

## 投資の最新トレンド「リアル化」とは？ ～インフラ投資市場誕生の背景～

2014年12月11日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第1部 上席主任研究員 福島 隆則

インフラに限らず「市場」というものが成立するためには、需要と供給の一致が必要となる。従って、我が国で今、インフラ投資市場が誕生しようとしているのは、インフラに対する需給が一致しつつあることを意味している。また、新たな市場の誕生は、新たなお金の流れやビジネスを生み出し、ひいては雇用促進、経済活性化などの効果ももたらすため、さまざまな立場の人が、このインフラ投資市場の誕生に期待し、そのことが更に需給の一致を後押ししているとも言える。

そこで本稿では、こうしたインフラ投資市場が我が国でも誕生しようとしている背景について、需要者側と供給者側のそれぞれの視点に立って、考察を行っていくこととする。我が国のインフラは、所有・運営主体が公共のインフラが多くを占めるため、ここでの供給者は公共、需要者は民間を意味するものとする。更に、その民間も、インフラ・プロジェクトに直接関与する事業者（ストラテジック・インベスター）ではなく、純粋に経済的利益を追求する投資家（ファイナンシャル・インベスター）を主に想定するものとする。また最後に、リアルアセットとリアル化という、投資の最新トレンドについても述べてみたいと思う。

（本レポートは、一般社団法人不動産証券化協会「ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.22」掲載論文をもとに、加筆・修正したものである）

### インフラ投資市場の供給者（公共）のニーズ

まず、インフラ投資市場の供給者である公共側の視点から考察を行う。

空港、上下水道、道路、港湾など、我が国でこれまで主にインフラを所有・運営してきたのは、公共である。ただ、こうしたインフラは、高度成長期以降、右肩上がりでも新設されてきたものが多く、今後、一般的な寿命と言われる“50歳”を順次迎えるにつれ、維持管理・更新費の負担も右肩上がりが増えていくことが懸念されている。いわゆる「もう一つの高齢化問題」である（**図表1**）。

一方で、少子高齢化や企業の海外移転などにより、今後の税収増は見込みづらく、公共の財政は、概ね厳しい状況にある。その結果、老朽化したインフラに必要な維持管理・更新費すら確保できないという、非常に危険な状況にもなりつつある。実際、こうした理由で通行止めになっている道路や橋は、日本全国に数多く存在する。最近ニュースなどでよく目にするようになった道路の陥没事故も、多くの場合は、老朽化して破損した下水管が原因で起こっている。

こうした背景から、公共は、潤沢な民間資金に注目しており、そのより効率的な調達の間として、インフラ投資市場への期待も高まっているのである。典型的なプロセスは、公共がインフラ投資市場に対し、所有・運営するインフラ資産や事業（権）を供給（売却）し、それを民間が取得（購入）することで、資金調達を行うというものになるだろう。

