

野村証券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
原 和香奈

### リアルアセット投資(農地／森林投資について)

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」の提言を受けて、国内公的年金におけるリアルアセットへの投資が検討され始めています。

#### はじめに

昨年11月の「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「投資対象の多様化」が提言されました。検討すべき新たな投資対象の例として、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資などが挙げられました。これには、運用対象の多様化を図り、分散投資を推進することを目的とし、リスクを減らしてより分散されたポートフォリオを構築するという狙いが示されています。

不動産やインフラ、コモディティ等は、リアルアセット(実物資産)と呼ばれ、わが国においてはまだ導入している年金は少なく、投資比率も低いですが、海外では年金をはじめとする長期投資家の間で、近年その認知度が高まっています。

#### リアルアセット投資の背景と位置付け

リアルアセット投資が海外の長期投資家の間で広まってきた背景として、以下のような点が挙げられます。また、これらは、リアルアセット投資のメリットでもあります。

##### ① ポートフォリオ全体における分散効果

- ② 安定的なインカム収入(コモディティを除く)
- ③ インフレ対応資産としての期待(主に海外)
- ④ マクロ環境の変化による長期的な資産成長への期待

ここで、③と④について補足をします。

まず③ですが、海外において、リアルアセットがインフレ対応資産として導入される背景には、海外年金の給付制度があります。欧米年金の給付制度は、物価スライド方式を導入しているため、ポートフォリオにインフレヘッジ資産を組み入れることが重要になります。実際に、インフレヘッジを目的として、インフレ連動債や、コモディティ、不動産、インフラに投資している海外年金は多数存在します。わが国の公的年金では、マクロ経済スライド方式を導入しているため、一人当たりの賃金や物価の変動に基づいて給付額が決定されます。わが国においては、長期に亘るデフレ環境から、インフレの影響はこれまであまり意識されてきませんでした。日銀がインフレ目標2%を掲げている点を踏まえると、海外年金と同様に、今後インフレ対応資産としての観点から、リアルアセットの組み入れを検討する局面が訪れたとも考えられます。

#### 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。

また、④については、今後、新興国を中心とした人口増加が予想される中で、不動産、エネルギー、食料の需要増加は避けられないでしょう。そのため、今後、リアルアセットの需要は益々高まっていくと考えられます。

以降では、リアルアセットに含まれる、農地投資と森林投資について取り上げ、特徴や魅力、留意点について簡単に説明したいと思います。国内において、これらの資産に投資を開始している年金は企業年金のごく一部に限定されますが、海外年金では、世界的なコモディティ市場の活発化の影響もあり、リアルアセットの中でも近年注目を集めている投資対象の一つです。

## 農地／森林投資について

### (1) 海外年金の動向

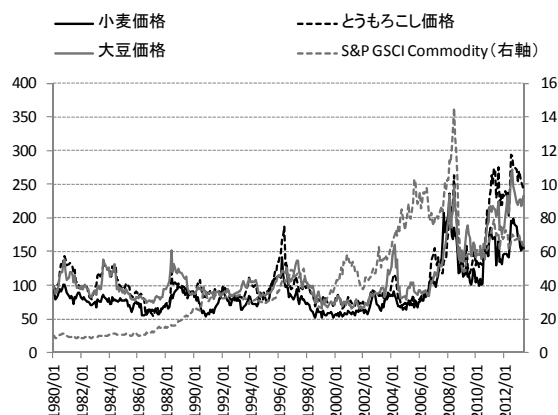
欧米の年金では、独立した資産クラスを設けたり、オルタナティブの一部として、全体の数%～10%程度を不動産投資に配分しているケースが多く見られます。さらに、不動産投資を拡張してリアルアセットという資産クラスを設け、その一部で農地／森林投資を行っているケースが見受けられます。

森林投資を行っている海外年金の中で投資額が大きいのは、カリフォルニア州職員退職年金(CalPERS)(US\$22.91億)<sup>1</sup>とマサチューセッツ州投資委員会(US\$10.36億)<sup>2</sup>です。

