

Key Findings | CROSS ASSET Investment Strategy

ESG投資と株式資産のプライシング: 注目すべきリサーチ結果

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

本書はプロフェッショナルな顧客、投資サービス提供者、
そしてその他の金融業界のプロフェッショナルのみを対象としたものです。

責任投資とパフォーマンス: 2018年の調査結果

責任投資の状況は急速に進化している。その背景には、ESGを投資プロセスに導入する投資家の増加、政策による投資フレームワークの整備、ESG関連基準の役割を強固にするための規制当局の関与の高まりなどがある。短期間のうちに、ESGは「あったらよいもの」から「なければならぬもの」に変容した。

責任ある金融機関として行動することは、アムンディのコミットメントの中核であり、設立来の重要な柱でもある。このようなコミットメントは当社の責任投資プロセスに反映されており、投資家向けに開発したソリューション全般に織り込まれている。

このように急速に進化する環境において顧客に最大限の利益を提供するためには、ESGの多様な側面を深く理解することが不可欠であると我々は考える。したがって、ESGは当社リサーチ部門における最優先事項であり、2018年、当社は2010～2017年のESG投資が株価に及ぼすインパクトを考察した独自の調査論文を発表した。その内容は次の通りである。

- (i) 2010～2013年、ESG投資はパッシブ運用、アクティブ運用ともにより低いリターンとなる傾向がみられた。
- (ii) 対照的に、2014～2017年にはESG投資は欧州と北米の両方において超過収益の源泉となっており、さらにユーロ圏ではリスクファクターとしてベータ戦略にまで進展している。
- (iii) 北米の環境要素とユーロ圏のガバナンス要素は良好なパフォーマンスに寄与した。

ESG投資が投資状況を急速に変容させている点を踏まえ、当社は前回調査以降の2018年1月～2019年6月の新しいデータに基づいて同様の調査を実施し、前回の結果が概ね続いていることを確認する一方、責任投資の複雑性ならびに多様性の高まりを反映した新たな注目すべきトレンドの出現を確認した。



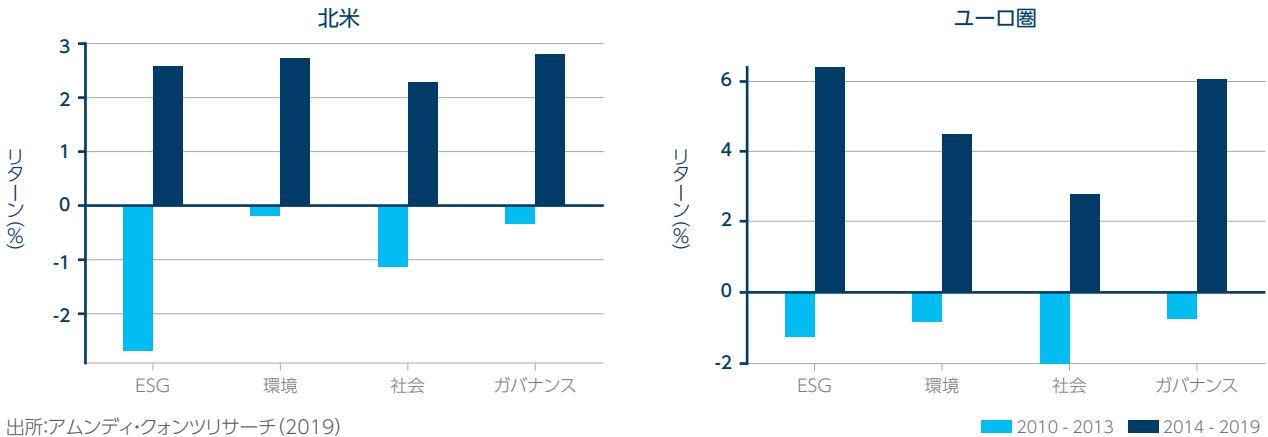
「アムンディは、責任ある資産運用会社として、常にESG投資の動向を把握し、責任投資のリーダーであり続けることを自らの責務と考えています。事実、調査結果はESGを通じた投資は複雑ではあるものの、最終的には利益をもたらすということを示しています」

ヴァンサン・モルティエ グループ副CIO

2014年が転換点

ベスト・イン・クラス銘柄とワースト・イン・クラス銘柄のロング・ショート戦略に目を向けると、2010～2013年の北米とユーロ圏におけるESGおよび各要素のリターンはマイナスだったが、2014～2019年はプラスである。また、アルファ創出は北米よりもユーロ圏で、より顕著である。

図表1:ベスト・イン・クラスとワースト・イン・クラスのロング/ショート・ポートフォリオの年率リターン



出所:アムンディ・ウォンツリサーチ (2019)

この変化をどう解釈すべきか。我々は機関投資家が大量してESGに向かう大きな流れを確認しており、これが需給メカニズムにインパクトを与え、その結果、株価に大きな影響を及ぼしたものと考えられる。欧州の投資家の方が、米国の投資家よりもESGに対する関心が高いが、欧州の一部大手機関投資家は北米にも多額の投資をしているため、このような需要の高まりから、北米株式も恩恵を受けている。

