

冬がやって来る



ロバート・ランバート
ポートフォリオ・マネジャー

2022年7月28日

ロシアからの欧州への天然ガス供給が問題視される中、料金の上昇、エネルギー源の移行、何層にも重なるESGの複雑化など、潜在的な影響が連鎖することに、投資家は備えなければなりません。

ロシア産天然ガス供給停止への懸念が、欧州のエネルギー価格に大きな影響を及ぼしています。天然ガスの先物取引所であるオランダTTF（Title Transfer Facility）の1年物フォワードレートは、昨年春から9倍に上昇しています。

価格上昇は鉱工業生産の見通しに影響して景気後退懸念につながっており、株式・債券市場にも波及しています。

欧州の約半分の家庭が天然ガスを暖房に使い、産業の大部分を天然ガスが支えています。多額の投資に関わらず、欧州のエネルギーミックスに占める再生可能エネルギーの割合はまだ20%未満であるため、暖房、冷房、電力における天然ガスへの依存度は今後10年間も高い水準になると考えられます。

ロシアは欧州への最大の天然ガス供給国の一つです。国際エネルギー機関の事務局長であるファティ・ビロル博士は、6月に次のように述べています。

「ロシア産天然ガスが完全に停止された場合に備え、欧州諸国は準備を整えておくべきです。冬が近づくにつれ、ロシアの意図をより把握できるでしょう。欧州諸国が貯蔵を進めることが出来ないようにガス供給の削減が行われ、冬の間、ロシアの影響力が高まることとなりそうです」と言及しました。

2021年10月にビロル博士はロシアが欧州へのガス供給を操作していること、9月初めにはガス価格の上昇は再生可能エネルギーが原因ではないことを、世界に対して既に警告していたのです。先見の明のある言葉でした。

ガス価格、電力価格（ガスが限界価格を左右する）は2023年まで不安定な状態が続き、さらに多くの要因によって悪化するでしょう。フランス、イタリア、中欧の原子力発電所の停止や干ばつは、原子力発電所の冷却や水力発電に影響を与え、電力システムが天然ガスにさらに依存せざるを得なくなります。

投資家のESG考慮への影響

このような背景から生じることとして、利用料金への影響、そのコストが消費者に転嫁されるかどうかということが挙げられます。生活費の高騰は続き、社会経済的に地位の低い人々にとって寒い季節が到来すると、暖房費の捻出が出来ないことが、悲惨な結果を招くかもしれません。

また、環境に与える影響は明らかであり、燃料の移行として、天然ガスからの脱却を求める声が高まっています。

石炭は不運な勝者か

欧州の人々はガス危機に陥っており、ドイツがその中心地となっています。ドイツの主要な天然ガス供給国であるロシアがガス供給を停止する恐れがあるため、ドイツは最近、3段階ある「緊急ガス供給計画」の第2段階に入りました。

第2段階では、理論的にはユーティリティ企業は既存のガス契約を破棄し、需要を減らすために高い価格を消費者に転嫁することができます。しかし、その前に電力、ガス、通信、郵便、鉄道の市場を管轄するドイツの規制当局であるドイツ連邦ネットワーク庁の認可を受けなければなりません。

重要なのは、石炭火力発電所の利用を拡大するために「緊急ガス供給計画」の第2段階が前提条件であることです。特に、2030年までの脱石炭を目指すドイツでは、石炭火力発電所はほとんど操業が休止していますが、目標達成が危ぶまれています。

第3段階は、産業用よりも家庭用を優先したガスの配給を行うこととなります。第3段階では、エネルギー配給と停電が起こり、ドイツはほぼ間違いなく景気後退に陥るでしょう。社会的な観点からも、これは影響を及ぼします。

BISの調査によると、景気後退と死亡率の上昇は歴史的に見て高い相関を示しています。一般的に景気後退に見舞われているエマージング市場により強く見られる傾向ですが、ドイツのサプライチェーンは大陸全土に及び、先進国とエマージング国でつながっているため、その影響が及ぶかもしれません。

ロシア産天然ガス供給の停止を補うために、短期的な解決策はほとんどありません。欧州は、液化天然ガス（LNG）の再生産能力を現在の50%増となる1000億立方メートル以上追加する計画を立てていますが、これには数年かかるでしょう。また、現在の再ガス化機能（液化したガスを再び気体に戻すこと）はスペインなどの地域に集中しており、ドイツやイタリアなど最も必要とする市場に到達するための相互の接続機能がありません。

構造的なガス料金の高騰

ガス供給における厳しい見通しから、ガス及びエネルギー価格は冬も高止まりし、停電や配給管理の現実的なリスクも生じるでしょう。

ドイツでは、ガス料金が既に2倍になっており、冬には4倍になる可能性もあります。一般家庭はシャワーの時間を短くするよう求められ、自治体は街灯を減らし、プールの温度を下げ、さらにはテナントへの湯の供給を制限するよう勧められています。

産業界では、エネルギー価格上昇の影響に加え、生産に重大な影響を及ぼす配給制限に直面する可能性があります。

イタリアのドラギ元首相がロシア産ガス供給停止について述べた言葉は、現在の状況について多面的な性質を表しています。

「エアコンが欲しいのか、それとも平和が欲しいのか。」

今日の背景は、ESG投資家にとって単純なものではありません。

不安定な夏

ロシアからのガス供給の水準によって、どれだけの配給管理が必要となるかが決まりますが、このことは7月後半から9月になるまでははっきりしないでしょう。しかし、ウクライナ紛争の緊張の影響だけでなく、需要水準に比して世界的にガス供給が不足していることから、数年間はガス価格が上昇するとの見方が出始めています。

ネット・ゼロの実現は後回しに

環境への影響は甚大です。ロシア産ガス供給が停止される可能性がある、あるいは構造的に供給量が減少する場合、天然ガス確保のための投資が増大する代わりに、再生可能エネルギーへの投資が犠牲となる可能性が高くなるでしょう。

また、EUの2030年気候目標「Fit for 55」の進捗を妨げる可能性もあります。ベースロード（変動のない最低限の稼働状態）の需要を満たすために石炭利用が復活することにより、二酸化炭素排出量が増加することはほぼ間違いないからです。

ESGを重視する投資家は、緊急のニーズに応えるために石炭の再稼働を余儀なくされている電力会社にペナルティを与える前に、ガス価格の上昇が低所得世帯に与える影響（燃料貧困）や工業生産高の低下を考慮し、エネルギー安全保障の重要性を考慮するかもしれません。

また、化石燃料からの「公正な」移行も重要な考慮事項です。政策や規制において、市民社会または民間部門による公正な燃料移行のための努力を促進しながらも、政府には、最低限のセーフティネットと人々が暖房や照明がないことで孤立することがないように社会的な順応性を構築する責任があることを認識しなければいけません。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼィング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



Global Asset Management
 BlueBay Asset Management