



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  
2019



04 はじめに

05 主な指標

08 テーマ01

**景気サイクル進展への対応・・・ソブリン投資家はディフェンシブ姿勢を強め、分散を進め、新たな投資機会を発掘しているようです**

2018年のソブリン投資家は、債券への配分を増やすことで景気サイクルの終わりに備えています。ポートフォリオの分散が進み、地理的には、欧州から中国をはじめとする新興国にシフトしてきました。

26 テーマ02

**投資の規模**

ソブリン投資家は引き続き不動産とインフラでアルファを求めています。現在では、中国や情報技術セクターなどの特殊な分野のプライベート・マーケットでの投資機会も求めています。大規模なソブリン投資家にとっては低リターン環境が課題となりますが、新たな投資機会へのアクセスや評価においては、より規模の小さなソブリン投資家よりも有利な立場にあります。

41 テーマ03

**ESGインテグレーションは、環境要因を中心に、順調に進捗**

ESGの採用によってどのように価値が得られるかがより明確になるにつれ、ESGはソブリン投資家と中央銀行双方の間で引き続き採用に勢いが増しています。ソブリン投資家のESGにおいては、「環境」への注目が高まっています。

52 テーマ04

**テクノロジーへの投資や最新のテクノロジーの採用**

ソブリン投資家は新たなテクノロジーの出現を有力な投資機会と捉えており、同セクターに、多大な資金で、専門チームを立ち上げて長期的に投資しています。しかし、ソブリン投資家自身の運営においては、事務やリスク、投資プロセスの改善を優先しており、ポートフォリオへのテクノロジーの融合は驚くほど抑制的なままです。

56 テーマ05

**中央銀行は流動性と安全性を求め、国債や伝統的な準備通貨からシフト**

中央銀行は、低リスク資産である国債から預金へとポートフォリオの大幅なローテーションを進めています。米ドルやユーロ、英ポンドといった伝統的準備通貨への配分は減少し、人民元などへの大幅な分散が選好されています。また、少数の中央銀行は大量の金購入に踏み切りました。



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

ソブリン投資家を対象とした私たちの調査は今年で7回目を迎えました。本調査の規模は年々拡大し、2019年は世界各国のソブリン・ウェルス・ファンド、政府年金ファンド、および中央銀行の資産や準備金を運用する139名の上級責任者（68のソブリン投資家と71の中央銀行）から見解を得ることができました。これらの投資家の運用資産は、20兆米ドルを超えています（2019年3月現在）。

今年の5つの主要な調査テーマは、過去の研究で長期的な傾向を分析し、発掘した新たな洞察から得られた知見を基に設定しています。

今回のインタビューは、2018年10-12月期の市場の動揺の後、2019年1月から3月にかけて行われました。最初のテーマである景気サイクルの進展への対応は、回答者にとって最も重要な関心事です。金融市場のボラティリティの高まりと景気サイクルの終えんに対する懸念を背景に、ソブリン投資家はディフェンシブ姿勢を強め、分散を進め、新たな投資機会を発掘しているようです。

2番目のテーマでは、いくつかの大規模なソブリン投資家にとって現実的な問題となっているソブリン投資家の投資規模の拡大について調査しています。ソブリン投資家の規模は、投資機会にアクセスする際に明らかな利点を有しますが、それでもしばしば競争が激化しており、大規模なソブリン投資家はますます専門的な分野に新たな投資機会を見いだすことを余儀なくされています。

3番目のテーマでは、ソブリン投資家と中央銀行の双方で、環境・社会・ガバナンス（ESG）の採用を引き続き積極化させていることが明らかになっています。特に、ESG採用で長い歴史を持つ一部のソブリン投資家の間で、自身のポートフォリオへのESGの適用により、どのように価値を引き出すかについて理解が深まっています。また、ESG導入の初期の成果となることが多い「ガバナンス」への取り組みが当然となった、あるいはおおむね完了した現在、「環境」への注目が高まっています。

4番目のテーマでは、ソブリン投資家をテクノロジーへの投資家とテクノロジー・ユーザーの両面で見えています。ソブリン投資家はテクノロジーへの投資機会に高度なアプローチを見出していますが、ソブリン投資家自身の運営では、ポートフォリオへのテクノロジーの融合はしばしば一致していません。

最後のテーマでは、中央銀行に焦点を当てています。中央銀行は流動性と安全性を追求しており、米ドルやユーロ、英ポンドといった伝統的準備通貨から、人民元などへの大幅な分散が進んでいます。少数の中央銀行は、金を大量に準備金に追加しました。同時に、これらの中央銀行は、利回りが低下する環境下でますます困難になってきているコストをカバーする圧力に直面しています。

これまでと同様、今年の調査の主要テーマが皆さまのお役立ていただければ幸いです。

## ソブリン投資家の定義

ソブリン投資家には明確な分類があり、一義的には投資目的による区分が可能です。その分類の枠組みを以下に示します。

### 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

一方、債務ソブリンは、特定の債務を履行する資金を確保することを目的としており、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できますが、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、ポートフォリオ投資を部分的にしか行っていません。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、戦略的持分投資を行っています。また、戦略的持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の戦略的投資も行っています。

### 中央銀行

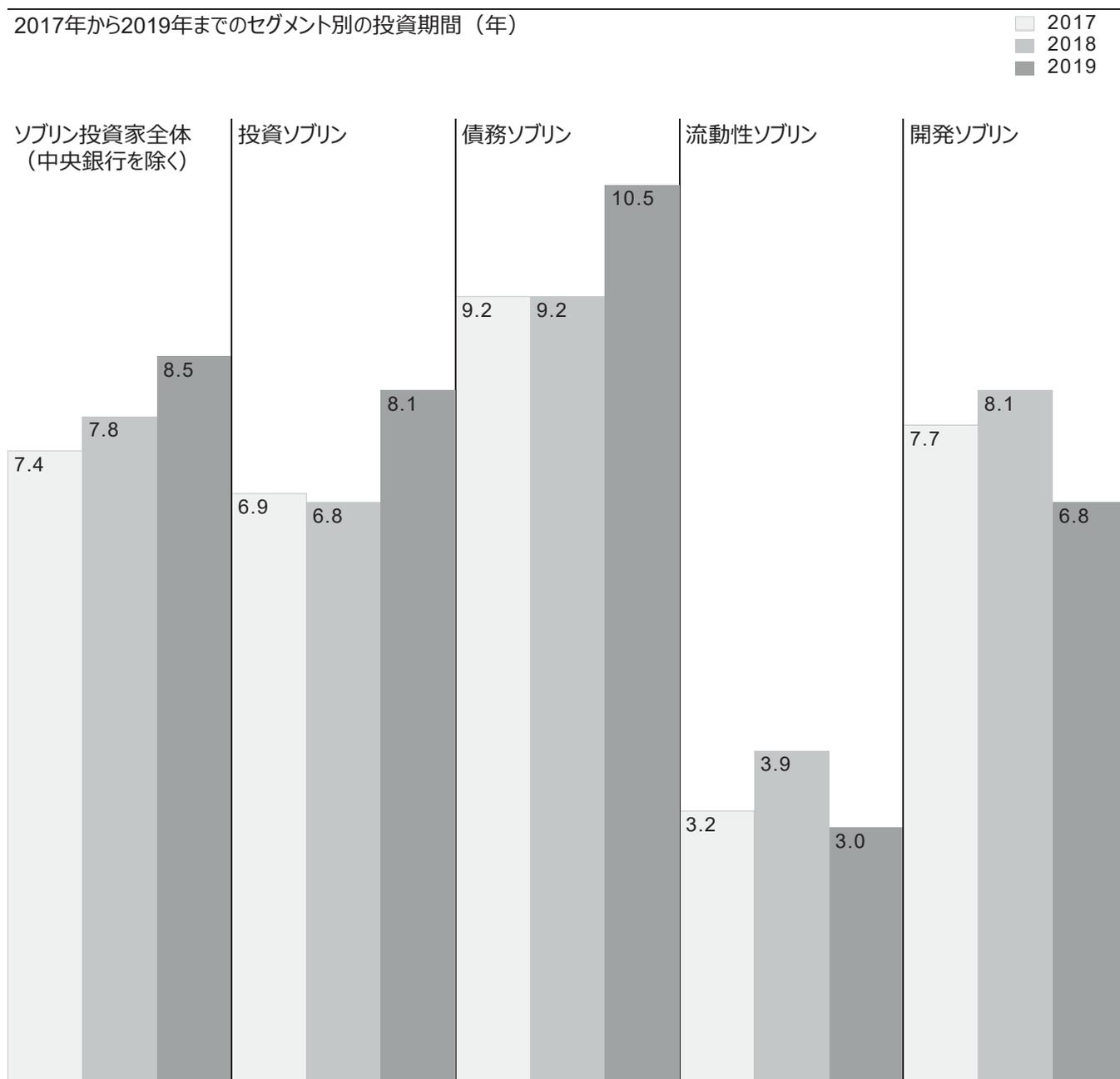
中央銀行は、政府の銀行、発券銀行、短期金利の決定、マネーサプライの管理、銀行システムの監督など、自国経済の中で数々の役割を果たしています。また中央銀行は、外国為替レート政策などの対外的な役割も果たしており、輸入代金の支払いや輸出代金の受領、政府の海外借入に関連したオペレーションも行っています。中央銀行は、大規模な準備金を保有することでこのような機能を維持し、信認を確保しています。従来、このような準備金は、元本の保全と流動性の確保を優先事項として運用されてきました。

## 主な指標

### 投資期間

ソブリン投資家の投資期間は、前年の7.8年から8.5年に延びました。これは、投資目的別セグメント（詳細はp04）のうち、投資ソブリンと債務ソブリンにおける投資期間の延長という最近の傾向を反映しています。これらの投資家にとって、流動性の低いプライベート・マーケットへの配分が増加し、長期にわたりより多くの資本が固定され、より長い期間にわたって判断されています。一方、流動性ソブリンの投資期間は、3.9年から3.0年に短縮しました。高水準のボラティリティを受け、流動性ソブリンは、流動性の高い資産クラスへの配分を大幅に引き上げ、投資期間も短縮しました。

2017年から2019年までのセグメント別の投資期間（年）



回答数：2017年=57、2018年=64、2019年=65。ソブリン投資家の定義は補足資料を参照。

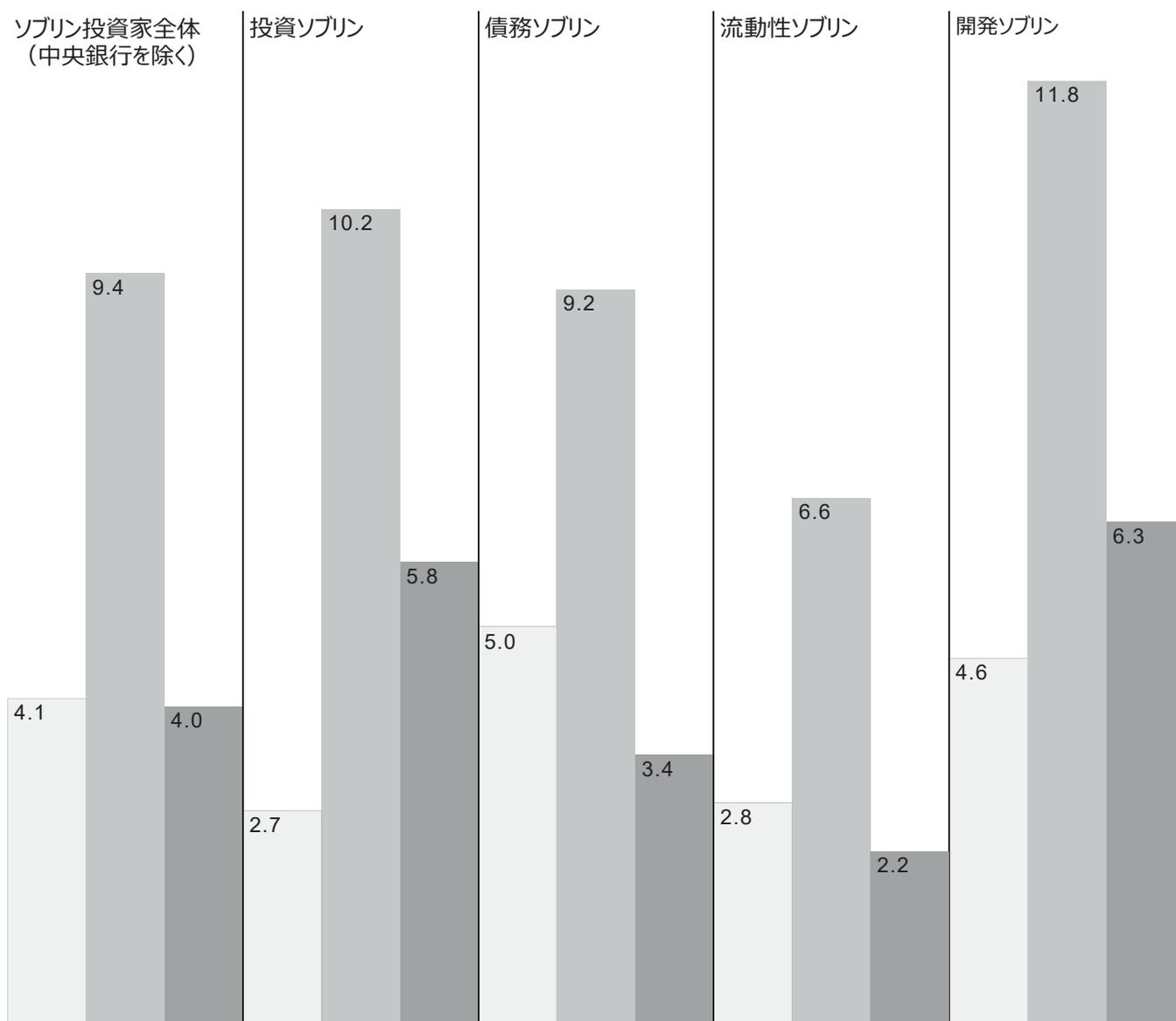
## パフォーマンス

2018年は、株式市場が軟調で振れ幅が大きかったうえ、債券価格が下落（利回りは上昇）したことを背景に、ソブリン投資家にとって厳しい年となりました。ソブリン投資家（除く中央銀行）の2018年の平均リターンは4%と、平均リターンが9%を超えた極めて良好だった2017年を下回りました。

各セグメント別では、プライベート・マーケットの資産への高いエクスポージャーを背景に、開発ソブリンが最も好調となり、6%を超えるリターンを実現しました。一方、現金と債券への配分への相対的な高さから、流動性ソブリンのパフォーマンスが最も低く、リターンは2%をわずかに上回る水準となりました。

2016年から2018年までのセグメント別の年間実績リターン（%）

2016  
2017  
2018



回答数：2016年=49、2017年=52、2018年=55。

## 資産配分

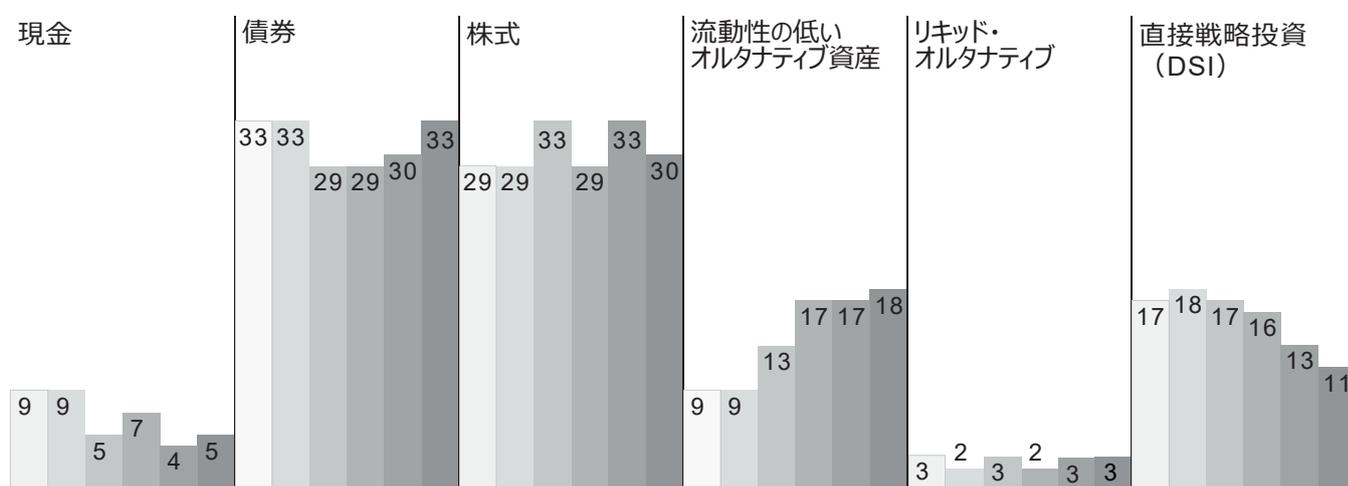
債券への配分は、2019年には33%に増加しました。一方、株式は、戦略的配分の削減と2018年10-12月期の価格下落の影響を受け、33%から30%に減少しました。

現在、ソブリン投資家は、平均で資産の21%をオルタナティブ投資（直接戦略投資を除く）に配分しており、過去5年間で着実に上昇しています。

オルタナティブ資産への配分では、プライベート・エクイティと不動産への配分が引き続き最も大きく、2019年も配分が拡大し、中でも不動産の増加幅が最大でした。

2014年から2019年の資産配分の動向（%）

■ 2014 ■ 2017  
■ 2015 ■ 2018  
■ 2016 ■ 2019

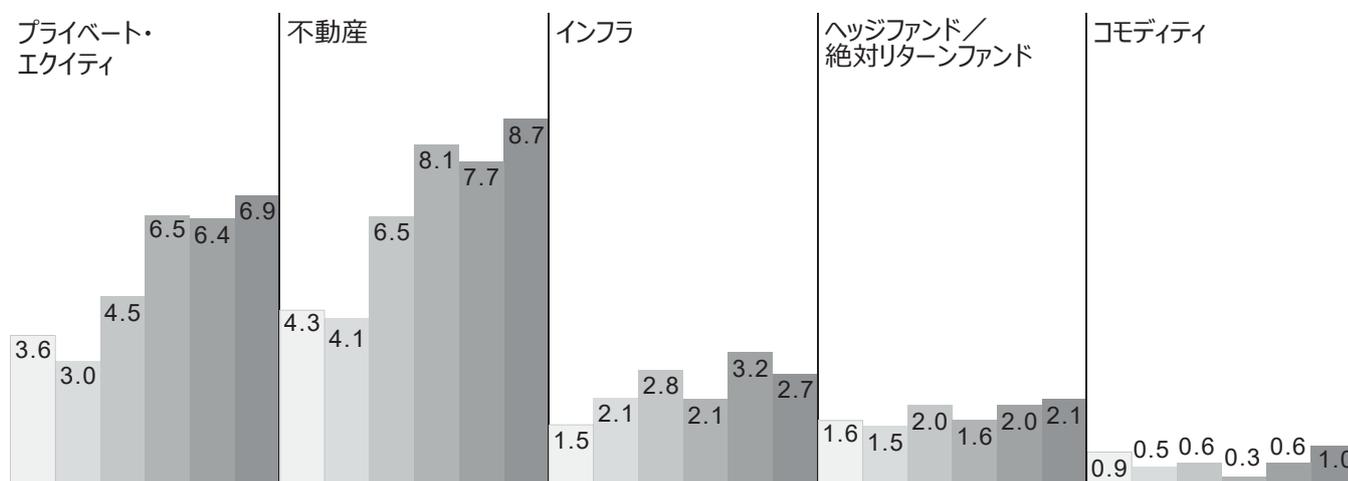


回答数：2014年=48、2015年=44、2016年=57、2017年=62、2018年=63、2019年=53。

直接戦略投資（DSI）は、開発ソブリン等がポートフォリオにおけるプライベート・マーケット以外として保有する直接投資。

2014年から2019年のオルタナティブ投資への資産配分の動向（%）

■ 2014 ■ 2017  
■ 2015 ■ 2018  
■ 2016 ■ 2019



回答数：2014年=48、2015年=44、2016年=57、2017年=62、2018年=63、2019年=53。

## テーマ01

### 景気サイクル進展への対応…ソブリン投資家はディフェンシブ姿勢を強め、分散を進め、新たな投資機会を発掘しているようです

#### 要点：

- 2018年の困難な環境は債券への配分の増加につながり、現在の景気サイクルの終えんをソブリン投資家が予想していることは、分散の推進要因となりました。
- 市場のボラティリティを、時価総額加重のパッシブ戦略や「設定後はそのまま」型のファクター戦略といった「介入度の低い」運用戦略の限界を際立たせるものと解釈し、こうした戦略から、よりダイナミックなアプローチ選好にシフトするソブリン投資家もいます。
- 政治リスクが高まり、景気の勢いが減速しているとの認識から、ソブリン投資家の欧州回避の動きが強まっており、中国をはじめとする新興国への関心の高まりにつながっています。

# 01

## 株式市場のボラティリティの高まりを受け、ソブリン投資家は（防衛的な手段として）債券や、分散メリットを求めてプライベート・マーケットなどに傾斜

今回の調査では、株式への配分の増加と、それによる債券の、ソブリン投資家の最大の資産クラスの地位からの転落が特徴でした。過去5年間のトレンドであった債券への配分の低下（35%→30%）や、非常に力強い株価上昇は、2018年に途切れました。10ページの図1.1に示すように、2019年のソブリン投資ポートフォリオでは、株式と債券の立場が逆転し、債券への配分（33%）が再び上位となっています。

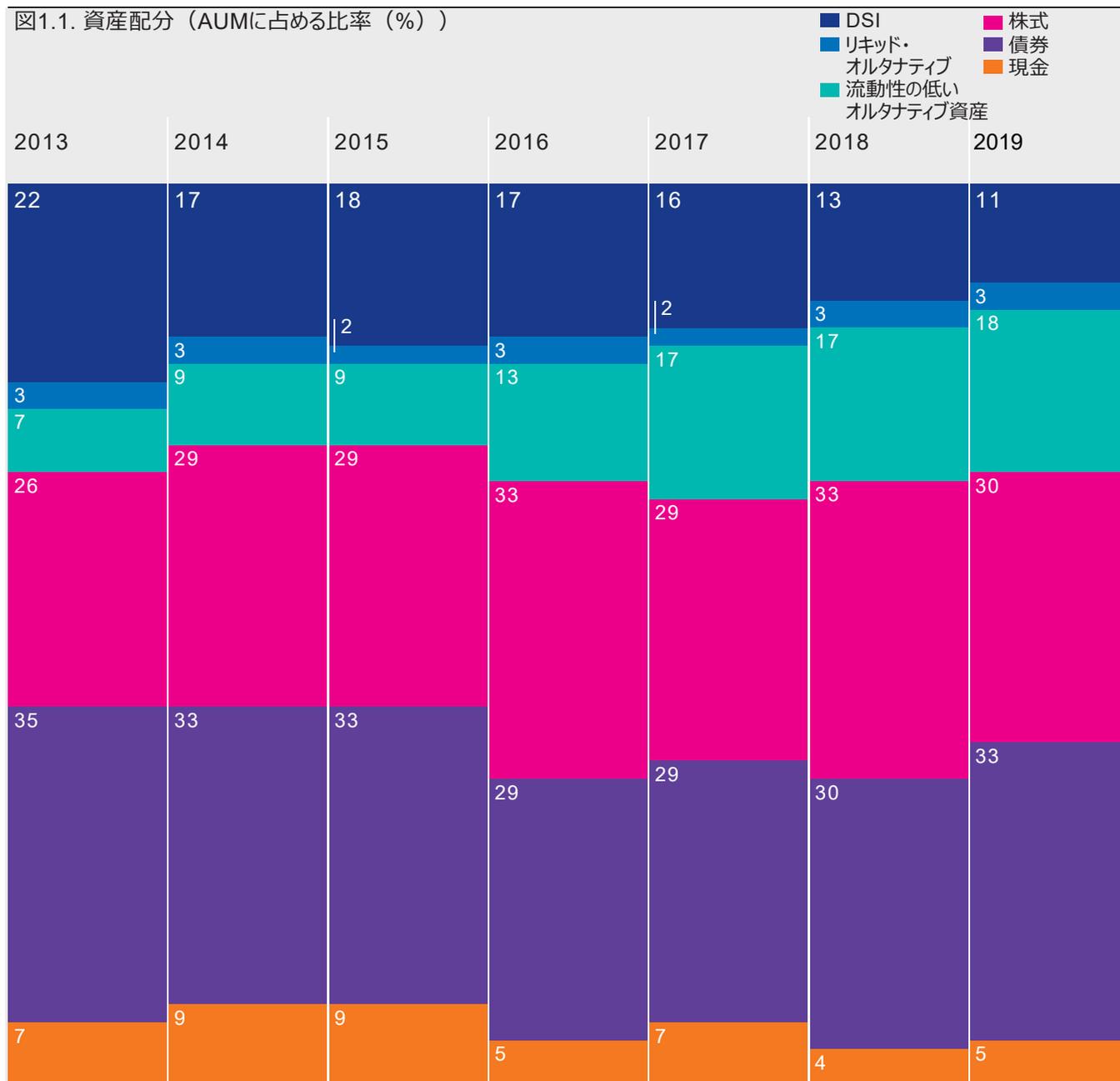
現在の景気サイクルの終えんが近いとの見解はほぼ一致しており、ソブリン投資家の約89%が、現在の景気拡大は2年以内に終わりを迎えると予測しています（p10、図1.2）。景気サイクルの終盤に特有の懸念（ボラティリティの高まりや株式からの収益がマイナスとなる可能性）に加え、米国の金利上昇を背景とする一部の債券市場の利回り改善も、ソブリン投資家がディフェンシブ姿勢を強める背景となりました。

