

2022年9月

地方債投資におけるESGをめぐるイノベーション

ヌビーンでは独自に開発したESGスコアリング方式により、ESGの観点から他の自治体と比較しより優れた地方債の特定に努めています。ESGの包括的なアプローチにより、地方債投資に関して高位なリターンの享受を目指すと同時に、投資家様の価値観に沿って地域社会に貢献できる前向きな成果の実現を目指しています。

地方債の投資プロセスにおけるESGファクターの統合は業界では今なお道半ば

この10年間で、環境、社会、ガバナンス（ESG）というファクターを投資分析と意思決定に組み込むことが上場株式や課税社債では一般的になってきました。しかし、地方債市場におけるESGファクターの統合は、依然として発展途上の段階にあります¹。

このような差が出ていることの背景には、いくつかの理由があると思われます。第一に、株式や課税債券市場に対して貴重なインプットを提供するデータ・プロバイダーという第三者によるESG評価が、地方債市場には少ないことです。地方債の発行体は約5万発行体と膨大であり、これらの発行体によるESGに関する情報開示が不足していることも、この差を広げる要因となっています。

論説記事。巻末の重要な開示事項をご参照ください。
FDICによる保証なし | 銀行保証なし | 価値下落のリスク有り

その結果、ESGファクターや評価を明確に組み込んだ地方債戦略は非常に少なく、組み込んでいる戦略もソーシャル・ボンドやグリーン・ボンドに焦点を当てている傾向があります。

もう一つの要因は、ほとんどの地方債の発行体が交通、衛生インフラ、教育、公共事業などの公共サービス・セクターに資金を提供しているため、地方債投資は本質的にESG志向であるという考え方が根底にあることでしょう。

しかし、他のセクターや資産クラスと同様に、地方債は、そのガバナンスの度合いや地域住民の環境・社会的成果の達成程度は発行体によって大きく異なります。私たちは、ESGファクターを地方債戦略の投資プロセスに組み込むことで、競争力のあるリターンを追求しながら、これらのポジティブな成果も発揮することができると考えています。

ヌビーンのリダーシップの歴史

ヌビーンには地方債投資における長い歴史と業界でのリーダーシップ、そして責任投資に関する専門知識があります。これをもとに、個々の地方債セクターに合わせて、地方債のESGリーダーシップをきちんと評価するため、データ主導の評価方法を独自に開発することができました。

同時に、責任投資原則（PRI）やグローバル・インパクト・インベスティング・ネットワーク（GIIN）など、過去50年にわたり責任投資の分野を形成してきた組織にも積極的に参画しています。最近では、国連責任投資原則のサブ・ソブリン債諮問委員会、政府金融担当者協会（GFOA）、カリフォルニア州債務・投資諮問委員会（CDIAC）のホワイト・ペーパーにもアドバイスを提供しています。また、CDP（旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）とともに、地方債の発行体を対象としたESG情報開示のパイロット・プログラムにも参加しました。

ヌビーンは、従来の公共財政だけでなく、責任投資にも焦点を当てたワーキング・グループに参加することで、これまで地方債市場で議論の進まなかったESGに関する理解の橋渡しをしています。このようなパートナーシップを通じて、ヌビーンはESGの情報開示とベスト・プラクティスの推進に貢献し、この成長分野への注目と顧客の関心を高めています。

独自の手法でポジティブな成果をもたらす債券を特定

責任投資と地方債のリサーチ・チームは共同で、地方債のセクターに特化した独自のESG手法を開発しました。その目的の一つは、環境スチュワードシップ、優れたガバナンス、ポジティブな社会的成果について秀でていると思われる発行体を特定することです。

当社のモデルは、地方債セクター全体にわたりESGスコアを生成し、ブルームバーグ3~15年ブレンド地方債インデックスの保有銘柄の92%以上をカバーしています²。

これらのスコアは、ヌビーンの地方債アナリストおよびポートフォリオ・マネージャー全員が考慮できるようになっており、当社のESGファクターを含む地方債戦略における投資基準の一部となっています。

