

# アジアのESG投資： 見逃せない変化

2022年2月

**マレー・コリス**

アジア債券チーム(除く日本)副CIO

**エリック・ニーチェ**

ESGチーム・アジア・ヘッド



## 目次

はじめに	4
サステナブルな未来に向けて：いくつかの進展	6
中国で最近実施された規制改正の詳細	9
アジアのサステナブル債券：投資家の関心の高まり	11
エンゲージメントの重要性	15
エンゲージメントから識別へ：優れた発行体と銘柄を見抜く	18
COP26：期待と現実の差を縮める	21

## はじめに

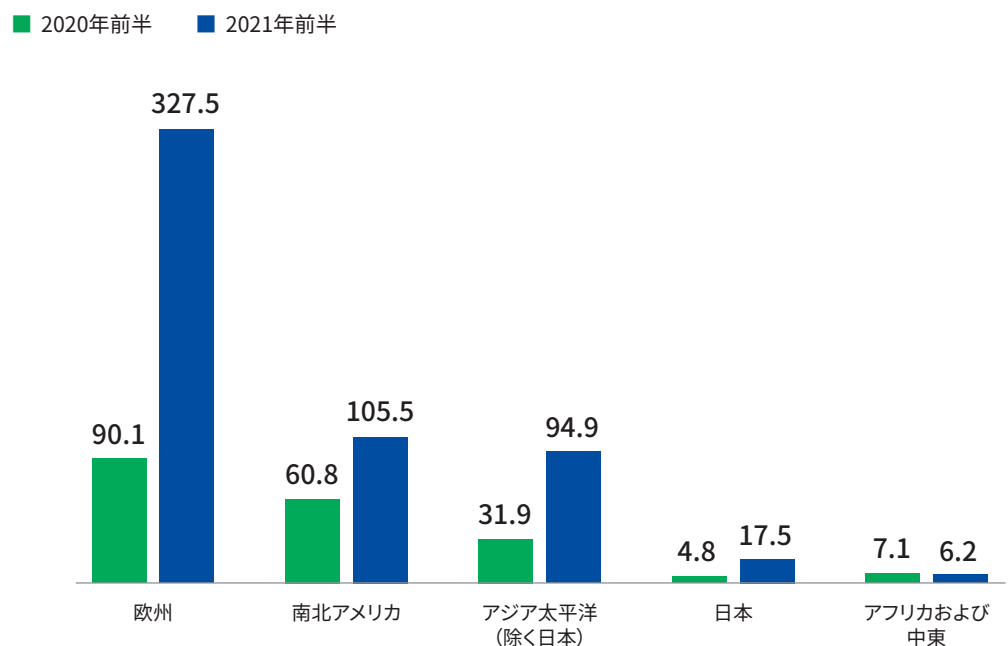
2021 年前半に発行されたサステナブル債券による資金調達額を、サステナビリティ問題への対応における進展の尺度と考えるなら、私たちは喜ぶべきでしょう。振り返ってみると、2021 年前半における環境・社会・ガバナンス（ESG）目標に関連した世界の起債額は前年から 76% 増加し、5,516 億米ドルという過去最高水準に達しました。これは起債額全体の 10% 近くに相当し、わずか 5 年前と比べても大きく拡大したと言えます<sup>1</sup>。

起債全体に占める割合は欧州が最も高く（59.3%）、次いで北米と中南米を合わせた南北アメリカが第 2 位となっています（19.1%）。注目すべきこととして、2021 年前半にはアジア太平洋（除く日本）でも発行本数と起債額の両方が増加し、全体の発行本数に占める割合は 17.2%<sup>1</sup>（2020 年前半の 16.4%<sup>2</sup> から上昇）、起債額は 950 億米ドル弱に拡大しています。

これらの数字は絶対値も注目に値しますが、2021 年前半にアジアで発行された債券全体に対する割合で見ると、一段と重みが増します。この間、アジアで発行された債券の約 5 本に 1 本がサステナブル債券に分類可能な債券でした。この基準で見ると、アジアは地域別に見たサステナブル債券の発行割合で南北アメリカと欧州を上回り、世界 1 位となります。

### 2021年前半にはサステナブル債券の起債が大幅に増加

(単位:10億米ドル)



出所:リフィニティブ、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年7月

私たちは、アジアにおけるサステナビリティへの関心の高まりは、債券投資家に魅力的な投資機会をもたらするという考え方を堅持しています。

ESG 債の発行が増加していることは、政策決定者や企業、投資家の間におけるサステナビリティ課題への意識の高まりを反映していると言ってよいでしょう。とりわけ新型コロナ危機によって、浮き彫りとなった問題への最適なアプローチに、大いに必要とされていた視点や枠組みがもたらされたことが追い風となりました。政策決定者はより良い復興<sup>3</sup>を求める世論に対応し、投資家の間では、幅広い ESG 目標を前進させるために果たしうる役割が認識されるようになったことで、サステナブル投資に対するニーズが高まりました。

特にその傾向が顕著なのがアジアです。世界の機関投資家 200 社（運用資産総額約 18 兆米ドル）を対象に行った最近の調査では、アジア太平洋地域を拠点とする 70 社前後のうち 79% が、パンデミックを受けて ESG へのアロケーションを大幅に、またはある程度拡大する計画であることが分かりました<sup>4</sup>。ESG に関して後れを取っていると思われていたアジア太平洋地域におけるこのデータは、投資家の考え方に重要な変化があったことを示しています。

