

## 債券運用におけるESGインテグレーション

債券クレジット

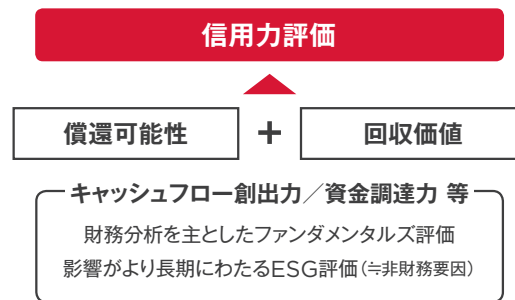
### ESG要因のクレジットリサーチ プロセスへの統合

当社の債券アクティブ運用では、クレジット戦略においてESGを運用プロセスに取り込んでいます。クレジット戦略は、発行体が有する信用リスクをとることで超過リターンを追求しており、その手法は発行体の信用力評価、その発行体が発行する債券の償還可能

性や、万が一償還されなかった際の回収価値を分析することです。ファンダメンタルズに基づく定性リサーチでも、これまでガバナンスリスクや公益事業/資源会社の炭素エクスポージャーなど、ESG要因を基本的な評価プロセスの中で考慮してきました。より最適な投資判断を可能とするために、将来にわたって影響を及ぼす潜在的な非財務リスク(≒ESG要因)を特定、定量化したESGスコアを活用することで、長期的にバランスの取れた包括的な信用力評価を行います。

れた場合(=低ESGスコア)、その投資を自動的に排除またはアンダーウェイトするのではなく、よりクリーンな発電に移行する計画を持っているかどうかを検討したり、将来のオポチュニティ(機会)の有無を確認するなど、深いリサーチを実施することで、アルファ創出の機会も狙っています。つまり、ESGの影響が時間の経過とともに大きくなる可能性のある領域において、それらのリスクと機会を水準とモメンタムの両面で分析を行います。

また、非国債の国債に対するスプレッドは、信用リスクと密接に関連していますが、ESGに優れた債券を機械的に選好するアプローチは、同時に高格付けで低スプレッドへの投資バイアスをもたらす可能性があり、リターンを犠牲にしかねま



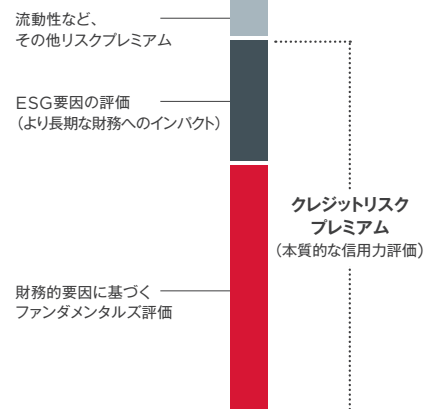
### 債券ESG要因の特定と定量化

債券運用と株式運用におけるESG要因には共通する部分がある一方で、低炭素社会への移行に伴う資産の減損などのリスクやガバナンスに関する懸念事項に対する考え方が株式投資家とは異なっており、債券投資家としての視点でESG要因を特定する必要があります。そのため債券/発行体の信用リスクに重大な影響を及ぼす可能性のある指標を選別し、それが当社の債券ESGスコアに反映されるよう設計しています。

定量スコアは、定性判断の支援ツールとしても活用します。例えば、炭素や化石燃料に高いリスクとエクスポージャーがあるとスクリーニングさ

せん。こうした単純なESGへの傾斜による意図せざるバイアスを回避するために、ポートフォリオのリスク特性を十分に考慮してESGを評価し、パフォーマンスへの影響を分析しています。