ESGにフォーカスした当社の地方債ポートフォリオでは、投資家様の投資目的から始まり、クレジット・リサーチ・チームの分析を取り入れた上でESGスコアを組み込むという、規律立った統合された投資プロセスを採用しています。

スコアリングによりセクター毎のESGリーダーを識別

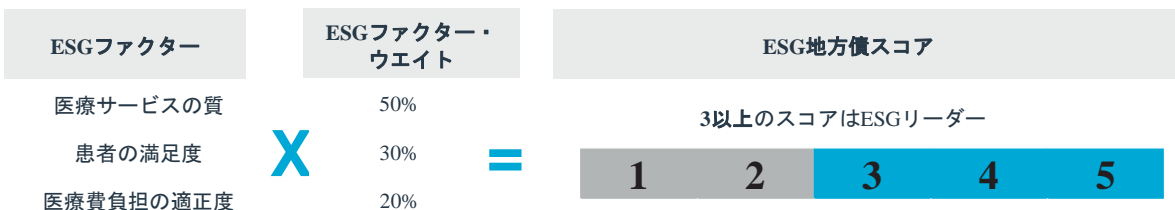
地方債の発行体ごとに、セクター固有のESGファクターが独自のフレームワークにより測定され、与えられた得点で総合的なESGスコアが決定されます。

各ファクターは加重平均であり、1（最低）から5（最高）までの総合ESGスコアとして集計されます。スコア3以上の地方債発行体は、ESGリーダーとみなされ、通常、当社で通常取引されている地方債の50~65%を占めています³。スコア3未満の発行体は、後述の「テーマ性のある債券は分散効果をもたらす」の項で説明しているような、環境または社会にプラスの影響を与える適格な資金用途がある場合を除いて、ESGを重視した地方債ポートフォリオに組み込む対象とはなりません。

例えば、図1は、病院セクターにおいて、医療サービスの質、患者の満足度、医療費負担の適正度に基づいてスコアリングが行われる例を示しています。一方、公共電力セクターでは、電力供給に対する総合的な信頼性と価格の適正度、省エネルギーへの取り組み、発電源構成における再生可能エネルギーの組み入れを発行体の評価基準としています。

図表1：ESGファクターとウエイトから総合スコアを決定

セクターの例：病院



ヌビーン、ミシガン大学と提携

ヌビーンは、データ・フュージョン、機械学習、工学的モデリングと組み合わせた自然言語処理といった分野などで、データや情報を使った効率性向上に強みを持つミシガン大学のスマート・インフラ・ファイナンス・センター（CSIF）をパートナーとして抜擢しました。

提携によるメリットは下記の点を含みます。

- 既存データの品質とカバレッジの分析による独自のESGスコアリング・モデルの検証および改良
- スコアリングの質を向上させるための人工知能やデータ・サイエンス・ツールの活用による技術力の拡充
- 新しいデータ・ソースを統合することによる、より広範なESGファクターの探求

当社のポートフォリオ・マネージャーがESG関連銘柄を選ぶにあたって、独自の堅固なデータ・モデルが情報面で優位性を持ち、投資家様の目標達成を支援することができると思っています。

国連「持続可能な開発目標」と足並みを揃える

図2に示すように、国連の持続可能な開発目標（SDGs）は、地方債への投資を実際のポジティブな成果へとつなげるための有用なガイドになると考えています。17個ある有機的に繋がりのあるこれらの目標は、「すべての人にとってより良い、より持続可能な未来を築くための青写真」となるように設計されています⁴。167の開発目標に支えられたこの目標は、2015年に193の政府によって2030年まで継続することで合意されました。この目標は、今後10年間の持続可能な開発を考える上で、取り組むべき課題の幅広さを映し出しています。

当社のスコアリング・モデルの一部として、セクターのモデル・ファクターを特定のSDGsの基本目標に統合させるSDGs統合フレームワークを開発しました。SDGsとの整合性は、投資対象が1つ以上のSDGsの包括的なテーマと方向性が一致しているか、または関連しているかを示しています。

