

気候変動に対処する：キャッシュフロー重視の運用戦略に気候変動要因を組み入れる方法



キャッシュフローを重視する投資家（年金基金などのアセットオーナーを含む機関投資家）は、年金加入者などへ底堅く持続可能なインカムを支払う一助として、気候変動の視点からポートフォリオを評価・統合・注視（AIM）すべきだとアクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）は考えています。

ハイライト

- 投資家は、気候変動リスクと規制要件への認識を高め、それらをポートフォリオの目標を評価する（**assess**）ためのカタリスト（触媒）とする必要があります
- 気候変動に配慮したポートフォリオではグリーンボンドが重要な役割を果たしますが、投資家は広範な投資ユニバースを維持することで得られる経済的および気候変動対策上のメリットを見失うべきではありません
- 市場リスク管理に気候変動要因を組み入れ（**integrate**）、二酸化炭素排出量が実質ゼロ（ネットゼロカーボン）の世界に向かって前進するには、リスクに注目したポートフォリオの構築と投資先企業へのエンゲージメントが不可欠です

- 気候変動対策に強くコミットする発行体が増え、パリ協定と密接に整合する新たな投資が行われる中、投資家は気候変動に関する自らの指標が時間の経過とともにどのように改善しているのかを**注視する (monitor)** 必要があります

はじめに

アクサIMは最近の調査（英文）で、キャッシュフローを重視する投資家は、ポートフォリオのリスクを軽減し、規制上の義務を果たし、パリ協定との整合性を目標とするために、「気候変動に配慮した」行動を取るべきだと指摘し、その理由を説明しました。この調査は、投資家がキャッシュフローを重視した投資（CDI）ポートフォリオに気候変動への配慮を組み入れる方法に焦点を当てています。投資家と規制当局および政治家の関心の高まりと、着実に上昇する地球の気温を背景に、気候変動戦略を実行すべき緊急性が高まっています。こうした新たなリスクは、キャッシュフロー重視の投資家が必要とする予測可能性の足かせとなり得る厄介な存在です。気候変動は、CDI戦略のコアコンポーネントの一つであるクレジット市場のパフォーマンスに大きな影響を与える可能性があります。

気候変動に配慮した長期クレジットは、気候変動関連リスクが顕在化する可能性がある投資期間に適した投資対象と考えるのが自然です。したがって現時点での投資対象は、気候変動関連リスクを軽減しつつ、年金加入者に持続可能なキャッシュフローを提供しうる長期クレジットとするべきです。投資家は、年金加入者に対して底堅く持続可能なキャッシュフローを提供するという目標を達成するための一助として、気候変動の視点を通じてポートフォリオを**評価・統合・注視しながらネットゼロを目指す**ことが可能であると当社は考えています。

既存の投資目標の適切性を評価する

今日の投資家は、気候変動関連リスクを評価および管理するために必要なデータ、ツール、およびアプローチにアクセスしやすくなっています。さらに、英国では2021年10月には大規模な年金基金に対して気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）への対応が義務付けられることとなり、規制による気候関連の情報開示の拡大が現実のものとなりつつあります。当社は以上の理由から、投資家は既存の投資戦略が引き続きTCFDなどの気候関連基準を満たしているかどうかを評価すべきだと考えています。気候変動関連投資に関して投資家が設定可能なハイレベルの目標には次の二つがあります。

- 一連の気温上昇シナリオに基づき、ポートフォリオの重大なリスクを軽減する
- 2100年までに世界の気温上昇を産業革命前と比較して1.5~2.0°Cに抑制する取り組みに貢献する

まずは2番目の目標から説明すると、この目標は通常、2050年までに温室効果ガスの排出ネットゼロを達成するというものです。2030年までに排出量を半分にするなどの中間目標を設定します。この中間目標は、2049年12月になり、目標を達成するために必要な措置が取られていない事態を避けるために設定するものです。年金基金にとって重要なのは、予想される二酸化炭素排出量の時系列的変化を考慮することです。これは、ネットゼロという目標の達成に向けてポートフォリオが順調に推移しているかどうかを評価するためには、過去の指標をチェックするよりも確実な方法です。