こうした前向きな進展の一方で、課題も依然として残っています。

サステナブル投資に関する世界的に合意されたタクソノミーが存在しないことは、引き続き投資家と発行体の頭痛の種になっています。同様に、適切な監査プロセスやベンチマークが存在しないために、一部の発行体が従来の ESG 債の定義をどこまで拡大できるかを試す余地があり、環境への配慮を偽る「グリーンウォッシュ」の原因となりかねないだけでなく、本来なら急成長していくであろう市場に不協和音をもたらしています。また、意欲の問題もあります。投資家、発行体および政策決定者の全体が、十分とは言えない ESG 目標を支持（および認定）した世界的な枠組みを受け入れるという落とし穴を避けるには、どうすればよいのでしょうか。

こうした課題の多くは全世界に関係するものですが、私たちは、アジアの政策決定者や企業、投資家が、世界および地域、セクター・レベルの解決策を見つけるために積極的に取り組むことは重要だと考えています。

私たちは、アジアにおけるサステナビリティへの関心の高まりは、債券投資家に魅力的な投資機会をもたらするという考え方を堅持しています。本稿では、アジアのサステナブル債券市場における主要なトレンドや動向と、その背景にある状況を解説します。また、ESG 投資に対する積極的なアプローチが、投資家にとって有意義な投資機会を見出すだけでなく、重要な関係者（例えば、政策決定者や投資先企業）との対話を促進し、よりサステナブルな未来の創造という共通目標の実現に近づくことにどう役立つかについても明らかにしたいと思います。

アジア太平洋地域を拠点とする  
機関投資家70社前後のうち、

79%が、

パンデミックを受けてESGへの  
アロケーションを大幅に、または  
ある程度拡大する計画です。

出所：MSCI、2021年1月

## サステナブルな未来に向けて： いくつかの進展

2020年9月、中国は2060年までに温暖化ガス排出量を実質ゼロにすること（カーボンニュートラル化）を宣言し、世界を驚かせました<sup>5</sup>。その後すぐに韓国<sup>6</sup>、日本<sup>7</sup>、およびインドネシア<sup>8</sup>などが同様の目標を宣言し、その流れは今も止まっています。

### 温暖化ガス排出量実質ゼロに向けた競争



出所：EIU、2021年6月

2021年4月、中国人民銀行（PBoC）は、同国のグリーン・タクソノミーと欧州基準の整合性を高めるために、改訂版「グリーンボンド認証プロジェクト・カタログ2021」を公表し、今後は化石燃料関連のプロジェクトを支援しないことを宣言しました。私たちは、これらの発表は重要な節目だと考えています<sup>9</sup>。PBoCが共通のグリーンファイナンス分類システムを確立するために欧州連合（EU）と協力していることを確認したことは重要な点です<sup>10</sup>。

1ヶ月後、アジア開発銀行は、待望のエネルギー方針の改訂版を公表しました。同行は其中で、同行の現在の業務内容は「もはや気候変動に関する世界的コンセンサスとの整合性が十分とは言えない」と述べ、「石炭鉱業、油田および天然ガス田の探査、掘削または採取活動」に対するすべての資金提供を終了する案を発表しました<sup>11</sup>。同行はまだこの案に対するフィードバックをまとめている段階ですが、これは間違いなく正しい方向への一歩です。

過去数年間に水面下で進められていた計画が最終的に公表され、目に見える形になりつつあり、気運は高まっていると言えます。

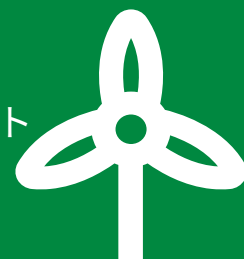
一方、シンガポールは2021年2月に、国連の「持続可能な開発のための2030アジェンダ」<sup>12</sup>とパリ協定に基づいて約束した環境に対する取り組みを今後10年間でどのように実行するかをまとめたグリーンプラン2030を発表しました<sup>13</sup>。また同国は、環境に配慮した公共インフラ・プロジェクトの資金を調達するため、(約190億シンガポールドルの)グリーンボンドを発行する計画<sup>14</sup>を明らかにしました。重要な点として、このような今後発行されるグリーンボンドは、新設されたシンガポール翌日物平均金利(SORA)を参照する予定であり<sup>15</sup>、従来のベンチマークであるロンドン銀行間取引金利(LIBOR)が廃止された後、債券価格の決定時に生じる問題を軽減する方法を同地域の他の国々に示しています。

最後にインドは、カーボンニュートラル目標の期限を公約することを求める諸外国からの圧力がますます高まっていましたが、数ヶ月前、サステナビリティに関する重要な節目を達成しました。それは、同国の再生可能エネルギー発電設備容量が2021年8月に100ギガワットの大台を超え、発電容量の4分の1超を占めるまでになったことです<sup>16</sup>。インドのナレンドラ・モディ首相は、同国の再生可能エネルギー発電容量を2030年までに3倍の450ギガワットまで拡大すると宣言し、インドを世界のグリーン水素生産のハブにすることを約束しました<sup>17</sup>。また同国は、国際太陽光連盟(太陽光発電の利用推進を目的とする国際組織)の共同創設者として、世界的太陽光発電グリッドの開発において指導的な役割を果たしており、2021年国連気候変動枠組条約第26回締約国会議(COP26)で、この計画に対する政治的な支援が得られよう取り組んできました。

過去数年間に水面下で進められていた計画が最終的に公表され、目に見える形になりつつあり、気運は高まっていると言えます。こうした動きは、責任投資の人気の高まりにも反映されており、特にアジアのサステナブル債券の人気の上昇しています。

