

# 上場インフラ株—景気サイクルが成熟するなかでの投資機会

ベン・モートン、グローバルインフラ戦略統括責任者兼シニア・ポートフォリオ・マネージャー



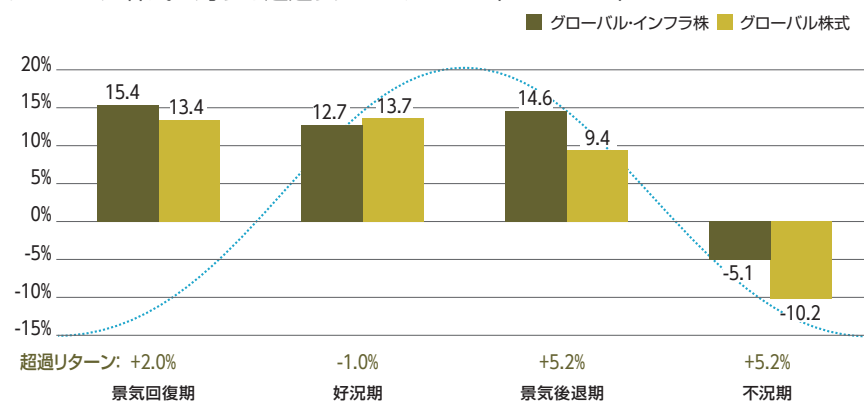
## 要旨

- **景気後退期にディフェンシブ性を発揮:** コーヘン&スティアーズが行った45年分に及ぶデータの分析によれば、グローバル上場インフラ株は景気後退期に高い絶対リターンおよび相対リターンをもたらす傾向があり、平均してグローバル株式を年率5%上回るパフォーマンスを収めています。より広く言えば、インフラ株は市場サイクルが一巡する期間にわたり広範な株式市場と同等のリターンをもたらしつつ、総じて相対的に低いボラティリティおよび有意な下方硬直性を示しています。これらの特性は、通常、手数料ベースの業務契約やコンセッション契約に伴うインフラ資産の安定したキャッシュフローと関連付けられます。
- **今、インフラ株に投資すべき理由:** 上場インフラ株を取り巻く環境は、世界経済の成長が鈍化しているなかでも依然として良好と考えています。インフラ企業のファンダメンタルズは総じて健全で、上場インフラ株のバリュエーションはグローバル株式に対する過去のプレミアム水準を保っているからです。景気後退局面に入っていること、金融緩和政策の延長が示唆されていること、非上場ファンドのインフラ資産に対する投資需要が旺盛であることなどを考慮すると、上場インフラ株は過去平均を上回るプレミアム価格で取引されるべきと言えます。
- **インフラ株の投資機会:** 各産業固有の要因は、それぞれの産業に平均以上の成長機会をもたらす可能性があります。現在、通信塔(4G通信網の継続的な設置、5G通信網の導入)、ミッドストリーム・エネルギー(エネルギー・バリュー・チェーンに不可欠)、再生可能エネルギー(米国の電源として石炭を上回っている)、および貨物鉄道(業務効率の改善)において特に追い風となる業界動向が見られます。

2019年およびそれ以降の景気減速を示す指標が増加するなか、過去の景気後退局面において底堅く推移してきた上場インフラ株は、魅力的な長期リターンを得る機会を失うことなく全般に市場感応度を低減させたいと考える投資家にとって魅力的でしょう。

## 景気後退期と不況期に底堅い上場インフラ株

グローバル株式に対する超過リターン、1973年~2018年



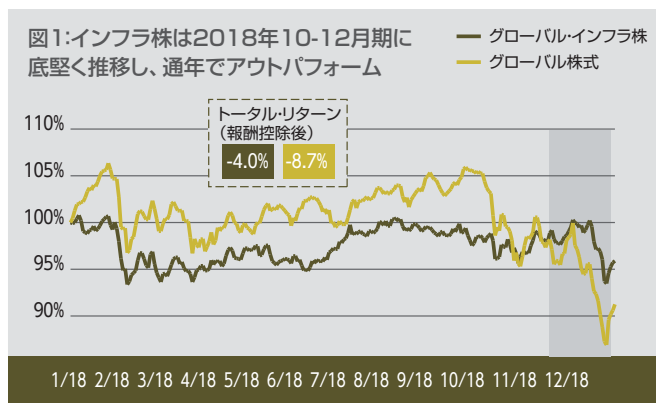
2018年12月31日現在。出所: トムソン・ロイター、カンファレンス・ボード、全米経済研究所(NBER)、コーヘン&スティアーズ。

