

Investment insight

グローバル・ハイイールド債券と新興国社債におけるESG

2019年9月

債券運用ファンドマネジャー ジェームス・トムリンス、シャルル・ドゥ・キンソナス

- ハイイールド債および新興国の社債は、世界的な低金利環境のなかで、流動性をもちながら魅力的な利回りを機関投資家にもたらします。
- この2つの市場は、リサーチが未だに十分にされているとは言えず、アクティブなクレジット運用を行う投資家にとって依然として多くの投資機会が残っていると考えます。
- 債券投資にESG分析を組み込みことは、グローバル・ハイイールド債および新興国社債の運用戦略における意思決定に不可欠な要素になりつつあります。

投資価値は変動します。そのため投資価値は下がる場合も上がる場合もあり、投資元本を下回る可能性もあります。過去の実績は、将来の運用成果を示唆するものではありません。

魅力的な利回りが得られ、容易に投資が可能である、拡大を続ける市場

ハイイールド債市場と新興国社債（以下、エマージング社債）市場は多くの点で大きな違いがありますが、反面この2市場は投資家にとって好ましい類似点を有しています。どちらも利回りが必須の投資家にその機会を提供しながら、市場には流動性があり、容易に売買ができます。そして、どちらも利回りと流動性に加えて、近年、市場規模と多様性の面でも重要な市場に育ってきています。

グローバル・ハイイールド債の市場規模は、2019年7月31日現在のICE BofAMLグローバル・ハイイールド・インデックス構成銘柄の時価総額によると、約2兆米ドルです。ハイイールド債に関しては、近年新興国企業の発行が増加しているものの、依然として75%以上が先進国企業の発行する銘柄であるため、2つの市場の相関性は極めて低くなっています。ハードカレンシー建てのエマージング社債（準ソブリン債を含む）の市場規模は、10年前が0.6兆米ドルだったのに対し、2019年7月末時点で2.3兆米ドルに拡大しています。このような市場拡大は、新興国の多くの国が力強い経済成長を遂げていることが背景にあります。

図表1：主要債券市場の比較

	グローバル・ハイイールド債	エマージング社債	グローバル投資適格社債	グローバル・ブロード債券	グローバル国債
代表的なインデックス	ICE BAML Global HY	JPM CEMBI Broad Diversified	ICE BAML Global Corporates	ICE BAML Global Broad Market	ICE BAML Global Government
最低利回り (%)	5.62	4.75	2.39	1.41	0.82
最低スプレッド (bp)	413	276	110	47	14
実効デュレーション(年)	3.37	4.73	6.67	7.18	8.35
平均信用格付け	B+	BB+	A-	AA	AA

出所：ブルームバーグ、2019年7月31日現在

利回り、市場規模、流動性は、機関投資家、特に加入者への給付金原資の確保という厳しい課題に直面している年金基金にとって魅力的な資産です。ハイイールド債（投資不適債とも呼ばれます）市場は、これら3つの要素をすべて備えており、多くの国債および投資適格債のリターンがほぼゼロで、マイナスの利回りも珍しくない環境においては特に魅力的です。

クレジット選択は引き続きリターンの源泉ではありませんが、グローバル・ハイイールド債およびエマーGING社債のユニバースは、投資適格社債や国債よりも遙かに高い利回りを提供します。投資適格社債や国債との利回り・スプレッドの格差は、低い平均信用格付けを反映しています。ただし、実効デュレーションが表すように、基準となる国債利回りに対する金利感応度は低くなります。現在、債券利回りが極めて低い水準であるため、金利感応度が低いことは、金利上昇による悪影響を受ける度合いが低いことを意味します。

投資判断に際して重要になりつつあるESG特性

機関投資家は、多くの個人投資家と同様に、投資している債券の発行体が環境、社会、ガバナンス（ESG）要因に関してきちんと実践していることを確認したいと考えています。このアプローチは、急速に注目を集めている、単なる経済的な収益以上のものを求めるという投資に関する倫理を反映しているだけでなく、市場における価格形成と投資収益の安定性に寄与します。

一般的に、ハイイールド債およびエマーGING社債は、性格上比較的高いベータ値をもっているとされます。発行体のESG動向は、債券価格にプラスにもマイナスにも大きな影響を与える可能性があるため、ESG評価は信用分析プロセスにおける重要な要素です。規制措置から消費者のボイコットまで、企業が直面するあ

