

# 保険・年金 フォーカス

## 欧米生保市場定点観測(8) 資産運用

### 欧米生保会社のインフラ投資

一国策に応じ、利回り向上を求めてインフラ投資に乗り出す一

保険研究部 主任研究員 松岡 博司  
(03)3512-1782 matsuo@nli-research.co.jp

鉄道や電力などのインフラへの投資（以下、インフラ投資）が、世界的に脚光を浴びている。9月末にはIMFが「世界経済見通し」の中で、現在はインフラ推進に適した時期である、先進国・地域にとっても公共インフラ投資の増加は残された数少ない成長促進のための政策手段である等の提言を行った<sup>1</sup>。10月に開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議では民間によるインフラ投資を促す仕組みを整えることが合意された。

一方、日本でもこの2月に公的年金の管理運用を行う GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がインフラ投資に着手した<sup>2</sup>。また日本生命や第一生命といった生保会社もインフラ投資を始めることを発表している。

生保会社によるインフラ投資の実態については、これといった統計もまだない状態であるが、欧米生保によるインフラ投資の状況を見ていくこととしたい。

#### 1. まず、インフラ投資の概要と生保会社の運用対象としての適合性について<sup>3</sup>

本年6月、プライスウォーターハウス・コーパースが、2012年に4兆ドルであった世界のインフラ投資の年間額は2025年には9兆ドルを超えるという予測を発表した<sup>4</sup>。

インフラ投資という用語は「インフラストラクチャーへの投資」を縮めた和製用語である。インフラの定義は必ずしも明確ではないが、「人々が社会生活や経済活動を行う上で必要不可欠な施設、設備、サービス等」と考えられる。空港、港湾施設、有料道路、鉄道、橋梁、上下水道、電力、通信施設、学校、病院、パイプライン等が代表的なインフラ資産だ。インフラ投資は主に、インフラ資産を保有し運営する機関の株式の取得や、これら機関が発行する債券を取得する形で行われる。これらに単独

<sup>1</sup> <http://www.imf.org/external/japanese/pubs/ft/survey/so/2014/res093014aj.pdf>

<sup>2</sup> [http://www.gpif.go.jp/topics/2013/pdf/gpif\\_launches\\_infrastructure\\_investment\\_program\\_ja.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2013/pdf/gpif_launches_infrastructure_investment_program_ja.pdf)

<sup>3</sup> 当項の記述にあたっては、公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構「インフラ投資に関する調査研究報告書」平成25(2013)年3月を参考にさせていただいた。[http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h24/H\\_24\\_03.pdf](http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h24/H_24_03.pdf)

<sup>4</sup> <http://www.pwc.com/gx/en/capital-projects-infrastructure/publications/cpi-outlook/assets/cpi-outlook-to-2025.pdf>

または共同で直接投資する場合もあるが、インフラファンド（専門的な知識を有するマネージャーがインフラ投資を行って運用するファンド）を投資対象にすることが多い。インフラ投資に関する調査・コンサルティングに強みがある Preqin 社のレポートによれば、インフラファンドには上場されたファンドと非上場のファンドの両様があるが、非上場インフラファンドへの投資の方が圧倒的に多く利用されているようである。

インフラ資産は、人々が社会生活や経済活動を行う上で欠かせない存在であり、また規制や制度的な枠組み等で独占的な性格を持つものであることが多い。また長期にわたって利用されるものでもある。そのためインフラ投資においては、景気変動等にあまり左右されることなく、長い期間にわたって安定的で予測可能な収入を見込むことができる。またインフラ資産はインフレとの価格連動性が高くインフレヘッジ性がある。こうしたインフラ投資の長期・安定的な特性は、契約期間の長い保険や年金を販売し、保険金や年金の支払いを行うまでの長い期間、安定的に運用しなければならない生保会社の負債特性によくマッチする。昨今の生保会社の資産運用の中心になっている国債よりも高い利回りを見込めることも、生保会社にとってのインフラ投資の魅力である。

## 2. インフラ投資家としての生保会社の状況

以上のように見ていくと、生保会社はインフラ投資の一大勢力であっていいはずであるが、インフラ投資は多くの生保会社にとって新しい投資対象である。生保と同様の負債特性を持つ年金基金は、生保会社よりもインフラ投資への取り係りが早く、特にカナダのオンタリオ州公務員年金基金 (OMERS) などの州年金は積極的なインフラ投資家として知られている。2012 年にはわが国の企業年金連合会が OMERS が主導するアライアンスに参加してインフラ資産への共同投資を開始した。

以下、Preqin 社の発表データからインフラ投資家としての保険会社（損保会社を含む）を統計的に見る。

まず Preqin 社が 2014 年 10 月に公表した「投資対象としてインフラファンドを探している投資家の数をタイプ別に区分したデータ(2014 年 9 月時点)」で見ると、保険会社の数は全投資家数の 12% を占めている。

