

低金利環境下のインフラ・ファンド投資

目次

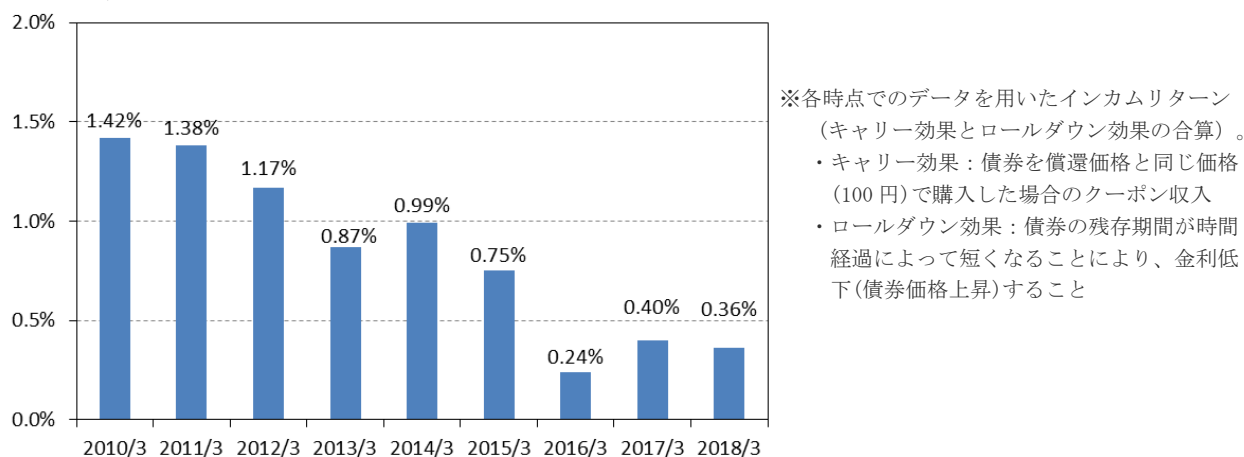
- I. はじめに
- II. 国内年金投資家の足下の運用環境
- III. インフラ・ファンドの特性
- IV. 終わりに

アセットマネジメント事業部 オルタナティブ企画グループ
主任調査役 伊東 岳士
調査役 小林 知樹

I. はじめに

日本銀行による「量的・質的金融緩和(異次元緩和)」政策の下、特に 2016 年 1 月から導入されたマイナス金利政策の影響により、国内の債券利回りの低下が叫ばれて久しい(図表 1)。

図表 1 : NOMURA-BPI(総合)のインカムリターン



出所：インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成

他方、国内の企業年金投資家(主として確定給付企業年金)の多くは、比較的好調な株価に支えられて年金資産は高い積立水準を維持し、財政的には高位安定した状態にあるが、内外の市場環境を踏まえ、債券利回りの低下および今後の金利急騰リスクを最大の課題と認識している。様々な対応を模索する中で、債券に代わる運用手段を引き続き検討している他、ポートフォリオ全体のリスク分散の観点から、オルタナティブ資産への資産配分が強く意識され、なかでもインフラ投資が存在感を増してきている。

資産運用情報の 2017 年 9 月号では、「インフラ投資の運用実務」と題し、インフラ・ファンドの運営実務を通じたリスクの低減やリターンの創出についてご案内しているが、本稿では、一般的な「インフラ・ファンド」のイメージを捉え直し、特に、後述する「シニアデット」領域の特性である、安定したリスク・リターンに着目することにより、インフラ・ファンドが今後の年金投資家のニーズに即した有効な運用手段の選択肢の一つとなり得ることをご紹介させて頂きたい。

