



リスクの高まりが地方債市場での ESG分析の必要性を浮き彫りに

米国地方債はESGファクターの影響が強まっている



環境



社会



ガバナンス

2021年6月

サマリー

- 米国地方債は総じて信用力が高く、ボラティリティが低い上、税金面の優遇措置がその魅力を一段と高めている。
- ESG（環境・社会・ガバナンス）ファクターが同市場のリスク環境の評価において果たす役割がますます重要になっている。
- 地方債の投資判断をする上で、ESGファクターを伝統的なファンダメンタル分析に取り入れることの重要性も高まっている。

米国地方債のリスク環境を評価する上で、気候変動と経済格差拡大の影響を理解することが重要なポイントとなります。

米国では山火事、巨大ハリケーン、海面水位上昇、熱波、干ばつの長期化など地球温暖化の影響が続いており、地方債市場にもその影響が波及すると予想されます。今後は、気候変動への耐性を備えた社会基盤作りに必要なインフラ投資の資金調達のため、州、市などの地方自治体は長期にわたり債券を増発せざるを得なくなりそうです。

例えば、乾燥地帯の多い米西部最大の水源であるコロラド川の水資源としての持続可能性が人口増加や降水パターンの変化により脅かされています。コロラド川の水不足が長引くと、農業、林業、エネルギー、飲料水、観光などの分野に影響が広がり、ひいては同地域の地方債発行体の信用力にも響きそうです。

地方債のリスク環境に変化を及ぼしているもう一つの問題は、社会格差の拡大であり、残念ながらそれはコロナ禍によって増幅されています。米連邦準備理事会（FRB）は3年ごとに消費者金融調査を発表します。最新の調査は、所得の伸びや住宅価格の上昇がどのように家計の改善につながったかを示していますが、こうした伸びが上位10%に集中していることも明らかになりました（図表1）。

クレジット・アナリストにとって気候変動や社会格差などの問題が地方債の発行体にどのような影響を及ぼしているかを理解することがより重要になってきました。気候変動、社会格差はともにESG分析の対象範囲です。ティール・ロウ・プライスではESG分析を投資リサーチプラットフォームに取り入れており、地方債を対象とした特別なフレームワークを策定しています。



Maria Elena Drew
責任投資リサーチ部門
ディレクター

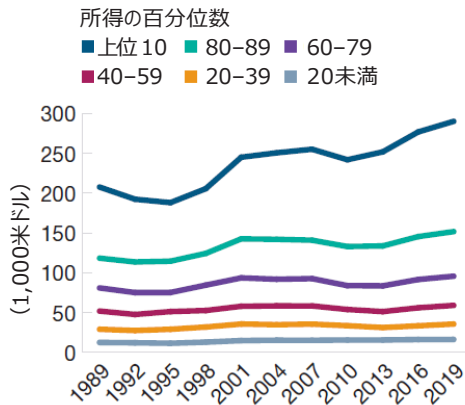


Hugh McGuirk
地方債チーム
責任者

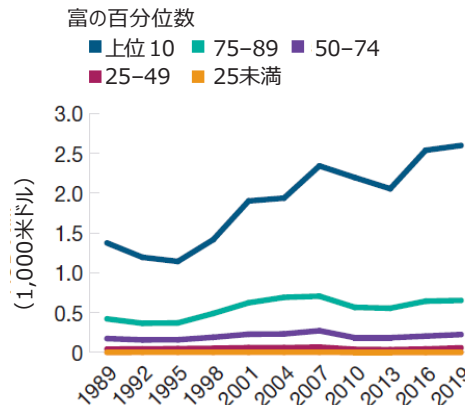
富の増大は上位10%に集中

(図表1) コロナ禍も社会格差の拡大を助長

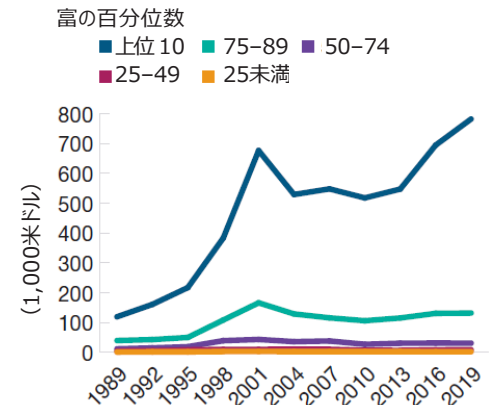
税引前世帯収入



世帯当たり資産



世帯当たり株式保有額



2019年12月31日時点。

数値はすべて米ドルベース。株式保有額には401 (k) を通じた間接保有を含みます。

出所：FRB

“
...地方債市場は
本質的にESGと繋がりが深く、国内の主要プロジェクトに貴重な資金調達の間を提供する

— Hugh McGuirk
地方債チーム責任者

米国地方債の魅力

米国地方債市場は市、州、群など地方自治体が発行する準ソブリン債で構成されます。病院や高等教育機関など非営利組織も地方債の発行体です。米国地方債は (i) 一般財源保証債と (ii) レベニュー債の2つに大きく分けられます。前者は税収の裏付けが、後者は有料道路など特定プロジェクトからの歳入の裏付けがあります。地方債市場は総じて信用力が高く、ボラティリティが低い上、税金面の優遇措置がさらにその魅力を高めます。連邦債投資から得られるインカム収入は連邦税が免除され、州・地方税が免除される債券もあります（注：一部投資家には代替ミニマム税という連邦税が適用される）。増税が予想される米国では免税措置の意味合いは非常に大きく、限界税率の高い米国の投資家には特に魅力的です。