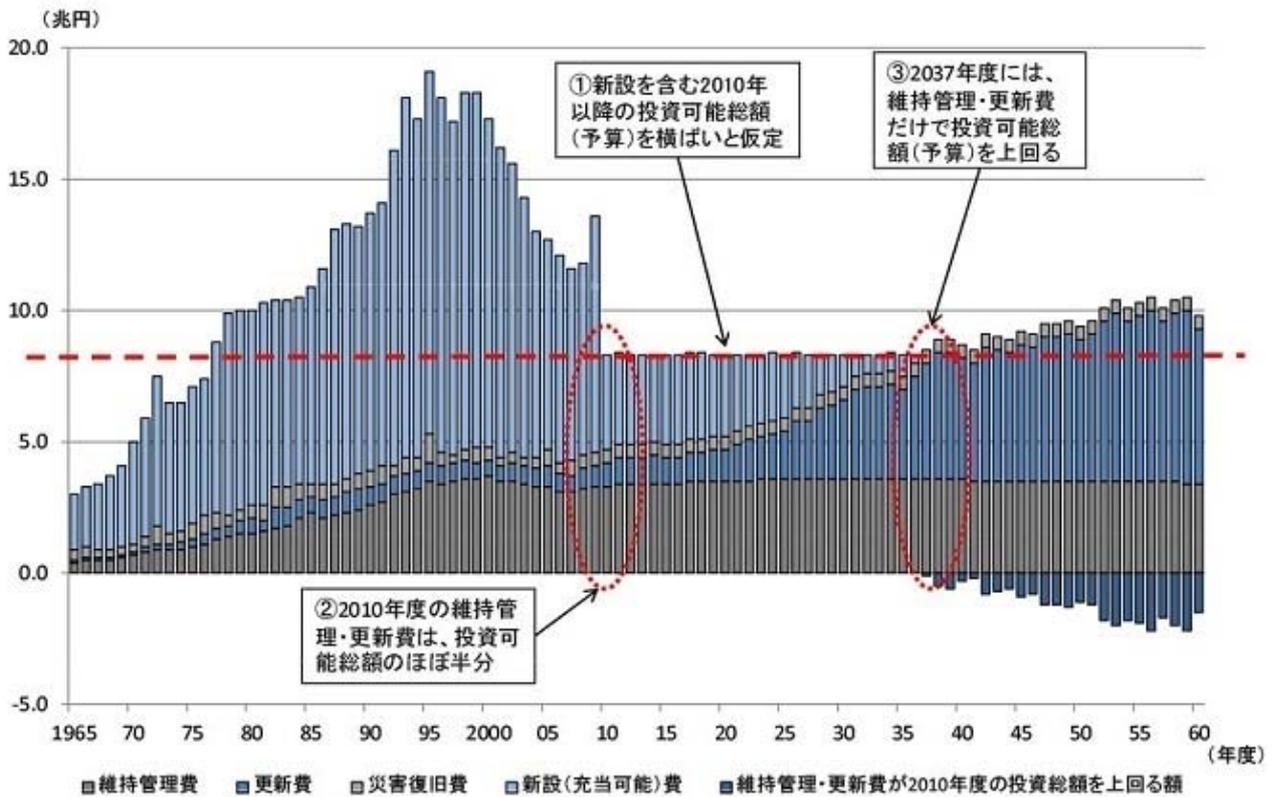
また、現状で非効率な運営が行われているインフラ事業の場合、民間資金とともに、優れた運営ノウハウも導入し、公共サービスの質や事業の効率性を向上させることも、インフラ投資市場に期待する点の一つとなっている。

ところで、こうした我が国の公共側の事情は、ほかの先進国にもほぼ共通するものである。つまり、過去に造られたインフラの老朽化と財政逼迫が、インフラ投資市場を通じた民間資金を求めるという構図は、先進国共通というこ

とである。

一方、新興国の場合、財政逼迫という状況は同じであるが、インフラはむしろ新規に、そして急ピッチで造る必要に迫られている。そのため、インフラ投資市場を通じた民間資金を求めるといふ、先進国と同じ方策に行き着いていることは、非常に興味深い。目的は違えども、インフラ投資市場を求めるといふ公共側のニーズは、世界共通になっているのである。

図表1 インフラの老朽化と膨らむ維持管理・更新費の負担



出所)国土交通省、「平成23年度 国土交通白書」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## インフラ投資市場の需要者(投資家)のニーズ

次に、インフラ投資市場の需要者である投資家側の視点から考察を行う。

投資家を取り巻く現在の環境を一言で言えば、「運用難」ということになるだろう。米国の量的緩和は終了したものの、長らく続いた先進国の金融緩和策により、投資資金は市場に潤沢にある一方、低位安定した長期金利が、国債など債券を中心とした運用を難しくさせている。簡単に言えば、「お金はあるが、適当な投資先がない」。これこそが、現在の多くの投資家が抱える悩みと言えるだろう。

