

船舶投資ファンドの登場とその将来性

昨年から、船舶投資ファンドの設立が目立ってきている。シンガポールで上場ファンドが登場したほか、国内でもファンド設立の動きが続いており、今後も積極的な動きが続くと見られる。

船舶投資ファンドの登場は、投資家に新たな運用手段を提供するだけでなく、貨物船を運航するオペレーターからは新たな船舶保有者としての期待も寄せられている。それと同時に、船舶投資ファンドが成長するためにはクリアすべき課題があることも事実である。

1. 船舶投資ファンド設立の動き

2007 年 4 月、三井物産が国内初となる船舶投資ファンドを設立した。「Akebono Capital」と名付けられたこのファンドは、シンガポール政府が船舶ファイナンスの振興を目的として実施している優遇税制“Maritime Finance Incentive (MFI)”を利用し、シンガポールに設立された。

続く 6 月には不動産ファンド運営の GCM が「GS イーグルファンド」という船舶投資ファンドを設立すると報じられた。また、それらに先立つ 2007 年 1 月には、みずほ証券が 1,000 億円規模の船舶投資ファンドを設立すると発表している。

海外に目を向けると、シンガポール取引所に 3 つの船舶投資ファンドが上場している。また、先の MFI は、昨年施行されて以来、「Akebono Capital」を含む 4 ファンドが適用を受けている。

船舶投資ファンドに関する主な動きは、以上のとおり、昨年から急に活発になってきた¹（表 1）。次章から、船舶投資ファンド設立の背景やその概要、将来性などについて考察する。

¹ 船舶投資ファンドという仕組みそのものは新しいものではない。例えばドイツでは、KGコンストラクション（合資会社）に、海運業とは無関係の多くの個人投資家が有限社員として出資し、この会社がドイツの商船の 8 割、さらには世界のコンテナ船の 8～9 割を所有するにいたっている。

表1 船舶投資ファンド設立の主な動き

2006年3月	シンガポール政府が、船舶貸出事業者向けの優遇税制である“Maritime Finance Incentive (MFI)”を公表。
2006年5月	シンガポール系船舶投資ファンド「Pacific Shipping Trust (PST)」がシンガポール取引所 (SGX) に上場。
2007年1月	みずほ証券が国内初の船舶投資ファンド運営会社となる「アンカー・シップ・インベストメント」を設立。
2007年3月	米系船舶投資ファンド「First Ship Leasing Trust (FSL)」がSGXに上場。
2007年4月	三井物産などがシンガポールに船舶投資ファンド「Akebono Capital」を設立。
2007年5月	独系船舶投資ファンド「Rickmers Maritime」がSGXに上場。
2007年6月	不動産ファンド運営のGCMが「GSイーグルファンド」を設立。

(資料)新聞記事等。

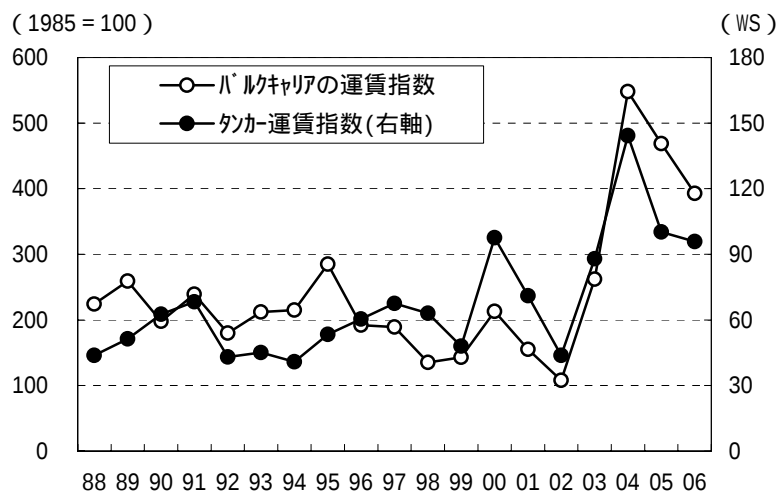
2. 船舶投資ファンド登場の背景

不動産に限らず多種多様なファンドが乱立する中、新たに船舶投資ファンドの登場してきた背景としては、以下の点が挙げられる。

好調続く海運業界

現在の海運業界は非常に好調であり、運賃市況も船価も歴史的な高水準で推移している(図1)。海運各社は好業績をあげており、投資家にとっても、船舶が投資対象としての魅力を高めている。