表 1 投資対象としてインフラファンドを探している投資家のタイプ(2014 年 9 月)

投資家タイプ	投資家数の割合
ファンドオブファンズ	29%
保険会社	12%
公的年金	11%
私的年金	9%
資産運用会社	8%
政府機関	7%
ファミリーオフィス(資産家ファミリーの資産管理業)	7%
Foundation	5%
ウェルスマネージャー	4%
投資会社	3%
その他	5%

(資料) Preqin 社 “Infrastructure Spotlight / October 2014<sup>5)</sup> より

<sup>5)</sup> <http://www.mandaportal.com/getattachment/1b39255f-7922-4b2d-8353-270203a68dc8/Preqin-Infrastructure-Spotlight---October-2014>

また Preqin 社が管理しているデータ（2014 年 10 月時点）では、インフラ投資領域で 196 の保険会社が資産運用を行っている。それら保険会社の管理運用資産合計額の中位数は 270 億ドル、管理運用資産合計額の平均値は 840 億ドルであり、インフラ投資額が合計管理運用資産額に占める割合の平均値は 2.2%、それらの保険会社がターゲットとしているインフラ投資額が合計管理運用資産額に占める割合の平均値は 2.8%とのことである。まだまだ保険会社によるインフラ投資額が小さなものであることがわかる。

表 2 は 2012 年 7 月に Preqin 社が公表した、投資家タイプ別の「インフラ投資額が合計管理運用資産額に占める割合」であるが、保険会社のインフラ投資への取り組みが年金等の他の投資家に比べて遅れていたことがわかる。一方で 2012 年 7 月の 1.1%から 2014 年 10 月の 2.2%へと、保険会社の投資割合が倍増しているという事実は、この期間中に保険会社のインフラ投資への取り組みが本格化してきたことを感じさせるものとなっている。

**表 2 投資家タイプ別 インフラ投資額が合計管理運用資産額に占める割合**

保険会社	私的年金	基金	公的年金	スーパー アニュエーション (年金)	運用会社	ファミリー オフィス &財団
1.1%	2.8%	3.2%	2.8%	6.0%	6.8%	3.5%

(出所) Preqin 社 “Infrastructure Spotlight / Jul 2012.”<sup>6</sup> より

さらに Preqin 社の 2013 年 2 月のデータから、インフラ投資を実施している保険会社の本拠国の分布を見ると、もっとも多いのは欧州を本拠とする会社(38%)で、次いで米国を本拠とする会社(32%)、アジアを本拠とする会社(17%)となっており、地域的にも、保険会社が突出してインフラ投資にアグレッシブである地域があるというわけではないようである。

### 3. インフラ投資に取り組みはじめた欧米の生保会社

#### (1) 生保会社によるインフラ投資への期待

このように、各国生保のインフラ投資は、最近ようやく本格化してきた状況である。近年、各国生保会社がインフラ投資に取り組む旨を発表する例が増えてきている。

先進各国内でインフラの老朽化が問題と考えられ始めたこと、新興国のインフラの未整備が経済発展の足かせになっているという認識が広がってきたこと、民間からのインフラ投資を呼び込むことによって経済成長を確保しようとの政策的な思惑が広がってきたこと等が、その背景にある。インフラ投資への資金の出し手としては、当初は銀行が期待されていたが、そもそも銀行資金が短期資金であるためインフラ投資に今まで以上に積極的に取り組めるわけではなかったところに、自己資本規制(バーゼルⅢ)の流動性規制の強化等も加わって、銀行のインフラ投資は縮小することとなってしまった。このような経緯で、長期の資金を有している年金基金や生保会社にインフラ投資の資金の出し手として期待する眼が向けられることとなった。本年 7 月に格付機関 S&P は、インフラ投資に必要な額と

<sup>6</sup> <http://www.mandaportal.com/getattachment/1b39255f-7922-4b2d-8353-270203a68dc8/Preqin-Infrastructure-Spotlight---July-2012>

銀行等の伝統的な融資者が資金提供することが可能な額との差額を保険会社が埋めることができるとするレポートを発表した。

こうした状況下、生保会社の側には、長引く低金利の中で何とかして運用利回りを向上させたい、そのために有利な投資対象を見つけ出したいという事情もある。

## （２）各国の生保会社がインフラ投資への取り組みを発表 仏独米

フランスでは 2013 年、民営化した元の国営生保会社 CNP が今後 3 年のうちに Natixis 銀行グループとの共同投資の形でインフラデット資産を 20 億ユーロ積み上げるという計画を発表し、アクサも今後 5 年の間に 100 億ユーロをインフラプロジェクトに投じるという計画を発表した。隣国ドイツでも、最大手保険会社であるアリアンツがインフラ投資拡大の意向を表明した。