らゆる非金融リスクを理解することは、そのようなリスクが企業の財務へ与える悪影響を軽減するのに役立ち、投資家が投資対象証券をより正しく評価できるようになります。

適格性スクリーニング

当社が戦略の投資対象とするためには、発行者がレピュテーションと企業活動に関する特定の要件を満たし、ESGクレデンシャルに関して設定しているガイドラインをクリアする必要があります。当社は、3段階のスクリーニングプロセスを適用して投資ユニバースを決定し、そのなかから、ファンドマネージャーはバリュエーションで評価し、ポートフォリオに組み込む最適な銘柄の候補を特定します。

最初の2つのスクリーニングは、投資ユニバースの要件を満たさない発行体を除外することを目的としています。グローバル・ハイイールド債およびエマーGING社債戦略とも、共通のスクリーニングを適用します。まず、人権、労働、環境、腐敗防止に関する国連グローバルコンパクトの原則に違反している発行体を除外します。次に、特定のセクターでの生産または流通から得られる収益比率に基づいて、それらセクターに関係の深い企業を選別します。上述のとおり、スクリーニングは各戦略で共通であり、具体的には、メーカーの場合は売上げの5%以上、販売会社の場合は売上げの10%以上の企業を除外します。対象となるセクター・サブセクターは、タバコ、アルコール、ギャンブル、アダルトエンターテインメント、石炭火力発電、原子力発電です。さらに、防衛および武器による収入を得ている企業も除外します。

ESG 分析における重要な情報プロバイダー

MSCI: グローバル・ハイイールド債市場を幅広くカバーするESGのファンダメンタルリサーチのプロバイダー。2010年にESGリサーチを開始し、現在は155人以上のESGアナリストが9,000人の発行体の350,000銘柄をカバーする。分析結果で、企業にESG1~10（10が最高）のレーティングを付与しており、7.2~10のスコアの企業をESGリーダーとし、2.9以下の企業はESGに遅れている企業と見なす。

サステナリティックス: ESGのファンダメンタルリサーチのプロバイダーで、新興国債券でのリーダー的存在。25年の実績をもつ、責任投資とESGリサーチに特化したESGリサーチの最大のプロバイダーで、7,000以上の企業をカバーしている。サステナリティックスは企業に0~100（100が最高）のスコアを付与。

レップリスク: イベントドリブンのシグナルを発見し、レピュテーションリスクを定量化する、レピュテーションリスクの定量化を専門とするニッチなESGリサーチプロバイダー。0~100のスコアを付与（0は最もリスクが小さい）。リアルタイムでビッグデータ解析を行う。毎日20の言語の500,000を超えるニュースをスクリーニングしている。

3番目のスクリーニングは、企業活動に適用するESG統合に関するものです。これは、専門的な分析を行う独立機関であるMSCIと、M&G独自のESGリサーチを使用します。ESGハイイールド債戦略では、ESGに遅れている企業（スコアが2.9以下）を除外します。エマージング社債戦略では、サステナビリティクスとレップリスクが提供するESG評価も利用します。3社を利用することにより、投資可能なエマージング社債ユニバースの99%をカバーすることができます。3つのリサーチプロバイダーのうち、2つがESGに遅れている企業と評価している場合は、投資ユニバースから除外します。

業界ごとの調整を行うことにより、業界全体のESGへの取り組み度と関係なく、業界内で最良のESGへの取り組みを実践している企業に対し、適切な相対的ESGスコアを付与することができます。特定の産業やセクターがその性質上、ESGのスコアが高くなる・低くなる傾向があるために導入したプロセスです。これにより、リサーチ対象の発行体のESG属性を、同じ業界の他社と比較することができます。また、ESGスコアの絶対値で判断することによって生じる可能性がある、投資対象ユニバースの一貫性がゆがめられる現象を防ぐことができます。このプロセスは、他の業界に比べて持続可能性や責任ある行動を果たすために、まだ多くを行わなければならない業界に属するリーダー的企業の努力を正当に評価できることとともに、奨励することになります。

現在、これら3つのスクリーニングは、下のグラフに示すように、対象債券市場の約4分の1から3分の1を除外します。このような企業を除外した後でも、その投資可能ユニバースは、ファンドマネージャーに十分なポートフォリオの分散とバリュー投資の機会を提供します。

当初のユニバースから、投資に適切でない発行体を除外しても、対象インデックスの重要な特性を損なうことはほとんどありません。

実際のESGエンゲージメント

アイスランド社：英国のスーパーマーケットチェーンであるアイスランド社は、以前から持続可能な小売業者としての地位を築いてきました。1980年代には既に、英国のスーパーマーケットとして初めて人工着色料・香料を使わない自社ブランド製品を開発し、また、1999年には遺伝子組み換え食品の販売を中止しました。