近年のESG投資:北米とユーロ圏の乖離

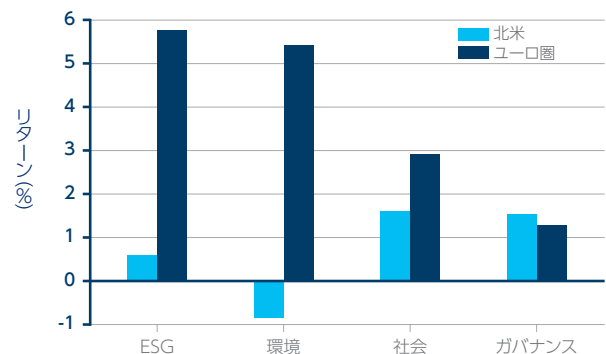
2018～2019年の動向は、前回に調査した2014～2017年の流れを引き継いでおり、大きな変化はないように見える。実際、前回の分析に2018～2019年の結果を統合しても、北米で環境要素のパフォーマンスがマイナスとなった以外は、両地域のリターンはプラスを維持している。ただし、北米とユーロ圏のギャップは拡大している。

機関投資家の動きは継続しており、特に欧州では大きなものとなっているが、それだけでは恒常的なパフォーマンスの上昇にはつながらない。

間違いなく、サステナブル投資は投資と政策立案がせめぎ合うポイントとなっている。投資家は自身の見通しに基づいて行動し、それによって証券の需給関係に影響を及ぼす。一方、政府はESG関連分野に規制をはめることで財務的な成果を上げようとする。したがって、米国のパリ協定からの離脱は環境要素に伴う資産価格に影響を及ぼしたものと考えている。

さらに、米国の機関投資家の動きはいまだに鈍い。北米とユーロ圏は2014年の分岐点を境に恩恵を受けているものの、最近の動向を見ると、両地域においてサステナブル投資における両者の分断は拡大していると推測される。

図表2:ベスト・イン・クラスとワースト・イン・クラスのロング/ショート・ポートフォリオの年率リターン(2018-2019)



出所:アムンディ・ウォンツリサーチ (2019)

注目の的は社会要素

2010～2017年、社会要素の導入は環境、ガバナンスの両要素に比べて後れをとっていたが、2018年以降はパフォーマンスを押し上げる柱となっている。たとえば、上位20%の銘柄をロング、下位20%の銘柄をショートとしたポートフォリオで運用した場合、ユーロ圏では2.9%、北米では1.6%の年間リターンを達成できたこととなる。同様に、トラッキングエラーの水準を50bpsとしてMSCI時価総額加重指数をティルトさせたポートフォリオの超過リターンはユーロ圏と北米で、各々60bpsと40bpsになったと考えられる。社会要素がリターンを押し上げた理由の説明は推測の域を出ないが、社会要素への関心の高まりとESGの最新のフロンティアを探索するサステナブル投資家の動きが背景にあったと思われる。

ESG投資:複雑化への動き

ESGがひとつの定まった道をたどると考えるのは誤りである。実際、ESG投資が成熟し、さまざまな投資家がこれを導入するようになったことで複雑さも増してきている。

第一に、すでに説明したように我々は、地域間でトレンドに違いが出てきていることを確認している。欧州においては投資家も規制当局もESG投資を積極的に推進しているのに対し、北米ではさほど顕著ではない。

第二に、過去5年間では、責任投資において気候変動が最優先事項であったが、複数の新たなテーマが急浮上してきており、そのひとつが社会要素である。このように、ある特定のESG基準の価格への織り込みを市場が完了すると、その基準のアウトパフォーマンスは終わり、それまで評価されていなかった別の基準がこれに取って代わるというサイクルが出現する。一般的に、過去の結果は将来の結果を保証するものではなく、責任投資も同じである。それゆえ、ESGインテグレーションを通じた価値の上昇を取り込むためには、市場で繰り返されるサイクルをフィードバックし、これから適応する価格発見プロセスを見極めることが重要である。

第三に、ESG投資はネガティブ銘柄の除外にとどまるものではない。今日では、銘柄選定プロセスにESGを包括的に導入することが現実的な手法となっている。特に、ESGランキングとパフォーマンスの改善の関係性に時には不一致が生じ、下位から二番目の銘柄¹が良好なパフォーマンスをあげる場合がある。当社は、このような銘柄における異常なパフォーマンスはフォワードルッキング戦略、つまり、現在すでにスコアが良好な企業よりも、今後改善が見込まれる企業への投資を増やす戦略の出現の表れではないかと推察している。

ESGモメンタム戦略の出現、ならびに、こうしたダイナミックな見方へのシフトは、前向きな動きであろう。なぜなら、ESGインテグレーションの複雑さが増したということは、サステナブル投資家が企業を単純に評価するのではなく、より潜在的な課題への理解を深めようとしていることを示しているからである。



「従来のESGファンダメンタルズは、分野によってはベスト・イン・クラスおよびワースト・イン・クラス手法という形で健在です。しかし、ESG投資家はESGの改善をもたらす付加価値の追求に向けて統合されたダイナミックなアプローチも導入しています。つまり、ESGインテグレーションは時を経るに従い複雑さを増し、多様化しているのです」

