

年金ファンドは国内投資の担い手になれるか

海外の年金ファンドは、国内の資産に投資させようとする政治的な介入を受け入れないが、近年は合理的判断の下で政策課題の解決にも資する国内投資を行う例がある。それらに共通するのは、政府が適切なリスクとコストの設計や投資目標とのアライメントを行い、国内投資を実現させている点だ。

政府の期待と年金ファンドの規律

海外の大手年金ファンドは、国内のインフラや新興産業への資金の潜在的な供給源として時の為政者などから熱視線を向けられることが多い。特に近年は地政学リスクや経済安全保障の観点から、外国資本に依存することなく国内インフラを構築・運営したり、事業投資や雇用の面で国内経済を刺激したいという意図も垣間見える。

多くの年金ファンドは、そのような視線に対して冷やかに反応する。加入者に対する受託者責任を負っている上、長年一貫して実践に移してきたグローバル分散の原則にも反する可能性があるからである。

ICPMの指摘する通り¹⁾、年金ファンドの資本は愛国心のようなものに煽られて動くべきではない。実際、ガバナンスが適切に設計され機能するならば、その年金ファンドは政府が期待するような国内の投資機会であっても、他の機会と同列にリスク・リターンの魅力で評価して投資判断するはずだ。

ただ、前提としては以上のような緊張関係がある中でも、近年は年金ファンドが国内の政策課題の解決にも資するような投資を行う例が現れ始めている。

カナダ： リスク分離と投資のカタライズ

不確実性の高い投資初期のリスク（政策不確実性のリスクなど）を政府部門が引き受け、年金ファンドなどの投資を促す例として、カナダのCGF²⁾がある。CGFはカナダ政府が150億加ドルを拠出して2022年に設立したファンドで、クリーンテックやエネルギー転換への投

資に民間資本を誘引する（カタライズ）とともに、国内に雇用を生み出すことを目的としている。

CGFの投資規準として特徴的なのが付加反応性（additionality）である。付加反応性とは、CGFが投資しなければ他のアセットオーナーからの投資もなされないような機会であることだ。CGFの原資は税金なので、納税者たる国民の負託に応えるために資本の回収可能性を厳格に評価するのは当然だが、それに加えてCGFでなければ不可能な資本の提供機会であるかどうかを投資規準としている。

具体的には、投資先の事業がコマーシャル・ベースに乗り、民間資本からの投資が始まるまでの間、コンセクショナル・ファイナンスなどによって初期リスクを引き受けるための投資を行っている。現在の投資先となっているのは、再生レアアース、リチウム精製、地熱関連などの事業を行うカナダ企業群である。

CGFには、専門性を有する者が投資判断を行い、それに対して牽制が機能するガバナンスが備わっている。CGFの運用は、連邦政府の職員や軍の年金の運用を受託するPSP Investmentsの子会社として設立されたCGF IMが担うが、両者の間には出向者契約があり、投資判断を行うのは実質的にはPSPのプロフェッショナルである。CGF IM内部には、一般の運用会社やアセットオーナーにおける投資委員会に相当するIRIC（インパクト、リスク、インベストメント）委員会が設置され、すべての投資はIRICの承認を得る必要がある。

オーストラリアなど： アセット・リサイクル

国内のインフラを刷新したい政府と、既に安定稼働す

NOTE

- 1) 'Unlocking Domestic Investment Opportunities: Aligning Public Goals with Pension Fund Realities', ICPM, 2025.
- 2) Canada Growth Fund

るインフラをポートフォリオに組み入れたい年金ファンド双方のニーズを捉えた仕組みが、オーストラリアなどで行われている「アセット・リサイクル」である。これは、公的部門が保有する既存のインフラ資産（送電網、港湾、有料道路など）を年金ファンドなどの民間へ売却またはリースし、その収入を新しいインフラ建設（地下鉄や病院など）に充てることを指す。

例えばオーストラリアでは、2014年に連邦政府主導で州政府の保有するインフラの売却・再投資を加速させる「アセット・リサイクル・イニシアティブ」が開始された。州政府が新たなインフラプロジェクトに再投資する際に連邦政府が再投資額の15%を補助金として支給する制度とした（さらにイニシアティブは5年間限定で、補助金総額に上限を設け、先着順とした）ことが公的資産の民営化を促す強力な動機付けとなり、合計230億豪ドル以上のインフラ資産などが現金化された。現在もニュー・サウス・ウェールズ州では独自のアセット・リサイクルのプログラムが継続している。また、新興国でもインフラ投資の資金を調達するためにアセット・リサイクルを行う例がある。

オランダ：国内の社会課題解決のためのインパクト投資

年金ファンド自身が政府と協調して国内の社会課題の解決を目指す例もある。それはオランダの政府・教育機関等の職域年金（ABP）が開始した住宅開発投資だ。

ABPは近年、投資信念の構成要素として国内投資を明確に位置づけるようになった。加入者のほとんどはオランダ国内に居住しており、彼らはより良い生活環境、手ごろな価格の住居、持続可能な経済成長を求めて

いるため、それに寄与するような国内投資を行うことでABPへの支持をより強固なものにできるとしている。加入者自身の厚生を改善するような国内投資は、受託者責任と整合するというわけだ。

ABPはこうした投資信念に基づき、オランダ国内にインパクトのあるプロジェクトへの投資を2030年までに少なくとも100億ユーロ行うことを掲げており、既に大手の不動産投資会社や賃貸住宅開発ベンチャーと協力した開発投資に着手している。

ただし、ABPが一義的に追求しているのはあくまで魅力的なリスク・リターンをもたらす案件に投資することである。政府が果たした役割は、賃貸家賃の凍結案を撤回するなど、ABPが住宅市場に投資しやすい環境を整備したことだ。

多様なアライメント方法の存在

以上の例は、政府と年金ファンドとの間には、様々なアライメントの方法があることを示している。政府がコストやリスクの分担方法を設計したり、投資環境を整備する協調策が取れるのなら、年金ファンドは国内経済の持続的な発展の担い手になる可能性がある。またそれは、国内だけでなく、海外の年金ファンドからの資金を呼び込むことにもなるだろう。

Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe

金融イノベーション研究部
エキスパート研究員
専門は資産運用
focus@nri.co.jp