

# コロナ後のサステナブル投資

## サステナブル投資

2020年5月12日

Chief Investment Office GWM

Rachel Whittaker, CFA, Analyst; Andrew Lee, Head Sustainable & Impact Investing; Michaela Seimen Howat, Analyst; Antonia Sariyska, Analyst

- コロナ後の世界では ESG(環境、社会、ガバナンス)の要素を重視する投資家がさらに増えると予想される。特に、企業の透明性向上とステークホルダー・アカウンタビリティ(説明責任)を問う姿勢が強まると考える。
- 企業や投資家の間では「ソーシャル(社会)」の注目度、取り組みが高まっている。特に医療や医薬品へのアクセス、教育、サステナブル・ツーリズム(持続可能な観光)、ソーシャルボンド等への関心が高まっている。
- 環境問題における経済的ベネフィットとリスクへの認識が高まる中、環境関連の投資機会や低炭素エネルギーへの移行(再生可能エネルギー、持続可能な交通、生物多様性の保全、グリーンボンドなど)は今後も投資家の関心を集めるだろう。
- これまで ESG 要素が投資プロセスに積極的に取り入れられていなかった資産を含め、幅広い資産クラスにサステナブル投資が組み入れられるだろう。
- 市場のボラティリティ(変動性)が急上昇した直近の局面でも確認されたように、サステナブル投資は今後もパフォーマンス上の利点が見込まれる。サステナブル投資戦略は、一般に、こうした激動の環境下でも高いディフェンシブ性を発揮し、サステナブル投資の関連商品や分散ポートフォリオは伝統的な運用戦略に匹敵するリターンが期待される。



出所: iStock

新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)は2020年の世界経済と市場に大きな打撃をもたらしたが、サステナブル投資戦略および関連商品は伝統的な運用スタイルに比肩し、あるいはそれを上回るパフォーマンスを示した。今般のコロナ禍は一時的かつ異例な状況であり、投資期間を長期化した場合でもこうした良好な相対パフォーマンスが期待できると結論付けることはできない。だが、ポートフォリオの中にサステナブル投資を組み入れている投資家は、こうした局面でも短期リターンを獲得できたことで、サステナブル投資への確信を深めることができたと思われる。

今回の危機により、企業業績や投資リターンにおいて ESG を考慮することの重要性が明らかとなった。ESG 要素は今後も企業および投資家の行動に影響を及ぼすだろう。本稿では、新型コロナウイルスのパンデミックと世界的な緩和措置が結果的に生み出した、あるいは加速している5つのトレンドについて掘り下げる。これらのトレンドは今後1年は続くと思われる、サステナブル投資の長期的展望に影響を及ぼすと考える。

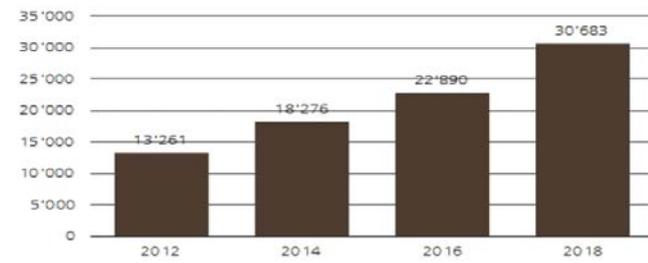
1. ESG 要素を考慮に入れる投資家が増える。
2. 企業や投資家の間では「ソーシャル(社会)」の注目度、取り組みが高まっている。
3. 環境問題における経済的ベネフィットとリスクへの認識が高まる中、環境関連の投資機会や低炭素エネルギーへの移行は今後も投資家の関心を集めるだろう。
4. 幅広い資産クラスにサステナブル投資が組み入れられだろう。
5. 市場のボラティリティ(変動性)が急上昇した直近の局面でも確認されたように、サステナブル投資は今後もパフォーマンス上の利点が見込まれる。

今般のコロナ禍により世界経済は当面、低成長化が見込まれることから、上述のトレンドは一過性では終わらないと考える。また、一部地域(特に欧州)ではコロナ危機前からサステナブル投資に関する規制や監督を強化する動きが続いていることに加え、よりレジリエント(強靱)な社会構築をめざす新型コロナ感染からの経済復興計画も打ち出されている。よって、以前とは全く異なるコロナ後の新たな経済環境下でも、サステナブル投資の運用資産残高は引き続き拡大していくものと予想される(図表1参照)。

# サステナブル投資

図表 1: 世界のサステナブル投資運用資産残高

10 億米ドル(各年の 1 月時点の残高)



出所: Global Sustainable Investment Alliance

上記のトレンドは長期的に継続する可能性が高いと我々は考える。ただし、コロナ禍からの景気回復のタイミングが不確定要素となる。回復軌道に関する我々の基本シナリオでは 2020 年末まで断続的なロックダウン(都市封鎖)が続き、経済成長は低水準で推移し、経済活動の回復は 2021 年以降になると見込んでいる。だが、もしパンデミックが想定以上に長期化した場合は、次のようなトレンドが発生し、一部のサステナブル投資戦略にマイナスに働くおそれがある。

