

ソブリン債券ポートフォリオに対するESGリスク ファクターの重要性

Dr. シュテファン・ホエーター、ESGグローバル・ヘッド、アリアンツ・グローバル・インベスターズ



ESGファクター—ソブリン債のポートフォリオにとって重要な理由

多くの機関投資家が、ソブリン債ポートフォリオの国別配分に、時価総額の比重に基づく手法を採用しています。この手法を用いると、債務残高が高水準の国の比重が大きくなります。欧州通貨統合(EMU)が債務危機に陥った余波で、投資プロフェッショナルは、財務健全性を考慮したソブリン債のベンチマークを検討し始めました。新たな手法は、ソブリン債発行体のファンダメンタルズの信用分析に基づいて、国別配分を決定することを目的としています。

主だった投資家がESGリスク・ファクターを社債のクレジット分析に適用し始めている一方で、ソブリン債においてESGファクターが見過ごされる傾向にあります。ソブリン債は重要な資産クラスであり、世界の金融資産において高い比率を占めているため、これは意外なことと言えるでしょう。ソブリン債の推定額は約50兆米ドルであり、多くの資産運用者が債券(FI)ポートフォリオにおいて不可欠な部分であると見ています¹。通常、投資家は、先進国のソブリン債を信用リスクがない安全資産と見なし、市場が極端な状況においても元本保全を求めて、同資産への配分を検討します。新興国のソブリン債に対する投資

は、信用リスクとボラティリティを比較的低い水準に抑えながらも、魅力的なリターンを上げることを目的として行われるケースが多くなっています。

投資家がESGファクターをソブリン債ポートフォリオに統合する主な動機として、以下が挙げられます。

- ソブリン債発行体の信用リスク分析を強化する。
- 価値あるESG情報に基づいて、リスク・バジェットの適切な配分や国別配分の最適化を図る。
- より洗練された投資決定を行う。

ソブリン債のESGファクターに関する最新レポートにおいて、我々は新興国と先進国における、ESGファクターの財務的な重要性を検証しました。本稿では、ESGファクターの財務的な重要性に関する3つの調査結果について概説します。

注記:本レポートで分析および概説されている調査結果は、必ずしもアリアンツ・グローバル・インベスターズの投資見解を表しているわけではありません。また、本調査は、投資に対する助言または運用成績に関する予想を示唆するものではありません。本稿は、ソブリン債のESGファクターに関するレポートからの抜粋です。

調査結果1: 国の信用格付けは、ソブリン債発行体の ESGリスク・ファクターを十分に織り込んでいない

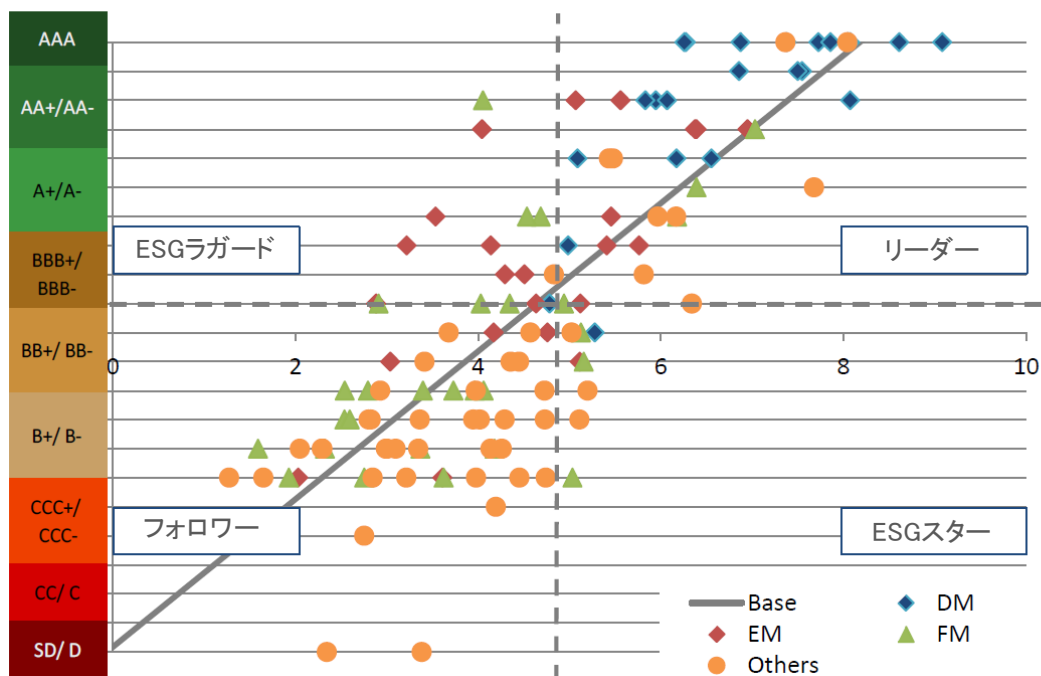
信用格付けは市場において、信用情報の主な指標の一つとして機能しています。通常、ソブリン債ポートフォリオの配分およびリスク・バジェットिंगのプロセスにおいて、主要データの一つとして取り扱われています。ESGリスクおよび投資機会がすでに織り込まれているかどうかを評価するために、ソブリン債発行体の信用格付けと ESGリスク・スコアの関係を検証しました。使用したMSCIのESGガバナンス・スコアは0~10のスケールで、10が最高スコアとなっています。また、S&Pの長期債の信用格付けも使用しました。各国の信用格付けとESGスコアの間をグラフにしたのが図1です。

今回の調査で、各国の信用格付けに対してESGリスク・スコアが大きくばらついていることが明らかになりました。この経験的証拠は、信用格付けがESGスコアを十分に織り込んでいないことを示しています。同じ信用格付け内でのESGスコアのばらつきは、信用格付けが低くなるほど若干大きくなっていることが示されました。特に、新興市場(EM)、フロンティア市場(FM)、その他の市場で、ESGスコアは信用格付けに対して比較的ばらついていま

す。右上の象限は、ESGスコアが高く、格付けが投資適格の「リーダー」国を表しています。対照的に、左下の象限は、ESGスコアが低く、格付けが非投資適格の「フォロワー」国を表しています。

残り二つの象限は、信用格付けと比較してESGスコアが上回っている、または下回っている国を表しています。大部分の先進国(DM)が「リーダー」に分布している一方で、大部分のFM国およびその他の市場が「フォロワー」に分布しています。興味深いのは、同じ信用格付けの国を上回る「ESGスター」、および同じ信用格付けの国を下回る「ESGラガード」が少ない点です。投資のシグナルとして、「ESGラガード」が信用格付け引き下げ候補と見なされている可能性があります。一方、「ESGスター」は、近い将来信用格付け引き上げによる恩恵を受ける可能性があります。したがって、投資家はこれらの投資のシグナルを活用し、ESGスターをオーバーウェイトし、ESGラガードをアンダーウェイトするモメンタム戦略を取ることも出来るでしょう。

図1: ESGスコアに対する国の信用格付け



出所: MSCI ESG ガバナンス・レーティング、S&P信用格付けのデータに基づきアリアンツGIが試算。2017年4月時点。

注: 標本数は123ヶ国が含まれており、MSCIのDM(n=23)、EM(n=24)、FM(n=28)、その他(n=48)に分類されています。

回帰直線はグループ合計(n=123)のトレンドラインを表し、R²は0.67になります。

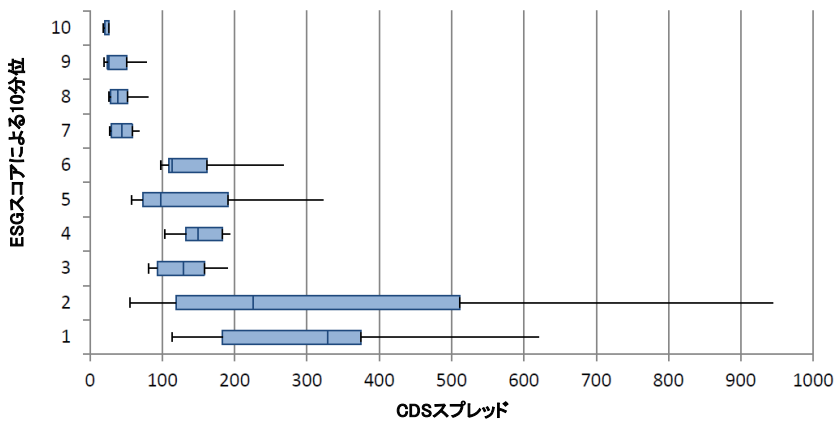
ESGスケールは[0;10]で、10は最高スコアを表します。平均ESGスコアは4.7、平均S&P信用格付けはBBB-となっています。

