

BARINGS

PRIVATE CREDIT

インフラストラクチャー・デット： 進化する投資機会

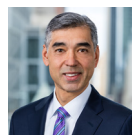
INSIGHTS

インフラストラクチャー・デットにおけるディフェンシブな性質や分散効果、魅力的なリスク調整後リターンを提供する可能性に加え、「インフラ投資の本質」が、景気サイクル全体を通じてその魅力を明確にしています。



Pieter Welman
(ピーター・ウェルマン)

グローバル・インフラストラクチャー
責任者
マネジング・ディレクター



Orhan Sarayli
(オルハン・サライリ)

北米責任者
マネジング・ディレクター

インフラストラクチャー：本質と進化

急速に進化する今日のグローバル経済において、多くの機関投資家は、パブリック市場に対する非流動性プレミアムから分散投資の強化やリスク・プロテクション、資産・負債のマッチング特性に至るまで、潜在的なメリットを求めてインフラストラクチャー・デットに注目しています。インフラストラクチャー・デットの定義がマネジャーや銀行、投資家の間で時として異なる中、ベアリングスではキャッシュフローを生み出す資産を中心に定義付けしており、主要な社会的または経済的ニーズを満たし、安定的かつ長期的なキャッシュフローをもたらす可能性のある重要な資産に重点を置いています。今日の進化するインフラストラクチャーのユニバースは、下記の6つのカテゴリーに大別されます：



経済インフラストラクチャー

有料道路や港湾、空港、鉄道車両などの交通関連の戦略的資産



公共施設とパイプライン

上下水道や電気、天然ガス、その他の燃料を移送するための、規制もしくは非規制の配電および送電資産



発電

再生可能エネルギー発電資産（太陽光、風力、水力）、バッテリー、電気車両（EV）充電インフラストラクチャー



社会インフラストラクチャー

政府主導の官民パートナーシップおよび社会住宅、病院や公園、庁舎、学校の開発



ミッドストリームと保管施設

コモディティ商品の保管、エネルギーおよび非エネルギー資産



デジタル・インフラストラクチャー

十分認知された市場や制度下にある、タワーやファイバークーブル、データセンター





インフラストラクチャー・デットの投資ケース

インフラストラクチャーに関する企業やその他の事業への投資は、パブリックおよびプライベートを問わず、エクイティや債券の様々なビークルを通じて行うことが可能となっています。インフラストラクチャー・デットには、投資適格社債（通常、優先担保付）向けの大規模かつ確立された機関投資家ベースと、急速に成長している投資適格未満のセグメント（シニアまたはジュニア・デット）があります。

長期投資家にとって、プライベート・インフラストラクチャー・デットには数多くの潜在的メリットがあります：

同資産クラスのディフェンシブな性質

インフラ資産は、通常、高い参入障壁あるいは独占的な特性を有する、高いキャッシュ創出力がある必要不可欠な資産です。その結果、同資産クラスは一般的に景気後退期においても良好なパフォーマンスを示します。デットは一般的に担保付きで、資本構成の上位に位置し、レバレッジや金利カバー率に関連したコベナンツの保護による恩恵を受けています。

低いロス率/高い回収率

インフラストラクチャー・デットの質の高さおよび提供されるサービスの本質的性質は、損失が少なく、回収率が高く、格付けの変動が少ないなど、過去の記録に示されています。ムーディーズの最近の調査によると、過去39年間にわたり、BBB格のインフラストラクチャー・デット発行体の累積デフォルト率はA格の投資適格社債を下回っているため、実質的にはインフラストラクチャー・デットの投資家はAA格の低リスクのパフォーマンスを獲得していることとなります¹。

潜在的流動性プレミアム

プライベート市場で発行される債券は、パブリック市場で発行される債券よりも流動性が低い傾向があるため、インフラストラクチャー・デットは歴史的に、その非流動性およびクレジット引き受けにおける特有の複雑性を補うために、パブリック市場の投資適格社債よりも高い利回りを提供してきました。具体的には、長期投資家はこれまで、投資適格社債対比50bps、投資適格未満の社債対比100bpsを上回る非流動性プレミアムを獲得してきました²。

1. 出所: Moody's "Default and recovery rates for project finance bank loans, 1983-2021" 2023年4月4日現在

2. 出所: Barings 2023年7月末現在

インフレーション・プロテクション

インフラ資産は通常、インフレに連動するキャッシュフローを有しており、発行体はコスト上昇分を価格に転嫁することが可能です。インフラ企業が転嫁の条項を含まない短期契約に制約されている場合においても、製品もしくはサービスに対する需要の非弾力的な性質により、その後の契約では価格をより高い水準に再設定できる可能性があります。