株価が下落し、ポートフォリオが防衛的になったことで、2018年のソブリン投資家の投資リターンは低下し、平均リターンは2017年の9.4%から4.0%となりました（p11、図1.3）。ただし、各セグメントの5年間の平均リターン（年率ベース）は7.6%と健全性を保っています。

2018年は、調査対象のソブリン投資家の約23%が年間でのマイナス・リターンを経験し、最も劣後したソブリンのいくつかはパッシブ・エクイティ戦略への配分を高位としていました。MSCIワールド・インデックスが2018年に8.7%下落（米ドルベース）<sup>1</sup> したことを踏まえると、4分の3のソブリン投資家が2018年にプラスのリターンを獲得したという事実は、債券や低流動性資産が不調を補うことによる分散投資の効果を際立たせるものでした。

<sup>1</sup>MSCI ワールド・インデックス(米ドルベース)、[www.msci.com](http://www.msci.com), 2018年12月末現在。

図1.1. 資産配分（AUMに占める比率（%））



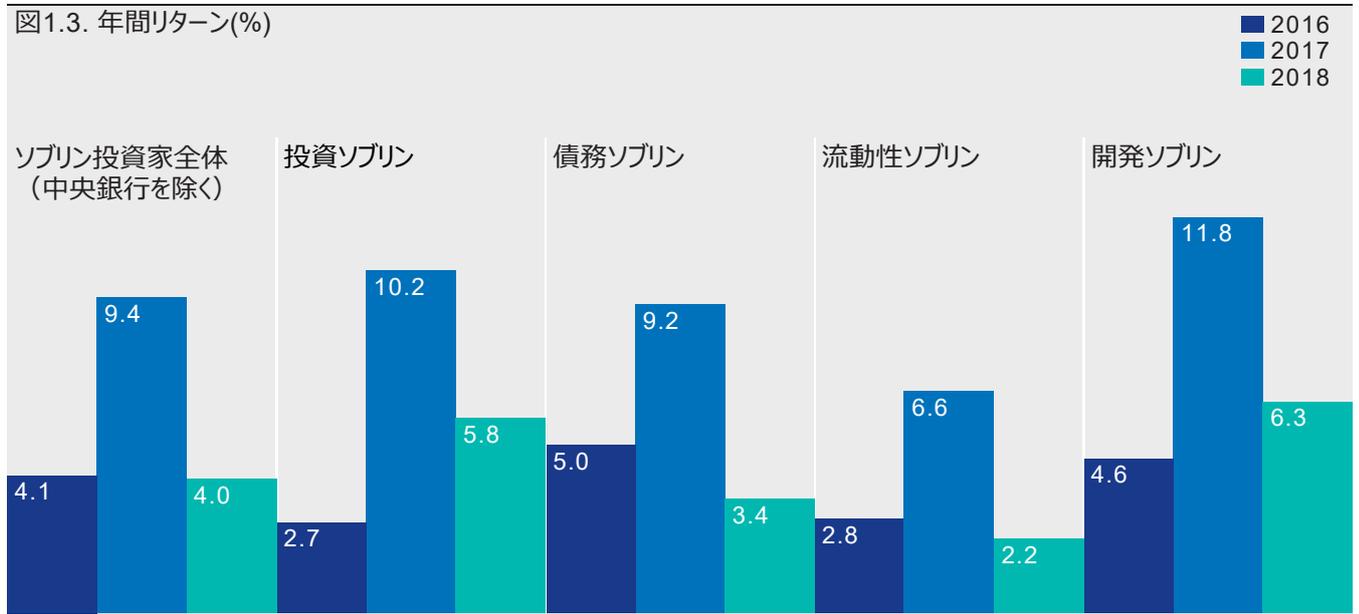
中央銀行を除く。回答数：2013年=33、2014年=48、2015年=44、2016年=57、2017年=62、2018年=63、2019年=53。

図1.2. 予想される景気サイクルの終了時期（回答者に占める比率（%））



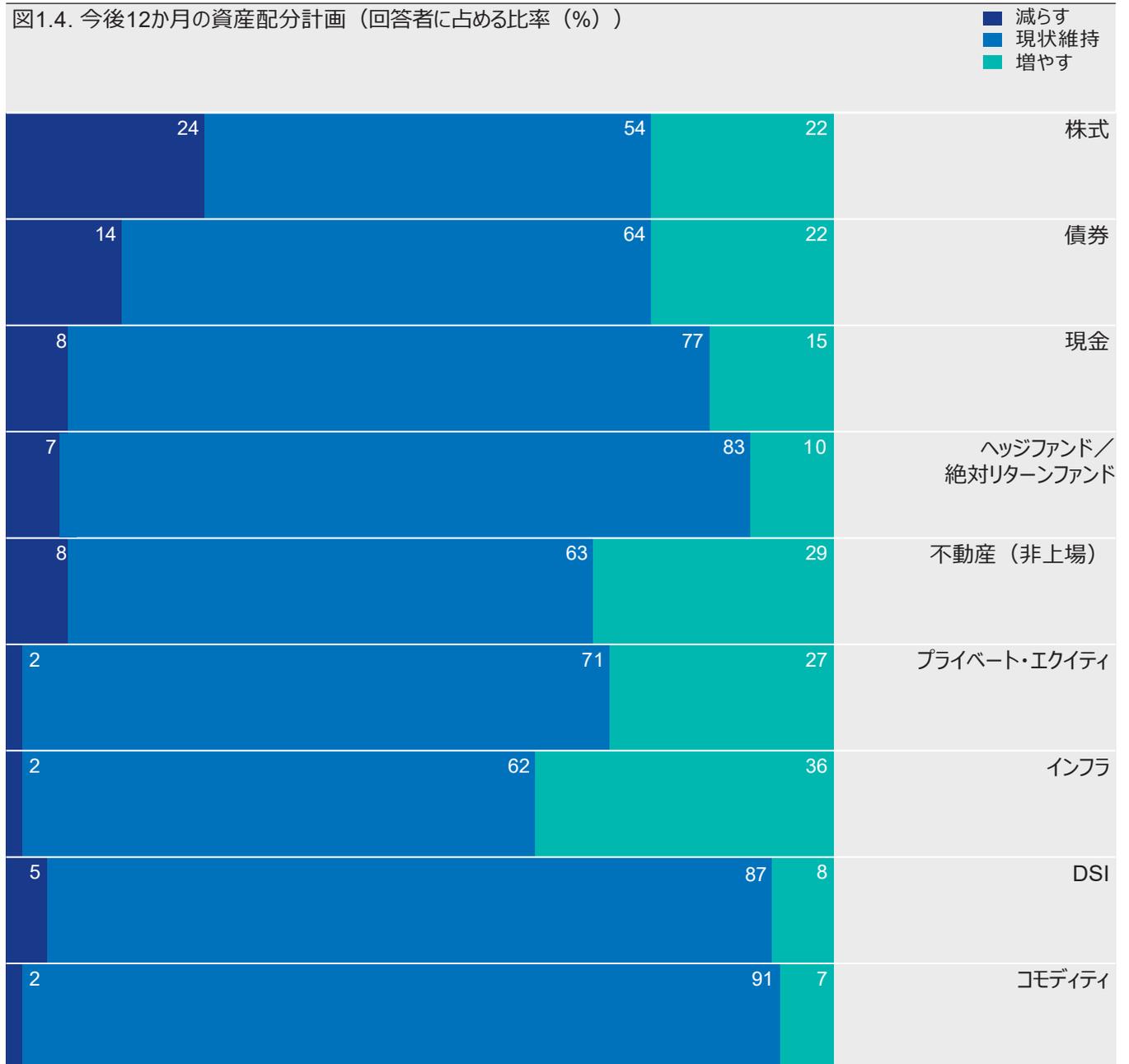
中央銀行を除く。回答数：57。

図1.3. 年間リターン(%)



中央銀行を除く。回答数：55。

図1.4. 今後12か月の資産配分計画 (回答者に占める比率 (%))



中央銀行を除く。回答数：59。

上場・公開市場のボラティリティ上昇を受け、分散メリットが、プライベート・マーケット投資への需要をさらに高めることにつながっています。11ページの図1.4が示す通り、投資家はインフラストラクチャー（インフラ）や不動産、プライベート・エクイティへの配分をさらに増やすことを計画しています。他の資産クラスとのリターンの相関の低さのみならず、インフレ・ヘッジが見込めることや長期的な資産であること、非流動性プレミアムなど、2018年の調査で明らかになったメリットは、ソブリン投資家にとって非常に魅力的であり続けています。特に債務ソブリンにとっては、インフラや不動産はしばしば、その債務との疑似マッチングを提供しているとも見なされています。

プライベート・マーケットへの投資はまた、ソブリン投資家が気候変動や人口動態の変化といった長期的なトレンドを収益機会とすることも可能にします。流動性の低いオルタナティブ資産への配分を増やすことは、全ての地域で見られる傾向ですが、特に北米・欧州と中東のソブリン投資家に顕著です。中東のソブリン投資家の場合、約75%がインフラへの配分を増やし、63%がプライベート・エクイティへの配分を増やすと計画しています（p14、図1.5）。

## より高度なファクター戦略への動き

2018年の株式市場の環境の厳しさは、手数料控除前でマイナス・リターンとなった時価総額加重のパッシブ戦略でより強く感じられることになりました。2018年の調査で指摘したように、時価総額加重のパッシブ投資は、特に株式ポートフォリオではファクター投資の利用が増えていることから、増加ペースが落ち着いてきています。しかし、株式市場の低迷は、株式のパッシブ戦略だけでなく、いくつかのファクター戦略、そして2018年の困難に耐えた運用会社にも課題をもたらしています。

マルチファクター戦略をダイナミックに活用し、ポートフォリオ全体の巨額のベータ・エクスポージャーを管理する、より洗練された大規模なソブリン投資家と、シングルファクター戦略を利用するソブリン投資家とで、2018年の結果は二極化しました。後者の比較的小規模のソブリン投資家は、最近の市場のボラティリティの影響を最も受け、バリュエーションなど、最も一般的なシングルファクター戦略が2018年にはマイナス・リターンとなりました<sup>2</sup>。ファクター配分で「設定後はそのまま」のシンプルなアプローチを採用している投資家の中にも、マイナス・リターンを報告している投資家がありました。こうした状況が、シングルファクター・アプローチから、市況の変化に対応できるマルチファクター・アプローチへの移行を促しています。

こうした状況は、アジア太平洋地域（APAC）の債務ソブリンの以下のコメントによく表れています。

「ボラティリティの高まりや難しい運用状況により、8年前に最初に採用したファクター投資プログラムの見直しを迫られ、シングルファクター戦略からマルチファクター戦略に移行しました。私たちのシングルファクター戦略は、現在のところうまく機能しておらず、上昇・下落のどちらについても多くのボラティリティを捉え、概して時価総額加重指数を下回ってきました。これらのファクターをよりダイナミックに管理すべきだったことはわかっており、だからこそ、シングルファクターの等ウェイト配分から、ダイナミックに配分を変更するアプローチに移行したのです。」  
(APACの債務ソブリン)

これは、中規模から小規模のソブリン投資家に比較的一般的な見解でした。大規模な（そしてより洗練された）ソブリン投資家はすでにこの方向に動いており、ファクターをある程度アクティブな観点で捉え、マルチファクター戦略を利用してポートフォリオの効率性を追求しています。そのほとんどが厳しい市場環境だったにもかかわらず、2018年にファクター戦略の価値に対するソブリン投資家の信頼が揺らぐことはなく、現在では、ファクター戦略が公開市場のポートフォリオで重要な地位を占めています。

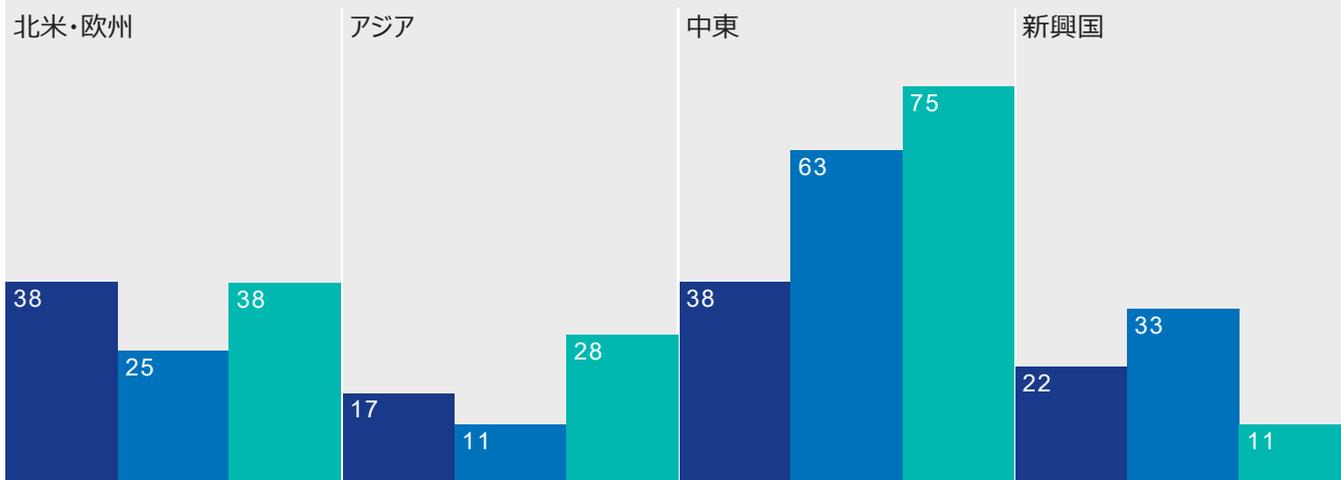
シングルファクター・アプローチからマルチファクター・アプローチへの移行に加え、ソブリン投資家の間では、他の資産クラスでのファクター戦略活用への関心が高まっています。たとえば、今や16%のソブリンが先進国債券でファクター戦略を利用しています（先進国株式では33%）（p14、図表1.6）。

ファクターの実践において最先端の投資家は、より多くの資産クラスにファクター投資を取り入れると同時に、これをマルチアセットの枠組みのなかでどのように実施できるかを検討しています。（原資産クラス間の相関が低いことを考えると）マルチアセット・アプローチが個々の資産クラスよりも魅力的なシャープ・レシオを提供する、というのが投資家の共通認識となっています。しかし、リソースが限られているソブリンの中には、この種のポートフォリオ全体にわたるマルチファクター・アプローチの導入に必要なスキルを欠いており、その採用を容易にするツールへの要望を表明する投資家もいました。

<sup>2</sup> 出所：FactorResearch (<https://www.factorresearch.com/> research-factor-olympics-2018)

図1.5. 流動性の低いオルタナティブ資産で配分を引き上げたい投資先  
 (回答者に占める比率 (%))

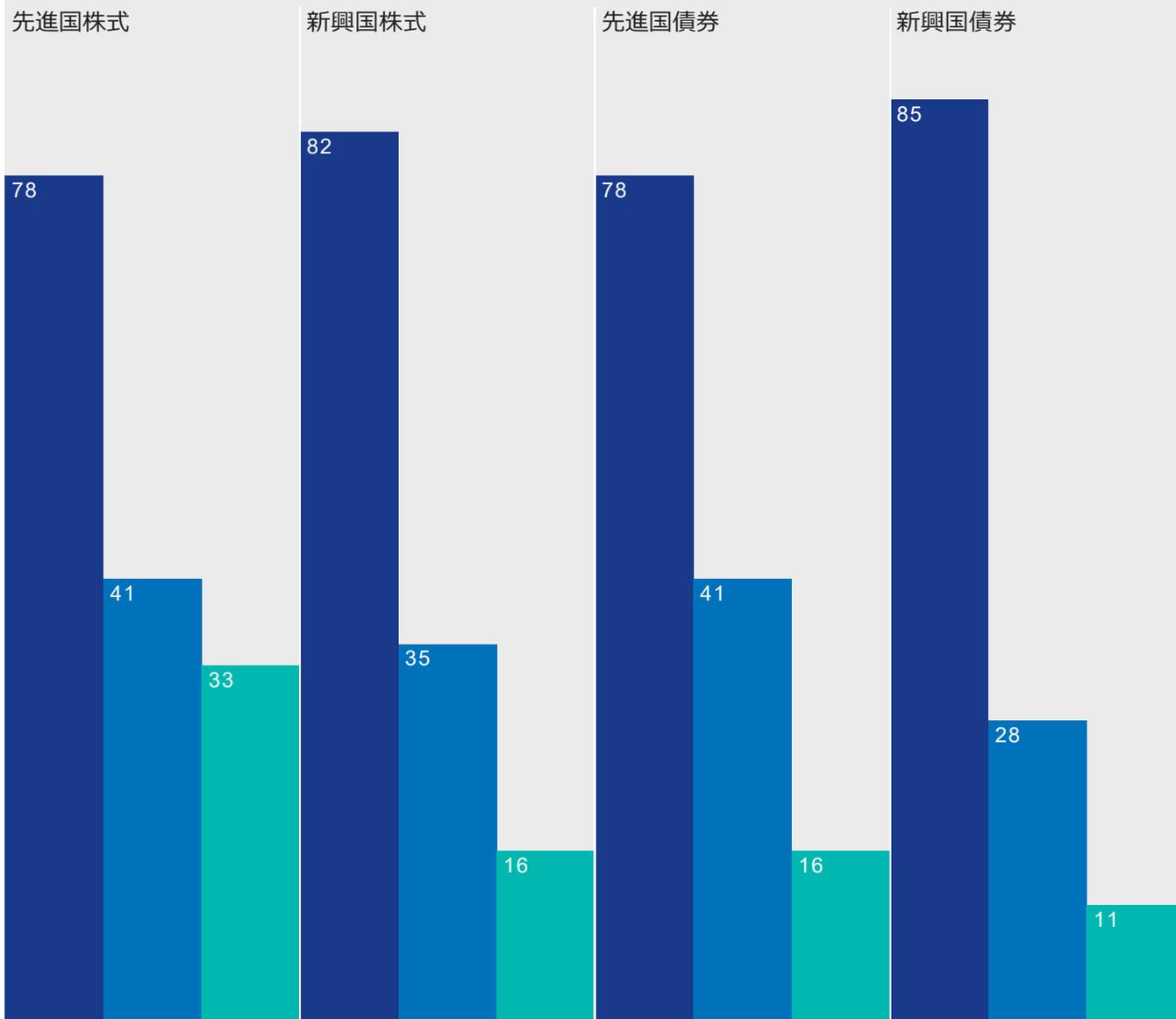
■ 不動産 (非上場)  
 ■ プライベート・エクイティ  
 ■ インフラ



中央銀行を除く。回答数：59。

図1.6. 各資産クラスへの投資手法 (回答者に占める比率 (%))

■ アクティブ  
 ■ ベンチマーク (パッシブ)  
 ■ ファクター



中央銀行を除く。回答数：59。

## ソブリン投資家は、欧州よりも新興国や中国を選好

ソブリン投資家はまた、地理的配分も見直しています。経済成長の鈍化と政治リスクが高まっているとの認識は、欧州主要国の魅力の後退につながっています。17ページの図1.7で示したように、英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）は現在、3分の2のソブリン投資家の資産配分の決定に影響を及ぼしています。欧州大陸はますます不安定になっており、ドイツやイタリアなどの欧州主要国ではポピュリスト政党の人気を引き続き高まっている一方、EUは米国との貿易紛争への対応を引き続き余儀なくされています。

これらの問題が、欧州の景気モメンタムに悪影響を及ぼしてきました。さらに、マイナス金利によって運用の機会がほとんどなくなっており、これが当面の欧州の成長余地が限られていると受け止めている投資家もいます。その結果、ソブリン投資家の欧州回避の動きが広がっています。3分の1近いソブリン投資家が2018年に欧州への配分を引き下げ、2019年も同程度の引き下げが予定されており、北米、アジア、新興市場などに資金がシフトしています（p18、図表1.8）。

平均すると、ソブリン投資家は現在、大きな経済規模を持つ新興国への投資の魅力を、先進国よりも高く評価しています。これは、2017年に比べるとかなりの反動です。評価が最も改善したのは中国で、ブラジル、インドが続いています。一方で、イタリアやドイツ、日本、英国の評価が最も大幅な低下を記録しました（p20-21、図1.9）。

2018年は、トルコやアルゼンチンをはじめとする景気の悪化や、それが広範に広がることへの懸念など、難しい状況にあったにもかかわらず、このように新興国への評価が改善したことは注目に値します。それは、新興国への配分がますます減らされにくくなっていることを示していると考えられます。

新興国に長期的に投資する投資家が増えており、ソブリン投資家もその一部を占めているようです。ソブリン投資家の安定した長期的な投資資金の存在は、他の投資家の新興国市場への関心を高め、「安全資産逃避」が拡大することへの恐れや、過去のサイクルで観察された有事の際の相関の急激な高まりに一部誇張があったとの見方につながります。

配分や質の良い資金が増え、先進国との相関も低下したもようである一方で、一部のソブリン投資家の間では、新興国株式全体の当面の見通しに対する警戒も依然として存在します。

現在の景気サイクルの終わりが「V」字型ではなく「U」字型になると考える投資家は、純輸出国が景気減速の環境をうまく切り抜けることは難しいとみています。例外は中国です。

## 中国の影響力と存在力が高まるにつれ、ソブリン投資家の投資も拡大

図1.7に示すように、米中の貿易摩擦の高まりは、大半の回答者の配分の決定に影響を及ぼしています。

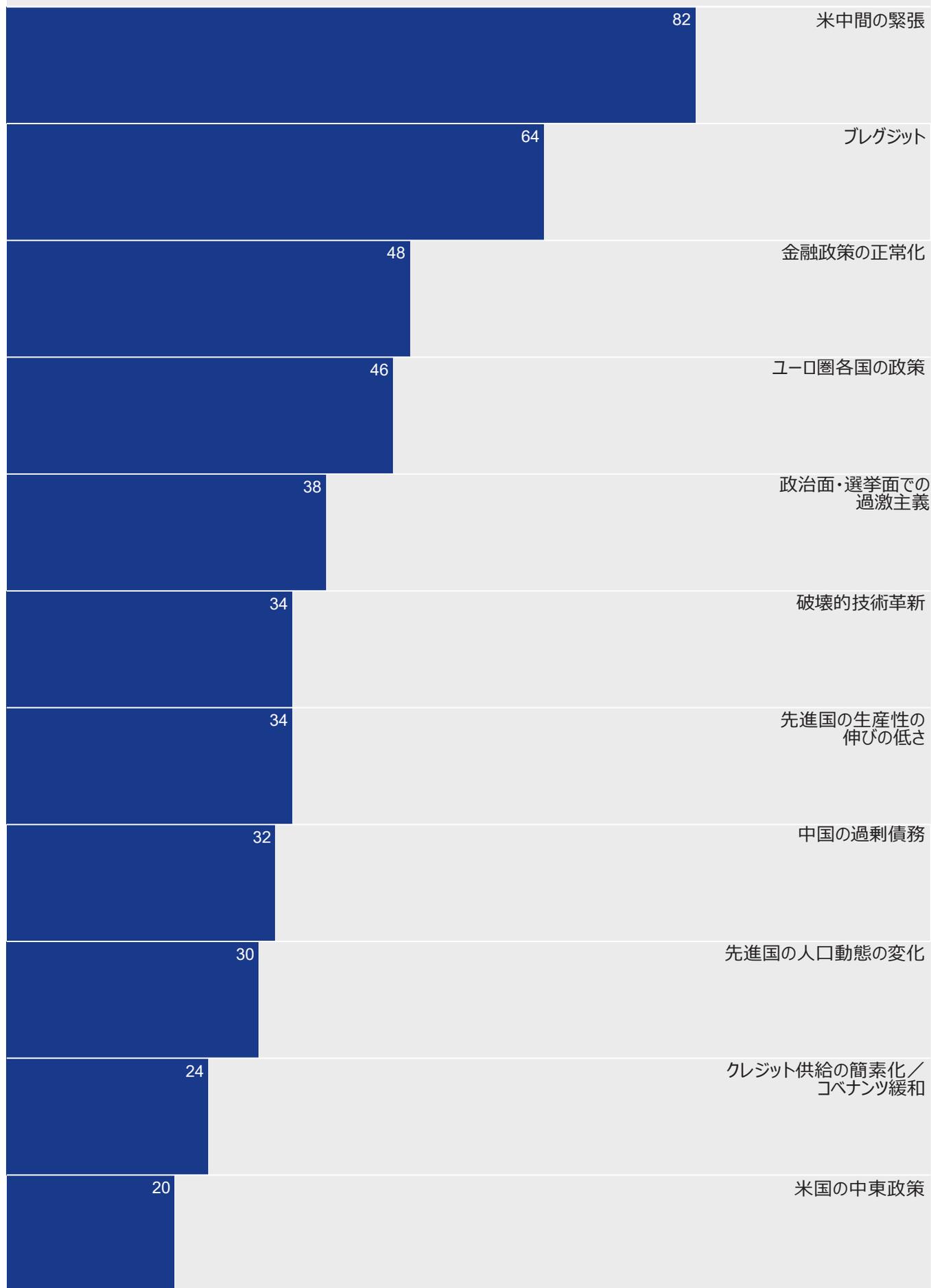
しかし、多くのソブリン投資家が、進行中の通商交渉が外国人投資家にプラスの結果をもたらすだろうとの楽観的な見通しを表明しました。投資家は、2019年1-3月期に中国が新たな外国投資法を制定し、(かつて不満が多かった) 外資企業の強制的な技術移転を禁止することや、知的財産保護の改善など、いくつかの面で進展があったと指摘しました。APACの大手債務ソブリンは、以下のように述べています。