一方、農地投資は、近年、穀物などのコモディティ価格の上昇とそれに伴う農地価格上昇期待を背景に、投資家の資金が多く流入してきました(図表1)。農地投資を積極化しているのは、米国内部教職員退職年金(TIAA-CREF)、米アラスカ

<sup>1-2</sup> いずれも2012年時点

図表1 コモディティ価格の推移



(注) 小麦、とうもろこし、大豆の価格は、シカゴ商品取引所のデータ

(出所) Datastreamのデータを用いて、野村証券フィギュア・サービス研究センター作成

州年金、CalPERS、オランダ公務員年金総合基金(APG)等です。特に、TIAA-CREFは、2012年春に、米国とオーストラリア、ブラジルの農地に投資するファンドをスウェーデン公的年金基金AP2や運用会社らと共同で立ち上げ、投資額を拡大しています。2012年時点で農地投資への配分がUS\$40億に達していると考えられ、年金による投資額は最大級となっています。

### (2) 農地／森林投資の特徴

農地／森林投資は、不動産投資的側面とコモディティ投資的側面をもっています。リターンの源泉は、①土地の賃貸料や成果物の売却収入(インカム・リターン)と、②土地の売却収入(キャピタル・リターン)です。農地／森林投資では、はじめに運用会社が農地や森林を購入して管理・運営を行いながら、成果物(農地であれば農畜産物、森林であれば材木)を売却したり、農地／森林を賃貸することによって、インカムを得ます。そのため、パフォーマンスはコモディティの価格の影響を受けますが、先物ではなく、農作物や畜産物の現物商品の価格に依存しています。また、単位

## 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。

面積当たりの生産性を向上させる等、土地の価値を向上させた後に売却をすれば、より高いキャピタルリターンを狙うことも可能です。

投資の対象となる地域は、農地投資においては米国を中心に、カナダ、オーストラリア、イギリス、森林投資においても同様に、米国を中心として、オーストラリア、ニュージーランド、ブラジル、英国があります。また、いずれにおいても、最近では、南米やアフリカ等にも拡大しつつあります。

