

資産レース

インフラストラクチャー： 強力な基盤の上に構築

BNY Mellon、アラン・フラナガン、ロバート・ワグスタッフ

「我々はインフラ資産への投資を増やしており、今後とも投資比率を高位に維持する方針です。インフラ開発の必要性が高まっているのは明らかであり、インフラ資産に投資することによって、他の資産クラスに比較して低リスクの持続可能な長期投資にアクセスすることができます」

EMEA (欧州・中東・アフリカ) の
年金基金投資責任者

インフラ資産への投資資金の流入額が
記録的な水準に達している



インフラストラクチャーは過去数年間に、プライベートエクイティなど実績ある資産クラスと並ぶオルタナティブ資産ポートフォリオの中核的な資産として、着実に成長してきました。過去2年間はインフラ・ファンドに世界の投資家から記録的な水準の資金が流入し、流入額は2016年¹に556億米ドル、2017年は543億米ドルに達しました。

インフラ資産の人気の高まっている一因は高水準のリターンで、最近実施した当社の「資産レース (Race for Assets)」調査では、パフォーマンスが見通しと同じ或いはそれを上回る水準に達したと回答した投資家が79%に上りました。リターンに対する満足度の高さは、来年も概ね安定的なアロケーションを維持するという調査結果にも表れています。投資家は平均すればオルタナティブ資産へのエクスポージャーの約18.5%をインフラ資産に振り向けています。

しかし、投資家を引き付けている要因はリターンばかりではありません。インフラ資産は投資期間が長いため、保険会社、年金基金、そしてとりわけ政府系ファンドの長期的な投資目標や負債にうまく合致する可能性があります。それに加え、インフラ資産やプロジェクトは公共財—ソーシャルハウジングやヘルスケア施設から学校、再生可能エネルギー生産施設に至るまで—を生み出すケースが多いほか、道路、橋梁、空港などの分野への投資が経済成長に直接的な影響を及ぼすという事実は、今日の投資家の間で、サステナビリティや、環境・社会・ガバナンス (ESG) を重視する姿勢が高まっていることにもうまく合致しています。

¹ インフラレーション・グループ (Infraction Group)

² BNY Mellon 「資産レース (The Race for Assets)」 https://www.bnymellon.com/_global-assets/pdf/our-thinking/the-race-for-assets-alternative-investments-surge-ahead.pdf

インフラ資産は今後大きな成長余地のある投資分野です。現在から2040年にかけて世界中のインフラ資産を維持、改善および整備するために必要な投資額は94兆米ドルと見積もられており、最近の傾向に基づけば、15兆米ドル規模の資金が不足することになると見込まれています³。政府だけではこの資金需要を満たすことができず、民間からの資金供給が不可欠となることは広く認識されています。

米国では、トランプ政権が足元で、今後10年の間に1兆5000億米ドル規模のインフラ投資を行う考えを示していますが、このうち連邦政府による拠出は2000億米ドル⁴のみとなっています。このインフラ投資計画の詳細はまだ公表されていませんが、民間セクターがインフラ整備プロジェクトへの資金供給に大きな役割を果たすことになる可能性は高いでしょう。

「米国と欧州の両方で、一般的なインフラ資産およびコアインフラ資産においてマージン（利益）が減少している一方で、資金調達条件は緩和しています。リスクリワード特性がより魅力的であり、投資家のポジションがあまり集中していない投資機会を捜し出す必要があります」

アリアンツ CIO兼インフラストラクチャーデット責任者 クラウス・フィンツェン

世界的に見てもインフラ投資への資金拠出の必要性が高いことは明らかであり、新興市場の多くは、インフラ開発のために巨額の投資資金を必要としています。これらの新興諸国では、急速な都市化や、中間層人口の増加に伴い、下水処理、輸送、エネルギー、ヘルスケア、教育インフラなどの領域へ投資することが緊急課題となっています。例えば、アジアの新興諸国では、経済成長の下支え、貧困対策、気候変動への対応などのために2016年から2030年の期間で26兆2000億米ドルのインフラ投資資金を必要としています⁵。