図1 海運市況の推移



(注)VLCCの運賃指数は、ロイズ・ Shipping・エコノミストの総合指数。タンカーのWSはVLCCのもの。

(資料)日本船主協会「海運統計要覧」各年版より作成。

海運業界におけるニーズ（新しい船舶保有方法の必要性）

貨物船は不動産などと同様、所有者と使用者が必ずしも一致せず、むしろ別々であるほうが一般的である。船舶の所有者にはいくつかのパターンがあるが、以下に示すとおりそれぞれ課題を抱えており、船舶の需要が増え続ける中、新しい保有方法が求められている。

a. オペレーター自社保有

従来から、オペレーターはアセットの抑制を志向している。資産効率を高める目的もあるが、海運市況はボラティリティが高く船価の騰落も激しいため、船舶を保有するリスクを分散（転嫁）する必要があることもその理由である。大型船や LNG 船などについてはオペレーター自ら保有する傾向があるが、全体としては、自社で船舶を保有する代わりに地方船主などから傭船して運航している方が多い。今後についても、オペレーターが自社保有を積極的に増やすことは考えにくい。

b. 地方船主

ギリシャ船主や日本の愛媛船主などの地方船主は、船舶を保有し、オペレーターに傭船することを業としてきたが、荷動き拡大にともなう船舶量の増加や船舶の大型化により、金融機関から見た信用エクスポージャーが膨らんできている。船腹需要そのものは今後も拡大が続く見込みであるが、多くが中小企業である地方船主の対応力（＝船舶取得のための資金調達力）は既に限界に近づいていると思われる。

c. SPC

大型船舶を中心に船舶保有の比較的新しい手法として拡大してきた流動化 SPC であるが、昨今は SPC 連結化の流れにあり、オペレーターにとって船舶を流動化して SPC に保有させる意義は薄れつつある。

機関投資家の動き

世界的なカネ余りで、様々な運用手段に資金が流入している。機関投資家は投資戦略を変化させ、収益性の向上、分散投資、インフレヘッジのために、不動産やヘッジファンドなどの代替投資への移行を続けている²。

船舶投資ファンドは、クレジットスプレッドの低下が続く環境下、収益性や分散投資という点で、新たな運用手段として機関投資家の関心を引く可能性が高い。

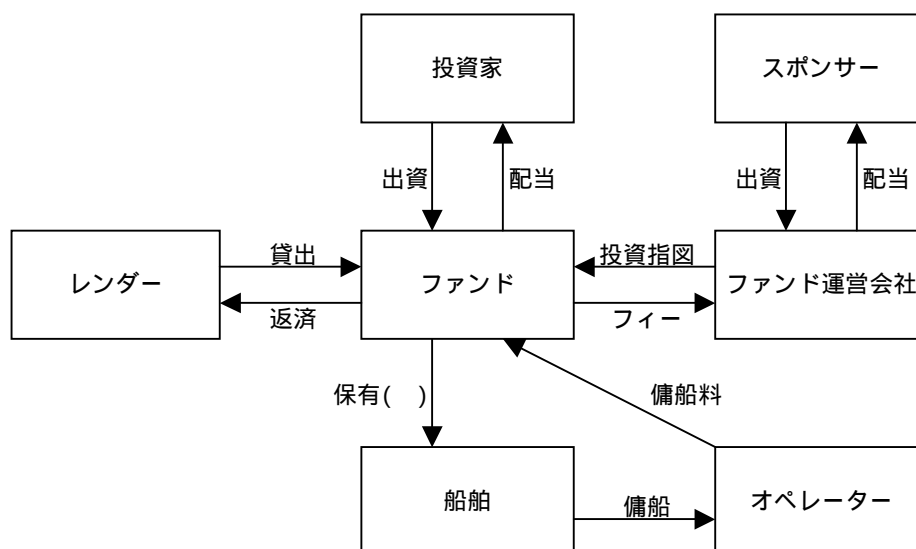
² 例えばカルパースは2000年4月に不動産関連投資の比率目標を6%から8%に高め、2007年5月末時点で8%超を達成している。