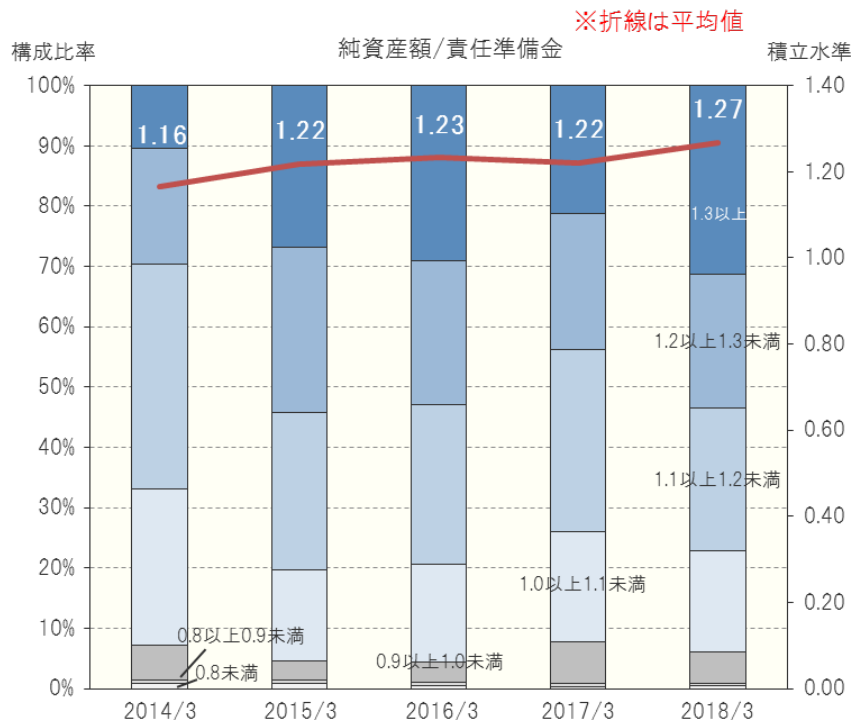
なお、本稿では、インフラ投資における「シニアデット」領域の代表格である「プロジェクトファイナンス」にも簡単に触れるものの、その仕組みや特性については次号 2019 年 2 月号で詳細にご案内させて頂く予定である。

Ⅱ. 国内年金投資家の足下の運用環境

1. 年金資産の積立水準の推移

図表 2 は直近 5 年間の弊社が総幹事を受託する確定給付企業年金制度における年金資産の積立水準の推移を示したものである。国内株式や外国株式の好調なマーケット環境に支えられ、年金資産の積立水準が 1.0(100%)以上の制度が 9 割を超え、極めて高い水準にあることがわかる。

図表 2：年金資産の積立水準の推移



出所：弊社総幹事の DB 年金 920 件・加入者数約 206 万人(2018 年 3 月末時点)のデータより作成

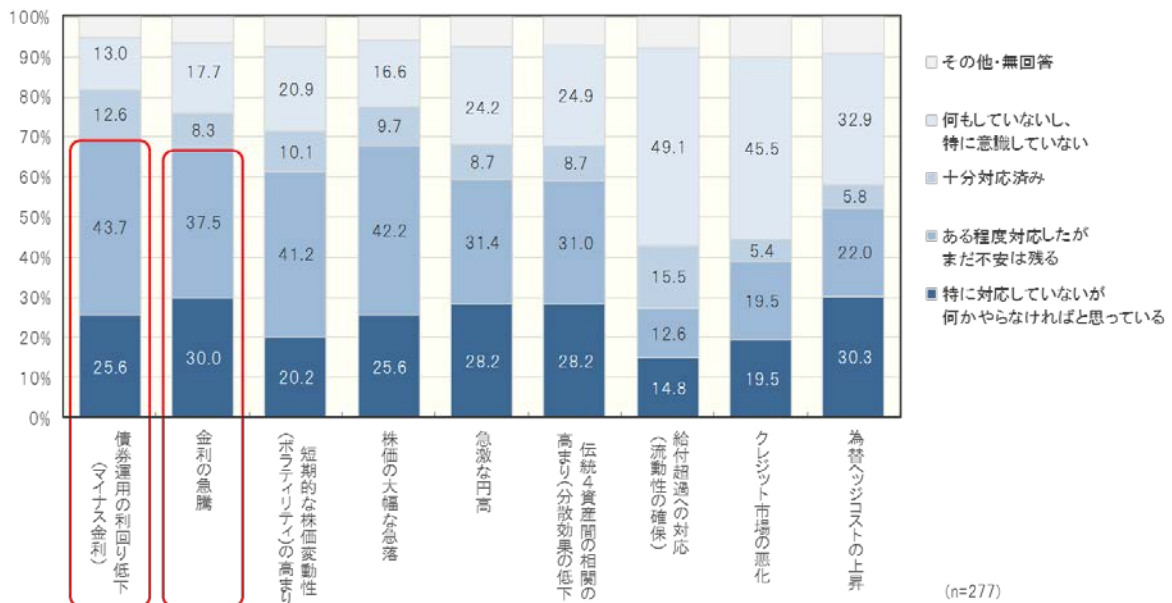
また、弊社が 2018 年 7 月から 8 月にかけて実施した「年金運用アンケート」によると、今年度の年金制度の予定利率の平均値は 2.34%と、昨年度の 2.51%から低下している。足下の市場環境と安定化している財政状況に鑑み、今後の運用利回りの低下リスクにも備えて予定利率を引き下げる動きがかなり進んだ結果とみることができる。

