

グリーン銘柄は強弱まちまち

グリーンテック

2021年6月21日

Chief Investment Office GWM

Michelle Laliberte, CFA, Thematic Investment Associate, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Laura Kane, CFA, CPA, Head Thematic Research Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Carl Berrisford, Analyst, UBS AG Hong Kong Branch; Sacha Holderegger, CFA, analyst, UBS Switzerland AG; Hartmut Issel, CFA, Analyst, UBS AG Singapore Branch; Chisa Kobayashi, Analyst, UBS Securities Japan Co., Ltd.; Rolf Ganter, CFA, Analyst, UBS Switzerland AG

- グリーンテック銘柄のパフォーマンスはセクターにより強弱まちまちの状況が続いている。クリーンエネルギーは軒並みアンダーパフォームしているが、グリッド・インフラストラクチャーなど他のサブセクターは底堅く推移している。米国ではバイデン米大統領が提案する大型インフラ投資計画の行方にも注目が集まっており、これが相場変動の一因となる可能性がある。
- グリーンテック市場の一部にはまだ大きな成長機会があるとみている。短期的には銘柄選別がパフォーマンスに影響しうが、長期的な見通しはグリーンテック全体にわたって引き続き良好である。
- リスク許容度が高い長期投資家には、足元の調整とボラティリティ(株価の変動率)は今後10年の長期的な成長機会に投資する好機となるだろう。
- 投資戦略としては、サプライチェーン企業に対してグローバルに分散投資することを勧める。短期的に妙味がある銘柄としては、グリーンテック企業に供給する部品メーカー、水素事業に参入している工業用ガス企業、グリーンテックを推進するイネーブリング技術などが有望と考える。

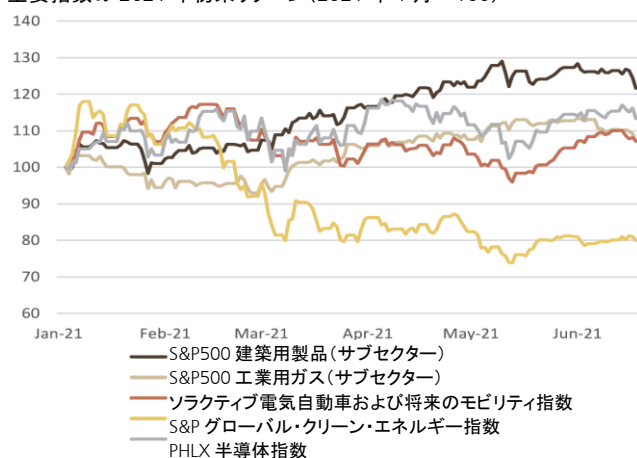


グリーンテックはクリーンエネルギーだけではない

我々の定義するグリーンテックには、クリーンエネルギーだけでなく、脱炭素化を支援・実現するさまざまな技術も含まれる。具体的には、風力や太陽光技術に加えて、エネルギー効率改善のためのソリューション、バッテリーおよび蓄電技術、電気自動車(EV)向け部品、水素、半導体などのイネーブリング技術もグリーンテックに含めている。昨年から2021年現在までのパフォーマンスは、セクターによってまちまちの展開となっている(図表1参照)。

図表 1: グリーンテックの年初来パフォーマンスはセクターによってまちまち

主要指数の 2021 年初来リターン(2021 年 1 月 = 100)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021 年 6 月 20 日

本稿は、UBS Financial Services Inc. (UBS FS)、UBS AG Hong Kong Branch、UBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch および UBS Securities Japan Co., Ltd. が作成した "Greentech: Revisiting the green "bubble" " (2021 年 6 月 21 日付) を翻訳・編集した日本語版として 2021 年 7 月 6 日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

グリーンテック

2020年、再生可能エネルギー企業のパフォーマンスは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大にもかかわらず底堅い需要に加え、政策の後押し期待にも支えられて、非常に堅調に推移した。その結果、バリュエーションは長期平均を大幅に上回る水準にまで上昇した。だが、2021年2月26日付レポート「グリーンテック：市場はいまグリーンバブルか？」で指摘した通り、バリュエーションはサブセクター間で、また、サプライチェーンの段階によっても大きく差が開いた。こうした株価の動向は2021年上期のパフォーマンスにも顕著に表れた。例えば、ナスダック・クリーンエッジ・スマートグリッド・インフラストラクチャー指数のパフォーマンスは、年初からS&P500種株価指数と同様に上昇したが、同グリーンエネルギー指数は下落した(2021年6月20日現在)。同様に、売上に占める燃料電池機器の比率が高い水素専門企業は、年初から市場全体をアンダーパフォームしており、株価は昨年の急騰から反落し妥当な水準にまで調整している。一方、水素関連事業に参入している大手工業用ガス企業で構成されているS&P500種工業用ガス(サブセクター)指数のパフォーマンスは相対的に良好で、年初来の絶対リターンはプラスである。また、イネープリング技術の1つである半導体も、年初からのパフォーマンスは堅調である。

