市場に注目しています。」このソブリン・ウェルス・ファンドは、市場におけるより複雑で困難な分野の専門知識を深めています。そうした取り組みによって、他の投資家が見逃しそう魅力的な機会を見つけて実行することができます。

一方、ソブリン・ウェルス・ファンドの中には、シニア有担保デットや市場におけるその他の低リスク・セグメントへのディフェンシブな投資に的を絞ったより慎重なアプローチを取るところもあります。こうしたファンドは、現在の市場環境が積極的なリスクテイクに適さない可能性があると考えて、資本の保全と安定した収益の創出を優先しています。最終的に、プライベート・クレジットに対してよりディフェンシブなアプローチを取るか、あるいはよりオポチュニスティックなアプローチを取るかの判断は、ソブリン・ウェルス・ファンドの全体的な投資戦略、リスク許容度、市場見通しなど、様々な要因によって左右されます。

図2.12

来年計画しているプライベート・クレジットへの資産配分の変更の方向性（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



ディフェンシブ投資とオポチュニスティック投資の観点からみて、プライベート・クレジットへの資産配分が今後数年でどのように変化すると予想していますか？に対する回答数：40。

我々は非常に優秀なチームを組織しており、投資機会の発掘がより難しくなる中でも、当社のスキルセットを活用してポートフォリオを拡大できるような成長市場に注目しています

ソブリン・ウェルス・ファンド
欧米

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

社外運用会社と社内チームの役割

ソブリン・ウェルス・ファンドはプライベート・クレジットへの投資機会の活用を模索する一方で、こうした投資にどうアプローチするのが最善かという問題にも取り組んでいます。本調査からは、社外の運用会社と社内チームのどちらを利用するかはファンドの規模によって異なり、規模の大きい（運用資産が1,000億ドルを超える）ソブリン・ウェルス・ファンドになるほど社内外のリソースを併用する可能性が高いことがわかりました**（図2.13）**。

プライベート・クレジット投資に社外運用会社を使用するのか、社内チームを構築するのかの判断は、コスト、管理、専門知識へのアクセスなど、様々な要素の検討が必要になります。社外運用会社を活用する場合、ソブリン・ウェルス・ファンドは、専門的なスキルやリソースの他、その業界内の幅広い人脈にすぐアクセスでき、また、質の高い案件の紹介を受けることができます。また、大規模な社内チームを構築し維持することによるリスクなど、直接投資に伴うリスクの一部を軽減するのにも役立ちます。

ただし、社外運用会社を利用すると、コストが上昇したり、投資判断に対するコントロールを失ったりする可能性が生まれるなどの欠点もあると思われます。プライベート・クレジットにアプローチするなかで経験を積み、スキルを磨くソブリン・ウェルス・ファンドが増えるにつれて、プライベート・クレジット投資をより直接的に管理し、コストを削減するために、独自の社内チームの構築を目指すソブリン・ウェルス・ファンドが増えています。

ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは、「最終的には、ほとんどのプライベート・クレジット取引に対処するための社内チームの構築を検討することになるでしょう」と説明しています。このソブリン・ウェルス・ファンドの狙いは、インハウスでの専門知識と能力を開発することにより、プライベート・クレジット投資に対するコントロールを強化し、投資活動を全体的な戦略目標とより密接に整合させることです。

別の欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは、「使用する社外運用会社の数を増やしてきましたが、私たちのプライベート・クレジット投資は主に社内チームが担当しています」と述べています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、こうしたハイブリッド型のアプローチを取ることにより、社外運用会社の専門知識とリソースを活用しながら、プライベート・クレジット投資を監督および管理する有能な社内チームを維持することができます。

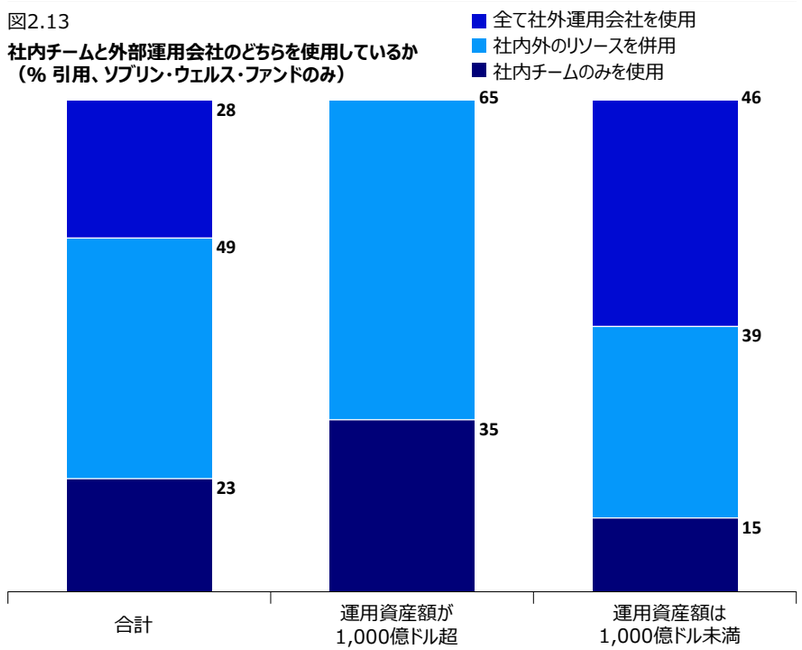
結局のところ、社外運用会社と社内チームとの最適なバランスは、ソブリン・ウェルス・ファンドが置かれた特定の状況と目標によって決まります。最も効果的なアプローチを決定するうえでは、ファンドの規模、投資戦略の複雑さ、社内リソースと専門知識の可用性などの要素がいずれも重要な判断材料となります。

**最終的には、ほとんどの
プライベート・クレジットについて
社内チームの構築を
検討することになるでしょう。**

ソブリン・ウェルス・ファンド
欧米

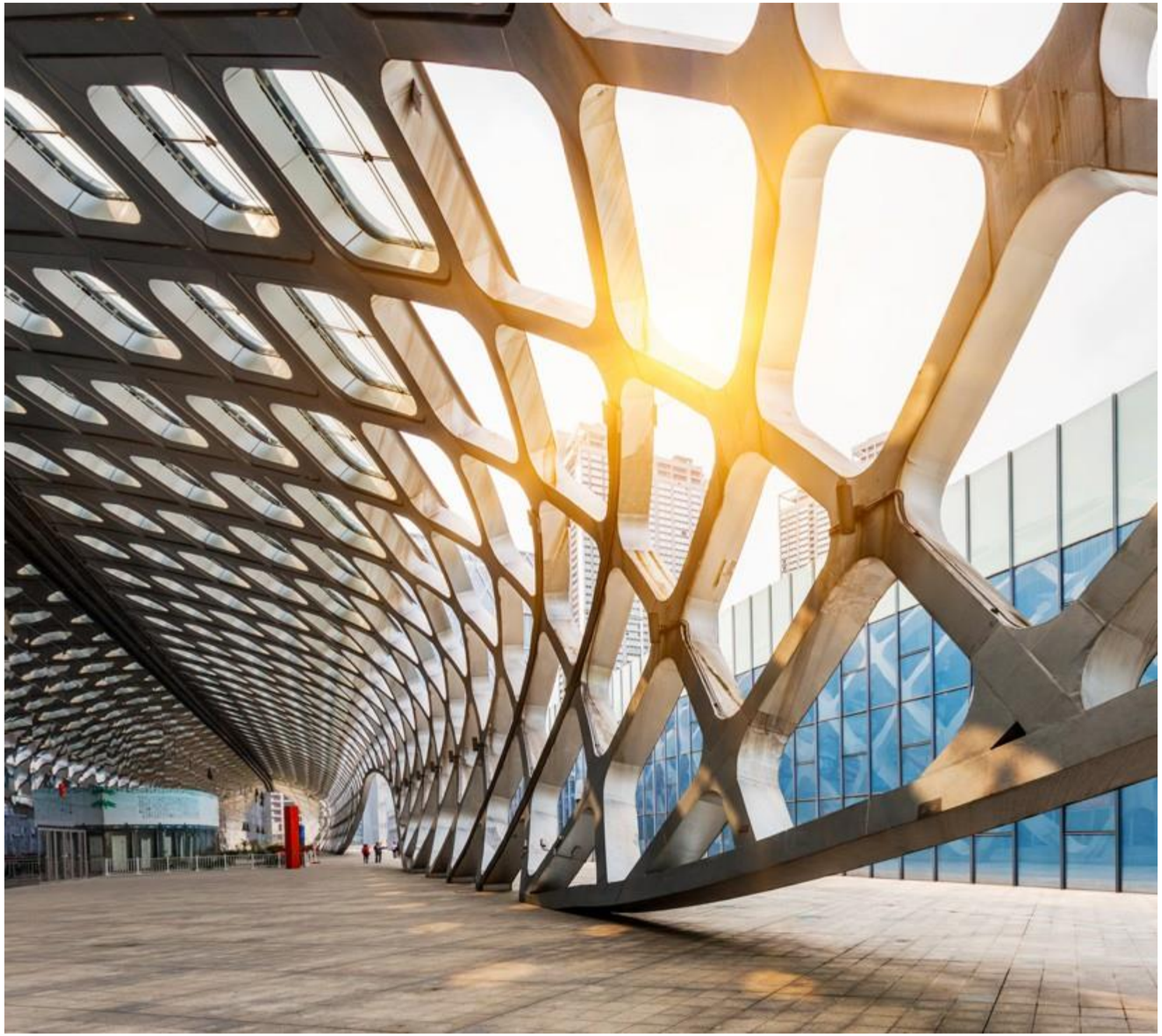
図2.13

社内チームと外部運用会社のどちらを使用しているか
（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



プライベート・クレジット投資に使用しているのは社内チームとサードパーティ運用会社のどちらですか？に対する回答数：43。

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



まとめ

ソブリン・ウェルス・ファンドにとってプライベート・クレジットの重要性はますます高まっています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、利回り、分散化、市場の非効率性に乗じる能力を追求するなかで、成長する資産クラスであるプライベート・クレジットへの資金配分を増やしており、特に先進国市場のインフラ、不動産、企業へのダイレクト・レンディングに注目しています。

プライベート・クレジット市場が進化し続け、この市場を巡る競争が激化するにつれて、ソブリン・ウェルス・ファンドは創出する価値を最大化し、投資目的を達成するため、環境の変化に合わせて戦略を調整しています。こうした戦略の調整には、専門的な社内チームの構築、最高のパフォーマンスを発揮する社外運用会社の特定、市場のよりリスクの高いセグメントにおける新たな投資機会に対する前向きな姿勢の維持などがあります。

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

テーマ3

AIの目覚め：未来の機会をとらえるソブリン投資家

Awakening AI: Sovereign investors seizing future opportunities

ソブリン投資家の回答者の33%が投資プロセスでAIを活用しており、6%がAIを広範囲に活用しています。ほぼ全ての回答者が、AIは不可欠なツールになると考えています。

ソブリン・ウェルス・ファンドが乗り越えるべき最大の障壁は専門知識の不足であり、中央銀行が最も懸念しているのはAIモデルの説明可能性です。こうした課題に対処するため、ファンドは人材教育に投資し、外部の専門家と提携しています。

ソブリン・ウェルス・ファンドは、データセンター・インフラ、AI向け半導体の開発、大規模言語モデルの地域バージョン、垂直AIプラットフォームなど、AI全体に投資しています。こうした投資の原動力は、リターンの追求とAIの採用およびイノベーションの促進です。

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

私たちが2019年に実施したテクノロジー導入に関する調査からは、社内でのテクノロジーの導入に関してソブリン投資家は他の機関投資家よりも遅れを取っていると感じていることが明らかになりました。
こうした傾向とは対照的に、そして興味深いことに、ソブリン・ウェルス・ファンドはしばしばテクノロジーをテーマとした投資には積極的です。多くのソブリン・ウェルス・ファンドがテクノロジー分野への投資を優先し、その投資がもたらす魅力的なリターンの可能性を認識しています。

今年の調査では、人工知能（AI）の急速な進歩、特に生成AIの台頭によって促進されて、テクノロジーに対する態度が変化していることが明らかになっています。こうしたAIをめぐる動向を背景に、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は内部プロセスと意思決定アプローチの見直しを余儀なくされ、多くのソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行がAIという革新的テクノロジーを活用し始め、AIが投資環境全体に及ぼす影響について検討しています。

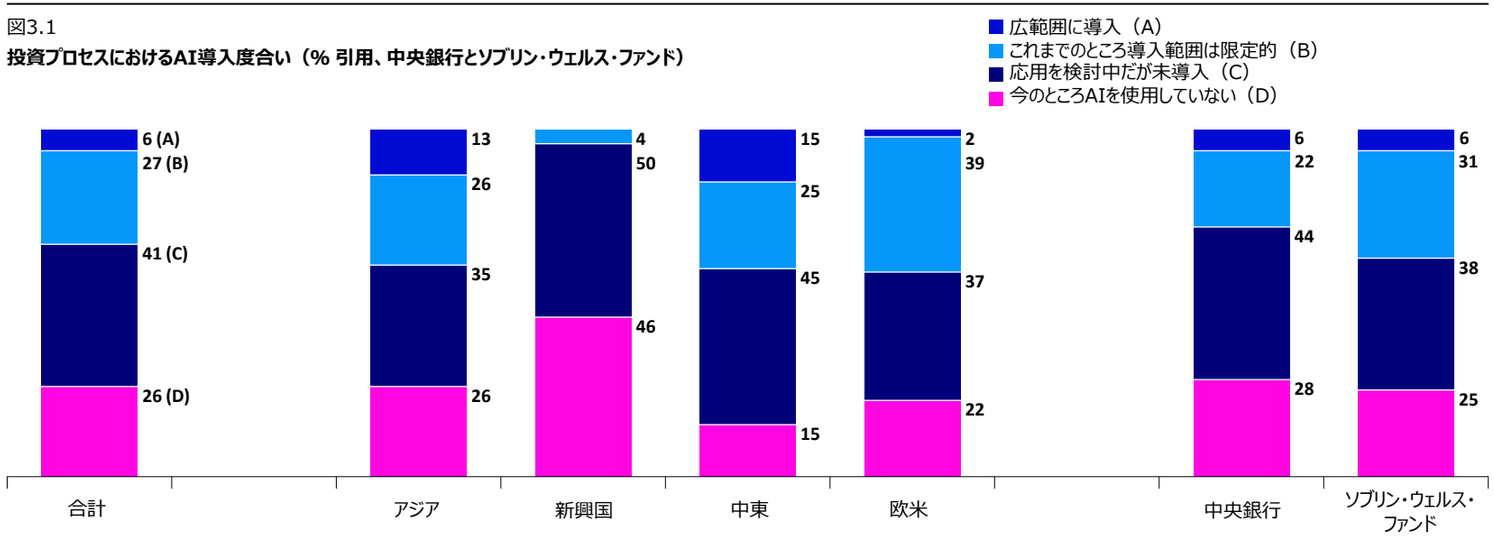
導入機運は高まり、関心は広がっている

今年の調査からは、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の3分の1がすでに投資プロセスでAIを活用しており、6%がAIを広範囲に活用していることが明らかになりました**（図3.1）**。生成AIの台頭を背景に組織が現在の戦略を見直し、このテクノロジーの新しい用途を模索するようになったため、AIの導入は加速するとみられます**（図3.2、31ページ）**。

欧米の中央銀行の3分の2が次のように回答しています。「私たちは文献調査を行い、資産運用会社によるウェビナーに参加しています。AIがどのような分野で役立つかを理解するため、コンサルタントとの会議も行いました。」

本調査の目的上、人工知能（AI）は、投資プロセスのさまざまな側面を自動化、最適化、強化するための、機械学習を含む高度なコンピューター・システムおよびアルゴリズムのアプリケーションと定義されています。

図3.1
投資プロセスにおけるAI導入度合い（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）

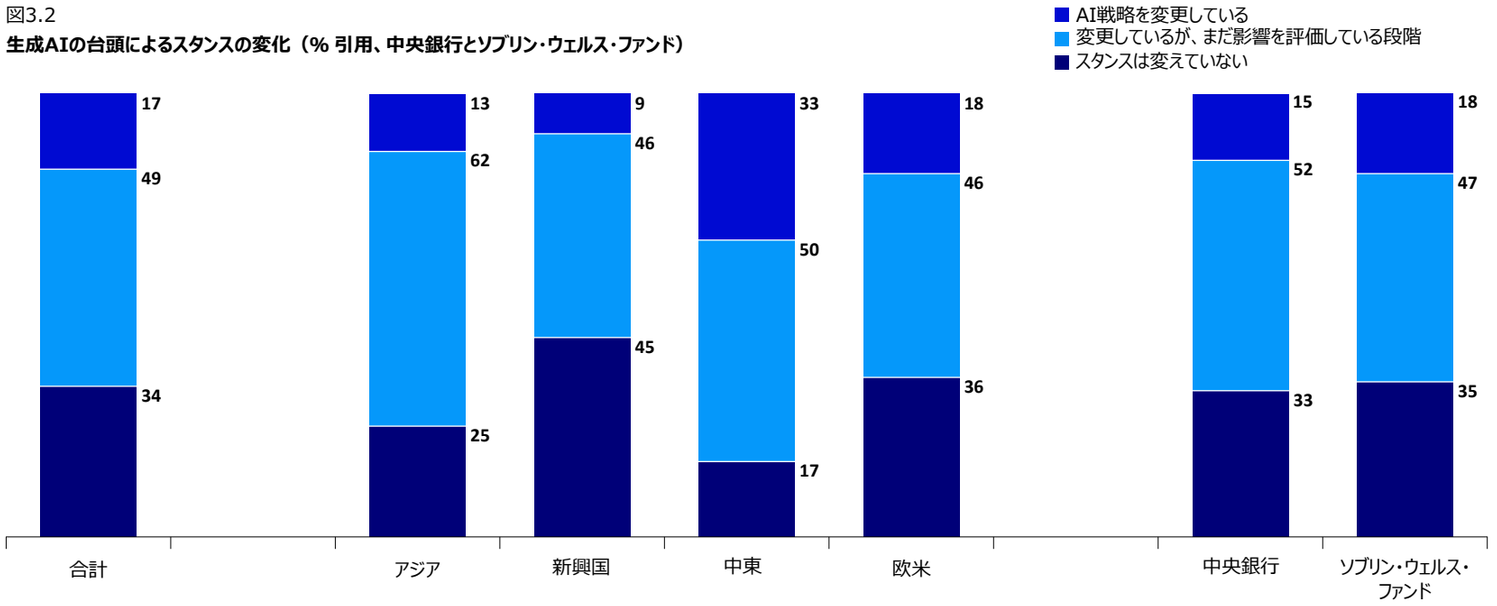


組織は現在、投資プロセスでAIを活用していますか？に対する回答数：121。

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3.2

生成AIの台頭によるスタンスの変化（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）

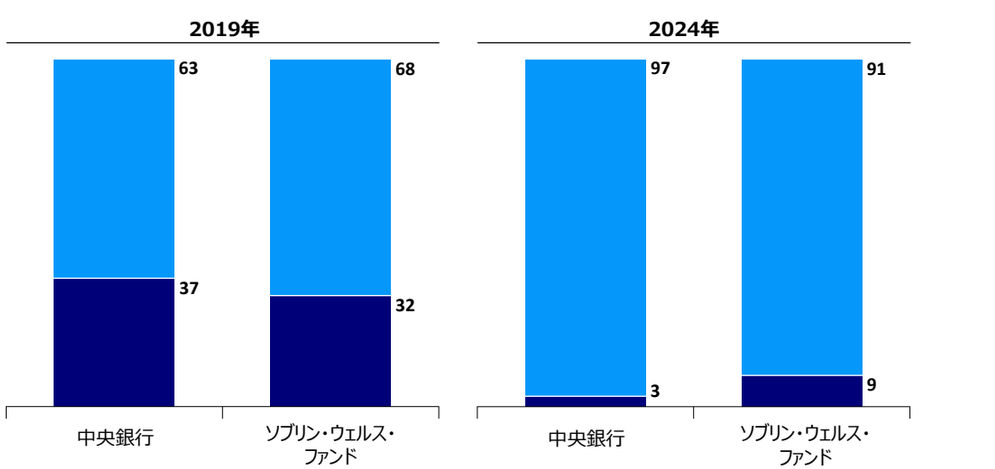


生成AIの台頭により、既存システムへのAIの導入と使用に対する組織のスタンスは顕著に変化していますか？に対する回答数：100。

今ではほぼ全てのソブリン投資家が、やがてAIが投資プロセスに欠かせないツールになると考えています（**図3.3**）。2019年の調査では、組織内でAIは何ら役割を果たしていない考えていると回答した人の割合が中央銀行は37%、ソブリン・ウェルス・ファンドは32%だったのに対し、今回の調査結果では顕著な変化がみられます。

