

# 代替投資に影響を与える欧州発の変革

## ハードブレグジットが不動産と家計に悪影響

日本の年金基金による代替(オルタナティブ)投資はこの20年で大きく変化した。当初は、債券などの代替としてヘッジファンドの採用比率が急速に拡大したが、現在では安定したインカムゲインが得られる不動産やインフラ資産などの採用比率が伸びている。

代替投資において比較的長期での投資を前提としている不動産やインフラ資産だが、意外にも英国資産の採用が目立つ。図表は、大和総研による日本の年金基金を対象とした不動産およびインフラ投資に関するアンケート調査からの抜粋である。海外不動産・インフラ投資の地域別選択状況を見ると、双方において、英国が高率であることがわかる。とくに2000年代初頭から、日本の企業年金基金は資産価値上昇が続いた英国の商業施設やインフラへの投資を積極的に進めていた。その背景には、1980年代のサッチャー政権下で大規模な公営住宅・商業施設やインフラ資産の民営化プロジェクトが推進され、英国の公的資産が徐々に投資対象として市場に投入されたことも挙げられる。

英国不動産は過去30年間にわたり好調が続き、日本のみならず、世界中の年金基金から投資対象にされてきた。しかし、2019年3月の英国のEU(欧州連合)からの離脱(ブレグジット)を控え、英国の不動産市場は大きな変化に直面している。とくに大きな変化があるのが、金融街シティを抱えるロンドン周辺の不動産価格であろう。30年にもおよぶ成長を遂げ、その価値が限界まで引き伸ばされたといえるロンドンの不動産価格は、(2016年6

月23日の)EU離脱をめぐる国民投票の結果とそれに続く経済成長の鈍化により、ついに低下基調に転じた。BOE(英国中央銀行)は、ブレグジットをめぐる不透明感により、不動産市場が著しい変化を見せていることを指摘している。BOEのカーニー総裁は、「仮に合意なき離脱(ハードブレグジット)が決定した場合には、住宅価格は(決定直後から)最大35%下落する恐れがある」と警鐘を鳴らしている。

さらに追い打ちをかけるように、2018年11月の金融政策委員会でカーニー総裁は、2021年末までの向こう3年間でさらに3回の利上げを示唆している(2018年8月には、金融危機以降2回目の利上げを実施)。英国では、利上げ後に即、影響が表れるのは住宅ローンの支払金利といわれている。日本と異なり長期固定の住宅ローンが一般的でない英国では(典型的な固定金利型ローンも2~5年程度)、総じて利上げによる家計への影響が大きい。無論、金利上昇により、不動産市場のさらなる低迷という悪循環も懸念されている。EUからの離脱前の度重なる利上げ示唆は誤りであるとして、英金融街シティの金融市場関係者は、BOEへの批判を強めているのが現状である。

## シティからの人材流出で賃料に下落の兆し

英国がEUから離脱するという事は、EU単一市場へのアクセスを失うことを意味する。英国政府は英国-EU間のモノの移動の自由を確保する交渉を進めているものの、金融を含むサービス分野については、早い段階で交渉を諦めている。そ



大和総研  
ロンドンリサーチセンター長  
シニアエコノミスト  
**菅野 泰夫氏**  
1999年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、資本市場調査部(現、金融調査部)を経て、2013年4月より現職。専門は欧州経済・金融市場、年金運用。著書に『バーゼル規制とその実務』(金融財政事情研究会、2014年2月、共著)

のため、英金融街シティに本拠地を置く金融機関の多くは、アムステルダムやフランクフルトなど、大陸欧州にある金融ハブ都市に現地法人を立ち上げ、ロンドンから業務の移行や従業員の異動を開始している。

これらの動きにより、世界中の機関投資家が安全資産とみなしてきたロンドンの富裕層向け住宅に大きな影響が出ている。富裕層向け物件の購入者には、英国に拠点を置く金融機関に勤めるEU加盟国からの移民(以下、EU市民)も多く、2018年央からはEU市民によるロンドンからの移動もあいまって、ロンドンの物件購入数にも急激な減少が見られる。今後、ロンドンから大陸欧州へ金融機関の従業員が流出していくことが予想されるために、ロンドンの商業施設やこれらの金融機関の従業員を対象とする高額物件

において、賃料に下向き圧力がかかり始めている。

BOEは、「仮に合意なき離脱が起こった場合、さらにEU市民が減少する可能性や、金融サービスの取り決めに最低限なものを残し消滅する可能性が高まり、英金融街シティは非常に大きな影響を受ける」と警告している。今後は、英国のEU離脱という政治イベントとともに資産価格にも影響が出てくることが予想される。すでに英国の不動産、インフラをポートフォリオに組み込んでいる日本の年金基金には、当初想定していたオルタナティブ資産への長期投資計画に変化が生じる可能性がある。