このようにインフラ投資ニーズが高いにもかかわらず、多くのインフラ整備プロジェクトについては、プロジェクトの長期性から、現在の市場で適切な投資機会を見出すのは困難となる可能性があります。こうした状況に加えて、投資家の投資意欲は旺盛です。当社の「資産レース（Race for Assets）」調査では、70%の投資家が現在インフラ債券を組み入れており、33%の投資家が今後12か月のうちにインフラ債券の組入比率を引き上げる予定であることが示されています。輸送、再生可能エネルギーなど中核的なインフラ領域の多くでは競争が激しくなっており、資金調達条件の悪化や利益の低下の原因となっています。こうした状況を踏まえて、一部の投資ファンドは、投資戦略により積極的にテクノロジーを取り込み、データウェアハウジング、スマートメーター、農村部でのブロードバンドインフラの設置などの領域を含め、新たな投資領域に着目しています。

透明性向上の要請の高まりがイノベーションを牽引する要因となる

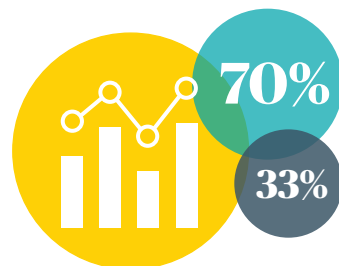
投資家はインフラ投資について全般的に満足していますが、透明性の低さが大きな課題となっています。当社の調査では、回答者の約半数（46%）が「インフラ投資に関するレポーティングレベルに不満である」と回答しています。オルタナティブ投資のうち、インフラ投資は、透明性という点で、プライベートエクイティ投資などの戦略に比べ大きく遅れを取っています。プライベートエクイティ投資に関しては、透明性に不満を持っているという回答は全体の7%にすぎませんでした。

インフラ投資に関しては、時間的枠組みの関係や、投資の複雑性を踏まえると、投資家にタイムリーに情報を提供する上で様々な課題があります。データが投資家に伝わるまでにある程度時間がかかる場合があります。さらに、インフラ投資ファンドは、投資家のニーズに応える

ためには、テクノロジーアーキテクチャーへ投資する必要があります。多くのインフラ投資ファンドは、今でも時代遅れのテクノロジーを用いて資産運用を行っており、手作業プロセスに依存することが多くなっています。しかし、アナリティクスや安全なクラウドベースシステムが利用可能となっていることに加えて、多種多様なソースからのデータキャプチャーの改善によって、レポーティング手続きを簡素化するチャンスが提供されています。

また、ファンドの運用を第三者のサービスプロバイダーにアウトソースする機会も生まれており、これによって、より最新の情報へアクセスすることが可能となり、当該情報を個別の投資家の要求事項に応じて改良することができるようになります。その結果、効率性が向上し、バックオフィス業務（事務管理業務）の人員へ多額の投資をする必要性が取り除かれることになります。

ファンドマネージャーが投資家により多くの新商品を提供する傾向が強まるなかで、テクノロジーへの投資の必要性はより一層緊急なものとなっています。ここ数年の間にオープンエンド型インフラ投資ファンドが登場しており、例えば、通常では投資期間が15年から25年となるインフラ投資において、投資家により高い流動性を確保する機会が提供されています。この動きは投資家にとっては歓迎すべきものですが、ファンドマネージャーにとっては複雑性が増すことになります。このような投資ファンドには、投資家がファンドへの投資や解約について効果的な決定を下せるように、これまで以上に最新の情報を提供できるシステムが必要となります。



70%の投資家がインフラ債券を保有している

33%の投資家が今後1年間でインフラ債券の組入比率を引き上げる予定である

³ G20グローバル・インフラストラクチャー・ハブ (G20 Global Infrastructure Hub) <https://outlook.gihub.org/>

⁴ 「米国インフラ再構築計画の概要 (Legislative Outline for Rebuilding Infrastructure in America)」, 米国政府 <https://www.pnc.com/content/dam/pnc-com/pdf/corporateandinstitutional/MunicipalBond/white-house-legislative-outline-2-22-18.pdf>

⁵ 「アジアのインフラ需要への対応 (Meeting Asia's Infrastructure Needs)」, アジア開発銀行 <https://www.adb.org/publications/asia-infrastructure-needs>

米国のインフラ債券市場～かけ離れた事例

米国のインフラ債券市場は欧州、カナダ、オーストラリアのインフラ債券市場とは異なった形で進化を遂げています。欧州、カナダ、オーストラリアのインフラ債券市場では、投資ファンドや機関投資家による直接投資が支配的になりがちであり、輸送、教育などの主要インフラプロジェクトおよびその他の社会的便益に関連するプロジェクトへの民間資本の寄与が長年にわたり特徴となっています。その一方で、米国では非課税のインフラ債券（つまり地方債）の発行が主要な資金源となっています。米国におけるコアインフラ投資資金の約3分の2は地方債発行によって賄われています⁷。

