

グローバル・エクイティ・オブザーバー

金融傾向の変化

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | インターナショナル・エクイティ運用チーム | インベストメント・インサイト | 2020年3月

銀行に対する規制は、経済活動全般における二酸化炭素排出削減を、予想より早く進めるかもしれません。今後、これら規制による変化に適応できる企業は繁栄し、それ以外は衰退するでしょう。現在、マーケットは環境、社会、ガバナンス(ESG)アプローチを十分に株価に反映させてはいませんが、我々は投資プロセスにしっかりと組み込んでおり、今後、益々これらの要素が長期のパフォーマンスを達成していく上では重要な要素になってくると信じています。

世界中の検索トレンドがチェックできるGoogleトレンドによると、2017年以降、ESG投資に対する検索数は10倍以上となっており、その関心の高まりが伺えます。また、欧州ではESG投資が占める割合は従来の2倍、約7%に達しました¹。このように、急速なESGへの関心の高まりは金融市场のみならず、企業のESGに対する振る舞いや、その株価に明確な影を落としています。

欧州委員会は2019年12月に「欧州グリーンディール」を発表しました。委員会は、「民間セクターの資金調達こそがグリーンランジション(発行体が自社のビジネスをよりクリーンな方向、特に環境にやさしい方向に転換するために使われる資金の調達)の要であり、座礁資産(市場環境や社会環境が激変することにより、価値が大きく毀損する資産：化石燃料資産など)ではなくグリーン投資への資金流入を、長期にわたって導く事が求められる」と述べています²。

筆者



WILLIAM LOCK
インターナショナル・
エクイティ運用チーム
運用責任者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



DIRK
HOFFMANN-BECKING
エグゼクティブ・ディレクター

「銀行は全般的な
ESGリスクおよび
気候変動リスクを
リスク管理プロセスに
統合すべきである。」

¹ 出所：バンク・オブ・アメリカ

² 出所：欧州委員会(EC)「The European Green Deal(2019年11月12日)」、https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication_en.pdf

また、「気候および環境リスクは金融システムにおいて適切に管理・統合されるべき」とも述べています。これが意味するのは、欧州連合(EU)の財務健全性監督の枠組みにこのようなリスクが適切に統合されるべきであり、グリーン資産に対する既存の資本要請の是非を見直すべきである、という事です。

ここまで話をシンプルにまとめると、「銀行は全般的なESGリスク、特におよび気候変動リスクを、リスク管理プロセスに統合すべきである」という意味です。一例として、銀行は住宅ローン貸付を行う際の担保評価において、世界的な温暖化に伴う気温上昇(2、3もしくは4度上昇時のシナリオ)を仮定した際の洪水発生リスクを考慮する必要があります。このような物理的リスク以上に評価することが難しいのは、低炭素経済社会への移行に伴うリスク、すなわち、石炭火力発電所やセメントプラント、ガスピープライン等に対する規制強化(もしくは政策変更)に伴うリスク評価です。欧州委員会が2050年までに二酸化炭素排出を実質ゼロにするカーボンニュートラルを目指すために多大な投資が必要となり、その多くは都市ビルからの二酸化炭素排出量を削減する為の投資(断熱材を使った冷暖房の効率化や建築資材の工夫など)³です。EUタクソノミー(気候に中立的な経済の実現につながる経済活動をいかに支援し投資を行うかに関するガイダンスを政府、産業界、投資家に提供することを目的とした、サステナブル活動の分類等のシステム)の直近の試算によると、EUのGDP15%に相当する、年間約2,700億ユーロもしくは今後10年で約2.7兆ユーロのさらなる投資が必要とされています。

「欧州銀行監督局(EBA)は、 気候変動リスクへの脆弱性を測るため、 銀行セクターのストレステストに 気候変動のリスクを含めることを 検討中。」

ヨーロッパの銀行に対しストレステスト等を行う欧州銀行監督局(EBA)は、2020年の後半に、何行かの銀行と共に気候変動に関する分析を始める予定です。いつかは決まって無いものの欧州銀行監督局(EBA)は、銀行セクターのストレステストに気候変動のリスクを含めて気候変動リスク⁴への脆弱性を測ることを検討しており、欧州中央銀行総裁のクリスティーヌ・ラガルドは、早くとも2021年に導入したいと話しています。このストレステストは各銀行の資本要請の評価を欧州中央銀行が行うのと同様に導入される可能性が高いです。

