

ESG 目標を達成しながら、魅力的な投資成果を実現

マニュライフ・インベストメントのアジア債券サステナブル投資戦略



マレー・コリス
アジア債券部門副 CIO(除く日本)

サステナビリティは投資パフォーマンスを向上させる重要な経済的要因として、グローバル投資家だけでなくアジア投資家の注目度も高まっています。

アジアでは新たに環境・社会・ガバナンス（ESG）要因に対する気運が高まっており、投資家がこの分野に明るい見通しを持っていることが最近の動向に明確に表れています。多くのアジア諸国がすでにカーボン・ニュートラルの実現を表明し¹、他の各国政府も追随すると見られるため、ESG 関連の債券戦略は増加することが予想されます。実際にパンデミックを受けて、2020 年のグローバル市場で発行されたグリーン・ボンドの数は 2019 年から 13%増加し、ソーシャル・ボンドは 8 倍以上に増加しています。世界的な動向はグリーンやサステナブルの名を有する債券セグメントのさらなる成長を後押ししています²。



エリック・ニーチ
アジア ESG ヘッド

ESG はアジアでは比較的新しい概念ですが、マニュライフ・インベストメント・マネジメントは 10 年以上にわたって債券を含む運用プロセスに組み込んでいます。多くのグローバル投資家は ESG の「G」の要素に重点を置き、一部には「E」を重視する投資家もいますが、私たちはサステナブルの成果達成にはどれも等しく重要であると考えています。いずれにしても、特に債券に関しては ESG 課題に対するより包括的なアプローチを検討することが重要だと考えています。

本稿では、なぜ投資家が ESG 債券戦略とその社会的利益への関心の高まりに注目して様々な期間におけるリターンを理解すべきなのか、その理由について考察します。

サステナブル債券投資は、投資収益を損なうものではない

アジアでは、投資家の観点から見てサステナブル債券戦略への投資が有益であるとの認識が高まりつつあると見えています。

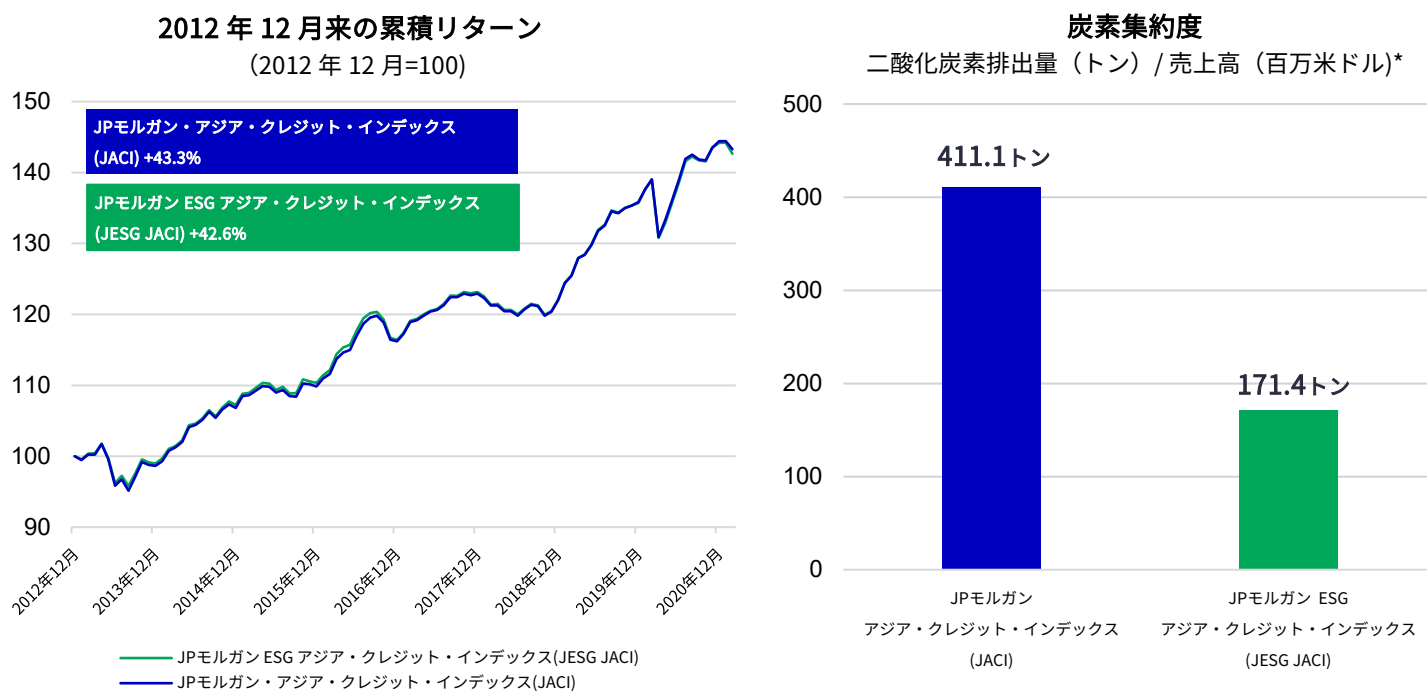
アジアのサステナブル債券投資家の主な問いの 1 つは、こうした ESG 目標のためにリターンを犠牲にしなければならないのかということです。厳密な投資収益の観点から見ても、多くのリサーチや学術的研究は ESG 分析がポートフォリオの価値を向上させることを裏付けています。例えば、2015 年から 2020 年までに発表された 1,000 本以上の研究を考察した[最近の論文](#)は、投資収益がマイナスになったのは全体のわずか 14%しかないことを明らかにしています³。これはサステナブル投資がリターンを損なうものでないことを示す市場でのエビデンスで裏付けられています（図 1 を参照⁴）。この分野の投資機会を選好するもう 1 つの理由は、従来の財務指標を超える真に包括的な利益をもたらす可能性があるという点です。

