



---

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  
2020





### **詳細はこちらへ**

詳細をご覧になりたい方は、以下をご参照ください。  
<https://www.invesco.com/jp/ja/institutional/insights/igsams2020.html>

---

## 02 はじめに

---

## 04 主な指標

---

### 08 テーマ1

#### **世界のソブリン投資家は、コロナ危機を投資機会ととらえる**

手元に流動性資金を持つソブリン投資家にとって、2020年初頭の市場価格の下落は、前例のない買いの好機となりました。多くの投資家は、長期的な視点の下、景気サイクルの終焉（しゅうえん）を想定していたため、結果として今回の危機にうまく対応できました。原油などの商品がその基盤となっているソブリン投資家などは、世界金融危機の教訓から、大規模な資産配分変更や資産の投げ売り無しで政府からの資金引き出しへ対応できるよう、強固なポートフォリオを組成していました。

---

### 18 テーマ2

#### **二つの人材獲得競争**

ソブリン投資家と中央銀行は、人材確保における競争の激しさを認識しています。ソブリン投資家は非上場資産の専門家の獲得に、中央銀行はESGやファンドマネージャー選定の専門家の獲得に、苦戦しています。このような人材面の課題に対応するための、内部の人材開発プログラム、従業員の定着を促す制度には、成功例も失敗例も存在します。そして、少なからぬ投資家は、外部人材からのサポートを強めたいという意向を持っています。

---

### 32 テーマ3

#### **金：市場の混乱の中の希望の光**

市場のボラティリティの高まりと政府債務の増加により、ポートフォリオにおける金の保有比率が高まっています。金はインフレリスクやテールリスクをヘッジする効果が見込め、他資産との相関が低いことから、中央銀行において伝統的な資産クラスの一つです。また、直近では、マイナス利回りの債券の代替資産として、流動性の高い金への人気が高まっています。

---

### 40 テーマ4

#### **中央銀行：リスク資産へ選好を強める**

新型コロナウイルス問題により、投資家は安全資産である米ドルへの選好を強めています。ただし、中央銀行の長期的なトレンドは「通貨の分散」であり、米国政府の債務増や政治的な不確実性の増加により、米ドルに変わる通貨の検討が進んでいます。また、厳しい市場環境下にもかかわらず、中央銀行は、株式などのリスク資産へのエクスポージャーを拡大するなど、資産分散化のための長期戦略を継続しています。

---

### 54 テーマ5

#### **気候変動リスクの増大：その取り組みと投資機会（ESG）**

かつては身近な問題と考えられていなかった気候変動リスクへの懸念は、今や、ソブリン投資家や中央銀行にとって、重大な検討事項となっています。投資家は、炭素削減目標に取り組み、気候変動リスクモデルの活用を進め、特にクリーン・テクノロジーなどへの投資機会に注目しています。ただし、各国における気候変動に対する取り組み、それらの分類、定義、規制などに一貫性がないことが、投資家の取り組みを妨げています。

# ようこそ



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

ソブリン投資家を対象とした私たちの調査は、今年で8回目を迎えました。2013年に1回目の調査を開始し、2020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名の投資責任者（83のソブリン投資家と56の中央銀行）から見解を得ることができました。これらの投資家の運用資産は、19兆米ドルを超えています（2020年3月現在）。

本年の5つの調査テーマは、過去の研究における長期的な傾向の分析や、そこから発掘した新たな知見を元に設定されています。本年は、新型コロナウイルスのパンデミックの影響が見られた2020年1-3月期に調査が行われました。その結果、多くの回答者の回答は、コロナ危機における市場の混乱への対応を反映したものとなっています。

テーマ1で紹介しているように、多くのソブリン投資家は迅速な行動が取れる流動性資金（ドライパウダー）を潤沢に持っていたことから、コロナ危機による金融資産のバリュエーションの下落を投資機会として活用することができました。インフラストラクチャー投資では、発電や通信分野への高い関心が見られています。

テーマ2は、2015年にも調査を実施した人材の獲得競争についてです。一部のソブリン投資家は特定分野における人材の内部化を目指していますが、現実と希望の間には大きなギャップが見られます。人材の問題から、ESG投資や、特にアジア市場への投資を進めることが難しくなっています。

## テーマ 1

「私たちは景気サイクルの終焉（しゅうえん）に備えて、流動性資金（ドライパウダー）を豊富に保有していました。今回の危機では、迅速な対応が求められる投資機会が非常に多く存在しているように見えました。」

EMEAの投資ソブリン

## テーマ 2

「私たちは優秀な若手社員の採用に成功しています。一方で、中堅社員については、国内の人材市場での層が薄く、世界のソブリン投資家との人材獲得競争が激化しています。」

APACの債務ソブリン

---

テーマ3では、コロナ危機による市場の混乱により、金への選好が高まっていることを取り上げています。2019年の調査では、中央銀行の金への魅力度が高まっていることを紹介しましたが、2020年の調査ではより深掘りした調査を実施しました。ソブリン投資家と中央銀行は、金の保有比率の引き上げを検討していますが、その背景としては政府債務の急増やインフレ・ヘッジとしての特性が注目されています。

テーマ4では、現在の危機に対応するために、多くの中央銀行が安全性と流動性の高い米ドルの保有を増やしており、過去数年間の通貨の分散化のトレンドが休止されていることを紹介しています。中央銀行のポートフォリオは、2007-2008年の世界金融危機以降、大きく変化しました。ただし、前回の危機とは対照的に、多くの中央銀行はリスク資産の保有を高めることに専念しており、準備金の戦略的な分散化は継続する見込みです。ETFは、特に中央銀行が新たな資産への投資を模索する中で、分散戦略の実現に大きく貢献しています。

テーマ5では、ESGへの継続的な取り組みを取り上げます。本調査では、気候変動の影響を緩和するための投資家の取り組みに焦点を当てています。欧米の投資家ではCO<sub>2</sub>問題が、中東・アジアでは異常気象のポートフォリオへの直接の影響が、最大の懸念事項となっています。炭素モデリング、直接投資、気候関連の目標の設定は、気候変動に対処するための重要な戦略として挙げられていますが、統一的なガイドラインの欠如により、組織だった対応が難しくなっています。

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に立てれば幸いです。詳細につきましては、インベスコの機関投資家ページをご覧ください。

---

### テーマ 3

「現物の金は取引コストが高く、その流動性や政府が常に義務を果たせるという観点から、私たちのニーズにできていません。ETFの採用を視野に入れています。」

中南米の中央銀行

---

### テーマ 4

「株式の保有比率をわずかに引き上げることは、ポートフォリオ全体のリスクの削減につながると考えています。私たちは長期的な視野を持ち、短期的な動向に左右されないよう努めています。」

EMEAの中央銀行

---

### テーマ 5

「コロナ危機の最中であっても、気候変動への対応は依然として優先事項です。温室効果ガスの排出量の増加は、地球と私たちのポートフォリオにとって最も危険な脅威です。」

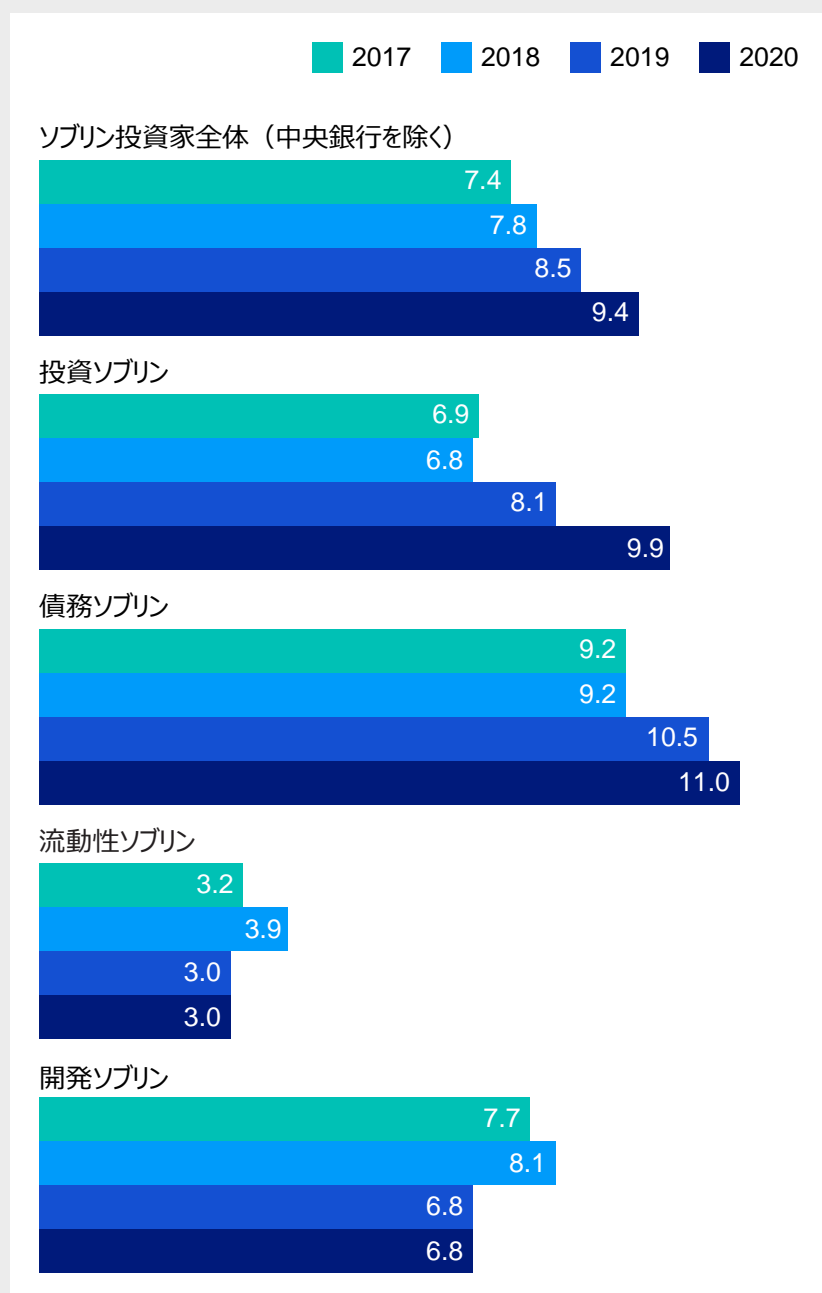
北米の投資ソブリン

# 主な指標

## 投資期間

ソブリン投資家の投資期間は、昨年8.5年から今年9.4年と、長期化が進んでいます。これは、投資ソブリンと債務ソブリン（投資家セグメントの分類の詳細はP.66）における投資期間の長期化という最近の傾向を反映しています。これらの投資家は、流動性が低く、投資期間の長いプライベート・マーケットへの配分を増加させています。一方、流動性ソブリンと開発ソブリンの投資期間は、それぞれ3.0年および6.8年と、前年と同水準となっています。

図表 A  
2017年から2020年までの投資期間の推移（年）



投資期間はどの程度ですか？

回答数：2017年 = 57、2018年 = 64、2019年 = 65、2020年 = 58。  
ソブリン投資家の定義は66ページを参照。

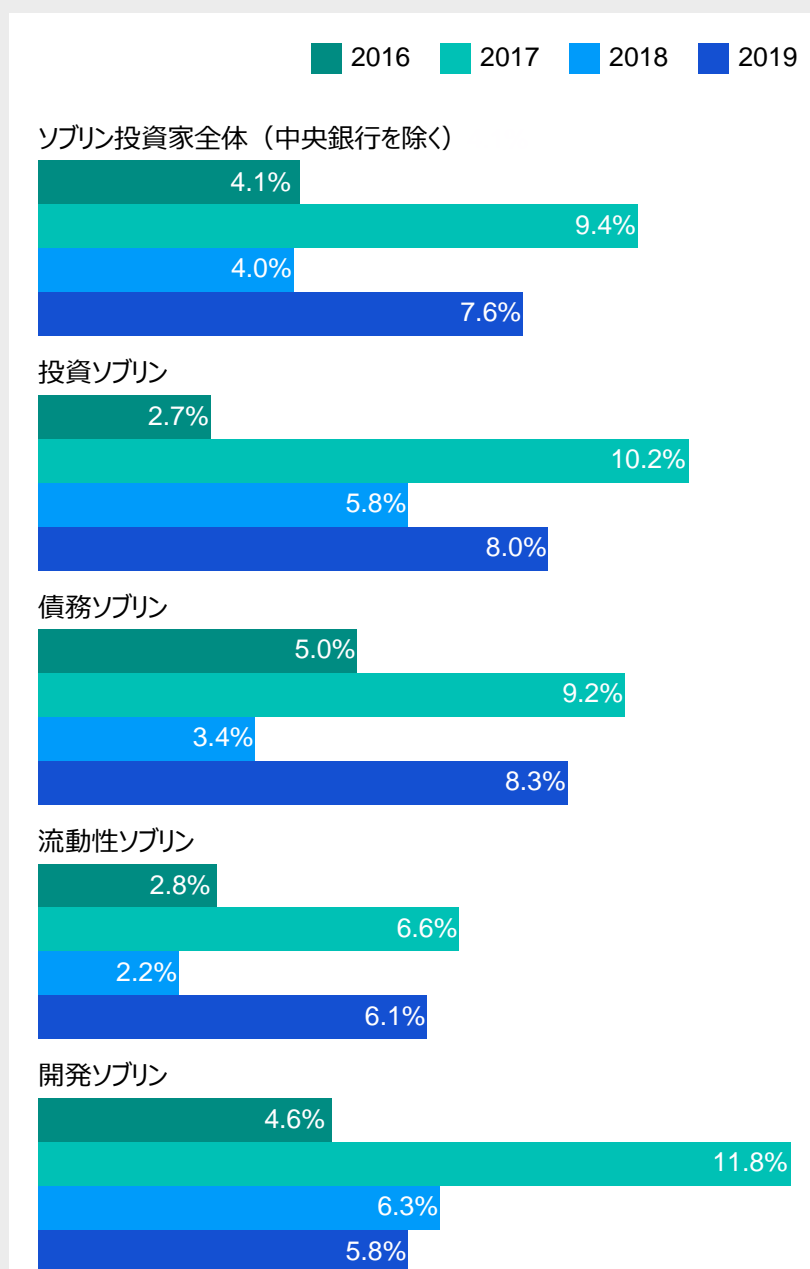
## パフォーマンス

コロナ危機での市場の混乱が見られた2020年初とは対照的に、堅調な株式市場と債券価格の上昇を受けた2019年のパフォーマンスは良好でした。ソブリン投資家の2019年のリターンの平均値は7.6%で、2018年の同4.0%のほぼ2倍の水準に上昇しました。

投資家セグメント別では、上場資産への高いエクスポージャーを背景に、債務ソブリンはリターンの平均値が8.3%と最も好調となり、投資ソブリン（同8.0%）と流動性ソブリン（同6.1%）と続きました。一方、プライベート・マーケットの比重が高い開発ソブリンのリターンは相対的に低くなりました。

図表 B

2016年から2019年までの投資家セグメント別の年間実績リターン（%）



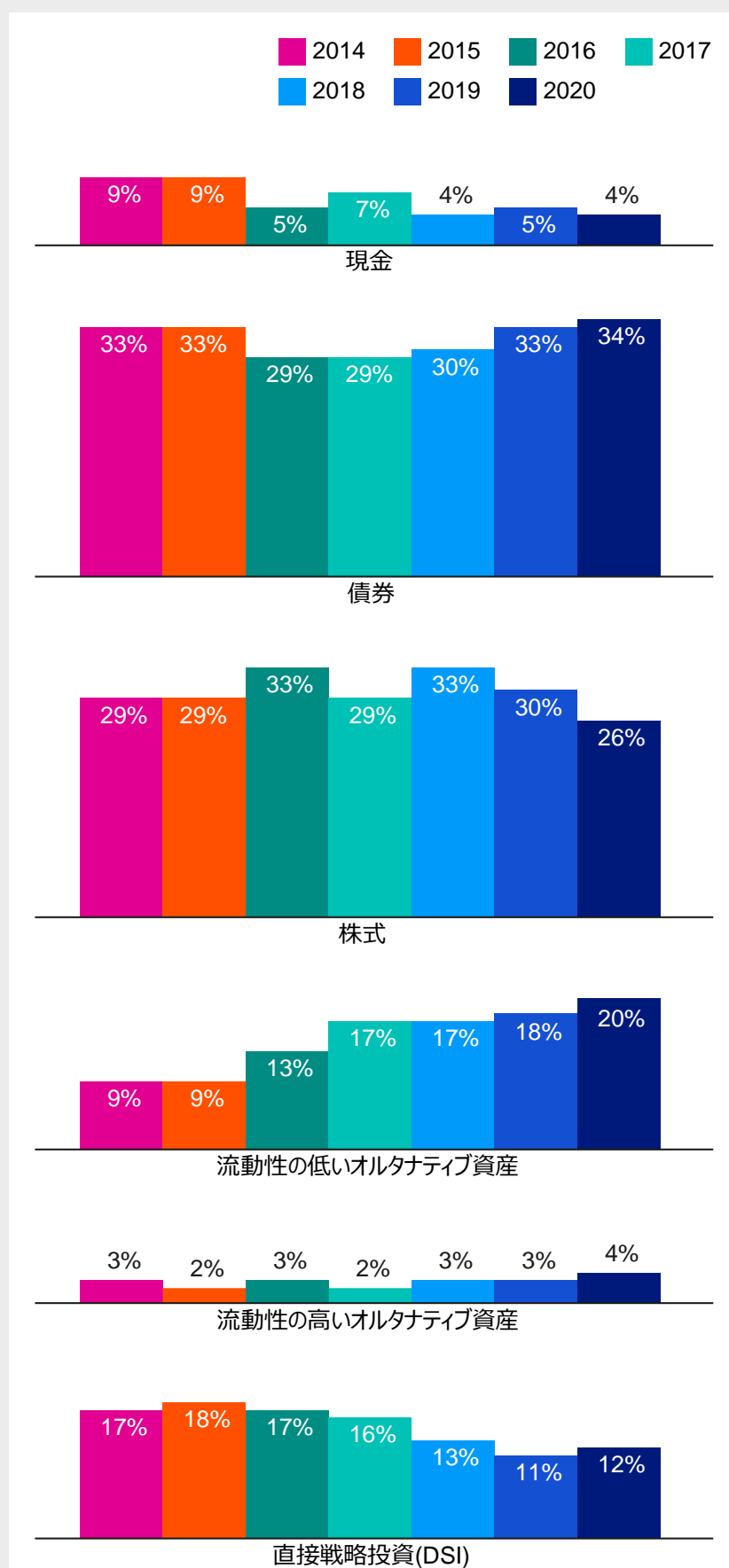
過去1年間のポートフォリオの年間実績リターン（2019年12月31日時点）はどれくらいですか？

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

## 資産配分

債券への配分は、2020年は34%に増加しました。一方、株式は、景気サイクルの終焉への懸念を受けた戦略的配分の削減により、30%から26%に減少しました。現在、ソブリン投資家は、平均して24%の資産をオルタナティブ投資（戦略的な直接投資を除く）に配分しており、これは過去5年間で着実に増加しています。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が引き続き最も大きく、インフラストラクチャーとヘッジファンド／絶対リターンファンドは、前年比で最大の増加となりました。

図表 C  
2014年から2020年の資産配分の動向（%）

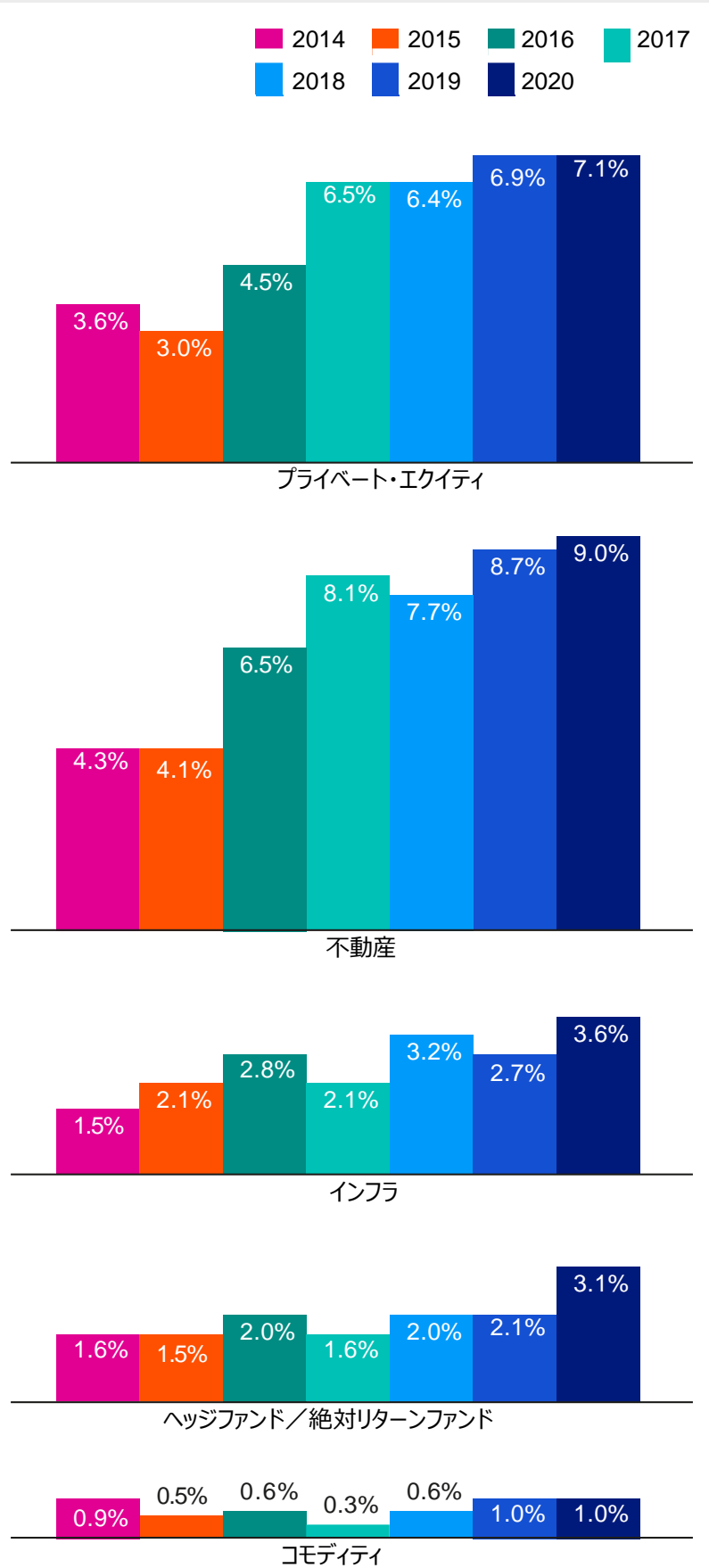


現在の資産配分はどうなっていますか？ 回答数：2014年＝48、2015年＝44、2016年＝57、2017年＝62、2018年＝63、2019年＝53、2020年＝78。



図表 D

2014年から2020年のオルタナティブ投資への資産配分の動向（％）

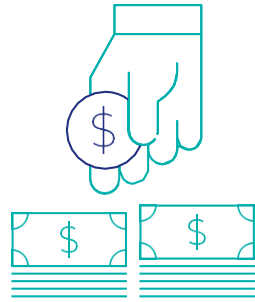


現在のオルタナティブ投資における資産配分はどうなっていますか？ 回答数：2014年＝48、2015年＝44、2016年＝57、2017年＝62、2018年＝63、2019年＝53、2020年＝78。

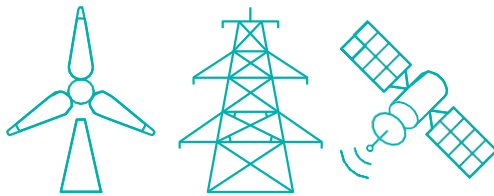
テーマ1

世界のソブリン投資家は、  
コロナ危機を投資機会と  
とらえる

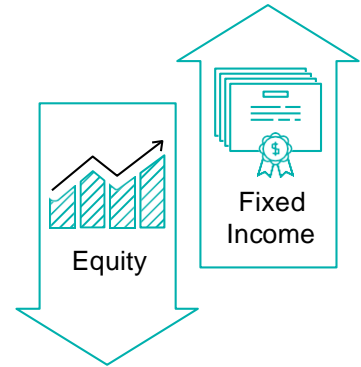




手元に流動性資金を持つソブリン投資家にとって、2020年初頭の市場価格の下落は、前例のない買いの好機となりました。また、長期に資金を運用する主体として、資金引き出しニーズからの資産売却圧力を受けなかったこともメリットをもたらしました。



インフラストラクチャーでは、発電、送電、通信（5G）への投資意欲が高まっています。国が化石燃料からのシフトを支援しているため、電力プロジェクトへの投資はESG目標を達成する方法の1つと見なされています。



新型コロナウイルスの感染拡大が金融市場に影響を与える以前の2019年末における、ソブリン投資家の株式への平均的な配分比率は2013年以降で最も低い水準でした。今後12カ月間で、ソブリン投資家は債券、特にオルタナ債券（新興国債券、ハイールド社債、不動産関連債券）やプライベート・マーケットの非流動性資産への配分を継続する予定です。



一部のコモディティ関連のソブリン投資家は、政府の緊急的な支出の要請に備えています。ただし、これらの投資家の多くは多額の現金を保有しており、ポートフォリオの大きな変更や強制的な資産売却を行う必要なしに、対応ができる見込みです。

潤沢な手元資金を保有していたソブリン投資家は、コロナ危機による資産価格の急落は絶好の投資機会である、と回答しています。

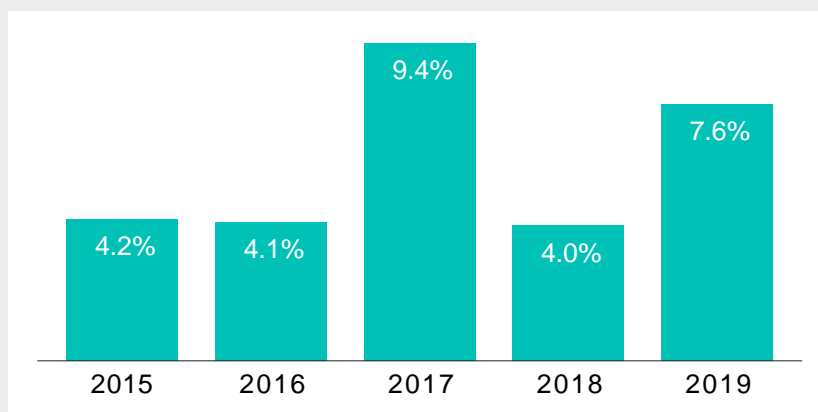
実際、2020年の調査では、厳格なリバランス・ルール（資産配分が決められた基準値を下回ったときに強制的に購入を行う仕組み）の恩恵を受けたと多くの投資家が回答しています。

新型コロナウイルスの世界的な大流行において、迅速な行動を取れるソブリン投資家は投資機会を得ることができました。EMEAのソブリン投資家は、次のように述べています。「私たちは景気サイクルの終焉（しゅうえん）に備えて、流動性資金（ドライパウダー）を豊富に保有していました。今回の危機では、迅速な対応が求められる投資機会が非常に多く存在しているように見えました。私たちの内部の

チームは、ある価格に達したときにAAA格の債券のウェイトを引き上げる仕組みを整えていました。債券価格が安値から回復したため、債券のアロケーション部分はすでに利益を得ています。」

勇敢さと信念を持ち下落している市場に参入することは、長期的なパフォーマンスに大きな影響を与えられます。過去10年間で最も好調なパフォーマンスを上げたソブリン投資家の多くは、2008年の世界金融危機の後に株式市場に参入しています。長期の目標を持ち、資金引き出しニーズからの資産売却圧力を受けない運用主体として、確信と自信を持つソブリン投資家は弱気相場に参入することが可能となっています。

