

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# ESGの視点で行う アジア債券投資



**Rong Ren Goh**

ポートフォリオ・マネジャー、  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

アジアのサステナブル債券市場は急速に拡大していますが、アジアの債券市場全体に占める割合は未だ小さなものです。E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)の特性が高い魅力的な“従来型の債券”\*とともにサステナブル債券(環境課題と社会課題に対処するプロジェクトに用途を限定した債券)に投資することは、投資家にとって投資成果とサステナビリティの双方の目的をかなえる効果的な投資手法です。

\* ここではESG特性が高いものの、その資金用途をESG関連に限定するといった制限の無い従来型の債券を指します。こうした債券は、資金用途をESG関連に限定した債券に比べて利回りが高いという特徴が見受けられます。

米国経済、中国の景気回復の勢い、世界規模のインフレ、利上げベースに対する投資家の懸念の一方で、環境、社会、そしてガバナンス、つまりESGを考慮することは、依然として政府やビジネスリーダーの最重要課題です。

イーストスプリングのホワイトペーパー『[アジア 2.0: 新たなチャンスの時代への投資](#) (2023年6月)』に掲載された100名の経営幹部を対象にしたグローバルな調査では、ビジネスリーダーの57%が、今後数年間はESGを考慮した上でサプライヤーの選定を行うと回答しています。一方で、ビジネスリーダーの69%は、サプライチェーン全体において現在のESGリスクへのエクスポージャーに関する認識が限定的であることを、アジアでの事業展開における最大のESGリスクであると強調しています。アジア企業のESGへの取り組みは市場シェアと収益に影響を与えることでしょう。

## アジアにおけるサステナブル債券の展望

『ASEAN+3』<sup>1</sup>におけるサステナブル債券<sup>2</sup>の市場規模は、2022年末時点で5,893億米ドルに達しました。同市場の成長率は前年比37%増であり、これは世界のサステナブル債券市場の成長率である27%を上回りました。ASEAN+3のサステナブル債券市場は世界第2位の規模を誇り、世界のサステナブル債券市場の17.7%を占めています。

ASEAN+3のサステナブル債券市場の内訳は、グリーンボンドが大半を占め、加重平均残存期間は4.5年です(図表1参照)。また、発行済み債券の50%以上が民間セクターによって発行されており、これは公的セクターによる今後の発行拡大の余地があることを示唆しています。シンガポールでは自国の脱炭素化への取り組みを支え、グリーンファイナンス市場を深化させるべく、シンガポール政府が最大350億シンガポールドルのグリーンボンドを2030年までに発行することを発表しました。

ASEAN+3以外では、インドもサステナブル債券の発行国として存在感を高めています<sup>3</sup>。インド政府は2023年1月に同国初のグリーンボンドを発行しました。5年債と10年債の2本立てで、それぞれ約5億米ドルのルピー建て債券の発行条件は、ともに『グリーンアム(同じ発行条件の通常債券よりグリーンボンドの方が価格が高く利回りが低くなる現象)』が発生し、グリーンボンドへの強い国内需要を反映しています。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

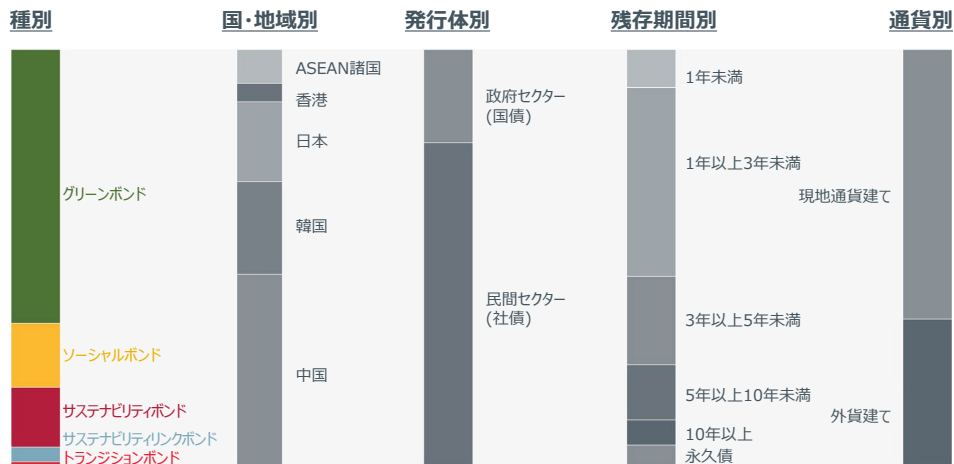
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379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