このように、足下の企業年金の財政は非常に安定した状態にあり、年金資産の運用において高いリターンを目指すよりも、資産全体の目標利回りを引き下げ、安定的なリスク・リターンの運用ポートフォリオ構築を選好する投資家が増加していることがわかる。

2. 年金投資家の課題認識について

前述の「年金運用アンケート」の結果によると、企業年金の投資家の抱える運用に関する課題は多岐に亘るが、昨年引き続き「債券利回りの低下」および「金利の急騰リスク」に対する問題意識は高い(図表 3)。

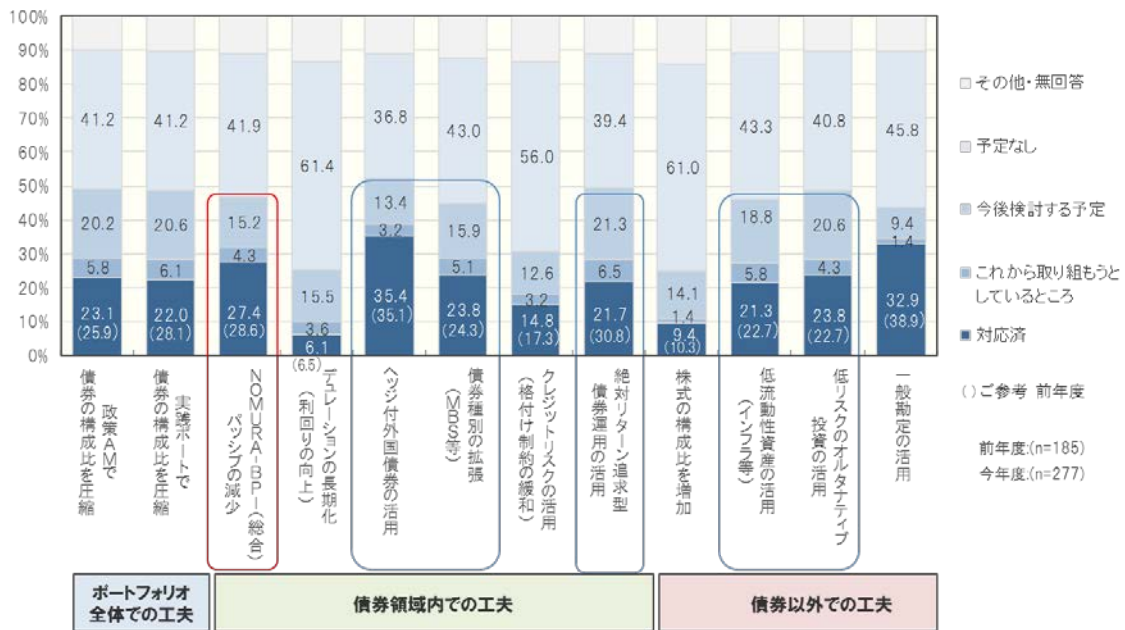
図表 3：今後 1 年程度先までを見据えた、年金運用におけるリスク要因への対応状況(件数比率)