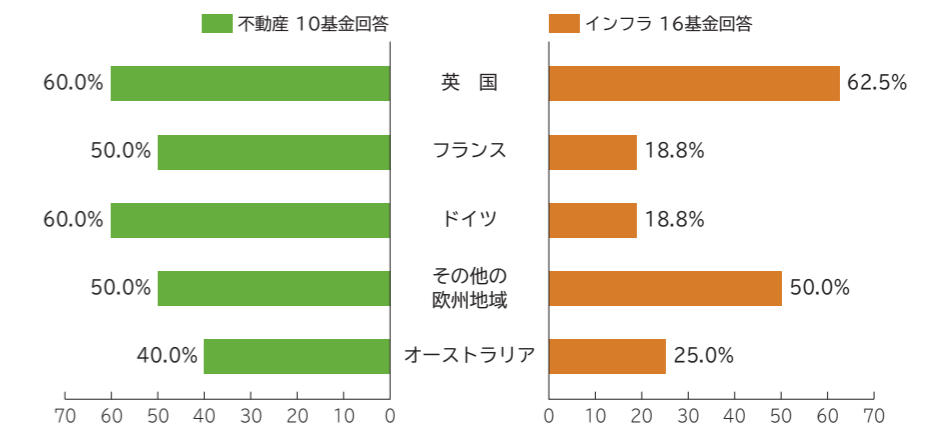
## 手数料改善につながるMiFID IIは年金基金に朗報

ブレグジットによるネガティブな影響が懸念される一方で、MiFID II(第2次金融商品市場指令)の実施は、運用成果の改善などポジティブな変化をもたらすかもしれないとして欧州の年金基金から注目されている。MiFID IIはEUにおける金融商品市場指令(MiFID: Markets In Financial Instruments Directive)の改正版であり、英国では2018年1月3日より施行された。指令改正の主眼の一つには、取引執行手数料のなかに含まれるリサーチ費用の分離明確化(アンバンドリング)が挙げられる。

アンバンドリングの規定により、運用機関(バイサイド)は、第三者によるリサーチ(およびIRアレンジ、セミナー参加など)を取引執行手数料に含める形で入手することが禁じられ、その原資を明確化することが求められるようになった。リサーチの提供主体が投資銀行・ブローカー(セルサイド)である場合には、取引執行手数料とリサーチ費用(およびIRアレンジ費用、セミナー参加費用など)の分離が必要となる。

リサーチ費用の分離明確化は、欧州で

日本の年金基金では英国資産の採用が目立つ



注:海外不動産・インフラ投資の地域別投資状況(抜粋)。当該調査は本邦65の年金基金から回答を得ている。数値は当該設問に回答した対象のうち、各項目へ回答した比率を示す  
出所:大和総研「金融法人および年金基金におけるMiFID II、オルタナティブ投資の実態調査 2017年度オルタナティブ投資アンケート結果」

はセルサイドにおけるリサーチ部門の縮小をはじめ、リサーチサービス業界の根本を覆すような変化を招いている。ただ、最終スポンサーの年金基金にとっては、同規制の実施はむしろ朗報といえる。欧州では、開示義務を増やし、運用機関が支払うべき手数料を改善すべきと、早期のアンバンドリング導入を促す年金基金も少なくなかった。欧州の年金基金は以前から、リサーチ費用と取引執行手数料がバンドルされていることにより、今後手数料は高く透明性は低い状態が続くことへの懸念を示していた。

また、アンバンドリングを実施している欧州の運用機関は、現行に比べリサーチ費用が大幅に抑制され、その費用の抑制でファンドのリターンが高まるため、年金基金などの最終スポンサーに対するアピールが飛躍的に増大するとされる。それを見越した形で、欧州の年金基金の間では、アンバンドリングを実施していない第三国の運用機関から、欧州系の運用機関へと委託資金をシフトさせる動きが加速しているのが実情である。

当初、各運用機関は、年金基金に対し、RPA(リサーチ・ペイメント・アカウント)を通じてリサーチ費用を請求する形式を検討していたものの、その請求に応じない年金基金がほとんどであった。RPAに

は厳格な管理規定が求められ、採用した運用機関は別途リサーチ費用を年金基金に請求する形となり、運用とリサーチのコストを一体化してサービスが提供できなくなることによる競争力の低下が懸念されていたためである。そのため、アンバンドリング導入以降は、運用機関がリサーチ費用を自己負担することが欧米ではスタンダードになりつつある。

日本でも、仮にアンバンドリングが導入された場合、これまで取引委託手数料のなかに含まれて別途支払っていたとの意識が薄かったリサーチ費用が、突如有料となることに違和感を覚える向きが多いと予想する。アンバンドリングが実施されれば、リサーチ費用の減少を招き、結果として社債や中小型株式のカバレッジの取りやめにつながる可能性が高いため、日本の資産運用業界では導入を危惧する声も多い。

それでも、欧米発の金融規制が世界標準として日本で受け入れられてきた例は数多くあり、今回もその例にならう可能性は否定できない。また、欧米の動向をフォローしていくなかで、その利点が確認されていけば、日本の年金基金にとってもむしろ朗報となるとの理解が進む可能性も高い。アンバンドリングが日本で導入されるか否か、今後の動向が注目される。