「私たちは中国への投資に前向きです。最終的に、中国は変革を達成するはずです。悪い経済ファクターという中国の評判は昔の話です。中国には非常に起業家的な文化があり、農業主導のモデルから、付加価値の高い技術と革新的なサービスを伴った経済への転換はすでに進行中です。」

(APACの債務ソブリン)

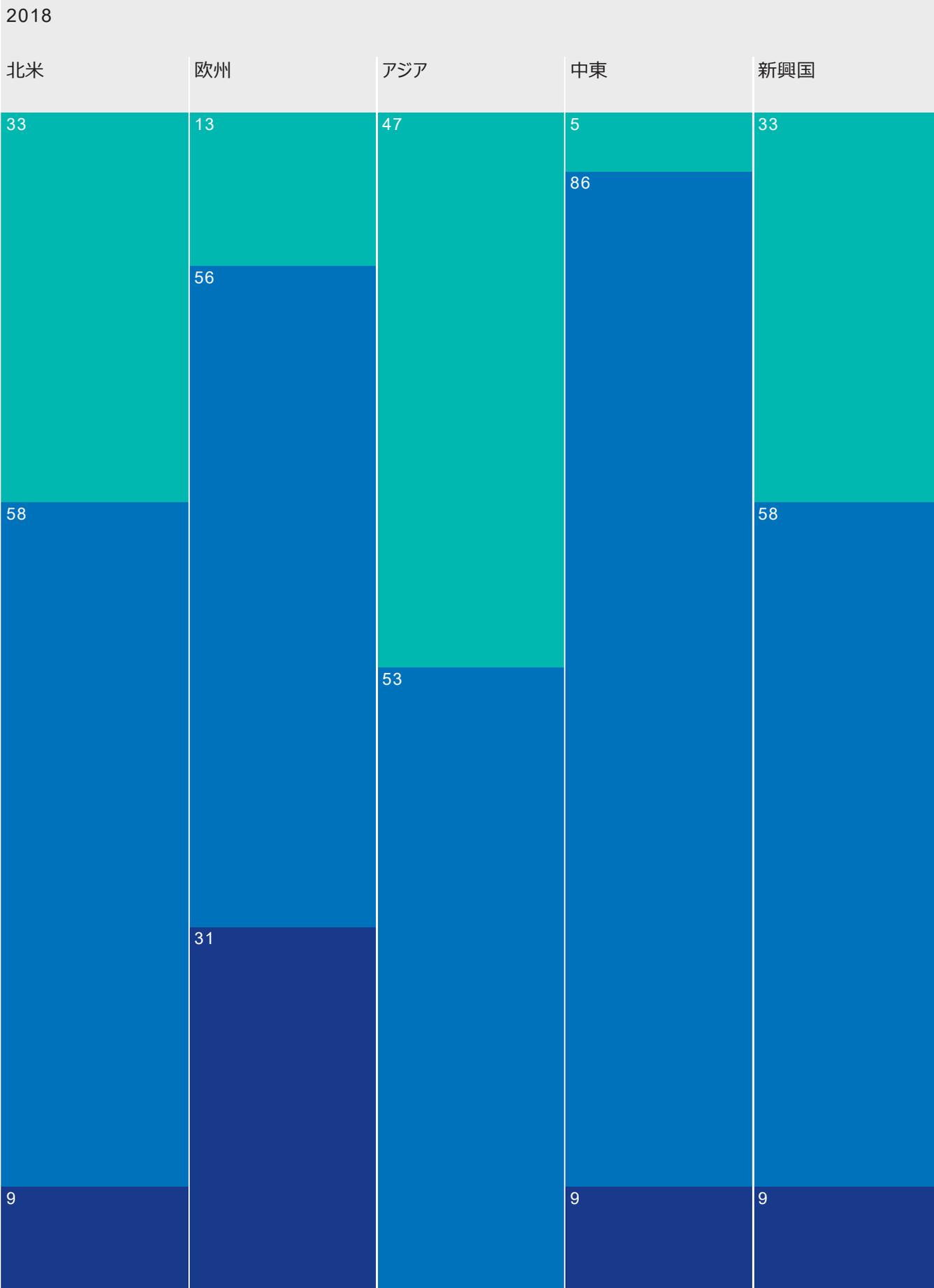
外資のアクセスを緩和し、引きつけるための10年以上にわたる中国政府の措置（適格外国機関投資家（QFII）や人民元のQFII（RQFII）制度、さらに最近では2014年に始まった上海-香港ストックコネクトなど）を受け、株式が中国でのソブリン投資において最も好まれる資産クラスとなっています（p22、図1.10）。債券への配分も既にかかなりの規模となっており、主要な債券インデックスにおける中国債券の採用や、外国人投資家が中国国内の債券市場にアクセスできるようにする取り組み（2017年7月に始まったボンドコネクトなど）により、今後も増加する可能性が高いでしょう。22ページの図1.11が示すように、中国へのエクスポージャーはすでに大手のソブリンをもちろんのこと、広範なソブリン投資家に広がっています。

図1.7. 資産配分に影響を及ぼすマクロ経済のテーマ（回答者に占める比率（%））



中央銀行を除く。回答数：50。

図1.8. 地域別の資産配分の変化（あるいはその予定）（回答者に占める比率（%））



中央銀行を除く。回答数：45。

■ 増加  
■ 変化なし  
■ 減少

2019

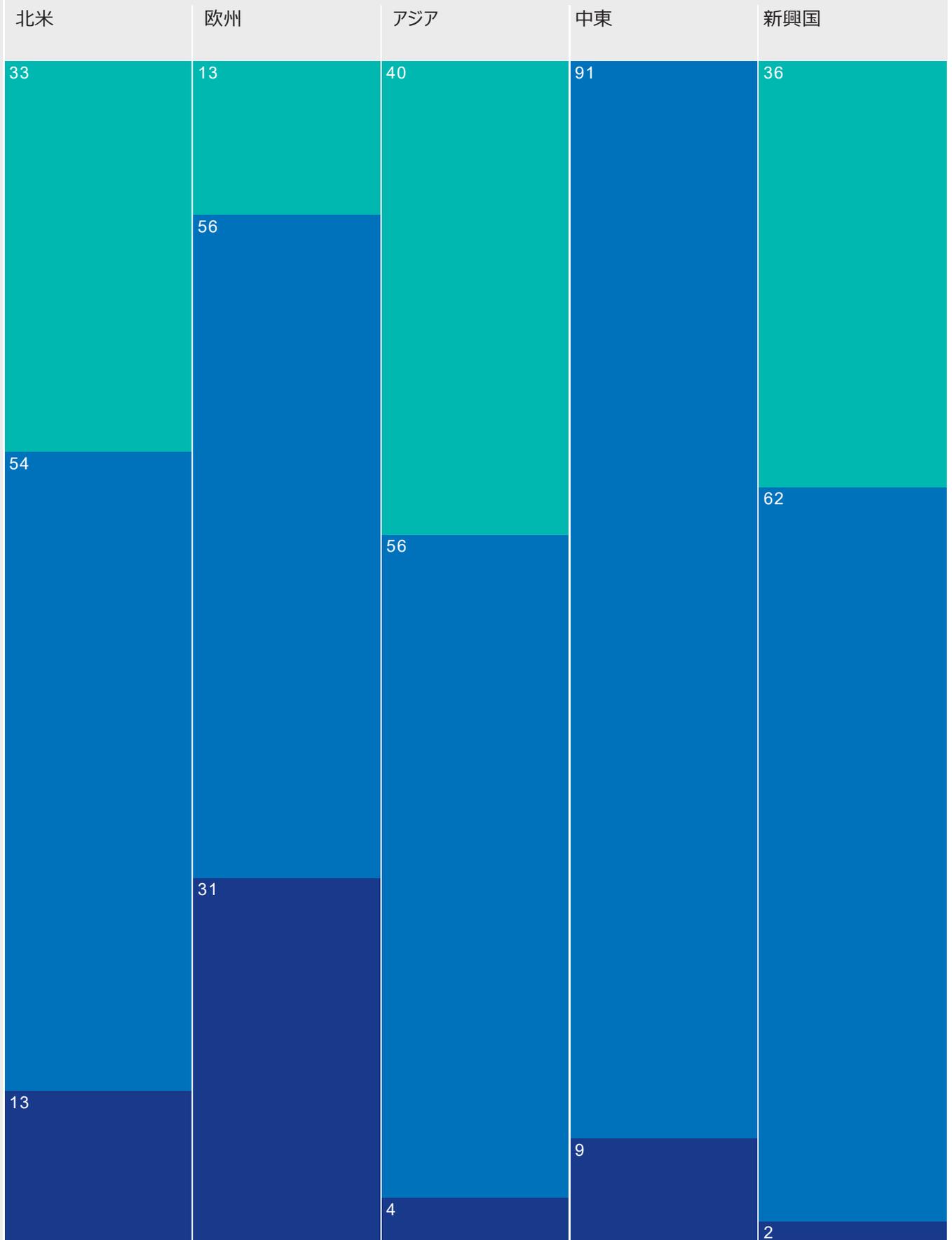
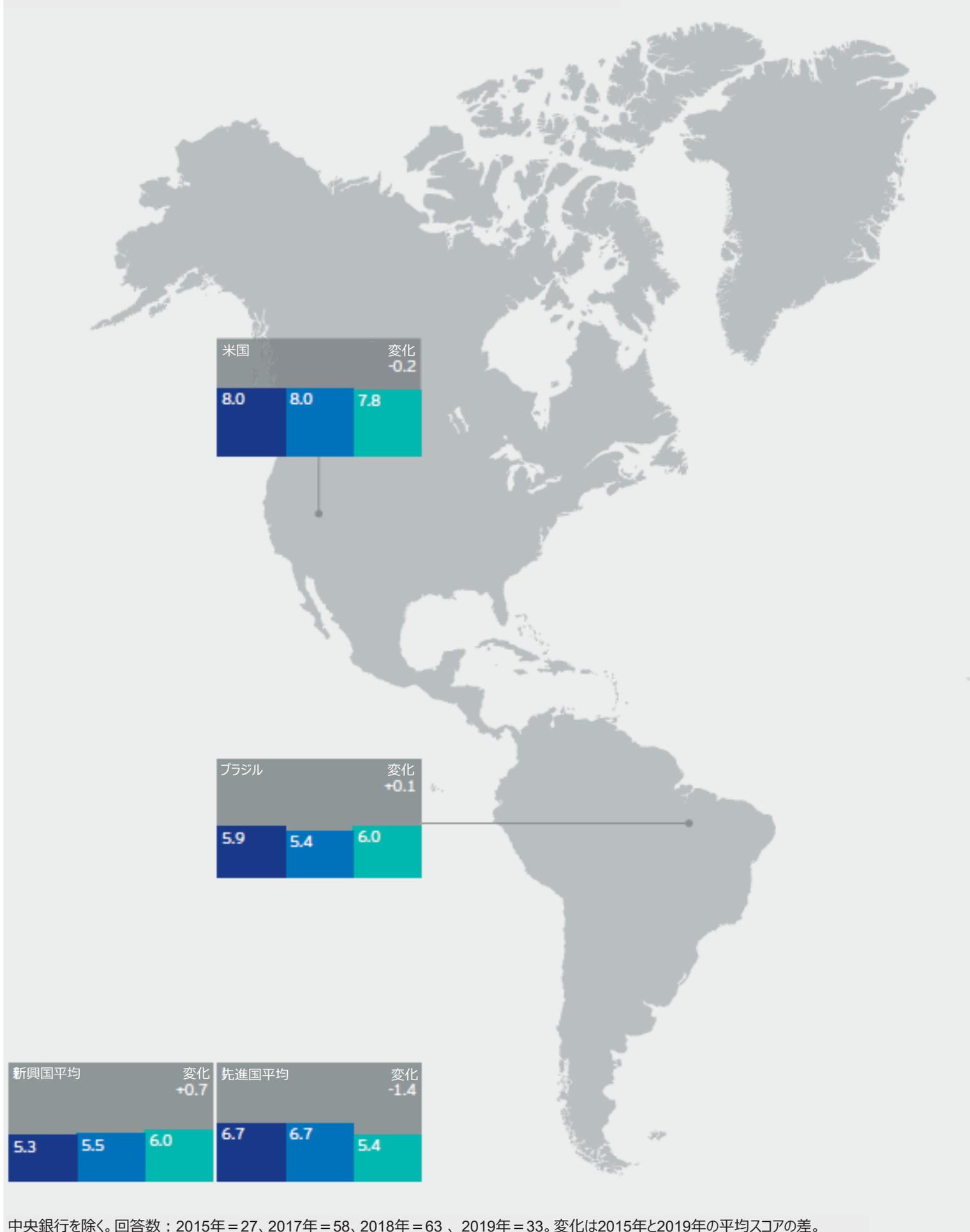


図1.9. 今後3年間の各国・地域の投資魅力度（10段階中の平均スコア）



中央銀行を除く。回答数：2015年 = 27、2017年 = 58、2018年 = 63、2019年 = 33。変化は2015年と2019年の平均スコアの差。

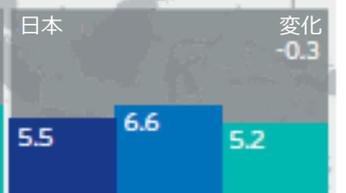
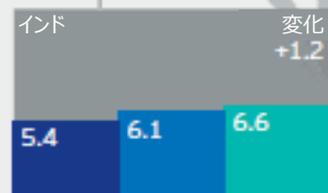
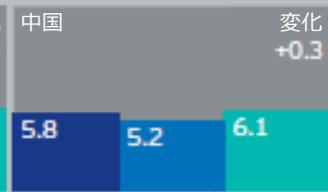
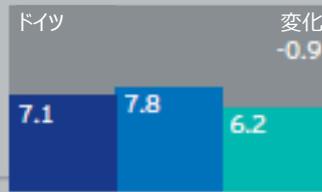
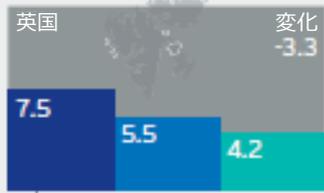
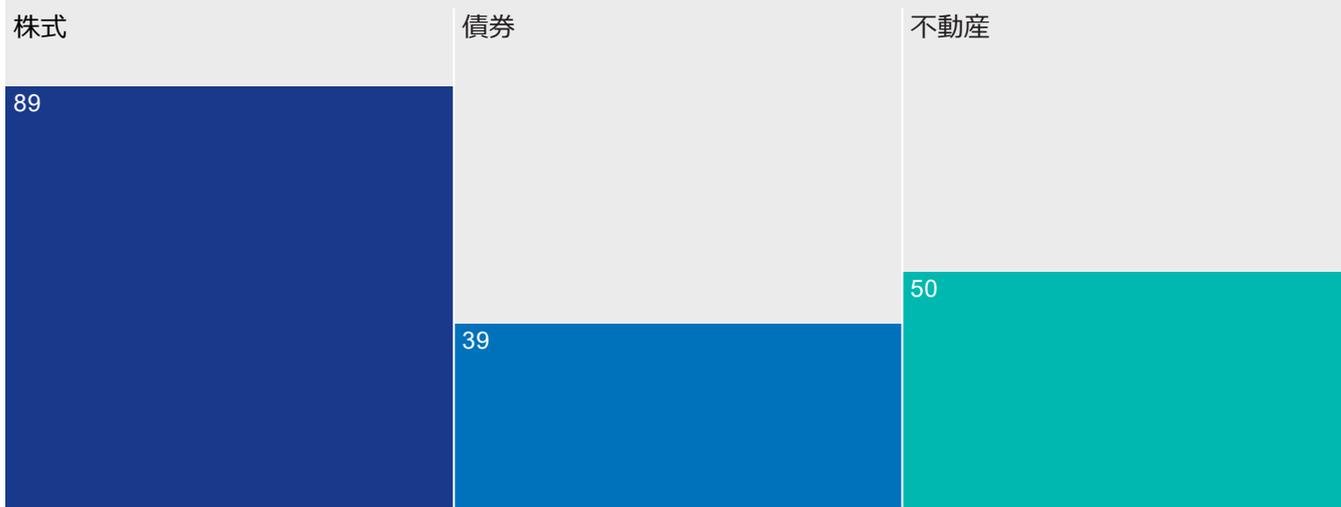


図1.10.資産クラス別の中国へのエクスポージャー（回答者に占める比率（%））



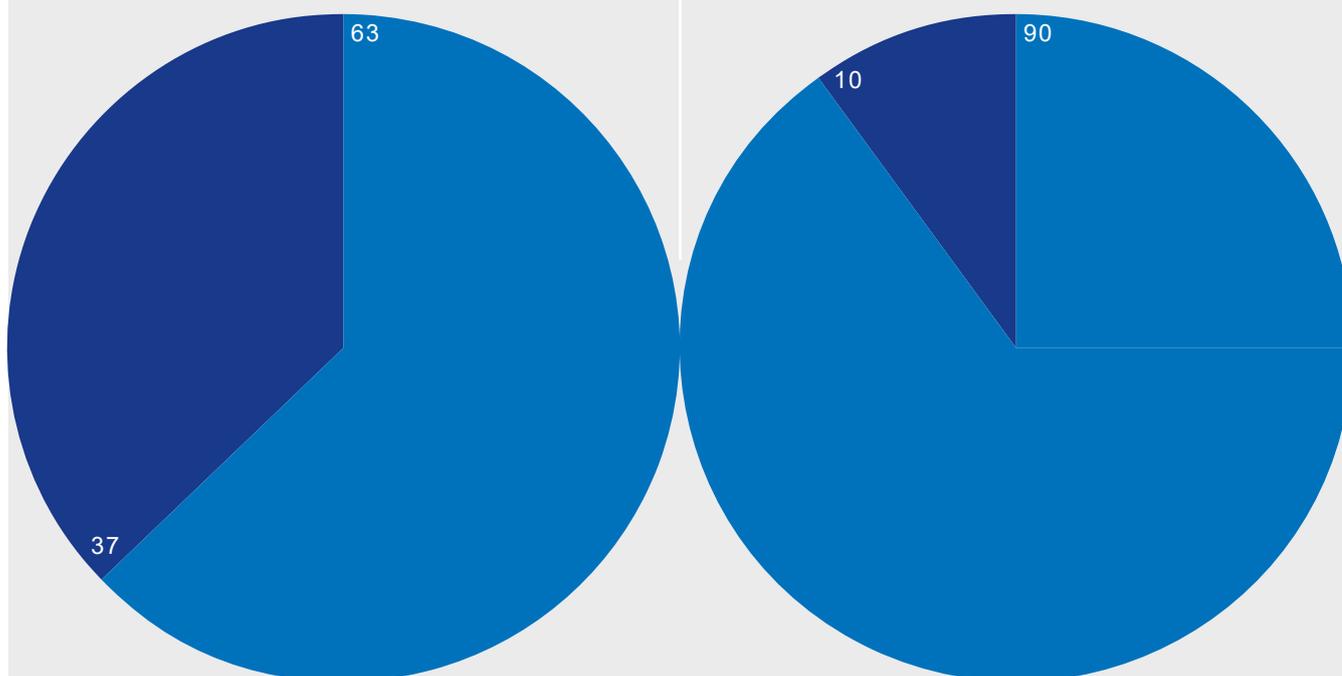
中央銀行を除く。回答数：38。

図1.11. 中国へのエクスポージャーの有無（回答者に占める比率（%））

■あり  
■なし

運用残高：1,000億米ドル未満

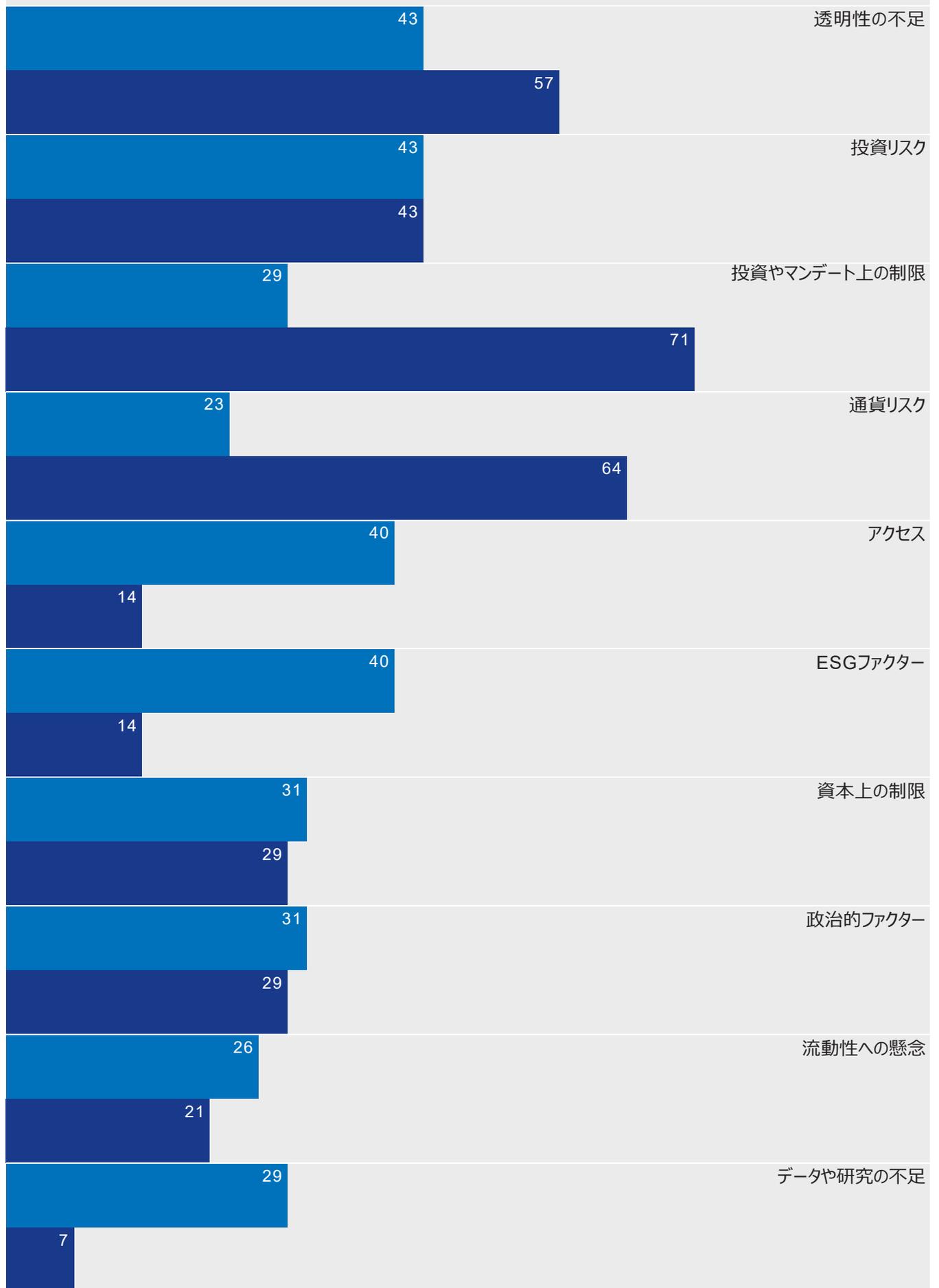
運用残高：1,000億米ドル超



中央銀行を除く。回答数：56。

図1.12. 中国への投資において考えられる障壁（回答者に占める比率（%））

■ エクスポージャーのあるソブリン  
 ■ エクスポージャーのないソブリン



中央銀行を除く。回答数：55。

## 中国のリスクに対処するには、専門知識とアクティブ運用が必要

中国への配分増加を妨げる課題として最も多く言及されているのが透明性です（p23、図1.12参照）。一方、中国に投資していないソブリン投資家の場合、投資規制と通貨リスクが主な障害となっているようです。そのような懸念は、既に中国に配分している（新興国全体やアジア全体の一部として、少額から始めることが多い）機関投資家では非常に小さく、ほとんどが克服可能と考えていることを示しています。

リソースの豊富なソブリン投資家は、この分野での専門性の構築に焦点を当て、市場の知識や言語スキルを提供できる中国の専門家を対象に、最近、積極的な採用活動を展開しており、中国市場に焦点を絞った専門チームを設立した大手投資家もあります。

「これまでにはパートナーシップを通じて中国に投資してきましたが、同国への配分を増やすことを目指しています。専門家を採用し、組織内にアジア専門チームを設立することで、規模の経済を結集できるようにしています。」

（中東の投資ソブリン）

中国におけるシステムティック・リスクの水準への懸念から、ほとんどのソブリン投資家はアクティブ運用を選好するようになりました。アクティブな戦略的（すなわち長期の）投資は、中国の株式、債券、実物資産へのエクスポージャーを得るうえでは最も一般的な手段であり（p25、図表1.13）、これらの投資を内部で管理する可能性が高い大規模なソブリン投資家の場合、意思決定もほとんどの場合、内部で行われます。