2017年には、教育、電力、環境施設、輸送を含むインフラセグメント全体で4000億米ドル⁸超に及ぶ非課税のインフラ債券が米国で発行されています。個人投資家が歴史的にインフラ債券市場で中心的な役割を果たしていましたが、ここ数年の間により高い利回りを追求する機関投資家にとってもインフラ債券は魅力的な投資分野となっています。

特に、外国人投資家は、非課税措置を受けることはできませんが、ボラティリティ（価格変動性）の低さや、分散投資の可能性からインフラ債券市場に引き付けられています。また、情報開示が強化されれば、インフラ債券はさらに魅力的な投資対象となる可能性があります。

直接投資は増加傾向

最近の主要な傾向の一つとして、機関投資家によるインフラ資産への直接投資の増加があります。特に一部地域の規制当局がインフラ投資の促進を図るなかで、保険会社や年金基金はインフラ分野への投資比率をさらに引き上げようとしています。例えば、欧州連合（EU）は、ソルベンシーII資本要件におけるリスクの重み付けを減少させることによってインフラ投資を促進しようとしています。

欧州、オーストラリアなどの市場では魅力的な投資機会が提供されていますが、多くの投資家にとって新興市場の魅力も増大しており、興味深い新しい構造が出現しています。2016年には、アリアンツ・グローバル・インベスターズ社（Allianz Global Investors）は国際金融公社（IFC）とパートナーシップ協定を締結し、新興市場のインフラローンに投資するために合計50億米ドルの投資資金を募る「協調融資運用ポートフォリオ・プログラム（MCPPI: Managed Co-Lending Portfolio Program）」を創出しました。それ以降、中国人民銀行（PBOC）、アクサ社（AXA）、プルデンシャル社（Prudential）などもMCPPIに参加しています⁶。

インフラ投資は、力強く成長する可能性に加えて、投資家の要求と改善された新しい資産に対する世界的な需要との両方を満たすためにイノベーションを行う潜在性を秘めたダイナミックな投資分野であることは明らかです。インフラ投資がさらに発展を遂げる過程では困難な状況が起り、投資家が立ち止まって考え、尻込みしてしまうような事態が発生する可能性もあります。代表的な例としては、英国のインフラおよび建設サービス関連の多国籍企業カリリオン社（Carillion）が2017年に70億ポンド近い負債を抱えて破綻したケースがあります。

しかし、カリリオン社の破綻は全く予見できなかった出来事ではなく、同社のワークアウト（債務再編）プロセスが進行するに伴い、最終

公開市場で取引される債券として、地方債に対する透明性の要求は高くなっています（特に注目に値するのは、当社の調査でも明らかになったように、透明性がインフラ債市場の課題であるという点です）。外国人投資家による米国地方債の保有残高は、2010年は720億米ドルでしたが、2016年末現在では1060億米ドルまで増加しています⁹。

トランプ政権のインフラ投資計画については、最終的な形態についての詳細が欠如していることから、当該投資計画によってさらなる投資機会が生み出される余地があるかどうかは不透明なままです。また一方で、米国の税制改革法の実施が最近発表されていますが、投資家が時間を取ってこの税制改革の地方債市場への影響を理解しようとするなかで、米国の地方債市場は、一時的にしても、短期的に鈍化する可能性があります。

的には、投資ファンドが導入していた防御策の効果が実証されることになる可能性があります。

また、金利上昇の見通しを背景に、一部の投資家はインフラ以外の投資分野に資金を振り向ける可能性があります。しかし、都市化や脱炭素化の進行、デジタル化の加速を支援するためにインフラ分野への膨大な投資資金が世界中で必要とされていることから、インフラ資産への投資機会は今後一段と増大することが確実視されています。

「企業に投資する場合には、リスクや問題に効果的に対処できるように、当該企業の経営陣による企業経営のやり方を理解するようにしています。現時点では、当社のインフラファンドマネージャーからこうした情報の提供を受けておらず、投資の実行に支障が生じています」

EMEAの政府系投資ファンド CEO

⁶ <https://ifcextapps.ifc.org/ifcext/pressroom/ifcpressroom.nsf/0/4EEDF358D7DDF02085258043004B050E>

⁷ 米国公営電気事業者協会（American Public Power Association）<https://www.publicpower.org/periodical/article/more-150-lawmakers-tout-municipal-bond-benefits-bipartisan-letter>

⁸ ロイター（Reuters）<https://www.reuters.com/article/us-usa-tax-municipals/u-s-munimarket-faces-challenges-not-crisis-with-tax-changes-idUSKBN1EF025>