インドの再生可能エネルギー  
発電設備容量は2021年8月に  
**100 ギガワット**  
の大台を超えました。

インドは同国の  
再生可能エネルギー  
発電容量を  
2030年までに  
3倍の450ギガワット  
まで拡大する  
予定です。



出所:「India's renewable capacity crosses 100 gigawatts」、ヒンドウスタン・タイムズ紙、2021年8月13日





## 中国で最近実施された規制改正の詳細

最近の中国の規制当局による取り締まりは、同国の金融資産に対する投資家の意欲を後退させました。そのことは、当局の様々な発表に対する市場の反応からも見て取ることができます。投資家の懸念の理由は容易に理解できます。新たに導入された規則の多くは、企業の収益性や、場合によっては対象セクターの企業の存続に大きな影響を与える可能性があります。投資という点から言えば、通常、投資家が注目するのは投資リターンや成長見通しであり、投資家が心配するのも無理はありません。しかし、これらの政策発表を ESG という観点からみると、もっと複雑な事情が見えてきます。



### オンラインゲーム中毒との戦い

2021年8月30日、中国政府は18歳未満が週に3時間以上オンラインゲームで遊ぶことを禁止する新規則を発表しました。世界のゲーム業界に衝撃を与えたこの発表は、どちらかと言えば家父長的な考えに基づいており、この決定は未成年者の間に広がるゲーム中毒と戦うために必要であるとされました。



### 学習塾が利益を上げることを禁止

また中国政府は、学習塾に非営利組織としての登録を義務づける規則を導入し、週末や祝日に授業を行うことを禁止しました。この取り組みは、子育て費用を抑え、出生率を引き上げるための手段と位置づけられています。背景には、極めて競争が激しい中国の教育制度では、成績の優秀さを重視するあまり学習塾の料金が跳ね上がり、それほど裕福でない人々が子どもを持つことが金銭的に困難となり、それによって同国の人口問題が悪化しているという事情があります。



### 報酬上限、労働者保護、データ保護

また当局は過去数ヶ月間に、テクノロジー・セクターやギグ・エコノミー（インターネットを通じて単発の仕事を請け負う働き方）、およびエンターテインメント業界などを対象とする新しい政策を打ち出しました。メディアの報道や市場のコメントの大半は、新たに導入されたこれらの規則の厳格さや、これらの変化が金融市場にもたらしうる影響に集中していました。しかし、中国のエンターテインメント業界に報酬の上限が導入されたことや、フードデリバリー企業の労働者保護の改善措置が取られたこと、またテクノロジー企業が消費者から収集できる個人情報の量やデータの管理方法の制限を目的とする新たな個人情報保護法が可決されたことは、あまり注目されませんでした。



私たちは、最近のこうした規制改正には、「共同富裕」の重視という共通のテーマがあると考えています。これは、中国の習近平国家主席が2017年の第19回中国共産党大会の基調演説で用いてから注目されるようになったフレーズです<sup>18</sup>。換言すれば、当局は既に、不平等、貧富の差、消費者保護などの社会問題（ESGの「S」）に大きな重点を置いていくことについて多かれ少なかれヒントを与えており、それが現実化したということです。

投資という点から言えば、通常、投資家が注目するのは投資リターンや成長見通しであり、投資家が心配するのも無理はありません。しかし、これらの政策発表をESGという観点から見ると、もっと複雑な事情が見えてきます。

こうした中、一部の人々がしばらくは見ても見ぬふりをしたいと思っていたであろう、あるもったもな疑問を放置することは、ますます困難になってきています。金銭的利益の追求とサステナビリティ目標は両立不可能ではないものの、サステナブル投資の一部の要素は、私たちが期待するほど、従来の投資の概念、つまりリターンの最大化を目指すことと一致しないのではないだろうか、という疑問です。ESGという観点からすれば、中国の政策イニシアティブは称賛すべきですが、投資という観点から見るとその魅力は大きく後退します。規制強化の動きは本質的に気詰まりなものですが、サステナビリティへの取り組みが進展するにつれ、時間とともに変化していくでしょう。この問題に対するコンセンサスは変化していくと思われます。現時点では明確な答えは出ていませんが、この問題について幅広く検討し、協議していく必要があることは間違いありません。



## アジアのサステナブル債券： 投資家の関心の高まり

サステナブル債券に対する投資家の関心は、2021年に火が付いたと言ってもおそらく過言ではないでしょう。それは数字を見ても明らかです。アジア太平洋地域（除く日本）だけでも、起債額は2020年前半の319億米ドルから増加して950億米ドル近くに達しました<sup>19</sup>。

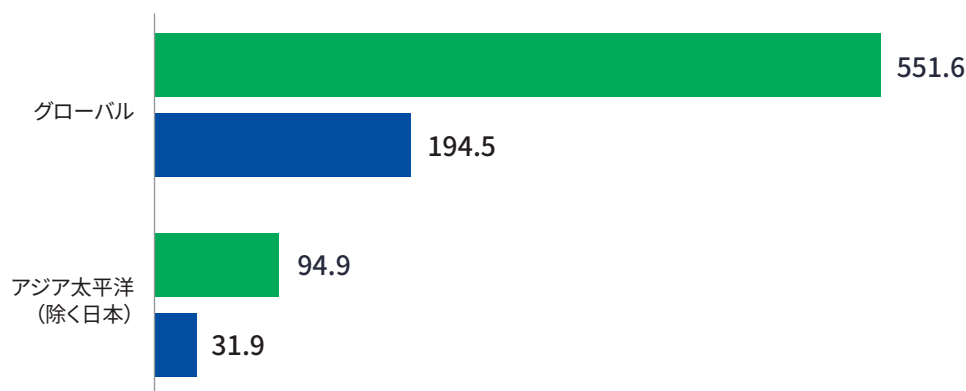
起債が最も増加したのはグリーンボンドであり、2021年前半の総起債額は合計2,600億米ドル近くに達し、そのうちアジア太平洋地域が17%近くを占めています<sup>19</sup>。クレジットでもソブリン債でも、セクターと地域の両面における発行体の多様化という成長も見られ、私たちはこれを好ましい動向と考えています。（ここ数ヶ月の中国の不動産開発企業に対する懸念によってグリーンボンドの勢いがやや弱まったことを指摘しておく必要がありますが、私たちはいずれ起債ペースが再び加速すると予想しています。）