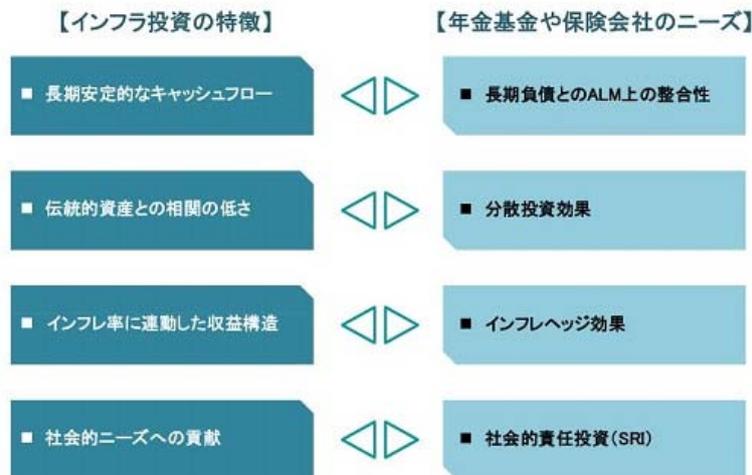
こうした中、多少のリスクは許容した上で、債券の代替となる新しい投資対象が求められてきており、インフラ投資は、まさにそうしたニーズに合致したものと言える。これは、我が国でも同様で、数年ほど前にはほとんど注目されなかったインフラ投資に、今、多くの投資家が関心を示し始めているのは、その証左と言えるだろう。

## インフラ投資は年金基金や保険会社に最適

前項で、『インフラ投資は(運用難に悩む)投資家のニーズに合致した』と述べたが、より詳細には、インフラ投資の持つ①長期安定的なキャッシュフロー、②株式や債券など伝統的資産との相関の低さ、③(多くの場合)CPIなどインフレ指標に連動した収益構造、④社会的ニーズへの貢献などの特徴が、投資家のニーズに合致したと言えるだろう。

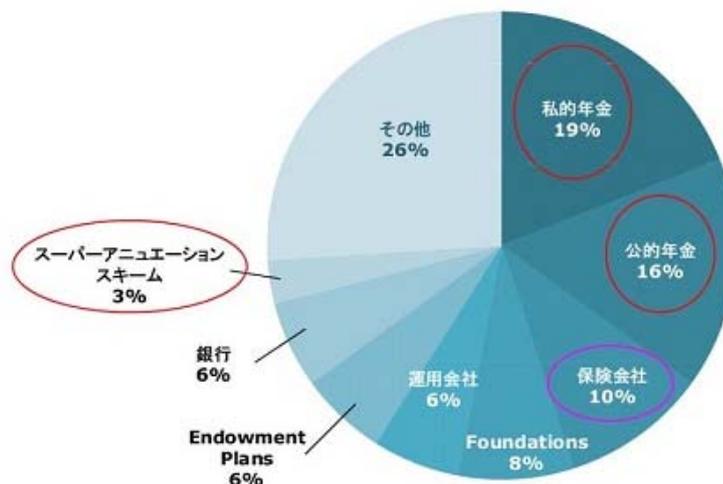
そして、こうした投資家の中でも年金基金や保険会社は、彼らの①長期負債とのALM上の整合性、②分散投資効果、③インフレヘッジ効果、④社会的責任投資(SRI)などを求めるニーズが、前述のインフラ投資の特徴と整合することから、特に最適な投資家と言われている(図表2)。

図表2 インフラ投資の特徴と年金基金や保険会社のニーズ



また、インフラ投資では、流動性リスクの大きさが課題とされることが多いが、この点においても、巨大な資金力と長期スタンスの投資でそうしたリスクを負担しやすい年金基金や保険会社は、インフラ投資に最適な投資家と言えるだろう。実際、世界のインフラ投資家のほぼ半分は、スーパーアニュエーションを含む年金基金と保険会社で占められており、こうした見方を裏付けている(図表3)。

図表3 世界のインフラ投資家の属性別比率



出所)Preqin、「The Preqin Quarterly Update:Infrastructure(Q3 2013)」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