⁹ 米連邦準備制度理事会（FRB）／ヴァン・アイク（Van Eck）<https://www.vaneck.com/blogs/muni-nation/foreign-investor-interest-municipal-bonds-grows/>



提言

ファンドマネージャーがインフラ投資で成功する土台を築く上で役立つ3つの方法

1 透明性を改善する方法の例としては、プライベートエクイティファンドを参考にすること。 当社の調査でも、透明性に対する投資家の満足度については、インフラ債券よりもプライベートエクイティファンドの方がはるかに高いことが明らかになっています。ファンドマネージャーは、プライベートエクイティファンドが関連するシステムの開発をどのように行っているかを調査し、また彼らの経験から学ぶことが必要です。

2 金利の上昇に注意すること。 低金利環境下では、多くの投資家がインフラ資産を比較的高利回りの資産クラスとして見ていましたが、金融政策が今後数年間にわたり正常化されるなかで、投資家の一部は方針転換し、より単純で流動性の高い債券への投資機会を検討し始める可能性があります。

3 投資家の資金を呼び込むためにより革新的なソリューションを探索すること。 機関投資家の需要は増加しつつありますが、彼らの主要な要求事項の中には、流動性の高さと、低コストで多額の資金を調達し投資したいという欲求が含まれています。ファンドマネージャーは、このような需要に応えるために新たな構造や戦略を構築することが必要となる可能性が高くなるでしょう。

本シリーズの最新情報については以下をご覧ください。bnymellon.com/raceforassets.

Contact us for more information:



アラン・フラナガン

BNY Mellon オルタナティブ・インベストメント・サービス
プライベートマーケット・ソリューションズ
グローバルヘッド
alan.flanagan@bnymellon.com



ロバート・ワグスタフ

BNY Mellon コーポレート・トラスト
EMEA ビジネス・ディベロップメント・ヘッド
robert.wagstaff@bnymellon.com

FT Remark
Research from the Financial Times

FTリマーク社は、主要なオーディエンスセグメントの考察や見解を調査し、これをマルチプラットフォーム型のソートリーダーシップキャンペーンの土台構築に利用して、個別にカスタマイズした調査レポートを作成しています。FTリマーク社の調査はアクュリス傘下のアクュリス・スタジオ社が実施し、FT.comおよびFTライブイベントを通じてフィナンシャル・タイムズの読者に対して配布されています。



BNY MELLON

BNY Mellonは、お客様の金融資産の運用と管理を投資サイクルの始めから終わりまで支援するグローバルなインベストメント・カンパニーです。BNY Mellonは、35カ国において機関投資家、企業および個人投資家のお客様に資産運用・投資サービスを提供しています。2018年3月31日現在、保護預りまたは管理資産残高は33.5兆米ドル、運用資産残高は1.9兆米ドルです。BNY Mellonはお客様の投資対象の組成、取引、保有、運用、管理、分配、再構築をかえり際のワンストップの窓口としてサービスをご提供しています。BNY Mellonは、The Bank of New York Mellon Corporation (NYSE: BK) のコーポレートブランドです。

詳しくは、www.bnymellon.comをご覧ください。最新の企業情報についてはTwitter (@BNYMellon) で当社をフォローしていただくか、弊社HPのニュースルーム (www.bnymellon.com/bnymellon.com/newsroom) をご覧ください。

bnymellon.com

BNY Mellonは、The Bank of New York Mellon Corporationのコーポレートブランドであり、当社全体及び/又は当社の様々な子会社を指す一般名称として使用される場合があります。本書は情報提供のみを目的として提供されるもので、財務、法務、規制、その他に関して信頼できる専門的な助言を提供することは意図されていません。BNY Mellonは、本書に記載されているいかなる情報も更新する義務を負いません。また、本書に記載されている見解や情報は予告なしに変更されることがあります。BNY Mellonは、本書の誤り或いは本書に依拠することにより生じる誤りに対して直接責任および結果責任は一切負いません。BNY Mellonの書面による事前の許可なく、本書を複製または本書の情報を開示することはいかなる形式であっても禁止されています。商標、サービスマーク、ロゴに関する権利は、それぞれの権利の所有者に帰属します。詳しい開示情報についてはこちらのページ (<https://www.bnymellon.com/us/en/disclaimers/business-disclaimers.jsp#ais-corporatetrust>) をご参照ください。

©2018 The Bank of New York Mellon Corporation. 無断複製・複製・転載を禁ず。