ティエリー・ロンカッリ クォンツリサーチ ヘッド

1. 下位から二番目の銘柄: 今回の調査はESGスコアを基に株式を五分位に分類した。最下位のワースト・イン・クラスはESGスコアが下位20% (第5五分位) の銘柄、下位から二番目の銘柄はその一つ上のクラス (第4五分位) に属する。

注目すべき結果

2018年1月～2019年6月を対象に、前回と同様の方法に基づき調査を実施した結果、2014～2017年と比較して新たな興味深いパターンをいくつか発見した。予測可能なものもあったが、明らかに想定外のものもあった。

1 北米とユーロ圏の乖離

北米とユーロ圏でESG投資は8年間にわたり足並みを揃えていたが、2018年以降は相反する傾向が生じている。北米ではあらゆる面でアルファ創出の減少がみられ、環境要素では損失も出している。一方、ユーロ圏では良好な流れが続き、環境・社会要素ともにアウトパフォームしている。確かにガバナンス要素に関しては減速が認められるが、これまで3本の柱の中で最も勢いがあったことを鑑みれば当然といえる。

2 静から動へ

ESGインテグレーションには新たな進展がみられ、いくつかの要素について想定外の発見があった。当社が分類したポートフォリオの下位から二番目の銘柄(ESGスコアが五分位のうち四番目)が思いのほか好パフォーマンスを示し、ESG投資のアプローチが単純ではないことが明らかになった。当社はこの現象を、スコアの高い企業だけでなく改善基調にある企業に投資を行うフォワードルッキング戦略へのシフトの影響と捉えている。すなわちESG投資家はワースト・イン・クラスの除外またはベスト・イン・クラスの選定という方針にとられず、ESGスコアに対するダイナミックな見方を取り入れて、より積極的な戦略を実行していることを意味している。

3 パッシブ戦略:以前ほど安易ではない

市場プライシングにおけるESG要素の導入が進み、前述したようにさらにダイナミックなアプローチが生まれたため、パッシブ運用の面ではわずかに超過リターンの減少がみられた。一方、ESGインテグレーションのためのトラッキングエラー・コストは前回の調査期間と大差なく、ESGポリシーの実行にはある程度バジェットリスクを取る必要性があることを示唆している。

4 社会要素:出遅れていたが浮上

2014～2017年、社会要素は明らかに後れをとっており、結果も出ていなかった。その後状況は一変し、2018～2019年にはアクティブ運用、パッシブ運用ともに非常に力強いパフォーマンスを実現した。これは格差の拡大などの社会問題に対する投資家の意識が高まっているためと考えられる。

5 ファクター面では変化なし

最後に、今回の調査期間における当社のファクター分析に変化はない。ESG投資は北米ではアルファ戦略であるが、ユーロ圏では株式リターンの唯一のファクターとして最も説得力がある。すなわち、北米ではESGに多少の情報価値があるにしても、マルチファクターのフレームワークにおいてそれほど多様性には貢献していない。しかしユーロ圏のすでに十分に分散化されたポートフォリオでは多様性を増すものと思われる。

当資料は、Amundiが「ESG投資と株式資産のプライシング」に関して作成した資料を、アムンディ・ジャパン株式会社が機関投資家の皆さまに情報提供を行う目的で翻訳して作成したものです。当資料は、当資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入あるいは売却を勧誘する目的で作成されたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料に記載のあるAmundiの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また当資料に記載した見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。当資料の作成にあたり、Amundiは情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。弊社は、当資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、当資料を複製またはお客様を含めた第三者に再配布することはできません。

アムンディ・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350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 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会
R2002091

This material is not deemed to be communicated to, or used by, any person, qualified investor or not, from any country or jurisdiction which laws or regulations would prohibit such communication or use. Consideration should be given to whether the risks attached to an investment are suitable for prospective investors who should ensure that they fully understand the contents of this document. A professional advisor should be consulted to determine whether an investment is suitable. The value of, and any income from, an investment can decrease as well as increase. The strategies do not have any guaranteed performance. Further, past performance is not a guarantee or a reliable indicator for current or future performance and returns. The performance data presented herein do not take account of the commissions and costs incurred on the issue and redemption of units if any. This document does not constitute an offer to buy nor a solicitation to sell in any country where it might be considered as unlawful, nor does it constitute public advertising or investment advice.

In the European Union, this document is only for the attention of “Professional” investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on markets in financial instruments (“MIFID”), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a “Qualified Investor” within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA’s Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. Under no circumstances may this material be distributed in the European Union to non “Professional” investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of “qualified investors” as defined in the applicable legislation and regulation.

This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Past performance and simulations shown in this document do not guarantee future results, nor are they reliable indicators of future performance. Amundi accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. Amundi can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi or any of “the Funds”, to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the first page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice. Data as at January 2020.

Document issued by Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée” with a share capital of €1,086,262,605 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Composition: Art6 - Photo credit: Getty Images — Plus - MirageC.