

拡大するインフラ投資

目次

- I. はじめに
- II. 海外投資家が注目するインフラ資産
- III. 新型コロナウイルス感染拡大の影響
- IV. 終わりに

AMP キャピタルインベスターズ出向 田中 邦明

I. はじめに

「データセンター」、「学生寮」、「ヘルスケア施設」への投資と聞いて一般的な不動産投資を思い浮かべる人が多いかもしれない。しかし、最近これらは単なる土地・建物への投資だけではなく空港や港湾、発電などと同じく社会を支える基盤であり、付帯する設備やサービスも含めた「インフラストラクチャー(以下「インフラ」)投資」に含まれるケースも出ている。これらは日本でまだあまり馴染みがないかもしれないが、海外ではインフラ投資の対象資産として広く認識されており、また、近年注目されている資産である。

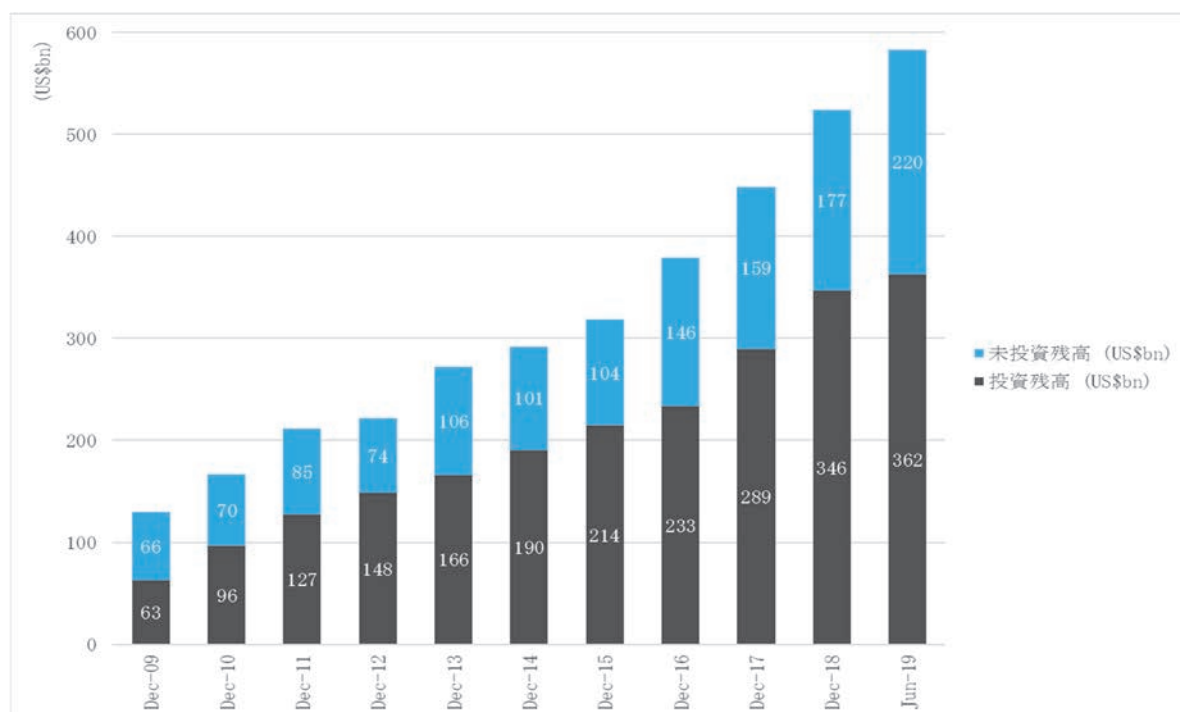
インフラ投資は長期間に亘り、安定的且つ予測可能なキャッシュフローが期待できるため、日本においても年金基金を中心に投資家からの関心は強い。伝統的資産との低相関や長期化する低金利環境を背景に投資家需要は拡大傾向が続いており、投資家需要の高まりによってインフラ市場への投資資金の流入が加速する一方、市場では非上場インフラファンド等による投資が実現されていない「未投資残高¹」の増加がみられ始めている(図表1)。

そのため、優良資産の獲得を巡る競争も確認されており、インフラ資産として人気の高い空港などの一部のセクターでは市場が過熱しているとの声も聞かれる。海外では拡大する投資家需要に応えるべく、従来型の伝統的なインフラ資産に加え、新しいタイプのインフラ資産への投資も拡大しており、投資対象となるインフラ資産が変化していく可能性が考えられる。

本稿では、日本ではあまり馴染みのないインフラ資産を取り上げ、その特性等について紹介したい。また、世界中で猛威を振るっている新型コロナウイルス感染拡大によるインフラ投資への影響についても言及していく。

¹ 非上場インフラファンド等の流動性が低いファンドの投資は一般的にキャピタルコール方式(投資家はあらかじめ投資上限額を約束(コミット)し、投資が実行される都度、運用者からの要請に応じてコミット金額の範囲内で資金を振り込む方式)が採用されており、未投資残高はコミット金額の範囲内で投資が実行されていない資金を指す。