一方で、ソーシャルボンドの勢いは衰えていません。学校の建設や貧困問題の軽減などの社会問題に焦点を当てたプロジェクトやイニシアティブのための資金調達という概念は、投資家にとって引き続き魅力的であるからです。例えばアジア開発銀行は、ジェンダー平等推進プロジェクトの資金を調達するため、2021年4月に2本のジェンダー・ボンドを発行しました<sup>20</sup>。また（世界銀行グループの一機関である）国際金融公社は、調達資金をフィリピンの零細・中小企業への融資に充てるソーシャルボンドへの投資計画を発表しました<sup>21</sup>。金融業界ではたびたび、ソーシャルボンドへの需要は供給を上回っていると言われます。おそらくこの市場は、今後数年間にわたり力強い成長を続けていくでしょう。

### サステナブル債券の発行

（単位：10億米ドル）

■ 2021年前半 ■ 2020年前半



サステナブル債券に対する投資家の関心は、2021年に火が付いたと言ってもおそらく過言ではないでしょう。それは数字を見ても明らかです。



サステナブル・ファイナンス市場もまた、サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）人気の高まりや、それよりは規模は小さいものの、トランジション・ボンドの台頭が追い風となっています。比較的新しいこれら2種類の債券には、投資家から大きな関心（と懐疑的な見方）が寄せられています。

## サステナビリティ・リンク・ボンド

発行体から見ると、SLBには多くの好ましい特徴があり、とりわけ調達資金の用途に制限がないことは魅力的です。換言すると、環境または社会に焦点を当てた活動や課題に関連した資本支出が小規模であるためにサステナブル債券を発行できなかった発行体に、サステナブル債券市場を利用する道が開けたのです。

SLBの発行体は、サステナビリティというラベルと、それに伴うハロー効果（および潜在的な利率の低さ）と引き替えに、ESGに関する特定の目的の実現を約束します。その目的の達成度は、通常、事前に定められた一連の重要業績評価指標（KPI）を通じて測定されます。予め合意した期限内に目標を達成できなかった場合、ペナルティとして利率のステップアップ条項が発動しますが、理論上、発行体は発動を避けようとしています。

私たちは、SLBはサステナブルな未来の実現を推進する上で重要な役割を果たすと見ています。ですが、SLBが真に意義のあるものとなるためには更なる進化が必要であることも明白です。現在のところ、SLBはグリーンウォッシュの一種である「サステナビリティウォッシュ」に利用されやすいことが実情です。繰り返しになりますが、幅広く受け入れられた基準やタクソミーがいまだ存在しないことが原因であり、そのため発行体は、最低限の努力しか必要としない用語や定義を容易に使うことが可能です。

国際資本市場協会（ICMA）が発行したガイドラインでは、発行体が定めるサステナビリティ関連の目標は、意欲的で、通常どおり事業を営んでいただけでは到達できない水準であるべきとされています<sup>22</sup>。しかしICMAの勧告は、2018年以降に米国で発行された70本以上のサステナビリティ・リンク・ローンに関する最近の分析結果とは極めて対照的です。このようなローンの借り手のうち、4分の1以上は宣言していた目標を達成できなくてもペナルティを受けることはなく、また融資機関が借り手に約束を守らせるために提供していたインセンティブは微々たるものでした<sup>23</sup>。

とはいえ、アジアのSLBに関する私たちの経験はそれほど悪いものではなく、賢明な投資家はこの領域で投資機会を見出すことができると考えられます。ただし、慎重なアプローチは必要です。トランジション・ボンドについても同様の考えです。

## トランジション・ボンド

その名が示す通り、トランジション・ボンドは、気候変動に関連している業種（例えば、化石燃料の採取、運輸や化学）の企業がサステナブル債券市場を利用して、事業活動による環境フットプリントまたは温室効果ガス（GHG）排出量の削減プロジェクトの資金調達を行うことを可能にするものです。

ほぼ間違いなく、トランジション・ボンドはアジアにとって特に重要なものです。同地域の石炭需要は今後10年間にわたり増加し続けると予想されており、再生可能エネルギーに多額の投資を行っているインドと中国も例外ではありません<sup>24</sup>。とりわけ世界の石炭火力発電所の大半（計画段階、建設中、稼働中）は、アジアに位置しています<sup>25</sup>。したがって、トランジション・ボンドは、このような企業がより環境にやさしい業務活動に移行（トランジション）し、可能であれば最終的にそのような業務を縮小するための有益な資金源となる可能性があります。

多くの専門家は2021年にトランジション・ボンド市場が活発化すると予想していたものの、実際の状況は異なります。2021年に発行されたトランジション・ボンドは2021年5月時点で6本のみであり<sup>26</sup>、発行体も投資家もあまり積極的ではないことがうかがえます。この資産クラスに関する議論が続いていることを考慮すれば、無理もないことです。批判派はトランジション・ボンドを問題企業に対する一種の助成と見なし、企業が自己満足に陥り、結果的に企業が大きな進展を遂げる妨げになるのではないかと懸念しています。

私たちは、トランジション・ボンドとSLBに対する批判にはもったもな点があり、注意を払う必要があると考えています。それと同時に私たちは、このようなことが初期に起こりがちな問題であり、より明確なガイダンスとより厳格な基準があれば解決できると考えています。業界は、トランジション・ボンドとSLBが、発行体のごくわずかなリスクしか取らずに資金を調達してサステナビリティに関するESG認証を取得するための便利なマーケティング・ツールではないことを明確にすべきです。まず、発行体が設定するESG目標をもっと意欲的なものにし、パフォーマンスの測定手段の信頼性を高め、目標が未達に終わった場合のペナルティをもっと厳格にする必要があります。