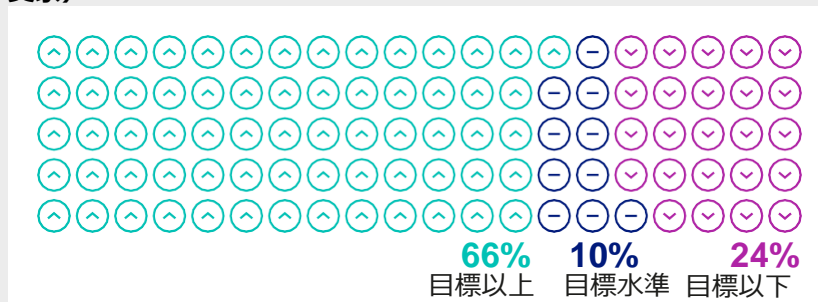
図 1.1  
平均年間リターン（%、ソブリン投資家）



過去1年間の年間リターンは何%ですか？  
（2019年12月31日時点）

中央銀行を除く。回答数：2015年=49、2016年=49、2017年=52、2018年=55、2019年=71。

図 1.2  
2019年の目標に対するパフォーマンス（回答者に占める比率%、ソブリン投資家）



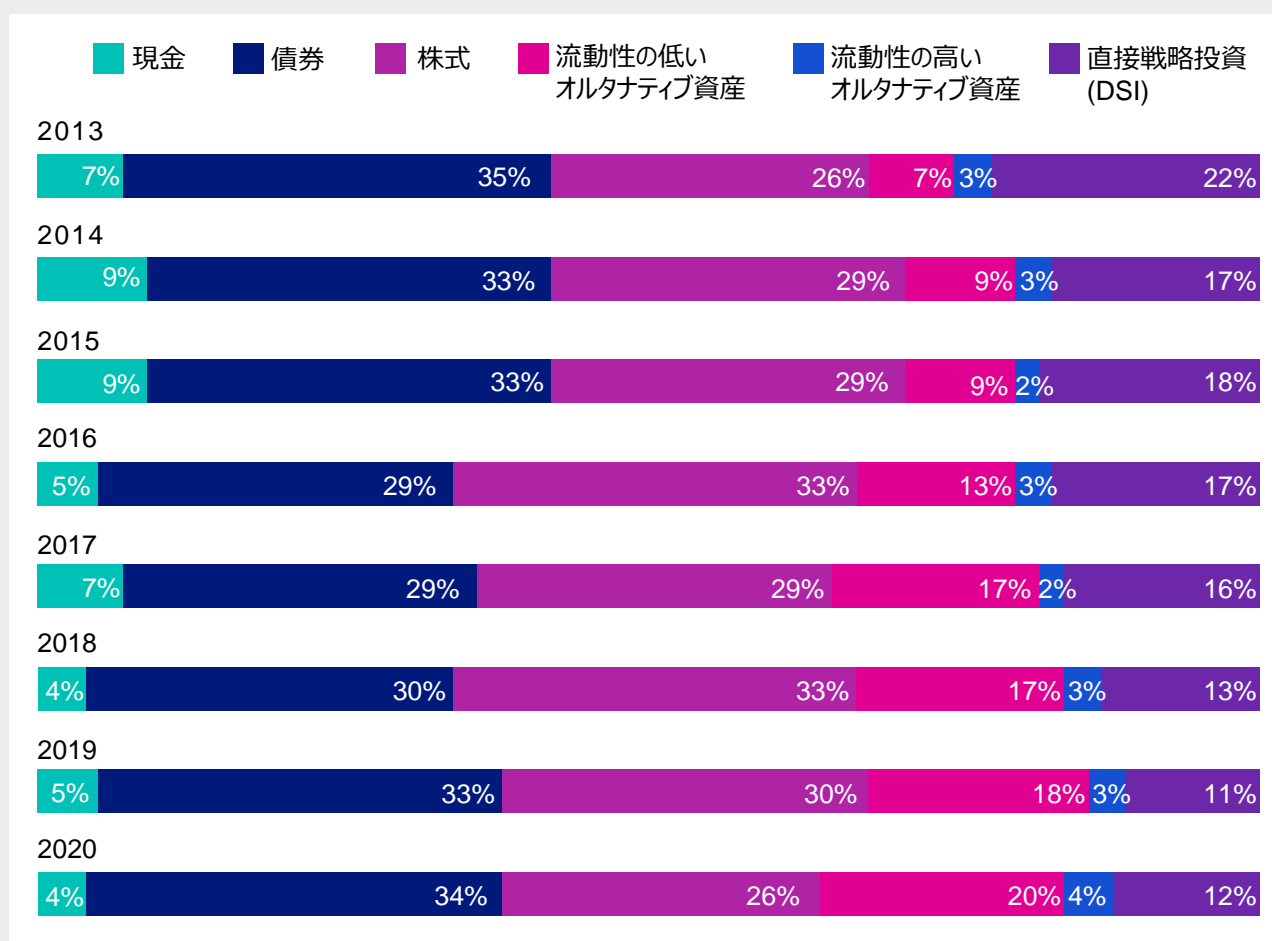
2019年の実績リターンは目標を上回りましたか、同水準ですか、それとも下回りましたか？

中央銀行を除く。  
回答数：59

EMEAのソブリン投資家は、次のように述べています。「私たちは景気サイクルの終焉（しゅうえん）に備えて、流動性資金（ドライパウダー）を豊富に保有していました。今回の危機では、迅速な対応が求められる投資機会が非常に多く存在しているように見えました。私たちの内部のチームは、ある価格に達したときにAAA格の債券のウェイトを引き上げる仕組みを整えていました。債券価格が安値から回復したため、債券のアロケーション部分はすでに利益を得ています。」



図 1.3  
資産配分（AUMに占める比率（%）、ソブリン投資家）



現在の資産配分はどうなっていますか？

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、2020年=78。

ソブリン投資家は2019年に過去5年間で2番目に高い年間実績平均リターンを記録し、3分の2の投資家が目標を上回るリターンを獲得しました（図1.1および1.2）。ただし、景気サイクルが終焉（しゅうえん）に近づいているとの懸念を背景に、コロナ危機発生の前から、ほとんどの回答者は慎重な姿勢を取っていました。その結果、2019年末の株式への平均的な配分比率は2013年以降で最低の水準となり、2017年末と比較して7%低下しました。一方、債券の配分比率は4%、流動性の低いオルタナティブ資産の比率は3%、それぞれ上昇しました（図1.3）。

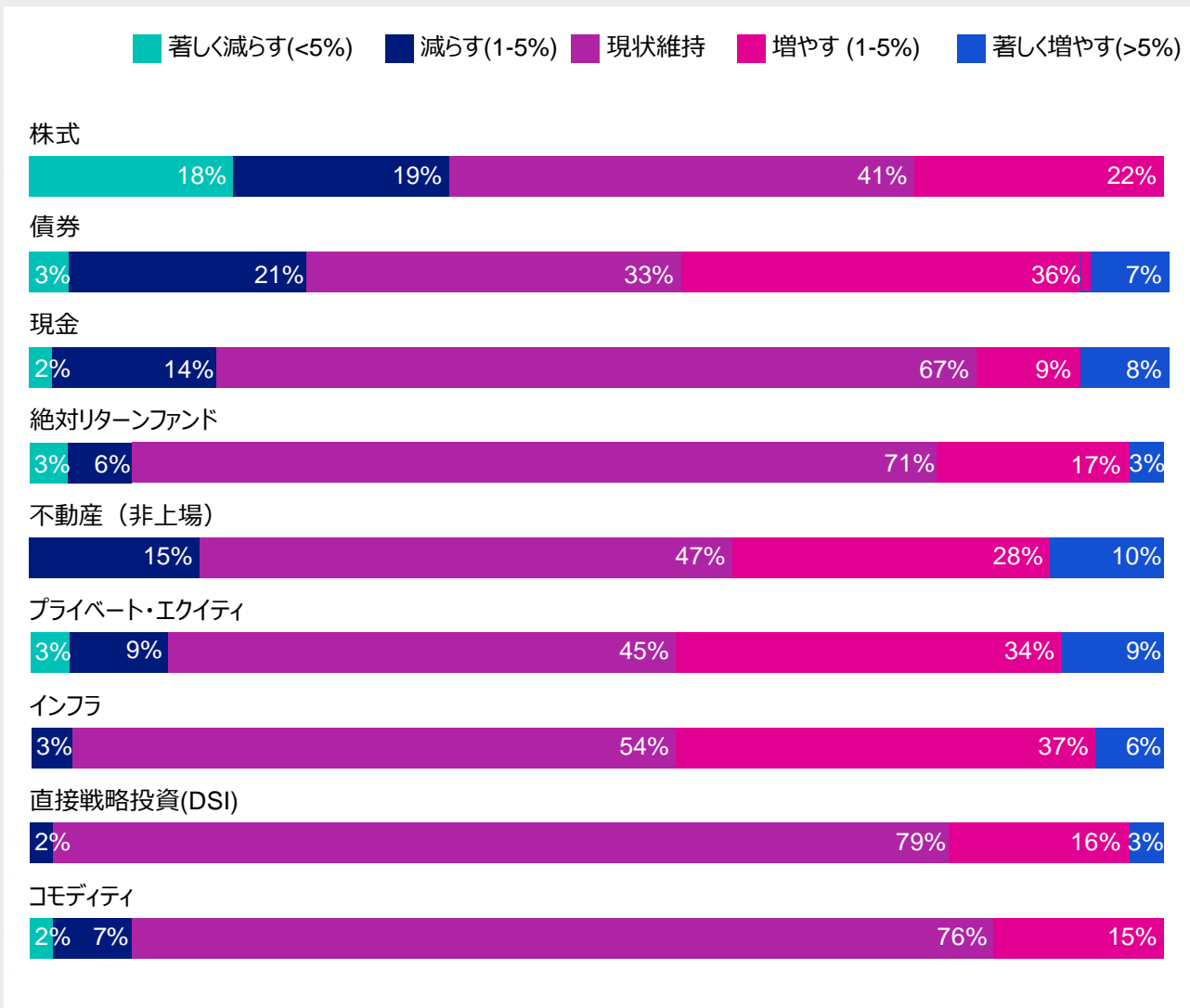
多数の資産クラスにわたる価格の反発にもかかわらず、懸念も残っています。質の高い企業をより安い価格で購入する機会があったと指摘したソブリン投資家もいますが、株式市場が反発した春先での調査実施時点では、株式へのアロケーションを引き下げていくとの全体的な傾向はほとんど変わっていません。ある北米の債務ソブリンが語ったように、「現在の景気サイクルの状況を考えると、パンデミックの前の株価は割高な水準にあったと考えられ、世界経済の停滞と失業者の急増にもかかわらず、株価は現在も過去最高値近辺にある。」のです。

## 債券と非流動性資産への投資は引き続き魅力的

今後12カ月の投資計画について、ソブリン投資家の43%が債券への資産配分を進めるとしており、株式への配分を増やすことを計画している投資家は22%に過ぎません。一方、削減を検討しているソブリン投資家の比率は債券が24%、株式が37%となっています。また、流動性の低いオルタナティブ資産への投資が引き続き選好されており、ソブリン投資家の43%がプライベート・エクイティ（PE）とインフラストラクチャーへ、38%が不動産へ資産配分を進めると回答しています（図1.4）。

しかし、利下げや量的緩和の再実施などの各国政府の介入により、債券利回りは低下し、多くの債券ポートフォリオにプラスの効果をもたらしました。また、ハイイールド社債やレバレッジド・ローンなどの債券市場においてリスクの高い商品の価格の反発も支援材料となりました。

図 1.4  
今後12カ月間の資産配分計画（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



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

中央銀行を除く。  
回答数：68。

図 1.5  
オルタナティブ債券へのアロケーション（平均%、ソブリン投資家）

4.5%

2018年調査

5.3%

2020年調査

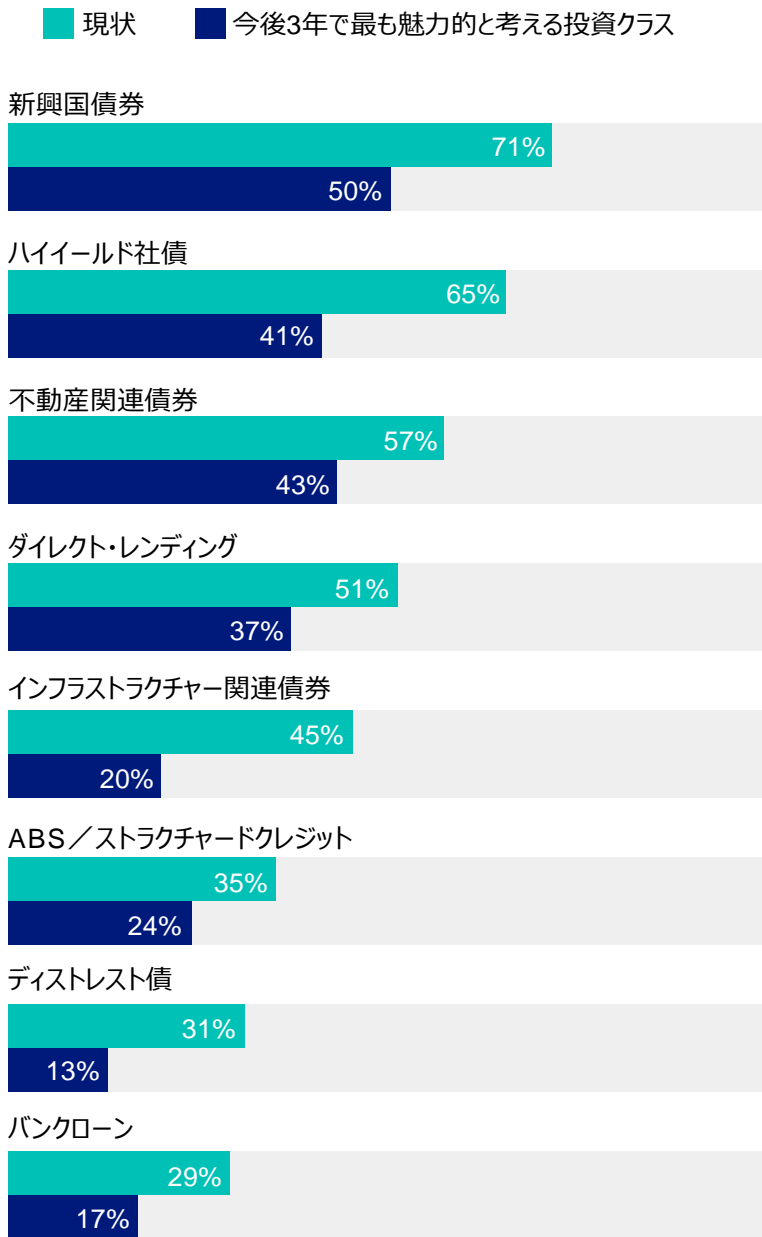
6.5%

今後3年の予想

オルタナティブ債券への現在のアロケーションは保有資産全体のうち何%ですか？3年後はどのように計画していますか？  
中央銀行を除く。回答数：38。

ソブリン投資家は、オルタナティブ債券（新興国債券、ハイイールド社債、不動産関連債券）への資産配分を増やすと回答しており、ポートフォリオ内の債券の保有比率が上昇しています。2019年末現在、オルタナティブ債券のポートフォリオに占める比率は平均5.3%となっています。これは2017年末の4.5%から上昇しており、今後3年間で6.5%に上昇すると予想されます（図1.5）。現状、新興国債券への投資魅力度が最も高く、次にハイイールド社債、不動産関連債券と続きます（図1.6）。

図 1.6  
投資先として考えるオルタナティブ債券（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



どのオルタナ債券に現在投資していますか？今後3年間で、最も魅力的と考えるオルタナ債券はどれですか？

中央銀行を除く。  
回答数：51。

上場資産の価格はすでに回復している一方で、世界経済の見通しは依然として不確実性が高いため、ソブリン投資家は、最も意味のある投資機会が多く見つかる分野としてインフラストラクチャーや不動産などの非流動性資産を挙げました。この分野では、ソブリン投資家の規模と長い投資期間という競争優位性により、資金引き出し圧力を受けると考えられる大手の投資家から流通市場において案件を仕入れることで、投資機会を得ることができます。

債券は伝統的にディフェンシブな資産ですが、コロナ危機の発生当初、投資家が現金化を急いだことで米国債でさえ大規模な売り圧力を浴びました。

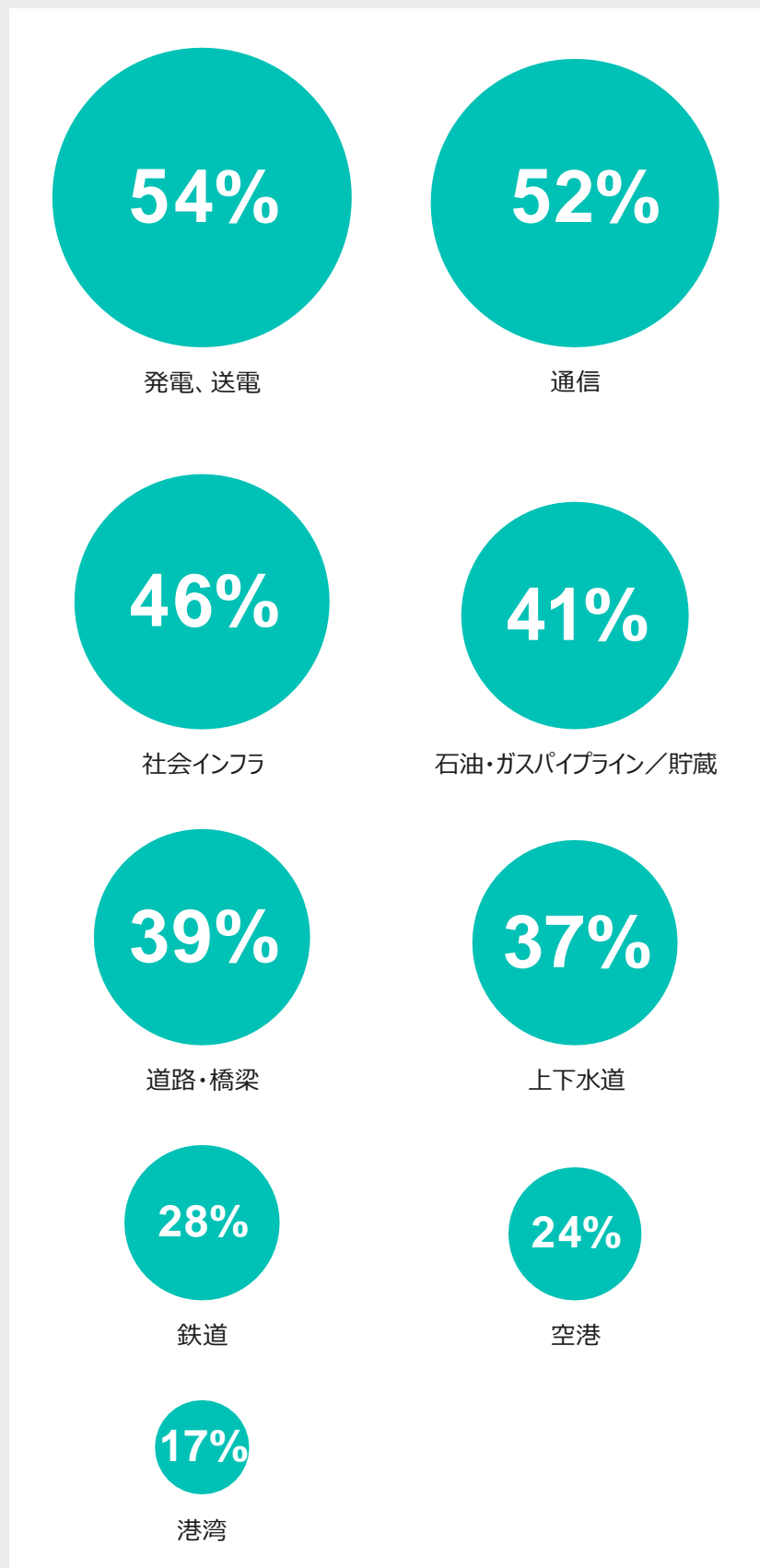
## コロナ危機によるインフラ投資への意欲の高まりと、ディストレス投資への機会

インフラ投資では、ソブリン投資家は発電・送電（中央銀行を除くソブリン投資家の回答者に占める割合：54%）と通信（同52%）に最も高い関心を示しています（図1.7）。国が推進している化石燃料への依存を解消する電力プロジェクトは、国レベルのESG目標を達成するための特に望ましい手段とみなされました。しかし、EMEAの債務ソブリンは、「多くの年金基金がESGでの同様の目標を掲げているため、適切な投資案件へ参加するのが困難な場合があります。」と語っています。

一方、第5世代移動通信システム（5G）のグローバル展開を背景に、通信関連のインフラ投資へ注目が高まっています。

ソブリン投資家は、政府の規制がある「自然独占」のプロジェクトを 선호しています。EMEAの債務ソブリンは、「そのインフラ投資が何のセクターかよりも、どういう特性であるかが重要です。政府が運営し、参入が明確に規制されているプロジェクトへの投資を 선호しています。」と述べています。APACの流動性ソブリンは、次のように付け加えました「私たちは安定した収益をあげられる優良案件を求めており、そのためにある程度の流動性を犠牲にする用意があります。」。コロナ危機による市場の混乱は、売却圧力の強いセクターへの投資の好機と捉えているソブリン投資家もいます。

図 1.7  
インフラ投資において優先順位の高い分野（回答者に占める比率%、ソブリン投資家）



インフラ投資において、今後、組み入れたい分野はどれですか？

中央銀行を除く。  
回答数：46。



過去、数少ない案件に多くの資金が集中したため、多くの投資家はインフラ投資に対して割高感が強いと考えていました。しかしながら、一定のソブリン投資家は、現在の状況を、経済価値の上昇が見込めるサブセクターへ数年ぶりに魅力的な価格で資本注入が可能な絶好の投資機会と考えていました。例えば、空港には、魅力的な価格で資本の注入が可能と考えられています。また、有料道路などでは、コロナ危機による長期的なキャッシュフローへの影響は軽微と考えられています。ただし、有料道路の使用量は短期的に大きく減少しており、資金の引き出しニーズにさらされている投資家が増えている状況を踏まえると、資金注入の機会があると考えられます。

不動産に対する投資においても、同様の状況が見られました（図1.8）。ソブリン投資家は、旅行・レジャーの分野の不動産案件について、先数年は投資機会が存在すると考えています。コロナ危機の影響を最も受けているこれらの分野に対して、長期的には新興国の「中間層の拡大」と先進国での「体験に対する消費」の増加に伴い、最終的には以前の力強い需要が見られるだろうと考えられています。

不動産、インフラ投資、プライベート・エクイティなど非流動資産への投資完了には平均3年程度を要しており（図1.9）、競争も激しくなっています。非流動資産への投資完了期間は、2018年以降、不動産で長期化している（2.6年から3年）一方、インフラとプライベート・エクイティではわずかに短縮されています。不動産は景気サイクルに対する感度が高く、景気サイクルの終盤に向けて価格がピークに達することで魅力的な投資機会が乏しくなることが反映されています。

大きな資産を持つ投資家の資産配分の変化に伴い、非流動性資産における競争が激化しているとソブリン投資家は考えています。有能な内部チームが存在し自らで取引を実施できることが、投資の優位性を高めます。テーマ2でより深く掘り下げますが、非上場資産への見識を内部チームが高めながら直接投資を進めることが重要と考えられます。

図 1.8  
不動産投資において優先順位の高い分野（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）

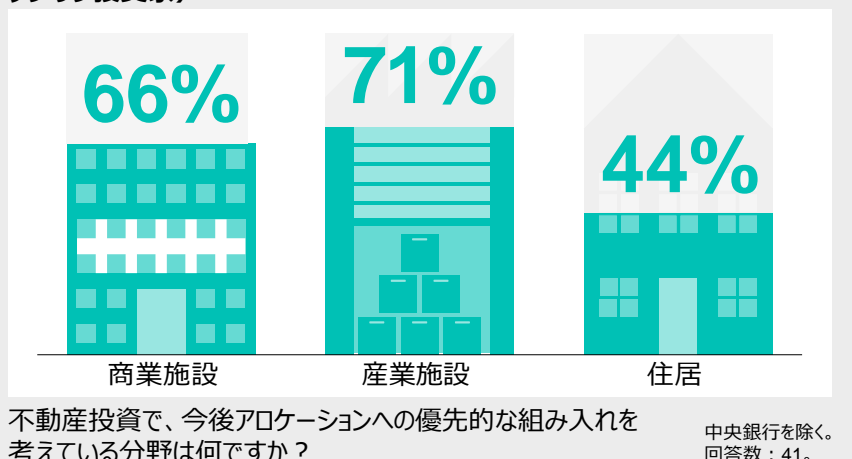
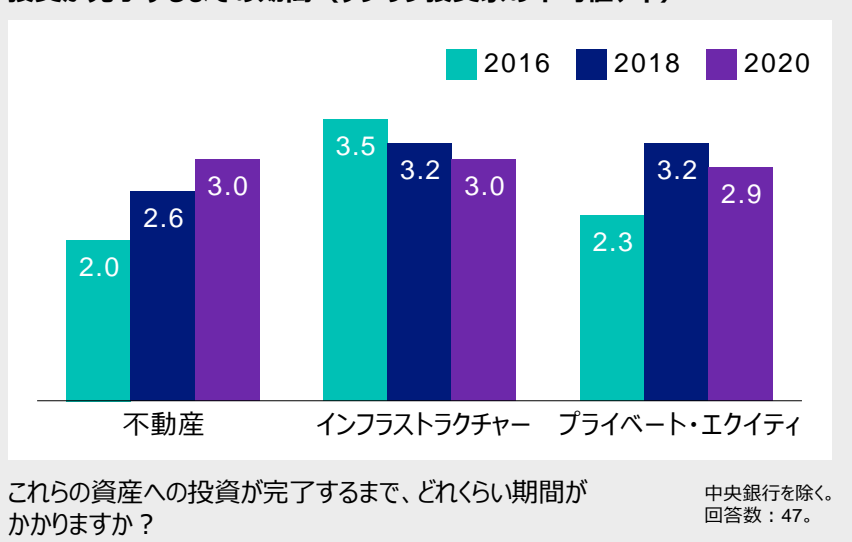


図 1.9  
投資が完了するまでの期間（ソブリン投資家の平均値、年）



---

## 資金の引き出しに備えるコモディティ関連のソブリン投資家

ソブリン投資家は現在の危機から生み出される投資機会を追求する一方、危機の影響を緩和するための重要な役割を果たすことを求められている投資家も存在します。石油を含む多くのコモディティ価格の急落が、財政支出の拡大や、政府のコロナ対策への緊急支出の急増と同時に見られています。一部の例外を除けば、ファンドからの資金の引き出しは公にはほとんどアナウンスされませんが、エネルギー関連のソブリン投資家は、原油に財政を依存する政府のコロナ対策への緊急支出の補填のため、今後12カ月の間に大きな資金の引き出しに直面するでしょう。中南米の開発ソブリンは、「現在の危機への対策のため、大規模な資金引き出しという厳しい状況が訪れる可能性があります。すでに多くの条件が満たされています。」と述べました。

世界金融危機以降、ほとんどのコモディティ関連のソブリン投資家は、緊急の資金要請を円滑に進めるために多額の現金を保有し、流動性の管理について大きな改善を図りました。流動性目標の認識の向上、投資戦略と資産配分のために資金引き出しの影響を把握する高度なリスク管理モデル、流動性指標に関する報告の改善、資産の最適な流動化手法に関する計画の策定などです。

このような取り組みにより、多くのコモディティ関連のソブリン投資家は、大がかりな資産配分の調整や強制的な資産売却を行うことなく、危機への対応が可能ならずです。これらのソブリン投資家は、様々な資金の要求への対応に、まず現金と短期金融商品で、続いて政府証券（国債）を検討すると述べました。しかし、コロナ危機が長引き、原油価格の低迷が長期となれば、パッシブ運用の株式資産の売却などのより厳しい決定を強いられることを認識しています。これはポートフォリオの大きな変更をもたらすものであり、投資期間と戦略的資産配分という2つの前提に大きな影響を与えるでしょう。

---

中南米の開発ソブリンは、「現在の危機への対策のため、大規模な資金引き出しという厳しい状況が訪れる可能性があります。すでに多くの条件が満たされています。」と述べました。

---

Memo



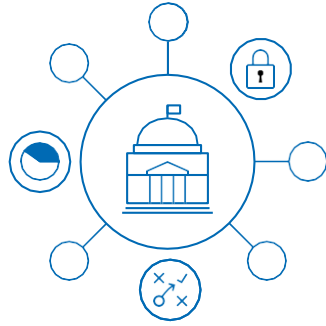
テーマ 2



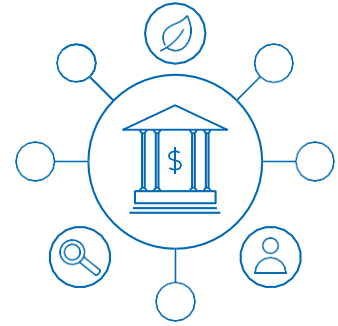
# 二つの人材獲得競争



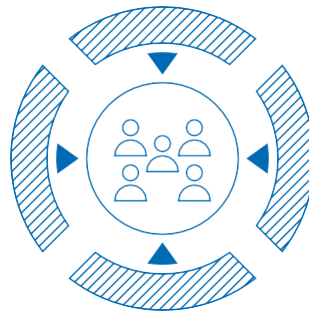




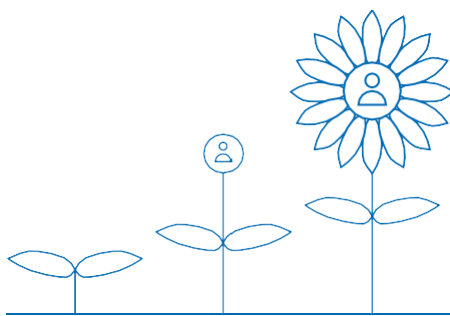
ソブリン投資家は、非流動性資産、投資戦略立案、アセット・アロケーション分野における、今までにない人材獲得競争に直面しています。



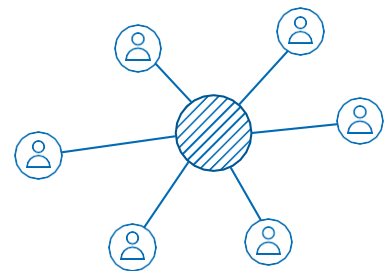
中央銀行は、ESG、投資選定のプロセスの透明性の確保、外部ファンド・マネジャー・セレクションにおいて、人材への希望と現実のギャップが最も大きいと考えています。



ソブリン投資家の投資チームにおける人材の内部化の利点としては、管理コストの削減より、投資先のコントロールやモニタリング機能の向上が挙げられています。ただし、特に新興国では人材不足が深刻化しています。



