

パンデミックおよび金融市場の混乱が プライベート・インフラストラクチャー市場 に与える影響

2020年4月7日

(原文：2020年3月27日)

パンデミックおよび金融市場の混乱がプライベート・インフラストラクチャー市場に与える影響

グローバル金融危機の発生以降、低い（ダウンサイド）ボラティリティ、安定したリターン（キャッシュ・イールドを含む）、および、ポートフォリオ全体への分散効果といった魅力的な資産特性に注目が集まり、インフラストラクチャー市場は機関投資家から大きな注目を集めてきた。コロナウイルスの大流行がもたらす混乱は、歓迎すべきものではないが、これらの期待された資産特性が発揮されるか否かを確認する貴重な機会になるだろう。コロナウイルスの大流行が同市場に与える影響について、弊社としては以下のように考えており、これにはウイルスの影響が同市場に与える長期的な影響に関する弊社の見方も含まれている。特定の資産およびインフラストラクチャー・ファンドが一連の混乱から受ける影響を、正確かつ定量的に評価することは現時点では困難であり、影響の把握には数週間もしくは数カ月を要する可能性もある。しかし、インフラストラクチャー・マネージャーとも議論を重ねた結果、様々な異なる要素にわたって分散されたポートフォリオの構築が重要であるという弊社の考えに変更はない。

1. 収益への影響

政府からの国内外への渡航禁止を考えると、GDPと収益との連動性が高い分野は、極めて大きな影響を受ける可能性が高い。乗降客数の減少および航空会社の破綻から影響を受ける空港、生産量の減少およびエネルギー市場のボラティリティの高まりによる、顧客であるエネルギー上流企業のクレジット・クオリティの悪化から影響を受けるパイプラインなどのミッドストリームといった特定のサブセクターには、より注意が必要であると考えられる。しかし、より重要なのは、資産タイプだけではなく、事業の収益構造および契約の相手方である。ウイルスの大流行による影響で、交通量は同様に減少しているにも関わらず、アベイラビリティ・ベースの有料道路は、トラフィック・ベースの有料道路よりも、危機時には安定した収益の獲得が可能であると見られる。一方、空港などのサブセクターは、大幅な収益の落ち込み、および、長期に渡る収益低迷が懸念されており、とりわけ大きな影響を受けることが予想される。

2. 時間およびコストへの影響

中国の工場閉鎖が、サプライチェーンの寸断を引き起こした結果、特定のグリーン・フィールド事業、特に再生可能エネルギー分野において、資材調達および事業遂行に遅れが生じている。感染拡大がグローバルに進展した場合、こうしたサプライチェーンの寸断が、いたるところで見られるようになるだろう。ブラウン・フィールド事業でさえ、資材および原材料の確保が困難となっており、既存設備のリプレースメントや拡張事業における遅延や延期を余儀なくされている。インフラストラクチャー・マネージャーに加え、建設およびメンテナンスの契約先は、一連の混乱がもたらす財務面への影響を緩和する方法を模索しており、契約構造によって個々の事業が受ける影響は異なってくるものと思われる。個別契約ごとに「force majeure」（不可抗力条項）が利用可能か否かであるかを精査することは重要であるが、これはプロジェクト特有の要因、および、政府の方針とも合わせて考慮される必要があるだろう。

3. オペレーション面での影響

インフラストラクチャー資産は、オペレーションが複雑ではあるが、現代社会が機能するために欠くことのできない要素でもある。一連の市場の混乱を乗り越えるには、インフラストラクチャー・マネージャーのプロジェクト管理能力だけでなく、投資先事業レベルでの事業継続計画も重要になってくるであろう。ただ、多くのインフラストラクチャー資産は、国家、場合によっては国際レベルで、戦略的に重要な資産として位置付けられており、現実的な非常事態への対応プランの作成、および、非常事態を想定したシミュレーションの定期的な実施が、法律によって課せられている場合もある。今までのところ、インフラストラクチャーそのものが操業停止に追い込まれたという報告はきわめて少数だが、コロナウイルスの大流行が長期にわたって継続し、通常とは異なる形でのインフラストラクチャーの利用が発生する場合、特定の資産タイプ（公益または通信など）にとっては厳しい局面になるだろう。事業の継続性を保つために、インフラストラクチャー・マネージャーが追加的な営業コストの負担を迫られる可能性もあるが（財務面ではマイナスの影響）、なかには規制の枠組みで補償されるものもあるだろう。

4. マクロ経済的な影響

伝統的な経済学の考え方によると、直近の市場ボラティリティの上昇は、公正価値を計算する際の割引率を引き上げるため、資産価格は下落する。GDP との連動性が高い資産、および、グロースあるいはビルドアウトといった分野は、こうした影響を強く受けるだろう。しかし、現在の市場環境に対応し、すでにかかなりの規模の金融緩和が実施されていることから、インフラストラクチャーのバリュエーションに適用される長期のキャッシュフロー割引モデル上では、割引率の上昇が、金融緩和によって部分的に相殺される可能性がある。さらに、サブセクターのなかには、相対的なディフェンシブ性、および、キャッシュ創出特性から、投資家の需要が高まっている分野（アベイラビリティ・ベースの官民パートナーシップ、および、コントラクト・ベースの再生可能エネルギーなど）も見られる。グローバル金融危機後にも見られたこうした傾向の一方、GDP との連動性を有する資産であっても、市場ボラティリティを長期的な投資機会と捉えたマネージャーのなかには、最良のパフォーマンスを発揮したものもある。

