

2022年の上場インフラ株： 投資家の注目度を高める要因が揃う

ベンジャミン・モートン

2021年に好調だった上場インフラ株は、2022年には良好なマクロ環境、投資家のインフレ対策の模索、魅力的なバリュエーションから恩恵を受ける可能性があります。

インフレ懸念を背景に注目される資産クラス

2021年のグローバル・インフラ株のトータルリターンは15.7% (FTSE 先進国コア・インフラストラクチャー 50/50 指数で計測) となりました。経済の再開という環境の中で、より景気感応度が高い企業がより好パフォーマンスとなる傾向がありましたが、一部の長期成長銘柄も好調でした。

インフラ株のなかでも、セクター毎のパフォーマンスは大きく異なります。例えば、エネルギー市場の堅調なファンダメンタルズを背景に、ミッドストリーム・セクターが年間で30%以上の上昇となりました。また、世界的に貿易見通しが改善したことを受けて、港湾も大きくアウトパフォームしました。⁽¹⁾

上場インフラ株は2022年、二つの理由から魅力的なリターンをもたらす可能性があると考えています。第一に、上場インフラ株は、経済成長の鈍化とインフレ率の上昇の両方が見られる時期に、グローバル株式をアウトパフォームする傾向があり (必要不可欠な公共サービスに関連するキャッシュフローは比較的予測可能であるため)、今年もこのようなマクロ環境が続くと考えられるためです。(2021年に緩やかな水準で始まったインフレは、景気刺激策による需要増加とサプライチェーンの制約が重なった影響により、40年ぶりの高水準にまで上昇しました。) 第二に、投資家のバリュエーションに対する意識が高まるなか、足元における相対バリュエーションが広範な株式市場に対して魅力的である上場インフラ株はさらに恩恵を受ける可能性があるからです。

有益なインフレ特性

歴史的に、予想を上回るインフレ局面において、株式や債券の相対パフォーマンスが低調またはマイナスであるのに対し、インフラ株は相対的に力強いリターンを提供してきました (図1で「インフレ・ベータ」として定量化—インフレ・サプライズが発生した場合の当資産クラスのアウトパフォーマンスの指標)。このインフレに対するポジティブな感応度は、多くのインフラ企業の価格設定モデルにおいて、インフレに連動して利用料を調整する契約形態が取られていることに起因しています。利用料の調整は、インフレ率に近似した固定的な率に基づいて行われる場合と、消費者物価や生産者物価に連動し変動的な率に基づく場合があります (図3)。さらに、特定のサブセクター (特に輸送インフラ) は、好調な経済環境下での輸送量の増加 (これは一般的にはインフレを伴う) から恩恵を受けることがあります。

要旨

インフレ対策ニーズが高まるなか、上場インフラ株に注目が集まっています。

上場インフラ株のバリュエーションは、広範な株式市場と比較して、歴史的に見て魅力的な水準にあります。

ファンダメンタルズの改善と魅力的なバリュエーションを背景に、足元で貨物鉄道およびミッドストリームを選好しています。

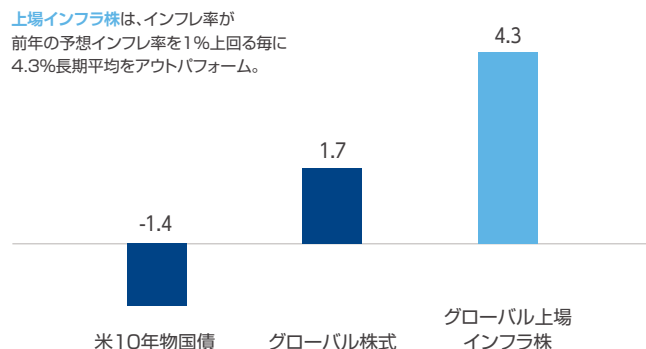
(1) 出所：FTSE 先進国コア・インフラストラクチャー 50/50 指数

2022年の上場インフラ株:投資家の注目度を高める要因が揃う

図1

インフレ期の強い相対リターン

インフレ・ベータ (1991年6月~2021年12月)



2021年12月31日現在。出所:ブルームバーグ、リフィニティブ、米国労働統計局、コーヘン&ステイアーズ独自の分析。

当資料中の過去のデータは、将来のいかなる成果を保証するものではありません。インフレ・ベータは、1年実質リターンを前年比実現インフレ率と遅行させた1年予想インフレ率の差に対して多変量回帰させたベータを計算しています。予想インフレ率はミシガン大学の調査による1年予想インフレ率の中央値を使用しています。実現インフレ率は、米国労働統計局が発表する米国都市部消費者物価指数(CPI)を用いています。線形回帰は、従属変数と1つまたは複数の説明変数との関係をモデル化する統計手法です。上記に示された過去の傾向が繰り返されることを保証するものではなく、そのような傾向がいつ始まるかを正確に予測することはできません。特定のセクターへの言及は、特定の証券の売買または保有を推奨または勧誘するものではなく、投資アドバイスとして依拠することはできません。指数定義および追加の開示事項については7ページをご覧ください。