図表 1：非上場インフラ投資の AUM(運用資産残高) 推移



出所：2020 Preqin Global Infrastructure Report

Ⅱ. 海外投資家が注目するインフラ資産

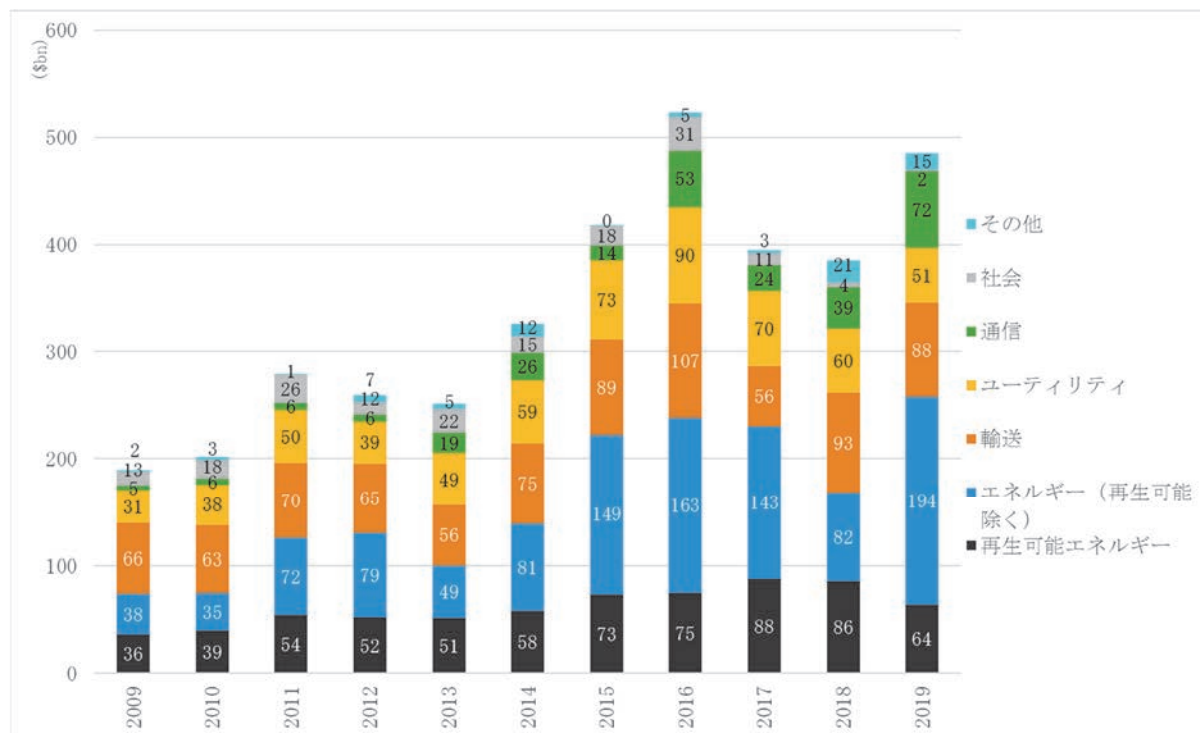
1. インフラ資産の拡大

インフラ投資の対象となる資産が変化する理由は大きく分けて二つ考えられる。まず、本誌「資産運用情報」の2017年9月号ではインフラ資産について「国民経済や地域社会が機能するために必要な基本的サービスを提供する設備・資産等」で、一般に「社会に欠かせない存在であり、景気の影響を受けにくく安定した需要が見込まれること」と説明している。つまり、時代が進み技術革新や人々の生活スタイルが変化すれば、投資対象となる具体的な資産は変化し、拡大することもある。

伝統的なインフラ資産といえば空港、道路およびトンネル等の輸送セクターから、送配電および上下水道等の公益セクター、火力発電およびガスパイプライン等のエネルギーセクター、学校、病院および刑務所等の社会インフラセクター等が主な投資対象として挙げられる。一方で、近代的なインフラ資産としては ESG²への注目もあり太陽光発電や風力発電等の再生可能エネルギーセクターが人気を伸ばしており、投資額を拡大している。また、近年ではスマートフォンや Wi-Fi 技術の普及に伴い、データセンター、通信タワー(基地局)および光ファイバー網等の通信セクターへの投資が拡大している(図表 2)。

² Environment, Social and Governance(環境・社会・ガバナンス)の略

図表 2 : インフラ資産のセクター別投資額推移

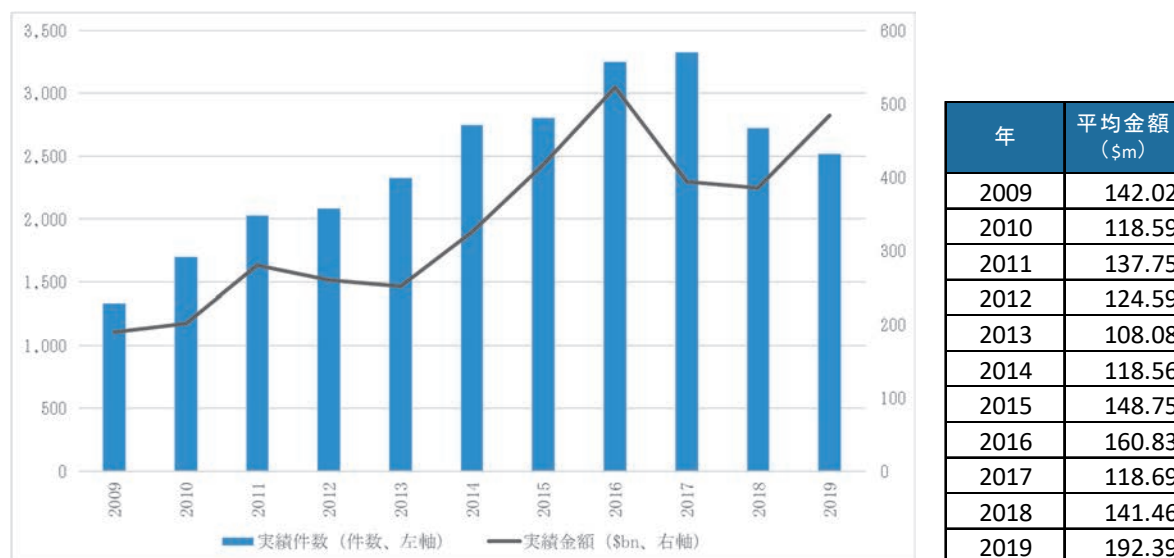


出所：2020 Preqin Global Infrastructure Report

インフラ資産が変化するもう一つの理由として、拡大する投資家需要に商機を見いだした資産運用会社が毎年市場に新規参入しており、優良資産を巡る獲得競争が発生していることも挙げられる。インフラ資産の獲得にかかる一件あたりの平均投資金額は 2013 年から上昇傾向が続いており、2017 年に一旦下がったものの、2019 年は過去 10 年間に於いて最も高い水準を記録している(図表 3)。

非上場インフラファンド等の資産運用会社は投資家の期待リターンを確保するため、投資妙味のある新たな投資対象の発掘にも注力し、時代時代でインフラ資産の定義を満たす新たな事業やセクターを模索してきた。学生寮やヘルスケア施設、そしてデータセンターや通信タワー等のデジタルインフラへの投資はその結果であり、新しい時代のインフラ資産といえよう。