ベンチマークをアウトパフォームすることは、今や単なるリターンの差だけにとどまらず、多面的な要素があります。これには、炭素集約度（E）、人口高齢化を支える能力（S）、ガバナンス体制の強靱化（G）といっ

た ESG 要因の分析も関係します。特定のサステナブルなポートフォリオがベンチマークと連動しながら、炭素排出量を大幅に抑制している場合は、それは気候関連の目標を支えることになります。

例えば、JP モルガン ESG アジア・クレジット・インデックス (JESG JACI) の 2012 年 12 月から 2020 年 11 月までのリスク調整後累積リターンは JACI と同水準を示しています。しかし、炭素集約度を見ると、JACI の社債構成銘柄は売上高 100 万米ドル当たり約 411 トンの二酸化炭素 (CO₂) を排出しています。対照的に JESG JACI の構成銘柄の売上高 100 万米ドル当たりの CO₂ 排出量はわずか 171 トンです。

図 1: アジア債券における ESG 指数と伝統的指数の比較⁵



このことは、サステナブル投資は将来のリターンを向上させる可能性が高いという私たちの考えをサポートするもので、ESG 関連債券のパフォーマンスはサステナビリティに配慮する投資家の共感を呼ぶと思われます。

マニュアルのアジア債券サステナブル投資戦略とは？

マニュアル・インベストメント・マネジメントは 2020 年 8 月にアジア債券サステナブル投資戦略 (以下、当戦略) を設定しました。当戦略にはサステナブル投資に関心を持つ投資家にとって極めて重要な利点があると考えています。例えば、ESG 債券へのエクスポージャーと ESG に関連した投資テーマを明示的に表明していることです。当戦略は運用開始以来、ベンチマークをアウトパフォームしています⁶。

ESG 債券へのコミットメント

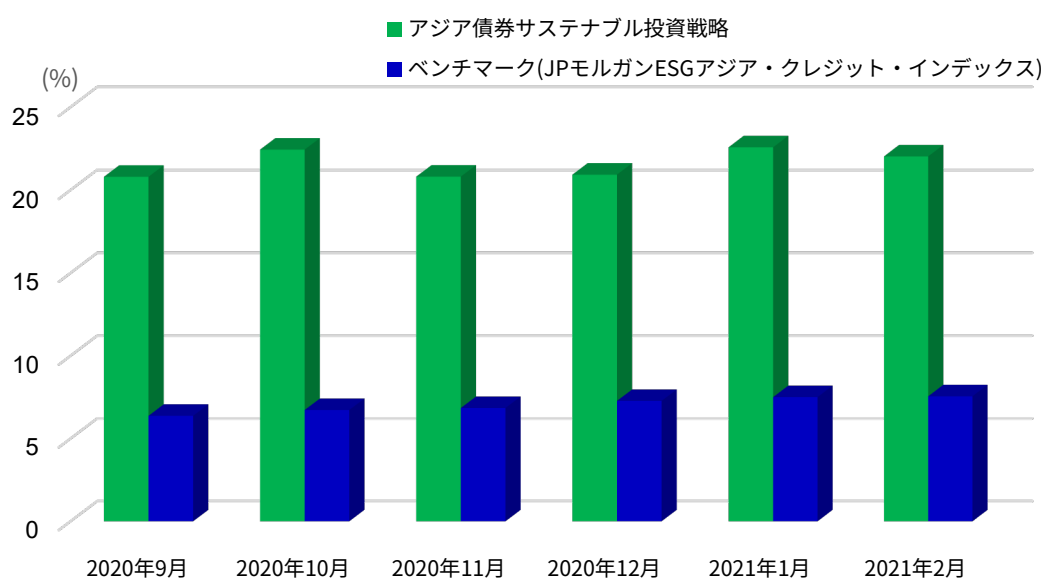
私たちは、当戦略が ESG 債券戦略として偽りのない戦略であるよう、強いコミットメントのもと運用を行います。以下 2 つの方法で、これを実現します。