- 使い捨てプラスチックの使用が増えた結果、一時的に環境問題が浮上する、あるいはコロナ対応を理由に ESG 関連の規制が一時的に緩和される(例: 米国環境保護庁は環境法の適用を一時的に緩和)が、その結果生じる影響は長年に及び、経済活動の縮小によるプラスの影響(例: 大気汚染物質排出の低下)を上回る。
- ESG 評価の高かった ESG リーダーズ企業が、長期的にみて財務・環境面での効果が期待できる ESG 重視経営よりも、短期的な目標達成や緊急の事業ニーズを優先する。
- 対コロナ政策、グローバリゼーションの変容、サプライチェーン寸断、透明性の喪失等、コロナ禍に起因する変化は、一部企業の重要な事業プロセス(例: 効率的な調達)やサステナビリティ・インパクトの取り組みに明らかに影響を及ぼしている。サステナビリティ問題の解決に向けた世界的な協力体制が崩れ、特に持続可能な開発に影響が及び、持続可能な産業への資金流入が妨げられる可能性がある。

## トレンド 1: ESG 要素を考慮に入れる投資家が増える

新型コロナの発生により、企業経営のあり方や ESG 要素への考慮が投資家にとっても重要であるという認識が一層強まった。かつては夢のような働き方の 1 つとされていたフレックスタイムなどのワークスタイルが、感染拡大によるロックダウン(都市封鎖)下で事業継続を担保する重要な対応策となり、公衆衛生や社会的公正、経済活動の安定化にも貢献している。人権や従業員の健康管理、地域社会との関係といった社会的課題への企業の取り組みに、投資家はこれまでになく目を光らせている。

例えば、途上国の縫製工場で低賃金労働者(特に女性)を雇う先進国のアパレル企業は、新型コロナによる一時休業の影響で商品の発注をキャンセルせざるを得なくなっている。だが、企業側は仕掛品はおろか完成品に対しても支払い義務を履行しておらず、賃金の不払いや労働者の不当な解雇が相次ぐ事態に、労働搾取だとして多方面から批判の声が上がっている。最大の業界団体、「ハングラデシュ縫製品製造・輸出業協会」によると、輸出オーダーのキャンセルにより 31.8 億米ドル相当の商品と 228

万人の労働者に影響が及んでいる。西側の大手小売企業の中には、サプライヤーへのコミットメントとして、キャンセル分も条件通りに支払いを行い、製造国の産業支援を表明している企業もある。だが、低価格品を扱うファストファッション企業では、契約上の支払義務を履行していないケースが少なくない。こうした行動は当該企業の評判を損ない、顧客、サプライヤー、規制当局との将来の関係にも悪影響を及ぼすだろう。

投資家は影響力を行使して企業行動の改善に積極的に取り組んでいる。株主エンゲージメント(株主の企業経営陣との建設的な対話)はサステナブル投資において今後も重要な役割を担うことになるだろう。英国では、英国投資協会(投資マネジャーを代表する業界団体)が公的支援を受けている企業や配当を停止している企業に対し、役員報酬の削減と「クローバック制度」導入の検討を要求している。納税者に負担をかけ、投資家・株主の利益を犠牲にしながら高額の役員報酬が支給され続けかねないとの批判が高まっているからだ。

政府も企業の責任を追及している。コロナ危機で経営が悪化し公的資金の救済対象となった欧州連合(EU)の域内企業は、資金を返済するまで役員賞与の支払いや積極的な事業拡大が禁じられる見通しである。また、デンマークの政府救済プログラムは、租税回避地にある企業を除外している。

多くの政府が持続可能性をコロナ後の復興対策の中核に据えている。過去の経済危機では、社会問題は経済的利益に比べて注目度が低かったが、今般の危機では、経済的利益と公衆衛生とのバランスをいかに取るかが、ロックダウン措置の緩和を巡る議論の中心となっている。

欧州議会は 2019 年 12 月、2050 年までに欧州の気候中立の達成を目指す包括的な政策パッケージ「欧州グリーンディール」を発表しているが、EU のコロナ禍からの経済復興策でも、欧州グリーンディールへの支持が再確認され、成長戦略の中核に位置づけられている。新型コロナの影響により、欧州グリーンディールで打ち出された施策の実施は、当初の予定よりも後倒しにされ、緊急資金は当面、個人やヘルスケアなどの重要産業に優先的に振り向けられるだろう。だが、復興計画案では、大規模再生可能エネルギー、クリーン交通、持続可能な食料生産システム、グローバル・サプライチェーンの短縮化・分散化等への投資が柱の 1 つとされており、持続可能な産業への投資をさらに後押しするだろう。

国連事務総長は、気候変動分野の非公式閣僚級会合「パートナーズ・グループ気候対話」の第 11 回会合(4 月開催)で、各国政府の経済救済パッケージの資金は「(クリーンで環境に配慮した)グリーン雇用と持続可能で包括的な成長を創出する」事業に重点的に支給されるべきだとし、炭素集約型産業の救済策を除外するよう呼びかけた。これは特にグリーンボンド市場の追い風になる可能性がある。近年、グリーンボンドは、政府や政府機関が環境プロジェクトの実施を促進するための資金調達源として戦略的に活用されている。グリーンボンドは投資家や発行体にも環境問題の改善に貢献する手段を提供している。通常の国債発行にくらべて透明性も高い。