図表2：国連の目標に沿ったヌビーンの投資アプローチ



出所：国連の持続可能な開発。

ESGスコアの合計が3以上の発行体は、一般的にその発行体が関連するセクターのSDGに対応しています。

テーマ性のある債券は分散効果をもたらす

当社は、ESGリーダーに加えて、環境や社会的利益をもたらすプロジェクトに直接融資する債券にも投資しています。これらの債券は通常、ESG志向のポートフォリオの15%~20%未満程度ありますが、分散効果における利点の観点から許容されます。発行体によってグリーン、ソーシャル、サステナブルのラベル付けがされている場合もありますし、ラベルがない場合もあります。

ラベル付けされていないテーマ性の強い銘柄は、当社のアクティブ投資のファンダメンタルズ・リサーチ・プロセスを通じて、発行時の書類を精査し、プロジェクトがポジティブなインパクトを与えているかどうかを判断しています。例えば、図3に示すように、水衛生施設の建設やメンテナンスに調達資金が使用される場合があります。ソーシャル・ボンドやサステナビリティ・ボンドは、低所得者層向けの住宅の整備、教育施設の建設や医療を支援するものもあります。

当社は、国際資本市場協会のSDGsフレームワークなどの市場標準を活用した、テーマ性のある資金使途の評価も行っています。



図表3：地域社会に貢献するプロジェクトへの資金提供

例：テーマ性のある資金使途

オハイオ州水資源開発局 (OWDA)

背景/目的 OWDAは、オハイオ州全域で地域社会の上下水道プロジェクトに低金利で融資。

資金使途

- 下水処理プロジェクトや汚染管理、保全のための低金利融資を支援。
- 小規模コミュニティのために金融市場へのアクセスを提供。

成果

- 水質汚濁防止貸付基金は、2021年に144件の建設プロジェクト（総額5億8,400万ドル以上）に資金を提供。
- この基金はまた、2021年に34件の計画・設計プロジェクト（総額3,400万ドル以上）についても資金を提供。

出所：オハイオ州水資源開発局年次報告書、owda.org、2021年12月31日時点のデータに基づく。過去の実績は、将来の結果を予測、保証するものではありません。この例は、ヌビーンが説明のために作成したものであり、現在または過去に運用した商品の実際のパフォーマンス結果を反映するものではなく、投資アドバイスとして依拠すべきものではありません。また、掲載されている証券への投資が過去または将来において利益を生むものであると想定することはできません。一部の情報は、当社が信頼できると判断した第三者の情報源から入手したものです。その正確性や完全性を保証するものではありません。

ESGスコアの適用：実際の事例

ESGの統合はポートフォリオを構築する際に重要なインプットとなる可能性を秘めています。同じような信用格付けの地方債の発行体でも、ESGプロフィールは異なる場合があります。ESGファクターを追跡・分析する能力があれば、発行体の経営の質、持続可能性、社会的影響についてより多くの情報を得ることができます。

図4は、2つの州住宅局の信用力とESG指標を比較したものです。両者は比較的類似した信用指標と格付けを有していますが、ESGプロフィールは大きく異なります。マサチューセッツ州は、公共住宅のニーズが高く、公共交通機関へのアクセスが良いため、持続可能な都市（SDG11）の基本目標により合致しています。

価値観と投資の一致を志す投資家様にとって、ESGファクターの統合とヌビーンの地方債ファンダメンタルズに関する深い専門知識と組み合わせることは、地方債発行体进行评估するもう一つのツールを持ったことを意味します。図4のESG考慮事項のセクションで示された分析によると、この場合、ESGリーダーは意図する成果（例：生活の質の向上）を他の発行体よりもよりポジティブな形で提供することができます。



