

年金基金が高速道路を建設する時代が来る？

- 郵政事業民営化と年金基金とのかかわり -

金融研究部門 北村 智紀
kitamura@nli-research.co.jp

1. 郵政事業の民営化と社会資本投資

衆議院選挙の結果、郵政事業が民営化されることとなったが、これが実現されると、社会資本（インフラストラクチャー）整備など公共事業への資金の流れが大きく変わることになる。これまで、郵便貯金や簡易保険の資金は、財政投融资制度を通じて、道路公団や住宅金融公庫などの特殊法人の事業資金として高速道路や住宅の建設などに活用されてきた。このシステムは、社会資本の拡充や景気の下支えとして、過去、重要な役割を担ってきたが、最近では、資金の使われ方が硬直化し、大きな無駄とも言われるようになってきている。

そのため、道路公団は民営化され、住宅金融公庫は廃止されるなど、資金の「出口」である特殊法人改革が行われた。これに対して、郵政改革は、資金の「入口」の改革であると言われている。資金の出し手である郵便局を民営化し、インフラ整備に使われるお金の流れを変えることによって、資金の効率性を高めようとするものと考えられている。

郵政民営化が行われる予定の2007年を境にして、これまで出し手が政府に限られていた社会資本整備に対する資金の流れが急激に変化する

ことはないかもしれないが、インフラ整備に対する新たな資金の出し手として、誰が考えられるだろうか？年金基金にとってみれば、郵政民営化は、新しい収益機会が出現するチャンスと見ることもできる。既に海外では、新しい資産クラスとしてインフラ投資が、注目され始めている。ヘッジファンドやプライベート・エクイティーに並ぶ、長期投資家向けの新しいオルタナティブ投資として考えられているようだ。

ドイツ銀行のPeter Salisbury氏（2005年CFA年次大会での講演）によれば、投資対象としてのインフラストラクチャーは、毎日の生活に必要な不可欠な基本的サービスを提供する資本財への投資のことで、①投資期間が30～100年の長期投資で、資本コスト（機会費用）が高く、②テクノロジーの革新で、作ったものが陳腐化してしまうリスクが低く、③政府の介入による独占的な市場構造を持ち、価格や収益に一定の規制がある資産クラスとしている。

具体的な例として、インフラ投資は、高速道路、橋梁、トンネル、鉄道、空港、港などの輸送関連と、通信ネットワーク、水道、電話、健康関連などの公共サービスに分けられる。空港や有料道路と異なり、航空会社やトラック輸送会社などのような、オープンで競争的なマーケ

ットで活動している企業は、インフラ資産クラスに含めないようである。

2. 年金基金の社会資本投資

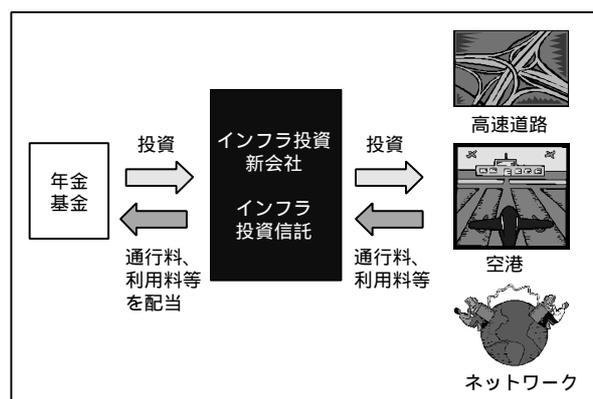
年金基金にとって、この資産クラスは、①投資期間が長期で、②一度プロジェクトが始まれば、その運営会社は独占的な市場ポジションを持ち、他社との大きな競争にさらされないため、ボラティリティーが低く、永続的なキャッシュフローを生む、③株式や債券などの伝統的な資産との相関が低い、④例えば道路料金の値上げなどによって、ある程度インフレリスクがヘッジ可能、と魅力的な特徴を持っている。実物資産に担保されたこの資産クラスのリターンは、既存の資産クラスに対して分散投資効果が望め、さらに、インフレにも対応可能なので、基金の資産負債管理（ALM）にも適していると言える。例えば、カナダの年金基金では、最大で4～5%程度をインフラ投資に配分しているようだ。

それでは、将来、基金がインフラ投資を行う際には、どのような投資形態が考えられるだろうか（図表 - 1）。一つは、在来のように、高速道路や鉄道の建設を行う会社の債券や株式に投資することであろう。採算性の低い既存のプロジェクトと区別するために、将来、特定のプロジェクトに限定した新会社が設立されるかもしれない。あるいは、新たな証券化商品が生まれる可能性もある。基金は、収益性の分析を独自に行って、投資を決定することになる。

基金がビルを直接保有するように、インフラへの直接投資も可能であろう。しかし、これには様々なコストも生じる。このようなコストを軽減するもう一つの投資形態として、現在の不動産投資信託と同じように、インフラへ投資す

る投資信託を基金が購入するスキームも考えられる。この投資信託は、高速道路や空港の建設に投資し、将来、そこからの収入を投資家に配当するというスキームとなろう。どのプロジェクトへ投資するかについては、運用会社が判断することになる。

図表 - 1 年金基金によるインフラ投資の形（イメージ）



これまで年金基金によるインフラ投資が無かったわけではない。有名な例が、厚生年金による財政投融资を通じた社会資本整備である。しかし、厚生年金がいわゆる「義務運用（財投債の購入）」であったのに対して、基金のインフラ資産クラスへの投資は、収益性の追求できるプロジェクトに限り、投資家として「自主運用」を行う点である。インフラ資産クラスの期待リターンとリスクの関係が、他の資産クラスと比較して、同等かそれ以上でない限り、基金が投資することはない。収益性は見込まれないが、社会的にどうしても必要なインフラは、これまでどおり、税金によって資金を調達することになる。