

# 緑の山々は、金山や銀山と 同じくらい価値あるものだ

習近平国家主席

エマージング市場とESG：課題と対応、そして投資機会

---

デビッド・ダウセット  
エマージング市場  
ストラテジック・アドバイザー

## エマージング市場とESG： 課題と対応、そして投資機会

炭素排出を前提とした産業モデルは終わりを迎えようとしています。エマージング国の政府は、ESGが極めて重要な役割を果たす次の時代で先駆けとなる可能性があります。気候変動が実感されるようになり、最も甚大な被害が予想されるのが最も貧しいとされる国々であることから、その課題の重要性と緊急性は日増しに高まっています。ブルーベイのエマージング債チームにおいてストラテジック・アドバイザーを務めるデビッド・ダウセツトは、エマージング市場におけるESG関連投資への注目の高まりに光明を見出しています。

エマージング市場はこれまでのところ、先進国の石炭燃料をベースとした成長モデルを踏襲しています。中国とインドの産業化のペースは、18世紀の英国の10倍の速さであったかもしれませんが、成長に際して資源を過剰に消費し、環境に甚大な被害をもたらしたという点でも同等であったと言えるでしょう。

この成長モデルは、エマージング国における生活水準を改善するという点において、非常に効果的であったと言えるでしょう。途上国における中間所得層の成長は、これまででも、そして私の見方としてはこれからも、グローバル経済の見通しを決定付ける要素となるでしょう。しかしながら、このような成長モデルが、環境面と社会面での大きな困難に直面しているという事実も認識する必要があります。

環境面では、空気中の二酸化炭素レベルが上昇している主な原因は途上国経済ではありませんが、それによる気候変動関連のリスクに最もさらされているのは途上国であると思います。

社会面では、エマージング経済の次なる成長の波を起こすためには、衛生状態が改善し、男女の不均衡が是正されるとともに、人口の変動を慎重に管理する必要があります。

今回のレポートでは、エマージング市場におけるESG関連の話題が魅力的な投資対象になり得る、ということをお示ししたいと思います。

“環境面と社会面において幅広い点で大幅な目標改善が見られない限り、従来型の経済指標の改善は不可能となるでしょう。”

これはエマージング国の政府が陣頭指揮を執って取り組むべき課題です。エマージング国政府のみが、経済改革に必要な大規模な構造的な再編を行うことが出来るからです。幸いなことに、既に多くのエマージング国政府がこのような課題を認識し、正面から向き合い始めています。そしてエマージング国政府はこの分野の先駆者となり、後々、先進国はそこから教訓を得ることが出来るでしょう。

さらに、環境面と社会面の変化は、統治に改善をもたらす最も効果的なきっかけになると考えます。エマージング国において統治に大きな問題を抱える例のほとんどは、天然資源に富んだ国で見られ、資源からの収入が抑圧のための効果的な武器として用いられています。