出所：リフィニティブ、2021年7月19日

とはいえ、サステナブル債券市場はまだ誕生から比較的に日が浅く、間違いなく時間とともに洗練されていくであろうことを念頭に置いておく必要があります。サステナブル債券市場により多くの発行体が集まり、投資家の関心を引くための競争が激化するにつれ、投資家の期待は必然的に高まるでしょう。

既にいくつかの進展が見られることは明らかな材料です。例えば上述のEUとPBoCとの協力は、欧州およびアジアの発行体にとって一大転機となる可能性が高いと思われます。また一部の発行体は、ESG目標未達という結果が自らの利益を高めることに繋がっているのではないかと投資家の懸念を和らげるため、ESG目標を達成できなかった場合の上乗せクーポンの支払いを、予め合意したサステナビリティのための活動に直接振り向けることを提案しています。

これらは重要な動きです。サステナブル投資に全面的に取り組んでいる投資家として、私たちは何もしていないことの代償と、ネガティブ・スクリーニングを通じてオール・オア・ナッシングのアプローチを採ることの潜在的な危険性を十分に認識しています。投資対象からの除外または売却をほめかせば、いわゆる問題企業を説得してやり方を変えさせることができるという考え方は魅力的ですが、代わりに既存株主にとって代わろうとする投資家はいくらでも存在します。換言すると、こうしたオール・オア・ナッシングのアプローチは理屈の上ほど効果的ではない可能性があります。

私たちがオール・オア・ナッシングのアプローチに関する考えを再認識するきっかけとなったのは、汚染源となる資産が非公開企業に売却されたらどうなるのかという、新たな（いまだ十分な議論がなされていない）問題に対する素朴な疑問でした。ESGへの動きが勢いを増す中で、企業が戦略的事業計画を見直すことによってサステナビリティ目標への取り組みを表明することは珍しくなく、またその一環として、環境に有害と考えられている事業の一部を売却する場合があります。ですがサステナブル投資を支持する人々は、このような汚染源となる資産がひとたび非公開企業の投資家の手に渡れば、この情報を自主的に公表するという決定がなされない限り、そうした企業のサステナビリティに関する記録を追跡して検証することは（規制が改正されない限り）極めて困難になることを認識する必要があります。私たちが投資対象からの除外または売却よりも企業に対するエンゲージメントを選ぶのはそのためであり、その方がより建設的で、おそらくより効果的だと考えています。

## エンゲージメントの重要性

企業に対するエンゲージメントが、バリュエーションまたは業界での地位に影響を与える可能性のあるESG課題も含め、ビジネス・モデルや戦略に関する投資先企業との率直な対話の場を投資家に与えてくれることについて、ほとんどの人に異論はないでしょう。また、エンゲージメントは、投資家が投資先企業に対し、ESGの管理と報告に関するベスト・プラクティスを導入するよう促す（好ましい変化をもたらす）機会にもなります。

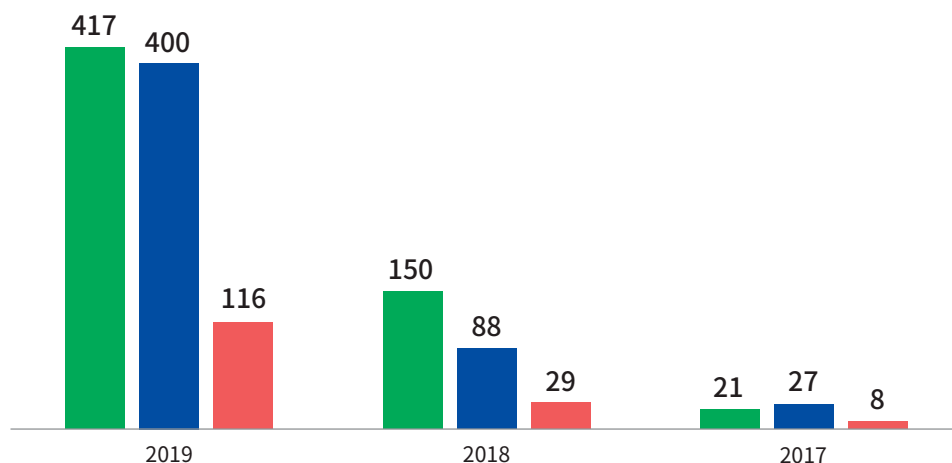
最近の調査から、エンゲージメントはその成否にかかわらず、往々にして対象企業のESG特性に変化をもたらすことが分かっています。ある研究によれば、ESGパフォーマンス・スコアがふるわない企業は、通常、積極的なサステナブル投資家によるエンゲージメントの後にスコアが改善することを示しています。他方、ESGパフォーマンス・スコアが高い企業は、ESG格付け機関が、エンゲージメント中に浮き彫りとなったそれまで気づいていなかった問題をESG格付けに盛り込むため、エンゲージメント後にESG格付けが低下する傾向にあります<sup>27</sup>。このことは、エンゲージメントが、好ましい変化をもたらすために投資家が利用しうる重要なツールである証拠と言えるでしょう。

私たちの経験上、ほとんどの発行体は何らかの形のESGエンゲージメントを受け入れ、多くの場合それを歓迎します。企業は社会と隔絶して業務を行っているわけではないため、当然と言えば当然でしょう。アジア地域のすべてと言わないまでも多くの政府は、企業に対し、ESG目標を採択し、より幅広いサステナビリティ活動を推進することを期待しています。そのことは、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に準拠した財務報告を採用するアジア企業が増加していることからもうかがえます<sup>28</sup>。とは言え、資産運用会社のESGエンゲージメント・プログラムに対するアプローチは、リターンだけでなくサステナビリティという面でも、どれだけ効果的な影響を与えるかを左右する可能性があると考えられています。

