

インフラデットが 投資家にもたらす価値

2024年1月

インフラ資産は、世界の経済活動を支えるために必要不可欠なサービスを提供しており、人、商品、コモディティ、データを必要な場所に供給します。インフラ資産には、廃棄物処理施設からオフショア再生可能エネルギー開発などが含まれ、データセンター、学校や病院、道路や空港、水道施設といった施設もインフラ資産に該当します。

投資家の観点では、インフラ資産クラスはこの数年で大きく増加しました。2010年の運用資産残高（AUM）は1,610億米ドルでしたが、2022年末には1.1兆米ドルにまで成長し、年平均成長率では17.3%となっています。インフラセクターのAUMは、2028年末に1.7兆米ドルへとさらに増加する見通しで、年率7.4%の成長を遂げると予想されています¹。プライベート市場では通常、インフラエクイティへの投資が注目されますが、インフラ資産クラスに占めるデットの割合も増加しています。2016年に380億米ドルだったインフラデットのAUMは、2022年末には1,410億米ドルに増加し、インフラ資産クラス全体の成長ペースをわずかに上回っています。ただし、これらの数値にクローズド・エンド型ファンドは含むものの、受託口座や個別管理口座等が含まれないことに注意が必要です¹。

インフラ資産クラスに対する需要は高まっており、2021年と2022年は記録的な資金調達が行われました。機関投資家の需要の増加は、当資産クラスが魅力的なリスク調整後リターンを提供することと、以下のような一般的な特徴によるものとみられます。

- ・ インフラ資産からの収益がインフレに連動する性質があり、インフレに対するプロテクションを提供
- ・ ディフェンシブな特性を備え、サイクルを通じて一貫したパフォーマンスを創出
- ・ 魅力的なインカムとイールド
- ・ マルチアセット・ポートフォリオに追加することで、幅広く分散メリットが得られる
- ・ 社会にとって不可欠なサービスを提供する実物（有形）資産が裏付けとなる
- ・ インフラ資産は参入障壁が高く大規模な設備投資が要求されるため、自ずと独占的な地位を獲得し、規制によって支援される
- ・ インフラデットのデフォルト率は、格付が同等の社債と比較して低い²
- ・ デフォルト時は、格付が同等の社債に比べて、インフラデットの回復率が高い²

1. Preqin Insights、2023年12月現在。

2. ムーディーズ・インベスター・サービス、「インフラストラクチャーのデフォルト率と回復率、1983年～2021年」、2022年10月31日
予想、見通し、目標は例示を目的として掲載しており保証するものではありません。上記の見解は当資料作成時点のものであり、予告なく変更することがあります。

インフラ投資家は、様々な形で長期的な成長を享受

プライベート市場のインフラデットの成長を牽引するテーマは多数あります。長期的テーマであるが故に、景気サイクルとはリンクしていません。以下で取り上げたテーマは、インフラの成長ドライバーであるだけでなく、投資家がインフラデットへの投資を通じてアクセスできる幅広い長期的トレンドを示しています。

1. デジタル化

世界中で創出されるデータ量は急速に増加しています。ビッグデータ、モノのインターネット（IoT）、人工知能（AI）の時代では、リアルタイムの高速かつ信頼性の高いデータ処理に対する需要がかつてないほど高まっており、今後も成長し続けると予想されています。データ量の急増は、自動運転車、IoTデバイス、センサー、コネクテッドデバイスの発展によって加速しています。これらのデータはすべて、送信、処理、保存の必要があるため、新規のデジタルインフラに多額の投資が必要です。そのため投資機会は多岐にわたります。投資機会の中には、より高速で、帯域幅が広く、遅延を減らすために、ネットワークを銅線から光ファイバーにアップグレードする必要があります。また、5Gや新規の無線ソリューションの展開を支援する追加インフラも必要です。クラウドへの移行とAI革命を進展させるため、データセンターへの投資を増やすことも急務となるでしょう。

2. 脱炭素化

BloombergNEFによると、世界がネットゼロ目標を達成するには、2050年までに計194兆米ドルの投資が必要です³。言い換えれば、化石燃料エネルギー供給への投資1米ドルごとに、2050年までの低炭素供給に5米ドルを投資する必要があります²。必要投資額は驚異的です。巨額の資金ニーズがあるため、プライベート・セクターからの多大な投資が必要であり、プライベート市場の資本が果たすべき役割は大きくなっています。

さらに、ネットゼロに向けた取り組みには、e-モビリティやグリーン発電などの技術開発を支援する幅広いセクターが含まれます。これには、バッテリー生産と、バッテリー生産に必要なグラファイトやコバルトといった主原料の長期契約に基づいた大規模加工も含まれます。