図表3：インフラ資産の投資件数と金額の推移及び一件あたりの平均投資額



出所：2020 Preqin Global Infrastructure Report

2. インフラ資産のリスク・リターン

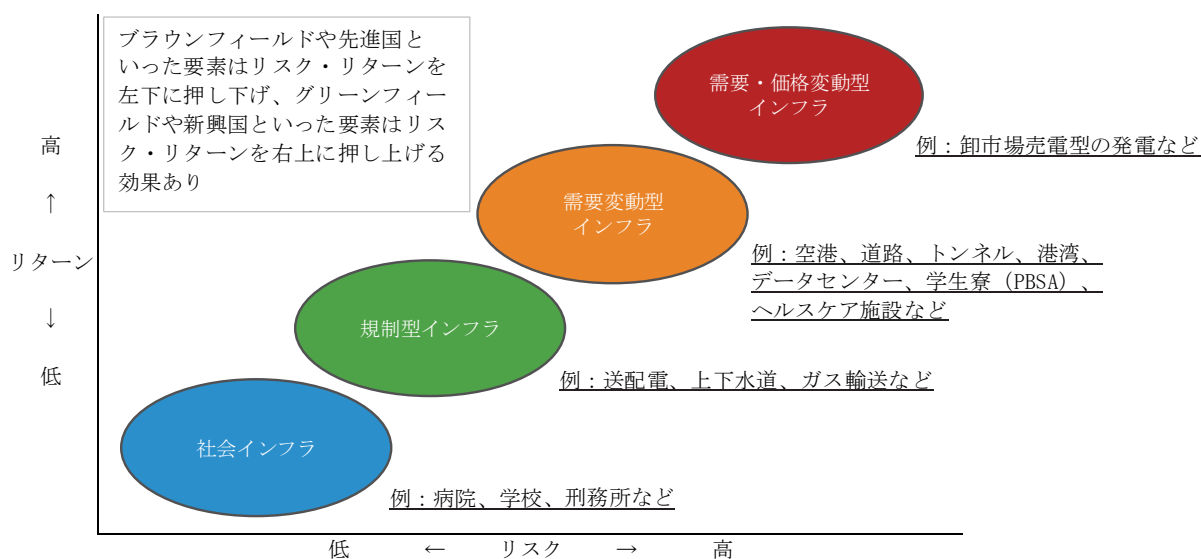
インフラ資産への投資は長期間に亘り、安定的且つ予測可能なキャッシュフローが期待できるため、一般的には比較的低リスク・リターンの低いアセットクラスに位置づけられる。だが、インフラ資産でもセクターや事業、開発ステージ(グリーンフィールド/ブラウンフィールド³⁾、所在国等の違いによりリスク・リターンは異なる。また、仮に同じセクターで同じ事業のインフラ資産であっても、スキームや契約内容などが異なればリスク・リターンも異なる可能性が高い。

図表4はインフラ資産の主なタイプ別リスク・リターン概念図である。「社会インフラ」や「規制型インフラ」は公的機関が民間と連携して事業を推進するため、契約体系は保守的な傾向が強く、収益構造も主に需要や価格変動リスクが限定的なアベイラビリティ・ペイメントベースであることが多いため、リスク・リターンは比較的低い。一方で、「需要変動型インフラ」や「需要・価格変動型インフラ」は需要や価格変動リスクを伴う収益構造になっているため、リスク・リターンは比較的高い。だが、「需要変動型インフラ」は後述するように契約体系を工夫してキャッシュフロー予測を可能にすることで、新たな投資対象資産の広がりにもつながりやすい。冒頭で挙げたデータセンターや学生寮、ヘルスケア施設のリスク・リターンも「需要変動型インフラ」であり、新しい時代のインフラ資産である。

³ インフラ投資で一般的にグリーンフィールドは資産の建設リスクがあるまっさらな状態からの事業開発であり、ブラウンフィールドは資産の建設リスクがない既存事業を指す。

⁴ 資産が利用可能な状態を維持していれば実際の利用有無に関係なく一定の対価が支払われる仕組み

図表4：インフラ資産の主なタイプ別リスク・リターン概念図



出所：三菱UFJ信託銀行作成

なお、図表4に記載しているのはあくまでも一般的な例であり、実際は様々な要素でリスク・リターンが変動するため、必ずしも上記のとおりとは限らない。例えば、風力発電事業は長期売電契約で料金体系について合意するため、事業者は価格リスクを負わないが、風が吹かなければ発電することができないため、風量リスクを負う。風力発電事業のリスク・リターンは「規制型インフラ」の中でも高い方だが、風量リスクを伴わない契約体系もケースとしてあるため、その場合リスク・リターンは「規制型インフラ」の中でも低い方、もしくは「社会インフラ」の水準に類似する可能性がある。

次項では、日本であまり馴染みがないが、海外では広く認識されているインフラ資産として「データセンター」、「学生寮」および「ヘルスケア施設」を取り上げ、その特徴やリスク・リターン等について説明する。また、最後に参考として投資家需要が拡大しているインフラ・デット投資にも少し触れる。

3. 新たなインフラ資産の紹介

(1) データセンター

日本では不動産投資として関心が高いデータセンターだが、海外ではインフラ投資の対象資産としても認識されている。以前は多くの企業が自前のデータセンターを所有してデータを管理していたが、最近では資金の有効活用やリスク分散の観点などから外部のデータセンターに委託する傾向が強くなり、データセンター開発の需要は拡大している。

足元では新型コロナウイルス感染拡大の影響により、多くの企業がリモートワークを実施しているため、データ処理をオンラインで完結できるクラウドコンピューティングは人々の生活に欠かせないサービスとなっている。データセンターは日常生活を維持する上で必要不可欠な役割を担っており、安定的かつ予測可能なキャッシュフローが期待できる。