各国は今後、「気候変動の緩和」という長年のコミットメントに対して、新型コロナ対策に匹敵する早急な行動を実施していく必要がある。新型コロナ対策の経験から、経済活動の縮小は不可能、あるいは極端な行動は容認されない、といったかつての論調は、誤りであることが実証された。問題はそれを行う政治的覚悟があるか否かということである。

# サステナブル投資

## 企業の ESG 開示とサステナブル投資業界の規制強化

欧州連合(EU)は、サステナブル投資に関する規制が最も進んでいる。例えば、2021年以降、EUで販売するサステナブル投資商品は、EUサステナブル・タクソミー(サステナブルな経済活動を特定(分類)するための基準)に準拠している度合いを開示する必要がある。他の地域でも企業に一段の透明性向上を求める動きが広がっている。例えば香港証券先物委員会は、上場企業に対してESG要素の開示を義務付けている。中国本土でも同様の規制が今年導入される予定である。

サステナブル投資はこのように制度や枠組みの強化が進んでおり、たとえ景気後退局面であっても、サステナブル投資の世界全体の運用額は拡大傾向をたどるものと見込まれる(運用残高は2012年1月~18年1月で2倍以上拡大し、30兆米ドルを超えた)。

## 金融業界は景気回復とサステナブル投資の双方を推進する上で重要な役割を担う

2008年の世界金融危機では金融機関が危機を引き起こした火種として批判を浴びたが、今般のコロナ禍ではそれとは対照的に、金融業界が景気の悪化を緩和し、中小企業に流動性を供給し、雇用維持を実践するなど重要な役割を担っている。S&P500種株価指数とストックス欧州600指数の金融セクターに属する企業の3分の1は、何らかの顧客救済プログラムを提供している。2008年の金融危機当時は、国連責任投資原則(UN PRI)が発足(2006年)して間もなかったが、それ以降、著名機関は大幅に増え、現在では3,000を超えている。その中には500以上のアセット・マネジャー(総運用残高:89兆米ドル)が含まれる。多くの場合、サステナブル投資はアセットマネジャーにとって重要な収益成長の原動力となっている。

## トレンド2: 企業や投資家の間では「ソーシャル(社会)」の注目度、取り組みが高まっている

サステナブル投資の中長期的なトレンドは今後も大きく変わらないと予想されるが、コロナ危機を契機にESG投資のS(社会)に対する注目度が急上昇している。この3年で増加してきた「ジェンダー・レンズ投資(女性を支援するビジネスに投資する試み)」は例外としても、社会(S)はこれまで、環境問題(E)に比べ後回しにされがちであった。だが、新型コロナウイルスにより公衆衛生が世界の注目を浴びようになった結果、医療や高齢者介護への投資拡大など社会的な変化が生まれ、これが新たな投資機会につながっていくと考える。重要な社会的テーマは数多く存在するが、その中から「医療」「医薬品アクセス」「教育」「サステナブル・ツーリズム(持続可能な観光)」「ソーシャルボンド」の5分野を以下で取り上げていきたい。コロナ後に投資家にとって重要性が高まると思われる上記の領域は、特にこれまで十分なサービスを受けられていない地域への提供が改善されるという点で、プラスの影響をもたらすと考える。

### 医療および医薬品アクセス

医療関連の投資テーマは、「持続可能な開発目標(SDGs)3(健康と福祉)」と直接のつながりがあり、また、活動の特性上、社会的利益を定量化することが可能である場合も多いことから、これまでもサステナブル投資家の関心が高かった。今回のコロナ危機により、その中でも特に、コネクティビティやデータ分析などの医療テクノロジーを駆使し、業務効率化やコスト削減をめざす「ヘルステック」と「医薬品アクセス」への注目度が高まった。各国政府が今後の公衆衛生危機に備えて対応の強化を図るなか、これら

の分野は重要性がさらに増すと予想する。リモート医療も、遠隔地域への専門医療の提供という点で、持続可能な開発には重要であるが、このコロナ危機下においては、在宅のまま診療を受けられるため、通院による感染リスクを回避できるという点からも世界的にさらに重要度が増している。データ分析は、感染拡大動向を追跡調査し、抑え込みを図るという点で大きな役割を担う。コロナ危機前であっても、同テーマに関係する市場の規模は1,000億米ドルを超えると見られていた(最新の「ヘルステック」レポート参照)。