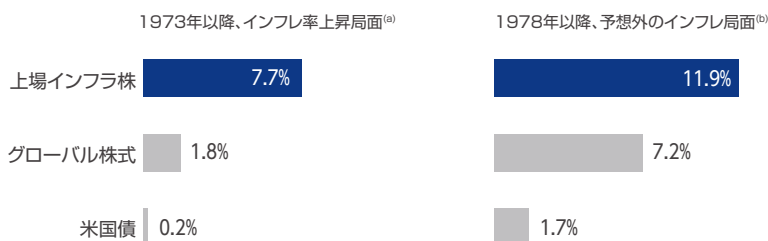
上場インフラ株は、相対的なパフォーマンスの高さに加えて、予期せぬインフレが発生した際には、株式や債券よりも魅力的な絶対的リターンを提供しています(図2)。

上場インフラ株は、インフレ期に相対的にも絶対的にも良好なパフォーマンスを発揮する傾向があります。

図2

歴史的に上場インフラ株は、インフレ環境下でアウトパフォーマンス

年平均の実質リターン



2021年12月31日現在。出所:パークレイズ、ブルームバーグ、ダウ・ジョーンズ、FTSE、S&P、リフィニティブ・データストリーム、コーヘン&ステイアーズ。

当資料中の過去のデータは、将来のいかなる成果を保証するものではありません。(a) 共通する期間で利用可能な資産クラスのリターンを表しています。インフレ上昇率は、前年比実現インフレ率と遅行させた1年予想インフレ率の正の差を表しています。(b) 予想外のインフレには1978年以降のデータを使用しています。インフレ率は、米国労働統計局が発表する都市部の全消費者向け消費者物価指数の前年比の変化率で測定しています。予想外のインフレは、前年比の実現インフレ率と、ミシガン大学の前年の期待インフレ率の正の値の差を使用し測定されます。リアルアセット・ブレンドは、不動産27.5%、コモディティ27.5%、天然資源株15%、インフラ15%、短期債券10%、金5%で構成されています。リアルアセット・ブレンドは、実際のポートフォリオを示すものではなく、あくまで例示を目的としたものです。上記の情報は、コーヘン&ステイアーズが運用またはサービスを提供するファンドまたはその他の口座のパフォーマンスを反映するものではなく、投資家が上記に反映されているようなパフォーマンスを経験すること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7ページをご覧ください。

このポジティブなインフレ感応度は、図3に示すように、各サブセクターに見られる構造的要因によるものです。

図3
インフレ連動型の収益モデルにより、インフレ耐性の仕組みが備わっている

収益モデル	サブセクター	インフレ連動
規制型	電力 ガス配給 水道	定期的な利用料決定時にインフレによるコストの影響が反映されます。
コンセッション型	空港 有料道路	CPI、およびコンセッション契約に基づく通行料や料金の値上げが認められています。
GDP感応度が高い契約型	ミッドストリーム 貨物鉄道 港湾	ビジネス依存型で間接的に、またはインフレ連動型で直接的に収益が向上します。
その他契約型	コミュニケーション	一般的に年率3-4%で料金が上昇します。

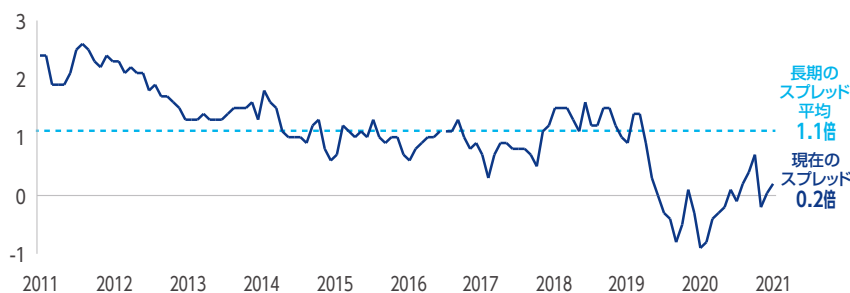
2021年12月31日時点。出所：コーヘン&ステアーズ。

現在、投資家はインフレ対策のためにプレミアムを支払うことを厭わなくなっているかもしれませんが、2021年のインフラ株は一般的な株式に比べて魅力的なバリュエーションで取引されていました。