システムティック・リスクと透明性への懸念とが相まって、中国や他の新興国での投資機会を巧みに生かすうえで、最大かつ最もリソースが豊富なソブリン投資家の立場が最も優位なものとなります。そうした超大手の投資家はまた、中国の公的機関からもアプローチを受け、インバウンド投資家として歓迎されることが多いようです。

その結果、大規模なソブリン投資家はより大きな中国のエクスポージャーを有するだけでなく、実物資産に投資しているケースがはるかに高いとみられます（p25、図1.14）。中国へのエクスポージャーを有するソブリン投資家のうち、1,000億米ドルを超える運用資産を有するものは、1,000億米ドル未満の運用資産を有するものよりも、実物資産へのエクスポージャーを有する場合が2倍以上となっています。

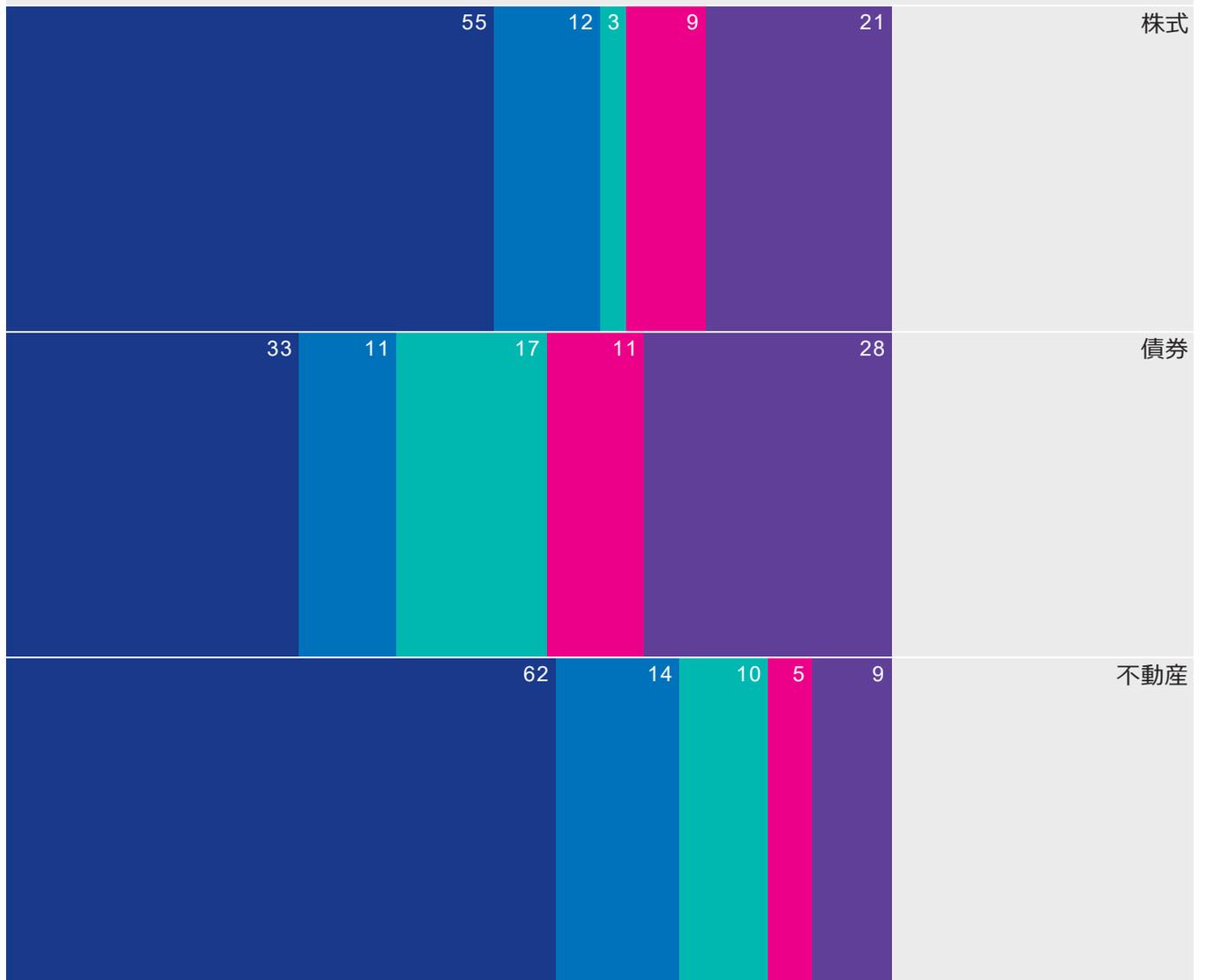
## 実績の評価

安定した世界経済の成長と株式市場の上昇を背景に、高いリターンが数年間続いてきましたが、より困難な状況となった2018年、ソブリン投資家は実績を見直し、世界的な景気減速に十分に対処できる状況にあるかどうか検討するようになりました。

これによって、一部の投資家は、パッシブとファクターによる株式への配分に関する前提を再考するようになりました。より一般的には、資産クラスと地域配分の両面で、さらなる分散を求める以前からの傾向が加速してきており、それは、景気サイクルの終わりが近いと考えられる中でも、資産配分の原動力であり続けるでしょう。

図1.13. 中国への投資の手段（回答者に占める比率（%））

- 戦略的アクティブ（長期）－ FICD
- 戦略的アクティブ（長期）－ EFMD
- 戦術的アクティブ（短期）－ FICD
- 戦術的アクティブ（短期）－ EFMD
- 新興国ベンチマーク運用の一部として



中国へ投資をしているソブリン投資家のみ。回答数：33。FICD：内部の投資委員会による投資判断。EFMD：外部の運用会社による投資判断。

図1.14. 中国へ投資している資産クラス（回答者に占める比率（%））

- 株式
- 債券
- 不動産

運用残高：1,000億米ドル未満のソブリン投資家

運用残高：1,000億米ドル超のソブリン投資家



中国へ投資をしているソブリン投資家のみ。回答数：38。

## テーマ2

### 投資の規模

#### 要点：

- ソブリン投資家は規模の拡大に適応しています。不動産やインフラ資産を確保したいとの意向は依然として強いです。大型ソブリン投資家は、中国や技術セクターを含む専門分野でもアルファを求めています。
- プライベート・マーケットの資産に対する需要が供給を上回るペースで増加しており、より大手の投資家との競争が始まっている中規模のソブリン投資家は、大規模または小規模なソブリン投資家よりも資金の振り向き先を見つけることが困難になりつつあります。
- ①分散を進めてリスク調整後の低リターンを受け入れるか、②集中ポートフォリオで高い個別銘柄リスクを受け入れるか—を決定しなければならない局面では、新しい投資機会を素早く見つけ出し、評価する能力が重要です。大型ソブリン投資家はこうした環境に最も適しています。

# 02

## 今回の調査では、ソブリン投資家を運用規模別に3つに分類して調査

運用規模	AUM
大規模	1,000億米ドル超
中規模	250億米ドル～1,000億米ドル
小規模	250億米ドル未満

運用規模別の各ソブリン投資家はほぼ同数ですが、大型ソブリン投資家が運用総資産の大部分を占めています（p28、図2.1参照）。

### 大規模なソブリン投資家：大規模に資金を配分

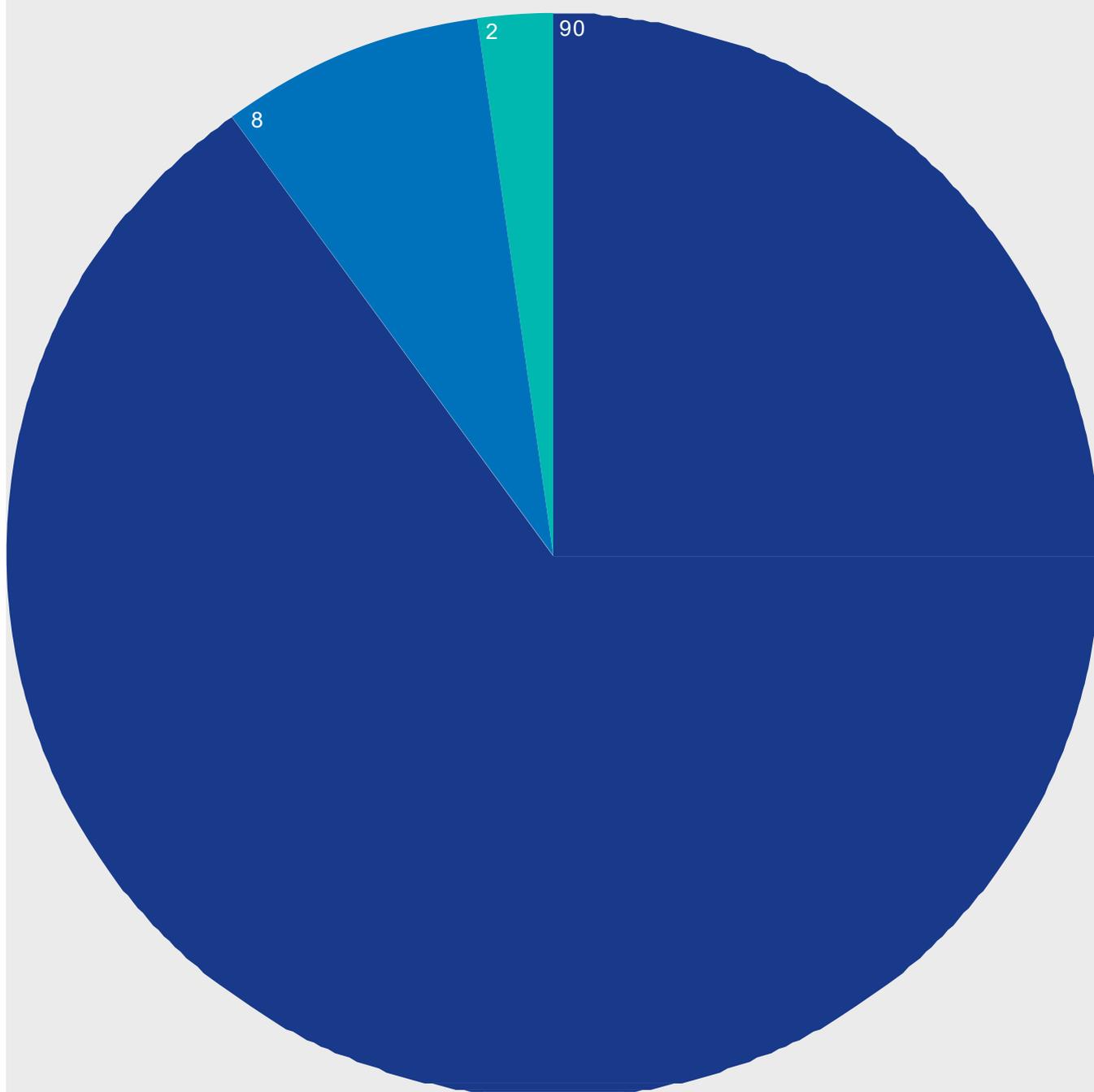
今回の調査では、運用規模によって投資機会にアクセスしやすくなる一方で、大規模なソブリン投資家のCIOが規模に起因する制約に取り組んでいることが明らかになりました。今回の調査では、ガバナンス、システム、プロセス、手順といったより大きな内部機能を構築し、人的責任を拡大することによる運用上の複雑さに加えて、投資上の課題も確認されました。こうした課題には、景気サイクルの終わりが近づくにつれ、資産クラスのリターンの低下への備えが最大の関心事となる中、新しい資金をどう扱うかが含まれています。魅力的なリスク調整後リターンの源泉が減少しつつあると見込まれるため、CIOは重要な決断を下さなければならない局面にあります。

大規模なソブリン投資家にとっての重要な課題はキャパシティ（運用額の上限）です。運用規模が拡大するにつれて、公開市場での伝統的なアルファの源泉（小型株やハイ・イールド債券など）は取引や運用が難しくなり、たとえ好リターンとなっても、ポートフォリオ全体のリターンへの寄与度という点では重要性が低下します。規模に適応するうえで、ソブリン投資家は他の大規模なアセット・オーナーと同じように、異なる資産クラスや投資戦略、アクセス方法を目標とすべく、進化を余儀なくされています。

プライベート・マーケット資産への関心と配分の高まりに、この進化が最も顕著に現れています。過去の調査では、ソブリン投資家は、長期的なリターン、非流動性プレミアム、分散効果を獲得するために、多様なプライベート・マーケットへのエクスポージャーを着実に増加させてきたことが明らかになりました。29ページの図表2.2が示しているように、中～大規模ソブリン投資家のプライベート・マーケットへの配分比率は高く、29ページの図表2.3からは、ソブリン投資家全体の流動性の低いオルタナティブ資産への平均エクスポージャーが2019年には18%と、2013年の2倍以上となったことが明らかになりました。

図2.1. 回答者の運用規模の内訳（AUMに占める比率（%））

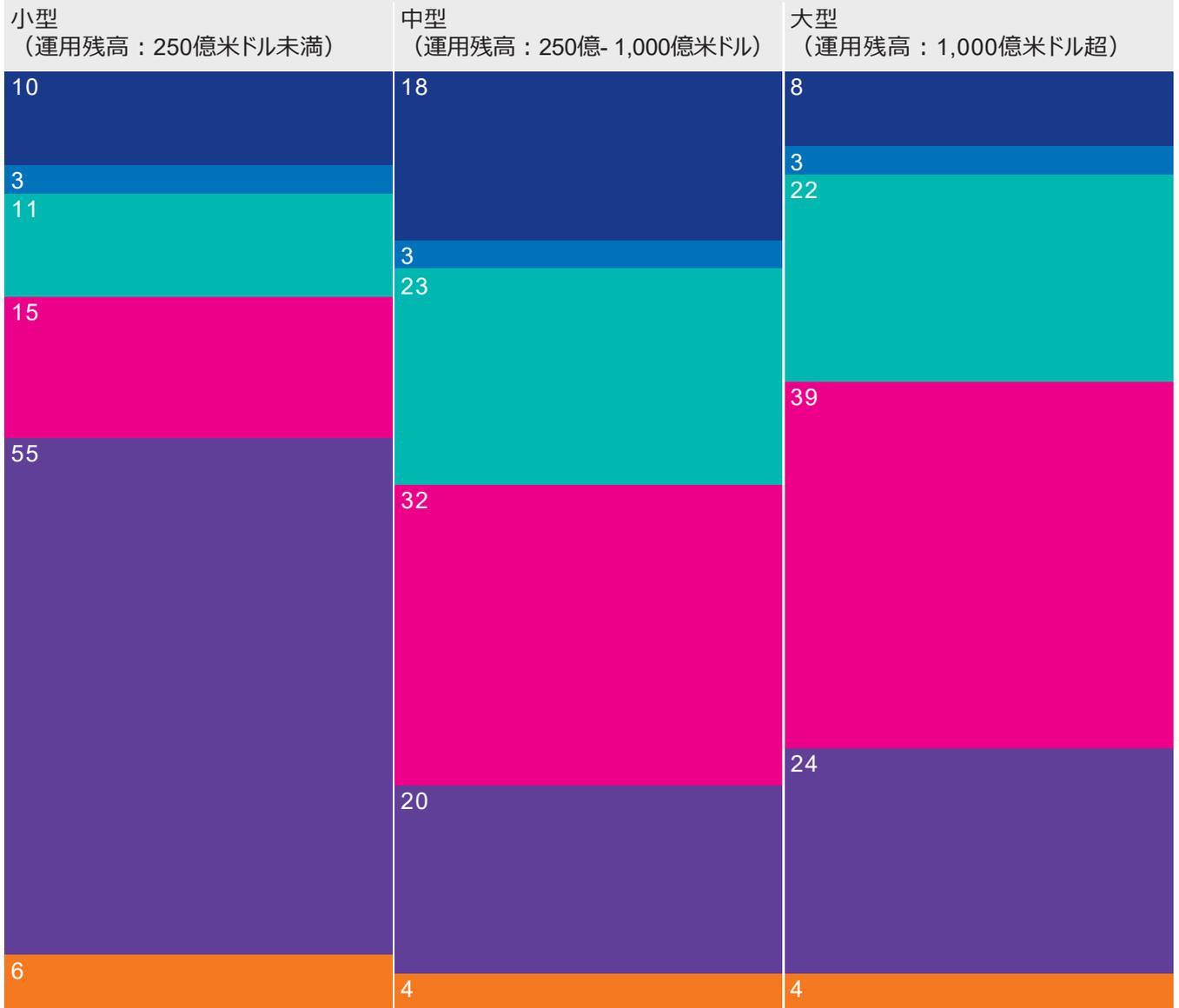
- 大型（運用残高：1,000億米ドル超）
- 中型（運用残高：250億～1,000億米ドル）
- 小型（運用残高：250億米ドル未満）



中央銀行を除く。回答数：68（大型：25、中型：18、小型：25）。

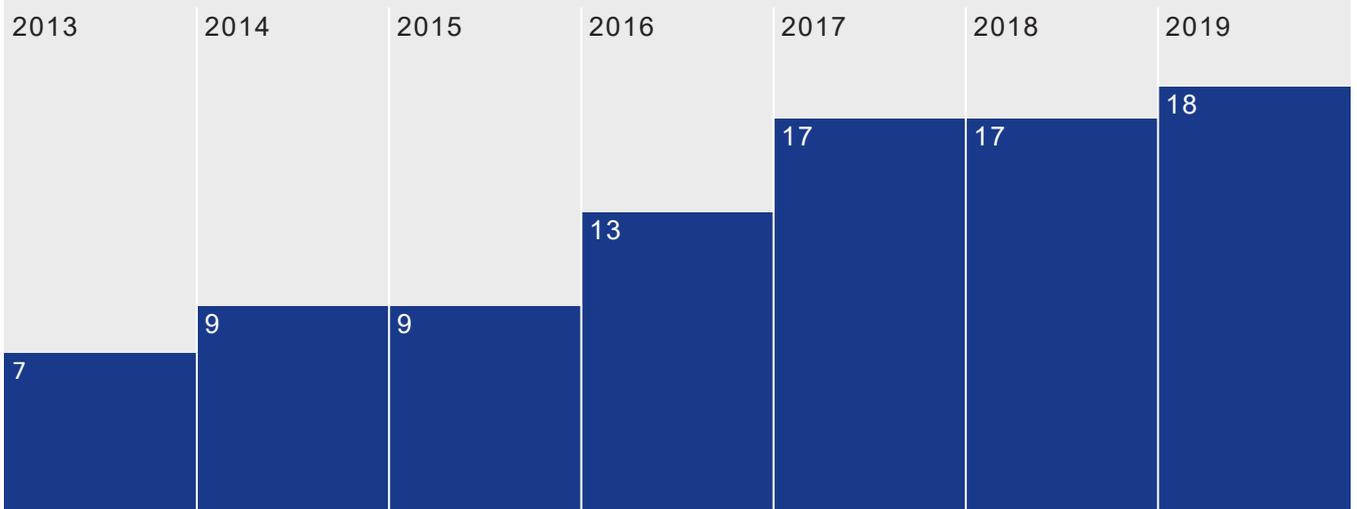
図2.2. 運用規模別の資産配分（AUMに占める比率（%））

■ 直接戦略投資（DSI）  
■ リキッド・オルタナティブ  
■ 流動性の低いオルタナティブ資産  
■ 株式  
■ 債券  
■ 現金



中央銀行を除く。回答数：53。

図2.3. 流動性の低いオルタナティブ資産への配分（AUMに占める比率（%））



中央銀行を除く。回答数：2013年：33、2014年：48、2015年：44、2016年：57、2017年：62、2018年：63、2019年：53。

## ソブリン投資家のプライベート・マーケット資産は、戦略的資産配分（SAA）よりもアンダーウェイト状態

しかしながら、前述の利点をプライベート・マーケットで獲得することはますます困難になっています。不動産やインフラといった低流動性資産への需要に、新規案件の供給が追いついていないからです。ソブリン投資家のプライベート・マーケット資産への配分は、SAAに対してアンダーウェイトとなっています。投資家が伝統的に金額の大きい投資機会を見出すことができたこの分野でも、キャパシティが問題になってきたからです。

国家の支配下にあるというソブリン投資家のステータスは、自国外のインフラ資産へのアクセスを妨げられる場合があります。港湾や鉄道、有料道路、電力、通信ネットワークなどは、しばしば戦略的資産とみなされ、国家安全保障上の影響を伴う可能性があるからです。海外からの投資をめぐる規制が厳しい市場では、ソブリン投資の背景にある投資の動機に非常に神経質となる可能性もあります（透明性の低いソブリン投資家については、特に神経質です）。

需給の不均衡と政治的に慎重な対応が求められる環境により、アクセス可能な案件を見つけ、評価することの重要性が増してきました。プライマリー市場であれセカンダリー市場であれ、案件が持ち上がった際に、それらを幅広い選択肢の手段で評価できることも重要です。直接投資か間接投資か、あるいはコミングル（混合）ファンドを通じてか、共同投資かなど、投資の形態において柔軟であればあるほど、投資における選択肢と機会は増えることになります。

### 中規模のソブリン投資家：中間ならではの最も厳しい状況

プライベート・マーケットで割安な案件を見つけることが引き続き難しい状況にあるとはいえ、それでも大規模なソブリン投資家は、SAAに沿った投資を比較的効果的に行うことができます。しかし、中規模のソブリン投資家は、①規模の小さいソブリン投資家ならばそれで我慢するしかないコミングルファンドを利用するには巨大過ぎるか、もはや利用したくない一方、②大型ソブリン投資家ならば利用できる、よりレベルの高いプライベート・マーケット戦略を利用するには小さ過ぎる—という板挟みの状態にあることがわかっています。

その結果、32ページの図2.4に示されているように、中規模なソブリン投資家の多くは、プライベート・マーケットが大幅なアンダーウェイトとなっています。

2018年の調査が指摘したように、ソブリン投資家は現在、プライベート・マーケットのポートフォリオをより包括的に捉え、利害の一致、エージェンシー問題の緩和、コスト効率の改善などを目指しています。大規模なソブリン投資家は、資産レベルでの他の同規模の投資家との協力を増やそうとしています。

クラブ・ディールや共同投資の仕組みにより、資産の選択におけるコントロールを高めることができますようになります。クローズド・エンド型のファンドと異なり、通常、決められた償還日や手数料ベースの売却へのインセンティブがないソブリン投資家は、長期の、場合によっては無期限の投資期間を十分に活用することができます。組織内の運用能力が高まり、適切な規模に達するにつれ、多くのソブリン投資家はこのアプローチを選好し、個別の投資機会の評価や、案件の入札に時間を割くようになります。

これは、後に続くと考えている中規模のソブリン投資家にとっては障壁となる可能性があります。大規模なソブリン投資家を含む大手のアセット・オーナーとの競り合いが始まるからです。中規模のソブリン投資家がプライベート・マーケットに投資しようとする際は、案件の発掘やそれらの効率的な評価のために組織内に先進的な運用能力を確保する必要があり、投資機会を確保するために他の投資家と緊密に連携を取ることも往々にして必要となります。

### 小規模なソブリン投資家：コミングル・ファンドに注力

小規模のソブリン投資家にとって、クラブ・ディールや共同投資の仕組みは利用できないか、できても実用的ではありません。こうした案件では一定の投資金額が必要とされるため、それにコミットしてしまうと、投資先の分散が制限されてしまうからです。しかし、クローズ・エンド型のコミングル・ファンドを多用した結果、彼らは、プライベート・マーケットの目標ウエートに対して、中規模のソブリン投資家ほどアンダーウエートとはなっていません。クローズド・エンド型ファンドの運用会社（あるいはゼネラル・パートナー（GP））は、資産選択をめぐって高いコントロール権限を有しているうえ、最近では運用手数料も、投資された（キャピタル・コール後の）資金に対して支払われることがほとんどとなっているため、運用会社は迅速に案件を発掘し、預かった資金を振り向けるインセンティブがあります。

図2.4. 運用規模別のSAAに対する実際の資産配分  
(回答者に占める比率 (%))

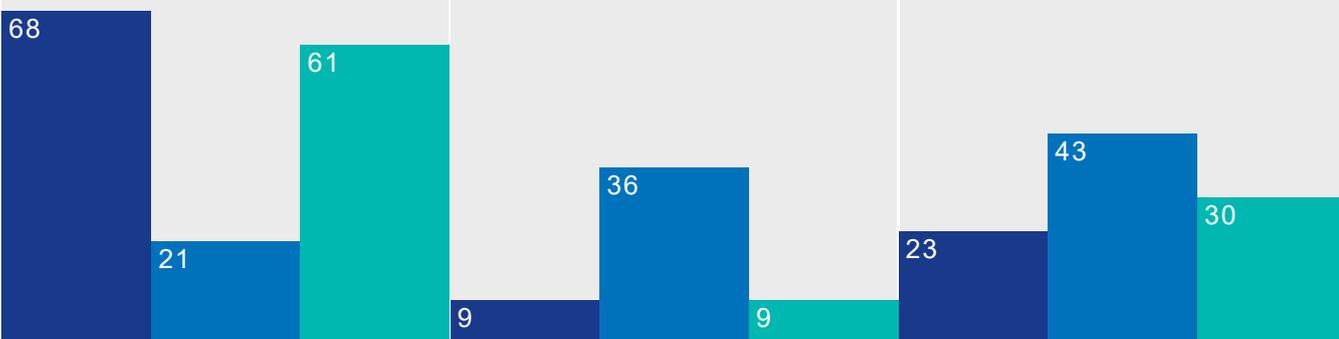
■ 小型 (運用残高: 250億米ドル未満)  
■ 中型 (運用残高: 250億~1,000億米ドル)  
■ 大型 (運用残高: 1,000億米ドル超)