気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク(NGFS)は2018年5月に設立され、欧州に加え、中国人民銀行、日本銀行、イングランド銀行などが参加したことにより、グローバルなネットワークが構築されました。NGFSはその名の通り、気候変動や環境リスクに対する金融監督上の対応を検討し、持続可能な社会の実現を達成する為のグリーンファイナンスを推進するために設立されました。2019年4月に発行された最初の包括的報告書には、気候変動を金融リスクの要因として捉え、共に働きかける必要があることを呼び掛けています。

銀行は貸出先のデフォルトリスクや担保価値、資本比率を算定するにあたって、現実のリスクおよびグリーンローンへの移行リスクを認識するに連れて、ブラウンローン(すなわち、グリーンローン以外)に多額の引当金を割り振らなくてはならないでしょう。少なくともこれら与信に対してはコストを加算する必要がありますし、その与信のリスク限界や全体の資本比率に与える影響を考えれば、貸付先にそもそも与信枠を全く与えないという選択肢もあり得ます。既にいくつかの銀行は石炭鉱業や石炭火力発電に対する融資を全面禁止している例もあります。

欧州委員会は二酸化炭素排出量削減につながる経済活動に関するタクソノミー(分類)の草案を発行しました。いずれは、二酸化炭素排出削減に貢献する企業に対して資本規制を緩める一方、有害な行為には資本規制を強める方針が示されています。その際に銀行は、石炭鉱業などのブラウン経済活動に融資する際には高リスク資産と高い資本規制という二重苦に直面することでしょう。資本移動への直接的介入は1970年代のディリジスマ(国家が資本主義市場経済に対して単なる規制的または非介入主義的役割とは対照的に、強い指示的役割を果たしている経済学説)以上のものを彷彿とさせます。

「企業にとって株式発行による 資金調達以上に与信による 資金調達は重要である。 与信による資金調達が難しい企業は 今すぐ経営方針を変更すべき。」

では、なぜ銀行セクターを未保有または通常著しくアンダーウェイトにしている我々のポートフォリオに関係してくるのでしょうか? ポイントとしては株式発行による資金調達よりも融資による資金調達の方が企業に与える影響が大きいからです。企業は株式発行による

³ 出所：欧州連合(EU)サステナブル・ファイナンスに関するテクニカル専門家グループ「Taxonomy Technical Report (2019年6月)」
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf

⁴ 出所：欧州銀行監督局(EBA)サステナブル・ファイナンスに関するアクションプラン(2019年12月6日)

資金調達は戦略上の優先順位上位にあることは珍しく、また、企業のCEOは、株主の多くがパッシブ運用保有のものであったならば、ESGに注目している株主を無視することさえできます。一方で、与信や債券発行による資金調達になると事情は一変し、これらESG要素を考慮しないことにより、有利な利率で資金調達ができない場合や、はたまた与信を与えられないなどということがある場合は、その経営方針を直ちに見直す必要があります。

このように二酸化炭素排出量の多い業界から引き揚げられた資金は二酸化炭素排出の観点においてポジティブないしはニュートラルな業界に振り分けられ、利益と資本リターンが移り、結果として経済と株価指数に占める割合が変わるでしょう。このような変化についていくには、我々のような、アクティブでESG焦点をあてたアプローチが有効です。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであります。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることもあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けます。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに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ので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

費用について

投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用

投資顧問料率

25億円までの部分に対して	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることができます

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。(当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。)

最低受託金額

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

《ご注意》

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

投資顧問料率

一律 0.825% (税抜 0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率 0.75% (税抜) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

投資信託にかかる費用

信託報酬 年率 0.055% (税抜 年率 0.05%)

内、委託者報酬 (運用報酬) ありません

信託財産留保 (相当) 額 基準価額に 0.20% を乗じた額 (解約時)

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
- 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
- 外貨建資産の保管費用
- 信託事務の処理に要する諸費用
- 受託会社の立替えた立替金の利息
- 投資信託財産に関する租税
- 投資信託財産に係る監査報酬
- 法律顧問に対する報酬
- 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
- 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
- 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (0.75%) と上記投資信託の信託報酬 (0.05%) の合計は、0.80% (年率、税抜) となります。

モルガン・スタンレー・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410号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp