MFS® Case Study
2025年6月

エマージング債券：ESGリスクと不確実性への対応

執筆者

Pelumi Olawale, CFA,
クライアント・サステナビリティ・ストラテジー
ストラテジスト

Katrina Uzun
インスティテューショナル・ポートフォリオ・マネジャー

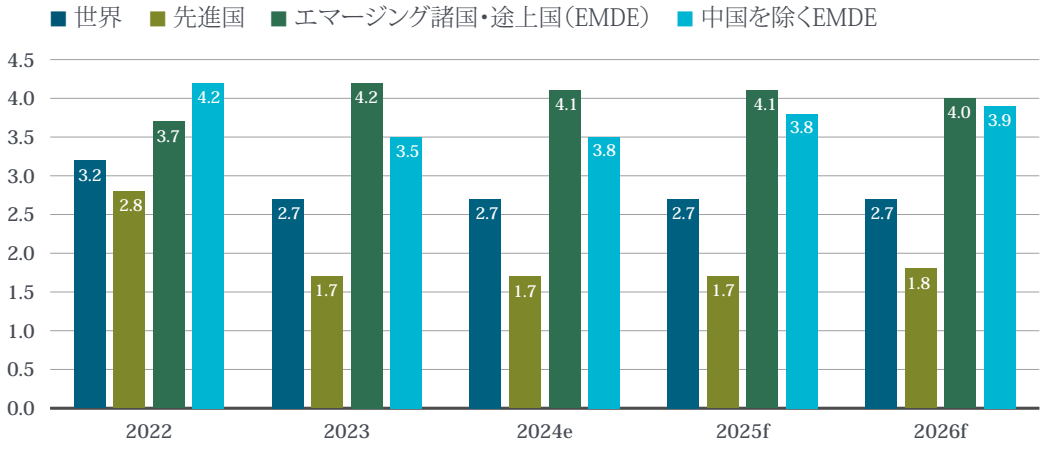
Aimee Kaye
エマージング・マーケット・ソブリン
リサーチ・アナリスト

概要

- エマージング諸国は、気候変動、社会的課題やガバナンスに関連する問題の影響を受けやすいため、これらの国の発行体を評価する際には、重要なESG要因を理解する必要があります。
- エネルギー転換においても、エマージング諸国特有のダイナミクスがあり、また、リスクもあります。投資判断を行う際には、これらを考慮することが肝要です。
- MFSでは、独自のEM ESGダッシュボードなどのツールを用いて、エマージング諸国におけるリスクをモデル化します。また、長期的なアクティブ・アプローチの一環として、発行体とのエンゲージメントを行い、ESG要因が発行体に与える影響を深く理解するよう努めています。

分散投資のメリットや魅力的なリターンへの期待など、エマージング諸国への戦略的な資産配分を検討する理由は様々であると考えます。世界銀行の短期予測によれば、中国を除くエマージング諸国・途上国（EMDE）における2025年と2026年の国内総生産（GDP）成長率（平均）はそれぞれ4.1%と4.0%であるのに対し、先進国は1.7%と1.8%となっています[1]。

