

欧州インフラストラクチャー・デット： ポストコロナに向けて回復力ある 不可欠な資産



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

はじめに



新型コロナウイルス（COVID-19）によるパンデミックが発生し、ロックダウン（都市封鎖）やその後の社会的不確実性が多くの資産クラスにおいてボラティリティ（変動性）を高めたため、2020年のマーケットは極めて難しいものとなりました。

コロナウイルス関連の影響から完全に免れたわけではありませんが、インフラストラクチャー・デット（以下、インフラ・デット）は年間を通じて安定したインカム収入を提供し続けたことで、回復力のある資産クラスとして明らかになりました。通信や公益といった主要セクターは、提供されるサービスのもともとの性質から、さらに底堅いものとなっています。

今回判明した回復力とその安定性により、インフラ・デットはポストコロナの時代における理想的な投資ソリューションになり得ると考えられます。また、世界各国でデジタル化の動きと並行してエネルギーの転換が進むことで、再生可能エネルギーに対する需要と評価が高まっていることは、インフラ・デットの資産クラスにとって大きな追い風となっています。ボラティリティを抑えながら安定したインカム収益を追求する投資家にとって、インフラ・デットは2021年以降も魅力的なソリューションとなるでしょう。



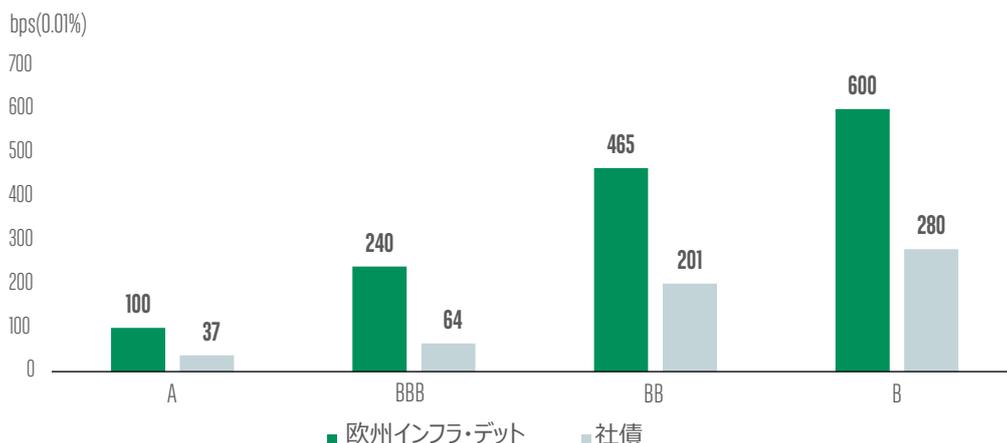
2020年 – ファundamentalsに対する最初の真のテスト

資産クラスとして、インフラ・デットは回復力のあるパフォーマンスに寄与するという重要な性質を持っています。この背景としては、原資産の物理的な性質が大きく、参入障壁の高さ、原資産やそのオペレーションに関連する安定した収入が挙げられます。これらの重要な特徴によって、同等の格付けの社債と比較した場合、デフォルト率が低く、回収率が高い（それぞれ0.34%と76%）という歴史的に力強いパフォーマンスが実現されてきました¹。

インフラ・デットは通常、非流動性プレミアムにより、同等の格付けを持つ社債と比較して高い利回りを提供します。資金調達の対象となるプロジェクトは長期間（10年以上）の融資となることが多い一方、投資家は相対的に高い利回りでのコミットメントで埋め合わせることになります。

図表1: 欧州インフラ・デットと同等の格付けの社債における利回りプレミアム

EURIBORとの利回り差



出所：BNPパリバ・アセットマネジメント ※社債はブルームバーグの社債（非金融）の格付別Liborオプション調整後スプレッドの平均値(BAMLの各指数、2021年4月30日)、欧州インフラ・デットはマーケットで観測可能なサンプルをもとに推計した平均値による。

欧州のインフラ・デットはこうした魅力的なリスク・リターン特性があるにもかかわらず、銀行以外の投資家が2000年代後半になり、ようやくアクセスできるようになったに過ぎないということは注目すべき点です。なぜならば、資産運用の観点から、新型コロナウイルスによって生じた課題がインフラ・デットの回復力を試す最初の主要なテストであったことを意味するからです。

