



## グリーン・ボンドの下値抵抗力を検証する



2022年10月20日

**エリン・ビグリー**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
チーフ・レスポンシビリティ・オフィサー**ティファニー・ウオン**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
債券運用責任投資ポートフォリオ・マネジメント ディレクター  
米国投資適格クレジット運用 ディレクター**パトリック・オコネル**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
債券運用 責任投資 リサーチ・ディレクター**マーカス・ピーターズ**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
債券運用 シニア・インベストメント・ストラテジスト

グリーン・ボンドは従来型の債券に比べ、下値余地が抑えられるという評価を得ている。だが2022年は市場全体が下落する中で、グリーン・ボンドのディフェンシブなパフォーマンス特性の成果はまちまちだった。それは投資家にとって何を意味するのだろうか？

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、2022年これまでのパフォーマンスに大きなばらつきが見られる

ことについて、グリーン・ボンド投資にアクティブなアプローチを取り入れるべき説得力のある理由になると考えている。現在は極めて多くのグリーン・ボンドが発行されているため、それらを差別化し、それぞれのパフォーマンス特性をより良く理解するには、鋭い知見が必要になる。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年9月9日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

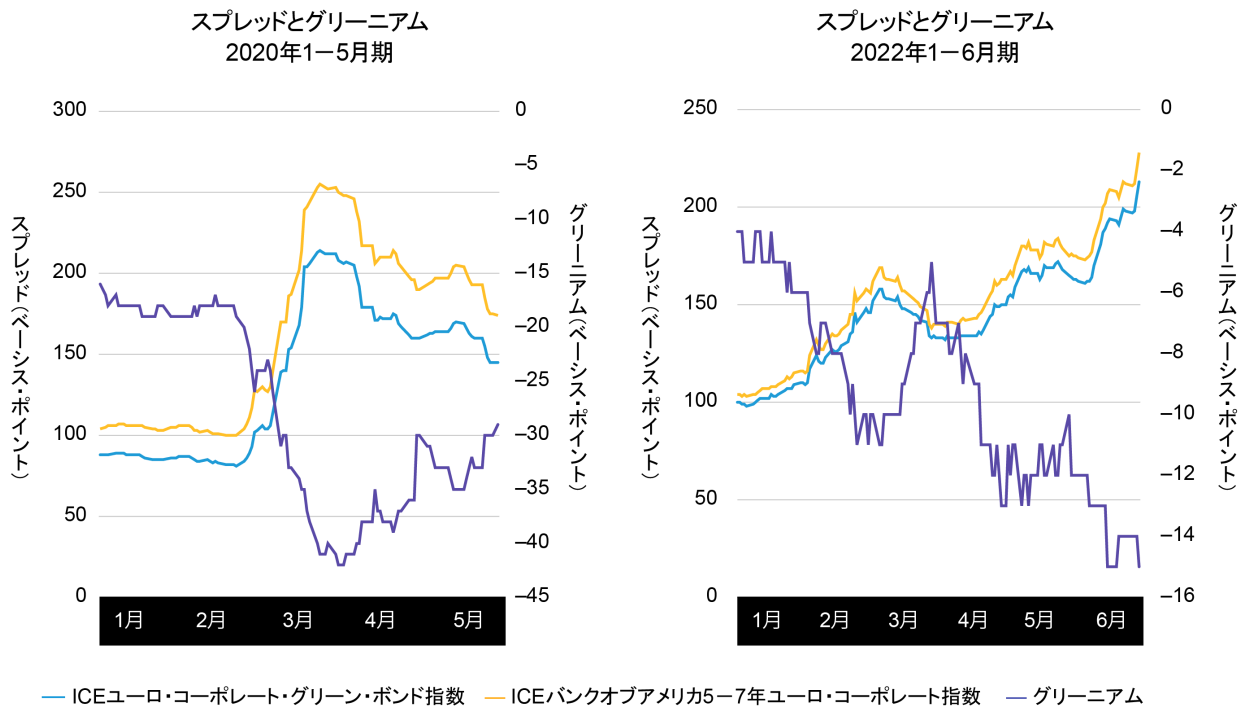
## グリーンニアムとは？

グリーン・ボンドは一般的に従来型債券よりも高く評価されてきたため、価格はやや高く、利回りは低くなる傾向がある。別の言い方をすれば、グリーン・ボンドは通常、従来型債券に対する利回りプレミアムがマイナスとなり、それは「グリーンニアム」と呼ばれる。グリーン・ボンドのグリーンニアムが拡大(利回りプレミアムのマイナス幅が