図3.3

組織における将来のAIの役割（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



将来的にAIはファンドでどのような役割を果たす可能性が高いと思いますか？に対する回答数：89。

AIを導入したことでレポーティングが効率化され、ポートフォリオの状況をより的確に確認できるようになり、ひいてはエクスポージャーをより適切に把握できるようになっています。

中央銀行
欧米

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

AIを活用する投資家

多くのソブリン・ウェルス・ファンドでは、チャットGPTなどの生成AIツールのサービス開始を受けてAI導入に向けたボトムアップの取り組みが立ち上がっており、生成AIツールが日常業務をどのようにサポートできるかを理解しようと、利用可能なツールの個人レベルでの試用が始まっています。新興国に本拠を置くあるソブリン・ウェルス・ファンドは、「私たちの全員が、管理面で物事を迅速化するためにAIツールを使用しています」と述べています。別のソブリン・ウェルス・ファンドはより組織的で慎重な戦略を採用しており、意思決定者はAIテクノロジーの組織のプロセスへの組み込みを注意深く計画し、監督しています。取り組みが個人レベルであれ、組織レベルであれ、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行はAIの幅広い用途を見出しており、最も一般的な使用事例としてデータ処理、リスク管理、予測に着目しています**（図3.4）**。

一例を挙げると、ある欧米の中央銀行は、市場動向に関する洞察を得るためにAIを活用しています。「ポートフォリオ運用担当者の判断を支援するためにAIを導入しています。私たちのAIシステムは、市場と私たち独自の調査から得たデータを分析し、関連するトピックやセンチメントに関する洞察を提供することで、情報分析に基づく投資先の選定を支えています。」

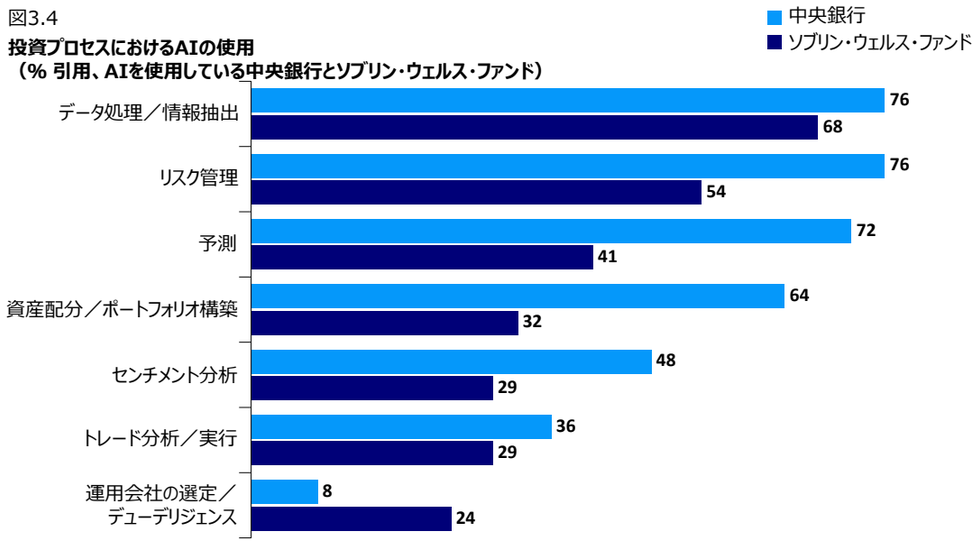
別の中東のソブリン・ウェルス・ファンドは、トレーディングのアイデアを出し、投資における意思決定プロセスを改善するためにAIを活用しています。「私たちは、AIにトレーディングのアイデアを出させ、私たちがそのアイデアを評価できるようにするため、投資フレームワークの構築に時間をかけてきました。」
こうした事例は、AIが既存の投資プロセスに対応するだけでなく、新たな洞察を生み、戦略を進化させる可能性があることを浮き彫りにしています。

大量の非構造化データを処理する能力はAIの重要な優位性と考えられており、ファンドが投資機会とリスクをより包括的に理解することを可能にします。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように述べています。「私たちはリスク管理と気候シミュレーションの実行にAIソフトウェアを使用しています。私たちのリサーチ業務担当者はAIソフトウェアによってデューデリジェンス調査を実行できるかどうかも試しています。」

プライベート・マーケットは、入手可能なデータが不足していることが多いため、ファンドがAIを導入することによるメリットが大きいとみているもう一つの領域です。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは次のような自らの経験を共有してくれました。「アーリーステージの企業に関する豊富なデータを蓄積していますが、こうしたデータを分析するのは困難です。AIツールを活用してデータを分析することにより、貴重な洞察を得ることができます。」

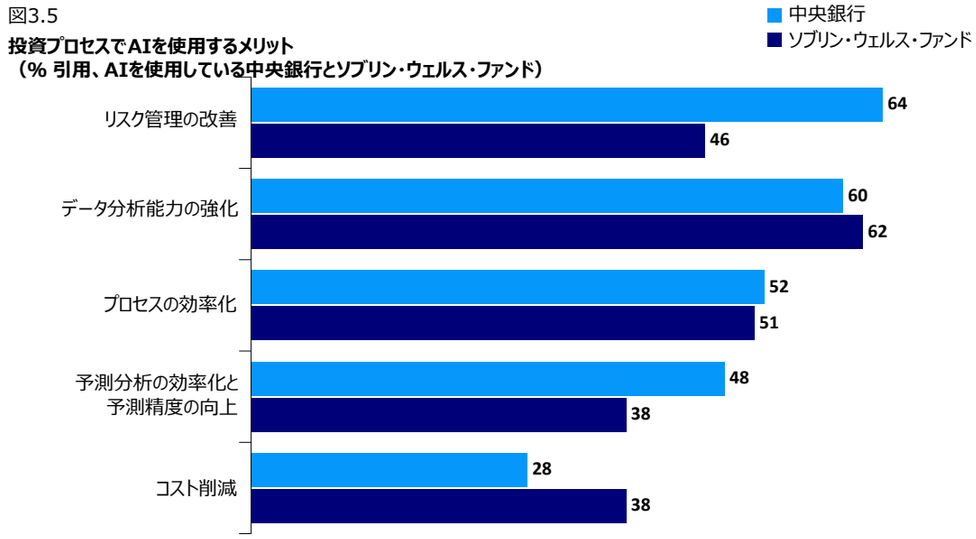
すでにAIを導入しているファンドは、リスク管理の改善、データ分析能力の強化、プロセスの効率化などのメリットが大きいと報告しています**（図3.5）**。ある欧米の中央銀行は次のような所見を述べています。「AIを導入したことでレポーティングが効率化され、ポートフォリオの状況をより的確に確認できるようになり、ひいてはエクスポージャーをより適切に把握できるようになりました。」このコメントは、AIが投資成果を向上させるだけでなく、リスク管理からレポーティングおよびコミュニケーションに至るまで、投資運用プロセスのさまざまな側面を合理化し、強化する可能性があることを示しています。

図3.4
投資プロセスにおけるAIの使用
（% 引用、AIを使用している中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



AIをどのような投資活動に使用していますか？に対する回答数：66。

図3.5
投資プロセスでAIを使用するメリット
（% 引用、AIを使用している中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）

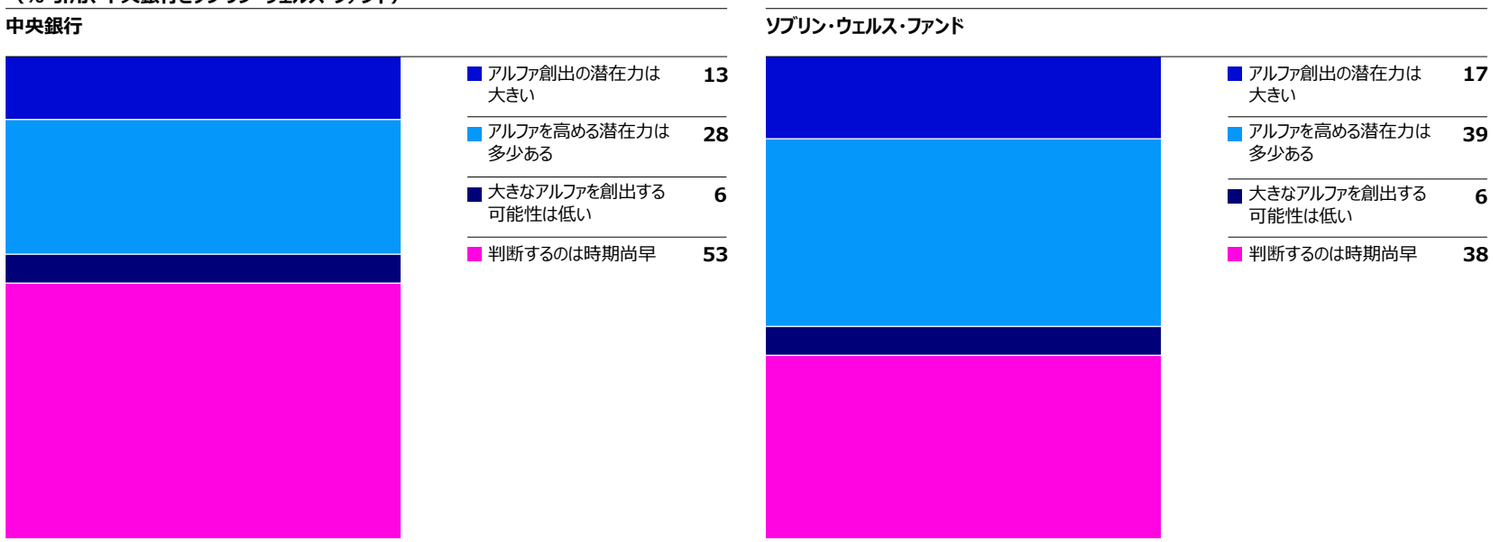


AIの導入によってどのようなメリットを実現していますか？に対する回答数：64。

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3.6

AIはアルファを創出できるという考えについての所見
（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



AIはアルファを創出してリターンを高めることができると思いますか？に対する回答数：84。

アルファ創出の可能性

ソブリン・ウェルス・ファンドの大多数はAIがアルファを創出してリターンを高められると考えているのに対し、ほとんどの中央銀行はAIのメリットを判断するのは時期尚早と考えています**（図3.6）**。
投資プロセスにAIを広い範囲で導入しているいくつかの組織は、リスク調整後リターンにおいて、すでにプラスの影響が現れていると報告しています。

リスク管理の改善はアルファの重要な源泉であり、AIはファンドがさまざまなリスクをより効果的に特定して軽減するのに役立ち、ポートフォリオをより回復力のあるものにするとみなされています。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは、「より詳細なデータに着目して、より適切な意思決定を行うのにAIは役立ちます」と述べています。

大規模なデータセットから傾向と関係性を見出すのは、人間のアナリストにとって困難な作業ですが、AIアルゴリズムはこうした作業をスピーディーに行ううえでも役に立ち、ファンドが新たな投資機会に乗じたり、落とし穴を回避したりできるようにする可能性があると考えられています。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは、「特にプライベート・マーケットやスタートアップ企業を調査すると、AIが間違いなくアルファを創出できることがわかります。初期段階のデータと情報の収集がこれまでよりはるかに容易になるからです。」と述べています。

ただし、AIが持続可能なアルファを創出できるかどうかは、導入のペースとファンドが独自のAI戦略を開発できるかどうかによって決まるかもしれません。ある欧米の中央銀行は、「より多くの人が特定のテクノロジーを採用すると、アルファを生み出す能力が消滅する可能性があります」と指摘しています。そのため、時代を先取りし、AIを独自の革新的な方法で活用するためのリソースと専門知識を持つファンドは、こうしたAIの優位性を捉えるのに最も適した立場にあるかもしれません。ただし、組織の中にAIを適応させることに失敗したファンドは遅れを取る可能性があります。

特にプライベート・マーケットやスタートアップ企業を調査すると、AIが間違いなくアルファを創出できることがわかります。

ソブリン・ウェルス・ファンド
中東

課題と懸念点

AI導入意欲が高まっているにもかかわらず、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行はそれぞれの組織内にAIを導入するうえでいくつかの課題があることに気づきました。ソブリン・ウェルス・ファンドにとっての最大の障壁が専門知識の不足である一方、中央銀行が最も懸念しているのはAIモデルの説明可能性です**（図3.7）**。ある欧米の中央銀行はこう指摘します。「説明可能性はより詳細な調査が必要な領域ですが、私たちはAIモデルの解釈能力を改善する技法を積極的に模索しています。」

中央銀行の間には、AI が人間の意思決定に取って代われるほどの完全な自動化を実現できるかどうかについて、懐疑的な見方もあります**（図3.8）**。ある欧米の中央銀行は、「中央銀行の政策を自動化するのは容易ではありません。政策を決定する委員会で最高幹部がAIに語りかける様を想像することはできません」と述べています。別の中央銀行もこの意見に同調し、「中央銀行の仕事がAIに置き換えられることはありません。説明責任を持たないコンピューターがこうした決定を下すことに人々は不安を感じるでしょう」と述べています。

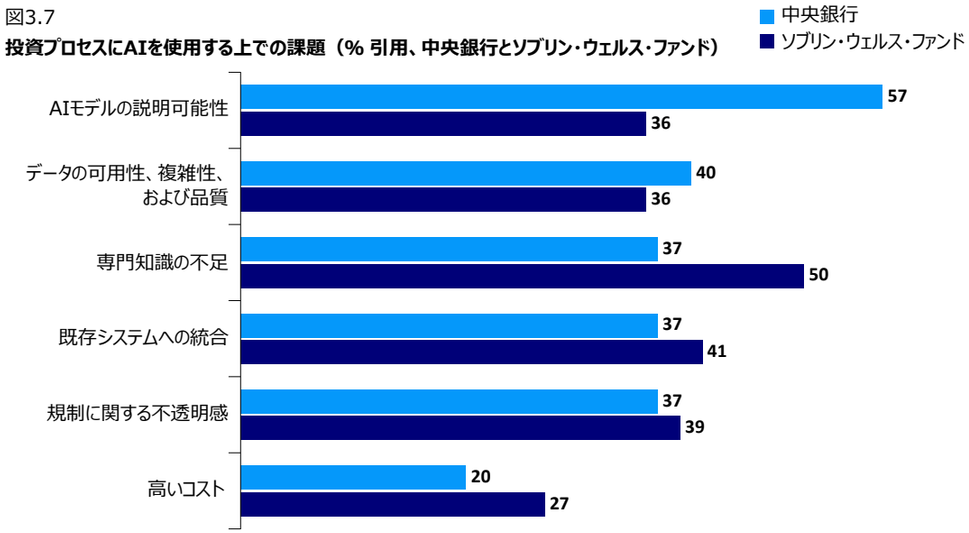
複数のソブリン・ウェルス・ファンドから専門知識の不足が最大の課題だという回答が寄せられました。さまざまな業界でAIスキルへの需要が高いことを理由に、多くのファンドにとってAI人材の獲得とつなぎとめが大きな障壁になっていると認識されています。
いくつかのファンドは、既存のスタッフのスキルアップを目的とした社内研修・開発プログラムに投資することで、この問題に対処しています**（図3.9、35ページ）**。
ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは、「AIがもたらす機会を理解し、社内でAIの利用事例を開発するのに役立つ人材を見出す必要があります」と指摘しています。

特殊なAI専門知識と能力を利用するため、外部のベンダーやコンサルタントと提携する企業もあります。ある新興国のソブリン・ウェルス・ファンドはつぎのように述べています。「ポートフォリオに関するシナリオ分析を実行するため、外部のコンサルタントと提携しています。AIを活用してより優れた最適化戦略を模索したいと考えています。」

特に市場環境が急速に変化していることを踏まえると、データの品質と可用性も重要な懸念事項です。ある欧米の中央銀行は、「現時点では、データの出所や品質についてはよくわかっていません」と指摘しています。別の中央銀行は、既存のシステムにAIを統合するうえでの課題を指摘し、次のように述べています。「私たちのITチームは、データを施設の外部に移動することに非常に不安を感じています。
AIツールを使用する場合、しばしば外部のサーバーを使用し、データをクラウドに移します。これまでのところ、私たちのITチームはデータをクラウドに移すことに反対しています。」