3. 船舶投資ファンドの概要

スキーム

ファンド運営会社の投資指図に基づき、投資家からの出資及びレンダーからの借入にて調達した資金によりファンドが船舶を取得・保有し、オペレーターに傭船する。オペレーターがファンドに対して支払う傭船料が、投資家への配当、レンダーへの返済及びファンド運営会社への報酬の原資となる（図2）。

図2 一般的な船舶投資ファンドの概念図



（ ）船舶毎に船舶保有SPCを設立する場合が多い。

（資料）筆者作成。

特徴

a. オペレーターから見た特徴

既に述べたように、オペレーターは基本的にアセットリスクを極力取らずに船隊を整備する傾向にある。地方船種のバランスシートの限界やSPCの連結化が想定される中、新たな船舶の持ち手として船舶投資ファンドの意義は大きい。

b. 投資家から見た特徴

現在シンガポール取引所に上場しているPSTやFSLは、約8%～10%を目標利回りとしている。シンガポールでは10年国債利回りが2.9%、REITの利回りが3.4%（ともに2007年3月末時点）であることを考えると、かなりの高利回りと言える。

ただし、約8%～10%という高利回りは、次に示すような海運市況の高いボラティリティを反映したものであり、現在の船舶投資ファンドはハイリスク/ハイリターンの商品と言える。例えば、年間10%の利回りがあったとしても、5年後に元本が半分以下になる可能性もあることに注意が必要である。

c. 主なリスクの所在

(1) 傭船料の変動リスク

船舶の傭船方法には、10 年前後の期間を一定の傭船料で貸し出す定期傭船と、短期的に日建ていくらと決めて貸し出すスポット傭船がある。

長期の定期用船のほうが安定的な収益が見込まれるが、一時的に運賃市況が高騰しても、その恩恵を受けることができない（図 3）。反対に、スポット傭船は運賃市況の変動の影響をまともに受けるため、市況高騰時も低迷時も、大幅に変動する運賃市況がそのまま収益に直結することになる（図 4）。

船舶投資ファンドのアセットマネージャーは、これらの傭船方法の割合を調節することで目標とする利回りを達成しようとする。

図3 長期傭船の場合収益推移

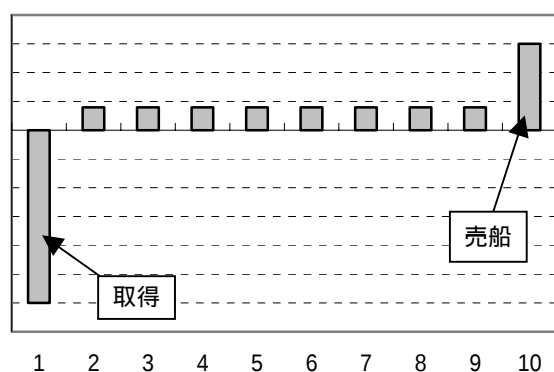
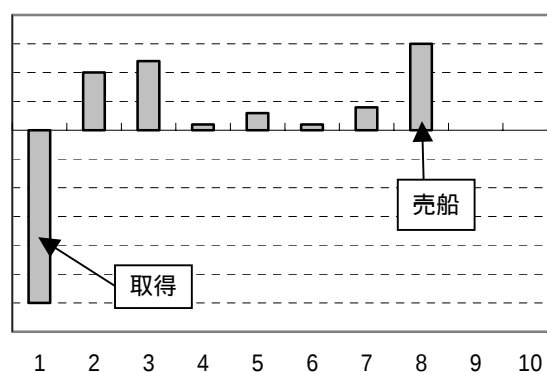


