

株式・マルチアセット四半期見通し
2024年第1四半期

エネルギー転換： 再生可能エネルギーに続くもの

2024年第1四半期

目次

エネルギー転換：再生可能エネルギーに続くもの	4
CIOご挨拶	5
インパクト投資	8
グローバル株式	10
英国株式	12
日本株式	14
アジア太平洋地域 (除く日本) 株式	16
新興国株式	18
テクノロジー・テーマ	20
グローバル リサーチ	22
転換社債	24
マルチアセット	26

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。本項に記載されている内容は現時点におけるM&Gの見解であり、投資に関する推奨、助言に該当するものではなく、また将来の状況やパフォーマンスを予測するものではありません。当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務又は当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

エネルギー転換： 再生可能エネルギーに続くもの

このレポートは、これからの12ヶ月間で何に投資すべきという一般的な金言集ではありません。お客様は2024年の展望についてもう十分にお読みになったと思います。年初の展望はいずれにしても3月になれば内容を修正しなくてはならないのです。

この2024年第1四半期見通しは、株式およびマルチアセット投資チームが行った、市場においてまだ大きな上昇が期待できる分野のブレーストーミングの結果です。

ブレーストーミングにおいて投資の好機との結論に達した分野は、私たちが選好する構造的な3つのテーマ、すなわち、インフラ、イノベーション、低炭素エコシステムにとって重大な岐路にあたる分野です。すべてのテーマを辿ると、エネルギー転換という大変革のテーマに行き着きます。

今回の見通しでは、フランスから中国までのケーブル会社、低炭素社会において重要な役割を担っている日本企業、鉱業業界におけるオフグリッド（電力網につながっていない）の再生可能エネルギーによる発電分野における新たな投資機会、エネルギー転換における人工知能の両面的な影響や、人工知能がエネルギー転換において期待されている、直接的な貢献だけでなく、間接的な貢献についても解説いたします。

通常とはひと味違う「展望」

このレポートは、これからの12か月間で何に投資すべきという一般的な金言集ではありません。まず、この数か月間に見られた市場価格の値動きの幅とその速さ（11月の反転上昇相場を思い出してください）を考慮すると、ここで市場予想をしたところで2024年中に何度も見通しを修正しなければならないことになると思います。第二に、当社の株式運用とマルチアセット運用チームは、2024年は何に投資すべきかについての解説として2024年の投資展望「金利のピークは見えているが、2024年は何が待ち受けているのか」をお客様にお届けしてから間がないことです。そして、最後に申し上げたいのは、お客様が2024年の展望についてはもう十分にお読みになったと思いますが、年初の展望はいずれにしても3月になれば内容を修正しなくてはならないのです。

一方、本稿「2024年第1四半期 株式・マルチアセット見通し」は、当社の全投資チームで、市場において大きな上昇が期待できる分野のブレインストーミングを行った結果です。ご存じのとおり、当社ではマルチアセット運用チームと株式運用チームの責任者が定期的にミーティングを開き、各市場についての意見交換を行っています。通信技術の発達も手伝って、アジア、欧州、米国、アフリカのチームメンバーも議論に参加できるようになりました。

2023年第3四半期に「金利敏感」銘柄のパフォーマンスが著しく低下したことを受け、2023年第4四半期の株式・マルチアセット四半期見通し「暗闇の中での着陸」では、「より高く、より長く」の金利環境に対する懸念を受けて公益事業企業や不動産企業のバリュエーションが数年来の水準に低下していることを考慮して、インフラ分野への投資を増やす好機にあるとの見解を示しました。

そのような企業の多くは、いわゆる「債券の代替」銘柄が一斉に売り込まれた影響を受けて、「赤ちゃんが風呂の水と一緒に捨てられた」（注：大事なものが無用なものと一緒に捨てられた）¹として売却の対象となりました。しかしながら、これらの企業の多くは、資金を長期の固定金利で調達していることを含め堅固なバランスシートを有し、顧客との契約条件はコストを転嫁できる内容であり、さらに投資家にとって魅力的な配当を実施しています。銘柄選択が最も重要であることは以前と何も変わりません。

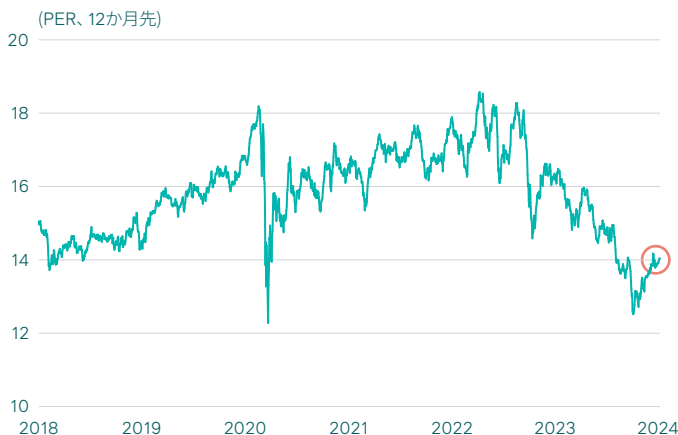
重要なことは、インフラは技術革新や低炭素経済などと同様に、長期的な構造上の投資テーマであり、短期的なマクロ経済動向の影響を受けず、長期の投資資金の流入によって支えられ続けると考えられることです。

実際に、金利上昇に対する懸念が弱まり始めたことに伴い、パフォーマンスが悪かったこの種の銘柄の多くが反転上昇しました。MSCIオール・カンントリー・ワールド・ユーティリティ指数 (ACWI Utilities) と同不動産指数 (ACWI Real Estate) は、2023年1月から10月の間にそれぞれ約15%と約11%下落した後年末にかけてそれぞれ約15%と約19%と急反発しました¹。

¹ 出所：Refinitiv DataStream、各指数の変化幅
対象期間：2023年1月1日～10月3日、10月4日～12月29日

図表1: 公益事業企業や不動産企業のバリュエーションはディストレスト水準に

MSCIオール・カンントリー・ワールド・ユーティリティ指数



MSCIオール・カンントリー・ワールド・不動産指数



出所: Bloomberg、2024年1月3日

インフラ分野では、再生可能エネルギー企業など、エネルギー転換関連銘柄の株価にとって2023年は非常に厳しい年となりました。ただでさえサプライチェーンのボトルネック問題やコスト上昇圧力を受けていたところに金利上昇が加わり、エネルギー転換関連企業に対する懸念が高まりました。同時に、ドイツや英国などでは政府が脱炭素化に対するコミットメントを後退させ、また米国では、コスト上昇を吸収するための引取り価格の引上げに反対するようになりました。実際、米国では、注目が集まっていた洋上風力発電のプロジェクトが中止に追い込まれ、オフテイク契約²がキャンセルされたように、後退に対する懸念が現実となった事例が散見されました。

S&Pグローバル・クリーンエネルギー指数は、金利がピークになった10月までに年初来で35%下落した後、年末までに17.3%上昇したように³、金利上昇とインフレ加速に対する懸念が緩和されるとともに、値を戻しました。また、一部のプロジェクトや企業の回復にはまだ時間を要するでしょうが、エネルギー転換がもたらす構造的な変化が止まることはないと考えられます。最近では、英国政府が洋上風力発電の入札上限価格を66%引き上げ、1MWh当たり73英ポンドとし⁴、また、米ニューヨーク州エネルギー研究開発局は、開発業者がより高い単価を交渉するためのプロセス作りを急ピッチで進めていることが報道されました^{5,6}。

最新の世界的な政治的会合のプレスリリース内容を鵜呑みにしない方が良くと一般的に言われていますが、昨年12月にアラブ首長国連邦で開催されたCOP28において、気候変動に打ち勝つために化石燃料の使用を削減するという異例の合意に達したことは予想外でしたが、いずれにしても世界が正しい方向に向かう第1歩を踏み出したことは確かです。

世界の指導者の「意図」を真に受けることができないとしても、数字は信じるべきでしょう。データを見ると、世界の再生可能エネルギーによる発電容量が急速に増加しています。国際エネルギー機関 (IEA) は、世界全体で 2024 年の再生可能エネルギー発電の新規導入容量が過去最大の 450GW になると予測しています。IEA は 2023 年の新規導入容量が 440GW (前年比 25%) で着地すると予測していますが、2024 年はそれを上回るとの予測です。ウッドマッケンジーは、2024 年の中国 1 か国の投資額が 1,400 億米ドルに上り、新規導入容量が 230GW になる一方 (2023 年の予測は 180GW)、米国と欧州については、新規導入容量がそれぞれ 4,000 万 kW と 7,500 万 kW にとどまると予測しています。因みに、2022 年における世界全体の再生可能エネルギーによる発電容量は 3,372GW⁷ でした。

² オフテイク契約とは、プロジェクトで生産される製品を第三者 (オフテーカー) が予め合意した価格で一定量を購入する契約

³ 2024年1月2日までのデータ

⁴ 出所: 『Offshore wind should recover from its annus horribilis』、ft.com

⁵ 出所: 『Expedited Renewable Energy Solicitations Launched As Part of Governor Hochul's 10-Point Action Plan』、ニューヨーク州エネルギー研究開発局

⁶ 出所: 『NY launches offshore wind solicitation as it strives to meet green goals』、ロイター通信