出所：年金運用アンケートより三菱 UFJ 信託銀行作成

年金投資家のポートフォリオの約 3 割を占める国内債券について、長期化する低金利環境を背景に期待リターンが望みにくい中、その運用方法の見直しが進められている。これまで、国内債券におけるパッシブ運用の割合を減らす代わりに、同じ債券領域内での見直しとしてヘッジ外債や債券種別の拡張、絶対リターン追求型商品への振り替え等が行われてきたところである(図表 4)。

図表4：債券運用の利回り低下における対応策(件数比率)



出所：年金運用アンケートより三菱UFJ信託銀行作成

図表5は同じく「年金運用アンケート」における「今後1年程度における資産配分の方向性」を示したものであるが、ヘッジ外債(図表中のH外債)はアクティブ・パッシブともに、昨年度は増加が減少を上回っていたものが、今年度はいずれも減少が増加を上回っている。ヘッジ外債等については、パフォーマンスの伸び悩みや米国の金利上昇傾向を背景に今後の投資意向が減少に転じるなど、一服感が出ている状況であろう。

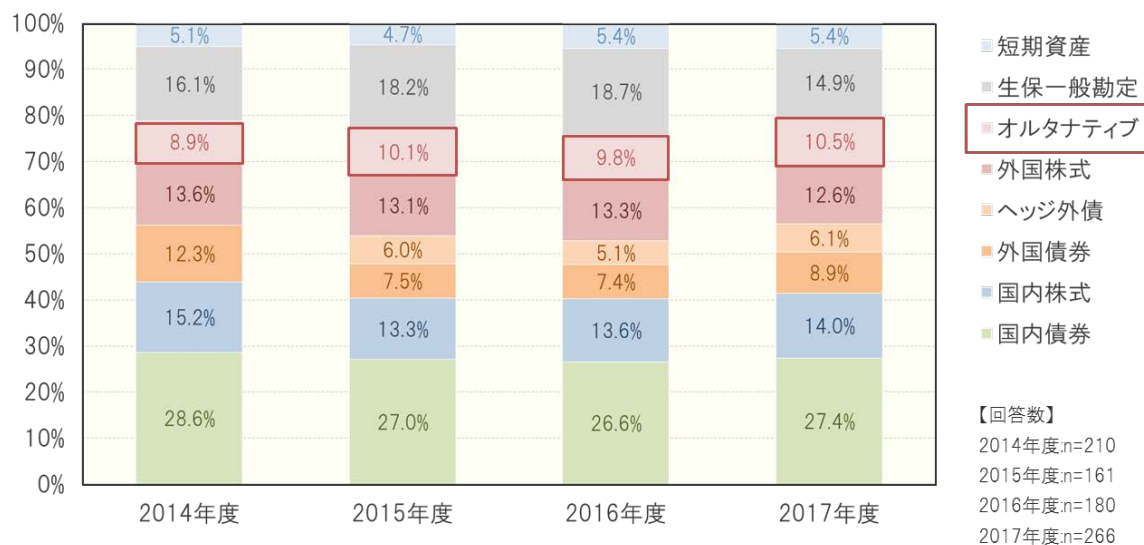
一方、年金財政の健全化により流動性の高い資産が十分に確保され、低流動性資産へ投資する余力も生じていることも踏まえると、債券領域外のオルタナティブ資産については、昨年度に続き、配分の拡大が見込まれる。

図表5：今後1年程度における資産配分の方向性(増加・減少の件数比率) (単位：%)