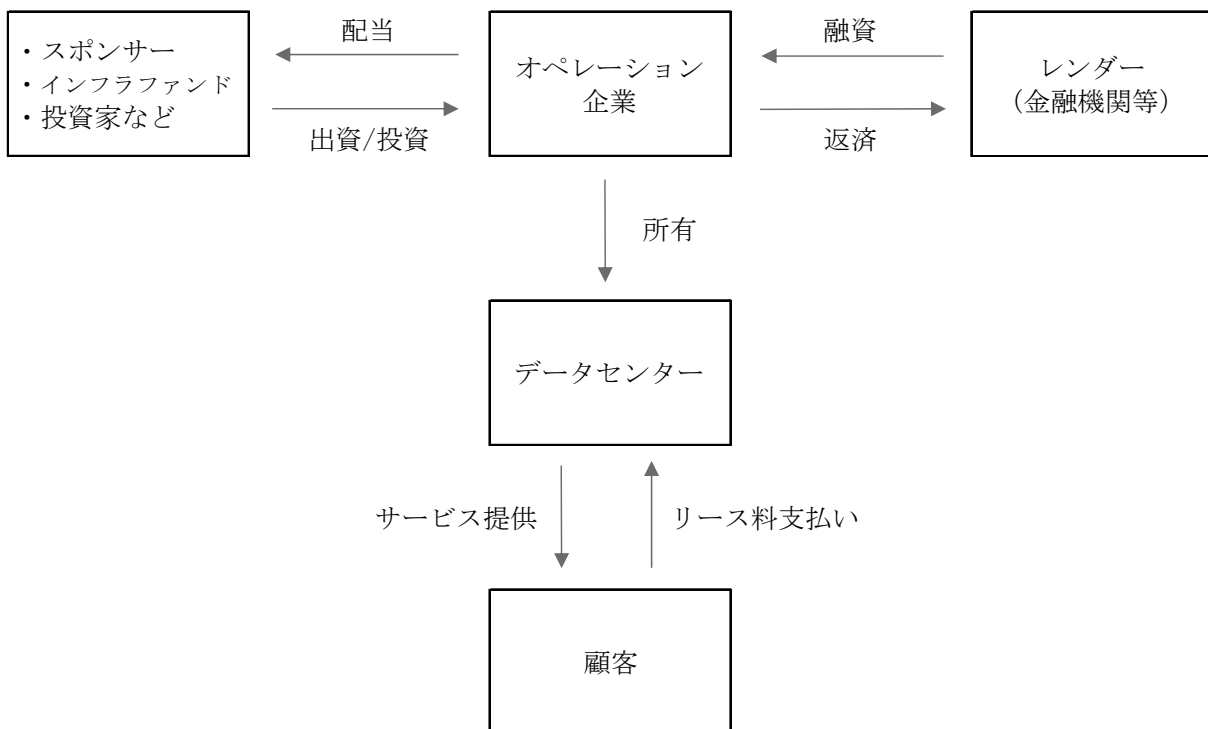
< 契約体系 >

- ✓ 法人顧客とリース契約を締結
- ✓ リース契約の期間は通常5年～10年程度
- ✓ スペースに加え、冷却機能やセキュリティ機能等の技術面を提供

データセンターは床面積や使用電力量に応じて顧客からリース料を徴収する形が一般的だが、海外では床面積に応じたリース料のみを徴収し、使用電力量は顧客にパススルーする形もみられる。また、リース契約の延長オプションを顧客に付与するケースも多い。

データセンターは顧客ニーズに応じたスペースの提供に加え、施設の冷却機能やセキュリティ機能等の技術面の提供、再生可能エネルギーを使用した電力の提供など ESG 観点のアピールも顧客獲得のための重要な要素になっている(図表5)。

図表5：一般的なデータセンターの相関図イメージ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

< リターン特性 >

- ✓ 安定したキャッシュフローが期待できる
- ✓ 中長期的な収益の成長性が期待できる

データセンターは顧客とリース契約を締結するため、固定期間において需要リスクは発生せず、安定したキャッシュフローが期待できる。キャッシュフローにおける主な変動要因は顧客によるリース契約の更新有無だが、新しいデータセンターへの移行には相応のコストが発生するため、特段の事情がなければリース契約が更新される可能性は高い。

将来的な拡張にも対応できるよう、あらかじめ広めに面積を確保して開発されたデータセンターはアップサイドが期待できるため、投資家は安定したキャッシュフローと中長期的な収益の成長性に期待して投資すると考えられる。一方で、データセンターはデジタルインフラの中で比較的注目度の高いインフラ資産といえるため、市場の過熱感には留意する必要がある。

< デューデリジェンスの主要論点 >

- ✓ 法人顧客の信用力や評価
- ✓ 大口顧客の存在や顧客分散の観点
- ✓ リース契約の平均残存期間

顧客から徴収するリース料がキャッシュフローの主な源泉になるため、カウンターパーティーとなる顧客の信用力は安定運営を目指す上で重要な要素になる。また、安定した大口顧客の存在や、複数の小口顧客でカウンターパーティーリスクを分散することも重要である。同時に、リース契約の平均残存期間が短いほど更新リスクは高まるため、リース契約の平均残存期間についても確認が必要である(図表6)。

図表6：データセンターの主要なデューデリジェンス

項目	内容
カウンターパーティーリスク	顧客の信用力や評価、過去の実績など
収入変動(需要)リスク	リース契約期間、大口顧客の存在、顧客分散など
収入変動(価格)リスク	使用電力量のパススルー有無、不動産市況の推移など
完工リスク	グリーンフィールド/ブラウンフィールドなど
操業・保守リスク	操業実績、冷却機能やセキュリティ機能の提供有無など
CPI 上昇リスク	CPI に連動する収入スキームの有無など
金利変動リスク	デットがあれば金利ヘッジの有無やその割合など
リファイナンスリスク	デットの条件やリファイナンスの蓋然性など

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(2) 学生寮(PBSA)

学生寮の土地と建物を取得して開発するのは一般的な不動産投資だが、大学との連携を通じて学生寮の運営権を取得することで安定的且つ予測可能なキャッシュフローが期待できるため、学生寮は海外ではインフラ投資の対象資産として認識されている。例えば、経済成長の原動力として高等教育に大きな役割を期待する英国や豪州では、多くの海外留学生を誘致するために Purpose Built Student Accommodation (以下「PBSA」) と呼ばれる大学の学生寮への投資が行われている。特に豪州では多くの国公立大学が PBSA の整備に積極的に取り組んでいる。

高等教育のグローバル化が急速に進む昨今において、学生寮は海外留学生を受け入れるために必要不可欠なサービスを提供しており、中長期的に安定した需要が見込まれる。PBSA は大学と連携して推進するため、学生にとって利便性の高いキャンパス敷地内に建設されることが多く、また、利用する学生が優先的に割り当てられるため、予測可能で比較的安定したキャッシュフローが期待できる。

