

グリーンボンド 目覚めが待たれる緑の巨人

気候変動は、21世紀に人類が対処すべき最も深刻な問題の一つとして挙げられます。とはいえ、債券市場はこの対応に後れをとっているのが現状です。気候変動の問題を意識した一部の投資家も、統一された規格の欠如や競争面で劣るリターンなどを理由に「グリーンボンド」の投資には前向きでなく、その結果、グリーンボンドの市場規模は依然として発展途上にあります。

しかし、単にグリーンボンドだけでなく、企業への投資という観点から、例えば二酸化炭素排出削減を目標とすることで、環境問題と投資家の抱くリターンへの懸念を一致させる方法は存在すると考えます。今後の対応策では、原則のみに基づいた手法から、環境に及ぶ影響の結果を強調する手法に焦点が移ることも想定されます。「環境」といった社会的利益と、「リターン」という経済的利益は一致すべき利益です。今後、こうした観点が組み込まれることで、グリーンボンドは債券ポートフォリオの中核的な戦略として位置づけられることにもなります。

グリーンに注目

「環境」に対する規制強化や技術進歩により、「座礁資産」の資産の減損リスクが高まる場合があります。投資家がスクリーニングを行う際に、潜在的にこのような劣化する資産を保有する企業は、投資対象から外されるか、売却の対象となり得ます。

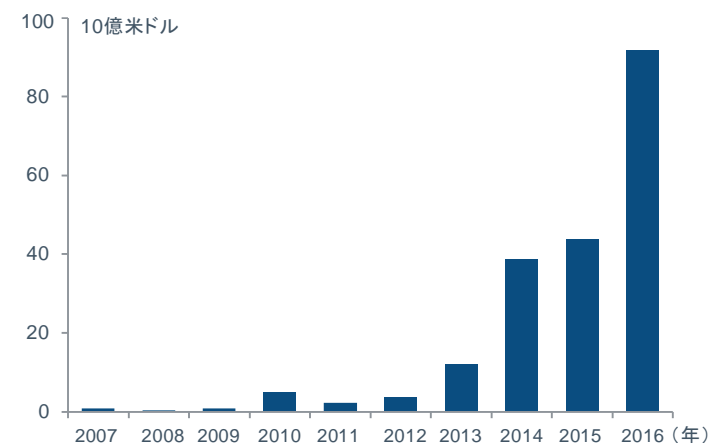
このアプローチは、ネガティブ要因を強調し、環境に優しくないプロジェクトを除外しますが、それに対して、環境面でより責任ある事業展開を考慮する企業が発行する債券を十分に評価していない点は、致命的な欠陥かもしれません。そこで、グリーンボンドが投資ビークルとして注目に値します。

グリーンボンドは環境面でメリットがあり、より持続可能な経済に貢献するプロジェクトへの資金調達を促します。このポジティブ要因を強調する手法は、グリーンボンドの主要なメリットですが、以下のような二つの欠点も存在します。

- グリーンボンドを定義づける基準が世界全体で合意または設定されていないこと。
- グリーンボンドのユニバースから得られる利回りとスプレッドは、より広範なグローバル債券のポートフォリオよりも相対的に低いこと(図2を参照)。

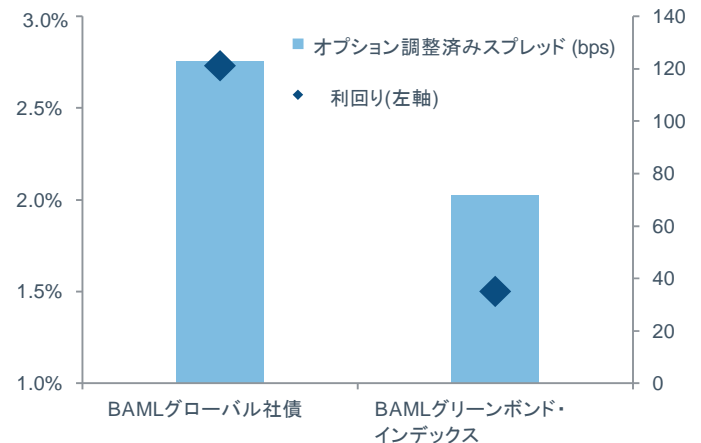
座礁資産: 法規制の変更や技術の進化が主因となり、予想外もしくは予定よりも早く減損評価が行われる資産。例えば、二酸化炭素排出制限に伴い陳腐化の問題に直面する化石燃料で発電を行う工場など。