図表1：実質GDP成長率 ― 短期予測



出所：世界銀行

注：e＝推定値、f＝予測値。世界銀行の予測値は新しい情報に基づいて頻繁に更新されます。したがって、ここで示される予測値は、各国の見通しに関する基本的な評価が特定の時点で異ならない場合でも、他の世界銀行の文書に含まれるデータとは異なる可能性があります。トルクメニスタンおよびベネズエラ・ボリバル共和国については、現在十分な質の信頼できるデータが不足しているため、世界銀行は両国の経済生産、所得、経済成長データを公表していません。トルクメニスタンおよびベネズエラ・ボリバル共和国は、国家間のマクロ経済集計から除外されています。1.主要な総経済成長率は、2010年から2019年の平均GDPおよび為替レートに基づくGDP加重平均を用いて算出されています。2.GDP成長率は会計年度（FY）ベースです。これらの国を含む集計値は、暦年ベースで集計されたデータを用いて算出されています。インドおよびイラン・イスラム共和国については、2022年は2022/23会計年度を示しています。バングラデシュ、エジプト、およびパキスタンについては、2022年は2021/22会計年度を示します。パキスタンの経済成長率は要素費用表示に基づいて算出されています。3.世界の経済成長率は2010年から2019年の平均購買力平価（PPP）ウェイトを用いて算出されており、これは世界のGDPにおけるエマージング諸国および途上国（EMDEs）の占める割合が為替レートで算出するよりも大きくなります。4.世界の商品および非要素サービスの貿易量。5.指数は名目米ドル建て（2010年＝100）で表示されています。石油はブレント原油を指します。指数のウェイトおよび構成については、https://worldbank.org/commodities を参照してください。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

エマージング債券：ESGリスクと不確実性への対応

MFSの調査では、物理的な気候リスク、天然資源管理、社会的安定性、教育の質、所得格差、法の支配、労働者の権利、国民の発言力と説明責任などは、エマージング諸国の発行体の信用力を示す指標となりえます。こうした要因が発行体に及ぼす影響を理解することは、デフォルトの可能性やクレジット・スプレッドの変動予想を見極める上で非常に重要です。しかし、これらのリスクの評価には、個々の要因の重要度が鍵となります。

本稿では、MFSがエマージング債券への投資において気候変動などの重要なESG要因をどのように考慮しているか、また、エマージング諸国におけるエネルギー転換に関連する問題について取り上げます。

MFSのアプローチ

1. ESGダッシュボードを用い、重要なリスク要因を評価・モデル化

MFSでは、様々な指標を基にした独自のESGダッシュボードを開発しました。アナリストやポートフォリオ・マネジャーは、投資の意思決定プロセスでこのダッシュボードを活用しています。ダッシュボードでは、各国の発展度合いに応じた発行体のESGパフォーマンスを、一貫性があり標準化された形で確認・比較することができ、財務報告書に記載されているようなデータ以外の様々な重要なリスクや投資機会を理解するのに役立ちます。ダッシュボードを利用する際は、通常、以下の2点に着目します。

a. 相対比較：国の場合は各国の発展度合いに鑑みた上でESG指標を比較。企業の場合は同業他社比での各発行体のESG指標を比較

b. 将来の見通し：ESG指標の今後を予測（改善するか悪化するか）

ダッシュボードで利用するESGデータは、信頼性の高い様々なデータソースから取得しています。データソースの選択に当たっては、エマージング諸国全体を幅広くカバーしていること、データの仕組み、長期的な実績があるかなどを考慮します。

伝統的なESGデータは、ESGの各要因に対して画一的な基準（例えば、ESGの各要因を3分の1ずつウェイト付けして格付けを算出するなど）を用いる傾向にあります。一方、MFSのESGダッシュボードは、定量的なバックテストに基づき、長期的な相関から導き出した影響度および関連性をESGの各要因の分析において考慮します。マテリアリティ（重要性）は日々変化するものであり、様々な回帰分析を継続的に実施することで、マテリアリティの度合いが変化しているかどうかを判断します。こうした変化を考慮しESG要因の比重を見直します。

エマージング諸国への投資においてガバナンスが最も重要であることは広く認識されていますが、教育や健康などの社会的要因も重要です。また、環境要因の重要性も徐々に高まっています。現在、ESGダッシュボードではESGの各要因の基本ウェイトを15%、35%、50%としていますが、MFSのアナリストは発行体ごとの各要因の重要性を適切に反映させるためにウェイトを適宜調整することができます。