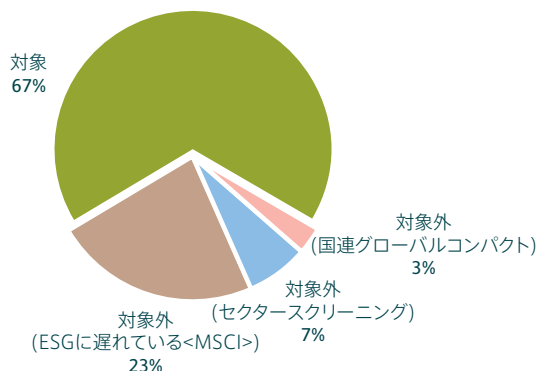
また、同社は、2018年末までに自社ブランド製品でパーム油不使用のイニシアチブが広く報道され、衆目を集めました。これに続き、2023年までに自社ラベルの食品にプラスチック包装を使用しないことを公約しました。

冷凍食品に注力するということは、他の食品小売業者より廃棄物を減らせることを可能にし、実際売れ残りの食品の比率は1%未満になっています。また、売れ残りの食品を廃棄し結果的に埋め立てられるのではなく、コミュニティに提供することや、動物のえさや発電用に使用しています。

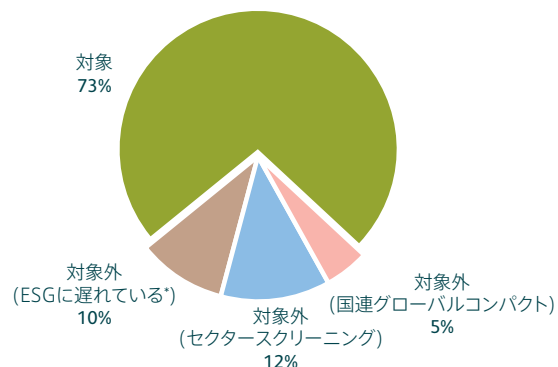
M&Gは以前から、同社の経営陣とエンゲージメントを持っていました。包括的なESG評価を確かなものにするため、そして多くのイニシアチブのさらなる進展を促すために、幅広い課題に関し徹底したエンゲージメントを行っています。

図表2：ESGスクリーニング後も十分な投資対象企業が残る

グローバル・ハイイールド債（スクリーニング結果）



エマージング社債（スクリーニング結果）



*MSCI、サステナビリティクス、レップリスク

時価総額に占める比率(%)

出所：M&G、ブルームバーグ、ICE Bank of America Merrill Lynch インデックス、MSCIリサーチ、2019年7月31日現在

単なるフィルターではないESGエンゲージメント

重要なことは、ESG評価は、常に行っている厳格なクレジットリスク分析を補完するものでもあります。運用している資産クラスのベータ値が高いことを考えると、発行体の価値を評価する際に、標準的な財務諸表の数値ではなく、財務諸表に表れないことを見つけることの方が重要である場合もあります。他のクレジット資産クラスへの投資と同様に、個々の債券のリスク・リターン特性が非対称的であるため、投資債券が破滅的なデフォルトや大幅な価格下落のリスクを最小限に抑えることが重要です。債券のリターンのアップサイドは限られています。一方、最悪の場合、債券が無価値になることもあります。ESG分析は、通常の分析では適切に精査・解釈できない可能性のある非財務的要因を発見することができます。

ハイイールド債の発行体と新興国企業にとって、起債は通常、資金調達要件の主要な手段です。これは、主要な債券投資家として、M&Gが他のタイプの投資家よりも広範に企業の経営者にアクセスできることを意味します。これにより、個別企業のより詳細で徹底したファンダメンタル分析を行うことができ、企業がもつESGに関する問題点を克服し、目標を達成するための企業戦略について、企業とエンゲージメントし、協力関係を築くことが容易になります。エマージング社債とハイイールド債の発行体のESG要因、特にガバナンス（「ESG」の「G」）の良し悪しは、投資を実行するうえでの重要な判断材料です。

機関投資家が直面する課題の解決策

年金基金などの機関投資家にとって、先進国の投資適格債以外を見渡した場合、ハイイールド債とエマージング社債への投資が、機関投資家が直面する、すぐに解決を要する多くの課題に対する魅力的な解決策になることもあります。ハイイールド債とエマージング社債の利回りおよびスプレッドは、投資適格のクレジット戦略や国債戦略に比べて優れた水準にあり、多くの場合、マイナスである国債利回りの変化に対する感応度が低くなります。M&Gは、ハイイールド債とエマージング社債の戦略で良好なパフォーマンスを挙げていますが、ESG要因分析を、単なる銘柄選択のフィルターとして用いるのではなく、各発行体と個別銘柄の潜在的な価値の分析評価として活用することにより、さらに価値を高めています。

