

2025

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2025



目次

はじめに

03

主な指標

04



テーマ1

06

テーマ2

15

テーマ3

22

テーマ4

30

テーマ5

37



変容する投資環境への再調整
予測困難なマクロ環境の中、ソブリン投資家はポートフォリオの枠組みを見直しています。従来のモデルは試練にさらされており、資産配分、リスク管理、分散投資における戦略的適応が求められています。



分散化された新興市場への投資環境において、中国が戦略的優先事項として再び浮上
ソブリン・ウェルス・ファンドは新興市場へのターゲットを絞ったアプローチを採用し、中国への関心を新たにしています。より広範なマクロ経済に関して輸出主導から内需主導へと移行する際のリスクへの懸念が残る中、中国によるイノベーションリーダーシップへの信頼は重要な技術への投資を促進しています。



デジタル資産：構造的な可能性の中での継続的な探究
ソブリン・ウェルス・ファンドによる直接的な投資は依然として限られていますが、増加し始めており、デジタル資産は長期的な選択肢の一つと捉えられています。中央銀行は、イノベーションへの意欲と金融の安定性への潜在的リスクのバランスを取りながら、デジタル通貨への取り組みをゆづりど進めています。



ベンチマークを超えて、不確実性の中でアクティブ運用を重視
ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、地政学的ボラティリティの高まりと指数集中リスクへの懸念への戦略的対応として、アクティブ運用へのコミットメントを強化しています。ポートフォリオ構築の意思決定は、アクティブ運用の一形態として捉えられるようになっていきます。



準備金の回復力（レジリエンス）、不確実な時代に向けた中央銀行戦略の適応
中央銀行は、ボラティリティへの耐性を高めるため、より大規模で分散化された準備金を積み上げています。米国の財政動向に関する懸念は高まっていますが、構造的な現実を踏まえると、ドルは依然として優位性を維持し、戦略的防衛資産としての金の役割が強化されています。

付録

46



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 2025」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

2013年以来、ソブリン投資の進化を追跡してきた年次調査「グローバル・ソブリン・アセット・マネジメント・スタディ」の第13版を発表できることを嬉しく思います。

2025年に向けたこの調査では、83名のソブリン・ウェルス・ファンドと58名の中央銀行の最高投資責任者（CIO）、資産クラス責任者、ポートフォリオ・ストラテジストなど、合計141名の機関投資家に包括的なインタビューを実施しました。これらの機関は、合計で約27兆米ドル（2025年3月現在、1米ドル150円換算で4,050兆円）の資産を運用しています。



2025年の投資環境は、ソブリン投資家にとって根本的に変化した状況を示しています。多くの人がパンデミック後の一時的な混乱だと期待していたものが、永続的な構造的特徴へと変化しました。地政学的緊張、持続的なインフレ圧力、そして分断された世界貿易パターンは、今や景気循環的な逆風ではなく、長期的な投資戦略を形成する恒久的な要素として認識されています。

冒頭のテーマは、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行が投資の中核となる前提をどのように再調整しているかを検証することです。政治リスクはポートフォリオ構築の周辺から中心へと移行し、資産関連の変化に伴い、伝統的な分散投資モデルが見直されています。この再評価は、債券の柔軟性への新たな焦点、流動性管理の強化、そしてポートフォリオ・フレームワークにおけるプライベート・クレジットの戦略的位置付けといった具体的な変化を促しています。

2つ目のテーマは、新興国市場へのアプローチの進化を探るものです。マクロ経済の不確実性が依然として続く中、中国の再台頭は戦略的優先事項となっています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、特に重要な技術における中国のリーダーシップに惹かれ、より厳選された戦略を採用していますが、より広範な経済移行リスクについては慎重な姿勢を維持しています。

3つ目のテーマはデジタル資産です。ここでは、継続的かつ慎重な調査が見られます。直接的な配分は依然として控えめですが、ソブリン・ウェルス・ファンドがデジタル資産を投機的なポジショニングではなく長期的な選択肢として捉えているため、その割合は拡大しています。中央銀行は同時に独自のデジタル通貨イニシアチブを推進していますが、イノベーションの可能性とシステム安定性への配慮のバランスを取っています。

4つ目のテーマは、アクティブ運用への大きな転換を示しています。この傾向は、伝統的なアルファ追求行動ではなく、インデックス集中リスクへの戦略的対応と、ますます分断化する世界における戦術的柔軟性の向上の必要性を反映しています。ポートフォリオ構築自体がアクティブ運用として再概念化されつつあります。

最後のテーマでは、中央銀行がレジリエンス（回復力）向上のためにどのように準備金の枠組みを強化しているかを検証します。米国の財政動向に対する懸念が高まる中、ドルの構造的優位性は引き続き確保され、金は究極のポートフォリオヘッジとしての役割を再び確立しました。

ここで提示された調査結果は、不確実性が決定的な特徴となった世界に合わせて、ソブリン投資家が戦略を適応させていることを反映しています。これらの機関は、特定のシナリオへの最適化ではなく、レジリエンスと柔軟性を重視したポートフォリオを構築しています。

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

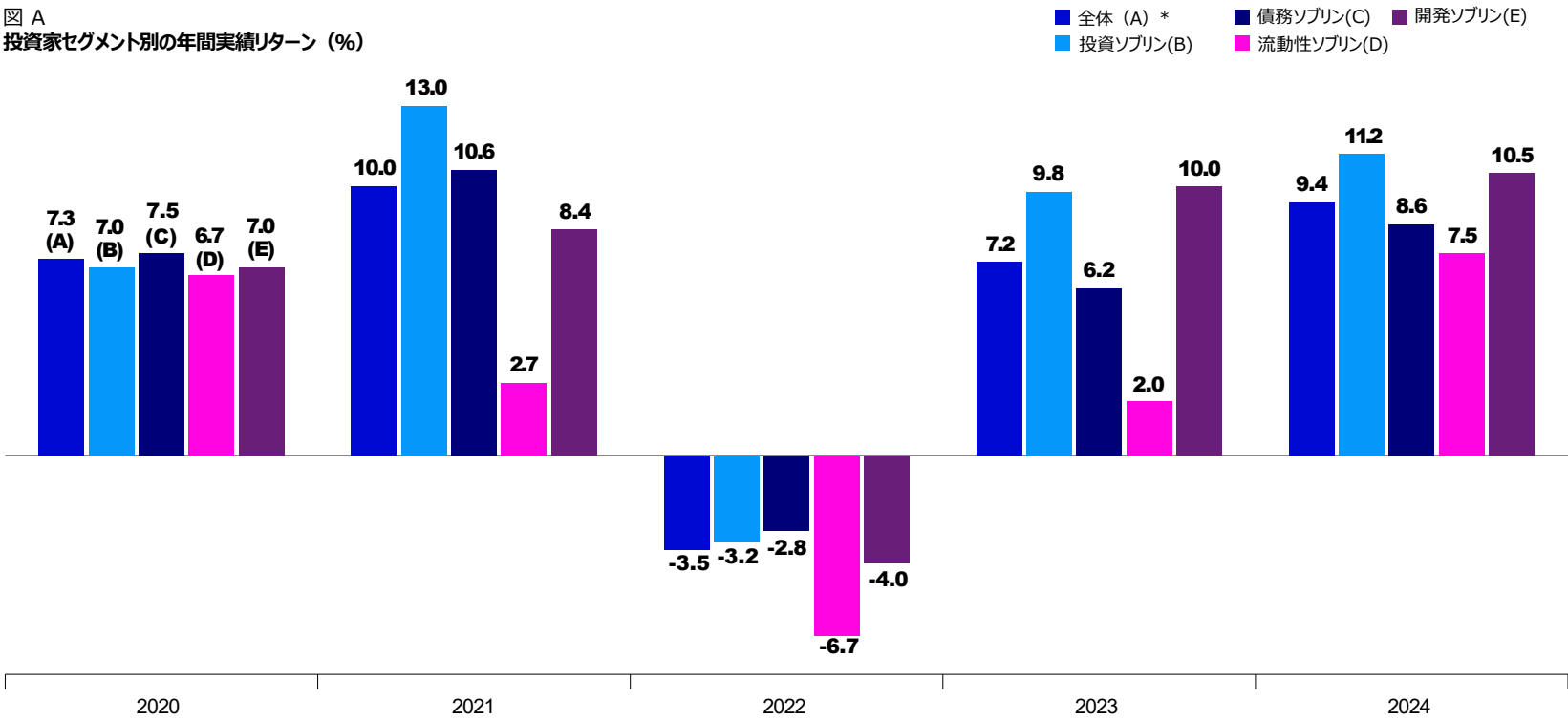
付録



主な指標

パフォーマンス

ソブリン・ウェルス・ファンドは、12ヶ月間の株式市場の非常に好調なパフォーマンスを受け、2024年の年間平均実質リターンが9.4%となったと報告しました。投資ソブリンは11.2%、債務ソブリンは8.6%のリターンを記録しました。流動性ソブリンは7.5%、開発ソブリンは10.5%のリターンを記録しました。



回答数: 2020 = 61, 2021= 55, 2022 = 57, 2023 = 55, 2024 = 58
* 全体 = ソブリン投資家全体 (除く中央銀行)



はじめに

[主な指標](#)

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

テーマ 5

付録





はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

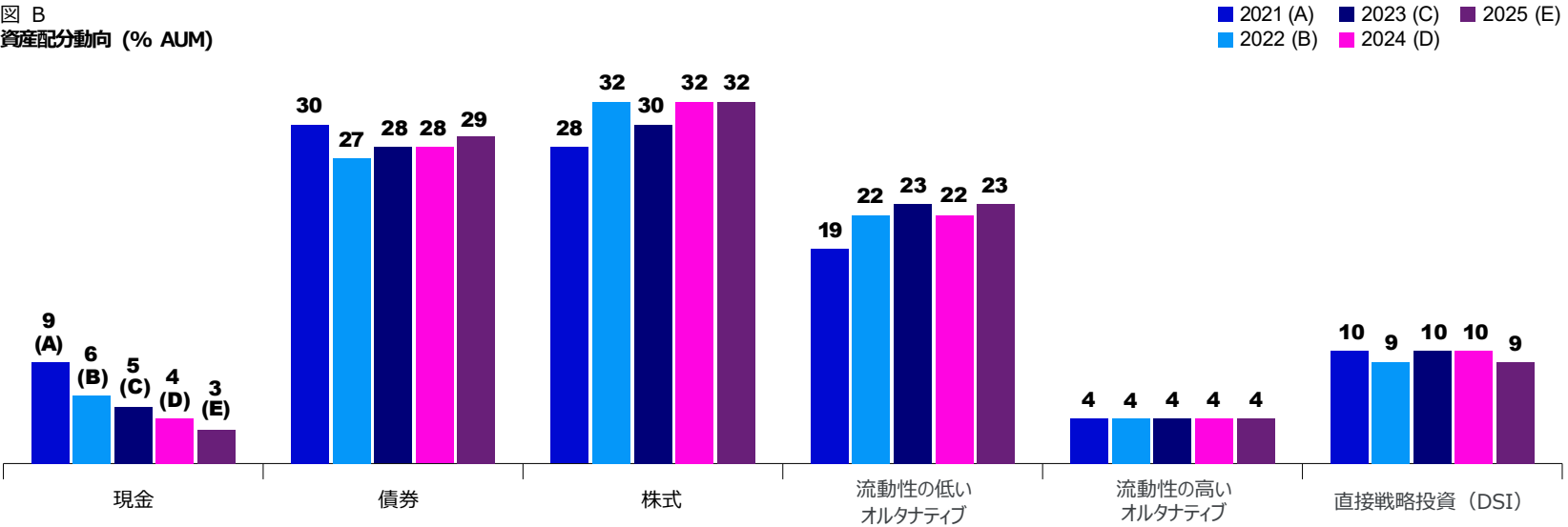
テーマ 5

付録

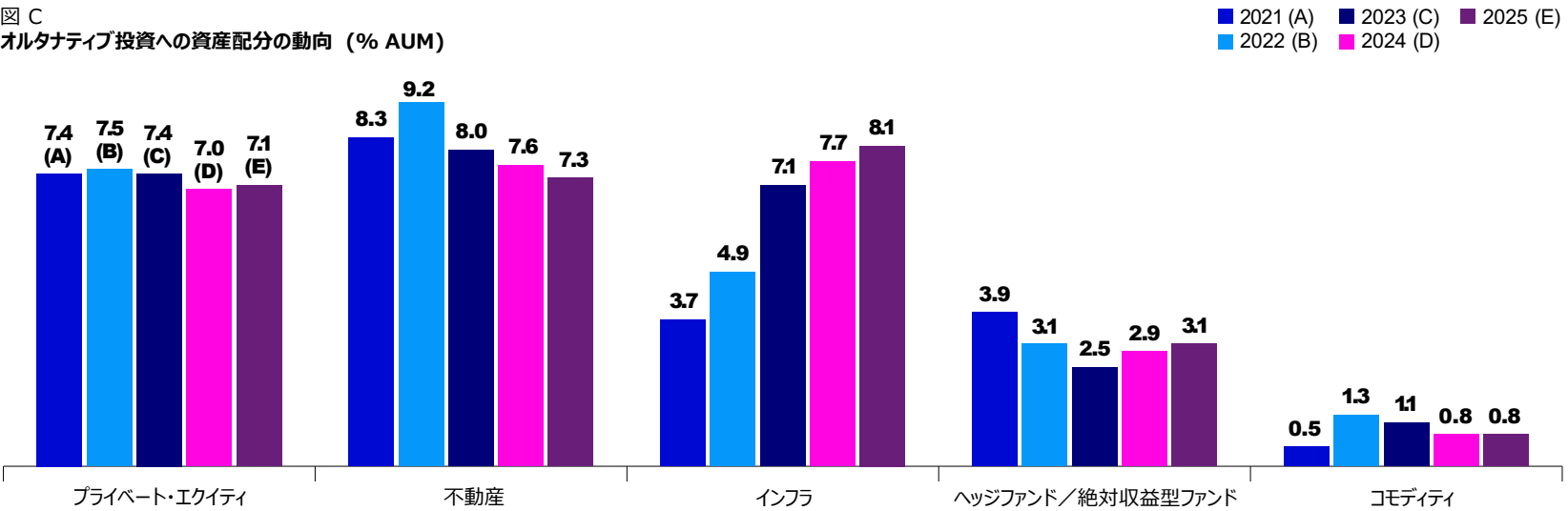
資産配分

2025年には、ソブリン・ウェルス・ファンドの債券への配分はわずかに増加して29%となり、株式への配分は前年の32%で横ばいとなりました。流動性の低いオルタナティブへの投資は総資産の23%を占め、流動性の高いオルタナティブへの投資と直接戦略投資（DSI）はそれぞれ4%と9%でした。

オルタナティブ投資のうち、プライベート・エクイティへの配分は前年の7.0%から7.1%に増加し、不動産への配分は7.6%から7.3%に減少しました。一方、インフラ投資への配分は引き続き増加し、7.7%から8.1%に達しました。ヘッジファンド／絶対収益型ファンドは2024年の2.9%から3.1%に増加しました。コモディティは0.8%で横ばいでした。



回答数: 2021 = 54, 2022 = 74, 2023 = 80, 2024 = 74, 2025 = 75



回答数: 2021 = 54, 2022 = 74, 2023 = 80, 2024 = 74, 2025 = 75



変容する投資環境への再調整



ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、マクロ経済の前提を見直し、政治リスク、インフレ、そしてグローバルな分断を、投資戦略を形作る一時的な要因ではなく構造的な要因と捉えています。



資産クラスの相関関係と金利予測の変化が、長年の分散投資とリターンの前提に疑問を投げかけているため、従来のポートフォリオ構築モデルは見直されています。



金融機関は、債券の優先順位変更、流動性重視、そして回復力のあるポートフォリオ構築におけるプライベート・クレジットの役割拡大など、的を絞った戦略的な適応策で対応しています。



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





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

今年の調査では、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の投資環境に対する見方が大きく変化していることが明らかになりました。トランプ大統領の関税政策と広範な分断化の傾向を背景に、回答者は地政学的緊張、金利の不確実性、そして資産関係の変化の組み合わせを、一時的な混乱ではなく、より長期的な構造的状況と捉える傾向が強まっています。

その結果、政治的・政策的決定は、周辺の懸念事項から投資戦略の中心的な推進力へと移行し、従来考慮されていたテールリスクが計画シナリオにますます組み込まれるようになりました。この根本的な見直しは、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の両方において、戦略的資産配分、リスク管理、ポートフォリオ構築に重要な調整をもたらしています。

「私たちのリスクモデルは、ますます予測不可能になる環境に合わせて再調整されています」と、アジア太平洋地域に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドは説明しました。「これまで頼りにしてきた歴史的な循環パターンはもはや適用できません。」別の北米の機関は、政治力と市場力との間の緊張関係を強調し、「現在の米国政権の政策方向性は、私たちの市場見通しと根本的に矛盾しており、前例のない戦略的課題を生み出しています。」と述べました。

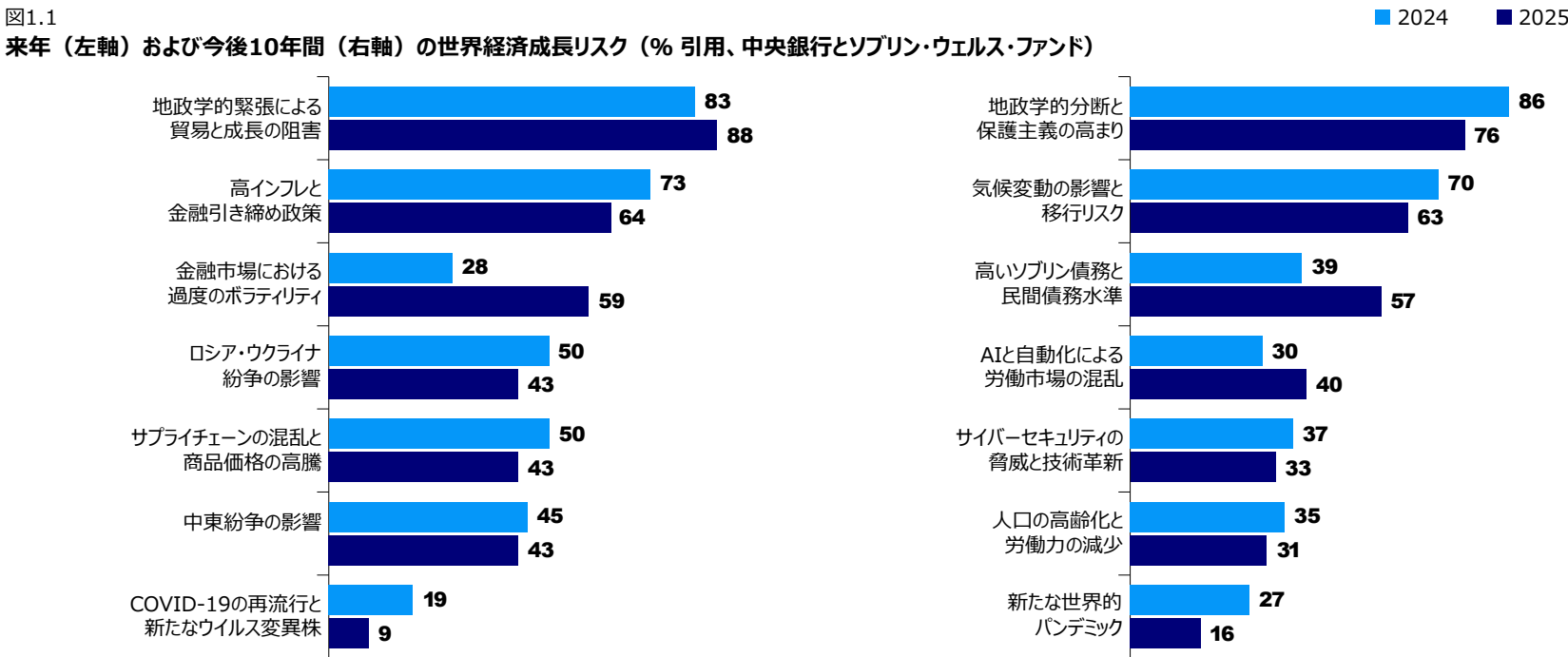
これまで頼りにしてきた
歴史的な循環パターンは
もはや適用できません。

ソブリン・ウェルス・ファンド
アジア太平洋

ボラティリティが大きな懸念事項

2025年の調査では、市場のボラティリティに対する懸念が著しく高まっていることが示されています。地政学的緊張（88%）とインフレ圧力（64%）が引き続き短期的なリスク評価を支配している一方で、金融市場の過度なボラティリティが大きな懸念事項（59%）として浮上り、2024年から大幅に増加しています（図1.1）。

長期的な見通しでは、世界的な分断（76%）、気候変動の影響（63%）、そして国家債務の持続可能性（57%）に対する不安が高まっており、特に後者は前年比で大幅に増加しています。



今後10年間の世界経済成長に対する主要なリスクは何だと思いますか？ 回答数 136



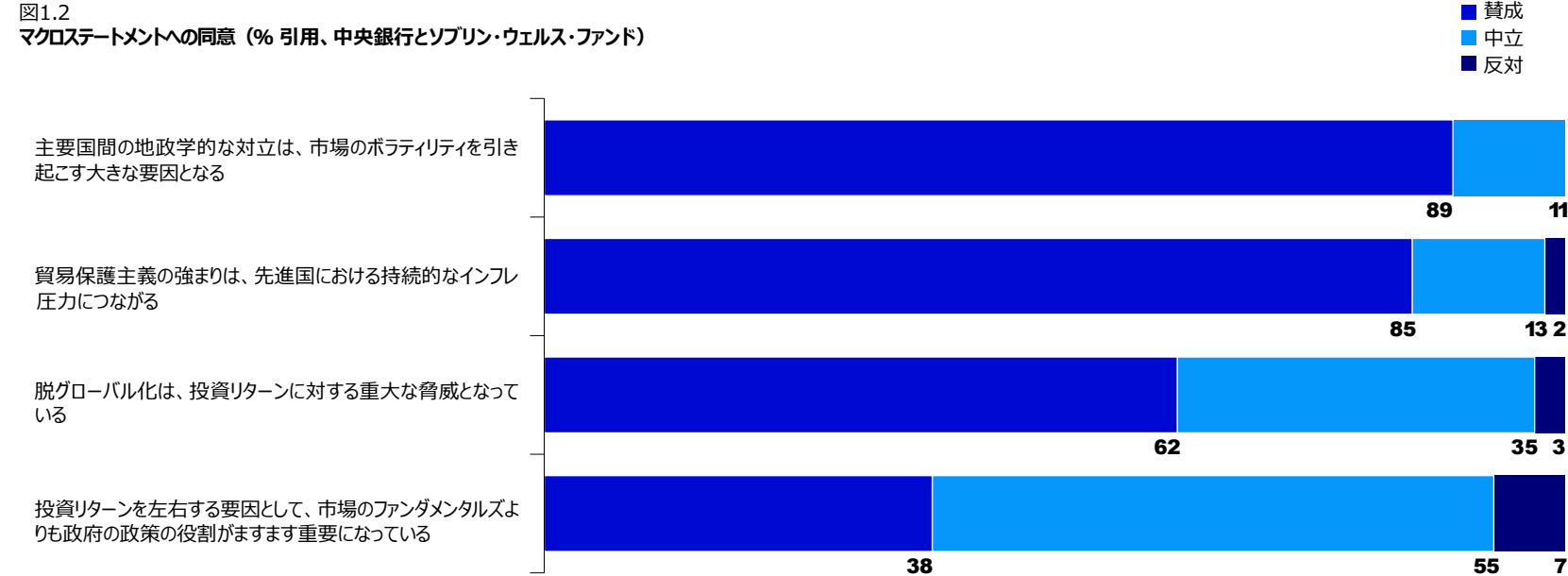


「先進国と新興国の両方で、持続不可能な累積債務が見られ、成長は主に消費と政府支出によって牽引されており、イノベーションは牽引されていない」と、アフリカのあるソブリン・ウェルス・ファンドは指摘し、この経済の脆弱性の構造的な性質を強調しました。これらの懸念は米国について最も多く表明されましたが、回答者はドイツの財政出動緩和やEUの野心的なインフラおよび防衛支出へのコミットメントなど、最近の欧州の動向にも言及しました。

市場関係者はこれらの新たな現実を既に受け入れています。約90%の地政学的競争が市場ボラティリティの大きな要因になると考えている一方、85%は保護主義政策が先進国経済に持続的なインフレを定着させると予想しています（図1.2）。おそらく最も示唆的なのは、62%が脱グローバル化を投資収益に対する重大な脅威と見なしていることであり、これは市場のナラティブが大きく変化したことを反映しています。

先進国・新興国のいずれにおいても、
持続不可能な
累積債務が見られます。

ソブリン・ウェルス・ファンド
アフリカ



これらの記述に賛成ですか、反対ですか？ 回答数：130



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



政治色が強い環境下における慎重なポートフォリオ調整

近年の劇的な展開にもかかわらず、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は概してポートフォリオ調整に慎重な姿勢をとっています。回答者は、ポートフォリオ全体を網羅的に再調整するのではなく、特に米国市場へのエクスポージャーに配慮した、的を絞った修正を実施している傾向が見られます。

いくつかの重要な調整が明らかになりました。例えば、以下の通りです。

- 財政の持続可能性と政策のボラティリティへの懸念から、長期米国債への配分を削減
- パッシブ・インデックス戦略、特に米国株式へのエクスポージャーが集中している戦略の見直し（テーマ4でさらに詳しく考察）
- 米国を拠点とする金融機関から、EUなどの他の地域の代替投資への戦略的シフト

回答者は、衝動的に反応するのではなく、状況の変化に応じて最大限の柔軟性を確保するためのポジショニングを取っていると述べています。「『トランプ耐性』のあるポートフォリオを構築することは現実的ではなく、行政の言説に過剰反応することもない」と、ある北米のソブリン・ウェルス・ファンドは述べています。「私たちは、日々の政治メッセージよりも、実質的な政策実施に焦点を当てています。」