エマージング債券：ESGリスクと不確実性への対応

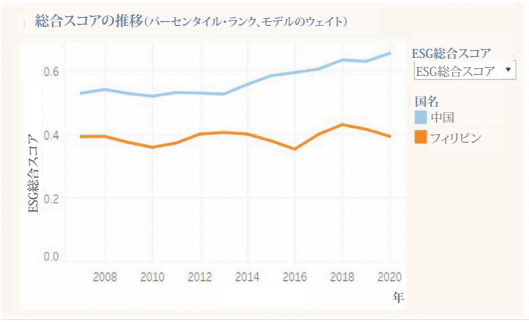
MFSのアナリストとポートフォリオ・マネジャーは、財務報告書以外の様々な重要なリスクや投資機会の理解を深めるためにESGダッシュボードを利用しています。ESGデータは、エマージング諸国全体をカバーするとともに、広範かつ十分に意味のある評価の高いデータソースから取得しています。

図表2：MFSソブリンEM ESGダッシュボード

ESGダッシュボードでは、非伝統的なマクロ経済データについて、様々な時間軸で確認したり、地域という観点から比較することができます。

カテゴリー	要因	中国	フィリピン
環境	環境パフォーマンス指数	29%	32%
	気候変動に対する脆弱性	62%	21%
社会	ビジネス・ダイナミズム	86%	82%
	ジェンダー不平等指数	85%	29%
	ジニ係数(所得格差)	61%	52%
	ICT普及率	93%	38%
	イノベーション資本	96%	54%
	LPI* ー 教育	79%	42%
	LPI* ー 健康	96%	29%
	LPI* ー 労働エンゲージメント	71%	62%
	LPI* ー 労働の柔軟性	41%	75%
ガバナンス	汚職の抑制	51%	31%
	政府の有効性	83%	57%
	政治的安定と暴力の不在	47%	15%
	規制の質	32%	55%
	法の支配	47%	31%
	国民の発言力と説明責任	3%	49%
発展の水準	1人当たりGDP(米ドル)	65%	16%

		中国	フィリピン
国のスコア	環境	47%	26%
	社会	90%	48%
	ガバナンス	49%	42%
	ESG総合	63%	41%



- マテリアリティ(重要性)の最適化
- 国別比較
- 時系列でのモニタリング

悪い 良い
0.000 1.000

*LPI＝レガタム繁栄指数
上記のサンプルは例示のみを目的としています。

ESGダッシュボードは重要なESGリスクの将来的な評価を示すものではありませんが、将来的なトレンドやファンダメンタルズの変化を示すことにより、ESGリスクの潜在的な変化について十分な情報を提供するツールとして活用されています。

2. エンゲージメントと説明責任

発行体の評価に当たっては、短期的なリスクだけでなく長期的なリスクも考慮した総合的なアプローチが必要です。また、債券保有者として発行体とオープンなコミュニケーションを取ることも極めて重要であると考えます。多くの投資家がESG課題に関心を寄せるなか、MFSは長期的視点を持つ資産運用会社として、政府高官や企業幹部などにESG課題について十分な検討の必要性を認識するよう働きかけることで、ガバナンスや事業慣行にポジティブな影響を与えられると考えます。MFSのエマージング債券運用に携わるポートフォリオ・マネジャーやクレジット・アナリストは、政府高官、企業幹部、野党政治家、エコノミスト、学者、ジャーナリストおよびコンサルタントと年間を通じて多くのミーティングを行っています。これらのミーティングは、発行体の理解を深めることを目的としたものだけでなく、発行体への影響の大きいトピックについて深く議論するためのエンゲージメントも含まれます。

チリおよびウルグアイとエンゲージメントを行った際、MFSは両国のファンダメンタルズが堅固であること、野心的な持続可能な開発目標を掲げていること、加えてマクロ政策の枠組み強化を目的とした国内改革が進展していることに注目しました。両国のソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンド（SSLB）およびサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）を買い入れる際に、エンゲージメントを通じて得た情報を活用しました。これらの債券は、2030年までに温室効果ガス排出量削減目標を達成することや2031年までの取締役会の

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

ジェンダー多様性向上といった主要指標の目標達成度に応じてクーポンを段階的に変更する条項が盛り込まれています 。両国は、SSLBやSLBのパイオニア的存在ともいえます。