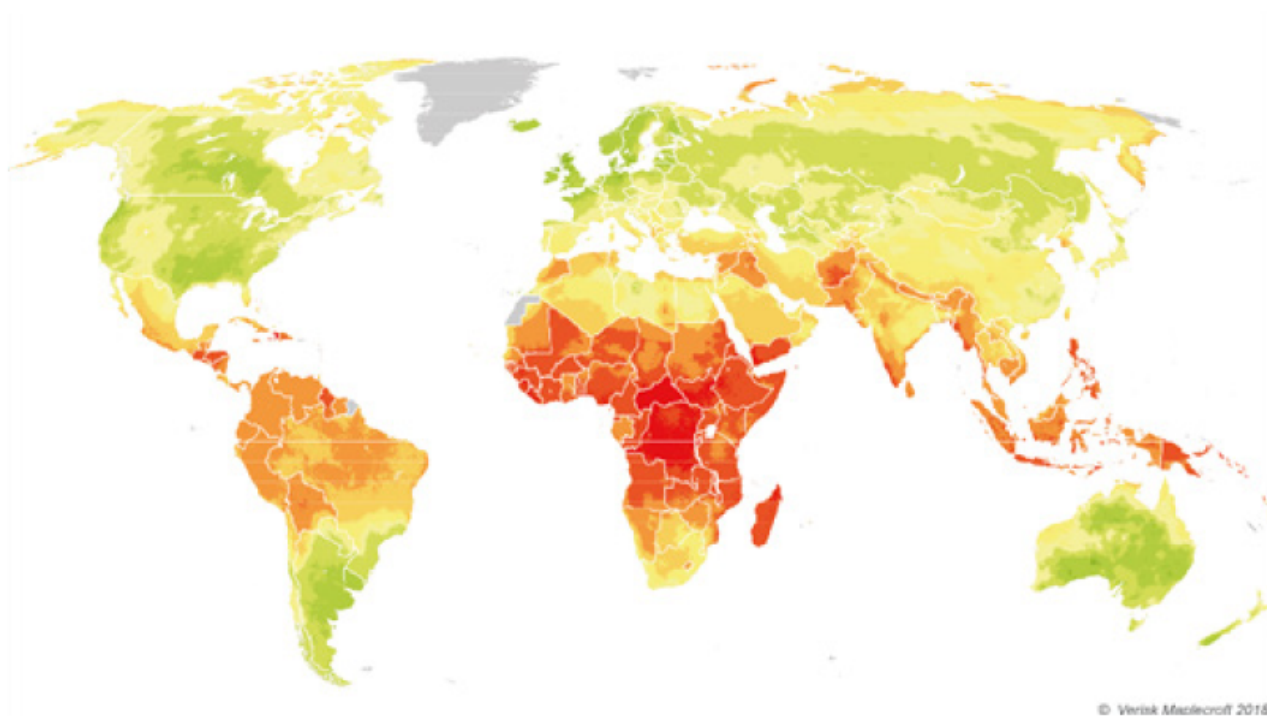


# 環境面での脅威

気候変動は感情的なトピックです。西側諸国では、そのペースと脅威の深刻さについての議論が政治問題に発展しています。ただし、エマージング国が様々な環境面の脅威に直面しているという事実は、そのような争いのレベルを超えていると言えるでしょう。一部は、エマージング国自身の爆発的な成長によってもたらされたものですが、大気圏全体の変化によってもたらされたものもあります。

環境破壊は既に避けられない問題となっており、社会的な共存に対する直接的な脅威となっています。図1では、世界的に見て最も貧しい国々が最も深刻なリスクに直面しているとともに、自身を守るための資源にも乏しい状況にあるということがわかります。

図1：気候変動に対する脆弱性指数



© Verisk Maplecroft 2018

深刻なリスク

高リスク

中リスク

低リスク

Legend

## 最も脆弱な5カ国

Rank	Country	Region	Score	Category
1	中央アフリカ共和国	Africa	0.00	Extreme
2	ハイチ	Americas	0.15	Extreme
3	コンゴ民主共和国	Africa	0.25	Extreme
4	南スーダン	Africa	0.37	Extreme
5	リベリア	Africa	0.41	Extreme

## 最も低リスクの5カ国

Rank	Country	Region	Score	Category
191	デンマーク	Europe	10.00	Low
190	英国	Europe	9.93	Low
189	ウルグアイ	Americas	9.93	Low
188	アイルランド	Europe	9.91	Low
187	アイスランド	Europe	9.85	Low

私はフロリダ州南部を何度か訪問した経験から、海面上昇がマイアミやバリアー島にもたらしている問題について十分に認識していますが、その深刻度合いは、バングラデシュなどの国が直面している困難には到底及ばないでしょう。アイオワ州と同等の面積に、1億8,000万人が生活するバングラデシュは、海面上昇によって、2050年までにその国土の20%を失うと予測されています。