1. Moody's, Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2019, Moody's definition of default

ポートフォリオ特性とファンダメンタルズ



インフラ・デットはプロジェクト毎に発行されるローンの資金調達を広く含んでおり、経済活動を支えるような大規模で資本を集約した重要な原資産を提供します。典型的なインフラ・デットは、公益事業、発電システム、通信システム、交通システム(道路、橋梁、空港、鉄道網を含む)のほか、必要不可欠なサービスを提供する基幹施設などの資金調達を行います。

大型の物理的資産 : 資金調達されるプロジェクトは、物理的に大きな資産というだけでなく、通常は、参入障壁の高い市場でオペレーションを行っています。これらの特徴は、リスクとパフォーマンスの両面から投資家にとって利点となります。

インフラ・デット投資には、大型の物理的資産という形で重要な原資産があるため、重大な信用イベントが発生した場合の保証と回収率が向上します。参入障壁が高いことで、プロジェクトが提供するサービスの競争が潜在的に起きにくく、パフォーマンスの観点からリスクは軽減されます。

安定した収入 : インフラ・デットは多くの場合、行政または民間企業との間の契約収入に裏付けられています。例えば太陽光発電など再生可能エネルギープロジェクトにおける配電網からの優遇などが挙げられます。すなわち、提供されるサービスは契約により安定した収入を確保でき、さらにそのサービスの多くは、技術的リスクが低く、経済サイクルに対する回復力が強いことも特徴です。

キャッシュ・フローベースの貸出 : インフラ・デットへの投資は、稼働中または建設中の単一のインフラ資産、もしくは複数のインフラ資産からなるポートフォリオを対象とします。投資家（または貸し手）の観点で見ると、運用パフォーマンスはキャッシュフローによるものが中心であり、原資産のキャピタルゲインを狙うことは多くありません。

ポートフォリオの分散効果 : 代替資産クラスとして、インフラ・デットの性質や特徴は金融市場に対して、とりわけ伝統的な資産クラス（株式やコア債券）に対して低相関となっています。

新型コロナウイルスによる影響は一様でない： 2020年を振り返って

2020年2月下旬以降、新型コロナウイルスのパンデミックを背景とする不確実性の拡大とその後のロックダウンにより社会の多くが麻痺させられたことで、ほぼすべての主要市場が極端に高いボラティリティ水準となるのを目のあたりにしてきました。一方で、このパンデミックを通じてインフラ・デットは資産クラス全体としては比較的良好なパフォーマンスを上げ、全体としては回復力を示しました。一方で、サブセクターのレベルでは様々な異なるインパクトが見られました。

ロックダウンは人々を家に閉じ込め、物理的な移動や取引が減少したため、輸送ネットワークやシステムの利用率が低下しました。さらに、ほとんどの国では必要不可欠でない外国への旅行を禁止しました。この結果、空港や航空関連インフラの利用、国をまたいだ鉄道網・道路の利用が大幅に減少しています。2020年を通じて、輸送セクターのビジネス活動が大きく減少し、欧州市場の案件に占める割合は19%と2019年の30%から減少しました²。こうして、ロックダウンによって生じた制限により、輸送セクターは当然ながら最大のマイナスの影響を受けています。注目すべき点は、2020年下半期にかけて輸送セクター(航空関連以外)の案件が増加し、今後の急回復の見通しが示されたと考えられます。

対照的に、多くのセクターでは良好なパフォーマンスとなり、新型コロナウイルスの感染拡大やロックダウンを通じて予想を上回るパフォーマンスとなったセクターもありました。特に、デジタル経済への移行とオンライン化が加速する傾向にあり、在宅勤務、オンライン教育、ゲーム、ストリーミングサービスを避ける選択肢はないといついでいいでしょう。この傾向が加速していることから、データ使用量の増加やオンライン接続を支えるためのインフラの必要性が顕著に高まっています。データとオンライン接続に対する需要が高まっていることから、通信やデータサービスのセクターは予想を上回るパフォーマンスとなりました。市場取引における通信セクターの割合は2019年には16%のところ、2020年には20%となっています³。

図表2: 欧州インフラ・デット市場における新型コロナウイルスのインパクトと回復速度

セクター	 空港	 有料道路	 鉄道	 公益事業	 通信	 再生エネルギー	 社会インフラ/PPP
インパクトの大きさ	 非常に高い	 高い	 中位	 限定的	 限定的	 限定的	 限定的
回復速度	 ゆっくり	 中位	 速い	 速い	 速い	 速い	 速い