データは、対応パターンにおける制度の違いを明らかにしています。中央銀行は、政治情勢への対応としてポートフォリオを調整する意欲が高く、67%が大幅な変更または中程度の変更を実施しているのに対し、ソブリン・ウェルス・ファンドでは55%となっています（図1.3）。この結果は、テーマ5でより詳細に議論されています。

金利予想の見直し

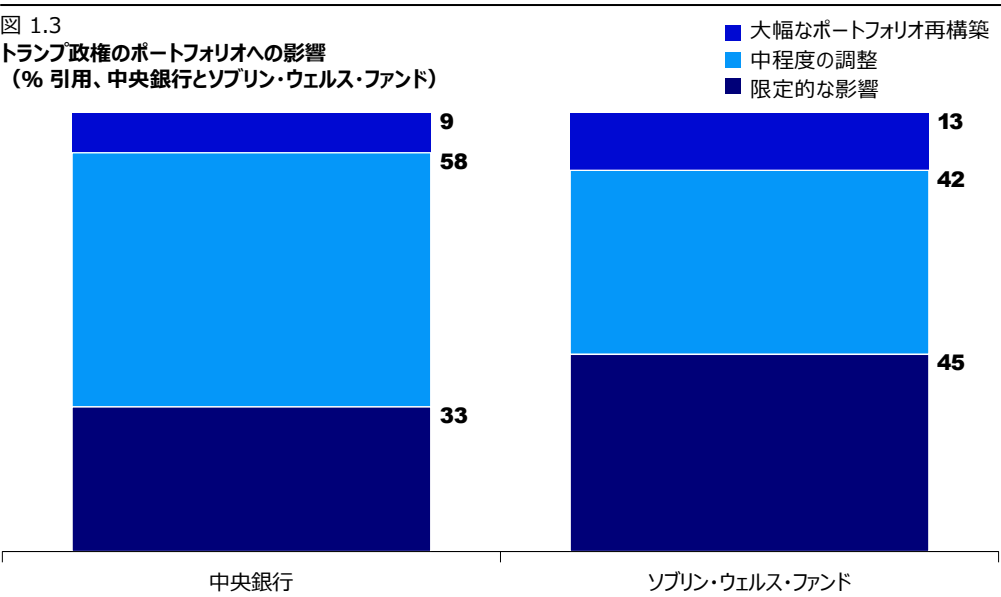
現在の政治経済の再編は、多くの回答者の目には低金利時代の終焉を象徴するものとなっています。回答者の大多数（74%）は、中期金利と債券利回りが1桁台半ばで安定すると予想しており、これは2024年の71%からわずかに上昇しています（図1.4）。超低金利またはマイナス金利への回帰を予想しているのはわずか11%で、金融環境の抜本的な見直しを示唆しています。

この正常化した金利環境は、ポートフォリオ・マネージャーにとって世代交代を意味します。ソブリン機関は、この新たな現実に対応するため、資本市場の前提、リスクモデル、戦略的資産配分の見直しを進めています。「マイナス金利環境は再び到来することはない」と、あるラテンアメリカ諸国の中央銀行は自信たっぷりに述べました。「我々のベースライン・シナリオは、金融危機前のサイクルに似ている」。

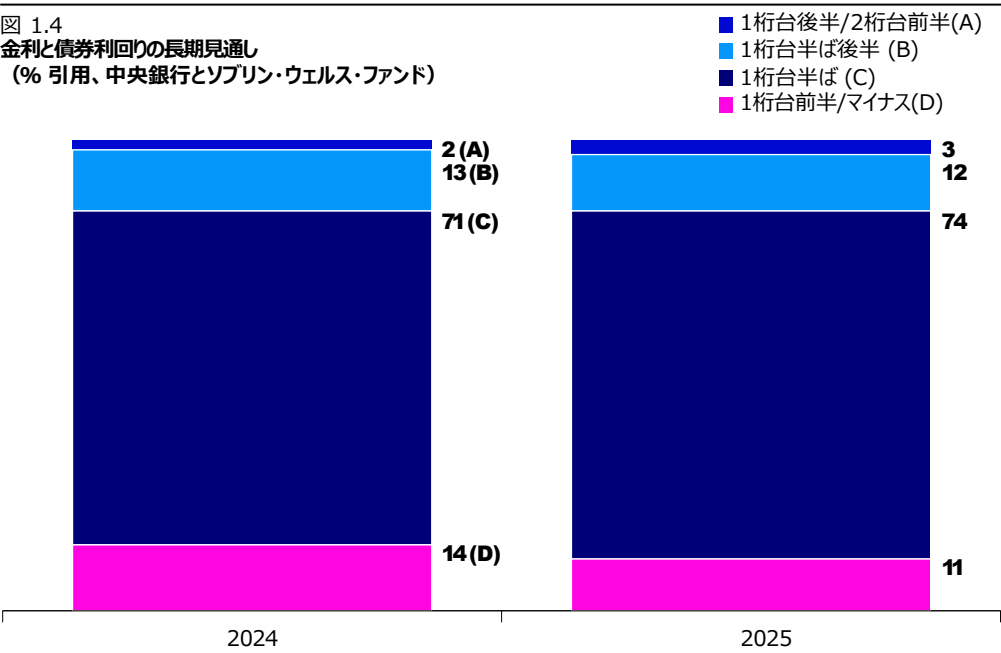
トランプ政権の政策は、この見通しにさらなる複雑さをもたらしています。貿易関税によるコスト上昇と、移民政策に関連する労働市場の制約は、いずれもインフレ圧力を増大させ、金利上昇圧力となり、景気減速を背景に金融政策担当者の課題を複雑化させる可能性があります。

中央銀行は、主に連邦準備理事会（FRB）のより緩 and 的な政策運営を予想しています（50%）。しかし、ソブリン・ウェルス・ファンドの予想は分かれており、34%が金融緩和、34%が引き締め、32%が政策変更は最小限と見込んでいます。この分裂は、これらの相反する圧力がFRBの政策にどのような影響を与えるかについての不確実性を反映しています（図1.5）。

回答者は、2つの主要な影響を指摘しました。第1に、金利の持続的な上昇が予想されることで、デュレーション・エクスポージャーとリターンの想定の見直しが必要とされていること、第2に、不確実な政策環境によって柔軟性とシナリオプランニングの重要性が高まっていることです。これらの変化は、ポートフォリオ戦略は根本的に異なる金利環境に適応する必要があるという、組織レベルでの認識の高まりを反映しています。



トランプ大統領就任はあなたのポートフォリオにどのような影響を与えると予想しますか？ 回答数：125



主要経済国の長期国債利回りと金利は今後どのように推移すると予想しますか？ 回答数：120



- 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

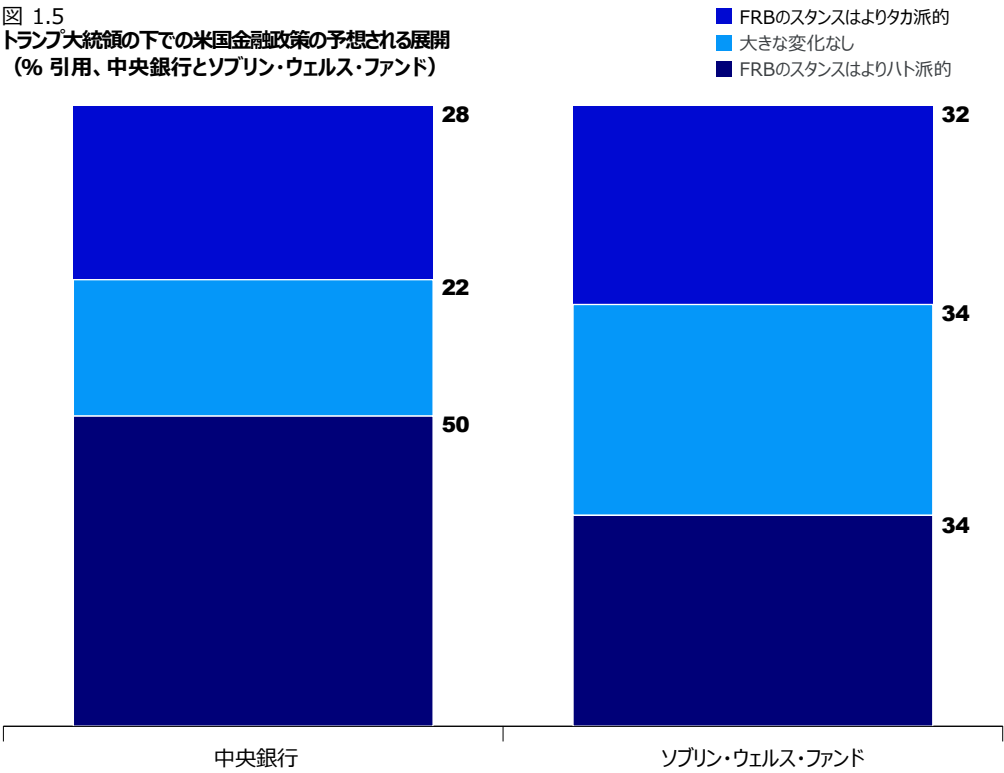
テーマ 4

テーマ 5

付録



図 1.5
トランプ大統領の下での米国金融政策の予想される展開
(% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド)



トランプ大統領の再選後、米国の金融政策はどのように変化すると予想しますか？ 回答数：111

マイナス金利環境が再び訪れる可能性
は低いと見えています。

中央銀行
ラテンアメリカ

ポートフォリオ分散における構造的な課題

地政学的変化と金利正常化の組み合わせは、分散投資の構造的な見直しを促しています。重要な進展の一つは、伝統的なポートフォリオモデルの基盤となっていた株式と債券の負の相関関係の崩壊です。今日の高インフレ・高金利環境では、株式と債券の相関性が高まり、分散投資手段としての債券の有効性が低下しています。

これらの課題をさらに複雑にしているのは、ソブリン投資家が、米国株、債券、米ドルがますます運動するようになっていることであり、3つの資産が同時に下落した場合、ヘッジされていない外国人投資家の損失が拡大すると指摘していることです。これらの変化は、分散投資の実現方法に対するより広範な再評価を促しています。伝統的な債券と株式のダイナミクスの信頼性が低下する中、多くのソブリン・ウェルス・ファンドは代替戦略に目を向けています。これには、特定のマクロリスクをヘッジする合成オーバーレイ、資産クラス全体にわたる世界的なトレンドを活用するシステムティック・マクロ戦略、そして市場の方向性に左右されにくい差別化されたリターン源を提供するヘッジファンドやオルタナティブ投資への配分増加などが含まれます。これらのアプローチは必ずしも大きなリターンをもたらすとは限りませんが、ストレスのかかる市場環境において分散効果をもたらす能力がますます高く評価されています。

ある欧州のソブリン・ウェルス・ファンドは、「我々のトレンド追従型オーバーレイは今年、並外れたリターンをもたらさなかったものの、分散効果という中核的な機能は果たしました」と述べています。ラテンアメリカの回答者も、このアプローチの転換に同調し、「従来の債券と株式の分散モデルは失敗しました。2022年に債券と株式が同時に下落した経験から、オルタナティブ投資への配分を大幅に増やす必要に迫られました」と述べています。

インフラ、プライベート・クレジット、マーケット・ニュートラル戦略は、改訂された分散効果ツールキットの主要な構成要素として頻繁に挙げられています。アジア太平洋地域に拠点を置くあるソブリン・ウェルス・ファンドは、「従来の国債はもはや効果的な株式リスク保護を提供しません。より強固なポートフォリオを構築するために、プライベート・クレジット市場とノン・ディクレイショナル戦略へと軸足を移しています」と述べています。

分散投資はもはや、上場株式と債券の静的な配分ではなく、マクロ経済体制の変化によって形作られる動的なプロセスとして捉えられています。インフレ、金利変動、地政学リスクが市場ダイナミクスに深く根付いている今、回答者は、過去数十年よりも幅広いリターン源とリスク緩和策を組み入れ、景気サイクル全体に対応できるポートフォリオを構築しています。



債券の役割の再考

金利が正常化し、資産相関が変化するにつれ、ソブリン・ウェルス・ファンドはポートフォリオにおける債券の役割を見直しています。もはや単なる防衛的なアンカーとしてではなく、債券への配分はよりダイナミックかつ多面的な方法で活用されるようになっていきます。

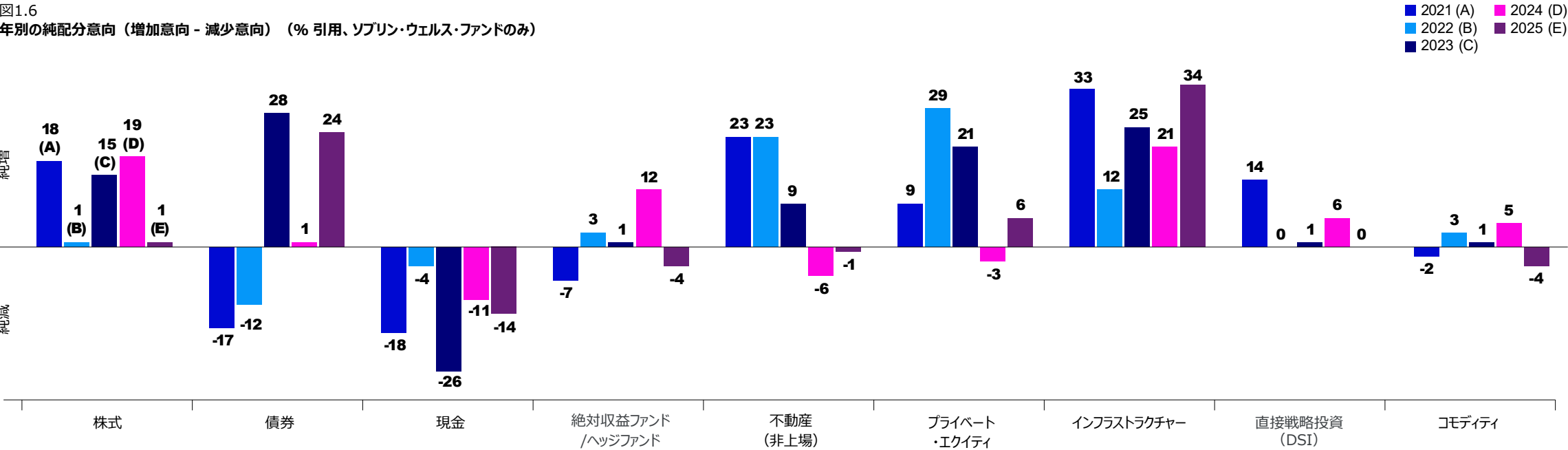
2025年の調査によると、ソブリン・ウェルス・ファンドの24%（ネットベース）が債券へのエクスポージャーを増やす予定であり、インフラに次いで2番目に人気の資産クラスとなっています（図1.6）。この新たな関心は、2つの主要な要因を反映しています。すなわち、実質的な利回りの回復と、流動性ツールとしてだけでなく、柔軟な収益源とポートフォリオの回復力としても債券の役割をより幅広く再定義することです。

ベースレートの上昇により、長年圧縮されていた債券のリターンポテンシャルは回復しました。「クレジット・スペクトラムは現在、上場株式市場よりも魅力的なリスク調整後リターンを提供しています。」と、ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは述べています。北米のあるソブリン・ウェルス・ファンドも同様の見解を示し、「株式から債券への資本再配分を進めている。現在の株式リターン9%という予測は、バリュエーションと経済状況を踏まえると非現実的だ」と述べました。

同時に、プライベート市場へのエクスポージャーの拡大により、流動性管理は戦略的な優先事項となり、流動性の低下が進むポートフォリオにおいて、債券が柔軟かつアクセスしやすいキャッシュフロー源としての役割を強めています。

クレジット・スペクトラムは現在、
上場株式市場よりも魅力的な
リスク調整後リターンを提供しています。

ソブリン・ウェルス・ファンド
中東



各資産クラスについて、今後12ヶ月間で資産配分がどのように変化すると予想しますか？ 回答数：70



- 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



現在、ソブリン・ウェルス・ファンドの約60%が正式な流動性フレームワークを活用しており、債券ポートフォリオの一部をオルタナティブ投資の流動性低下を補うバッファーとして位置付けていると報告しています。この見解は、ある北米ソブリン・ウェルス・ファンドにも反映されている。「直接投資へのエクスポージャーが大きいため、流動性管理は戦略的な優先事項となっています」。別の機関は、より体系的な変化を指摘し、「流動性モニタリングシステムを全面的に再設計し、流動性低下への配分比率に明確な上限を設けた」と述べています。回答者の30%が債券投資の意思決定において流動性を「極めて重要」と考えている一方で、より高い利回りが提示されている場合、流動性を「重要だが交渉の余地がある」と考える回答者の割合は45%と、より高くなっています（図1.7）。

これは、ソブリン・ウェルス・ファンドが流動性を絶対的な制約として扱っているのではなく、むしろ利回り創出と流動性アクセスのバランスをとるよう債券の配分を調整し、リターンとポートフォリオの柔軟性の両方を支えるために債券を戦略的に活用していることを示唆しています。回答者の中には、こうした戦略的再配置の一環として、デュレーション・エクスポージャーを積極的に削減する一方で、より短期で流動性の高い金融商品への配分を増やしていると指摘する者もいます。これらの調査結果は、債券の役割が再定義され、従来のリスクオフのポジショニングではなく、戦略的な適応力が重視されていることを示しており、政府系機関は単に債券に回帰しているのではなく、変化する市場構造、ポートフォリオの流動性ニーズ、そして再調整されたりリスク・リターンの想定に応じて、その機能を再設計しているのです。

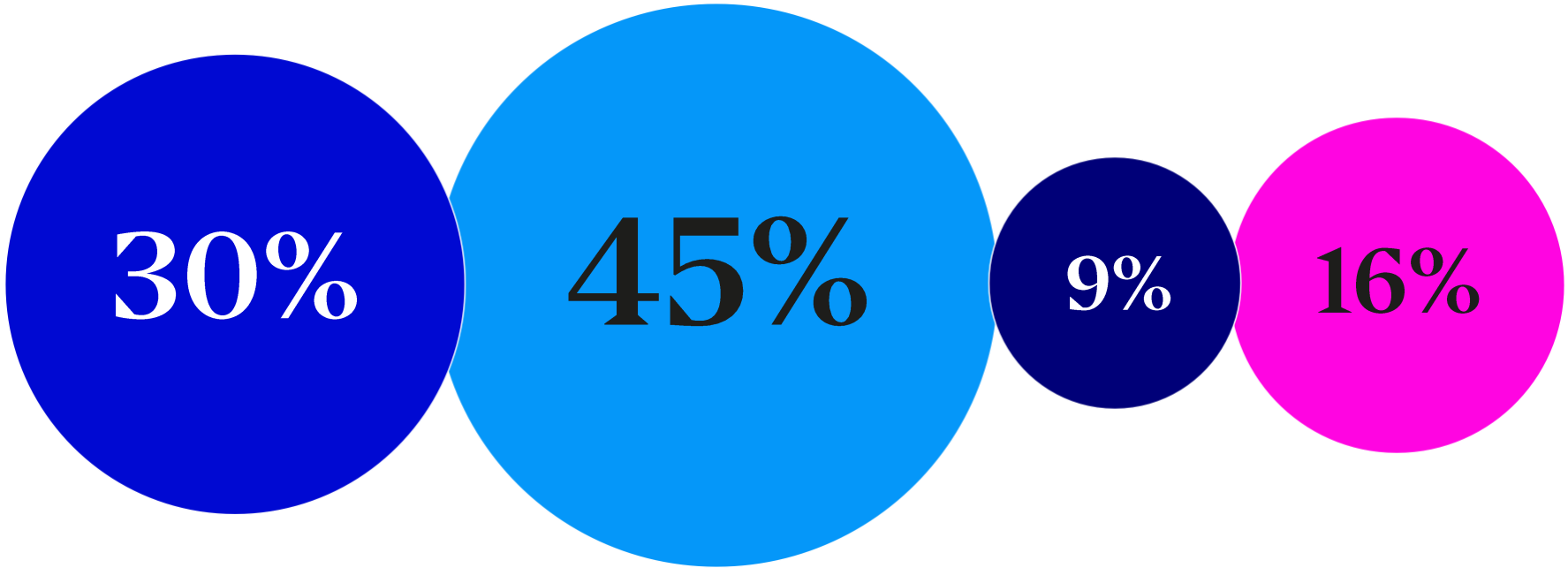
直接投資へのエクスポージャーが大きいため、

流動性管理は戦略的な
優先事項となっています。

ソブリン・ウェルス・ファンド
北アメリカ

図 1.7
債券取引における流動性の重要度（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンド）

■ 極めて重要 – 高流動性資産に限定して投資	30
■ 重要 – 利回りのために一部の非流動性を許容	45
■ 優先度は低め – 他の要素とバランスを取る	9
■ あまり重視しない	16



債券投資の意思決定において、取引の流動性はどの程度重要ですか？ 回答数：56



はじめに

主な指標

[テーマ 1](#)

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

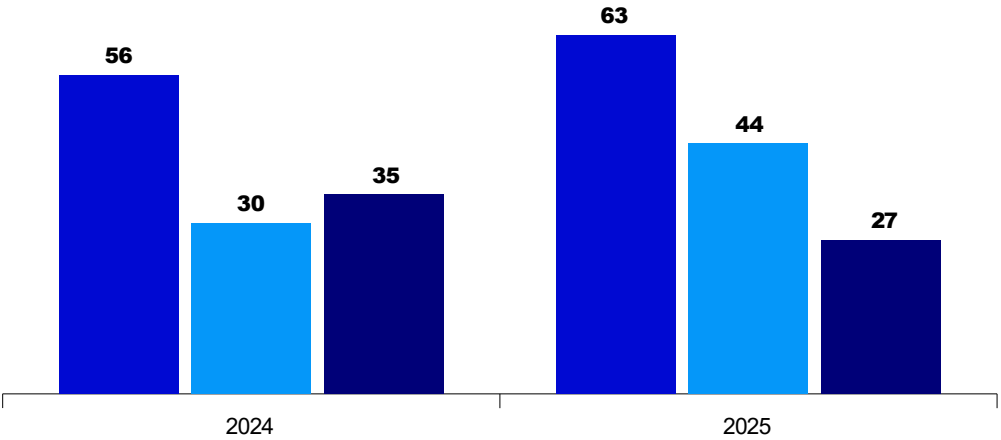
テーマ 5

付録



図 1.8
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）

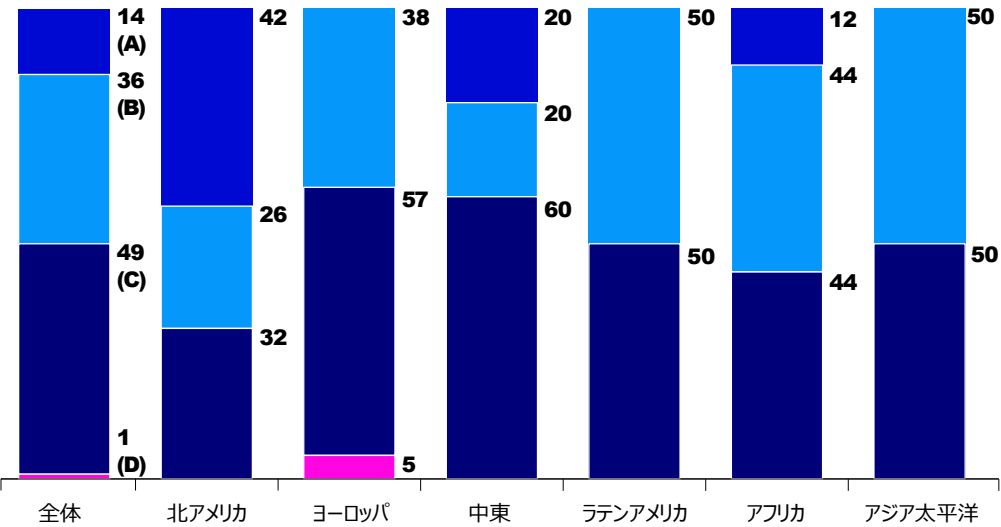
- プライベート・クレジット・ファンドに投資しています
- プライベート・クレジット取引に直接投資または共同投資を行っています
- 現在、プライベート・クレジットには投資していません



ポートフォリオにおけるプライベート・クレジットの活用状況はいかがですか？ 回答数：63

図 1.9
プライベート・クレジット配分の予想変化（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）

- 有意な増加（A）
- 中程度の増加（B）
- 変化なし（C）
- 中程度の減少（D）



今後1年間でプライベートクレジットへの配分はどのように変化すると予想しますか？ 回答数：55

プライベート・クレジット：ニッチから戦略的な柱へと成長

債券のリポジショニングに加え、プライベート・クレジットは、代替的な収入源とレジリエンスを求めるソブリン・ウェルス・ファンドにとって重要な投資対象として浮上しています。現在、ソブリン・ウェルス・ファンドの73%がプライベート・クレジットを採用しており（昨年の65%から増加）、50%が積極的に配分を増やし、減少させているのはわずか1%です。これは、ソブリン投資家の資産配分における最も決定的なトレンドの一つです（図1.8および1.9）。かつてはニッチな配分でしたが、より高い利回り、カスタマイズされたストラクチャー、そしてより低いボラティリティとパブリック・マーケットとの相関性を提供する戦略的柱として、ますます注目を集めています。

この変化は、マクロ経済状況と構造的な機会の両方によって推進されています。ベースレートの上昇、インフレの持続、そして債券と株式の分散投資の信頼性の低下は、プライベート・クレジットの魅力を高めています。変動金利であることから金利上昇局面でも資産保護を提供し、カスタマイズされた取引構造は投資家の投資目的とリスク許容度との整合性を高めます。