図1: 増加するグリーンボンドの発行



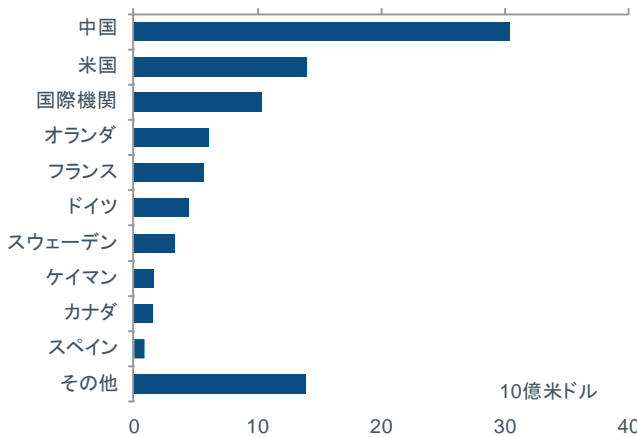
出所: BAML、ブルームバーグ、CBI、企業の提出書類、2017年2月28日

図2: 相対的に低い利回りとスプレッド



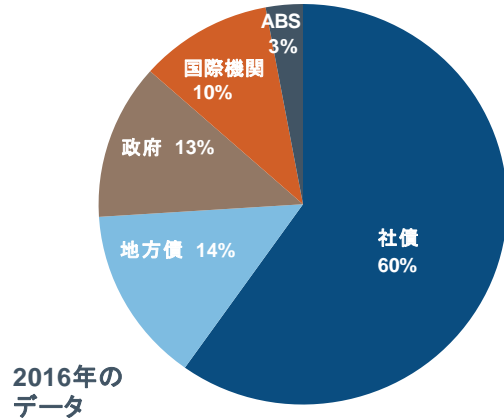
出所: フィデリティ・インターナショナル、BAML、2016年3月31日

図3: 2016年のグリーンボンド発行体



出所: BAML、ブルームバーグ、CBI、企業の提出書類、2017年2月28日

図4: 政府、国際機関による発行



2016年のデータ

出所: BAML、ブルームバーグ、CBI、企業の提出書類、2017年2月28日

“グリーン” 曖昧な定義

グリーンボンドの定義となるのは何でしょうか？いくつかの独立した機関がグリーンボンド発行体の透明性を促進すべくガイドラインを発行しています。しかし、理論上は誰でも債券を発行し、グリーンと名付けることが可能であり、このリスクが資産クラスとしてのグリーンボンドに対する信頼感を損ねています。

2014年に発行された「グリーンボンド原則」は世界銀行の基準を正式に取り入れて策定されたものですが、この基準遵守は自主的なものに過ぎず、この原則内に幅広い解釈が可能な内容も存在します。

2016年に発行された起債額が2億米ドルを超える債券の69%に第三者機関の意見が付与されていますが(独立した評価)¹、逆を言えば、ほぼ1/3近くの発行債券が独立した証明を受けていないことを意味します。

債券市場で必要なのは、一般的なツールに対する共通した表現と、グリーンであると合意された基準、ベンチマーク、環境へのインパクトの測定です。残念なことに、グリーンであることを認定する承認を受けた第三者機関が急速に増えたため、共通化が達成される可能性は低下しています。もう一つの考慮すべき事項として、標準化によって継続的な革新性の育成が阻害されるべきではない、という点が挙げられます。

“グリーンium” グリーンボンドに対するプレミアム

グリーンボンドの発行は、最高を記録した2016年の920億米ドルから2017年には1,000億米ドルを上回り、発行体の数も増加すると予想されています。グリーンボンドのユニバースでは、依然として政府や国際機関の影響が強く現れており、2016年の起債総額の37%を占めています。政府や国際機関は低コストで債券の発行が可能であるため、社債市場全般との比較でグリーンボンドの利回りは低水準で、スプレッドは狭くなっています。