#### スプレッドの構成要素



運用部 債券グループ Co-CIO

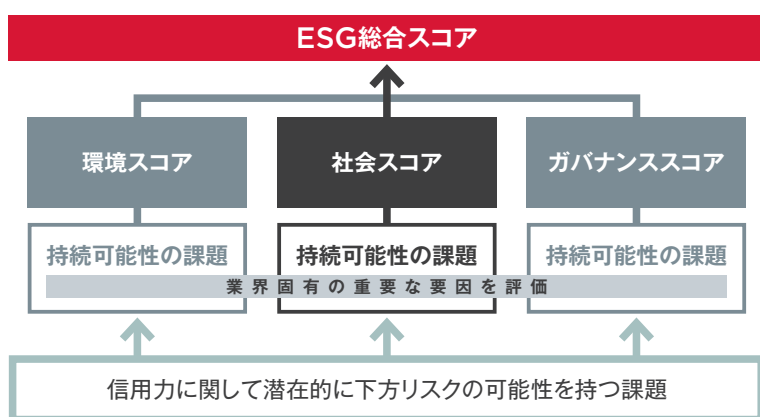
### 河岸 正浩

1990年当社入社。企業調査の業務を経て、1993年より債券ポートフォリオマネージャーとして、国内外の金利、為替、クレジットに関わる運用に従事。2007年よりNAM-UK債券チームを率いて、海外顧客向けにグローバル国債/社債マंडートの運用を行う。2014年以降、東京にて債券アクティブ運用を統括。

## 実際の社債運用における 定量的ESG評価

私たちの債券クレジット運用ではユーロ建て社債ファンドの設定を契機に、定量的なESGリスク評価を導入し、運用のフレームワークを強化しています。債券投資家にとって企業評価の最大の焦点は、ESG要素が企業の信用力にマイナスの影響を与えるかどうかです。そのため運用チームでは、ESG要素に関する企業の下方リスクに対して堅牢で体系的かつ定量的な基準を設計し、評価を行っています。

場での下方リスクの発生可能性を考慮して、重要性を特定します。この課題の重要度とESGプロバイダー等が提供するデータをマッチングさせてESGスコアを計算します。独自に特定したセクター固有のE,S,Gウェイトと先に計算されたESGスコアによりESG総合スコアが算出されます。こうした定量的なESGスコアは、クレジットアナリストによる定性アプローチを通じて客観的に評価され、同業他社とも比較するかたちで、銘柄選択やポートフォリオ構築プロセスにインテグレートされます。



ESGリスク評価の導入が良好なパフォーマンス特性をもたらすと同時に、ESG課題への積極的な取り組みが投資家にとって重要な要素であることをマーケットや企業に認識されることを期待しています。

運用チームでは、信用リスクのダウンサイドを重視したESG要因を特定し評価するために、客観的かつ一貫性のある定量的フレームワークを用いて、運用プロセスを強化しています。まず、信用力評価の持続可能性に関する課題を特定します。これをクレジット市

## フレームワークの具体例

具体的な事例では、保険会社のケースがあります。財務分析上の信用力はポジティブと見ていた一方で、長く固定化したマネジメントや責任投資に関して脆弱な投資対象先を多く抱えていたことを背景に、社会及びガバナンス問題においてESG評価が低いと判断し、組み入れない方針としました。

また、環境やガバナンスに関するESG課題に高いウェイトが付与されている事業ポートフォリオを有する石



運用部 債券グループ  
シニア・ポートフォリオマネージャー

## ジェイソン・モーティマー

2006年証券会社に入社し、東京で金利派生商品のセールスとトレーディングを担当。2010年香港・シンガポールでアジア現地通貨建て債券のストラテジーに従事。2014年ロンドンで発展途上国の現地通貨建て債券とドル建てクレジット債のポートフォリオマネージャーとして運用を行う。2017年当社に入社し、債券グループにてESGに関わる運用に従事。

油・ガス会社のケースでは、廃棄物管理、環境の持続可能性やオペレーションの安全性について脆弱性が確認されたため、リスク調整後のスプレッド水準が魅力的であったものの、同様の条件を満たすより高いESGスコア銘柄に入れ替えました。このようにESGリスク評価を導入することで、運用フレームワークが強化され、下方リスクに耐久性のあるポートフォリオが構築されます。