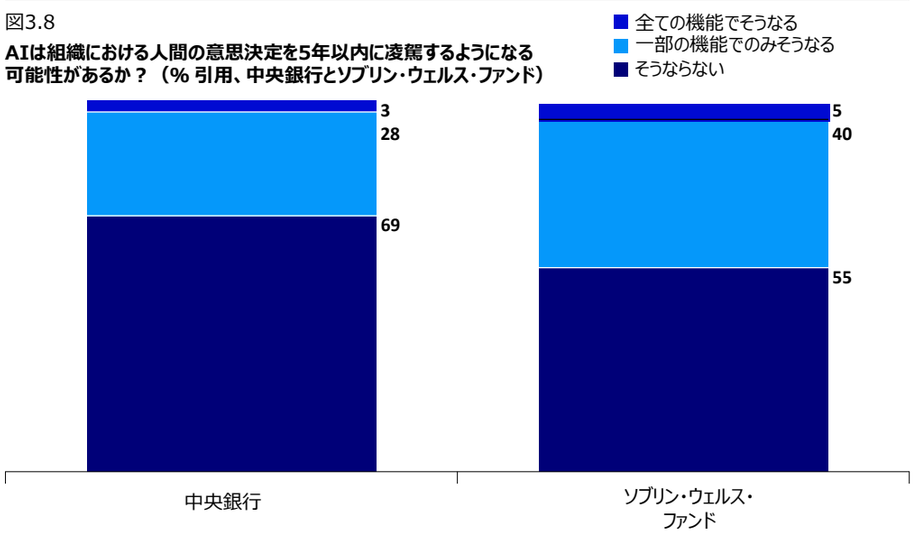
AIの力を最大限に活用したいと考えているファンドにとって、こうしたデータとインフラストラクチャーに関する課題に対処することは非常に重要です。その場合、データ管理とガバナンスへの多大な投資と、AIアプリケーションをサポートするための安全でスケーラブルなクラウドベースのプラットフォームの開発が必要になる可能性があります。

図3.7
投資プロセスにAIを使用する上での課題（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



AIの導入に際してどのような課題に直面していますか？に対する回答数：74。

図3.8
AIは組織における人間の意思決定を5年以内に凌駕するようになる可能性があるか？（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）

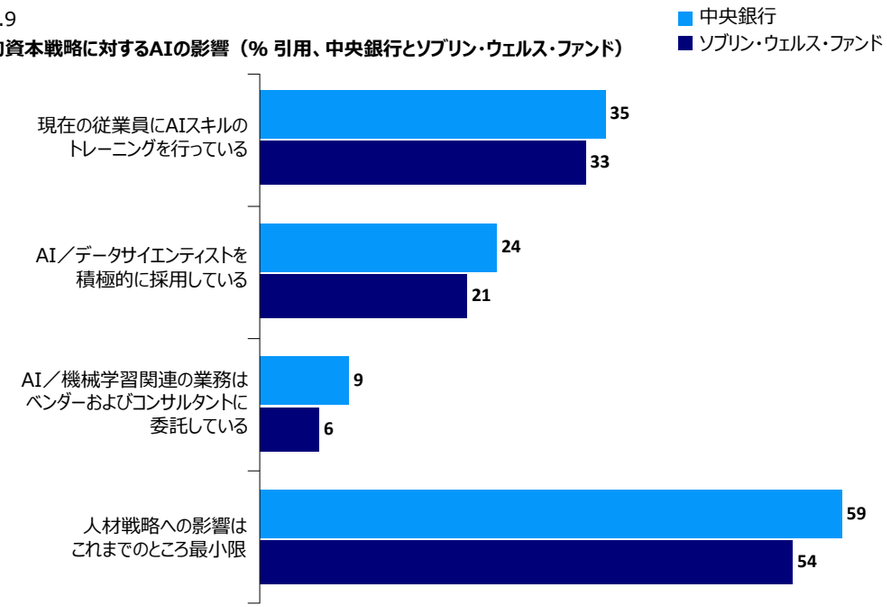


AIはファンドにおける人間の意思決定を今後5年以内に凌駕するようになると思いますか？に対する回答数：85。

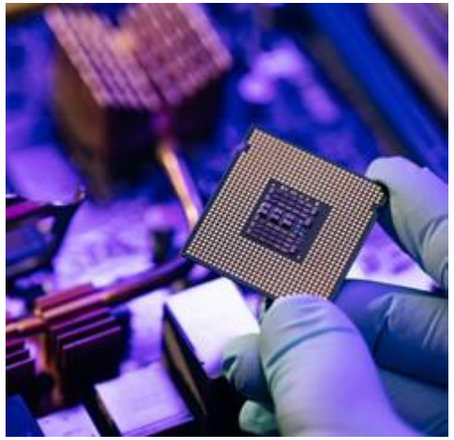
はじめに
主な指標
テーマ１
テーマ2
テーマ3
テーマ4
テーマ5
付録

図3.9

人的資本戦略に対するAIの影響（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



AIは人的資本と人材戦略にどのような影響を及ぼしていますか？に対する回答数：82。



AIエコシステムに投資する

ソブリン・ウェルス・ファンドは投資プロセスでAIを活用しているだけでなく、AIを魅力的な投資機会と捉え、AI全体に投資して、この技術革新の最前線に立とうとしています。ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように説明しています。「私たちは5年前に、大きな変化をもたらす素晴らしい技術は存在しないと言いました。それは間違いでした。AIはそうした技術の1つであり、私たちはAIに投資したいと考えています。」

AI投資のテーマには以下のようなものがあります。

- **データセンター・インフラ**
  AIとその他のコンピューティング集約的なアプリケーションの処理を担うホストサーバーに場所、冷却、電力を提供するデータセンターへの投資
- **AI向け半導体開発**
  AI向け半導体の分野で実績のある既存の企業と競争可能な新興のAI向け半導体開発企業と提携し、その企業に投資して、成長と生産拡大を支援する
- **大規模言語モデル（LLM）の地域バージョン**
  特定の地域と言語に最適化した既存のLLMのカスタマイズと適応
- **垂直的なAIプラットフォーム**
  ヘルスケア、地理空間インテリジェンス、消費者向けアプリケーションなど、特定の業界や分野に合わせて最適化されたAIプラットフォームとソリューションの開発

こうした戦略的投資はしばしばソブリン・ウェルス・ファンドの複数の目的にかないます。ファンドは、こうした戦略的投資を行うことにより、AI業界をより包括的に理解できるようになるだけでなく、AIエコシステムの主要プレーヤーとの戦略的パートナーシップを構築することが可能になります。こうした戦略的パートナーシップは、ソブリン・ウェルス・ファンドであれば自らの組織の内部で活用でき、開発アジェンダを持つファンドであれば地域経済におけるイノベーションと変革の推進に役立てることができます。ソブリン・ウェルス・ファンドはAI全体に投資することで自らをAI革命の最前線に置き、この革新的テクノロジーの恩恵を享受しようとしています。

AIのデフレ効果

ほとんどの回答者は、AIがデフレ効果をもたらすと考えており、ヘルスケアやテクノロジーなど特定のセクターと、より柔軟な規制が敷かれている市場が特に大きな影響を受けると予想しています**（図3.10、36ページ）**。AIによる生産性向上は、多くの先進国市場が直面している人口動態の課題を解決するための潜在的な方策であり、さまざまな分野に大きな影響を与えるとみられています。新興国に本拠を置くあるソブリン・ウェルス・ファンドは、「AIの恩恵が全ての企業にいつ、どのように波及し、非テクノロジー企業の損益計算書に反映されるようになるのかに着目しています」と述べています。

ある新興国の中央銀行は、「新しいテクノロジーは生産性向上やコスト削減、ひいては物価下落の要因となるため、デフレ効果をもたらします」と指摘しています。この指摘は、AIが経済のさまざまな分野で大幅な生産性向上とコスト削減をもたらし、最終的には消費者物価の下落を引き起こす可能性があることを示しています。加えて、ある欧米のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように指摘しています。「ヘルスケア・セクターのコストは急激に低下するでしょう。他のセクターでもそうなると予想しています。」別のソブリン・ウェルス・ファンドは次のようにみています。「自動化によってコストの高い労働力は置き換えられるでしょう。自動化により、ヘルスケアにおけるコストも引き下げられる可能性があります。」

AIによるデフレ効果は中長期的には定着すると予想されています。AIがデフレを引き起こすと考える中央銀行の回答者の約62%、ソブリン・ウェルス・ファンドの回答者の61%は、デフレ効果が現れ始めるのは5年後以降になると考えています**（図3.11、36ページ）**。一方、一部の回答者は、AI導入のペースとそれが経済に与える影響は、国・地域レベルの市場の柔軟性と、企業がこの新しい技術に適応する能力によって異なると警告しています。ある欧米の中央銀行は、「特に米国のような相対的にダイナミックな経済ではデフレ効果が大きいと思われます。AIによるコスト低下がより速いペースで進む可能性があるからです」と指摘しています。

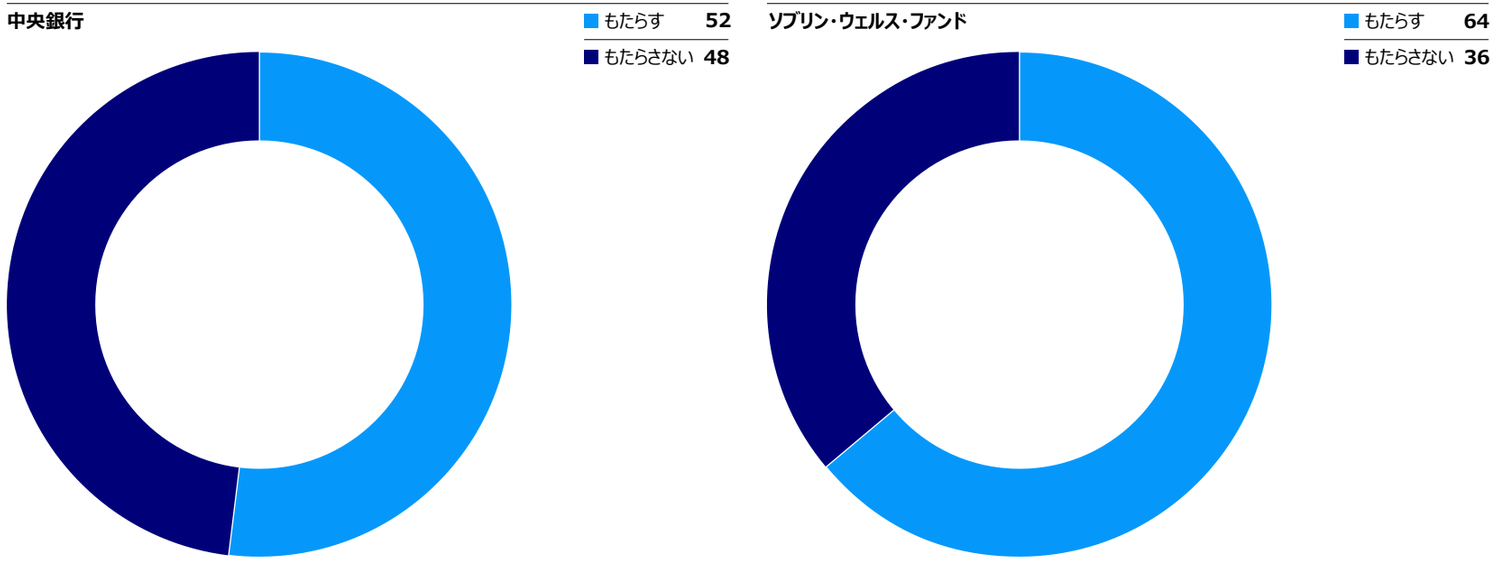
ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドもこの話題を取り上げて次のように述べています。「AIは働き方を変えると確信していますが、その考えには若干の修正が必要です。問題は、経済はAIの進化のペースに適応できるほど柔軟になれるのか、です。」
中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンドの両方の回答者が指摘しているのは、AIがもたらす潜在的な課題と機会に積極的に対処し、この技術のメリットが広く共有されて長期的に持続するようにするための戦略を策定するには、政策対応が必要だ、ということです。

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

**AIが働き方を変えるとの考えには
若干の修正が必要です。
問題は、経済はAIの進化のペースに
適応できるほど柔軟になれるのか、です。**

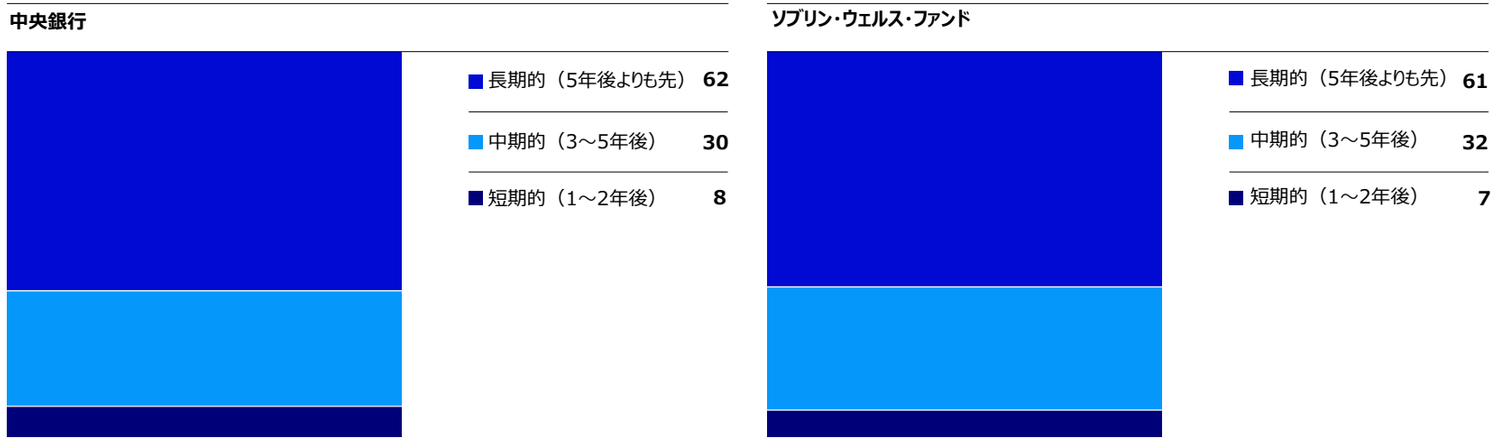
ソブリン・ウェルス・ファンド
中東

図3.10
AIはデフレ効果をもたらす（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



AIはデフレ効果をもたらす可能性が高いと思いますか？に対する回答数：76。

図3.11
デフレ効果が現れるまでの期間（% 引用、AIがデフレ効果をもたらすと考える中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



デフレ効果が現れ始めるのはいつですか？に対する回答数：41。

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

まとめ

AI、特に生成AIの台頭は、ソブリン投資家の態度に大きな変化を引き起こしています。多くのソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行はすでに投資プロセスにAIを活用しており、データ処理、リスク管理、予測に利用しています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、AIという革新的テクノロジーの成長の可能性に乗じるため、AI全体に戦略的に投資しています。

しかし、AI導入までの道のりを歩むうえでは、人材不足、データ品質、AIモデルの説明可能性などの課題を避けて通ることはできません。各ファンドは、人的資本への投資や外部の専門家との提携を通じてこれらの問題に取り組んでいます。

AIが進化し続けるにつれて、特にヘルスケアなどのセクターや、AIに適応する柔軟性を備えた国々で、経済に対するデフレ効果がもたらされると予想されます。長期的な視野と豊富なリソースを備えたソブリン投資家は、こうした変化する環境にうまく対処し、AIの力を活用して運用実績を向上させ、グローバル経済の未来を形作るための好位置につけています。

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

テーマ4

転換期

On the threshold of transition

ESGポリシーを策定している中央銀行の割合は大幅に伸び続けていますが、ソブリン・ウェルス・ファンドでは、市場が成熟し、投資家が正式なESGポリシーとしてより厳格な定義を適用始めたことでわずかに落ち込んでいます。

気候リスクは緊急を要する重大な要素であるとみなされ、回答者の半数は世界的な気候目標に合わせてポートフォリオを設計・継続評価しています。

エネルギー転換を推進するために、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は総じて、完全なダイベストメントよりも、エンゲージメントと再生可能エネルギーへの配分の組み合わせを選好しています。

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

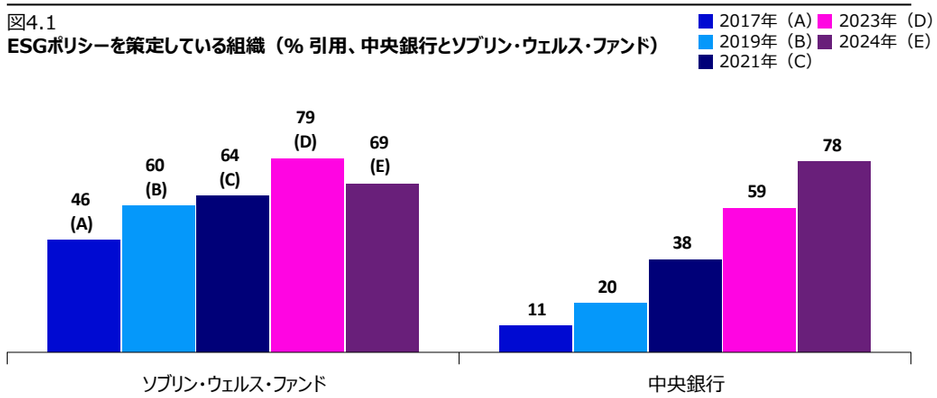
環境・社会・ガバナンス（ESG）投資は10年以上前から増加傾向にあり、ソブリン投資家はこれらの原則の投資アプローチへの組み込みを進めています。

2024年の調査からはトレンドの転換が見られました。ESGポリシーを策定する中央銀行の数は引き続き増加しましたが、正式なESGポリシーを備えたソブリン・ウェルス・ファンドの割合は減少に転じました（**図4.1**）。

