

エネルギー問題からポートフォリオを守るには



ロバート・ランバート
ポートフォリオ・マネジャー

2022年8月2日

エネルギー市場のショックに対する運用者の備え

ウクライナ紛争が続く中、欧州はロシア産天然ガスへの依存度を引き下げること苦悩しています。エネルギー・コストはさらなるインフレ上昇につながり、配給制になる可能性も出てきています。

ドイツでは、ロシアからのガス供給の減少に対して冬にかけてどのような管理を行っていくかの話し合いが既に始まっています。ガス供給が配給制となった場合、その影響は広範囲に及び、信頼感は大いに損なわれることとなります。このシナリオがどの程度あり得るのか、ポートフォリオをどのようにして保全する計画をしているのかについて、RBCグローバル・アセット・マネジメント (UK) リミテッドの欧州株担当ポートフォリオ・マネジャー：エルマ・デ・カイパー (EK) とブルーベイ・アセット・マネジメントの投資適格債担当、ポートフォリオ・マネジャー：ロバート・ランバート (RL) に話を聞きました。

ドイツは欧州における工業生産のエンジンです。主要産業へのエネルギー配給制が始まれば、生産、信頼感、投資などに大きな影響が出るでしょう。そのような場合、誰がエネルギー配給の勝者と敗者になるのでしょうか。

EK：サプライチェーンの課題についてどのように対処しているかを把握するために、ポートフォリオに組み入れている企業の経営陣とは以前から議論をしています。エネルギー配給制についても同じ課題の延長線上にあります。数カ月前から、原材料不足、部品のボトルネック、物流の問題が事業費用を押し上げています。エネルギー不足については、企業が考慮しなければならない追加的な課題となるでしょう。企業はエネルギー供給の確保のために懸命に努力し、事業を継続し、顧客の需要に応えるためのビジネスモデルや生産工程を見直す必要があるかもしれません。

エネルギー集約度の低い工場に切り替えるために追加投資が必要だとしても、先見性のある経営陣が経営する企業は成功する可能性が最も高いでしょう。また、持続可能性の要求に対応する企業にもプラスに働くと考えています。最終的にガス価格が上下する要因は様々ありますが、ロシア産以外のガスで、短期的なガス需要をまかなうことが出来る、ガス会社は恩恵を受けられるかもしれません。

RL：欧州では、エネルギー配給制による勝者はほとんどいないでしょうが、ガスと電力のインフラへの投資が増加するでしょう。欧州全域の送電の不均衡を解消する必要があり、ドイツ沖の浮体式LNG基地の接続が急がれているからです。投資と政府の補助金が加速するはずですが、フランスの自動車産業などのドイツ外の競合が、ドイツ企業の生産性の低下やリードタイム（商品の発注から納品までの時間）の延長によって、消費者の転換が進むことによる恩恵を受けるかもしれません。

給湯や暖房の配給を受けなければならない家庭の消費者を始め、エネルギー配給による敗者はあげればきりがありません。最も直接的な影響は、ユニパー社の救済に代表されるように、電力会社には既に及んでいます。市場価格に適合しなければいけないという、ガス供給契約が続く限り、これは継続することになるでしょう。

ドイツの産業界では、製鉄や化学などの分野で生産停止の警告が既に出されており、多くの敗者が出るでしょう。長期的には、消費者に転嫁されるガス価格が単に高すぎるため、ガス依存への対応が進むまでは、事業を行う場所としてドイツは魅力的でなくなる可能性があります。

エネルギー不足の可能性について、他にはどのように備えていますか。ヘッジをしたり、相互補完的な銘柄に注目しているのでしょうか。

RL: 評価をし直しましたが、ポートフォリオのエクスポージャーは低く、リスクが高まったと考えた際には、CDSインデックスを通じたプロテクションの購入を検討しています。冬が近づくにつれ、ロシアの意図がよりはっきりわかるようになってきています。ガス供給の削減は、備蓄が出来ないようにするために進められており、ロシアは冬に向けてますますこのことを利用するとみえています。

EK: 企業の経営陣と話をすると、例えば、在庫の保有を増やし、顧客への納期を確実なものとするために、運転資金を追加していることが分かります。納期を守ることは、多くのビジネスにおいてとても重要なことです。二つの優先事項が綱引きをしているような状況で、投資により現金収支は悪化しますが、一方で現在の環境では事業を継続できるかどうかというリスクもあります。現在の不確実性を考えると、賢明な経営陣は、長期的な価値創造のために短期的には生き残ることを優先しています。

エネルギー不足に関しては、企業が価格決定力を有していれば、コスト上昇分を顧客に転嫁することができます。このような価格弾力性が、より安定したフランチャイズ・ビジネスへの投資を私たちが選好する理由です。投資先企業の多くは、国際的に多角経営を行っているため、事業を継続するために欧州以外の様々な場所に生産拠点を移すことができるでしょう。

ロシアによるガス供給の停止リスクをどのように評価していますか。

EK: ロシアがガス供給を停止する可能性に影響を与える要因は数多くあり、全てを正確に予測することはできません。ポートフォリオ・エンジニアリングを含む多面的なアプローチでリスク管理を行っており、様々なファクターに対するリスク・エクスポージャーと各ファクターに対する許容度を日次でモニタリングしています。ロシアによるガス供給の停止をモデル化することは困難ですが、通貨、スタイル、国などのエクスポージャーを測定し、そこから評価を行うことは可能です。

RL: 欧州全域のガスの流れや貯蔵量を継続的且つ積極的にモニタリングし、リスクに晒されている企業と連携して、潜在的な影響を評価しています。

EK: ボトムアップ・アプローチにより、システミックでありながら計測することが難しいリスクを取り除くことを試みています。投資先企業の事業が国際的に分散されていることで、保有銘柄が内需に集中している場合と比較して、ガス価格の混乱による影響は軽減することができます。

まとめ

金融市場や世界経済が特に不透明な時期にあります。企業と密接なエンゲージメントを行い、経営陣がネガティブなシナリオに十分備えると共に、状況の許す限り、企業の成長に向けた足場に気を払うことが出来るように促しています。

シナリオ・プランニングとダウンサイド・プロテクションは、ポートフォリオ運用において重視している要素です。プロテクションを組み込むことにより、運用者はリスクを軽減・最小化し、訪れるかもしれない投資機会においてポートフォリオが恩恵を享受出来るポジションを備えておくことが可能になると考えています。

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GING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