重要なのは、この変化が循環的なものや戦術的なものとして捉えられていないことです。多くのソブリン投資家は、より広範な戦略的再配置、つまり長期的な投資期間と資本の安定性を活用した再配置を主張しています。「プライベート・クレジットは、当社の戦略的優位性である忍耐強い資本を活かすことができます」と、ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは指摘しました。「これにより、より長い保有期間、カスタマイズされたストラクチャリング、あるいはより高い柔軟性を必要とする機会へのアクセスが可能になります。これらの優位性は、今日の混乱した市場環境においてますます価値を高めています。」

また、この変化を支える組織的変革を強調する機関投資家もいました。「主な課題は機会の発掘ではなく、オリジネーション能力とストラクチャリング能力の構築です」と、ある北米の機関投資家は述べています。「受動的な資本提供者から能動的な貸し手へと進化したことは、組織における重要な転換を表しています。」

データはこの見解を裏付けています。直接投資または共同投資を通じてプライベート・クレジットにアクセスするソブリン・ウェルス・ファンドの割合は、2024年の30%から2025年には44%へと急増しており、ファンドベースのアクセスも拡大しています（56%から63%へ）。（図1.8）。この二重のアプローチは、収益のより大きなシェアを獲得したいという願望の高まりと、同時に内部能力の開発も進めていることを反映しています。今後、ソブリン・ウェルス・ファンドの50%がプライベート・クレジットを増やす予定であり、北米に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドの68%がその割合を占めています（図1.9）。

ソブリン・ウェルス・ファンドがより複雑化、細分化が進む投資環境に適応していく中で、プライベート・クレジットは長期的な戦略的資産配分の枠組みにますます組み込まれるようになっていきます。もはや補完的またはオポチュニスティックな資産クラスではなく、安定性、低相関リターン、そしてポートフォリオ管理の強化に貢献する中核的な構成要素として捉えられています。

プライベート・クレジットは、
当社の戦略的優位性である
忍耐強い資本を活かすことができます。

ソブリン・ウェルス・ファンド
中東



2025年に向けたまとめ： 根本的な方向転換

2025年調査では、現在の状況は一時的な混乱ではなく、危機後の時代からの構造的な転換であるという認識が、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の間で高まっていることが明らかになりました。地政学的分断、金利の正常化、資産相関の変化、そしてインフレ動向の変化は、循環的な課題ではなく、投資環境の永続的な特徴として捉えられています。

この再評価は、金融機関のリスク、リターン、そしてレジリエンスに関する考え方に大きな変化をもたらしています。ポートフォリオ構築手法は依然として長期目標に根ざしているかもしれませんが、その基盤となる前提は再調整されています。

回答者は、地域を問わず、戦略的および運用上の転換を組み合わせることで、この新たな現実に適応していると報告しています。これには、資本市場の前提の見直し、シナリオ分析への依存度の高まり、そして分散投資原則の再検討（特に、伝統的な株式と債券のダイナミクスの信頼性が低下する中で）が含まれます。

かつては静的な防御的資産配分と見られていた債券は、リターン創出、流動性管理、そして構造的柔軟性といった進化する役割を果たすよう再構築されつつあります。同時に、プライベート・クレジットの台頭は、ボラティリティと政策の不確実性が顕著な環境において、レジリエンスと差別化されたリターンを提供できる資産クラスへの幅広い転換を示唆しています。



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



分散化された新興市場への投資環境において、 中国が戦略的優先事項として再び浮上



ソブリン・ウェルス・ファンドは新興市場へのターゲットを絞ったアプローチを採用しており、アジア（中国を除く）を最優先地域とし、特定のセクターにおける投資機会に焦点を絞った中国への新たな関心が高まっています。



マクロ経済の移行リスク全般に関する懸念が残る中、中国によるイノベーションリーダーシップへの信頼が重要技術への投資を牽引しています。



複雑でリスクの高い新興市場へのアクセスには、専門性の高い外部運用会社が依然として不可欠であり、地域的な分散とボラティリティを乗り切るためには、積極的な専門知識が不可欠と見られています。





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

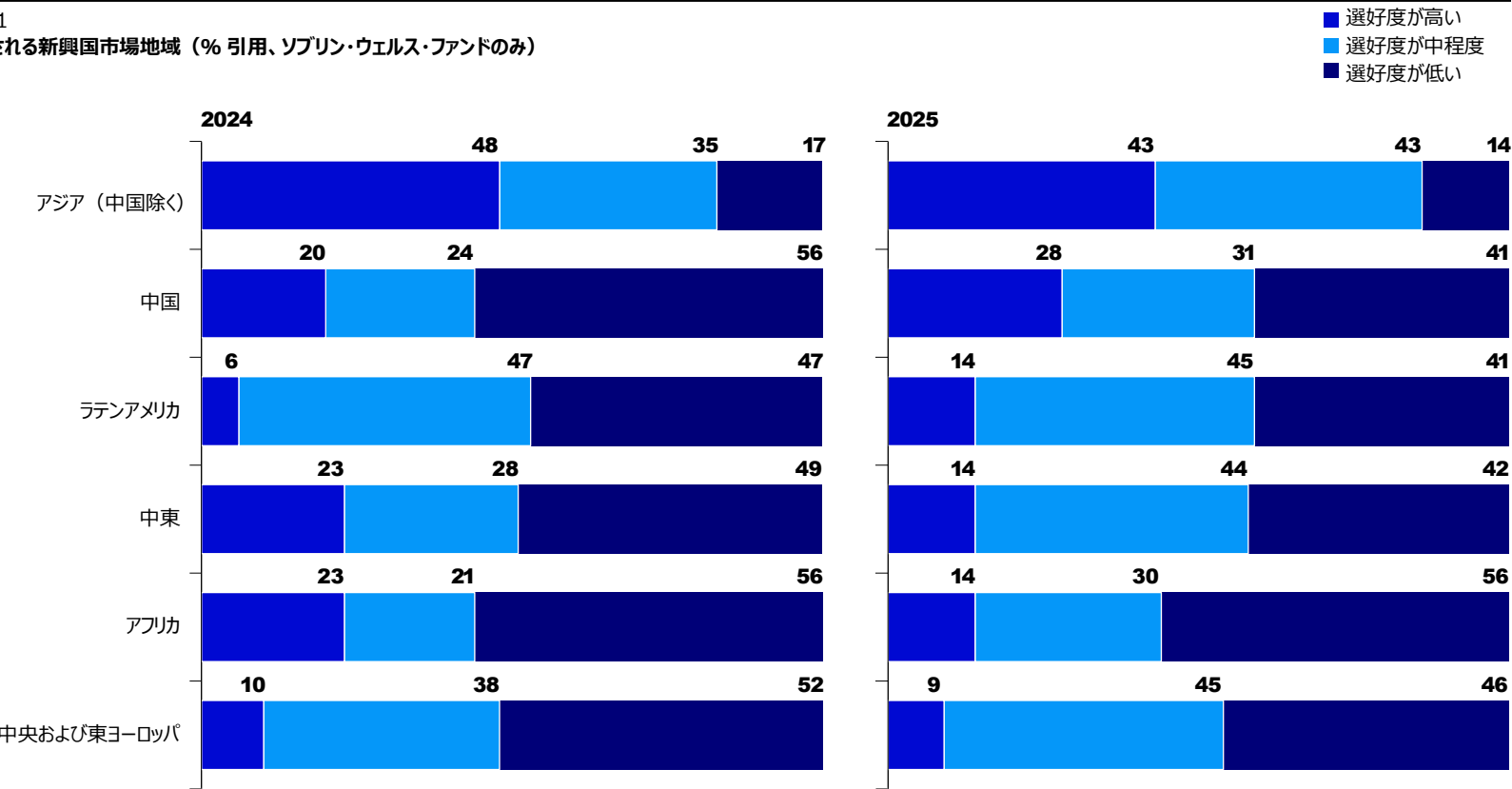
新興市場は依然としてソブリン・ウェルス・ファンドの戦略的重点分野ですが、投資機会における優先順位は変化しています。サプライチェーンの分断、地域ブロックの強化、そして政治リスクが投資環境におけるより永続的な特徴となる中で、ソブリン・ウェルス・ファンドは適応を続けています。新興市場への広範なエクスポージャーを求めるのではなく、構造的な成長トレンドと戦略的な分散投資目標を反映したポートフォリオを構築しています。

今年の調査では、中国への関心が明らかに再び高まっていることが示されており、ますます多くの機関投資家が中国を中核的な投資先と位置付けています（図2.1）。地政学的緊張が続く中、ソブリン・ウェルス・ファンドは魅力的な現地リターン、分散投資効果、そして重要技術における中国のリーダーシップの加速を、投資を行う魅力的な理由として挙げています。「私たちの焦点は中国のイノベーション主導型セクターへとシフトしています。これは、将来のグローバルリーダーシップが台頭する分野へのエクスポージャーを構築する機会だと考えています」と、ある中東の投資家は述べています。

同時に、より広範な新興市場戦略は、よりターゲットを絞ったものになっています。アジア（中国を除く）は、強固な国内ファンダメンタルズ、好ましい人口動態、そして世界的なサプライチェーン再編における役割の拡大に支えられ、引き続き高い評価を得ています。特にASEAN諸国は注目を集めています。中間層の消費の増加、インフラ投資、そして進行中の政策改革は、東南アジアの長期的な成長軌道に対する信頼感を強めています。インドもまた、その規模、拡大するデジタル経済、そして世界的な貿易摩擦からの相対的な独立性から、引き続き大きな注目を集めています。

ソブリン・ウェルス・ファンドにとって、これらの市場は、特に伝統的な先進国市場へのエクスポージャーの相関性と集中度が高まる中で、差別化された成長プロファイルと政治的分散の機会を提供します。

図 2.1
選好される新興国市場地域（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



新興国投資における最優先事項は何ですか？ 回答数：65



中国のテクノロジーリーダーシップに注目が集まる

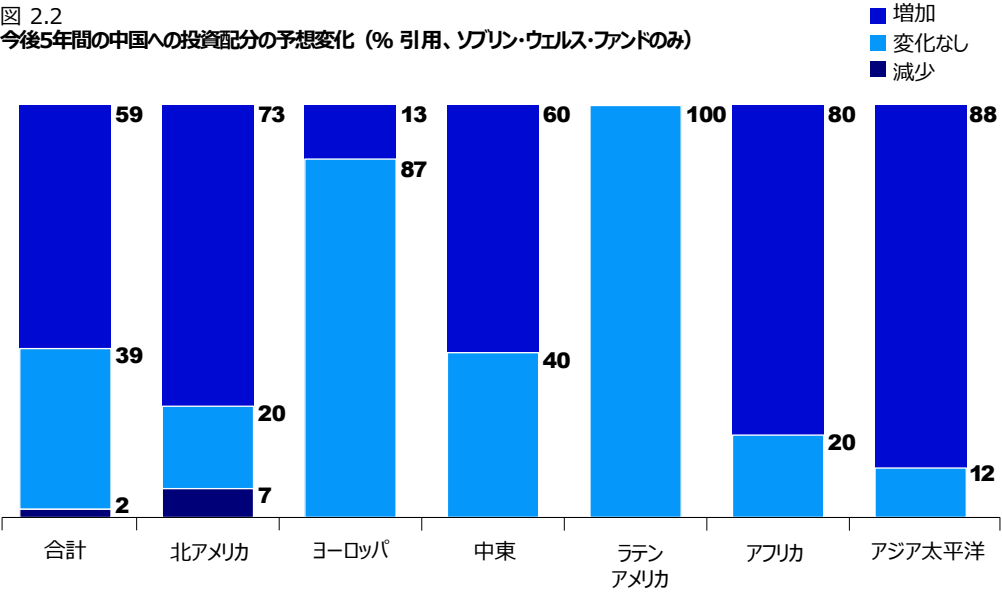
ソブリン・ウェルス・ファンドは、長期的な構造テーマと合致する分野に焦点を当て、中国へのエクスポージャーをより正確に調整しています。今年の調査では、ソブリン・ウェルス・ファンドの大多数が今後5年間で中国への配分を増やす予定であることが示され、特にアジア太平洋地域とアフリカに拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドが牽引しています（図2.2）。北米に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドでさえ、積極的な関与を示しており、現在の政治的緊張を乗り越え、長期的かつ構造的な機会に焦点を当てる姿勢を示しています。

魅力的な現地リターンが最大の推進要因として挙げられており（図2.3）、これはバリュエーションと収益性が他の市場と比較して魅力的な投資機会を提供しているという確信を反映しています。分散効果は2番目に多く挙げられた要因であり、投資家は中国を差別化された成長の源泉と見ており、中東に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドは、「中国の成長ストーリーは、西側諸国の動向とはあまり関係がありません。そのため、政治的分散および資本の分散にとって非常に効果的です」と述べています。

政治的分散および資本の分散にとって
非常に効果的です

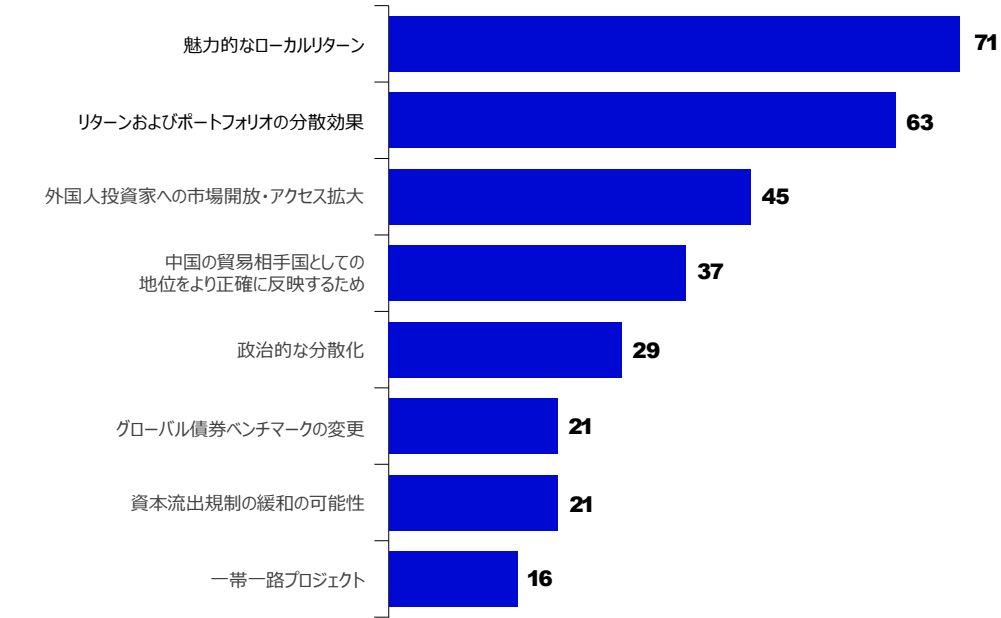
ソブリン・ウェルス・ファンド
中東

図 2.2
今後5年間の中国への投資配分の予想変化（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



今後5年間で、中国への投資額は絶対額でどのように変化すると予想しますか？ 回答数：49

図 2.3
中国への投資を促す要因（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



中国への投資を促す要因は次のどれですか？ 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





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



グリーンエネルギーと グリーンテクノロジーにおいて、 中国に真の競争相手は存在しません。

ソブリン・ウェルス・ファンド
中東

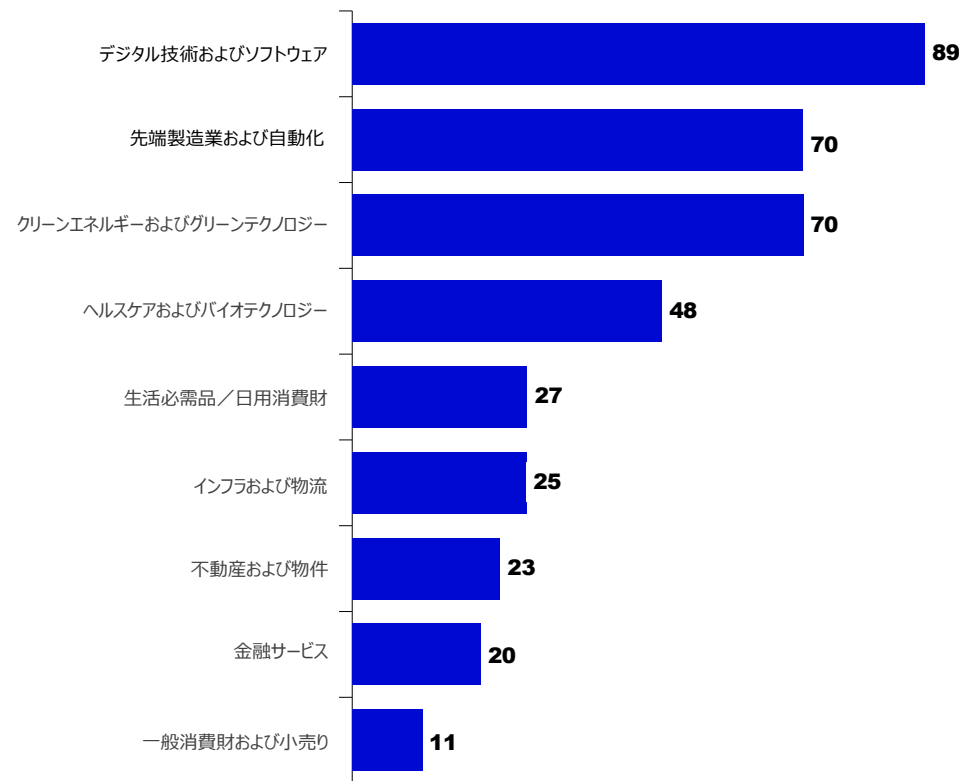
しかし、この新たな関心は、過去の広範な「中国への駆け込み」への回帰ではありません。市場の勢いと戦略的な政策支援の両方に支えられ、中国が世界的リーダーシップを発揮できる分野をターゲットとする、より慎重でセクターに焦点を当てたアプローチを反映しています。

そのため、ソブリン・ウェルス・ファンドは、広範なマクロ経済へのエクスポージャーではなく、特定のテクノロジーエコシステムを中心に中国戦略を策定する傾向が強まっています（図2.4）。これは、中国のイノベーションの勢いに対する構造的な確信と、新たな世界的テクノロジーリーダーシップの台頭に遅れをとりたくないという戦略的な願望の両方を反映しています。

中国はもはや、単に西側諸国に追いついているだけとは見なされていません。半導体、クラウドコンピューティング、人工知能、電気自動車、再生可能エネルギーインフラといった分野において、ソブリン・ウェルス・ファンドは中国をますます世界のリーダーと見なしています。この認識は、政府による多大な支援、重点的な産業政策、そして中国の急速なイノベーション拡大能力によって支えられています。

ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは、「グリーンエネルギーとグリーンテクノロジーにおいて、中国に真の競争相手は存在しません。中国は今後数十年にわたり、太陽光、風力、電気自動車、そしてバッテリー市場を独占するでしょう。」と述べています。アジア太平洋地域に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドは、この点を強調し、「半導体、クラウド、AIの分野では、利用可能なリソースと政策支援を考慮すると、中国が米国との差を縮めるのは時間の問題だ」と述べました。

図 2.4
中国で最も魅力的なセクター（％ 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



今後3～5年間で、中国のどのセクターが最も投資に魅力的だと思いますか？ 回答数：44

ソブリン・ウェルス・ファンドにとって、中国のイノベーション・エコシステムへの関与は、いくつかの戦略的なポートフォリオの目標達成に役立ちます：

- 先進国市場のテクノロジー集中からの脱却、特に米国超大型株へのエクスポージャーとの関連における分散化。
- エネルギー転換、自動化、デジタルインフラといった長期的な成長トレンドとの整合性。
- 世界のテクノロジーエコシステムが中国と欧米の間でますます乖離していく場合のポートフォリオのレジリエンス強化。

そのため、多くの機関投資家は、かつてシリコンバレーに注いでいた戦略的緊急性をもって、中国のイノベーション主導型セクターにアプローチしています。今日、エクスポージャーを逃すことは、世界の産業およびテクノロジーにおける次世代のリーダーシップを逃すことを意味する可能性があるという認識が高まっています。

中国経済の移行に関する異なる見解

中国のイノベーション能力については楽観的な見方が広がっている一方で、より広範な経済の移行に対する見解は複雑です（図2.5）。今年の調査では、ソプリン・ウェルス・ファンド間の見解の相違が浮き彫りになっています。

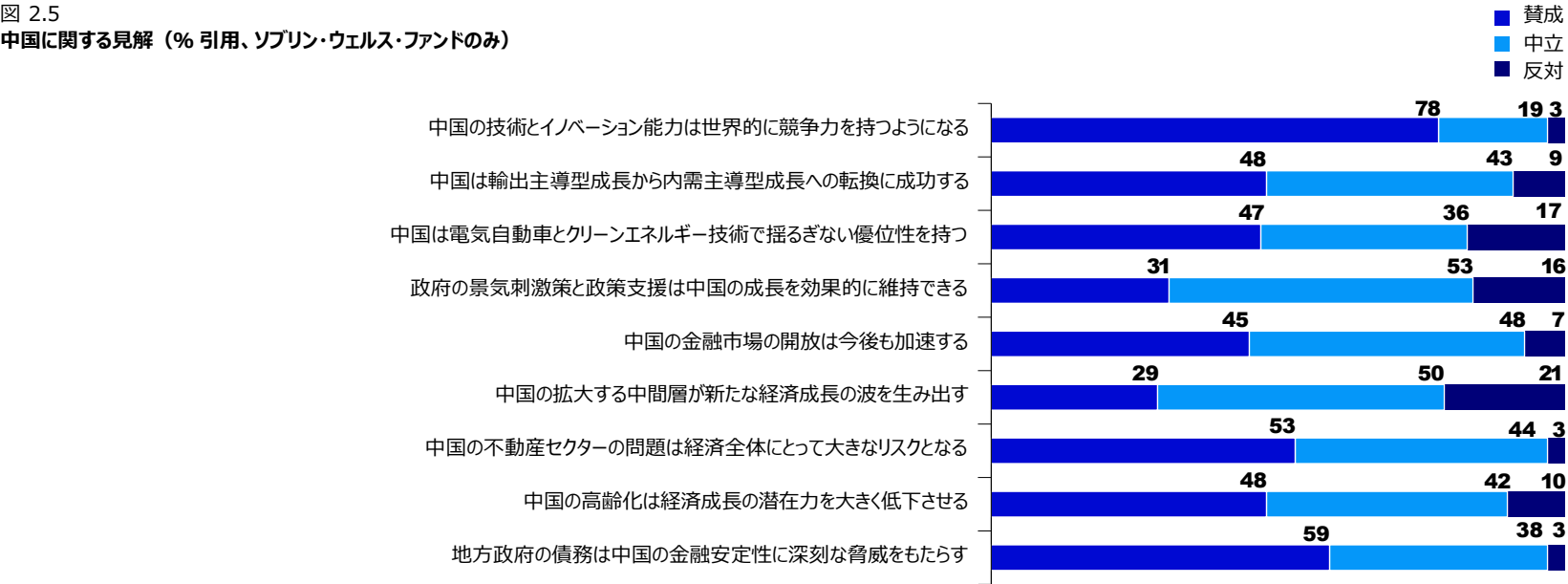
- 78%が、中国のテクノロジー・イノベーション分野は世界的競争力を持つようになると考えています。
- 48%が、中国は輸出主導型経済から内需主導型経済への転換に成功すると考えています。

不動産セクター、人口動態の逆風、地方政府債務をめぐる懸念は、依然としてセンチメントを圧迫しています。北米のあるソプリン・ウェルス・ファンドは、「高齢化は大きな懸念事項ではないと考えています。しかし、景気刺激策による成長は不十分であり、最終的には中国は市場を開放せざるを得なくなると考えています」と述べています。アジア太平洋地域に拠点を置くソプリン・ウェルス・ファンドも、同様の見解を示し、「中国の構造的な経済モデルと、輸出主導型経済から内需主導型経済への効果的な転換能力について、引き続き懸念を抱いています」と述べています。

この見解の相違は、選択的な関与の必要性を改めて強調しています。ソプリン・ウェルス・ファンドは、中国の国際競争力が最も顕著に表れるセクターへの投資を強化する一方で、不動産、一般消費財、地方政府財政といったマクロ経済依存度の高い分野については慎重な姿勢を維持しています（図2.4）。

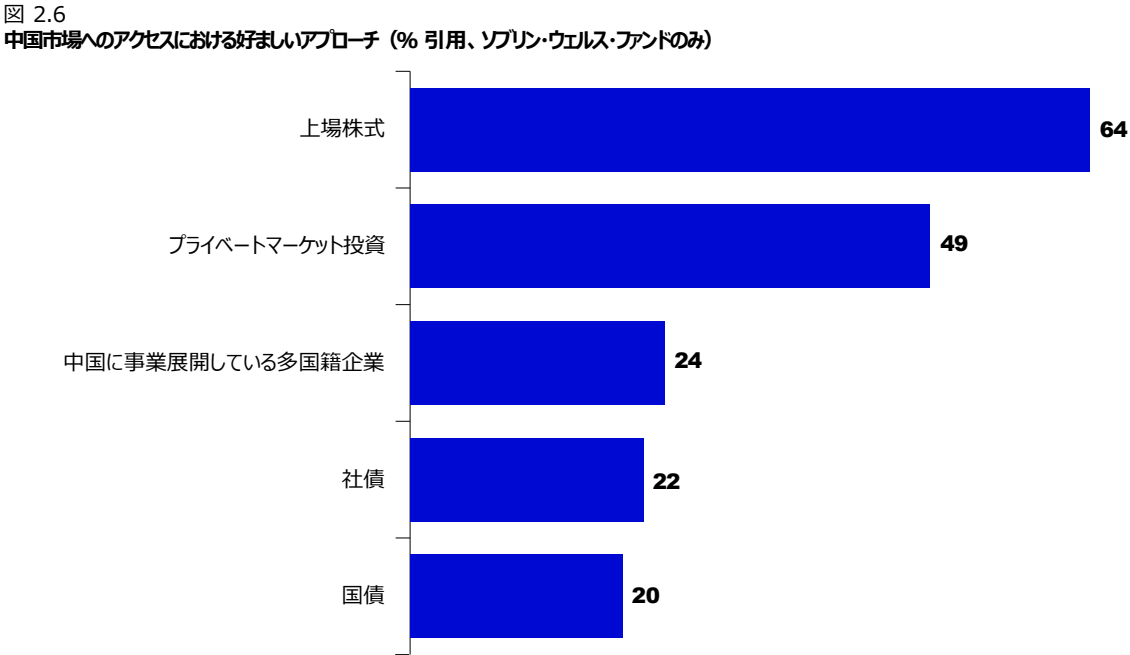
これは投資対象の選択にも影響を与えており、上場株式やプライベートマーケットへの投資は中国市場へのアクセス手段として好まれており、投資家はイノベーション主導のセクターをより厳選して投資することが可能となっています（図2.6）。社債や国債へのエクスポージャーは、信用力やマクロ経済リスク全般に関する懸念を反映して、依然として比較的限定的となっています。