当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。過去の実績は将来の投資収益や運用成果を保証するものではありません。投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。指数の実績は手数料や諸経費等を控除したものではありません。当資料に記載された情報は、コーヘン&スティアーズが運用・提供するファンドやアカウントの実績を反映したのではなく、投資家が同様の実績を享受する保証はありません。リターンは年率換算した月次リターンの算術平均に基づきます。米国の不況期はNBERの判断に従っています(551カ月のうち72カ月)。景気回復期から景気後退期までは、カンファレンス・ボード景気一致指数(CBCI)の主要トレンドに基づき、コーヘン&スティアーズが区分しています。景気回復期(CBCIが加速:551カ月のうち164カ月)、好況期(CBCIが横ばい:551カ月のうち221カ月)、景気後退期(CBCIが減速:551カ月のうち94カ月)。インフラ株のリターンは、現在のグローバル上場インフラ株式ユニバースを概ね代表し、最近の上場インフラ株式指数より長期の複数の景気局面にわたる分析ができるとコーヘン&スティアーズが考える、トムソン・ロイター・ワールドストリーム指数のセクター別指数を合成したコンポジットに基づきます。コンポジットとFTSEグローバル・コア・インフラストラクチャー50/50指数との相関は、2009年のFTSE指数開始来で0.95でした。グローバル株式はトムソン・ロイター・ワールドストリーム・グローバル株式指数に基づきます。指数定義および追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

## 景気後退期にディフェンシブ性を発揮

2018年終盤において経済・政治状況を巡る不透明感が金融市場を押し下げるなか、上場インフラ株はディフェンシブな特性を発揮しました。

FTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー 50/50 指数は、2018年の大半を通じてグローバル株式に劣後したものの、最後の数カ月において高まる市場のボラティリティを概ね乗り切り、10-12月期のリターンはMSCIワールド指数の-13.4%に対して-2.6%と、わずかな下落幅にとどまりました(図1)。通年では、インフラ株の下落幅はグローバル株式の半分以下となりました。その後、世界各国で多くの中央銀行が金融緩和姿勢を強めたことが一因となり、2019年1-3月期に広範な株式市場が急反発するなか、インフラ株は広範な株式市場に追随して上昇に転じました。



**2018年12月31日現在。** 出所：FTSE、MSCI。  
**当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。過去の実績は将来の投資収益や運用成果を保証するものではありません。** 投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。指数の実績は手数料や諸経費等を控除したものではありません。当資料に記載された情報は、コーペン&ステアーズが運用・提供するファンドやアカウントの実績を反映したものではありません。投資家が同様の実績を享受する保証はありません。グローバル上場インフラ株はFTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー 50/50 税引後指数を使用しています。グローバル株式はMSCIワールド指数を使用しています。指数定義および追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

この傾向は総じて、景気後退局面におけるインフラ株の相対的に良好なパフォーマンスと一貫性があります。コーペン&ステアーズでは、トムソン・ロイター・ワールドストリーム指数のインフラ・セクター・コンポジットを用いて、過去45年間における景気サイクルの異なる局面にわたるインフラ株のパフォーマンスを分析しました。

1973年以降に6回見られた景気後退期(直近では2007年終盤まで)において、1ページの図に示されるように、インフラ株は年率14.6%のリターンを生み出し、グローバル株式のリターンを約5%上回りました。上場インフラ株は、不況期においても広範な株式市場を顕著にアウトパフォーマンスしており、年率リターンは-5.1%と、グローバル株式の-10.2%を同様に5%上回りました。