出所：年金運用アンケートより三菱UFJ信託銀行作成

図表6：年金資産全体の資産配分



(注1)弊社ポートフォリオ分析ツールMIRAIの2018年度中期金融変数から試算

(注2)2015年度より質問事項に追加。

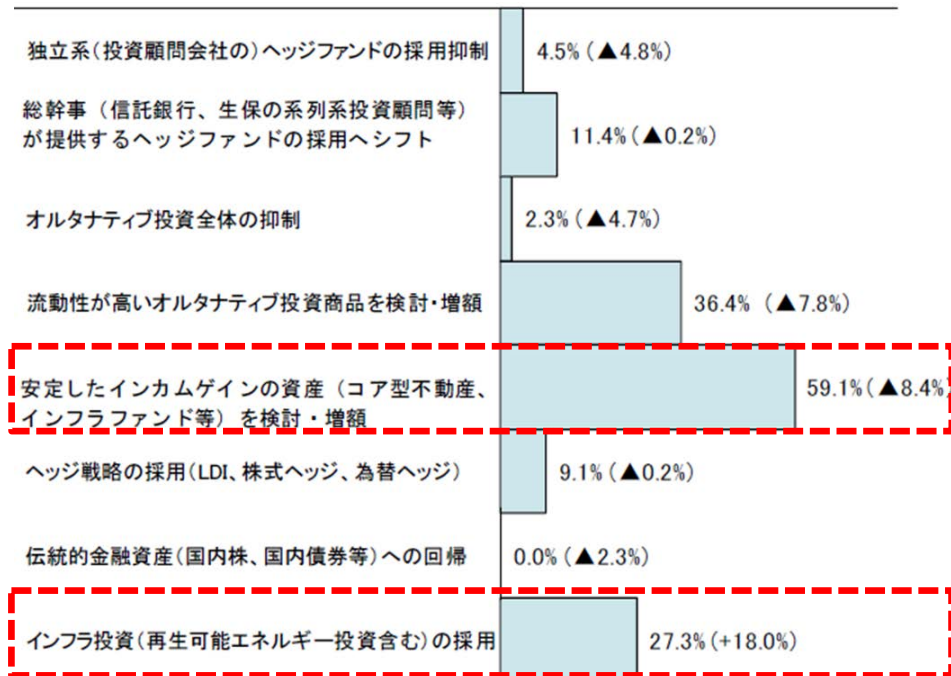
出所：年金運用アンケートより三菱UFJ信託銀行作成

3. オルタナティブ資産への投資および分散投資の意向について

以上の分析内容から国内の年金投資家の現状をまとめると、「国内債券への投資を振り替え、オルタナティブ資産の割り当てを増やす傾向は続きそうである。ただし、これまでよりも安定したリスク・リターン商品へのニーズが広がる」ということになる。

繰り返しになるが、オルタナティブ投資は、幅広いニーズ(債券運用代替、リターンの底上げ、分散効果等)の下で行われるが、様々な投資対象資産があり、長所・短所がバラエティに富むために一つの戦略や商品に集約して議論することが難しく、目的や性質に応じて運用手法を選択しポートフォリオを構築することが求められる。オルタナティブ投資が拡大するにつれ、オルタナティブ投資の中でも分散を考慮する動きが強まっている。上述のとおり、現在の投資家のリターン選好を反映し、オルタナティブ資産の中でも、安定したインカム収益が得られ、かつ金利との相関性が低いインフラ・ファンドやインフラ運営企業への投資に注目が集まっている。

図表7：今後のオルタナティブ投資戦略



出所：大和総研 『金融法人及び年金基金における MiFID II、オルタナティブ投資の実態調査』

Ⅲ. インフラ・ファンドの特性

前章で考察したとおり、国内の年金投資家のインフラ投資へのニーズは増加傾向にある。約156兆円の資産を運用する、世界最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)においても、年金積立金全体の5%を上限にオルタナティブ資産(インフラ、プライベート・エクイティ、不動産)に投資することが表明されていることもあり、今後も投資の裾野が拡大していくことが想定される。

このような投資家ニーズの状況を踏まえ、どのような特性のインフラ・ファンドが現在の投資環境に適しているのか、リスク・リターンの観点から考察する。

1. インフラ投資の特性

以下は資産運用情報 2017年9月号からの再掲であるが、まずは今一度、インフラ投資自体の特性を概観してみたい。

インフラとは「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」であり、一般に以下の特性を備えている。

- 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
- 規制、制度または多額な初期投資の必要性から、独占的な役割を担い、高い参入障壁を持っていること
- 長期に亘るサービスの提供を前提とした実物資産であること