エマージング国が直面する環境面での問題を示す客観的事実は数多く存在し、選択するのも難しい状況です。どのような側面から見ても、問題の深刻さは明らかです。

## 中国



大気の状態をモニターしている中国の300都市で、2015年に世界保健機関（WHO）の大気環境基準を満たした都市はありませんでした。



過去25年間で、28,000の中国の河川が消失しました。



地盤沈下の影響で、北京は1年間に4インチのペースで沈下しています。

## サハラ砂漠以南の南アフリカ



学校に通っていない女性の平均出産回数は6.7回で、学校に通った女性の3.9回を大きく上回ります。



酷使による土壌浸食で、穀物の収穫量は減少するものの、国連の試算によると、足元のトレンドが続いた場合、アフリカの総人口は2015年の12億人から、2100年には45億人に増大します。

## エジプト



人口の75%が25歳以下で、2025年までに水資源を失うかもしれません。

## グローバル



世界の米の生産量の5分の1は、ナイル川、メコン川、ガンジス川の沿岸で栽培されていますが、海面上昇により、これらの全ての川が洪水の深刻なリスクに直面しています。これらの地域では食料確保の観点で深刻な脅威となるほか、影響はグローバルに及ぶとみられます。

## インド



購買力平価（PPP）ベースで見ると、インドは世界第三位の経済国ですが、1億6,000万人の国民は清潔な水へのアクセスがありません。

# 環境面での対応

良いニュースとしては、エマージング国がこれらの課題に対して目を閉じているわけでも、対応を怠っているわけでもないということです。

先進国とは対照的に、課題の緊急性を踏まえ、脅威を疑う声はほとんどありません。

## 中国の重要性

エマージング国における多くの事柄と同様に、環境変化について考慮する上でも中国の重要性は避けて通ることができません。中国にとって、環境面での改善は喫緊の課題となっています。

図2が示す通り、中国経済の当初の発展は、環境的には非常にアンバランスなものでした。2001年に世界貿易機関（WTO）に加盟して以降、中国は石炭消費と化石燃料による発電を飛躍的に拡大させました。その結果、適切な対応を取らなければ、中国の共産党政権を脅かしかねない新たなリスクをもたらしました。国の安全と自らの保全のために、共産党政権は方針転換を余儀なくされたのです。

中国国内では**2013年**の段階で既に、環境悪化が社会不安の要因になりかねないとの認識が広がっていました。ちょうどこの頃、北京の米国大使館では周辺の大気に関するツイートを始めました。

そして**2014年**には、李克強氏が「公害との戦い」を宣言しました。

さらに**2018年**には、習近平国家主席が「生態環境省」を新設し、地方幹部の人事評価を行なう際、GDP成長よりも環境問題への取り組みを重視する姿勢を示しました。

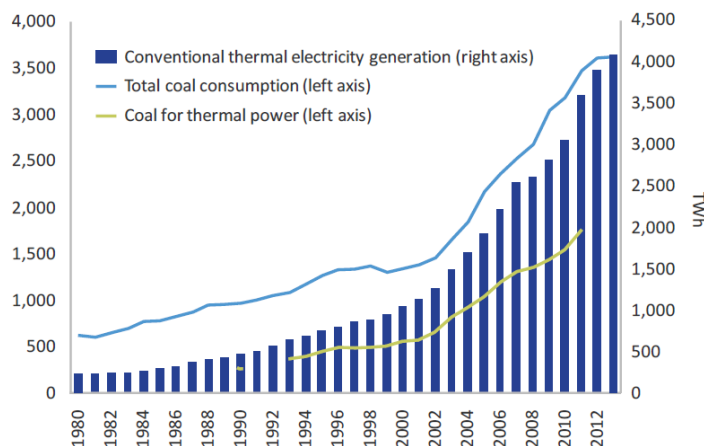
法制度の面では、**2009年**に循環経済を奨励する法案を成立させ、国の発展計画の一部として循環経済というコンセプトを導入する世界初の国となりました。

## 循環経済

簡単に言えば循環経済は、最終製品を含めて製造過程で生じたあらゆるもの（廃棄物も含めて）を次の製造プロセスに用いることで、全ての製造プロセスを相互に結び付けるものです。