図 2.5
中国に関する見解（% 引用、ソプリン・ウェルス・ファンドのみ）



これらの記述にどの程度同意しますか？ 回答数：58

図 2.6
中国市場へのアクセスにおける好ましいアプローチ（% 引用、ソプリン・ウェルス・ファンドのみ）



中国市場への参入にあたって、どのようなアプローチを好みますか？ 回答数：45



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



重要なのは、
その地の利を熟知した人材と共に、
複雑な状況を乗り越えていくことです。

ソブリン・ウェルス・ファンド
アジア

新興国市場での成功には外部運用会社が不可欠

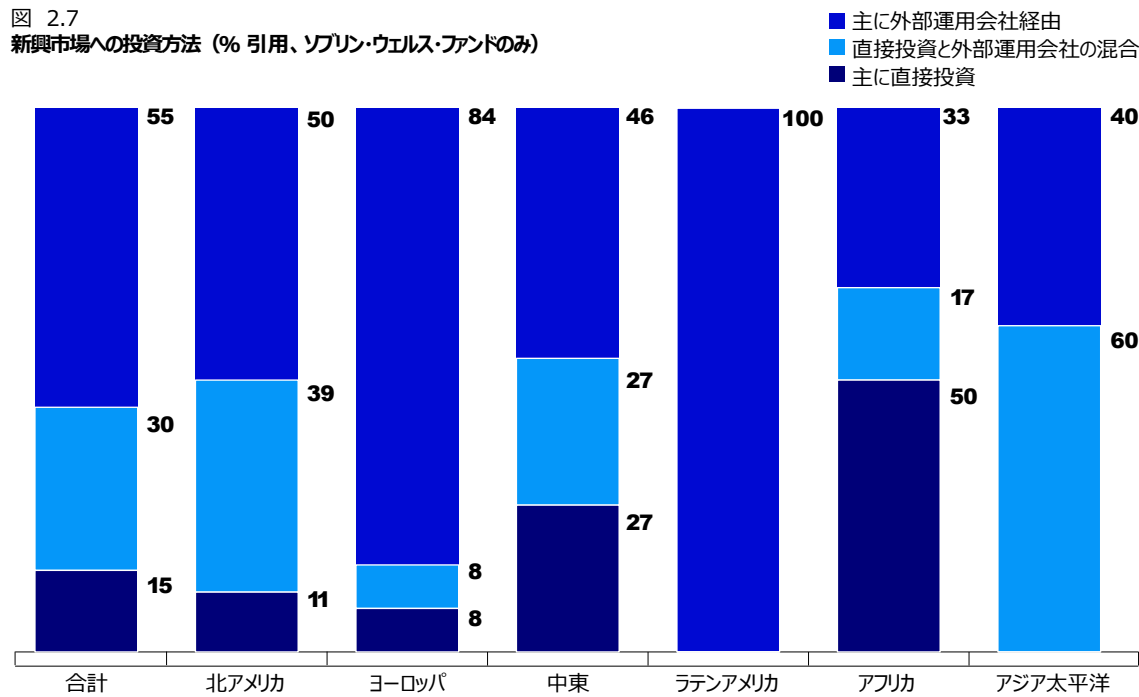
ソブリン・ウェルス・ファンドは、中国をはじめとする新興国市場全般において、アクティブ運用と専門知識に大きく依存し続けています。直接投資は馴染み深く、よく理解されている市場に集中して活用する一方、外部運用会社については、より複雑またはフロンティア市場への投資機会に広く活用されています。

ソブリン・ウェルス・ファンドのうち、直接投資の活用のみで投資していると回答した企業はわずか15%です（図2.7）。一方、新興国市場へのパッシブ投資は依然として稀で、パッシブ戦略を積極的に活用していると回答した企業はわずか9%にとどまっています。これは、新興国市場全体におけるアクティブ運用の価値に対する幅広い認識を反映しています（図2.8）。

ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは、「新興国市場のリスクが高まるにつれて、採用すべき資産運用会社を見つけることになるだろう」と説明しました。アジア太平洋地域に拠点を置くある機関は、「新興国市場へのエクスポージャーの大部分は依然として新興国投資に精通した運用会社を通じて確保されています。重要なのは、その地の利を熟知した人材と共に、複雑な状況を乗り越えていくことです。」と付け加えました。

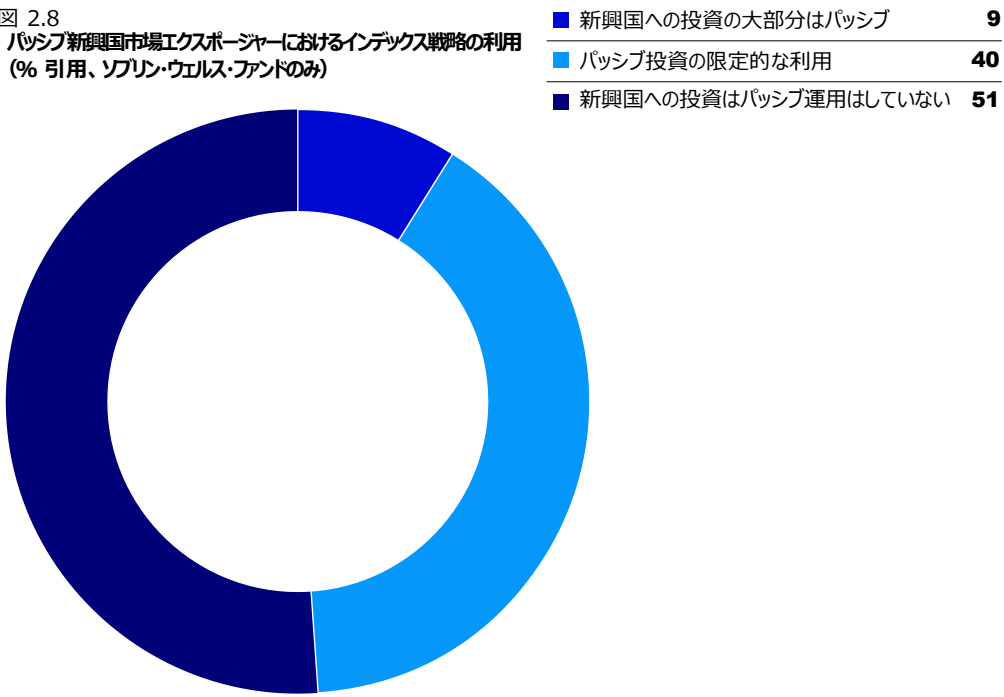
外部の専門知識を重視することは、より広範な戦略的ポイントを浮き彫りにしています。つまり、今日の新興国投資の成功には、現地の知識、規制に関する洞察、戦術的な機敏性が求められます。これらの特性は、市場に関する深い専門知識を持つ外部の運用会社が、一般的に最も提供できる立場にあると考えられています。

図 2.7
新興市場への投資方法（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



新興国市場に特化した外部の運用会社と直接投資していますか、それともパートナーシップやファンドを通じて投資していますか？ 回答数：60

図 2.8
パッシブ新興国市場エクスポージャーにおけるインデックス戦略の利用（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



新興国市場へのパッシブ投資にインデックス戦略またはETFを利用していますか？ 回答数：47



結論： 新興国投資の新たな戦略

ソブリン・ウェルス・ファンドは、新興国市場へのアプローチを再構築し、より厳選し、長期的な構造的機会を重視しています。広範な新興国ベータ戦略は、差別化されたエコシステム、技術リーダーシップ、そして政治的多様性を軸としたターゲット型アロケーションへと移行しつつあります。

中国は、この再調整の中心に再び位置づけられています。投資家は慎重ながらも断固とした姿勢で投資に取り組んでおり、中国のイノベーション力、製造規模、そして政策優先事項が競争優位性を生み出すために合致するセクターを支持しています。

この再構築は、より広範な新興国市場戦略がどのように適応しているかを示すケーススタディであり、地域の分断と、より専門的で投資機会主導型のエクスポージャーの必要性を反映しています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、新興国市場を単一の均質な投資機会の集まりとして扱うのではなく、これらの市場の複雑性と多様性を認識したポートフォリオを構築しています。



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

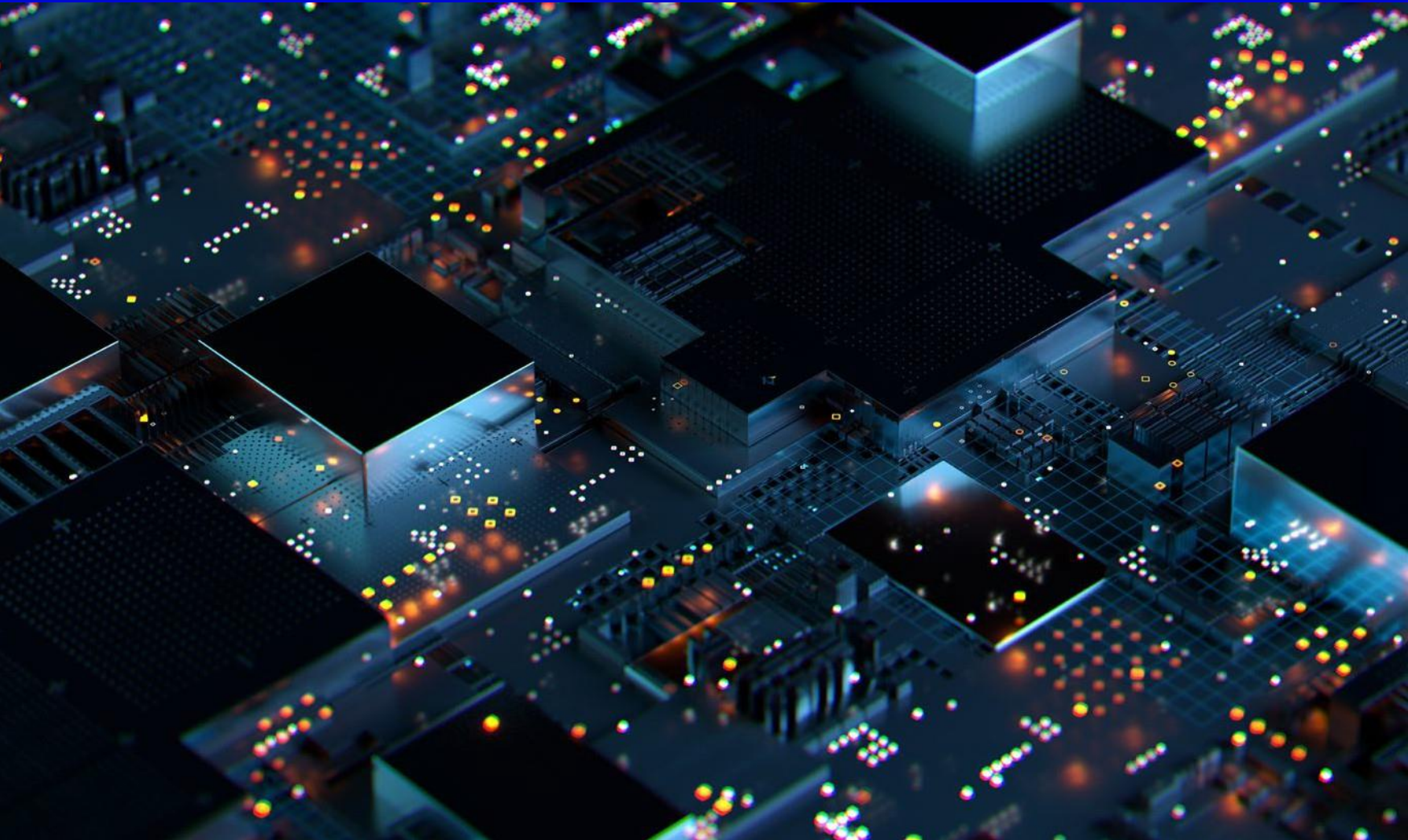
付録





- 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

デジタル資産：構造的な可能性の中での 継続的な探究



ソブリン・ウェルス・ファンドによる直接投資は依然として限定的だが、2022年以降顕著な変化が見られ、一部の機関が戦略的なエクスポージャーに向けた初期的な取り組みを始めています。



ソブリン・ウェルス・ファンドはデジタル資産を長期的な選
択肢の可能性として評価しており、イノベーション関連の
エクスポージャーやインフラ投資への注目も高まっています。



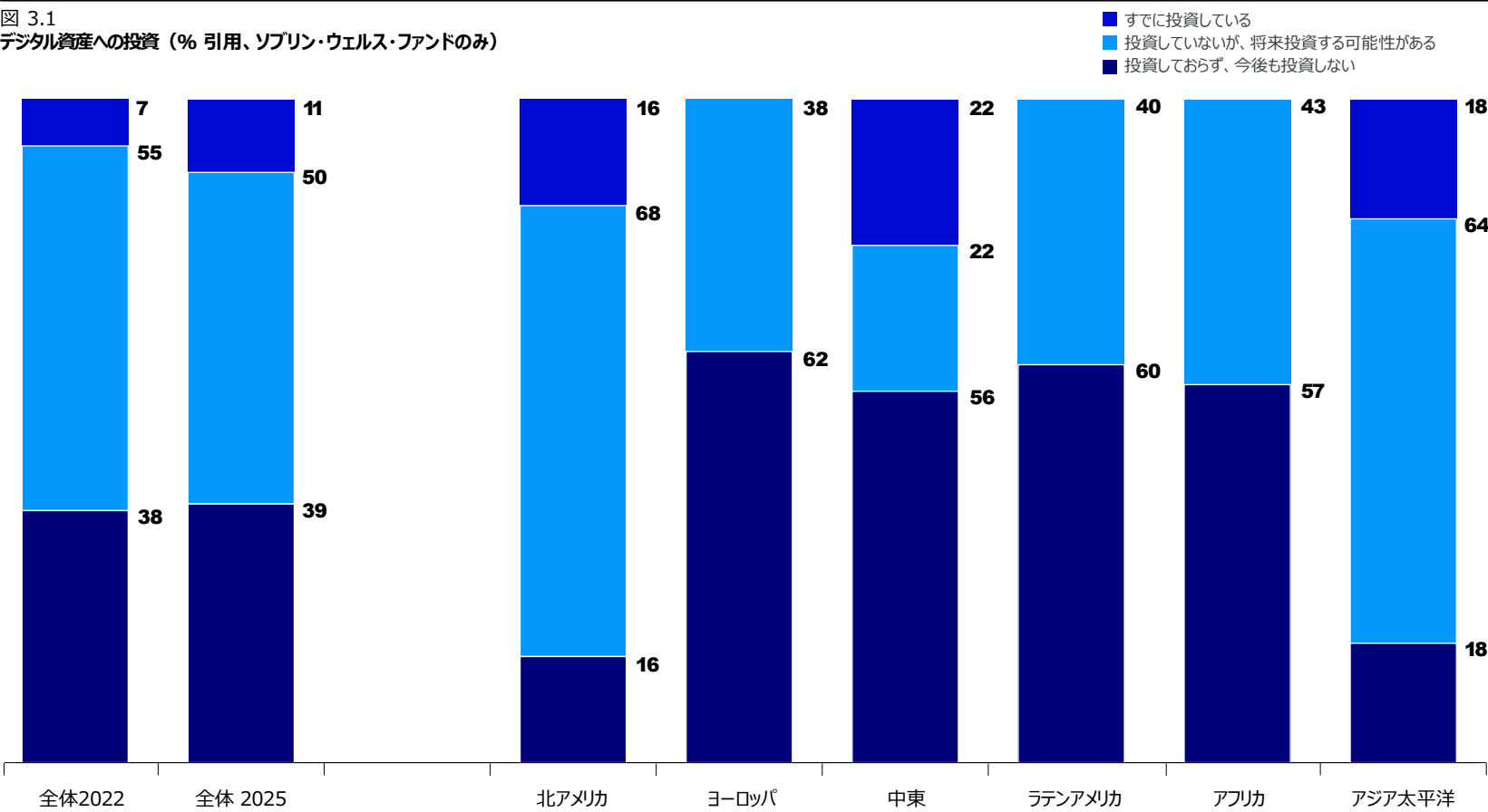
中央銀行は、イノベーションへの意欲と金融の安定性への
リスクのバランスを取りながら、デジタル通貨への取り組
みを徐々に進めています。





デジタル資産は、もはや機関投資家にとって異質な話題ではありません。懐疑的な見方は残るものの、ここ数年で議論は大きく変化しました。本研究では、暗号資産、中央銀行デジタル通貨、そしてブロックチェーン技術のその他の応用分野（総称して「デジタル資産」）が、公的機関によってどのように評価されているかを調査しています。

今年の調査では、2022年と比較して、デジタル資産に直接投資したソブリン・ウェルス・ファンドの数がわずかながらも注目すべき増加を示しています。投資が最も多く見られるのは、中東、アジア太平洋地域、北米です（図3.1）。全体的な投資規模は依然として控えめですが、これは抽象的な関心から、慎重ながらも、現実的な関与へと移行を示しています。

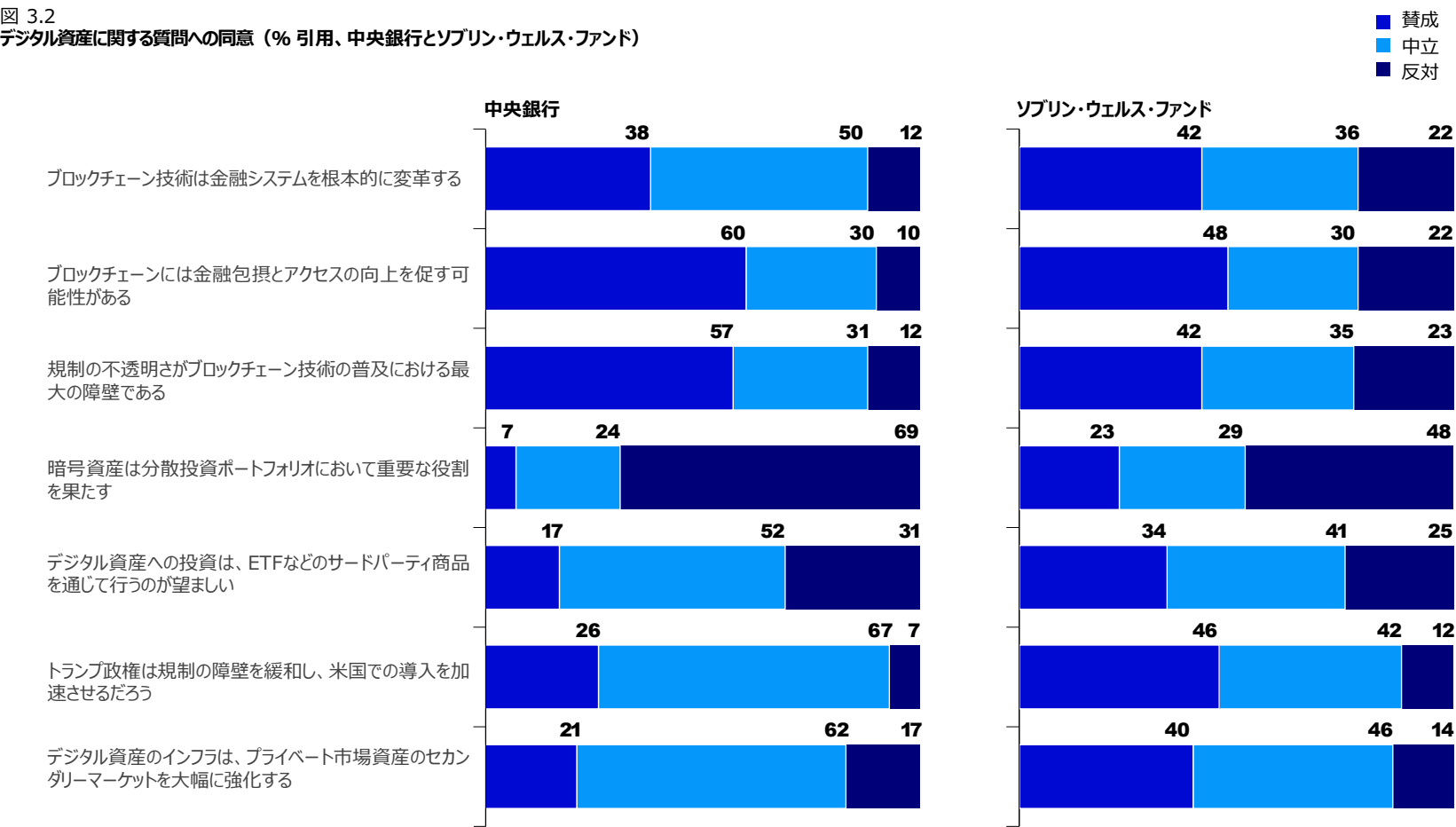


現在、デジタル資産に投資していますか？ 回答数: 64



同時に、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の双方が、デジタル資産を支えるテクノロジーと資産そのものをより明確に区別しています。暗号資産への信頼は依然として低いものの、ほとんどのソブリン・ウェルス・ファンドは、ブロックチェーンが金融システムを根本的に変えるという点で一致しています（図3.2）。一方、多くの中央銀行は、中央銀行デジタル通貨（CBDC）へのブロックチェーンの応用を積極的に検討しています。こうしたインフラへの楽観的な見方と資産レベルでの懐疑論との間にある緊張関係は、現在、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行の両方によるデジタル資産の評価の中心に位置しています。

図 3.2
デジタル資産に関する質問への同意（% 引用、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンド）



これらの記述に賛成ですか、反対ですか？ 回答数：106

現在デジタル資産には投資していませんが、
その潜在的なメリットを認識しています。

ソブリン・ウェルス・ファンド
北アメリカ

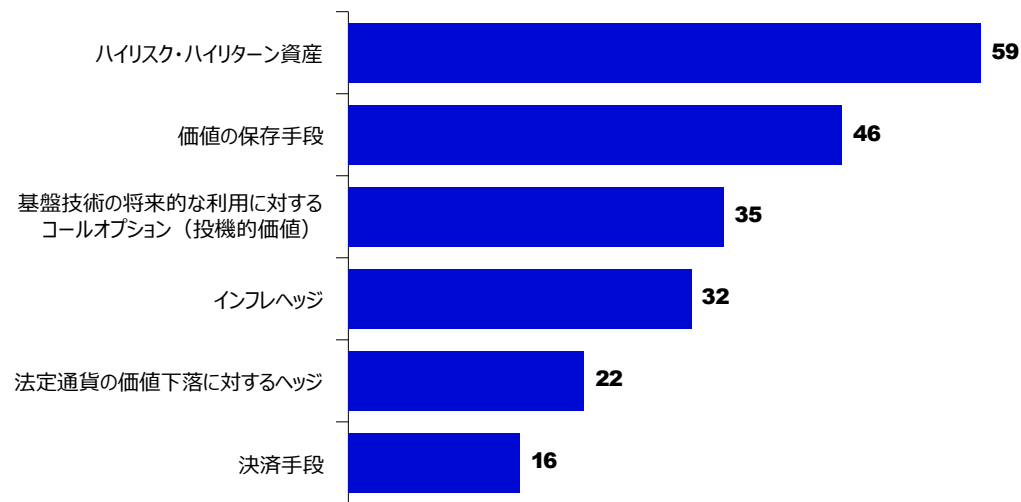


はじめに
主な指標
テーマ 1
テーマ 2
[テーマ 3](#)
テーマ 4
テーマ 5
付録



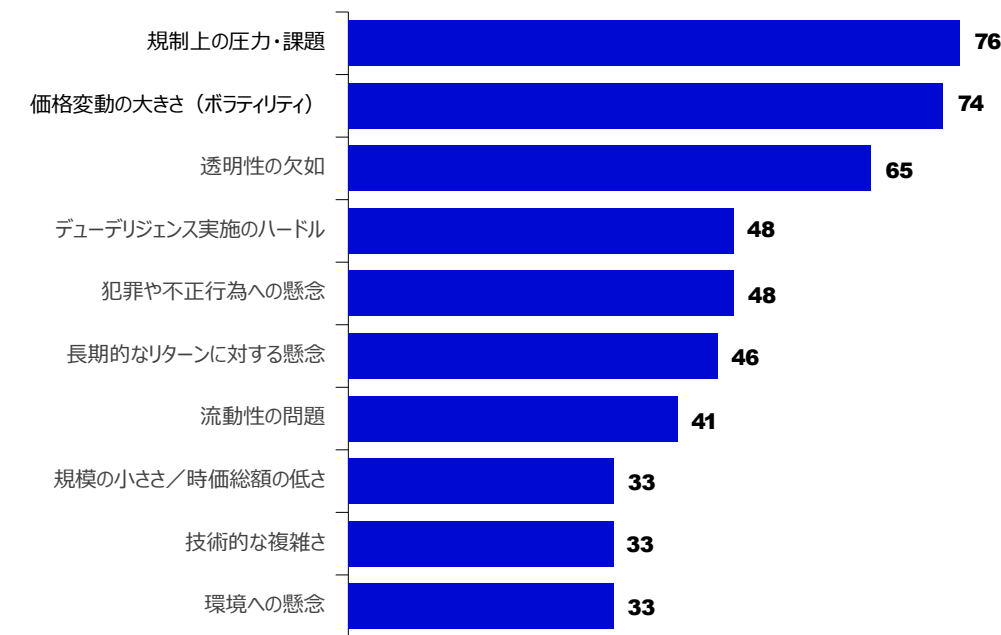


図 3.3
デジタル資産が果たせる役割（% 引用、投資済みまたは投資の可能性のあるソブリン・ウェルス・ファンド）



デジタル資産はあなたのポートフォリオにおいてどのような役割を果たせると思われますか？ 回答数：37

図 3.4
デジタル資産への投資障壁（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



デジタル資産への投資における障壁は何でしょうか？ 回答数：54

ソブリン・ウェルス・ファンドのポートフォリオにおけるデジタル資産の戦略的視点

ほとんどのソブリン・ウェルス・ファンドにとって、デジタル資産はコア資産とは位置づけられておらず、将来のテクノロジーの破壊的変化に対するオプション戦略、すなわち小規模で非対称的な投資として捉えられています（図3.3）。現在、直接的な投資は依然として稀ですが、今年の調査では、規制の枠組みが成熟し、市場構造が改善されるにつれて、ソブリン・ウェルス・ファンドが将来的に参加することへの慎重ながらも高まりつつある関心が示されています。規制は依然として投資における最大の障壁となっていますが（図3.4）、トランプ政権下でより明確で安定した規制環境の整備に再び注目が集まることにより、こうした懸念の一部が軽減される可能性があるという、慎重ながらも楽観的な見方もあります（図3.2）。