< 契約体系 >

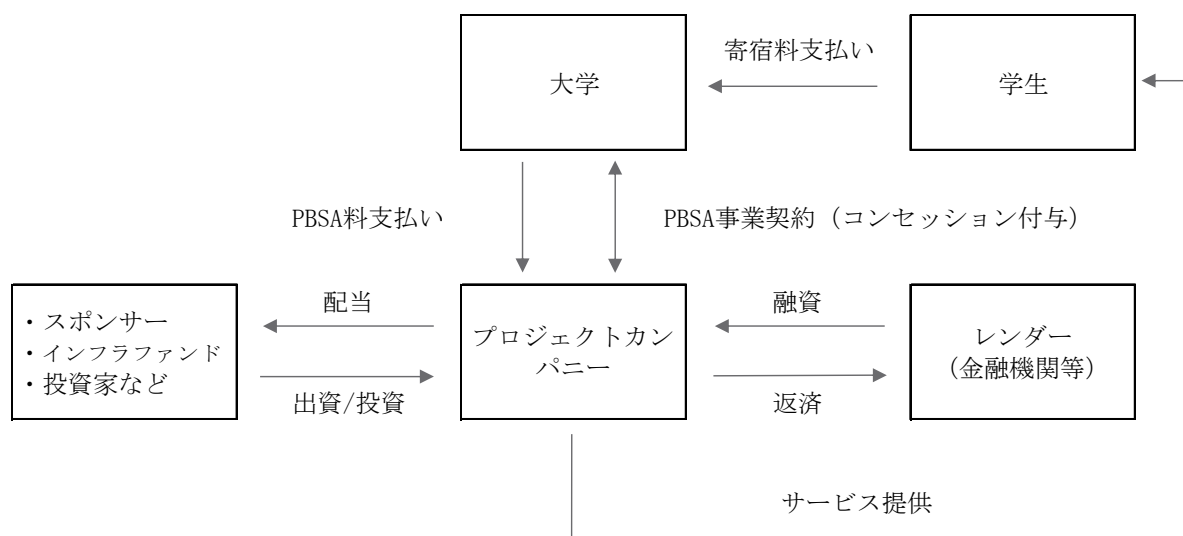
- ✓ 大学と連携するコンセッション方式
- ✓ コンセッション期間は通常 30 年～40 年程度
- ✓ 大学が優先的に学生を割り当て

PBSA は土地や建物などの不動産を取得する必要がなく、大学が開発する学生寮の運営権を固定期間にわたり取得するコンセッション方式⁵である。そのため、PBSA の契約体系は不動産投資よりも、PPP 事業⁶の投資に類似している。PPP 事業との主な違いは、PBSA はカウンターパーティーが公的機関ではなく大学であり、収入構造も一般的に需要リスクがあることなどが挙げられる(図表7)。

⁵ 施設の所有権を移転せず、免許や契約等により独占的な営業権を事業者に与えて事業を行う方式

⁶ Public and Private Partnership(政府や自治体などの公的機関と民間が連携して事業を推進する官民連携パートナーシップ)の略

図表7：一般的なPBSAの相関図イメージ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

<リターン特性>

- ✓ 比較的安定したキャッシュフローが期待できる
- ✓ 中長期的な収益の成長性が期待できる

PBSAは需要リスクがあるが、大学との連携により学生を優先的に割り当てられるため、比較的安定したキャッシュフローが期待できる。しかし、事業開始当初から高い平均稼働率で推移することを見込んでいる場合は、キャッシュフローの拡大余地が限定的になるため、収益の成長性に期待するのは難しくなる。

一方で、将来の学生寮への需要の高まりを見込んで大学がPBSAの拡張を想定する場合、既存事業者が優先的に拡張事業に参加することができるオプション(Right of first refusal、先買権条項)を契約に盛り込むことがある。同オプションを活用して事業拡大を図り、スケールメリットの享受やシナジー効果の発揮などを旨とする中で、事業収益の成長性にも期待できる。投資家は安定したキャッシュフローと、将来的にはアップサイドが期待できるため、中長期的な収益の成長性に期待して投資すると考えられる。

<デューデリジェンスの主要論点>

- ✓ 大学の国際的な評価
- ✓ 海外留学生の推移見込みや、中長期的な受け入れ方針
- ✓ 平均稼働率の推移見込み

PBSAは大学を通じて学生から徴収する寄宿料がキャッシュフローの主な源泉になるため、大学の評価は重要な要素になる。特に、PBSAは利用者に占める海外留学生の割合が大きいことが一般的なため、大学の国際ランキング、国際的な評価および中長期的な海外留学生の受け入れ方針などがPBSAの平均稼働率に影響する。また、PBSAは需要リスクがあるため、キャッシュフロー分析は重要であり、様々な前提条件の中でも特に平均稼働率の推移見込みは確認が必要である(図表8)。

図表8：PBSAの主要なデューデリジェンス

項目	内容
カウンターパーティーリスク	大学の国際的な評価、海外留学生の受け入れ方針など
収入変動(需要)リスク	海外留学生の推移、平均稼働率の推移など
収入変動(価格)リスク	価格見直しの仕組み、不動産市況の推移など
完工リスク	大学が完工リスクを負っているかなど
操業・保守リスク	操業請負業者の実績や操業に関するKPI項目など

※CPI上昇リスク、金利変動リスクおよびリファイナンスリスクについてはデータセンター同様

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(3)ヘルスケア施設

広義のヘルスケア施設は病院やメディカル・モールなどの幅広い事業を含むが、本稿では高齢者介護施設や特別介護施設に焦点を絞る。医療の高度化に伴い人間の平均寿命は延びているため、ヘルスケア施設は社会的に重要なサービスを提供する役割を担っている。また、多様化する入居者のニーズに対応するため、ヘルスケア施設は付加価値の高いサービスの提供が求められている。英国や豪州では政府がヘルスケア施設の環境整備に注力しており、補助金等による支援も行われている。

ヘルスケア施設は現代社会において必要不可欠なサービスを提供しており、人口の高齢化率が上昇傾向にある先進国を中心に中長期的な需要拡大が見込まれているため、予測可能で比較的安定したキャッシュフローが期待できる。

