

2022 Outlook シリーズ: サステナブルアジア債券



マレー・コリス
アジア債券チーム副 CIO(除く日本)

2021年のアジア債券のトレーディング環境は厳しいものとなり、サステナブルアジア債券も例外ではありませんでした。しかし私たちは、2022年について前向きな姿勢を取る十分な理由があると考えています。マレー・コリス（アジア債券チーム（除く日本）副 CIO）、アルビン・オング（同ポートフォリオ・マネージャー）およびエリック・ニーチェ（ESG チーム・アジア・ヘッド）が、2022年の見通しについて解説します。

サステナブルアジア債券： 浮上しつつある投資機会

逆転：2021年のリターンに悪影響を及ぼした要因が2022年には強みへと変化

2021年のアジア債券市場と、ひいてはアジア地域のESG（環境・社会・ガバナンス）債市場を方向づけた主な要因は、新型コロナウイルスが経済に及ぼした影響への対応を別にすれば、以下の2つの重要な出来事でした。

- 1 中国恒大¹の債務問題¹がドミノ効果をもたらし、他社に飛び火するのではないかと懸念
- 2 中国の共同富裕²の推進を背景とした、同国のテクノロジー、娯楽および教育セクターに対する規制強化

これらの問題がアジア債券に対する投資家心理に及ぼした影響は、主要ベンチマーク指数の2021年のパフォーマンスから見て取ることができます。中国人民銀行（中央銀行）が経済成長を後押しするために政策スタンスをシフトする用意がある³との示唆に支えられ、ここ数週間は事態がやや沈静化したように見えますが、投資家心理は依然として不安定なままです。本稿ではこうした状況を踏まえつつ、2022年のサステナブルアジア債券に関する機会とリスクについて評価したいと思います。

¹ <https://www.reuters.com/business/chinas-kaisa-kicks-off-12-blndebt-restructuring-after-missing-pay-date-source-2021-12-09/>

² http://www.xinhuanet.com/english/2021-08/18/c_1310133051.htm

価格評価（バリュエーション）の見直しの機会

よく言われるように、投資はタイミングが重要です。投資家が慎重姿勢を維持する理由は事欠かないものの、最近の変動によって、アジア債券市場のミニバブルは解消されています。アジア債券市場の指標として幅広く使用されている JP モルガン・アジア・クレジット指数は、2021年の年初から12月にかけて3%超下落しました⁴。私たちは、リスクが再評価されたことで価格評価（バリュエーション）はリセットされたと見えています。欧州や米国と比べ、その傾向が特に顕著なのがハイイールド債であり、債券価格は数年ぶりの水準まで下落しています。これにより、アジア地域のサステナブル債券市場には魅力的な投資機会が生じており、とりわけ金融引き締めが議論されているにもかかわらず、依然として金利が歴史的な低水準にある環境の中で、利回り追求の動きが加速していることを考えれば、なおさら魅力的です。

サステナブル債券について語る以上、私たちが銀行（ソーシャルボンドの大規模な投資家として浮上した）や再生可能エネルギー・セクターの企業、および中国を含む不動産企業に焦点を当てたとしても、誰も意外とは思わないでしょう。当然ながら、銘柄選択が極めて重要なことには変わりはなく、時には市場のボラティリティが高まる場面もあると思われます。しかし私たちは、これらのリスクは包括的なボトムアップ・リサーチと慎重な銘柄選択によって軽減できると考えて

³ <https://www.cnbc.com/2021/11/22/china-sets-the-stage-for-easing-as-pboc-deletes-phrases-in-new-report.html>