低金利環境下で多数の投資家はわずかな「グリーンium(投資家が享受する利回りが低下する一方、発行体には資金調達コストの抑制をもたらす)」も無視することはできません。それゆえ、グリーンボンドがポートフォリオの中核的な保有資産となるには困難が付きまといます。

これは債券市場のパラドックスとなっています。低コストでの資金調達は発行体のグリーンプロジェクトを後押し、社会に利益をもたらすものの、低金利がゆえに投資家の食指が動かない状況を作り出しています。

信用保証、優先・劣後の関係、保険などを含む特定の信用補完は、この解決策の一つとなり得るかもしれません。このような策を講じることで債券の信用格付けを高めることが可能になり、投資家にとっては潜在的にリスクとリターンとの関係を改善することにもつながります。

グリーンボンド原則 (GBP) の主な内容:

- 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
- レポーティング

限られた流動性

グリーンボンド市場の限られた流動性は、低利回り同様の課題を浮き彫りにしています。ソブリン債、国際機関債、エージェンシー債(SSA)といったサブセクターでは問題になりませんが、投資家が長期債を購入・継続保有する傾向のある債券市場では課題となります。これは以下の要因に伴いより複雑化しています。

- 低い米国の関与: 米国の企業および政府機関の関与は低い状態です。米国無しでも市場は機能しますが、米国の発行体の存在が無ければグリーンボンドの長期的な成長の可能性が大幅に低下することになります。
- グリーンボンドの近視眼的な定義: 何がグリーンボンドであるかといった曖昧さに加え、「環境を意識した」より広範囲な構想が不足しています。低炭素経済に向けた大規模な投資を促進する「気候債券イニシアチブ(CBI)」は、「気候変動問題に則した」債券を含めると、グリーンボンドのユニバースは1,180億米ドルから6,940億米ドル²に拡大します。とにかく、CBIによる気候変動問題に則した債券の定義はグリーンボンドと同様の曖昧さを伴います。

気候変動問題に則した債券: 気候債券イニシアチブは、これらの債券を「売上高の少なくとも95%が気候変動問題に則した事業を行う企業が発行体となるもの」と定義していますが、その定義は企業の具体的な行動を明確に示していません。

より青々とした芝生を育てることは可能

グリーンボンド市場は成長痛を経験していますが、環境への好影響と潜在的なリターンの両方を高める投資家向けのソリューションが存在すると私たちは考えます。このソリューションとして、二酸化炭素削減の強調やグリーンボンドの原則に基づいたアプローチのみに焦点を当てるのではなく、環境にもたらす結果を強調することが挙げられます。

グリーンボンドが低炭素ボンドによって補完されれば、投資可能なユニバースは劇的に拡大し、多くのメリットを享受することになります。

- ネガティブおよびポジティブ面の強化: グリーンボンドは、発行体に環境保護を図ったプロジェクトを推進するインセンティブとして機能することにより、資本コストを下げつつ環境にポジティブな強化策となります。低炭素ボンドは、環境に優しくない債券を排除する差別化策となり、環境に対してネガティブ面を考慮した強化策となります。
- グリーンボンド認証の定量化を可能にする仕組み: 二酸化炭素削減への投資を実現するには、より明確で客観的な目的を創出することです。株式市場向けに既に完成された二酸化炭素排出を測定する指数を活用することにより、私たちは定量化が可能な二酸化炭素の発生を抑制した発行体のポートフォリオ構築を図ることが可能になります。
- グローバルな社債ポートフォリオでのリスク管理を反映: 二酸化炭素問題等、環境に配慮する発行体について、基礎的なポートフォリオ管理のテクニックを駆使してグローバルな社債インデックスのリスク管理が可能と考えます。