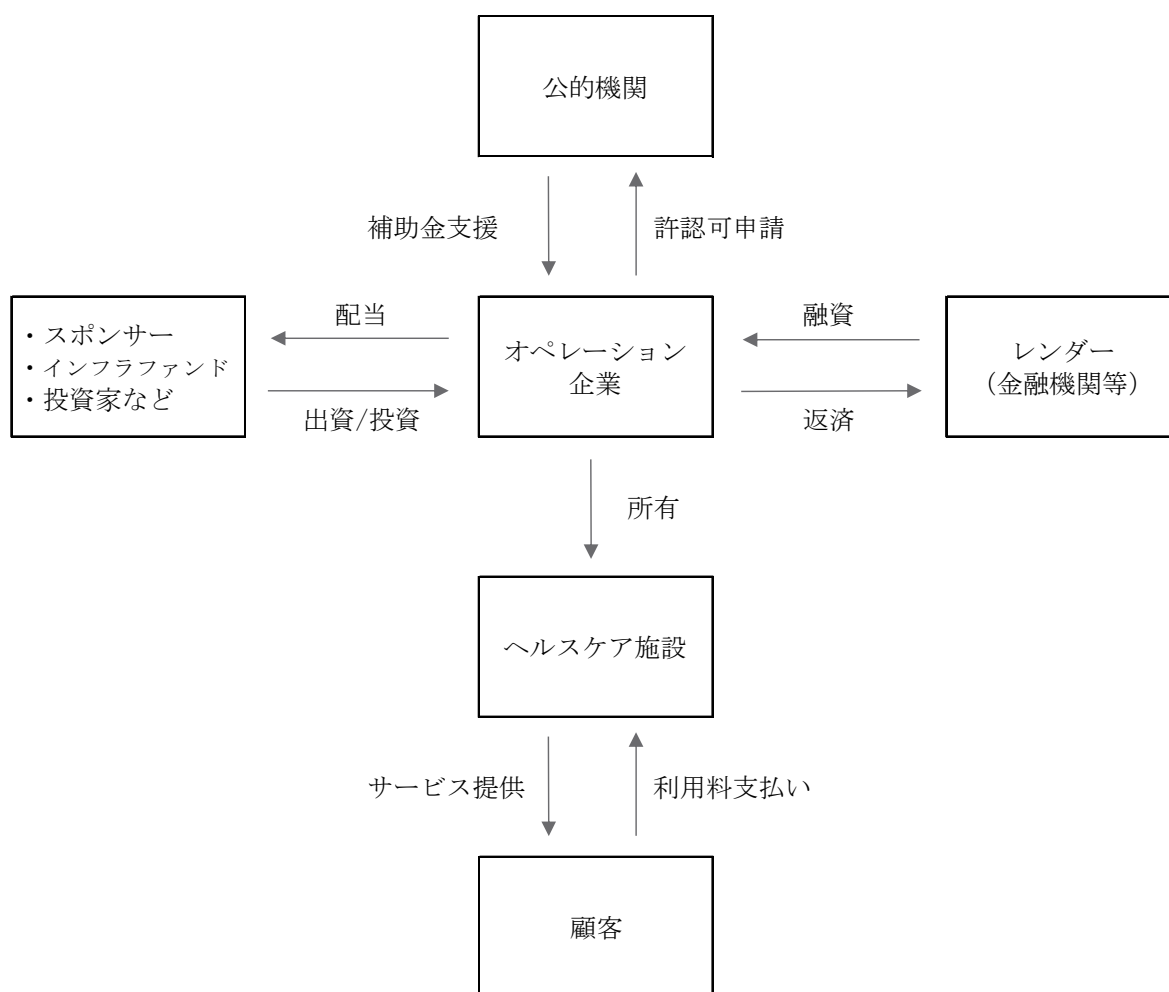
<契約体系>

- ✓ 個人顧客による利用が主
- ✓ 公的機関による補助金支援
- ✓ ヘルスケア施設は所有

ヘルスケア施設は不動産投資でも投資対象資産として認識されているが、インフラ投資においてはオペレーション企業の存在やヘルスケア施設の所有、中長期のキャッシュフローが予測しやすいことなどが主な特徴として挙げられる。また、ヘルスケア施設の利用者は個人

顧客であり、きめ細かいサービスが求められるため、多くのインフラ資産とは異なり従業員数が比較的多く、人件費の割合も高い。ヘルスケア施設は補助金の存在も重要であり、公的機関との良好な関係維持は安定運営を目指す上で大事な要素になる(図表9)。

図表9：一般的なヘルスケア施設の相関図イメージ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

<リターン特性>

- ✓ 比較的安定したキャッシュフローが期待できる
- ✓ 中長期的な収益の成長性が期待できる
- ✓ ESG要素がある

ヘルスケア施設は病院と違い、利用者は主に中長期の利用が前提となるため、需要リスクはあるが比較的安定したキャッシュフローが期待できる。また、新しいヘルスケア施設の開発や同業他社の取得などを通じて事業拡大を図り、スケールメリットの享受やシナジー効果

の発揮を目指すことで将来のアップサイドも期待できる。

投資家がヘルスケア施設に投資する目的として、安定したキャッシュフローと収益の成長性への期待に加えて、ESG 要素があることも挙げられる。ヘルスケア施設は社会問題の解決に貢献しているため、リターンを期待しながら ESG の観点も満たせることが、海外投資家から注目される主な要因として考えられる。

<デューデリジェンスの主要論点>

- ✓ ヘルスケア施設の評価
- ✓ 公的機関の信用力やヘルスケア施設に関する取組方針
- ✓ 平均稼働率の推移見込み

ヘルスケア施設の利用者を増やすことがキャッシュフローの拡大につながるため、ヘルスケア施設を運営するオペレーション企業も含めた全体的なレピュテーション(評価)が重要になる。個人顧客はインターネットや口コミなどの評価に影響される可能性が高く、ヘルスケア施設の悪い評判はすぐに広まるため、将来の成長戦略にも影響を与える。

補助金の存在も重要なため、公的機関の信用力や、ヘルスケア施設に関する将来的な取組方針などを確認する必要がある。また、ヘルスケア施設は他のインフラ事業と違い、費用全体に占める人件費の割合が高いため、キャッシュフロー分析では人件費の割合や平均稼働率の推移見込みなどの確認が重要になる(図表 10)。

図表 10 : ヘルスケア施設の主要なデューデリジェンス

項目	内容
カウンターパーティーリスク	顧客の信用力(支払遅延等)、公的機関の信用力など
収入変動(需要)リスク	事業の評価、平均稼働率の推移、補助金の有無など
収入変動(価格)リスク	人件費の割合、不動産市況の推移など
操業・保守リスク	従業員の評価、医療系資格保有者の割合など

※完工リスク、CPI 上昇リスク、金利変動リスクおよびリファイナンスリスクについてはデータセンター同様

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

(4)まとめ

前述の(1)～(3)のインフラ資産は各々が異なる特徴やリスクを有していたが、いずれもキャッシュフローが予測しやすいことや、安定的なキャッシュフロー推移が見込めることが海外投資家から注目される主な要因として挙げられる(図表 11)。