投資形態は、いずれもクローズドエンド型私募ファンドが中心ですが、オープンエンド型私募ファンドや上場REITも存在します。

また、他のリアルアセットと同様、投資期間としては一般的に10年以上の長期を想定する必要があります。

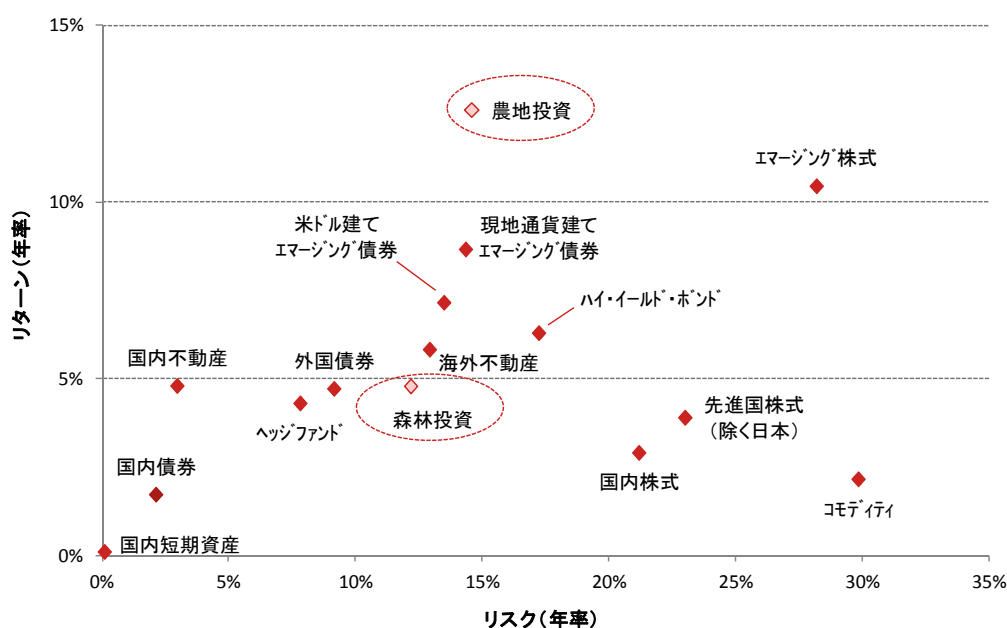
があります。

### (3) 農地／森林投資の魅力

農地／森林投資の魅力の一つとして、過去の安定したリターン実績が挙げられます。国内年金が投資を行っている主要な資産クラスのリスク・リターンマップを見ると(図表2)、農地／森林投資のリスク水準は、中程度に位置しています。リターンについては、農地投資が高位に位置しています。これは、2000年代半ば以降のコモディティ価格上昇によって、インカムリターン、キャピタルリターン共に安定して推移したためと考えられます。

一方で、国内株式のリターンとの相関も、債券を除く他の資産と比較して比較的低位に留まっていることが確認できます。(次ページ図表3)。

図表2 主要な資産クラスのリスク・リターンマップ



(注)各資産のリターンとリスク(いずれも年率換算)は、すべての資産クラスのデータが揃う2002年1月~2013年9月までの四半期ベースのリターンデータ(すべて円ベース、為替ヘッジなし)を用いて算出。

(出所)NCREIF、ARES、Bloomberg、Datastreamのデータを用いて、野村証券フィューチャー・サービス研究センター作成

#### 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。

図表3 国内株式との相関

国内 短期資産	国内債券	国内株式	外国債券	先進国 株式 (除く日本)	イマージング株 式	米ドル建て イマージング 債券	現地通貨建て イマージング 債券
-0.34	-0.47	1.00	0.46	0.75	0.73	0.52	0.62
ハイ・ イールド・ ボンド	ヘッジ ファンド	コモディティ	国内 不動産	海外 不動産	農地投資	森林投資	
0.62	0.72	0.48	0.20	0.52	<b>0.52</b>	<b>0.47</b>	

(注)すべての資産クラスのデータが揃う2002年1月～2013年9月までの四半期ベースのリターンデータ(すべて円ベース、為替ヘッジなし)を用いて算出。

(出所)NCREIF、ARES、Bloomberg、Datastreamのデータを用いて、野村証券フィューチャー・サービス研究センター作成

また、森林投資の特徴としては、伐採・販売の時期が選択可能である点が挙げられます。つまり、景気低迷などにより木材需要が減少し、木材価格が低迷する局面では伐採を停止し、再び需要が上向きだした時点で伐採を再開することが可能ということです。木材は一般に樹齢が長いものほど高価値となる傾向があるので、伐採を延期したことが必ずしもマイナスになるとは限りません。この点は、農地投資との違いの1つであり、魅力の1つとも捉えられるでしょう。

#### (4) 留意点

農地／森林投資を行う際の留意点としては、

①低流動性、②価格変動性、③天候による災害

および害虫・病気のリスク等が挙げられます。①については、先述の通り、投資期間は他のリアルアセットと同様に長期を想定しているため、契約解除の制限や、換金性に関するリスクを伴います。②については、リターンの源泉の1つである成果物の売却によるインカムが現物商品の価格に依存するためです。農地投資は、近年のコモディティ価格上昇がトータルリターンに与える影響が大きかったこともあり、今後の価格下落リスクには特に注意する必要があると考えられます。③については、農畜産物の収穫に悪影響を及ぼす、ハリケーンや寒波などの天候による大きな災害や、農畜産物の病気・害虫の流行によるリスクが考えられます。

#### 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。

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](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

— 次号のお知らせ —

次号は

**4月7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。

## 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