新型コロナウイルスのワクチンが世界中で必要とされているいま、医薬品アクセス問題(発展途上国を中心に、貧困や医療制度の未整備などにより、必要な医薬品へのアクセスが限られている問題)は特に注目度が高いが、持続可能性の点においては投資家の見方が分かれる。大手製薬会社にとって医薬品アクセスに関する取り組みは財務上重要な事業活動ではなく慈善活動の一環であると捉える投資家がいる一方、途上国に救命医薬品を手ごろな価格で提供することで、企業収益に直結する社会的信用力と新規市場へのアクセス拡大の機会につながると考える投資家もいる。手ごろな価格と研究開発(R&D)・販売コストのバランスを図ることは難しく、新型コロナウイルスの文脈においては、開発中のワクチンをめぐり各国政府が自国優先の確保を目指しているように、政治問題化することは明らかである。ワクチン争奪戦をめぐっては今後しばらく各国間で議論が展開されるだろうが、投資の視点から見ると、自身の価値観(医薬品アクセスへの取り組みへの支持)をポートフォリオにも反映させたい投資家にとっては特に重要な問題となるだろう。

### 教育

多くの国で学校が休校となった今般のコロナ危機で、教育、特にオンライン学習へのアクセスの重要性が高まった。教育は通常、政府の責任と見なされているが、大半の国では今回初めて、親が子供の教育に責任を負う立場となった。人員不足が深刻な教師からのサポートには大きなばらつきが見られた。6兆米ドル規模の教育市場の中で、新型コロナウイルスの感染拡大を機に特に教育テクノロジー(エデュテック)にも世界の注目が集まっている。現在、大学や小中高校で世界的にオンライン化が進む中で、より良いソリューションや新たなトレーニング、デジタル・リソース拡充の必要性が認識されており、政府が提供する教育を支援、補完する民間の教育ソリューションの成長性に対して期待が高まっている。エデュテック市場の拡大により、十分な教育が受けられていない地域社会にも質の高い教育の提供が可能になると期待される。

### サステナブル・ツーリズム(持続可能な観光)

サステナブル・ツーリズムが広まった背景には、交通・宿泊施設が環境に及ぼす影響や環境汚染(水不足、海浜プラスチック、自然生息地の劣化等)が増えたことが要因としてある。しかし、当面世界の観光業は大幅に抑制される状況が続く見込みであることから、サステナブル・ツーリズムについては今後、社会的な側面が強まると予想する。経済協力開発機構(OECD)によると、観光は雇用創出、輸出収入、国内付加価値において重要な役割を担っており、OECD諸国の平均でGDPの4.2%、雇用の6.9%、サービス輸出の21.7%に直接寄与している。これだけ多くの人が観光業に従事しているが、観光業という職種は他の業界に比べて、短期雇用、低賃金、低保障の傾向にある。コロナ危機以前から環境に配慮した、持続可能な観光への投資の必要性は既に高まっていたが、コロナ後の社会では、地域社会経済を支援し、新型コロナウイルス感染拡大の再燃を食い止める上で、社会的責任ある観光が経済復興には欠かせないと考える。

# サステナブル投資

## ソーシャルボンド

ソーシャルボンド(社会的課題の解決に資するプロジェクトに必要な資金を調達する債券)は、サステナブル債券の中では依然として比較的規模が小さいが、社会的投資への関心が高まる状況下で成長が期待される領域の一つと考える。コロナ危機下において、2020年4月のESG債券の発行額は前年同月比272%拡大し、単月では初めてサステナビリティ債券の発行額(194億米ドル)がグリーンボンドの発行額(168億米ドル)を上回った(モルガン・スタンレーのデータ)。

## 社会テーマへのインパクト投資

インパクト投資家の場合、貧困層の支援につながる投資機会が焦点となるだろう。今回のコロナ危機では、貧困層や社会的弱者の間で感染者数と死者数の高さが際立った。

インパクト・プライベート・マーケット・ファンドは、一般投資家向けのパブリック・ファンドに比べて、社会問題に重点を置いており、「医療」「教育」「食品」「農業」「金融サービス」など、危機時に底堅いパフォーマンスを示すセクターへの配分が高い傾向が見られる。インパクト投資のコンセプトを提唱している国際組織「グローバル・インパクト・インベスティング・ネットワーク(GIIN)」の最新の調査によると、インパクト投資ファンドの資産残高のうち約50%が上記の5セクターに配分されている。今回の新型コロナウイルス感染拡大のなかで、医療研究、オンライン教育、オプティマイズド・ファイナンス(最適化金融)とその手段は違えども、公衆衛生の改善や医療充実などのソリューションを提供する企業は、その重要性がかってないほど高まっている。マイクロファイナンス(小口融資)も、地域社会に恩恵をもたらす中小企業への投資手段の1つとなるだろう。短期的には、中小企業は、世界活動の封鎖に伴い、大企業と同様の事業急減に直面するだろう。だが長期的には、中小企業、零細企業への投資は今よりもさらに大きなインパクトをもたらすだろう。しかし、留意すべき点として、マイクロファイナンス融資先の大半を占める途上国では、現時点では感染抑止策が効果を発揮している印象だが、仮に感染拡大が抑制できなくなった場合、医療システムが脆弱な国が受けるダメージは他国に比べてはるかに甚大なものになるおそれがある。