⁷ 出所: 『Renewable capacity highlights、2023年3月』、国際再生可能エネルギー機関

株式市場では、10月以降に大きく買われた銘柄が存在し、投資する醍醐味が10月より低くなっていることは確かですが、それでも、深掘りを続けた結果、今後の値上がりが見込める銘柄の中に市場がまだ着目していないような企業を発見することができました。

今後期待できるとの結論に達した分野は、私たちが選好する構造的な3つのテーマ、すなわち、インフラ、イノベーション、低炭素エコシステムにとって重大な岐路を迎える分野です。すべてのテーマを辿ると、エネルギー転換という大変革のテーマに行き着きます。重要なことは、このような企業が特定の業界や特定の国の企業ではなく、世界中のさまざまな業界で事業を展開している企業であることです。また、市場価格が予想外に下落したことがありましたが、実際にはファンダメンタルズが堅調であった企業が、価格下落の要因が、市場で考えられていたほど企業のファンダメンタルズに与える影響が長期間続かないと私たちが判断した企業が多くありました。

今回の見通しは、当社の株式運用とマルチアセット運用の両チームが、それぞれの投資ユニバースで見いだした投資機会をご紹介します。フランスから中国までのケーブル会社、低炭素社会において重要な役割を担っている日本企業、鉱業におけるオフグリッド（電力網につながっていない）の再生可能エネルギーによる発電分野における新たな投資機会、エネルギー転換における人工知能の直接的・間接的な影響などについて解説いたします。

当社のインパクト投資チームの言葉を借りれば、方向性としてはエネルギー転換が本格化しており、そしてほんの数年前にはほとんど考えられなかったようなことが、予想をはるかに上回る速度で進んでおり、それを観察するために双眼鏡などを使う必要はありません。道がまっすぐだと言うつもりは毛頭ありません、そもそも投資にまっすぐの道など存在しません。重要なことは、投資機会を選択するのは私たちであり、深く掘り下げ、広く考える必要があるということだけです。

皆様が今回の四半期見通しを有意義と感じ、そして、何よりも、2024年がパフォーマンスの良い年になることを願ってやみません。



ファビアナ・フェデリ

株式・マルチアセット・サステナビリティ投資
最高投資責任者







インパクト投資

マイク・レイ
クライメイト・ソリューションズ
運用担当者



クリーンテクノロジー：牽引要因となっていた構造的な推進力は2024年に戻るか

クリーンテクノロジー分野にとって2024年は2023年に比べて良い年になりそうです。2023年よりさらに悪くなるとはとても想像できないからです。

クリーンテクノロジー業界にとって痛手であったのは資金調達コストが上昇したことでした。ローン金利の上昇や消費者のセンチメントの悪化を受けて、電気自動車 (EV) 用充電設備、家庭用太陽光発電用の設備・蓄電池などの需要が減退したため、業界全体で在庫調整を迫られました。長期投資の代表ともいえる洋上風力発電は、2019～2020年に設定された電力購入価格が記録的な低水準であったなかで、借入コストや原材料費の上昇、並びにサプライチェーンのボトルネックの影響を大きく受けて、勢いを完全に失いました。米国のインフレ抑制法 (IRA) におけるクリーンテクノロジーに関する優遇措置の重要な項目が2023年の年末近くまで明確にならなかったことや、12月になり、ドイツが財政の均衡を目的とした一連の政策の中で、EVに対する手厚い補助金制度を撤廃したことなど、各国の政策支援も後退しています。

世界的な金利上昇は、フリーキャッシュフローがマイナスであり、資金調達が必要な多くのクリーンテクノロジー企業にとって、株式のバリュエーションに直接的な影響を及ぼしました。このように、金利上昇が事業に直接的に悪影響を与えたこと、およびバリュエーションへの影響という、いわば「二重苦」状態になったこともあり、S&Pグローバル・クリーンエネルギー指数は、金利がピークになった10月までに年初来で35%下落しました。ただ、その後部分的に回復し17.3%反発しました⁸。

加速するエネルギー転換

エネルギー転換の速度は、去年は減速したものの、傾向としては依然として加速しており、ほんの数年前にはほとんど考えられなかったようなことが、予想をはるかに上回る速度で進んでおり、それを観察するために双眼鏡などを使う必要はありません。

2023年の中国における太陽光発電の新規導入容量が180GW以上になったと推測されます⁹。これは正に驚嘆に値する量であり、1国が1年間で増加させた容量としては圧倒的な規模であるばかりでなく、2021年の世界全体における新規導入容量に匹敵します。注目すべきは、電力会社による大規模設備、住宅の屋上設備、商業設備など、広範な業界で投資が進められていることです。世界におけるエネルギー転換への投資額の半分以上がアジア太平洋地域に集中していることも覚えておく必要があるでしょう。

北米における2023年の新車販売台数に占めるEVのシェアが初めて10%を超え、150万台超に達したものと推測されます¹⁰。報道では、自動車メーカーがEVの生産拡大計画を縮小や延期していることに焦点が当てられていますが、実際には、世界のEV販売台数はこの3年間で300%以上増加しており¹¹、2024年には、ヒュンダイやボルボなどによる低価格車種の発売により、さらに求めやすくなると予想されます。

ここ数年来で
初めて、株式全
般のバリュエー
ションが魅力的
な水準に切り
下がりました

⁸ データは2024年1月2日まで

⁹ 出所：Bloomberg New Energy Finance (BNEF)、2023年12月

¹⁰ 出所：Bloomberg New Energy Finance (BNEF)、2023年12月

¹¹ 出所：Bloomberg New Energy Finance (BNEF)、2023年12月、バッテリーEVとプラグインハイブリッド車の合計



さらに、顧客がもつネットゼロに対する野望を実現するための電力化や、デジタル化の技術を活用したエネルギー管理の最先端を走る企業の業績は、引き続き好調に推移しています。シュナイダー エレクトリック (Schneider Electric) の最高財務責任者 (CFO) は、第3四半期決算説明会で、「当社のポートフォリオの大部分は、強力で長期的な需要がある分野に属しており、恐らくはいくつかの分野で加速していると見ている」と述べ、インフィニオン (Infineon) は、自動車用半導体に対する需要は「構造的であり、衰えていない」とコメントしました。

まとめますと、2023年が業界特有の短期的な不況の年であり、業界を取り巻く強力な構造上のトレンドを一時的に覆い隠した年であったと考えます。

2024年は政策に再び焦点が当てられる

来る米国大統領選挙では、どの程度の速度でエネルギー転換を進めるかが大きな争点になると予想されます。将来を予測することはできませんが、政治情勢がはっきりするまでは、設備投資が抑えられると考えるのが妥当でしょう。このため、再び、欧州のエネルギー転換の速度が米国よりも速くなる可能性があります。EUのネットゼロ産業法の策定は現在最終段階に入っており、2030年までにEU域内の年間の新規導入発電容量の40% (世界需要の25%) をクリーンエネルギーにすることなど、重要な目標が11月に採択されました。また、中国の現在の5か年計画においては、米IRAに対抗する内容が盛り込まれていないことも忘れるべきではないと考えます (次の5か年計画は2026年から)。

ただし、クリーンテクノロジー分野への投資が現在非常に魅力的である理由は、バリュエーション面にあると考えて良いでしょう。ここ数年で初めて、株式全般のバリュエーションが魅力的な水準に切り下がりました。図表2は、世界中のクリーンエネルギー企業の[企業価値 (EV) / 売上高] 倍率をMSCIワールド指数銘柄と比較したものです。収益の予想リスクを排除するため、実績データを使用しています。当然のことですが、MSCIワールド指数に占めるテクノロジー企業のウェイトが高いこと (EV/売上高を高くする傾向がある)、および売上高が必ずしも利益に直結していないことを考慮する必要があります。

図表が実態を100%表していないとしても、基調は一目瞭然です。「グリーンプレミアム」は過去のものとなり、2024年は、最終的には循環的な要因よりも構造的な要因がパフォーマンスの原動力になると予想され、強力な競争優位性や、資金調達面などにおける柔軟性のあるバランスシートを有する企業がアウトパフォームする環境になると考えます。

図表2: ワイルダーヒル・クリーンエネルギー指数とMSCIワールド指数

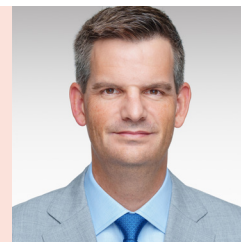


出所: Bloomberg、2024年1月3日



グローバル株式

ニコラス・カニングラム
グローバル株式 運用副担当者



オフグリッドへの投資：今後期待されるエネルギー転換分野の投資機会の発掘

2023年は金利に敏感な銘柄がアンダーパフォームしましたが、今後数年間で再生可能エネルギーによる新規導入容量が大幅に増加することが予想されており、インフラ分野に関しては関連の分野にも投資機会が訪れると見えています。脱炭素化の分野は、再生可能エネルギー以外の構造的要因の追い風を受けて成長が期待されているからです。

例えば、鉱業業界全体がディーゼル燃料からの転換および事業全般の脱炭素化に取り組んでおり、再生可能エネルギーを使用したオフグリッドの発電分野に新たな投資機会が訪れています。

オフグリッドとは、主要送電網から切り離された電力供給網のことを指し、通常、遠隔地における鉱業用、農業用、並びに遠隔地の居住用のシステムです。オーストラリアでは、鉱業用だけでオフグリッド需要全体の41.3%を占めています¹³。

