

## 年金基金によるインフラ投資について

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

インフラ・PPP アドバイザーサービス

ヴァイスプレジデント 立入政之

### I. サマリー

政府が設置した公的年金に関する有識者会議は、2013 年末、運用資産多様化の一環として、インフラストラクチャー（以下、インフラ）への投資を提言した。海外では、カナダの公的年金基金などが、すでにインフラ投資の重要なプレイヤーとなっている。有識者会議の提言を踏まえ、公的年金資産を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、海外の年金基金などと共同でインフラ投資を開始することを、2014 年 2 月に発表した。日本では、コンセッションを通じたインフラ資産の民間への運営委託が本格化することが見込まれており、中長期的にインフラ市場が形成され、年金基金がその重要なプレイヤーとなることが期待される。

### II. インフラ投資

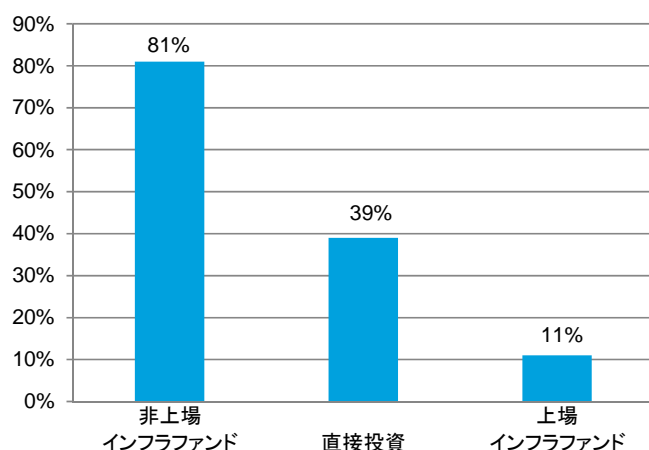
インフラは、電力、上下水道、交通施設、病院、学校といった実物資産を指す。インフラ投資とは、通常これらインフラ資産へのエクイティ投資をさす。インフラは、一般に以下の特徴を持つことから、年金基金などの機関投資家にとって望ましい資産となっている。

- ① 需要の価格弾力性が低いため、キャッシュフローは長期的に安定している
- ② 株式など伝統的資産とリターンの連動性が低い
- ③ 料金改定を通じ、キャッシュフローがインフレに連動している

一方、インフラ投資は一件あたりの規模が大きく、回収期間が長くなる傾向があるため、インフラの事業者から見ても、大規模な資金を長期保有できる機関投資家は歓迎される。

インフラ投資の手法としては、インフラ事業を行う上場企業への投資、上場もしくは非上場のインフラファンドへの投資、インフラ資産への直接投資などがあげられる。Prequin 社によれば、81%の投資家が非上場のインフラファンドを通じて投資を行っている(図1)<sup>1</sup>。ただし、ファンドを通じた投資はコストが高くなりがちなので、大手の機関投資家を中心に、自前の投資チームを揃え、直接投資を増やす傾向が見られる。Deloitte の調査によれば、特に大規模プロジェクトについては、インフラファンドのマネジャーが年金基金などの直接投資を行う機関投資家を重要な競合相手とし意識するようになってきている<sup>2</sup>。

図1 インフラ投資の手法



出典： Prequin(2014), The Prequin Quarterly Update,

### III. 海外の年金基金のインフラ投資動向

Prequin 社によれば、世界で303の公的な年金基金がすでにインフラ投資を行っている<sup>3</sup>。これらの年金基金の運用資産規模は、中間値で58億ドル(約6千億円)<sup>4</sup>、平均値は212億ドル(約2.1兆円)である。運用資産に占めるインフラ資産のシェアは、平均で2.9%である。一方で、目標とされているインフラ資産のシェアは平均4.8%であり、年金基金が今後インフラ投資を拡大していく計画であることがわかる。

表1 公的年金基金によるインフラ投資

インフラ投資を行っている公的年金基金の数	303
運用資産(中間値)	58億ドル
運用資産(平均)	212億ドル
総資産に占める現在のインフラ資産シェア(平均)	2.9%
総資産に占めるインフラ資産の目標シェア(平均)	4.8%