図表 11 : (1)～(3)の主要項目比較

	データセンター	PBSA	ヘルスケア施設
主なカウンターパーティー	法人顧客	大学	個人顧客 公的機関
主なキャッシュフロー源泉	リース料	寄宿料	利用料(補助金含む)
主要リスク	・顧客の信用力や評価 ・リース契約の平均 残存期間	・大学の信用力や評価 ・平均稼働率の推移	・ヘルスケア施設の 評価 ・平均稼働率の推移
需要変動リスク	小	中	中
リターン特性	・安定的なキャッシュ フロー ・収益の成長性	・比較的安定した キャッシュフロー ・収益の成長性	・比較的安定した キャッシュフロー ・収益の成長性 ・ESG 要素あり

出所：三菱UFJ信託銀行作成

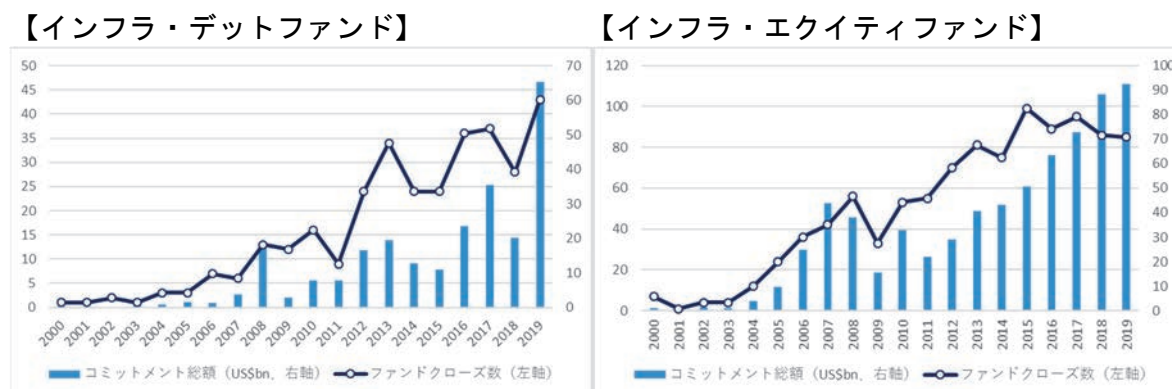
(5)インフラ・デット投資(参考)

最後に、投資家需要が拡大しているインフラ・デット投資にも触れる。インフラ投資は、インフラ運営企業への直接出資や非上場インフラファンドなどを通じて間接出資するインフラ・エクイティ投資(上述(1)～(3))と、インフラ運営企業向けの融資や債券などを投資対象としたインフラ・デット投資に分けられる。また、インフラ・デット投資の非上場インフラファンドには、返済順位の高いシニアデットに投資するファンドと、返済順位がシニアデットに劣後するメザンデットに投資するファンドの二つに分類することが出来る。

インフラ・デット投資は投資先のインフラ運営企業の業績に関わらず、当初決められた条件でのリターンが約束されているため、業績次第でアップサイドを狙えるインフラ・エクイティ投資に比べるとリターン目線は低い。景気後退局面において相対的に耐性が強い特徴がある。また、デットはあらかじめ期限が定められているため、通貨スワップ等のデリバティブを組み合わせやすいことも特徴として挙げられ、円ヘッジを付けた形でのインフラ・デット投資は、日本の年金基金などの間でも人気のある投資スタイルの一つとなっている。

インフラ・デット投資は、長引く低金利環境を受けた投資家需要の拡大や、金融機関の貸出余力の低下を背景に、過去数年間で急速に市場を拡大している。インフラ・エクイティ投資に比べると歴史は浅く、市場拡大の余地は大きいため、今後の成長が期待される(図表12)。

図表 12：インフラ・デットファンドとインフラ・エクイティファンドの資金調達額とファンドクローズ数の推移



出所：2020 Preqin Global Infrastructure Report

Ⅲ. 新型コロナウイルス感染拡大の影響

新型コロナウイルス(以下「新型コロナ」)のパンデミック(世界的大流行)で世界経済は大きな打撃を受けており、影響は資産運用にも及んでいる。セクターにより程度の差はあるが、インフラ投資も例外ではない。なお、新型コロナの収束はまだ実現しておらず、インフラ投資への影響は現在も続いているため、以下はあくまでも参考として検討したものである。

1. インフラ・エクイティ投資への影響

<相対的にマイナス影響が考えられる主なインフラ資産>

足元で最もマイナス影響が考えられるのは空港、道路および港湾等の一部の輸送セクターである。特に空港は新型コロナ感染拡大防止のため、多くの国が入国者を制限している影響もあり、当面は厳しい状況が続くことが予想される。

他にマイナス影響が考えられるインフラ資産は、学生寮(PBSA)とヘルスケア施設である。学生寮(PBSA)は利用者の大半を海外留学生が占めるが、多くの国で入国制限が実施されているため、留学先の国に(再)入国できないケースが発生しており、平均稼働率が一時的に想定を下回る状況が発生している。

ヘルスケア施設では、新型コロナに対する防止策の実施等により費用が増加傾向にある。また、新型コロナの感染防止策に対するヘルスケア施設側の対応が不十分と考え、家族の意向で入居者を退所させるケースも発生しているため、保証金(bond)の返還に伴い資金繰りが一時的に厳しくなるヘルスケア施設もみられている。

<相対的に影響が小さいと考えられる主なインフラ資産>

発電および再生可能エネルギーは、新型コロナの影響があまりみられていないセクターである。これは契約体系等の様々な要因が考えられるが、企業によるリモートワークの実施が拡大したことにより電力需要が大きく下がらなかったことも要因の一つとして挙げられる。

また、社会インフラも新型コロナの影響があまりみられていないが、これは契約によりキャッシュフローの源泉が守られていることが主な要因として挙げられる。

<相対的にプラス影響が考えられる主なインフラ資産>

新型コロナの影響でインフラ資産としての存在感を高めているのは、データセンター、通信タワーおよび光ファイバー網等のデジタルインフラである。新型コロナのパンデミック発生前からもデジタルインフラは一定の存在感を有していたものの、今はより一層インフラ資産としての重要性が認識されることとなった。新型コロナの影響で企業によるリモートワークの実施が広がり、インターネットやクラウドサービスが人々の生活に深く根付いていることが再認識され、また、5Gの導入等により通信データ量の増加が見込まれる中、その環境を提供するデータセンターおよび通信タワーなどのデジタルインフラには今後も注目が集まると考えられる。

