

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
西迫 伸一

年金のインフラ投資

昨年から今年にかけて国内の大手年金基金が、海外年金基金とのインフラ共同投資を行うことを発表しました。今後は国内のインフラも含めた投資対象の拡大も期待され、国内の年金基金にとってもインフラ投資の選択肢が広がりがつつあります。

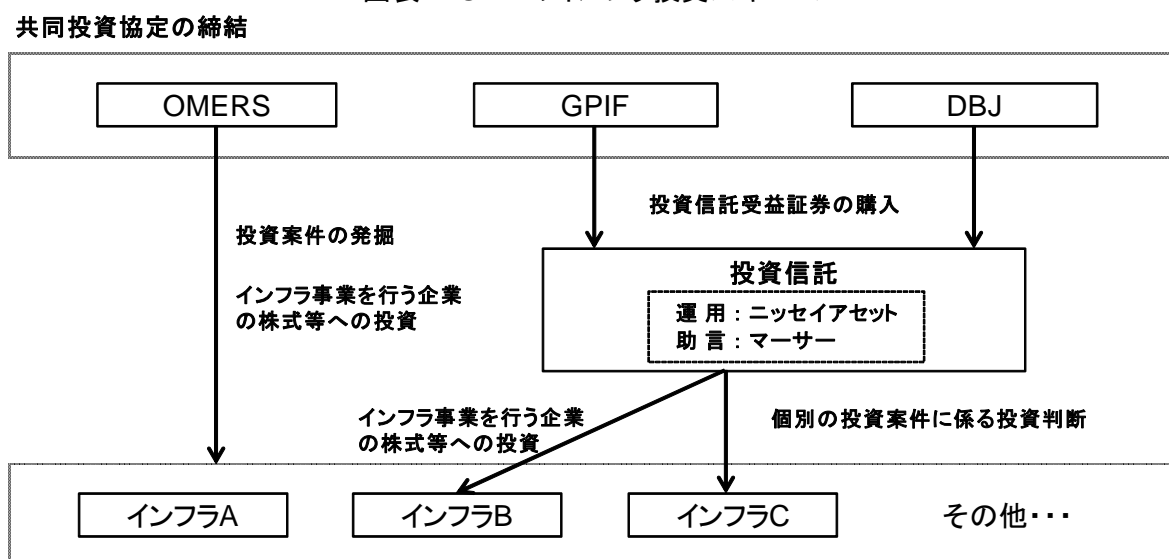
相次ぐ国内大手年金基金のインフラ共同投資

昨年の「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」において、公的年金の投資対象資産拡大が提言され、その対象としてインフラ投資が取り上げられました。一方で、公的年金の運用者であるGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)では、2月28日に

「国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について」と題したプレスリリースにより、OMERS(オンタリオ州公務員年金)及びDBJ(日本政策投資銀行)との共同インフラ投資の開始を発表しています。

国内でも既に海外のインフラ・ファンドへの投資を行っている企業年金が既に存在しています。

図表1 GPIFのインフラ投資スキーム



(出所)年金積立金管理運用独立行政法人

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

PFA(企業年金連合会)も一昨年にOMERS及び国内機関投資家とインフラ投資のためのコンソーシアムを組んで、昨年第一号案件の投資を開始しました。ここへきて国内年金運用においてもインフラ投資が本格的に投資対象として認識されるようになってきました。

今回発表されたGPIFの投資スキームは、OMERSが発掘・投資するインフラ投資案件に対し、GPIFとDBJが投資信託を通して共同投資するスキームです。この投資信託は、オルタナティブ資産に実績のあるニッセイアセットマネジメントが、インフラ事業の評価を世界的に展開しているマーサー・インベストメンツから助言を受けて運用しています。投資信託への投資という形式を取っていますが、かなり共同投資に近いスキームと言えます。

安定したインカム・ゲインが期待でき、インフレ

との流動性も高いインフラ投資は、年金運用との親和性も高いとされています。しかし、巨額の資金を運用しているGPIFにとって、合同口のインフラ・ファンドへの投資では十分な投資額を確保することは難しいでしょう。さらに現時点では自らインフラ事業の運営を行うリソースを保有していないことから今回のような共同投資というスキームを選んだと思われます。

海外年金のインフラ共同投資

大規模年金においてもインフラ共同投資を採用する例が見られます。海外年金のインフラ投資も当初はファンドを介した投資が主でしたが、運用報酬節約のために規模の大きな年金は直接投資を行うようになりました。