EV/EBITDA 倍率に基づくバリュエーション・スプレッドを見ると、相対バリュエーションは魅力的です（図4）。上場インフラ株は過去のプレミアム評価とは対照的に、2021年にはグローバル株式とほぼ同水準で取引されています。この水準が過去の平均値に戻れば、インフラ株がアウトパフォームする期間に入ると見られます。

図4
グローバル・インフラ株とグローバル株式の比較
現在のバリュエーション・スプレッドは長期平均を下回る

EV/EBITDA倍率に基づく、インフラ株は一般的な株式に比べて割安な水準。



2021年12月31日現在。出所：MSCI、FTSE、ファクトセット。

当資料中の過去のデータは、将来のいかなる成果を保証するものではありません。上記の情報は、コーヘン&ステアーズが運用等を行うファンド等の実績を反映しておらず、投資家が同様の実績を享受する保証はありません。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。

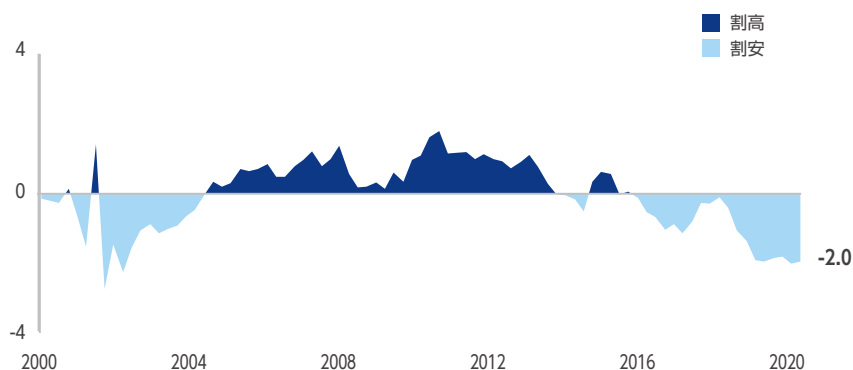
EV/EBITDA 倍率は、推定値を使用した企業価値と金利・税金・減価償却前利益の比率です。

2022年の上場インフラ株:投資家の注目度を高める要因が揃う

また、インフラ株やその他の実物資産のリターンに悪影響を与えた2010年代の度重なる未曾有のデフレーション・サプライズを経て、バリュエーションは一般的な株式に比べて歴史的に魅力的です。

図5
インフラ株は一般的な株式に比べて20年ぶりの低水準で取引されている

総合バリュエーションスコアとMSCIワールド指数の比較



2021年12月31日現在。出所：ブルームバーグ、S&P Xpressfeed、コーヘン&スティアーズ独自の分析。

当資料中の過去のデータは、将来のいかなる成果を保証するものではありません。バリュエーションスコアは、株価キャッシュフロー倍率、配当利回り、株価純資産倍率といった様々な指標に基づき測定しています。これは、S&PグローバルXpressfeedデータベースから構築されたインフラストラクチャー・ユニバースに関するコーヘン&スティアーズ独自のデータに基づいています。グローバル株式はMSCIワールド指数に基づいています。当資料に記載されたデータは、コーヘン&スティアーズが運用等を行うファンド等の実績を反映しておらず、投資家が同様の実績を享受する保証はありません。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。指数定義および追加の開示事項については巻末ページをご覧ください。

インフレが顕在化すれば、インフラ株などの実物資産の相対的なパフォーマンスが向上する可能性があります。

このような歴史的に魅力的なバリュエーションは、インフラ株が継続的に健全な経済状況、および強力なインフレ抑制策から恩恵を受けることができるときに発生すると考えています。長期的には、経済のデジタルトランスフォーメーションやクリーンエネルギーへの移行などの長期的なトレンドが、インフラ株のリターンを大きく左右する可能性があります。

足元のポジショニング:バランスのとれたセクターアプローチ

新たな年を迎え、当社はディフェンシブ性の高い資産によって補完を行いつつも、継続的に経済が成長する環境においてシクリカル性も選好する形で、バランスの取れたポートフォリオを維持することを目指しています。当社は新しい変異ウイルスの動向と、それがグローバルにおける経済活動に与える潜在的な影響を注視しています。