調査結果2: ESGリスクがソブリン債の信用リスクに織り込まれている—ESGスコアの上昇はソブリン債CDSのスプレッドの縮小に反映されている

我々の調査結果は、ソブリン債のスプレッドを説明するのに、特に2007年の金融危機以降、ESGリスク要因が一段と重要になっていることを示しています。また、我々の経験的な調査結果から、各国のESGリスク・スコアが高いほど、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)／債券スプレッドが縮小していることが明らかになりました(図2)。この関係は性質的に非線形であると見られます。市場は特にESGスコアが最下位四分位の国に対して厳しい評価を下

しているようです。CDSスプレッドの中央値とばらつきは、ESGスコアの十分位の低下とともに拡大しています。また、ESGスコアが優れている先進国と新興国の発行体は、借入コスト低下の恩恵を受けています。このことは、資本市場がすでにESGリスクをある程度織り込んでいることを示唆しています。したがって、ESGスコアの成績は新興国および先進国にとって重要であり、信用リスク価格決定モデルとして使用することが可能です。また、投資家は、これらの調査結果を活用し、価値あるESGリスクに関する情報に従って、信用格付けを調整することが可能です。

図2: 十分位あたりのソブリンCDSスプレッド



出所: MSCI ESGガバナンス・レーティングおよびBloombergのCDSデータに基づき、アリアンツGIが試算。2017年4月時点。

注: 各国は10分位にグループ化されており、1は10%を表します。標本数には、先進国(n=20)、新興国(n=23)およびフロンティア国(n=16)の市場で構成される59ヶ国が含まれています。5年のCDSスプレッドは、年平均、米ドルベースで表示されています。MSCI ESGスコアを使用。

調査結果3: 国家レベルのガバナンスの低さが最も重大なリスクで、社会リスクがこれに続く : ESGリスクはその性質上、長期的な影響をもたらす

今回の調査で得た経験的証拠から、ソブリン債においてESGファクターがどの程度財務的に重要であるかには、ばらつきがあることが明らかになりました。各ESGファクターにより財務的な重要性は異なっているようです。総じて、ガバナンス・リスク・ファクターが最も財務的に重要なESGリスクであり、社会的リスク・ファクターがこれに続いています(図3および4を参照)。

また今回の経験的な調査結果は、ESGリスク・ファクターが一段と重要になっており、したがって、その性質上、長期的に影響をもたらすことを示しています。

ポートフォリオの実務において、このことは、ソブリン債のESGリスク・ファクターが保有期間中にかなり長期にわたり変化しない可能性があることを意味しています。ソブリン債のESGリスク・ファクターは不良債務が積み上がることで突如として重要性が増し、ソブリン債発行体の信用リスクの健全性に根本的な変化をもたらす可能性があります。したがって、初期警戒信号を察知することで、ESGのテールリスクをできるだけ周到に予想すべきです。トルコの事例は、ESG(テール)リスクのエクスポージャーを軽減するのに、ESGリスク・ファクターが初期警戒システムとしていかに有効に機能する可能性があるかを示しています(「トルコのケース・スタディー」を参照)。

図3: ガバナンス・スコア四分位あたりのソブリンCDSスプレッド

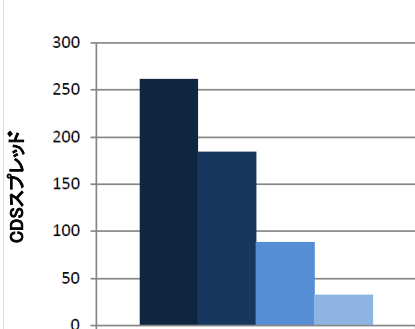
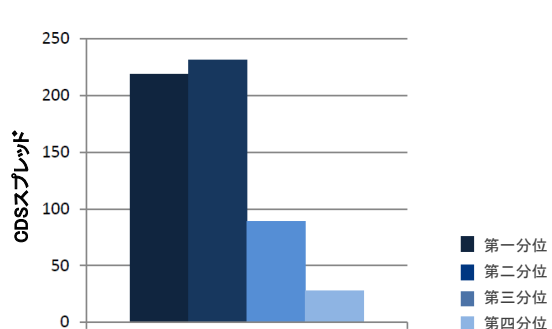