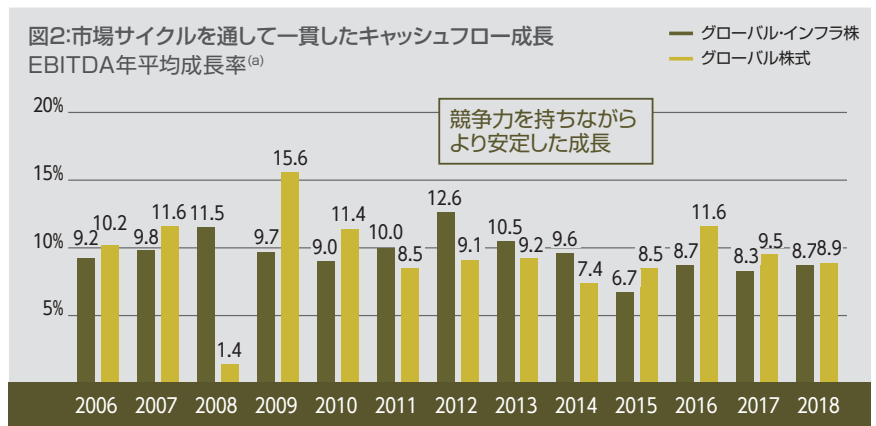
**インフラ株が景気後退期にアウトパフォーマンスしている理由:** インフラ株のディフェンシブな動きは、主にインフラ事業に共通する明確な特性から生じる安定したキャッシュフローが要因と考えています。

- **永続的な資産:** インフラ企業は耐用年数が通常、数十年に及ぶ有形資産を保有・運営しています。
- **独占的事業:** インフラ企業は、営業地域に関する厳格な規制や大規模な設備投資の必要性があるため、また、多くの場合に競合他社の新規参入を禁止する独占権が与えられている場合があるため、参入障壁の高い業種において操業しています。
- **非弾力的需要:** インフラ企業が提供する電力・ガス・水道など基本的公益サービス、輸送、通信インフラ、エネルギー物流等のサービスは、総じて経済状況に関わりなく一貫した需要から恩恵を受けます。
- **手数料ベースの収益:** インフラ資産は経済発展に不可欠なサービスを提供しているため、相対的に政府による保護の手厚いサービス契約やコンセッション契約に基づき安定したキャッシュフローを生み出します。その契約の多くは物価に連動する料金改定を認める条項を定めています。

こうした特性の結果として、インフラ企業は過去において他の業種の企業より一貫したキャッシュフローの成長を実現しています(図2)。加えて、そのキャッシュフロー本位のビジネス・モデルは魅力的な分配金を支払う傾向があり、それは低成長の環境下、投資家にとって魅力的でしょう。2019年3月現在、インフラ株式ユニバースの配当利回りは3.4%と、グローバル株式の2.5%を上回っています。

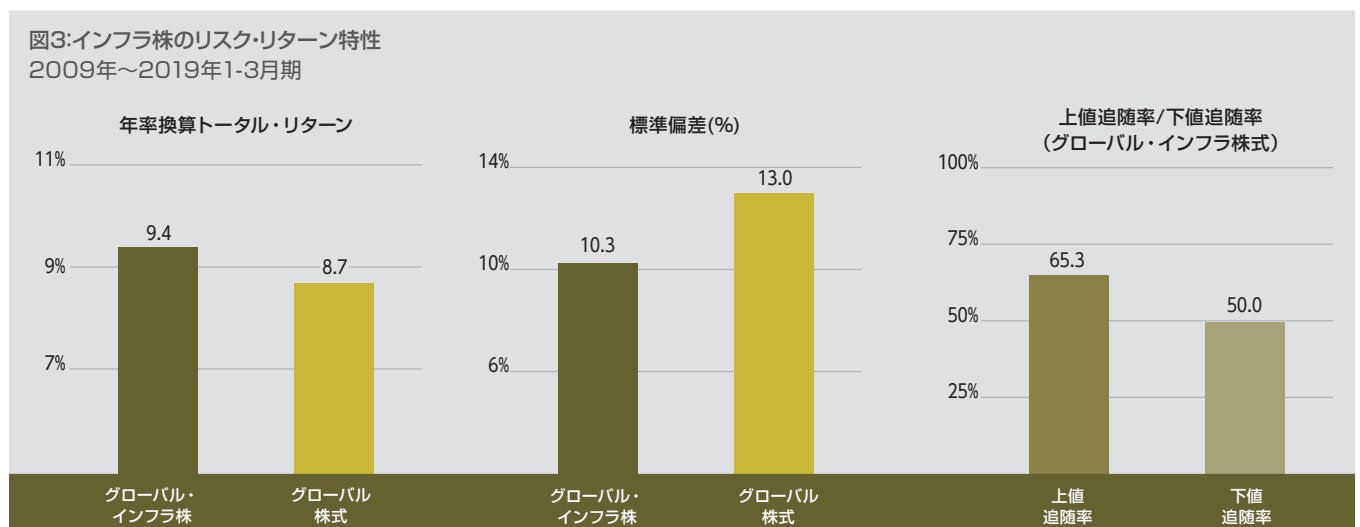
**2018年10-12月期に市場が荒れ、  
 広範な株式市場が急落するなか、上場インフラ株は  
 比較的小幅な下落にとどまりました。**