こうしたESG採用における明確な後退は、関心またはコミットメントが弱まった現れではなく、ESG投資環境の成熟度が増して基準が厳格化したことを反映するものです。ESG原則の理解と適用に関して投資家の洗練度が向上するなかで、彼らは自身のポリシーと慣行の再評価を行っており、そのことがESG主導型アプローチを真に構成するものの合理化につながっています。このことは、ソブリン投資家がより厳格な定義を適用しており、以前のアプローチは近年登場したより高度な基準を満たさない可能性があると認識していることを意味します。

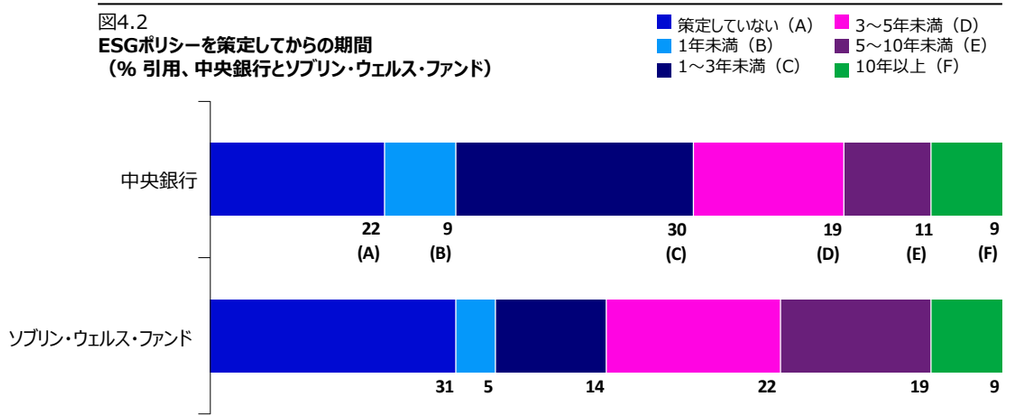
同時に、ESGポリシーを策定してから5年以上が経過している投資家の割合は上昇を続け、クリティカル・マスに達しています。中央銀行の5行に1行、およびソブリン・ウェルス・ファンドの3つに1つでは、十分な時間をかけてESGを投資戦略に深く組み込んでいます（**図4.2**）。ある欧米の中央銀行は、「ESGが登場してからおよそ20年になります。ESGプログラムを立ち上げたければ、そうするためのリソースは十分に存在します。慎重なステークホルダーを納得させる十分なデータがあります」と述べました。

図4.1
ESGポリシーを策定している組織（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



ESGポリシーを策定していますか？に対する回答数：135。

図4.2
ESGポリシーを策定してからの期間
（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



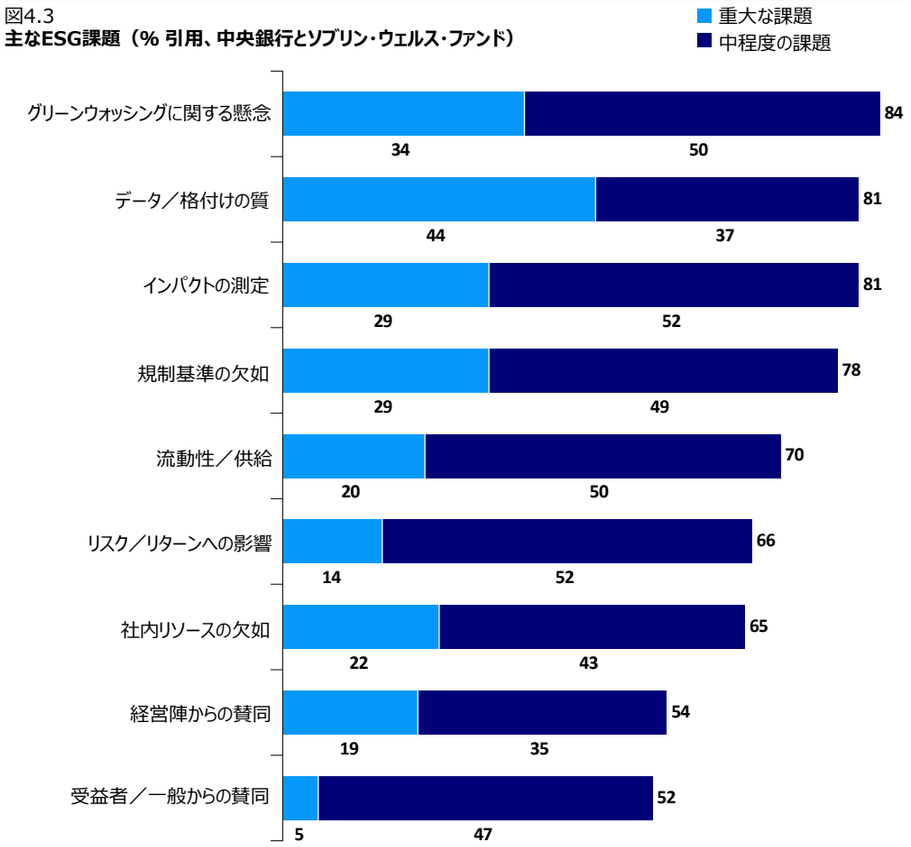
ESGポリシーを策定して何年になりますか？に対する回答数：135。

私たちにとって、ESGは意見の割れるトピックではなく、すでに多くの精査が行われおり、世間の注目はより高まっています。正当化しなければならないのはESGの利用方法なのです。

ソブリン・ウェルス・ファンド
新興国市場

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4.3
主なESG課題（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



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：115 。

基準を上げているESG

ESG投資が成熟するなか、それに伴う期待と課題も成熟しています。ソブリン投資家が認識する主な課題については、その種類に変化はありませんが、重大性は拡大しています。2019年には「データ／格付けの質」がESG投資にとって最大の課題とみなされていました。その後にESGに関するデータやレポートについては大幅に進歩しましたが、投資家の期待も同様に高まっています。2024年には、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の81%が引き続き「データ／格付けの質」を課題として挙げ、そのうちの44%が大きな課題であると回答しました**（図4.3）**。

こうした注目の高まりは「グリーンウォッシングに関する懸念」につながります。回答者の84%はそれを課題として認識し、それに「インパクトの測定」（81%）の難しさが僅差で続きました。このような課題は、ESG投資の透明性、標準化、説明責任に対する要求の高まりを強調します。ソブリン投資家はもはや表面的なコミットメントに満足していません。彼らは自らのESG投資の有効性と影響の明白な証拠を求めているのです。

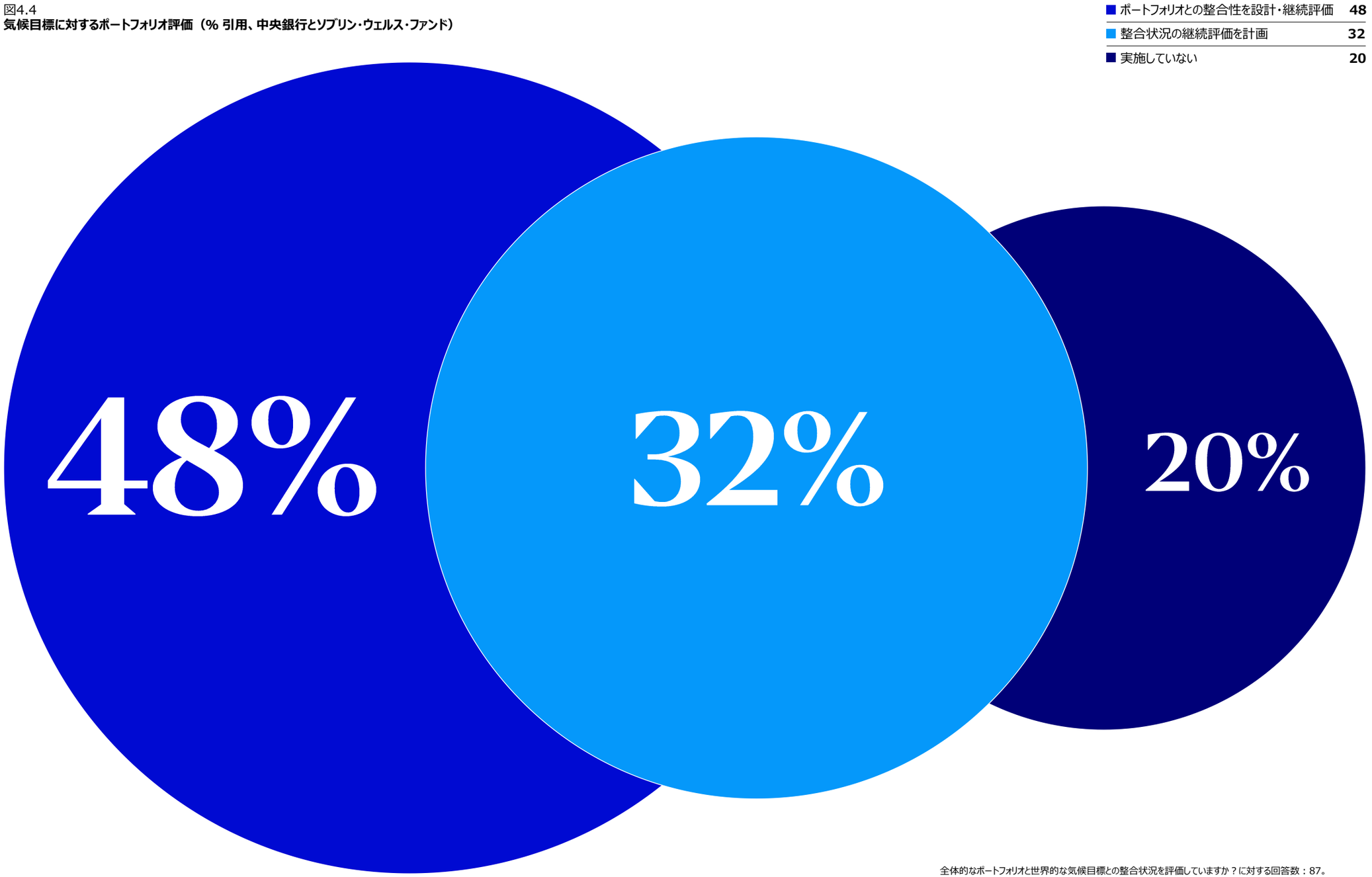
こうしたより大きな説明責任を求める動きは、ソブリン投資家が設定する野心的な目標にいっそう深く反映されています。回答者のおよそ半数は世界的な気候目標に合わせてポートフォリオを設計・継続評価し、32%はそうする計画であると回答しました**（図4.4、41ページ）**。ある新興国市場の中央銀行は、「私たちにとって、ESGは意見の割れるトピックではなく、すでに多くの精査が行われおり、世間の注目はより高まっています。正当化しなければならないのはESGの利用方法なのです。」と説明しました。

こうしたことから、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、グリーンウォッシング・リスクを緩和して報告要件を満たすために、資産運用会社への依存を高めています。その結果、81%が運用会社の選定と監督でESG要素を検討するとし、そのうちの45%が堅固なESGデューデリジェンスと継続的なエンゲージメントを組み込むと回答しました。
この割合は特に欧米で高くなっています。この地域では、知識の共有と欧州の厳格な報告基準のために、62%の回答者が堅固なプロセスを構築していました**（図4.5、42ページ）**。

ESG要素を運用会社の選定と監督のプロセスに組み込むソブリン投資家の割合が高い状況は、ESG成熟の波及効果を表しています。投資家がESGアプローチで洗練度を高めるなかで、マンデートの獲得と維持のためにESG慣行を改善する動機を得た資産運用会社にも同じことを期待します。

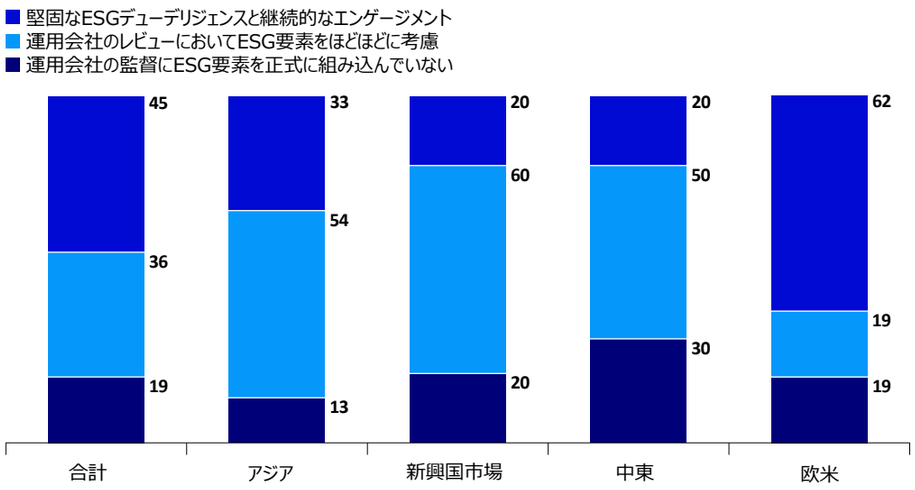
はじめに
主な指標
テーマ１
テーマ2
テーマ3
テーマ4
テーマ5
付録

図4.4
気候目標に対するポートフォリオ評価（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



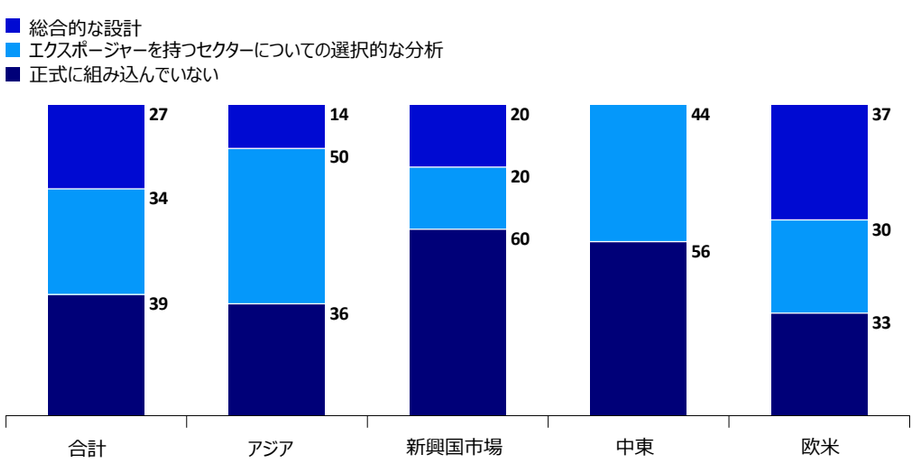
全体的なポートフォリオと世界的な気候目標との整合状況を評価していますか？に対する回答数：87。

図4.5
外部運用会社の選定とモニタリングへのESG要素の組み込み（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



ESG要素を運用会社の選定とモニタリングのプロセスにどのように組み込んでいますか？に対する回答数：77。

図4.6
物理的気候リスクの投資プロセスへの組み込み（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



物理的気候リスク（山火事、嵐、洪水などの気候事象によるリスク）を投資プロセスにどのように組み込んでいますか？に対する回答数：79。

気候リスクはリターンにとって重大な要素

回答者の70%が、気候変動の影響と移行リスクを、今後10年間の世界経済にとっての重要なリスクとして挙げており（**図1.3、10ページ**）、ESGの「E（環境）」が引き続き最優先事項になることは明白です。気候リスクはもはや遠い未来の問題ではなく、差し迫った投資リスクとして認識されています。気候変動の物理的影響のほか、低炭素経済への移行とそれに伴う移行リスクは、ポートフォリオに直接的かつ重大な影響を及ぼすものとしてみなされています。

現在、回答者の61%が物理的な気候リスクを投資プロセスに織り込んでいます（**図4.6**）。ソブリン・ウェルス・ファンドにとって物理的気候リスクは、海岸のホテルや地震リスクがある地域の製造工場など、個別の投資機会を評価する上で突出した要素となります。この時に、リスク管理ツールとしてのESG要素の組み込みが真にその効果を発揮し、投資家は投資期間に渡る潜在的影響を評価します。

こうした資産レベルでの粒度が細かい物理的気候リスク評価は、環境リスク管理にとって極めて重要なパートとしてみなされるようになっており、投資家はポートフォリオレベルでは識別できないかもしれないリスクを特定し、場合によっては緩和することができるようになるでしょう。例えば、海岸近くの物件は従来の金融指標に基づけば、健全な投資対象に見えるかもしれませんが、増大する海面上昇リスクと、発生頻度が高まる暴風雨を織り込んだ場合には、評価結果が変わる可能性があります。

多くの中央銀行が、炭素税と自然災害に対するポートフォリオのストレステストで自国の金融機関を支援する一方、その準備資産の範囲内でESGポリシーを実行することは困難とする見方があります。リスク選好の範囲内でより積極的なグリーン投資に分散化を行う能力は多くの場合で限られており、中央銀行が持つ株主権限とエンゲージメント力は、公平性に関する規則によって制限される可能性があります。しかしながら、中央銀行は新しい資産クラスへの分散化を進めており、その多くはこうした新しい投資が気候目標達成にいかにして貢献することができるかに注目しています。

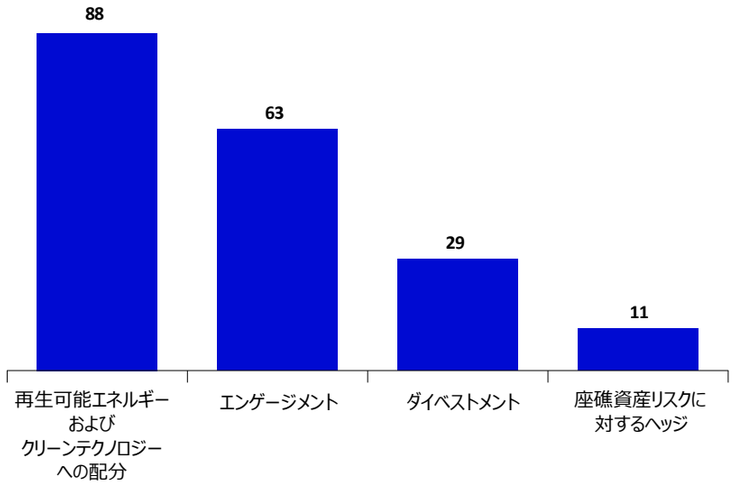
特筆すべきことに、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の約39%が物理的気候リスクを正式に組み込んでいませんでした。その一部はこの要因を、これらのリスクがすでに市場価格に公正に織り込まれていると想定しているからだとしています。また、専門知識または能力の欠如を挙げているところもあります。しかしその他大勢にとって、データの問題は依然として最大の障害です。彼らは個々の投資についてその場その場で決定を下すだけでなく、環境リスクを定量化しようと奮闘しています。物理的気候リスクに関して、標準化された信頼性の高いデータが欠如していることは、投資プロセスへの組み込みを普及させる上で重大な障壁になっています。
気候リスクモデルやシナリオ分析ツールの開発など、この分野で前進は見られますが、多くのソブリン投資家は、この情報を実行可能な考察に変換することが依然として困難だと語っています。

エネルギー転換：
現実と機会とのバランス

気候変動の緩和と移行の広範な取り組みの一環として、ソブリン投資家は、現在の化石燃料依存という現実と低炭素経済に向けた移行が提供する機会とのバランスを取っています。これには気候変動緩和テクノロジーと、気候変動の根本的原因に対処しつつ、魅力的な投資機会を提供する気候ソリューションへの投資が含まれます。同時に回答者の多くは、自らの移行アプローチが現実に根差していることを強調し、世界経済が依然として化石燃料に大きく依存していることを認識しています。ある新興国市場のソブリン・ウェルス・ファンドは、「石油がなくなることはないでしょう。それは今後20年間、強い影響力を持ち続けます」と述べました。

こうしたことから、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は一般的に、高炭素資産の完全なダイベストメントではなく、エンゲージメントと再生可能エネルギーへの配分の組み合わせを選好しています**（図4.7、4.8）**。このようなエネルギー転換に関する実利的な見方は、多くの回答者が示したものです。彼らは低炭素経済に移行する必要性を認識しつつも、多くの場合でこの移行には時間がかかると強調しています。化石燃料は経済のシステムと基盤に深く組み込まれており、それを入れ替えるには多額の投資と技術的なイノベーションが必要になります。回答者は、資本を再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーに徐々に振り向けながら、転換を奨励するために化石燃料会社と対話を続けることで、いかにして低炭素経済への移行を支援しながら、リスクを管理し、リターンを維持することができるかについて強調しました。あるアジアに拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドは、「高炭素セクターを完全に排除するのではなく、ネットゼロへの移行で企業を支援することに価値があると信じています」と述べました。

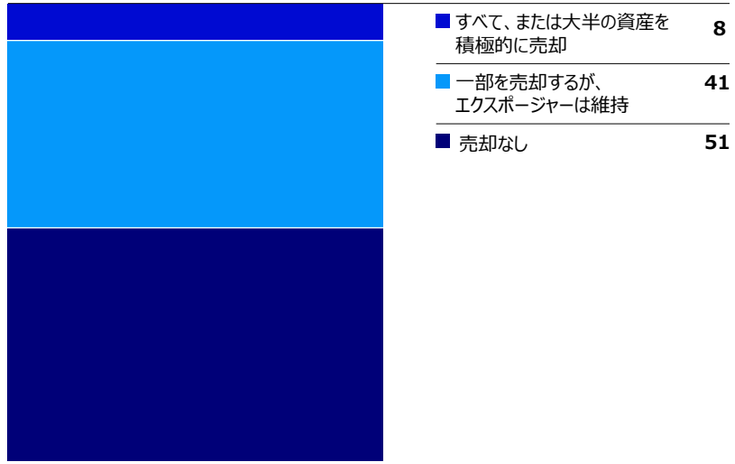
図4.7
低炭素経済移行の一環として取られるアプローチ
（% 引用、何らかの行動をとっている中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



低炭素経済移行の一環として行っていることは次のうちどれですか？に対する回答数：73。

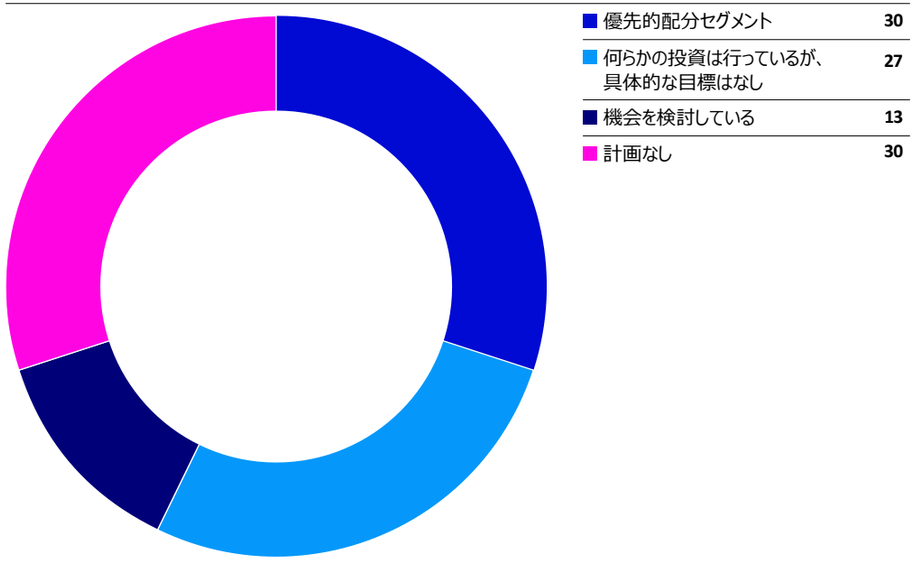
座礁資産とは、市場環境や社会環境が激変することにより、価値が大きく毀損する資産のこと

図4.8
石油・ガス資産のダイベストメントに向けたアプローチ
（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



石油・ガス投資に対して組織はどのようなアプローチをとっていますか？に対する回答数：84。

図4.9
再生可能エネルギー投資およびクリーンテクノロジー投資への配分（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーへの投資について、組織は専用の配分を行っていますか、または目標を設定していますか？に対する回答数：102。

資本集約的な今後の道筋

気候変動の緩和の極めて重要な側面である、低炭素経済への移行には多額の設備投資が必要になります。これはソブリン投資家にとって、再生可能エネルギー、クリーンテクノロジー、その他の気候ソリューションの成長をサポートする魅力的な投資機会を提供します。ソブリン投資家は、ポートフォリオを気候変動緩和・適応の目標と整合させることで、移行に貢献しつつ、低炭素な未来へのシフトがもたらす経済的利益を得ることができると考えます。

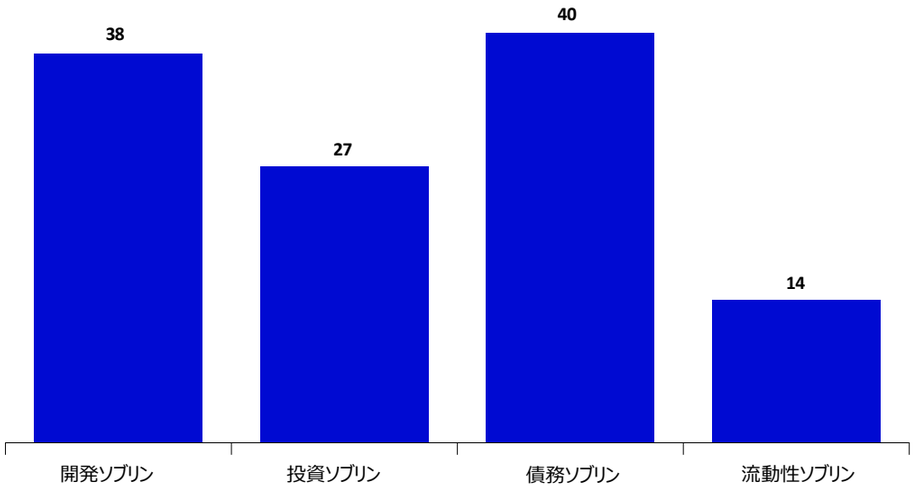
そのため、ソブリン投資家の30%は再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーを優先的配分セグメントとして認識し、27%はこの分野に何らかの投資を行っています**（図4.9）**。特に開発ソブリンと債務ソブリンは多くの場合で、ソーシャルグッドと、この種の投資の魅力を高める長期的かつ安定的なリターンに対する強いマンデートを持っています**（図4.10）。**

これらの投資は長期に渡って安定的で予測可能なキャッシュフローを生み出す可能性を提供し、多くの国家の債務の特徴と合致します。また明白な環境的・社会的便益をもたらし、持続可能な開発目標の達成と気候変動対策に貢献します。

しかしながら、優先的配分セグメントに指定されたとしても、大半の投資家は、他の投資と同様に、これらの投資が自らのリスクとリターンのニーズをどのくらい巧みに満たすのかに基づいて判断します。再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーへの投資は、少なくとも一組織のネットゼロ目標に対する影響で突出している限りにおいて、その長期性のために際立っています。ある欧州のソブリン・ウェルス・ファンドは、「私たちは確かに再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーへの投資が及ぼす環境面への影響を考慮していますが、主な焦点は今もこれらの投資が全体的なリスクとリターンの目標に合致することを確認することに置いています」と述べました。

このことは、「環境的に避けては通れないもの」と「投資機会」という、エネルギー転換の二面性を浮き彫りにします。プラスの環境影響は重要な検討要素ですが、投資決定を促す唯一の要素ではありません。投資家は、これらの投資が全体的なポートフォリオ戦略と乖離しておらず、金融上の義務を果たすのに必要なリターンをもたらすことを今も確認する必要があることを強調しています。

図4.10
再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーへの投資—優先的配分（% 引用、SFWのみ）



組織は再生可能エネルギーとクリーンテクノロジーへの投資に優先的配分を行っていますか、または目標を設定していますか？に対する回答数：63。

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

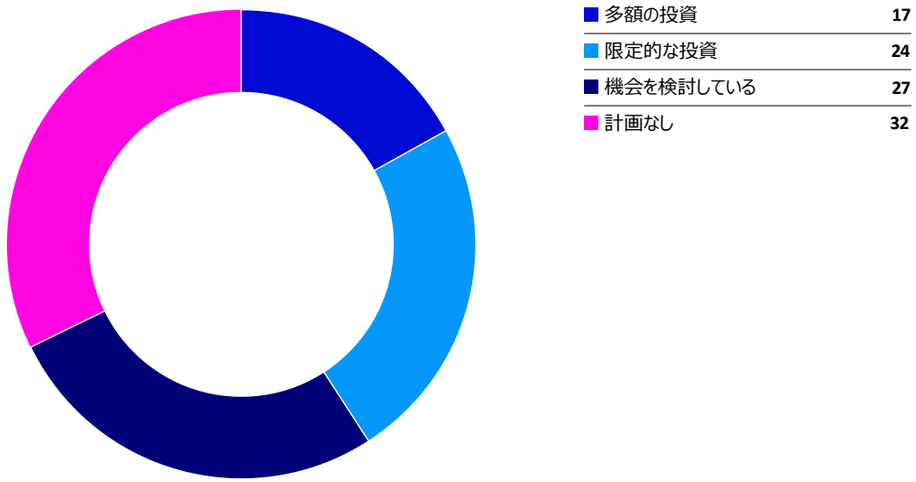
炭素回収
―エネルギー転換の次なるフロンティアか？

再生可能エネルギーとグリーンインフラへの投資は確立されており、よく知られた投資オプションを提供しますが、炭素回収テクノロジーはより新しく、確実性に乏しい機会の分野として認識されています。大気中の二酸化炭素を除去して永続的に貯蔵することを目指すこれらのテクノロジーは、まだ開発と商業化の初期段階にあります。

これらのテクノロジーには気候変動緩和を支援するポテンシャルがありますが、ソブリン投資家は炭素回収市場に慎重な姿勢でアプローチしています。現在炭素回収テクノロジーに投資を行っている回答者はわずか41%でしたが、再生可能エネルギーへの投資を行っている回答者の割合は57%でした**（図4.11）**。投資への主な障壁には、確かな実績がないこと、政策・規制環境が不確実であること、多くの炭素回収プロジェクトでは資本コストが高く、投資回収期間が長いことなどがあります。あるアジアのソブリン・ウェルス・ファンドは、「これらのテクノロジーの多くはまだ開発の初期段階にあり、拡張性と費用対効果に関して疑問があります」と説明しました。

もっともなことですが、特に再生可能エネルギーという形で利用可能な、より確立された代替案が存在する場合には、ソブリン投資家は証明されていないテクノロジーに多額の資金を投じることに慎重です。しかしながら、こうした躊躇は、より多くのリスクを進んで引き受けようとする者には好機をもたらします。炭素回収テクノロジーが成熟して、その有効性を示すなかで、回答者は、先行者がこの市場の成長から恩恵を受ける立場に立つ可能性があることを強調しました。これこそがソブリン・ウェルス・ファンドの長期的な視野が特に有利に働く分野であり、彼らはこれらのテクノロジーの開発に投資を行い、長い時間をかけてその商業化を支援することができるのです。

図4.11
炭素回収テクノロジーへの投資レベル（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



直接空気回収や炭素隔離といった炭素回収テクノロジーに投資を行っていますか？に対する回答数：75。

これらのテクノロジーの多くはまだ開発の初期段階にあり、拡張性と費用対効果に関して疑問があります。

ソブリン・ウェルス・ファンド
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

まとめ

エネルギー転換はソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行に課題と機会の両方をもたらします。ESG要素の検討が主流になるなか、ソブリン投資家は基準を上げ、投資からより多くのものを得ることを期待しています。かつては遠い未来の脅威と考えられていた気候変動は、今や行動が必要な、差し迫った、緊急を要するリスクとして認識されています。ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、世界経済における化石燃料の現在の役割を認識しつつ、低炭素な未来を作る原動力となるテクノロジーとインフラへの投資を加速させるという、実利的でバランスの取れたアプローチで対応しています。

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

テーマ5

世界各地で選挙が実施される年に、中央銀行は不確実性に対処

Central banks deal with uncertainty in a year of elections around the world

先行きが不透明ななか、中央銀行は準備金を積み増しし分散化を行っています。53%は準備金の規模を拡大し、52%はさらなる分散化を図る計画です。

中央銀行の56%は、中央銀行準備金の武器化によって金の魅力が高まっているとの見解に同意する一方、48%は米国債務水準の上昇が金をより魅力的にしていると考えます。

新興国市場への配分は増加傾向にあり、配分比率が5%以上の中央銀行の割合は2022年の7%から5年後には34%に上昇する見通しです。

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

世界各地で選挙が行われる極めて重要な年を迎え、中央銀行は複雑で不確実な環境に直面している状況にあります。結果の予想がつかない米国の大統領選から、欧州やアジアなどでの重要な選挙戦まで、その結果には世界の経済的・政治的秩序の形を変える潜在性があります。

これに関連して、世界の主な準備通貨としての米ドルの優位性に関して、精査する動きが強まっています。というのも、中央銀行が債務水準の上昇、ライバル通貨が出現する可能性、米ドルへのアクセスの武器化に関連したリスクについての懸念に対応しているからです。特に米国の選挙結果は、米ドルの安定性と世界金融システムにおける役割に大きな影響を及ぼすかもしれません。

経済政策の転換、地政学的緊張のさらなる激化、または自国の債務を管理する米国の能力に対する信頼喪失のいずれもが米ドルの地位低下につながる可能性があります。結果として、先行きの予想がより困難になった世界において、中央銀行が米ドルへの過度の依存に関連したリスクを緩和しようとするなか、一部の間で不安が広がり、分散化を望む動きが見られます。

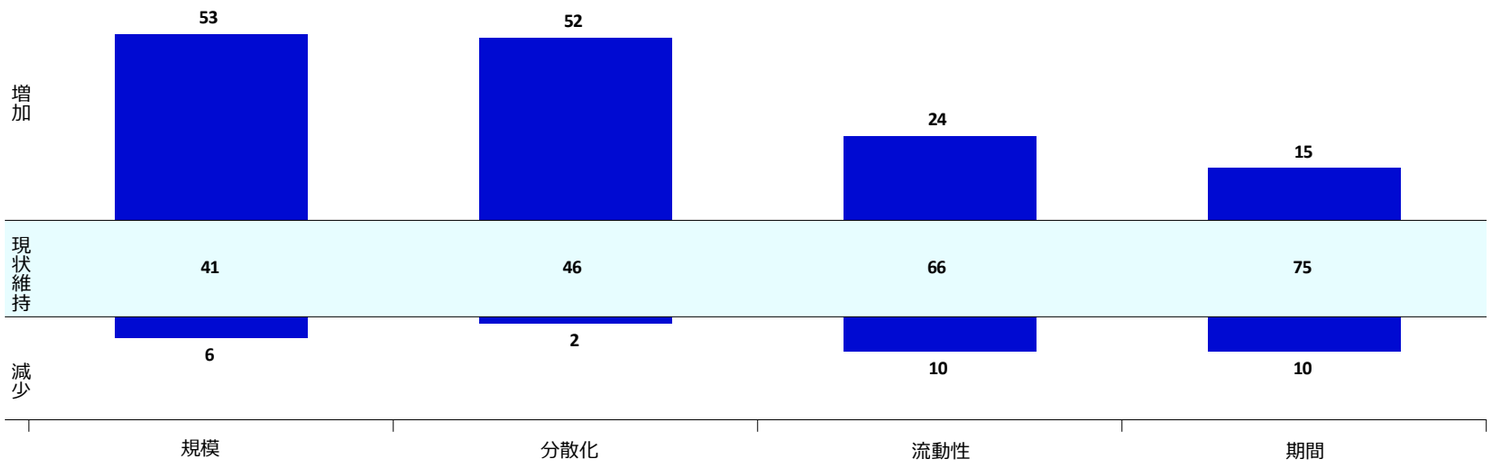
準備金の増加

今年の調査で得られた主な結果の1つは、中央銀行の間で、潜在的リスクを緩和し、市場が混乱した場合に介入する能力を確保する方法として準備金の規模を増大する意欲が見られたことでした。回答者の過半数（53%）が今後2年で準備金の規模を増大させる意思を示した一方、わずか6%が規模削減を計画していると回答しました**（図5.1）**。

こうした準備金積み増しの動きを駆り立てている要素の1つは、特にこれから世界各地で実施される選挙を考慮して、世界の経済・政治環境の不確実性が高くなっていることです。中央銀行は、選挙結果が市場のボラティリティ、通貨の変動、投資家センチメントの転換のきっかけになる潜在性に気を配っていました。