出典： Prequin (2014), Infrastructure Spotlight, February 2014

<sup>1</sup> Prequin(2014), The Prequin Quarterly Update Infrastructure, Q1 2014

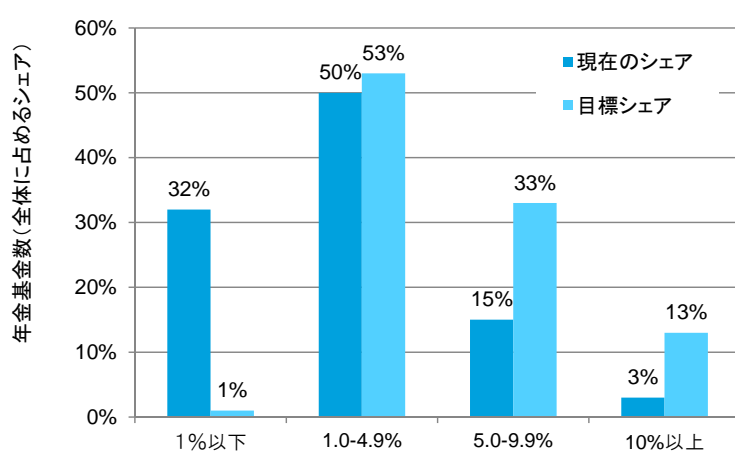
<sup>2</sup> Deloitte(2014), Where next on the road ahead? Deloitte Infrastructure Investors Survey 2013

<sup>3</sup> Prequin(2014), Infrastructure Spotlight, February 2014

<sup>4</sup> 102.5 円/USドルで計算(以下同様)。

年金基金の運用資産に占めるインフラ資産のシェアは数%に過ぎないが、資産規模が大きいいため、投資の絶対額は大きなものとなる。上記の平均的な目標シェアに沿って、仮に運用資産 2 兆円規模の 300 の年金基金が、それぞれ 2%ずつインフラ資産を増やした場合、インフラ資産への純投資増加額は合計で 12 兆円に達する。更に、後述する日本の公的年金基金など現在はインフラ投資を行っていない年金基金の参入も想定されることから、年金基金による潜在的なインフラ投資額は相当な規模に達すると考えられる。

図 2 インフラ資産のシェアによる年金基金の分布



出典: Preqin(2014),Infrastructure Spotlight, February

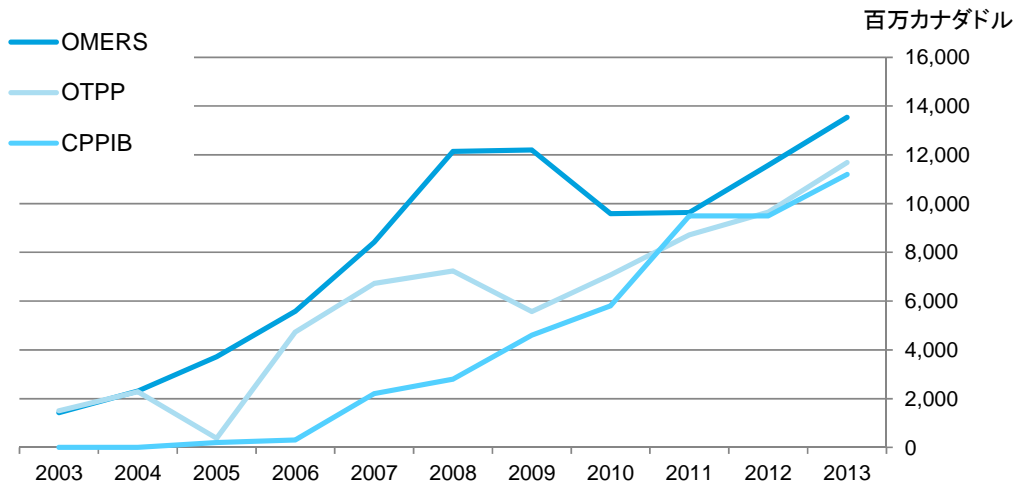
年金基金によるインフラ投資の姿勢をより詳しく見てみよう。図 2 は、インフラ投資を行っている年金基金の分布を、総資産に占めるインフラ資産のシェア別に示している。現状では、インフラ投資を限定的にしか行っていない年金基金(インフラ資産のシェア 1%以下)が全体の 3 分の 1 を占めているが、目標シェアを 1%以下に設定している基金は非常に少なく、これらの基金のほとんどが、今後インフラ投資を本格的させる計画であることがわかる。約半数の年金基金は、現在のシェア、目標シェアとも 1.0%~4.9%のレンジにあるが、総資産の 5.0~9.9%、10%以上をインフラに振り分ける目標を持つ年金基金も相当数にのぼり、インフラ投資への積極姿勢が見て取れる。