GDP成長率を重視している中国が、この分野においてリーダーシップを発揮していることは、ある意味では皮肉であると言えるかもしれません。GDPはいくつものインプット（原料）から一つのアウトプット（製品）に至るものを計測する、いわば典型的な線形の計測手法です。循環経済では、インプットを様々な方法で繰り返し利用する「再生」が重要となります。

図2：中国の「黒い」顔：火力発電の蓄積



出所：Mathews and Tan（2013年）から引用

循環経済のコンセプトに対する中国政府のコミットメントは、2010年に発表された第12次五カ年計画において再度強調されています。

**“資源を守り、環境に優しい社会を構築する重要性は、エネルギーを保全し、温室効果ガスの排出を削減するとともに、グローバルな気候変動問題に積極的に取り組む上で強調されるべきものです。我々は、循環経済と低炭素テクノロジーを発展させる必要があります。”**

上記は、中国共産党の意志を示す力強いガイダンスであると考えています。これとともに、節水や非化石燃料の使用、二酸化炭素や主な汚染物質の削減について明確な目標が設けられました。これらの目標は第三次五カ年計画において再度強調されたほか、目標値の達成状況も検証されました。

## 言葉よりも行動？

これらの目標を冷やかに見ることは簡単でしょう。2018年に雲南省を訪問した際、巨大な廃棄物の山や、工場から河川へと廃棄物が排出される姿など、見たところでは看板倒れと言える状況です。中国での環境対策は、数十年単位のプロジェクトとなるでしょう。

ただし、飛躍的な進展も既に見られます。

- 中国では、既に水力及び再生可能エネルギーによる発電能力の増加が火力及び原子力発電所を上回っています。
- 中国の再生可能エネルギー産業は、フランスとドイツの全電力産業を上回る規模です。
- 世界の6大太陽光モジュール・メーカーのうち、5社が中国企業であり、世界最大の風力発電メーカーや、最大のリチウムイオン・メーカーはいずれも中国企業です。

図3は、エネルギー生産が再生可能エネルギーにどのように移行しているのかを示しています。2022年から2023年までには、再生可能エネルギーがエネルギーの大半を占めるようになることが予想されています。

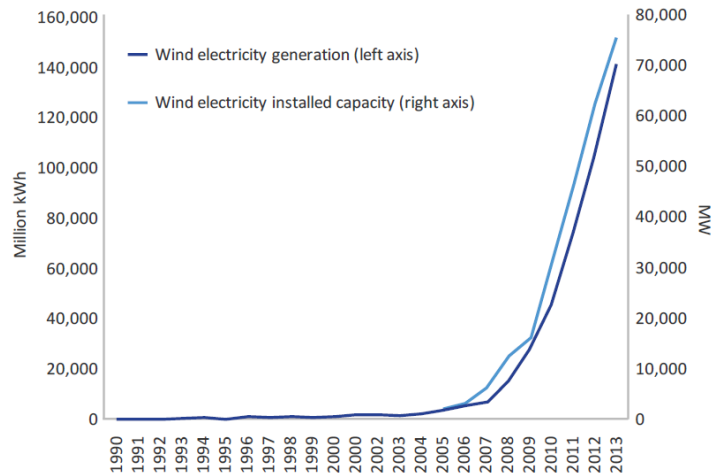
その他のエマージング国では、**韓国**がグリーン成長に向けた第二次5カ年計画の終盤に差し掛かっています。グリーン成長戦略では、GDPの2%に相当する政府支出をグリーン成長プロジェクトに充てるという目標を置いています。インドでは、新・再生エネルギー省を設置し、過去3年間で太陽光発電による発電量は3倍に増えました。

**ブラジル**では、ボルソナロ大統領就任が同国の環境変化に対する取り組みに脅威をもたらす可能性があると考えられています。

しかしながら、アマゾンの森林破壊の問題によって、緑への意識は長年高まっています。

森林破壊のスピードを速める要因となったかどうか、議論の対象はよくなっていますが、エタノール生産によってブラジルは世界で初めての持続可能なバイオ燃料産業を生み出しました。ブラジルで売られている車の大半は、フレックス燃料車が占めている状況です。2018年6月に、ブラジルでは88%の燃料需要が再生可能エネルギーによって賄われました。米国における同比率は14%、英国では27%、ドイツでは31%です。依然として多くの投資を必要としていることは事実であるものの、持続可能な燃料源へのコミットメントは政権が長く続くための鍵となるでしょう。

