

欧州のエネルギー市場に注目が集まる

「ドイツとイギリスは廃炉予定だった原子炉の寿命を延長し、石炭火力発電所の再稼働を検討しています。」

欧州のエネルギー市場は激動の時を迎えています。ロシア産ガス供給が途絶えたことと夏の渇水によって、水力発電や原子力発電、石炭火力発電に影響が及んでいます。

エネルギー市場の安定化と消費者のエネルギー費用の低減を図るため、EUは様々な措置を講じています。

- 化石燃料企業の2022年度の余剰利益に課される33%の「連帯拠出金」。
- ガス以外の発電事業者（再生可能エネルギー、原子力など）の市場収入に1メガワット時（MWh）当たり180ユーロの「収入上限」を1年間設定する。
- 電力需要の削減目標（月間10%削減目標、ピーク時5%以上の電力削減目標など）。

加えて、厳しい担保要件に見舞われているエネルギー企業に対する流動性の支援策、新しいEUガスベンチマークの設定、ガスと電力の価格を切り離すための長期的な電力市場の改革をEUは提案しています。ドイツとイギリスは廃炉予定だった原子炉の寿命を延長し、石炭火力発電所の再稼働を検討しています。

これによって、ガスと電気の価格はまだ高い水準ではあるものの、いくらか安定しました。しかし、ノルドストリームのパイプラインが損傷し、ロシアからウクライナを経由して欧州にガスを輸送しているウクライナの石油・ガス会社に対して、ロシア政府が制裁措置を講じると脅していることで、さらなる混乱が見られるかもしれません。この制裁措置が取られた場合、ロシア産ガス供給の残り10%へのアクセスが脅かされることになります。

過去最大のガス需要の落ち込みは、欧州のエネルギー問題を解決できるか

欧州がロシア産ガスなくして冬を越せるかどうか鍵となります。EUは「Save Gas for Safe Winter」計画の一環として15%の需要削減を目標としています。この計画では、ガスから他の燃料への代替と効率性の改善に重点を置いているものの、生産量の削減を伴う可能性が高く、サプライチェーンの問題を悪化させる可能性があります。国際エネルギー機関（IEA）は2022年の年間ガス需要が10%減少し、過去最大の減少幅になるとの見通しを示しました。ガス価格の上昇により消費者のガス使用量が抑制され、天然ガス発電量が3%、産業用ガス需要が20%減少することを想定しています。

「国際エネルギー機関（IEA）は2022年の年間ガス需要が10%減少し、過去最大の減少幅になるとの見通しを示しました。」

ガス需要の削減に加え、ロシアからの供給の代替として、ガス（LNG）の適切なスポット価格を確保するために、欧州はアジアと競争し続けなければなりません。アジアではガス価格の高騰による買い控えが見られ、欧州ではその恩恵を受けてきましたが、アジアが例年より寒い冬や暑い夏になれば、ガス輸送の争奪戦は激化する可能性があります。800万メートルに相当する契約が2023年に切れるため、欧州はLNGのスポット市場に依存することとなります。

図1：ロシアから欧州へのガスパイプライン

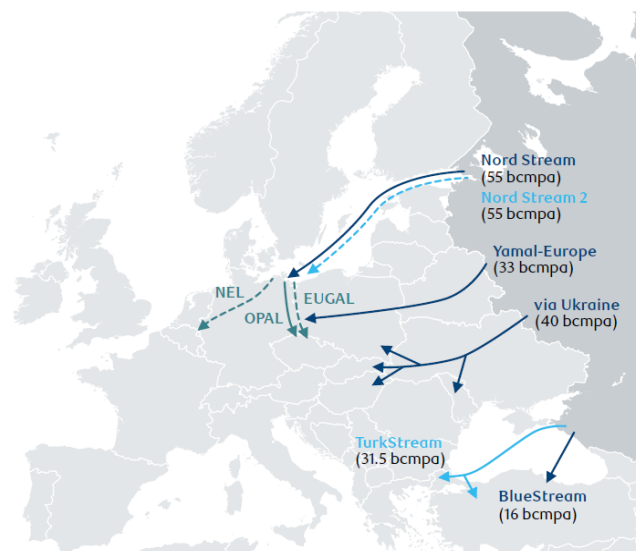


図2ではエネルギー消費量、発電量、貯蔵量、LNGの生産能力など、欧州のロシア産ガスへの依存度を表しています。スロバキア、オーストリア、イタリアに大きな影響を与えることが分かります。しかし、ガスと電力の価格は、欧州全域の相互接続を考慮すると、より高くなる可能性があります。