### マニライフ・インベストメント・マネジメント：企業に対するエンゲージメント（地域別）

（件数）

■ アジア ■ 北米 ■ 欧州・中東・アフリカ



出所：マニライフ・インベストメント・マネジメント、2019年12月



## ・ エンゲージメントの背景にある戦略的ビジョン

資産運用会社である私たちは以前、主に定量化が可能な指標に注目していました。私たちは投資について議論し、懐疑的な人々を説得する際に、データに依存します。企業へのエンゲージメントでは、量を質と誤解してしまいがちです。実施したエンゲージメントの数はESGエンゲージメント・プログラムの幅広さと範囲を示す重要な指標となりうるものの、投資家にとっては、数字だけを見ず、その数字の背景により大きな計画があるかどうかを考えることも同じく重要です。例えば、マニライフ・インベストメント・マネジメントのESGチームは、中国がアジアに及ぼす多大な影響を考慮し、中国企業に関する強力なエンゲージメント・プログラムを作成しました。これは、チームがエンゲージメントを行う必要のある業種の数とその優先順位、およびエンゲージメントの方法（該当企業や規制当局との直接的なエンゲージメントを通じてなのか、それとも業種レベルの協働を通じてなのか）について、具体的な目標を立てるものです。同様にESGチームは、エンゲージメント・プログラムでは、文化的な背景や嗜好を考慮する必要があると考えています。不足している情報を入手するか、市場に関する理解を深めるために必要となりそうな独自調査の種類について検討する必要があるためです。私たちは、回数だけを重視するアプローチでは不十分だと考えています。

## ・ システミック・リスクの管理方法としてのエンゲージメント

熟考されたエンゲージメント・プログラムは、通常、運用チームが買いリストに入れる企業よりもはるかに幅広いユニバースを対象とします。一見奇妙に思えるかもしれませんが、経験豊富なESGチームなら、業種やその市場にとって戦略的に重要な企業を特定することができるはずです。このような場合、投資するかどうかにかかわらず、これらの企業にエンゲージメントを行うことが重要です。このような企業は、投資とサステナビリティの両面で成果に悪影響を及ぼす潜在的なシステミック・リスクを有している可能性があるからです。

## ・ エンゲージメント・プログラム：パッシブ運用よりアクティブ運用で活発

ESGに関するエンゲージメントは通常、現地でのリサーチや面談を伴うため、必然的にアクティブ運用と深く関わっています。効果的に実施されれば、エンゲージメント・プログラムは、アクティブ運用の投資判断に反映されるボトムアップ・リサーチ・プロセスの自然な延長と見なすことができます。サステナビリティ要素についての理解が深まるにつれ、運用チームとESGチームが緊密に協力しない限り、各発行体のリスク・リターン特性を網羅的に調査することはほぼ不可能であることがますます明らかになってきています。マニライフ・インベストメント・マネジメントでは、エンゲージメントの各機会に両チームのメンバーが同席するように努めています。運用チームは既に面談相手の企業を熟知しており、その会社が直面しているサステナビリティ課題を深く理解している可能性が高いからです。一方ESGチームは、その経験を活かし、提案された解決策について意義のあるフィードバックや、有益な知見を提供することが可能です。

また投資家にとっては、アクティブ運用会社のエンゲージメントに対するアプローチは、パッシブ運用会社とは異なることを理解しておくことも重要です。パッシブ運用会社のESGチームは他の部門とは独立して業務を行うのが一般的であり、必然的に、投資プロセスには関与しません。その結果、エンゲージメントの対象企業をサステナビリティという面から評価しがちになり、投資先企業が現地で直面している課題についての実務面での理解は限定的となる可能性があります。このような形のエンゲージメントに必ずしも効果がないというわけではありませんが、そのようなアプローチでは（往々にして一貫性に欠ける）ESGデータに過度に依存することになり、一般的にESG課題を形作っている文化的な背景や現地の事情を見逃すおそれがあります。

私たちはこのようなアプローチはアジアのサステナブル投資にはあまり適さないのではないかと考えています。同地域のサステナビリティ課題が国ごとに異なるのは言うまでもなく、各国の経済状況がまちまちで、経済発展の段階がそれぞれ異なるためです。





「私たちの経験上、ほとんどの発行体は何らかの形の ESG エンゲージメントを受け入れ、多くの場合それを歓迎します。」

## エンゲージメントから識別へ： 優れた発行体と銘柄を見抜く

グリーンウォッシュとの戦いには、サステナビリティに関する強力なエンゲージメントが不可欠であるということは十分にお分かり頂けたかと思います。しかし私たちは同時に、真にサステナビリティに関連した投資機会と、それほどではないものとの投資家が区別する際には、優れた投資の基本的原則が役立つと考えています。

### 1 デュー・デリジェンス

デュー・デリジェンスはボトムアップに基づく投資プロセスにおいて中心的な役割を果たしており、サステナブル投資に関しては、その重要性が一段と高まると言えるでしょう。実務的には、これは、発行体が債券発行によって調達した資金をどう活用する意向なのか、全体的な取り組みが社会にどう利益をもたらすか、そしてその利益を誰がどう測定するのかに至るまで、あらゆることに疑問を抱き、探究心を持つことを意味します。用語や定義が重要なのは、それによって発行体が ESG 目標を実現するためにやらなければならないこと、関連するプロセス、そして守らなければならない基準が決まるからです。ここでも意欲が重要な役割を果たします。企業は既に実現間近の ESG 目標の資金を調達するためにサステナブル債券のラベルを利用すべきでしょうか。投資家はいずれかの時点で定性的な判断を下さざるを得ませんが、健全な懐疑心を持つことに損はありません。