これらの特性を踏まえると、投資家はインフラ投資によって以下3つの効用が期待できよう。

(1) 長期、安定的なキャッシュフローの獲得

インフラ運営企業は人々の生活に不可欠な事業を独占もしくは寡占的に展開していることから、長期契約等に基づき安定した需要を継続して見込むことが可能である。結果として、インフラ事業は景気循環の影響を受けにくく、長期に亘り安定的なキャッシュフローの獲得を見込むことができる。

(2) インフレーションリスクのヘッジ

インフラ運営企業が提供するサービスは、規制の枠組みもしくは契約により、その料金がインフレ率と連動する形となっていることが一般的である。よって、インフラ運営企業への投資は、インフレーションリスクのヘッジに有効とされている。

(3) ポートフォリオ分散効果の獲得

前述した安定的な需要、経済循環への低感応度、およびインフレーションリスク耐性と

いった特性により、インフラ資産は株や債券等の伝統資産との相関が低く、結果として、組み入れによるポートフォリオ分散効果が見込まれる。

2. インフラ・ファンドの類型(インフラ・デット、インフラ・エクイティ)

インフラへの投資手段としては、インフラ運営企業への直接投資もしくはファンドを通じての間接投資が挙げられるが、ごく少数の大型かつ経験豊富な年金基金等を除き、ファンドを通じての間接投資が一般的であろう。これは、インフラ投資には高い専門性が要求されること、また、少額の投資資金であってもファンドを介すことにより、大型資産そして複数の資産への投資が可能となることからである。

インフラ・ファンドにはデット・ファンドとエクイティ・ファンドがあり、同じインフラ運営企業に投資した場合であっても、リスク・リターン特性が大きく異なることに留意が必要である。

デットとは一般的に予め定めた条件で元本の返済を行う債務であり、エクイティとは一定の期日までに元本を返済する義務のない出資金である。そして、インフラ運営企業の生み出すキャッシュフローに対する順位はデットがエクイティに優先する。一方、エクイティ投資家は議決権行使(取締役選任)等を通じて投資先企業の経営に深く関与することが可能である。

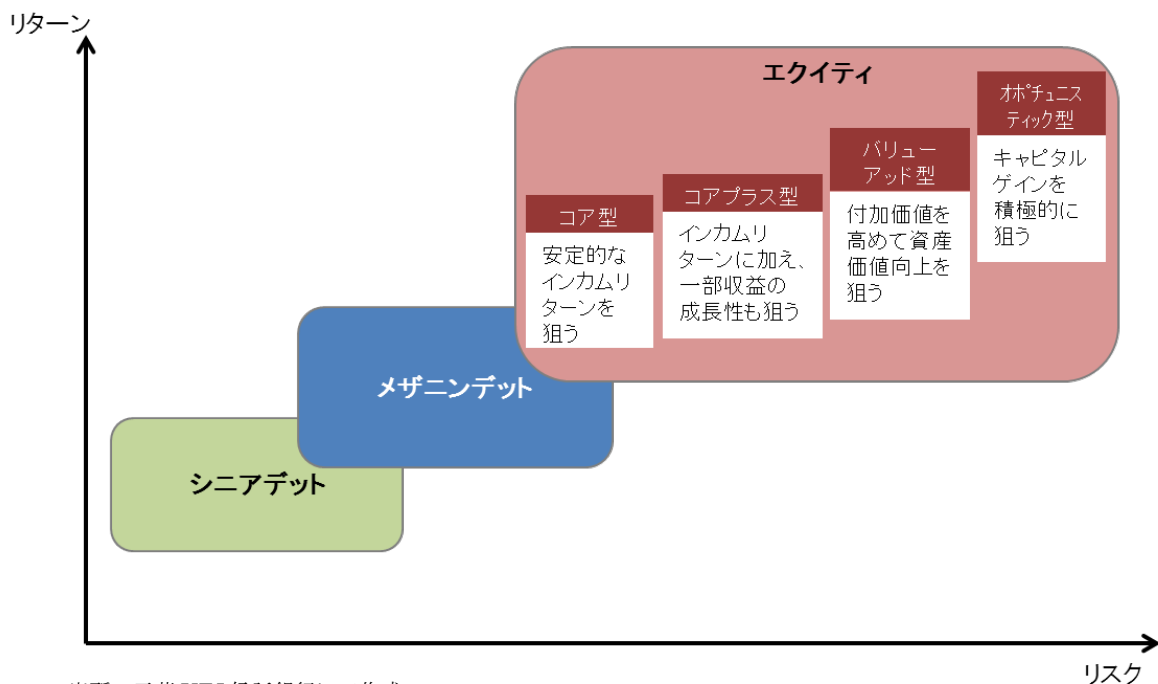
よって、デット・ファンドは、エクイティ・ファンドに比べ、投資後の投資先インフラ運営企業の業績に関わらず(一部の業績連動のものを除く)、優先して当初定めた条件でのリターンを得ることのできるローリスク・ローリターンの投資といえる。