図2：ロシア産ガスの輸入量、エネルギー消費量、発電量、貯蔵量の水準

下記表のとおり深刻な状況となっています。

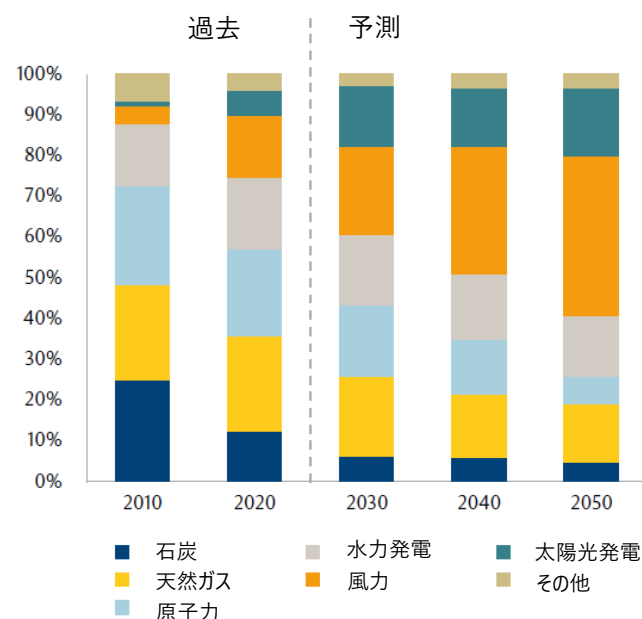
	ロシア産ガスの輸入量に 占める割合(2020年)	総エネルギー消費量に占 めるガスの割合 (2021年)	発電量に占めるガスの 割合 (2021年)	総貯蔵量 (bcm)	充填ガス量に対する割合	LNG生産能力 (bcm/ 年) 再ガス化ターミナル
ラトビア	100.0%	29.3%	40.3%	2.47	51.9%	N/A
チェコ共和国	100.0%	20.1%	8.5%	4.48	84.1%	N/A
ハンガリー	95.0%	39.4%	27.2%	6.93	69.8%	N/A
スロバキア	85.4%	27.9%	14.7%	3.69	84.8%	N/A
オーストリア	80.0%	22.4%	14.2%	9.78	74.4%	N/A
ブルガリア	75.2%	15.7%	6.6%	0.59	70.2%	N/A
フィンランド	67.4%	7.0%	5.5%	N/A	N/A	N/A
ドイツ	65.2%	26.6%	15.5%	25.05	90.1%	N/A
ポーランド	54.9%	19.1%	8.8%	3.73	98.5%	6.20
エストニア	46.2%	8.0%	0.7%	N/A	N/A	N/A
ルーマニア	44.8%	29.8%	17.3%	3.36	81.5%	N/A
イタリア	43.3%	42.3%	52.7%	19.81	87.9%	15.50
リトアニア	41.8%	33.0%	29.3%	N/A	N/A	4.00
ギリシャ	39.0%	24.1%	40.3%	N/A	N/A	7.00
オランダ	30.0%	37.2%	46.8%	14.23	86.7%	12.00
ノルウェー	30.0%	7.6%	1.4%	Net Exporter	Net Exporter	N/A
ルクセンブルク	27.2%	19.5%	17.7%	N/A	N/A	N/A
フランス	16.8%	16.6%	5.4%	13.58	95.6%	33.00
スウェーデン	12.7%	2.2%	1.0%	0.01	90.8%	N/A
スペイン	10.4%	22.0%	15.4%	3.61	87.9%	60.10
ポルトガル	9.7%	22.8%	33.8%	0.37	100.0%	7.60
スロベニア	8.7%	12.3%	3.1%	N/A	N/A	N/A
ベルギー	6.5%	22.7%	22.3%	0.89	84.3%	11.40
英国	5.0%	40.4%	40.3%	1.00	100.0%	48.10
クロアチア	0.0%	29.4%	20.7%	0.49	85.4%	2.60
デンマーク	0.0%	14.1%	5.8%	0.95	95.1%	N/A
アイルランド	0.0%	29.9%	45.5%	N/A	N/A	N/A

出所：BNEF、Energy Monitor、「データで見る私たちの世界」、GIE - AGSI。ロシアのガス輸入は2020年12月時点。エネルギー消費と発電は2021年12月時点。ガス貯蔵量は2022年9月18日時点。

エネルギー危機の明るい兆し

現在のエネルギー市場の混乱がもたらすプラス面として、再生可能エネルギーの導入が加速すること、水素への投資が増加することが挙げられます。しかし、今のところEUの発電構成予想の中の大きな割合を占めるには至っていません。