注目のサブセクター

- **貨物鉄道**:北米の貨物鉄道は、電子商取引の活発化や在庫の積み増し、製造業の国内回帰などにより、需要および輸送量が増加しています。需要は引き続き堅調で、サプライチェーンの問題も徐々に解消されつつあります。貨物鉄道は現在、相対的な株価収益率でS&Pを下回っていることから、2022年には収益の増加とPERの拡大の両面が期待できる環境であると考えています。
- **電力事業**:再生可能エネルギーへのエクスポージャーを持つ電力会社を引き続き選好していますが、経済がシクリカルに力強く回復しており、中央銀行が政策の正常化に乗り出していることから、電気事業セクター全体に対しては慎重な見方をしています。このような環境下では、公益事業のようなディフェンシブなセクターが遅れをとる傾向にあり、実際に2021年にもその傾向が見られました。金利が緩やかなペースで上昇していくことが予想されるなか、当社はこのスタンスを維持する考えです。
- **有料道路**:このセクターは、変異ウイルスによる短期的な移動制限の影響を受けやすいセクターです。ただし、時間を追うごとに有料道路の見通しは改善され、一部の地域では移動手段として公共の交通手段ではなく自動車での移動が選ばれやすくなると予想しています。
- **ミッドストリーム・エネルギー**:2022年も引き続きミッドストリームに対して前向きな見方をしています。魅力的なマクロ環境とコモディティ価格に加えて、ここ数年、ミッドストリームはバランスシートの大幅な改善の恩恵を受けています。ミッドストリームは、「基本に立ち返り」、現在は魅力的で十分な分配金を提供しており、長期的には株主へのキャッシュリターンを増加から恩恵を受けることができると考えています。

魅力的なバリュエーション、インフレ懸念の高まり、変調が予想される2022年の市場においても比較的安定したキャッシュフロー見通しなどを考慮すると、グローバル・インフラ株は今後、魅力的な相対リターンをもたらす可能性のあるポジションにあると考えています。

著者について

ベンジャミン・モートン

MLPを含むグローバル・インフラ株式部門のシニア・ポートフォリオ・マネージャーであり、運用責任者を務める。21年のインフラ関連投資経験を有する。2003年に入社する前はソロモン・スミス・バーニーで3年間、リサーチ・アソシエイトとして公益およびパイプライン・セクターを担当。それ以前は、ニューヨーク・マーカンタイル取引所でリサーチアナリストとして勤務。ロチェスター大学で学士号を、イェール大学で修士号を取得。ニューヨーク拠点。



指数定義／重要な開示事項

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。ボラティリティやその他の特性が特定の投資とは異なるため、指数の比較には制約があります。

グローバル・インフラ株式：FTSE 先進国コア・インフラストラクチャー 50/50 指数は、先進国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。

図1：2008年7月まではデータストリーム・ワールド・パイプラインおよびデータストリーム・ワールド・ガス、水道およびマルチ公益事業の50/50ブレンド、それ以降はダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラストラクチャー指数を使用しています。ダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラストラクチャー指数は、キャッシュフローの70%以上をインフラストラクチャー事業から得ている世界各国に所在する企業のパフォーマンスを測定する浮動小数点調整済みの時価総額加重型指数です。

グローバル株式：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。

米国債：ICE BofA 米国7-10年国債指数は、7-10年満期の米国債で構成されています。

引用されたデータは過去の実績を示すものであり、将来の結果を保証するものではありません。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&ステイ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&ステイ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。

グローバル・インフラ証券の投資リスク：グローバル・インフラ証券への投資は、グローバル・インフラ企業を主たる対象としない投資より、グローバル・インフラ企業に影響を与える経済の悪化や規制強化による影響を受けやすいと予想されます。インフラ企業は、様々な政府当局による規制の対象となる可能性があり、顧客に課す料金に対する政府の規制、業務上またはその他の災害、関税、税法、規制方針および会計基準の変更から影響を受ける可能性もあります。

コーヘン&ステイアーズ・ジャパン株式会社は、登録金融商品取引業者（投資助言・代理業および投資運用業について金融庁に登録、関東財務局長（金商）第3157号）であり、日本投資顧問業協会の会員です。

コーヘン&スティアーズでは、世界中の投資機会を捉えるためには各地域の専門市場に関する実地の知識と知見が必要であると考えます。コーヘン&スティアーズは、以下の拠点を通じてグローバルな事業展開を行っています。

北米

ニューヨーク本社

280 Park Avenue, 10th Floor
New York, New York 10017

電話 +1 212 832 3232
Fax +1 212 832 3622

欧州

ロンドン

コーヘン&スティアーズ・UK リミテッド
50 Pall Mall, 7th Floor
London SW1Y 5JH
United Kingdom

電話 +44 207 460 6350

アジア太平洋

香港

コーヘン&スティアーズ・アジア・リミテッド
Suites 1201-02, Champion Tower
3 Garden Road
Central, Hong Kong

電話 +852 3667 0080

ダブリン

コーヘン&スティアーズ・アイルランド・リミテッド
77 Sir John Rogerson's Quay, Block C
Grand Canal Docklands, Dublin 2
D02 VK60, Ireland

電話 +353 1 592 1780

東京

コーヘン&スティアーズ・ジャパン株式会社
100-6216
東京都千代田区丸の内 1-11-1
パシフィックセンチュリープレイス 16 階

電話 +81 3 4530 4710