回答者は、準備金を積み増すことで、これらリスクに対するバッファーを作り、混乱が起きる可能性を前にして必要な対応力を確保しようとしていたと明かしました。ある欧米の中央銀行は、「現在、あらゆることが極めて不確実です。これが準備金を積み増しする理由です」と述べました。この考えについて、中東の中央銀行も「想定外の政治的危機またはマクロ危機に備えて準備金を増強することに決めました」と話し、同様の見解を示しました。

図5.1
今後2年の準備金に関する予想（% 引用、中央銀行のみ）



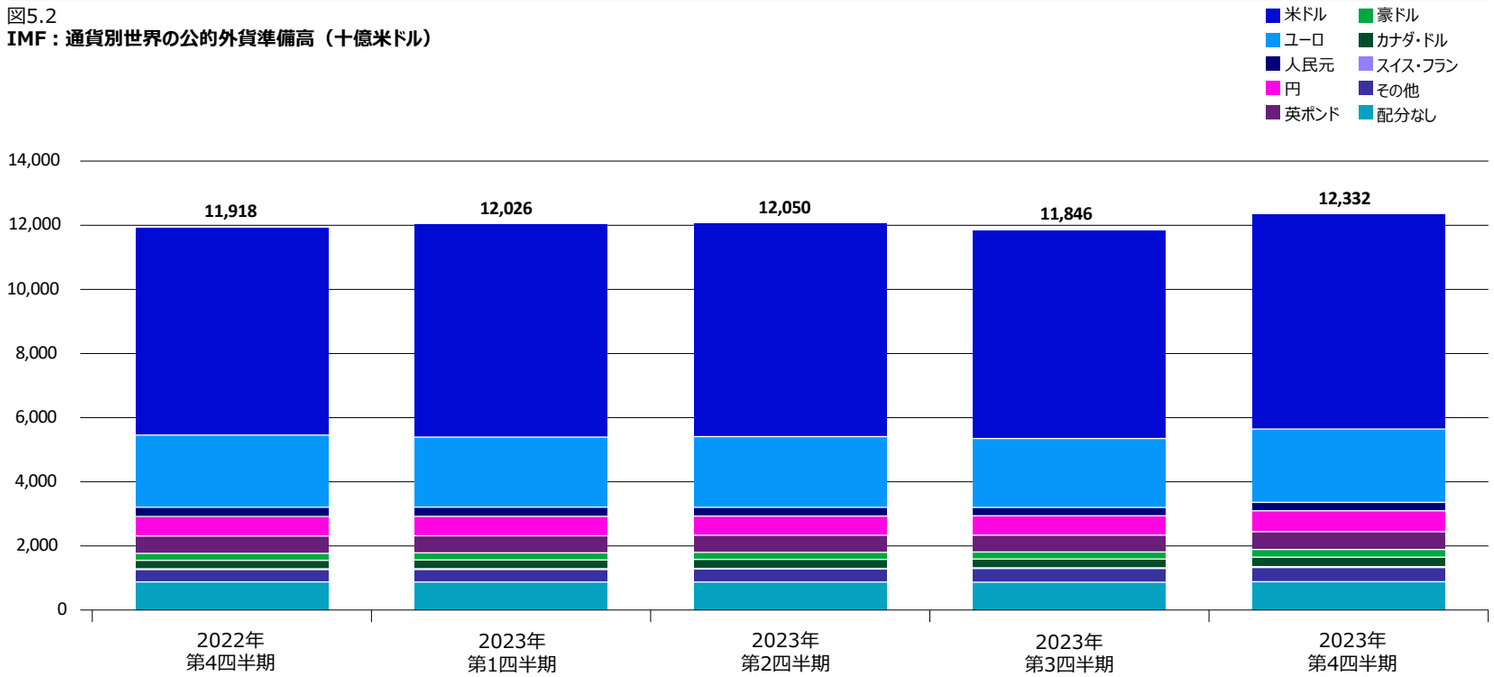
今後2年で準備金がどのように変化すると思いますか？に対する回答数：53。

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

利回りが上昇する環境は、中央銀行が準備金を積み増すもう1つの動機を与えています。世界的に金利が上昇するなか、中央銀行は準備資産からより高いリターンを創出する機会を認識しています。また中央銀行は、欧米の準備資産に対する利回り上昇は、金利収入を増加させるだけでなく、準備金保有コストを減少させ、そして世界の金利が構造的に上昇している環境は、準備金保有コストがゼロ金利時代よりも持続的に低くなる可能性があることを示唆しているとも指摘しました。

ある中東の中央銀行は、「今日の市場で得られる、より高い利回りのために、準備金を増強する魅力が増しています。私たちはこの機会を利用して、リターンを増やし、財務状況を強化しています」と話しました。アジアの中央銀行は、「現在の高利回り環境は、準備金を積み増してポートフォリオを分散するのにより高い柔軟性を与えてくれます。私たちはより高いリターンを創出する機会を積極的に探しています」と述べ、同様の見解を示しました。こうした積み増しの動きは、国際通貨基金（IMF）が発表した最新のデータで明らかです。これによると、世界の公的外貨準備高は2022年第4四半期から2023年第4四半期の間に3%増加しました**（図5.2）**。

図5.2
IMF：通貨別世界の公的外貨準備高（十億米ドル）



出所：IMF。

米ドルの揺るぎない優位性

回答者の約3分の2が、米国の債務水準の上昇は米ドルが世界で担う役割にとってマイナスだと考えます**（図5.3、50ページ）**。一方、世界の準備通貨としての米ドルの地位は5年後には弱くなると回答した中央銀行の割合は18%で、昨年の11%から上昇しました**（図5.4、51ページ）**。

ところが、米国の財政状況と債務関連のリスクが米ドルへの信頼感を損なう可能性について懸念があるにもかかわらず、大半の中央銀行は米ドルの短期的な見通しに関して楽観的な姿勢を崩していません。ある欧米の中央銀行は、「米国の財政状況は確かに懸念材料ですが、私たちはそれを米ドルの優位性を直ちに脅かすものとはみていません。米国経済は依然として世界で最も規模が大きくダイナミックであり、世界の準備通貨としての米ドルの役割は深く根付いています」と述べました。

さらに、別の通貨が米ドルの正当な競合相手として台頭するまでの期間について尋ねられると、中央銀行の17%が20年超と回答し、37%は予見しうる未来にそのようなことが起こる可能性は低いとの考えを示しました**（図5.5、51ページ）**。このことは、米ドルへの挑戦者が直面するであろう参入障壁の高さを強調します。

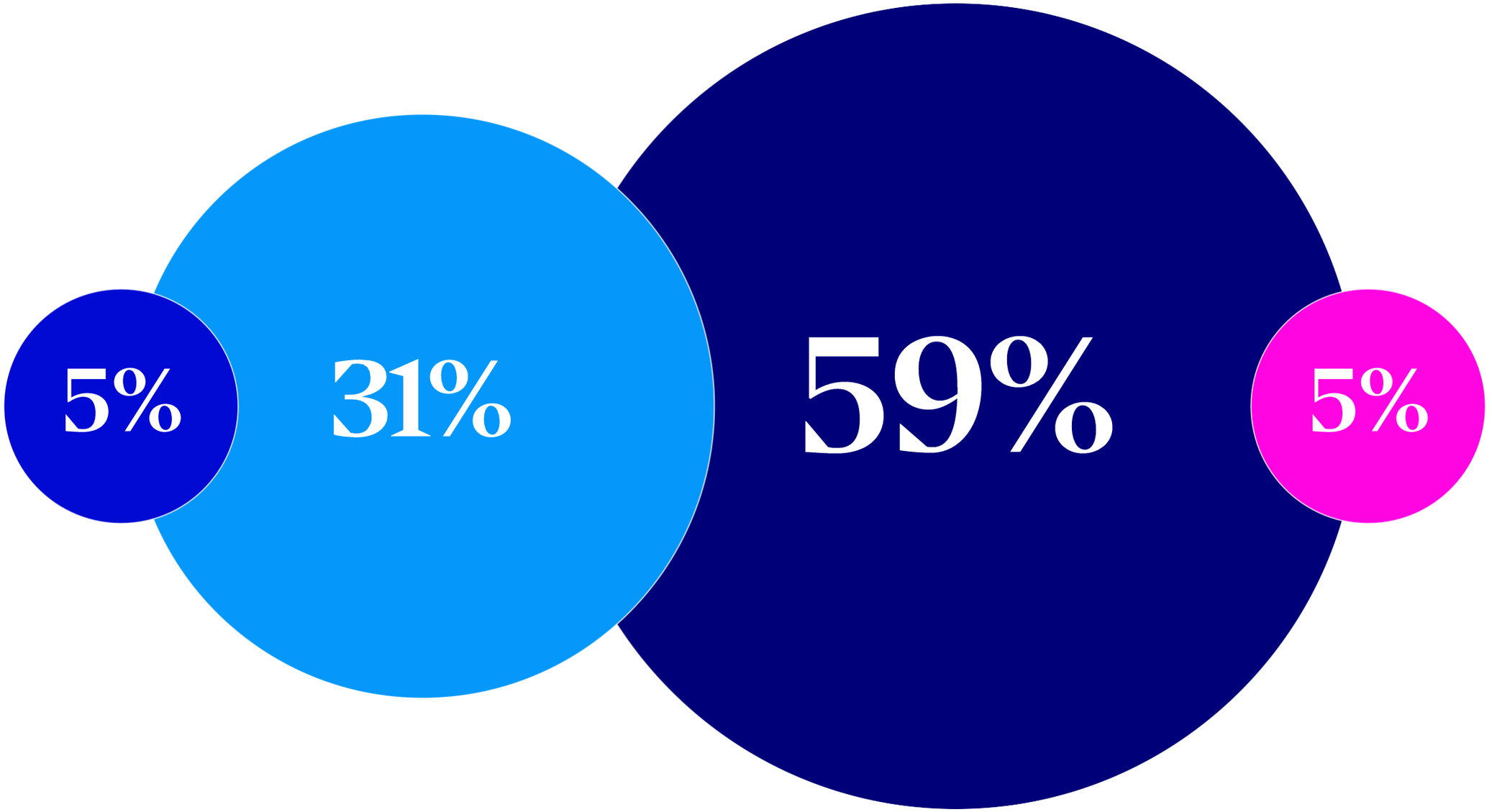
米ドルの揺るぎない優位性を支える主な要素の1つが、それに代わる信頼性の高い通貨が存在していないことです。中国の経済力と地政学的な力は近年急速に発達しましたが、調査では、中央銀行の9%が人民元が5年以内に真の準備通貨になると予想したことが明らかになりました**（図5.6、51ページ）**。

今日の市場で得られるより高い利回りのために、準備金を増強する魅力が増しています。

中央銀行
中東

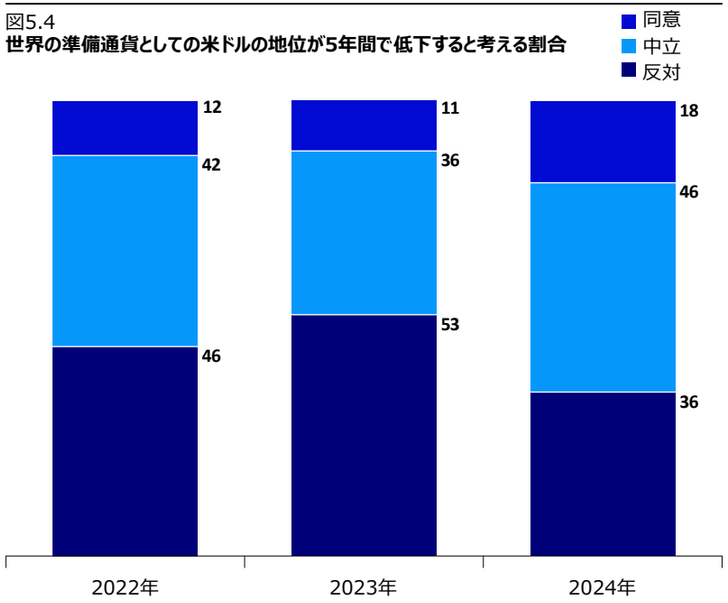
図5.3
米国の債務水準と赤字が米ドルの将来に及ぼす影響（% 引用、中央銀行のみ）

ややプラス	5
中立	31
ややマイナス	59
大きくマイナス	5



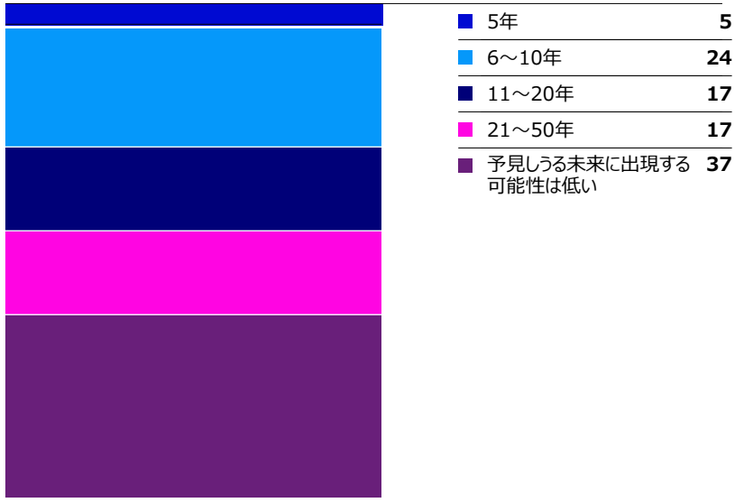
米国の債務水準の上昇と赤字が、米ドルが将来担う世界的な役割に及ぼす可能性が高い影響はどのようなものと考えますか？に対する回答数：44。

図5.4
世界の準備通貨としての米ドルの地位が5年間で低下すると考える割合



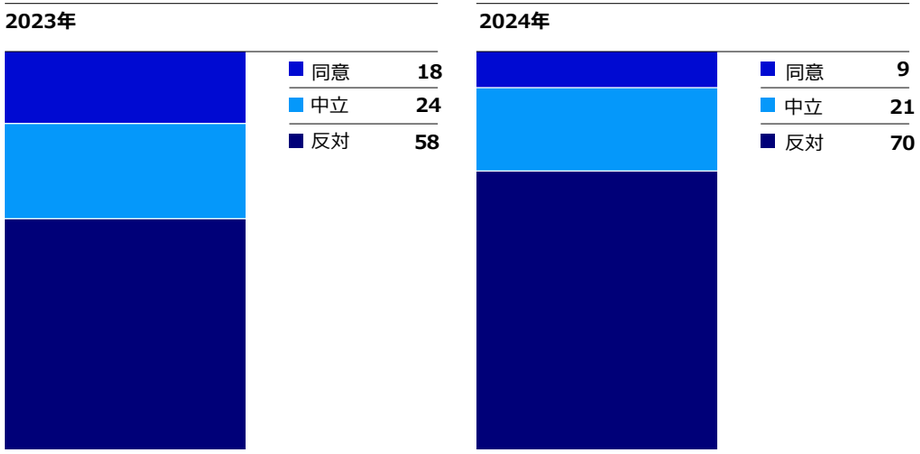
世界の準備通貨としての米ドルの地位が5年間で低下すると考える、との意見にどの程度同意しますか？に対する回答数：55。

図5.5
別の通貨が競合相手として台頭するまでの期間（% 引用、中央銀行のみ）



別の通貨が、最も有力な世界の準備通貨としての米ドルの正当な競合相手として台頭するまでの期間はどれくらいになる可能性が最も高いと思いますか？に対する回答数：42。

図5.6
人民元が今後5年で真の準備通貨になると考える割合



人民元が5年以内に真の準備通貨になる、との意見にどの程度同意しますか？に対する回答数：55。

中国の経済成長軌道、金融市場の発展、地政学的リスクは世界の投資家の見通しに影響を及ぼす要素であるかもしれません。

米ドルの明確な後継者が存在しないことは、多極的な通貨制度への広範な転換に関する見通しについて、中央銀行の間に懐疑的な見方があることによってさらに強調されます。金に裏付けられる共通のBRICS通貨が創設される可能性について尋ねられると、回答者の26%のみが今後10年で実現する可能性がかなり高い、またはやや高いと答えました**（図5.7、52ページ）**。BRICS諸国の間で経済的・地政学的関心に違いがあることや、新たな準備通貨創設を調整する実務的問題が、進展の大きな障害になると考えられました。

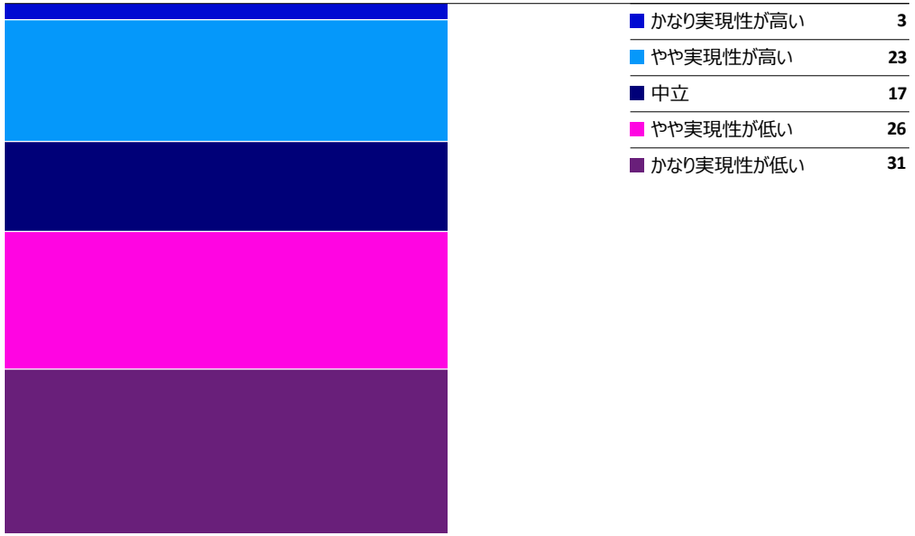
はじめに
主な指標
テーマ１
テーマ2
テーマ3
テーマ4
テーマ5
付録

しかしながら、米ドルの優位性は今のところ崩れることがないように思われる一方で、一部の中央銀行の間で米ドルへの過度な依存に関連したリスクについて不安が高まっていることが調査から明らかになりました。具体的には、ドルへのアクセスが武器化される可能性が重大な懸念として浮かび上がっています。回答者の45%はそれを米ドルの継続的な優位性に対する主要なリスクとして挙げました。このリスクは、アジアと新興国市場の中央銀行の間で特に深刻であるとみなされています**（図5.8）**。
回答者は、現在は凍結されているロシアの準備資産が没収され、復興目的でウクライナに配分されるのならば、こうした行動が作り出す前例のために、自らの見解が相当に強化される可能性が高いと指摘しました。