第 1 に、当戦略は優れた ESG 慣行を実践するアジアの発行体をトラックする JP モルガン ESG アジア・クレジット・インデックス (JESG JACI) をベンチマークとします。運用プロセスでは標準的なポジティブ・スクリーニングを使用します。最終的に ESG の好ましい成果達成に重点を置きます。

第2に、私たちは当戦略では ESG 関連債券への最低配分比率を 15%とする基準を設定しています。また ESG 債券とグリーン・ボンドをすべてレビューし、当戦略としてそれぞれの債券を本当に ESG 債券として見なしてよいのかを確認します。投資家は、誇大表示をする社債やソブリン債に投資して利回りや戦略のパフォーマンスを高めようとする可能性（「グリーンウォッシング」と呼ばれる）のある ESG 関連戦略には注意する必要があり、こうした取り組みは不可欠です。

設定以来、当戦略における ESG 債券の組入比率は、設定した最低基準および戦略のベンチマークを大幅に上回っています（図2を参照）。

図2：アジア債券サステナブル投資戦略における ESG 債券組入比率の推移（設定来）⁷



ESG 投資へのテーマに基づくアプローチ

アジア債券サステナブル投資戦略は、気候変動の緩和、人口高齢化に伴う支援、優れたコーポレート・ガバナンスの推進の3つを主要投資テーマとしています。これらのテーマに関連した課題に取り組む企業や政府に大きな投資機会があると考えています。

テーマ1 気候変動の緩和

投資機会：世界中の政府と企業にとって気候変動の重要性は増しています。世界の炭素排出量の50%近くを占め、持続的な成長に伴い世界のエネルギー需要の大半を占める可能性があるアジアには特に大きな機会が見込まれます⁸。中国、日本、韓国、香港は今世紀半ばにカーボン・ニュートラルを達成することを宣言しています。これに対応して、アジア市場の多くで大気汚染物質や炭素排出量の多いセクターや企業に対する規制圧力が強まっています。

マニュアルのアプローチ：ESGのパフォーマンスが優れている企業は、そうでない企業に比べて深刻な規制圧力に直面することは少ないと思われます。よりクリーンな低炭素経済への変化を促す新しい製品やサービスは新たなビジネス機会をもたらすため、事業見通しも比較的良好です。対照的に、懲罰的規制を受ける可能性のあるセクター（燃料炭採掘など）には、投資を行いません。また、排出量の多い企業とは、カーボン・フットプリントや大気汚染フットプリントの削減計画を確認するために話し合いも行います。

テーマ2 人口高齢化に伴う支援

投資機会: 多くの国々が急速な人口高齢化の課題に直面しています。アジアでは日本が世界で最も高齢化した人口を抱え、韓国、台湾、シンガポールは今後 20~30 年間に急速な人口高齢化が見込まれており、深刻な社会変動の最前線にあることは間違いありません。しかしこうした課題は、政府や企業に高齢者の健康増進と全般的な生活の質向上のための革新的な製品やサービスを提供する機会ももたらします。

マニユライフのアプローチ: 人口要因や消費者の行動の変容といった社会的動向へのエクスポージャーは、企業にとって取り組みを要する問題になる可能性があると思われます。しかし、私たちは企業がこうした社会的な課題をどのように捉え、中長期的に予想される動向に合わせて現行のビジネス・モデルをどう調整していくのかを注視しています。資産配分の観点から、こうした課題への取り組みに不可欠な資金を提供するための「ソーシャル・ボンド」のオーバーウエイトを継続する方針です。また、健康や貯蓄/財産形成に害を与える恐れのある業種は避け、カジノ関連のセクターは除外するようにしています。