全世界で鉱業業界が排出する温室効果ガス量は全排出量の4～7%（スコープ1と2の合計）¹⁴ に上っていることを考えると、ディーゼル燃料からの転換が脱炭素化の鍵を握っていると考えます。オーストラリア再生可能エネルギー庁（ARENA）は、電気と燃料（設備、運搬、鉄道、港湾業務）で消費されるエネルギー源の41%がディーゼルであるとしています¹⁵。

オーストラリアの鉱業企業であるBHP（鉱業分野で世界最大の時価総額企業）は、ディーゼル燃料の使用を全廃するには電動化が同社にとって望ましい方法だとしています¹⁶。自社だけで解決するには専門知識が不足しており、投資に伴うコストとリスクが高くなるため、既存の設備を活用し、鉱業地域において他社と送電網を共有することでシナジー効果を発揮させることを目指すものと考えられます。

2023年11月、オーストラリアのエネルギーインフラ事業会社であるAPAが、オーストラリア有数の鉱業地域であるピルバラ（Pilbara）に所在する再生可能エネルギーの発電、蓄電、送電設備をアリンタ・エナジー（Alinta Energy）から購入した案件は、鉱業地域におけるオフグリッドの再生可能エネルギー設備の投資機会が今後増加する潜在性を示しました。この案件が物語る重要性は、その背景にある電力に関する予測です。

ピルバラにおけるオフグリッドの発電容量は、2040年までに現在の3倍近い7.6GWに増加し、年間25億リットルのディーゼル燃料の削減につながると予測されています。そのために必要な投資額は100億米ドルと概算されています¹⁷。この事例だけを基に、世界でどれだけのディーゼル燃料の消費を削減できるかを推定することは容易ではありません。その理由は、オーストラリアがディーゼル燃料への依存度が高いのに対し、北米などではガス燃料への依存度が高いことなど、変数が多く存在するためです。ただ、世界のディーゼル燃料需要の10%が鉱業関連であると仮定した場合、アリンタ案件の予測値から推計すると、世界全体で330GWの再生可能エネルギーによる発電容量（4,500億米ドルの投資と共に）が必要との計算になります。

世界の大手電力会社はこの分野にすでに投資しています。例えばイタリアのENELは、2024年中に西オーストラリアにあるBHPのニッケル鉱山向けに75MWの風力発電設備の操業を開始する予定です。ENELは、スペインにおけるアタラヤ・マイニング（Atalaya Mining）向けの50MWの太陽光発電施設から、チリにおけるアングロ・アメリカン（Anglo American）向けのeバス用の充電設備まで、世界的に電力インフラプロジェクトに積極的に参画しています。米国の公益事業企業であるAESも同様に、チリで2023年に銅鉱山企業であるチリ銅公社（Codelco）に980MW相当の再生可能エネルギーによる電力を供給する契約を締結しました。

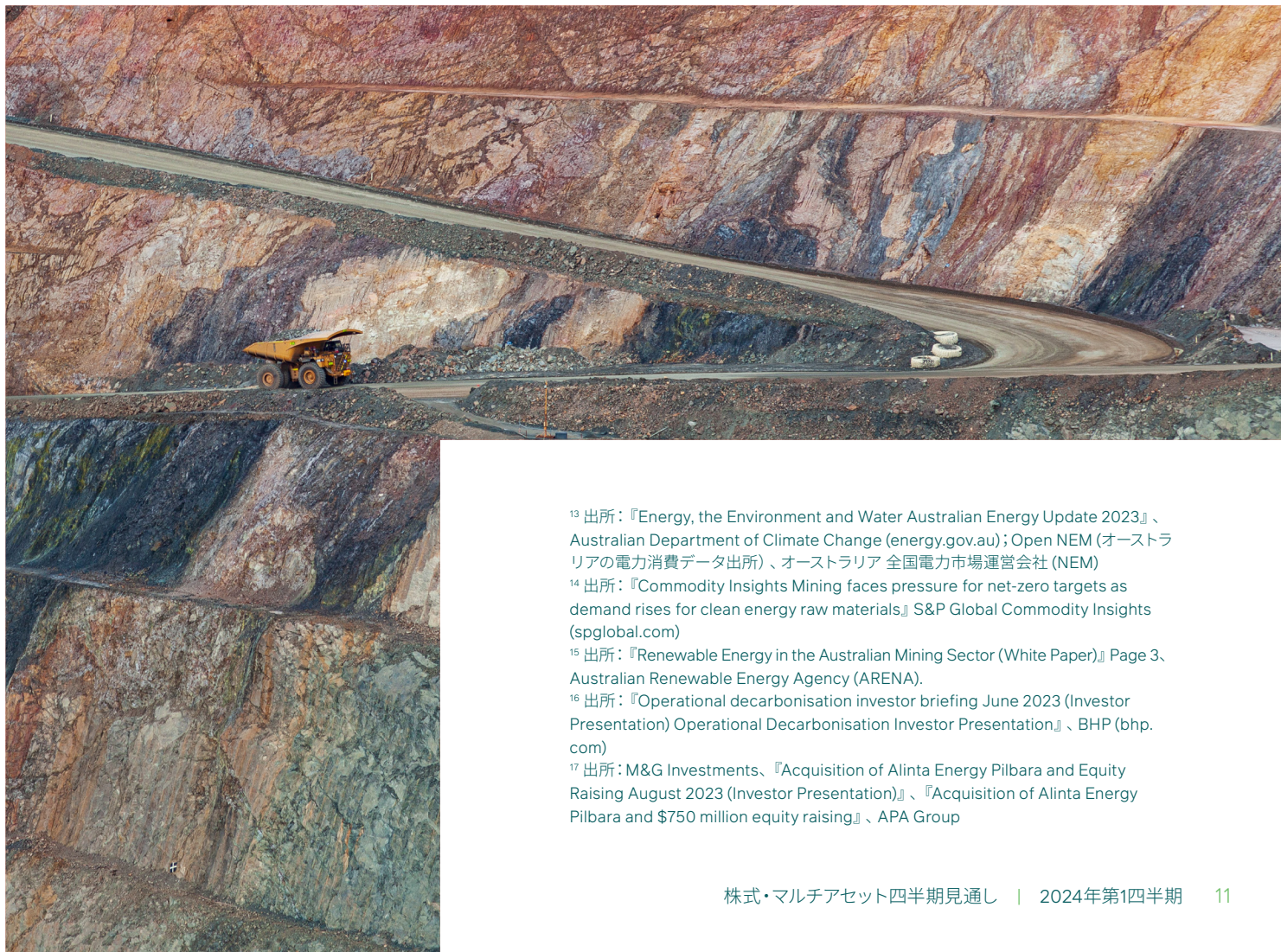
世界の温室効果
ガス排出量の
4～7%を占める
鉱業ではディー
ゼル燃料からの
脱却が重要です

インフラのイネイブラーとサービス提供企業への投資機会

このようなトレンドは、電力会社だけに恩恵をもたらすのではなく、関連するインフラのイネイブラー（事業の遂行に必要な機能を提供する企業）やインフラサービスを提供する企業の成長も後押しすると予想されます。アルフェン（Alfen、スマートグリッドや蓄電池を製造、インフラ所有者にEV充電装置を販売）やヴェスタス・ウィンド・システムズ（Vestas Wind Systems、風力発電用タービンを製造、電力会社や再生可能エネルギー開発業者に販売）などのインフラのイネイブラーは、インフラ所有者や運営者のための製品やソリューションを提供する企業です。その他、電力会社を顧客とする企業としては、風力発電用のブレードに使用される複合材料で世界シェアの50%をもつ日本の東レ（子会社のゾルテック（Xoludtec）が生産）、欧州における高圧ケーブル3大メーカーの1社であるフランスのネクサンス（Nexans）などがあります。高圧ケーブルおよび送電網への投資は、エネルギー転換における重要なボトルネックとして広く認識されています。電力会社や再生可能エネルギーの開発企業が受注を確保しようと躍起になっているため、ケーブルの価格決定権はメーカーが握ることになると予想しています。

イネイブラーにとって、製品の製造やソリューションの開発が企業としての価値を高めるドライバーになります。一方、インフラ サービス企業は、サービスを提供する相手はイネイブラーだけでなく、インフラ所有者と運営者にも提供しており、企業としての価値を高めるドライバーは、一般的に人材、専門知識、知的財産です。

今後も鉱業分野が多くの課題に直面することに間違いはありません。鉱業の脱炭素化は電力化だけで済むのか、他のエネルギー（例えば水素）と併用すべきか、などの疑問に対する確答が今はありません。いずれにせよ、これからの10年間は、エネルギー転換がインフラの大きな成長分野になると強く考えています。最大級に魅力的な投資機会であっても、現時点で明確でない分野は存在します。リサーチを重視したアクティブな運用方針を採用の下、業界の大きな動向とどの企業に投資すべきかを十分に理解することで、株価が大きく上昇するような企業を発掘することができると考えます。



¹³ 出所：『Energy, the Environment and Water Australian Energy Update 2023』、Australian Department of Climate Change (energy.gov.au)；Open NEM（オーストラリアの電力消費データ出所）、オーストラリア 全国電力市場運営会社（NEM）

¹⁴ 出所：『Commodity Insights Mining faces pressure for net-zero targets as demand rises for clean energy raw materials』S&P Global Commodity Insights (spglobal.com)

¹⁵ 出所：『Renewable Energy in the Australian Mining Sector (White Paper)』Page 3、Australian Renewable Energy Agency (ARENA)。