ESGに着目した投資への需要が高まる中、テーマ性の強い銘柄にとどまらず、ESGファクターやその成果に基づいて発行体を見極めることが求められています。

- デビッド・ブレア
ポートフォリオ・マネージャー

図表4：類似の信用プロフィールを備えた発行体におけるESGリーダーの識別

例：ESG地方自治体スコア

マサチューセッツ州住宅金融公社

信用格付け (Moody's/S&P/Fitch)	Aa1/AA+/NR
債務に対するプログラムの資産比率 (PADR)	1.22倍
プログラム規模	9億7,700万ドル
変動金利 (総債務に占める割合)	4.0%
ローン・プールに含まれる不動産担保証券の総割合	60.2%
延滞率 (60日以上または抵当差し押さえ)	5.3%

現地住宅価格の適正度：	公営住宅へのニーズが他の自治体の80%超
賃借人の人数：	他の自治体の80%超 (公営住宅からの恩恵が多め)
公共交通機関へのアクセス：	他の自治体の80%超

ミネソタ州住宅金融公社

信用格付け (Moody's/S&P/Fitch)	Aa1/AA+/NR
債務に対するプログラムの資産比率 (PADR)	1.11倍
プログラム規模	21億ドル
変動金利 (総債務に占める割合)	16.6%
ローン・プールに含まれる不動産担保証券の総割合	89.4%
延滞率 (60日以上または抵当差し押さえ)	6.7%

現地住宅価格の適正度：	公営住宅へのニーズが他の自治体の80%未満
賃借人の人数：	他の自治体の80%未満 (公営住宅からの恩恵が少なめ)
公共交通機関へのアクセス：	他の自治体の60%超

ESGの状況

ESGリーダー

ESGの状況

ESGラガード (出遅れ)

出所：EMMA、マサチューセッツ州住宅金融公社（一戸建て住宅プログラム）-公式声明文 2022年5月25日。ミネソタ州住宅金融公社（住宅プログラム）-公式声明文 2022年7月7日。データはすべて2020年6月30日時点に基づく。過去の実績は、将来の結果を予測、保証するものではありません。この例は、ヌビーンが説明のために作成したものであり、現在または過去に運用した商品の実際のパフォーマンス結果を反映するものではなく、投資アドバイスとして依拠すべきものではありません。また、掲載されている証券への投資が過去または将来において利益を生むものであると想定することはできません。一部の情報は、当社が信頼できると判断した第三者の情報源から入手したものです。その正確性や完全性を保証するものではありません。

投資と価値観の一致を支援する ESGファクター

地方債は、非課税所得を生み出し、ポートフォリオの分散性を高めることでよく知られていますが、投資家様が投資を通じて社会に積極的に貢献する方法を提供することもできます。ESGの視点を加えることは、地方債の発行体による健全な環境、社会、ガバナンスの実践を分析することであり、その結果、地域住民にポジティブな成果をもたらすことも可能です。

当社は、地方債の発行体レベルでのESGパフォーマンスを評価することにより、市場をリードするヌビーン
の責任投資と地方債の投資力を結び付けます。ESG分析を採用することで、ポートフォリオ運用対して新たな視点を提供し、投資と価値観の一致を目指す投資家様を支援します。



当社独自の地方債ESGスコアリング方式は、
地方債の発行体の環境・社会的成果を評価する
のに役立つ強力なツールです。

- サラ・ウィルソン
ESG統合部門責任者

詳細については、[Nuveen.com](https://www.nuveen.com)をご覧ください。

巻末注

出所

- 1 2022年8月、地方債市場におけるESGの実践に関するMSRBの情報提供要請に対する回答の概要。
- 2 スピーン、パフォーマンス/クレジットスコープ、2022年6月30日。
- 3 スピーン、パフォーマンス/クレジットスコープ、2022年7月19日。
- 4 国連持続可能な開発、<https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

重要なお知らせ

スピーン・ジャパン株式会社(以下「当社」といいます。))は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む)第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。
<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「スピーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

スピーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3132号

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加入

G-2596004P-E0922W

nuveen

A TIAA Company

Confidential (C)