## トレンド3: 環境問題における経済的ベネフィットとリスクへの認識が高まる中、環境関連の投資は今後も投資家の関心を集めるだろう

コロナ危機により公衆衛生が注目を浴びているが、一方で環境への意識も引き続き高い。世界各国および大半の企業の2020年の炭素排出量は、経済封鎖の結果、減少すると多方面で報じられている。今のところ、世界の炭素排出量は過去最大の低下を記録している。エネルギー・セクターのアナリストは、世界のエネルギー関連の二酸化炭素排出量(世界の温室効果ガス排出量の3分の2を占める)は5%超の低下を予想している(過去の金融危機時の減少率の4倍を超える水準)。環境リスクと新型コロナウイルスの感染には直接的な関連性も見られる。世界保健機関(WHO)の予備調査では、高レベルの大気汚染と新型コロナウイルスの重症化との間に相関が認められた。

気候変動対策を訴える学校ストライキなど社会的抗議活動の活発化とともに環境関連問題に対する投資家、企業、政策の勢いは2020年年初まで加速していた。欧州グリーンディール政策や欧州委員会によるサステナブル投資のタクソミーの最終提案

などはその一例である。このタクソミーは欧州の温室効果ガス排出量の93.5%を占める多様なセクターの70の経済活動に対して「グリーン」の基準を定義している。こうしたコミットメントが弱まる兆しは見られず、環境テーマは引き続き魅力的な長期の投資機会になると予想される。特に、コロナ禍後は再生可能エネルギー、クリーン交通、生物多様性の保全、グリーンボンド等が注目を集めると考える。

## 再生可能エネルギー

直近の原油価格の下落と新型コロナウイルスの影響により、再生可能エネルギー業界の見通しについては厳しい目が向けられている。国際エネルギー機関(IEA)は当初、景気減速により再生可能エネルギーのインフラ開発が鈍化する可能性を警告した。だが一方で、石油・ガスセクターのアナリストは、コロナ危機により原油需要のピークが早まった可能性があり、原油安と長距離飛行の縮小が長く続く中、セクター内のかかなりの企業が事業から撤退し、そのため低炭素エネルギーへの移行が加速すると予想した。長期的な視点で見た場合、再生可能エネルギーが化石燃料に対して価格競争力を持てるようになるのはいつ頃かという問いに対しては、概ね2019年末と答えることができる。風力と太陽光は総じて最低コストの化石燃料発電との競合が可能である。前例のない(但し一時的と思われる)エネルギー需要の落ち込みと原油価格の下落によっても、この状況は変わることはないだろう。製造業が依然として化石燃料発電に依存している地域では、再生可能エネルギー設置コストがこれまでよりもさらに低減する可能性さえある。よって、原油価格の下落によって、世界、特に発電への原油利用が制限されている先進国の再生可能エネルギーの導入が抑制されることはないともみている。再生可能エネルギー関連産業の成長は、エネルギー価格の低下や持続可能性の改善に加え、長期的には、雇用の創出やエネルギー自給率の改善などの効果も期待できる。

## 持続可能な交通

社会・経済活動の規制により、移動の必要性だけではなく、公共交通機関の安全性や持続可能性に対する意識も高まった。通勤手段をバス・電車から電動アシスト自転車にシフトすることは健康的で、持続可能な取り組みである。一方、ソーシャル・ディスタンス(対人距離)を確保するために車通勤に切り替える場合は、短期的には環境に悪影響が及ぶだろうが、電気自動車の導入を加速させる可能性がある。長距離移動の場合、時間はかかっても制約の少ない交通手段を利用する人が徐々に増えており、飛行機の代わりに電車で移動する動きが広がるかもしれない。

## 生物多様性

生物多様性の保全は、食料生産、農業、医療、その他生活・経済の重要な側面にとって必要不可欠のものであるが、気候変動や水資源に比べると投資家の注目度は低い傾向にあった。しかし、今般の新型コロナウイルスの感染源が動物であるといわれていることや、過去10年にわたり、生物多様性の減少と感染症の動物からヒトへの感染拡大の関連性が科学界で議論されてきたことなどを考え合わせると、こうした状況は今後変化していくと思われる。生物多様性の重要性はEUのサステナブル・タクソミーの中でも指摘されており、「生物多様性と生態系の保全と回復」は6つの持続可能な経済活動の一つに挙げられている。

生物多様性に明確にプラスの影響をもたらす産業を特定することは、例えば、炭素排出削減に注力する業界を見つけるよりも難しい。よって、フード・サプライチェーンなど生物多様性に依存する産業や、自社事業によるネガティブ・インパクト低減に取り組むESGリーダーズ企業が特に注目を集めると考える。

# サステナブル投資

## グリーンボンド

グリーンボンドは、既に我々のサステナブル投資ポートフォリオアプローチのコアな部分となっており、サステナビリティ・テーマに基づく債券投資において今後も中心的な役割を担うと予想される。グリーンボンド市場は 2014 年以降拡大ペースが加速し、全体の市場規模は約 7,500 億ユーロに達した。需要は依然旺盛で、欧州委員会のアクション・プランにおいて、持続可能な成長への重要な資金提供手段になるだろう。EU のグリーンボンド基準の強化は、欧州グリーンボンド市場を強力に推進するだけでなく、グリーンボンドの世界的な質の向上に寄与し、またトランジションボンド(低炭素経済・社会への移行に使われる債券)、ソーシャルボンド、SDGs 債のような他の投資商品の発展にも好影響を与えている。