分散

インフラストラクチャー・デットは、ソブリン債券やパブリックの投資適格社債、ダイレクト・レンディングなど、より伝統的な長期債券資産がすでに組み込まれているポートフォリオにおいて、分散効果を提供する可能性があります。インフラストラクチャー・デットはグローバルな資産クラスであり、インフラのプロジェクトは格付の有無にかかわらずパブリックおよびプライベート債券や幅広い産業セクターおよびサブセクターにまたがっており、これらすべてが独自のリターン・プロファイルを示しています。

アセット・ライアビリティ・マッチング

プライベート・インフラストラクチャー・デットの多くは通常5年から30年に亘る長期投資であり、融資される長寿命のインフラ資産から生み出されるキャッシュフローは予測可能であるため、保険会社にとって同資産クラスは、特に長期負債のマッチングおよび不動産への配分の補完または代替という点において、特に魅力があると見ています。

図1: インフラストラクチャー・デットの主要特性

	投資適格債券	Sub-IG
格付け	A/BBB	BB/B
利回り/目標スプレッド	5.25%-7.0%/150-325bps	7.25%-10%/350-600bps
満期	5-40年	2-10年
インカム	主に固定金利	固定金利/変動金利
ストラクチャー	プレット償還/アモチ償還	プレット償還/アモチ償還/キャッシュ・スイープス
期限前償還	メークホール条項 (早期償還時にプレミアムを支払う)	修正付もしくは部分的メークホール条項
安全性/優先順位	シニア担保付	シニア担保付: メザニン/HoldCo
セクター	経済インフラストラクチャー、公益事業およびパイプライン、発電、 社会インフラストラクチャー、ミッドストリームおよび保管設備、デジタル・インフラストラクチャー	
地域	グローバル: 最良のリスク/リターン追求のため、先進国経済協力開発機構 (OECD) 加盟国にフォーカス	
主要特性	借り手との緊密なリレーションシップ、強固なコベナンツ、必要不可欠なインフラ資産、 ストレス時の守備力、安定したキャッシュフロー、一般的な担保資産	

出所: Barings 2023年7月末現在

インフラストラクチャー・デットの投資機会における新たな原動力

老朽化したインフラを更新し、進化するニーズに対応するために新しいタイプのインフラを追加する必要性が世界的に高まっていることから、インフラストラクチャー・デットにおける投資機会は将来も継続すると思料されます。独立系調査会社のオックスフォード・エコノミクスによると、より多様な世界のインフラ需要を満たすために、2040年まで94兆米ドル、年平均3.7兆米ドルの投資が必要であり、これは投資支出トレンドを19%上回ると推測されます³。

3. 出所: Oxford Economics 2016年現在

政府機関だけではインフラ投資の需要を満たすことができないため、民間投資（多くの場合、政府と共同）がますます必要になると思われます。しかし、銀行が信用状況の悪化に対応するため、銀行融資は難しくなる可能性があります。これは機関投資家の貸し手にとって投資機会の創出となり、その多くは成長する多様なインフラ資産のプライベート・エクイティ・オーナーと関係性を有しています。運用機関は、こうした企業に対してより柔軟かつテラーメイドの資金源を提供すると同時に、債券投資家が潜在的により魅力のある投資にアクセスするための機会を提供します。

インフラ投資需要の促進による投資家への投資機会の提供には、主要かつ相互関連のある以下の4つトレンドが見られます：

1. よりクリーンかつ再生可能なエネルギー源への移行

環境および気候変動への配慮、そして地政学的懸念に基づき、石炭や石油から、太陽や風力、バイオマス、水素、水力などよりクリーンな電力源への大規模な移行が進行しています。天然ガスは、しばしば液化された形で、再生可能エネルギー源がそのギャップを埋めるまでの移行燃料としても機能しています。原子力発電も再び注目を集めており、例えば原子力潜水艦で使用されている高度な技術を発展させる研究が進められています。

2. より多くの電力供給

脱炭素化への取り組みはオール電化経済への動きと重なり、発電や送電、蓄電に影響を及ぼしています。電気自動車（EV）など電動車両の普及が充電ステーションや配電網のアップグレード需要を生み出しているのと同様に、電力関連のインフラ投資需要は、例えば風力発電所や太陽光発電所からの蓄電設備および送電線の必要性から生じています。



多くの電力供給とエネルギー管理

電力供給網は複雑な工学的課題であり、その要求も多種多様です。これを支援するため、ベアリングスは、オール電化経済への移行においてますます必要となる揚水式水力発電や太陽電池併設型蓄電池など、グリッド・インフラストラクチャーである電力供給および回復に焦点を当てた様々なプロジェクトに参画してきました。グリッドスケールや供給サイドの取り組みに加え、エネルギー効率や需要の削減をターゲットとするプロジェクトに対する関心も高まっています。例えば、ベアリングスは、米国の大学が民間事業者とエネルギー管理契約を締結し、エネルギー原単位を35%削減し、2035年までに再生可能エネルギー100%を達成するという官民連携のプロジェクトに参画しました⁴。