図表 1: ASEAN+3\*のサステナブル債券市場の概要



出所：ABO(AsianBondsOnline)のデータ(2022年末時点)を基にBloomberg L.P.が算出。

\*ASEAN+3：ASEAN諸国に香港、中国、日本、韓国を加えた国・地域。

2030年までに非化石燃料による発電容量を500ギガワットに引き上げ、エネルギー需要の50%を非化石燃料で賄うというインドの野心的な脱炭素化目標に沿ったエネルギー転換を支援するために、インドの再生可能エネルギーセクターは資本投資を増やしサステナブル債券市場を切り拓いています。こうした動きの支えとなる支援的な規制メカニズムの存在、そしてインドの再生可能エネルギープロジェクトが『グリッドパリティ』<sup>4</sup>を達成したことが、2016年から2021年の間で年平均成長率15.5%<sup>5</sup>という再生可能エネルギーセクターの力強い成長を後押ししました。

### 信用格付けにおけるESGの役割

サステナブル債券市場はアジアで急成長していますが、アジアの債券ユニバース全体に占める割合は未だ小さなものです。認証付きのサステナブル債券以外にも、投資家はより幅広いアジアの債券ユニバースへの投資を通じて、サステナブル投資を行うことができます。

サステナビリティへの注目が高まる中、ムーディーズ、S&Pグローバル、フィッチを含む国際的な信用格付け会社は、様々なESG要素が最終的な信用格付けにどのように影響するかを投資家に伝えるための指標を作成し始めています。

とはいえ、信用格付け会社は、その発行体や単一銘柄のデフォルト確率に重大な影響を与えるESG要素のみを考慮します。例えば、発行体がカーボンプライシングや二酸化炭素排出量に関する厳しい規制がある法域で事業を行っている場合、その発行体の炭素集約度を考慮します。

このような分析シナリオでは、炭素集約度が高いほど追加的なコストが発生し、予測可能な将来における発行体のデフォルト率に影響を与える可能性があります。一方で、ESG格付けは、環境・社会・ガバナンスの投資基準に対する企業のコミットメントを測定するものです。信用格付けとESG格付けの双方を実証する時間軸は異なる可能性もあります。

ESG格付けの業界はまだ黎明期にあり、多くの場合過去のデータは、容易に入手できず、完全ではなく、正確性に欠けます。そのため、発行体の信用格付けとESG格付けの間に強く決定的な関連性を結びつけるには、まだ時期尚早と言えます。米エネルギー・経済・財務分析研究所(IEEFA)が、フィッチ、ムーディーズ、S&Pグローバルから信用格付けを得た700社以上の企業を対象に行った調査では、信用格付けとESG格付けの間にはほとんど関連がないことが示されました。国連の責任投資原則(PRI)が発表した、様々なセクターにわたる約120社の信用格付けとESG格付けを比較したデータも、IEEFAの調査結果と一致しています。コミュニケーションサービス・セクター17社の格付けデータのサンプルでは、企業の信用格付けとESG格付けとの相関はほとんど見られません(図表2参照)。

そのため、アクティブ・マネジャーが自ら独自のESG分析を組み入れることで、付加価値を高められる余地があります。イーストスプリング債券チーム独自のESGスコアリングフレームワークでは、発行体のESGリスクのエクスポージャーとその備えに応じて発行体を分類しています。

