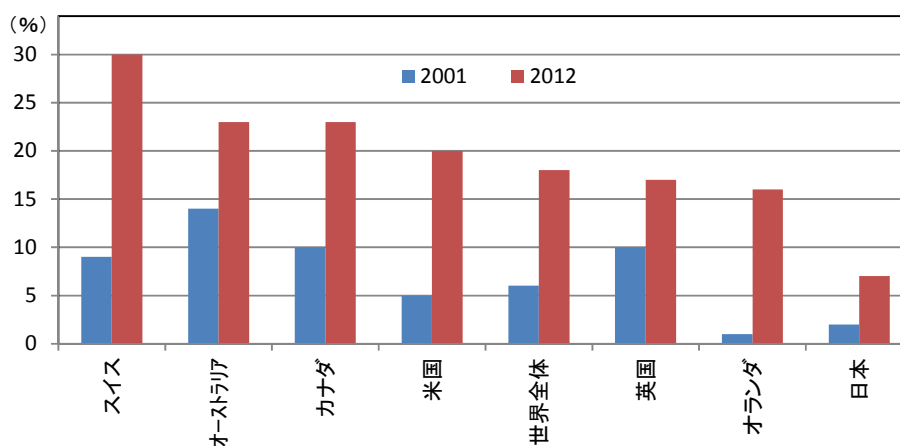


(年金運用)：海外のインフラ投資では自家運用に移行する動きも

海外の年金基金の資産配分において、不動産やインフラなどの「その他資産」の比率が拡大している。インフラ投資では自家運用に移行する動きがみられ、外部委託運用を基本とする国内の年金基金にとっても、今後の「その他資産」の運用を見据え、参考になるものと考えられる。

世界主要国の年金基金について、2001年と2012年の資産配分を比較すると、株式、債券、現金以外の「その他資産」の比率が大きく拡大している。他の国々に比べ水準は高くないものの、国内の年金基金についても、「その他資産」がある程度の比率に達している(図表1)。市場のグローバル化によって伝統的資産間の分散投資効果が薄れるなか、「その他資産」への高まる投資需要が、法制度の整備や金融技術の発達によって実現されてきたものとみられる。

図表1：年金基金の「その他資産」比率



*「その他資産」は株式、債券、現金以外の資産の合計
(出所) Towers Watson, "Global Pension Assets Study 2012, 13"

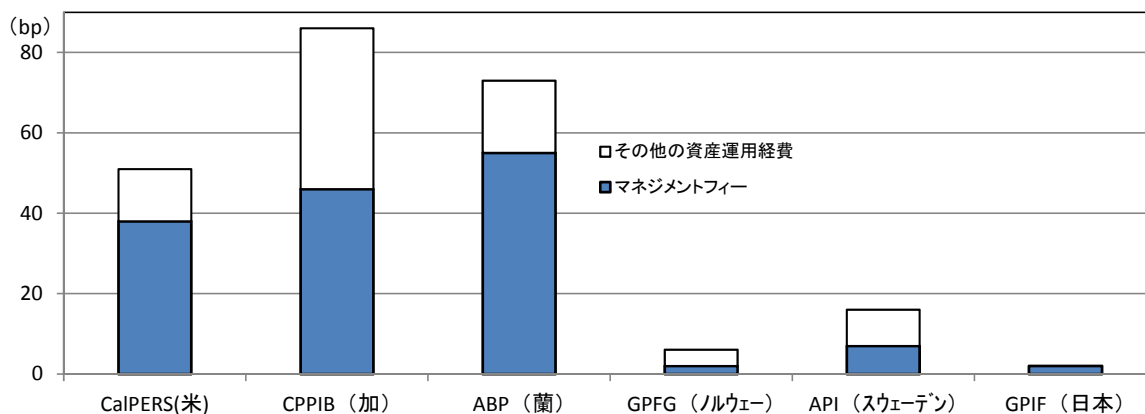
「その他資産」の主なものには、ヘッジファンド、PE、不動産、インフラなどが挙げられる。それらの多くは、市場性に乏しい面などで、株式や債券などの伝統的資産とは異なる性格を持っている。デリバティブなどの複雑な仕組みを用いるヘッジファンドだけでなく、PE や不動産、インフラも、投資にあたっては、高い専門性を持った運用会社に外部委託することが一般的となっている。それらの多くは、高い専門性の対価としてマネジメントフィーを相対的に高く設定しており、特に、海外のファンド商品では、運用リターンに連動した成功報酬型のマネジメントフィーなどが多額になることも珍しくない。