MFSは継続的なリスク評価プロセスの一環として、ポートフォリオレベルで定期的にサステナビリティ・リスク・レビューを実施しています。このレビューによって、ポートフォリオの重要なESGリスクを独自に評価し、ESGリスクに対する理解を深めています。

なお、発行体とエンゲージメントを行う際は現地の規範を尊重し、画一的なアプローチを採らないように注意を払っています。

エマージング諸国の変化への対応

エマージング諸国は、経済成長、安価なエネルギーへのアクセスおよび貧困問題解消という問題にバランスよく対処する必要がある一方、炭素集約度の上昇も回避しなければなりません。「公正なエネルギー移行パートナーシップ（JETP）」は、石炭に依存するエマージング諸国が、脱石炭のために自ら定めた目標達成に向けて資金調達することを目的とした新たなファイナンス・メカニズムです[2]。さて、エマージング債券の投資家にとって、エネルギー転換はいかなる意味を持つのでしょうか？また、投資家はエネルギー転換による経済への影響をどう捉えるべきなのでしょうか？

1. エネルギー転換関連コストと債務返済能力：エネルギー転換には、再生可能エネルギーとエネルギー効率の良いインフラへの膨大な投資が必要です。こうしたプロジェクトのための借入増加については、発行体のバランスシートと信用力の観点から慎重に分析しなければなりません。各国の長期的な金融・財政政策との整合性を欠くような外貨建ての借入は、様々な問題を引き起こす可能性があります。

2. エネルギー転換および座礁資産リスク：エネルギー転換の進展に伴い、化石燃料プロジェクトは脆弱性が増していきます。国際エネルギー機関（IEA）は発電における座礁資産が2035年までに約1,200億米ドルに達すると予想しています[3]。現在のエネルギー転換パートナーシップ計画は、主に期間が15年から30年程度の天然ガス・プロジェクトを対象としたものであり[4]、主に北半球の先進国で見られる再生可能エネルギーコストが足元のペースで低下し続けた場合、こうした計画に長期的にどのような影響が及ぶかを投資家は評価する必要があります。既存および予定されている化石燃料に関する投資の影響も含め、国家のエネルギー転換計画の意味合いを適切に理解することが極めて重要です。

3. 社会的影響と公正なエネルギー転換：国連気候変動枠組条約（UNFCCC）は、エネルギー転換が農業、製造業、輸送業などの重要セクターにおいて、世界全体で14億7,000万人の雇用に悪影響を及ぼす可能性があると推定しています。しかし、エネルギー転換はチャンスでもあります。国際労働機関（ILO）によると、気候変動対策が適切に実施されれば、通常の場合と比較すると2030年までに26兆米ドルに上る直接的な経済利益が得られ、正味2,400万人の雇用創出が見込まれるなど、膨大な経済的利益をもたらす可能性があります[5]。なお、投資家はエネルギー転換の追い風を受けるセクターへの資金提供から利益を得られる可能性がありますが、現地の雇用に意図せぬ悪影響を及ぼす可能性を考慮する必要があります。

4. 気候変動に対するレジリエンスと適応するための政策：気候変動は異常気象、水不足、農業の混乱など、エマージング諸国に深刻な問題をもたらします。こうした状況下、気候変動に対する脆弱性の評価、レジリエンス強化を目指した政策の実施、適応するための戦略の策定、環境に優しい技術への投資が不可欠です。気候変動緩和を目指すプロジェクトの資金を集めるための各国の能力を把握するには、グリーンボンドの発行と資金使途の質をモニタリングする必要があります。

5. 規制や政策の変更：世界各国の政府はカーボン・プライシング、再生可能エネルギーの義務化、環境規制の強化などエネルギー転換を支援するための様々な政策を行っています。こうした政策の多くは実験