図表 13：新型コロナ感染拡大の影響が考えられる主なインフラ資産

新型コロナ感染拡大の(相対的な)影響	主なインフラ資産
マイナス影響が考えられる	輸送、道路、港湾、PBSA、ヘルスケア施設
影響が小さいと考えられる	発電、再生可能エネルギー、社会インフラ
プラス影響が考えられる	デジタルインフラ

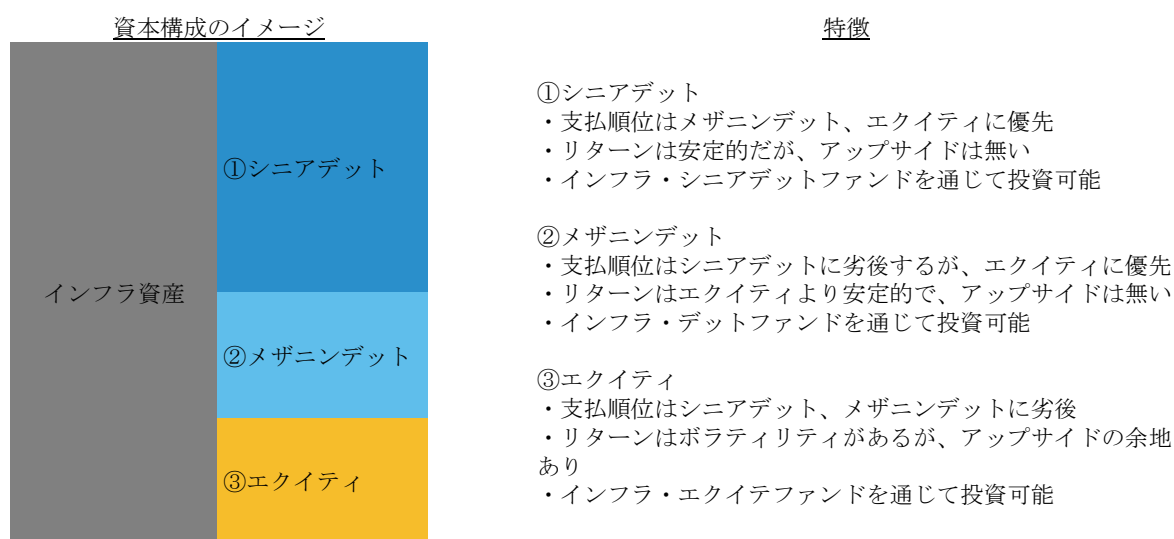
出所：三菱UFJ信託銀行作成

2. インフラ・デット投資への影響

インフラ・デット投資は景気後退局面における耐性が強いという特徴があるため、インフラ・エクイティ投資と比較すると相対的な影響は小さいと考えられる。主な要因として、インフラ・デット投資はダウンサイドリスク緩和のためにコベナント⁷等の債権保全策を導入していること、そして有事の際にはまずエクイティ部分に影響が及ぶため、一定のエクイティ・クッションがあることなどが挙げられる。特にシニアデットの支払順位はメザニンデットにも優先するため、問題が発生した場合はエクイティからの距離が最も遠く、影響が及ぶのは最後となる(図表 14)。

⁷ 融資契約を締結する際に契約書に記載される一定の特約事項であり、守られない場合は借入人にペナルティが課される。

図表 14：非上場インフラ運営企業の資本構成イメージと特徴



出所：三菱UFJ信託銀行作成

インフラ・デット投資では新型コロナによる大きな影響はみられないが、会計基準に基づく引当金の計上等により、実際の損失有無に関わらず運用パフォーマンスが一時的に上下に変動することはあり得る。また、もし今後も世界経済が回復せず、新型コロナ感染拡大の影響が及んでいるインフラ資産(エクイティ)の状況が改善しなければ、デットにも本格的に影響が及ぶ可能性は十分考えられる。

IV. 終わりに

冒頭で言及したように、インフラ投資市場は投資家需要の拡大を背景に、投資資金の流入が加速しており、今後もその傾向が続く可能性は高い。新型コロナの影響が及んでいるセクターや事業は一部あるものの、インフラ資産は景気後退局面においてポートフォリオの安定運用を下支えすることが期待されており、今や海外ではインフラ投資が非上場資産のアセットクラスでの重要な選択肢として確固たる地位を築いている。

また、繰り返しになるが伝統的なインフラ資産以外にも、投資家の期待を満たす投資妙味のある新しい投資対象の模索が続いている。その結果がデータセンター、学生寮およびヘルスケア施設などの新しいタイプのインフラ資産である。今後もインフラ投資の本質が変わることはおそくないが、投資家需要の変動や関心事項の移り変わりなどによりインフラ投資市場のトレンドが変わる可能性はあるため、時代や人々の生活スタイルの変化に合わせて投資対象が拡大する可能性はある。

時代の変化に後れを取らず、可能な限り先行者メリットを享受するためにも、伝統資産以外への分散投資を検討している投資家はまずインフラ投資に対する理解を深めることが重要であり、インフラ資産に関する特徴やリスク・リターンなどの幅広い知識を身につけることが肝要である。

最後に、インフラ投資を検討している投資家にとって、本稿が少しでも理解を深める一助となれば幸いである。

(2020年8月21日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 『2020 Preqin Global Infrastructure Report』 Preqin [2020]
- ・ 『インフラ投資に関する調査研究(2020年版)』 年金シニアプラン総合研究機構 [2020]
- ・ 『インフラ投資の運用実務 (資産運用情報 2017年9月号)』 三菱UFJ信託銀行
大畑 淳 [2017]
- ・ 『高等教育ブームの波に乗る学生寮』 AMP Capital Investors ブラッド・ウイリアムズ
[2019]
- ・ 『Healthcare infrastructure piques institutional interest』 Frontier Advisors [2019]
- ・ 『Webcast: Infrastructure today, tomorrow and the next decade』 Infrastructure
Investor, Kalliope Gourntis [2020]
- ・ 『Webcast: A global infrastructure debt market in constant motion』 Infrastructure
Investor, Adam Smallman [2020]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）