図表 2: 信用格付けとESG格付けとの比較

| Asset Name | 信用格付け         |                           |                    | ESG格付け           |                                |                 |
|------------|---------------|---------------------------|--------------------|------------------|--------------------------------|-----------------|
|            | Fitch Ratings | Moody's Investors Service | S&P Global Ratings | MSCI ESG Ratings | Sustainalytics ESG Risk Rating | ISS ESG Ratings |
| Company 1  |               | Baa1                      | A-                 | BBB              | Low                            | D+              |
| Company 2  | B             | B2                        | B+                 | BBB              | Medium                         | C-              |
| Company 3  |               | B2                        | BB+                | BBB              | Low                            | C-              |
| Company 4  | A-            | Baa1                      | BBB+               | AA               | Low                            | B               |
| Company 5  | BBB           | Baa2                      | BBB                | AA               | Low                            | B-              |
| Company 6  | BBB           | Baa2                      | BBB                | BB               | Medium                         | B               |
| Company 7  | BBB           | Baa2                      | BBB                | AA               | Low                            | B               |
| Company 8  |               | Ba3                       | BB                 | AA               | Low                            | D+              |
| Company 9  |               | Ba2                       | BB+                | BB               | Medium                         | D+              |
| Company 10 |               | B2                        | B-                 | CCC              | Medium                         | D+              |
| Company 11 | BB            | Ba3                       | BB                 | A                | Medium                         | C-              |
| Company 12 |               | Ba2                       | BB-                | A                | Medium                         | C-              |
| Company 13 |               | Ba1                       | BBB                | BB               | Low                            | D+              |
| Company 14 |               | Ba1                       | BB+                | B                | Low                            | C-              |
| Company 15 | BBB+          | Baa1                      | BBB+               | AA               | Low                            | B-              |
| Company 16 |               | Baa3                      | BBB-               | A                | Low                            | B-              |
| Company 17 |               | A2                        | A-                 | A                | Medium                         | B-              |

出所：本図表は本稿の解説のみを目的とし、コミュニケーションサービス・セクター17社の信用格付けとESG格付けを掲載したものです。信用格付けとESG格付けの双方のスコアの大部分が入手可能な企業を対象に選定しました。信用格付け会社やESG情報プロバイダーによっては17社のうち一部カバーしていないケースがあります。図表中のデータは作成時点(2022年7月)のものであり、信用格付け会社やESG情報プロバイダーはこれらのスコアを改訂する可能性があり、また実際に改訂しています。そのため、作成時点以降は有効でない可能性があります。

自らESGの視点を導入することで、アクティブ・マネジャーは『将来の負け組』、つまり中程度から高度のESGリスクのエクスポージャー(リスクに晒される度合い)を持ち、ESGリスクへの備えが低い発行体を避けることで、リターンを高めることができます。アクティブ・マネジャーは、ESGリスクのエクスポージャーを最小化する努力をしている発行体や、事業が直面する潜在的なESGリスクに取り組んでいる発行体を特定することで、新たな機会を活かすこともできます。例えば、全世界における二酸化炭素の年間排出量のうち39%は建設物に由来していますが、不動産開発企業は不動産のグリーン化を積極的に進めています。環境負荷に配慮した『グリーンビルディング』は50%以上の省エネルギー化が実現可能であり、国連の『持続可能な開発目標(SDGs)』17項目のうち9項目の達成に貢献します。シンガポールは2030年までにビルの80%を建築建設庁(BCA)の建築環境性能の認証制度である『グリーンマーク』認証を受けることを目標に掲げており、低炭素でエネルギー効率の高い都市国家の建設を強く望んでいます。

## ESGの視点を組み入れた債券投資

国際社会は依然としてESGに強い関心を寄せており、企業がESGへの配慮をどのようにビジネスモデルに組み込むかが、投資家にリスクと機会をもたらします。私たちは、持続可能なビジネスに取り組む企業は長期的により良い価値を提供する可能性が高いと信じています。アジア全体のサステナブル債券市場は急速に拡大を遂げ多様化してきていますが、ASEAN+3においてサステナブル債券が債券発行残高全体に占める割合はわずか1.7%に過ぎません。サステナブル債券の発行は今後増加する見込みですが、アジアにおいてE(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)の特性が高い魅力的な“従来型の債券”とともにサステナブル債券に投資することは、投資家が投資成果とサステナビリティ双方の目的をかなえる効果的な手法です。

なお、当社の投資チームがESGの課題に関して企業とどのような対話を行っているかをお知りになりたい方は、当社の [Responsible Investment Report 2022](#) (英語版)をご一読下さい。

(データ出所、その他)

1. ASEAN諸国に中国、香港、日本、韓国を加えた国・地域。
2. ここではグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティリンクボンド、トランジションボンドを指します。
3. Climate Bondsの未発表データによると、インドはアジア太平洋地域でグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティリンクボンド、トランジション・ボンドの発行額は第6位。
4. 再生可能エネルギーによる電気料金が、既存の従来型の電気料金と同等またはそれを下回ること。
5. インド商工省商務局(2021年1月)。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。