的な性格を備えていることから、大きな方向転換が起こる可能性は否定できません。各種政策とその意味合いを理解することは投資機会を評価する上で極めて重要です。

ケーススタディ：モロッコ

ケーススタディとして、モロッコのソブリン債の評価にESG要因をどのように組み込んでいるかをご紹介します。

- モロッコはエネルギー・食品の輸入への依存度が高く、また、干ばつなど気候変動に関連した様々なリスクに直面しています。
- 一方、ヘルスケア、教育、労働参加など重要な構造的問題には適切に対応しており、大幅な改善がみられます。また、モロッコは政治情勢が比較的安定しており、行政機関も健全な運営がなされていることから、今後も様々な課題に適切に対処できるとみられます。
- 上述の情報は、モロッコへの投資を検討する上で重要な要素であると考えます。究極的には、発行体のESG課題への取り組みが奏功し、バリュエーションの改善につながることを期待しています。発行体との緊密なエンゲージメントは、この目的を達成するための重要なアプローチであると考えます。

図表3：モロッコのソブリン債 ― ESG評価

環境

干ばつリスクとエネルギー依存

- 経済活動が天水農業（雨水に依存した農業）に集中しているため、干ばつリスクが異常に大きい
- 干ばつは食品の輸入依存度を上げ、特に貧しい農村部に悪影響を及ぼす
- 石油輸入が対外赤字を押し上げる

政府による緩和策

- 経済の多様化に向けた効果的な政策の遂行
- 再生可能エネルギー生産への多額の投資（太陽光発電に大きな可能性）

社会

健康の増進

貧しい農村部における

- 死亡率の低減、伝染病の撲滅、平均寿命の延長

教育問題

2019年教育法の施行により、以下の課題が解決されることを期待

- 高校中退率の高さ、国際的な学力テストにおける低スコア、限定的なSTEM教育

不均一な労働参加

以下の問題が製造業の健全な発展を妨げている

- 若年層の失業率の高さ、女性の労働参加率低さ（20%未満）

ガバナンス

相対的に安定

- 安定し尊重されている君主制
- 法の支配、政府の有効性および質の高い行政機関といった健全な制度が確立されている

新型コロナへの対応

- 新型コロナ関連の資金を調達し、効率的に配分
- 大きな反発を招くことなく、広範な社会扶助プログラムを適切に実行

モロッコの大規模な構造的問題は、徐々にではあるが改善している

上記は例示のみを目的としており、いかなる性質の推奨または助言としてみなされるものではありません。

結論

エマージング債券への投資で成功するには、様々な観点から複雑で不確実な課題に対する分析を行う必要があります。MFSは、統合的な投資アプローチ、重要なリスク要因のモデル化およびエンゲージメントを活用する手法により、投資機会を十分に活用しながらリスクを効果的に管理しつつ投資機会を捕捉するよう努めてまいります。

エマージング債券：ESGリスクと不確実性への対応

巻末脚注

[1] Global Economic Prospects. June 2023. World Bank. https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/2106db86-a217-4f8f-81f2-7397feb83c1f/content (Accessed: 01 September 2023).

[2] Just Energy Transition Partnerships: An opportunity to leapfrog from coal to clean energy. International Institute for Sustainable Development (iisd.org).

[3] (2016) Energy transition after the Paris Agreement - OECD. Available at: https://www.oecd.org/sd-roundtable/papersandpublications/Energy%20Transition%20after%20the%20Paris%20Agreement.pdf.

[4] The life cycle of oil and Gas Fields (no date) Planète Énergies. Available at: https://www.planete-energies.com/en/media/article/life-cycle-oil-and-gas-fields#:~:text=Oil%20and%20gas%20fields%20generally,the%20 very%20high%20extraction%20costs.

[5] (2019) Discussion paper leaving no one behind planning for a just transition. Available at: https://unglobalcompact.org.au/wp-content/uploads/2019/08/2019.08.27_Just-Transition-Discussion-Paper.pdf.