### 2 規律

デュー・デリジェンスを通過したすべての適格なサステナブル債券に必ずしも資金を割り当てるべきとは限りません。投資家は、特定のサステナブル債券がリスク・リターンまたは分散投資の観点から自らのポートフォリオに適しているかどうか、自らの投資哲学や投資目標と合致しているかを評価することが重要です。その際、確立された投資プロセスやリスク管理の手順が役立ちます。長期投資家である私たちは、大局的な見地を失わず、掲げた投資哲学に忠実であることが重要だと考えています。

### 3 知識

サステナブル債券は常に進化している分野です。常にどこかで定義や基準、法律の草案が作られ、議論され、合意されています。ある地域（例えばアジア）全体に投資する投資家は、基準や法制度が市場によってどう異なるかを理解し、物事がどこに向かおうとしているかを見極める必要があります。また、業界の動向と足並みを揃えていくことも重要です。定性的目標の達成度を測定する新しい方法や、新たなタイプのサステナブル債券が登場し、既存の投資アプローチの再考が必要になるかもしれません。

ここに記載した事柄は一例にすぎず、優れた発行体や銘柄を見抜く方法を規定したもので、網羅したものでもありません。ESG のベスト・プラクティスは常に進化しており、長期投資家である私たちにとって、このような問題の評価方法を絶えず見直すことが重要です。

## サステナビリティの機会を評価する： マニユライフ・インベストメント・マネジメントのアプローチ

### 銘柄の評価

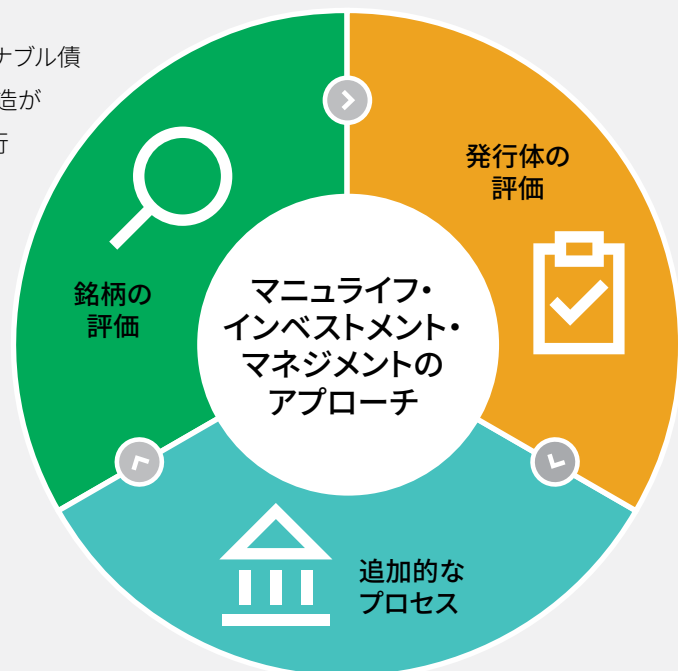
私たちは、グリーンボンドまたは ESG をテーマとする債券の信頼性について、独自の見解を持つことが重要だと考えています。これは緻密なプロセスであり、アジアの主要 10 市場を拠点とする運用チームと、アジアの 6 市場で現地調査を実施しているアジア・クレジット・リサーチ・チームが緊密に連携しています。私たちは、ICMA のグリーンボンド原則およびソーシャルボンド原則を含む国際的なベスト・プラクティスとの整合性に注目します。また、保証やセカンドオピニオン、検証、またはクライメートボンド基準との整合性認証を提供する ESG データ提供機関による外部レビューも評価します。ただし、たとえある銘柄が（良好な）外部レビューを得ていたとしても、信頼性が低いと判断した場合には、ポートフォリオへの組み入れを見送ることがあります。

### 発行体の評価

債券の発行体（および債券そのもの）を、その発行体の全体的なコミットメントとサステナビリティ戦略を踏まえて評価することは極めて重要です。資金使途を特定した（Use of Proceeds：UoP）債券は、バランスシートの他の部分を利用して大量の温暖化ガスを排出する事業の拡大を許容する可能性がある場合、回避するよう努めます。同様に、サステナビリティ関連の目標を設定した一般目的の債券を、発行体の全体的な意欲に照らして評価することも重要だと考えています。

### 追加的なプロセス

私たちは、銀行が適切な案件（発行体がサステナブル債券の機能を理解しており、サステナブル債券の構造が信頼できる場合）のみを市場に送り出すよう、銀行へのエンゲージメントを行い、ベスト・プラクティスを推進することは重要であると考えています。そのため私たちは非公式のコミュニケーション・チャンネルを構築しました。提携銀行はこのチャンネルを通じて、案件の詳細を開示することなく、国際的なベスト・プラクティスに沿った債券を組成する最善の方法について、私たちに助言を求めることができます。



サステナブル投資に対する  
投資家の関心が高まっている  
今は、世界各国の政策決定者  
にとって、サステナビリティ  
活動を推進する好機  
です。



## COP26： 期待と現実の差を縮める

COP26 サミットへの期待や興奮が高まったことには、もっともな理由があります。国レベルでの炭素排出量削減と気候変動の影響への適応を盛り込んだ、「国が決定する貢献（NDC）」という形で各国の誓約や、大手企業が正式に表明しているカーボンニュートラル化への取り組みは心強いものです。新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより、環境問題に対する世界の関心が一段と高まり、また気候変動に関する政府間パネル（IPCC）<sup>29</sup>の最新の評価報告書がサステナビリティへの取り組みに対する危機感を与えたことは明らかです。

とはいえ、投資家、政治的指導者、そして一般市民を含む私たち全員にとって、たとえパリ協定の全締約国が目標を達成したとしても、世界の平均気温の上昇を産業革命前に比べて2°C以下に抑えるにはほど遠いことを認識しておくことは重要です。この目標を達成するためには、多くのことを実践する必要があります。