出所：BNPパリバ・アセットマネジメント（2021年3月時点）

注目すべきは、多くのセクターが、提供する必要不可欠なサービスにより下方硬直性およびその後の回復力を示しています。公益事業や再生可能エネルギーセクターなどもその中に含まれます。こうしたセクターのインフラ・プロジェクトの例としては、水処理施設や太陽光発電所があり、ロックダウンにもかかわらず必要不可欠なサービスを提供し続けています。多くのプロジェクトでは、ロックダウンの初期段階で建設の遅延が発生し、政府や規制当局はサービスが必要不可欠な性質を認識し、ロックダウンの緩和に伴い、建設および保守サービスの早急な復帰を許可しています。こうして建設や運用上のリスクは軽減され、多くは短期的な影響にとどまりました。

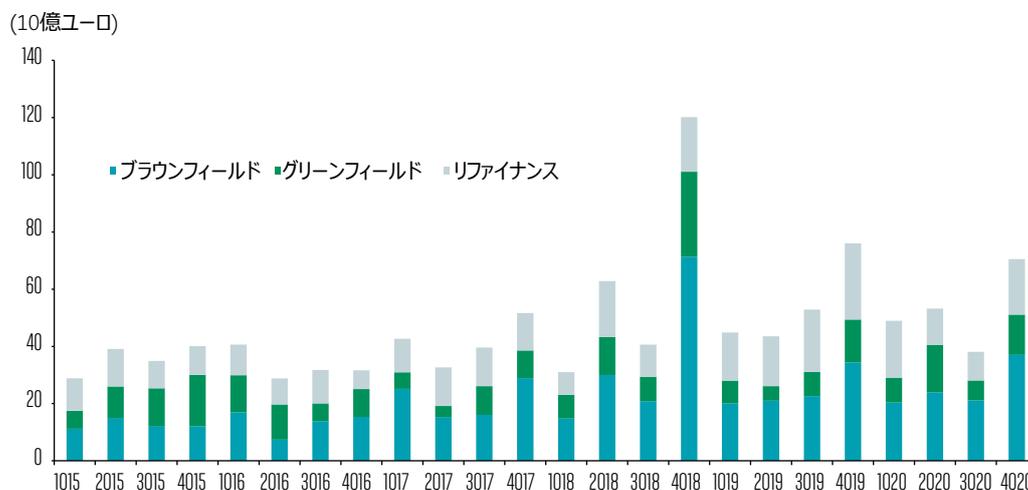
2. Infranews, January 2021, BNP Paribas Asset Management, May 2021.

3. Ibid.

パンデミックを通して底堅いパフォーマンス

この資産クラスはプライベートで流動性が低いという特徴もあり、執筆時点で2020年以降のデフォルトに関する数値は入手できていません。しかし、欧州のインフラ・デット市場の状況を示すポジティブな指標として、2020年下半期に新規発行と案件数が勢いを増し、コロナ以前の水準を回復したことが挙げられます。コロナウイルスの影響を受けたにもかかわらず、251件の完了した案件を通じて1050億ユーロの取引があり、取引高の約70%はデットを通じて資金調達されました⁴。

図表3: 欧州インフラ・デット: ブラウンフィールド、グリーンフィールドおよびリファイナンス案件の総額 (2015年第1四半期～2020年第4四半期)



出所: Infranews (2021年1月時点)

案件の実績はクレジットの状況を見る上での代替手段にしかありませんが、過去の実績と並べて分析してみると、インフラ・デットがボラティリティを抑えながら引き続き底堅く推移してきたことが分かります。同等の格付けを持つ社債と比較してみると、とりわけその傾向が顕著です。

2020年はインフラ・デットのデフォルトが前年に比べ増加する可能性が高い（2019年は世界全体で5件のデフォルトが発生）ものの、デフォルト率は社債を大きく下回る見込みです。さらに、歴史的にインフラ・デットは、社債と比較すると、とりわけ長期で見た場合のクレジット損失率が大幅に低いものとなっています。平均的にインフラ・デットは、5年間で元本の0.3%、10年間で0.4%の損失率となりました。典型的な社債発行体と比較すると、その損失率はそれぞれ5.8%、8.5%となっています⁵。