#### IV. カナダの年金基金の事例

カナダの年金基金は、特にインフラ投資に積極的として知られており、後述するよう日本の年金基金との協働も始まっている。図 3 は、代表的な3つの公的年金基金(Ontario Municipal Employee Retirement System: OMERS、Ontario Teachers' Pension Plan: OTPP、Canada Pension Plan Investment Board: CPPIB)のインフラ資産の推移を示したものである。これら年金基金の運用資産は、それぞれ 663 億カナダドル(6 兆円)、1,389 億カナダドル(13 兆円)、1,833 億カナダドル(17 兆円)であり<sup>5</sup>、3.で述べた平均的な年金基金よりも大規模な基金といえる。

<sup>5</sup> Investment liabilities 除く純資産。CCPIB については 2013 年 3 月末、そのほかは 2013 年 12 月末。93 円/カナダドルで計算(以下同様)。

図3 カナダの代表的年金基金のインフラ資産



出典: OMERS、OTPP、CPPIB のアニュアルレポートよりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社が作成

これらの基金は、ここ 10 年あまりでインフラ投資を急拡大した。2003 年にそれぞれ 20 億カナダドル以下だったインフラ資産は、2013 年には OMERS については 130 億カナダドル(約 1.3 兆円)、OTPP と CPPIB については 110 億カナダドル(約 1 兆円)を超える規模となっている。運用資産に占めるインフラ資産の割合も、2013 年には OMERS で 16%、OTPP で 8%、CPPIB で 6%まで上昇した<sup>6</sup>。投資手法としては、当初はインフラファンドを通じて投資を行うことが主流であったものの、コスト削減などの観点から自己運用を拡大し、現在は直接投資を行うことが多くなっている。

## V. 日本の年金基金の動向

日本の年金資産は、総額で 300 兆円を超え、米国、英国に次いで世界第3位の規模となっている<sup>7</sup>。その中でも、公的年金の運用を行っている年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、総資産が 120 兆円(2012 年度末)に達する世界最大の年金基金である<sup>8</sup>。

日本の年金資産、特に公的年金の資産は、その多くが日本国債に投資されている。日本政府は、民間投資を喚起する成長戦略の一環として、「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」を 2013 年に設置し、年金資産の運用方法などを見直した。

<sup>6</sup> investment liabilities 除く前の総資産に占める割合。

<sup>7</sup> Towers Watson (2014), Global Pension Assets Study 2014

<sup>8</sup> 平成 24 年度業務概況報告書

### 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

同会議は、2013年11月に年金運用やリスク管理体制などの見直しを提言する報告書を公表した。運用に関しては、国内債券を中心とするポートフォリオの見直し、運用対象の多様化などを提言している。運用対象の多様化に関する提言は、以下の通りである。

「GPIF等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、後述するリスク管理体制の構築(III②参照)を図った上で、新たな運用対象(例えば、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)を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきである。」