5. 資本構成への影響

大幅な収益の落ち込みが予想される輸送やエネルギーのなかでも特定のサブセクターにおいては、コベナンツへの抵触によって、資本構成やキャッシュフローの最適化に加え、企業の再構築に対する圧力が高まるであろう。しかし、一般的には、インフラストラクチャー資産の資本構成はグローバル金融危機以前よりも健全になっており、インフラストラクチャー・マネージャーは、より長期かつ低コストの負債への借り換えをすでに終えている（結果としてリファイナンス・リスクはより良く管理されている）。また、伝統的な銀行融資を補完（ときに代替）するものとして、過去 10 年において、機関投資家をはじめとする多くの投資家が、インフラストラクチャー・デットに対して高い投資意欲を示している。さらに、（これは保証されているわけではないが）インフラストラクチャーの長期性および必要性という資産特性から、交渉による事業の再構築や貸し手による一定の債務減免の獲得が他の資産よりも実現しやすいとの期待に加え、必要な場合には政府からのサポートを受けられる可能性もある。

6. スタイル面でのインパクト

過去 10 年、インフラストラクチャー市場は大きく拡大した。サービス・ベースという特性を有する高齢者ケア施設、伝統的なインフラストラクチャー資産から 2 次的または 3 次的に派生した高速道路のサービス・ステーション、および、新たなインフラストラクチャー市場とも言えるユニークな立ち位置にある冷蔵保存設備など、新しいサブセクターの登場が市場の拡大を牽引した。コロナウイルスの大流行は、（これらの比較的新しいサブセクターだけでなく）インフラストラクチャー市場全体にとって厳しい局面をもたらすと考えられるなか、こうした非伝統的なインフラストラクチャー資産の相対的なパフォーマンス（プラスにもマイナスにも）や（グローバル金融危機後と同様に）インフラストラクチャー・マネージャーの市場への適応力などが試されるであろう。

長期的な影響: コロナウイルスの大流行がもたらす現在の市場環境は、各々に異なる方法で、特に次の 3 つのセクターに対して、長期的な影響を与えるものと思われる。それらは、輸送（特に空港、有料道路および公共交通機関）、通信（特に光ファイバーネットワークおよび電波塔）、電力（従来型に対して再生可能エネルギー）である。現在の社会環境は、人々の行動変化を促しており、変化した行動は、一連の混乱が収束した後も部分的に継続する可能性がある（特に現在大規模に利用されているリモートワーク）。人口の大多数が環境の変化を受け入れるにつれ、こうした行動の変化が、将来の需要パターンを変化させる可能性には注意が必要であろう。

歴史的に見て、輸送インフラにおける交通量の増加は、GDP 成長率との相関が高く、イベント発生に伴う低下からの回復、および、トレンドへの回帰も早かった。しかし、リモートワーキングの活用によって渡航禁止の影響は想定よりも軽微にとどまったと複数のインフラストラクチャー・マネージャーが発言している通り、こうした変化が広範な経済状況を反映しているとするならば、今後の交通量の回復についても、以前のような GDP との強い相関は薄れ、これまでとは異なる軌道での回復となる可能性がある点には注意が必要だ。

他方、大規模なリモートワーキングの適用拡大は、デジタル・インフラストラクチャーといったサブセクターへの継続的な投資を促す可能性がある。オペレーションの観点から光ファイバーの回復力の高さが証明されれば、ビジネスモデルの実現に必要な柔軟性の提供を重視する企業ユーザーからの、さらなる需要拡大が見込めるだろう。金融的な側面からは、デジタル関連の相対的なアウトパフォーム（達成されればの話だが）は、さらなる投資家からの資金流入を生むことにつながり、多くのインフラストラクチャー・マネージャーは、すでにこうしたサブセクターへと積極的に関与している。特定地域のデジタル・インフラストラクチャーにおける足元の脆弱性やアクセスの不安定ささえ、最終的には同サブセクターにとって望ましい結果を生むかもしれない。政府がそうしたデジタル・インフラストラクチャーの整備をさらに加速させる契機となり、プライベートセクターを通じて投資家の資金が振り向けられる可能性があるためだ。

最後に、一連の混乱がもたらした通常では見られないプラスの側面として、劇的なロックダウン手法が採られた大都市において観測された、大気汚染の減少が挙げられる。通常状態への回帰、および、その結果として起こる経済活動の再開は、こうした環境面での恩恵を逆流させることになるだろう。しかし、気候変動は、過去 18 ヶ月にわたって、高い注目を集めるテーマとなっていることから、コロナウイルスによる混乱が収束した後でさえ、環境問題を無視した通常状態への回帰は、政治的にも発信しにくくなるだろう。たとえ再生可能エネルギーの活用に前向きではなくとも、伝統的な化石燃料による発電に対する批判が高まれば、現在進行中のエネルギーのシフトがより加速する可能性がある。（いつものように）難しい課題ではあるが、経済回復に必要な短期的な施策と持続可能な経済モデルの確立といった長期的な目標をバランスさせる必要があるだろう。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。