テーマ3 優れたコーポレート・ガバナンスの推進

投資機会: 多くのアジア市場におけるコーポレート・ガバナンス基準は徐々に改善しつつあるものの、依然として他の地域に比べると後れが見られます⁹。法律要件が国ごとにまちまちであることに加え、透明性や情報開示の質の低さが投資家の課題となっています。しかし、コーポレート・ガバナンス基準に差異があることは、厳密なリサーチとデュー・デリジェンスに基づいてガバナンスの優れた企業を特定できる経験豊かなクレジット・アナリスト・チームにとっては良い投資機会にもなります。

マニユライフのアプローチ: アジアに幅広く現地拠点を構え、独自の強固なクレジット専任チームを有することにより、私たちはガバナンスに関する問題をそれが公になる前に見出すことが可能な強力なリサーチ体制を有しています。私たちは、透明性に優れ、質の高いガバナンス体制を備え、高水準のジェンダー・ダイバーシティと独立性を有する最優良企業に重点を置いています。対照的に、頻繁な関連会社取引、不透明なビジネス・モデル、脆弱なガバナンス体制といった深刻な問題の兆候を示すコーポレート・ガバナンスの「危険信号」を徹底的に監視します。

マニユライフの ESG における優位性

マニユライフ・インベストメント・マネジメント独自のサステナブル債券投資手法にはいくつかの優位性があります。私たちのアプローチは、アジアでの長年にわたるビジネス実績に立脚した、幅広い現地のリソースと独自の確固としたクレジット・リサーチ手法を基盤としています。さらに、ESG 手法の世界的な導入・実践への揺るぎないコミットメントにより、世界各地域の主要団体に参加し、ESG 関連アワードも受賞しています。

アジアでの確固とした基盤と独自の幅広いリサーチ・ネットワーク

マニユライフ・インベストメント・マネジメントは大手グローバル金融機関として、アジアで 100 年以上にわたるビジネス実績を有しています。アジア債券チームは、アジア域内 11 の市場に戦略的に配置された 80 名以上の専任プロフェSSIONナルにより構成され、650 億ドルを超えるアジア債券資産を運用しています¹⁰。

アジアに深く根ざした事業の展開は極めて重要な競争優位性につながっています。幅広い現地ネットワークを通じた情報収集と独自のリサーチが可能となり、より多くの有益な情報に基づく迅速な投資判断につながっています。

アジア債券チームはアジア債券サステナブル投資戦略やアジア・トータル・リターン戦略と同じ運用チームで、Asia Asset Management のアジア・ボンド（10年債）カテゴリにおいて「Best of the Best Awards 2021」、 「Benchmark Fund of the Year Awards 2020」のアジア債券カテゴリ（香港、台湾、シンガポール）において「Best-in-Class」、「Outstanding Achiever」を含む、数々のアワードを受賞しています¹¹。

ESG における徹底した取り組み

マニユライフ・インベストメント・マネジメントは債券における ESG 手法の徹底した取り組みによって数々の賞を受賞し、世界各地の ESG 団体やイニシアティブにも参加しています。

- マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、国連の責任投資原則（PRI）により、組織とポートフォリオ全体の気候に関する報告により責任投資の卓越性を示しているとして、PRI リーダーズ・グループ2020に選出されました（資産運用会社は計20社選出）。また、PRIの年次評価（2020年）において、SSA 債券（ソブリン債、国際機関債、政府系機関債）における ESG インテグレーションで「A+」の評価を獲得しています。
- マニユライフ・インベストメント・マネジメントは Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC)、Asian Corporate Governance Association (ACGA)、クライメートアクション100+、サステナブル会計基準審議会といった業界イニシアティブなど世界で10以上の ESG 関連団体に参画しています。

マニユライフ・インベストメント・マネジメントの継続的なコミットメントは、確固としたサステナブル投資プログラムを支える人材、技術、データおよび企業文化の育成につながっています。

結論

ESG 投資は社会にとって有益かもしれませんが、リターンにはつながらないとする投資家は少なくありません。しかし、これは理解不足によるものだと思います。私たちは、アジア債券サステナブル投資戦略のように ESG 投資にコミットすることは、気候変動、人口高齢化、脆弱なコーポレート・ガバナンスといった複雑な問題を改善するだけでなく、投資家の短期および長期的な投資目標を実現する重要な柱になると考えています。

¹ 「Asian giant's carbon pledges boost global climate action, says UN climate chief」、ザ・ストレーツ・タイムズ、2020年11月4日。By 2050, "Singapore wants to halve the amount of emissions it produces from its 2030 peak, with the aim of achieving net-zero emissions "as soon as viable in the second half of the century"、2020年2月29日、ザ・ストレーツ・タイムズ

² 1H 2021 Sustainable Finance Market Outlook、2021年1月21日、ブルームバーグ NEF

³ Whlan, T. Atz, U. Van Holt, T. Clark, C. (2021) ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020. Rockefeller Asset Management and NYU Stern