また、地方債市場は本質的にESGと繋がりが深く、国内の主要プロジェクトに貴重な資金調達の間を提供します。州・地方政府債の発行で調達された資金は物理的インフラ（水処理工場、交通網、病院など）の新設や更新、あるいは社会インフラ（教育、医療、再生可能エネルギーなど）の改善に使われ、社会・環境面でしばしばポジティブな結果をもたらします。

持続可能性リスクが高まる

新型コロナで米地方債に強い逆風が吹く中、多くの発行体は連邦政府の助けもあり予想より健闘していますが、危機の影響がすべて明らかになるまでにはしばらく時間がかかるでしょう。例えば、州政府の最前線への支出がかなりの高水準にある一方、都市部からの転居など住宅の嗜好の変化も明らかです。従って、ESGファクター分析を伝統的なクレジット分析に取り入れることは、地方債の全体的な信用力を判断する上で大いに役立つと考えています。

不適切な予算慣行や汚職などのガバナンス要因は税金や他の種類の収入を裏付けとする発行体の資金調達力に影響を及ぼすでしょう。また、当面の資金繰りに囚われず社会基盤強化のための投資をする発行体は相対的に有利な立場となりそうです。なぜなら、包摂的なコミュニティはより安定して調和が取れており、発行体にとって潜在的なリスクが低いからです。一方、州のエネルギー生産の二酸化炭素排出量などの環境基準や、自然災害のリスクが発行体の信用力に大きな影響を及ぼす可能性があります。後者に関しては、カリフォルニア州の山火事や、東海岸を定期的に襲うハリケーンは、資産に大損害を与え、人命や経済活動を著しく損なう恐れがある自然災害のリスクの最たるものです。

...ESGファクターを 伝統的なクレジット分 析に取り入れることは、 地方債の全体的な 信用力を判断する 上で大いに役立つ

— Maria Elena Drew
責任投資部門
リサーチ・ディレクター

規制と開示基準

地方債は適用される規制や開示要件が社債と違うことも重要なポイントです。従って、各発行体に関連した潜在リスクをすべて理解するには地方債市場の中でESG分析に対する個々の事情を勘案した実践的なアプローチが求められます。こうした深い理解は発行体との対話を行い、優れたガバナンスを推進する上でも重要な要素です。

当社のESG投資アプローチ

ESG分析は、ティー・ロウ・プライスの運用リサーチ体制を支える多くの構成要素の一つです。当社は人材やシステムに膨大な資金を投じ、我々の投資に影響を及ぼす可能性があるESGファクターを評価する包括的かつ体系的で先見的なプロセスを開発しました。

投資判断強化のためESGファクターを統合

ESG分析は当社のファンダメンタル運用プロセスに組み入れられており、それはESGファクターが投資判断の一環として戦略に応じて財務、バリュエーション、マクロ経済などの伝統的要素とともに検討されることを意味します。

我々はESGファクターは投資判断の一要素と考えています。ESGファクターのみに基づいて投資判断をすることはなく、より伝統的な分析と切り離して考慮することはありません。

ガバナンス及び社会リスクは地方債市場の大きな部分で、当社アナリストはこれらの要因の分析をリサーチに長年取り入れており、最近では環境リスクを評価する機能を改善しました。また、ESG分析を定型化し、責任投資モデル（RIIM）というティー・ロウ・プライス独自のフレームワークを地方債にも適用しています。地方債発行体に関する定量的なESGデータが整備されていないため、他の資産クラスとは異なるESG分析へのアプローチを採用しています。我々は外部リサーチの情報と、社内のクレジット・アナリストやポートフォリオ・マネジャーによる独自リサーチを活用します。

重要なのは、我々の分析が顧客ポートフォリオの運用成績に重大な影響を及ぼしそうなESGファクターに焦点を当てていることです。下の図には、2段階の統合プロセスを示しています。

米国地方債のための責任投資モデル（RIIM）

（図表2）米国地方債はユニークな性質のため個々の事情を勘案したESG分析に対するアプローチが必要

1 識別と分析

それぞれの地方債アナリストはリサーチ分析を実施し、各発行体に環境、社会、ガバナンスのスコアを付与します。RIIMスコアの付与に当たって、アナリストは外部のデータソースを活用したり独自に直接リサーチを実施します。環境・社会分析は証券毎に地域や資源など取り巻く環境を踏まえたリサーチを行います。