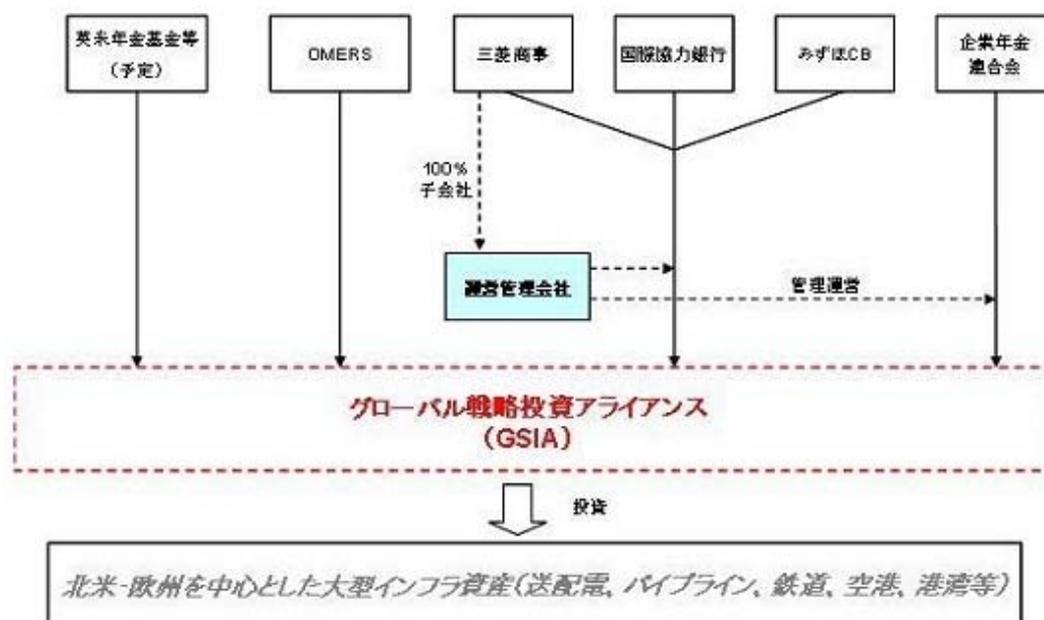
個別には、例えば最もインフラ投資に熱心な公的年金と言われているのが、カナダのオンタリオ州公務員年金基金(OMERS: Ontario Municipal Employees Retirement System)で、約6兆円の運用資産のうち、27.5%をインフラ投資のターゲットとし、実際に25%弱の約1.3兆円まで投資を積み上げている。また、アジア地域でも、韓国国民年金公団(NPS: National Pension Service)は、40兆円弱の運用資産のうち、3%弱の約1兆円をインフラ投資に振り向けている。

保険会社では、英国のLegal and General Groupが、約105兆円という運用資産のうち、1%弱の約1兆円をインフラ投資のターゲットとしている。ほかにも、マニユライフ・ファイナンシャルは、約25兆円の運用資産のうち、1.3%の3000億円強のインフラ投資を行っている。また、アジア地域でも、やはり韓国のハンファ生命保険が、約7.5兆円の運用資産のうち、6%の約4500億円をインフラ投資に振り向けている。

我が国では、第一生命保険が、2013年度～2015年度の中期経営計画の中で、環境・インフラ関連分野に、2013年度:約150億円、2014年度～2015年度:400億円～500億円を投融資する目標を掲げており、実際に、先進国のインフラ投資ファンドや国内のバイオマス発電事業、メガソーラー発電事業などに投資を行っている。また、日本生命保険も、2014年7月、ドイツの同業アリアンツ傘下の資産運用会社が組成する、英国の学校、病院、一般道路、送電線などを対象としたシニアデット・ファンドに、100億円を上限に投資することを発表している。