4. 出所: Barings 2023年7月末現在

3. 政府の支援政策

米国と欧州連合 (EU) の政府政策では、インフラ支出に多大なコミットメントがなされています。米国では、超党派インフラ法案および補完的インフレ抑制法案 (IRA) の制定を通じて、道路や橋の補修に1,100億米ドル、電力網のアップグレードに650億米ドル、ブロードバンド・インフラの整備に650億米ドル、クリーンウォーターインフラに550億米ドルなど、政府は今後5年間でインフラに巨額の支出を行うことを約束しました⁵。一方、「持続可能な開発のための欧州資金」は、2021年から2027年にかけて、最大1,350億ユーロをインフラプロジェクトへの保証投資に充当する予定です⁶。これらの政府プログラムは、投資家にとって、許容可能なリスク水準の範囲内で魅力的なリターンを生み出す可能性の高い方法で、連邦政府の支出を活用する様々な機会を生み出しています。

“インフラ市場におけるデジタル投資の普及が進んでいるとはいえ、同資産クラス固有の幅広なりスク・プロファイルを考慮すると、適切な資産選択がこれまで以上に基本となっています。”

4. 拡大を続けるデジタル化

経済全体のデジタル化が加速しているため、データセンターや携帯電話基地局、光ファイバー配線、その他デジタル・インフラに必要なビルディング・ブロックに対する投資需要が高まっています。この加速により、電気通信関連の取引シェアは2015年の4%から2022年時点では16%に拡大しています⁷。さらに、最近のボストン・コンサルティング・グループ (BCG) の調査によると、機関投資家を対象とした調査結果において、今後3~5年で拡大するサブセクターとしてデータ関連インフラが最も高い順位にあることが示されました⁸。インフラ市場におけるデジタル投資の普及が進んでいるとはいえ、同資産クラス固有の幅広なりスク・プロファイルを考慮すると、適切な資産選択がこれまで以上に基本となっています。



5. 出所: The White House Fact Sheet: The Bipartisan Infrastructure Deal
2021年11月6日現在

6. 出所: European Commission

7. 出所: Inframation analytics 2022年12月現在

8. 出所: Boston Consulting Group 2022年3月現在

投資機会へのアクセス

インフラストラクチャー・デットには数多くの潜在的メリットがあるため、投資機会は今後も継続すると思料されます。再生可能エネルギーやデータセンター、光ファイバーなど、エネルギー転換とデジタル・インフラは引き続き重要な投資テーマとなる一方、世界各国の政府が国家エネルギー安全保障に再注目していることから、液化天然ガスにも大きな投資機会があると予想しています。同時に、同資産クラスのディフェンシブな特性により、今日の厳しい経済環境下、特に景気後退局面においても、アウトパフォームが実現可能なポジションにあると確信しています。

インフラ案件は直接組成され、プライベートで交渉されるケースが増えているため、適切なマネジャーを選択することが投資機会へアクセスするために重要となります。マネジャーの選定に当たって確認すべき主な特性は以下の通りです：

強力なオリジネーション・プラットフォーム

市場参加者と強固かつ確立されたリレーションシップを有するマネジャーは、多くの場合、最も強力な投資機会パイプラインへのアクセスおよび投資家のために最も質の高い案件の調達において、有利な立場にあります。

市場における経験値

同資産クラスの低流動性および透明性の低い性質を踏まえると、評価の高い大手エクイティ・スポンサーや経験豊富なオリジネーション・チームとの長期に亘るリレーションシップは、投資家にとって大きな付加価値となります。インフラ案件が単なる付加的なものではなく、経験豊富な投資プロフェッショナルを擁するコア・ビジネスとなっているチームは、コベナンツが投資家に最適な保護を提供する案件の組成方法を深く理解しています。また、経験豊富なマネジャーは、市場の方向性においてよりの確な把握が可能であるため、適切なプライシングを決定する際にも有効です。

グローバルにおけるプレゼンス

インフラストラクチャーの機会は今や世界中に存在しますが、各地域には固有の課題があります。単なる拠点ではなく、常時在籍し、欧米市場における経験豊富なマネジャーは、最も魅力的な案件を発掘し、投資家にとって最良の機会を見極める可能性を有しています。

ベアリングスの戦略

ベアリングスは、グローバル・インフラストラクチャー・デットを独立した戦略として2013年に創設し、ロンドンとニューヨークに専門チームを擁立しました。同戦略の主なメリットは、ベアリングスが特定した6つのコア・サブセクターに焦点を当てた明確かつシンプルな投資テーマや、ベアリングスの親会社であるマスマチュアルとの利害一致、設定来376件180億米ドル超を投資してきたベアリングスの長期かつ安定した運用実績などが挙げられます⁹。

9. 出所: Barings 2023年3月末現在

Barings is a \$351+ billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2023 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者:関東財務局長(金商)第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。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なく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 3095552

[LEARN MORE AT BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of June 30, 2023

23-2994812