環境



社会



ガバナンス

定量的RIIMスコア*



2 統合

アナリストとポートフォリオ・マネジャーがESGファクターを（運用戦略に適する形で）以下に統合：

- 投資テーマ
- 信用格付け
- エンゲージメント



説明のみが目的です。

*緑（○）はフラグ無/低、黄（□）はフラグ中程度、赤（△）はフラグ高を示す。

アナリストは黄色と赤の印が付いた銘柄について懸念点を精査し、「見解と推奨」の欄にフラグの要因を記載するよう求められます。赤印の銘柄に関してはポートフォリオ・マネジャーにすぐ警告が寄せられます。

図表3は、当社の評価プロセスにESGファクターを取り入れるプロセスと、各発行体に関する正式な見解を含む採点表を示しています。

定型化されたESGフレームワークを分析に適用するメリットの一つは、環境、社会、ガバナンス要因の測定手法を提供することです。これにより、定性ファクターに基づき発行体を比較しやすくなります。

RIIM地方債フレームワークのもう一つのメリットは、環境分析の強化につながり、それぞれの地方債の特定の環境リスクについてより深く総合的な見解を提供できることです。当社の分析では、発行体が洪水、干ばつ、その他の環境リスクにさらされているかどうか判断するため第三者のリサーチ・ツールを使います。リスクが特定されると、クレジット・アナリストはそのリスクの重要性を判定するため経済活動の集中度や潜在的なビジネスの混乱、気候イベントが起きた場合に取られる移行方針や戦略などを検討し、より掘り下げた分析を行うことができます。

結論

地方債の投資家はESGリスクを分析する際、発行体の信用力向上に寄与すると見込まれるプロジェクトの長期の持続可能性や、長期的なコストや廃棄物削減、効率化の可能性を考慮します。調査によると、持続可能な慣行の導入は効率性の改善に繋がり、投資価値を高めリスクを低減させます。従って、ESGファクターを伝統的なファンダメンタル・クレジット分析に統合させることが投資判断プロセスの重要な部分となります。しかし、地方債市場はユニークかつ複雑な性質であるため、ESG分析に対しては個々の事情を勘案した実践的なアプローチが求められます。結局、ESG分析を取り入れることにより発行体の信用力やより広範なリスク・ファクターを理解しやすくなります。

ESGインテグレーションの実例

(図表3) カリフォルニア州



債務者の概要

カリフォルニア州は米国最大の経済規模（3.1兆米ドル）を誇る。主なセクターにはハイテク、貿易、エンターテインメント、製造業、政府、観光、建設、サービスが含まれ、カリフォルニア経済の産業構成は米国経済の縮図と言える。

投資分析

- 一般財源保証債は過去の水準や同種の債券に比べて割安感がある。
- その財政は一般に懸念されるほど深刻な状態ではなく、同州は慎重な予算運営と高い経済成長の恩恵を受けると考えている。
- 同州は高水準の気候リスクの管理に積極的に取り組んでおり、社会動態も魅力的。

ESGファクターの考察

- カリフォルニア州は気候変動の影響を受けやすいが、不動産価値の下落リスクは低い。
- 同州はこの10年超で気候適応戦略を導入。
- 住宅価格の高騰が問題だが、雇用はテクノロジー・セクターに大きく集中しており、労働環境の柔軟性が高まっていることから、従業員は住宅が取得しやすい地域に転居することも可能。
- 州の人口の44%がコロナ禍に直撃された業界で働いているが、キャピタルゲイン税や個人所得税が歳入の多くの部分を占める（上位1%が50%）。

環境		社会		ガバナンス	
気候	対策	人口動態	関与	管理	報告
気候リスク <ul style="list-style-type: none"> ■ 不動産価格の下落リスクは低い。 ■ 山火事が頻繁に発生しているが、この問題に対処するためのプログラムが既に予算面で大きな影響を及ぼしつつある。 ■ 同州は干ばつのリスクも高い。 対策 <ul style="list-style-type: none"> ■ 同州は10年余りにわたり気候適応戦略を採用。 ■ 森林管理措置が現在導入されている。 		人口動態 <p>都市部を中心に住宅取得難やホームレスの問題が懸念される。カリフォルニア州の住宅価格の中央値は全米平均の236%で、過去5年の年平均成長率は10.2%。</p>		優れた財政運営 <ul style="list-style-type: none"> ■ 長年の構造的予算均衡と準備金積み立ての結果、コロナ危機の影響を乗り切れるほど州の財政基盤は強固になった。また、同州は経費削減にも力を入れている。 報告基準 <ul style="list-style-type: none"> ■ カリフォルニアは2019会計年度の包括的年次財政報告書（CAFR）を全米50州の中で最後に発表。 ■ 年金CAFRは州の累積的負担という点で明確性に欠ける。 	

2020年9月15日時点。

本資料は過去のケーススタディとして情報提供のみを目的としており、投資助言もしくは特定の投資行動を取ることを推奨することが目的ではありません。ここに記載された見解は上記の日付時点のもので、必ずしも当社の見解を反映するものではなく、その後に変更された可能性もあります。

出所：ティー・ロウ・プライス

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・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3043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