投資家が成熟する景気サイクルに直面するなか、インフラ株のディフェンシブな特性はますます関心を集めると考えています。



2018年12月31日現在。出所：FTSE、MSCI、FactSet、コーヘン&ステアーズ。  
 当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。過去の実績は将来の投資収益や運用成果を保証するものではありません。(a) 利払前・税引前・減価償却前利益(EBITDA)の年平均成長率は、すべての指数構成銘柄の加重平均を計算しています。EBITDA成長率が+/- 200%の銘柄は除外しています。グローバル上場インフラ株はFTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー 50/50 税引後指数を使用しています。グローバル株式はMSCIワールド指数を使用しています。追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

景気サイクルが一巡する期間を通して魅力的な特性：FTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー 50/50 指数が開始された2009年以来、上場インフラ株は競争力のある市場パフォーマンスを収めており、2019年3月までの年率トータル・リターンはMSCIワールド指数の8.7%に対して9.4%でした(図3)。一方、上場インフラ株のリターンは相対的に低いボラティリティを伴っており、同期間におけるリターンの標準偏差はグローバル株式の13%に対して10.3%でした。インフラ株は顕著な下方硬直性も提供しており、市場下落局面における下落幅は平均して広範な株式市場の半分程度でした。

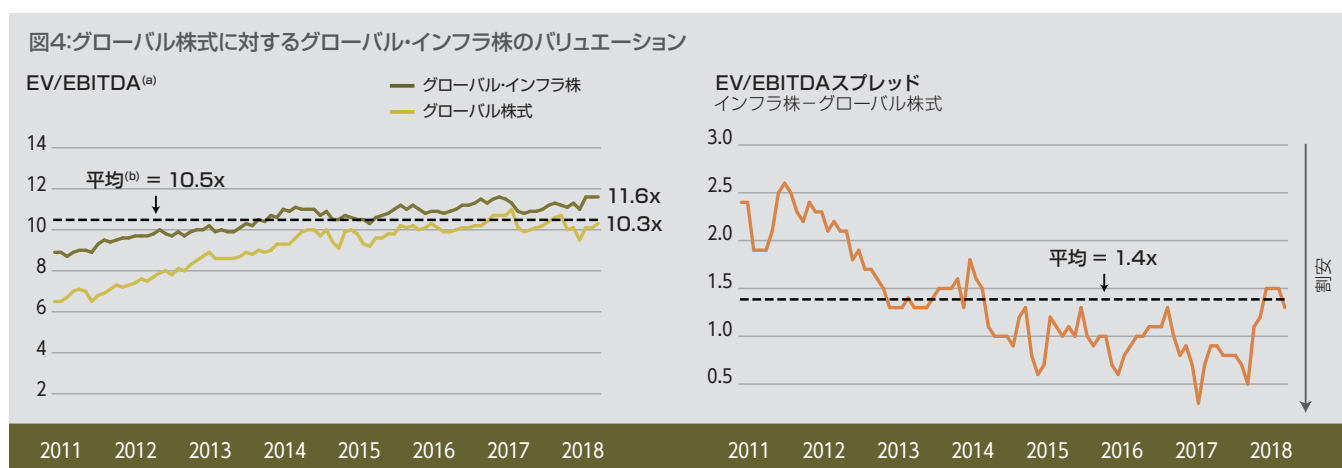


2019年3月31日現在。出所：モーニングスター・ダイレクト、コーヘン&ステアーズ。  
 当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。過去の実績は将来の投資収益や運用成果を保証するものではありません。当資料に記載された情報は、コーヘン&ステアーズが運用・提供するファンドやアカウントの実績を反映したものではありません。