投資家は、様々な気温変動シナリオにおけるポートフォリオのリスクも検討すべきです。こうしたシナリオの結末は、年金基金に対するリスクの大きさを判断するのに役立ちます。シナリオ分析は、英国の年金基金に課せられているTCFDのもう一つの推奨事項であり、今回は3年ごとに、または投資戦略が変更された時点で行うことが義務付けられています。

投資家は、気候変動に関連する目標を明確にすることで、リスクを軽減し、目標をパリ協定と整合させるために何を必要とするのかを確認できます。

銘柄選択とポートフォリオ構築に気候変動への配慮を組み入れる

好ましい発行体を選別し、「除外」についても選別的に

当社は、気候変動投資にもCDIにも受動的なアプローチはあり得ないと考えています。気候変動投資とCDIに取り組む投資家がキャッシュフロー要件を達成するためには、市場リスクに対して高度な対応力を持てるように債券および資産配分に関して選別的になる必要があります。気候変動対応ポートフォリオの発行体およびセクターについて議論する際に当社がしばしば受ける二つの質問は、グリーンボンドの利用とポートフォリオの除外に関するものです。

「気候変動に配慮した」とはグリーンボンド・ポートフォリオを意味するの
か？

多くの投資家が気候変動に対応した投資をグリーンボンドと関連付けているのは無理ありません。低炭素化技術およびプロジェクトの資金調達に使用されるグリーンボンドはネットゼロを目指すソリューションの一部です。ただし私たちは、グリーンボンドが運用目標と気候変動対策上の目標を確実に達成するよう選別的にならなければなりません。当社独自のグリーンボンド・フレームワークは、債券の公表詳細情報が実際には気候変動関連の基準に

“
グリーンボンド市場は
2021年に1兆ドルに達す
るとみられ、流動性と投
資機会の拡大を投資家に
もたらすでしょう”



達していない「グリーンウォッシング」債券の回避に役立つ高い水準設定を目的としています。2020年には、急成長する資産クラスであるグリーンボンドの発行量が拡大する中、当社アナリストはその20%に対して合格判定を下すことを拒否しました。

当社の見解では、年金基金は、グリーンボンドまたは排出レベルが最も低い発行体およびセクターの債券のみを選択する誘惑に駆られないようにする必要があります。こうした偏った選択をすると、ポートフォリオを構成する企業の排出レベルが非常に低い一方で、より広範な産業の長期的な脱炭素を推進するというパリ協定の基本原則の一つを達成しない「コールドウォッシング」のリスクにさらされる可能性があるからです。グリーンボンドと、投資家の運用目標を達成可能なその他の資産との間で健全なバランスを取るべきだと当社は考えています。

排出レベルの高い企業への投資を継続すべきか？

投資家は、ポートフォリオから石油・ガス業界や建設業界などのセクター全体を除外するのではなく、分散が効いた投資機会の組み合わせに基づくエクスポージャーを維持し、市場全体のグリーン移行に資金を提供するため、各セクターにおける気候変動対策のリーダーを選択してポートフォリオに組み入れるべきだと当社は考えています。こうしたバランスの取れたアプローチには潜在的なメリットがいくつかあり、投資家はキャッシュフロー提供のために設定した最も幅広い投資機会を維持しつつ、ネットゼロという目標に積極的に貢献することができます。

当社には43名のメンバーからなるクレジット・リサーチ・チームがあり、このチームの規模と能力の高さのおかげで、入手した気候変動関連データとより広範なESG関連データを蓄積し、各発行体の強み、気候変動関連リスクへのエクスポージャー、およびネットゼロ社会の実現に向けたコミットメントをファンダメンタルズから評価することが可能となっています。当社は、各発行体のESGおよび気候変動への取り組みに関する調査への責任を、独立したチームではなくクレジットアナリストが負う体制を意図的に選択しました。独立したチームが調査に当たると、企業やセクター固有のニュアンスを評価しない可能性があるからです。