図3：中国の「緑の」顔：風力発電の蓄積



出所：Mathews and Tan（2013年）から引用



# 社会面での課題

## なぜエマージングに投資をするのか？

その明白な答えとして、途上国への投資は、自国外の市場に投資をする際に上乗せされるリスクを十分に補うだけのリターン獲得余地がある、ということが挙げられるでしょう。

ただしそのためには、「成長の想定」がなければなりません。成長とは一般的に経済成長によって象徴されるものであり、結果として生活水準や予想利益を引き上げるものです。その意味で、あらゆるエマージング投資は、資産クラスの成長の可能性への投資であると言えるでしょう。それは一般的な社会面の指標が改善することを見込んだものです。貧困や社会的排除の水準、雇用や健康面の指標、食料の安全性など、ESGの世界での伝統的な社会指標は、エマージング国にとって常に成長目標となってきました。

過去20年間にエマージング国が成し遂げてきた経済成長にも関わらず、エマージング国には社会面での課題がまだまだ多く存在します。例えば、

- 1日2米ドル以下で生活している人が世界には依然として約10億人おり、その全てがエマージング国に暮らしています。
- 世界銀行やCIAのデータによると、(所得分配の不平等さを測る) ジニ係数が最も高い80カ国は全てエマージング国です。
- アフリカに暮らす人口の27.4%が、食料不足であるとされています。

個別国レベルに掘り下げると、さらに心が痛む事例があります。

- ニジェールでは、15歳から24歳までの女性の75%は読み書きが出来ません。
- ベネズエラ国民の平均体重は、過去3年間で20ポンド(約9kg)減りました。
- 約800万人のイエメン国民が緊急の食料援助を必要としています。

## 社会的成長への望み

エマージング国の政府は、政治的成功を最終的に決定するのは社会的成長であると分かっています。

社会的課題への対処を考える上での意味ある出発点は、社会面と環境面の成長を測る上でのベンチマークとして、国連の持続可能な開発目標 (SDG) を広く採用することでしょう。

図4：国連の「持続可能な開発目標」



# 持続可能な投資

国連が提示する目標は、全てESGの基準に適しています。長期的な投資対象国を検討するにあたり、これらの基準も強力な指針になり得ると考えています。これらの基準と、ブルーベイが実際にソブリンの信用力を評価する際に用いる指標とを比較してみます。

## 国連の持続可能な開発目標

- ・ 貧困をなくそう
- ・ 飢餓をゼロに
- ・ すべての人に健康と福祉を
- ・ 質の高い教育をみんなに
- ・ ジェンダー平等を実現しよう
- ・ 安全な水とトイレを世界中に
- ・ エネルギーをみんなに、そしてクリーンに
- ・ 働きがいも、経済成長も
- ・ 産業と技術革新の基盤をつくろう
- ・ 人や国の不平等をなくそう
- ・ 住み続けられるまちづくりを
- ・ つくる責任、つかう責任
- ・ 気候変動に具体的な対策を
- ・ 海の豊かさを守ろう
- ・ 陸の豊かさを守ろう
- ・ 平和と公正をすべての人に
- ・ パートナースhipで目標を達成しよう

## ブルーベイのソブリン信用評価

- ・ (公的) 債務全体に占める対外債務比率
- ・ 輸入額に対する外貨準備高 (月数)
- ・ GDP比の対外債務
- ・ 実質GDP成長
- ・ GDP比の公的債務
- ・ 経常収支の変化
- ・ 外資必要総額 (GEFR) と短期債務 (STD) に対する外貨準備高
- ・ 輸出額に対する対外債務
- ・ 公的債務の変化
- ・ GDP比の経常収支
- ・ 対外債務の変化
- ・ 米ドルベースの一人当たりGDP
- ・ GDP比の公的債務

