

マクロ環境の逆風においても、底堅さを発揮する インフラデット

2023年9月



シュローダー・キャピタルのダミアン・ガルデスが、インフラデットのインフレ耐性と金利上昇時におけるメリットに関して、プライベート・デット・インベスター誌に掲載された記事の中で述べました。

**ダミアン・ガルデス**

インフラデット部門共同責任者

金利上昇とインフレはインフラデット市場にどのような影響を与えているか？

金利環境によって、投資家はプライベート資産への配分を調整しています。今年、流動性市場はプライベート市場に比べていくらか魅力を増しましたが、プライベート・デットの資金調達額は10%のわずかな減少と下方耐性を示し、プライベート・エクイティの減少よりもはるかに小幅にとどまりました。

投資活動に関しては、投資家は買収資金調達時の金利上昇と、グリーンフィールド・プロジェクトのための設備投資額の増加という新しい環境を消化する必要がありました。今年上半期は、近年になく静かなインフラデット市場となりましたが、すでにディーラー・アクティビティが加速する兆しが見られています。経済のデジタル化とグリーン・トランジションにおいて、こうしたメガトレンドの中で主導的な役割を果たすインフラ・デット市場については、引き続き非常に楽観的に見えています。

インフラデット市場は次の3つの理由を背景に、インフレの影響に対して十分なプロテクションがあります。

第一に、一般的にインフラ資産はインフレの影響を最終消費者に価格転嫁でき、強力な価格決定力の恩恵を受けることができます。

第二に、一般的に他のセクターと比べ、インフラ事業では、インフレの影響を受けやすい事業運営に伴う支出の、収益に占める割合ははるかに低いです。

そして最後に、インフラ企業は一般的に長期的な資金調達を行っているため、他のセクターとは異なり、インフラ資産はインフレ環境から恩恵を受けるか、最悪なケースでも、ほとんど影響を受けないことが多いです。

3年前と比較して現在のリターンはどうか、またその理由とは？

クレジット市場では、流動性コストは当然のことながら、クレジットのリスクプレミアムは需要と供給によって決まります。インフラデット内でのクレジット・マイグレーション（信用格付けが悪化するリスク）は非常に少ない傾向にあり、需給に大きな変動は見られていません。1年前の投資適格ローンの利回りは2%、非投資適格ローンの利回りは5%でしたが、現在はそれぞれ約5.5%、8.5%となっており、基準金利上昇の恩恵を受けています。

全体として、投資家は依然として非流動性と複雑性のプレミアムから恩恵を受ける立場にあり、現在提供されている高い利回りは、特にリスク調整後ベースで、流動性のある他の債券やプライベート・クレジットと比較して、ヒストリカルにみてインフラデットが魅力的な相対的価値であることを示しています。

マクロ環境の逆風においても、底堅さを発揮する インフラデット

2023年9月



現在、インフラデットの投資家はどのような追加的クレジットリスクに直面しているか、デフォルト率はどの程度か？

インフラデットの過去の損失率やデフォルト率は、他の債券アセットクラスに比べてはるかに低いです。例えば、投資適格以下のインフラデットセクターは、BBB格の社債と同水準のクレジットリスクを示しています。したがって、その回復力によって証明されるように、インフラセクターは十分なプロテクションがあり、ニューノーマルとなりつつある高金利・高インフレ環境において最良のセクターになり得ると、私たちは確信しています。

他のプライベート・デット戦略と比較して、どのようなダウンサイド・プロテクションを提供するか？

第一に、インフラデットは必要不可欠なサービスを提供するコアな実物資産に裏打ちされています。さらに、融資関連のドキュメントやストラクチャリングは非常に堅牢で、ダイレクト・レンディング等に見られるような条件の浸食もなく、貸手保護の規律が保たれているため、依然として銀行の融資スタイルです。

私たちは現在、欧州市場において大きなプレーヤーとなっており、取引ストラクチャリングにおいて一定の影響を持つことができます。借手が交渉を希望する場合、議決権に影響を与え、適切なコベナントを含む保護的な与信条件を確保することができます。

上場インフラ、流動性の高いコーポレート・クレジット、インフラエクイティと比較して、インフラデットの相対的な価値はどのように説明されるか？

現在のところ、欧州のプライベート・ミッドマーケットのインフラデットは最も投資案件数が多く、上場インフラ・デットと比較して、優れた分散投資が可能であると私たちは考えています。流動性の高いコーポレート・クレジットは、市場のタイミングによってリターンが大きく左右され、借手のプロファイルが根本的に異なるため、インフラデットとの関連性は低いと言えます。

したがって、より興味深い比較対象としては、長年にわたりGPが巨額の資金を調達してきたプライベート・インフラエクイティが挙げられるでしょう。プライベート・エクイティからの資金がバリュエーションを支えています。しかし、「新基準」の下での再価格設定には時間がかかるため、市場の重しとなっています。また、プライベート・エクイティからの資金は、インフラエクイティのコア資産のリターンが、特に投資適格以下のインフラデットで達成可能なリターンよりも必ずしも高くない要因にもなっており、相対価値に関する興味深い事例を示しています。

インフラエクイティは、定期的に発生する収益と、GPがエグジット時に利益を実現する能力がリターンの源泉です。リターンは、GPの付加価値創造能力に依存する収益の増加とエグジット時の倍率に依存します。

エグジット倍率は、明らかに金利の上昇に直接的かつ反比例するため、今後、高金利の継続が予想される環境において、エグジット倍率は低くなる可能性があります。

そのためインフラエクイティでは、事業価値を創出するGPの能力がこれまで以上に重要となり、その結果、インフラエクイティ市場全体のリターンの変動性やボラティリティが高まることとなります。一方で、インフラデットは、資本の保全に引き続き重点を置きながら、現在をはるかに高くなった基準金利を上回る、一貫したスプレッド・リターンを提供するでしょう。

マクロ環境の逆風においても、底堅さを発揮する
インフラデット

2023年9月



現在の取引状況と、2024年に向けて市場ダイナミクスはどのように変化すると予想するか？

私たちの認識では、今年前半に比べ、案件量はすでに回復してきています。特にM&Aは、回復の兆しを見せているほか、リファイナンスの動きも継続しており、2023年後半から2024年にかけて忙しくなることが予想されます。投資実行の観点からは、今年前半の市場減速にもかかわらず、私たちは非常に活発に活動してきました。

さらに、欧州ではエネルギー転換と経済のデジタル化の両方が優先課題となっており、今後のプロジェクトに大規模なリファイナンス・ニーズを生み出しています。プライベート・インフラデットは、こうしたテーマの資金調達において、これまで以上に重要な役割を果たすことは間違いなく、同時に、サプライチェーンの混乱やオンショアリング（自国回帰）といった他のマクロ的課題への対処においても中心的な役割を果たすでしょう。現在、プライベート・クレジットのアセットクラスは全体として投資家にとって魅力的ですが、特にインフラデットは、回復力と一貫した安定的なリターンを求める投資家にとって、質への逃避を求める投資対象として魅力的でしょう。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・キャピタル（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。