出典:内閣官房 日本経済再生総合事務局「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」報告書

同会議の報告を踏まえ、2014年2月28日、GPIFは日本政策投資銀行および前述のOMERSとの共同投資協定に基づいて、インフラ投資を開始することを発表している<sup>9</sup>。このスキームでは、5年程度で最大27億米ドル(2,800億円、2013年末投資資産額の0.2%)のGPIF資金が、OMERSが発掘するインフラ(先進国の電力発送電、ガスパイプライン、鉄道など)に投資することが計画されている。

GPIFは、世界銀行グループの国際金融公社(IFC)および日本政策投資銀行と共同で、途上国のインフラや未上場会社に投資する方向で調整に入ったとも報道されている<sup>10</sup>。GPIFに先立つ類似の動きとしては、企業年金連合会が、三菱商事、国際協力銀行、みずほコーポレート銀行と、OMERSを中心として組成されたグローバル戦略投資アライアンス(Global Strategic Alliance(GSIA))に参画した動きが挙げられる<sup>11</sup>。

## VI. 今後の展望

日本の年金基金によるインフラ投資は、上記で述べたGPIFの枠組みに見られるよう、海外の機関投資家と共同で、海外のインフラ資産を対象として徐々に立ち上がっていくと考えられる。インフラ投資は高度の専門性が必要とされる分野であり、有識者会議でも提言されたよう、その前提としてリスク管理の高度化、専門人材の確保が必要となる。内部の体制が確立されるまでは、当社をはじめとしたグローバルリーチをもつプロフェッショナルファームを活用することも考えられよう。

<sup>9</sup> GPIFプレスリリース(2014)「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」

<sup>10</sup> 2014年3月9日の日経新聞報道

<sup>11</sup> 三菱商事プレスリリース(2013)「世界最大のインフラ共同投資アライアンスに参画」、「グローバル戦略投資アライアンスによるインフラ投資・初号案件を決定」。このスキームでは、三菱商事の子会社がGSIAに参画する国内投資家からの出資金の運営管理業務を行っており、2013年7月に第一号案件の投資が決定された

日本のインフラ資産に対する投資は、本格化するまでにさらに時間がかかると思われる。年金基金側の投資方針に加え、投資対象となるインフラ資産が十分に積み上がっていないからである。年金基金側の日本のインフラ資産は、電力等の一部セクターを除き、政府が財政措置により整備したものが多く、いわゆる「インフラ投資」の対象とはなっていない。一方、近年は、政府財政の悪化や運営改善の必要性を背景に、コンセッション等を通じて民間の資金・経営を導入する動きが本格化している。例えば、2013年にはPFI法の改正、民間資金等活用事業推進機構(PFI機構)の発足、PPP/PFIの抜本改革に向けたアクションプランの発表などが行われた。2014年には関西・伊丹空港のコンセッションといった大型案件も計画されており、今後は投資対象となるインフラ資産が徐々に積み上がっていくと考えられる。2013年には、東証・上場インフラ市場研究会が報告を出しており、セカンダリーマーケットの整備も期待されている。こういった動きにより、中長期的には国内にもインフラ市場が形成され、その中で年金基金が重要なプレイヤーとなっていくことも考えられる。

より長期的な投資対象としては、成長著しく、膨大な投資ニーズのあるアジア新興国のインフラ資産が考えられる。アジア開発銀行は、アジア地域における2010-20年のインフラ投資ニーズを8.3兆ドルと推定している<sup>12</sup>。新興国のインフラは、グリーンフィールドが多く、政治・規制環境の不確実性などからも、先進国の案件と比べてリスクが高いが、相対的に高いリターンが期待できる。新興国側は、長期の安定的な資金流入を、回収期間の長いインフラ投資に見合ったものとして歓迎するだろう。

なお、本文中の見解に関わる部分は、筆者の私見であることを予めご了承ください。

<sup>12</sup> Asian Development Bank (2009), Infrastructure for a Seamless Asia

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザリー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー等を提供しています。また、国内約40都市に約7,300名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト([www.tohmatsu.com](http://www.tohmatsu.com))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザリーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組みクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は [www.tohmatsu.com/deloitte/](http://www.tohmatsu.com/deloitte/) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。