出所：国連、ブルーベイ・アセット・マネジメント、2018年

ブルーベイの指標は、ソブリンの外貨建て債務の返済能力を評価することにほぼ注力していますが、エマージング・ソブリンの長期的な見通しについて強い確信を得るための指標として、どちらが有効であると考えますか？

この点において、エマージング投資とはESG投資なのです。これらの変数の進捗をモニターすることが、投資対象を決める上で重要となるのです。これこそが、エマージング国政府が何を行うつもりなのかを示しているのです。



例えば図5は、ナイジェリアが国連の目標の1つに対する進捗状況をモニタリングしている状況を示しています。とりわけ貧困が極めて深刻な問題となっているアフリカ諸国にとって、国連のSDGに沿って進捗状況を確認することが、ESGの成功を測る上でも非常に重要となります。

図5：ナイジェリアのSDGに関する2016年のレポート

目標1：あらゆる形の貧困をなくす	形態	全体に占める割合
貧困ライン以下の人口	地方	51.20%
	都市部	69.00%
	全国	62.60%
あらゆる尺度から判断して貧困状態にあるとされる男性、女性、及び子ども		42.20%
基本的なサービス（改善された衛生施設）へのアクセスを有する家庭で生活を送る人口		60.30%
基本的なサービス（改善された水資源）へのアクセスを有する家庭で生活を送る人口		69.60%
生活必需サービスに占める政府のサービス割合		21.50%
女性や貧困層、社会的困難を抱える集団を支援するセクターに対する政府支出		13.84%

出所：ナイジェリアのSDGレポート、2016年

## 政治体制：果たして西側諸国が一番よくわかっているのか

すべての国が異なる問題を抱えており、それゆえ解決策も異なります。ESGを求めることが難しい国もあります。

ロシアは資源に依存した経済で、認識できるような環境面での戦略はなく、社会的な環境はかなり悪化しています。さらに、エマージング市場において政治体制で問題を抱える典型的な国でもあります。

良い政治体制というのは、西欧的な基準で判断されることが一般的でした。これについては後で触れますが、政治体制の議論への回答はロシアにはありません。すべての国は自国の利益に基づいて行動していますが、ロシアは歪んでいるとしか見えない内政と破壊的な外交政策によって、常に苦しめられるでしょう。

エマージング市場で政治体制が最も脆弱な国は、資源輸出国であると言えるでしょう。伝統的なケースでは、資源からの収入を使って、開放と説明責任を求める声は抑えつけられてきました。その最も悲劇的な例はベネズエラですが、それだけではありません。

興味深いことに、もし先程議論したような環境面と社会面からの活動によって、グローバル経済の成長において資源の役割を低下させることに成功するならば、このことは政治体制が良くなることのきっかけとなり得ます。政治体制が良いということについての議論は完全に一方通行であってははいけません。

### 西欧バイアスと排他性

一般的なソブリン・レベルで考えた場合、政治体制が良いかを判断する現在の標準的な基準はかなり主観的で、西欧の基準にバイアスがあります。エマージング国は西欧基準の法律、体制の安定性、政府組織の強固さなどで評価をされています。私自身は民主主義国家で育ったことを良かったと思っていますが、「**米国と中国を比べた時、どちらのほうが磐石な政府組織を持っているか**」という疑問が沸くのも当然であると思います。

成長を遂げる経済大国が、1945年以降の政治的決着を変えようとしている現状を我々が受け入れる必要があるのと同じように、どういったものが良い政治体制であるかを西欧が独占的に決定するものではないという考えも認めなければならぬでしょう。

特に、今日の西欧の資本主義モデルが、気候変動に取り組む点において政治体制面での困難に直面していると思える現状を受け入れるならば、この考えは妥当なことだと思います。西欧の政治と経済文化は、個人主義と短期的視点によるものなのです。