一方のエクイティ・ファンドは、同企業の収益力が低下した際には配当額が減少し、事業価値が低下した場合にはデットに先んじてエクイティが毀損することになるものの、事業の成長次第で配当額の増加、エクイティの増価というアップサイドが見込まれ、リスク・リターンが共に高い投資といえよう。

これらの特性のため、デット・ファンドでは、案件検討の際、景気後退期等の収益悪化時においても元利金の支払が滞ることがないか、といったダウンサイドを意識したリスク評価やシナリオ分析が重点的に行われる。一方、エクイティ・ファンドでは、同様のリスク評価、シナリオ分析と併せ、リターンの創出可能性も案件検討時の評価ポイントとして重要となってくる。

さらにデット・ファンドは、シニアデット・ファンドとメザンデット・ファンドに分かれる。これらのデット・ファンドについては次項で述べるが、通常、インフラ・ファンドというとエクイティ・ファンドを指すことが多く、エクイティ・ファンドはさらにコア型、コアプラス型、バリュアード型、オポチュニスティック型に分けられる(図表8)。

図表8：インフラ・ファンドのリスク・リターン類型(イメージ)



出所：三菱UFJ信託銀行にて作成

3. インフラ・シニアデット・ファンド

「インフラ・デット・ファンド」と称する場合の多くは、以下に紹介するシニアデットとエクイティの中間的な性質のメザンデット(劣後ローンや優先株等もこれに当たる)を投資対象とするものが多い。

インフラ・デット・ファンドは、国内の年金投資家向けに商品化されているケースが少なく馴染みも薄いですが、筆者は「シニアデット」を投資対象としたインフラ・ファンドも、現在の年金投資家を取り巻く環境下では有効な選択肢になり得ると考えている。

シニアデットは、支払の優先順位がエクイティ、メザンより高く、その分期待リターンは低くなるが、長期・安定的なキャッシュフローが高い確度で見込める(低リスク)ことが特徴である。

インフラ投資におけるシニアデットの代表格としては「プロジェクトファイナンス」が挙げられる¹。プロジェクトファイナンスとは、特定のインフラ・プロジェクトの事業主の信用力に依拠するのではなく、事業が生み出すキャッシュフローのみを返済原資とするファイナンススキームである。そして、プロジェクトファイナンスという用語を用いた場合、一般には銀行貸出を用いた資金調達を指すことが多い。

詳細は次号で解説させて頂くが、インフラ・プロジェクトを評価する観点は多岐に亘る。

¹ シニアデットには、プロジェクトファイナンスの他に、プロジェクトボンド等がある。

インフラ・プロジェクトでは、事業者や、対象国政府、公的機関、金融機関等が関与し、複数の契約締結により、其々が負うリスク範囲を分担していく。また、対象国の経済見通しや、法制度などもプロジェクト毎に分析する必要があり、案件の個別性が強く、リスクの所在やプロジェクトから生じるキャッシュフローの妥当性を見極めることが肝となり、かなりの知見や経験が必要となる。