デジタル資産への投資は、実際に行われる場合もその規模は極めて限定的で、通常はポートフォリオ総額の数パーセントにとどまります。これは、ブロックチェーン主導の金融エコシステムが広く普及した場合の潜在的な大幅な上昇を捉えることを目的として設計されています。ポートフォリオの観点から見ると、回答者は一般的に、デジタル資産はオルタナティブ投資、イノベーション重視の投資、またはオポチュニスティック投資の一環として検討されていると回答しました。したがって、デジタル資産は一般的に金のような伝統的な安全資産の代替として位置付けられておらず、株式や債券のような標準的な分散投資手段としてもまだ扱われていません。

この慎重なアプローチは、ソブリン・ウェルス・ファンドが一般的に遵守しなければならない受託者責任によって強化されています。たとえ小規模な実験的なエクスポージャーであっても、通常は厳格なデューデリジェンス、強固なガバナンス体制、そして取締役会による明確な承認が必要です。これは、特にボラティリティが高く規制が緩い市場に伴うレピュテーションリスクを考慮するとなおさらです。ある北米のソブリン・ウェルス・ファンドは、「現在デジタル資産には投資していませんが、その潜在的なメリットを認識しており、将来の意思決定の参考とするために動向を注視しています」と説明しています。

ソブリン・ウェルス・ファンドの種類によって、戦略的な視点も異なります。

- 世代を超えた富の創造に重点を置くインベストメント・ソブリン・ウェルス・ファンドは、一部のオプション投資が必ずしも利益を生まないことを受け入れつつも、少額のエクスポージャーを配分することに最も積極的であることが示されています。
- 国家の成長支援をアジェンダとして掲げる開発ソブリン・ウェルス・ファンドは、より広範な経済開発目標と整合したブロックチェーン・インフラやデジタル金融プラットフォームにますます投資機会を見出しています。
- 年金などの将来の債務に備えて資産を運用する債務ソブリン・ウェルス・ファンドは、予測可能なリターンを求めるため慎重な姿勢をとっています。しかしながら、一部の国は、長期的な投資期間におけるデジタル金融の潜在的な重要性を認識し、選択的に投資を行っています。
- 景気後退期に短期的なマクロ経済支援を提供することを目的とした流動性ソブリン・ウェルス・ファンドは、流動性と資本の確実性を求めることから、一般的により慎重な姿勢を示しています。

多くのソブリン・ウェルス・ファンドは、デジタル資産を直接保有するのではなく、ベンチャーキャピタル、イノベーション・プラットフォーム、またはより広範なブロックチェーン・エコシステムをターゲットとするインフラ関連ファンドを通じた間接的な投資を好みます。全体として、デジタル資産は、将来の金融イノベーションに備えるための小規模かつ意図的なポートフォリオ構成要素として、徐々に認識されつつあります。これは、ソブリン・ウェルス・ファンドの中核的な使命や受託者責任を損なうことなく、戦略的オプションを確保する手段とされています。

はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

[テーマ 3](#)

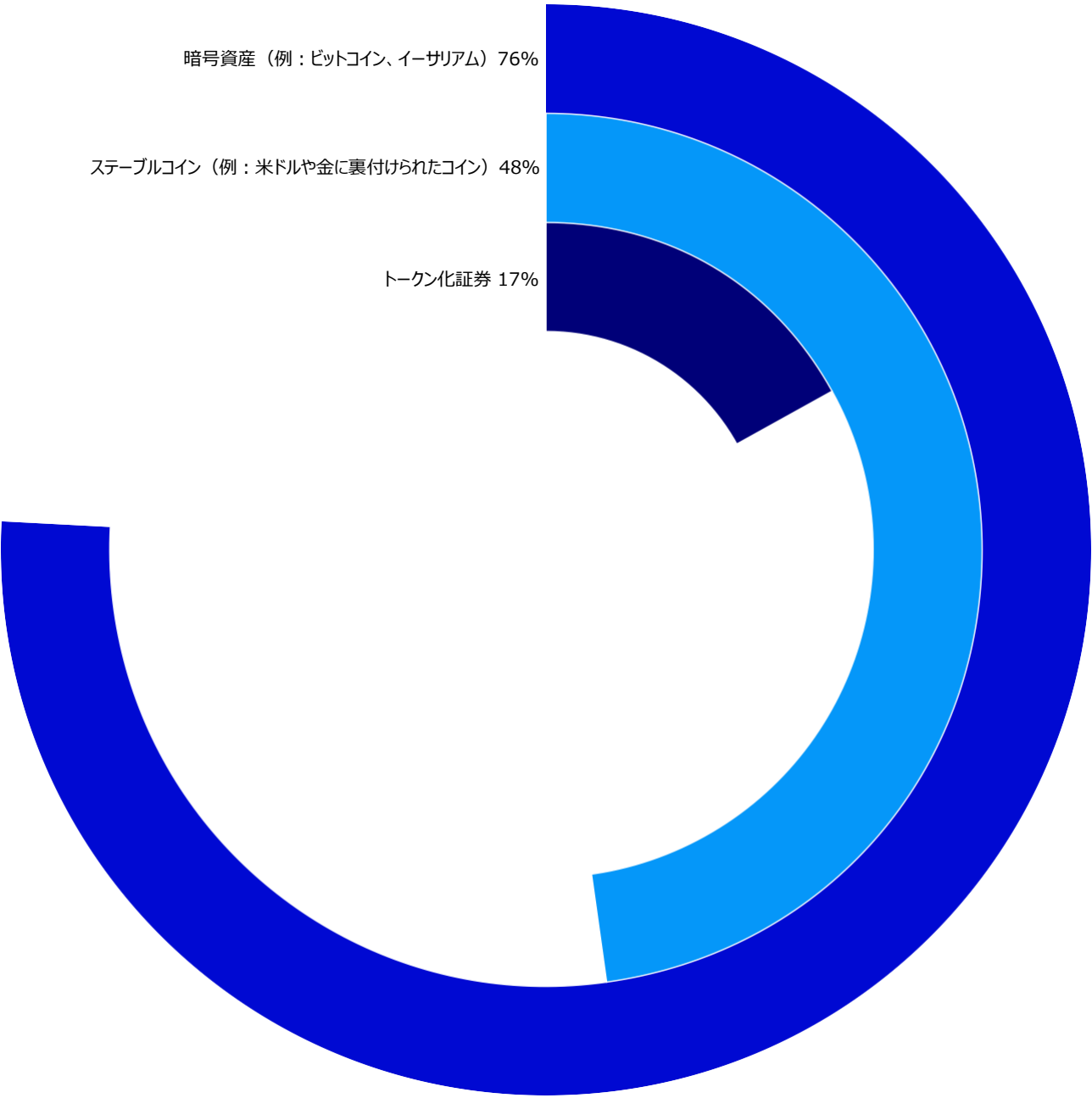
テーマ 4

テーマ 5

付録



図 3.5
最も検討する可能性が高いデジタル資産（% 引用、投資済みまたは投資する可能性のあるソブリン・ウェルス・ファンド）



検討したいデジタル資産クラスはありますか？回答数：29

ステーブルコイン、分散化、そして新興市場における活用事例

今年の調査における重要なトレンドの一つは、特に新興国のソブリン・ウェルス・ファンドにおいて、ステーブルコインへの関心が高まっていることです（図3.5）。ステーブルコインは従来の暗号通貨よりも統合しやすいと考えられており、価格安定性と実社会への応用可能性から、将来のクロスボーダー決済システムや流動性管理ツールへの適合性が高いと考えられます。

特に通貨ボラティリティの高い市場においては、デジタル資産、特にステーブルコインは、まだ準備資産とはみなされていないものの、最終的には分散化や資本効率化のツールとして機能する可能性があります。

この変化は、デジタル資産を一括りに捉えるべきではないという考え方の変化を反映しています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、様々な金融商品を区別し、デジタル資産エコシステムの様々な構成要素が特定の戦略的機能にどのように役立つかを評価するようになっています。

米国の新政権による暗号資産への見通しには好感を持っていますが、規制面ではまだ整備すべき枠組みが残されています。

ソブリン・ウェルス・ファンド
北アメリカ



- 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



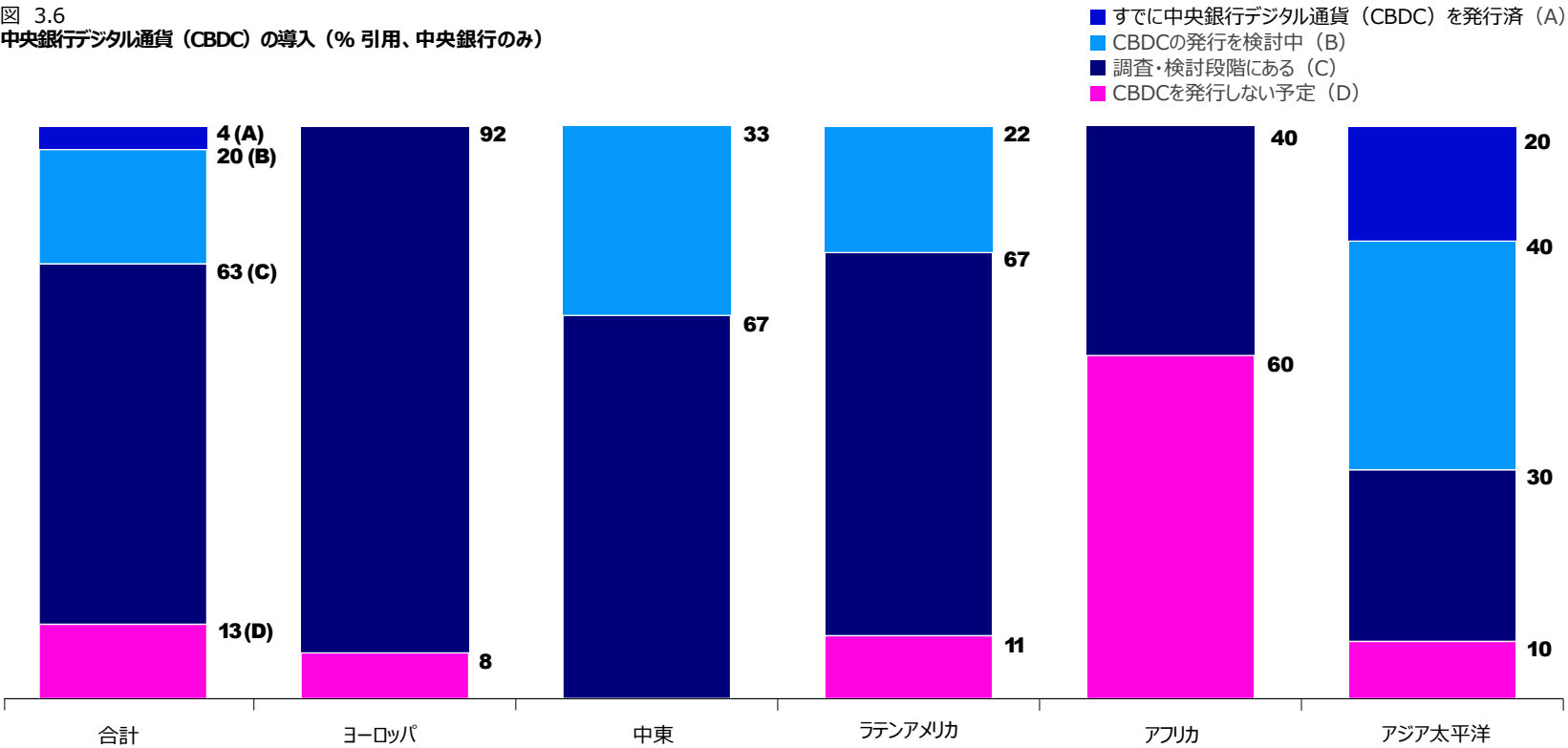
CBDCs:イノベーションへの
野心と慎重な実行

中央銀行は、ソブリン・ウェルス・ファンドによるデジタル資産の探究に加え、より広範なデジタル金融戦略の一環として、中央銀行デジタル通貨（CBDC）の検討を続けています。CBDCへの関心は高いものの、実際の導入は依然として限定的です（図3.6）。幅広い潜在的メリットを認識しているものの（図3.7）、多くの中央銀行は依然として研究、設計、または試験段階にあり、その機会の規模とリスクの複雑さの両方を反映しています。

CBDC探究の動機は地域によって異なります。

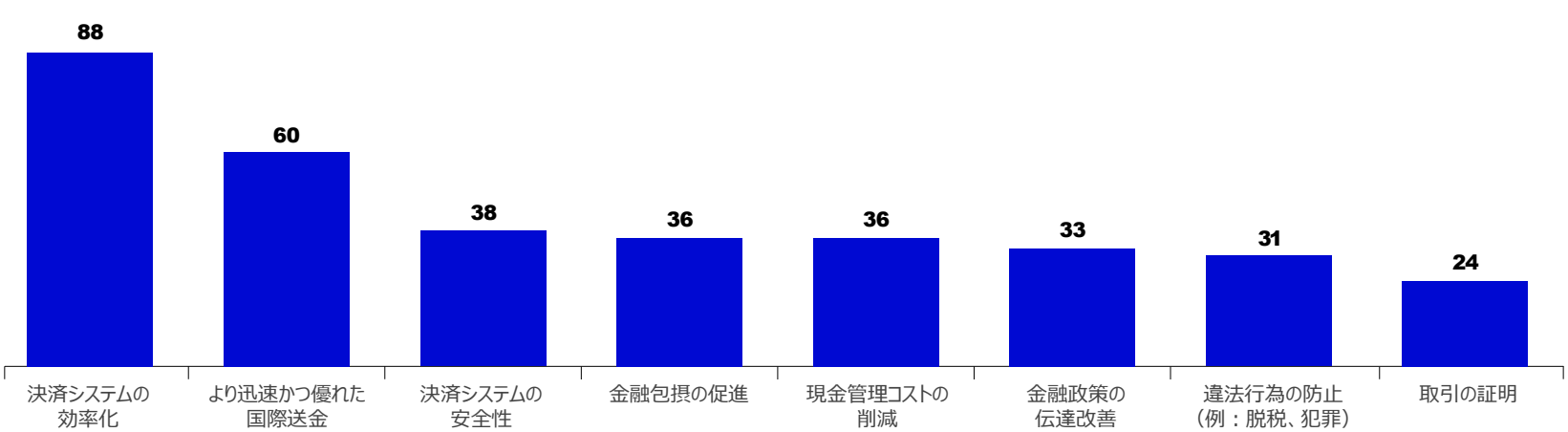
- 新興国の中央銀行では、CBDCは金融包摂の拡大、国内決済の近代化、そして変動の激しい現地通貨への依存度を低減するためのツールと見なされることが多いです。
- 先進国の中央銀行では、決済効率の向上、通貨主権の確保、そして民間デジタル通貨との競争が激化する中での金融システムの安定性強化に重点が置かれています。

図 3.6
中央銀行デジタル通貨（CBDC）の導入（% 引用、中央銀行のみ）



中央銀行デジタル通貨（CBDC）との現在の関わりはどのようなものですか？ 回答数：46

図 3.7
CBDCの潜在的なメリット（% 引用、中央銀行のみ）



CBDC導入の主なメリットは何だと思われますか？ 回答数：42

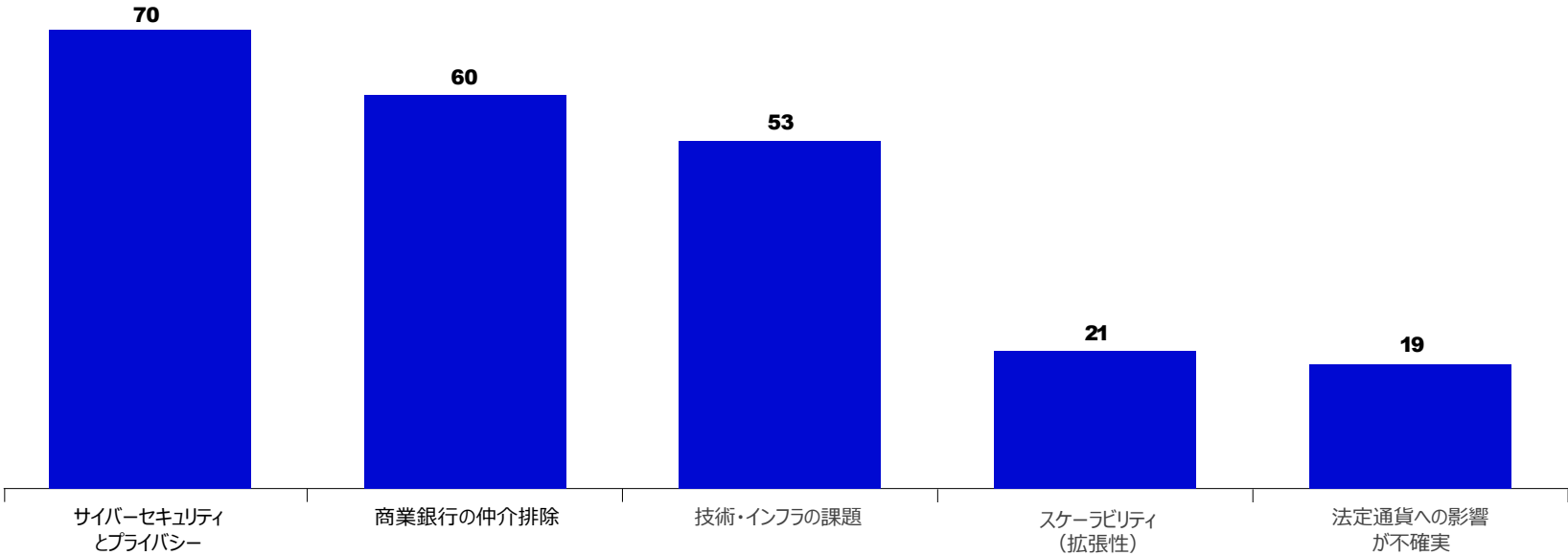


- はじめに
- 主な指標
- テーマ 1
- テーマ 2
- [テーマ 3](#)
- テーマ 4
- テーマ 5
- 付録





図 3.8
CBDC導入のリスク（% 引用、中央銀行のみ）



CBDC導入の主なリスクは何だと思いますか？ 回答数：43

戦略的関心は高いものの、大きな障壁が進展を阻み続けています（図3.8）。サイバーセキュリティリスクは依然として大きな懸念事項であり、特にCBDCプラットフォームをサイバー攻撃から保護することで国民の信頼を損なう可能性が懸念されています。また、仲介機能の喪失（disintermediation）への懸念もあります。預金者がストレス時に商業銀行からCBDCに多額の預金を移した場合、伝統的な銀行システムの安定性が損なわれる可能性があります。ある欧州中央銀行関係者は、「より安全と認識されているCBDCへの資金の急速な移転にはリスクがあり、銀行セクターの安定性に対する懸念が生じている」と述べています。

技術的な課題が開発をさらに複雑化させています。拡張性、国境を越えた相互運用性、プライバシー保護、そしてシステム障害への耐性を備えたCBDCの設計は容易ではありません。多くの中央銀行は、アクセス管理、流通モデル、透明性と個人のプライバシーのバランスなど、ガバナンスの問題にも取り組んでいます。

これらのリスクを踏まえ、ほとんどのCBDCプロジェクトは計画的に進展しています。中央銀行は段階的なイノベーションに焦点を当て、サンドボックス実験を開始し、民間企業との提携、そしてモデルと標準のテストのための国際的な連携に重点を置いています。現在の考え方は「戦略的忍耐」であり、CBDCが将来的に国内およびグローバルな金融を再構築する可能性を認識しつつも、初期段階での失敗が過大な影響を及ぼす可能性があることを警戒しています。現時点では、CBDCはデジタル資産戦略の重要な一部ではありますが、積極的な展開ではなく慎重な姿勢で取り組まれています。

より安全と認識されているCBDCへの資金
の急速な移転にはリスクがあります。

中央銀行
欧州





結論： リスクを抑えつつ将来の 可能性に備える投資姿勢

ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、戦略的な関心と運用上の慎重さのバランスを取りながら、投資可能な資産と金融インフラの進化の両面に注目してデジタル資産に取り組んでいます。ソブリン・ウェルス・ファンドによる暗号資産への直接投資は依然として限定的ですが、もはや仮説的なものではありません。デジタル資産が分散型ポートフォリオにおいて控えめながらも意味のある役割を果たす可能性を認識し、初期的なステップを踏み始めているファンドが増えています。

むしろ、デジタル資産をポートフォリオにおけるオプション戦略として位置づけており、グローバルな金融インフラの将来的な変化に対して非対称なエクスポージャーを得る手段としつつ、コアの使命を損なわないようにしています。多くの中央銀行も、中央銀行デジタル通貨（CBDC）の可能性を探っており、これは金融インフラや、個人および機関が中央銀行の準備金にアクセスする方法を変える可能性があります。

CBDC、ブロックチェーン・プラットフォーム、ステーブルコイン、そしてターゲットを絞ったイノベーション投資はすべて、慎重な探究と選択的なポジショニングという、より広範なトレンドを反映しています。デジタル化と分断化が進む金融システムにおいて、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は慎重に、しかし意図的に対応しています。



はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

[テーマ 3](#)

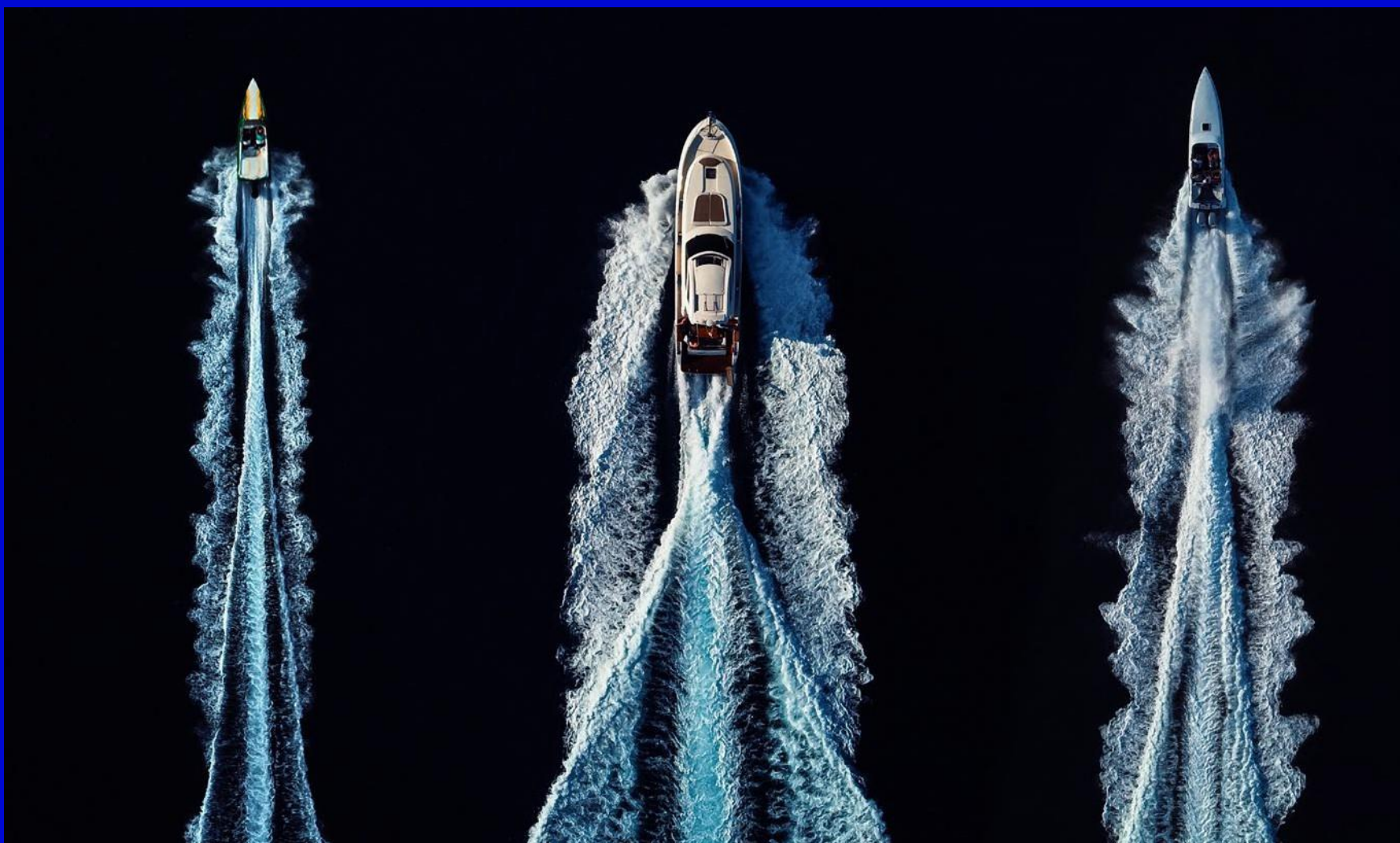
テーマ 4

テーマ 5

付録



ベンチマークを超えて、 不確実性の中でアクティブ運用を重視



ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、地政学的ボラティリティの高まり、市場の分断、そして指数集中リスクへの懸念の高まりに対する戦略的対応として、アクティブ運用へのコミットメントを強化しています。