ある中東の中央銀行は、「ドルの武器化は私たちにとって現実的な懸念です。米国が地政学的目標を達成するために自らの財政的優位性を使ってきた様子を目にしてきました。このことから、私たちは準備金として米ドルに依存しすぎることについてより慎重になっています」と述べました。

しかしながら、これらの懸念にもかかわらず、調査からは、米ドルに代わる信頼性の高い通貨が存在しないため、米ドルの優位性は短中期的に維持される可能性が高いことが示唆されます。この要因の1つは、準備金の増強と分散化という両立できない目標の問題が、増強を優先して解決されてきたことです（その後に米ドル保有を増やす必要性が生じます）。
ある欧米の中央銀行は、「米ドルは快適な逃避先ではないかもしれませんが、私たちにとって最良の逃避先であることに変わりはありません」と総括しました。

図5.7
今後10年で金に裏付けられたBRICS通貨が創出される可能性（% 引用、中央銀行のみ）

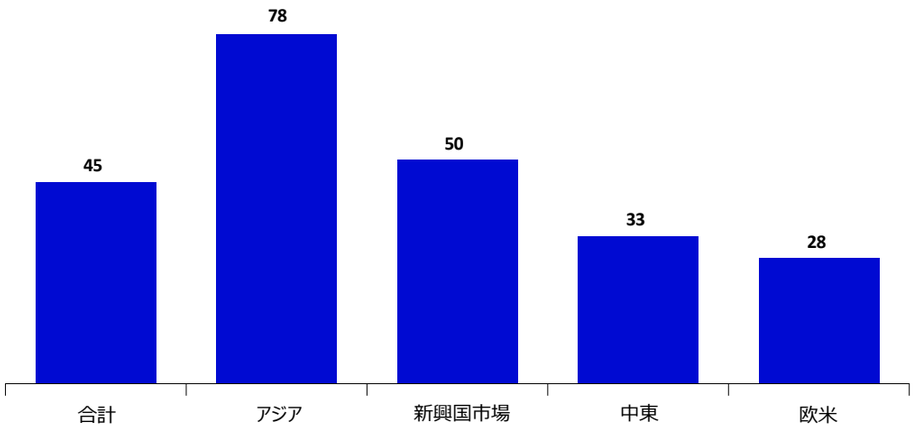


今後10年で金に裏付けられた共通のBRICS通貨が創出される可能性はどのくらいだと思いますか？に対する回答数：35。

米ドルは快適な逃避先ではありませんが、私たちにとって最良の逃避先であることに変わりはありません。

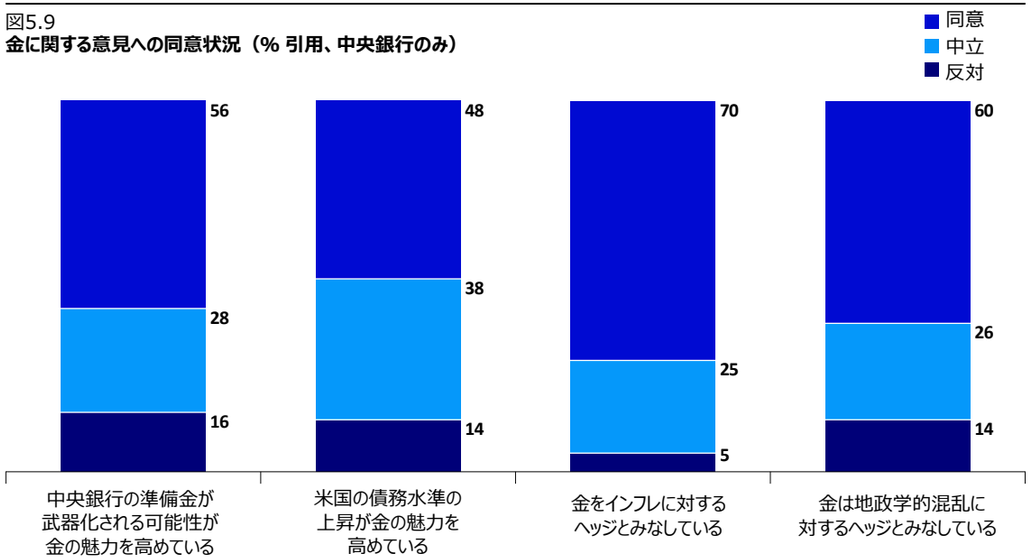
中央銀行
欧米

図5.8
準備金の武器化は米ドルの優位性にとってリスク（% 引用、中央銀行のみ）



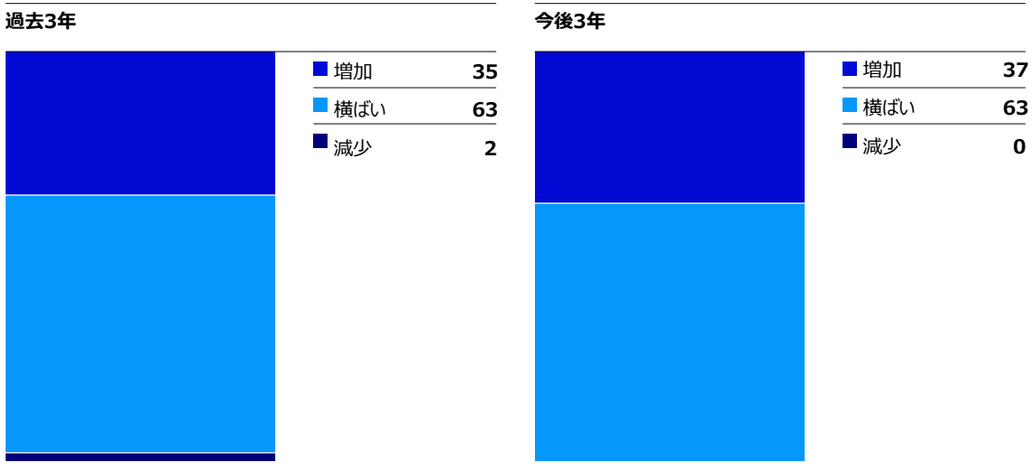
地政学的目標の達成のために米ドルへのアクセスを武器化することは、世界の外貨準備における米ドルの継続的な優位性に対する大きなリスクだと思いますか？に対する回答数：38。

図5.9
金に関する意見への同意状況（% 引用、中央銀行のみ）



以下の内容にどの程度同意しますか？に対する回答数：45。

図5.10
金への配分の変化（% 引用、中央銀行のみ）



過去3年で金への配分はどのように変化しましたか？今後3年で金への配分はどのように変化すると思いますか？に対する回答数：51。

不確実な世界での金の魅力

現在の先行き不透明感と現実的に米ドルに代わることのできる通貨を見つける困難さから、準備金の分散化とさまざまなリスクに対するヘッジを試みる中央銀行にとって、金がますます魅力的な選択肢になってきました。調査では、中央銀行の56%が、準備金が武器化される可能性によって金がより魅力的になっているとの見方に同意し、48%が米国債務水準の上昇が金の魅力を高めているとの考えを示しました**（図5.9）**。
3分の1超の中央銀行は、準備金の中での金の配分割合を増やしています**（図5.10）**。

金の大きな強みの1つが、特定の国または通貨に結びついていない、政治と無関係な有形資産としての地位です。あるアジアの中央銀行は、「金は変動が小さい安全な逃避先であり、信頼を醸成する資産です。
通貨の武器化に対するヘッジとしての役割を果たします」と述べました。この見解は、地政学的リスクと市場のボラティリティからの隔離を試みる中央銀行にとって、戦略資産としての金の重要性が増していることを強調します。

調査では、回答者の70%が金をインフレに対するヘッジとして、60%が地政学的混乱に対するヘッジとして認識していることも明らかになりました。このことは、中央銀行の間で持続するインフレに関して懸念が高まっていること、地政学的な衝撃が金融市場を混乱させる可能性があることを反映します。どちらも伝統的な準備資産の価値を傷つける恐れがあります。ある中東の中央銀行は、「金は政府または組織にとって、特に保有義務はありません。そのことが認識された安全性と信頼性を強めているのです」と説明しました。

興味深いことに、金について特に明るい見通しを立てている地域として中東が際立っています。同地域の中央銀行では、金への配分を増やすこと、そして米国の債務水準やインフレ、地政学的混乱などさまざまなリスクに対するヘッジとして金を認識することを検討する傾向がかなり高くなっています。このことは、同地域で長年培われてきた金に対する文化的・歴史的親近感に加えて、地政学的な衝撃が石油市場を混乱させる恐れについて懸念が高まっていることを反映します。

ある中東の中央銀行は、「金は極めて重要です。長期的な資産であり、売却しようなど考えもしません」と説明しました。

地域の経済的・金融的状況のなかで、富の保全とリスク軽減を目指すを中央銀行にとって、戦略的資産としての金の重要性は増しています。

中央銀行の準備資産を構成する重要な要素としての金の復活は、これを売却するよりも保有しようとする傾向とあいまって、重要な意味合いを持ちます。このトレンドが続くならば、欧米の法定通貨建ての外貨準備の保有高が絶対的に増加する可能性が高いこと、また、これらの通貨に配分されるポートフォリオのウェイトが、金などの他の資産に比べて減少したとしても、この増加が起きるかもしれないことが示唆されます。

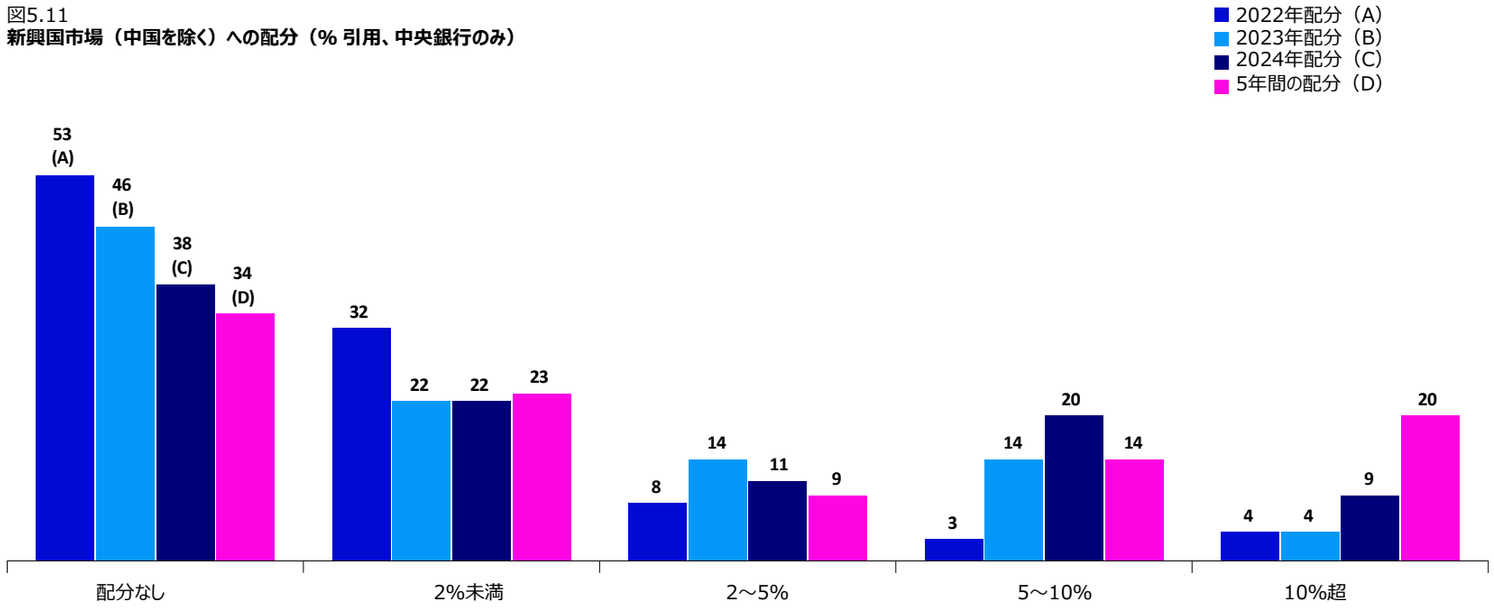
新興国の台頭：先導するアジア

今年の調査で見られたもう1つの顕著なトレンドは、中央銀行の間で新興国市場、特にアジアに準備金の配分を分散することへの関心が高まっていることです。調査結果からは、新興国市場（中国を除く）への配分が今後5年間で大幅に増加する見通しであることが明らかになりました**（図5.11）**。
2022年に新興国市場に配分を行っていない中央銀行の割合は53%でしたが、この数字は5年後には34%に低下する見通しです。反対に、配分比率が5%以上の中央銀行の割合は7%から5年間で34%に上昇すると見込まれています。

準備金での新興国市場への配分を増加させる意向は、地政学的混乱に対するバッファーとして準備金を積み増したいとする全体的な意欲を考えれば、特に注目に値するものです。このことは、規模を増す全体的な準備金のプールにおいて、新興国市場に関連する資産が占める割合が大きくなる可能性が高いことを示唆します。

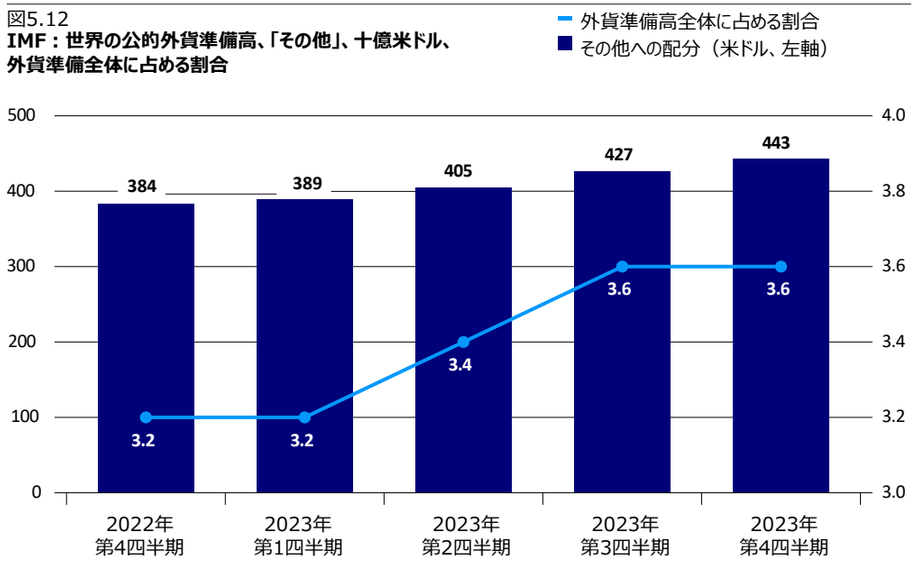
新興国市場への関心の高まりは、国際通貨基金（IMF）が発表した最新のデータにも反映されています。これによると、伝統的な準備資産以外の通貨への配分が着実に伸びています。米ドル、ユーロ、円、英ポンド、人民元、豪ドル、カナダ・ドルに分類されない通貨を含む「その他」のカテゴリーが世界の総外貨準備高に占める割合は、2022年第4四半期の3.2%から2023年第4四半期の3.6%に上昇しました**（図5.12）**。

図5.11
新興国市場（中国を除く）への配分（% 引用、中央銀行のみ）



準備金での新興国市場（中国を除く）への現在の配分はどのくらいですか？5年後には配分はどのようになると思いますか？に対する回答数：47。

図5.12
IMF：世界の公的外貨準備高、「その他」、十億米ドル、外貨準備全体に占める割合

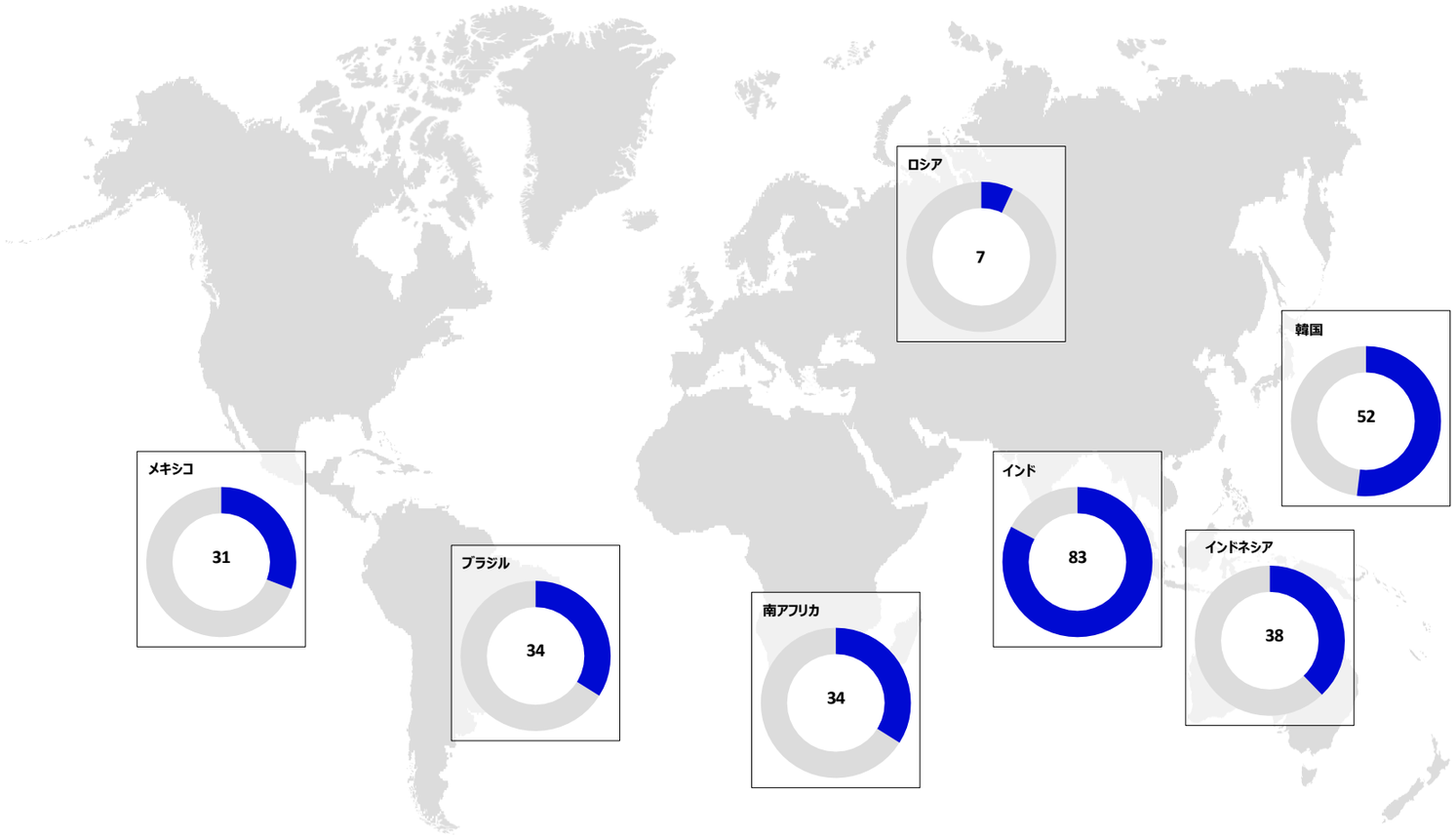


出所：IMF。「その他」は米ドル、ユーロ、人民元、円、英ポンド、豪ドル、カナダ・ドル、スイス・フラン以外の通貨、または配分なしを意味します。

新興国市場資産と伝統的な準備資産を組み合わせることで、より堅固で強靭なポートフォリオを作ることができると考えます。

中央銀行
中東

図5.13
エクスポージャーを増やす上で魅力的な新興国市場（% 引用、中央銀行のみ）



エクスポージャーを増やす上で、魅力的だと思う新興国市場は次のうちどれですか？に対する回答数：29。

新興国市場資産への関心の高まりは、中央銀行の間で、これらの市場と伝統的な準備資産を組み合わせると、より高いリターンと追加的な分散化の便益をもたらす可能性があると認識されていることを指し示します。
ある中東の中央銀行は、「新興国市場資産と伝統的な準備資産を組み合わせることで、より堅固で強靭なポートフォリオを作ることができると考えます」と述べました。