3. 脱グローバル化

地政学は世界経済情勢の進化に大きな役割を果たすとみられます。ここ最近では、地政学的なシフトによりグローバル化が弱まり、数十年にわたる経済とサプライチェーンのグローバル化が反転する可能性があります。脱グローバル化にはさまざまな形態があり、リショアリング（製造拠点を国内回帰）またはニアショアリング（近隣国への事業移転）等があります。これには、重要または戦略的と見なされる産業とバリューチェーンの国内回帰が含まれます。このトレンドが加速すれば、サプライチェーン⁴、産業施設、これらを結びつけるインフラの構築に多額の投資が必要になります。脱グローバル化の顕著な例の1つは半導体産業で、米国と欧州は、国内製造を拡大するための総額1,000億米ドル以上の投資プログラムを発表しました。インテルとブルックフィールドがこのほど発表した300億米ドルの共同投資が示すように、これらは非常に資本集約的な施設であり、プライベート資本活用の可能性を浮き彫りにしています。

廃棄物のリサイクルと都市採掘（リサイクルされた電子機器からレアアース等の必須鉱物を回収すること）は、投資機会の別の領域を構成しています。これらのセクターは、ネットゼロ実現への目標に直結している一方で、地域や地方単位で活発なサプライチェーンの短縮化にも貢献しており、重要産業の国内回帰や主要な精製品の生産に関する政策目標に向けて貢献できるでしょう。

3. ブルームバーグNEF、New Energy Outlook 2022

4. 世界経済フォーラム、脱グローバル化知っておくべきこと、2023年1月現在

5. インテル、初の半導体共同投資プログラムを開始、2023年8月現在

予想、見通し、目標は例示を目的として掲載しており保証するものではありません。上記の見解は当資料作成時点のものであり、予告なく変更することがあります。

インフラデットの役割

インフラデットは投資家の間で人気が高まっており、今ではそれ自体が明確に定義された資産クラスとなっています。インフラデットは、保険会社や年金基金といった投資家から、長期で安定したキャッシュフローをもたらす、適切に構造化された投資対象として選ばれています。これらは当資産クラスの主な優位性であり、長期負債をマッチングさせた投資家のみならず、社債投資に比べてより良いリスク／リターンを求める投資家からも注目されています。

プライベート市場のインフラ資産クラスに占めるデット・ファンドの割合は依然として低い状況です。インフラ資産クラスの規模は約1.1兆米ドルですが、インフラデットのAUMは1,410億米ドル（2022年末現在）で、インフラデット・ファンドはそのうち13%を占めています¹。この低い数値は、インフラデット専用ファンドが、伝統的にプロジェクトの主な資金調達源でなかったことが一因です。また、インフラデット・ファンドはインフラ取引の主なレバレッジ源ではありませんでしたが、この状況は変化しており、今後も変化し続けるでしょう。潜在的な成長の背景のひとつに、多くの貸出市場から銀行が撤退したことがあります。この変化はプライベート・クレジット市場に恩恵をもたらし、インフラデット市場の成長の原動力にもなっています。

投資家がインフラデットに関心を持つもう一つの理由は、リスク／リターンの相対的なトレードオフです。インフラデットに問題が生じた場合の債務の回復率は比較的高く、ムーディーズのデータによると回復率は76.9%です⁶。ほとんどの場合（62%）において、最終的な回復率は100%、つまり経済的損失が発生していません。

また、インフラデット資産クラスのデフォルトは、企業向けデットに比べてはるかに少ないのも特徴です。ムーディーズによると、10年目までの累積デフォルト率は、当資産クラス全体でわずか1.2%であるのに対し、企業（非金融）のデフォルト率は14.1%となっています。このリスク／リターンのトレードオフは、インフラデット業界の成長を支援しています。

市場の変化がインフラデットの投資家に機会を創出

インフラ投資は従来、プライベートエクイティの資本が主な資金源でした。インフラデット投資は、インフラエクイティ投資に比べて次のようなメリットがあります：支払いが優先される、デフォルト時の損失リスクが低い、リターンが確定されている（ただし上限も決まっている）、投資イグジットの時期が見通しやすい、等です。一方、インフラエクイティへの投資は、追加リスクに対して適切な報酬が支払われること、つまりインフラデット投資に比べて高いリターンが期待できることです。

デットとエクイティのリスク／リターン特性は、2020年から2021年にかけての歴史的な低金利から金利が大幅上昇したことで、現在課題に直面しています。金利上昇によりエクイティのリターンは低下し、デットがより割高になることで、株式資本コストに見合う十分なIRRを提供できる取引が減少します。一方でデット、特に変動金利型のデットは、SOFR、EURIBOR、SONIAなどのベンチマーク金利の上昇で直接恩恵を受けており（ただし、新発固定金利型デットは依然として金利上昇の恩恵を受けている）、インフラデットの投資家に対して、わずか数年前に可能とされていたよりも高いリターンを創出しています。