MFSは、発行体との対話において、投資判断やファンダメンタルズ分析、エンゲージメントに環境、社会、ガバナンス（ESG）要因を組み入れる場合があります。当レポートでの記述や例は、MFSが一部の発行体の分析または発行体との対話において、ESG要因を組み込んだケースを例示したものですが、すべてまたは個別の状況における投資またはESG行動、エンゲージメントにおいて成果をもたらされることを保証するものではありません。MFSは、ESGトピックに関するエンゲージメントを含め、企業とのエンゲージメントを行う際、MFSのお客様の長期的な経済的利益に資する十分な情報に基づいた投資判断を行うことができるよう、企業の長期的な経済的バリュエーションにとって重要となり得る事項について議論し、情報を収集し、適切な透明性を追求することに重点を置いています。MFSは、企業の支配権の変更や影響を与えることを目的としてエンゲージを行うことはありません。エンゲージメントは通常、発行体との継続的なコミュニケーションで構成されます。発行体とのエンゲージメントが必ずしも発行体のESG関連の取り組みに直接変化をもたらすとは限りません。当レポートで示されているような投資やエンゲージメントの成果は、MFSの分析や活動とは無関係である可能性があります。MFSがESG要因を投資判断や投資分析、エンゲージメントにどの程度組み入れるかは、戦略、商品、資産クラスによって異なり、また、時間の経過とともに変化する可能性があり、通常、特定のESG要因の関連性と重要性に関するMFSの見解（投資家を含む第三者の判断や意見とは異なる場合があります）に基づいて決定されます。当レポートで示されている例は、いかなるポートフォリオの運用に用いられるESG要因をも代表するものではありません。MFSによるESG評価やESG要因の組み入れは、第三者（投資先企業やESGデータベンダーを含む）から入手したデータに依拠する場合があります。これらのデータは、不正確、不完全、一貫性がない、最新でない、または推定値である可能性があり、投資先やそのバリューチェーン全体のサステナビリティに関する特性や行動ではなく、特定のESG側面のみを考慮している可能性があるため、投資に関連するESG要因に関するMFSの分析に悪影響を及ぼす可能性があります。当レポートで示されている見解および個別銘柄を含む情報は、投資助言、銘柄推奨あるいはその他MFSのいずれかの運用商品のトレーディング意図を表明するものとして依拠すべきでありません。

当レポートの中の意見は予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

考慮すべき重要なリスク：

債券に投資する場合、発行体、借り手、取引相手もしくはその他の支払義務を負う主体、原資産の信用力の低下、あるいは経済的状況、政治的状況、発行体固有の状況もしくはその他の状況の変化による結果として、またはその影響により、価値が低下することがあります。特定の種類の債券は、これらの要因による影響が大きいことから、ボラティリティが上昇する可能性があります。また、債券には金利リスクが伴います（金利が上昇すると、価格は下落します）。したがって、金利上昇時にはポートフォリオの価値が減少する可能性があります。

エマージング市場は、先進国市場に比べて市場の構造化および深化が進んでおらず、規制上、保管・管理上または運営上の監視制度が十分に発達しておらず、政治的、社会的、地政学的、経済的な不安定性が高い場合があります。

当レポートは機関投資家を対象とした一般的な情報提供のみを目的としたものであり、特定の投資目的、財務状況、特定の個人のニーズを考慮したものではありません。当レポートで示されている証券およびセクターは例示のみを目的としており、投資推奨として依拠すべきではありません。投資にはリスクが伴います。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。当レポートに含まれる情報は、MFSによる明示的な同意なしに複写、複製、再配布することはできません。情報には正確性を期していますが、予告なく変更される場合があります。MFSは、いかなる誤謬または脱落もないことを保証または表明しておらず、また情報が特定の個人が意図する利用に適していることを保証するものではありません。法により免責されない場合を除いては、MFSは不正確性や、当レポートに基づき個人が下した投資判断やその他行動に対して責任を負いません。MFSは当レポートの個人投資家への配布を許可していません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービセズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFS の現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合があるため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312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

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

MFSE_FLY_3624650_6_25
55871.2