第一に、国レベルや企業レベルでのこうした目標を、より詳細化する必要があります。政界や実業界のリーダーは、「何」を目指すかを定義した今、その「方法」を説明する必要があります。もはや意図を宣言するだけでは不十分であり、詳細な行動計画が求められています。第二に、社会全体の意欲的取り組みの範囲を早急に拡大する必要があります。現在、気候変動やサステナビリティ課題に対処するための真に意欲的なアプローチが求められています。外交的に無難な低いハードルをクリアするだけで満足している余裕はありません。第三に、政策決定者は、こうした取り組みにおいて世界の資本市場が果たすべき役割が拡大したことを認め、潜在的な障壁を乗り越えるために資本市場と協働すべきです。COP26の目的の1つは、温暖化ガス排出実質ゼロ実現に向けた過程の中で金融セクターが資金を配分し、リスクを管理し機会を捉えることができるような、包括的な枠組みを構築することです。そのためには、資本市場のあらゆるレベルで大規模なイノベーションが必要であり、政策決定者はこれを実現するために緊密に協力し合うことが求められます。

上述したように、いくつか注意を払うべき課題はあるものの、意欲的かつポジティブなサステナビリティ成果を追求しながら、インデックスを上回るリターンを追求することは可能であると私たちは考えています。現に、私たちは過去2年間にわたりアジアのサステナブル債券市場の分析・研究を行ってきましたが、この2つの目標は両立不能ではないという確信を深めています。特に、アジア債券チームは、リスクと価格を評価するためのより包括的な手法を学びました。

**優れた功績が、低い意欲から  
生まれることはまれです。**

サステナブル投資に対する投資家の関心が高まっている今は、世界各国の政策決定者にとって、サステナビリティ活動を推進する好機です。とりわけアジアのサステナブル債券市場は、増大するサステナビリティ課題への対応において、重要な役割を果たす可能性があります。しかし意欲が十分でない場合は、目的を果たせないおそれがあります。現状を表すのにふさわしい、よく引用される経済記事のタイトルを借りれば、優れた功績が、低い意欲から生まれることはまれです<sup>30</sup>。政策決定者と投資家は、このフレーズを胸に刻むべきでしょう。

1 「Sustainable finance review first half 2021」、リフィニティブ、2021年7月19日 2 「Sustainable finance review first half 2020」、リフィニティブ、2020年7月 3 [oecd.org/coronavirus/policy-responses/building-back-better-a-sustainable-resilient-recovery-after-covid-19-52b869f5/](https://oecd.org/coronavirus/policy-responses/building-back-better-a-sustainable-resilient-recovery-after-covid-19-52b869f5/) 4 「Investment Insights 2021: Global Institutional Investor Survey」、MSCI、2021年1月 5 「Statement by H.E. Xi Jinping President of the People's Republic of China At the General Debate of the 75th Session of The United Nations General Assembly」、中華人民共和国外交部、2020年9月22日 6 「Remarks by President Moon Jae-in at Pan-Government Strategy Meeting for Carbon Neutrality」、english.president.go.kr、2020年11月27日 7 「菅総理大臣とグテーレス国連事務総長との電話会談」、日本外務省、2020年10月27日 8 「Indonesia Aims to Reach Net Zero Emissions by 2060 or Sooner」、ジャカルタ・グローブ紙、2021年8月19日 9 「China's green bond catalog ousts coal to draw global investors」、ブルームバーグ・インテリジェンス、2021年4月29日 10 「China, EU Set to Agree on Green Finance Definitions by Year-End, Official Says」、財新 (Caixin Global)、2021年6月28日 11 「Energy Policy: Supporting Low Carbon Transition in Asia and the Pacific」、アジア開発銀行、2021年5月 12 [sdgs.un.org/2030agenda](https://sdgs.un.org/2030agenda) 13 [greenplan.gov.sg/splash](https://greenplan.gov.sg/splash) 14 「Budget 2021: Government to issue green bonds on certain public infrastructure projects」、ビジネス・タイムズ紙、2021年2月16日 15 [mas.gov.sg/monetary-policy/sora](https://mas.gov.sg/monetary-policy/sora) 16 「India's renewable capacity crosses 100 gigawatts」、ヒンドゥスタン・タイムズ紙、2021年8月13日 17 「PM Modi Announces Hydrogen Mission, Self-Reliance In Energy By 2047」、NDTV、2021年8月15日 18 「Full text of Xi Jinping's report at 19th CPC National Congress」、chinadaily.com.cn、2017年11月4日 19 リフィニティブ、2021年7月19日 20 「ADB Issues Gender Bonds in Canadian Dollars and Australian Dollars」、アジア開発銀行、2021年4月22日 21 「IFC commits \$399 million to Philippine projects」、ビジネスワールド、2021年8月19日 22 「Sustainability-Linked Bond Principles」、国際資本市場協会、2020年6月 23 「Wall Street's ESG Loans Charge Corporate America Little for Missed Goals」、ブルームバーグ、2021年9月8日 24 「世界エネルギー見通し2020年版」、国際エネルギー機関、2020年10月 25 「Asia and the Pacific: renewable energy status report」、アジア開発銀行、2020年6月 26 「'Transition Washing' Is the Newest Sustainability Dodge」、ブルームバーグ、2021年5月12日 27 「Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance」、ジャーナル・オブ・ビジネス・エシックス、2021年7月20日 28 「Asia Pacific's Race to Net-zero: CDP's Regional Analysis of 2020 Corporate Environmental Disclosures」、cdp.net、2021年5月13日。 29 [ipcc.ch/](https://ipcc.ch/) 30 「SDGs: great feats are rarely a product of lowered ambition」、nature.com、2020年8月17日

## ディスクレームー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、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。■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。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・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。

マニユライフ・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