



## 第4回 イーストスプリング・ 機関投資家セミナーレポート

セミナー開催日： 2016年12月8日

### 第1部 「グローバル・インフラ・デット WHAT, WHY AND HOW ～ 最近の投資行動を踏まえて」

イーストスプリング・インベストメンツ(香港)リミテッド  
インストラクチャー部門  
チーフ・インベストメント・オフィサー  
トニー・アダムス

### 第2部 「日本中小型株式運用戦略 ～ プライス・エピソードと投資行動」

イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド  
運用部  
日本株式戦略 ポートフォリオ・マネジャー  
マックス・ゴドウィン

## 第一部 グローバル・インフラ・デット

### WHAT, WHY AND HOW～ 最近の投資行動を踏まえて

インフラ・デット投資の魅力は、長期にわたり継続的なキャッシュ・フローを享受できることにある。イーストスプリングが活用する世銀グループの共同投資スキームには信用補完が付与され、グローバルなインフラ・デット投資を志向する投資家にとって有効な選択肢となりうる。

(セミナー開催日:2016年12月8日)



イーストスプリング・インベストメンツ  
(香港)リミテッド  
インフラストラクチャー部門  
CIO  
トニー・アダムス

格付け会社Moody'sの調査では、インフラ投資のデフォルト案件の平均回収率は約80%で、そのうち約3分の2のケースでは回収率が100%というデータが明らかになっている。キャッシュ・フローに基づくリターンを得られることが、インフラ・デットへ投資する最大の理由だ。

### 殆どが米ドル建てによる投資 投資家間の利益相反案件は排除

イーストスプリングは、最終親会社である英国大手の保険会社が運用資産の4%をインフラ・デットへ投資する計画に応じてインフラ投資をスタートした。投資期間は最長20年で、最終親会社からの投資は1件につき最大1億米ドルの投資規模となっている。BB格以上かつ投資適格相当を主体としており、ほぼすべての案件は米ドル建てで投資している。厳格な投資規制を設けていることも特徴だ。サンクション(制裁)・リストの対象国は除外し、投資家間の利益相反がある案件は排除する。国と業種の配分にも上限を設定している。現在、ポートフォリオの約半分が電力関連のインフラだ。

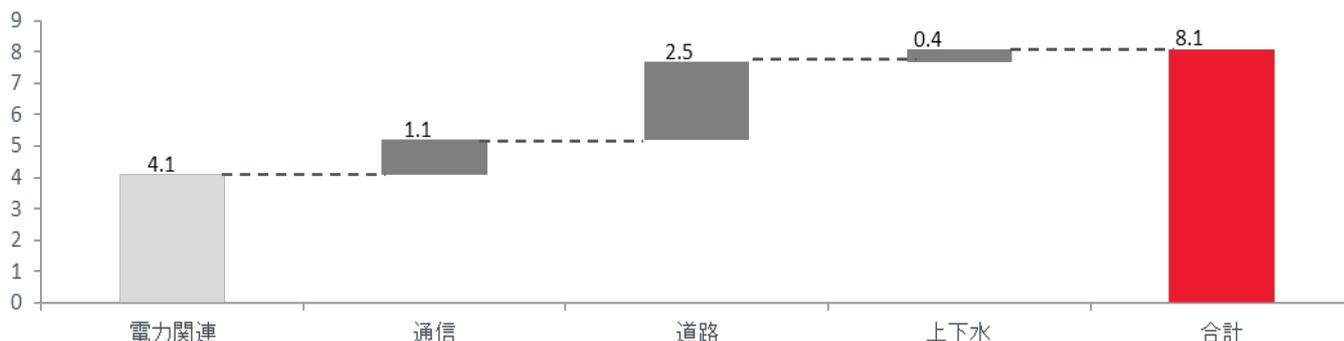
### インフラ・デット投資の魅力は キャッシュ・フローに基づくリターン

イーストスプリングは、資産クラスとしての「インフラストラクチャー(インフラ)」を公益事業、輸送、社会インフラ、再生可能エネルギー、通信の5つのセクターに分類している。インフラは社会に不可欠のサービスであるため、価格によって需要が変化する「需要弾力性」が低く、どのセクターにもキャッシュ・フローが安定しているという共通項がある。