図4 スポット傭船の場合の収益推移



(2) 船価の変動リスク

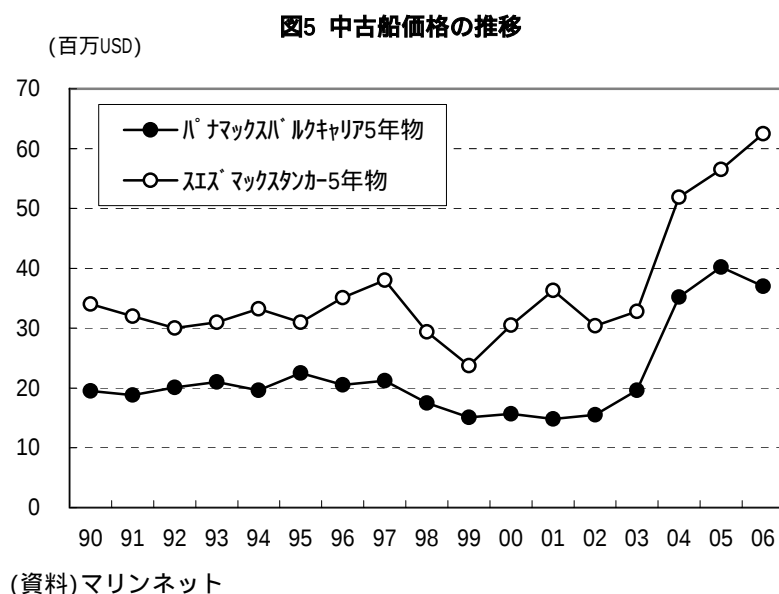
現在の船舶投資ファンドは、ほとんどが投資期間 10 年前後である。船舶の実働年数は 20 年程度あるので、出口での売船が必要になるが、船価のボラティリティは非常に高く、船舶投資ファンドの最も大きなリスクと言える（図 5）。中古船市場を見ても、この 10 年間の底値と最高値を比べると、近年の好況で船価は 2 倍を超えて高騰しており、騰落幅の大きさが窺われる。

また、傭船者の意向にもよるが、通常、長期傭船であれば売船のタイミングは傭船契約終了時であり、それまでは売船に適したタイミングがあっても売船しないことが多い。それに対してスポット傭船の場合は、基本的にいつでも売船できる（不動産とは違い、マーケットが世界にあり、モノに汎用性があるので、売ると決めれば翌日にでも売ることができる）。持ち続けて傭船料を稼ぐか、売船して含み益を確定させてしまうか（あるいは損切りするのか）アセットマネージャーが最適と判断する方法が選択されることになる。

(3) 異なる船種でも市況が同調するリスク

複数の船種を組み込んだファンドもあるが、運賃市況や船価は違う船種でも同じ方向

に動く場合が多いので、ファンド内での分散は効きにくい。



市場規模

船舶の市場規模について具体的なデータはないが、たとえばバルクキャリアの最大船級であるケーブサイズは、1年間で80隻程度が建造されている。昨今の船価ではケーブサイズ1隻あたり80百万米ドルを超えているので、ケーブサイズだけで毎年6,400百万米ドルの資金が必要となっている。同様に、年間30～40隻建造されるVLCCは1隻あたり130百万米ドル程度であるので、4,500百万米ドル程度の市場となる。その他、コンテナ船が年間20,000百万米ドル以上、LNG船が9,000百万米ドル程度、LPG船が4,500百万米ドル程度と推計される。