低炭素ボンド: 3段階の投資プロセス

ステップ1: ユニバースを定義する – グリーンボンドおよび低炭素ボンドの発行体

「環境」を重要な要素の一つとして組み入れたポートフォリオを創出する上で、最初のステップは、「座礁資産」をマイナス評価するスクリーニングを実施すること、グリーンボンドに基づいたプラス評価を行うスクリーニングを組み合わせ、いつでも参照が可能な低炭素指数を創出することです。残念なことに、債券は私募形式の発行が多くを占めており、データの収集が困難であるとの理由から低カーボンフットプリント発行体を集めたベンチマークは存在しませんが、株式のMSCIグローバル低炭素リーダー指数などは、良い参考指標として機能します。

MSCIのベンチマークは、二酸化炭素排出濃度が最も高い企業や、炭素資源を最も多く保有する企業を除外することにより、一般的な株式市場と比較して50%以上ものカーボンフットプリント削減を目指しています。このベンチマークに採用された銘柄を債券にも応用し、伝統的なグローバル投資適格級社債指数のサブセットとなる低炭素バージョンを構築することは可能です。構築された債券指数は、元となるユニバースの銘柄を70%近く含みながら、40%以上の二酸化炭素排出濃度削減を達成します。

ステップ2: アクティブ運用のオーバーレイを利用

アクティブ運用による銘柄の選択によって、信用格付けの引き下げやデフォルトによる損失を最小限にとどめることで、潜在的なリターンを補うことが可能です。社債のファンダメンタルズ分析を活用して弱い発行体をふるいにかけることにより、ポートフォリオをより強固にすることが可能になります。

ステップ3: ポートフォリオの最適化

次に、グローバル社債指数の主要なリスク管理をグリーンボンド・ポートフォリオで再現するには、ポートフォリオの利回り、デュレーション、信用格付けを管理する必要があります。業種、国、発行体の制限、全てを適用することが可能であり、信用リスクを基に保有銘柄の組入比率を測定しながら、最適化を図ることによって、最低限の水準となる発行体の分散化を確実に図ります。また、流動性も考慮します。

図5: モデル・ポートフォリオ対伝統的ベンチマーク

主な特性	低炭素 ソリューション	BAMLグローバル社債 インデックス	BAMLグローバル社債 (エネルギー・インデックス除く)*	BAMLグリーンボンド・ インデックス
利回り	2.70%	2.73%	2.66%	1.50%
デュレーション	6.2	6.6	6.5	5.8
オプション調整済ミスプレッド (bps)	123	123	120	72
平均格付け	BBB+	A-	A-	AA-
債券数	113	12,780	11,529	161

*ダイベストメント戦略に向けた近似化

出所: フィデリティ・インターナショナル、BAML、2017年3月31日

結論

グリーンボンドに対する関心は高まっていますが、市場は規格統一の欠如、低利回りと流動性の制約といった課題を抱えています。低コストでの資金調達発行体にとって魅力がある一方、投資家を遠ざけることにもなり、環境面におけるメリットの享受の実現を困難なものにしています。

グリーンボンド市場を解き放つ一つの方法として、原則に基づいた手法から二酸化炭素排出削減が環境にもたらす結果に焦点を当てた手法への移行が挙げられます。株式市場の優れた開示情報を利用して債券市場にも適用することで、私たちはより広範囲ながらもより定量化が可能で「グリーンな」債券投資のユニバースを創造することが可能になります。

このアプローチは、グローバル社債ユニバースのリスクとリターン特性を維持します。低炭素のモデル・ポートフォリオはグリーンボンド指数よりも高い利回りとスプレッドに加え、長めのデュレーションを有しながら、投資適格級の格付けを維持しています(図5)。このソリューションの特性は、グローバル社債インデックスと同等なものとなります。

環境を意識した投資家が、ポートフォリオのパフォーマンスで不利益を被るようではいけません。このアプローチにより、ESG(環境・社会・ガバナンス)に基づいた資産運用が尊重され、バランスのとれたポートフォリオ内で環境に優しい投資がコア戦略として可能となると考えます。

参照

¹ナティクシス、2017年1月

²CBI予測、2016年7月

ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
- 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入していません。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
- ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.32%(消費税等相当額抜き4.0%)
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 1%
 - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.0844%(消費税等相当額抜き1.93%)
 - ・その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

ご注意) 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388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

FMA17121301