インフラへの投資は中長期的な契約に基づくため、継続的な現金収入が得られる。さらに参入障壁が高く、独占的な市場でもある。投資対象資産としては、他の資産クラスとの収益性やバリュエーションの相関が低く、景気サイクルにも左右されにくいことから、ポートフォリオに組み入れることでリスク分散が可能になる。

米国のコンサルティング会社マッキンゼー・アンド・カンパニーの調査によると、2030年までに累積で90兆米ドル超のグローバル・インフラ需要が見込まれる一方、建設や整備などの予算との間に39兆から51兆米ドルのファンディング・ギャップが想定されている。別の調査では、アジアで2020年までに必要なインフラ需要額が累計で8兆米ドルを越える見込まれる。

#### 2010年～2020年のインフラ投資累計 (単位:兆米ドル)



出所: ADB, Goldman Sachs Research, McKinsey Global Institute, World Economic Forum

アジアでは、都市化の進展に伴い相応のインフラ整備が欠かせないことから、その分投資機会も増す。ただ、新興国市場では、政治や法規制のリスクが高いと認識されているほか、インフラ・デット固有の投資リスクである「クレジット・リスクの過小評価」についても対応する必要がある。

## 世銀グループとの 協調融資運用プログラムを活用し、 信用補完を受けつつ 共同投資を実現

インフラ投資におけるクレジット・エンハンスメント（信用補完）の例として、EU加盟国が出資する欧州投資銀行（EIB）のプロジェクト・ボンド信用補完スキーム（PBCE）が存在する。PBCEでは2013年以來、欧州域内で10の案件が成立しており、その総額は50億ユーロに上るなど、実績を積み上げている。

別の信用補完の手段として、世界銀行の一員として途上国の民間セクター支援に特化した投融資を行う国際金融公社（IFC）が創設した、協調融資運用ポートフォリオ・プログラム（MCPPI）がある。イーストスプリングでは当スキームを活用していく計画だ。

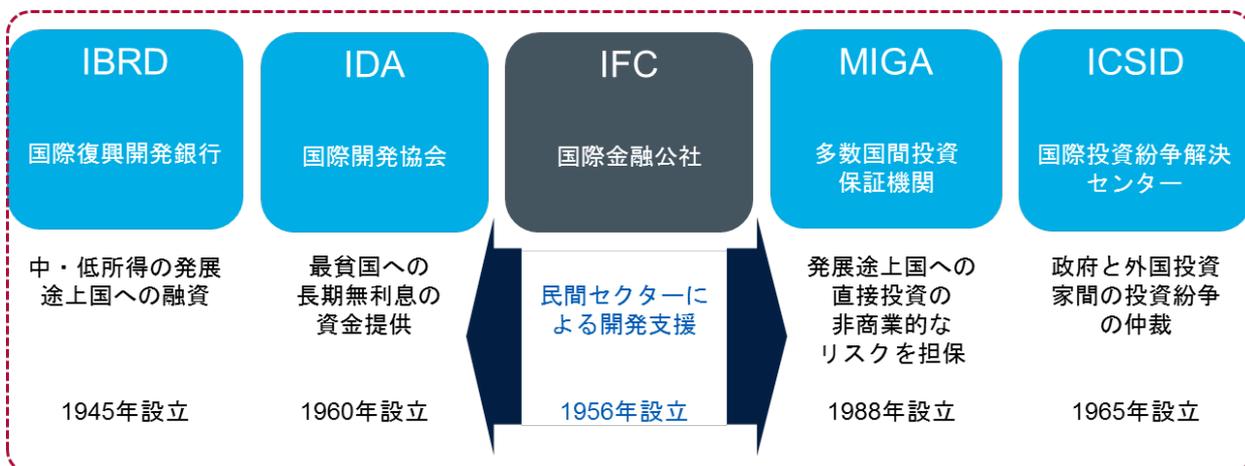
MCPPIは、投資家とIFCが共同ファンドを設立し、新興市場のインフラ近代化を促進するメカニズムだ。投資家は、IFCが投資を行う分散されたローン・ポートフォリオに共同投資を行う。投資家からの資金に基づくローンは全額がIFCのアカウントから貸し出され、投資家のエクスポージャーの比率は事前の取り決めに従って決定される。ローンのリスク・リターン・プロファイルはIFCと投資家の双方に共通し、IFCが投資家の分も含めてリスクを一元管理する。また、当スキームでは、スウェーデン国際開発協力庁（SIDA）がローン・ポートフォリオの最初の損失部分について保証することにより、ポートフォリオの信用力が補完され、その信用格付を投資適格債と同程度へ引き上げることが可能となる。