しかしながら、インフラ投資は1件あたりの規模が大きく、一つの基金では対応しきれない場合が

図表2 非上場インフラ・ファンドによる主なインフラ資産の取引(2013年4月～6月)

投資対象資産	地域	種別	投資家	取引規模 (百万)	保有率 (%)	月日
Port Botany & Port Kembla	豪州	港湾	Industry Funds Management, Cbus, AustralianSuper, HESTA, HOSTPLUS, Abu Dhabi Investment Authority	5,070 AUD	100	4月13日
Cape Wind	米国	風力発電	Copenhagen Infrastructure Partners	200 USD	-	6月13日
West London Waste Contract	英国	廃棄物処理	ITOCHU Corporation, Lloyds Bank Project Finance Funds, SITA UK	240 GBP	100	5月13日
Goethals Bridge	米国	橋梁	Kiewit Corporation, Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA), Massman Construction, Parsons, Weeks Marine	1,500 USD	100	4月13日
Terminal Investment Limited	オランダ	港湾	Global Infrastructure Partners, Unidentified Investor(s)	1,929 USD	35	4月13日
Waterloo Wind Farm	豪州	風力発電	Northleaf Capital Partners, Palisade Investment Partners	228 AUD	75	5月13日
University of Hertfordshire Student Accommodation	英国	学生宿舎	Bouygues Group, Derwent Living, Legal and General Group, Meridiam Infrastructure, Unidentified Investor(s)	190 GBP	100	5月13日
Varsvik Wind Farm	スウェーデン	風力発電	Holmen, Mirova Environnement & Infrastructures	102 EUR	20	5月13日
Bendigo Hospital PPP	豪州	病院	Lend Lease Group, Siemens Financial Services	630 AUD	100	4月13日
Synagro Technologies	米国	廃棄物処理	EQT Infrastructure	455 USD	100	4月13日

(出所)Preqin “The Preqin Quarterly Update Infrastructure”

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

あります。規模の大きな基金であっても分散投資を考えれば、1件あたりの投資金額はある程度の金額に抑えたいところです。また、事業の運営ノウハウを持たない年金基金は、運用経験豊富な基金との共同投資によって、そのノウハウを利用することができます。

このようなメリットから海外の年金ではインフラ投資にあたって共同投資を選択する基金が見られるようになりました。図表2はインフラ資産の投資事例の一部ですが、通常1投資家当たりの投資案件は大きくても数百億円規模であり、数千億円規模の投資案件には、ソブリン・ウェルス・ファンドや公的資金など、世界的な大規模投資家が共同投資している様子が窺えます。

年金運用においてインフラ投資が定着するに当たって、投資対象となりうるインフラ案件の獲得競争も厳しくなっています。中小規模の優良案件はインフラ・ファンドなどとの競争が厳しくなっています。

海外の大規模年金基金であっても、競合相手の少ない大規模案件を獲得するためには資金力の大きなコンソーシアムを組む必要に迫られています。OMERSが一昨年来日本の大手年金基金との共同投資を模索しているのもこのような背景に基づくものと思われます。

国内インフラへの投資の可能性

これまで国内の年金にとってインフラ投資の対象は、ファンド・オブ・ファンズを含めたインフラ・ファンドへの投資が主な選択肢で、投資対象はほとんどが海外のインフラ案件でした。

昨年のPFA及び今回のGPIFが共同投資という新たな選択肢を得たことは、国内の中小年金にとっても将来的な選択肢が広がる可能性を持ったと言えるでしょう。カナダでは大規模な年金

が開発した投資手法に中小の年金が加わるなど、多様な選択肢が提供されています。今後日本の中小規模の年金にも適した選択肢が開発されることを期待したいと思います。

また、今後日本の年金においてインフラ投資が定着するためには、投資手法の開発とともに国内のインフラ投資案件の出現も大きな誘因となることでしょう。年金にとってインフラ投資の魅力の一つが安定したインカム・ゲインの獲得であり、その観点からも為替リスクにさらされない自国の投資案件は年金運用にとって親和性の高い投資対象と考えられます。

これまで年金の投資対象となった国内インフラの投資案件は多くはありません。日本ではこれまで、公的機関がインフラを保有・運営していたため、民間資金によるインフラ整備の必要が高くはありませんでした。