ポートフォリオ構築における地域配分、資産クラスのエクスポージャー、セクターポジショニングといった意思決定は、従来の銘柄選択よりも大きな影響力を持つ可能性のあるアクティブ運用の一形態として、ますます認識されつつあります。



時価総額加重のパッシブ戦略は、効率性と規模拡大の点で依然として重要ですが、特に機関投資家がポートフォリオ構築におけるより高い精度とコントロールを求める中で、選択的なアクティブ運用によって補完されています。



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





はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

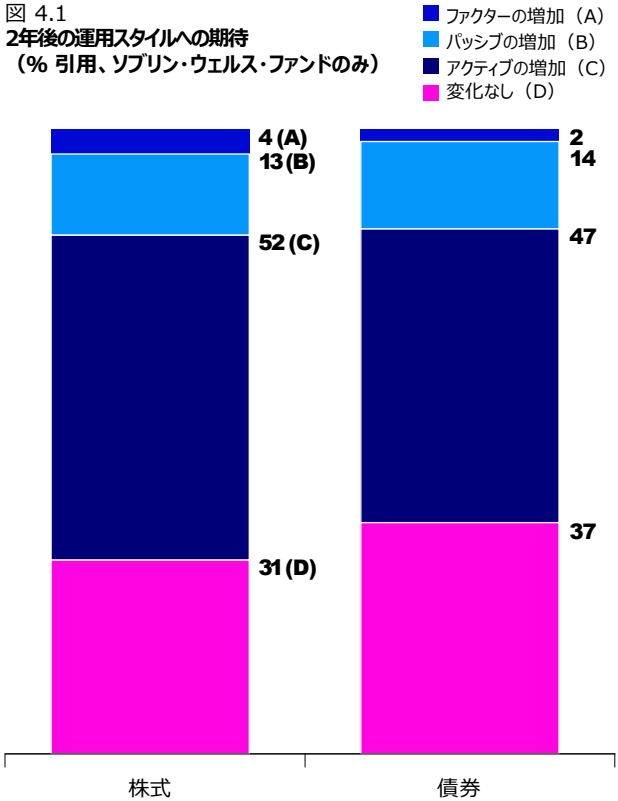
テーマ 5

付録

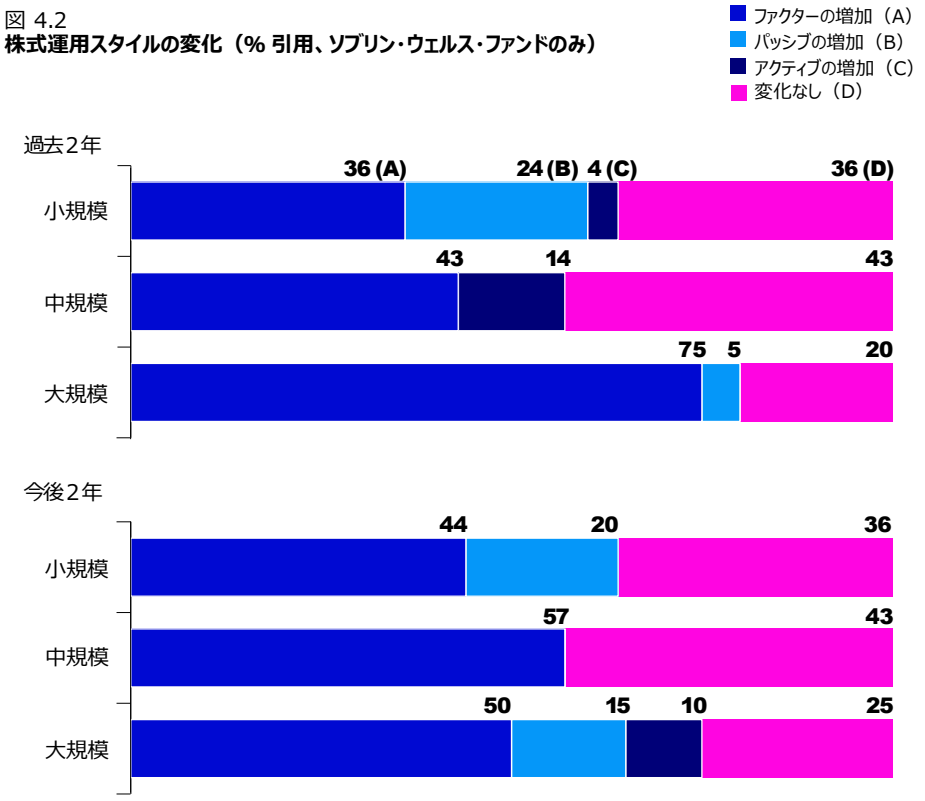
「今日の分断化した投資環境では、時価加重のパッシブ戦略では決して提供できないレベルの戦術的柔軟性が求められている」と、アジア太平洋地域に拠点を置くあるソブリン・ウェルス・ファンドは指摘しました。この見解はソブリン投資家コミュニティ全体に広がっており、2025年の調査では、株式と債券の両方においてアクティブ運用戦略への大きなシフトが明らかになりました。

データは明確な方向性を示しています。ソブリン・ウェルス・ファンドの52%が今後2年間で株式のアクティブ運用へのエクスポージャーを増やすと予想している一方、削減を計画しているのはわずか14%です（図4.1）。この転換は特に大規模機関投資家で顕著で、運用資産1,000億米ドル超のソブリン・ウェルス・ファンドの75%が過去2年間で株式運用におけるアクティブ運用戦略への移行を報告しているのに対し、中規模機関投資家では43%、小規模機関投資家では36%となっています（図4.2）。

この差は部分的には実施上の現実を反映しています。大規模なソブリン・ウェルス・ファンドは内部にアクティブ運用機能を構築することで容易に方向転換できますが、小規模機関投資家はこれらの戦略を実行するために専門の外部マネージャーを調達して採用するというさらなる複雑さに直面することが多くなっています。



今後2年間でどのように変化すると予想しますか？回答数：52



過去2年間でどのように変化しましたか？また、今後2年間でどのように変化すると予想しますか？回答数：52
大規模：1,000億ドル以上、中規模：250億ドル～1,000億ドル、小規模：250億ドル未満



アウトパフォーマンスを超える戦略的推進要因

アクティブ運用への新たな重点は、単に従来の意味でのアルファ創出だけではありません。ソブリン・ウェルス・ファンドは、従来の市場前提が揺らぐ環境において、複雑な状況を乗り切り、ポートフォリオのレジリエンス（回復力）を構築するためのツールとして、アクティブ運用をますます重視するようになっています。

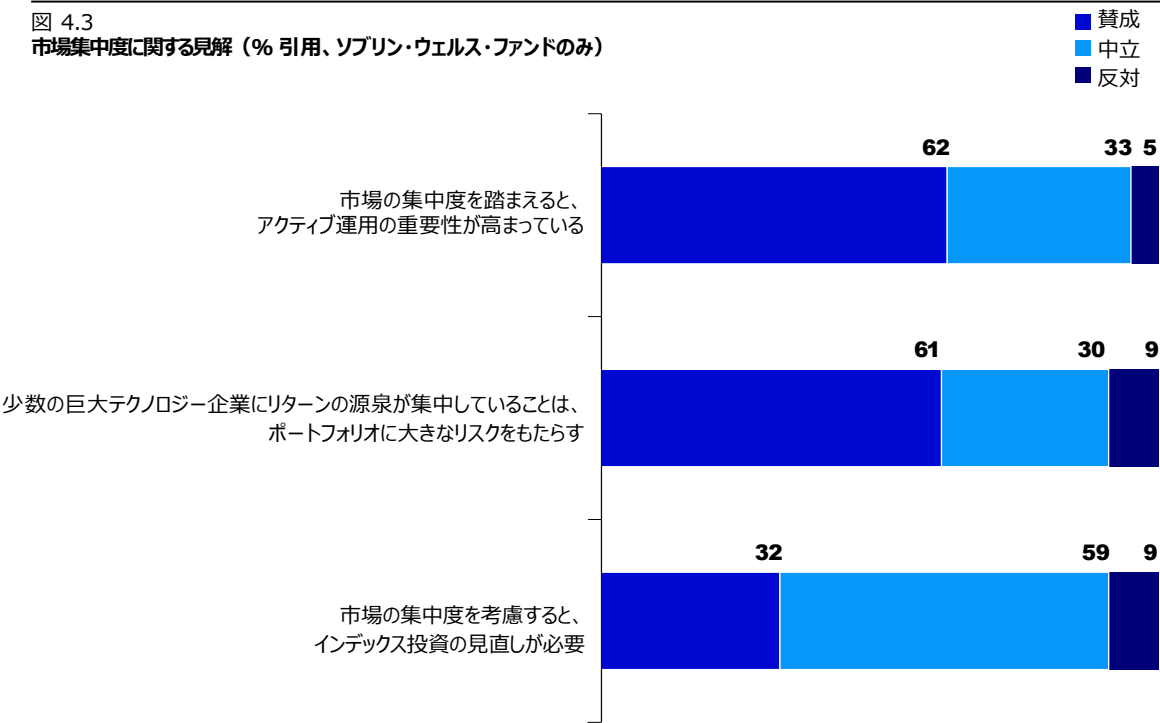
この変化の主な要因として、以下の点が挙げられます。

- インデックス集中リスク：ソブリン・ウェルス・ファンドの62%が、主要インデックスにおける集中リスクを、アクティブ運用を優先する重要な要因として挙げています（図4.3）。現在、少数の大型テクノロジー企業がインデックスのパフォーマンスを支配しているため、機関投資家はパッシブ運用によってもたらされると想定されている分散効果に疑問を呈しています。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは、「我々はインデックスにおける集中リスクを念頭に置いています。2025年にはテクノロジー企業が市場を牽引すると依然として考えていますが、厳選されたアクティブ運用のオーバーレイによって、ある程度のパッシブ運用のエクスポージャーを維持することには問題を感じていません」と述べています。
- 地政学的な分断：地域経済圏の台頭と貿易パートナーの変化により、市場リターン分散が拡大しており、多くのソブリン・ウェルス・ファンドはこれをアクティブ運用にとって格好の土壌と見ています。「地理的分散化のフリーランチの終焉は、国へのエクスポージャーをより慎重にする必要があることを意味する」と、アジア太平洋地域に拠点を置くソブリン・ウェルス・ファンドは指摘し、地政学的不確実性がより厳選されたアロケーション・アプローチを促していることを強調しました。

- マクロ経済および政治のボラティリティ：不確実性の高まりにより、画一的なベータ・エクスポージャーへの信頼は低下しています。あるアジア拠点のソブリン・ウェルス・ファンドは、「今後2年間は、より厳選された運用が必要となる。パッシブ運用は市場が予測可能な場合に有効だが、もはやそうではない。」とコメントしています。
- シナリオ耐性：シナリオテストの利用増加は、投資家のポートフォリオ構築に対する考え方を変革させており、アクティブ運用は様々な潜在的な結果に対応するための柔軟性を高めるものと見なされています。ある欧州ソブリン・ウェルス・ファンドは、「当社のシナリオ分析では、極端な政治的・政策的変化を明確に考慮するようになり、純粋なパッシブ運用の堅牢性に疑問が生じている」と指摘しています。
- 市場の分散によるアルファ獲得の機会：市場、セクター、地域間の分散拡大により、厳選されたアクティブ運用が大きな価値を付加できる状況が生まれています。

多くのソブリン・ウェルス・ファンドにとって、その意思決定はアクティブ運用とパッシブ運用の二者択一ではなく、市場環境、内部能力、そして投資目的に基づいた戦略的な調整として捉えられています。ほとんどのソブリン・ウェルス・ファンドは、両方のアプローチに相当な配分を維持していますが、そのバランスは市場動向の変化や機関投資家の優先事項に応じて変化しています。

図 4.3
市場集中度に関する見解（% 引用、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



これらの記述に賛成ですか、反対ですか？ 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



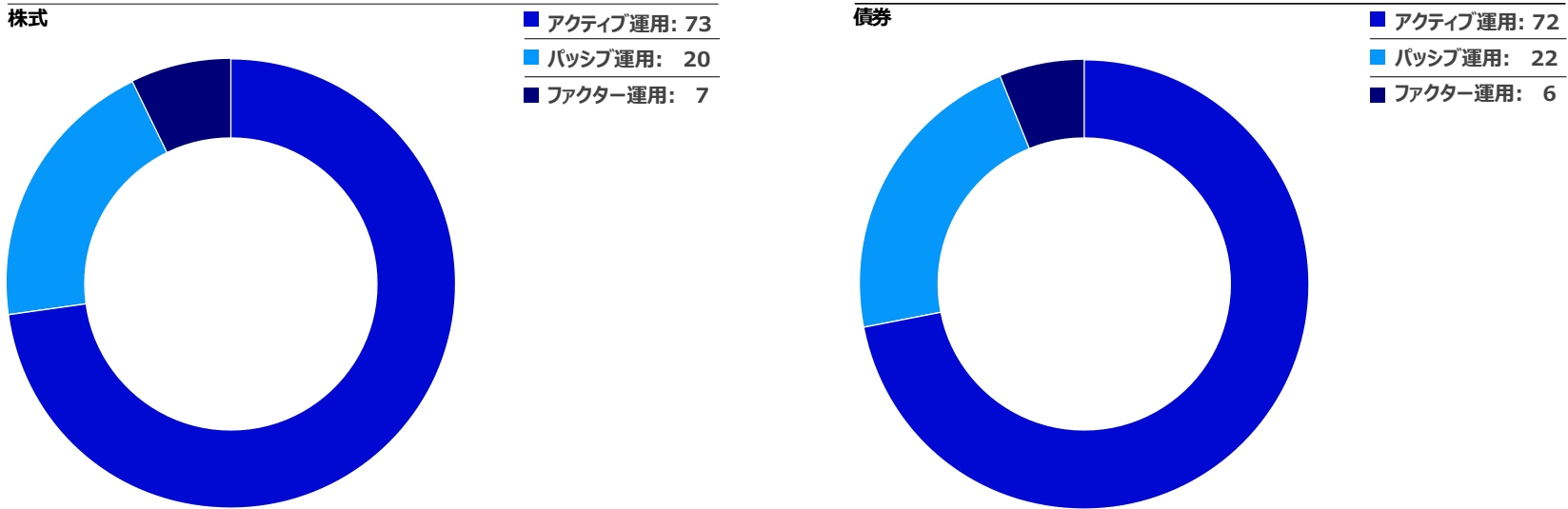
現在の資産配分パターン

ソブリン・ウェルス・ファンドコミュニティ全体で、アクティブ運用へのシフトがセンチメントとポートフォリオ構成の両面で顕著に表れています。平均して、ソブリン・ウェルス・ファンドは債券と株式の両方において、ポートフォリオの70%以上をアクティブ運用で保有しています（図4.4）。パッシブ運用は、特に効率性が向上した公開市場では依然として重要ですが、最近では戦略的な適応性への重点が高まっています。

多くのソブリン・ウェルス・ファンドにとって、このシフトはパッシブ投資を完全に放棄することではありません。むしろ、広範なインデックスへのエクスポージャーを、過小評価されているセクター、地域、またはファクターをターゲットとするアクティブ運用で補完し、主要ではあるものの過大評価されている可能性のあるエクスポージャーをアンダーウェイトにすることを意味しています。

この再調整は、真の分散投資には、今日の伝統的なパッシブベンチマークでは不可能な、より慎重な構築が必要となる可能性があるという認識を反映しています。あるアジア太平洋拠点のソブリン・ウェルス・ファンドは、「集中度の高い市場では、パッシブ運用はより多くの隠れたリスクを伴う。」とまとめています。

図 4.4
アクティブ運用、パッシブ運用、ファクター運用のポートフォリオ比率（% ポートフォリオ比率、ソブリン・ウェルス・ファンドのみ）



株式／債券ポートフォリオのうち、アクティブ運用、パッシブ運用、ファクター運用の比率はどのくらいですか？ 回答数：51

債券市場におけるアクティブ運用の拡大

アクティブ運用へのトレンドは、株式市場だけでなく債券市場にも広がっています。債券市場は伝統的に株式市場よりもアクティブ運用の比率が高いのが特徴でしたが、現在の金利環境はこのアプローチをさらに強化しています。

ソブリン・ウェルス・ファンドの47%は、今後2年間で債券のアクティブ運用への配分を増やす予定です（図4.1）。その背景として、中央銀行の政策の乖離、根強いインフレ圧力、財政の持続可能性への懸念、そして流動性の不均衡といった複数の要因が重なり合っています。これらの要因により、アクティブなデュレーション管理、銘柄選択、そして戦術的なポジショニングが大きな付加価値を生み出す可能性のある環境が生まれています。

この変化を促しているマクロ経済要因としては、複数の要因が挙げられます。中央銀行の動きはもはや足並みを揃えておらず、地域によって金利の推移にばらつきが生じています。多くの市場でインフレ率は依然として目標を上回っており、先進国と新興国の両方で財政圧力が高まっています。同時に、流動性の不均衡が拡大し、国債市場と社債市場のボラティリティが高まっています。

このような環境下において、パッシブなデュレーション・エクスポージャーはますます不十分だと見なされるようになっていきます。そのため、機関投資家はアクティブ運用へと目を向け、デュレーション・プロファイルを微調整し、信用エクスポージャーを動的に調整し、市場の混乱によって価格設定の非効率性が生じるセクターや地域において、投資機会を厳選しています。

アジア太平洋地域に拠点を置くあるソブリン・ウェルス・ファンドは、「我々の新興国市場債券戦略は、過去2年間で大幅にアクティブ運用に移行しました。ボラティリティの上昇により、国別配分だけでなく、セクター内、さらには個々の発行体においても、より厳選された運用が必要になりました。」と述べています。

債券に対するこうした厳選されたアプローチは、特に新興国市場へのエクスポージャーへの対応において顕著です。新興国市場では、固有のリスクが高く、広範なパッシブ・エクスポージャーは望ましくない脆弱性をもたらす可能性があります。

我々の新興国市場債券戦略は、過去2年間で大幅にアクティブ運用へ移行しました。

ソブリン・ウェルス・ファンド
アジア太平洋



- 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



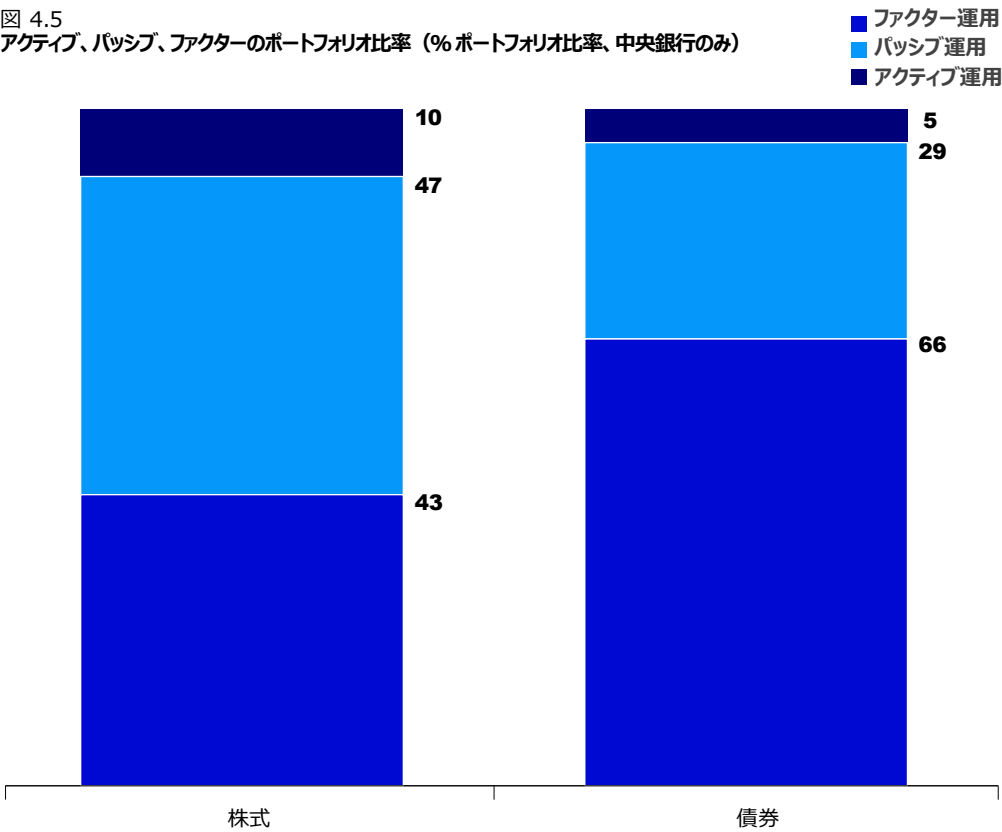
ポートフォリオ構築におけるアクティブ運用

今年の調査で注目すべき点は、「アクティブ運用」の定義範囲の拡大です。ソブリン・ウェルス・ファンドにとって、アクティブ運用とは、資産クラス内の銘柄選択だけでなく、資産配分、地域エクスポージャー、ファクターポジショニングに関する戦略的意思決定も含むようになりました。

このより広範な定義は、ポートフォリオ構築自体がアクティブ運用の一形態であり、個々の資産クラス内の銘柄選択よりもリターンに大きな影響を与える可能性があるという認識を反映しています。ある中東のソブリン・ウェルス・ファンドは次のように述べています。「今日、最も重要なアクティブ運用の意思決定は、地域やセクター全体におけるポジションの決定であり、どの銘柄を選択するかどうかではありません。」

政治と政策の不確実性の高まりにより、多くの機関投資家が地域分散へのアプローチを再考せざるを得なくなっています。一部の投資家は現在、カントリーリスクを評価モデルに明示的に組み入れ、市場価格には十分に反映されていない可能性のある政治および規制上の不確実性を反映して割引率を調整しています。

国別配分に対するこのより慎重なアプローチは、地理的多様化が継続的な調整を必要とする戦略的決定ではなく、自動的な利益として扱われることが多かった過去からの大きな変化を表しています。



株式／債券ポートフォリオのうち、アクティブ／パッシブ／ファクターの比率はどのくらいですか？ 回答数：30

中央銀行：
債券のアクティブ運用の基盤

中央銀行は長年にわたり、債券ポートフォリオにおいて強いアクティブ運用の姿勢を維持してきました。2025年の調査では、中央銀行の債券配分の平均66%がアクティブ運用されていることが示されています（図4.5）。これは、歴史的な慣行と、中央銀行の準備金運用を形作る具体的な目的の両方を反映しています。

債券運用は、中央銀行が長年にわたる準備金運用を通じて磨き上げてきた深い専門知識を蓄積してきた分野であり、多くの場合、強力なリスク管理の枠組みと流動性と信用力の重視によって支えられています。ある欧州中央銀行は次のように述べています。「債券は我々の準備金の中核です。我々は数十年にわたり、その能力を有機的に成長させており、アクティブ運用はそこに根付いています。」

アクティブ運用により、中央銀行は金利リスクをより適切に回避し、信用格下げを緩和し、流動性状況の変化に対応することができます。また、リスク許容度の範囲内で、国際機関債、政府系機関債、またはより質の高い新興市場の発行体へのターゲットを絞ったエクスポージャーを通じて、限界収益を向上させるツールも提供します。



- 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





はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

テーマ 5

付録



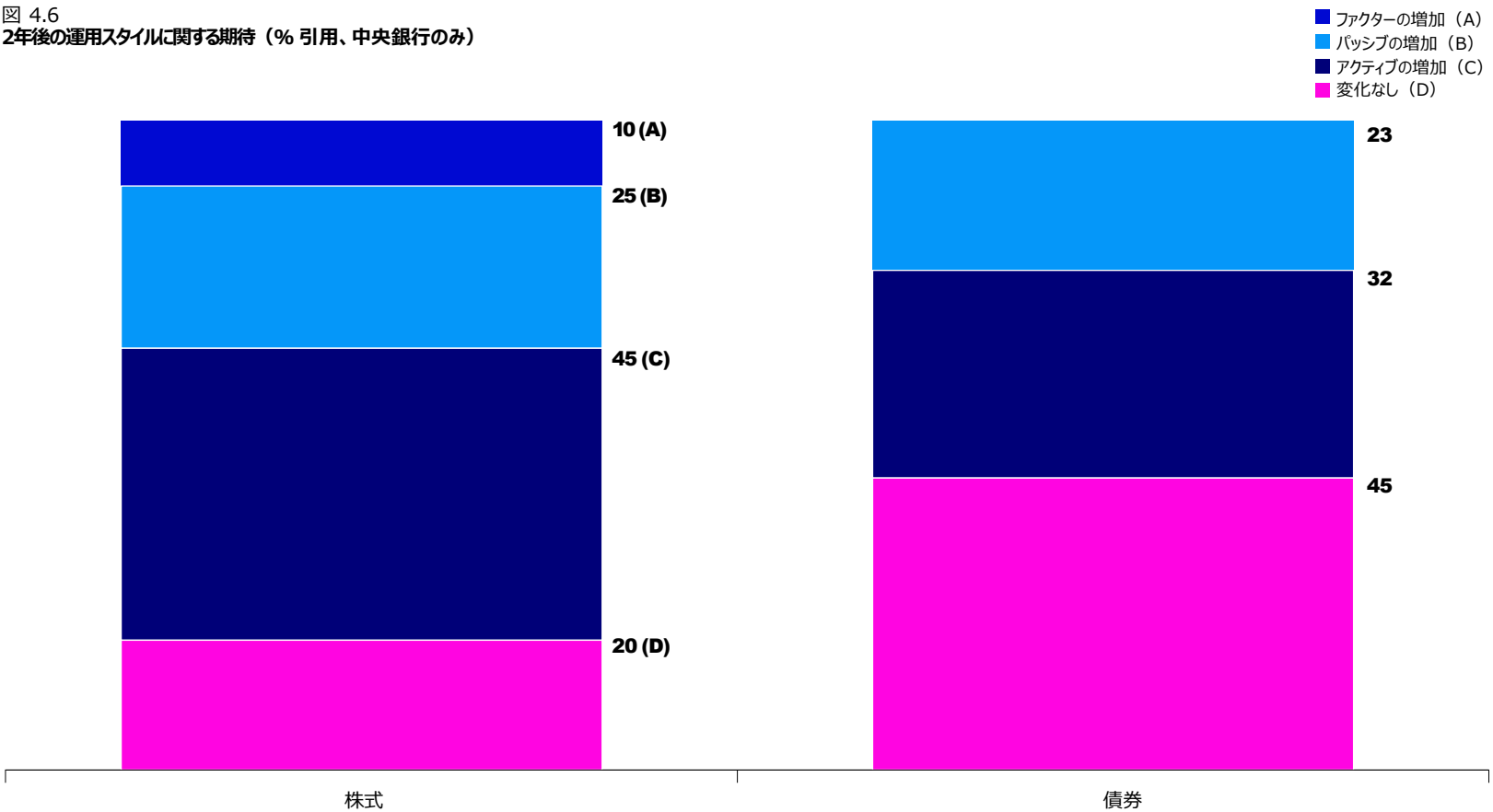
株式配分に関しては、中央銀行はよりバランスの取れたアプローチを示しています。中央銀行の株式ポートフォリオの43%はアクティブ運用、47%はパッシブ戦略、10%はファクターベースのアプローチを採用しています。この配分は、パッシブ戦略が幅広い市場へのエクスポージャーを効率的に獲得する手段となる一方で、アクティブ運用はより選択的に運用されるという、現実的な方向性を反映しています。