これまで投資リスクを勘案しインフラ投資に二の足を踏んでいた投資家も、IFCのMCPPIのプラットフォームを活用することにより、投資の実行が現実的なものとなる。

インフラ投資は仕組みが複雑で、ディールへの新規参入は非常に難しい。リスクを低減しつつ、良好なリターンを得るには、経験豊富なパートナーと組むことが大切だ。

### 国際金融公社 (IFC)

- IFCは、世界銀行グループの1機関。新興国の民間セクター支援を主に行うグローバル機関最大手。
- IFCは1956年設立、184か国加入。AAA格。財務諸表(2015年)では総資産は840億米ドル。
- IFCは持続的で経済成長が見込める商業的に採算性のあるプロジェクトへ投資する。



出所: IFC

## 第二部 日本中小型株式運用戦略 ～ プライス・エピソードと投資行動

約20年の日本株式運用の経験を持つイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッドのマックス・ゴドウィンが、日本の中小型株式の魅力と運用戦略の強みについて語る。  
(セミナー開催日:12月8日)



イーストスプリング・インベストメンツ  
(シンガポール)リミテッド  
運用部  
日本株式運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー  
マックス・ゴドウィン

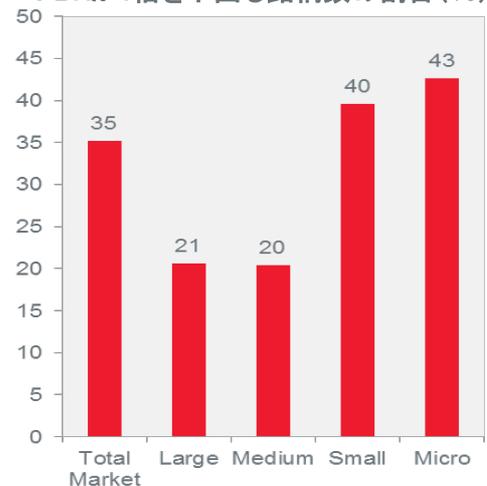
### 日本株式市場の バリュエーションは割安 約40%の小型株がPBR1倍を下回る

日本株式市場のバリュエーションは、世界の株式市場と比べて割安な水準にある。一方、企業業績は堅調に推移しており、歴史的に低い水準であったROE(自己資本利益率)は世界レベルに近づいてきた。その背景には安倍晋三政権の経済政策「アベノミクス」の追い風やクレジット・サイクルの拡大などがあるが、それだけではない。もう1つ重要な要素は、コーポレート・ガバナンスの改善だ。かつての日本企業の多くは、売り上げの拡大や従業員の増員など、規模の成長を主な目標として掲げていた。しかし、今の時代では打って変わって効率性が求められるようになった。これは非常に良いトレンドだ。ROE重視や株主還元の姿勢が打ち出され、日本企業はまさに今、進化の途上にある。

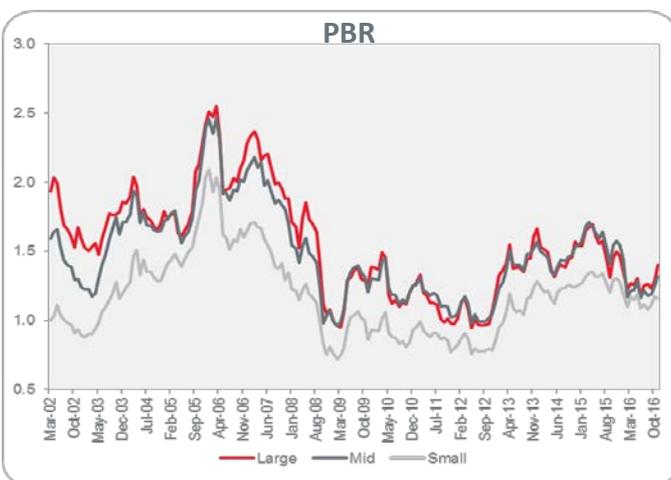
ガバナンスの改善を通じて、中長期的に日本株式がアウトパフォームしていく余地は大きいと見ている。

とりわけ、中小型株には豊富な投資機会が存在する。PBR(株価純資産倍率)が1倍を下回って取引されている銘柄は、大型株が21%であるのに対し、小型株は40%に上る(2016年9月30日時点)。しかも、小型株は大型株より銘柄数が多く、証券会社のアナリストにカバーされていない銘柄が少なくない。市場で放置され、極端に割安な状況に置かれている銘柄が多く見られることが、中小型株の魅力といえる。

PBRが1倍を下回る銘柄数の割合(%)



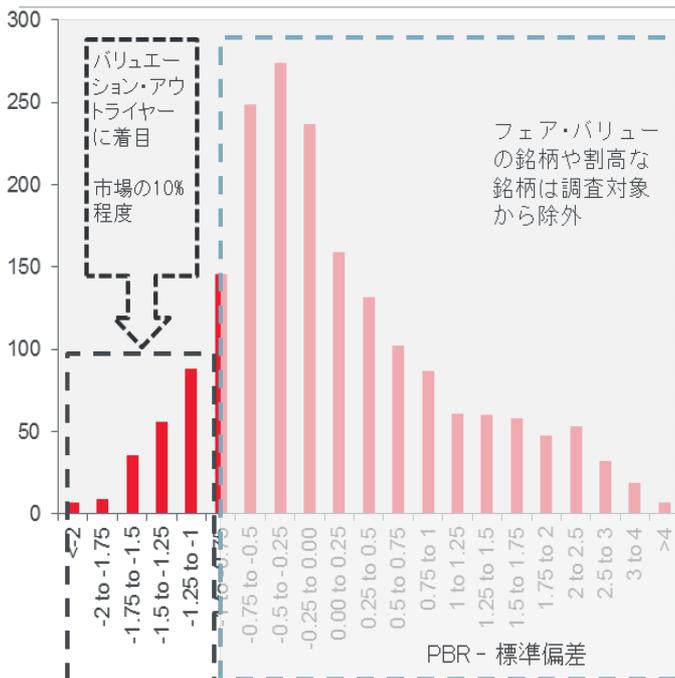
出所: イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド、野村證券、ラッセル野村インデックス、2016年11月30日時点



出所: イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド、野村證券、ラッセル野村インデックス、2016年11月30日時点

### 長期的なサステイナブル利益に着目し、業績回復の確信度が高い銘柄を組み入れる

当社が手がける4つの日本株式運用戦略のなかで、対ベンチマーク累積超過収益が最も大きいのが中小型株式運用戦略だ。好成績の要因は、前述の通り潜在的な投資機会が豊富であること、そして長期投資を基本にした当社の運用プロセスにある。実際の運用では、最初の出発点として投資ユニバースのスクリーニングを行う。約2,000銘柄のうち、調査対象とするのは相対バリューが大きく低下した銘柄のみである。



出所: イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド、2016年9月16日時点。

業績の短期的な悪化によって株価が落ち込んでいる状況(これを「プライス・エピソード」という)の企業を訪問し、長期的なサステナブル利益(企業が中長期的に安定して獲得できる利益水準)に着目したファンダメンタルズ分析を実施する。潜在的な価値が高いと考えられる銘柄、つまり3年や5年といったスパンで見れば業績が回復してくる確信度が高い銘柄をポートフォリオに組み入れる。