これらの問題に対処するために、内部での人材の育成・定着を強化する動きや、共同投資やプラットフォーム・ディールを通じた案件へ取り組みも見られます。



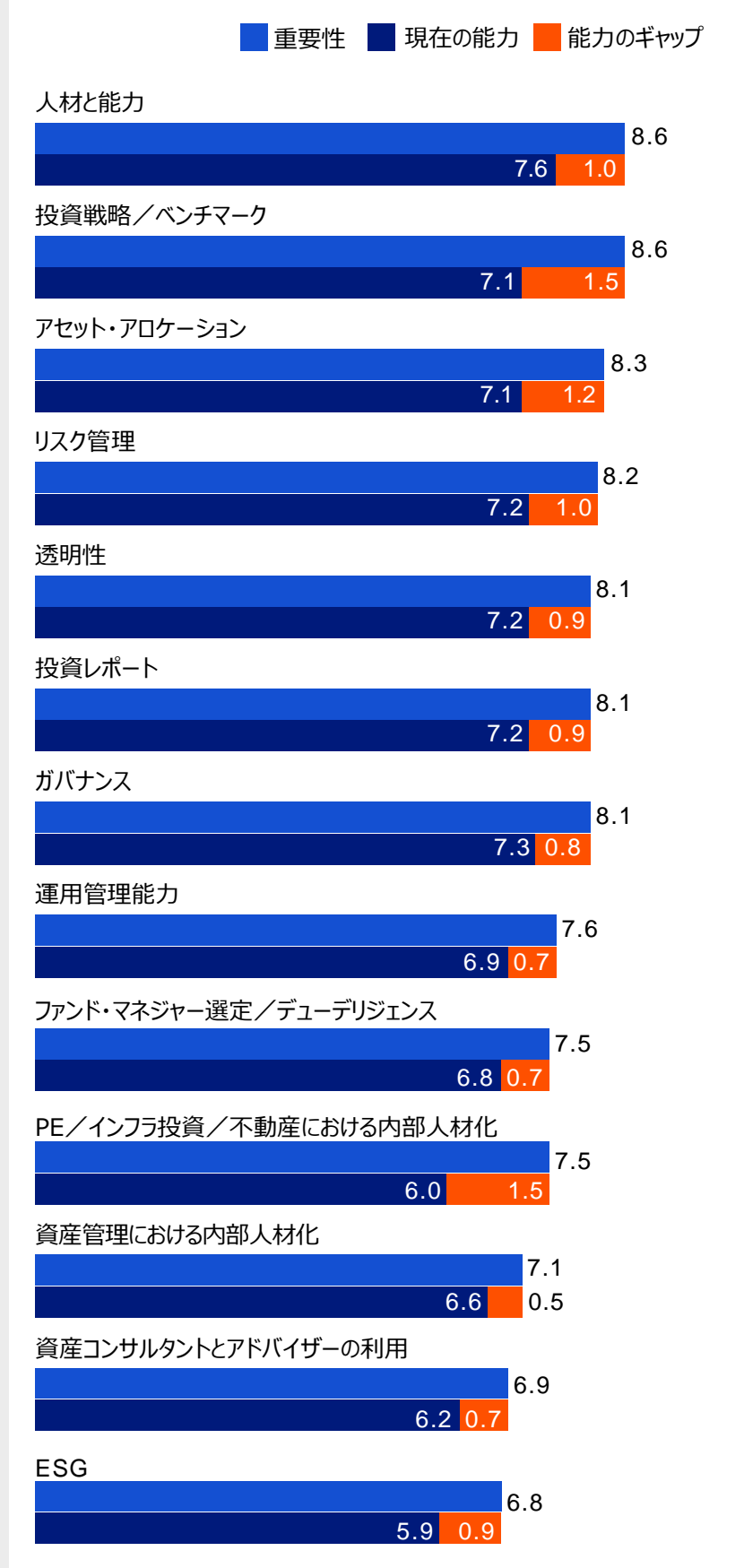
少なくない数のソブリン投資家で、外部リソースの活用への動きが見られています。また、アジアの一定数のソブリン投資家では株・債券・インフラでの外部リソースのさらなる活用が考えられており、新興国全体ではプライベート・マーケット投資における外部リソース活用の動きが見られています。

人材の採用、定着、育成は、ソブリン投資家と中央銀行の両組織の成功にとって、最も重要な要件として挙げられています。

現在、ソブリン投資家と中央銀行ともに、現在の人材の能力と求めている能力とのギャップは大きく、人材の能力開発を強化する必要性が認識されています（図2.1および2.2）。

この能力のギャップを埋めることは難しい課題です。人材の獲得と定着はソブリン投資家や中央銀行に限らない普遍的な問題で、人材の内部化を目指す他の投資家も、同様に悩まされています。人材不足は新興国のソブリン投資家や中央銀行で特に深刻で、離職率の高さと自国での候補者（人材プール）が限定的なことがその原因です。ただし、新興国以外でも、ローカル市場と海外からの人材獲得の難しさ、民間部門と比した給与水準など、同様の問題を抱えているケースが多く存在しています（図2.3）。

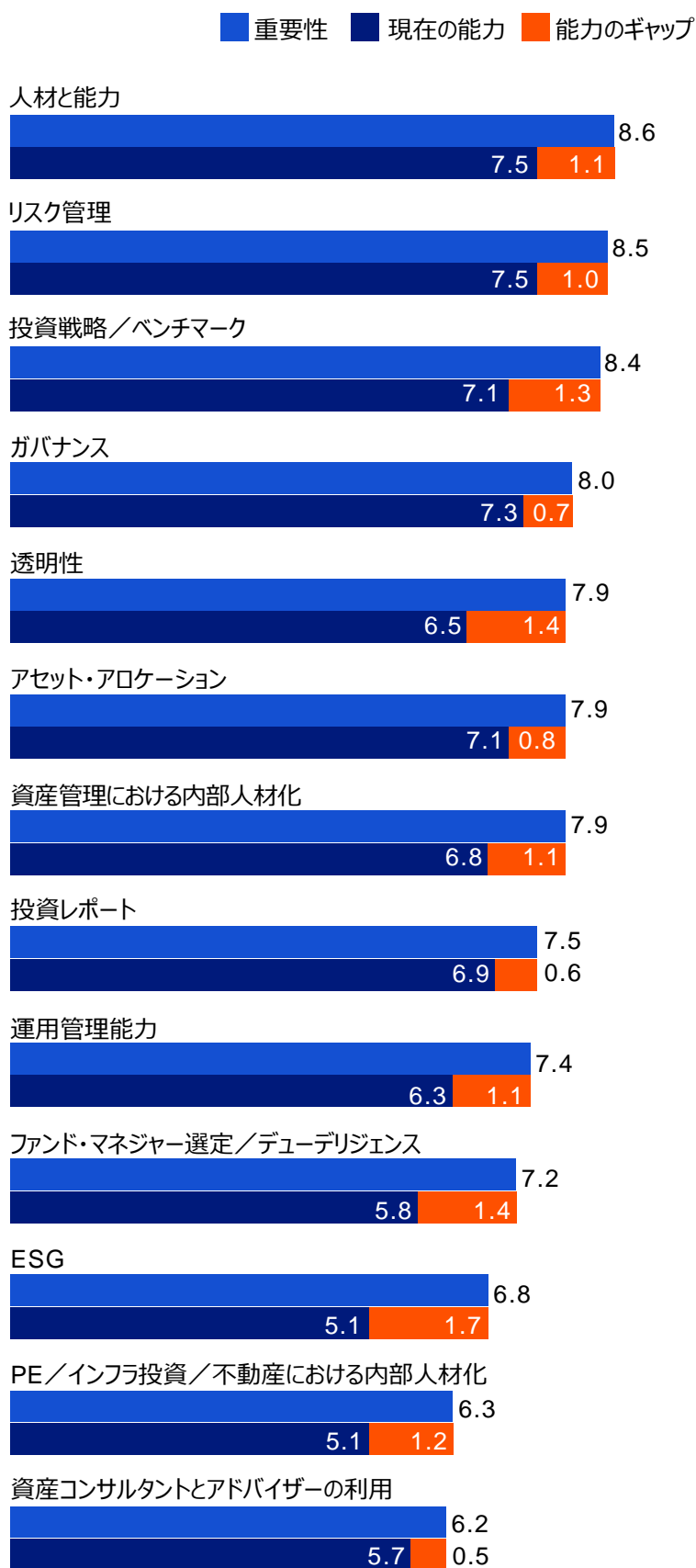
図 2.1  
ソブリン投資家の人材の能力ギャップ<sup>①</sup>（平均点数／10を最大とする、ソブリン投資家）



以下について、1～10（10＝高スコア）のスコアで評価してください。A) 組織における重要性、B) これらの分野での人材の能力

中央銀行を除く。  
回答数：58。

図 2.2  
中央銀行の人材の能力ギャップ（平均点数／10を最大とする、中央銀行）



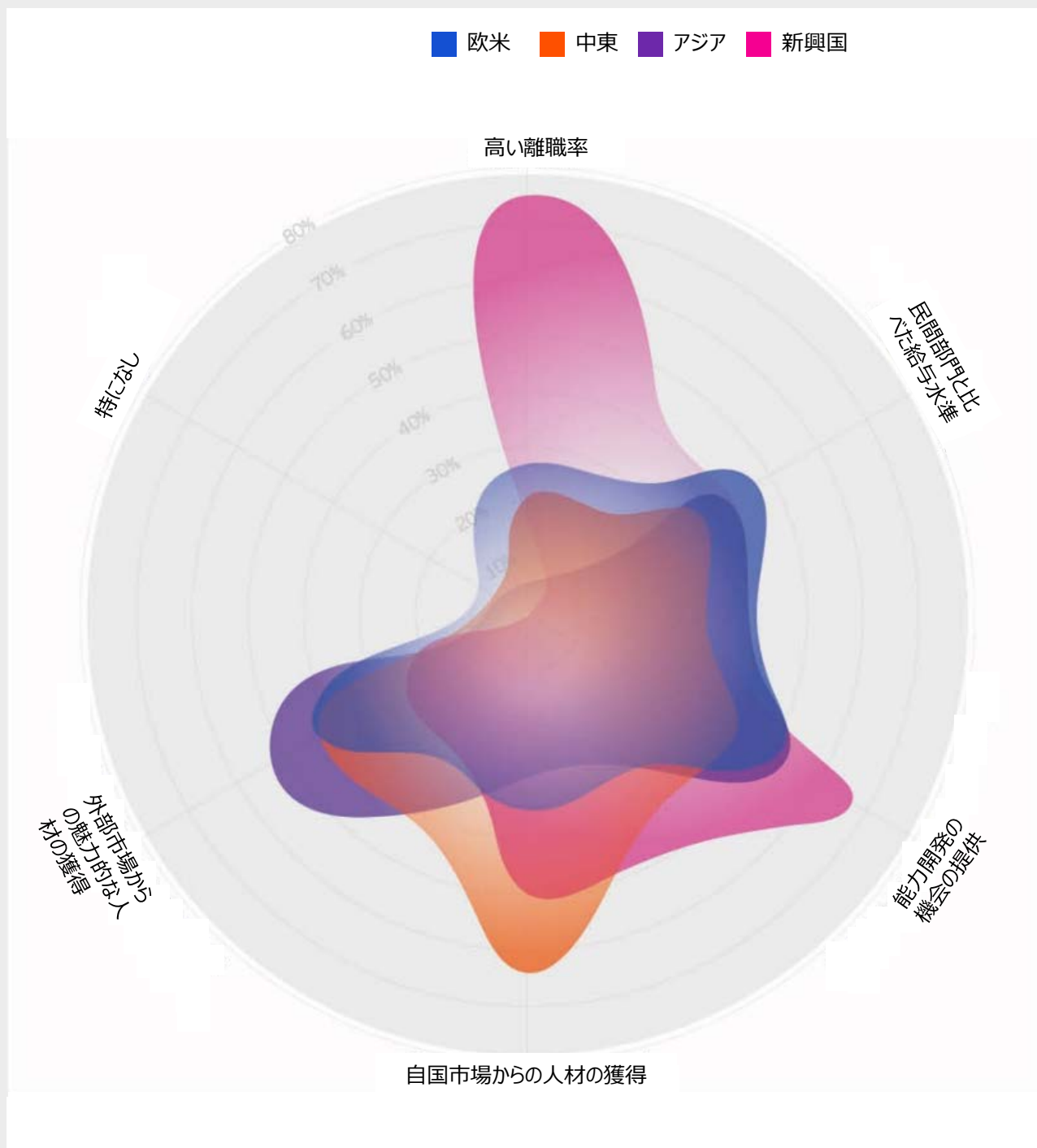
以下について、1～10（10＝高スコア）のスコアで評価してください。A) 組織における重要性、B) これらの分野での人材の能力

中央銀行のみ。  
回答数：33。

今年の調査では、ソブリン投資家は能力の高いチームを作り上げるうえでのコスト面の問題を指摘しました。これは、特に実績に限られる新分野での人材獲得において問題となっています。多くの場合には、ソブリン投資家が今まで提供していたよりも高額の報酬の提示が求められ、その報酬の正式な承認を得るために時間がかかり、採用自体が失敗に終わってしまうことも見られます。

図 2.3

人材における課題（回答者に占める比率（%））



人材の獲得と能力の開発においてどの領域がチャレンジングですか？

回答数：92。



## 能力のギャップにより生じる二つの人材獲得競争

非流動性資産や投資戦略など、ソブリン投資家が最大の「能力のギャップ」を抱えている分野での人材獲得競争が激しくなっています（図2.1）。「主な課題は、自国以外でのプライベート・マーケット投資の専門性を高めることです」と、北米の債務ソブリンは述べました。「人材獲得競争は非常に激しく、私たちはブランドのある投資家ではないため、人材を重視するべく、能力開発に時間をかけています。」

ESGも人材の不足が著しい分野であり、特に中央銀行でその傾向が見られます（図2.2）。中央銀行においてはESG以外の優先度が高いことも、ESGへの取り組みに向けての人材の獲得に苦戦している背景です。ただし、ステークホルダーが中央銀行に対しESGへの積極的な取り組みを求めており、ESG人材の重要性が高まっています。

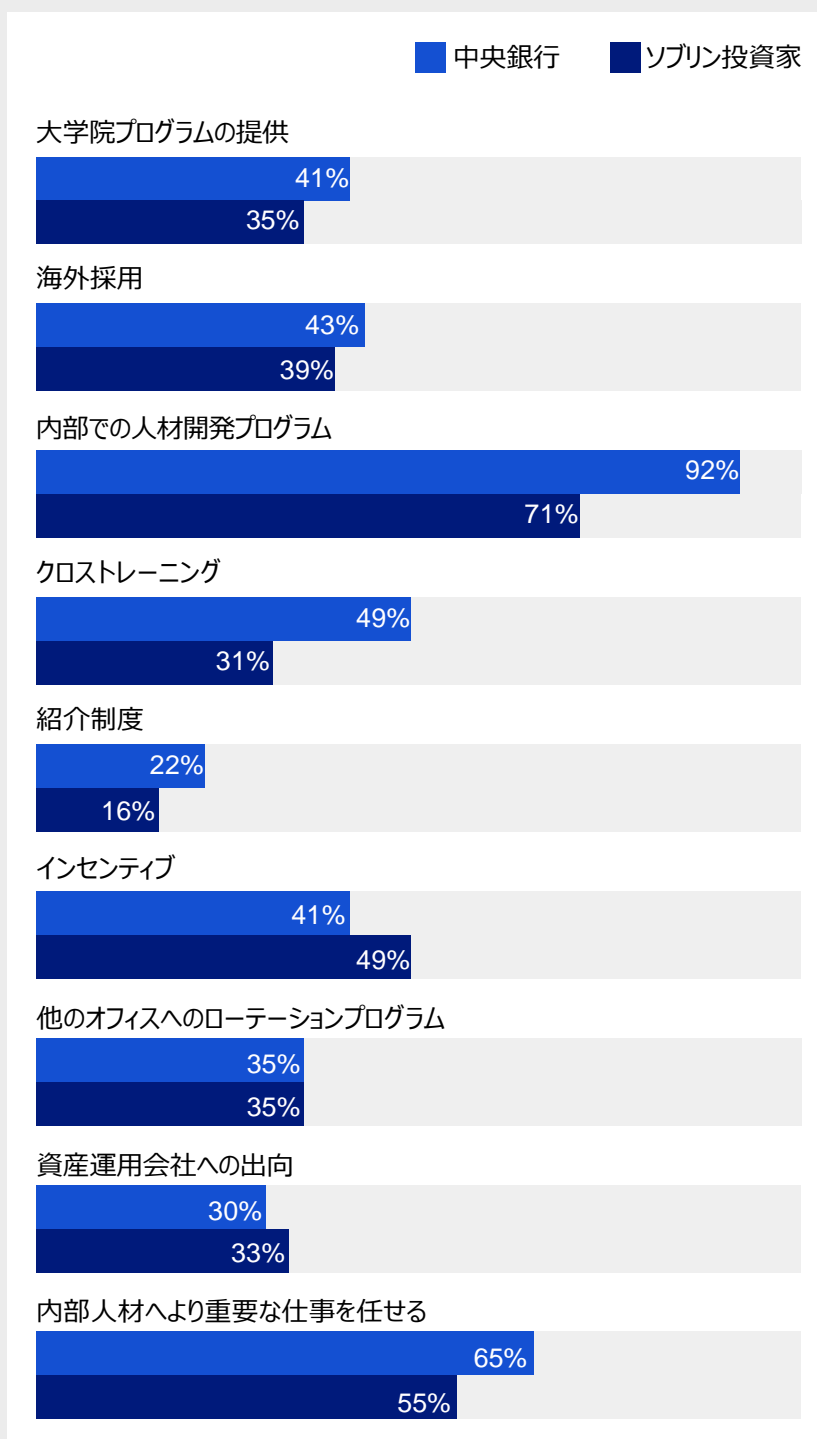
中央銀行はまた、新しい資産クラスの採用が進む中で、外部ファンド・マネジャーを選定する人材の不足も認識しています。ソブリン投資家と比べて、中央銀行はこれらの投資を初めて外部に委託することが多く、その選択と監視プロセスでの人材不足を埋める必要があります。「私たちは、新興国債券、転換社債、不動産担保証券などの新しい資産クラスの採用が進む中で、これらの分野での人材の不足を認識しています。」とEMEAの中央銀行の回答者は述べました。「私たちは外部ファンド・マネジャーを活用しながら、内部における専門知識の蓄積も図りたいと考えています。」



## 採用から能力開発まで：人材の定着

人材に関する課題の克服のため、内部の人材育成を強化する動きが強まりました。中央銀行の約92%、ソブリン投資家の71%が内部での人材開発プログラムを実施しており、また内部の人材に対してより重要な仕事を任せる動きが見られます（図2.4）。ソブリン投資家たちは、非流動性資産に対するスキルの高い人材を維持するために、より多くの施策を実施する必要があると指摘しています。中南米の中央銀行は、「人材のターンオーバーの高さが問題となっています。私たちは、職員により責任のある仕事を与えることで、これを回避しようとしています。」と述べました。

図 2.4  
人材の獲得と定着の課題に対処するための方針（回答者に占める比率（%））



あなたの組織が課題を克服するために導入した方針はどれでしょうか？

回答数：88。

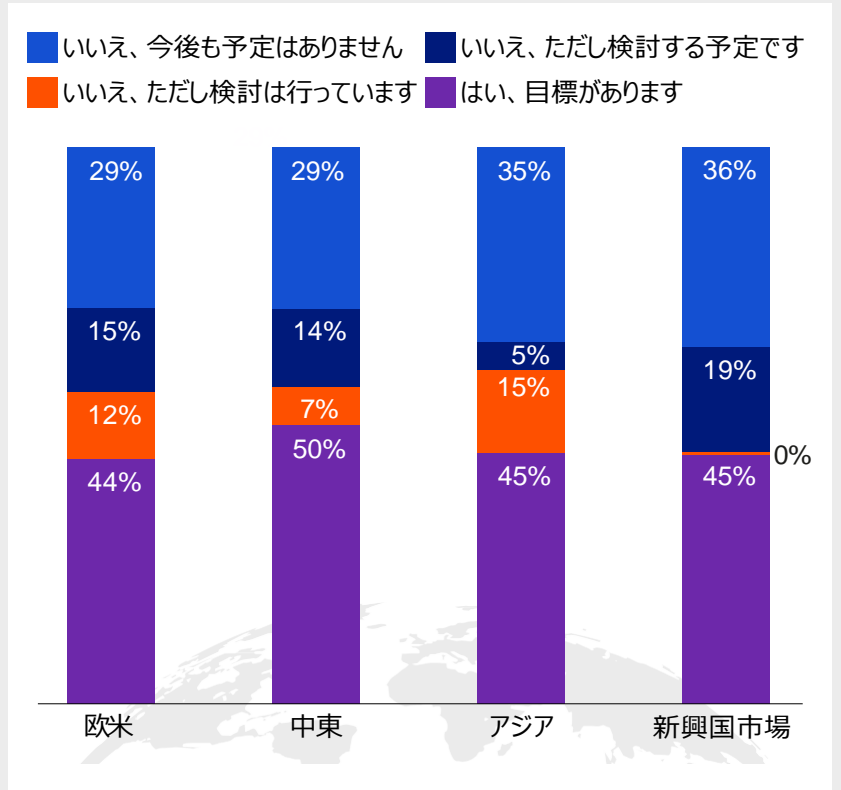
中南米の中央銀行は、「人材のターンオーバーの高さが問題となっています。私たちは、職員により責任のある仕事を与えることで、これを回避しようとしています。」と述べました。



人材の多様化を促すことも、組織の実行力を向上させるためのもう一つの方法です。回答者の約半数が人材の多様化のプログラムを採用しており、職場が多様化し一体化していくことは、組織のパフォーマンスをより向上させると考えられています（図2.5および2.6）。例として、あるAPACのソブリン投資家はこの取り組みにかなりの時間を費やしていると述べています。「より多様化した人材は、目標を達成できる組織作りに貢献するでしょう。取り組みは始まったばかりですが、私たちは何がどのようなタイムラインで達成できるかを真剣に捉えています。変革までしばらく時間がかかりますが、私たちは意志を持って行動しています。」

また、この分野に関する一部の政策、例えば自国籍の人材を採用しなければならないとの縛りが、適切な人材獲得をさらに難しくしている可能性も指摘されています。一例として、ソブリン投資家は、自国における専門知識の蓄積のために、自国民の雇用が義務付けられている場合があります。しかし、人材が不足している市場では、候補者は民間部門または他の政府機関によって採用されてしまうという問題点があります。

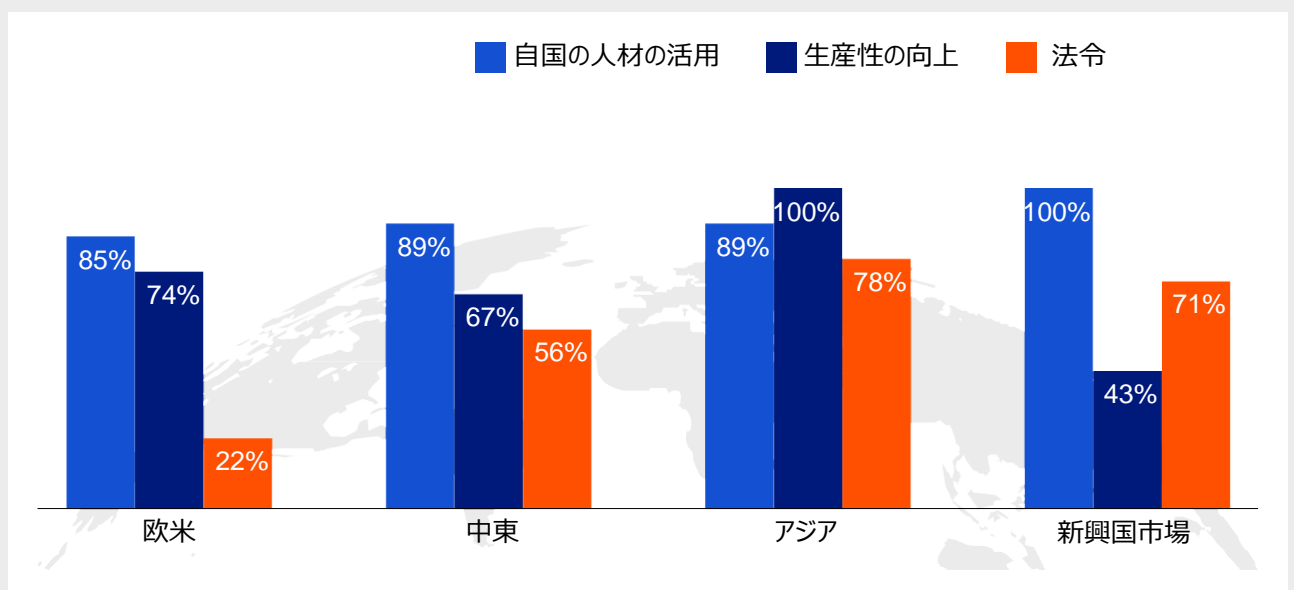
図 2.5  
人材の多様化と内部化に関する計画（回答者に占める比率（%））



組織の多様化と内部化の取り組みに関する目標はありますか？

回答数：97。

図 2.6  
ダイバーシティ&インクルージョン（D&I）を進める動機（D&Iを進める回答者に占める比率（%））



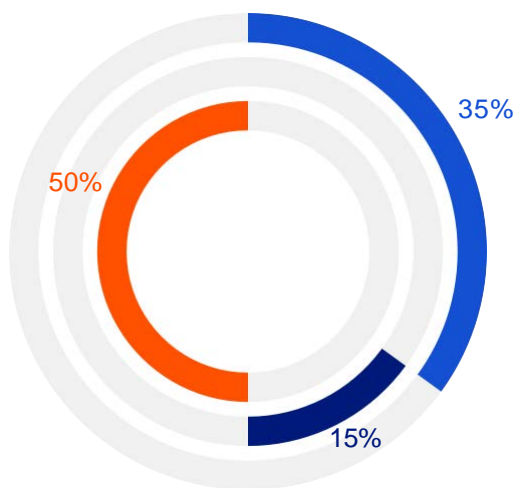
ダイバーシティ&インクルージョンの取り組みを動機づけるものは何ですか？

回答数：52。

図 2.7

過去3年間の投資先の選定に関する人材の内部化  
(回答者に占める比率(%)、ソブリン投資家)

- いいえ、検討するつもりはありません
- いいえ、しかし検討はしていました
- はい



過去3年間に投資先の選定に関して、  
人材の内部化を進めましたか？

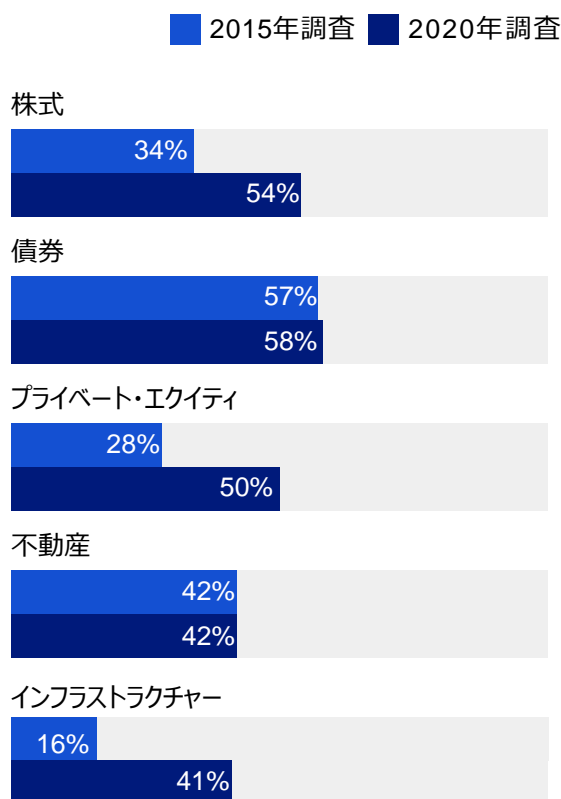
中央銀行を除く。  
回答数：60。

## 内部化によりソブリン投資家の人材への需要が高まる

有能な人材の採用と定着がさらに重要になっている背景は、投資先の選定に関する内部化が顕著に進んでいることであると、ソブリン投資家は回答しています。選定の内部化を進める資産クラスとして、株式、プライベート・エクイティ、インフラ投資（図2.8）の比重が高まっており、過去3年間（図2.7）でおよそ半数が投資戦略立案の人材獲得に注力しています。