ある機関は次のように述べています。「我々は、リターンの可能性のある分野でアクティブ運用を追求しています。現時点では先進国株式市場においてはそのような機会は見出せていませんが、他の分野ではよりターゲットを絞ったアクティブ運用を模索しています。」

このバランスの取れた視点は、中央銀行の将来見通しにも反映されています。中央銀行の36%が今後2年間で株式のアクティブ運用を増やすと予想している一方で、かなりの割合（55%）が現状水準を維持すると見込んでいます（図4.6）。この慎重なアプローチは、中央銀行がそれぞれの具体的なマンドート、リスク許容度、そして組織能力の観点から、アクティブ・パッシブのバランスをどのように評価しているかを浮き彫りにしています。

ファクター運用も中間的な立場として注目を集めています。これは、完全な裁量によるアクティブ運用に比べてコストと複雑性の面で優位性を維持しながら、ターゲットを絞ったエクスポージャー（バリュー、クオリティ、低ボラティリティのファクターなど）を提供するものです。

図 4.6
2年後の運用スタイルに関する期待（% 引用、中央銀行のみ）



今後2年間でどのように変化すると予想しますか？ 回答数：31





結論： 戦略的能力としての アクティブ運用

ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行におけるアクティブ運用の進化は、より複雑で断片化され、変動の激しい投資環境を乗り切ることができるポートフォリオを構築するという、より広範な戦略的な必要性を反映しています。

機関投資家は、アクティブ運用をアウトパフォームのための手段として捉えるのではなく、構造的な不確実性を乗り越えるために必要な柔軟性、精度、そしてリスク管理を提供する戦略的能力として位置づける傾向が強まっています。

市場の集中度が高まり、相関関係が変化し、地政学的緊張が世界の資本フローを再構築する中で、ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行は、伝統的な時価加重のパッシブ運用が潜在的な脆弱性をもたらす可能性があることを認識しています。アクティブ運用は、より回復力のあるポートフォリオへの潜在的な道筋を提供します。

このような環境において、議論は従来のアクティブ運用とパッシブ運用の枠組みを超え、異なる投資アプローチを戦略的に組み合わせて特定のポートフォリオ目標を達成する方法に焦点を当てています。その結果、より繊細な視点、つまりパッシブ運用の効率性と拡張性を活用しながら、アクティブ運用の適応性と精度も取り入れる視点が生まれています。



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





準備金の回復力（レジリエンス）、 不確実な時代における中央銀行の戦略的対応



中央銀行は、経済および地政学的なボラティリティの高まりに耐え得るよう、より大規模で、より多様かつ流動性の高い準備金の構築に注力し、準備金管理の枠組みを強化しています。



米国の財政動向に関する懸念は高まっていますが、構造的な現実から、ドルは当面優位性を維持し、近い将来、米ドルと同様に信頼できる存在となるライバルは存在しません。



金は戦略的防衛資産としての役割を強化しており、中央銀行は金への配分を拡大するとともに、より動的な金運用アプローチを採用しています。

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





はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

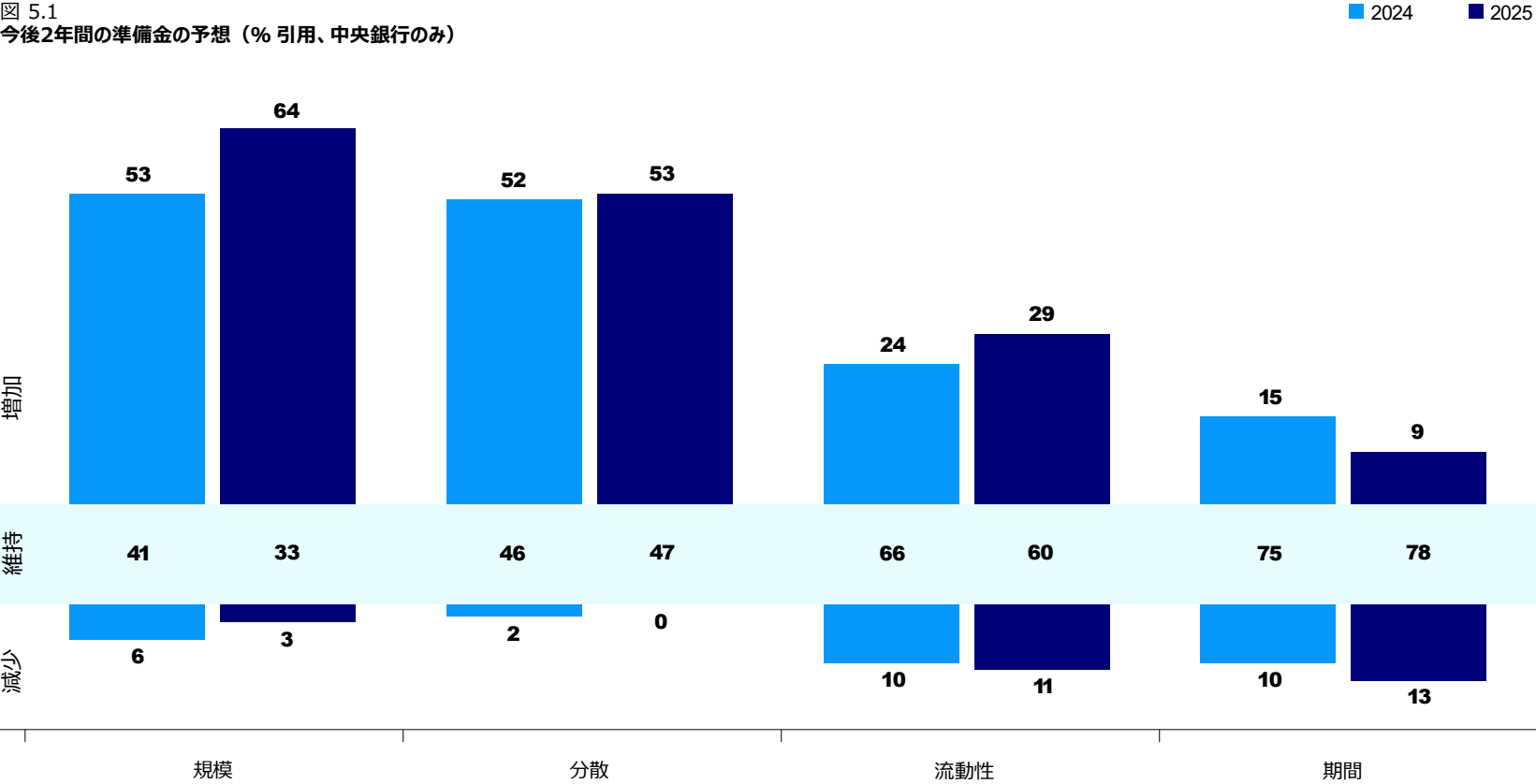
[テーマ 5](#)

付録

世界的な不確実性の高まりが、中央銀行の準備金管理を変革しています。中央銀行は、準備金の規模を拡大するだけでなく、リスク管理フレームワーク、流動性の構造、運用の柔軟性を向上させ、より分断され予測不可能な環境への備えを進めています。

今年の調査では、中央銀行の64%が準備金の水準を引き上げるとを予定しており（図5.1）、53%が保有資産の更なる分散化を計画していることが示されています（図5.1）。これは2024年に見られた傾向の加速であり、準備金の蓄積が安定化し始めていた前年からの転換と言えます。過去3年間で、中央銀行の72%がリスク管理プロセスを強化し（図5.2）、62%が準備金適正基準を見直しました（図5.3）。

ある中東の中央銀行は、「過去3年間の困難な状況により、準備金水準の見直しを迫られました。外的ショックから身を守るために、強固なバッファーを維持することがいかに重要かを認識しました。」と述べています。



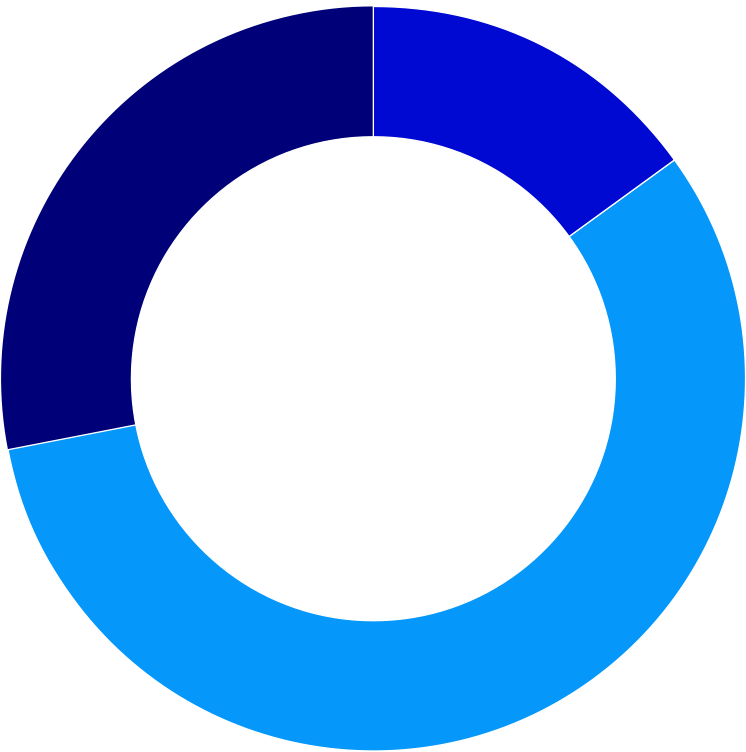
今後2年間で準備金はどのように推移すると予想されますか？ 回答数：57



最近のボラティリティによる運用への影響は既に顕在化しています。一部の中央銀行は、通貨の安定を図るため、準備金を活用して混乱した市場環境を緩和し、外国為替市場への介入を余儀なくされています。他の中央銀行は、流動性に関する枠組みを再構築し、短期準備資産の増額、担保要件の調整、あるいは外貨スワップラインの強化などを行い、必要に応じて流動性資金への迅速なアクセスを確保しています。これらの対応により、即応性と柔軟性の重要性が強調され、中央銀行はより多くの準備資産を保有するだけでなく、より戦術的な機敏性をもってそれらを運用するよう促されています。

図 5.2
最近のボラティリティと地政学的イベントに対応したリスク管理フレームワークの進化
(% 引用、中央銀行のみ)

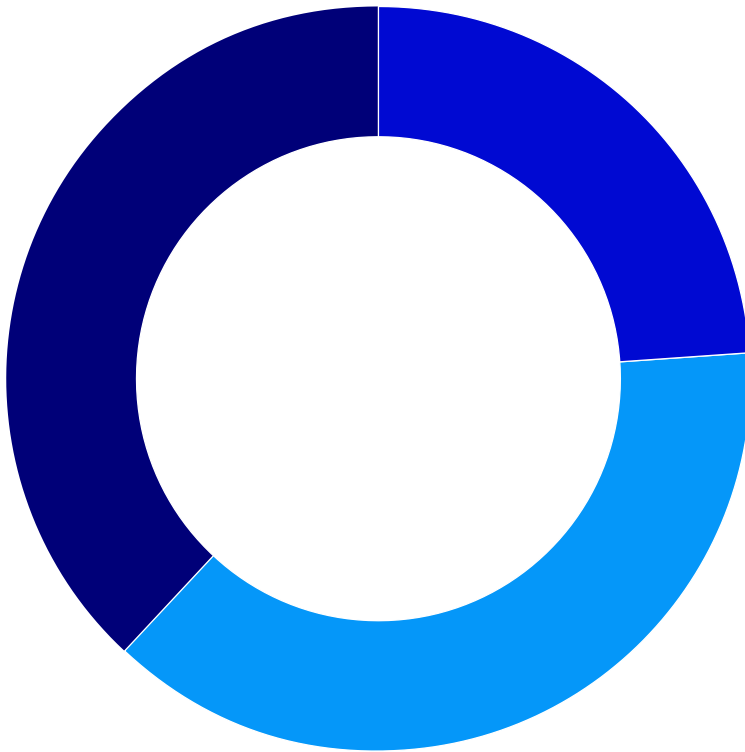
■ 大幅な強化	15
■ 中程度に強化	57
■ 重大な変更なし	28



最近の市場のボラティリティや地政学的イベントを受けて、貴社のリスク管理フレームワークはどのように進化しましたか？ 回答数：54

図 5.3
過去3年間の世界的事象による準備金適正化アプローチの変化
(% 引用、中央銀行のみ)

■ 大幅な再評価	24
■ 中程度の再評価	38
■ 重大な変更なし	38



過去3年間の世界情勢により、準備金の適正性に関するアプローチを再検討する必要が生じましたか？ 回答数：55

外的ショックから身を守るために、
強固なバッファーを維持すること
がいかに重要かを認識しました。

中央銀行
中東



- 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

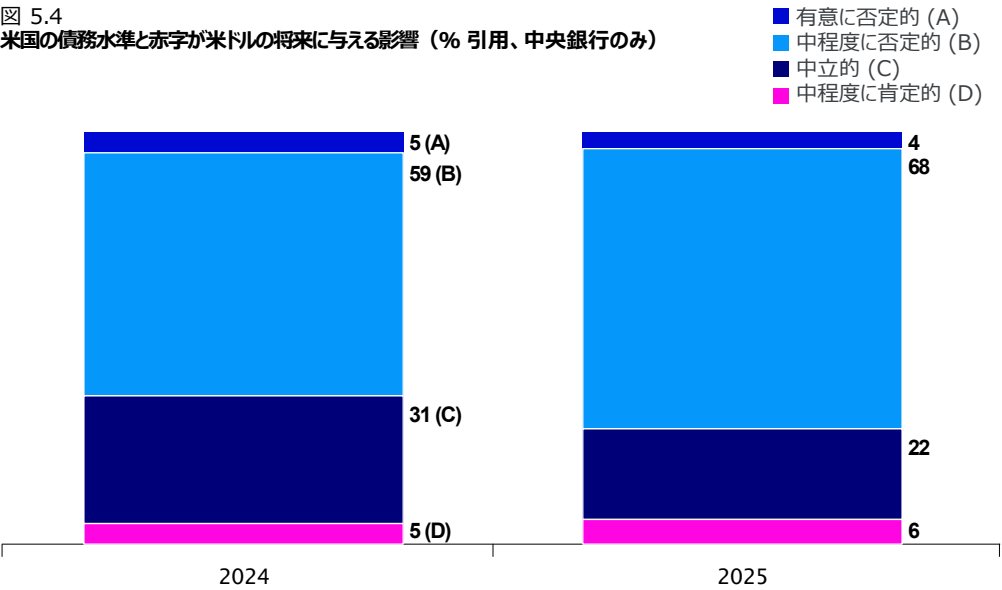
高まるドルへの懸念、 容易な代替手段なし

米ドルの長期的な安定性に対する懸念が中央銀行の間で高まっています。米国の債務水準の上昇、財政赤字の慢性化、そして政治の不安定化は、世界システムにおけるドルの将来的な役割をめぐる懸念を一層深めています。

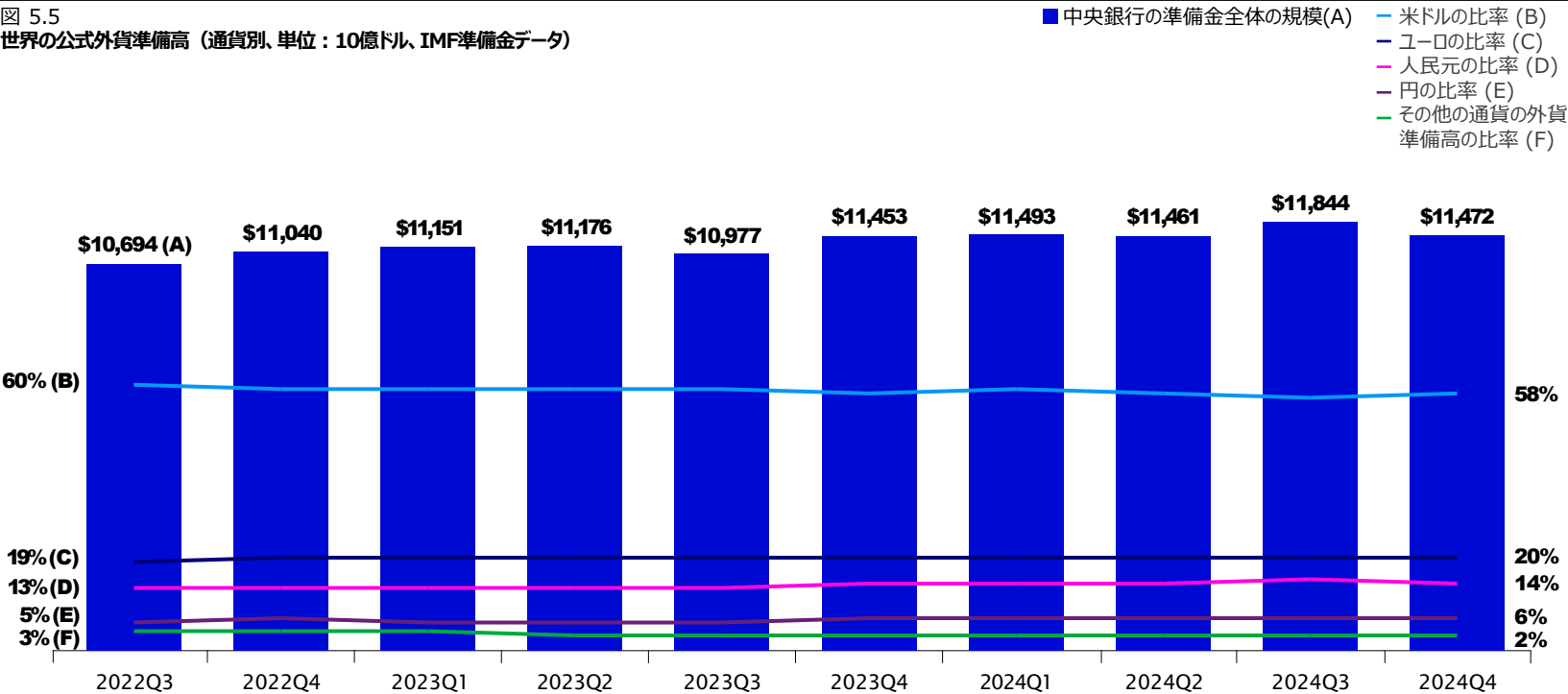
今年の調査では、中央銀行の72%が米国の財政動向がドルの長期的な見通しに悪影響を及ぼしていると考えていることが示されており（図5.4）、これは昨年から顕著な増加となっています。中央銀行は、財政赤字の慢性化と政治の行き詰まりが、最終的にドルの価値への信頼を損ない、安全資産としての地位を揺るがす可能性があるという懸念を常に表明してきました。しかし、こうした懸念にもかかわらず、代替手段は依然として限られています。

世界の準備金に占めるドルの割合は、2022年の約60%から2024年には58%へとわずかに減少しているものの（図5.5）、大幅な再配分を吸収できる単一の挑戦者は現れていません。増額分は、主要な代替通貨に集中しておらず、より小規模な通貨に分散されています。

流動性、信用力、そして厚みは、引き続きドルの優位性を支えています。ある欧州中央銀行は「分散投資したいと思っても、他のソブリン市場のほとんどは規模が小さすぎる。大規模なポートフォリオを運用する場合、流動性の制約により、実質的な代替手段はほとんど残らない。」と指摘しています。実際、長期的な懸念が高まる中でも、ドルは依然として準備金ポートフォリオに深く組み込まれています。



米国の債務水準と赤字の上昇は、米ドルの将来の世界的な役割にどのような影響を与える可能性があるでしょうか？ 回答数：53



出典：IMF。「その他」とは、米ドル、ユーロ、人民元、円、ポンド、豪ドル、カナダドル、スイスフラン、未配分以外の通貨を指す。





分散化：緩やかな戦術的プロセス

分散化の模索は加速しているものの、進展は依然として漸進的です。中央銀行は非ドル建て資産へのエクスポージャーを徐々に拡大しているものの、その規模は限定的であり、大きな変化の実現には依然として長い時間がかかります。

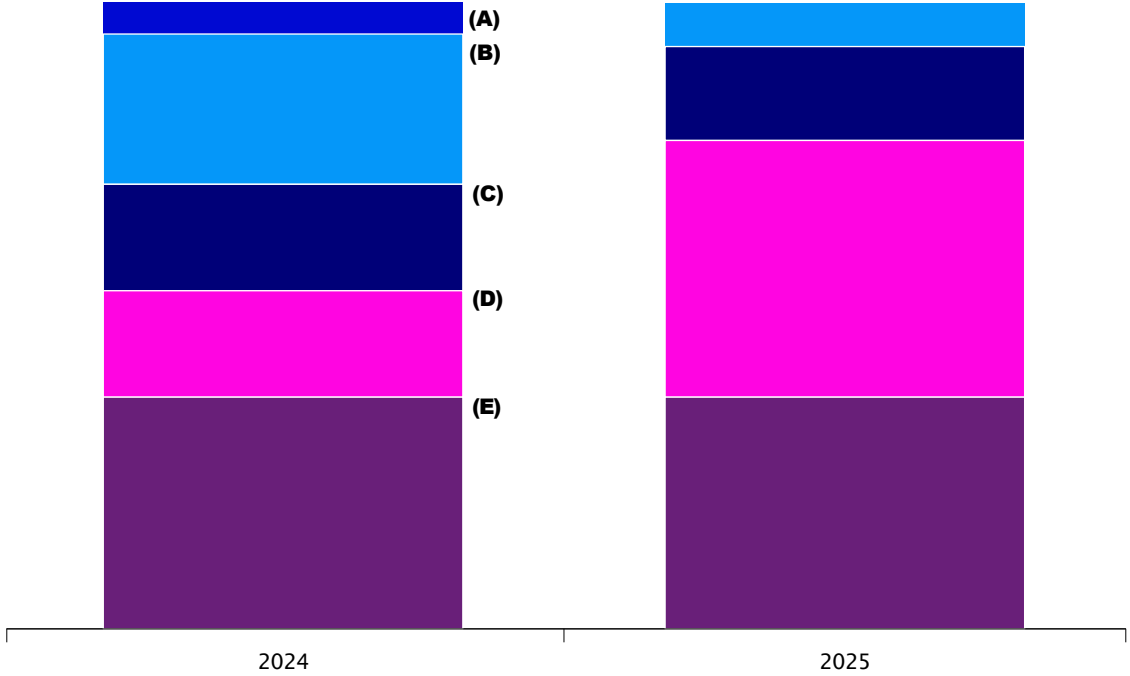
中央銀行の78%は、ドルに代わる信頼できる代替通貨が登場するには20年以上かかるか、あるいは全く登場しない可能性があると考えています（図5.6）。これは昨年の55%から増加しており、代替通貨の出現に対する見通しが弱まっていることを示しています。

ユーロは主要な二次準備通貨ですが、ユーロがドルに構造的に対抗する力は、国内の政治的・経済的分断によって弱まっています。昨年の調査ではユーロの潜在力に対する楽観的な見方が高まっていましたが、今年はその楽観的な見方が急激に後退しました。ユーロが勢いを増していると考える中央銀行はわずか11%で、昨年の20%から減少しています（図5.7）。

日本円、英ポンド、スイスフランといった他の主要通貨は、戦術的な分散化の役割を果たしているものの、システム全体を変える可能性は低いです。世界の準備金構造は依然として根本的にドル中心であり、この力学が近い将来に大きく変化する可能性は低いです。

新興国通貨は、利回り面で魅力的な場合もあるものの、流動性、信用力、そしてガバナンスに関する懸念によって依然として制約を受けています。ラテンアメリカのある中央銀行は、「我々は準備金の決定を信用格付けと流動性に基づいて行っており、新興国通貨は概してこれらの基準をまだ満たしていません。」と指摘しています。

図 5.6
米ドルに対するライバル通貨が競争相手として出現するまでの期間（% 引用、中央銀行のみ）



米ドルに対して、世界の主要な準備通貨として正当な競争相手が台頭する最も可能性の高い時期はいつでしょうか？ 回答数：54



はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

[テーマ 5](#)