不動産 (非上場)

目標水準

オーバーウエート

アンダーウエート

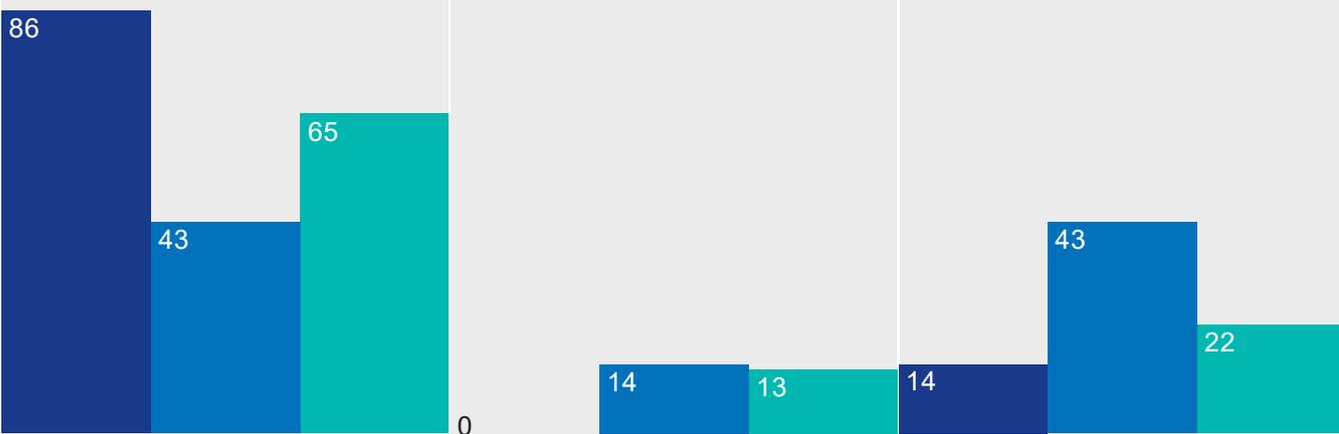


プライベート・エクイティ

目標水準

オーバーウエート

アンダーウエート

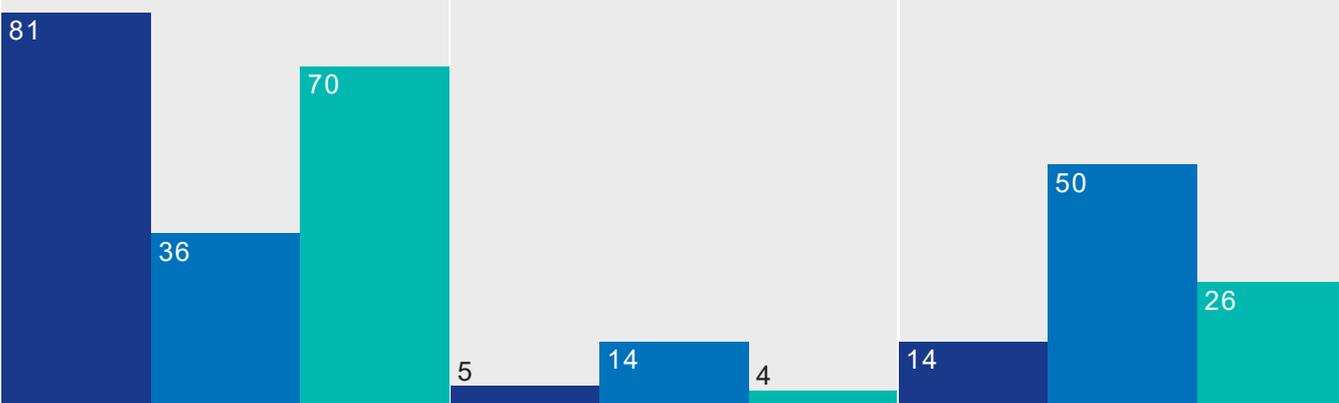


インフラ

目標水準

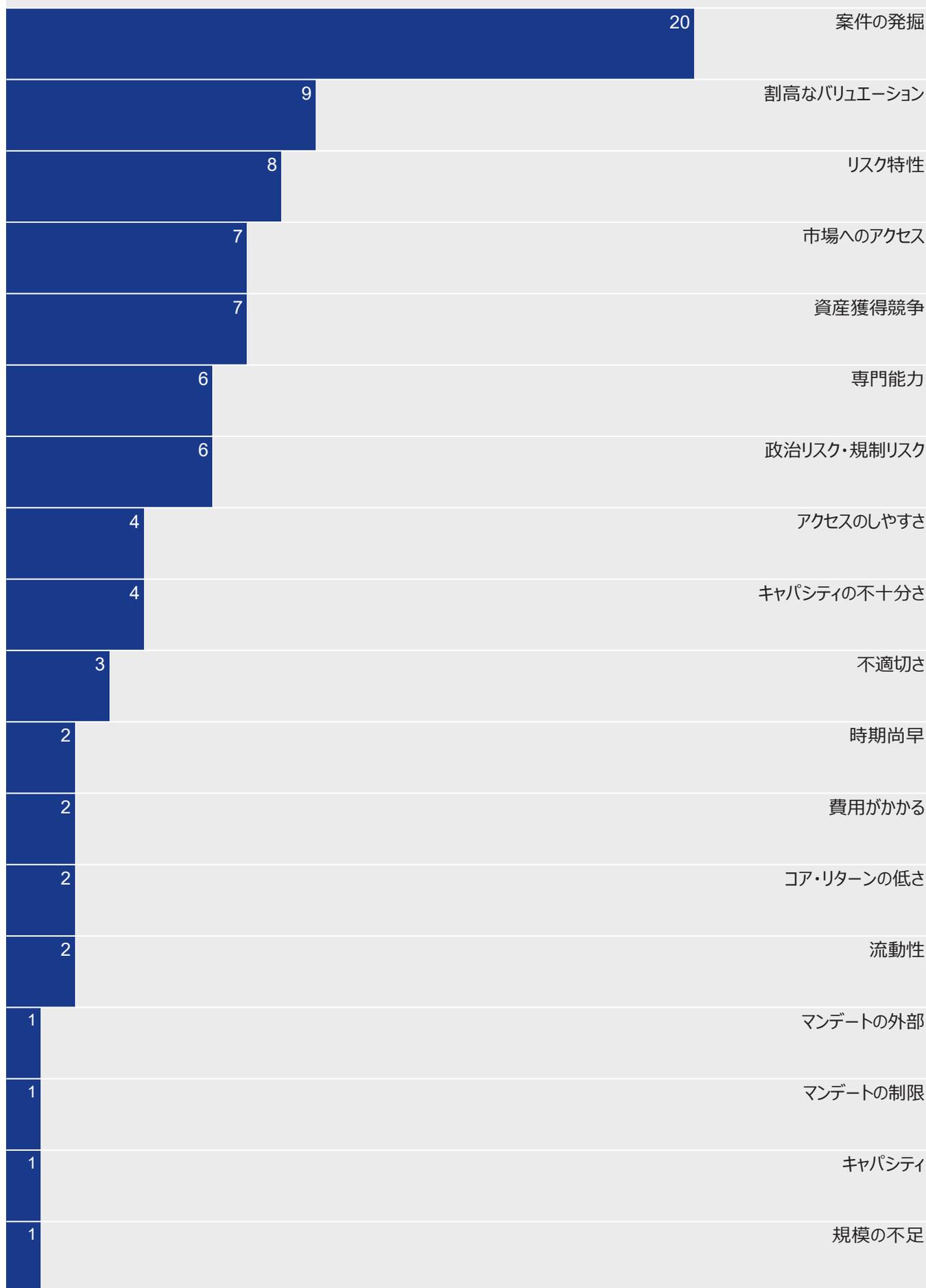
オーバーウエート

アンダーウエート



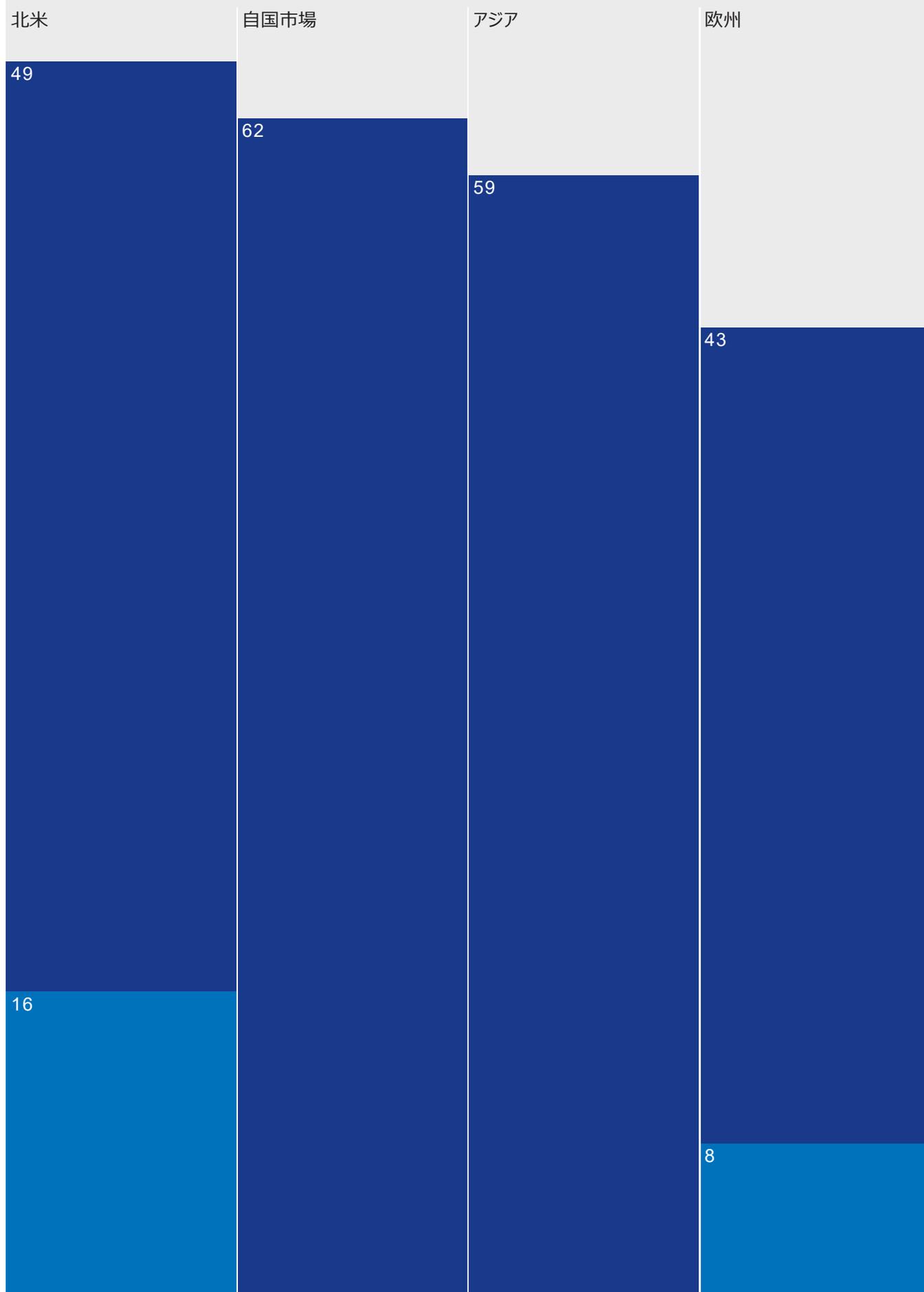
中央銀行を除く。回答数: 59。

図2.5. インフラ投資における障壁（回答者に占める比率（％））



中央銀行を除く。回答数：62。

図2.6. 今後12カ月のインフラ投資計画（回答者に占める比率（%））



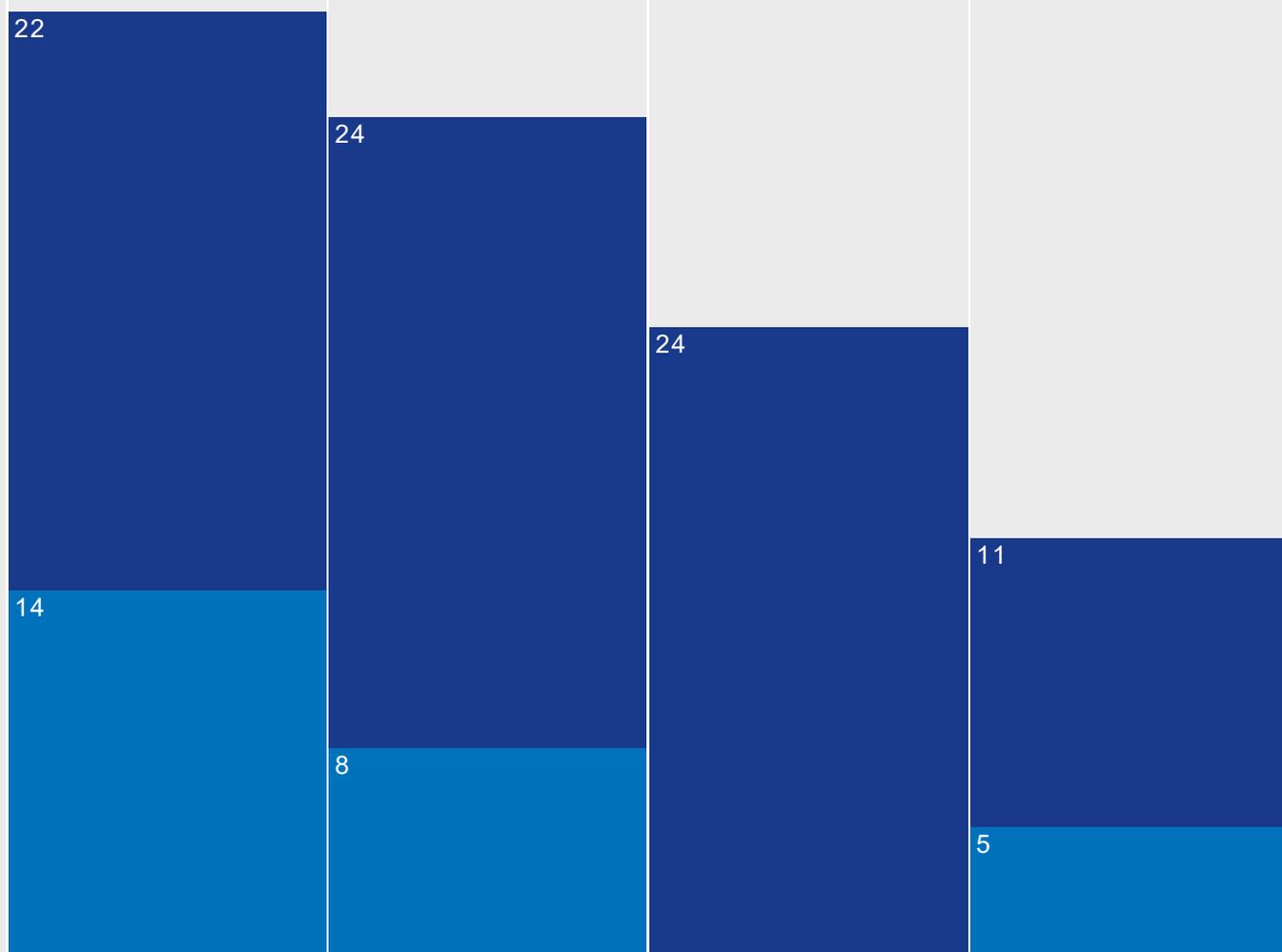
中央銀行を除く。回答数：37。

中南米

アフリカ

日本

中東



## 案件の希少性への対処：インフラへの資金配分とリスクのトレードオフ

従来型の投資機会が限られている状況に対応するため、大規模なソブリン投資家の中には投資先を広げるものもいます。2019年の調査では、特にインフラの場合においてこれが当てはまる事が判明しました。インフラ資産は、多額の資金の投資対象となりうるだけでなく、それら資産の独占的な事業運営が許されており、規制によって価格競争が制限され、長期にわたる収入が獲得できる傾向があり、魅力的な水準のリスク調整後リターンを獲得を可能にすることから、多くのソブリン投資家にとって希望にかなった投資先とみなされています。特に、投資ホライズンが長く、低い流動性を許容できる債務ソブリンは、自身の債務とおおむねマッチング可能であるインフラ資産への投資に熱心です。

33ページの図2.5は、ソブリン投資家がインフラ投資において、魅力的なリターンが期待できる投資機会はもちろんのこと、資金を振り向けられる投資先を見つけ出すことにも苦労している状況を示しています。

先進国では、インフラへの投資不足を是正するための政府の取り組みが遅れており、それがインフラ案件の供給不足にもつながっています。案件を前に進めようとする政治的意思が欠如していると認識されている国や、過去の官民パートナーシップ（PPP：英国のPFIなど）におけるひどい経験から、政府と一部の有権者との間に摩擦が生じている国もあります。

主な例外は、米国政府がインフラへの投資意欲を表明（直近では、次期財政年度の政府支出として議会に概算要求された2,000億米ドル<sup>3</sup>を含む1兆ドル規模）した北米です。しかし、この水準の投資が実際に投資可能な機会の形で実現するかどうかについては、疑問も呈されています。34ページの図2.6が示すように、インフラの追加配分先として北米を検討しているソブリン投資家は、全体の50%未満にとどまっています。

特に注目すべきは、新興国のインフラに対する関心の高まりです。これは、テーマ01で採り上げた新興国への関心の高まりとも整合しています。2015年の調査では、ソブリン投資家の新興国へのエクスポージャー全般に占めるインフラの割合が、先進国へのエクスポージャーとの比較で大きいことを採り上げました。ただし、新興国のインフラへの投資は、当該国政府による資産の接収リスクを含め、大きなリスクを伴います。APAC地域のある大規模なソブリン投資家は、このリスクが過小評価されているとの懸念を示しました。

「政治的過激主義は、現在では世界的・現実的なリスクであり、大規模な独占的資産への投資への潜在的な影響やリスクは、過小評価されているように思われます。というのも、多くの投資家が依然として新興国のインフラ資産を求めているからです。」  
(APACの債務ソブリン)

こうした類いの資産へのアクセスにおいては、大規模なソブリン投資家が有利だとみられています。体制の整った組織内のチームが、新しい地域の新たな資産を、リスクを理解しながら評価することができるからです。しかし、そのような能力を有する投資家でも、どうしても排除できない政治的リスクは残ります。これらは、ソブリン投資家同士の関係や、資産の接収後に外交関係の悪化が予想されること（による抑止力）によって、ある程度損失を防ぐことは可能です。しかし、ポピュリスト的な政治環境では、このリスクを完全に排除することはできません。

<sup>3</sup> [https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/FY19-Budget-Fact-Sheet\\_Infrastructure-Initiative.pdf](https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/FY19-Budget-Fact-Sheet_Infrastructure-Initiative.pdf)

## 大規模なソブリン投資家は中国やテクノロジーなどの分野に注目

新たな資産や地域を考える際、特に大規模なソブリン投資家にとって、中国とテクノロジーの重要性の高まりという2つのテーマが浮上しています。

テーマ01で述べたように、大規模なソブリン投資家を中心に、ポートフォリオにおける中国への配分比率が上昇しています（p38、図表2.7）。

マクロ経済テーマとしての中国は、直接的には投資機会として、間接的には地政学や経済パフォーマンスの観点から、あるいは中国から海外への投資活動の観点から、いずれにせよソブリン投資家の資産配分の考え方や意思決定にすでに影響を及ぼしています。

本調査時点では、米国と中国の貿易摩擦が最重要事項であり、配分の決定に大きな影響を及ぼしていました。ソブリン投資家は、中国当局がより多くの海外資本を引きつけるために資本市場の自由化に向けた措置を講じるにつれ、全般的に状況が改善していると認識されるようになりましたが、それでも依然として重大な障害が残っており、主なものは透明性と順法意識の欠如です。

しかし、そうした障害にもかかわらず、大規模なソブリン投資家は、主に株式や実物資産、そしてそれらほどではないものの債券といった、中国の多くの資産クラスに投資する積極的で長期的な戦略決定を行っています（p39、図2.8）。

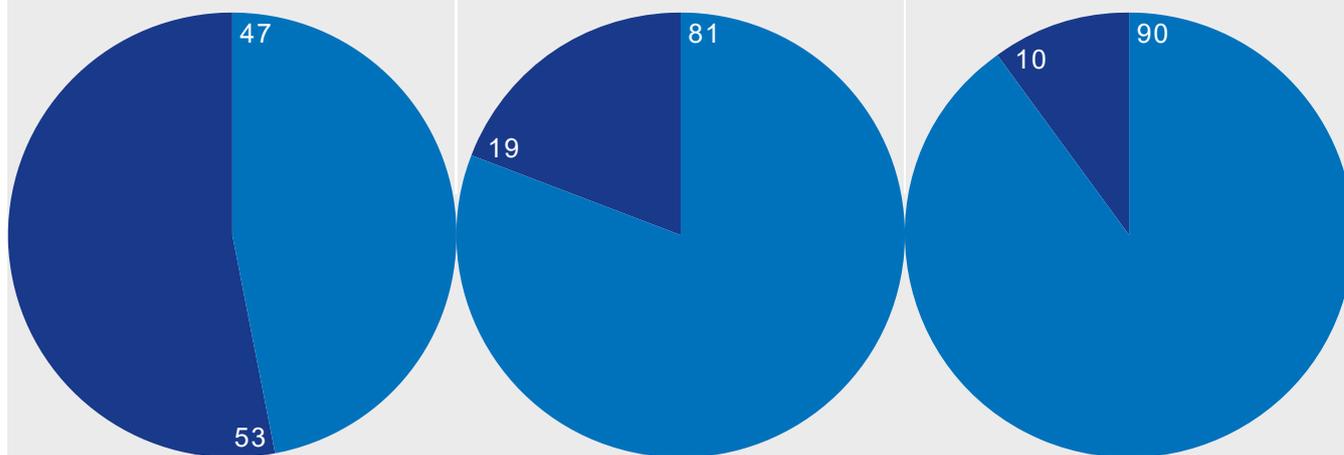
図2.7. 運用規模別の中国へのエクスポージャーの有無（回答者に占める比率（%））