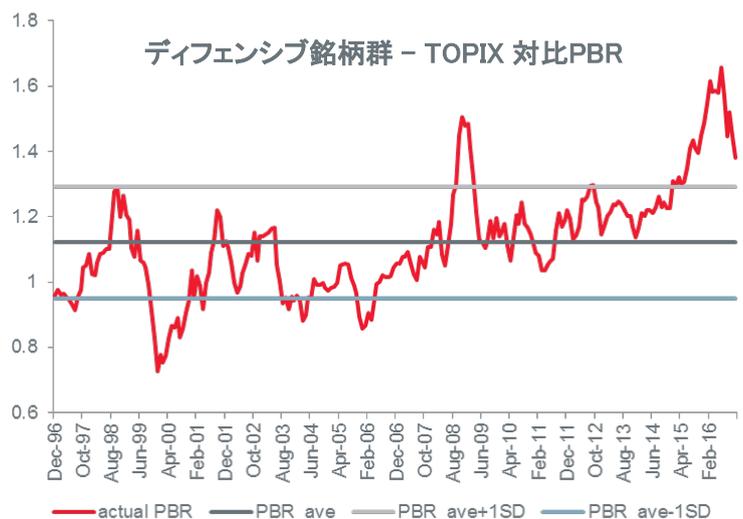
ひとつの投資事例を紹介しよう。それまで製品数を拡大することで売り上げの極大化を目指してきたある化学メーカーは、業績の短期的な悪化に伴い株価が大きく下落した(プライス・エピソード)。この時期当企業は効率重視の路線に舵を切った。業績の改善に結びつくまでにどれほどの時間がかかるかは定かではなかったが、利益率の高いニッチ・プロダクトに特化するという事業方針の転換を評価し、ポートフォリオへの組み入れを決定した。結局5年ほどかかったが、業績は徐々に良くなり、マーケットは当該企業を再評価した。

投資判断の材料として、売上高や利益などのポジティブな情報を待つ方が良いとの見方もあるが、それでは遅きに失すると考えている。数年間にわたって保有し続けることになるとしても、株価

が上がり始める前の段階で投資行動に移すことが重要だ。当戦略はバリュエーション投資というよりは「長期逆張り投資」を行う戦略であり、アルファを手にするための忍耐力が求められる。

## 市場のトレンドを変える マクロ・ショックが アルファを生み出す起爆剤になる

ここ数年、市場は日用品や鉄道会社、医療薬品といったディフェンシブ・セクターを選好しているが、当戦略では一切保有していない。逆に、景気の変動によって業績が上下しやすい自動車や金融、テクノロジーといったシクリカル銘柄を多く組み込んでいる。割安に放置されたこれらの銘柄はいつかアウトパフォームすると考えていたところ、米国大統領選挙でのドナルド・トランプ氏の勝利がその起爆剤となった。トランプ氏が勝てば円高が進み、株式市場は下がるとの見方が大勢を占めていたが、予想に反して円安が進み、シクリカル銘柄が上昇したのである。過去を振り返れば、シクリカル銘柄はリーマン・ショックによって下落した後も反発した。ボラティリティを高め、市場のトレンドを変える、こうしたマクロ・ショックは非常に重要だ。そうした環境の下で、当戦略はこれまで大きなアルファを生み出してきた。同じことが今、起き始めているのではないだろうか。2017年は最近までセクター間や銘柄間で見られていたバリュエーションの乖離が大きく修正される相場展開になると期待している。



出所: イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド、野村証券、2016年11月30日時点。PBR: TOPIX対比PBR、Ave: 平均、SD: 標準偏差

- 資料および講演内容には、講演当時の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれますが、これは事前の通知なく変更したり修正したりすることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考となるデータを提供する目的で作成したものです。数値等は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の成果を保証するものではありません。
- 当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。



イーストスプリング・インベストメンツ株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第379号  
加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

〒100-6905 東京都千代田区丸の内2-6-1 丸の内パークビルディング