

2021年3月17日

横谷 宏史

ステート・ストリート・グローバル・
アドバイザーズ株式会社
運用部
マネージング・ディレクター

ESG債券（サステナブルボンド）投資の 現状と課題

債券におけるESG投資の現状については、資産運用フォーカス9月2日号「ESG債券投資の潮流」でご紹介しました。この議論のポイントは、「ESG考慮が必ずしも投資リターンの向上につながるわけではない」という見方が増えてきていることだと筆者は考えています。足下ではこのことが債券におけるESG投資をむしろ促進していて、「既存の投資から（経済的）リスクリターン特性をあまり乖離させないパッシブ的な投資」と「明確なESG効果（社会的リターン）を追求する投資」の2つのトレンドが強まっているように思われます。本稿では、後者の「明確なESG効果（社会的リターン）を追求する投資」を実現する最も分かりやすい投資対象であるESG債券（サステナブルボンド）の現状と課題について採り上げます。

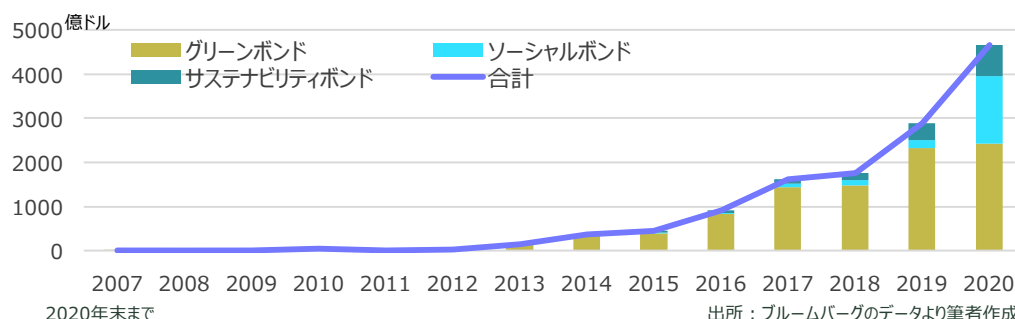
サステナブルボンドとは、その名の通り「持続可能性」に着目して発行される債券で、ESG投資の手段として、またSDGs（持続可能な開発目標）と整合した投資の手段として投資家に活用されます。サステナブルボンドは近年その要件や仕組みの整備が進み、**図表1**に見られるように様々な種類の債券が発行され、その発行額は順調な伸びを続けています（**図表2**）。

（図表1） サステナブルボンドの種類

	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
準拠原則	グリーンボンド原則（ICMA <国際資本市場協会>、2014年1月）	ソーシャルボンド原則（ICMA、2017年6月）	サステナビリティボンド・ガイドライン（ICMA、2017年6月）	サステナビリティ・リンク・ボンド原則（ICMA、2020年）	Climate Transition Financeハンドブック（ICMA、2020年）
資金使途	調達資金の全てが適格なグリーンプロジェクトに充当	調達資金の全てが適格なソーシャルプロジェクトに充当	調達資金の全てがグリーンプロジェクトおよびソーシャルプロジェクトに充当	限定なし	グリーンプロジェクト、ソーシャルプロジェクトに整合した資金使途、またはサステナビリティ・リンク・ボンド原則に整合した限定されない資金使途
フレームワーク	原則の定める4項目（調達資金の使途、プロジェクトの評価および選定のプロセス、調達資金の管理、レポート）に適合			<ul style="list-style-type: none"> KPIの選定 SPTsの測定 レポート検証 	<ul style="list-style-type: none"> 発行体のClimate Transition戦略とガバナンス ビジネスモデルにおけるマテリアリティ 実施の透明性

出所：BNPパリバ証券資料より筆者作成

（図表2） サステナブルボンドの発行額



サステナブルボンドは大きく分けると資金使途が予め特定されているもの（グリーン／ソーシャル／サステナビリティボンド）と特定されていないもの（サステナビリティ・リンク・ボンド）に分けられます（トランジションボンドは両方）。前者は資金使途が明確であること、後者は発行体にESG（またはSDGs）目標を達成する明確なインセンティブが付されていることから、ESG効果を期待できる投資対象として分かりやすく投資しやすいものになっています。

一方で、サステナブルボンド投資の課題としてよく挙げられる論点について、グリーンボンドを例に見ていきます。

1つ目は、市場が急速に発展してきてはいるものの、市場規模がまだ小さく未成熟であることです。図表3を見ると、グリーンボンド市場（グローバルグリーンボンド指数）の時価総額は投資適格債券市場（グローバル総合指数）の0.8%程度にとどまっています。また、国債利回りの低いユーロ圏の割合が大きいことから、クレジットリスクに対して債券の利回りが低くなっている点にも注意が必要です。

（図表3）グローバルグリーンボンド市場とグローバル投資適格社債市場（ブルームバーグの指数による比較）

指数	ブルームバーグ・バークレイズ MSCI グローバルグリーンボンド指数	ブルームバーグ グローバル総合指数
時価総額	5121億ドル	63.5兆ドル
銘柄数	639	26797
利回り	0.58%	1.11%
OAS	0.56%	0.34%