■あり  
■なし

小型  
（運用残高：250億米ドル未満）

中型  
（運用残高：250億～1,000億米ドル）

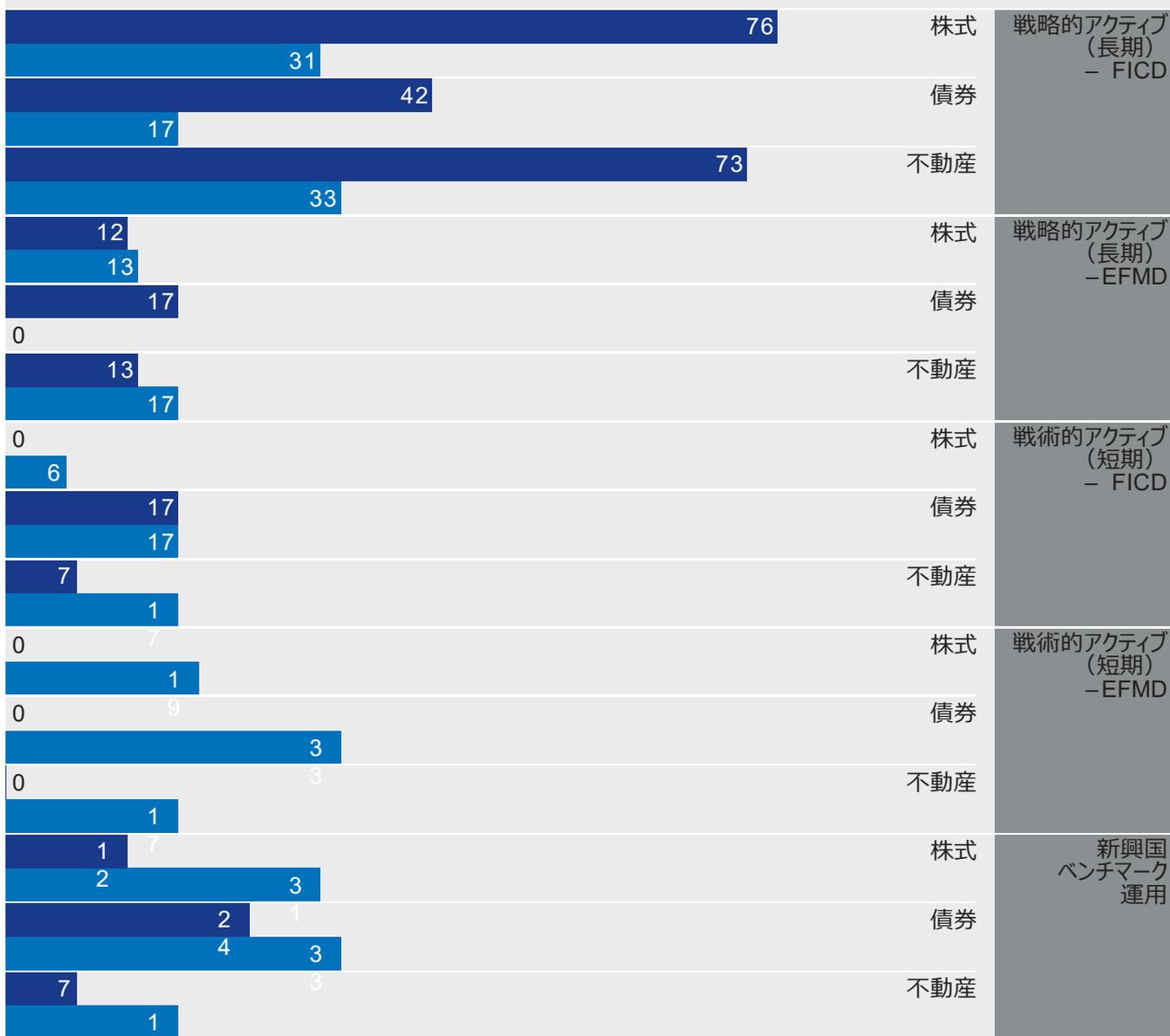
大型  
（運用残高：1,000億米ドル超）



中央銀行を除く。回答数：56。

図2.8. 運用規模別の中国への投資戦略（回答者に占める比率（%））

■ 運用残高：1,000億米ドル超  
■ 運用残高：1,000億米ドル未満

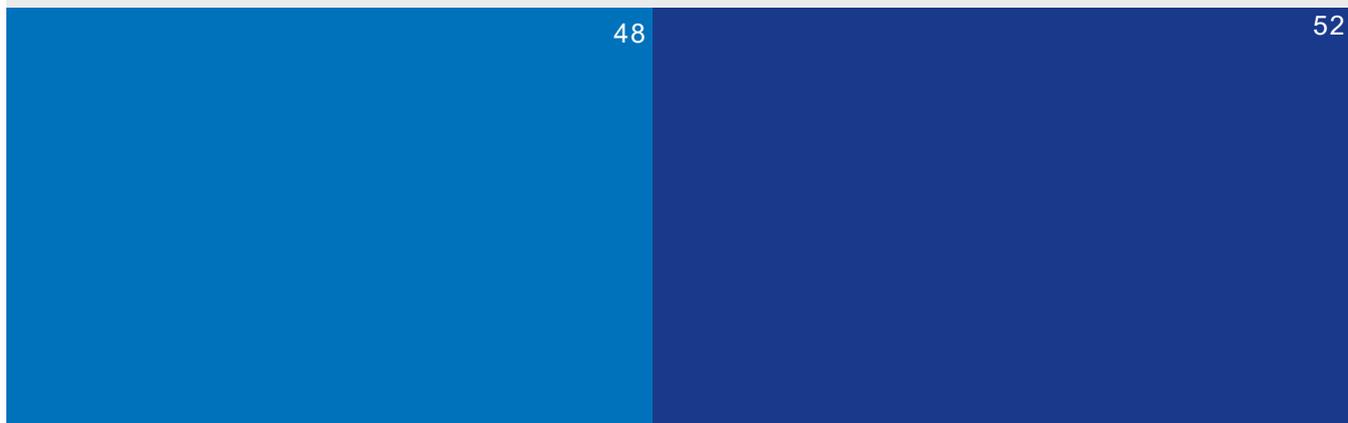


中央銀行を除く。回答数：33。FICD：内部の投資委員会による投資判断。EFMD：外部の運用会社による投資判断。

図2.9. 「専用のテクノロジー・ポートフォリオ／チームを有している」と回答した投資家（回答者に占める比率（%））

■ はい  
■ いいえ

ソブリン投資家



中央銀行を除く。回答数：63。

ソブリン投資家による中国のプライベート・マーケットへの長期的な戦略的配分には、政治的リスクにさらされる実物資産が含まれる傾向があり、なじみのない法的環境を踏まえると、そうした資産への投資は直観で判断できるものではありません。しかし、多くの大規模ソブリン投資家は、懸念は残るものの、中国政府がソブリン投資家の資本を優先することを考えるであろうから、それほど不安はないと回答しました。

中国本土に数十年にわたる投資を行っており、中国政府とも良好な協力関係を構築していると回答したアジアの大規模ソブリン投資家もいました。ソブリン投資家の資金は各地で積極的な誘致の対象となっています。

「現在、アクセスは問題ではありません。特にソブリンウェルスファンドにとっては、さまざまなことが自由化されてきました。中国政府からの訪問を受けることもあり、彼らは投資の勧誘や、中国を拠点とする運用会社の紹介など、さまざまな措置を講じてきました。」

(EMEAの債務ソブリン)

この分野では、かなりのスケール・メリットが効きます。投資機会やリスクの評価のために体制を整え、魅力的な投資機会を見つけるための情報網を築き、中国の改善や投資家としての自身の地位を信頼している専門家チームに支えられた大規模なソブリン投資家は、投資機会を見出し、ひとたび投資が行われたならばそれを保護するうえで、より有利な立場にあります。

「私たちは、反グローバル化に向かう可能性や、世界の経済活動が中国と米国それぞれの勢力圏にほぼ二分化される可能性への準備をしています。」

(APACの債務ソブリン)

規模の拡大によって可能になる第2の重要なテーマは、テクノロジーです。2018年の調査では、仮にも中央銀行以外のソブリン投資家が考える範囲内では、仮想通貨をテクノロジーの視点から考えていることが明らかになりました。ソブリン投資家はテクノロジーを大規模で幅広い投資機会と認めており、大規模なソブリン投資家の中には、投資機会のみならず、が、技術革新が彼らのポートフォリオの他の部分に及ぼす可能性のあるリスクを評価する専任のテクノロジー・チームを設置しているものもいます (p39、図2.9)。

これらのチームの目的は、典型的には、新たに出現した破壊的（創造的破壊、破壊的革新）で長期的なトレンドを特定し、参加や収益化が可能な投資機会を発掘・評価することです。これと並行して、これらの投資家は、自動運転車がインフラに与える影響、電子商取引が小売関連不動産の長期的な存続可能性に及ぼす影響など、技術革新がポートフォリオの他の部分にもたらすリスク（あるいは収益機会）についての理解を深めています。

世界的なITの中心地に海外拠点を設置した開発ソブリンもいます。彼らの狙いは、新興のテクノロジー企業に大規模な（時には支配的な）出資を行うことにより、収益の源泉を特定できるようにすることです。また、技能や知的財産を本国に移転し、政府との連携も背景に魅力的な資金や税制を提供することにより、現地の経済成長を促進しようとするソブリン投資家もいます。

ここでもまた、大規模ソブリン投資家は、テクノロジーを活用して投資手法を改善し、規模や高度な知識を活用して強みを探し求めるうえで有利な立場にあります。これは、多くの投資家が取り組んでいる大規模なデータ収集・分析プログラムにおいて明らかです。彼らは、内部のデータセットを人工知能（AI）に分析させ、投資の決定におけるもう一つのインプットとして活用するレバレッジを考えているため、データのクリーニングが主たる注力点となります。

## テーマ03

### ESGインテグレーションは、環境要因を中心に、順調に進ちよく

要点：

- ESGの採用によってどのように価値が得られるかが明確になるにつれ、ESGはソブリン投資家と中央銀行双方の間で引き続き採用に勢いが増しています。
- ESGの採用で長い歴史を持つ一部のソブリン投資家は、統合、革新、アイデア創出などの点で先進的であり、運用会社はこれに追いついていません。
- 「環境」がソブリンのESG投資で注目を集めつつあります。ESG導入の初期の成果であることが多い「ガバナンス」の取り組みは、想定された通り、現在は目にすることが多くなっています。

# 03

## 勢いの増すESG投資

2017年の調査では、ソブリン投資家間のESGに関する投資態度の違いに注目が集まりました。

- ESGを支持するソブリン投資家（支持者）は、ESGで考慮すべき事項を投資プロセスに組み込み、統合（インテグレーション）を進めていました。インテグレーションが行われているのは、ほとんどが株式ポートフォリオであり、その実施においては、比較的単純なポジティブ・スクリーニングとネガティブ・スクリーニングが多くを占めます。
- ESGを支持しないソブリン投資家（非支持者）からは、ESG投資の導入に伴うリスク調整後の投資リターンの妥当性やポートフォリオへの影響をより正確に評価するための、質が高く、客観的なデータがまだそろっていないという回答が多くみられました。

それから2年が経過し、ESGは多くの回答者のかなりの時間とリソースを占める主要な関心事となっています。43ページの図3.1に示すように、ソブリン投資家と中央銀行の双方がESG政策の採用を続けており、半数以上がすでに導入済みです。ESG投資は、欧米のソブリン投資家の間で最も普及していますが、最近の採用の増加を受け、中東およびアジアのソブリン投資家の間でも一般的となっています（p.43、図3.2参照）。

ESG方針を採用するソブリン投資家が増えていることに加えて、ESGの支持者は、比較的単純なスクリーニングを中心とすることが多かった初期の段階から、より高度かつ具体的なインテグレーションへと考え方を発展させてきています。多くのソブリン投資家がESGにより注力するため、ESG投資の専門チームを追加あるいは強化し、初期の懐疑的な見方を乗り越え、ESGの解釈を広範な投資方針や投資プロセスに組み込むようになりました。

株式投資へのESGインテグレーションを進めた後は、債券が通常の統合の次なるステップですが、より先進的なソブリン投資家は、不動産やインフラストラクチャーにESGの尺度を導入することについても、評価を（一部では実施すら）始めています。

「個々の資産クラスのレベルだけでなく、すべての個別投資にまたがったポートフォリオ全体でESGが考慮されるケースが増えるともっており、私たちも他の多くの投資家と同じように、運用チームの中に運用とESG責任者への2つのレポートラインを有する専門のESG担当者を任命しています。」

（APACの債務ソブリン）

課題は残っているものの、株式からより広範な資産クラスへと採用が広がる兆しが見られ、少なくとも一部のソブリン投資家は、以前には見られなかった方法で、ESGをポートフォリオ全体に適用していることが分かります。43ページの図3.3が示すように、ESGはほとんどの資産クラスへのインテグレーションが可能との見方が広まりつつあります。

このESGの適用拡大の動きは、北米・欧州で最も広がっています（p.44、図3.4）。一方、アジアや新興国では、株式以外にもESGの適用が可能との考え方は低いものとなっています。

図3.1. 「組織レベルでの特定のESG方針の有無」への回答（回答者に占める比率（%））

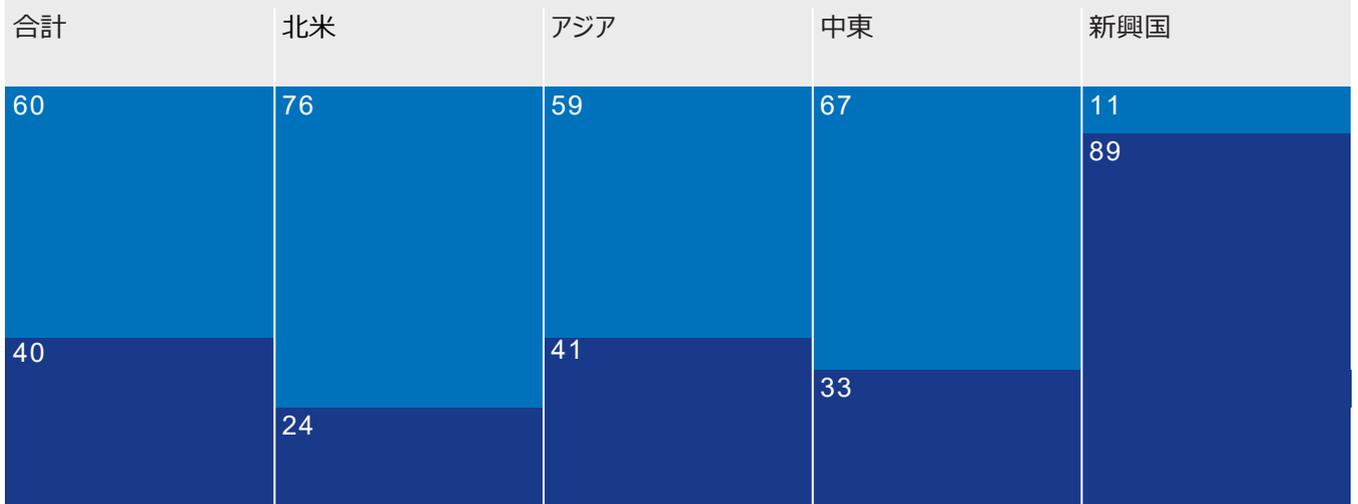
■あり  
■なし



回答数：113（中央銀行：53、ソブリン投資家：60）。

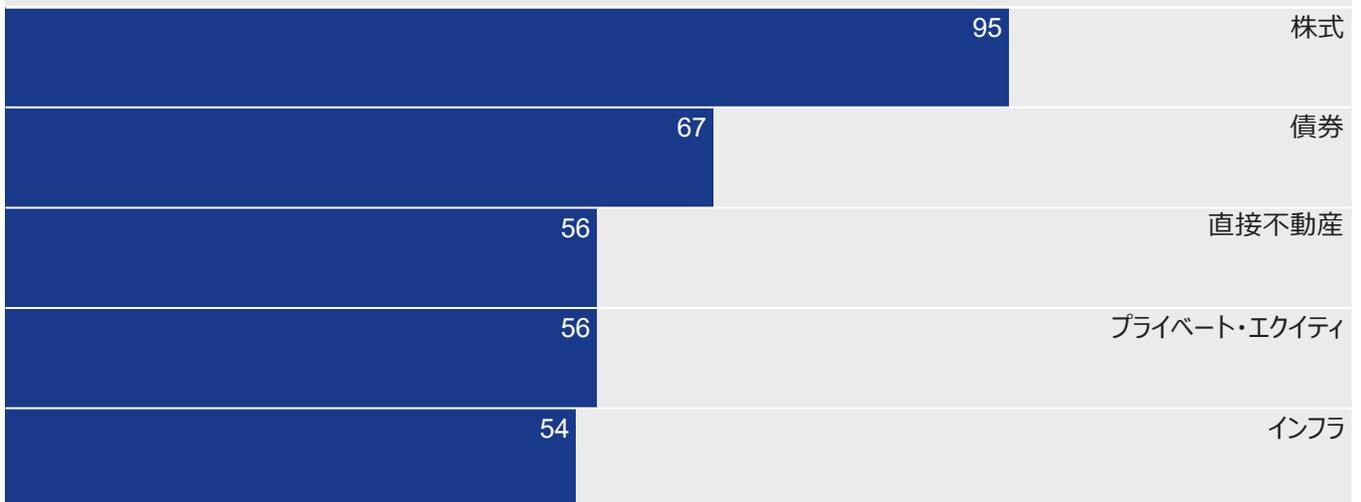
図3.2. 「組織レベルで特定のESG方針の有無」への回答（ソブリン投資家の地域別）  
（回答者に占める比率（%））

■あり  
■なし



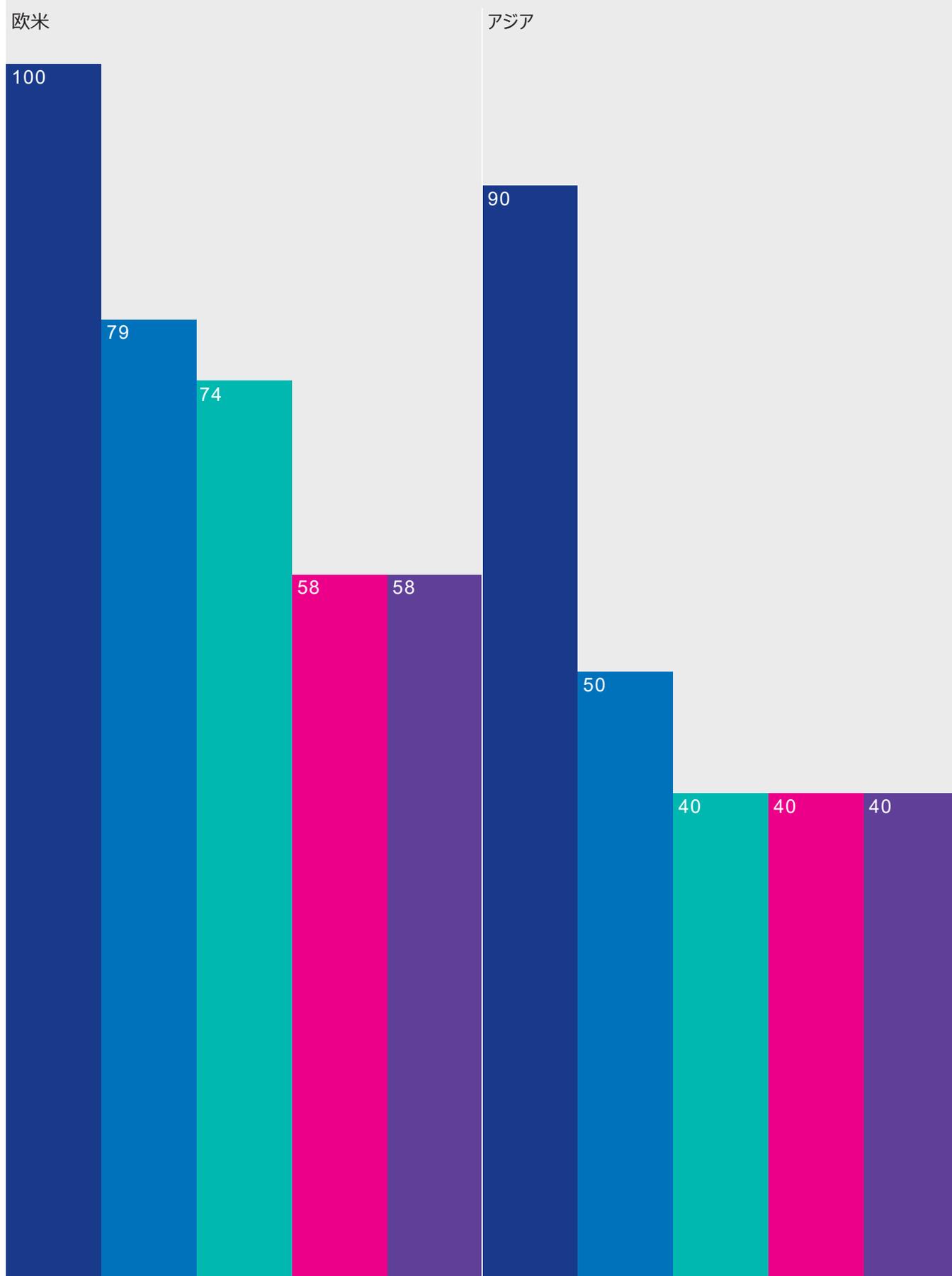
中央銀行を除く。回答数：60（北米：25、アジア：17、中東：9、新興国：9）。

図3.3. ESG投資にふさわしいと考える資産クラス（回答者に占める比率（%））



中央銀行を除く。回答数：39。

図3.4. ESG投資にふさわしいと考える資産クラス（ソブリン投資家の地域別）（回答者に占める比率（%））



中央銀行を除く。回答数：北米：19、アジア：10、中東：6、新興国：4。

- 株式
- 債券
- 直接不動産
- プライベート・エクイティ
- インフラ

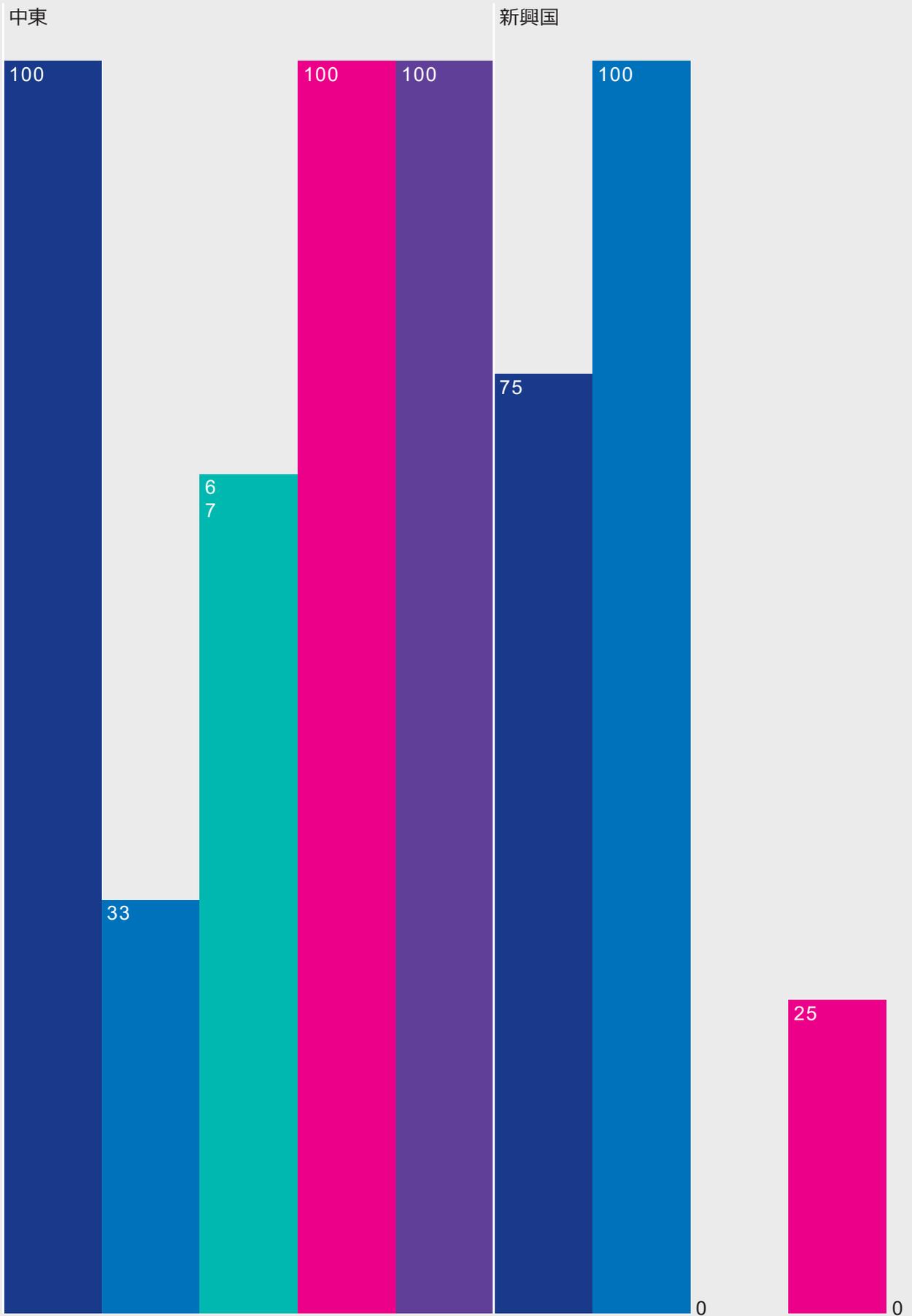
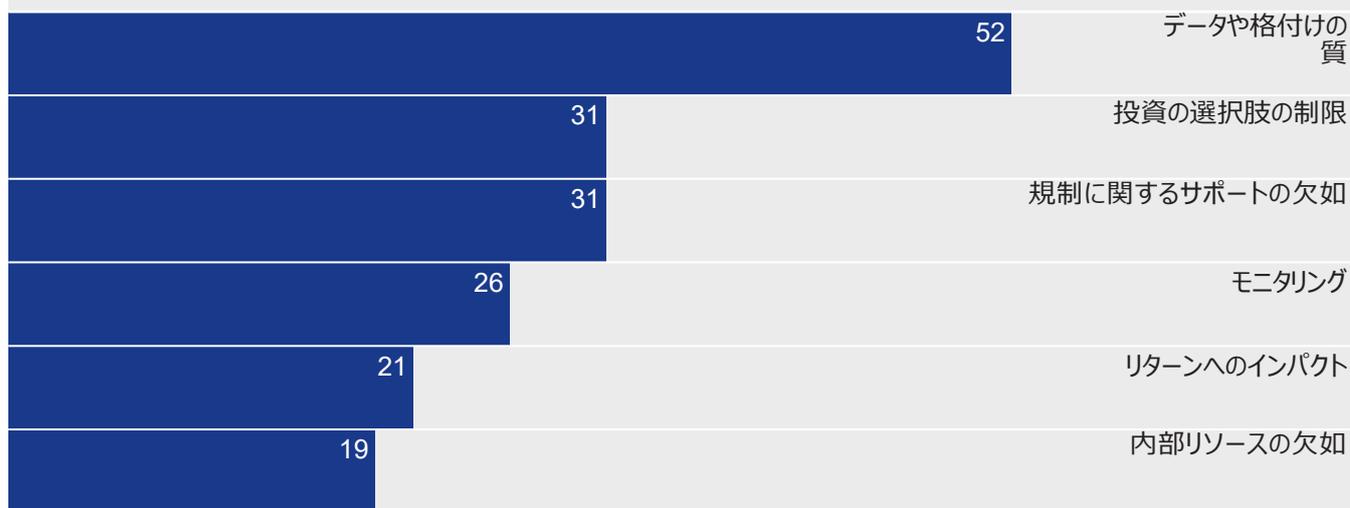