新興国市場の中では、インド、韓国、インドネシアがエクスポージャーを増やす上で最も魅力的な国々であると見られています**（図5.13）**。
特にインドは多くの中央銀行の注目の的として浮上しており、その強い経済成長見通し、拡大する消費市場、地政学的影響力の高まりによって、準備資産配分先として重要度を増しています。ある欧米の中央銀行は、「インドには、拡大し続ける多くの人口、急速な経済成長、増大する国内消費という特徴があります」と説明しました。

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

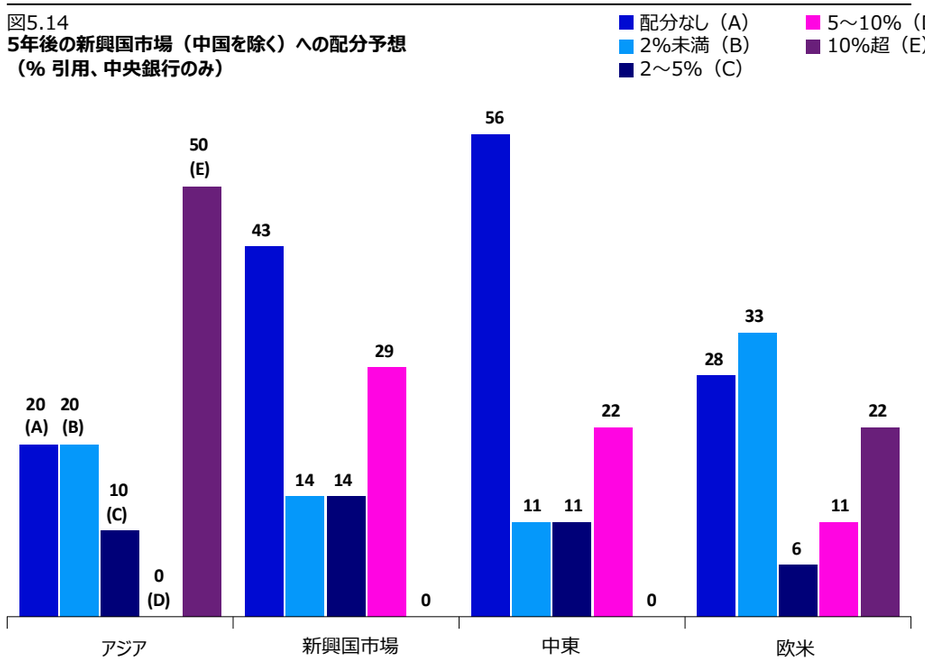
韓国とインドネシアも、新興国市場へのエクスポージャーの分散化を図る中央銀行にとって、魅力的な選択肢として認識されています。先進経済、強い輸出セクター、世界クラスのテクノロジー産業により、韓国は比較的安定した低リスクの準備金配分先になっています。一方、インドネシアは、多くの人口、豊富な天然資源、東南アジアにおける戦略的位置により、世界経済においてますます重要な国になっています。

興味深いことに、調査では、アジアの中央銀行が今後数年で新興国市場への配分を増やす可能性が極めて高いことが明らかになりました**（図5.14）**。これは、アジアにおける地域内投資と経済統合のトレンドが高まっていることを反映します。地域の国々は先進市場経済国への依存を弱め、隣国との連携を強化しようとしています。

あるアジアの中央銀行は、「アジアの中に成長と投資の膨大な機会があります。私たちは地域の極めて力強く、有望な経済国へのエクスポージャーを増やそうと積極的に取り組んでいます。経済的なつながりを強化することで、私たち皆にとって、より安定的で繁栄した未来を作り出すことができると考えます」と説明しました。

これらの国々が成長し成熟し続けるなかで、また、その金融市場がより洗練されて世界経済に統合されるなかで、準備金の分散化と長期的な投資目標の達成を試みる中央銀行にとって、こうした国々はより魅力的な提案先となる可能性が高いでしょう。

図5.14
5年後の新興国市場（中国を除く）への配分予想
（% 引用、中央銀行のみ）



5年後には新興国市場（中国を除く）への配分はどのようになると思いますか？に対する回答数：44。

アジアの中に成長と投資の膨大な機会があります。私たちは地域の極めて力強く、有望な経済国へのエクスポージャーを増やそうと積極的に取り組んでいます。

中央銀行
アジア

まとめ

米ドルは依然として支配的な準備通貨ですが、調査では、米国の債務水準の上昇と継続的な優位性に関連した潜在リスクについて懸念があることが明らかになりました。しかしながら、現実的な代替通貨を見つけることは困難であることが証明され、共通のBRICS通貨を創設する見通しは懐疑的な目で見られています。

こうしたなか、さまざまなリスクに対するヘッジと準備金の分散化を試みる中央銀行にとって、金がより魅力的な選択肢になっています。この貴金属の安定的で、信頼性が高く、政治と無関係な資産としての地位は、不確実な世界において特に魅力を持ちます。

一方、新興国市場、特にアジアへの関心の高まりは、さらなる分散化に向けた広範なトレンドとより高いリターンの追求を反映します。これらの市場への投資には特有のリスクと問題が付随しますが、全体的な軌道は明瞭であり、中央銀行は変わりゆく世界情勢に対処するため、伝統的な準備通貨以外のものに目を向けるようになっています。

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

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、2024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証するため、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
- 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

2024年には140の機関にインタビューを実施： 83のソブリン投資家と57の中央銀行。
2024年のソブリンのサンプルは、2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ァイル、地域）に分けられている。
2024年の中央銀行のサンプルは地域別に分類されている。

図表6.1
投資家分類別サンプル数推移

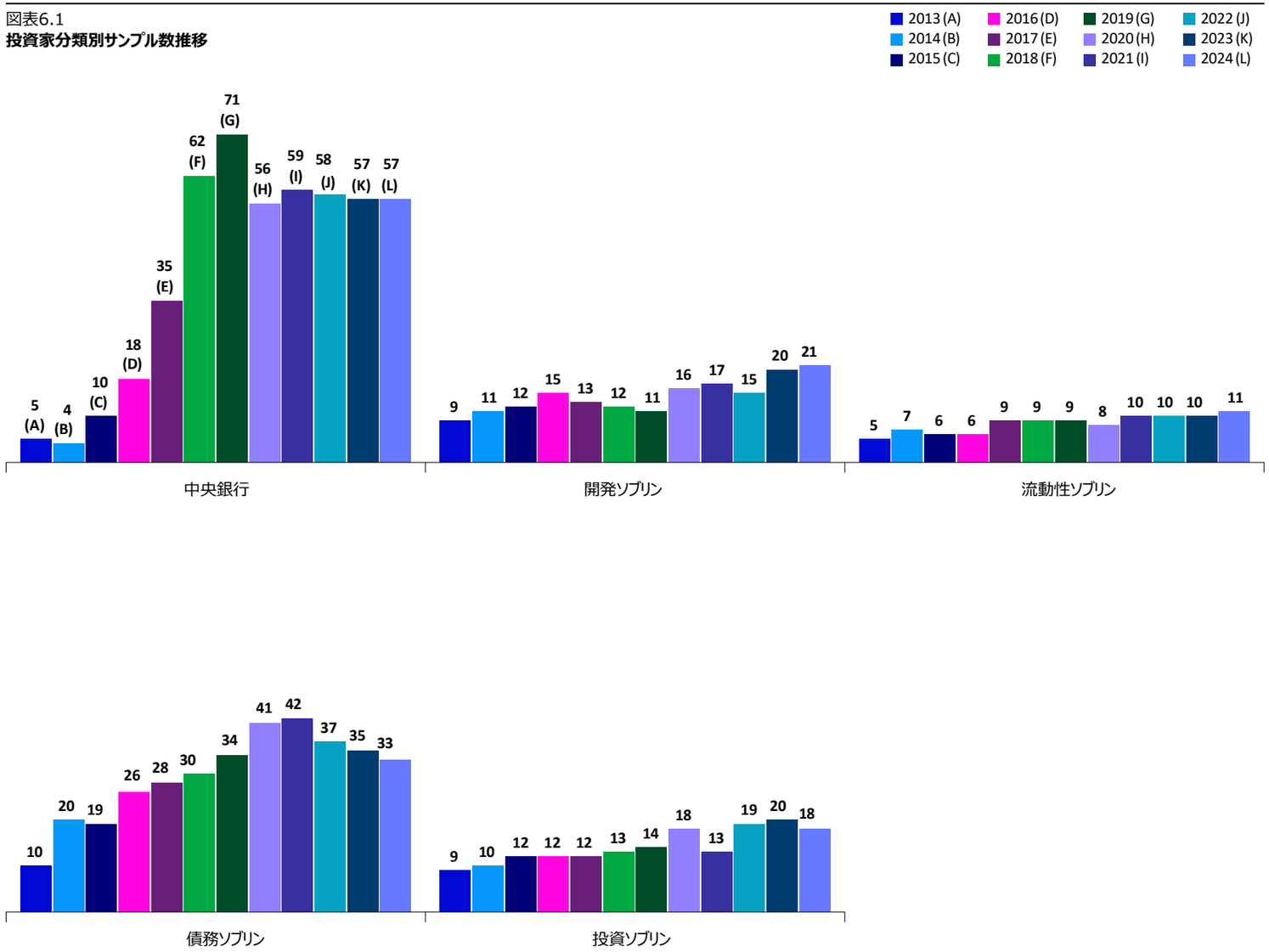


図 6.2
ソブリン投資家のサンプル、地域別

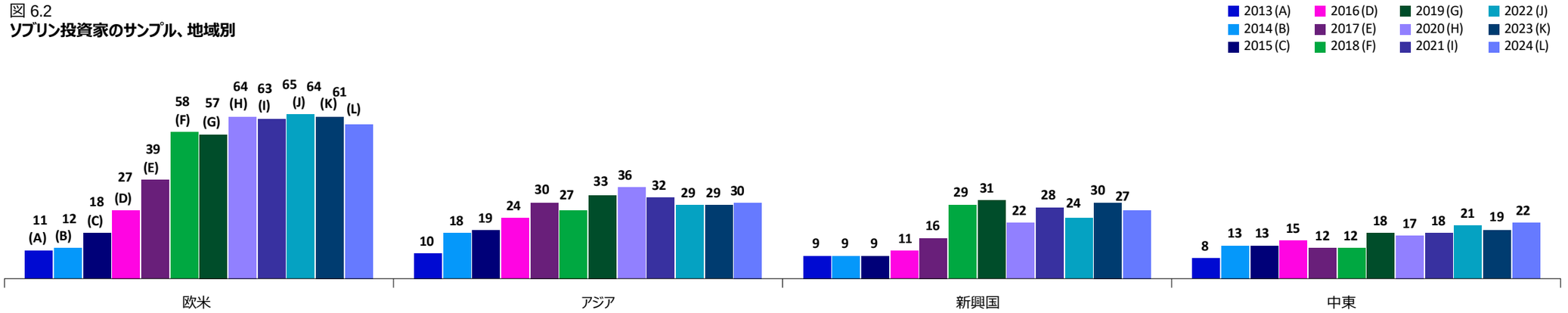


図 6.3
政府系ファンドのサンプル、運用資産別

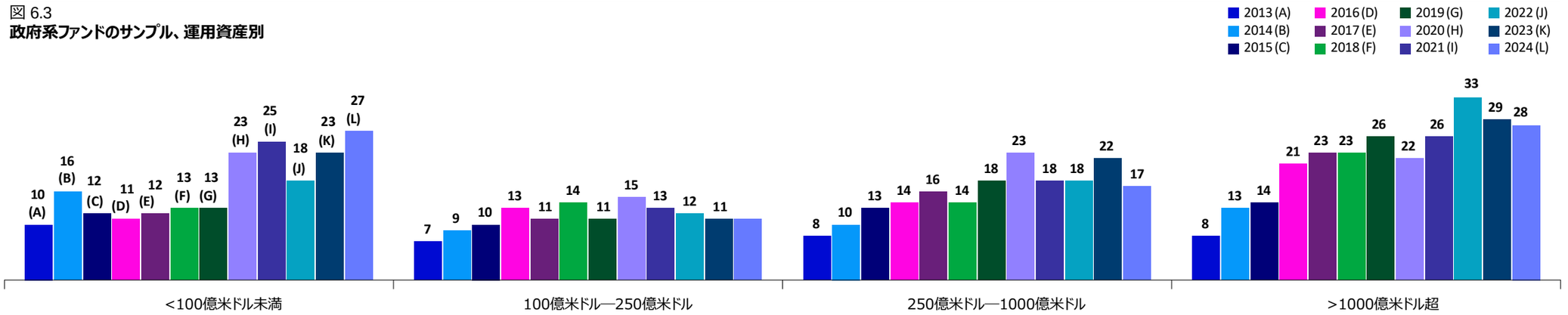
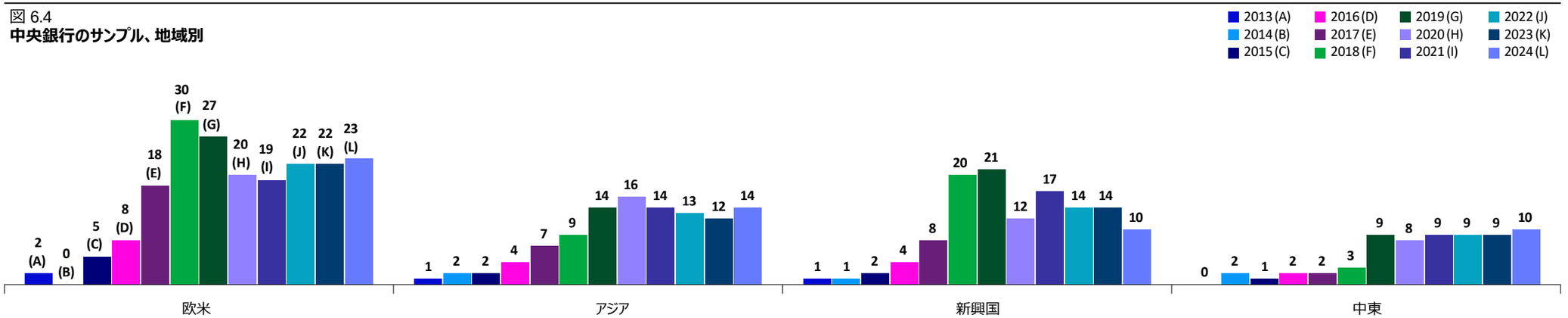


図 6.4
中央銀行のサンプル、地域別



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。

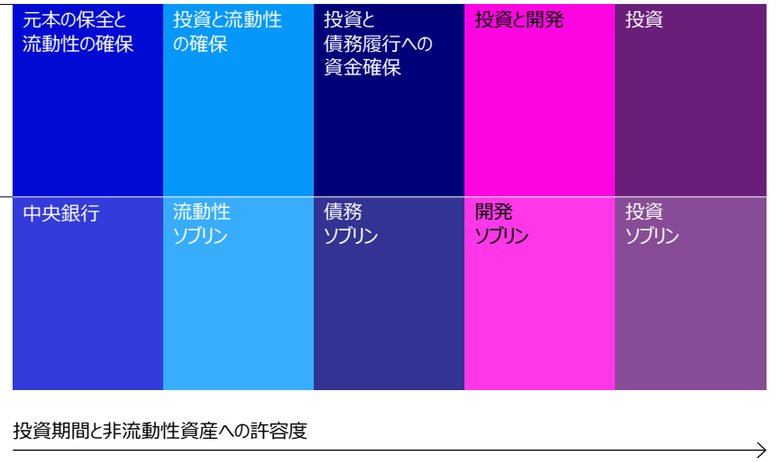
債務ソブリン
債務ソブリンは、特定の債務を履行する資金の確保を目的としており、債務対応のための資金の調達を既に始めている投資家（実行中債務ソブリン）と、現時点では債務への対応が始まっていない投資家（部分的債務ソブリン）に細分化されます。一般的に債務ソブリンは、ポートフォリオを負債のデュレーションにマッチさせることを目指します。債務に対応する必要性がかなり先の場合、債務ソブリンのアプローチは投資ソブリンと似たものになります。短期的な資金需要が大きい場合でも、多様な長期ポートフォリオを持つことがありますが、この場合、流動性と利回りは高くなります。

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



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

当資料お取扱い上のご注意

当資料は、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。当資料は、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 2024」をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が入手してご提供するものであり、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。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。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。当資料に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆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。本文で詳述した当資料の分析は、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。当資料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

3944624-JP