加えて、欧州のインフラ・デットは、格付けの観点でもクレジットの安定性が確認できます。インフラ・デットの格付けは投資適格が大部分を占めており、2019年末時点でインフラ・デット全体の91%が投資適格格付けとなる一方、社債の発行体の投資適格比率は43%にとどまります。インフラ・デット全体の格付けは、平均して社債の格付けよりも変動率が61%低くなっています⁶。

4. Infranews, January 2021.

5. Moody's, Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2019.

6. Moody's, Infrastructure & Project Finance – Global, March 2021.

COVID-19の不確実性からの直接的な定量的インパクトが測定可能になるには、まだ時間がかかるかもしれませんが、新型コロナウイルスのパンデミックが（ロックダウンを通じて）デジタル化の重要性を高めていること、データの伝送や接続性向上のニーズを強調していることは間違いありません。さらに、明言できずとも、大量輸送の突然の停止や大都市圏からの移転等を通じて、多くの人が環境に対してより意識を高め、その結果、エネルギー転換の重要性に対する認識が高まった可能性があります⁷。

デジタル化とエネルギー転換： 将来のトレンドを牽引する資産クラス

今後も、インフラ市場は、デジタル化やエネルギー転換といった良好な長期トレンドに牽引されて、資金調達の増加が見込まれます。データとオンライン接続に対するニーズは成長を続けており、前述のように、新型コロナウイルスの感染拡大を受けてより多くの人々が在宅勤務となったため、このニーズはますます高まっています。単に、増加するデータ利用量やオンライン接続のニーズをサポートするためには、より多くのインフラストラクチャーが必要になるのです。

また、よりクリーンで再生可能なエネルギーを好む傾向がますます強まっており、各国政府は炭素排出量の削減や石炭火力発電から再生可能エネルギーへの転換を進めています。これにより、クリーンエネルギー源、とりわけ太陽光発電プラントや風力タービンの需要が拡大するでしょう。

より広い見方では、こうした傾向は自然と、ガス、暖房、給湯、廃棄物処理など、必要不可欠な様々なサービスを提供するインフラ・プロジェクトのニーズを高め、インフラ・デットによって資金調達をすることになります。そのような公益インフラ・プロジェクトは引き続き不可欠で、成長する経済を支えるためにも常に需要があります。インフラ・デットは、ポストコロナの時代において好パフォーマンスが見込まれる理想的な資産クラスとも言えます。

デジタル化

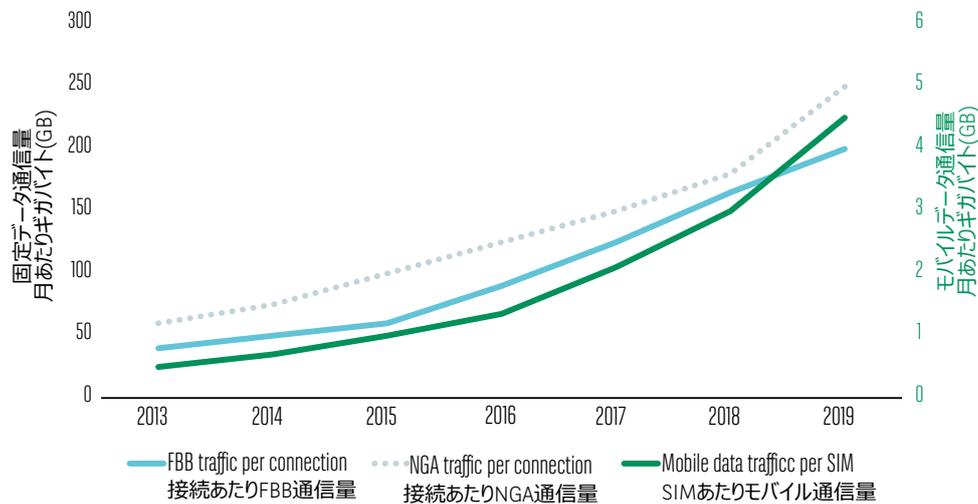
Covid-19のパンデミックでは、在宅勤務が普及するにつれてデジタル化の重要性が強調され、データとオンライン接続の必要性が著しく高まりました。とりわけ、在宅勤務やオンライン教育、ストリーミングサービスが広がる中で、データの利用量が急増しています。データとオンライン接続に対するニーズの高まりは、高速通信ネットワーク（固定およびモバイル）と効率的なデータストレージが必要とされます。