こうしたパフォーマンス格差は、バリュエーションだけが原因ではなく、市場全般でグロース株から景気に敏感なバリュー株へのローテーションが起きていることも要因の1つと考える。コロナ禍では長期成長企業が注目され、中心となるテクノロジー銘柄が買われた。だが直近では経済活動の再開が本格化する中で、リフレ環境が追い風となるセクターへの切り替えが進んでいる。こうした中、金利の影響を受けやすいグリーンエネルギー企業が低迷する一方、HAVC(暖房、換気、および空調)やインフラ関連銘柄等の景気循環色の強い銘柄が買われる展開となった。

投入コストの上昇をめぐる懸念

バリュエーションと金利上昇は、グリーンエネルギー銘柄が下落した一因ではあるが、グリーンテック銘柄のパフォーマンスが低下した主因は投入コストである。その1つが半導体だ。他の最終市場と同様、EVや再生可能エネルギーでも半導体の供給が逼迫している。EVはガソリン車よりも多くの半導体を搭載しており、既存のガソリン車1台あたりに占める半導体価格が平均約330米ドルであるのに対し、EV車では最大で1,000米ドル近くに上るほどだ¹。このため、大手自動車メーカーは半導体の供給不足を理由に生産停止や減産を強いられ、部品メーカーも厳しい状況に直面している。だが、半導体不足にうまく対処している企業もあり、短期的なボトルネックがEVの長期成長ストーリーを阻害することはないと考える。確かにEV市場の競争は激化しており、企業間の品質や生産能力の差異は意識する必要がある。だが、再生可能エネルギーとEVの連携を実現する最近の合併企業や、連邦・地方政府の所有車両のEV化を進める動きなどを追い風に、EVの成長見通しはさらに上向くと予想する。

供給が逼迫しているのは半導体だけではない。コロナ禍からの回復に伴う急激な経済活動の再開が、景気循環セクター(原材料を含む)に対する需要圧力を生み出している。グリーンテック産業に欠かせない鉄鋼、銅、アルミニウム、ポリシリコンなどの原材料価格は軒並み上昇している。だが、こうした重要な材料の供給不足は、コロナ禍からの経済回復という異例の環境に起因する短期的な現象であるとみられ、ここからさらに価格が大きく値上がりするとは考えていない。また、2022~2023年にかけてポリシリコンの増産計画があり、これが足元の供給不足の解消に寄与するだろう。投資家は、原材料の製造を手掛ける企業にポジションを取ることで、これらの最終市場の成長を捉えることができるだろう。一方、ポリシリコンの全世界の供給の半分程度を生産する中国の一部地域で強制労働が疑われている問題に対しバイデン米政権が懸念を表明していることから、米国の政策動向にも引き続き注視していく(訳注:米国は6月24日、同地区で生産された太陽光パネルの原料の一部を輸入禁止とした)。

だが、こうしたコスト上昇の懸念は、強い成長を示すデータにより相殺されている。一部のグリーンエネルギー企業は、投入コストの上昇にもかかわらず、今年の業績予想を引き上げている。同様に、中国のEV市場も2021年半ばまで底堅く推移している。これは、中~高級クラスの新型EVモデルが相次いで市場に投入されたことで需要が伸びたことが背景にある。また、グリーンエネルギー指数の低迷とは対照的に、発電容量は拡大している。米国クリーン電気協会(American Clean Power Association)によれば、クリーン電気業界の新規発電容量は、2021年1-3月期(第1四半期)に過去最大の伸びを示した²。具体的には、風力発電の第1四半期の発電容量は、前年同期比で40%以上増加している。

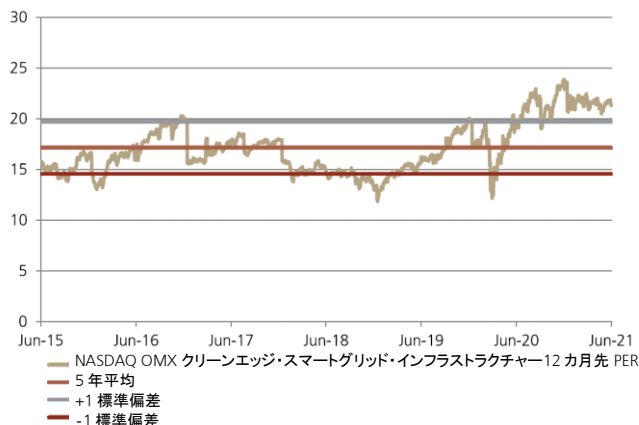
今後の展開は？

今後の展開については、米インフラ投資計画案の可決見通しが高まるまではバリュエーションがパフォーマンスの重石となるだろう。需給逼迫の解消見通しもおお透明であることから、投入価格も引き続き焦点となる。グリーンエネルギーのバリュエーションは長期平均と同程度まで調整しており、グリッド・インフラストラクチャー企業のバリュエーションも長期平均をおよそ1標準偏差上回る水準で横ばい推移している。だが、これらの指数にはまだ割安感はない(図表2および3参照)。グリーンテックは今後さらなる成長が見込まれることから、投資機会は依然健在とみているが、投資家は株価上昇を誘引する材料を待つ局面に入ったと考えられる。バイデン大統領が提案するインフラ投資計画の一部は最終的に成立すると予想するが、その規模が当初想定を下回るリスクも意識される。一部のグリーンテック銘柄、特にバリュエーションが高い企業や、インフラ法案期待から上昇していた建築エネルギー効率のソリューションを手掛ける企業は、当面、高ボラティリティが続く可能性がある。