投資プロセスにおけるESGリサーチ

ミリコムは、ラテンアメリカとアフリカのモバイル通信とケーブル通信サービスのプロバイダーです。同社は、多くの基準で良好なESG資質を備えていると考えています。同社は、世界の発展途上国でデジタル通信のインフラを構築することにより、多くのコミュニティが結ばれることを可能にし、これらの国で社会的・経済的発展のための重要な役割を果たしています。同社はまた、子どもたちをオンラインシステムで保護し、社会的に脆弱な人々のデジタルリテラシーを高めるイニシアチブなど、幅広い社会プログラムを実施しています。

ミリコムは最近、サステナビリティボンドの発行を目的としたサステナビリティボンドの枠組みを策定しました。調達される資金は、さまざまなエネルギー効率化プロジェクトや社会プログラムに使用されます。この枠組みは、ESGの独立調査機関であるサステナリティックスによって、信頼性があり、影響力をもち、サステナビリティボンドガイドライン2018の内容に合致しているとの評価を受けました。

世界で最も接続されていない地域にデジタル通信を提供することを通じて、同社は事業を展開する各国で社会的および経済的にプラスをもたらす変化を促進していると考えています。同社は、外部ESGリサーチプロバイダーである3機関によって、業界におけるESGリーダー（または同等の呼称）に区分されています。ミリコムの主要株主がキネヴィックABであることと同社が経験豊富な経営陣によって経営されていることは、高いガバナンスをもって経営されている裏付けであり、同社の財務内容の分析結果の加点になると考えています。

M&GのESG戦略

M&Gのファンド・マネージャーはESG要因をそれぞれの運用アプローチに取り入れていますが、以下の戦略については当社として整合性のあるESG対応を行うために全体的によりシステマティックなアプローチを採用しています。



情報の出所: M&Gインベストメント (2019年6月時点)

お問い合わせ

機関投資家営業部

+81 3 4550 6843

mgsalesjapan@mandg.com

www.mandg.jp

M&G Investments Japan株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2942号 加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社は、当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited (MAGIM)、M&G Alternatives Investment Management Limited (MAGAIM)及びM&G Real Estate Asia Pte. Ltd (MGREA)のために投資一任・投資顧問契約の代理・媒介を行うことにつき、金融庁の登録を受けています。ただし、MAGIM、MAGAIM及びMGREAとこれらの契約をご締結いただけるのは、日本の登録投資運用業者(登録金融機関のうち投資運用業を行う者を含み、以下「登録投資運用業者等」といいます。)に限られます。

当社が登録投資運用業者等のお客様から手数料をいただくことはありませんが、お客様には、MAGIM又はMAGAIMとの間の投資一任・投資顧問契約に定められる個別の手数料を、MAGIM又はMAGAIMにお支払いいただくこととなります。

本書面は情報提供の目的でお渡しするものであり、投資助言の提供を行うものではありません。また、本書面に記載された情報は、当該時点において有効な関係法令及び規制当局等のガイドライン上、勧誘を行うことができないお客様に対する、当社、MAGIM、MAGAIM又はその関係会社(総称して、以下「M&G」といいます。)が提供する有価証券、金融商品又はその他のサービスに関する勧誘となるものではなく、それを意図するものでも、そう見なされるべきものでもありません。

特に、M&Gが運用する特定の投資ファンド(以下「M&Gファンド」といいます。)にかかる情報については、以下をご参照ください。

1. M&Gファンドに関する情報は、MAGIM又はMAGAIMの投資戦略をご説明するためにご参考としてご提供しているもので、本書面で当該M&Gファンドの勧誘を行うためにご提供しているものではありません。又は、
2. M&Gファンドに関する情報は、M&Gファンドの販売に関して、今後、御社とM&G間で販売契約をご締結いただくため、情報提供の一環として提供しているものです。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売上の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売上の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。MAGIMが提供するサービス及び商品は、英国金融行為規制機構のハンドブックにおけるプロフェッショナル・クライアントの定義に含まれる投資家のみを対象としています。MAGIMはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。MAGIMは金融行動監視機構により認可され規制を受けます。M&G Investmentsは、英国法人であるM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業領域とするPrudential Financial, Inc (プルデンシャル・フィナンシャル・インク)、あるいは英国で設立された国際グループ企業であるPrudential Plc (プルデンシャル・ビーエルシー)の関係会社ではありません。

SEP 19/ IM2959