⁴ ブルームバーグ、2020年11月30日。数値は米ドル・ベース（グロス）。当該実績は、過去のものであり将来の運用成果を保証するものではありません。JP モルガン ESG アジア・クレジット・インデックス（JESG JACI）の数値は、日本を除くアジアの米ドル建てのトータル・リターン・パフォーマンスを示しています。ソブリン債、準ソブリン債、社債を対象とし、変動利付債、永久債、劣後債を含みます。当インデックスは環境・社会・ガバナンス（ESG）のスコアリングとスクリーニング手法を適用し、グリーン・ボンド発行体または ESG 基準で上位にランク付けされた発行体がオーバーウエ

イトとされ、下位にランク付けされた発行体がアンダーウエイトもしくは除外されています。*炭素集約度データは、Trucost ESG Analysis のデータをもとにしています。炭素集約度は、売上高百万米ドル当たりの Scope1 および 2 の二酸化炭素排出量（トン）です。

⁵ ブルームバーグ、マニュアル・インベストメント・マネジメント、2021年2月28日現在

⁶ ブルームバーグ、マニュアル・インベストメント・マネジメント、2021年2月28日現在。コンボジットの運用実績（米ドルベース、運用報酬等控除前、税引前）。当該実績は、過去のものであり将来の運用成果を保証するものではありません。

⁷ マニュアル・インベストメント・マネジメント、2021年2月28日現在

⁸ BP Statistical Review of World Energy 2019

⁹ フィナンシャル・タイムズ、Governance remains a risk for Asia-Pacific investors、2018年4月

¹⁰ 2021年2月現在。中国における合併会社 Manulife-TEDA の資産を含みます。

¹¹ マニュアル・インベストメント・マネジメント、2021年3月現在。

Asia Asset Management Awards：Asia Asset Management Best of the Best Awards は、2020年9月30日までの各戦略のパフォーマンス・データに基づき、Asia Asset Management 誌が選定・発表したものです（出所：<https://awards.asiaasset.com/p/criteria>）。

Benchmark Fund of the Year Awards 2021：2019年10月1日から2020年9月30日までの各戦略のパフォーマンス・データに基づき、WealthAsia Media が選定・発表したものです（出所：<https://benchmark.exchange/hk/asset-management/methodology/>）。

ご留意いただきたい事項

- 本資料は、マニュアル・インベストメント・マネジメント株式会社が作成した情報提供資料です。
- 当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。
- アジア債券運用は、国内外の値動きがある有価証券やデリバティブ取引に係る権利等を投資対象としており、投資を行った有価証券等の市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により、運用財産の価値が変動します。したがって、当社がお客様から運用を受託した運用財産の価値は、当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。運用財産の価値の変動をもたらす主要因としては、以下のものがあげられますが、全ての要因を網羅したものではありません。

主なリスク（リスクは下記に限定されるものではありません）

価格変動リスク

有価証券の価格は、市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により上下しますので、投資元本を割り込むことがあります。債券については、期限前に償還される場合があり、これによって投資元本を割り込むことがあります。

信用リスク

有価証券等の発行者やデリバティブ取引の相手方の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失ったりすることがあります。

為替変動リスク

投資対象の通貨の対円レートの変動により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。対円での為替ヘッジを行う場合は、為替リスクの低減を図ることができますが、為替ヘッジを行うにあたりヘッジコストがかかります。

流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる場合は、市場実勢から期待される価格で売買できない可能性があります。この場合、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

カントリーリスク

外国における政治・経済・社会情勢の変動や天変地異等により投資対象である有価証券等の売買が制限されたり、売買や受渡等が不能になったりするおそれがあります。通貨不安が発生して大幅な為替変動が起こったり、円への交換が制限されたり、あるいはできなくなったりする場合があります。各資産の取り扱い、それぞれの外国の市場制度や課税制度に準じますが、これらの制度等の変更が行われる場合があります。これらを通じ、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

デリバティブ取引に関するリスク

デリバティブ取引に係る権利の価格は、対象とする原資産の変動等により上下し、これにより損失を被ることがあります。また、デリバティブ取引の対象とする原資産の発行者や取引の相手方の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失を被り、当初元本を上回る損失が生じることがあります。なお、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下「委託証拠金等」といいます。）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

- お客様にご負担いただく運用報酬その他の手数料等（以下「手数料等」といいます。）は、お客様との契約内容や運用状況等により異なるため、それぞれの金額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。このため、手数料等の合計額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。
- 本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。
- 本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニュアル・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、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