プロジェクトファイナンスのスキームを投資商品として捉えた場合、他商品との決定的な差は銀行が参加するプロジェクトであるという点であろう。

銀行の与信行為は、他の金融プレーヤーに比べ相対的にリスク許容度は低い。よって、リスクが限定的となるよう契約内容が細かく吟味され、さらに各銀行ともに行内の審査部署による厳格な審査手続きが実施される。そのような意味合いにおいて、低リスクがある程度担保されているともいえよう。

プロジェクトファイナンスの対象となるインフラ・プロジェクトは、巨額資金を要する国家プロジェクトとなることも多く、事業者は銀行とスムーズなやりとりを要求するため、一定の知見を有する銀行のみ招聘されるインナーサークル的な色彩も垣間見える。

このように限られたプレーヤーの中で組成されているプロジェクトファイナンスは、従来、国内年金投資の運用アセットとして表に出てくることは殆どなかった。一方で、ファンドを組成するためのスキームはいくつか考えられるが、事業関係者と対面する当事者は銀行であり続けながら、その先に投資家を募る仕組みを作ることができれば、実質的に多くの投資家がプロジェクトファイナンスに参加することが可能となる。事業関係者にとって、資金供給の担い手が増えること自体は歓迎する内容であろう。また、比較的安定運用を志向する年金投資家にとっても、インフラにおける低リスク投資の一つの類型としてインフラ・シニア投資は投資方針とマッチしやすいのではないだろうか。

なお、インフラ・シニア投資であっても低流動性資産への投資であることに変わりはなく、投資家にとってイグジット(売却)の手段やタイミングは一定の制限を受けることに留意が必要である。また、他の商品と同様に金利のタイト化が進んでおり、投資家が期待するリターンに見合う案件をいかにソーシングできるかどうか、マネージャーの実力が試されるポイントといえそうだ。

IV. 終わりに

本稿で触れたアンケートに限らず、インフラ・ファンドへの投資への関心が高まっていることは様々な媒体で示されているが、史上稀にみる低金利環境と、他方で健全化が進む財政状況という国内の年金投資家を取り巻く二つの要素を加味すると、今後も同分野への投資家マネーの流入は進むであろうし、インフラ投資の位置付け自体も多様化していくのであろう。

繰り返しになるが、インフラ・デットやインフラ・エクイティは、共に株・債券との相関の低さや安定的なインカムリターンが望めるとの特性を持つ。各投資家は、自身の置かれた環境や志向に応じて、デットなのかエクイティなのか、リスク・リターンの幅を見定めていくことになる。収益ドライバーとしてインフラを捉えるのであればエクイティを選択することも可能であるし、(償還を迎える債券の代替等、投資家によって理由は様々であろうが)低リスク運用を目指すならばデットの選択も可能である。

本稿では、デットの中でも、プロジェクトファイナンスを用いたシニアデット運用という一段低いリスク水準のインフラ・シニア投資を紹介させて頂いた。足下の健全な財政状況にある年金などの投資家にとって、銀行が取り組むような安全性の高いインフラ運用も有効な選択肢になり得るであろうし、今後広がっていく可能性もある。シニアデットの運用アセットの一つとなるプロジェクトファイナンスのストラクチャーについては、その特性につき、留意事項を含めて次号にて詳細を説明させて頂く。はじめてインフラ投資を検討する投資家や安定したインカムの獲得を目指す投資家は、これらを検討材料の一つに加えてみてはいかがだろうか。

(2018年12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】

- ・『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 [2017]
- ・『金融法人及び年金基金におけるMiFID II、オルタナティブ投資の実態調査』大和総研 [2017]
- ・『三菱UFJ信託銀行 年金運用アンケート』三菱UFJ信託銀行 [2018]
- ・『グローバルインフラ投資のススメ①～世界の主要投資家動向から見るインフラ投資市場～』三井住友トラスト基礎研究所 [2018]

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）