ただし、不動産は「その他資産」の中で比較的自家運用が可能な資産といえ、生保などの機関投資家が、オフィスビルを自家運用するケースは多い。しかし、最近では、省エネや防災への対応、環境への配慮や地域への貢献など、物件の立地やスペック以外の要素も重要になってきている。商業施設などは、同じ立地、スペックでも運用者の巧拙によってパフォーマンス格差が表れ易く、オペレーショナルアセットといわれているが、オフィスビルについても、生保などを除き、専門の運用会社に外部委託することが一般的となっている。

実際、世界の大手年金基金の資産運用経費について、ニッセイ基礎研究所の試算¹をみると、外部委託のマネジメントフィーが資産運用経費の過半を占めている(図表2)。

国内の GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）については、世界でも圧倒的に資産規模が大きく、国内債券およびパッシブ運用の比率が高いことから、資産運用経費率は海外の大手年金基金に比べて小さい。しかし、2013 年から「その他資産」への投資も検討されていることからⁱⁱ、今後はマネジメントフィーおよび資産運用経費率が拡大する可能性がある。

図表2： 大手年金基金の資産運用経費(比率・対運用資産額)ⁱ



(出所) API以外は2013年9月末の数値を最近の為替レートで換算、その他の数値は2012年のアニュアルレポート等に基づく。
GPIFの管理経費率は0.001% (0.1bp)のため、表示を0bpとしている。

マネジメントフィーが資産運用経費の過半を占めるなか、一部で外部委託から自家運用に移行する動きがみられており、例として、カナダや豪州の大手年金基金によるインフラ投資を挙げることができる。インフラ投資とは、道路や空港、港湾といった不動産に近いものから、水道やガス、電力、さらには、軍隊や刑務所に至る様々な資産を投資対象とし、各資産の利用者から利用料金を収受することで投資額を回収するものである。

インフラは投資において高い専門性を必要とする「その他資産」のひとつであるため、カナダや豪州の大手年金基金では、自ら専門家チームを組織、あるいは、外部専門家チームを買収して自家運用態勢を整え、運用手法の内部蓄積、高度化を進めている。投資実施時に高い専門性を要するものの、実施後は、テナントの退去や募集が頻繁に発生する不動産に比べ、インフラには手間のかからない安定的資産となるものが多い。そのため、一定以上の規模があれば、継続的にマネジメントフィーを支払う外部委託より、自家運用の方が長期的に有利との判断があると考えられる。カナダや豪州に続き、他の欧米の大手年金基金も、外部運用から自家運用への移行を検討している。

一方、国内の年金基金は基本的に資産運用を外部委託しており、自家運用は大規模基金のパッシブ運用部分などに限られている。しかし、今後の「その他資産」の運用を見据えれば、GPIFをはじめ、十分な資産規模を有する国内の年金基金でも、マネジメントフィーの抑制や運用手法の内部蓄積、高度化の両面から、各資産の特性に応じた自家運用が検討される可能性がある。

(増宮 守)

ⁱ 前田俊之「[海外年金基金レポート 第7回=望ましい組織体制とは\(運用組織編\)=](#)」ニッセイ基礎研究所、保険・年金フォーカス、2013年12月18日、を参照。

ⁱⁱ 増宮守「[拡大が期待される国内年金基金による不動産、インフラ投資](#)」ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート、2012年12月4日、を参照。