図 2.8

投資先の選定における内部化の割合（ソブリン投資家の平均(%)、ソブリン投資家）



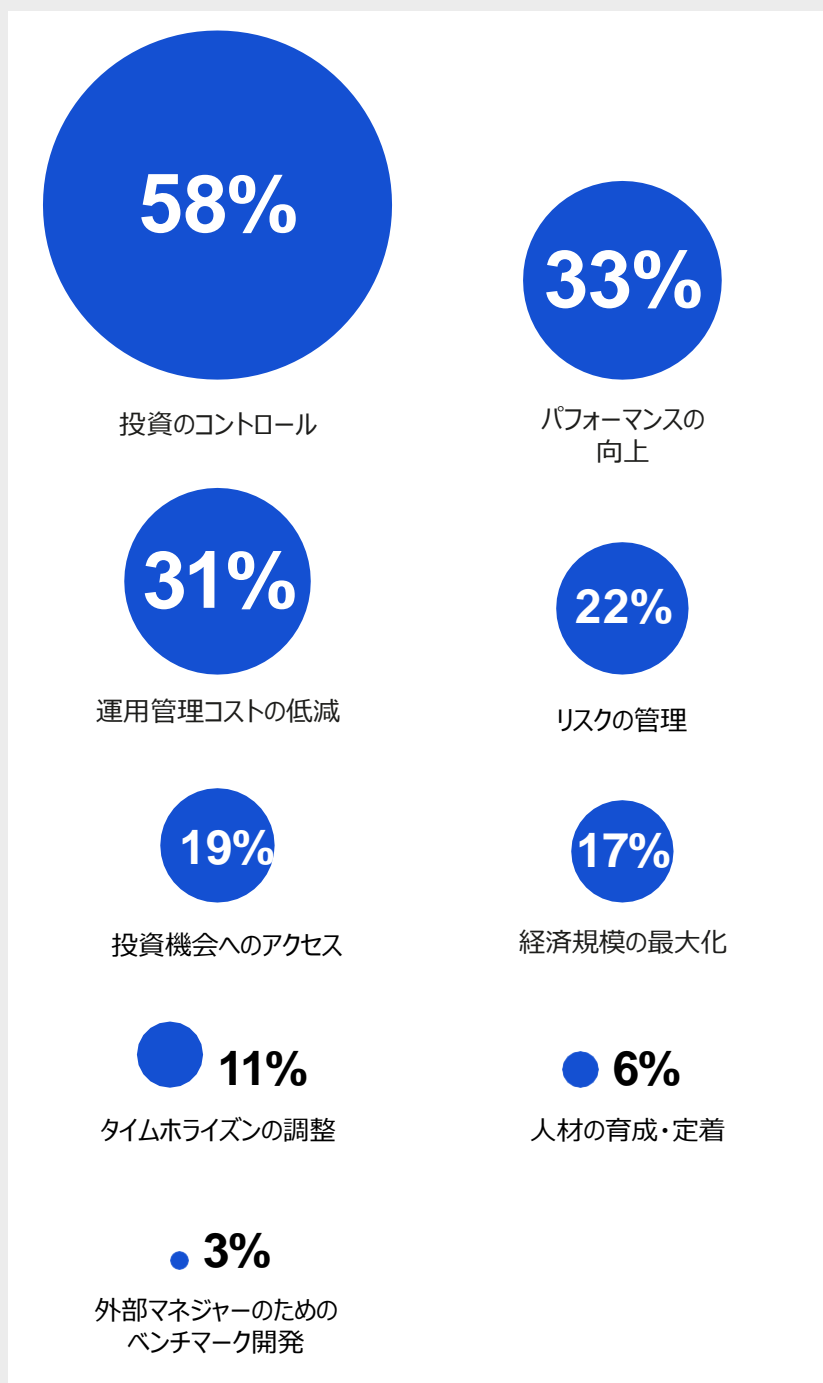
以下の資産クラスのうち、内部で投資先の選定を行っている割合はどの程度ですか？

中央銀行を除く。  
回答数：2015年=33、  
2020年=36。



図 2.9

内部人材化を進める主な利点（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



内部人材化を進めている／考えている場合、内部人材化の主な利点は何だと思いますか？

中央銀行を除く。  
回答数：36。

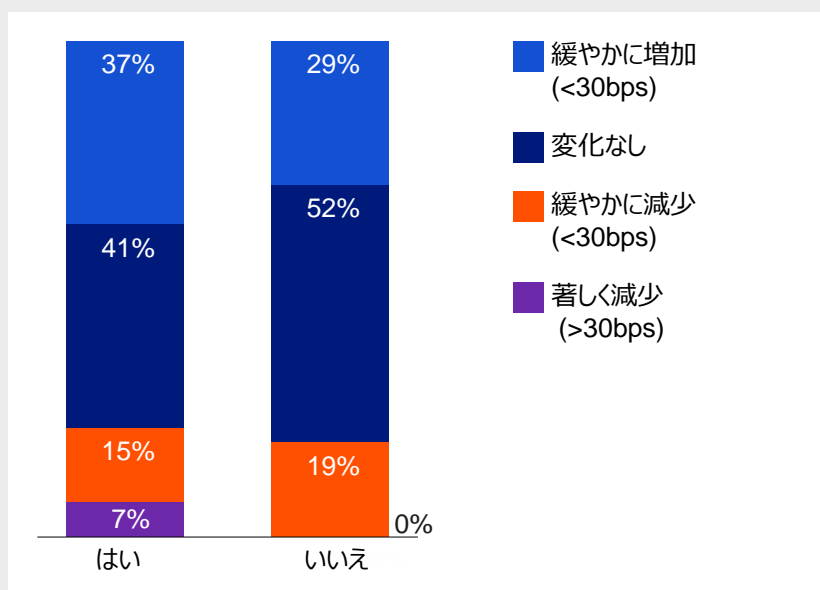
多くのソブリン投資家は、債券に次いで株式に関する人材の内部化を進めており、2019年には50%以上が内部において投資先の管理をしています（2015年の同数値は34%）。理由は投資家によって異なりますが、よく上げられる理由の1つは、世界金融危機以降の市場ベータがパフォーマンスに与える影響の大きさです。市場ベータの追跡は比較的容易なため、内部チームでの管理がより効率的であると考えられています。

プライベート・エクイティ（PE）とインフラ投資における人材の内部化も急速に進んでいます（PEは2015年の28%から2019年は50%、インフラ投資は16%から41%とそれぞれ上昇）。この上昇は、2015年と2020年の調査におけるソブリン投資家の回答者数の変化にも左右されるため、注意が必要です。とはいえ、ソブリン投資家はPEやインフラ投資の人材の内部化を進めることや、投資案件が集中する重要な地域にサテライトオフィスを持つことで、アクセスと取引フローの両面においてメリットを見いだしたいと考えています。一方で、債券投資のさらなる内部化は限定的であるものの、オルタナ債券投資における人材の内部化の動きが確認されています。

ファンドの特定の目的や哲学を反映するため、ポートフォリオを手入れする必要性が高まっています。それは外部リソースを活用して達成することが難しく、コスト面よりむしろ資産管理面における重要性が、ソブリン投資家が人材の内部化を進める原動力です（図2.9）。EMEAの債務ソブリンは「私たちが何を所有しているのかを正確に把握し、その理由を説明できることがますます重要になっています。」と述べています。

人材の内部化の動きが人材獲得競争を引き起こしましたが、過去3年間で投資先の選定を内部化したソブリン投資家の37%は人件費の増加に直面し、人件費が抑えられたと回答したのは22%のみでした（図2.10）。特にPE、インフラ、および不動産の内部化を進めたソブリン投資家にその傾向が見られていますが、これは人材獲得競争の厳しさが要因と考えられます（図2.11）。

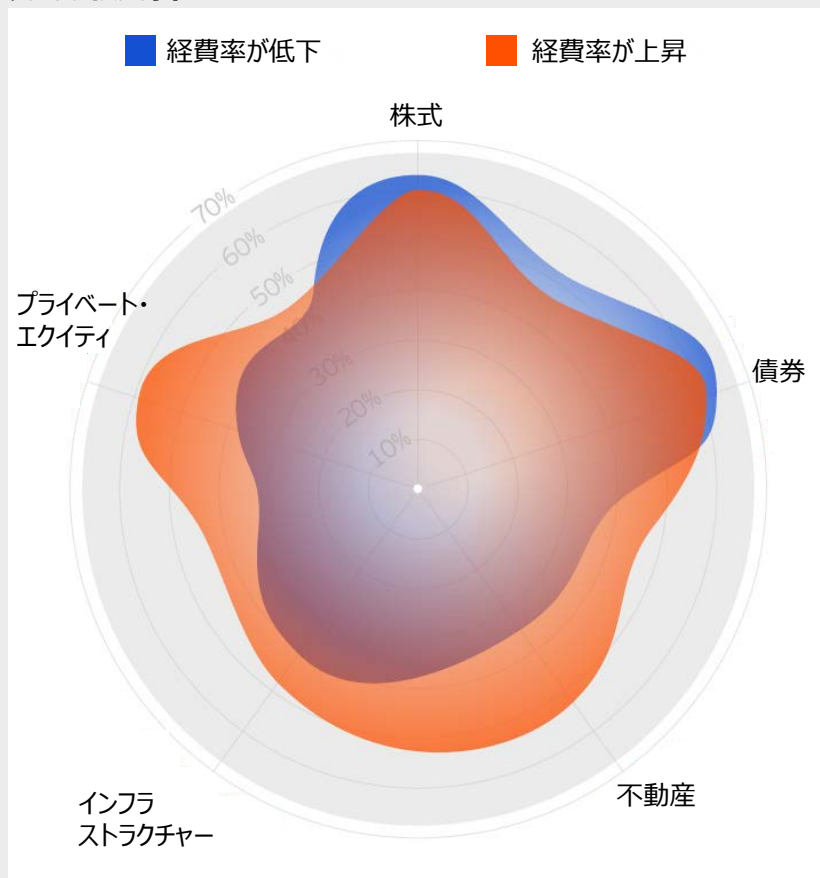
図 2.10 過去3年間の経費率の変化（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



過去3年で人材の内部化を進めましたか？それによって総経費率はどのように変化しましたか？

中央銀行を除く。  
回答数：52。

図 2.11 投資選定の内部化を進めた資産クラスの割合（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



過去3年間で総経費率はどのように変化しましたか？以下の資産クラスにおいて経費率はどのように変化しましたか？

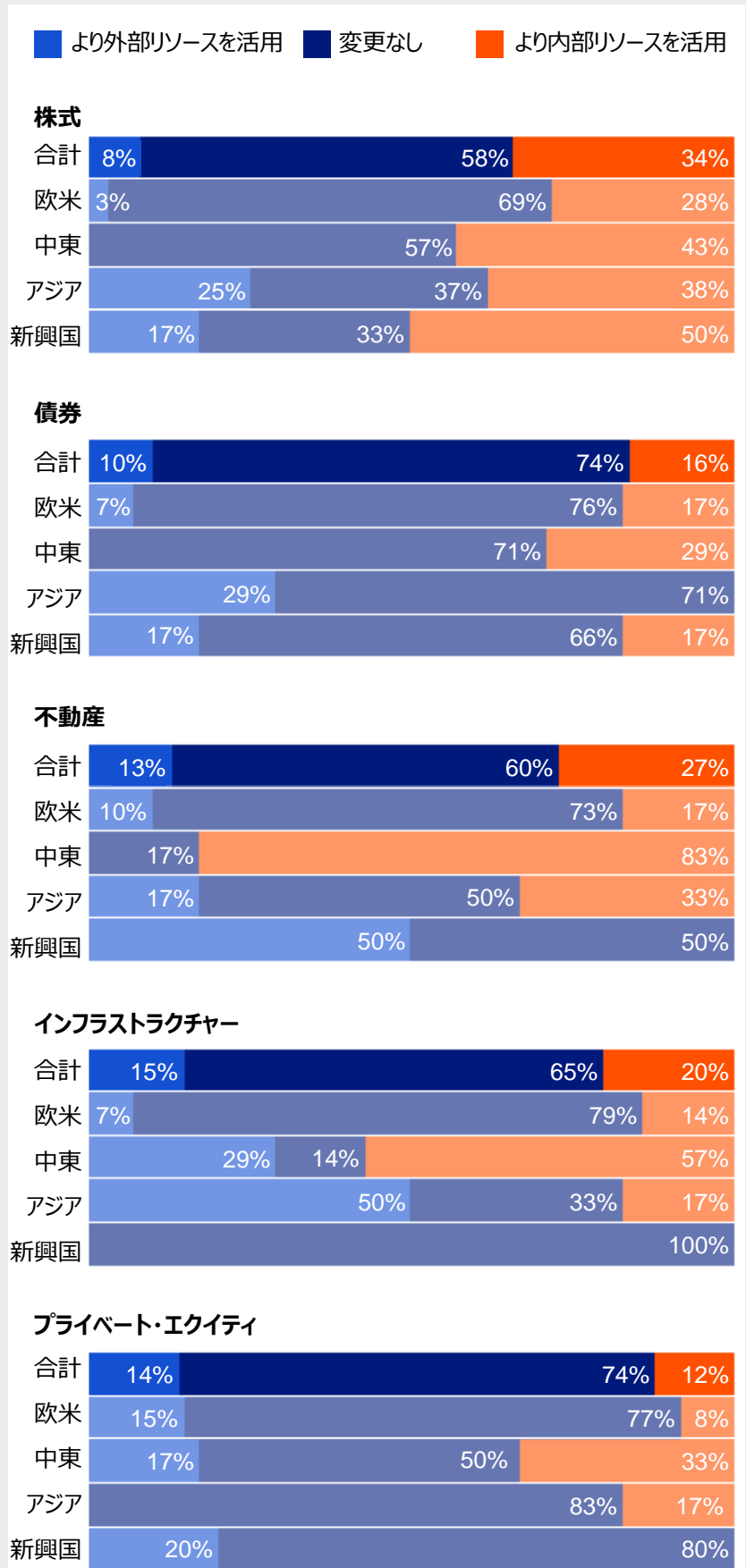
中央銀行を除く。  
回答数：36。

## 多くのソブリン投資家の間で外部リソースの活用の動きを確認

過去5年間の人材内部化の傾向とは反対に、今後3年間で外部リソースの活用を計画しているソブリン投資家が少なからず存在します（図2.12）。人材の内部化に期待した費用対効果が十分に得られなかったと考えたソブリン投資家の一部は、人材の外部化への動きを再び進めています。

地域ごとに見ると、今後3年間の計画として、アジアの一定の投資家は株式、債券、インフラ投資での外部リソースのさらなる活用を示している一方で、欧米ではそのような動きは限定的です（図2.12）。中東では、株式、債券、不動産において内部化の動きが依然として主流となっています。ただし、インフラ投資やPE投資においても外部リソースの活用の動きが一定程度見られます。一方、新興国全般では、多くのソブリン投資家が最近設立されており、国内での人材プールが限られているため、株式分野での内部化への動きはあるものの、不動産やPEなどの非流動性資産は外部リソースの活用の動きが顕著です。

図 2.12  
今後3年間の外部リソースと内部リソースの活用計画（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



今後3年間で、資産クラスごとに人材の活用計画がどのように変化すると予想していますか？

中央銀行を除く。  
回答数：50。

## 共同投資とプラットフォーム・ディールを通じて負担を軽減

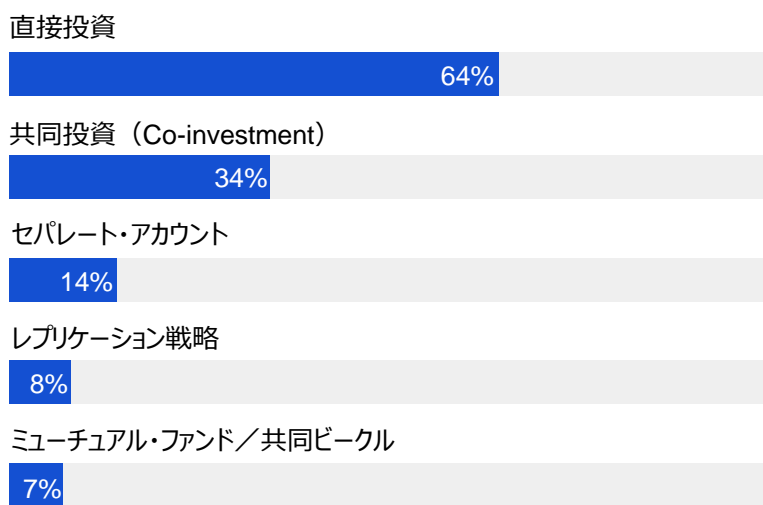
仮にソブリン投資家が優良な内部チームを有している場合でも、投資の実行までのプロセスが複雑な非流動性資産への投資を自らのみで完結する難しさを、多くのソブリン投資家が認めています。彼らが小さな組織であった場合、適切な人材を見つけることは困難です。また、内部の人材の投入を正当化するために一案件の規模が大きくなると、全体の投資案件の数が少なくなってしまうことも見られます。EMEAの債務ソブリンは以下のように述べています。「私たちの投資チームは約25名で構成され、うち4人が非流動性資産を担当しています。私たちは優良な投資機会を選択する必要があります。私たちのインパクト投資のチームにおいては、非常に興味深い投資案件がいくつかあるのですが、その多くは投資するには小さすぎます。」

人材や投資における負担を軽減するため、共同投資（Co-investment）は魅力的な解決策と考えられています（図2.13）。ソブリン投資家は共同投資を行うことの複合的な利点を指摘しています。初めての投資案件では、投資家間の文化や社内プロセスの違いで摩擦が生じることがしばしばあります。しかし、次第に、投資家間の協業が進み、グループでより多くの案件に取り組むようになっていきます。

各ソブリン投資家は、特定の地域やセクターに強みを持っており、それを投資家間で共有することで案件の候補が増え、魅力的な投資案件に取り組むことができます。APACの債務ソブリンは「私たちは内部チームでの運用管理を進めたいと考えていますが、専門知識が不足している中で、実際の案件ベースで取り組みを広げています。共同投資は、パートナーである他のソブリン投資家の知見を活用するなど、多くの直接的なメリットを得ることができます。」と述べました。

図 2.13

非流動性資産への投資手法における優先順位（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



非流動的な投資について、どのような投資手法に注目していますか？

中央銀行を除く。  
回答数：59。

EMEAの債務ソブリンは以下のように述べています。「私たちの投資チームは約25名で構成され、うち4人が非流動性資産を担当しています。私たちは優良な投資機会を選択する必要があります。私たちのインパクト投資のチームにおいては、非常に興味深い投資案件がいくつかあるのですが、その多くは投資するには小さすぎます。」

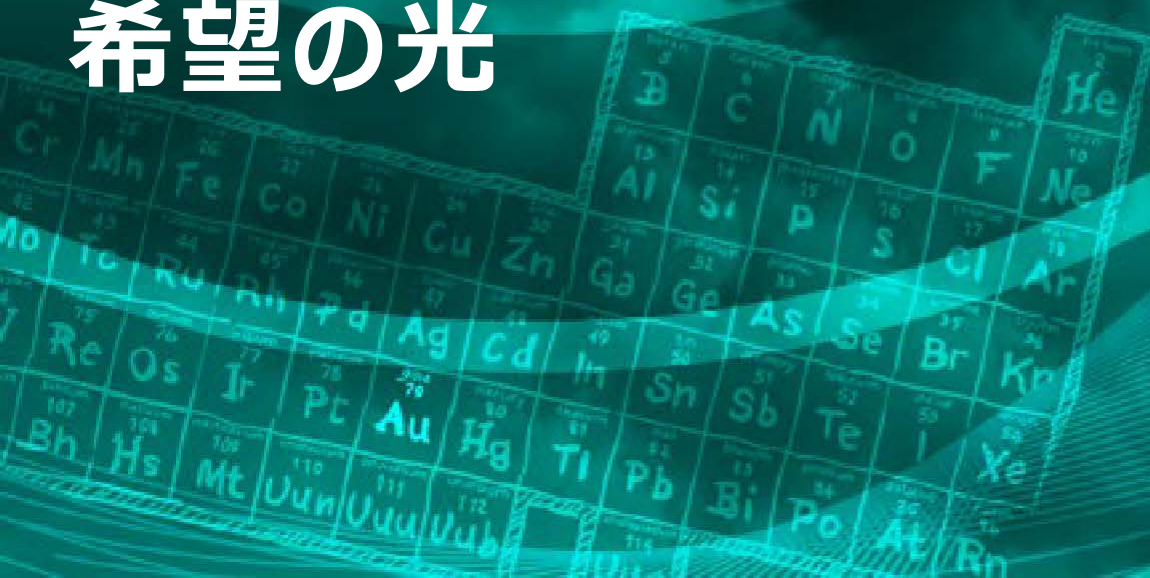


ソブリン投資家は、自らのチームの負担を軽減しながら、非流動性資産の案件に取り組む方法を模索しています。彼らは、案件の一部を保有する共同投資の方が、投資目標に資するとも考えています。欧州の債務ソブリンは以下のように語っています。「私たちは、一般的にファンド・オブ・ファンズ（FoF）を通じて投資していますが、これはコストが高く、直接のコントロールも効かないため、魅力的な投資方法とは言えません。私たちが注目しているインフラ投資においては、共同投資によって多くの案件を取り組みたいと考えています。」

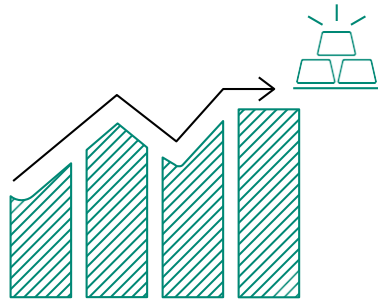
大型案件に取り組むのが難しい中規模サイズのソブリン投資家においても、共同投資は魅力的な解決策です。共同投資は、大型投資案件へアクセスする機会を広げ、投資案件の発掘、人材の育成や定着など、多くの利点を有しています。

# テーマ 3

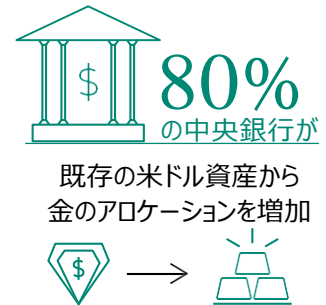
## 金：市場の混乱の中の 希望の光



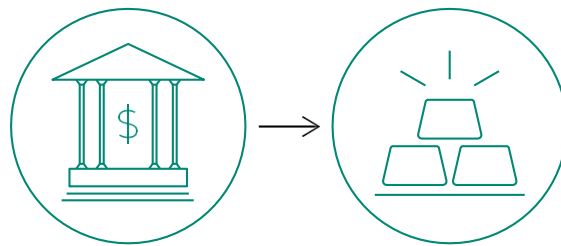
A stylized periodic table of elements is shown in the bottom left corner, rendered in a teal and white color scheme. The table is tilted and partially obscured by a large, glowing teal circle that frames the central image of a sun and clouds. The elements are labeled with their chemical symbols, including B, C, N, O, F, He, Al, Si, P, S, Cl, Ar, Ga, Ge, As, Se, Br, Kr, In, Sn, Sb, Te, I, Xe, Hg, Tl, Pb, Bi, Po, At, Rn, Au, Pt, Ir, Os, Re, Mo, Rh, Pd, Ag, Cd, Zn, Cu, Ni, Co, Fe, Mn, Cr, and Uun, Uuu, Uub.



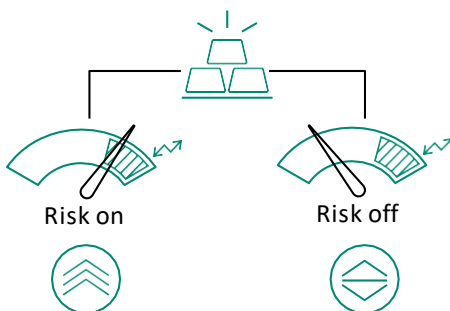
度重なる市場の混乱により金の人気は高まっています。また、新型コロナウイルスの流行により、金への新しい役割の期待も見られ、投資家のポートフォリオにおける配分の増加につながっています。



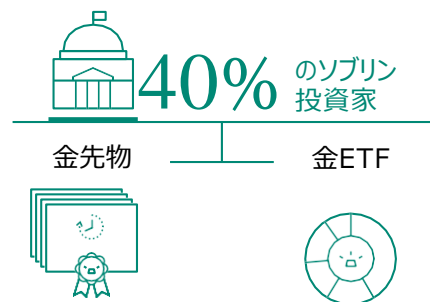
金のアロケーションを増加させている中央銀行の80%は、既存の米ドル資産からのアロケーション変更を進めています。中央銀行は、資産の流動性や他資産への転換性を維持しながら、米ドル資産からの分散化を図りたいと考えています。この傾向は、新興市場の中央銀行で特に顕著でした。



中央銀行は、マイナス利回りとなった債券の代替、他の保有資産との低い相関、および高い流動性という点において、金を魅力的な資産と考えています。



ソブリン投資家は、金を潜在的なインフレ・リスク、およびテール・リスクをヘッジする手段として見なしています。リスク・オンのシナリオでは金は他資産に対して正の相関がありますが、リスク・オフのシナリオでは無相関、もしくは負の相関があります。



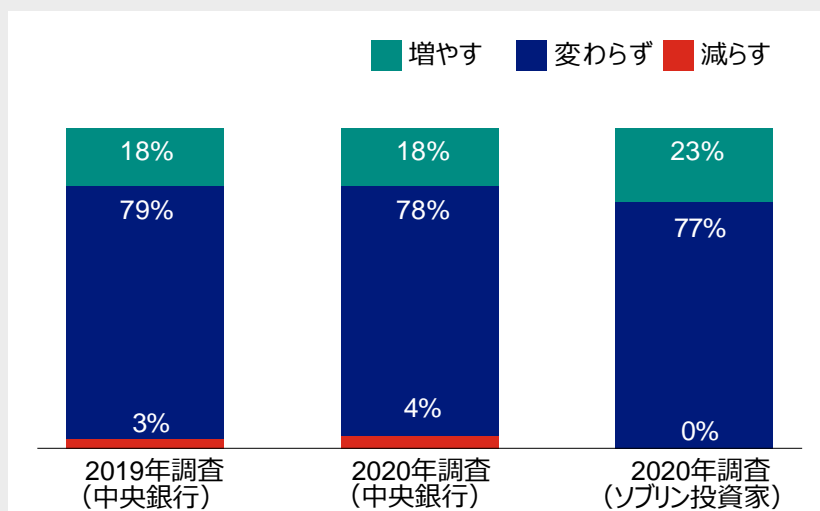
中央銀行は主に現物の金を保有する形で金に投資をしていますが、ソブリン投資家の40%は、その取引のしやすさから先物およびETFにより金への投資を行っています。先物やETFの利用は、一部の中央銀行にとっても魅力的なアプローチとなっています。

今年の調査では、中央銀行とソブリン投資家の両方からの金への大きな関心が見られています。金は、過去の金本位制時代において、中央銀行の伝統的な資産と見なされてきたことを考えると、これらは興味深い動きです。

金への関心の高まりは、昨年の私たちの調査で明らかになったものです。多くの中央銀行が、金の配分を増加させたか、来年には増加させたいと回答していました。具体的には、約5分の1が配分の増加を検討していました（図3.1）。しかし、中央銀行が自身の金庫に金を保管することを優先していることから、その保管コストが配分を高める上での障害として挙げられていました。

金価格が歴史的な高水準であるにもかかわらず、金への配分の増加の傾向は2020年も継続すると考えられます。それは、新型コロナウイルスにより、ソブリン投資家と中央銀行はポートフォリオ内で新しい役割を持つ資産クラスを求めているためです。今年3月の金融市場では、流動性の高い金を売却して現金を確保する

図 3.1 今後12カ月間における金への配分計画（回答者に占める比率（%））



金への配分は、今後1年間でどのように変化する可能性がありますか？ 今後12カ月間に金への配分を変更する予定はありますか？  
 回答数：2019年=34、2020年=58。

図 3.2 金価格（米ドル）



金価格：2020年5月31日現在のロンドンおよびニューヨークの先物価格



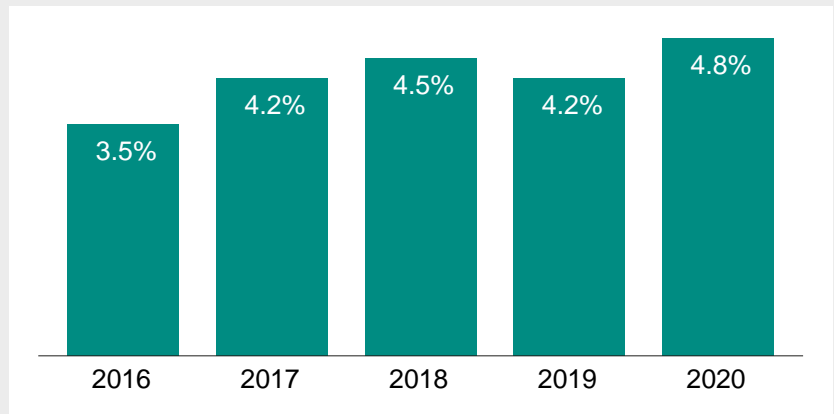
一時的な動きが見られたものの、金価格はいったん下落した後、数週間以内に以前の水準へ急速に回復しました。そして、この期間においても金市場の流動性は比較的潤沢でした（図3.2）。

### 中央銀行：不確実な時期における伝統的な準備資産の選好

金への平均配分は、2019年までわずかに増加してきました。これは、昨年の調査での一部のマネジャーの発言と一致しています（図3.3）。さらに、昨年と同様の割合の中央銀行（18%）が配分の増加を続けるとしており、長期的な配分増が見込まれます。

中央銀行の80%は既存の米ドル資産を原資として配分を増加させるとしており、これは（利回りがマイナスである）ユーロ資産や英ポンドを原資とする回答よりも大幅に多くなっています（図3.4）。このことは、多くの中央銀行が直面しているジレンマをよく表しています。資産の流動性と転換性（他資産への転換のたやすさ）を犠牲にすることなく米ドルから分散する方法として、多くの場合、金への投資は便利な解決策となるでしょう。この傾向は新興国の中央銀行の間で特に顕著であり、約90%が金を準備金へ追加するために米ドル資産を割り当てていました。