図3.5. ESGを採用する際の主な課題（回答者に占める比率（%））



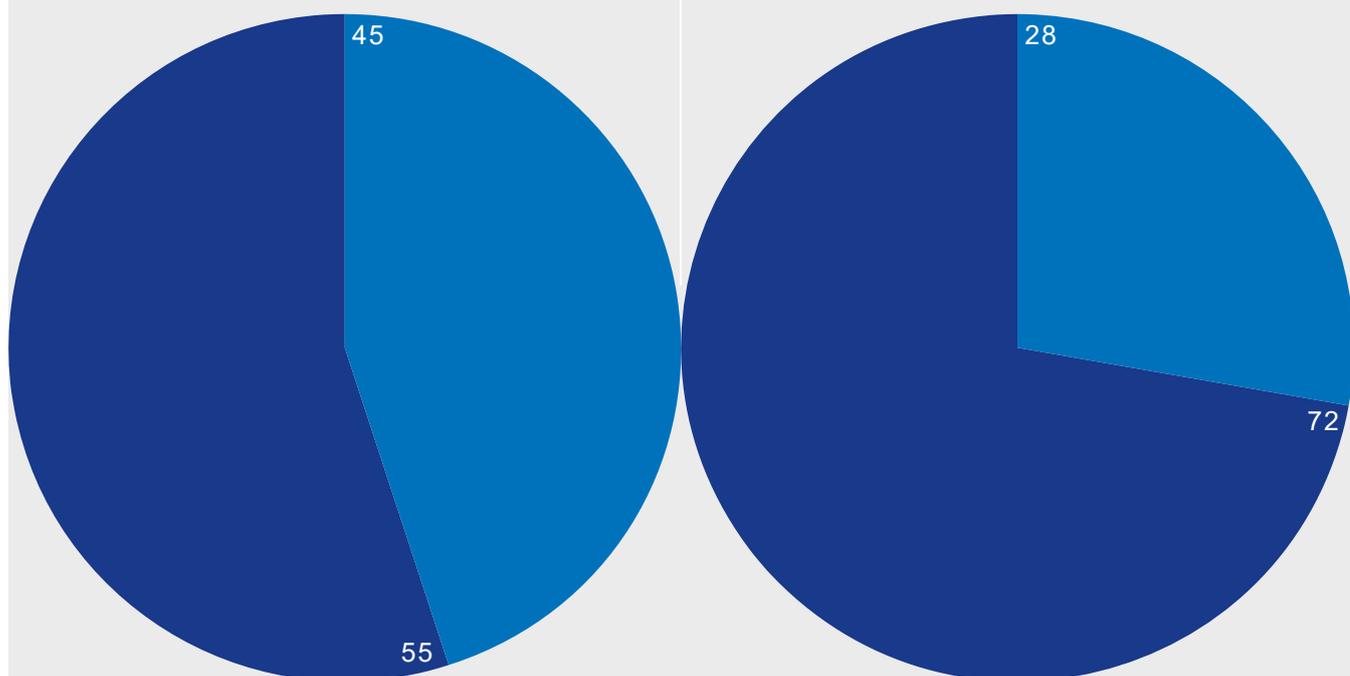
中央銀行を除く。回答数：42。

図3.6. グリーンボンドやソーシャルボンドへの投資の有無（回答者に占める比率（%））

■あり  
■なし

グリーンボンド

ソーシャルボンド



中央銀行を除く。回答数：47。

## 債券の制約

ESGが資産クラスを越えて普及しているにもかかわらず、株式ポートフォリオにおいてさえも、ESGの実施に関する課題や制約は残り続けています。46ページの図3.5が示すように、質の高いデータが不足していた2017年に持ち上がった課題は、そのほとんどが未解決のままです。

明確な定義や質の高いデータの欠如（曖昧さや主観性に結びつきがちです）は、ESGインテグレーションで長い実績を持つESG支持者の間でさえ、今年も指摘された懸念事項の一つでした。

「ESGプロバイダーが異なると、ある企業のESGクオリティに関するスコアがまったく異なる結論となることがあった。そのため、結局は主観的な決断となる。いったい誰を信じればいいのか?」

（APACの債務ソブリン）

ESGの原則を債券にまで拡大すると、定義と質の高いデータへのアクセスに関する問題は往々にしてさらに悪化します。また、債券におけるESGインテグレーションに特有の課題を挙げるソブリン投資家もいました。

— 株主とは対照的に、債権者としてエンゲージメント・アプローチを適用することの難しさ：（例えば）政府債務にどう関与していくかを定めることは、多くの機関投資家が直面する課題ですが、ソブリン投資家にとってはとりわけ面倒なものです。ソブリン投資家はまた、社債の発行体には株式の発行体ほど直接的に関与することが難しい状況にあります。企業行動の変化を促すために利用可能なツールが限られているためです。

セカンダリー市場で債券を売却したり、借り換えに応じないといった「退出による反対の意思表示」は、（保有者に強制力があり、組織的に行動することが多い）株式の強力な権益を持つ投資家の投票よりもはるかに見えにくく、影響力が少ないと認識されています。また、一部の裁判では、他の債権者と協調することについての合法性や、これが共謀または市場操作に当たらないかどうかについても疑問が示されています。特に自国外の場合には非常に神経質な問題となります。

— 格付機関が提供する信用格付けについては、利益相反と認識されている状況（格付機関が債券の発行体から格付けの料金を収受していること）をすぐには克服できないことから信頼性に欠ける、と多くの回答者が述べていることを踏まえると、採用は限られるでしょう。

— ESGの採用や統合を始めて間もないソブリン投資家にとってもとりわけ問題となりうるのは、ESGを組み込んだしっかりとした運用戦略やプロダクトが不足していることです。債券にESGが採用されたことによる新たな課題を踏まえ、多くのソブリン投資家が第三者に協力を求めてきましたが、それも予想以上に難しいことがわかっています。

「私たちは、政府の関係者から、ESGで考慮すべき事項をポートフォリオ全体に統合するよう指示され、ファクター・マネジャーにそのアプローチの実施を依頼しました。当初は社内でのアプローチを検討しましたが、パフォーマンス結果のばらつきは容認できるものではなく、同時に、アクティブ・アプローチは時価総額インデックスのパフォーマンスを下回る可能性が高いことがわかりました。」

（APACの債務ソブリン）

グリーン債券とソーシャル債券は、原理上は、ESGの考慮すべき事項を容易に取り入れることのできる債券です。46ページの図3.6からわかるように、半数近くのソブリン投資家がグリーン債券に資金を配分しています。しかし、グリーン債券やソーシャル債券には、それ自体の問題があります。グリーン債券への需要が今後も供給を上回るかどうかは定かではありませんし、バリュエーション面の懸念を表明するソブリン投資家もいました。ソーシャル債券は、往々にして善意のために発行されると考えられてきましたが、投資目標やパフォーマンスの双方で期待に沿わないことも頻繁にありました。

## 株式市場のボラティリティが生み出すもう一つの評価ポイント

ESGに懐疑的なソブリン投資家は、リスク・リターンへの潜在的な悪影響への懸念を表明することが多いです。すなわち、ESGを採用した結果、投資目標が調整されたり、達成への負担が低下したりすることはないということです。とはいえ、公の期待、採用しないことによる潜在的なレピュテーション・リスク、居住地によっては、規制当局がそれに関係なく政策を推進する可能性に対応する必要性への認識が高まっています。

こうしたソブリン投資家は、2018年後半の株式市場のボラティリティがパフォーマンスに影響を及ぼしたかどうか、またどう影響を及ぼしたのかを理解しようと、ESGの採用、統合、革新について長い実績を持つ先駆的な機関投資家の進ちょくと経験に注目しています。

これは、ESGに関連して、より多く、かつ、より良い情報やデータが求められていることを裏付けています。一通りの基準に関する合意を求める投資家がいれば、運用会社にこの分野の支援を求める投資家もいます。必ずしも経験さえあれば安心できるというわけではありません。ESGを採用し、組み込んでしばらくになるソブリン投資家の中には、自身が運用業界の中でも先行しており、運用会社から得られるものがほとんどないため、ESG問題の解決には、おそらく学界などと協調するしかないとの強い信念を持っているものもいます。

この原理は、証券の発行体や投資銀行にも当てはまります。最も洗練されたESG採用者の間では、証券の発行体（例えば、ESG認定債券の発行者）が投資家のニーズに追い付いていないとの共通認識があります。こうした証券は、これらの投資家が求める基準やニュアンスを欠いていることがあります。

## 環境の考慮が取り組みの焦点に

ESGの導入が始まった頃は、アセット・オーナーが「ガバナンス」を中心に取り組むことが一般的でした。取締役会の構成や議論が提起できるようになっているかどうかといったガバナンスの問題は、定義や一貫した方法による測定が容易で、リターンやリスク面の利点に関する証拠もある程度把握可能でした。

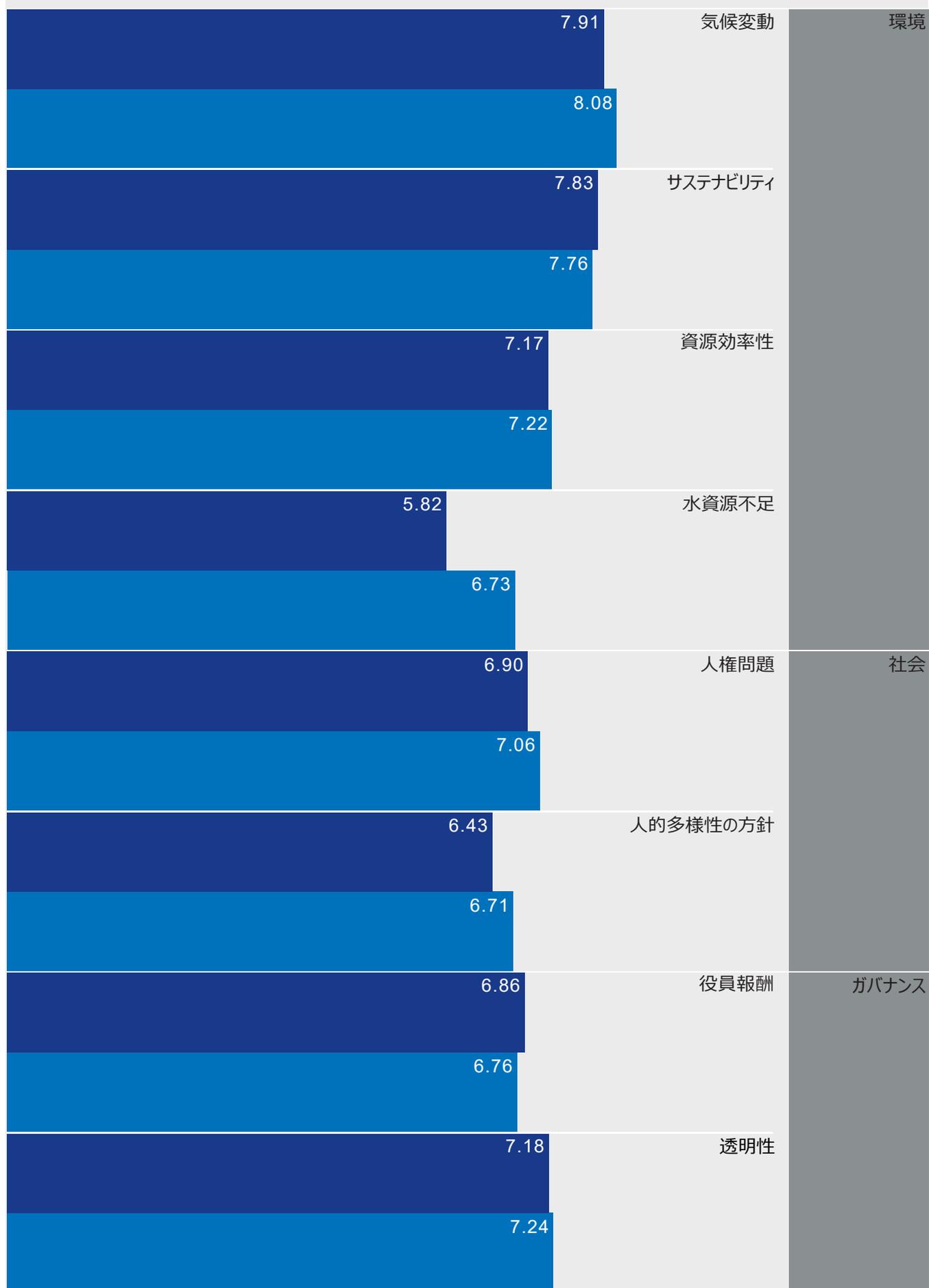
2019年には、先進的なESG採用者のますます多くが、「ガバナンス」ファクターへの対応が当然のものとなった、あるいは完了したと見なすようになってきました。そして、さらなる先駆的ESG投資家は、ESG方針の枠組みを「環境」ファクターとも結びつけ、満足のいくリスク・リターン特性を有する温室効果ガス排出量の削減（あるいは脱化石燃料）といった進歩的な取り組みを進めるプロジェクトに資金を配分することを検討し始めました。49ページの図3.7は、ソブリン投資家のESG方針で、サステナビリティと気候変動に大きな関心が寄せられていることを示しています。2017年から2019年までのサンプル数の著しい増加を考慮しても、「環境」ファクターへの注目はますます高まっているといえます。

多くのソブリン投資家が、銘柄選択に簡便なスクリーニングを用いて環境の考慮を実施していた2017年に比べると、より洗練されたレベルで「環境」にアプローチしています。ESG投資の実績が長いソブリン投資家は、銘柄の評価に「環境」ファクターを組み入れ、一方で、環境問題について積極的に企業と対話しています。

50ページの図3.8が示すように、温室効果ガスの排出や気候変動はESGの最も重要な問題です。ハリケーン、熱波、地震、山火事などの物理的な気候リスクがより頻繁に発生しているとみられていることを踏まえ、一部のソブリン投資家は、前例のない変化の高まりに関する重大なリスクを特定することに情熱を注いできました。これには、これまで情報や透明性の欠如によりESGの採用が極めて困難であると考えられていた資産クラスである新興国市場へのエクスポージャーに「環境」ファクターを当てはめることが含まれます。

図3.7. 重視しているESG要素（10段階中の平均スコア）

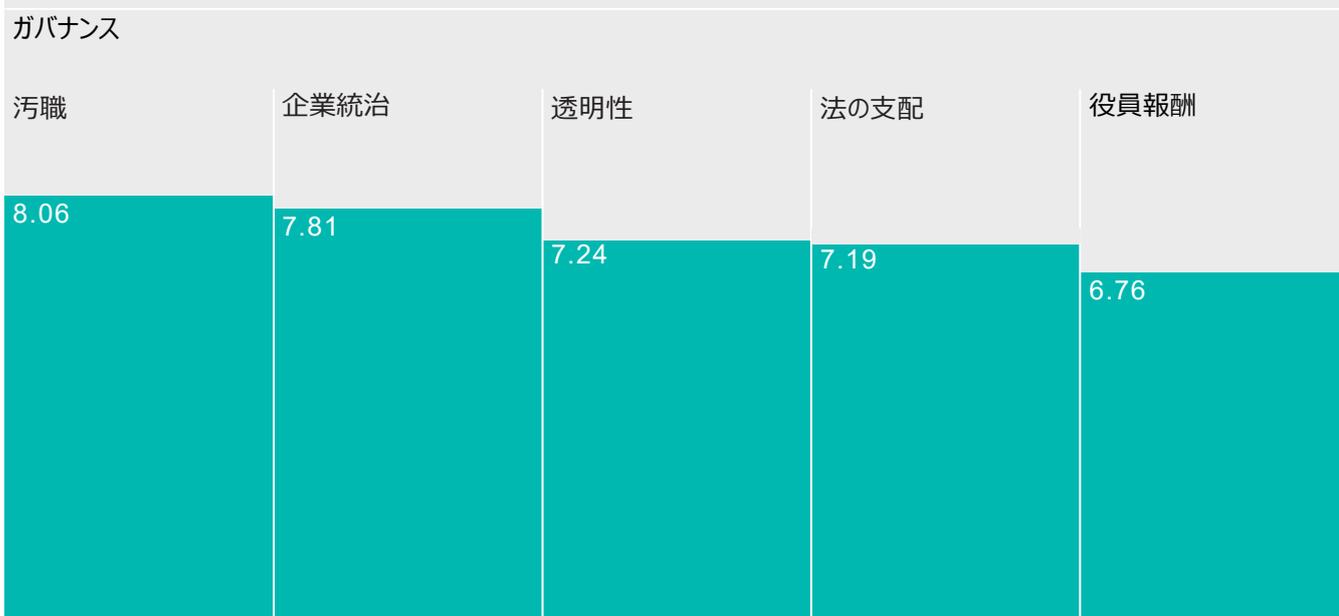
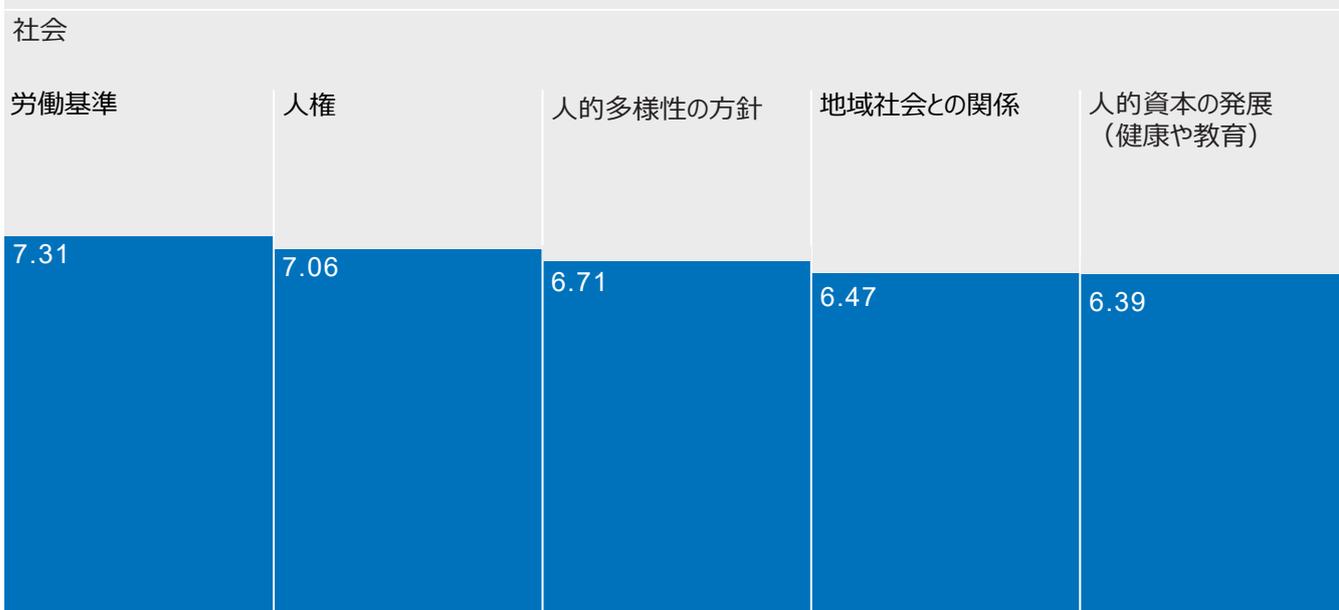
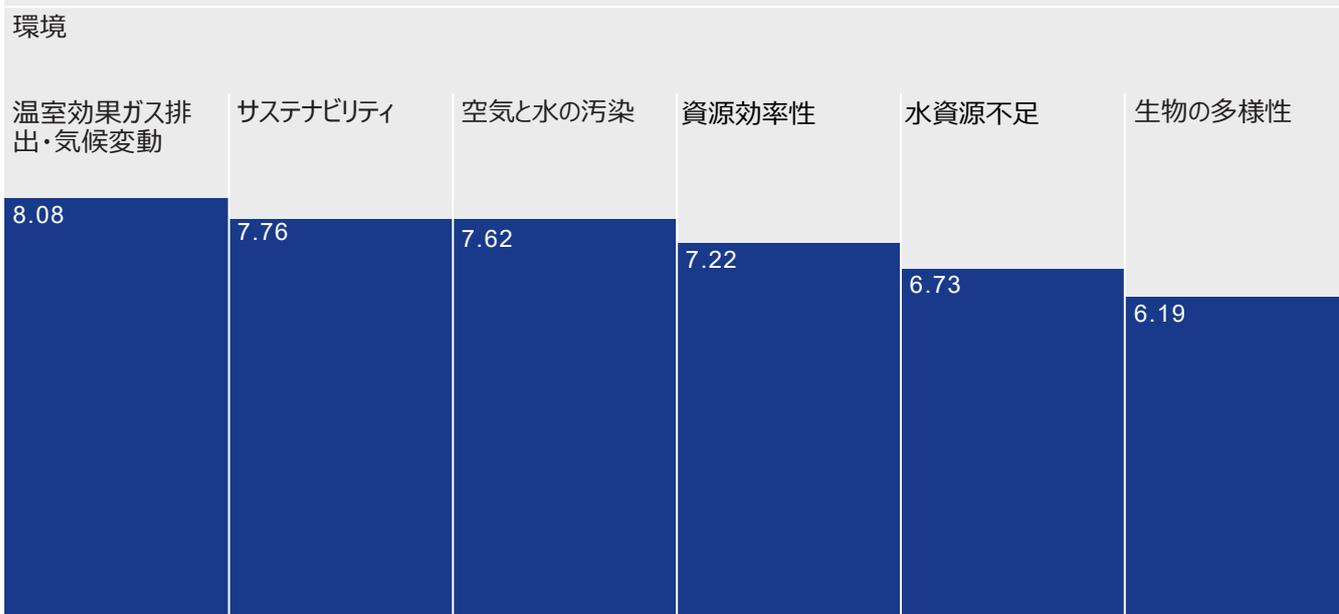
■ 2017  
■ 2019



中央銀行を除く。回答数：2017年：23、2019年：39。

重要度は0から10（2017年は1から10）までの10段階評価で、数字が大きくなるほど重要性が高いことを示します。

図3.8. 個別のESG課題の重要度（10段階中の平均スコア）



中央銀行を除く。回答数：34。

重要度は1から10（2017年は1から10）までの10段階評価で、数字が大きくなるほど重要性が高いことを示します。

「今年は、運用会社を任命する際に、気候変動のリスクと投資機会を考慮に入れるための詳細なプロセスを導入しました。私たちは、投資における気候変動リスクの重要性や、運用会社の気候変動に関する投資方針、気候変動を含むESG問題などについて、私たちと一緒に取り組む意欲を評価します。今年の大きな成果は、新興国株式運用に気候関連のネガティブ・スクリーニングを適用したことです。次に注力するのは、株式のファクター運用における二酸化炭化排出削減です。」

(APACの債務ソブリン)

ESG投資の実施を実物資産（特にインフラ）にまで拡大した投資家にとっては、気象パターンの変化が懸念材料です。高速道路や港湾、その他の公共インフラなどの資産が、予測可能な気候の変化にせい弱であることを示唆するモデルも存在します。「環境」ファクターを採用した投資家がそれに引きつけられたその他の理由には、以下のものがあります。

- 標準化：ヘッドライン・リスクやサステナビリティの目標設定など、環境が投資にもたらす意味合いをデュール・デリジェンスのプロセスで考慮するための実行可能な解決策。
- ベンダーの情報提供能力の向上：たとえば、温室効果ガス排出量を測るためのより良いデータや、気温の上昇がポートフォリオにもたらす影響を評価するためのリスクモデルなど。
- 「環境」が「ガバナンス」を主導：現在では環境問題がしばしば企業のエンゲージメントの中心となること（例えば、気候変動に関する負託や、石油会社に求められる温室効果ガス排出量の透明性など）を踏まえると、これらの考慮事項を「ガバナンス」に組み込むことによって「環境」が効果的に遂行されるといえます。
- 規制ガイドライン：先進国は、アセット・オーナーの環境基準に関する規制とガイドラインを策定し始めています。
- 資金を有効に活用するためのその他のオプション：回答者は、「環境」に資金を配分することで利益を生み出す機会が増え、かつ大きなものになりつつあるとしています。そうした機会には、化石燃料からクリーンな電力への移行、クリーン・テクノロジーへの取り組み、グリーンボンド、その他の持続可能なインフラ・プロジェクトなどがあります。

「私たちは、気候変動を自分たちの時代の最大のリスクの一つとしてだけでなく、パフォーマンスを向上させるための新しい方法を見つけるうえで絶好の機会として捉えています。」

(APACの債務ソブリン)

### 「社会」ファクターは明確であるものの、投資ガイドラインに落とし込めるかどうかは未知数

ソブリン投資家がESGをもっと全般的に採用し、統合する際の障壁として残っているものの中には、「社会」ファクターを定義し、測定方法を構築することの難しさがあります。回答者は、ESGという包括的な用語の下で社会問題を理解し、議論することの価値を表明しており、50ページの図3.8に示すように、「社会」ファクターが考慮されています。一部のソブリン投資家は、ESGの価値へのコミットメントの実証として、より広範な社会的取り組みを内部で実施するための措置を講じてきました。しかし、他のファクターに比べ、「社会」ファクターはリスクとリターンを評価するための実用的な手段とはなっていません。社会ファクターは、称賛に値するものように見えることが多くありますが、投資ガイドラインを構築する際に現実的に利用可能なものではありません。