¹⁶ 出所：『Operational decarbonisation investor briefing June 2023 (Investor Presentation) Operational Decarbonisation Investor Presentation』、BHP (bhp.com)

¹⁷ 出所：M&G Investments、『Acquisition of Alinta Energy Pilbara and Equity Raising August 2023 (Investor Presentation)』、『Acquisition of Alinta Energy Pilbara and \$750 million equity raising』、APA Group



英国株式

ローリー・アレクサンダー
英国株式 運用担当者



英国のエネルギー転換：失望もあったが、明るい展望も

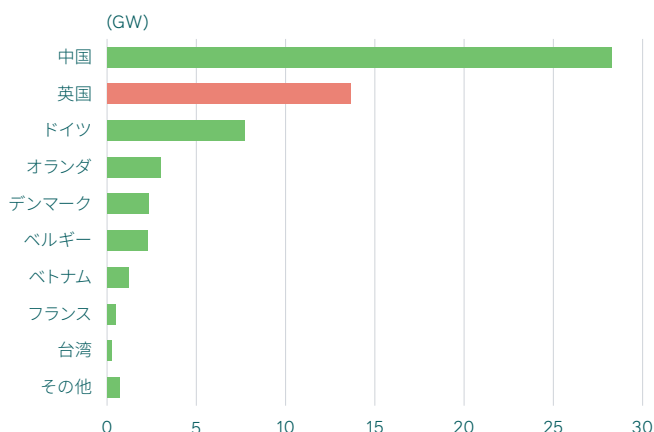
2023年は英国のエネルギー転換において失望と楽観が混在した年でした。インフレ圧力と次期総選挙に向けた政治的な動静によりガスボイラーとガソリン車・ディーゼル車の段階的廃止の期限が延期されましたが、一方では、北海の石油・ガス開発のライセンスを新規に発行する計画が発表されました。

具体的には、洋上風力の発電業者にとって有利な電力価格の設定、水素に対する包括的な戦略の策定、待望されていたサステナビリティ開示規則 (SDR) が金融行動監視機構 (FCA) によって公表されたことなど、評価に値する重要な動きもありました。

世界全体の洋上風力発電容量の23%が英国沖の設備であることなど、洋上風力発電は英国の気候変動戦略にとってなくてはならない存在です¹⁸。しかしながら、洋上風力発電業界にとって、投入コストの上昇、サプライチェーンの不備、高金利の影響が拡大しています。9月に実施された入札の価格が事業者にとって採算が取れない水準だったという低調な結果になりました。幸いなことに、政府は11月に入札上限価格を66%引き上げ、1MWh当たり73英ポンドとしました。英国が2030年までに発電容量を現在の14GWから50GWに増加させる目標を達成するためには、このような政策支援が不可欠と考えられます¹⁹。

英国は、世界をリードする水電解槽メーカーが所在するということも有利に働くでしょう。将来のエネルギーミックスにおいて世界的に水素に大きな期待が寄せられていたにもかかわらず、2023年の商業的な進展は期待外れとなりました。リパワーEU計画も米IRA法も、補助金による支援の枠組みは明確化されていませんが、英国がこの分野で強いコミットメントをもっていることは頼もしいことです。政府は、先行投資に対する支援はもとより、水素製造の長期的な採算性を確保するために、数十億ポンドを投入する可能性があります。2014年に導入された差額決済契約制度は、英国の洋上風力発電の成功に大きく貢献しました。国内の水素産業に同様のプラス効果を与え得る価格支援制度が導入されることに大きな期待を寄せています。

図表3：国別の洋上風力発電の稼働容量



出所：Renewable UK、2023年2月

¹⁸ 出所：『UK offshore wind pipeline reaches nearly 100 gigawatts – while global pipeline hits over 1,100GW』、RenewableUK

¹⁹ 出所：『Offshore Wind Net Zero Investment Roadmap』、publishing.service.gov.uk

また、今後投資業界に対して策定される規制の枠組みが、英国のエネルギー転換を後押しすることにも期待しています。パリ協定に沿ったM&Gの気候変動対策戦略では、FCAによるSDR規制の最終版が発表されるのを待ち望んでいました。SDRの最も重要な目的は、投資家にサステナビリティ運用戦略について明確に表示することであり、そのために、グリーンウォッシングを最小限にするべく高いハードルを設定しています。対象となる運用戦略は、対応するKPI (重要業績評価指標) が測定可能であり、規則に従った明確な持続可能性の目標を有することが必須です。運用会社は2024年7月31日からサステナブル ラベルを使用することができ、M&Gは、このルールが運用業界にプラスに働くことを期待しています。

世界全体の洋上風
力発電容量の23
%が英国沖の設備
であることなど、洋
上風力発電は英
国の気候変動戦略
にとってなくてはな
らない存在です





日本株式

カール・ヴァイン
アジア太平洋地域株式 共同責任者

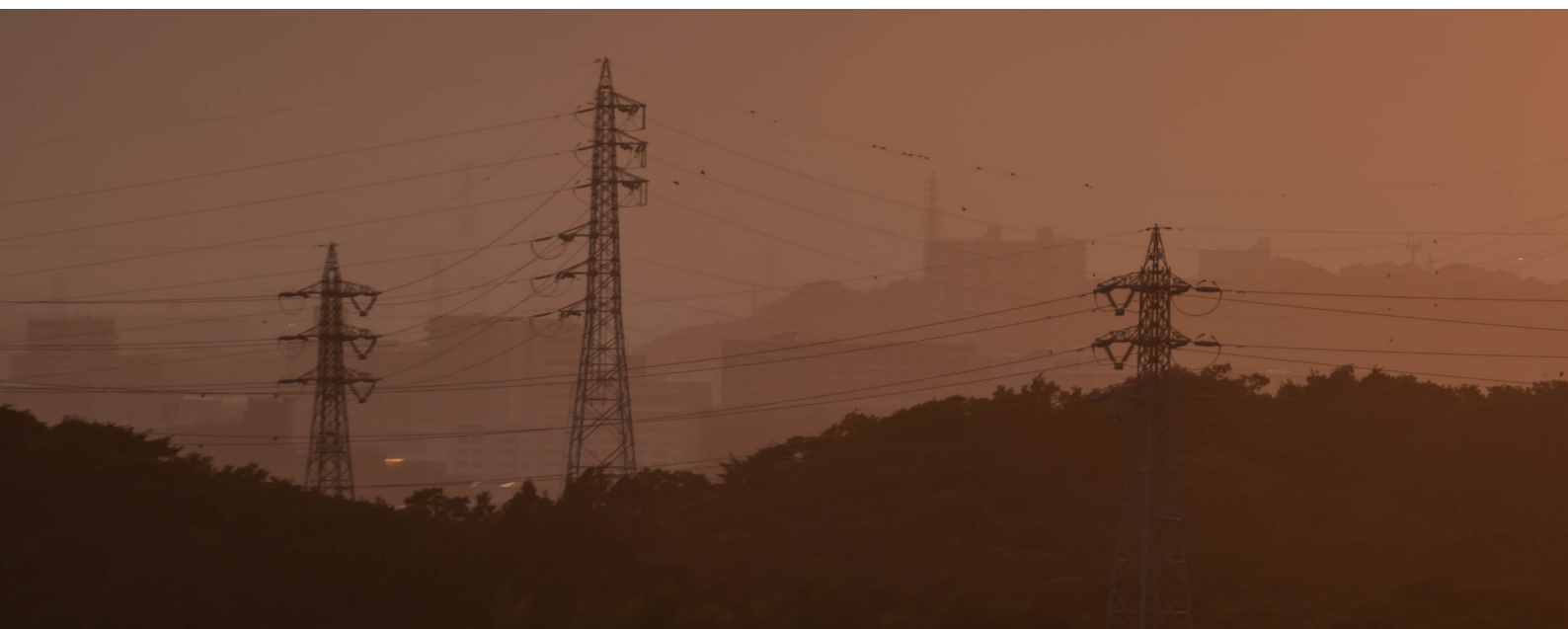


マクロ経済動向は複雑だが、景気循環的ではなく、構造的要因に着目する

この数年間における市場の展開は興味深いものでした。2021年の年末時点における株式市場のセンチメントは明るかったのですが、これは日本に限った話ではなく世界的なものでした。実際には、景気後退のリスクを心配しなければならないタイミングでした。ご存じのとおり、2022年の株式はマイナスのリターンとなりました。2022年末の投資家センチメントは大きく落ち込み、市場の関心はインフレと景気後退がどの程度深刻化するかに焦点が当たっていました。一転して、2023年は株式にとって非常に好調な年となりました。実際に、2023年は日本の株式市場にとって10年間で最もパフォーマンスが良い年でした。ファンダメンタルズと体内時計で刻まれた価格の間に大きな乖離がしばしば生じることを思い出さざるを得ない年でした。

2024年の日本株を取り巻く環境は、引き続きマクロ経済の複雑さです。ポジティブ要因とネガティブ要因は大規模言語モデルにも匹敵するほど多く存在します。他の市場参加者と同様に、私たちにとって為替、中国情勢、国内と諸国の政治動向など心配の種が山積しています。したがって、日本株のバリュエーションや上昇に対して高揚感を抱いてはいません。短期的なマクロ経済に焦点を当てた「投資戦術」の誘惑に負けず、長期的で「構造的」な投資機会に固執する予定です。