図4: 社会的スコア四分位あたりのソブリンCDSスプレッド

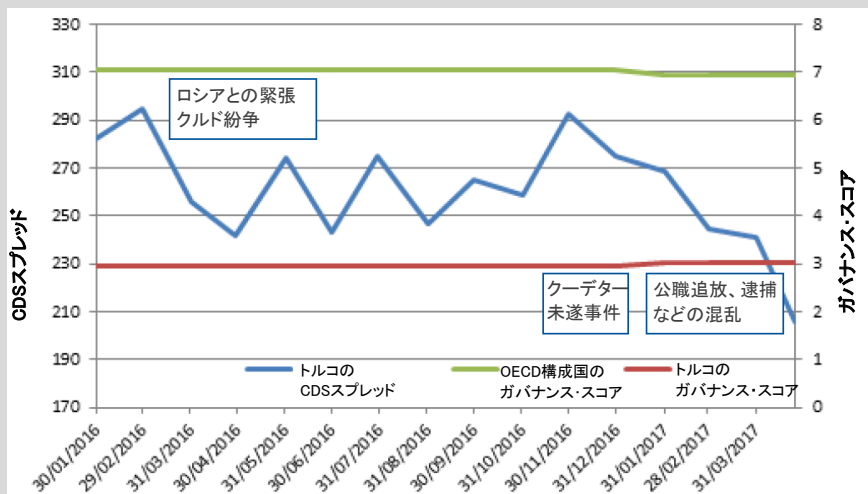


出所: MSCI ESGガバナンス・レーティングおよびBloombergのCDSデータに基づき、アリアンツGIが試算。2017年4月時点。注: 国は四分位数にグループ分けされており、1 = 25%を表します。この標本数には59ヶ国(先進国=20、新興国=23、フロンティア国=16)が含まれています。5年のCDSスプレッドは、年平均、米ドルベースで表示されています。MSCI ESGスコアを使用。

トルコのケース・スタディー：CDS市場はガバナンスリスクを十分に織り込んでいるのか*

2016年7月に軍事クーデターが発生して以降、資産保有者や投資家の間で、トルコの安定性とESGリスクに関して幅広く議論がなされています。特に、トルコのガバナンス・スコアに対して懐疑的な見方が広がっています。ソブリン債のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の спреッドは、ある意味、市場で認識されている信用リスクを示しています。トルコのCDS спреッドは、リスクが露呈すると考えられるイベントに対して大きく反応します(図5を参照)。例えば、2016年初頭にトルコ政府とクルド労働者党(PKK)の対立が再度勃発し、同年の7月にトルコ政府が軍事クーデターに脅かされた際に、CDS市場は両イベントを織り込みました。軍事クーデターの結果、多くの公務員が停職を受け、逮捕されました。2017年1月までに、3つの大手格付け機関すべてが、トルコの政治不安について言及し、同国の信用格付けを引き下げました。2017年4月には、レジェップ・タイイップ・エルドアン大統領が率いるAKP(公正発展党)が、議院内閣制から大統領制への移行を問う国民投票に勝利しました³。2016年以降、トルコのガバナンス・スコアは経済協力開発機構(OECD)の中で最下位にあり、OECDのガバナンス・スコアの平均値を大幅に下回り続けています。また、MSCIの格付け見通しはネガティブとなっています⁴。しかしながら、CDSの月間平均 спреッドは軍事クーデターの発生以降縮小しています。

