



## あなたの自動車のカーボン・フットプリントがもたらす社会的影響

自動車メーカーは、電気自動車へのシフトによってESGの「E（環境）」の要素にチェックマークを入れるかもしれませんが、その過程で無意識に「S（社会）」の要素を悪化させる可能性もあります。投資家にとっては、綿密なESG分析は常に「グリーン」であるとは限らず、グレーな部分も掘り下げて考える必要があります。

自動車の話になると、ESGに関連したほぼ全ての注目は環境関連の「E」に注がれます。とりわけ、自動車のカーボン・フットプリント、そしてそれが気候変動にもたらす影響に注目が集まります。

一方で、環境面での懸念に注力した際に、その副産物として発生しかねない社会的な要因、「S」の要素に着目するケースは少ないように見受けられます。しかし、ESGの1つの要因のみを選好することによってもたらされる、予期せぬ影響は大きいと考えます。

これまで政治家は、そのような議論を回避することが出来ました。自動車業界全体が、概ね穏やかなマクロ経済状況による恩恵を受け、底

堅い収益を確保するとともに、環境への配慮として、その収益を、内燃機関（ICE）車から電気自動車（EV）への移行のために費やすことが出来てきたからです。

しかし、新型コロナウイルス危機以前に既にグローバル規模で弱含み始めていたビジネス・サイクルは、今では本格的にリセッション入りしました。そしてリセッション下において、自動車業界は苦戦を強いられます。損益分岐点を引き下げるための従業員解雇は一般的によく行われることですが、今日の経済状況を踏まえると、多くの自動車メーカーはそれ以上の対応を求められる可能性があるでしょう。

2020年12月



ネツシェ・ヤガン  
投資適格債チーム  
シニア・アナリスト

### ポイントとケース

この点に関し、自動車製造における世界的なハブの一つであるドイツでの興味深いケース・スタディを紹介いたします。

ドイツ政府は、消費者が「グリーン」な車を購入することを奨励し、実際に補助金や販売目標も導入されています。しかし消費者は、未だ完全にEVを受け入れるには至っていません。

ICEからEVへの移行は、発展を遂げるいかなる競争市場においても欠かせない「創造的破壊」の観点から、間違いなく必要なプロセスであると言えるでしょう。ただし自動車に関して言えば、このプロセスに非常に大きなズレが生じていると言えます。それは、自動車メーカーが、消費者の既存のICEへの嗜好を「破壊」することが出来る、真に競争力のあるEVを開発するに至っていないからです。現段階では、化石燃料を動力源とする自動車が標準のままです。

このような消費者の好みは、ドイツにおける直近のEV売上に如実に表れています。EVの売上は、全体のわずか4%を占めるのみに留まっています。インセンティブ政策が導入され、その比率は上昇傾向にはあるものの、売上はEV製造から利益を得るため、ひいては自動車メーカーの利益全体にポジティブな影響をもたらすためには全く不十分な状態です。

自動車メーカーは、そもそも魅力的な製品に乏しい中、より儲かるICE事業を、より利益を生みにくいEVのために犠牲にすることを求められています。

過去5年間のみでも、ドイツの自動車メーカーは新技術の開発に巨額の資金を投じました。底堅い収益水準がこれを可能にしてきました。しかし、経済見通しが困難になり、収益は減少するとともに、政府が彼らのドル箱であり、移行技術への投資を賄ってきた製品の購入を手控えるよう消費者に促すようになった今となっては、一体何が起ころのでしょうか。

このような状況下において、自動車メーカーは抜本的な再編策を避け続けられるのでしょうか。

### 「S」にとって意味すること

その答えは、次の質問の中にあるかもしれません。「車には幾つのパーツがあるのでしょうか？」

一般的なICE車は、実に約2,600ものパーツによって構成されています。これらのほとんどが、異なるサプライヤーから調達され、製造工場によって組み立てられます。これに対して、EVでは、パーツの数は約600まで減少します。

それほどパーツの数が減少すれば、サプライチェーンが縮小し、製造をより垂直に統合させる余地が拡大することは容易に想像が出来るでしょう。過去30年から40年に亘って見られた、アウトソースの流行とは対照的な流れになります。

統合及びサプライチェーンの縮小は、伝統的な自動車メーカーの、確立したサプライヤーのユニバースに構造的な変化をもたらすことになるでしょう。雇用にも大きな影響をもたらすとみられます。最終的には、EVの製造ラインに必要な人員の数は大幅に少なくてすむからです。

大規模な従業員の解雇が予想される中、数年後に、欧州の自動車メーカーの従業員層はどのように変化しているのでしょうか。

### 未来は「グリーン」か「グレー」か

過去100年以上も、商品ラインナップの改革を迫られてこなかった自動車業界が、今、10年以内という短い時間軸で大幅な構造転換を成し遂げることを迫られています。そのプロセスには費用が掛かり、混乱も生じかねないため、全てのプレーヤーが生き残る可能性は低いでしょう。成功するかどうかの鍵を握るのは、以下の2つの要因であるとみています。

1. 抜本的な商品の変化に対する消費者の反応
2. 業界を後押しする上で、政府のインセンティブ政策がどの程度の効果をもたらすか

仮に消費者がEVを受け入れるまでに引き続き時間が掛かるのであれば、自動車メーカーは、グリーンへの移行に必要とされる巨額の研究開発費や、設備投資、再編需要のために十分なキャッシュを創出することに苦戦を強いられる可能性があります。そのようなシナリオは、これらの企業の株式及び社債の両方にとってネガティブとなり得るでしょう。

これこそが、セクターの調査を実施する上で、包括的なESG分析を行うことが非常に重要であると考えられる理由です。「E」達成のための野心は評価に値する企業であっても、その先、「S」や「G」の観点から深刻な問題につながり兼ねない、複雑かつ非効率なビジネス・モデルを有している可能性もあるからです。

今日では、グリーン・ファイナンスの枠組みやEUタクソノミーの成立などかなりの労力が投じられたおかげで、「E」の側面は比較的測定しやすくなったと言えるでしょう。しかしESG分析は「E」のみではなく、そもそも白黒がはっきりしないものです。E、S、Gの3つの要素をつなぐものには、大抵グレー部分が多く存在するものです。

統合及びサプライチェーンの縮小は、雇用にも大きな影響をもたらすとみられます。最終的には、EVの製造ラインに必要な従業員は大幅に減少することになるからです。



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

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。

■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になります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	Emerging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き、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。