これまで何度も申し上げてきたように、グローバルに見えても、日本株に魅力のある長期的な投資機会が存在すると考えています。企業の自助努力が大きな原動力である構造的な収益成長力が、強力な株式リターンをもたらすことになると当社は引き続き考えています。高い配当水準と自社株買いが期待されることを考慮すると、たとえバリュエーションが切り上がらなくても、これからの10年間で日本株が10%台半ばのトータルリターン（年率換算、複利ベース）を上げることは決して夢物語ではありません。保有するリスクに対するリターンは魅力的に映ります。



日本企業はエネルギー転換を事業の拡大につなげる技術を有する

エネルギー転換に関しては、日本は注目されていない市場かもしれません。日本の大型株指数銘柄（金融を除く）の約3分の1は、事業の重要なテーマとしてエネルギー転換を挙げていると推定しています。実際に2023年には、このような銘柄は市場全体を平均で約600bpsアウトパフォームしました²⁰。

M&Gは、日立製作所、オリックス、トヨタ自動車など、エネルギー転換に重要な役割を果たすと考えられる企業に投資しています。日立製作所は送電網技術を牽引する企業であり、クリーンエネルギーへの世界的な転換を加速させることができる事業を展開しています。オリックスは、日本における太陽光発電や風力発電など、再生可能エネルギー発電設備の最大級の投資家です。トヨタは、今後EVの普及を促進させると考えられている固体電池の技術の世界的なリーダーです。

当然のことながら、エネルギー転換に重要な役割を果たす企業は3社だけではありません。日本はいくつかの分野において、世界がエネルギー転換を果たすうえで不可欠であり、その牽引役になり得る知的財産を誇ります。さまざまな製品の軽量化は²¹、東レを始めとする材料工学を得意とする日本企業なしに実現させるのは容易でないと考えられます。日本の重工業企業は、水素関連の多くの分野で事業を展開しており、革新的なスタートアップ企業の中には核融合発電において不可欠な技術を有する企業もあります。世界の企業がエネルギー転換にどのように貢献し、どのように適応するかを追求するなかで、さまざまな業種の日本企業は、開発中の革新的な技術とテクノロジーの投資機会をアクティブ投資家に提供していると考えます。



エネルギー転換に関しては、日本は注目されていない市場かもしれません

²⁰ Topix150指数銘柄の中でエネルギー転換との関連が大きい企業と、広範なTopix150指数銘柄のパフォーマンスをM&G独自の分析手法に基づいて計算したパフォーマンスの差

²¹ 軽量化は部品などの重量を軽くして性能を向上させ機能を高める一方で、原材料の量や廃棄物を削減することに寄与する。メーカーは環境にやさしく、経済的な製品の製造を図っており、軽量化の重要性はますます高くなっている



アジア太平洋地域 (除く日本) 株式

デーブ・ペレット
アジア太平洋地域株式
運用共同責任者



参入障壁の高い業種、企業規模、エネルギー転換の恩恵を間接的に受ける企業に焦点を当てる

2024年は、アジアの多くの国、とりわけ中国に対する前向きな見方をM&Gは維持します。ほとんどのアジア諸国は、2023年を通じてFRBによる利上げ政策に追随せず、自国の経済環境に適合した金融政策を採用する方針を貫徹しました。その結果、2024年における日本を除くアジア諸国は、欧米諸国に比べて低インフレ率、低金利水準、緩やかな経済成長を達成する見通しです。一般的にこのような状況は金融市場にとって好材料であり、株式バリュエーションが割安で、本国通貨が強い場合に特に当てはまります。特に魅力的な投資価値があるのは中国だと考えます。同国の不動産市場や銀行システムに対する圧力が完全に払拭されたとはいえませんが、エネルギー転換関連など、構造的な成長が大いに期待できる分野も存在します。

実際、気候変動の進行を遅らせ、ネットゼロ達成の障害要因について考えるとき、アジアの発展途上国の大都市において大きな煙突から二酸化炭素が大量に排出されているような大気汚染が容易に連想されます。一般的に言えることは、このようなイメージは真実であることが多く、世界が気候変動との闘いに勝利するためには、アジアが重要な闘いの場になることを認識する必要があると考えます。

2020年に、世界最大の二酸化炭素排出国である中国が2060年までにネットゼロを達成させることを公約にしたことは非常に心強いことです。公約した背景は実に驚くべきもので、同国は現在、風力発電と太陽光発電設備の設置で世界をリードしており、特に後者は顕著です²²。また、EVの保有台数と生産台数も世界最多です。皮肉なことに、中国の公約発表を受けて、同国を中心にアジアのエネルギー転換関連株は当初上昇しましたが、その後の値動きは不安定になりました。多結晶シリコンのような再生可能エネルギーによる発電用部品の生産能力が大幅に増加しコモディティ化した結果、生産量が需要を上回り、価格が下落しました。適者生存の原則どおりの熾烈な競争が起き、投下資本に対するリターンが低下した例です。

現在の環境で何に投資するか

このような状況に鑑み、M&Gはエネルギー転換というメガトレンド（世界の長期的な構造変化）から構造的な恩恵を受ける銘柄を発掘するなかで、見通しが難しい投資環境を乗り切るために3つの幅広い方針を採用しています。

1つ目は、再生可能エネルギーのサプライチェーンの中で、技術面や規制面で参入障壁の高い分野を見極めることです。この分野において安定したマージンを維持しながら、増収によって増益を果たせると判断する銘柄にM&Gは投資しています。その好例が、ニッチなケーブル製造業者で、中国A株銘柄のJiangsu Zhongtian（江蘇中天科技）です。同社は、洋上風力発電所と陸上の送電網を接続するケーブルの製造と技術的サービスの提供を得意とする企業です。同社が提供するサービスはその性質上、重要でありかつ複雑であるため、同国で認可を受けている企業は同社を含めてわずか3社しかありません。中国の洋上風力発電の規模が世界最大であるということは、3社のケーブルメーカーも世界最大級であることを意味しており、世界的に発電容量を増加させることがますます厳しくなっている環境において、有利な条件で輸出案件を勝ち取れる可能性が高いことを意味しています。

²² 出所：BloombergNEF (BNEF)、2023年

2つ目は、コモディティ化した製品を扱う企業の中で、相応の規模を有するか、垂直統合（主要部品を低コストで自社製造）体制を有していることでコスト競争力を備えている企業に焦点を当てています。このような企業は、現在のような激しい競争の中でも利益を確保できる可能性が高いと考えます。重要なことは、現在、中国全体に対するセンチメントが一般的に悪いことを受けて、この2方針によって見いだした銘柄は割安なバリュエーションで購入することが可能だということです。

最後の方針は、エネルギー転換の恩恵を間接的に受けるセクターや産業を特定することです。これには海運と造船が該当します。海運業は景気循環に敏感なセクターであり、2010年からの10年間は、需要のピーク時に発注した船舶を引き渡した時期が不況であったなど、好不況の波をものにかぶる非常に厳しい状況が続きました。ここにきて、海運（特に不定期専用船）の需給がかなり改善しています。重要な点は、気候変動対策としての船舶燃料がメタノール、アンモニア、水素のどれになるかが不透明なため、耐用年数である20年が経過する以前に船舶が時代遅れになることを恐れて、船主が新造船の発注に消極的になっていることです。このため、ばら積み貨物輸送では船腹量が不足気味になっており、これは過去には見られなかったことです。

同様に、造船セクターもエネルギー転換の恩恵を受けています。この10年間、業界が受注不足に陥った結果、多くの造船所は閉鎖を余儀なくされ、業界全体の船舶建造能力と共に、人的能力が低下しました。その結果、生き延びた造船所は注文を選択できる有利な立場となり、2026年後半、一部は2027年の竣工分まで受注が積み上がっています。これからの20年間で、文字通り何千、何万隻もの船舶がエネルギー転換の実施を迫られ、今までは景気循環に敏感だった造船業が、今後は長期にわたって構造的な成長産業になる可能性が非常に高いと見ています。M&Gが保有する海運・造船銘柄は、構造的な転換の恩恵を受けると考える企業であり、現在の割安なバリュエーションは正当化できる水準ではないと考えます。



...世界が気候変動
との闘いに勝利す
るためには、アジ
アが重要な闘いの
場になるでしょう



新興国株式

マイケル・ブーク
新興国株式 投資責任者



新興国ではエネルギー転換に伴う多様な投資機会

エネルギー転換と気候変動というテーマは、投資に与える影響をどのように考え、リスクと投資機会をどのように評価し、運用プロセスにどのように組み込むのが最善なのかなど、投資家にとって大きな課題になっています。バリュエーション、および投資元本に対するリターンを重視するM&Gの投資方針は、上記の考慮事項を組み込んだ強固な枠組みを提供しています。

新興国は、資産クラスとしての多様性だけでなく、エネルギー転換に関しても多様な投資機会を提供します。アジア株式の解説で述べたとおり、エネルギー転換において中国は重要な促進役であり、大規模な投資を通じて太陽光発電設備や蓄電池の生産規模を格段に拡大させ、エネルギー転換に要するコストを引き下げること成功しています。投下資本の規模が非常に大きいため、現時点では資本利益率や株主利益の向上にはつながっていませんが、一方では、エネルギー転換のコストを引き下げることを通じて、他の国にも便益をもたらしています。