また米国でも 2014 年 10 月になって、米国を本拠に世界で活動しているメットライフが、他の投資家と共同でデンマークのコペンハーゲン空港の運営会社に投資を行ったとのプレス発表を行い、インフラ投資への取り組みをアピールし始めた。米国ではオバマ政権が老朽化したインフラを再構築することにより景気を刺激しようとの取り組みを行っており、今後、良質な資金を有する生保会社にインフラ投資を求める声が上がってくることと予想される。

## （３）英国 ナショナルインフラストラクチャープランへの協力

そうした状況は英国でも同じである。英国では、2010 年に政府がナショナルインフラストラクチャープランを立ち上げ、国内インフラ網の再整備に乗り出したが、民間機関投資家のインフラ投資はさほど伸びなかった。しかし 2013 年 12 月に政府が、2030 年までに公的資金・民間資金あわせて 3,750 億ポンドに及ぶインフラ投資を伴う新しいバージョンのナショナルインフラストラクチャープランを発表した際には、時を同じくして英国を代表する 6 つの生保会社（アビバ、フレンズライフ、リーガルアンドジェネラル、プルデンシャル、スコティッシュウイドウズ、スタンダードライフ）が総額で 250 億ポンドに及ぶインフラ投資を今後 5 年の間に実施するという発表を行った。

ここに至るまでには、英国保険協会を通じた 6 社と英国政府の交渉があったと言われる。これを受けて英国財務省の担当者は「保険会社がプロジェクトに参加してくれることは画期的で歓迎すべきことである。今後 5 年間にわたり大手生保 6 社が 250 億ポンドを投資するという発表は、英国経済への最大級の信任を表明するものだ。2013 年に発表した歳出案の中で、今後 7 年間にわたって英国再建のために 1,000 億ポンド以上の公共投資を行うとしたが、今回の発表はそれをサポートするものである。地上・地下、国内・国外、有線・無線、舗装道路・鉄道など、多岐にわたる再建がまさにスタートする。これは英国国民にとって大きな朗報である。英国のエネルギー、道路、鉄道、洪水制御、コミュニケーション網、上水道などのインフラは、再整備の必要が叫ばれていたが、この数年、手つかずのまま据え置かれていた」とのコメントを発表した。保険会社の側からは「保険会社は長期資本投資の提供者として、英国の経済成長への貢献において重要な役割を果たす」「インフラプロジェクトに資本を提供し競争力の強い健全ではつらつとした英国経済の形成に貢献する」といったコメントが並ぶ。

英国の生保会社がインフラ投資に踏み切ることに躊躇していた背景には、同時期に EU ベースで進められていたソルベンシー II（保険会社の新しい健全性規制）の検討状況があった。ソルベンシー II

においては、長期間にわたる投資（インフラ投資を含む）に対して多くの自己資本が求められることになるか否かが最後まで判然としなかった。英国の生保会社は、政府にソルベンシーⅡの検討に対する善処・対応を要望しながら、インフラ投資に関する政府との交渉を行った。そして最終的にソルベンシーⅡにおいて不利にならない扱いが行われるという確信が持てた段階で発表に至ったということのようである。この6社は英国政府が作成した「英国保険成長行動計画」の対象会社でもある。

## さいごに

以上、動き始めた欧米各国の生保会社によるインフラ投資の動向を見てきた。

インフラ投資は、長期の資金を有する生保会社にとってメリットの多い投資であるが、新しい投資手法であるため、新しい運用リスクをもたらすものでもある。社会に必要なインフラ投資は、それだけで低リスクの投資と見られがちであるが、実は、規制の状況はどうか、開発中の案件か出来上がった案件か、将来どの程度の需要を見込める案件か等、個別性が強い、難しい投資対象である。利用者のいない高速道路に投資しても望んでいたリターンが得られるとは思えない。政府の支援があっても、この先支援を得られ続けるかどうかは、特に新興国においてはわからないかもしれない。そうした個別資産ごとの難しさから、その判断を専門家に委ねるインフラファンドへの投資等の方策が出てくる訳であるが、それでも厳密なリスク管理が重要であることに留意して投資を行わねばならないだろう。

なおわが国においては、明治期以来、生保会社の資金が鉄道網の建設に大いに貢献したとの記録がある。戦後の復興期においても、良質な生保の長期資金を産業基盤の整備や社会資本の整備に向けようという政策意図もあり、公社公団貸付等の形でインフラへの投資が行われてきた。これまでのわが国生保資金のインフラ整備への貢献のあり方を見ることも、何らかの方向性を示してくれるかも知れない。