船舶投資ファンドの保有対象としては上記以外にもバルクキャリアやタンカーの中型船や自動車船なども考えられ、合計で500億米ドル以上の市場が想定される。このうちどれだけをオペレーターが自社保有せずに傭船で確保するかであるが、例えば日本の海運大手3社（商船三井、日本郵船、川崎汽船）の場合であれば、支配船腹のうち25～30%を自社保有し、残りの70～75%を地方船主などから傭船している（2006年3月末時点）。船舶投資ファンドが船舶を持ちきれなくなった地方船主の代替保有者であると考えれば、（仮に国外オペレーターも国内オペレーターと同様に7割程度を傭船で調達しているとした場合）先に推計した500億米ドルのうち350億米ドル程度がその投資対象となり、十分に大きな市場が見込まれることになる。

4. 今後の課題と展望

船舶投資ファンドは海運業界では新たな船舶保有者として今後の成長が期待されてい

る一方、金融マーケットではそのボラティリティの高さとリスクヘッジ手段がないことが敬遠されている部分もあり、成長の課題になっている。

実際のところ、SGX 上場ファンドにはすでに米国の年金基金などの機関投資家が出資しているものの、それ以外のファンドについては、まだ商社や金融機関など、これまで海運業と関わりのあったところだけが投資家となっている状況である。海運市況は業界関係者以外には馴染みが薄く、市況のボラティリティをヘッジする手段も今のところないからである。

市況の先行きは業界内でも明確な見通しが立っていないが、1つの可能性として、2010 年頃の中国の設備投資減速とそれによる荷動き停滞が運賃市況にネガティブに働くというシナリオがある。船舶投資ファンドはまだ数える程しか設立されていないが（表 2）これらが今後の市況調整期をどう乗り切るのかが、ファンドの将来を占う上で第一の試金石となる。そうしてトラックレコードが蓄積されてくれば、一般の機関投資家も適切な投資判断を下すことができるようになっていくだろう。

また、高いボラティリティをヘッジする方法が考案される必要もある。例えば海上運賃のインデックスに連動する先物商品や、上場ファンドの信用取引などのヘッジ手段が拡充されれば、ファンドの成長を後押しすることができる。

以上まとめると、海運業界において新たな船舶保有方法の必要性は疑いようのない事実であるものの、船舶投資ファンドが今後順調に成長していくためには、業界内外の努力によって船舶投資の柔軟性を高める仕組み（ハイリスク/ハイリターン商品だけでなく、ミドルリスク/ミドルリターンあるいはローリスク/ローリターンの投資手法が選択できるようになること）が作られ、業界に精通しない投資家でも投資しやすい商品となる必要があるというのが現状である。

表2 代表的な船舶投資ファンド

ファンド名	設立時期	系列	保有船舶 ^{*1}	目標利回り	投資方針
Pacific Shipping Trust	2006.4	Pacific International Lines (星)	コンテナ船 11隻	9.2% ^{*2}	長期傭船主体
First Ship Lease	2007.3	First Ship Lease(米)	ブロードゲートタンカー 4隻 ケミカルタンカー 3隻 コンテナ船 4隻 バルクキャリア 2隻	8～10%	長期傭船主体
Rickmers Maritime	2007.3	Rickmers Line (独)	コンテナ船 5隻	N.A.	長期定期傭船主体
Akebono Capital	2007.4	三井物産 エケノヤマミズ ユニオン・ファイナンス・コーポレーション	コンテナ船 バルクキャリア 計6隻 ブロードゲートタンカー	15～20%	長期傭船・スポット傭船混合
GSイーグルファンド	2007.6	GCM	コンテナ船 2隻	15%	中古船の長期傭船、期限に売却オプションあり。

*1 2007年6月時点。

*2 2006年度実績。

(資料)各社開示資料。

(和久井: wakuis@sumitomotrust.co.jp)

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。