当資料に提示された過去の動向が将来繰り返されることを保証するものではなく、その動向の開始時期を正確に予測することはできません。投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。指数の実績は手数料や諸経費等を控除したものではありません。指数定義および追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

## 今、グローバル上場インフラ株に投資すべき理由

**安定したファンダメンタルズ:** 世界経済の成長が鈍化するなかにおいても、必要不可欠なサービスに対する需要は引き続き旺盛です。また、インフラ企業は、サービスの質を適切な水準に保つ重要なシステムの更新や、特定のインフラ・サービスに関して変化する需給動向に適応する必要性等に支えられ、引き続き多大な投資機会があると考えています。

**グローバル株式と比較して魅力的なバリュエーション:** インフラ株は従来、グローバル株式に対してプレミアム価格で取引されてきたものの、図4に示されるように、そのプレミアム幅は縮小しています。世界経済の成長が鈍化し、より緩和的な金融方針に傾くなか、投資家は現在のインフラ株の相対的バリュエーションを魅力的と考えるでしょう。



2019年3月31日現在。出所: FTSE、MSCI、FactSet。

(a) EV/EBITDA とは、現会計年度の推定値に基づく利払前・税引前・減価償却前利益 (EBITDA) に対する企業価値 (EV) の比率をいいます。(b) 平均は、これらの指標が最も早く入手可能な 2011 年 11 月 30 日から最も直近の四半期末データが入手可能な日までの月次データに基づく過去平均を示しています。追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

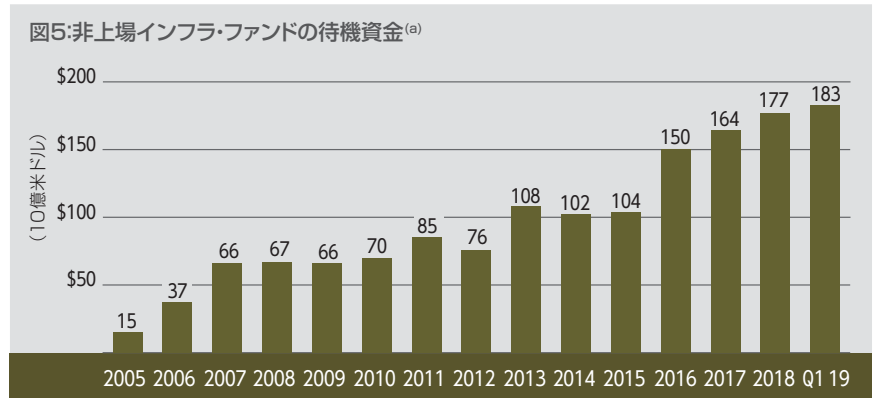
**低い相関:** グローバル上場インフラ株は、他の資産クラスとの比較的低い相関に示されるように、過去において分散効果をもたらしてきました。グローバル株式との相関は、金融危機を受けて急上昇した後、2010年から2019年3月までの期間において0.65となり、過去の長期平均の水準まで低下しています。インフラ株の分散効果は、市場リターンが低下が想定される局面に向かうなかで特に重要になると考えています。