実際、中国の再生可能エネルギー関連のサプライチェーン企業以外にも、新興国全体にわたって魅力的な投資機会が見られます。例えば、税制などの政策によって二酸化炭素排出のコスト上昇が不可避な状況にあるなか、従来型の電力会社の中で特に再生可能エネルギー事業を大規模に展開する企業は、そういった事業からの収益が期待できると考えます。ルーマニアやブラジルの企業のように、資産の座礁化リスクも回避できると考えられます。

同様の考え方で、銅やニッケルなどの「グリーンメタル」に積極的に取り組んでいる建設会社や鉱山会社などに投資する「つるはしとシャベル戦略（直接儲かっている会社ではなく、儲かるのに必要な部分に投資する戦略）」に投資機会があると見ています。逆に、紙パルプや化学品など、多くの産業分野では今後脱炭素化のための大きなコストが見込まれており、M&Gは、このような分野に対して引き続き慎重な姿勢を取っています。

世界中が気候変動対策としての投資を進める中での優先事項や行動は国ごとに異なっており、国によっては経済モデル全体の転換を迫られるなど、影響はより広範に及んでいます。例えば、サウジアラビアの野心的な計画である「ビジョン2030」は、原油依存の経済から新たな産業分野への多角化に焦点を当てています。この計画は代替エネルギー源を何にするかという単純なものではなく、レジャーや観光などのサービス産業の育成が含まれており、さらなる投資機会につながる可能性があります。

結論とすれば、エネルギー転換による投資の勝者・敗者が誰かは明白でもなく、勝者がいつまで勝者のままでいられることもないでしょう。M&Gでは、エネルギー転換が株主として投資の好機となり、同時に経済にプラスの効果をもたらす可能性がある投資アイデアを探るためにグローバル拠点の株式チーム全体で複合的なアプローチを取っています。

銅やニッケルなどの
「グリーンメタル」に
積極的に取り組んで
いる建設会社や鉱山
会社に投資機会が
あると見えています





テクノロジー・テーマ

ジェフリー・リン
テクノロジー・テーマ 運用責任者



エネルギー転換にAIを活用することは一方で電力消費を増加させるが、他方で削減に貢献する

M&GのグローバルAI戦略の運用担当者として、人工知能 (AI) が2024年においてもリターンの強力な推進力になると強く考えることは驚くに値しません。その対象は、テクノロジー セクターにおいてのみでなく、市場全体になると考えられます。AIの導入が進むと、インフラとしてのデータセンターの建物や動力・冷却設備が必要となり、結果的に電力消費量が増加します。これに伴い、再生可能エネルギーへの需要がさらに増加することが予想されます。

私たちが目の当たりにしているのは成長の初期段階にすぎないと考えています。エヌビディア (Nvidia) のようなイネイブラーが開発したデータセンターで使用する製品が大幅に増加していますが、商業化は途に就いたばかりでありながら、驚異的な速度で成長しています。ハイパースケール (大規模) のパブリッククラウド (一般のユーザーにクラウド環境を提供するサービス) の企業 (アマゾン、マイクロソフト、グーグルなど)、コンシューマー向けインターネットサービス企業や一般企業からの強い需要に支えられ、エヌビディアの四半期売上高は前年同期の4倍に達しました²³。

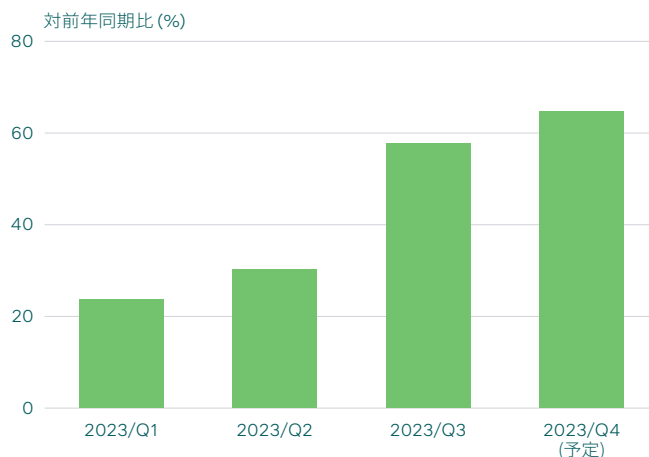
マイクロソフトは、2023年初頭以来、OpenAI分野の設備投資額を大幅に増加させています。設備投資が増加していることは、同社のクラウド (Azure) におけるAI容量を増加させていることに間違いはないと考えられます。

マイクロソフトによると、2022年6月期 (通期) における電力消費量は18,153,454MWhであり、前年比で33%増加しました²⁴。同社は2023年6月期の電力消費量をまだ開示していませんが、生成AIの拡大に伴い、電力消費量の増加が今後加速するとM&Gでは見えています。

オラクルも同様にAI関連の処理容量を増加させています。同社が最近開催したオンライン決算説明会では、現在のデータセンター数が66であり、その処理容量を増加させる計画である一方、AI処理のために100のデータセンターを新たに設けることを検討しているとの説明がありました。

AI構築のためのトレーニング用データが増えるにしたがって、AIの能力は向上します。演算プロセッサ、メモリ、データストレージを増やし、ネットワークを高速化することでトレーニング能力は向上します。トレーニングシステムが強力になれば、AIも強力になります。例えば、テスラは、トレーニング能力の向上が完全自動運転車を開発する鍵であると考えており、「Dojo」と名付けた独自のAIトレーニング用のプロセッサを開発しましたが、一方では、できるだけ多くの容量を確保するために、Nvidiaとの取引を続けています。完全自動運転車のソフトウェア開発におけるテスラの考え方は、人間の運転方法をニューラルネットワークに「教える」ために、膨大な量の、主にビデオをトレーニング用のデータとしてシステムにインプットするというものです。インプットされるトレーニング用のデータが増えることで、性能は向上します。1台のDojoシステムの消費電力は2MWですが、これはテスラのスーパーチャージャー (充電設備) の約9倍に相当します。

図表4: マイクロソフトの四半期別設備投資額



出所: Bloomberg, 2023年12月29日

²³ 出所: Nvidia 決算書 (2023年)

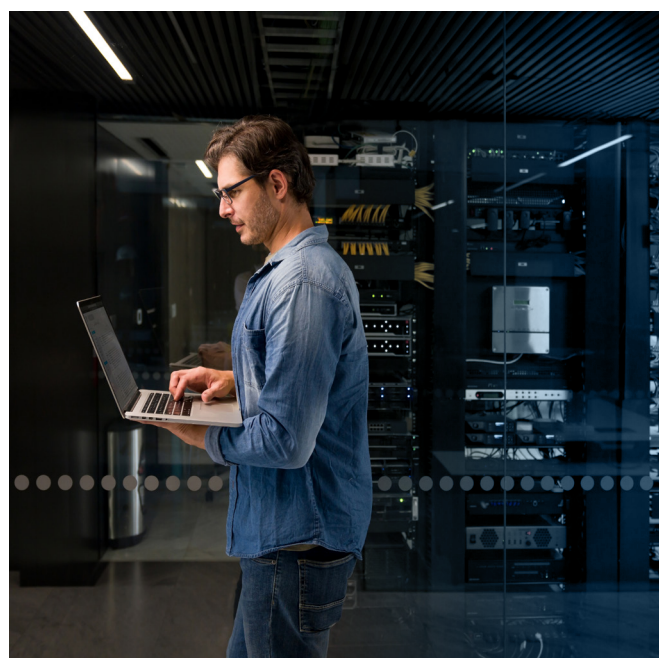
²⁴ 出所: 『2022 Environmental Sustainability Report』 『2022 Factsheet』、Microsoft

ハードウェアや半導体を製造する企業にとって、これからの10年間は生成AIが非常に強い追い風要因になると見えています。例えば、シスコ (Cisco) は直近のオンラインによる四半期決算説明会で、「2025年度に大手クラウド業者からの10億米ドル超のAI関連インフラの受注が視野に入っている」と述べました。一方、マイクロン (Micron) は生成AIが最大の需要要因であるとし、「今後何年にもわたって、生成AIが促進剤となる成長が見込まれているが、現在はその極初期段階にあり、最終的にこの破壊的テクノロジーはビジネスと社会のあらゆる面を転換することになると考えている」との非常に強気なコメントを発表しました。

AIによる効率向上の効果はエネルギー消費の増加以上の価値

AIは今後数十年にわたって電力消費量を大幅に増加させると予想されますが、同時に、電力の需給を管理するための重要な役割を果たすと考えます。化石燃料による発電から再生可能エネルギーによる発電に移行することで、電力供給源は細分・分散化され、供給量を予測することが難しくなると考えられます。住居での太陽光エネルギーによる電力はその地域のみで消費される一方、遠隔地からは、風力、太陽光、水力など、その時々で利用可能なエネルギー源による電力が供給され、また、余剰になった電力の貯蔵には定置型、移動型 (EVを含む) の蓄電池を使用することになると考えられます。

ただし、風力発電や太陽光発電は、時間帯や天候に左右されるため、常時利用できるわけではありません。電力消費量と発電量をバランスさせるためにAIが必要となります。例えば、天気予報 (発電可能な電力量を推計する) に基づいて、不急でない電力負荷を都合の良い時間帯に変更させることが可能になります。発電量の不足を引き起こす悪天候が見込まれる場合に、あらかじめ電力消費を削減させることや余剰電力を蓄電池に貯蔵することをAIが推奨することになる可能性もあります。シュナイダー エレクトリックやマイクロソフトなどの企業は、送電網の信頼性を保つことや、顧客によるEVや屋上太陽光発電などの分散型エネルギー貯蔵施設の導入など、送電網管理を変革するために協働しています²⁵。