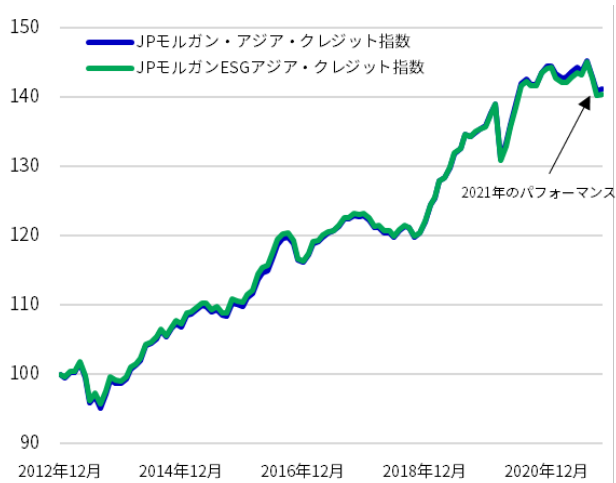
⁴ ブルームバーグ、2021年12月15日時点

図 1：サステナブルアジア債券：2022 年はより好調となるか

魅力的な価格水準と環境負荷の軽減

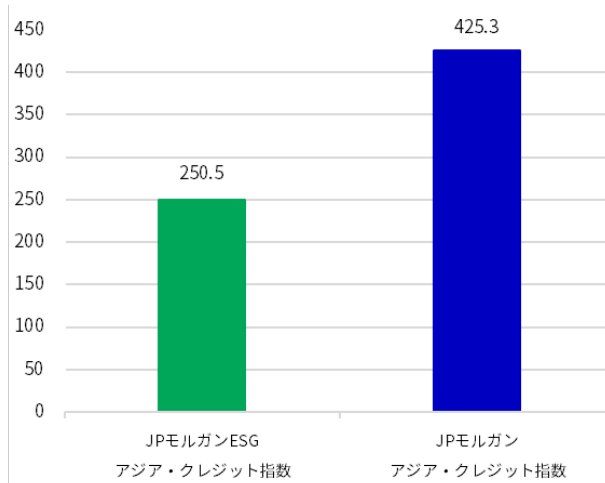
指数の累積パフォーマンス

(2012 年 12 月～2021 年 11 月)



炭素集約度

(二酸化炭素換算排出量 (トン) / 売上高 (百万米ドル))



出所：ブルームバーグ、2021 年 11 月末現在。数値は米ドルベース（グロス）。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。JP モルガン ESG アジア・クレジット指数（JESG JACI）は、アジアの債券クラスのうち、日本を除くアジアの米ドル建て債券のトータル・リターンを示しています。同指数は、ESG スコアおよびスクリーニング手法を適用してグリーンボンドなどの組入比率を高めています。炭素集約度データは、Trucost ESG Analysis のデータを基にマニユライフ・インベストメント・マネジメントが作成。炭素集約度は、売上高百万米ドル当たりの Scope 1 および 2 の二酸化炭素換算排出量（トン）です。Scope 1 は、事業者自身またはその支配下にある事業者の活動から直接排出されるすべての温暖化ガス（事業拠点におけるガスボイラーなどの燃料の燃焼、保有車両、エアコンからの漏出を含む）を指します。Scope 2 は、事業者が購入し、使用した電力から間接的に排出された温暖化ガスを指します。これらの排出は、エネルギーの生産過程で発生し、最終的に事業者によって使用されます。

います。2022 年には考え抜かれたアクティブな投資アプローチがサステナブル投資戦略のリターンを支えることに役立つと見ています。

「グリーンニーム」の不存在

グリーンニームとはグリーンとプレミアム（上乗せ価格）を合わせた造語であり、旺盛な需要と限定的な供給を背景に、グリーンボンドに対して一般的に市場で要求される上乗せ価格を指します。実際のところ、これはグリーンボンドの表面利率が往々にして通常の債券を下回ることを意味します。これは需要が供給を上回ることが主な原因ですが、投資家は、これらの債券を保有する際に求める対価が少なめなため、通常の債券より多くのクレジット・リスクを取ることにもなります。

心強いことに、アジア地域のサステナブル債券市場にはグリーンニームが存在しないように思われます。アジアでは、グリーンボンド需要が高まりつつあるとはいえ、投資家が市場平均以上の価格を喜んで支払うには至っていません。つまり、アジア地域のグリーンボンドはグリーンボンド以外のベンチマークと同等な価格