拡大)すれば、同種の従来型債券をアウトパフォーマンスすることになる。つまり、グリーンニアムの拡大はグリーン・ボンドのパフォーマンスにプラス効果をもたらす。

2020年のリスク・オフ局面ではグリーンニアムが足並みをそろえて拡大したが、2022年はグリーンニアムの動きが小さい(図表1)上にばらつきも大きく、少数ながら全くアウトパフォーマンスしなかったケースも見られた。

【図表1】 グリーン・ボンドには依然として下値余地を抑制する効果がある  
だが、2022年上半期のリスク・オフ局面では2020年上半期に比べ、グリーンニアムの拡大幅が小さかった



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
グリーン・ボンドはICEユーロ・コーポレート・グリーン・ボンド指数、投資適格債はICEバンクオブアメリカ5-10年ユーロ・コーポレート指数。  
グリーンニアムは、投資家が持続可能な影響と引き換えに追加コストの支払いや低利回りを受け入れようとするという考え方にに基づき、そのプラス効果をプライシングしたものです。  
2022年6月30日現在。出所:ブルームバーグ、ICEグリーン・ボンド指数データ、AB

代表的なユーロ建て社債100銘柄の市場データを見ると、2022年は年初来グリーン・ボンドのパフォーマンスに著しいばらつきが生じていることが分かる。全体の80%は上半期にグリーンニアムのマイナス幅が拡大した(従来型債券をアウトパフォーマンスした)が、20%はそうではなく、下落余地を抑える好ましい特性は見られなかった(次ページの図表2)。

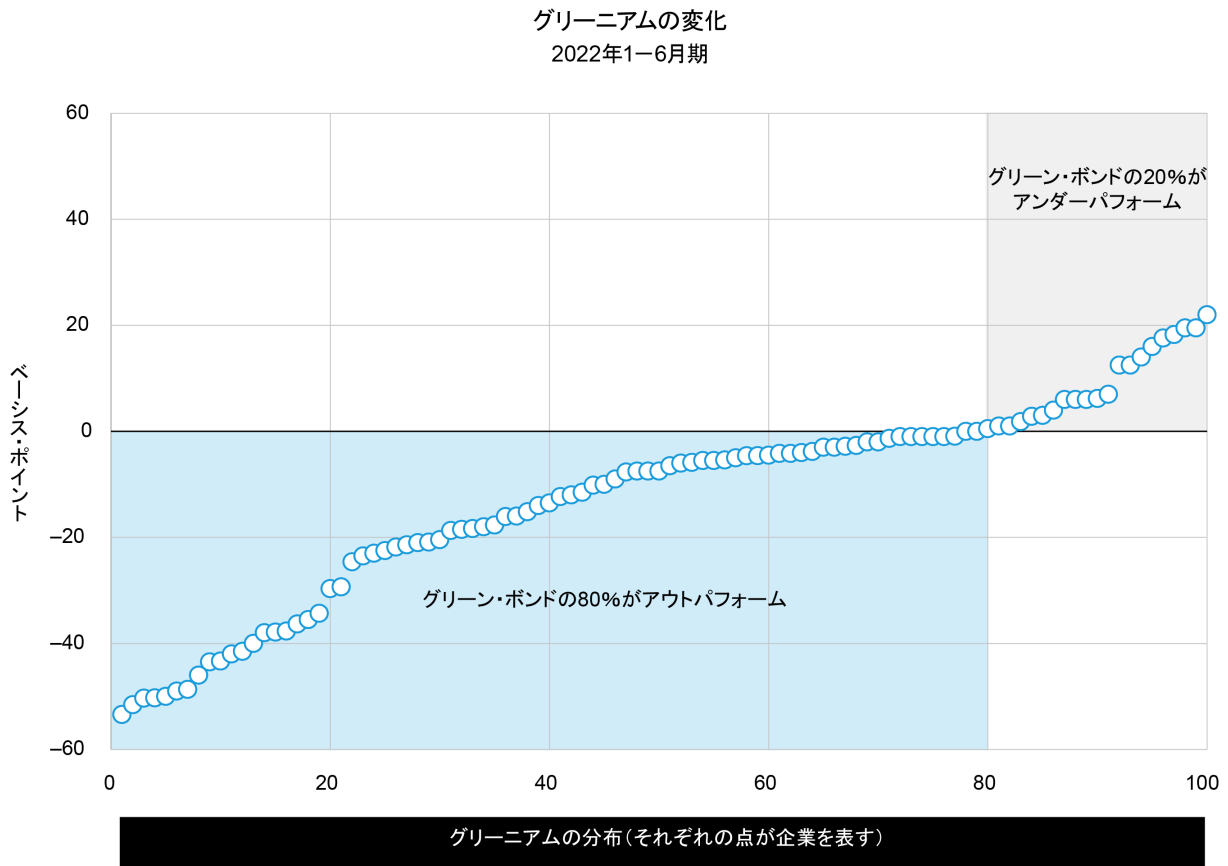
しかも、グリーンニアムが拡大した80%のグリーン・ボンドでも、その変化の度合いは数ベース・ポイント(下値余地を若干抑制)から50ベース・ポイント(下値余地を力強く抑制)まで、大きく異なっている。こうした市場の動きは、グリーン・ボンド投資でアクティブなアプローチを取り入れるべきと考える強力な根拠となる上、すべてのグ