ビジネス面で見れば、資本主義は短期的な利益の最大化を目指しており、次の四半期業績での目標達成に注力しています。民主主義の世界においては、選挙サイクルは2年～5年になっています。これらは共に、環境面での困難に対処するための構造的な経済変化に必要な、長期的な戦略と短期的な犠牲に堪えるには十分な長さとは言えないでしょう。

## 政治体制面でのスポットライト：中国のアプローチ

中国は環境面で多くの問題を抱え、そもそもの出発点が低いために、全体を重視する国民性もあって、抜本的な変化をもたらそうとしています。確かに、全体の問題として、気候変動以上に大きなものはないでしょう。

米国のアプローチは、中央政府に一貫した戦略がなく、すべての進捗は部分的なもので、ボトムアップによって進められています。米国と比較すると、「北京のコンセンサス方式」というものの核心となるのは、気候変動へのアプローチでしょうか。

パリ協定から米国の離脱後に、フランスのマクロン大統領が即座に「今や中国がリードする」という発言をしたことは、もしかしたら偶然ではないかもしれません。

政治体制が良いかどうかを判断する基準は今後数年間で変化する可能性があり、とりわけ環境問題と社会問題については、そうかもしれません。



## 投資機会

ESGを考慮することは、投資家の姿勢が大きく変わるときかけとなるでしょう。環境面と社会面の発展のための資金には、明らかに需要と供給の両方が見られます。

資金の供給は、内外からあります。例えば、先進国の投資家はESG関連の投資を増やしており、それは倫理面、法制面そしてパフォーマンス面からの理由です。

興味深いことに、ESG関連の投資商品はエマージング国の中でESGへの認識が広まったことでも増えています。ブラジルでは、2001年にBanco Realがエシカル（倫理的な）・ファンドを設定しています。現在、ブラジルでは富裕層の投資家の54%がサステナブル投資をしていますが、米国ではその比率は14%です。

ESGについてブルーベ이에最初に確認してきたのは、中東やアジアの政府系ファンドでした。今となっては、ESGのスコアリングは、運用会社の投資プロセスによく取り入れられるようになってきました。国や企業のESGへの姿勢は市場の価格に影響を及ぼし始めています。

最終的には、企業や国がESG面の数値の改善を目指すことは難しいだけでなく、経済的に非合理的です。ESGによって投資先を選別するという戦略は明らかに増えるでしょうが、当社ではESGによる選別を全てのポートフォリオで、全投資対象において実施することが望ましいと考えています。

投資の可能性がある全ての投資対象にはESGの格付けを当社では付与していますが、これはESGの絶対的な評価です。さらにESGについてのスコアリングも行いますが、これはESGを考慮した上で、市場の価格に対して実際の投資機会があるかどうかを示す相対的なものです。

現段階では、ESGの格付けとスコアに相関はありませんが、ESGを考慮することが標準化していく中で、この二つの評価の相関が高まることは想定できると思います。

前述の通り、思考回路が変わって経済的な動機付けも調整されていくに従い、サステナビリティ（持続可能）という概念は、GDPやフリーキャッシュフローと同等に、投資において考慮すべき重要な要素となる可能性があります。こうしたことから、あらゆる発行体や投資家はESGを考慮するようになるでしょうし、ESGは個別の運用戦略を超越して広がっています。

この投資行動の変化は、最終的に我々の生活や人生を変えることになるかもしれません。ゴミのリサイクルは75%以上になりますが、投資においてサステナブル投資を考えている人の割合は40%に過ぎないそうです。この差はきっと小さくなっていくでしょう。投資行動の変化によって、ベビーブーム世代と比較して、ミレニアル世代の方がESGの問題に関連した積極的な行動が増える予想しています。

## グリーン・ボンド：次世代の債券となるか

新しい資産クラスではあるものの、急速に成長しているのが2014年からスタートしたグリーン・ボンド市場で、2018年末にその市場規模は4,000億米ドルに達したと推定されています。この発行のほとんどは先進国市場ですが、エマージングのソブリン債と社債も、先駆的で創意に富んだ役割を果たしています。