図 3.3  
金への平均配分（回答者の平均（%）、中央銀行）



準備金における金の配分比率を示してください。

中央銀行のみ。  
回答数：36。

図 3.4  
金への資産配分を増加させた原資（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



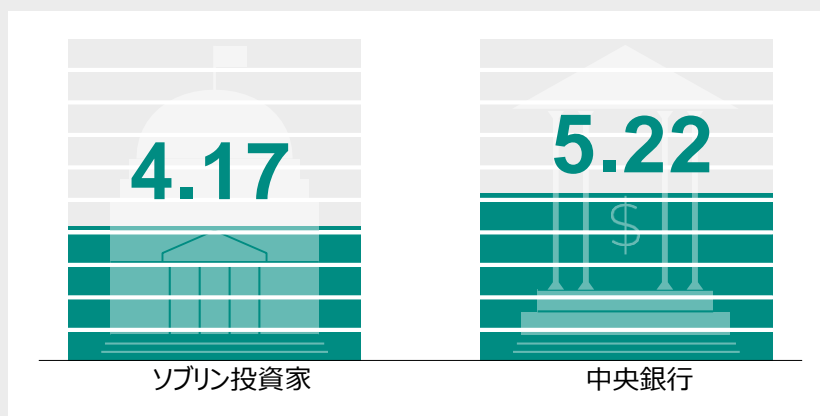
金への資産配分を増加させた中央銀行への質問：  
どの通貨を用いて金の配分を増加させましたか？

中央銀行のみ。  
回答数：10。

中央銀行の準備金ポートフォリオの主たる部分について、金が債券に取って代わる可能性は低いと思われませんが、資産管理者が金の持つ役割を手放すことはないでしょう。彼らは債券の代替としての金という資産クラスの魅力を平均5.22と評価しています（10点満点中）。また、ソブリン投資家の点数は平均4.17でした（図3.5）。中央銀行は、金のマイナス金利の債券の代替としての潜在的な可能性（48%）と、中央銀行が保有するその他の資産との低い相関（44%）による分散化について、特に評価をしています。金の巨大で厚みのある市場構造と活発な取引は、金の継続的な流動性に信頼を与えています（図3.6および3.7）。

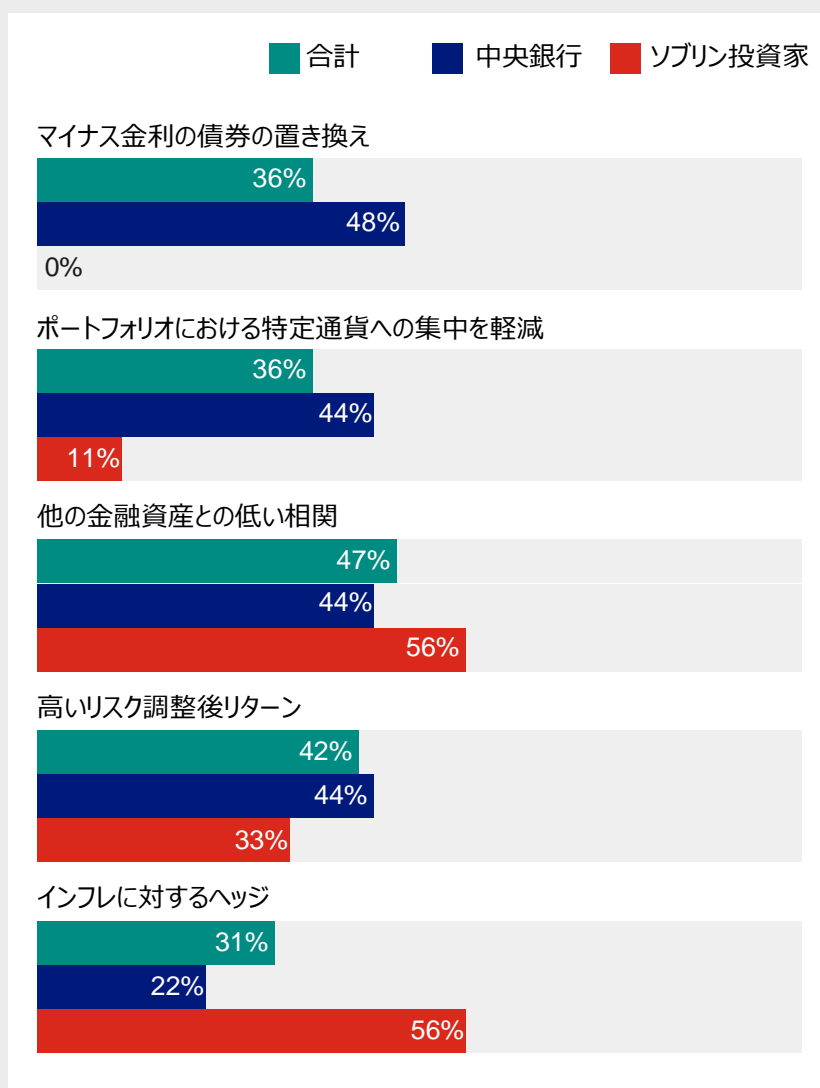
多くの中央銀行は、自身の金庫に地金を保管する形で金を保有しています。これらの金は、組織的および政治的な問題があるため売買されることはめったにありません（昨年の調査でも見られたように、金の売買には政治や世間の注目が集まりがちです）。あるEMEA地域の中央銀行の言葉を借りれば、「非常にデリケートな政治問題であるため、私たちは安定した配分を維持しています。何か変更を加える場合は、銀行内では非常に政治的なプロセスをたどることになるでしょう。」

図 3.5 債券の代替としての金の評価（10点満点での平均値、金に投資している投資家）



債券投資の代替手段として、金をどの程度考えていますか？ 回答数：48。

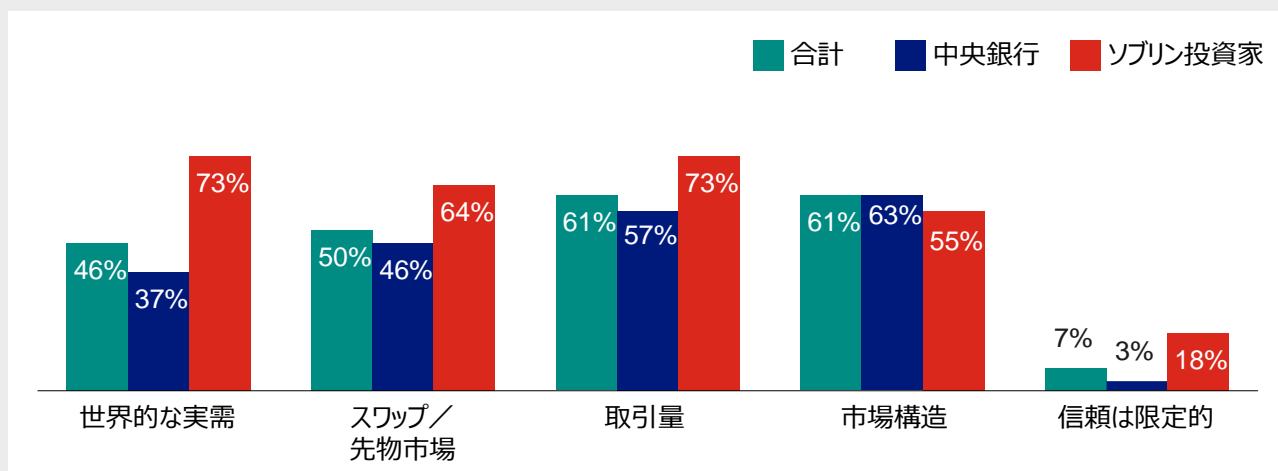
図 3.6 金投資の魅力について（回答者に占める比率（%）、金の配分を増加させている投資家）



金投資が増加している場合：それはなぜですか？ 回答数：36。

図 3.7

金の流動性に対する信頼感（回答者に占める比率（%）、金に投資している投資家）

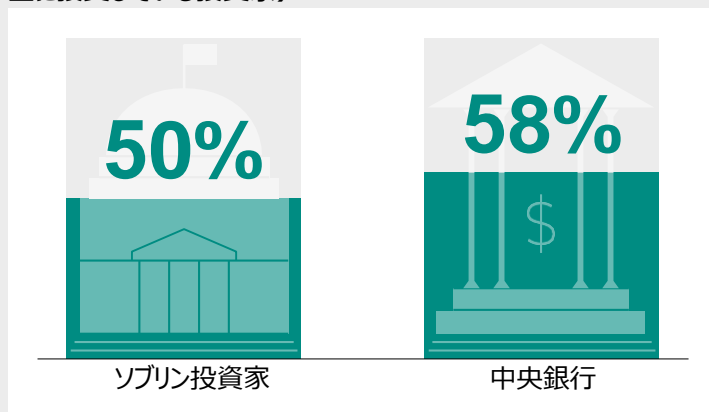


金の流動性に対して自信を持つ要因は何ですか？

回答数：46。

図 3.8

金スワップ取引を使用する投資家（回答者に占める比率（%）、金に投資している投資家）



リターン獲得や安全性のため、金の担保差し入れやスワップ取引を使用していますか？

回答数：48。

金スワップ取引の使用により、一部の中央銀行は短期的な流動性を確保しています（また、投資リターンも得ています）。中南米のある中央銀行は「流動性の課題を考えると、金スワップ取引は米ドルの流動性を手に入れ、過度のリスクを冒すことなくリターンを上げる理想的な方法となります。」と述べています。実際、かなりの数（中央銀行の58%（うち先進国の中央銀行は70%））が金スワップ取引を採用しています。その投資リターンは必ずしも高くはありませんが、金スワップ取引は比較的流動性が高く、一部の国債よりも潜在的に良いレートを提供しています。（図3.8）。

中南米の中央銀行は「流動性の課題を考えると、金スワップ取引は米ドルの流動性を手に入れ、過度のリスクを冒すことなくリターンを上げる理想的な方法となります。」と述べています。

## ソブリン投資家：金は無相関の特徴がある魅力的な資産クラス

中央銀行が昔から金へ投資している一方で、ソブリン投資家の金への取り組みは異なるものです。多くのソブリン投資家にとって、金へ資産配分を行う決定は、投資のケイパビリティとポートフォリオの複雑な管理の両方が要求されることとなります。

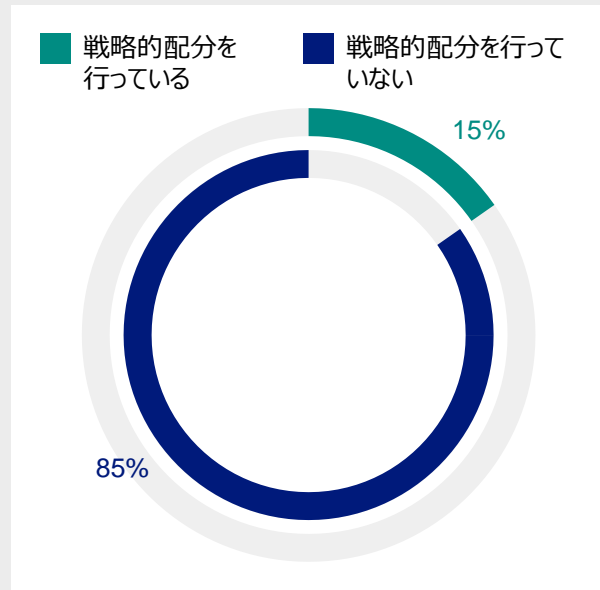
ソブリン投資家の約15%が金への戦略的配分を設定しており、これらの5分の1強が配分を増やそうとしています。これは、金がポートフォリオにおいて新しい役割を果たし始めていることを示唆しています（図3.9）。

ソブリン投資家にとって、金は強力なインフレ・ヘッジおよびテール・ヘッジの手段として見なされています。金は、リスク・オンシナリオでは他資産と正の相関を示しますが、リスク・オフシナリオでは無相関、もしくは負の相関を示します。また、流動性の高い資産でもあり、世界的な非金融的な需要（宝飾品やテクノロジー用途など）は大幅に増加していることから、将来的には堅調な需要が見込まれるとされています。金の価格は、長期的と循環的な要因によって支えられており、危機時においてその価値が発揮される資産です。

日々の推定平均取引量でみた金の高い流動性は、ソブリン投資家にとって特に魅力的なものです。金の取引量は、S&P500種指数とほぼ同等であり、1～3年の国債に近いものと推定されています（図3.10）。

図 3.9

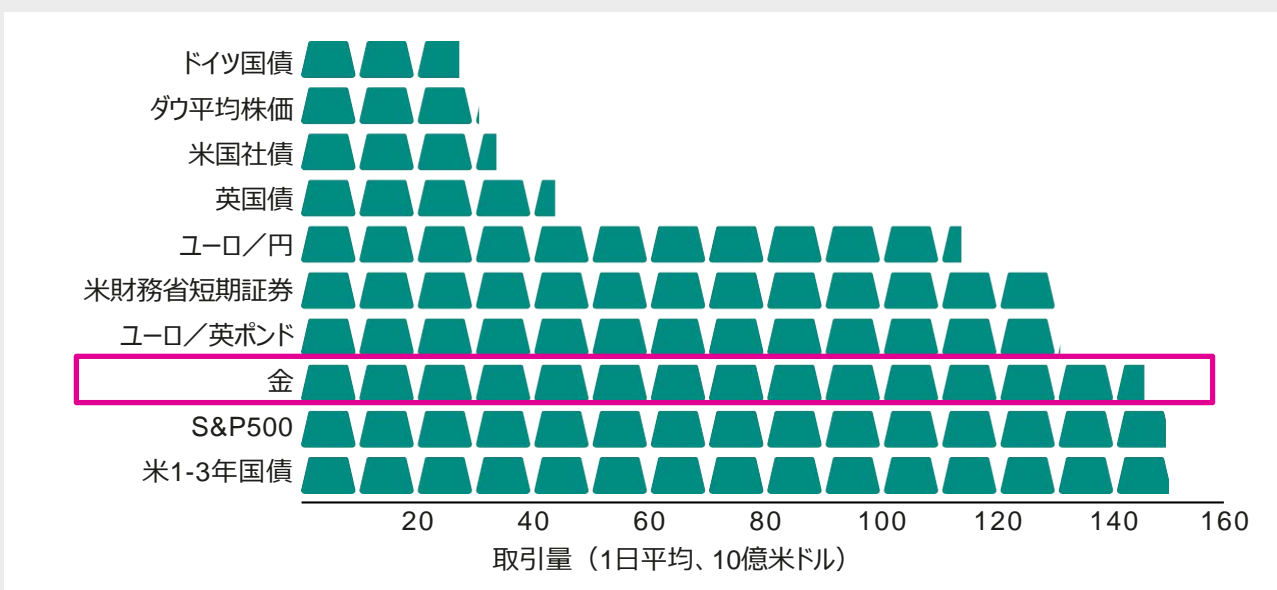
金への戦略的配分を行っている投資家（回答者に占める比率（%）、ソブリン投資家）



金への戦略的資産配分を設定していますか？ 中央銀行を除く。回答数：55。

図 3.10

金とその他の資産クラスの取引量

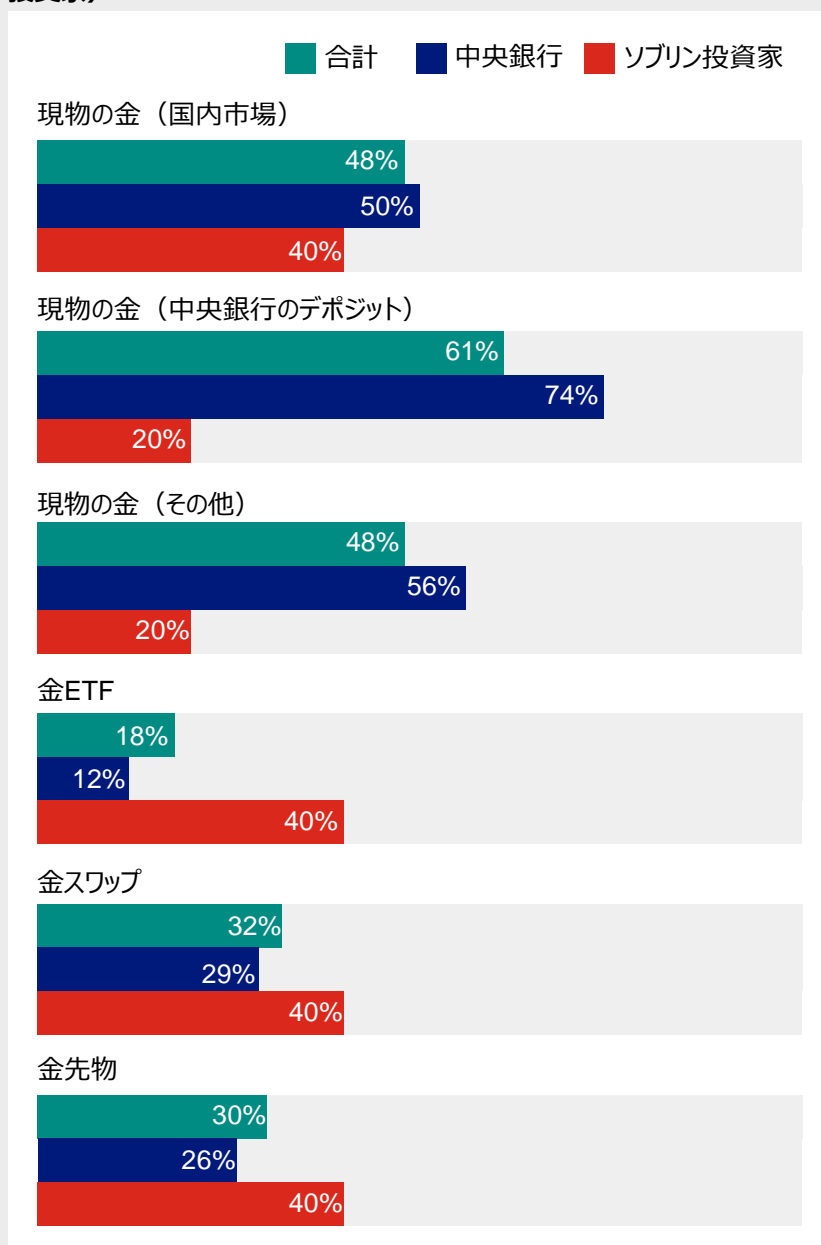


Source: <https://www.gold.org/goldhub/data/trading-volumes>, 2019年12月31日。



図 3.11

金への投資手段について（回答者に占める比率（%）、金に投資している投資家）



金への投資を行うにあたり、次のどの手法を使用していますか？ 回答数：44。

また、世界金融危機は、金が危機時におけるポートフォリオの流動性を担保する方法であることを示しました。2008年末にかけて多くの資産クラスの流動性が枯渇したとき、金のオーバーナイト・レート（担保とされた金に提示されたレート）は、エージェンシー・レポ、LIBORおよび非特定銘柄取引レポのレートを下回りました。つまり、一般的な方法で現金を取得するより、金スワップ取引を介して現金を取得する方が安価であったということです。

金に投資するソブリン投資家には、この資産クラスを活用していく上でのいくつかのオプションがあります。物理的な地金の保有もまだ一部では行われていますが、大多数はより柔軟なアプローチを利用していき傾向にあります。例えば、金に投資するソブリン投資家のうち40%が先物を使用しており、回答者はその柔軟性と、トレーディングによるリターン獲得の可能性を指摘しています。

一方、ソブリン投資家の40%は金で担保されたETFを通じてエクスポージャーを得ています。これらの投資手段の利用は、昨年と比較して80%増加しています<sup>1</sup>。新型コロナウイルスによるロックダウンのため地金の運搬が困難な例も見られた一方で、ETFの流動性は相対的に高く、誤った値付けがされる可能性が低いことが注目されました。

投資枠や株式エクスポージャーへETFを採用している中央銀行も、金ETFへの投資を検討しています（図 3.11）。ある中央銀行は、次のようにコメントしています。「現物の金は取引コストが高く、流動性や政府が常に義務を果たせるという観点から、私たちのニーズに応えていません。ETFの採用を視野に入れていきます。」。このように、国内の金の保有量を大幅に増やすことなく、またはブリオン・バンク（貴金属取引の専門銀行）の信用リスクを負わず、金への資産配分を増加させようとする中央銀行にとって、ETFはますます魅力的な手段となるでしょう。さらに、現物の金の売買に関する政治的な問題を考えると、ETFは金資産へより柔軟に投資を行える、かつ政治的に受け入れられやすい手段を提供できます。

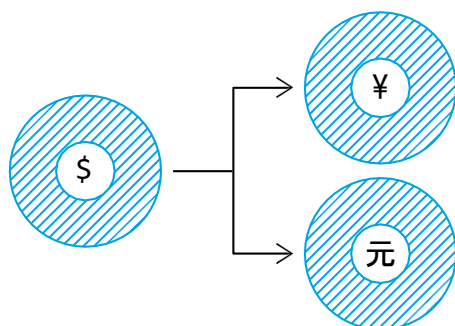
これらの代替的な投資手段の発展、およびETF市場全体の成長は、金への資産配分の継続的な増加につながる可能性があるでしょう。現在は金へ投資をしていない投資家のうち、中央銀行の4分の1以上とソブリン投資家の5分の1以上がポートフォリオに金を追加することを模索しており、金という資産クラスの重要性が高まっています。

1. [https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows?utm\\_source=google&utm\\_medium=cpc&utm\\_campaign=rwm-etf-flows-apr-20&utm\\_content=434584315400&utm\\_term=%2Bgold%20%2Bband%20](https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=rwm-etf-flows-apr-20&utm_content=434584315400&utm_term=%2Bgold%20%2Bband%20)

テーマ4

# 中央銀行：リスク資産へ 選好を強める

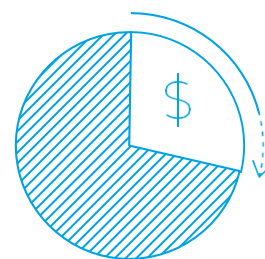




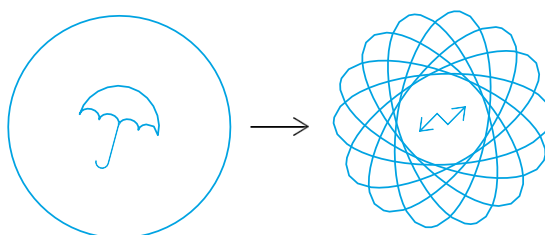
準備金のポートフォリオでは、通貨分散が進んでいます。米国における債務増加と政治的な不確実性の高まりにより、中央銀行では米ドルに代わる資産の検討がさらに進んでおり、特に円と人民元が好まれています。

1/3

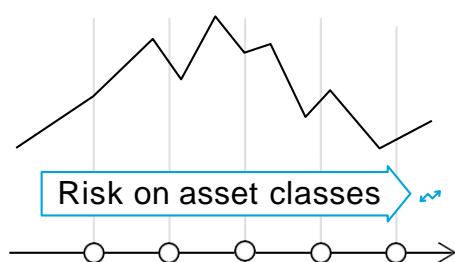
3分の1の中央銀行は、米ドルへの資産配分を増やしています



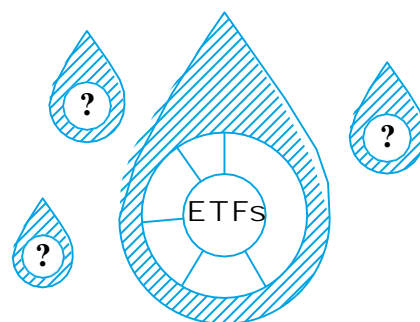
新型コロナウイルスの危機により、安全資産と考えられる米ドルへの逃避が進みました。中央銀行の3分の1は、長期的なトレンドと反対に、米ドル準備を増やす意図を見せています。ただし、世界の準備通貨としての米ドルが役割を終えたという一部の見方は、大きく誇張されている可能性があるでしょう。



通貨の分散化と並行して、2008年より前はほとんどが無リスク資産であった準備金ポートフォリオの、リスク資産へのより積極的な配分が進んでいます。特に潤沢な準備金を保有する中央銀行によって、この行動が見られます。



株式やその他のリスク・オンの特徴のある資産クラスへの継続的な関心は、2008年に起こったそれらの資産の投げ売りとは真逆に、中央銀行が長期の戦略的配分に注力していることを示しています。



コロナ・ショックにより株式およびクレジットETFにおける取引上の課題が見られたものの、ETFへの選好はさらに強まる見込みです。回答者は価格形成と流動性を最も重要な課題としており、特に流動性は先進国の中央銀行に意識されています。

## 過去10年間、中央銀行の準備金の運営は急速かつ大幅に変化してきました。

準備金は大幅に増加し、中央銀行の動向はかつてないほどに注目されています。特に外貨の扱いについては世界経済の中で重要性を増しています。

2015年に中央銀行が調査対象となって以来、当調査では、次の2つの主要な動向を追跡しています。

### 1. 通貨の分散

準備金の段階的な分散化が見られ、米ドルに支配されたポートフォリオから、多数の通貨への投資が進んでいます。この変化は、変容する世界経済を表しているだけでなく、投資責任者の基本的な信念が反映されているものです。

米ドルへの配分は、徐々にではありますが着実に減少しています。2016年の配分は準備金全体の65%でしたが、2020年では61%となりました。代替通貨としては、特に、伝統的にディフェンシブな性格を持つ日本円、2016年に国際通貨基金（IMF）の通貨バスケットの一部として導入された人民元へのシフトが進み、その他の通貨の保有も微増しています。

この変化は、一定数の中央銀行の長期的な見解を反映しています。25%が「中期的に米ドルの準備通貨としての役割は弱まる」と回答しており、その意見に反対するのは半数以下の43%にとどまります。米国の政府債務の増加と政治的な不確実性より、中央銀行の間での米ドル資産に対する代替案の検討がさらに進んでいます。

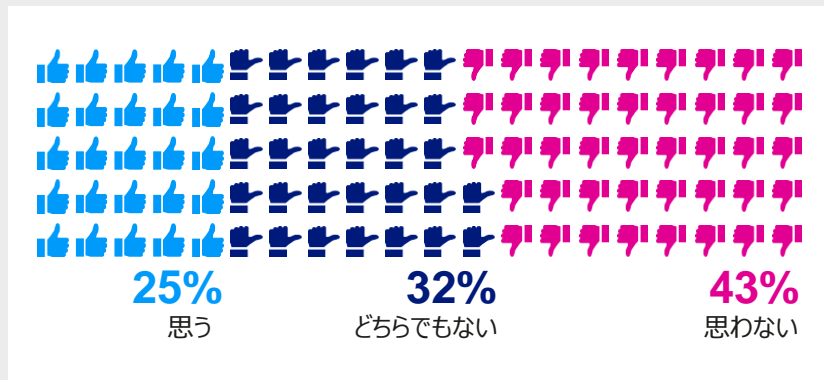
### 2. 資産クラスの分散化とその採用

他通貨の着実な採用と合わせて見られるトレンドは、2008年より前はほとんどが無リスク資産であった準備金ポートフォリオにおける、リスク資産へのより活発な配分です。2016年時点では、国債や政府関連機関の債券の比率は、中央銀行のポートフォリオの平均72%を占めていました。現在、これらの比率は平均52%となっています（図4.2）。

国債への配分の削減は、中央銀行の準備金ポートフォリオにおけるバーベル・アプローチへの移行を示しており、保有資産のリスクの下限と上限の範囲を広げることになりました。商業銀行への預金（図4.3）、社債、住宅ローン担保証券（MBS）や株式など、リスクを伴う資産への配分が共に増加しています。

図 4.1

世界の準備通貨としての米ドルの役割は低くなると思いますか？  
（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