リーン・ボンドを平等に扱うべきではないという見方を裏付けている(実際、ABは最近、グリーン・ボンドや他の環境・社会・ガバナンス(ESG)ラベル付き証券を分析する包括的なフレームワークを構築した(以前の記事『そのESG債券はホンモノか?: ABの評価フレームワーク』ご参照))。

## 債券市場の変化によりパフォーマンスのばらつきがさらに拡大

それは、グリーン・ボンドのディフェンシブな特性が失われつつあることを意味しているのだろうか? 必ずしもそうではない。グリーン・ボンドは依然として従来型債券と

【図表2】 パフォーマンスのばらつきの拡大は、個々のグリーン・ボンドの違いを見極める必要があることを意味する



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 グリーン・ボンドはICEユーロ・コーポレート・グリーン・ボンド指数、投資適格債はICE/バンクオブアメリカ5-10年ユーロ・コーポレート指数。グラフは、グリーンニアムがティックャーに含まれるすべての債券とグリーン・ボンドの平均スプレッドで測定されていると仮定し、上下の極端な数値を除外して作成しています。  
 2022年6月30日現在  
 出所: ブルームバーグ、ICEグリーン・ボンド指数データ、AB

比べてリスクを軽減する好ましい特性を持っているが、投資家は責任投資の人気の高まりから生じる債券市場におけるいくつかの変化を考慮する必要があるとABでは考える。これらはグリーンニアムの多寡に影響を与える見込みだが、グリーン・ボンドのユニバースの拡大や広がりにも寄与している。