一方、我が国の公的年金は、前述の海外の公的年金と比べると、インフラ投資の実績は少なく、途に就いたばかりとも言えるが、その関心は徐々に高まってきている。例えば、企業年金連合会(PFA: Pension Fund Association)は、2012年、前述したOMERSが主導し、主に北米・欧州諸国の大型インフラに共同投資を行う「グローバル戦略投資アライアンス(GSIA: Global Strategic Investment Alliance)」に参画しており(図表4)、現在では、総資産の2%というインフラ投資のターゲットを定めるに至っている<sup>1</sup>。

図表4 企業年金連合会(PFA)が参画するグローバル戦略投資アライアンス(GSIA)のスキーム

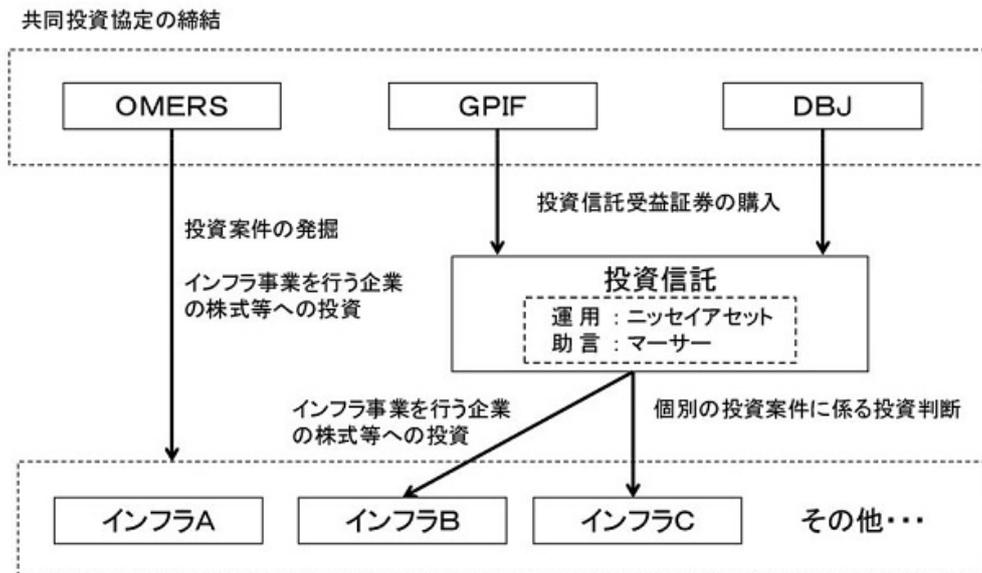


出所)三菱商事プレスリリース、「世界最大のインフラ共同投資アライアンスに参画」(2012年4月27日)

<sup>1</sup> 企業年金連合会、「企業年金連合会 年金資産運用の基本方針」(2014年5月改定)

また、資産規模世界一の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF: Government Pension Investment Fund)も、2014年2月、同じくOMERSや日本政策投資銀行とともに、先進国の電力発送電、ガスパイプライン、鉄道などに共同投資する協定を締結している。投資信託を通じて、OMERSが発掘するインフラ案件に投資する仕組みで、投資規模は、5年程度をかけて最大約27億ドル。約130兆円の運用資産を基準にすると、0.2%ほどのアロケーションとなる見込みである(図表5)。

図表5 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が参画するインフラ共同投資のスキーム



出所)年金積立金管理運用独立行政法人プレスリリース、「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」(2014年2月28日)

## リアルアセットと投資のリアル化

このように、投資対象としての認知度が急速に高まってきているインフラであるが、もう少し広い視点で考えると、こうした動きは、「投資のリアル化」という大きなトレンドの中に位置付けることができる。「投資のリアル化」とは、投資対象が「リアルアセット」にシフトする傾向のことであり、「リアルアセット」すなわち「実物資産」とは、株式や債券などの紙の証書、いわば「バーチャルアセット」の対極にあるものとして、一般的に、不動産、インフラ、森林、農地などの資産を指す。