図5. トルコの5年のCDS спреッドとガバナンス・スコア

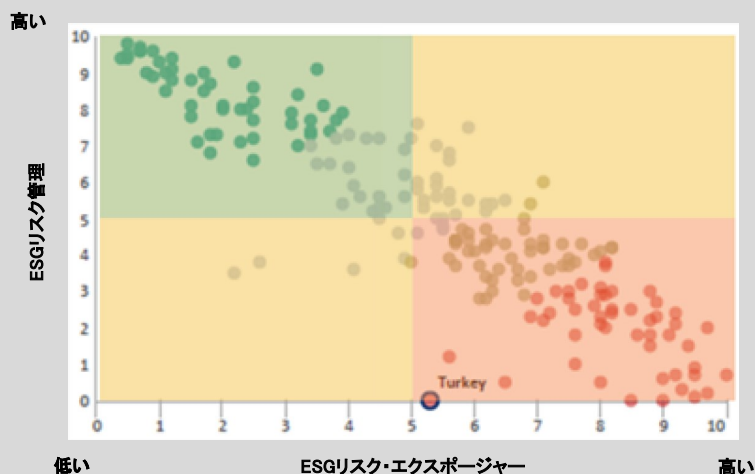


出所: BloombergおよびMSCIのデータに基づきアリアンツGIが試算。

注: トルコのCDS спреッドは、2016年1月から2017年4月までの月間平均(左軸)。OECD構成国の平均とトルコのガバナンス・スコア(右軸)。

さらに、ガバナンス・リスクを4つの象限にグラフ化しました。図6は、MSCIのトルコに対する政治スコア(ガバナンス・スコアのサブスコア)を表しています。トルコの場合には、政治ガバナンスのリスク管理の質に対するスコアが、最低の0となっています。加えて、トルコでの政治ガバナンスのリスク・エクスポージャーのスコアは5.3(リスクが最高水準の場合のスコアは10)となっています。他国と比較して、トルコのスコアは最下位四分位にあります。ESGリスク管理の脆弱さとESGリスク・エクスポージャーの高さが相まって、ESGリスクが高まりやすくなるとおおむね言えるでしょう。このことは、足元で市場がトルコの低いガバナンス・スコアを織り込んでいるのか、いないのか、疑問を投げかけています。

図6. トルコの政治ガバナンス・スコア⁴



出所: MSCI、トルコにおけるESGガバナンス・レポートに基づき、アリアンツGIが作成2017年4月時点。

注: トルコの政治的リスク・エクスポージャーは5.3、政治的リスク管理は0。赤色の点は下四分位、黄色の点は第三四分位、灰色の点は第二四分位、緑色の点は第四四分位。MSCIの総ガバナンス・スコアは、政治および財務ガバナンスのサブスコアの加重平均スコアです。

*このケース・スタディーは説明のために掲載したものであり、必ずしもアリアンツGIの見解を表したものではありません。

この調査が示唆する投資に対する洞察

今回の調査結果により、ESGリスク・ファクターがソブリン債の信用格付けに十分に反映されていないことが示されました。信用格付けが同じ場合でも、ESGリスク・スコアが大きくばらつく可能性があります。一般的に、従来のソブリン債ポートフォリオでは、適格な投資ユニバースと国別配分を定義するのに信用格付けが重視されていることから、今回の調査結果は重要な意味をもつと考えられます。CDSの спреッドが示しているように、我々の調査によりESGリスク・スコアがソブリン債発行体の信用リスクに一段と織り込まれていることが明らかになっており、投資家は今回の調査結果を活用できるでしょう。特に、ガバナ

ンスリスクと社会的リスクが、ソブリン債のCDSスプレッドにおいて重要な要因となっていると考えられます。したがって、ESGリスク・スコアが、効果的なソブリン債の信用リスク・バジェットと国別配分に貢献する可能性があります。ESGリスク・ファクターをソブリン債発行体の信用分析に統合することで、テールリスクをより効果的に軽減できる可能性があります。ソブリン債の一般的な投資目的の観点から、こうした手法はパフォーマンスの向上に寄与すると考えられます。先進国のソブリン債の場合には、この手法は主に市場が混乱した際の元本確保に寄与するでしょう。また、新興国のソブリン債の場合には、リスクを管理しつつも信用プレミアムを獲得するのに寄与するでしょう。

脚注

1. マッキンゼー・グローバル・インスティテュート、「財務グローバリゼーション：後退、もしくは振り出しに戻っているのか？ グローバル資本市場」(2013年)、より：
<http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/financial-globalization>
2. ロイター記事、トルコへのダブルパンチ、S & Pによる格下げ見通しに続き、フィッチは投機的水準に格下げ(2017年)より：
<http://www.reuters.com/article/us-turkey-ratings-s-p-idUSKBN15B1Z5>
3. BBC(2017年)、トルコの素顔 - その軌跡より：<http://www.bbc.com/news/world-europe-17994865>
4. MSCI(2017年)、トルコESGガバナンス・レーティング。2017年4月24日付け。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社(以下、当社)の所属するAllianz Global Investors グループ(以下、AllianzGI Group)による“ Financial materiality of ESG risk factors for sovereign bond portfolios ”を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人 投資信託協会に加入