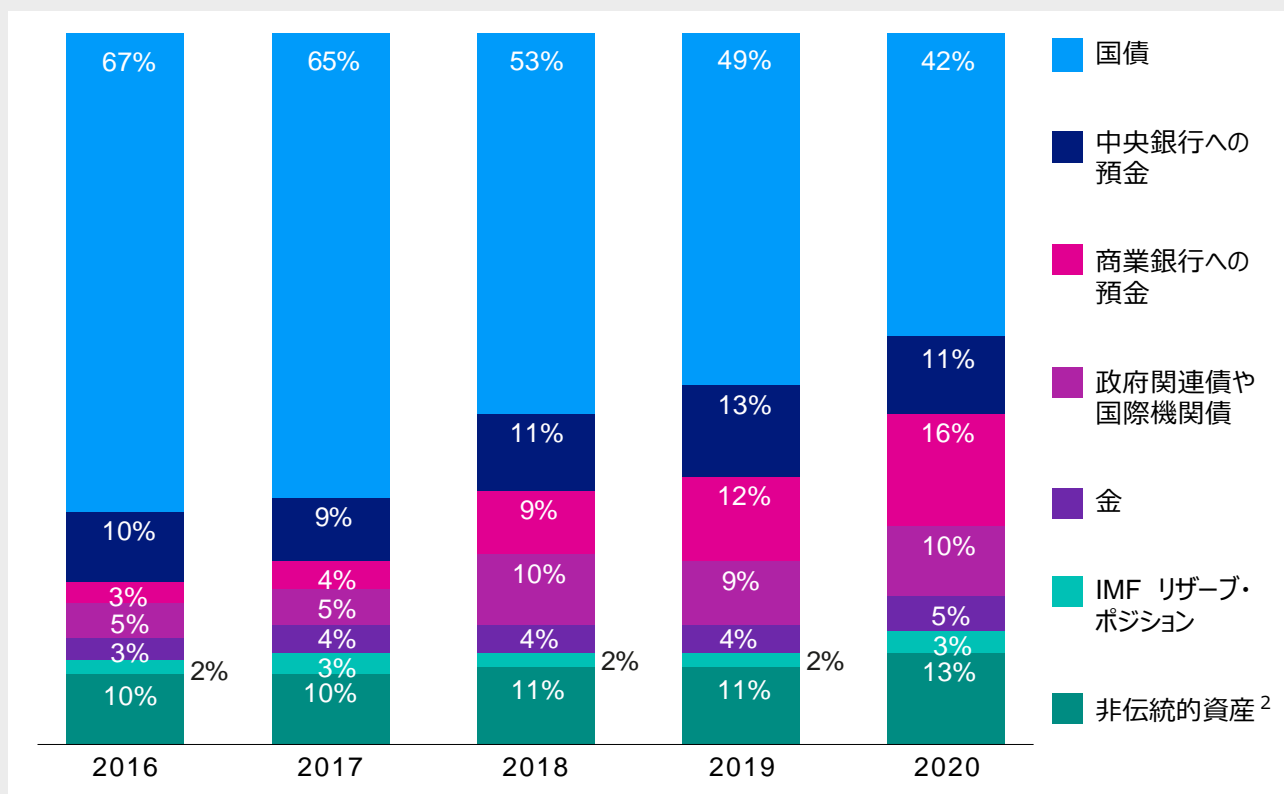
回答数：53。

米国の政府債務の増加と政治的な不確実性より、中央銀行の間での米ドル資産に対する代替案の検討がさらに進んでいます。



図 4.2

中央銀行の資産配分（平均（%）、中央銀行）<sup>2</sup>



準備金ポートフォリオにおける、該当資産クラスの配分割合を示してください。

回答数：2020年 = 36。

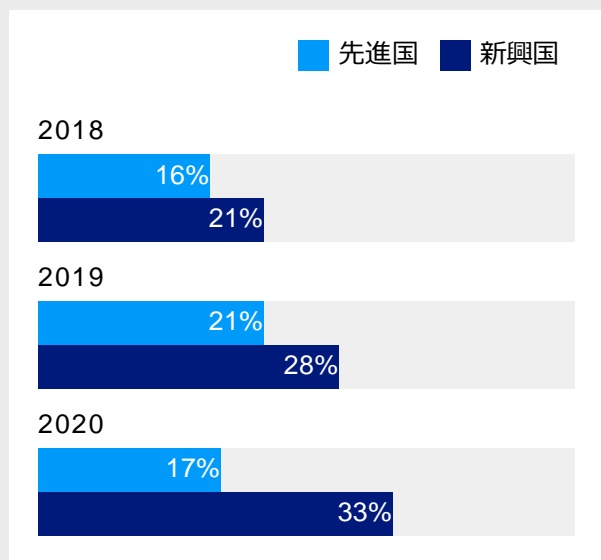
債券価格の上昇や、最大の新興国市場のいくつかにおける政治的・経済的な課題は、中央銀行が流動性を維持しながら高値となった資産を売却する動きを加速させているように見えます。新興国からの資金逃避の動きにより、多くの中央銀行は通貨の防衛、不足する外貨準備の補充、または政府への送金の要求などの問題から、困難な立場に立たされています。

新型コロナウイルスの問題は、このような長期的なトレンドに影響を与え、また、そのコミットメントを試していると言えます。

当調査では、新型コロナウイルス問題が過去数年に見られた中央銀行の行動にどのような影響を及ぼすのか、3つの疑問に対して調査を実施しました。

図 4.3

民間銀行への預金への資産配分（平均（%）、中央銀行）



準備金ポートフォリオにおける、該当資産クラスへの配分割合を示してください。

回答数：2020年 = 36。

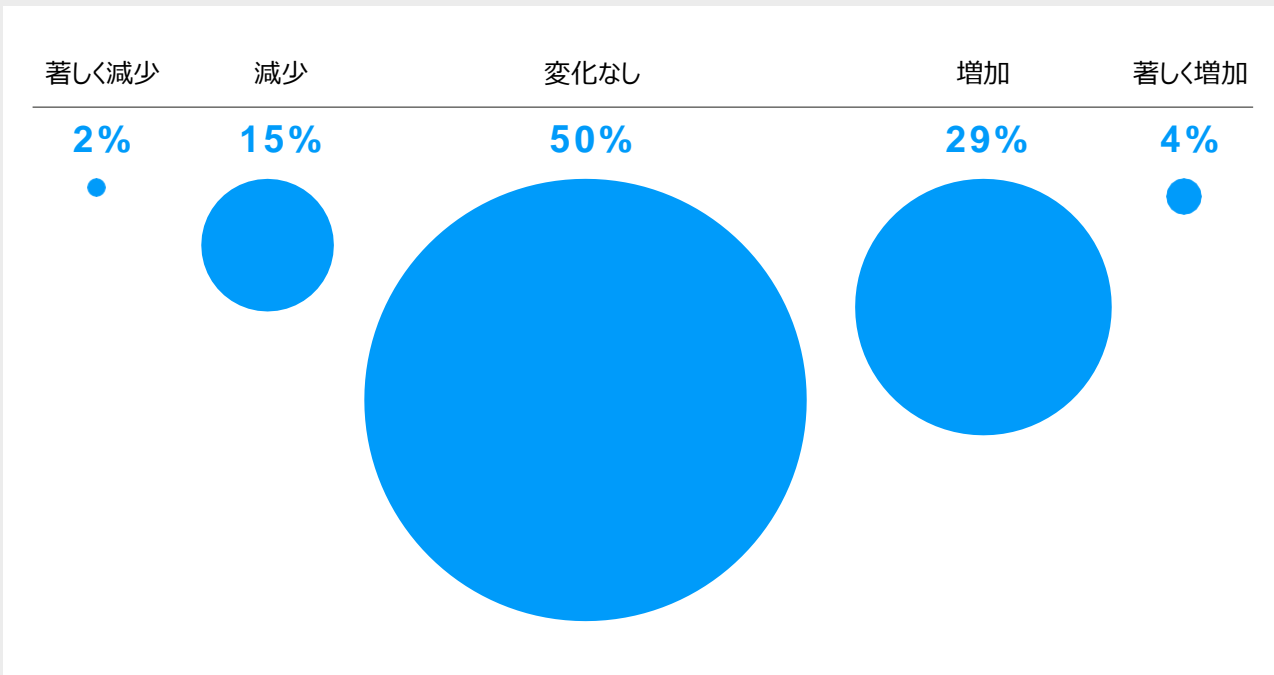
2. 「非伝統的資産」には、株式、社債、新興国債券、商業不動産担保証券などが含まれます。

## 質問1：分散化 – 息を止めるための時間？

ポートフォリオの分散化に向けた長期的な傾向にもかかわらず、新型コロナウイルス危機の広がりや影響がより明らかになるにつれて、多くの中央銀行は米ドルの安全性に注目した資金逃避を開始しました。

中央銀行の3分の1は米ドル準備を増やすなど、長期的なトレンドとは逆の動きが見られています（図4.4）。

図 4.4  
米ドルへの資産配分の予想（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



準備金の配分は来年までに、どのように変化すると予想しますか？

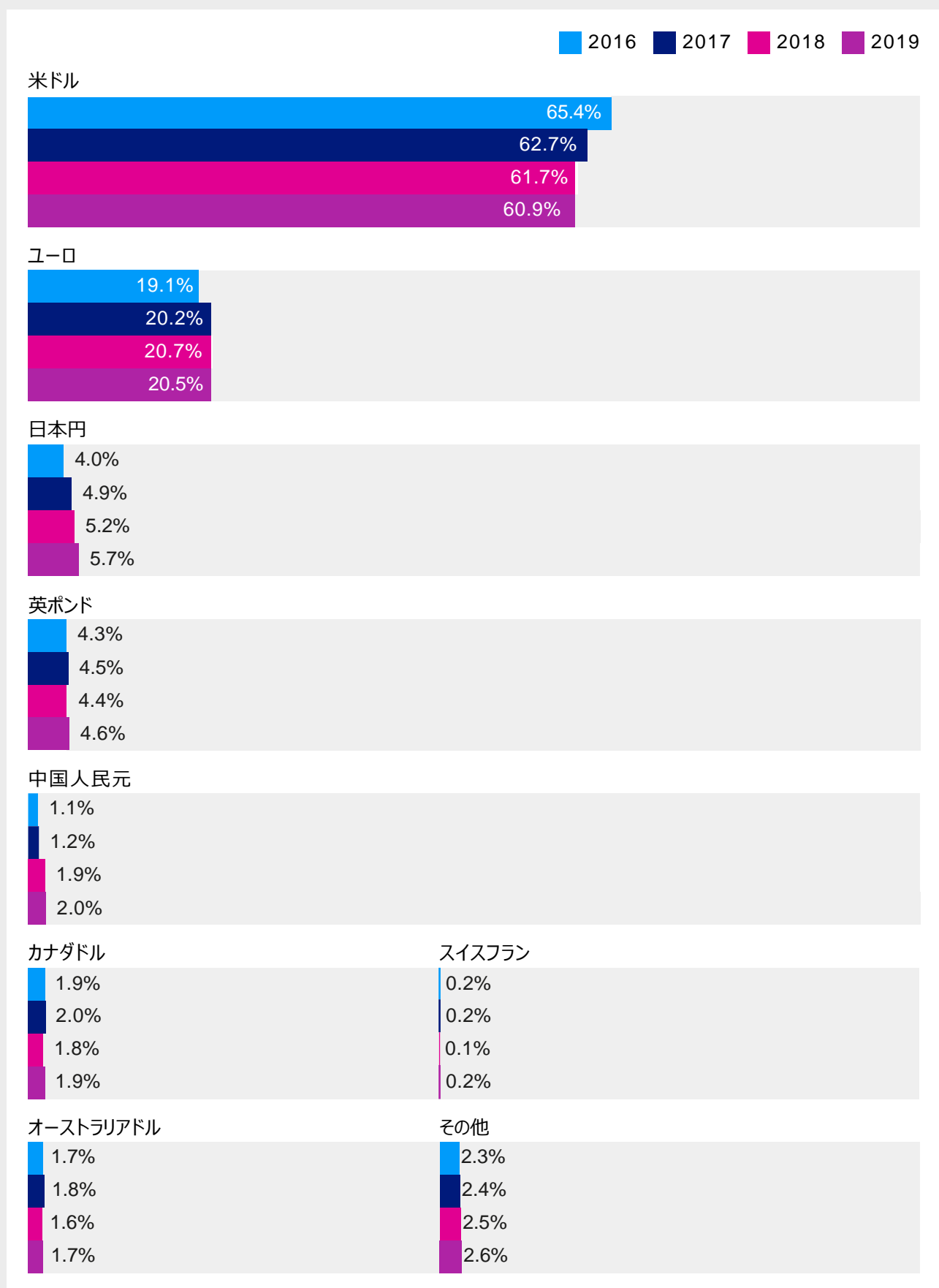
回答数：52。

この明らかな矛盾は、準備金の運用責任者が直面しているジレンマを浮き彫りにしています。それは、彼らは通貨の分散化に戦略的な利点があると考えていますが、大きな経済危機時において、米ドルは依然として最も流動的で強固な資産であるという事実です。危機が現実の試練であるならば、世界の準備通貨としての米ドルの役割が終焉するとの見方は、少なくとも今のところ、大きく誇張されていると言えるでしょう。

分散化における最大の受益者は中国の人民元でした。2016年以降、その資産配分は1%から2%に倍増し、世界で1,270億米ドルの増加となっています（図4.5）。この傾向は、長期的に継続する可能性が高いと考えられます。多くの中央銀行は、人民元への現在の資産配分は戦略的な目標の半分程度であると回答しています（すでに人民元への配分を実施している中央銀行は全体の62%で、先進国の中央銀行の動きは少し遅れています）。

図 4.5

外貨準備における通貨配分（%、関連する準備金）

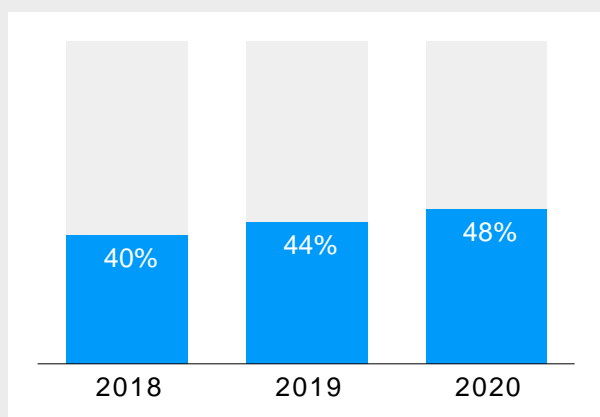


出所：IMF COFERS、2020年3月31日現在。

しかし、世界的なパンデミックの到来により、米ドル以外の通貨の採用のペースと熱意は鈍化しました。人民元を保有している銀行の数はわずかに増加しましたが（図4.6）、配分は相対的に横ばいとなりました（中国国債の購入の動きは見られましたが、国際決済銀行（BIS）の集計における通貨の増加はわずかです）。コロナショックを背景に、特に先進国の中央銀行の間では、人民元の他資産への転換の難しさが大きな懸念事項である、と回答されました（図4.8）。これは、昨年調査でもみられた、人民元の運用上の課題として認識できます。一部の中央銀行は、ポートフォリオの差し迫った懸念に対処するため、人民元への資金移動を一時的に停止することを決定しています。しかし、長期的に見ると、中央銀行の30%は、市場環境が落ち着いた後は、再び人民元への配分を増やす意向を示しています。

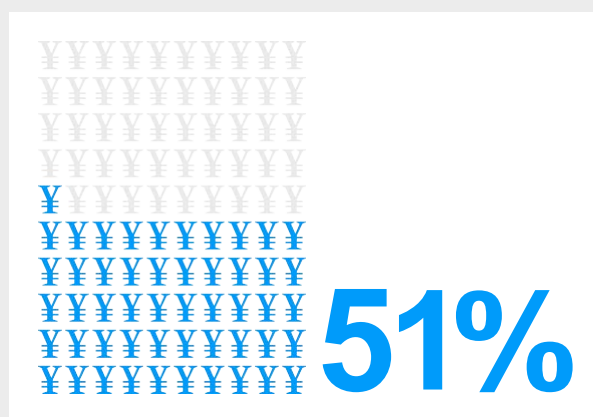
人民元の戦略的な重要性と、人民元がIMFの通貨バスケットに含まれていることを考慮すると、中央銀行が人民元を準備金に組み込んできた努力が放棄されることはなさそうです。しかし、資産配分変更の休止や、危機に直面しての米ドルへの回帰という決定により、この進展は予想していたよりもはるかに長くかかりそうです。

図 4.6  
人民元を保有する中央銀行  
(回答者に占める比率 (%)、中央銀行)



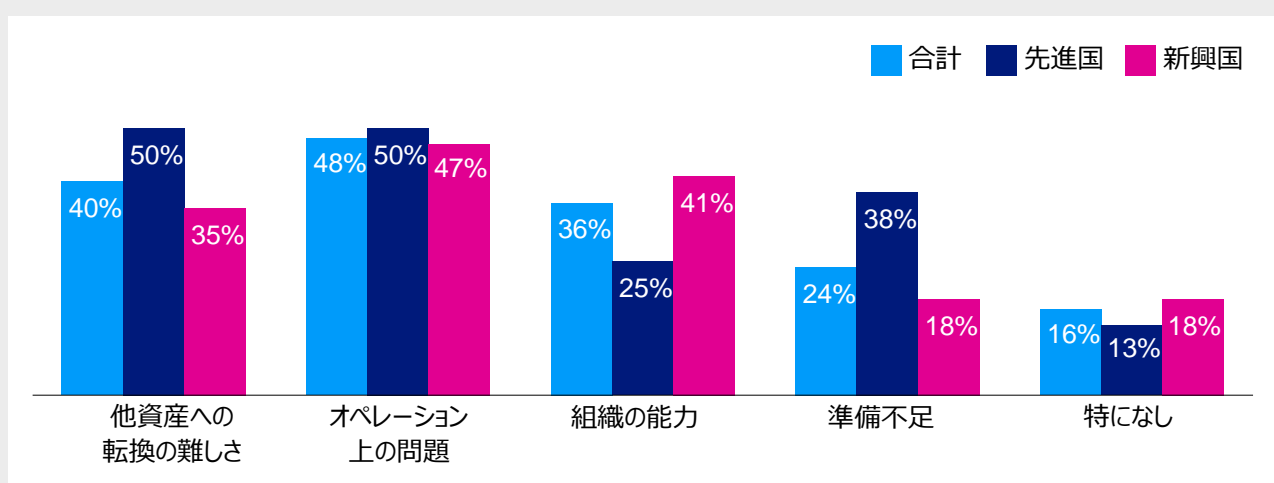
準備金で、人民元を保有していますか？  
回答数：2018年=56、2019年=44、2020年=55。

図 4.7  
人民元の資産配分目標の達成度合い  
(平均 (%)、人民元に投資している中央銀行)



人民元への現在の配分は長期目標（先5年）に対してどの程度ですか？  
回答数：37。

図 4.8  
人民元を採用するに当たっての障害（回答者に占める比率 (%)、人民元に投資している中央銀行)



人民元を採用するに当たっての障害は何ですか？  
回答数：25。



## 質問2：株式 – 今、投資するべきか？

株式への投資は、長い間、議論の対象となってきました。2012年にイスラエルの中央銀行が初めて株式の組み入れを開始したことを皮切りに、多くの中央銀行が外貨準備における株式への配分を進めていることが注目されています<sup>3</sup>。

株式は、準備金における資産クラスとして、ますます受け入れられるようになっていきます。特に欧州では、中央銀行の39%が、株式は中核的な資産クラスになると考えています。そして、ほぼ半分の中央銀行は、長期的に高いリターンを得ることで準備金を増やす機会を得られると考えています。2018年の調査で示されたように、一部の中央銀行には政府の財政に貢献する責任があることを考えると、株式はこの目的への魅力的な手段であると考えられます（図4.9）。

採用の明確な理由は1つではありませんが、株式の流動性、リターン、分散のメリットについてはある程度のコンセンサスがあります（図4.10）。リスクに対する見解はより分かれています。多くの中央銀行は、株式への小さな配分によるリスクの増加は、より広範な分散ポートフォリオ内で許容できるものとして考えています。これは重要なポイントです。株式は大きなボラティリティをポートフォリオに追加するため、20年前には、それは許容できない水準と見なされていました。しかし、準備金の資産額が大きく増加したことから、現在の多くの中央銀行はより大きなリスク・バジェットを保有しています。

3. <https://www.centralbanking.com/central-banks/reserves/4130061/bank-of-israel-increases-level-and-risk-of-equities-investment>

図 4.9 株式に対する選好（回答者に占める比率（%）、中央銀行）

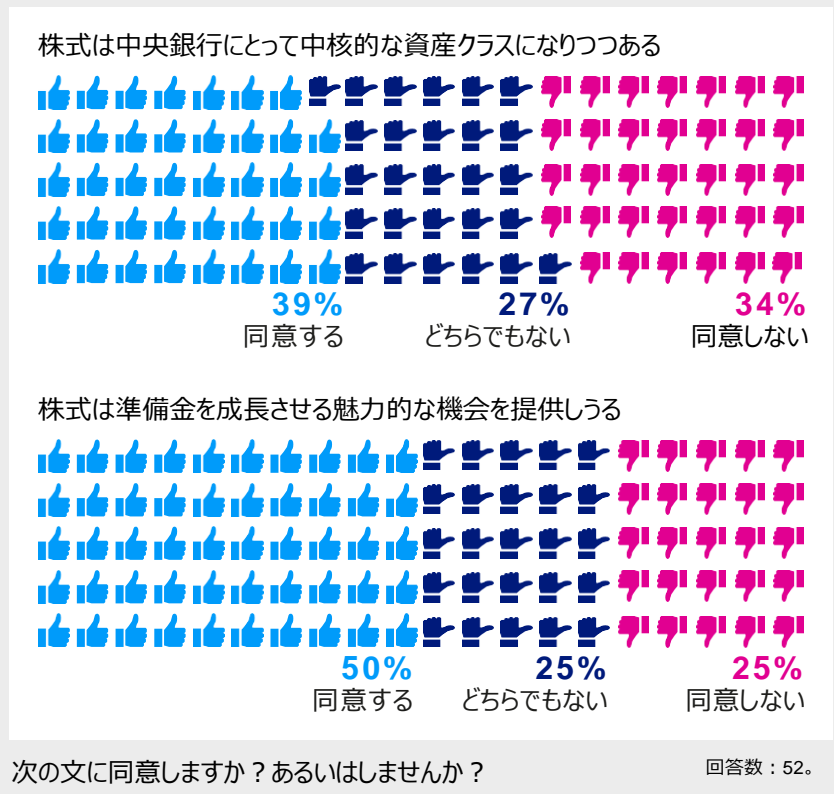
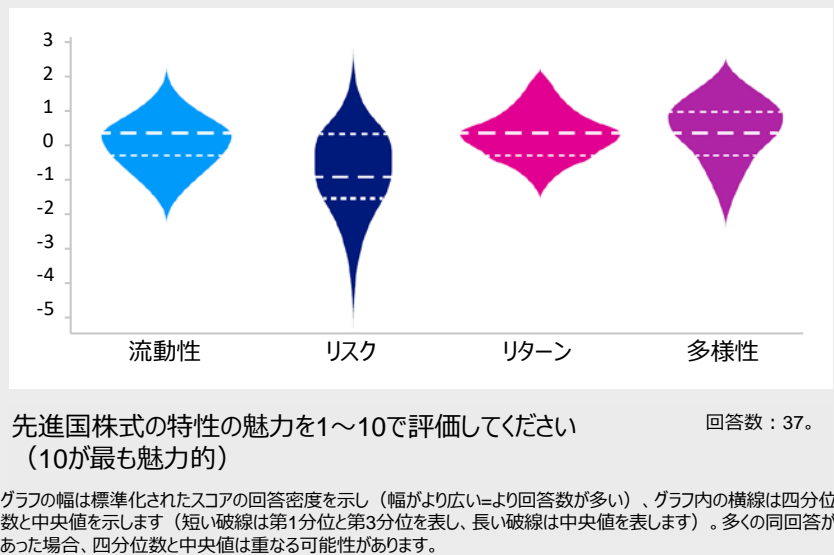


図 4.10 株式の特性についての相対的な魅力（標準化スコア（10点満点）、中央銀行）



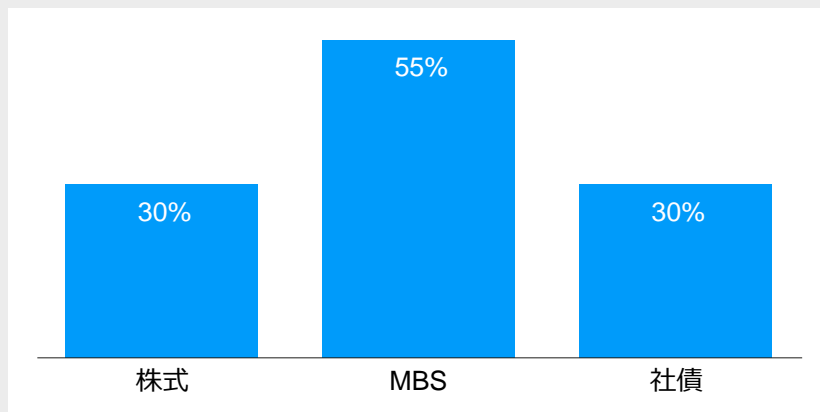
この株式へのシフトは、2つのことを示唆しています。一つ目は、かつては中央銀行の投資目標で最も重要性が低かった「ポートフォリオのリターン」を重視し始めているということです。二つ目は、中央銀行は株式の高い流動性を、いくつかの高リスク債券の流動性と比較して好意的に捉えています。これが、ボラティリティの追加を許容する背景となっています。

これらのポートフォリオへのリターンへの貢献の結果、過去5年間に新たな資産クラスを追加した中央銀行のほぼ3分の1が、ポートフォリオに株式を追加することを選択しました（図4.11）。さらに、新型コロナウイルス発生における一連の急激な価格変動にもかかわらず、大多数の銀行は株式への投資を継続するか、配分を増やすことを選択しました。株式のバリュエーションが非常に高い、もしくは経済見通しに不確実性があるとの見解にもかかわらず、株式配分を削減または調整しようと計画している中央銀行は、20%のみです（図4.12）。

金融システムの問題に起因し、全てのリスク資産の投げ売りが見られた世界金融危機の状況とは異なり、コロナショックは外生的なショックです。2008年に起こったような、中央銀行がリスク資産を全売却するような動きを示す証拠はほとんどありませんでした。

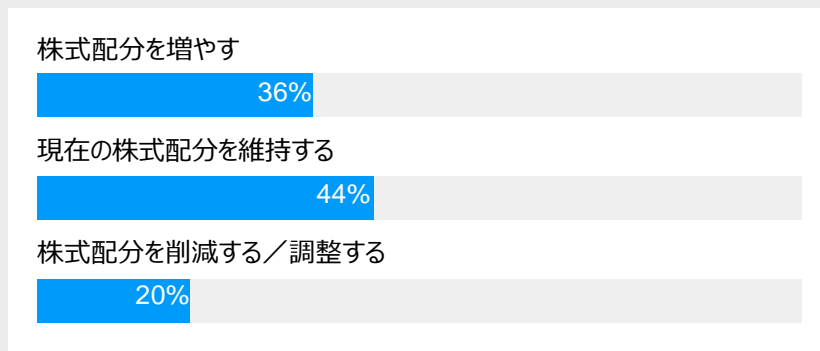
株式市場のボラティリティに対する懸念にもかかわらず、中央銀行は株式への取り組みについては既存路線を継続する可能性が高く、中期的にはより多くの中央銀行が株式という資産クラスを組み入れていく可能性があります。実際のところ、先進国の80%、新興国の55%を含む、61%の準備金の運用責任者は、より多くの中央銀行が、十分なリスク選好を求める外貨準備金へ、株式という資産クラスを活用していくとみています（図4.13）。

図 4.11 過去5年間に追加された資産クラス（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



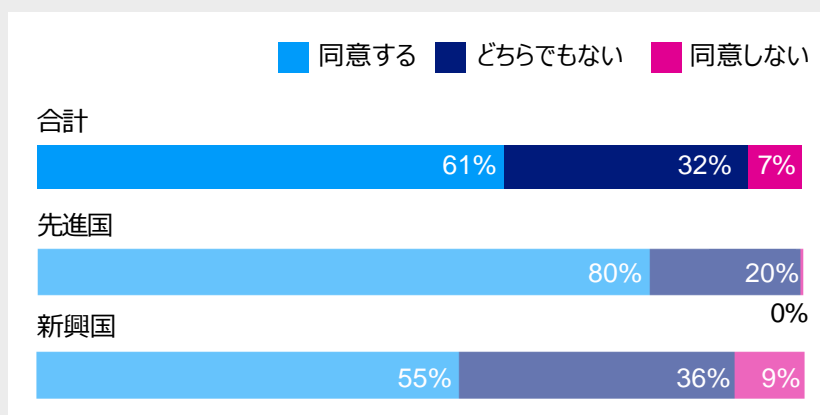
過去5年間に追加した新しい資産クラスは何ですか？ 回答数：20。

図 4.12 株式保有割合の見通し（回答者に占める比率（%）、中央銀行で株式を保有する投資家）



株式のリターンが高いと考える場合、次の3年間にどれを選択しますか？ 回答数：25。

図 4.13 より多くの中央銀行が株式への投資を検討すると考えるか？（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



回答数：44。

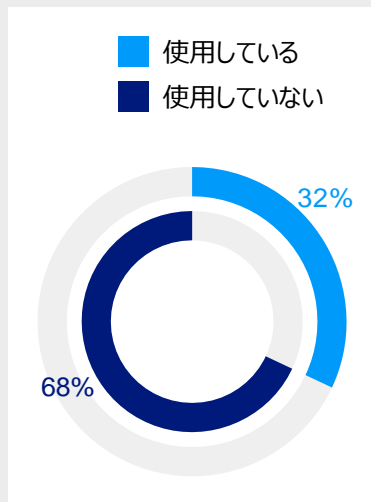
### 質問3：ETF – 見かけよりも流動的ですか？

中央銀行の準備金の分散化に関連する資産と言えば、まずETFが挙げられます。ETFは、中央銀行が新しい資産クラスへの配分を行う入り口の手段であり、ほぼ3分の1の中央銀行が利用しています（図4.14）。

ETFは、株式への資産配分の実施において、特に重要な役割を果たしてきました（図4.16）。株式を資産に加えた中央銀行の69%がETFを使用しており、ほぼ半分がETFを最も魅力的な導入の手段と見なしています（図4.15）。