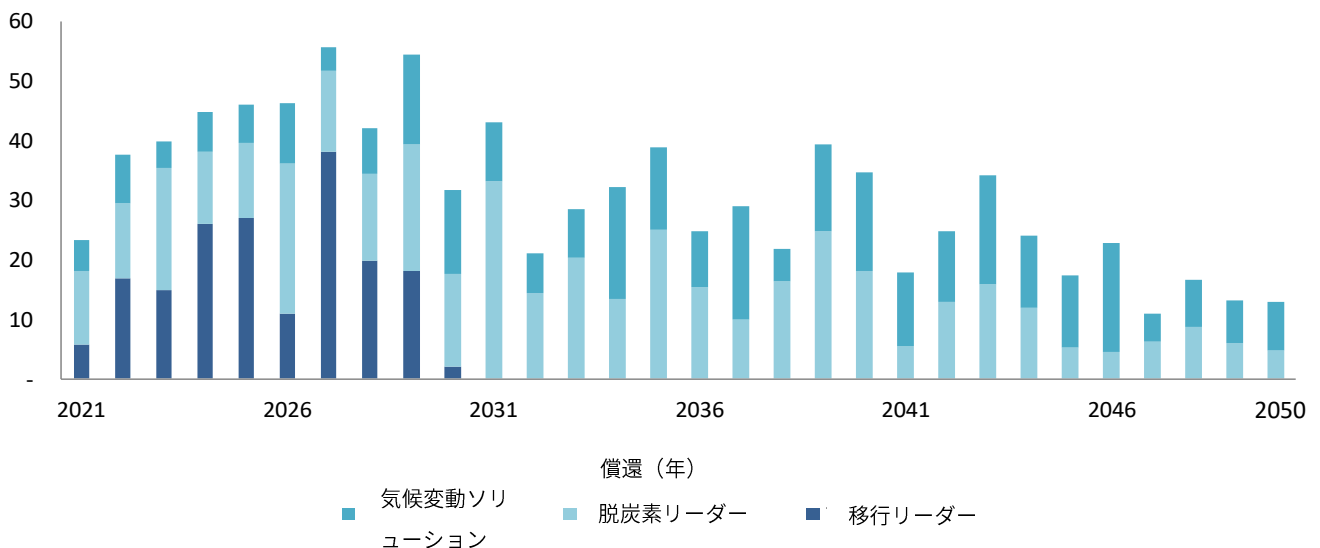
この基本原則は、当社のポートフォリオ・マネージャーの体制でも同様です。当社では、お客様に最善の運用成果をもたらすために、運用チームが気候変動を含むすべての固有リスクを把握し、そして管理しています。

ポートフォリオ構築を通じてリスク対応力を強化

ポートフォリオ・マネージャーは、運用目標を設定し、各発行体の特徴に注目し、予測可能なキャッシュフロー創出と排出レベルの着実な低下を両立させる長期クレジット・ポートフォリオの構築を目指します。長期クレジット投資家は、債券の償還に配慮し、気候変動リスクへの対応力を高めるために発行体に積極的にエンゲージメントを行うべきです。

排出レベルが相対的に高い企業は、排出レベルが低い企業よりも気候変動リスクが高だけでなく、通常は財務リスクも高いため、こうした発行体に関しては比較的年限の短い債券のみを追求すべきと当社は考えています。これにより当社のポートフォリオ・マネージャーは、ポートフォリオにおける気候変動および財務リスクの管理がしやすくなり、通常よりかなり高額になる取引コストも回避でき、さらには発行体のグリーン移行経路を注視しやすくなるからです。なお当社はこれとは対照的に、かなり長期にわたり、政策、規制、または財務リスクが低い発行体へも投資します。このように異なる償還期限の債券に資産を配分する戦略（図1を参照）は、長期クレジット戦略では特に重要です。債券を購入後、何年も経過してから気候変動リスクが顕在化する可能性があるからです。