しかしながら、近年の財政状況と今後発生するわが国のインフラの維持管理・更新費用を考えた場合、民間資金の導入が不可欠になると考えられます。国土交通省によれば、今後の投資可能総額の伸びが2010年度以降対前年度比±0%で、維持管理・更新に関して今まで通りの対応をした場合は、維持管理・更新費が投資総額に占める割合は2037年度時点で投資可能総額を上回り、更新できないストック量が約30兆円と試算されています。

このような状況を受けて、昨年東京証券取引所では上場インフラ市場研究会を開き、2015年度中の上場インフラ市場の創設を目指しています。オーストラリアや韓国などでは、自国のインフラ整備のために上場インフラ・ファンドが設定され、その発展過程では年金基金が投資家として主要な役割を担ってきました。

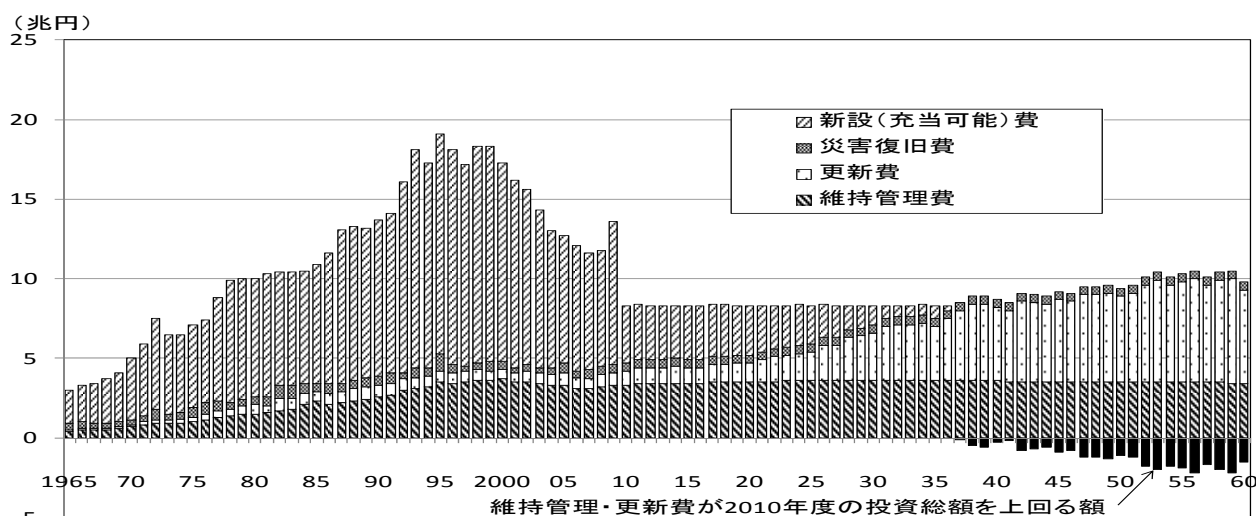
今後わが国においても多様なインフラ投資の

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

機会が現れることを期待したいと思います。

図表3 国土交通省の維持管理・更新費の推計(従来通りの維持管理・更新をした場合)



(注) 推計方法について

国土交通省所管の8分野(道路、港湾、空港、公共賃貸住宅、下水道、都市公園、治水、海岸)の直轄・補助・地単事業を対象に、2011年度以降につき次のような設定を行い推計。

・更新費は、耐用年数を経過した後、同一機能で更新すると仮定し、当初新設費を基準に更新費の実態を踏まえて設定。耐用年数は、税法上の耐用年数を示す財務省令を基に、それぞれの施設の更新の実態を踏まえて設定。

・維持管理費は、社会資本のストック額との相関に基づき推計。

(なお、更新費・維持管理費は、近年のコスト縮減の取組み実績を反映)

・災害復旧費は、過去の年平均値を設定。

・新設(充当可能)費は、投資総額から維持管理費、更新費、災害復旧費を差し引いた額であり、新設需要を示したものである。

・用地費・補償費を含まない。各高速道路会社等の独法等を含まない。

なお、今後の予算の推移、技術的知見の蓄積等の要因により推計結果は変動しうる。

(出所)国土交通省

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。
当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。
ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

3月24日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365% *1(税抜1.3%)(20万円以下の場合は、2,730円 *2(税抜2,600円))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

*1, *2 2014年4月1日以降、消費税率8%が適用される分については、*1は1.404%、*2は2,808円となります。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会