図 4.14

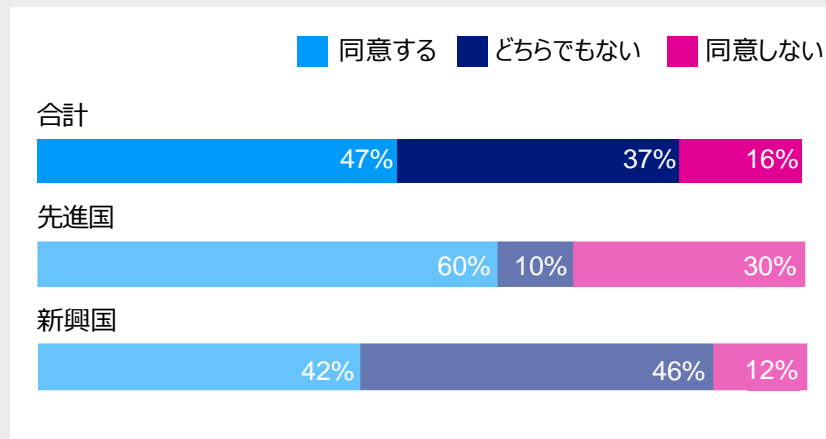
ETFの使用状況（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



ETFを使用していますか？ 回答数：50。

図 4.15

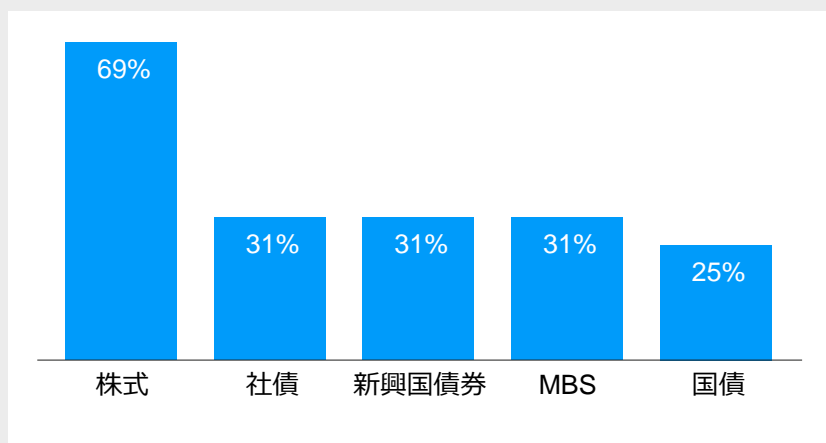
ETFが最も魅力的な株式の導入手段であると考えますか？（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



回答数：44。

図 4.16

ETFが採用されている資産クラス（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



ETFを使用している場合：どの資産クラスでETFを使用していますか？ 回答数：16。

中央銀行の準備金の分散化に関連する資産と言えば、まずETFが挙げられます。

ETFは多くの理由で中央銀行にとって魅力的です（図4.17）。

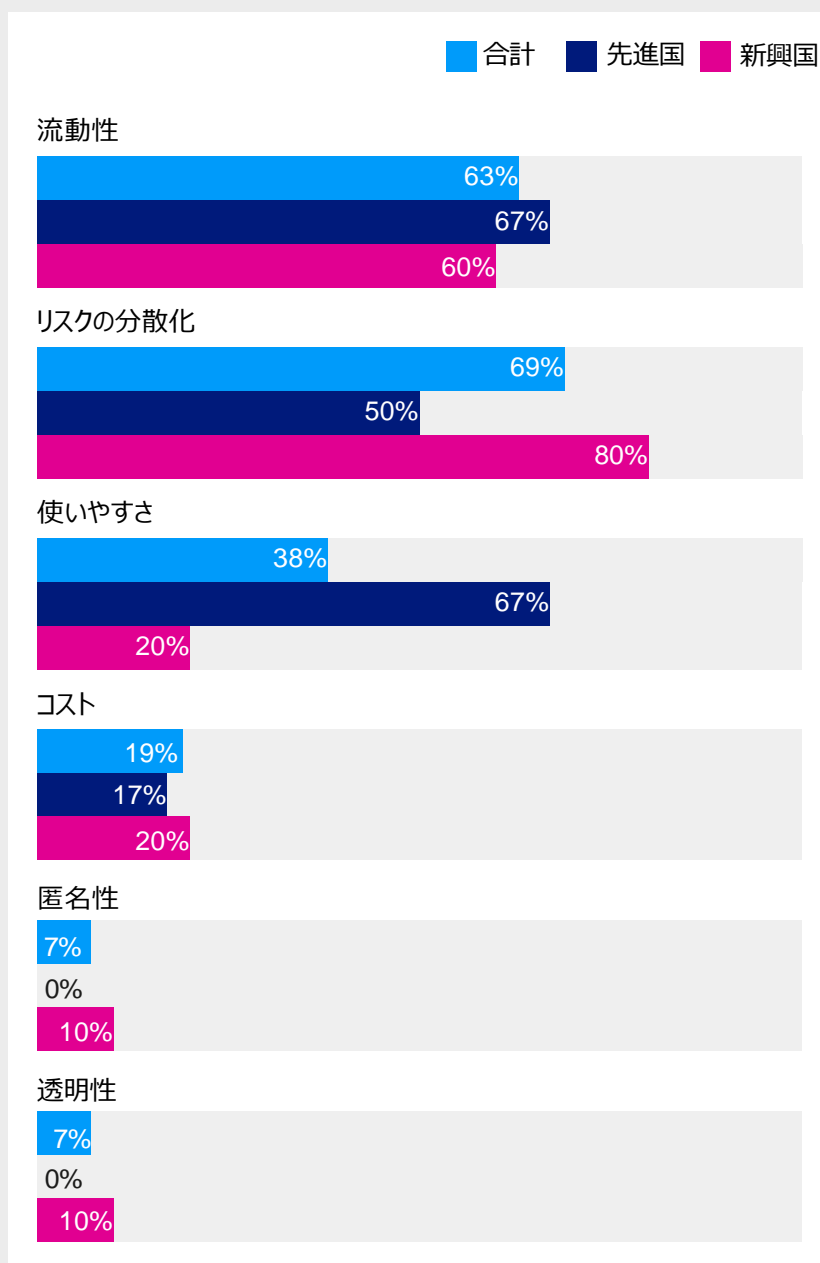
- ETFは多くの場合で非常に流動的であり、必要に応じて一日中取引することができ、リバランス、新規買い付けや売却が非常に容易です。
- ETFは、その資産配分への割合が小さい場合でも、投資対象を広く分散させることができます。同様のことを、中央銀行が個別株式を所有して行うのは、それほど容易ではありません。
- ETFは、比較的使いやすく、他の証券と同様に取引所で取引されています。
- ETFは、一部の資産クラスでのエクスポージャーを構築するための、より安価な方法になる場合があります。
- ETFは、銀行が特定の企業にひもづく証券の保有に対する批判をかわすのに役立ちます。これは、社債や株式投資において特に顕著です。

これらの利点は株式のETFに限定されるものではありません。MBS（31%）、投資適格社債（31%）、新興国国債（31%）などの債券にエクスポージャーを得るために、約3分の1の中央銀行がETFを使用しています。この数値は、新興国と先進国の中央銀行でほぼ一致しています。

ETFは、中央銀行の準備金にリスク資産を追加する基盤となり、また従来の主流であった無リスク資産からの分散を可能にしています。

ただし、新型コロナウイルスによって引き起こされた市場のボラティリティ上昇は、多くの中央銀行が直面するETF投資に関する課題を浮き彫りにしています。これは、主に流動性に関する問題であり、特に投資先の原資産の流動性が著しく損なわれた環境におけるETFの運用の信頼性についてです。

図 4.17  
株式ETFを使用する理由（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



なぜ株式投資へETFを使用するのですか？

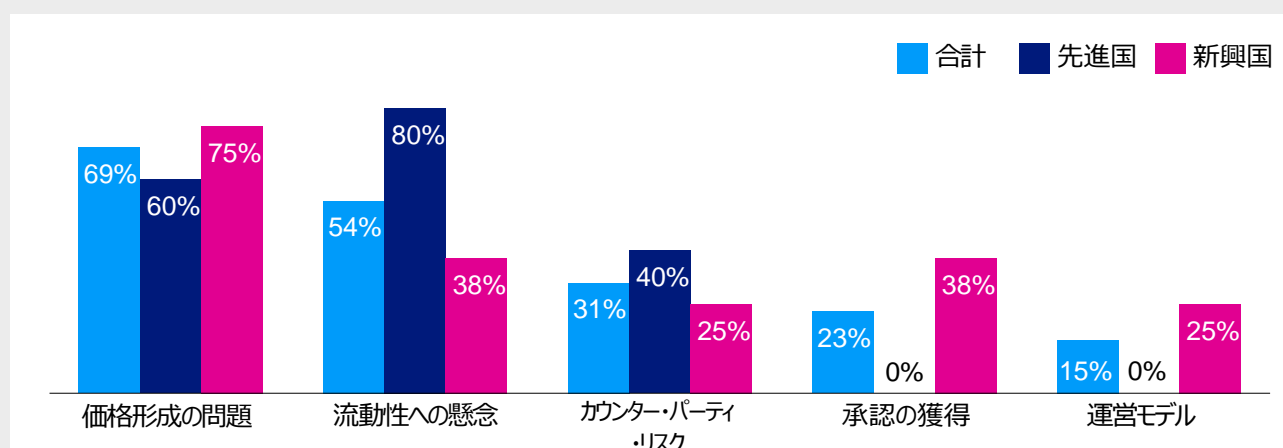
回答数：16。

これは、主に流動性に関する問題であり、特に投資先の原資産の流動性が著しく損なわれた環境におけるETFの運用の信頼性についてです。



図 4.18

ETFを使用する上での障害（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



ETFを使用している場合：ETFの使用にあたって障害はありましたか？

回答数：13。

中央銀行の約54%（先進国の80%および新興国の38%）は、ETFの使用に対する主な障害として流動性を挙げていました（図4.18）。ほとんどのETFは、過去の危機時における経験が乏しく、実際に、一部のETFは一時的に純資産価値より割り引かれた価格での取引を余儀なくされ、ETFの価格調整を行う裁定機能が停止してしまいました。しかし、多くのETFは市場の嵐を乗り越え、原資産に市場のストレスがかかりマーケットメーカーの取引在庫が少ないときにでも、必要な流動性と価格形成機能を維持することができました。

ETFの価格形成の問題は、一部の中央銀行におけるETF採用の障害になっています。これは、ETFを介した投資が、原資産を直接取引する場合に比べてコスト高となる可能性を示しているからです。特に新興国の中央銀行が、追加コストが発生する可能性を問題視しており、4分の3の中央銀行がETFの価格形成機能をその問題点として挙げています（この比率は先進国では60%です）。一部の投資家にとって、これは取引実行の外部委託に関わる問題とも言えます。ETFでの取引は、投資先の原資産を取引した場合と比べて、税金や取引効率のメリットを失うことも考えられます。

2020年に入ってから経験は、今日の多様なポートフォリオ構築における、ETFが果たす継続的な役割を強めた可能性があります。ETFは危機を乗り越えることができましたし、困難な市場環境で流動性を確保する上でも非常に有用でした。さらに、資産クラスを分散化していく戦略的決定を踏まえると、ETFは目標を達成する上で最も簡単な方法と考えられます。他のより良い選択肢が無いならば、ETFの利用は継続される可能性が高いと考えられます。

## 結論：ここからどこへ向かうのか？

中央銀行の外貨準備における「分散化」と「新しい資産クラスの採用」という取り組みが進む中で、新型コロナウイルスが発生しました。ただし、中央銀行が長期的に歩道に変更はなさそうです。

資産分散化への取り組みは一時的に休止される可能性があります。これらの方向性は中央銀行の長期的かつ戦略的コミットメントです。株式という資産クラスは依然として注目を集めており、その長期的な重要性に変更はありません。

そして、ETFは中央銀行のポートフォリオの投資を実行する中心的な手段であり続けるでしょう。ETFの実用性における利点などにより、準備金の分散化は継続すると考えられます。

総括するのは時期尚早ではありませんが、今回の危機は2008年の危機とは状況が異なり、中央銀行の準備金の耐久性の高さを示唆しました。新型コロナウイルスの発生初期段階において、長期的な運用戦略の方向性を転換しようとする中央銀行はほとんど見られません。短期的な資産配分は見直される可能性があるものの、中央銀行がかつての無リスク資産中心のポートフォリオへ回帰していくような兆候はほとんど見られませんでした。多くの中央銀行は、銀行への預金や現金の確保を慎重に管理することで、短期的な流動性の維持を試みました。現在の注目は、新型コロナウイルスによって2008年の出来事が繰り返されるかどうかではなく、より多くの中央銀行が、より分散化された柔軟なポートフォリオに進んでいくかどうかです。









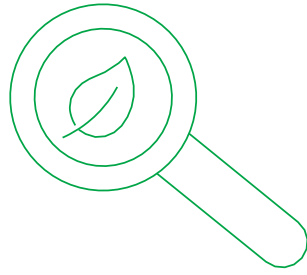
## テーマ 5



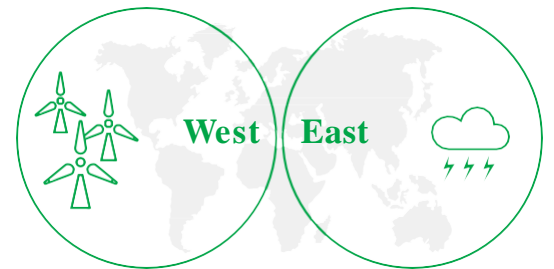
# 気候変動リスクの増大： その取り組みと投資機会



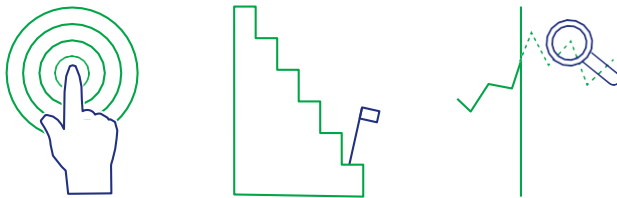




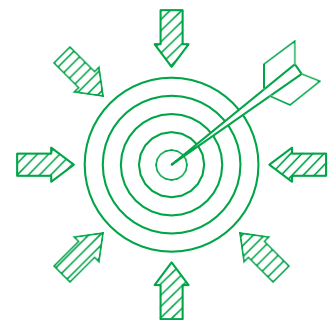
かつては遠い将来の問題と見なされていましたが、現在、気候変動の現実的な影響への懸念が投資家の関心を集めています。



脱炭素化への取り組みは欧米の投資家、特に化石燃料に関連する業種へ高いエクスポージャーを持つ投資家にとっての優先事項となっています。また、アジアと中東の回答者においては、極端な気候変化から起因するポートフォリオへの潜在的な影響に頭を悩ませています。



気候変動問題に対するコミットメントと野心的な目標は、①直接投資、②炭素削減目標、③気候モデリング—の3つの戦略を中心に取り組まれています。



環境問題への取り組みについての統一感の乏しさは、投資家の努力を妨げる要因となっており、投資家は政府の一貫した分類法、定義、および規制の欠如に不満を表しています。

## 気候変動への注目が高まる

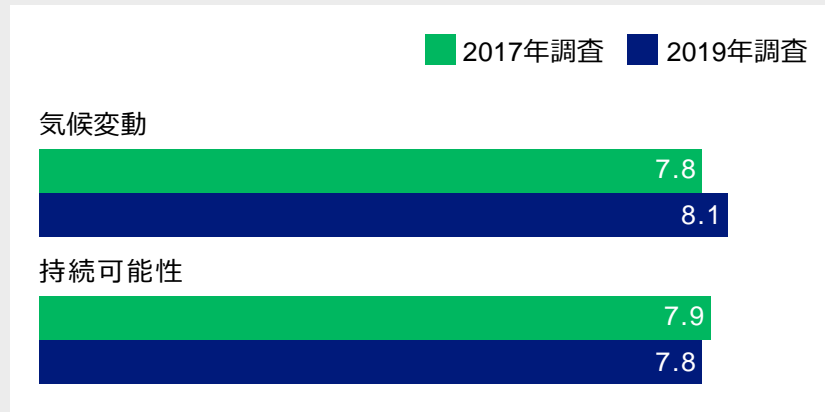
かつてないほどの数の中央銀行とソブリン投資家が、気候変動問題を取り組むべき優先事項と見なしており、幅広い行動に取り組んでいます（図5.1）。2017年と2019年の調査では、気候変動が投資家のESG計画の中核であることが強調され、ほとんどの回答者が、気候変動は人間の活動の影響を受けていると考えています（図5.2）。そして、これらの問題への対処が、投資戦略に取り込まれるようになってきています。

回答者からは、気候変動のリスクは差し迫った問題である、との強い信念が見られました。今回インタビューした投資家の83%は、早急な行動が必要である、と回答しています（図5.3）。海面の上昇、氷河の消失、季節ごとの不規則な気温の変化など、気候変動が及ぼす影響の増大に向けての投資家の努力の高まりが見られます。北米のソブリン投資家は以下のように述べています。「これは将来の問題ではありません。世界的なパンデミックの中でも、気候変動への対処は依然として優先事項です。温室効果ガスの排出量の増加は、地球と私たちのポートフォリオにとって最も危険な脅威です。」

これは、資産配分の考え方を超えた、資本市場や広義の金融市場におけるファンダメンタルズに影響を与える問題です。あるアジアの中央銀行は、「気候変動のリスクに対処するために、組織と意思決定プロセスを改革する必要があります。」「過去数年間、わが国への影響は過去最悪であり、私たちは気候変動に取り組むためにより多くのことをしなければなりません。」と述べています。

図 5.1

過去の調査における気候変動についての投資家の重要度（10点満点における平均スコア）

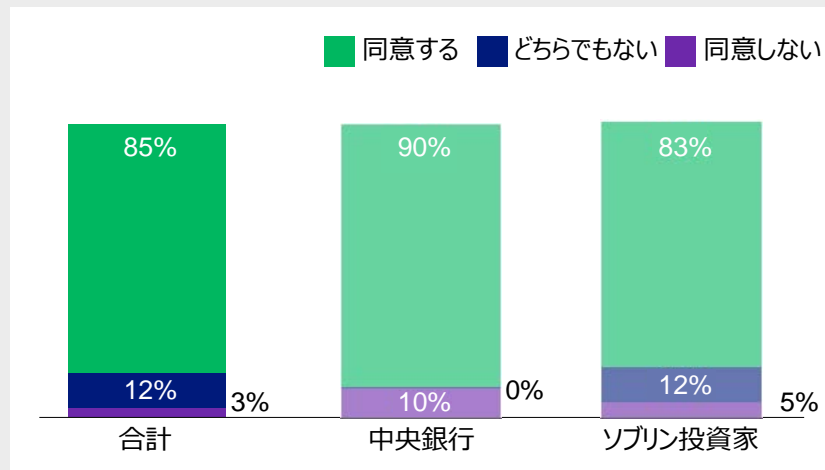


ESGの計画において、これらの項目の重要度はどの程度ですか？

回答数：2017年=23、  
2019年=39。

図 5.2

人間の活動が気候変動に影響を与えていると考える度合い（回答者に占める比率（%））

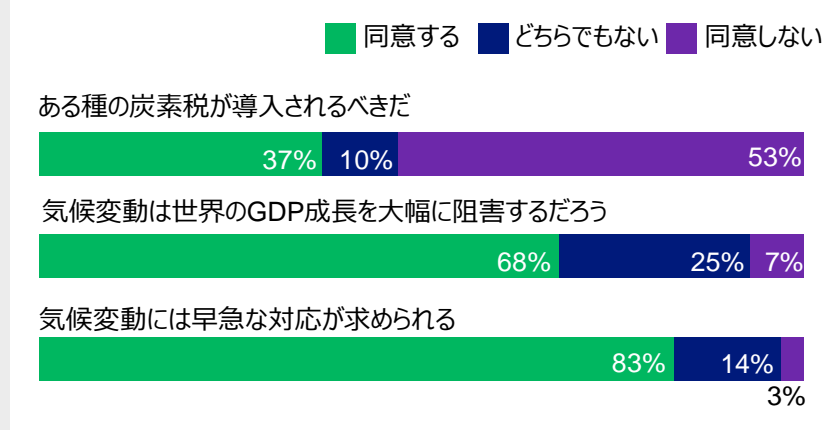


次の質問に、どの程度同意しますか？  
気候変動は人間の活動の影響を受けていますか？

回答数：115。

図 5.3

気候変動に対する姿勢（回答者に占める比率（%））



次の文に、どの程度、同意しますか？

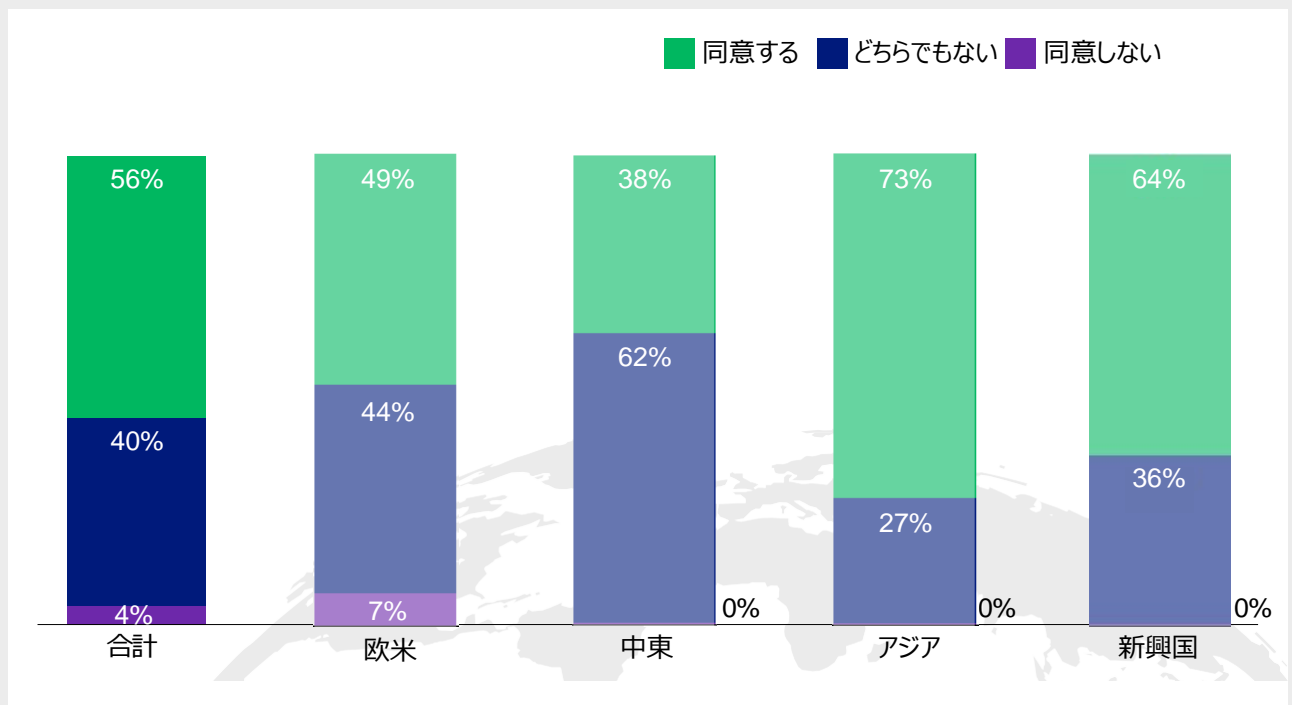
回答数：114。

## 気候変動への配慮は、各地域における課題を浮き彫りにしている

今年の調査では、自らの地域が気候変動による大きなリスクを受けると考えている投資家ほど、ポートフォリオ運営において気候変動を考慮する義務があると考えていることが明らかになりました（図5.4および5.5）。アジアの回答者の約73%、新興国市場の64%が投資家に気候変動を考慮する義務があると考えており、その多くは自らの地域への気候変動の影響を認識しています（図5.4）。ある新興国市場の中央銀行は、「公的な機関は、自らの地域の気候変動問題に対処する資源を持っており、市民のために気候変動に目を向ける必要があります。」と述べています。

一方、欧米の投資家の行動は消極的であり、自分たちのポートフォリオで気候変動を考慮する義務があると考えているのは、回答の半数以下となっています（図5.4）。特に、北米を拠点とするソブリン投資家にそのような傾向が見られます。北米では、多くのソブリン投資家が二酸化炭素排出に関連する業種に主要な投資を行っており、より環境に配慮する計画を進める上での利害関係者からのプレッシャーが少ない状況です。

図 5.4  
投資家がポートフォリオにおいて気候変動を考慮する義務について  
(回答者に占める比率 (%))



次の質問に、どの程度、同意しますか？  
投資家はポートフォリオにおいて気候変動を考慮する義務がありますか？

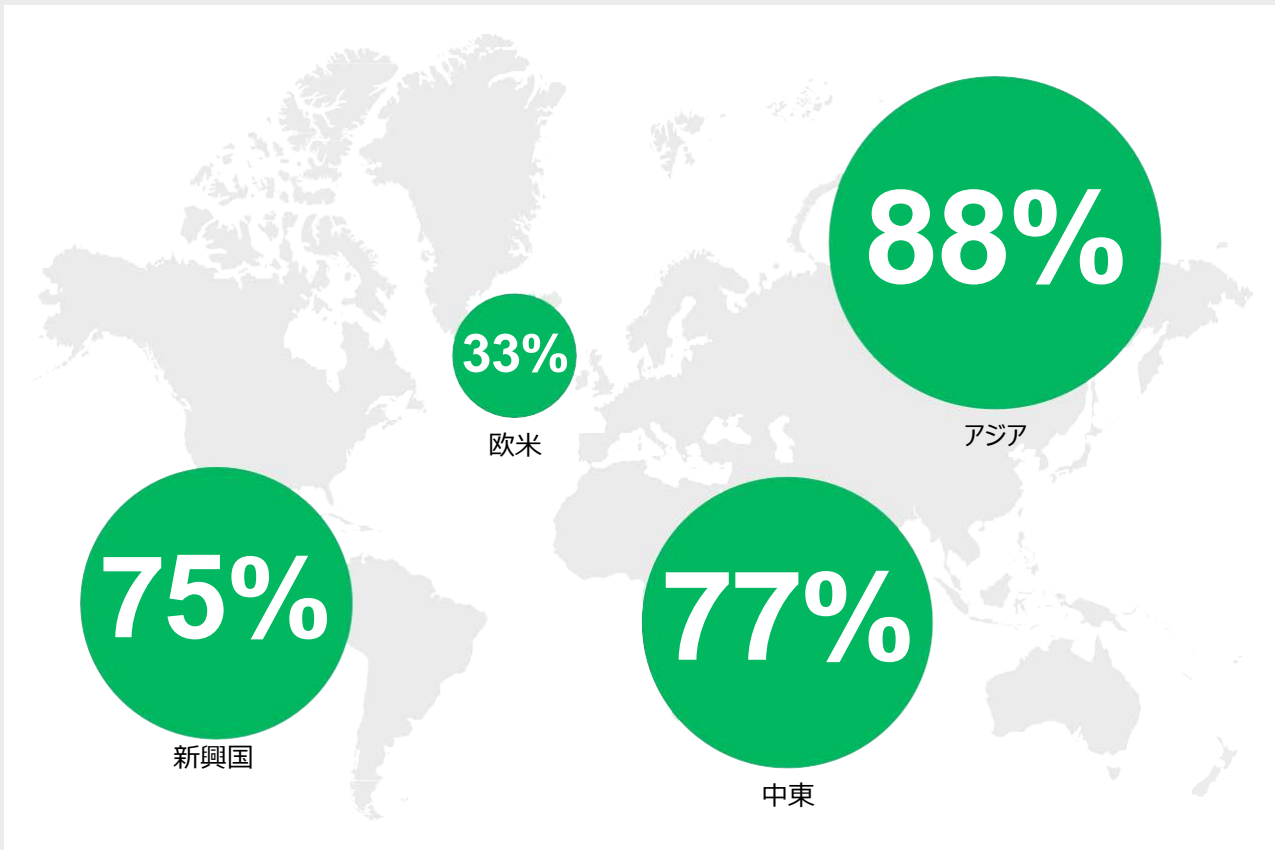
回答数：114。

北米のソブリン投資家が述べたように、気候変動への配慮は投資家のセクター配分への行動を妨げるだけでなく、その配分が持つ役割とも相反します。「インフレに強い資産は、低炭素への投資と必ずしも相いりません。サステイナブルなインフラ投資は、インフレへの対策として適切とは言えません。」多くの投資家は、インフレに備える資産として石油、エネルギー、コモディティを購入しており、仮に低炭素ポートフォリオに移行した場合、これらの備えが失われる可能性があることを指摘しています。

ある新興国市場の中央銀行は、「公的な機関は、自らの地域の気候変動問題に対処する資源を持っており、市民のために気候変動に目を向ける必要があります。」と述べています。

図 5.5

自らの地域の気候変動リスクは、相対的に高いと考えているか？（回答者に占める比率（%））



自らの地域は、他の地域よりも多くの気候変動の脅威にさらされていますか？

回答数：103。

これらの違いは、投資家が将来的に気候変動の影響を受ける可能性が高いと感じているかどうかに関連しています。アジアおよび新興国市場の投資家は、欧米の同業他社の2倍も、自分たちの地域がより大きなリスクに直面していると感じています（図5.5）。「私たちの国土の70%は海に囲まれています。」とあるアジアの開発ソブリンの担当者は述べています。「海面上昇の影響を受けるのは私たちが最初です。また、大規模な農産業を持つ隣国は、干ばつに苦しむことになるでしょう。」