ESGの先進的な採用者は、環境ファクターやガバナンスファクターを組み込む際に直面する課題と同様に、「社会」ファクターについては、社会的認可喪失のリスクをその一例として、自身の考えを発展させ、引き続き磨きをかけています。ソブリン投資家のESG採用者も、自らの組織の内部に目を向け、多様性といった政策を推進などするにつれ、投資やサービス・プロバイダー、カウンターパーティなどについても、同じ視点で見始めています。そして、「環境」や「ガバナンス」ファクターと同様に、「社会」ファクターに対する期待や注目は引き続き高まることでしょう。

## テーマ04

### テクノロジーへの投資や最新のテクノロジーの採用

#### 要点：

- ソブリン投資家は、ポートフォリオにおけるテクノロジーへの投資機会にますます注目するようになっていきます。
- しかし、長期にわたり情報技術セクターへのテーマ投資を行ってきたソブリン投資家も、ポートフォリオ運営を最適化するための（あるいは、より一般的な組織全体にわたる）テクノロジーの使用は、驚くほど抑制的なものにとどまっています。
- ソブリン投資家は、テクノロジーを事務やリスク、投資プロセスの改善推進に利用することを優先してきましたが、それをポートフォリオに完全に統合するまでには遠い道のりがあると多くのソブリン投資家が認めています。

# 04

テーマ4では、ソブリン投資家は新たなテクノロジーの出現を支持しているようです。彼らは、人工知能（AI）とオートメーション（自動）化の分野における技術の進歩が、①自らのポートフォリオに及ぼす影響、②社会に及ぼす影響—という二つの観点から、新技術の出現を支持しています。

多くのソブリン投資家は、運用業務以外に、自国の経済を成長・改善させる任務を有しています。そのため、①現在豊富にあるとみられる初期段階の投資機会を追求するためにベンチャー・キャピタルのようなポートフォリオを設定すること—に加えて、②スキルや知的財産を自国市場に戻すこと—を求めるソブリン投資家もいます。そうした国の政府は、有利な資金の提供や税制面の優遇などによってソブリン投資家と連携しています。

こうした取り組みを支援するため、一部のソブリン投資家は組織内で専任チームやポートフォリオなどを立ち上げ（p.55、図4.1）、シリコンバレーや北京のような大規模なテクノロジー開発拠点にオフィスを開設するなどしています。ソブリン投資家は、自身の規模の大きさや投資期間の長さを武器に、テクノロジーのような特定の投資テーマにリソースを投入することが可能となっています。

ソブリン投資家は、テクノロジーへの投資という側面のみならず、テクノロジーの発展が破壊的革新を社会にもたらし、再形成する力にも関心を持っています。政府や規制当局、投資家などの利害関係者の間では、雇用の喪失といった社会に対するマイナスの影響を緩和し、先んじて回避しなければならないとの不安感やプレッシャーがあります（p.56、図4.2）。国有投資家として、ソブリン投資家は社会的混乱に焦点を当て、その対応に重要な役割を果たすことになるでしょう。

開発ソブリンや投資ソブリンは、テクノロジーのより広範な影響について考える上で、最も先端的な立場にあります。特定のテクノロジー・ポートフォリオやチームを持つ開発・投資ソブリンのほぼ半数は、投資リターン以外にもテクノロジーに起因する幅広い影響に焦点を当てています。

それでも、ソブリン投資家自身の運営においては、投資プロセスの改善の方が優先されており、ポートフォリオへのテクノロジーの融合は驚くほど抑制的なものにとどまっています。大手のソブリン投資家の中にはテクノロジー面で大規模な変革を遂げているものもありますが、多くは時代遅れの技術やぜい弱なITインフラに依存したままです。（Microsoft Excelなど）人間による入力が必要なテクノロジーに過度に依存しており、それが人間の行動による偏りや限界をもたらしている、と述べた回答者もいました。この結果は、現在のシステムの全面的な見直しや、より規則に基づき、継続的に適応可能な（AI）システムへの移行につながるでしょう。

図4.1. 専任のテクノロジー・ポートフォリオまたはチームの有無（回答者に占める比率（%））

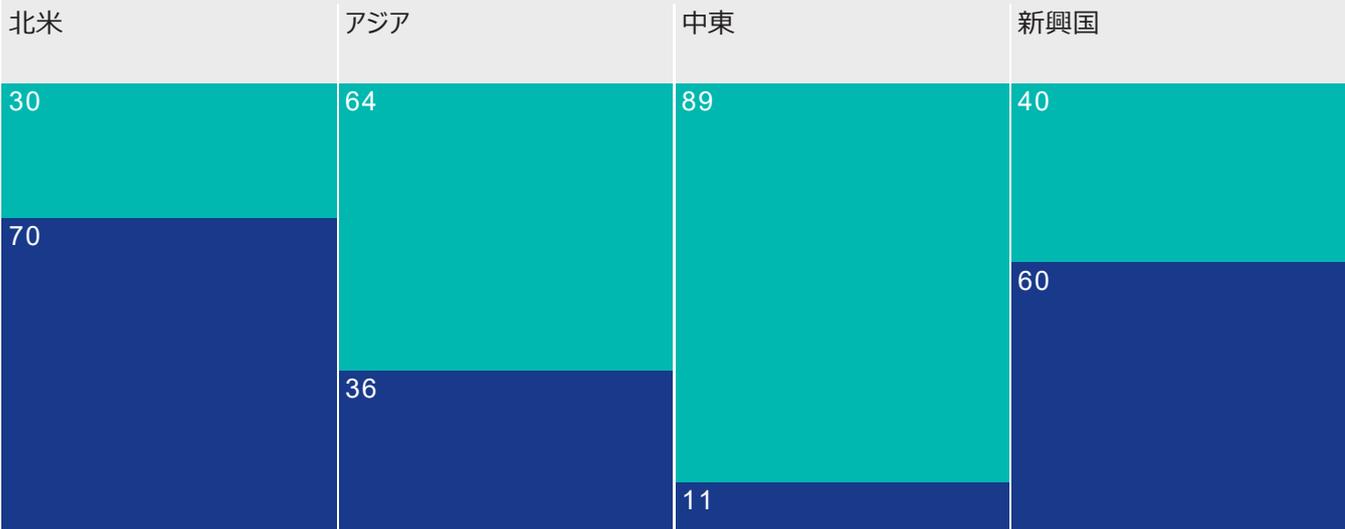
運用残高別

■あり  
■なし



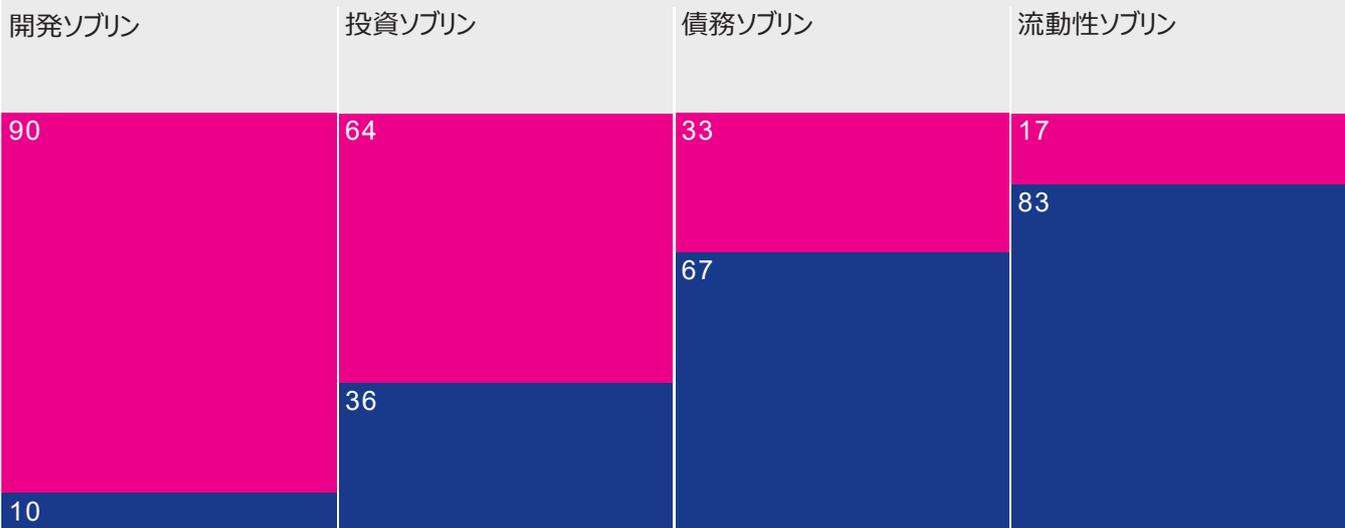
地域別

■あり  
■なし



セグメント別

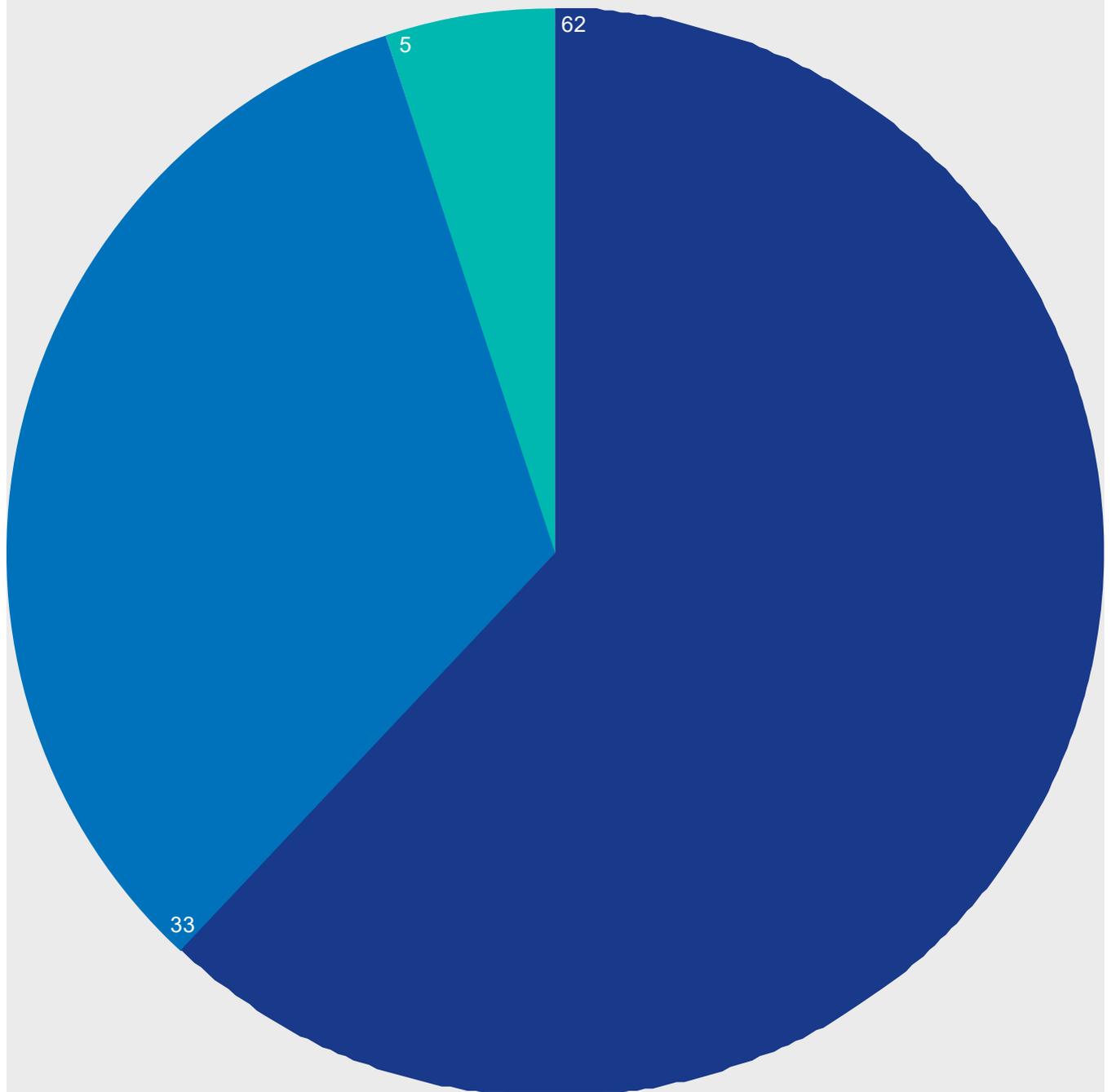
■あり  
■なし



中央銀行を除く。回答数：63。

図4.2. 今後10年でAIが社会に与える影響の度合い（回答者に占める比率（%））

- 影響度大
- そのその影響度
- 影響度小（あるいはなし）



中央銀行を除く。回答数：60。

## テーマ05

### 中央銀行は流動性と安全性を求め、国債や伝統的な準備通貨からシフト

#### 要点：

- 中央銀行はオルタナティブ資産へのコミットメントを維持する一方で、低リスク資産である国債から預金へのポートフォリオの大幅なローテーションを進めています。
- 中央銀行は、米ドルやユーロ、英ポンドといった伝統的準備通貨への配分を削減し、大幅な通貨分散を進めています。
- 少数の中央銀行は、金を大量に準備金に追加しました。
- 公式のESG政策を有している中央銀行は全体の5分の1にとどまりますが、新しい資産クラスへの移行が進むにつれて、ESGがますます重要になると広く認識されています。

05

今回の調査の結果、中央銀行は国債や伝統的準備通貨の配分を減らし、流動性と安全性の高い資産にシフトしていることが分かりました。

長期にわたる比較的緩和的な金融政策の後、中央銀行は次第に景気サイクルへの順応度を高めた投資戦略をとるようになってきました。これは多くの場合、当初はポートフォリオの一部で試行された後、より包括的なアプローチに移行しました。

しかし、不透明な環境やFRBの金融政策の先行きに関する懸念などから、中央銀行は国債から預金（商業銀行の預金と他の中央銀行の預金の双方）に大きく資金を移しています（p.59、図5.1）。特に欧州の中央銀行は、欧州国債のマイナス利回りの回避に積極的に取り組んできました。

金は、ポートフォリオのボラティリティを多少高めたものの、良好なリターンを示してきました。ポートフォリオ全体に占める金の保有比率は、回答者の平均で4%前後と依然として小さいですが、少数の中央銀行が金を大幅に準備金に積み増しました（p.60、図5.2）。このような金の増加は、世界的な不確実性、政治リスク、米国の財政状態への懸念に対応したものです。金は、中央銀行が求める「安全資産」の代替物となっているほか、米ドルからの資産の多様化をもたらすものです。米国のGDPに対する債務が歴史的にみて高水準にあることから、米国債についてのリスクフリーと想定されている性質や、世界の準備通貨としての米ドルの地位に疑問を持つ中央銀行もいます。

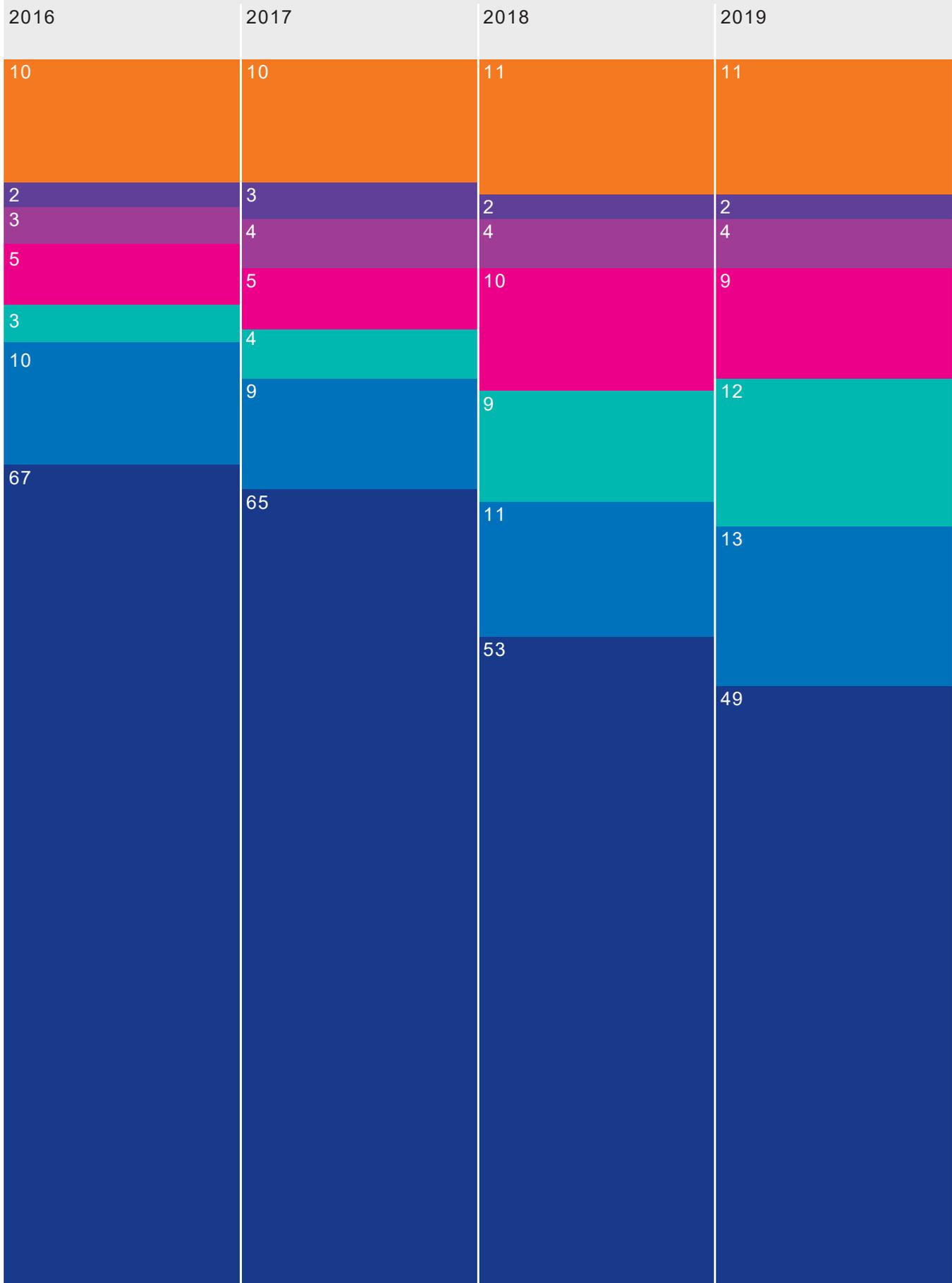
一方で、金には、価格の変動性、利息を生まない性質、保管コスト、売却時の差損益の認識など、別の問題をもたらします。金は流動性が高いものの、国内の政治的反応や、「誤った時期に」金を売却した場合の負の遺産が続く可能性があることなどから、実際に大量に売却することは困難です（p60、図5.3）。

その一方で、国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）のバスケット通貨への組み入れや、貿易相手国としての中国の重要性の高まり、国内債券市場の構造変化などを背景に、中央銀行による人民元の保有が増加しています。人民元は、米ドルへの配分引き下げの恩恵を最も受け、2016年はごくわずかだった世界の準備金に占める人民元の比率は、2018年末には1.9%に増加しました。そしてこの間に、人民元はオーストラリアドルとカナダドルを上回って、世界第5位の準備通貨となりました<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 出所：IMF COFERS（公式外貨準備の通貨構成、2017年10-12月期、2018年）、2019年5月31日現在。

図5.1. 中央銀行の準備金の配分  
(AUMに占める比率 (%))

- オルタナティブ資産クラス
  - IMFリザーブ・ポジション
  - 金
  - 政府機関債や国際機関債
- 商業銀行への預金
  - 中央銀行への預金
  - 国債



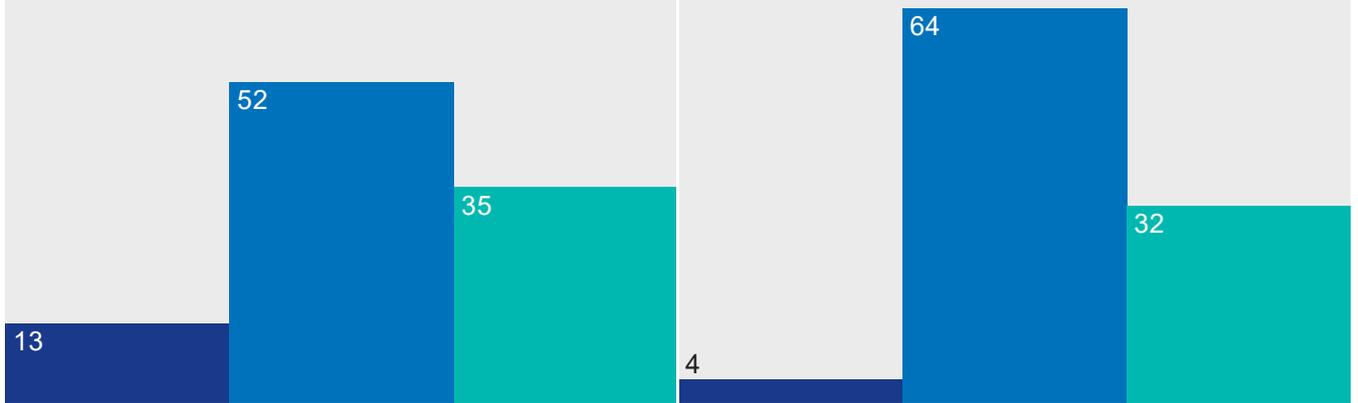
中央銀行のみ。回答数：2016年：15、2017年：33、2018年：55、2019年：36。

図5.2. 過去3年および今後1年の金準備の変化（回答者に占める比率（%））

■ 減少  
■ 変化なし  
■ 増加

過去3年

今後1年



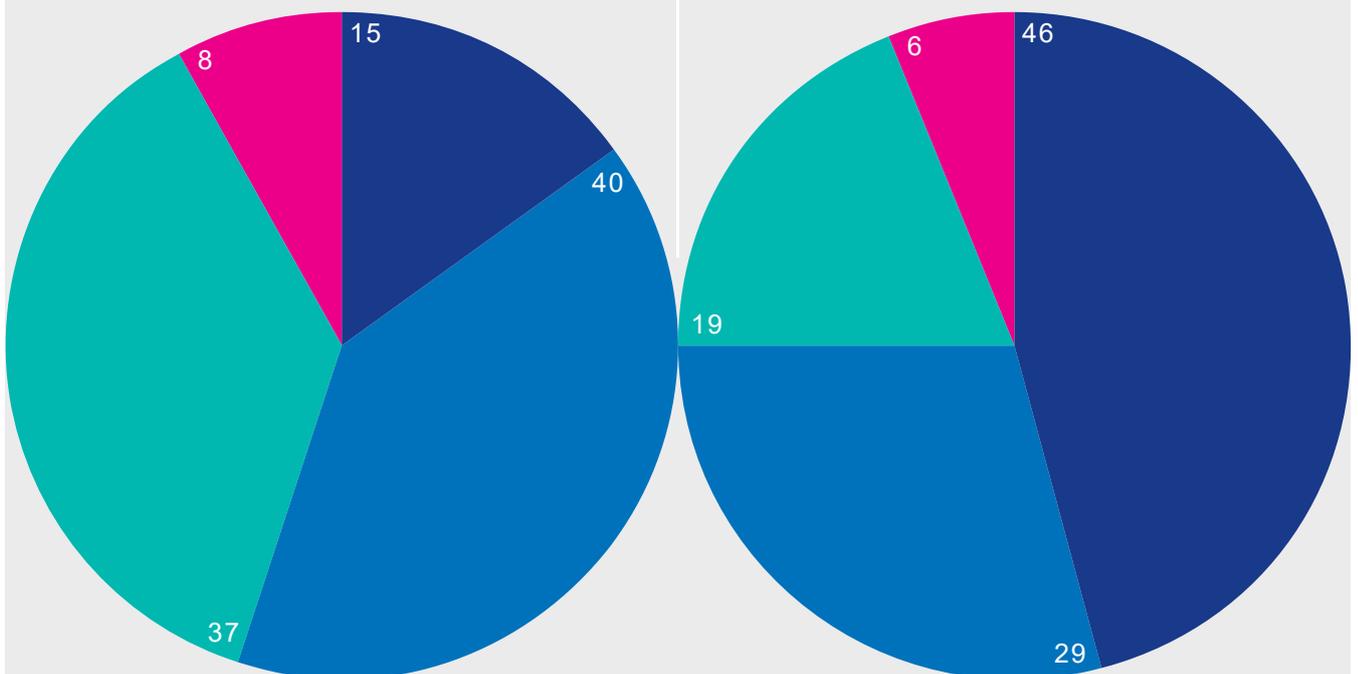
中央銀行のみ。回答数：過去3年：54、今後1年：57。

図5.3. 金の取り扱いにおける中央銀行の意識（回答者に占める比率（%））

■ 強く同意  
■ 同意  
■ どちらでもない  
■ 同意せず

金は政治的資産である

大量の金を売る際、地元メディアでかなり否定的な報道がなされる



中央銀行のみ。回答数：27。

Memo

### **本書お取り扱い上のご注意**

本書は一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではありません。本書は、情報提供を目的として、インベスコ・グループの海外拠点において作成され、英文でリリースされた”Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2019”をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社が入手し、抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定の金融商品の投資勧誘を目的としたものでもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を保証するものではなく、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。本書で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。本書に記載された経済・市場等に関する見解や予測は情報提供を目的とするものであり、投資助言の提供を意図するものではなく、将来の動向を保証・示唆するものでもありません。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

### **インベスコ・アセット・マネジメント株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

C2019-09-016