AIはエネルギー消費の削減にも役立ちます。今日では、トラック運転手の運転操作の最適化のために実際の運転データを分析しています。アイドリリングの時間、アクセルの開度、走行速度などのデータは、燃料の消費を最小限にする運転操作のトレーニングに使用されています。電気トラックによる完全自動運転が実現した際は、経路の最適化、走行距離の削減、車両の有効活用などを通じてエネルギー消費を必要最小限に抑えることに貢献すると考えられます。確かにAIはデータセンターのエネルギー消費を増加させますが、再生可能なエネルギーへの完全移行を管理するためには、AIの能力が必要になります。

化石燃料による発電から再生可能エネルギーによる発電に移行することで、AIは電力の需給を管理するための重要な役割を果たすと考えます

²⁵ Source: Schneider Electric capital markets day



グローバル リサーチ

シルビア・バクスター
グローバル 素材アナリスト



エネルギー転換：コモディティ市場に与える影響

鉱業セクターでは需要の見通しが2局化しています。すなわち、短期的にはマクロ経済の動向が懸念材料である一方、中長期的には、多くの金属がエネルギー転換を促進するうえで重要な鍵になるという構造的な追い風を受けています。この相反する見通しのなかで2024年はどうのような投資行動を取れば良いのでしょうか。まずは、「費用曲線」を分析したいと思います²⁶。

送配電網、再生可能エネルギー発電に使用されるインフラは、大量の銅とアルミニウムを必要とします。

銅が今後不足することになるという新聞見出しを度々目にしますが、実際に主要鉱山の産出量予想は減少に転じており、2024年は需給がマイナスになる可能性が高くなっています。それでも、価格に関しては、2023年1月に9,356米ドル/トンの高値から10月には一旦8,000米ドルを下回り、年末には8,500米ドル前後まで回復したものの、前年比では下落となりました。価格が下落したとはいえ、現在でも90パーセントを上回っています（生産コストは7,000～7,500米ドル/トン）。そして、中国などの戦略的な買手が、この水準であれば触手を伸ばしてくる可能性があると考えられています。銅は費用曲線より高い価格での取引が続いており、理論的には現在の水準から10%程度下落するリスクがあります。銅の場合、もうひとつ注意を要する点は、現在のような低水準の価格が持続すると、新規の開発案件が承認される可能性が低くなるということです。現実として、長期的に銅が不足する事態に陥る可能性があります。長期的な需要の増加に対応するには、継続的に開発を進める必要があります。

一方、アルミニウムはエネルギー転換を考える際にすぐに思い浮かぶような素材ではありませんが、直接的にはEVや風力発電用のタービン等で、間接的には銅不足を補う代替として、長期的には生産者が恩恵を受けることになると考えられます。足許では、欧州を中心にマクロ経済による逆風の影響を大きく受けています。アルミニウムの生産能力を調整することが他の素材より困難であることを勘案すると、価格は底値に達した、あるいは近いとM&Gは考えています。しかしながら、電力価格が大幅に下落すると、アルミメーカーの費用曲線も下方シフトする可能性が高くなることには注意が必要です。

...多くの金属が
エネルギー転換
を促進するうえで
重要な鍵になる
という構造的な追
い風を受けてい
ます

²⁶ 費用曲線とは、特定の産業の生産能力と総生産量を基に生産コストを推定するもの。投資家は、コモディティの現在価格と費用曲線を比べることで、生産者の採算性を推定することができ、また、価格の支持線を推定することや特定の産業のどの企業の生産コストが高いかを推定することも可能。90パーセントを超えているというのは、世界生産のアルミニウムで上位10%の高コストであることを意味しており、このような企業は一般的に「限界生産者（市場占有率が低く、市場が縮小する際に、倒産する可能性の高い企業）」とみなされる。価格が限界生産者の生産コストを下回る状態が続けば、生産は中断され、その結果、理論的には需給が均衡状態に戻る。つまり、90パーセントは価格支持線、すなわち、損益分岐価格の目安であると言われている。詳細は Cost curves (ft.com) をご参照ください。

エネルギー転換の追い風を受ける素材として、EVや太陽光発電による電力貯蔵などに使用されるリチウムイオン蓄電池に欠かせないリチウムを挙げる必要があります。2023年で最も価格変動が大きかった金属がリチウムであったことは明らかなです。需要を満たすためには、2030年までの間に採掘量を年率で15～20%増加させる必要があると予測されています。

供給が増加しても、需要と完全に一致することはまずないと言えます。余剰が発生する期間が必ず発生します。このことは、バリューチェーンにおける最近の在庫調整と相まって、価格の重しになっています。リチウムの下値がどの程度になるかは、今後採掘される、品質に劣るリチウムのコスト次第であるため、不透明性が強く、銅やアルミニウムより予測が困難です。

まとめますと、銅とアルミニウムの下値リスクは限定的ですが、リチウムに関しては、採掘される品質が一定せず、素材として急成長しており、市場が成熟段階にないことから、下値がどの程度であるかを推測することはより困難だというのがM&Gの意見です。





転換社債

デービッド・ロマーニ
転換社債 運用担当者



エネルギー転換：転換社債市場での投資機会

エネルギー転換の投資機会を理解するために、まず転換社債の投資ユニバースを以下の4つのセグメントに分類します。

- 再生可能エネルギーを使用した発電に直接取り組んでいる、「中核」および「特化型」の発行体
- 電力会社をサポートするイネイブラーおよびサプライヤー（原材料、電池用部品、ケーブル等）
- 段階的な脱炭素化（二酸化炭素排出量削減）を計画している従来型の電力会社
- EVメーカー（EVもエネルギー転換に寄与する）

4つのセグメントを合計すると、Refinitiv Global Focus指数を構成する735銘柄のうちの69銘柄（約9%）になります。ウェイトでは同指数の約14%となり、米国の公益事業のウェイトが7%と高いことがその要因です。米国の公益事業の全社とも、転換社債のユニバースでは比較的新しい銘柄です（2023年中に発行した企業は6%）。

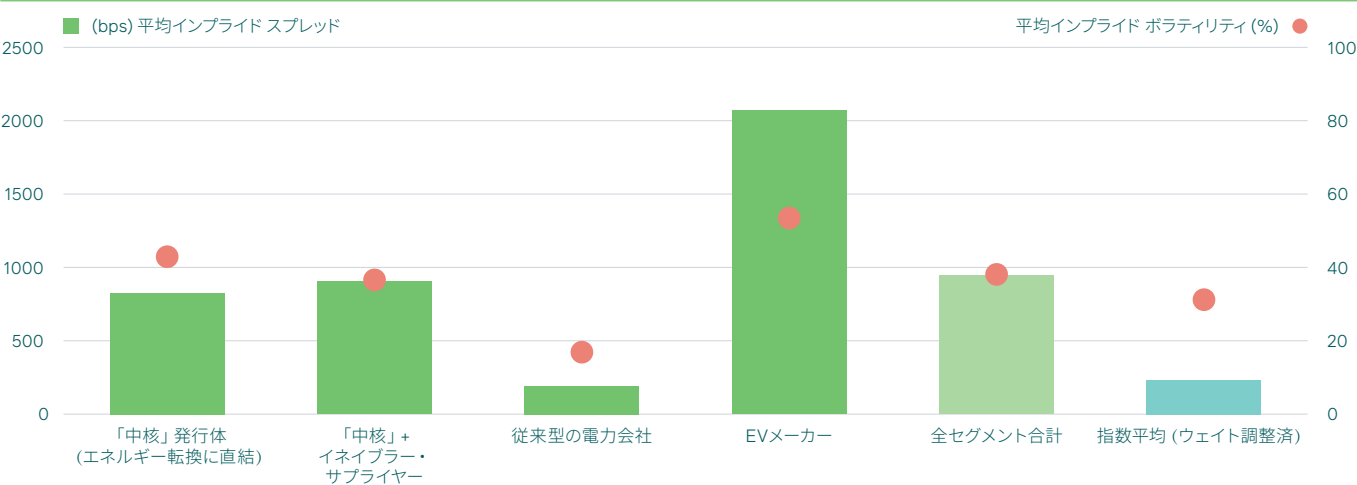
「中核」およびイネイブラー・サプライヤーに関しては、業歴が長く信用力の高い企業と、ビジネスモデルが実証されていないにもかかわらず設備投資需要が旺盛で、キャッシュバーンレート（単位期間当りに消費する現金を示す指標）が非常に高い新興企業が混在しています。そのため、インプライドスプレッドの平均値は800～910bps程度と高く、ボラティリティも36～43%と高くなっていますが、ビジネスモデルが確立された企業とそうでない企業の間には顕著な違いがあります。

当然のことでしょうが、優良企業の代表は従来型の電力会社であり、一般的に投資適格格付を取得しており、ボラティリティが低く、株式の配当利回りは比較的高く（多くの場合4～5%）、増配率も1桁台半ばです。このような企業は、既存の設備を段階的に脱炭素化しながら、電力需要の増加に対処するために多額の設備投資を必要としています。市場と当局による規制に問題が起きなければ、投資額に見合うだけの収益を確保できるはずですが、このような企業が発行する転換社債のほとんどは償還期限が比較的短期で、希薄化防止条項がないこと、デルタが低いこと、実質的な転換プレミアムが大きいといったストラクチャーであることから、転換できる可能性は低く、リターンの源泉がクーポン収入だけになる可能性が高くなります。つまり、現在このセグメントには魅力的な投資機会が見当たらないということです。