注目すべき点として、ワクチン接種が広がるにつれて、社会の多くの面で通常な状態への回帰が期待されています。しかしながら、在宅勤務への移行は構造的な変化となっており、多くの企業が在宅とオフィスでの両方の勤務を可能にし、それによりオフィス賃料の負担を軽減する機会をもたらすと考えられます。また、都市部から離れた生活スタイルを好み、在宅勤務を受け入れる人も少なくありません。これにより、郊外での通信エリアとネットワークの拡大への需要が高まる可能性があります。

7. PWC UK Outlook Report 2020, CNBC Report – Declining City Populations.

8. F.P. Rupani, M Nilashi et al, Coronavirus pandemic (COVID-19) and its natural environmental impacts, International Journal of Environmental Science and Technology, September 2020.

図表4: 欧州における固定およびモバイルデータ使用の成長トレンドはパンデミック以前から始まっている



出所: Analysys Mason (2019) ※FBB: 固定ブロードバンド (Fixed Broad Band) ; NGA: 次世アクセス (Next Generation Access)

データ移動、あるいはデジタル移行に対する需要の高まりは、無線通信エリアの拡大サポート、光ファイバーケーブルネットワークの展開への変換、5Gへの移行に伴う通信タワー、データセンター、および一般的なネットワークインフラの導入の需要を増加させるでしょう。これは、デジタル化を支える通信や公益セクターにおける多くのインフラ・プロジェクトにとって、長期的にもプラス材料となります。

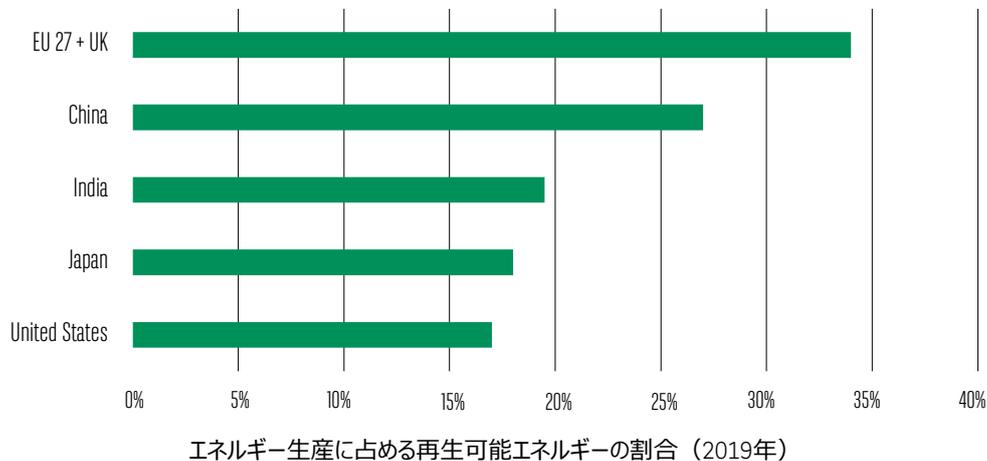
エネルギー転換

特に欧州では、気候変動への取り組みが政府や公共政策において最優先となっています。昨年新型コロナウイルスへの対応に注目が移りましたが、気候変動への対応、とりわけエネルギー転換という点で、再び最優先課題として浮上してきたようです。

これは、太陽光発電や風力発電などのプロジェクトの増加を通じて、まさにインフラ市場を支えるものです。電気自動車の普及を支える充電スタンドやスマートメーターなどの新しいインフラも必要になります。大規模かつ成長している再生可能エネルギー技術を軸とした低インパクトのエネルギー開発、とりわけ欧州での開発は、気候変動への意識付けによってサポートされていると言えます。

世界各国が石炭に基づく電力から再生可能エネルギーに移行するなど、エネルギー転換の傾向は数年に渡って勢いを増しています。米国はこうした移行に遅れを取ってきましたが、バイデン政権が2.25兆米ドル規模の環境エネルギーと脱炭素化に注力するインフラ計画を発表し、明るい兆しが見られます。それにもかかわらず、EUと英国がエネルギー転換の明確なリーダーであり、2019年には再生可能エネルギーが全発電の約34%を占めるまでになっています。