この「リアルアセット」という言葉は、我が国ではまだそれほどなじみがないが、世界の投資家の間では、既に一般的なものとなっている。例えば、米国最大の公的年金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS: California Public Employees' Retirement System)のアセットアロケーションを見ると、不動産(Real Estate)、森林(Forestland)、インフラ(Infrastructure)からなる「リアルアセット」というカテゴリーがあり、現在のターゲットは12%(内訳は、不動産:10%、森林:1%、インフラ:1%)となっていることがわかる(図表6)。

このように、リアルアセットとして不動産やインフラなどの資産がひとくくりにされているのは、長期安定的なキャッシュフローや伝統的資産との相関の低さ、インフレヘッジ効果のある収益構造などの特徴がほぼ共通しており、評価やリスク管理手法などのノウハウも共有化できるためである<sup>2</sup>。従って、投資家の関心という意味では、対象はあくまでもリアルアセット全体であり、インフラはその一部に過ぎないと言うこともできるだろう。

<sup>2</sup> 海外の投資銀行やファンドなどでは、元々不動産分野を担当していた人がインフラ分野を担当するケースも多く見られる。また、世界最大の政府系ファンドであるアブダビ投資庁(ADIA: Abu Dhabi Investment Authority)では、かつて、ノウハウの共有化などを目的に、不動産投資とインフラ投資の部門を合併させている。

しかし、その点では、我が国には世界でも屈指の規模を誇る不動産投資市場がある一方で、本格的なインフラ投資市場はまだない。リアルアセットという視点から見ればいかにもアンバランスであり、投資家の需要を取りこぼしている可能性すらある。また、最初に述べたように、我が国のインフラは切実な老朽化問題を抱えており、そのための効率的な民間資金の調達にインフラ投資市場は不可欠である。このように考えると、我が国にインフラ投資市場がないことは、「不作為による社会的損失」とも言えるため、一刻も早いインフラ投資市場の誕生が切望されているのである。

図表6 カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)のアセットアロケーション

Allocation & Market Value by Asset Class			
Asset Class	Current Allocation (%)	Interim Strategic Target (%) <sup>1</sup>	Actual Investment (\$ Billions)
Growth	63.1%	61.0%	\$186.2
Public Equity	52.5%	51.0%	\$155.0
Private Equity	10.6%	10.0%	\$31.2
Income	17.7%	19.0%	\$52.3
Real Assets	10.2%	12.0%	\$30.0
Real Estate	8.7%	10.0%	\$25.6
Forestland	0.8%	1.0%	\$2.3
Infrastructure	0.7%	1.0%	\$2.1
Liquidity	1.9%	2.0%	\$5.5
Inflation	5.4%	6.0%	\$15.9
Trust Level <sup>2</sup>	1.7%	N/A	\$5.0
<b>Total Fund*</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>\$295.0</b>

<sup>1</sup> Interim strategic targets adopted by the Investment Committee at the May 2014 Investment Committee meeting

<sup>2</sup> Trust Level includes: Absolute Return Strategy, Multi-Asset Class, and Overlay, Transition, and Plan Level.

\* Figures are rounded for viewing purposes.

出所) CalPERS HP、「Asset Allocation」

## 参考文献

国土交通省、「平成 23 年度 国土交通白書」

Preqin、「The Preqin Quarterly Update:Infrastructure (2013 年 Q3)」(2013 年 10 月)

三菱商事プレスリリース、「世界最大のインフラ共同投資アライアンスに参画」(2012 年 4 月 27 日)

企業年金連合会、「企業年金連合会 年金資産運用の基本方針」(2014 年 5 月 22 日改定)

年金積立金管理独立行政法人プレスリリース、「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」(2014 年 2 月 28 日)

CalPERS HP、「Asset Allocation」(<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/assets/assetallocation.xml>)

Infrastructure Investor、「ADIA merges RE and Infra divisions」(2012 年 6 月 25 日)

## 【お問い合わせ】投資調査第 1 部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。