



## ソブリン債投資における5つのESGに関する発見

2019年6月

ESGは、投資プロセスにおいてニッチな考慮すべき要素から一般的な投資の判断要素にまで発展しました。Gはガバナンスを意味することを踏まえると、ソブリン債の投資家ほどESGの発展による影響を受ける、あるいはESGの取り組みが進むことで恩恵を受ける人はほとんどいないと考えます。

ベリスク・メープルクロフトと協働して取り組んだソブリン債投資におけるESGファクターの役割に関する調査から、ソブリン債投資にESGを組み入れる革新的なアプローチが生まれました。

ESGファクターにおける非線形的かつ多面的な性質を考慮することで、ソブリン債投資におけるリスクプレミアムを説明するにおいて、ESGがどのような手助けとなるか、について5つの発見が得られました。

## 変数が増えることで分析は強化される

### 1. ESG統合は投資リスク管理を強化する手段となり得ます。

今回の調査では、一般的なマクロ経済変数に加えESGも考慮したソブリン債分析の方がマクロ経済変数のみを用いた分析より堅固であることが示されました。

ソブリンのESGパフォーマンスが良好な国は、一般的にスプレッドで表されるクレジット・リスクは低いことが明らかとなりました。

調査では、ESGの特徴を用いて各国の差を見ることで、投資家の利益の最大化に向けた時間や労力の効率化に役立つことがわかりました。また、ファンダメンタルズ分析のためには同じようなESGの性格を持つグループに国を区分することは可能で、同時に有益であることも示されました。

今回の調査で環境面でのパフォーマンスにはミスプライスが続きやすく、長期的な目線でアルファを獲得できる機会になる可能性があることが示されました。

## 真の価値を見つけ出す

### 2. ESGファクターを考慮することは、アルファ獲得機会になる可能性があります。

ESG統合はリスク管理だけでなく、アルファ獲得にもつながります。

今回の調査では、ESGに対して市場がいかにまだ非効率であるかが明らかになりました。概して、一国のESGの特性が変化しても、それに対するスプレッドの変化は遅く、その後も数ヶ月間に渡って、割高であったり割安であったりする状況が続く可能性がありました。

このような価格形成上の時間差が、マネージャーを差別化する投資機会につながる可能性があります。

特に環境面でのパフォーマンスにはミスプライスが続きやすく、長期的な目線でアルファを獲得できる機会になる可能性があります。

## 人間 VS 機械

### 3. アクティブ運用はESGによるソブリン投資の価値を高めることが出来ると考えます。

個々の国やグローバル経済は複雑であり、インプットで結果を得られる単純な機械ではありません。定量的な手法やモデルを用いることで有用な洞察を得られますが、人間も同様のことが出来ます。

特定の環境下においてルールに基づいた定量的なアプローチによってアルファが得られたとしても、アクティブ運用には常に何らかの追加的な役割があると考えています。

投資判断を行うにあたり、アナリストや運用者には不朽の役割があると考えると同時に、投資判断が正しいこともあれば間違っていることを認識し、慢心しないことの重要性を見いだしています。そのため、投資戦略を立てるにあたって、選択肢のチェックと準備が要求されず。



## 違う角度からのアプローチ

### 4. 今回の調査結果は、オルタナティブ型のESGサブリン投資戦略にも有効だと考えています。

ESGによるスクリーニングを用いて、伝統的な市場の特定のベンチマークに連動する運用ではなく、オルタナティブ型のESGポートフォリオを持つ自由度のある運用者にとっても、今回の調査結果は別の角度からの参考情報として有効だと考えています。

発行者の返済能力についての基本的な測定方法からは乖離した、私たちのESGパフォーマンスの測定で用いた様々な要因には、伝統的な運用で支持される基準では、明らかに重要ではないものもあります。

私たちのESGパフォーマンスの評価項目は、経済変数や、流動性と需給面といったその他に考慮すべき重要な点に直接影響することはありませんが、ポートフォリオ構築という目的においては、無視できない要素と考えています。

今回の調査の重要な教訓として国とグローバル経済、ESGファクターにどのような関連があるのかを理解するのは容易ではないということです。

## 共に発展する

### 5. 今回の調査結果はESGサブリン・エンゲージメントにも活用できると考えています。

今回の調査結果から得られた知識は、ESGエンゲージメントの効果を高めることにも活用できると考えています。

投資家は、このデータを使って、サブリン債の発行者やその他の重要な関係者と共に何が最も影響が大きな材料になり得るかを特定することが出来ると考えます。

## 次のステップ

今回の調査の重要な教訓として国とグローバル経済、ESGファクターにどのような関連があるのかを理解するのは容易ではないということです。

私たちの調査は、わずか数年のデータを基に通常的环境下で、ESGがどのように市場で織り込まれているのかを考察したにすぎません。ESGがどのように市場に織り込まれるべきか、または今後織り込まれていくのか、を示したものではありません。例えば、気候変動といった主なリスクを市場が十分に考慮しているかどうか、という結論を目指していません。

国、マクロ経済、ESGの非線形的な動きをより適切に捉えるために、さらなる定量的な分析を行うことでさらに得られるものがあるかもしれません。

今回のアプローチは、評価項目を決定して帰帰分析を行うという方法で、この非線形な動きを説明しようとする最初の一步です。

ESGとクレジット・リスクの関係がどの程度あるのか、閾値あるいは転換点といったものが実際にそのように機能しているのか、ということを理解するための更なる大きな調査が必要でしょう。

引き続き、これらの分野で調査を進めていくつもりです。

[こちら](#)で調査結果の全文を読むことができます。





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業に関してご負担いただく手数料や費用等は、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。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となりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

#### ■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2019年6月26日）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、当社による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ます。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。