最後のセグメントであるEV専門メーカーは、そのほとんどが設立間もない独立系の企業で、規模も小さく、企業によっては試作車に毛の生えた程度の製品しか生産していないにもかかわらず、多額の設備投資計画の下、高いキャッシュバーンレートが見込まれるような企業です。非常にリスクの高い事業であることを受けて、インプライドスプレッドは平均して2,070bps程度と厚く、ボラティリティも約53%に上ります。EVのイメージキャラクター的存在であるテスラ（Tesla）は、かつては転換社債を多く発行していましたが、現在は発行しておらず、また、テスラよりも成功している中国のEVメーカー（BYD等）はいずれも転換社債を発行していません。

2024年になり、エネルギー転換関連企業の株価は以前に比べてはるかに正当な水準になっており、...
銘柄を厳選する投資家にとっては投資の好機となっています

図表5：エネルギー転換銘柄のセグメント – インプライド スプレッドとボラティリティ



出所：M&G Investments、2023年12月

エネルギー転換関連企業が発行する転換社債の投資機会を分析する際は、他社の技術や政府の補助金制度等に依存する企業ではなく、他社にない技術など独自の成長ドライバーを有する企業を選好します。そのため、極めて楽観的な売上見通しに基づいた強気の生産拡大計画を掲げる企業を懐疑的に見ます。また、バリュエーションを重視する必要があります。なぜならば、確立された企業とは対照的に、「新しいソリューション」を掲げる多くのエネルギー転換企業のバリュエーションは、投資家の熱狂ぶりを反映して正当化できない水準になっていることが多いからです。

上記の方針に基づき、米国企業では補助金に大きく依存する屋上ソーラーパネル設置業者や、EVのスタートアップ企業などは投資対象外としています。一方、送電ケーブル メーカーや、電気モーター用の磁石に使われるレアアースの採掘業者には投資しています。

2024年になり、エネルギー転換関連企業の株価は2021～2022年に比べてはるかに正当な水準になっており、銘柄を厳選する投資家にとっては投資の好機となっています。エネルギー転換関連企業は多額の投資資金を必要としていることから、大量の転換社債が、投資家にとって魅力的な条件で発行されることが予想されます。これまでと同様、M&Gは銘柄を厳選する方針であり、魅力的なリスク調整後リターンが期待できる、高い信用力と魅力的なバリュエーションを備えた強固な企業を選好します。





マルチアセット

マリア・ムニッキ
マルチアセット 運用担当者



COP28:株式銘柄の厳選および戦術的資産配分の投資機会

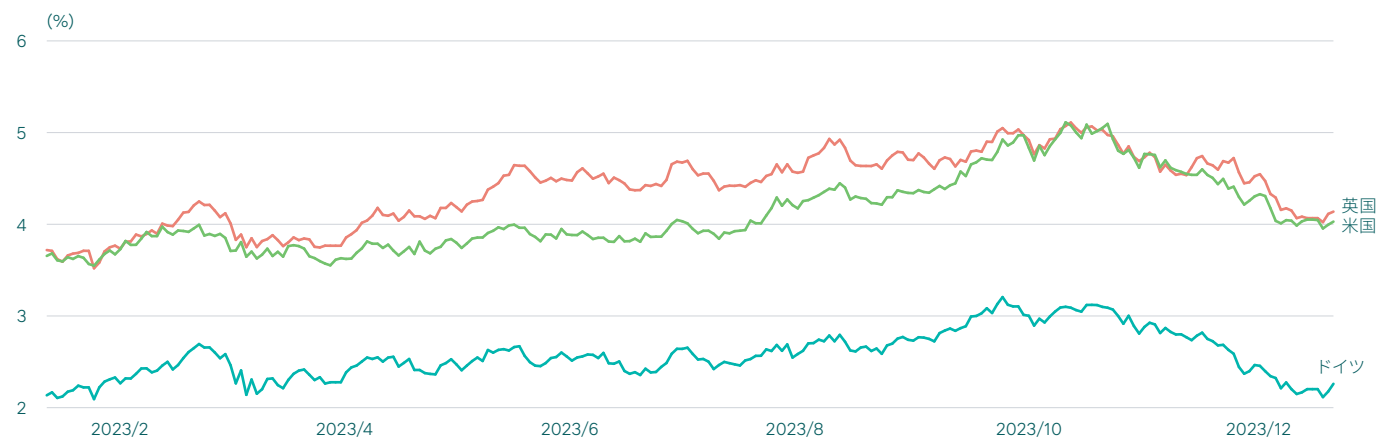
昨年12月にアラブ首長国連邦で気候変動枠組条約締約国会議 (COP) が開催され、その結果が投資家や資産運用会社にとって大きな議論を引き起こす内容であったと同時に、これまでのCOPの中でも重要度が高い結果内容だったと考えます。主催国が、世界有数の産油国であるアラブ首長国連邦であり、参加国数が約200にも上り、過去のCOPにおいて交渉をまとめるのが容易ではないという歴史があったなかで、気候変動と闘うために化石燃料の使用を削減するという前例のない合意に達しました。当たり前のことを言っているにすぎないと思う人もいるでしょう。国連気候変動事務局長のサイモン・スティル氏は、「この合意内容は天井ではなく、床である（最終目標ではなく、出発点である）」とコメントしました。

投資家や資産運用会社としては、化石燃料が世界各国の経済に果たしている役割、およびマクロ経済への影響力を考慮すると、各国が合意内容をどのように解釈し、どのように実行に移すかが大きな意味をもつことになるでしょう。

長期的な視点に立つと、化石燃料を使用したエネルギーへの依存が大幅に低下することで、インフレ率が低下・安定する可能性があり、また、太陽光や風力を使用した発電の増加によるコスト削減が見込まれ、その結果、家計の可処分所得が増加し、消費の拡大につながる可能性もあります。エネルギー転換がマクロ経済に与える影響を予測することは困難であり、その時々で与える影響が変化することが想定されますが、ここ数年で見られたように、マクロ経済に与える要因が大きく変化することで、金融市場のボラティリティが高くなる可能性があることに投資家や資産運用会社は注意を払う必要があることは確かです。

2023年も、それ以前と変わらず、投資家が最も注視したのはインフレ動向と金利の変動であり、その結果、債券価格のボラティリティが上昇しました。特に第四半期には、投資家による金利動向の見方が大きく変化したことで、先進国国債市場における価格変動が極端に大きくなり、資産配分を戦術的に行う投資家に魅力的な投資機会がもたらされました。例えば、30年物のドイツ国債利回りは3.2%から2.2%に低下し、わずか数週間で25%近いキャピタルゲインを獲得することができた計算になります。

図表6: 英国・米国・ドイツの30年物国債の利回り



過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを予測するものではありません
出所: Bloomberg、2023年12月29日

投資家が最も注視しなければならないのが金融政策であることは今後も変わらないと考えます。ただし、インフレ率が落ち着いてきたことから、経済成長のドライバーに投資家の衆目が集まり始めるかもしれません。

株式投資については、中立的な投資スタンスを維持し、その中でも引き続き、欧州のようなバリュエーションがより魅力的な市場を選好します。また、欧州企業は、炭素排出強度の測定・モニタリング・ターゲティングの枠組み作りが進んでおり、脱炭素化に関しては他地域の企業の一步先を走っているとM&Gは考えています。一方、エネルギー転換に関連する企業には、世界的に投資機会があると考えています。2023年は、このような企業にとって、金利の上昇やサプライチェーンの混乱に伴うコスト上昇の影響で厳しい年となりましたが、このような逆風要因は緩和し始めていると考えます。

債券投資については、通常よりも高いボラティリティが続くことで、戦術的な資産配分の投資機会がもたらされる可能性があると考えています。ただ、長期的な観点からは、現在の利回り水準は魅力的であり、今後数か月間で成長が減速するようになれば、なおさらです。足許では、先進国国債に新たな投資機会を見だし、イタリア、英国、ドイツのグリーンボンドなど、さまざまな銘柄への投資を通じて、リスク分散とサステナブル投資の両方の効果を獲得することができました。

マルチアセット戦略については、2024年もマクロ経済関連のデータや市場価格の変動が投資家の予想どおりにならない可能性があり、引き続き戦術的な資産配分の投資機会がもたらされると考えています。現在、どの資産クラスにおいても実質利回りが上昇していることは、長期リターン（キャピタルゲインとインカム収入）、およびリスクオフ環境下におけるリスク分散効果が比較的高いマルチアセット戦略にとって好ましい環境だと考えます。また、長期的な視野をもつ投資家は、低炭素エコシステムへの転換など、特定の長期的な投資テーマに沿った資産配分戦略に投資することも検討する価値があると考えます。COP28で合意した内容を実現させるための道のりはまだ長いですが、その過程で投資の好機が訪れると強く考えています。

COP28で合意した内容を実現させるための道のりはまだ長いですが、その過程で投資の好機が訪れると強く考えています





本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。

本資料は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言又は投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、又は取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、又は特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別ファンド又は個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。本資料が提供する情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、独自の検証は行われておらず、M&Gは、情報の正確性、完全性及び信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測及び将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知及び未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンス又は事象が、本資料において明示的又は黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。

M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係也没有。本資料は M&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、原文を優先します。JAN 24 / W1139904

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第2942号

加入協会:一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会