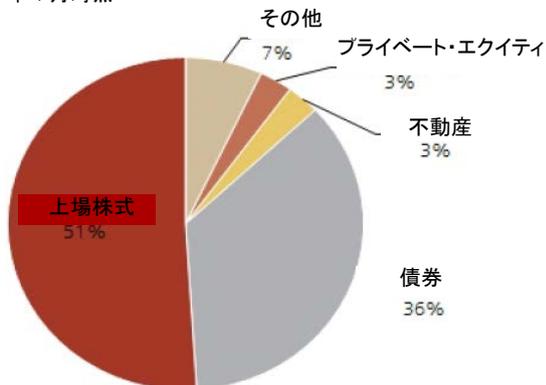
## トレンド 4: 幅広い資産クラスにサステナブル投資が組み入れられるだろう

昨今の低成長、低利回り環境を背景に、幅広い資産クラスや金融商品でサステナブル投資の組み入れと新規発行が加速すると考える。サステナブル投資は長年、株式による運用が大半を占め、最近では債券を通じた投資も徐々に増えてきているが、今後はその他の多様な資産にも広がりを見せるだろう。サステナブル投資の要素を活かしたオルタナティブ資産クラスにおける新しい運用戦略の策定など、サステナブル投資には構造的な変化が生じる余地があると見ている。ただし、「グリーン・ウォッシング(上辺だけの環境配慮)」を回避するために、新たな投資戦略がもたらす持続可能性のメリットには注意を払う必要がある。

これまで、サステナブル投資市場は株式による運用が中心で、債券への関心が高まってきたのはほんの数年前のことである。例えば、初期の株式 ESG パッシブ・ファンドの多くは 2000 年ごろに運用が始まったのに対し、大半の債券 ESG パッシブ・ファンドはわずかこの 3 年の間にローンチされている。2019 年 11 月末時点で、欧州の債券 ESG パッシブ・ファンドの運用残高は 110 億ユーロに達したが、欧州の債券 ESG パッシブ・ファンド全体に占める割合は 2%にとどまっている。対照的に、モーニングスターのデータによると、欧州の株式 ESG パッシブ・ファンドの運用残高は 1,100 億ユーロを超え、欧州の株式 ESG パッシブ・ファンドの運用残高の 9%を占めている。オルタナティブ投資の領域ではほとんど見られない(プライベート・エクイティは例外)。(図表 2 参照)。

図表 2: サステナブル資産世界合計の種類別内訳

2018 年 1 月時点



出所: Global Sustainable Investment Alliance

## トレンド 5: 直近のボラティリティが急上昇した局面でも確認されたように、サステナブル投資は今後もパフォーマンス上の利点が見込まれる

サステナブル投資戦略の特徴は均一ではない。例えば、我々のサステナブル投資ポートフォリオは、アプローチおよび投資商品の面から 8 つの異なる(一部重複する)カテゴリに分類できる(図表 3 参照)。しかし、ESG 指数、ESG ファンド(ESG ファンドは自己申告制)、特化型 ESG 投資商品全体の 2020 年 1-3 月期(第 1 四半期)のパフォーマンスは極めて底堅いものとなった。分散サステナブル投資アプローチのエクスポージャーを持つポートフォリオは、ESG テーマおよび ESG エンゲージメントによる上昇ポテンシャルを有しながら、伝統的なポートフォリオに比べてディフェンシブであると考えられる。

図表 3: UBS サステナブル戦略的資産配分内のサステナブル投資アプローチ

2020 年 5 月 1 日現在

ESG リーダーズ社債:	ESG に関して、様々な重要な問題への対処や事業機会の獲得において競業他社よりも優れている企業が発行する債券。
開発金融機関債 (MDB 債):	持続可能な経済成長への融資を目的に複数の政府より保証されている国際開発金融機関(MDBs: multilateral development banks)により発行される債券。
ESG エンゲージメント株式:	ESG に関する問題や事業機会への取り組みの改善を促すことを目的に、エンゲージメント(建設的な対話)を行うことで企業価値を高めることを狙う株式ファンド。
ESG リーダーズ株式:	ESG に関して、様々な重要な問題への対処や事業機会の獲得において競業他社よりも優れている企業の株式。
ESG テーマ株式:	特定の環境若しくは社会的な変化を促すようなサービスや商品を提供している企業の株式。また、単独の ESG 要素への取り組みが特に優れている事業を有している企業も含む(例: 男女共同参画への取り組みなど)。
グリーンボンド:	環境関連プロジェクトに融資を行う債券。発行体は企業、地方自治体、開発金融機関等。
インブルーピング ESG 株式:	ESG に関して、様々な重要な問題や事業機会への対処方法が改善してきている企業の株式。
世界銀行債:	国際開発金融機関(MDB)の一つである世界銀行によって発行される債券。複数の政府により保証され、持続可能な経済開発に融資を行う債券。