図1：長期クレジット・ポートフォリオで財務および気候変動関連リスクへの対応力を構築

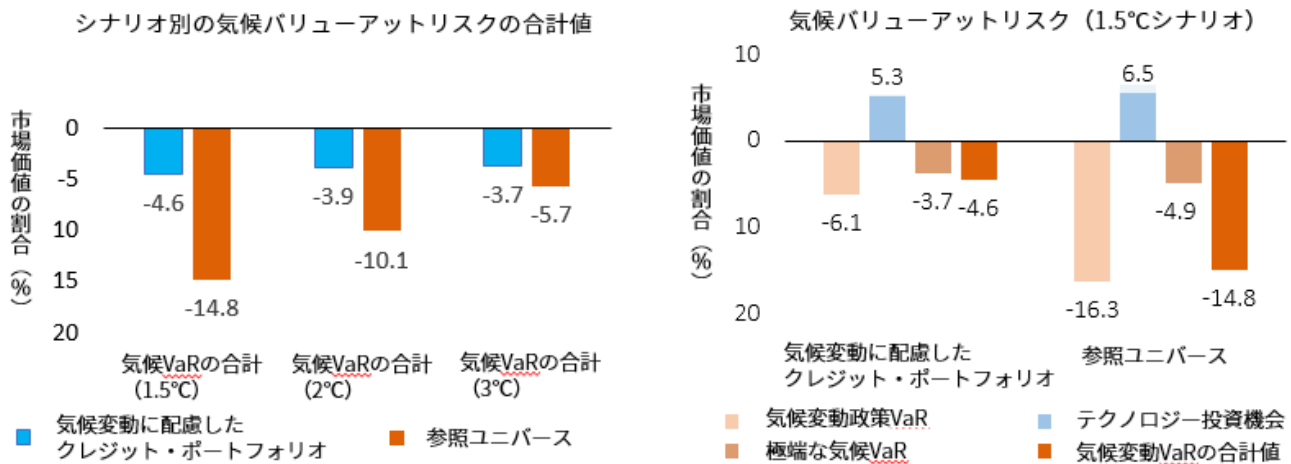


出所：アクサIMとUBSデルタ。長期クレジット・ポートフォリオのサンプルモデル。例示のみを目的に提示しています。

ポートフォリオ構築分析の一環として、ポートフォリオが抱えるリスク量を異なる気温上昇シナリオで検討することが重要です。当社運用チームは、ポートフォリオのパフォーマンスが「温暖化が進まない」1.5°Cシナリオまたは「温暖化が進んだ」3°Cシナリオの下で、気候バリュアットリスク (CVaR) に着目しています。図2の棒グラフは、左側が気候変動に配慮したクレジット・ポートフォリオの異なる気温上昇シナリオにおける潜在的パフォーマンス（対参照ユニバース）、右側が1.5°Cシナリオにおいてポートフォリオに影響を与える主な気候変動要因に基づく潜在的パフォーマンス（同）を示しています。

ポートフォリオを構築し注視する際の目標は、CVaRの絶対値を低下させ、起こり得るすべてのシナリオにおいて結果の範囲を狭めること、すなわち市場の潜在的影響に対する対応力を高めることです。

図2: リスクを測定する – 気候変動の影響の内訳



出所：アクサIM。例示のみを目的に提示しています。

投資対象企業へのエンゲージメントは、強固な気候変動フレームワークの重要な柱です。投資家は中長期投資を守る手段として、企業に対して2050年までのネットゼロ達成をコミットさせるなど事業戦略に変更を加えるよう促します。特に多くの年金基金の投資が長期に及ぶことを踏まえると、企業へのエンゲージメントはリスクを注視し軽減するための手段として不可欠です。

アクサIMは、温室効果ガス排出レベルが世界でも有数の企業の一部に対し、現在のカーボンフットプリントを削減し、強力な脱炭素計画に取り組むよう働きかけることに成功しています。こうした取り組みは、投資家の炭素削減計画の達成を支え、一部の発行体の債券保有に関する財務リスクの軽減に役立ちます。