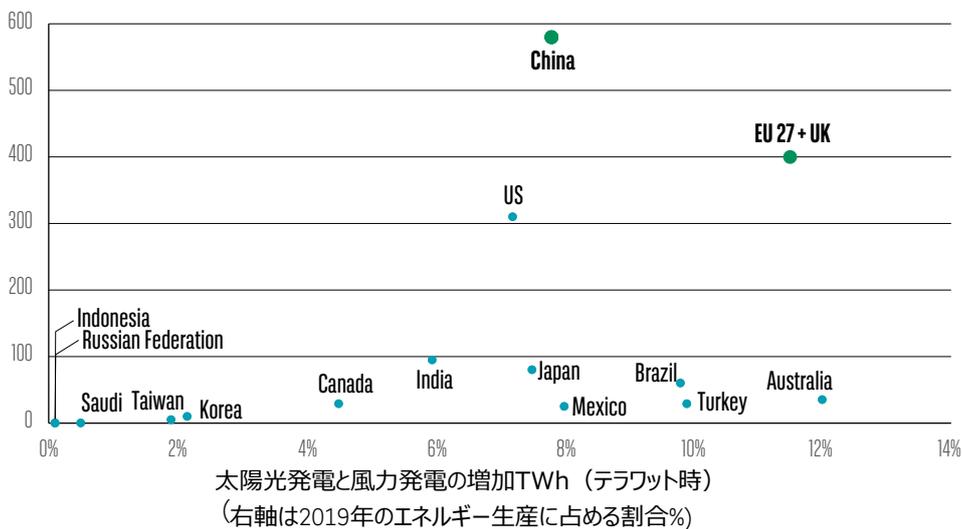
図表5: 米国の再生可能エネルギー普及率は5大経済圏で最も低い



出所：Moody's Investors Service, 英BP「Statistical Review of World Energy」
 ※再生可能エネルギーには、太陽光、風力、水力、地熱、バイオマスが含まれます。

欧州における高い比率は、再生可能エネルギーに関わるインフラの重要性を示しています。新型コロナウイルスのパンデミックの中でも、再生可能エネルギー関連のインフラ・プロジェクトは不可欠なサービスとして業務を継続し、底堅いパフォーマンスを続けました。プロジェクトの運用が継続し、安定したキャッシュフローが生み出されたことは、インフラ・デットが底堅いパフォーマンスを示したもう一つの事例と言えるでしょう。

図表6: 中国やEU、英国は太陽光発電や風力発電において明確なリーダーとなっている



出所：Moody's Investors Service, 英BP「Statistical Review of World Energy」

再生可能エネルギーの需要は引き続き拡大しています。欧州では、各国がすでに国家レベルで取り組んでいるだけでなく、欧州委員会による1兆ユーロの欧州グリーン・ディールもグリーン・インフラへの新たな投資を推進するでしょう。EUの行動計画は、グリーンエネルギーや輸送、エネルギー効率の高い建物、その他の環境に優しい技術に投資することにより、2050年までに気候に対する影響をニュートラルにするというものです。要約すると、今後数年間で再生可能エネルギーのインフラストラクチャーに対する大きな需要があり、インフラ・デットによる資金調達に重要な投資機会があるということです。

欧州インフラ・デット： 将来のトレンドに支えられた回復力のある資産クラス

2020年は金融市場にとって極めて難しい年であったものの、インフラ・デットは相対的に耐性および回復力がある資産であるということが明らかになりました。多くの必要不可欠なプロジェクトは、パンデミックの発生にもかかわらず業務を継続しています。これは資産クラスの質を証明するだけでなく、マーケットに左右されずに安定したインカム収入を確保できることを確認させてくれました。

今後についても、欧州インフラ・デットは数年に渡って良好な環境が続くとみえています。この資産クラスは、通信や再生可能エネルギーインフラの需要を追い風として、デジタル化やエネルギー転換のトレンドから恩恵を受けることが期待されます。さらに、インフラ市場は必要不可欠なサービスを提供するプロジェクトに対して、より多くの資金を必要とし続けられると思われれます。この明るい見通しに加えて、資産クラスの持つ主要な強みを合わせて検討すれば、欧州のインフラ・デットはこれまでと同様に今後も魅力的な投資機会を提供すると考えられます。





カレン・アズレイ

インフラ・デットの責任者で、数々の受賞歴があり、サステナブル投資を行う「BNP Paribas European Infra Debt Fund」のリード・ファンド・マネジャーを務める。



ご留意事項

- 本資料はBNP Paribas Asset Management Franceが作成した情報提供用資料を、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できると思われる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。

BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長（金商）第378号

加入協会: 一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world