付録





はじめに

主な指標

テーマ 1

テーマ 2

テーマ 3

テーマ 4

[テーマ 5](#)

付録



人民元、準備通貨としての地位を確立するまでの長い道のり

中国人民元は、準備通貨の将来に関する議論において、重要な位置を占めています。

中央銀行の82%は、今後10年間で人民元の役割が拡大すると考えています。これは昨年のほぼ2倍の割合であり、中国の経済的な回復力と長期的な戦略的重要性に対する新たな信頼を反映しています（図5.7）。

勢いは明らかに人民元に傾き、ユーロは挑戦者としての地位を失っています。しかし、中国の影響力拡大への信頼が高まっている一方で、人民元の導入における課題は、強力な挑戦者が出現する時期をさらに先送りすることを意味します。

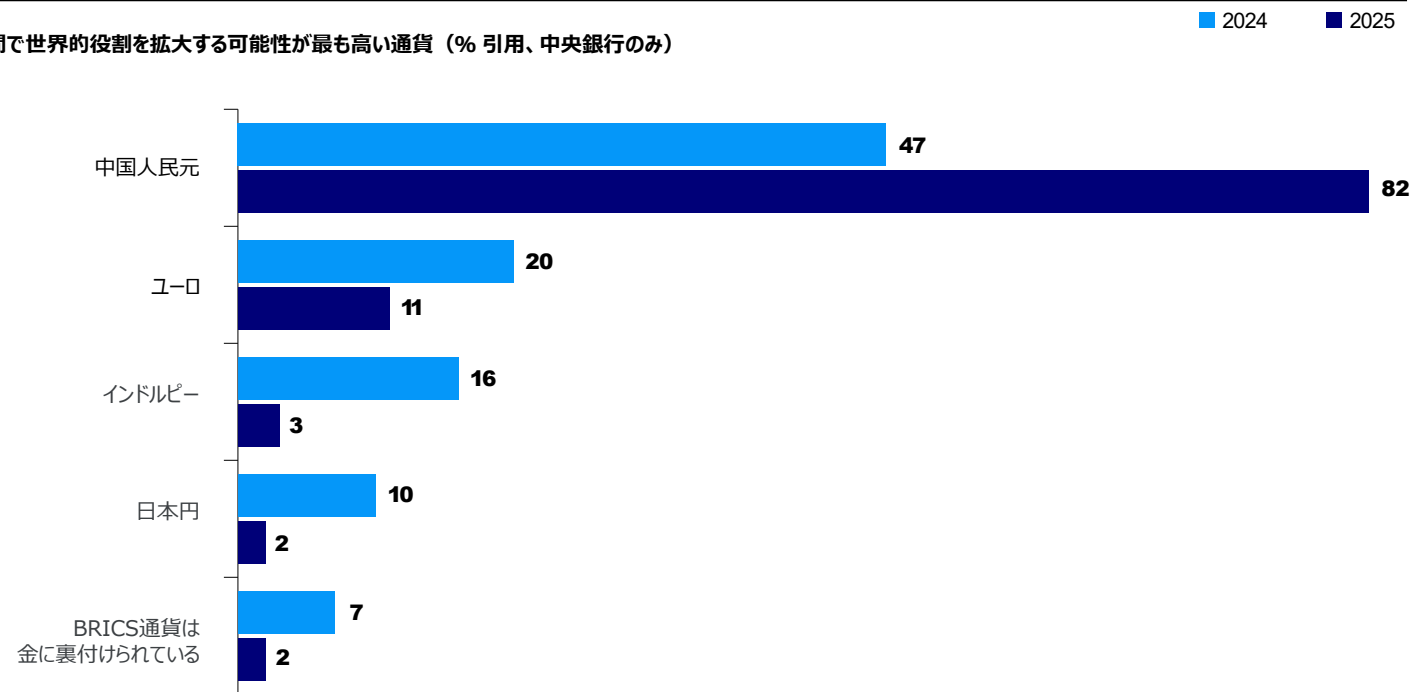
大きな障壁が、導入のペースと規模を制限しています。資本規制、市場アクセスの制限、取引時間の制限などにより、人民元は準備資産としての魅力を損なっています。ラテンアメリカのある中央銀行は「中国は、世界の準備通貨管理者がアクセスできるように、金融インフラを真剣に再構築する必要があるでしょう。」と指摘しています。

政治リスクもまた大きな制約となっています。ある欧州中央銀行は、「たとえ中国経済が成長したとしても、自由に人民元に資金を配分することはできません。地政学的緊張により、極端なシナリオでは人民元へのアクセスが損なわれる可能性があります。」とコメントしました。

特に二国間決済協定などの取り組みを通じて段階的な進展が見込まれるものの、人民元が主要準備通貨としての地位を築く軌道は、差し迫ったものではなく、依然として長期的な課題となっています。

図 5.7

今後10年間で世界的役割を拡大する可能性が最も高い通貨（% 引用、中央銀行のみ）



今後10年間で、どの通貨の世界的な役割が最も拡大する可能性が高いでしょうか？ 回答数：44

中国は、世界の準備通貨管理者が
アクセスできるように、金融インフラを真剣に
再構築する必要があるでしょう。

中央銀行
ラテンアメリカ



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

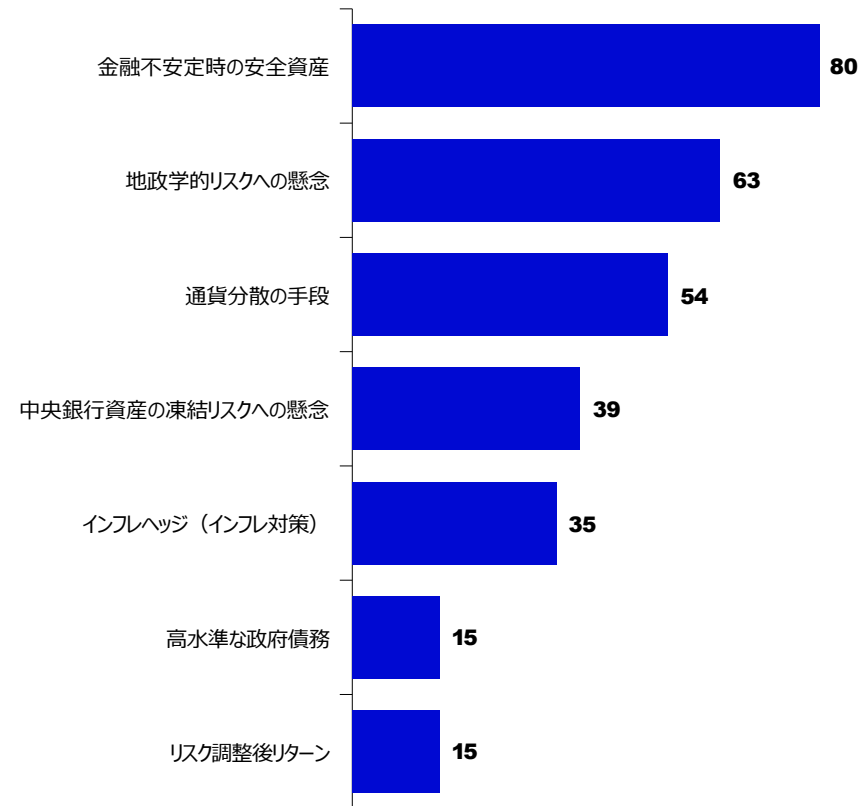


金、究極の準備ヘッジとしての役割を再び確立

不確実性の高まりと通貨分散の制約の中、金は準備金のレジリエンスを支える中核的な柱として再び浮上しました。中央銀行は金価格の高騰にもかかわらず保有量を拡大し続けており、システムショック時の富の貯蔵庫としての金の戦略的価値を浮き彫りにしています。現在、中央銀行の86%が金を保有しており（図5.8）、47%が今後3年間で保有比率を増やす予定です（図5.9）。

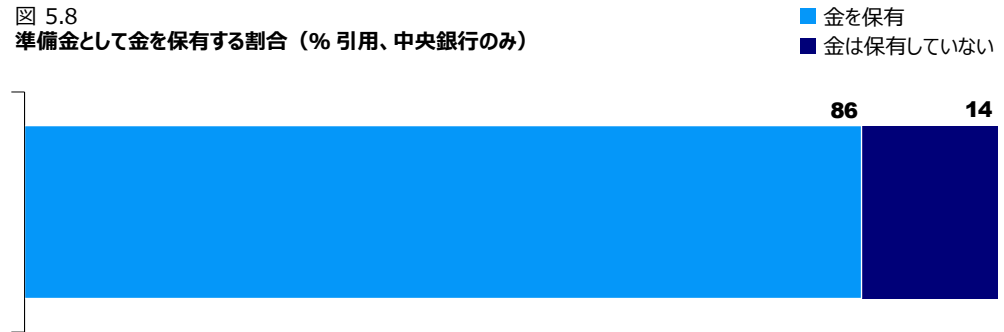
金は、安全資産としての歴史的な役割だけでなく、地政学的リスクが高まる中で重要な要素となる政治的中立性からも高く評価されています（図5.10）。ラテンアメリカのある中央銀行は、「金は分散投資の手段であると同時に、プロテクションの一種であり、他のすべてが機能しなくなった場合の最後の備えでもあります。」と指摘しています。ますます複雑化する金融システムにおいて、金は他の資産ではほとんど真似できない安定性を提供し、準備金を金融リスクと政治リスクの両方から保護します。

図 5.10
金の継続的な購入において重要な要因（% 引用、中央銀行のみ）



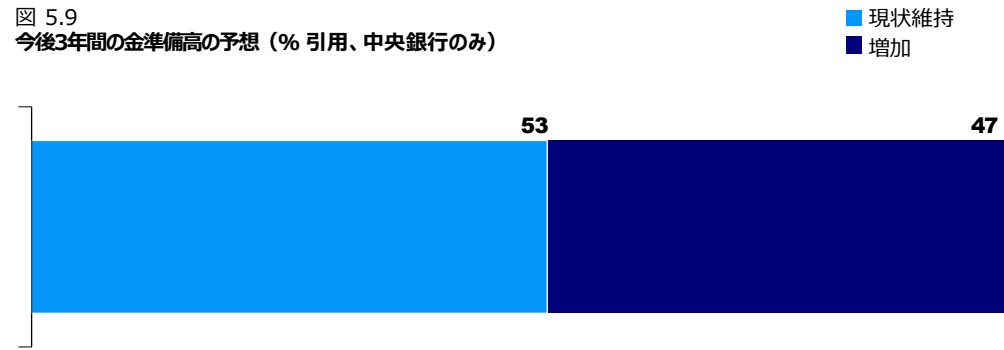
中央銀行による継続的な金購入の理由として重要視されるものは何ですか？ 回答数：46

図 5.8
準備金として金を保有する割合（% 引用、中央銀行のみ）



あなたのポートフォリオには金が入っていますか？ 回答数：56

図 5.9
今後3年間の金準備高の予想（% 引用、中央銀行のみ）



今後3年間で、金の保有比率はどのように変化すると予想しますか？ 回答数：45

金は分散投資の手段であると同時に、
プロテクションであり、他のすべてが機能しなくなった
場合の最後の備えでもあります。

中央銀行
ラテンアメリカ

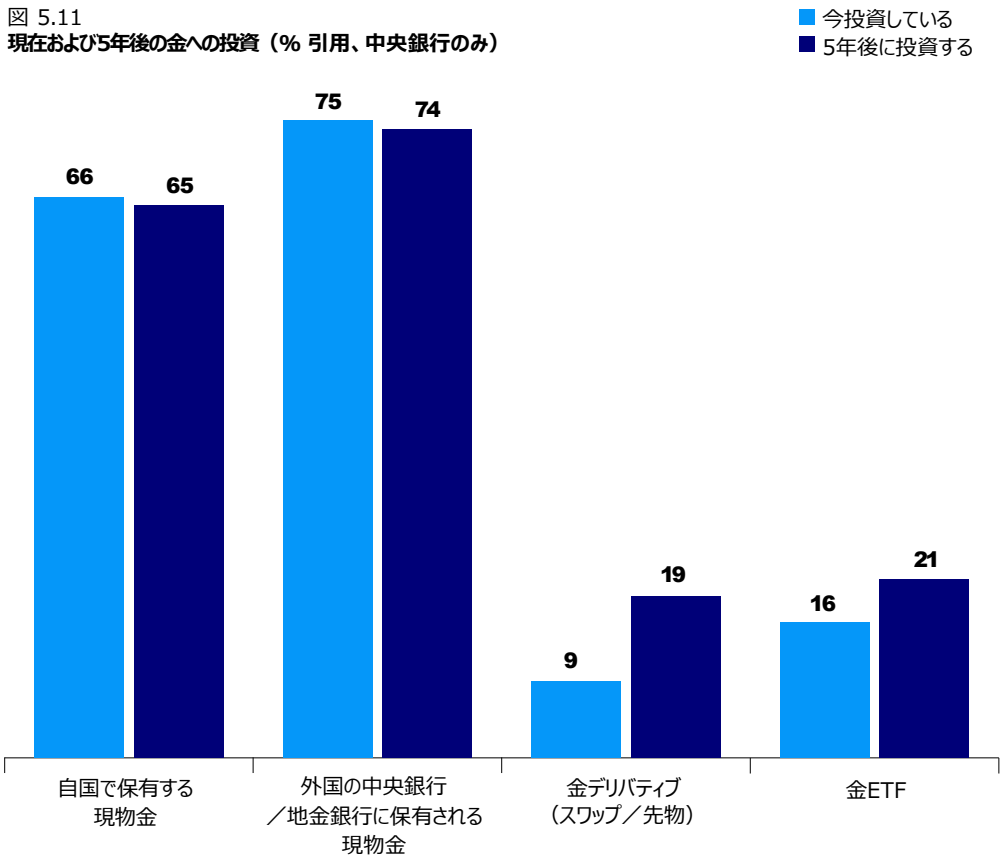
進化する金管理アプローチ

現物の金地金は依然としてほとんどの準備金ポートフォリオの基盤となっているものの、中央銀行は金へのエクスポージャー管理において、より動的な戦略を採用しつつあります。約20%の機関が、今後5年間でデリバティブ、スワップ、またはETFの活用を拡大する計画を立てており（図5.11）、これは柔軟性の向上、流動性管理、そして運用効率の向上といったニーズに対応する動きです。

中央銀行は、単に金を静的に保有するのではなく、金融商品を活用してエクスポージャーを微調整し、リターンを向上させたり、政治的な制約を受けることの多い現物の金を売却することなく、担保ポジションを調整しています。

こうした進化は、金を現代的な外貨準備運用の枠組みにより積極的に組み込もうとする、より広範なトレンドを反映しています。ある欧州の中央銀行は、「現物の金を売却するのではなく、スワップや先物を利用してエクスポージャーを微調整し、適度なリターンを生み出しています。」と説明しました。

動的な金の運用は、金の伝統的なディフェンシブ資産としての役割と、ますます不安定かつ複雑化する金融環境の中で求められる実務的な運用ニーズとのバランスを取る手段となっています。



あなたは現在、どのように金に投資していますか？ 5年後にはどのように金に投資すると思いますか？ 回答数：44

現物の金を売却するのではなく、スワップや先物を利用してエクスポージャーを微調整し、適度なリターンを生み出しています。

中央銀行
欧州



- 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





結論： 分断が進む未来に 備えた準備

中央銀行は、分断が進む未来に備え、外貨準備を「量」だけでなく「質」の面でも強化しています。ボラティリティの高まり、地政学的な分裂、そして通貨制度の不安定性が、今後のグローバル経済において構造的な特徴となる可能性があるためです。

ドルの将来的な役割に対する懸念が高まる一方で、高い流動性とシステムの慣性により、実質的な分散は緩やかかつ限定的なものにとどまると見られています。こうした状況下で、金（ゴールド）は究極のディフェンシブ資産としての地位を再び確立しており、より動的な運用戦略への段階的な移行がその背景にあります。

不確実性が一段と高まる世界において、中央銀行は外貨準備を「回復力（レジリエンス）」のある形で再構築しています。慎重でありながらも柔軟に対応し、より複雑な時代に備えた戦略的な準備が進められています。



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



付録

回答者と調査方法

本調査のためのフィールドワークは、NMGによって2025年1月から3月にかけて実施されました。インベスコは、質の高い客観的な結果を得るために、専門の独立系調査会社に委託しました。調査方法の主な構成要素は以下のとおりです。

- ソブリン・ウェルス・ファンドおよび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、金銭的インセンティブではなく、市場インサイトの提供を重視しました。
- 定量的・定性的な分析を確実に収集するため、構造化された質問票を用い、詳細な（通常1時間）対面インタビューを実施しました。
- グローバルな資産運用業界に関するコンサルティング経験を持つNMGのチームによる結果分析を実施しました。

2025年には、141の機関（ソブリン・ウェルス・ファンド 83機関、中央銀行58機関）へのインタビューを実施しました。今回の回答者は、ソブリン投資家のプロフィールと地域という2つの主要なセグメントに基づいて分類されています。

図 6.1
セグメント別全体回答者数

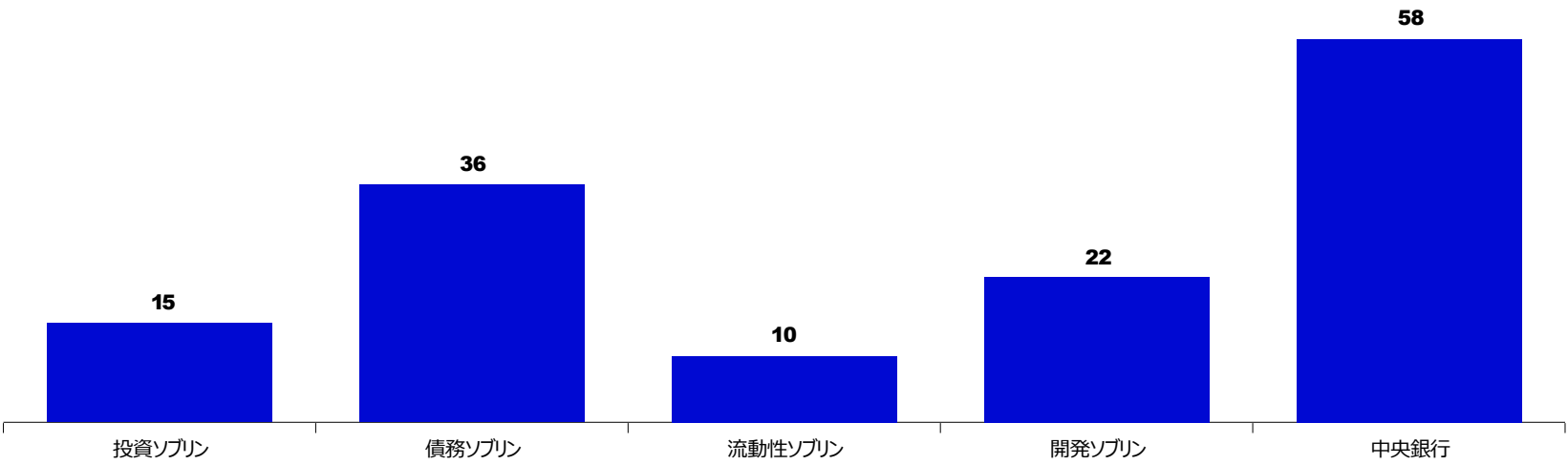
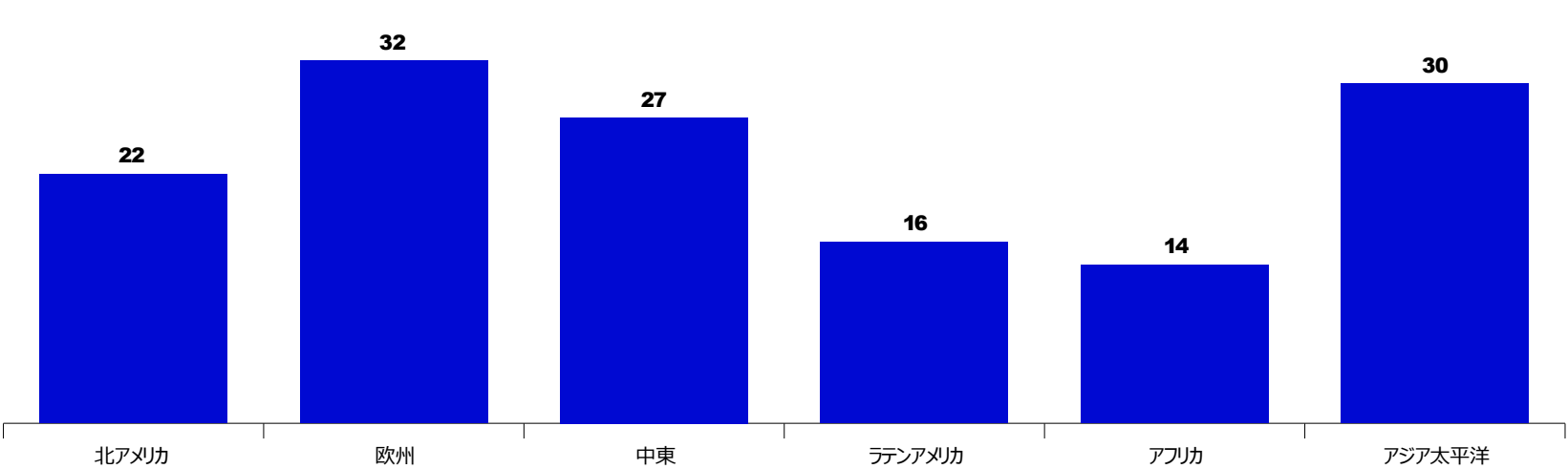


図 6.2
地域別全体回答者数



ソブリン投資家の定義

ソブリン投資家には明確なセグメントがあり、第一にその目的によって分類されます。この枠組みの概要は以下のとおりです。

投資ソブリン

投資ソブリンは、資金調達を目的とする特定の負債を保有していません。これは通常、このセグメントが特に長期的な投資期間と、非流動性資産やオルタナティブ資産クラスへの高い許容度を前提としていることを意味します。長期投資のリターン目標は高くなる傾向があり、これは追加的なリターンプレミアムを獲得する能力を反映しています。

債務ソブリン

一方、債務ソブリンは特定の債務の資金調達を目的としており、債務ソブリンは、既に債務の資金調達を行っているソブリン（流動債務ソブリン）と、債務の資金調達要件がまだ将来に及ぶソブリン（部分債務ソブリン）に細分化されます。債務ソブリンは一般的に、資金調達対象の債務のデュレーションに合わせてポートフォリオを構築しようとします。資金調達要件がまだかなり将来に及ぶソブリンは、そのアプローチにおいて投資ソブリンに類似しています。現在多額の資金調達要件を抱えているソブリンは、依然として多様な長期ポートフォリオを保有する傾向がありますが、より流動性と利回りが高くなる傾向があります。

流動性ソブリン

流動性ソブリンは、経済ショック発生時のバッファーとして機能するように運用されます。最も一般的には、為替レートの変動が激しい新興市場や、商品価格の変動に大きく影響される資源依存型経済に所在しています。これは、予測可能な資金配分と迅速な対応が重視されるためです。流動性ソブリンは、投資期間がはるかに短く、リターンよりも流動性を重視して投資を行います。

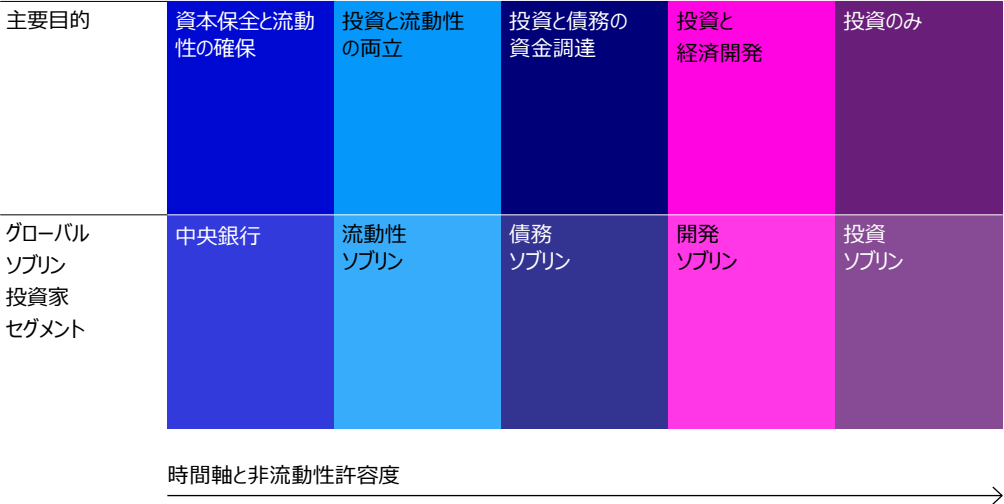
開発ソブリン

開発ソブリンは、部分的にだけポートフォリオ投資家として活動します。彼らの主な目的は、ポートフォリオのリスクとリターンの最適なバランスを取ることでなく、国内経済の成長を促進することです。これは、地域経済の発展と雇用の拡大に大きく貢献する企業への戦略的投資によって実現されます。彼らは、戦略的投資の規模と特性の影響を受けるその他の資産を用いて、ポートフォリオ戦略を追求します。

中央銀行

中央銀行は、自国経済において、政府への銀行業務、通貨の発行、短期金利の設定、マネーサプライの管理、銀行システムの監督など、幅広い国内的役割を担っています。また、中央銀行は対外的にも幅広い役割を担っており、これには外国為替政策や、輸入代金／輸出代金の受取、政府の海外借入といったオペレーションの管理が含まれます。中央銀行は、これらの機能を支え、信頼性を確保するために、多額の準備金を保有しています。これらの準備金は、伝統的に、資本保全と流動性確保を優先して運用されてきました。

図 6.3
ソブリン投資家セグメンテーション



- 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



当資料お取り扱い上のご注意

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 2025」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

IM2025-162