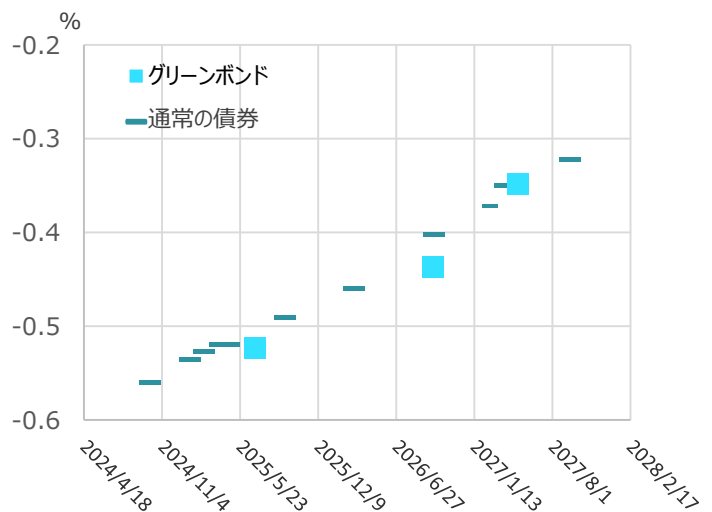
2021年3月8日時点

（出所）ブルームバーグ

2つ目は、いわゆる「グリーンウォッシング」と呼ばれるもので、グリーンボンドは環境に配慮した活動に資金が使われるとされていますが、それをどのように確認しモニターするかという点です。一般的にグリーンボンドの目論見書ではグリーンボンド原則に整合的な資金使途が謳われていますが、調達された資金は他の調達資金と分別して管理されるわけではないので、その使途については投資家も十分にモニターしていくことが求められます。

3つ目は、「グリーンアム」と呼ばれるもので、グリーンボンドが同じ発行体の同じ年限、クレジットリスクと比較して割高になるのではないかという問題意識です。ESG債券に対する投資家の需要が強まっていることや、グリーンボンドにはESG関連の開示コストがかかることなどが、その存在の理論的背景です。図表4はKFW（ドイツ復興金融公庫）の発行する債券の満期別の利回りを表したものです。グリーンボンドは満期の近いほかの債券に対してやや利回りは低い（債券が割高）にも見えますが、明確な違いがあるとまでいえるかどうかは微妙なところ。です。

（図表4）KFW（ドイツ復興金融公庫）発行債券の満期別利回り

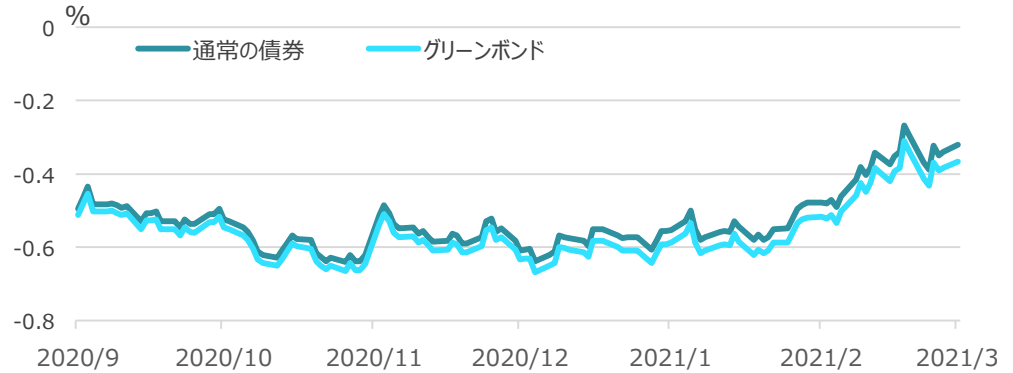


2020年3月8日時点

（出所）ブルームバーグのデータより筆者作成

図表5は満期が全く同じ（2030/8/15償還）のドイツ国債について通常の債券とグリーンボンドの利回り推移を見たものですが、ここではグリーンボンドの利回りが恒常的に低いことが見てとれます。

（図表5）ドイツ国債（2030/8/15償還）の利回り



2021年3月8日時点

（出所）ブルームバーグのデータより筆者作成

最後にサステナビリティ・リンク・ボンドについてです。これは発行条件をサステナビリティ・パフォーマンス目標（SPTs）の達成状況に連動させる債券のことで、一般的には予め定めたESGやSDGs目標（およびKPI）を達成すると発行条件が改善（金利が低下）します。発行体にサステナビリティに対する取り組むインセンティブを与える有力な仕組みです。一方で投資家から見ると、発行体が目標を達成すると（信用リスクに関係なく）利回りが下がることを意味するものであり、経済的な投資リターンとの間の整理が必要です。

いずれにせよ、サステナビリティボンド市場は急速に発達し多様化してきていますが、債券におけるESG投資の拡大にこれだけで対応するには限界があります。ESGインテグレーションを行った指数の活用など、債券投資におけるESG運用の多様化がますます求められると筆者は考えています。

ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2021年3月17日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2021年3月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3396477.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 3/31/2022