6. ムーディーズ、信用格付、調査、世界の資本市場に関するデータ、2023年12月現在。ムーディーズ・インベスター・サービス、「インフラストラクチャーのデフォルト率と回復率、1983年～2021年」、2022年10月31日

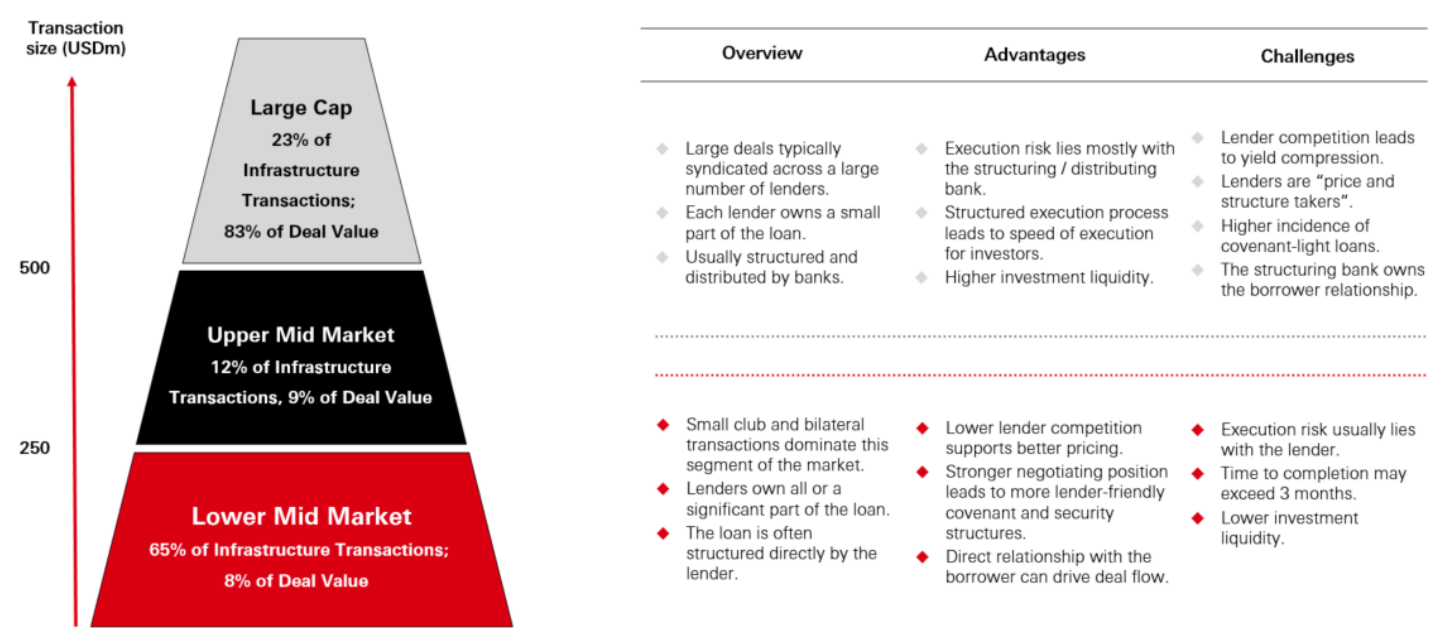
予想、見通し、目標は例示を目的として掲載しており保証するものではありません。上記の見解は当資料作成時点のものであり、予告なく変更することがあります。

このようなことから、インフラエクイティ投資とデット投資のリターンの差は縮小しています。Pitchbookが2024年第1四半期に報じたデータによると、インフラエクイティ全体の投資ホライズン1年のIRRは、2022年第3四半期の15.2%から2023年第3四半期には10.7%に低下しました。対照的に、インフラ（不動産を含む）デットの投資ホライズン1年のIRRは、同じ期間で3.5%から10.0%に増加しています。この結果は、デットとエクイティのリスク/リターン特性に関する従来の考え方に疑問を投げかけるものであり、やがて株式資本コストに関する期待に変化をもたらす可能性があります。いずれにせよ、現在の環境はインフラデット投資の潜在的な魅力を浮き彫りにしています。投資家は、インフラデット投資を通じて確立されたすべての利点を享受することができます。すなわち、優先的な支払い順位、キャッシュフローの可視性、堅固な回復率、投資イグジット時期の確実性の度合いなどです。

ローワーミドル市場の機会の特定

インフラデットの取引市場は広範かつグローバルで、数十億米ドルの大型取引から数千万米ドルの小型取引に至るまで様々です。IJグローバルによると、2021年から2023年9月までの期間で16,587件の取引があり、その取引総額は12.45兆米ドルでした（世界で見ても銀行が未だインフラの主要な資金提供者であるため、業界全体のAUMは小さく見えます）。このスペクトラムの中では、取引ダイナミクスの点で大きな違いがあります。リーグテーブル上位の投資銀行による協調融資やメガファンドが存在感を示す大型取引から、中型案件の領域に移行する場合に特に当てはまります。ローワーミッド市場では大きく異なり、通常、取引は相対で行われるか、個別の中型金融機関や小規模クラブディールが関与します。