グリーンテック

図表 2: グリッド・インフラ関連銘柄のバリュエーションは長期平均+1 標準偏差を上回っている

指数の 2021 年初来リターン(2021 年 1 月=0)



出所: ブルームバーグ、UBS、2021 年 6 月 20 日

図表 3: クリーン・エネルギー関連銘柄のバリュエーションは 2020 年に急騰後、妥当な水準まで低下



出所: ブルームバーグ、UBS、2021 年 6 月 20 日

地域別投資見通し

中国

中国製の太陽光発電用ガラスは、3.2ミリの価格が1㎡当たり40人民元から20人民元に下落した後、6月に底値を打った模様だ。我々は、第2四半期末における需要の季節要因に加えて、ポリシリコンの供給不足がこの急落を招いたとみている。第3四半期に向けて、前述の増産計画によりポリシリコンの価格が直近高値から下落するかどうかには市場の注目が移ると考える。これを踏まえて、我々は太陽光発電用ガラスメーカーの中で、今年株価が最も調整している銘柄に特に強気の見方を維持する。風力発電の川下セクターについては、第2四半期に、省政府が省境で風力発電を運用する事業者と合弁企業を立ち上げ、補助金を拠出する計画であると報道されたことが、市場に好感されている。

中国のEV市場では既存の自動車メーカーの参入が進んでいる。既存メーカーは高級EVモデルにマーケティング戦略をシフトしている。このため、今後は新規参入による競争が加速し、市

場シェアが減少するものと見られる。EVセクターでは引き続き銘柄選定が重要である。最近の中国EV銘柄の回復は、世界的な半導体不足が恐らく底を打って最悪期を脱し、徐々に回復しつつあるとの見方が強まったことが一因である。

アジアのEVバッテリーメーカーとその川上にあるサプライヤーは、アジアの自動車メーカーの高い稼働率を背景に、今年上期も引き続き受注が伸びている。加えて、政府支援や補助金に誘発された欧米など海外自動車メーカーからの需要も高まってきている。引き続きアジアのバッテリーメーカーには強気だが、バリュエーションが高く大半の好材料が織り込み済みである川上のバッテリー材料サプライヤーには慎重な見方を強める。

欧州

グリーンテックに対する政策支援は依然として手厚い。欧州では、年後半にEU復興基金の第1回の資金配分が行われる。米国のインフラ投資計画案の行方はなお不透明だが、EU復興基金による排出削減対策に対する追加投資、再生可能エネルギー、電力供給網、EV投資への支援は、欧州グリーンテック企業にとってさらなる支援材料になるだろう。欧州の大手再生可能エネルギー・デベロッパー、事業者、メーカーはすでに米国でも大きな市場シェアを握っており、今後数年にわたりこの主要市場で巨額の投資を計画している。EVやエネルギー効率に注力する大手企業も、最近の米国や欧州での動向が追い風になるだろう。我々は総じて「欧州のグリーンテック」というテーマには引き続き強気であり、再生可能エネルギー、エネルギー効率、バッテリー、水素、デジタル化といった分野の大手グリーンテック企業に対して、バランスよく投資する戦略を重視する。

日本

日本政府は6月2日、「2050 年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」案を示した。14の重点分野に変更はなかったが、地熱発電に一層焦点を当てることが盛り込まれた。太陽光や風力発電に加えて、政府は中核的な発電源として水素技術にも注目している。日本のインフラ設備は大部分が1970年代から1980年代に建設され40年以上経過しているため、設備の更新が必要である。「2050年カーボンニュートラル」目標を追い風に、今後数年は特にクリーンエネルギー転換(システムを含む)に向けたインフラ支出が拡大すると考える。再生可能エネルギー設備の必要性や、強力な政府支援を考えると、グリーンな社会構築に向けたインフラ刷新に長期的な投資機会が見出せる。

米国

引き続き主要企業には妙味があり、長期的なポジション構築を推奨するが、インフラ投資法案との関連性が強いとみられる企業を中心に、短期的に高ボラティリティが続く公算が大きい。今後数カ月で最も妙味がある銘柄としては、複数のグリーンテック企業に供給する部品メーカー、水素関連事業に参入している工業用ガス企業、グリーンテックを支援するイネープリング技術企業などが有望と考える。

1 Lawrence, Amanda, VerWey, John, The Automotive Semiconductor Market – Key Determinants of US Firm Competitiveness, Executive
2 Clean Power Quarterly Q1 2021, American Clean Power Association Briefings on Trade, US International Trade Commission (USTIC), May 2019.

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価値、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また UBS では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。

株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。

また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

グリーンテック

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

© UBS 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号