水準で取引されており、このことは投資家にとって好ましいと私たちは考えています。

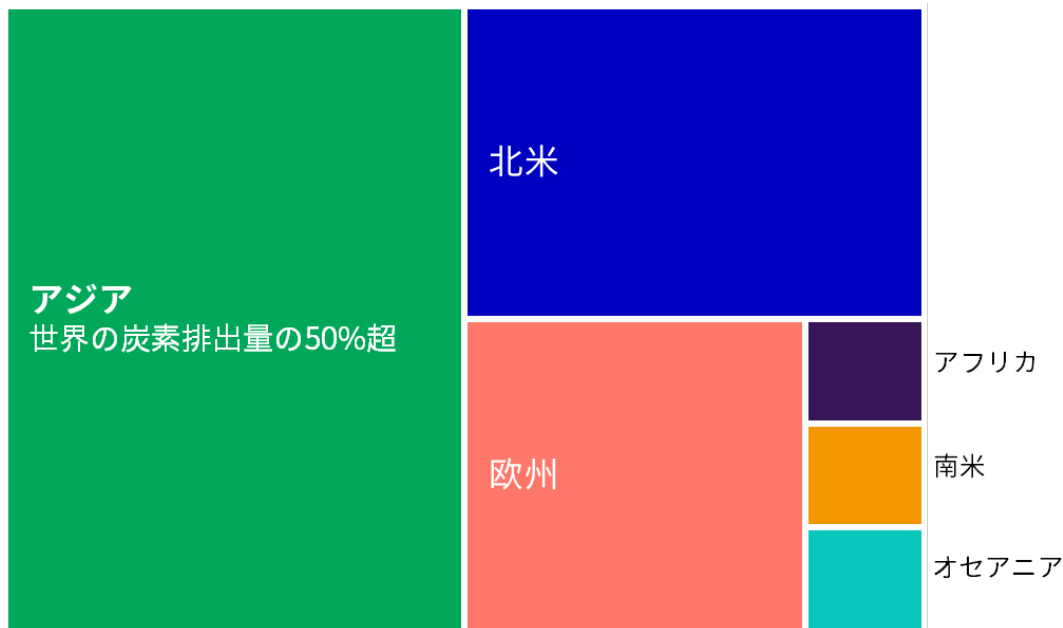
起債予定

ESG 債の起債は、発行本数と起債総額の両面で 2022 年も拡大し続けることが予想されます。2021 年第 4 四半期には、市場心理の悪化を受けて一部の発行体がサステナブル債券の起債計画を保留した方が賢明と判断したため、起債が途絶える場面もありました。しかし私たちは、2 月の中国の旧正月（春節）が終わった後は、起債が上向くと全面的に予想しています。

先日開催された世界気候サミット（COP26）の開幕前に企業や各国政府が表明した気候変動への取り組みは、2022 年中でなくとも今後数年間に予想される起債状況を示唆しています。今や焦点は取り組みの意思表示から実行へと移っており、発行体の幅はさらに広がると予想されます。

重要な点として、必要な資金調達額は、企業や政府が表明した取り組みの内容と、現実とのギャップから推測することができます。2020 年にアジアで消費された全エネルギーの半分近くは石炭に由来するものでし

図 2：地域別に見た炭素排出量



アジア

- 世界人口の 60%が居住
- 世界の素材使用量の 60%近くを占める
- 世界の炭素排出量の半分以上を排出

出所：HYDE データベース 2016 および国連世界人口予測 2019、国連環境計画 2017、BP Statistical Review of World Energy 2021

た⁵。私たちは、金融市場がそのプロセスにおいて重要な役割を果たすことを全面的に予想しています。短期的には、投資家がより多様な ESG 債を歓迎する中で、アジア地域のサステナブル債券市場は進化を続け、次第に洗練されていくと見ています。

課題：マクロ経済の不透明感、タクソノミー問題、グリーンウォッシュとの戦い

私たちが 2022 年に直面するであろう課題は、2 つのカテゴリーに大別することができます。投資家である我々が管理できるものと、管理できないものです。マクロ経済の不透明感や、ESG 投資関連の共通タクソノミーが存在しないことは最初のカテゴリーに該当します。

第一に、マクロ経済見通しが依然として不透明なことに関しては、ほとんどの人は異論がないでしょう。パンデミックの行方を予想することは困難です。オ

ミクロン株の出現を受けて、一部の国は既にソーシャル・ディスタンス措置や渡航制限を復活させました。とは言え、アジア地域はワクチン接種率が比較的高いため、アジア諸国のほとんどはパンデミックの最新の波に対応できる態勢が整っているように思われます。一方、世界各国の中央銀行は、不透明感の高まりにもかかわらず、金融政策の引き締め計画を進めるといのが大方の予想です。ただし、この予想の大半は既に市場に織り込まれています。

第二に、ESG 投資に関して広く一般的に受け入れられた基準や定義が存在しないことについての投資家の苛立ちは、今に始まったものではありません。しかしこれは全世界に関係する問題であり、解決には関係者間の大規模な調整が必要なため、何らかの意義ある進展がなされるまで、しばらく時間がかかることは明白です。

⁵ <https://www.cnbc.com/2021/11/08/cop26-charts-show-asia-pacific-heavy-reliance-on-coal-for-energy.html>

次にもう1つのカテゴリー、つまり投資家が何らかの対策を打てる課題について見てみましょう。グリーンウォッシュ（環境に対する見せかけだけの配慮）はこれに該当します。この問題に関する意識は高まりつつあるものの、投資家はこの問題に対処するためにもっと多くのことができるはずで、投資家はサステナブル債券をポートフォリオに加える前に、より綿密に検証する必要があります。例えば私たちは、ESG債という分類に値しないと判断したいくつかの債券への投資機会を見送りました。この決定は、私たちのリサーチ力と厳格なESG基準を証明するものとも言えますが、むしろ、この資産クラスに対する幅広い投資家の熱意を反映したものかもしれない。私たちがサステナブル投資家としての責任を果たす唯一の方法は、質の高いリサーチに注力し、ESG基準に適合しない場合は投資機会を見送って発行体に改善を要求する勇気を持つことです。

こうした課題はありますが、私たちは2022年について楽観的な見方を維持しています。私たちは、足元の価格水準を考慮すると、アジアにおけるサステナビリティ問題への取り組みの拡大は、債券投資家に魅力的な投資機会をもたらすという考えを強めています。

ディスクレーマー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第433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 一般社団法人第二種金融商品取引業協会