**1. 発行の増加:** グリーン投資は主流になりつつある。市場の成熟にともないグリーン・ボンドの発行が著しく増加した結果、一部の銘柄に付いていた希少価値が低下し、需要と供給のバランスが一段と均衡している。

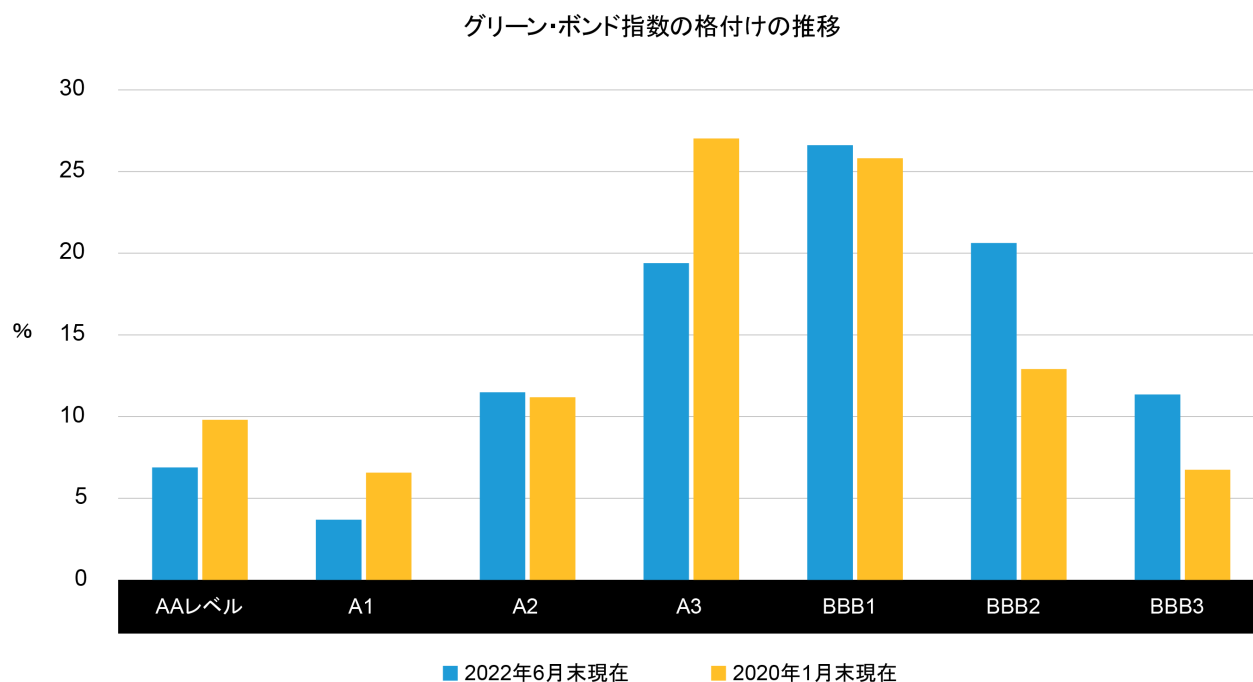
**2. セクターの拡大:** 発行の増加を受け、グリーン・ボンドを発行するセクターも拡大している。それにともない、グリーン・ボンド・ユニバースの構成も徐々に変化しており、景気に敏感なセクターの比重が高まる一方で、公益事業などの安定的なセクターへの偏りは少なくなっている。その結果、2022年上半期は2020年上半期に比べ、成長環境の変化に対する感応度が高くなった可能性がある。

**3. 平均的な格付けの低下:** 発行の増加により、グリーン・ボンド市場はセクターばかりでなく、クオリティの面でも深みや多様性が高まった。その結果、グリーン・ボンドの平均的な格付けが低下し(次ページの図表3)、信用に対する感応度が高くなった。そのことは、2022年のリスク・オフ局面において、グリーン・ボンド全体の耐久性を低下させる一因となった可能性がある。

**4. 投資家層の広がり:** 投資家の需要も変化している。グリーン・ボンドの購入者層は拡大し、もはや機関投資家のような長期的な視野を持つ投資家だけが需要をけん引することはなくなった。より多くの投資家が責任投資を受け入れ、欧州のサステナブルファイナンス開示規則(SFDR)などの規制環境の変化に対応している。

長期的に見れば、投資家は構造がぜい弱なグリーン・ボンドにグリーンニアムを支払おうとはしなくなると思われる。特に、調達資金の使途が適切なグリーン・プロジェクトとあまり関係がない債券や、発行体やその業界がグリーンウォッシングの疑いをかけられやすい場合は、そ

【図表3】 2020年以降、BBB格のグリーン・ボンドが増加



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
グリーン・ボンド指数はICEユーロ・コーポレート・グリーン・ボンド指数  
格付けはブルームバーグの定義に基づきます。  
2022年6月30日現在  
出所：ブルームバーグ、ICEボンド指数、AB

の傾向が強まりそうだ。逆に、優秀な銘柄は、質の高い債券に対して積極的にグリーンiumを支払おうとする買い手を引き寄せる可能性が高い。そうした債券の例としては、EU(欧州連合)タクソミーに完全に合致しているグリーン・ボンドや、発行体がサステナビリティに関して非常に良好な実績を持っている銘柄が挙げられる。

投資家は依然としてディフェンシブな特性を持つグリーン・ボンドを見つけることができるとABでは考える。しかし同時に、グリーン・ボンド市場の広がりや深さが著しく拡大していることも認識している。そのことは、投資家は個々の銘柄の特性を綿密に分析した上で、グリーン・ボンドの構造をより厳格に区別する必要があることを意味している。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。