出所: UBS CIO

## サステナブル投資

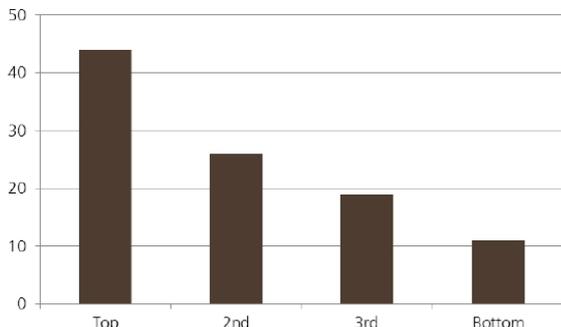
### 株式サステナブル投資は質の高い、大型株の比率が高い ESG リーダーズにより底堅く推移

2020年1-3月期(第1四半期)には、サステナブル株式ファンドの70%が各カテゴリーのリターン上位50%にランクインし、44%が上位25%に入った。一方、カテゴリーの下位25%に位置したのはサステナブル株式ファンドの11%にとどまった(図表4参照)。これらのデータは世界全体に関するものであるが、米国および新興市場内でも同様のトレンドが示されている。これは、2008年の世界金融危機など、市場混乱局面におけるサステナブル・ファンドの下げ幅が伝統的なファンドに比べてはるかに小さいことが判明した過去の分析とも一致する(モーニングスター・データに基づく)。株式サステナブル投資指数のパフォーマンスも同様のパターンを示した。年初来、グローバルおよび地域別のサステナブル投資指数は伝統的なベンチマーク指数をアウトパフォーマンスした(図表5参照)。

このアウトパフォーマンスの主な要因は以下の通りである。

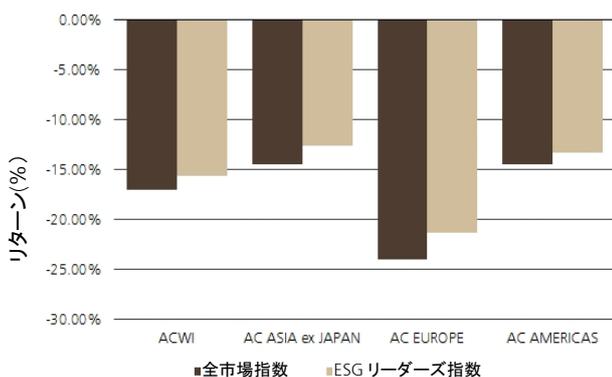
- 質の高い大型株へのバイアス: 年初来で、クオリティ投資およびグロース投資はバリュー投資をアウトパフォーマンスし、また大型株は中型株をアウトパフォーマンスした(図表6参照)。
- 2020年3月の原油価格の暴落: サステナブル投資戦略(特に除外基準を有する戦略)は、伝統的なベンチマークに対してエネルギー・セクターの比重を下げる(化石燃料全体を回避する場合もある)傾向が見られる。

図表4: サステナブル投資ファンドの大半が2020年1-3月期パフォーマンスで各カテゴリーの上位50%にランクイン



出所: Morningstar

図表5: 2020年第1四半期は、MSCI「ESG リーダーズ」指数が MSCI オールカントリー (AC) 指数シリーズをアウトパフォーマンスした



出所: MSCI, UBS

サステナブル投資市場の大半の株式戦略(特に指数)は、我々のサステナブル投資ポートフォリオ内のどのアプローチよりも ESG リーダーズ、またはベスト・イン・クラス・アプローチを重視している。スクリーニング・タイプのアプローチは、堅固なガバナンスを有する質の高い企業、そして多くの場合、様々な ESG 問題に対処するリソースを持ち、ステークホルダーに対する透明性が高く、よって ESG 評価スコアが高い大型株の比重が高い傾向がある。

ESG テーマ投資は幅広く浸透しつつある投資戦略で、成長産業への売上高比率が高い企業が選定されやすく、今年も堅調に推移している。反対に、ESG エンゲージメント戦略は、中小企業への比率が高くなる場合が多い。中小企業はエンゲージメントが効果を発揮する余地が大きいからである。厳密な意味でエンゲージメント特化型のファンドはまだ本数が限られるが、エンゲージメント株式を含むサステナブル投資ポートフォリオを保有している場合は、直近数カ月でパフォーマンスは低迷しただろう。しかし、長期的に見ると、サイクル全般において上昇機会を捉えることができると考えられる。

今後、グローバル株式サステナブル投資の分散ポートフォリオ全体は、伝統的な株式戦略と肩を並べるパフォーマンスを示すと予想する。ESG リーダーズおよびインブルーピング ESG アプローチ(図表3で定義)は、ややディフェンシブな特性を提供する一方、ESG テーマおよび ESG エンゲージメント型の株式・ハイイールド債への配分は、成長・リターン機会の基盤となるだろう。