注目すべき例外の1つは中東地域です。回答者の約4分の3は、自らの地域の気候変動リスクが高いと考えていましたが、行動する義務があると感じているのは40%未満でした。投資家は、石油需要の変化、気温の上昇、水資源の供給制約などの、気候リスクに対する懸念を表明しています。そして、この地域の多くの投資家は、組織レベルの目標設置や、「One Planet Initiative」などの国際機関のメンバーシップを通じて、これらの問題により意識を向け始めているとしています。しかし、彼らの多くはまだ他の地域を追いかけている段階にあり、目標を投資プロセスに落とし込むのに時間がかかっているとも指摘しています。

## 気候変動リスクの上昇は、ポートフォリオのパフォーマンス低下を伴う可能性があります

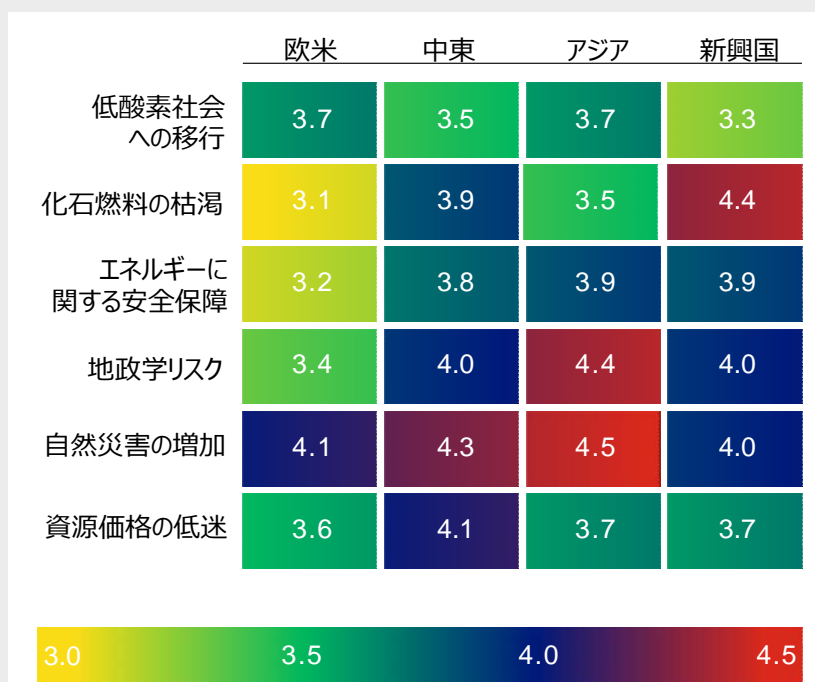
投資家は気候変動リスクを重要な投資リスクと見なし始めています。そして、回答者はポートフォリオの健全性を脅かす度合いによって、それらのリスクを区分けしていることも見て取れます。気候変動に関連する多くの潜在的なリスクの中で、投資家の間で最も懸念されるのは、自然災害からの影響です。特に欧米の回答者ではそのような結果になりましたが、新興国では、意外にも、他のリスクがより重視されている傾向も見て取れます（図5.6）。



回答者はまた、世界が低炭素社会に移行するにつれて、現在のポートフォリオの一部の精算についても懸念を示しました。欧州のある中央銀行は、「私たちのソブリンファンドは金属と鉱業、石油とガス関連、そして石油開発企業へ投資をしています。これらの企業への需要は減少するか、低炭素の競争相手に完全に取って代わられることになるでしょう。投資先企業は倫理的で持続可能なビジネスを模索していますが、10年前と同程度の投資成果を生み出せるかが課題となっています。」と説明しています。

そして、地域によって異なりますが、より深刻にリスクを捉えている事例もあります。

図 5.6  
さまざまな気候変動リスクの重要性（5点満点での平均点数）



気候変動に起因する最大のリスクは何ですか？  
(1から5で評価してください。5=非常に大きなリスク)

回答数：83。

中東の回答者は、特に炭素社会からの移行が将来の収入にどのように影響するかという点、つまり、自らの資産が不良化することを強く懸念しています。「2019年の私たちのリバランスは、1バレル46米ドルの石油価格を前提としています。」「原油価格の急激な下落は、私たちの収入の見通しを大きく減じます。」と中東の開発ソブリンは述べています。

また、特にアジアおよび新興国市場の投資家では、気候変動に起因すると考えられる貿易問題の高まりも警戒されています。これらの地域は、農産物の輸出の前提となる健全な自由貿易に依存していますが、これらの産業は異常気象の影響を受ける可能性があります。ある新興国の中央銀行は、「食料と資源の供給の変化は私たちにとって大きなリスクです。米中貿易戦争が大きな痛手であったように、気候変動がそのような状況を作り出すことは大きな問題になります。」と述べています。中南米の投資家は、「（低炭素社会への移行は）新たな要求を伴うものであり、それらを考慮するような貿易協定は短期的には私たちにとって有益ではないかもしれません。」と述べました。

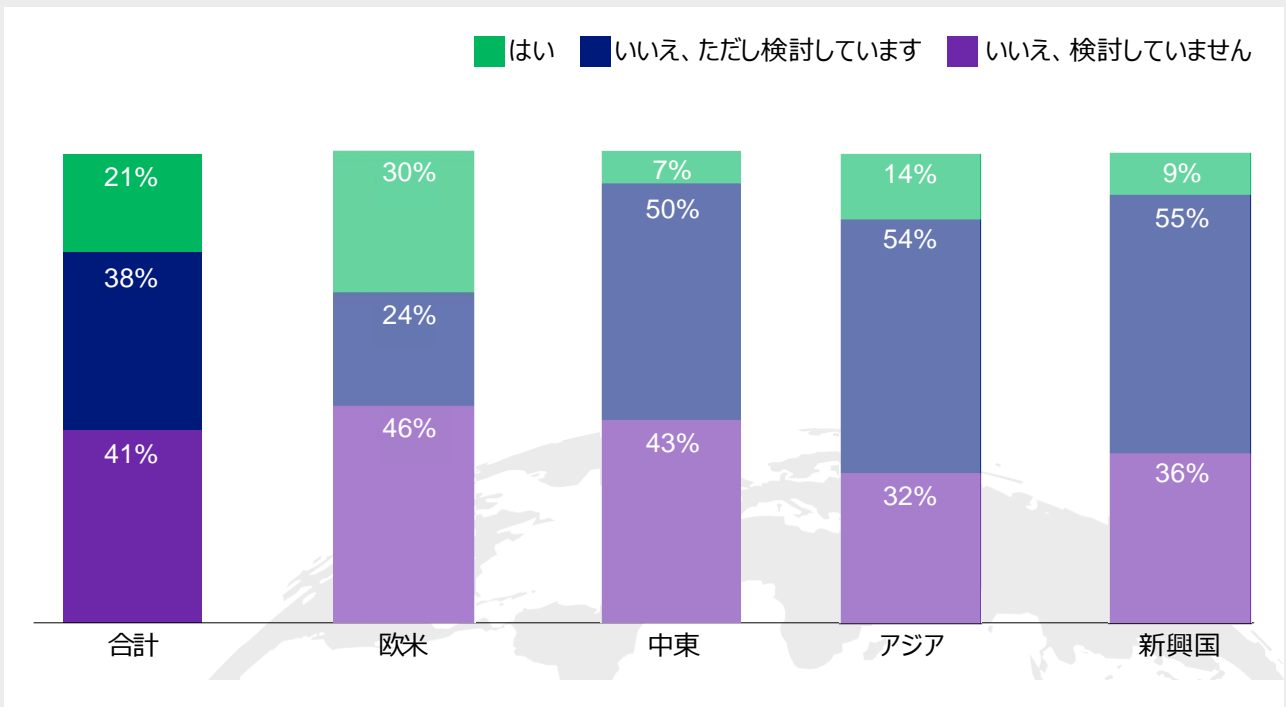
欧米の投資家にとって、低炭素社会への移行リスクは自然災害に続く2番目のリスクとなっています。先に述べたように、多くの投資家は、いまだ地元の石油とガス関連への投資に大きなエクスポージャーを持っています。そして、これらエネルギー関連資産の評価価格の下落は、過去数年にわたってポートフォリオに悪影響を及ぼしています。ある北米の債務ソブリンの投資家は、「わが国では、鉱物、石炭、プラスチック、天然ガスなどに関連する資産へ投資を行う義務があります。私たちの利害関係者と受益者は、それら以外への投資を承認しません。」と述べました。別の北米のソブリン投資家は、「労働市場の変容も、マイナスの影響を与えることになるでしょう。」と述べました。

欧州のある中央銀行は、「私たちのソブリンファンドは金属と鉱業、石油とガス関連、そして石油開発企業へ投資をしています。これらの企業への需要は減少するか、低炭素の競争相手に完全に取って代わられることになるでしょう。」と説明しています。

## 気候変動に取り組む3つの投資アプローチ

気候変動リスクに対処する投資家のポートフォリオにおける取り組みには、①炭素エクスポージャーの補足、②現実的な炭素基準の設定、③気候関連の目標を達成できる資産の発掘—が挙げられます。ここでは、投資家の3つの投資アプローチを紹介します。

図 5.7  
ポートフォリオの二酸化炭素排出量を把握する試みについて（回答者に占める比率（%））



ポートフォリオの二酸化炭素排出量を把握しようとしていますか？

回答数：110。

## 気候リスクモデル

現在、ポートフォリオの炭素エクスポージャーを示すモデルとソフトウェアの採用が増加しています。投資家の21%が現在これらのツールを利用しており、38%が導入を検討しています（図5.7）。これらの分析ツールは、検討している投資案件の炭素エクスポージャーや、気候変動による潜在的なポートフォリオのリスクの把握に役立ちます。これらの採用は、気候変動リスクを検討し始めたばかりの投資家に最もよく利用されています。北米の中央銀行は、「炭素追跡モデルを持つことは、気候に関わる投資への第一歩と考えます。」と述べました。別の新興国の開発ソブリンも、この考えに同意しています。「まず、気候変動モデルを使用してポートフォリオを脆弱（ぜいじゃく）にするさまざまなシナリオを確認することについて、コンサルタントと議論しました。私たちは、その導入により取り組みを開始します。」

一部の主要なコンサルタントが欧米地域のクライアント向けに気候変動モデルを構築したこともあり、欧米でのモデルの使用がより顕著になっています。北米の流動性ソブリンが指摘したように、「私たちは気候変動への対策を進めるにあたり、外部のパートナーへ大きく依存しています。これらのモデルは、ポートフォリオの現状、理想、および合理的な期間の後の到達度合いについての目安を明らかにします。」

## 直接投資

ESGという概念が広まる以前より、少数の投資家は、特にクリーンテクノロジーという投資テーマに注目を続けています。気候にフレンドリーな資産を積極的に所有している少数派（38人の回答者）が、最も望ましい投資と考えているのは実物資産への投資です（図5.8）。「実物資産への投資は、持続可能性という目標を達成するための最もシンプルな資産クラスです。他の資産クラスでは、必ずしも望ましい環境投資とされない余地が残るからです。」とある北米のソブリン投資家は述べています。

これらの投資における目的は、低炭素社会への移行における新たな勝者を見いだすことです。欧州の開発ソブリンの1つは、次のように説明しています。「私たちは過去10年間、再生可能エネルギーに投資をしてきました。エネルギーや輸送などのさまざまな分野にわたっ

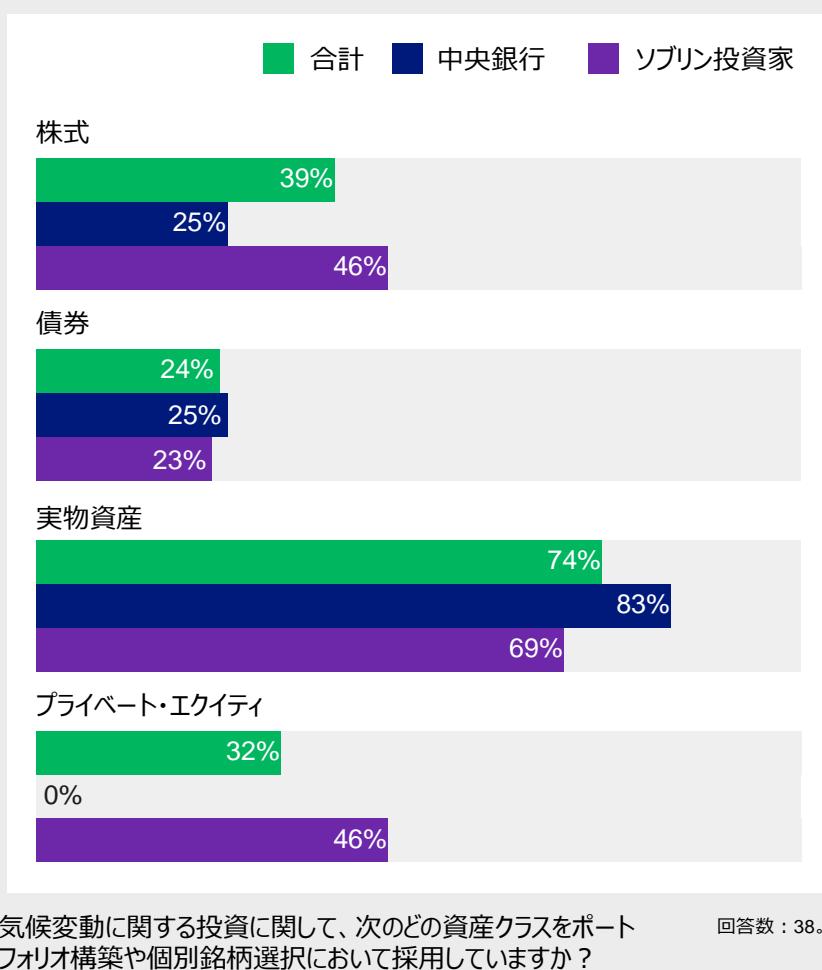
て、国における二酸化炭素排出量を削減しながら、商業的利益を得ることを目指しています。」。そして、もう1つの目的は、二酸化炭素排出量の多い企業へ投資をした後、それらの事業をより持続可能な形へリストラしていくことです。

## 炭素量削減への取り組み

中東以外のすべての市場で見られるアプローチとして、炭素削減目標の設定があります。少数の投資家グループは、ポートフォリオの二酸化炭素排出量を削減することを目的としたタイムラインと、具体的な指標を設定しています。2030年までに温室効果ガス排出量を半減させるという、野心的な声も聞かれます。炭素削減への最も基本的な取り組みは、ファンドにおける炭素排出量を年次で報告をするだけというものですが、欧州とアジアでの最も野心的な基金では、カーボン・ニュートラルまでも目指しています。これは、ポートフォリオにおけるクリーンな資産と炭素削減に資する投資の比率を高め、高い炭素量排出が見込まれる資産のエクスポージャーを薄めていくことで、二酸化炭素排出量をゼロへ相殺していく取り組みとなります。

いくつかの炭素量削減（カーボン・ダウンサイジング）への取り組みとしては、組織内部における二酸化炭素排出量を考察するための、電気、水、紙、飛行距離の内部使用についての報告が見られます。「自分たちの炭素エクスポージャーを理解することが、低炭素ポートフォリオを構築していくための最も健全な方法です。それが最初のステップであるべきです。」とあるアジアの投資ソブリンは述べています。

図 5.8  
気候変動目標を達成するための投資先（回答者に占める比率（%））



「実物資産への投資は、持続可能性という目標を達成するための最もシンプルな資産クラスです。他の資産クラスでは、必ずしも望ましい環境投資とされない余地が残るからです。」とある北米のソブリン投資家は述べています

## さらなる取り組みに向けての障害

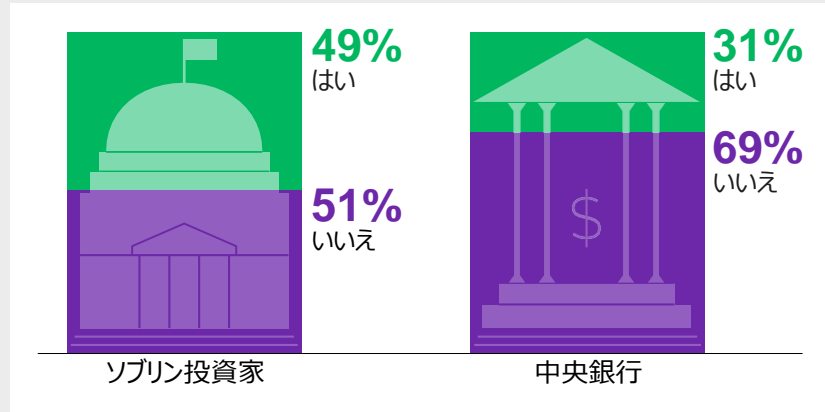
資本市場における気候変動の規制は、欧州を中心に増加を見せています。①EUにおける持続可能性に関する財務情報開示、②EU気候ベンチマークを採用したESG情報開示規制の設定—は、注目すべき2つの進展と言えます。ただし、このような規制は一般企業による開示の義務化や奨励を促しているものの、投資家にとっての明確で実行可能なガイドラインとしての性質を欠いていることがよくあります。気候変動を投資目標に組み込むことは、ほとんどの投資家にとって、まだまだ長い道のりです。中央銀行の3分の2以上は、この規制を自社のポートフォリオに取り込んでいません。ソブリン投資家の間でさえ、取り込んでいるのは半分ほどになっています（図5.9）。

### 中央銀行の取り組み

中央銀行全体での、取り組みが始まっています。イングランド銀行の前総裁であるマーク・カーニー氏と現ECBのクリスティーヌ・ラガルド総裁からの最近の行動要請は、気候変動を重要な問題として指摘したものでした。さらに、金融システム全体を環境に配慮させるためのネットワークが設立され、世界の中央銀行における行動の統一が目指されています。2017年後半に発足後、このネットワークに加入するメンバー数は徐々に増加しており、新興国市場とアジアでの参加率が最も高くなっています（図5.10）。

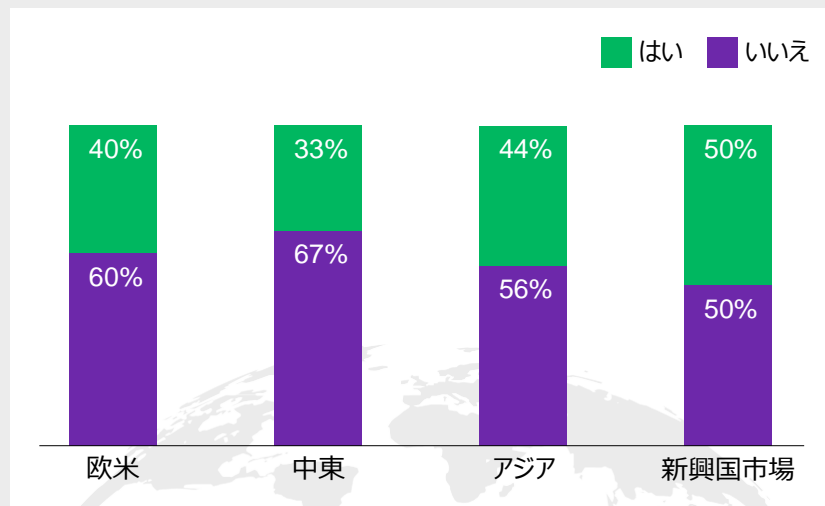
このような規制は一般企業による開示の義務化や奨励を促しているものの、投資家にとっての明確で実行可能なガイドラインとしての性質を欠いていることがよくあります。

図 5.9  
気候変動への考慮の、ポートフォリオへの取り込み  
(回答者に占める比率 (%))



気候変動への考慮はポートフォリオ運営に取り込まれていますか？ 回答数：119。

図 5.10  
金融システム全体を環境に配慮させるためのネットワークへの加入  
(回答者に占める比率 (%))



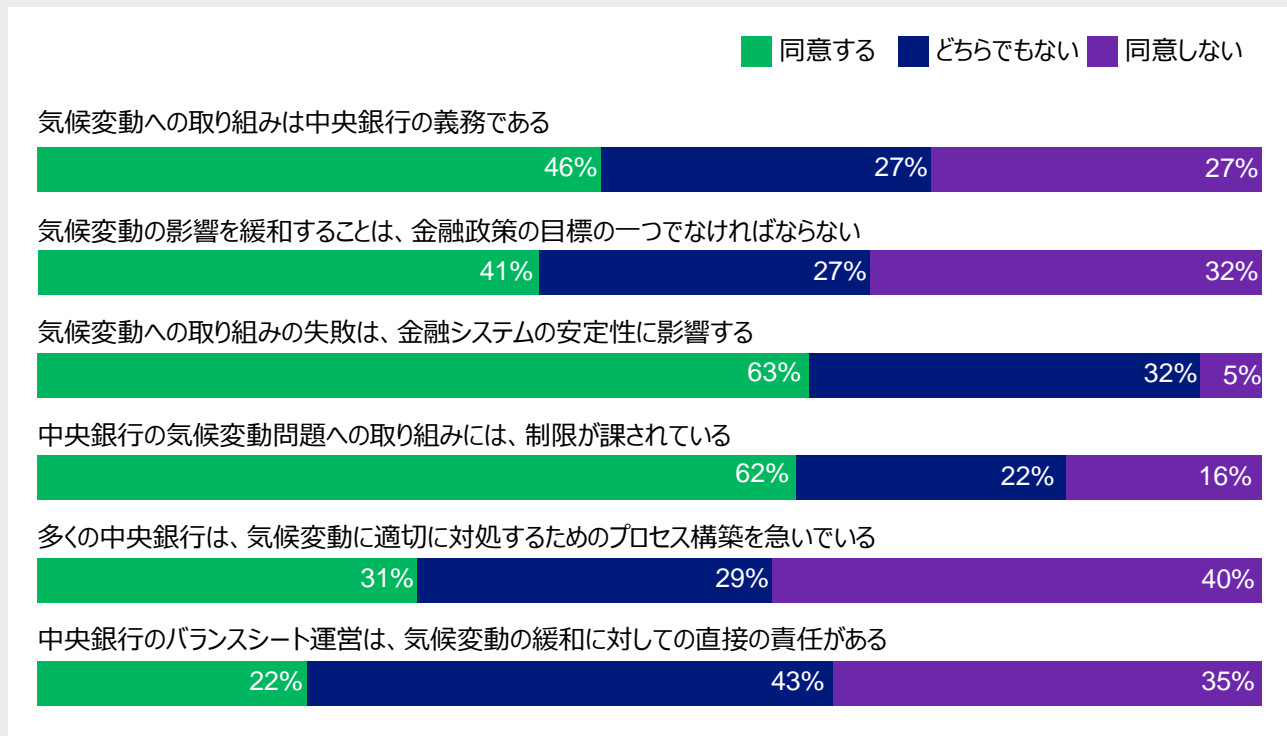
あなたは金融システムを環境に配慮させるためのネットワークの一員ですか？

回答数：40。



中南米のある中央銀行は次のように説明しています。「実際のところ、私たちには環境問題について議論する自由がありません。気候変動の問題は、まず私たちの銀行のガイドラインを監督する政府によって検討される必要があります。気候変動のリスクを効果的に軽減できるかどうかについては多くの議論がありますが、現時点で、私たちにそれを実施する能力はないのです。」

図 5.11  
気候変動に対する中央銀行の姿勢について（回答者に占める比率（%）、中央銀行）



次の文に、どの程度、同意しますか？

回答数：56。

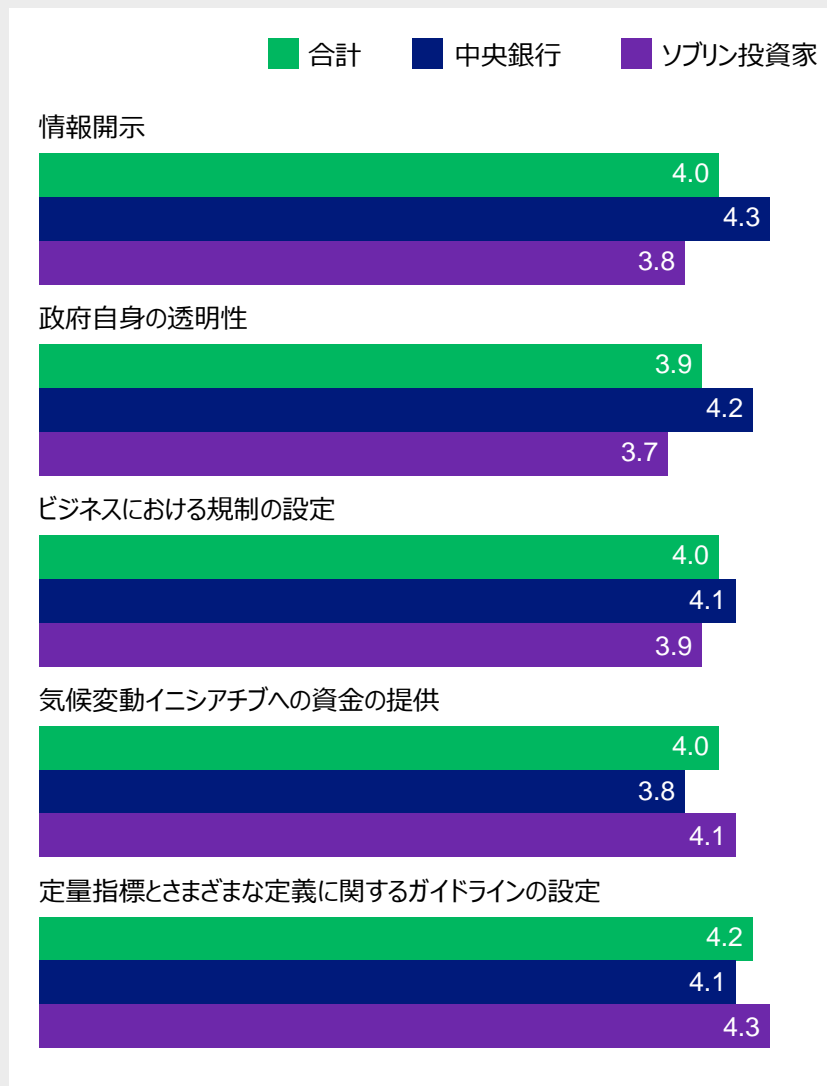
中央銀行における関与を高めるには、気候変動リスクを考慮するような義務と政策が再設計される必要があります（図5.11）。いくつかの中央銀行は、憲法上、この問題を検討すること自体が禁じられています。中南米の中央銀行が説明したように、「実際のところ、私たちには環境問題について議論する自由がありません。気候変動の問題は、まず私たちの銀行のガイドラインを監督する政府によって検討される必要があります。気候変動のリスクを効果的に軽減できるかどうかについては多くの議論がありますが、現時点で、私たちにそれを実施する能力はないのです。」。

環境問題に関わることができる中央銀行は、グリーンボンドの追加購入を手段として活用する規則を作ることにより、取り組みを変えていくことができます。「私たちはグリーンボンドという投資機会を理解していますが、現状の投資対象についての制限から、これらの資産を検討することはできません。」と、ある新興国の中央銀行は述べています。

## ソブリン投資家について

政府のより明確なガイドラインは、ソブリン投資家の気候変動への政策を促進します。多くの回答者は、国による明確な枠組みの欠如により、環境に関する政策の採用が遅れていると報告しています。「私は、投資家として気候変動についてどのように考えるべきなのか、正解が分かりません。使われている専門用語には、しばしば矛盾や混乱が見られます。数値やベンチマークの設定は、依然として不十分に見えます。」と、あるアジアの開発ソブリンは述べています。投資家は、国家による①さまざまな定義の明確化、②採用する方策の概要の提示、③ポートフォリオ内の炭素排出量のパラメーターの理想となる上限値の設定—などを望んでいます。重要な点は、ソブリン投資家は、使用していく必要な計量基準と、あるべき環境規制を監督する政府の考え方について、より理解を高めたいと考えているということです（図5.12）。

図 5.12 政府に望む気候変動に関する取り組みについて（5点満点による平均点数）



投資家の気候変動への注目を高めるために、政府はどのような活動に注力すべきですか？（1から5で評価してください。5=非常に重要） 回答数：83。

欧米のある開発ソブリンは、「集団的な努力が欠如している。」としています。「気候変動に関する政策には協調が見られず、効果が乏しい状況です。政府による確固たる指針の存在は、私たちが余計な心配をせずに、気候変動を考慮した投資戦略を少しずつ構築していくことを後押しします。」

別のアジアの投資ソブリンは次のように述べています。「気候変動に関する政策を考えている投資家にとって、ガイドラインの存在は非常に重要です。必要なのは、金融業界で進められている方針とローカルな行動を一致させていくことです。EUにおける分類法やイングランド銀行の気候変動への取り組みなどの進展は、気候変動に真剣に取り組もうとしている政府にとって良きモデルとなるはずで。」





---

## 結論

中央銀行とソブリン投資家は、気候変動リスクの発見、その影響の軽減、資産化に関する知見を高めながら、気候変動への懸念を投資の意思決定に反映させる試みを続けています。この傾向は今後も続くと思われませんが、これをより広範な動きとしていくためには、政策立案者や主要な機関投資家のリーダーシップが必要です。投資のコミュニティにおける主要なイノベーターには、さらなるリーダーシップが求められています。そして、過去数年、気候変動の問題に取り組んできた投資家においては、そのコミットメントをより高めていくことが求められるでしょう。それらの投資家からの声明は、気候変動と戦うための新たな創造的な解決策と共に、他の投資家の気候変動リスクへの意識を変革していくことになるでしょう。

## 投資家の定義

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

### 中央銀行

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

### 流動性ソブリン

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

### 債務ソブリン

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

### 開発ソブリン

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

### 投資ソブリン

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

## 投資家の分類

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



### **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 2020”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