当社は、長期クレジット戦略が企業に長期の安定した資本を提供することから、同戦略がエンゲージメント対象企業に与える影響は今後さらに大きくなると考えています。

ポートフォリオの変化を注視する

気候変動投資は絶えず進化しています。私たちは日々、企業の新しくより野心的な取り組みを目のあたりにしており、私たちが受け取るデータは幅広くかつ詳細になっています。こうした情報は、気候変動に配慮したクレジット・ポートフォリオが運用目標と気候変動に関する目標を達成しているかを評価するために不可欠です。投資家は、気候変動の新たな視点から長期クレジット・ポートフォリオを注視し、それぞれのポートフォリオがどのような気候変動経路をたどるかを確認する必要があります。ポートフォリオにおける排出量とシナリオ検証は有用な手段ですが、投資家はデータの詳細と妥当性、およびデータが時間の経過と共にどのように変化するのも考慮すべきです。

クレジットユニバースの気候変動関連データを開示するレポートの数はここ数年で急激に増加していますが、さらなる進化が求められています。具体的には、データの深さ（発行体が放出した総排出量のどの部分が記録され公表されているのか）には改善の余地があります。例を挙げると、排出量算定の範囲を示す「スコープ3」の排出量には、発行体だけの排出量だけではなく、その発行体のサプライチェーン（含む上流および下流に位置する企業）の排出量が含まれます。現在、スコープ3の排出量の算出方法にはいくつかの懸念があるものの、スコープ1（発行体の直接の排出量）とスコープ2（含む電力等の間接の排出量）およびスコープ3を報告する発行体の割合が長期的に増加することを投資家は見込んでおくべきです。

投資家は、排出量のネットゼロ達成にコミットしている発行体の割合が拡大していることも認識するべきです。

「科学的根拠に基づく排出削減目標達成への取り組み（SBTイニシアチブまたはSBTi）」は、企業の気候変動目標が、最新の気候変動科学に基づくパリ協定の目標達成のための必要基準と一致しているかどうかを評価するのに役立ちます。ポートフォリオにおいて1.5~2.0°Cの気温上昇と整合する目標を掲げた企業の割合が高まれば、使用データの有効性と、ポートフォリオのパリ協定目標への整合レベルが高まります。

気候変動対策に対して野心的なコミットメントを行う発行体が増えており、そして当社のポートフォリオ・マネージャーが投資家の運用目標と気候変動に関する目標の達成に向け債券に再投資することで、投資家のポートフォリオの気候変動に関するプロフィールは改善を続けると見込まれます。

出所：

すべてのデータの出所はアクサIMで、特に明記されていない限り2020年12月31日現在のものです。

¹ 出所: [アクサIM - Green bonds: How active management aims to make the most of a dynamic sector](#) (グリーンボンド：アクティブ運用は動的なセクターの最大限の活用をいかに目指しているか)

ディスクレーム

アクサIMについて

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）は責任ある資産運用会社であり、長期的なアクティブ運用を行うことで、お客様、従業員、そして世界の繁栄を支援しています。当社の確信度の高い運用アプローチにより、代替資産クラスおよび伝統的資産クラス全般で最も良好な投資機会と考えられるものを追求しています。2021年3月末時点で約8,690億ユーロの運用資産残高を有しています。

アクサIMは、グリーン、社会、サステナブル市場における先進的な投資家であり、2020年12月末時点で5,550億ユーロにおよぶESG（環境、社会、ガバナンス）統合済みのサステナブルおよびインパクト資産を運用しています。当社は、2050年まで

に、全運用資産における温室効果ガス排出のネットゼロ達成をコミットしており、株式銘柄選択から企業行動や文化に至る当社の事業にESG原則が組み込まれています。当社の目標は、社会と環境に有意義な変化をもたらしつつ、お客様に真に価値のある責任投資ソリューションをご提供することです。

アクサIMは20カ国27拠点において2,440名余の従業員を擁し、グローバルな事業を展開しています。アクサIMは、世界最大級の保険および資産運用グループであるアクサ・グループの一員です。

投資リスク及び費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

【ご留意事項】

当資料は、金融商品取引法で定義されている適格機関投資家を対象としております。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳・作成した資料です。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に記載された運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の情報であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

当資料を事前の了承なく複製または配布等を行わないようにお願いします。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会

Ref-21151