図表6: 2020年第1四半期は MSCI オール・カントリー・ワールドのクオリティ/グロース/大型株指数が、バリュー/中型株指数をアウトパフォーマンスした

MSCI ACWI:	クオリティ株	グロース株	バリュー株
	-9.72%	-9.05%	-25.04%
MSCI ACWI:	大型株	中型株	
	-15.88%	-22.74%	

債券サステナブル投資では、ディフェンシブ性の高い高格付債、グリーンボンド、国際開発金融機関(MDB)債へ投資  
2020年第1四半期はサステナブル投資の債券運用も底堅さを示した。モーニングスターのデータによると、伝統的な債券指数のNAVが約6%下落しているのに対し、グローバル・サステナブル債券戦略全体の純資産価値(NAV)は平均で1.1%の下落にとどまっている。これは主に、サステナブル投資戦略のクレジット・エクスポージャーが、通常、社債 ESG リーダーズとグリーンボンドへの投資に集中しているためと考えられる。社債市場全般に比べて、サステナブル投資のエクスポージャーは高格付債および投資適格社債の比重が高く、シクリカル・セクター、特にエネルギー・セクターへの配分が低い傾向が見られる。

我々のサステナブル投資ポートフォリオ・アプローチは、分散ポートフォリオの主要な構成要素として、ESG リーダーズ

## サステナブル投資

社債、グリーンボンド、開発金融機関債など、高格付債を採用している。こうした債券は、市場が好調な局面では、ポートフォリオのリターンに緩やかに寄与し、市場の調整局面では、リスク資産下落の影響からポートフォリオを守る役割を果たすと期待されている。我々のサステナブル投資ポートフォリオのもう一つの構成要素である ESG エンゲージメント・ハイールド債は、低格付債が中心である。これは、通常ならば高格付債の安定的なパフォーマンスを相殺すると思われるが、実際には、典型的な ESG エンゲージメント特化戦略は、投資先企業との積極的な対話を通じて ESG 問題の改善を目指す銘柄選定の結果、従来のハイールド債ベンチマークよりも、信用度が高い銘柄の比重が高くなる場合が多い。

一般の債券市場の 2020 年 3 月のパフォーマンスは、市場ボラティリティ(変動性)、低流動性、投げ売り等の影響を大きく受けたが、前例のないスピードと規模で実施された経済支援策により、さらなる急落は食い止められた。高格付債は、3 月の急落局面で、それまで積み上げた年初来のプラス・リターンを全て失ったため、分散ポートフォリオへのプラスのパフォーマンス寄与分はほぼゼロとなった。しかし、国際開発金融機関債(米国債またはグローバル高格付債に代替してサステナブル・ポートフォリオに組み入れられる)は、非常に高いプラスのトータル・リターンを生み、リスク資産の損失を軽減することに寄与した。

特に投資適格債の発行体は、3 月の最悪の週においてさえ、米ドル市場を皮切りにその後ユーロ市場でも、発行額が大きく、総じて期間も長い債券を発行できたことは明るい材料と言える。これまでの危機においては発行市場自体が数週間にわたり閉鎖されたが、今回は、中央銀行の資産購入プログラムが重要な役割を担い、債券保有者の流動性や借り換えに対する懸念を一定程度和らげた。

通常、サステナブル債券の発行は、資金調達の使途が特定プロジェクトに限定されることや情報開示などの追加要件を満たす必要があるため、一時的なバランスシート・マネジメントに適さないことから、発行残高の急拡大は予想していない。しかし、新型コロナウイルス関連の社会問題に取り組むため、開発銀行を中心に特定の社会的目標を持つ新発債が発行されたことは注目すべきと考える。

### インパクト・プライベート・マーケット: 経験豊富なマネジャーが有利と考える

インパクト・ファンド・マネジャーは、従来のプライベート・マーケット投資家と同様、下落局面においてはポートフォリオの抵抗力を高めるため、投資先企業に需要急減に備えて十分な流動性を確保するよう促し、新規投資のペースを一時的に減速させる。大半のマネジャーは、インパクトおよび投資成果にどのような影響が及ぶか結論を出すことは時期尚早であるとしているが、次の 3 つの重要な要因について考慮する必要がある。すなわち、社会テーマに対するセクター・エクスポージャー、投資戦略、そして景気後退局面でのファンド・マネジャーの経験である。

ファンドの設定時からインパクトを管理する堅固な枠組みを整え、経験豊富なエンゲージメント・チームを有するファンド・マネジャーは、危機を切り抜け、成長と復興に備えることができると思う。足元の状況下では、下落局面での伝統的な投資経験を豊富に持つ大手インパクト・ファンド・マネジャーの強みが発揮されている。インパクト・プライベート・マーケット投資への資金フローは、高ランクのサステナビリティ認証を有し、ショックに対する耐性が高いとみなされる投資対象を積極的に取り入れるプライベート・エクイティ・マネジャーにけん引されて、今後もさらに拡大していくと予想する。

# サステナブル投資

## 非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報提供を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱いのない金融商品を勧誘することはありません。また、お客様個々に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証いたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、お申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 2.34%(税込・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に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するため、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基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

## サステナブル投資

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号