2021年1月～2023年9月のインフラデット取引総額は12.45兆米ドル



IJグローバルによると、2021年1月～2023年9月のインフラデット全取引の約65%⁷がローワーミドル市場で、この市場は奥深く、グローバルでありながら、非常に細分化されており、投資家に魅力的な機会を提供しています。ローワーミドル市場は、リーグテーブル上位の投資銀行が大規模な協調融資取引を構築し、幅広い投資家に提供するといったニーズには適していません。また、ディプロイメント目標を達成するために、より大型のチケットを必要とするメガファンドのニーズにも応えていません。このような背景から、流動性プールの大部分が取り除かれ、リスクがより魅力的な水準で価格設定される市場となります。ローワーミドル市場は、相対取引や小規模クラブディールが多くを占めており、貸し手が借り手と直接的な関係を構築します。このような状況で貸し手は、より魅力的な価格設定と貸し手に有利なストラクチャリングを特徴とする、優れた条件交渉を可能にしています。これには、金融コベナントの厳格化、キャッシュスイープ（余剰資金を自動的に返済に充てる）、配当の停止などが含まれ、貸し手のコントロールを強化し、信用パフォーマンスを向上させます。コベナントライトは、ローワーミドル市場ではあまり一般的ではありません。

上場債券や、リーグテーブル上位の投資銀行や法人銀行が組成する大型シンジケートローンに重点を置く運用会社に比べて、ローワーミドル市場で個別交渉によるインフラデット取引にフォーカスする運用会社は、多くの場合、より高い執行リスク（最終的に財務的に成立しない取引に時間と労力を費やすリスク）に直面する可能性があります。さらに、取引の実行により多くの時間を要し、場合によっては3ヶ月から9ヶ月に及ぶこともあります。しかしその過程で、インフラ資産のプライベートデット投資と、ローワーミドル市場のローン・ポートフォリオの魅力的な特性を独自に組み合わせたポートフォリオを構築することもあります。

ローワーミドル市場の投資で成功している投資マネジャーは、投資機会の強固なパイプラインを必要としています。投資機会は、現地のアドバイザーやブローカーとの幅広く多様なネットワークから生まれるだけでなく、プライベートエクイティのファンドマネジャーや借り手企業、および資産デベロッパーとの直接的な関係からもたらされます。彼らは単に分析能力があり、財務予測やデューデリジェンス・レポートを理解する能力があるだけでなく、インフラにおけるプライベートデット取引の交渉とストラクチャリングにおいて堅固な実績があります。ローワーミドル市場のインフラデット投資マネジャーの多くは、地理またはセクター上の特定のニッチ分野で活動し、確立されたネットワークを通じて優位なオリジネーションを実現することができます。結局のところ、焦点を絞った戦略には、成長の可能性と拡張性の点で限界があります。このような理由から、国際的な銀行でグローバル・インフラデットのオリジネーション業務に携わる投資マネジャーは、成長への制約が少なくなる可能性があります。

結論

近年、インフラデット市場は著しく成長していますが、他の資産クラスに比べて依然小さい市場です。広範な投資機会に加えて、インフラデットとエクイティのリターンが収束していることを踏まえると、インフラデット市場の成長は今後も続くと考えられます。また、デフォルト率が低く、回復率が高いことを考慮すると、投資家にとって多くのプラスの特性があります。さらに、デジタル化、脱炭素化、脱グローバル化などの長期的トレンドによって、ローワーミドル市場の取引から数十億米ドル規模の大型取引に至るまで、安定した資本需要があると考えられます。

ローワーミドル市場がもたらす比較的未開拓の投資機会にアクセスしたい投資家にとっては、選択肢を検討し、最も適したポジションにあると特定した投資マネジャーを選ぶ良い機会かもしれません。ローワーミドル市場での成功は、投資マネジャーによる投資のオリジネーション、ストラクチャリング、執行能力にかかっており、案件組成における経験が求められます。適切な運用会社を選ぶことで、投資家はグローバル規模の独自の価値プールにアクセスすることができます。

7. IJグローバル、インフラストラクチャー・ジャーナル、プロジェクト・ファイナンス・マガジン 2023年12月現在。

予想、見通し、目標は例示を目的として掲載しており保証するものではありません。上記の見解は当資料作成時点のものであり、予告なく変更することがあります。

当資料のお取扱いにおけるご注意

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメントの海外拠点で作成された資料をもとにHSBCアセットマネジメント株式会社（以下「当社」という。）が翻訳したものであり、金融商品取引契約の締結に係わる勧誘を目的としたものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。