図3: 発電量における構成比の予測



出所：米国エネルギー情報局、国際エネルギー展望2021年「リファレンスケース」

消費者にとっての経済状況は依然厳しいものの、そこには様々なセクターが折り重なっています。長距離輸送、化学、鉄鋼などの分野では、実質的な排出量削減は困難であることが判明しています。近年、太陽光発電や風力発電などの再生可能エネルギーのコストが低下する中、エネルギー貯蔵としての電解水素への関心が高まっており、いくつかの実証プロジェクトが行われています。

クリスマスには石炭の塊を

短期的には、エネルギー危機の負の側面は、石炭をより多く燃焼するようになったことです。発電所の拡張や再開を余儀なくされた電力企業には大きな利益がもたらされるでしょう。現在の経済・市場動向に基づき、IEAは2022年の世界の石炭消費量が0.7%増の80億トンになると予測しています。これは2013年に記録した数字に並びますが、中国経済が年内に回復する場合は石炭消費量が上昇するリスクがあります。

「欧州の石炭消費量は2022年に7%以上増加する見込みです。」

インドなどの新興国が石炭消費量の主な需要先であるものの、欧州の石炭消費量は昨年の14%増に続き、2022年に7%以上増加すると予想されています。しかし、短期的には排出量が増加するため、排出量削減のための現実的な姿勢が必要となります。ガス料金の高騰は、暖房や電気以外の分野にも波及しています。エネルギー原料の価格高騰により、石油化学メーカーのマージンが圧迫されています。他のセクターではガスに代わる石油ベースの製品を求められ、中間留分（原油を精製して得られる中間の留分。中間留分から灯油や軽油などが作られる）の石油製品への需要を押し上げる可能性があります。その結果、排出量が増加することになります。

特筆すべきいくつかの明るい話題もあります。縮小が続くポリシリコン市場は、中国が年内に太陽電池メーカーの工場を稼働することで、安堵のため息をつくことができるかもしれません。鉄鋼価格や輸送コストはパンデミック前の平均価格を大きく上回っていますが、以前の高い水準からは下落しています。

より見通しが暗いものもあります。リチウムは需要に見合うだけの供給が今後数年間で難しくなるでしょう。そのため電池正極の価格はサプライチェーンの問題が緩和されたとしても、引き続き圧迫され続ける可能性があります。

投資の見通しは？

エネルギー・ネットワーク企業は、エネルギー構造において有利な立場にあります。欧州の公益セクターは年初来で最もパフォーマンスの悪いセクターの1つです。不動産とその他金融を除く全てのシクリカル・セクターを下回っています。最近の政府の介入により、生活困窮者への特別な支援と、恩恵を受けたものに対する超過利潤税が実施され、やや平準化されました。

「エネルギー危機の間、エネルギー・ネットワーク企業は弾力性があることがわかり、公益セクターは引き続き選好する投資先となっています。」

しかし、冬にかけてのエネルギー不足の可能性は低くなると考えられ、信用力はセクター全体で落ち着いた状況になると予想しています。一方、長期的なエネルギー転換の戦略はほぼ影響を受けることなく、再生可能エネルギーと送電網への投資が大幅に増加するでしょう。エネルギー危機の間、エネルギー・ネットワーク企業は弾力性があることがわかり、公益セクターは引き続き選好する投資先となっています。ネットワーク企業の収益、コスト、リターンは、規制による価格統制を通じて予め設定しています（エネルギー市場で送電網事業者はポジションを取りません）。価格、数量、政府の介入、流動性インパクトはごくわずかであると見ています。また、企業の収益および規制下にある資産の成長を、インフレ指数に直接連動させる自動インデックス化などのインフレから保全されるメカニズムも、現在の環境では下支えとなるでしょう。

ロバート・ランバート ポートフォリオ・マネージャー、投資適格債



投資適格債チームのポートフォリオ・マネージャー。公益事業およびTMT（テレコム、メディア、テクノロジー）セクターを担当。2008年9月にシニア・コーポレート・アナリストとしてブルーベイに入社。クレディ・スイスの投資適格債リサーチ・ディレクターとして、欧州の投資適格債、TMTセクター、自動車セクターを担当。2008年のInstitutional Investor Magazineでは欧州のTMTセクターのカバレッジで第4位にランクイン。クレディ・スイス入社以前はシティグループでデリバティブ・アナリスト、RBS Trust Bankで投資信託の会計業務を務める。2000年に公認会計士の資格を取得。CFA UK Certificate in ESG Investingを取得し、CFAのライターとして活躍する。

ディスクレマー

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契約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	エマーゼンシング債	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れるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management