**非上場市場における投資需要が下支え:** 投資家が実物資産に対して多大な関心を示すなかで、非上場インフラ・ファンドの運用会社は、投資を実行できるよりも速いペースで投資資金を集めており、インフラ資産の取得を目的とする1,800億米ドルもの記録的な待機資金を抱えています (図5)。

この資金は以下の2つの方法で上場インフラ市場に恩恵を与えることができると考えています。a) 非上場ファンドがプレミアム価格で資産を取得することにより、上場企業の保有資産価値が上昇する可能性があります。b) 非上場ファンドが上場企業を買収することにより、株主が追加価値を実現する期待が生じます。このように待機資金がバリュエーションの下支えを提供する可能性を示す例として、非上場ファンドによる最近の取引を分析すると、平均して1年後予想キャッシュフローの約18倍の

価格で資産を取得しており、これに対して、上場インフラ株式ユニバースの株価キャップシフロー倍率は平均して11.5倍です。

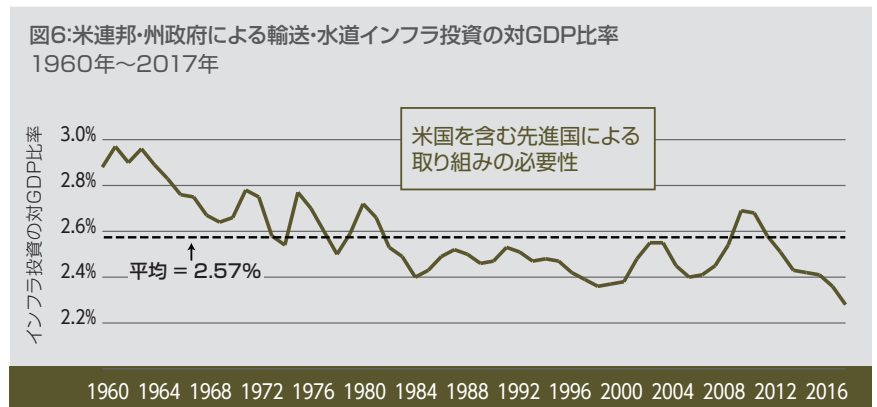
世界各国でインフラ投資を  
拡大する意欲を高めています。



2019年3月31日現在。 出所：プレキン。

(a) プレキンの定義による待機資金は、非上場株式ファンドへの出資コミットメント金額から投資実行のためジェネラル・パートナーが払込要求した金額を控除した金額をいいます。プレキンの待機資金額には、2018年9月30日時点でデータを報告している全ての非上場ファンドにおける待機資金が含まれます。追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

**長期的なインフラ投資の必要性:** 多くの先進国において50年にわたる投資不足とサービスの質の悪化を受けて、各国政府は経済成長を促し、国際競争力を向上させる手段としてインフラ投資に取り組み始めています。ミシガン州フリント市で起きたような水道危機や、最近の貨物・旅客鉄道の脱線などといった紙面を飾った出来事は、先進国において差し迫っているインフラ近代化への投資を拡大する必要性を再認識させました。



2019年3月31日現在。 出所：米国議会予算局。行政管理予算局、国勢調査局および経済分析局からのデータを使用しています。

当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。過去の実績は将来の投資収益や運用成果を保証するものではありません。指数定義および追加の開示事項については最終ページをご覧ください。

同時に、新興国では人口動態を背景に生活水準の向上を目指した新規インフラの拡大が見られます。先進国と新興国の両方において計画が進む中で、インフラへの民間投資および重要資産の民営化を拡大させるインセンティブが強まると想定されます。

### インフラ株の投資機会

需給動向が大きく異なる場合があるため、単にインフラ株全体のファンダメンタルズだけでなく、個別のセクターや企業を見ることも重要と考えています。選別的な投資テーマに対するコーヘン&スティアーズの見方は以下の通りです。

#### 通信塔



通信塔保有企業は、大規模な 4G 通信網の設置が続くなかで 5G 通信網の導入も初期段階にあるなど、無線通信事業者のデータ利用の急増を支えるための通信網整備への積極的な投資から恩恵を受け、長期的な成長が見込まれます。

#### ミッドストリーム・エネルギー



ミッドストリーム・エネルギー企業は、北米のエネルギー生産が記録的な水準に達する中でファンダメンタルズに対する追い風を受けています。同時に、経営陣はより洗練されかつ収益優先のビジネス・モデルを採用しています。

#### 再生可能エネルギー



今後数年にわたり、ますます多くの国や企業が持続可能なエネルギーの生成を取り入れ、業界が急速に変化する中で、再生可能エネルギーの利用は拡大すると予想されます。

#### 貨物鉄道



今後数年にわたり、業務効率の改善および設備投資の削減によって企業のフリー・キャッシュフローは著しく増加する可能性があることから、貨物鉄道のファンダメンタルズ見通しは依然として魅力的です。

## 主なポイント

2018年10月以降のインフラ株の良好な相対パフォーマンスは、市場リターンの低下が見込まれる環境において、ディフェンシブな手数料ベースの収益および高い配当利回りの潜在的な利点を際立たせています。

---

景気後退期において、投資家は市場の変動に備えて分散を高めることができます。

---

上場インフラ株は、魅力的な相対バリュエーション、株式との低い相関、および非上場市場からの旺盛な需要による下支えなどから、今日の市場において分散を図る魅力的な方法を提供すると考えています。

---

## Cohen & Steers

### INFRASTRUCTURE • The Listed Alternative



#### 指数定義

投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。指数の実績は手数料や諸経費等を控除したものではありません。トムソン・ロイター・データストリーム・グローバル・インフラストラクチャー指数は、トムソン・ロイターのグローバル公益事業、グローバル鉄道、グローバル輸送サービス、グローバル・パイプライン、電気通信およびアジア旅行・観光に関する指数を合成した指数です。トムソン・ロイター・データストリーム・グローバル株式指数は、流動性の高い世界中の株式のパフォーマンスを計測する広範な市場ベンチマークとしての役割を果たすように設計された、浮動株調整後時価総額加重指数です。FTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー 50/50税引後指数は、世界中のインフラ株及びインフラ関連株の時価総額加重指数で、配当に係る源泉税控除後で計測しています。構成銘柄の組入比率は、以下の3つの広範な産業セクターに応じて半年毎に調整されます。公益事業:50%、輸送:50%、パイプライン、衛星、通信塔を含むその他のセクター:20%。MSCI ワールド指数(ネット)は、先進国の大型株及び中型株のパフォーマンスを配当に係る源泉税控除後で計測する浮動株調整後指数です。

#### 重要な開示事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、作成時のコーヘン&スティアーズ社の見解を反映しており、信頼できると考えられる情報源を元に作成しております。当資料中の記載内容及びデータの正確性を保証するものではありません。当資料中に記載されている見通しや見解はその実現性を保証するものではありません。当資料は投資の助言を目的としたものではなく、コーヘン&スティアーズ社や関連会社などにより提供される金融商品やサービスの営業用資料において、いかなる成果を保証するものではありません。

コーヘン & スティアーズ・ジャパン・エルエルシーは、金融商品取引業者として日本の金融庁及び関東財務局【関東財務局長(金商)第 2857 号】に登録しており、一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

コーヘン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インクは、企業、公的機関、労働組合向けの年金制度や寄金、財団、投資信託会社などに資産運用サービスを提供する、投資顧問業の認可を受けている運用会社です。

Cohen & Steers UK Limited は英国の金融行動監視機構 (Financial Conduct Authority) より認可、及び監督を受けています。(登録番号 458459)

#### コーヘン & スティアーズについて

コーヘン & スティアーズは専門性の高い資産クラスに特化したグローバルな資産運用会社です。1986 年設立来、リートやインフラ株及び商品を含む実物資産運用におけるリーディング・カンパニーとして、お客様の資産運用に役立つ専門知識を深め、また日々革新の提唱に務めています。ニューヨークに本社、そしてロンドン、香港、東京及びシアトルに営業拠点を置き、世界中の様々な投資家にクライアント・サービスを提供しています。

発行日: 2019年6月 Copyright © 2019 Cohen & Steers, Inc. All rights reserved.