2018年にはポーランドが10億ユーロのソブリン・グリーン・ボンドを発行し、調達資金はグリーン・キャッシュ口座に入金されました。インドネシアは初めてソブリン・グリーン・ボンドのスクーク債を発行しました。香港は、127億米ドルにのぼるソブリン・グリーン・ボンド・プログラムを実施し、ナイジェリアはアフリカの国で初めてグリーン・ボンドを発行する国となりました。

ナイジェリアの発行は面白いもので、教育、再生エネルギー、植林プログラムなどの活性化に割り当てられるというものでした。

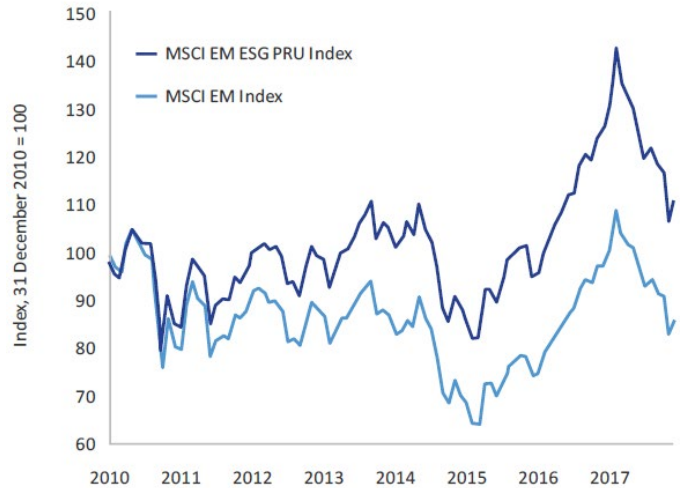
エマージング市場では汚職という残念な結果によって、調達資金や援助資金が国民の生活向上という目的のために使われないことがありました。グリーン・ボンドは、通常の発行よりも狭い目的のために、その資金が使用されることとなります。

もちろん、発行が増えるに従って、懐疑的な見方や分析が投資においては必要となります。グリーン・ボンドが流行すればするほど、コンセプトを悪用する可能性も高まります。最終的な資金用途が不透明であるにもかかわらず、グリーン・ボンドとして発行される例も出てくるでしょう。

しかし、エマージング市場の発行においては、このリスクは既存債券の多くにあります。グリーン・ボンドで得た資金は通常のソブリン債や社債と比較して、特定の目的のために使われる可能性が高いと言えます。特にアフリカでは、社会的な問題への解決策として、グリーン・ボンドが使用される可能性が高いと考えるのは自然でしょう。

気候変動に対応する政府の影響で、中国開発銀行やブラジル国立経済社会開発銀行（BNDES）といった国有銀行もグリーン・ボンドを発行しています。BNDESは2017年に10億米ドルのグリーン・ボンドを発行し、87の風力発電所に資金を提供しました。

## 図6：エマージング MSCI指数（米ドルベース）



出所：Bloomberg、2018年11月19日時点

国有銀行の支援によって、エマージング市場の企業はグリーン・ボンドの発行を模索するでしょう。中国の風力発電機メーカーでタービン製造会社である新疆金風科技（Xinjiang Goldwind）は、2016年にグリーン・ボンドの永久債を発行しました。また、マレーシアでは太陽光発電計画のためのグリーン・ボンドのスクーク債の発行が活発になっています。気候変動に関連した債券市場（純粋なグリーン・ボンド市場の4倍の市場規模）では、27%は人民元建てでの発行となっています。

新しい金融商品における必須条件は、需要と供給、魅力的な潜在リターンでしょう。資金への需要はあり、投資家には投資の義務と動機があり、図6のように一般的なエマージング市場におけるESG投資のリスク・リターンは魅力的となっています。

## 最後に

### エマージング市場におけるESG関連の投資が急増する条件は揃っています

エマージング市場における投資には、常にESGに関連した側面がありました。エマージング市場ができる前は、世界銀行といった資金提供を行う債権者は、インフラ、健康、教育、貧困の救済といった計画を資金の貸し出しの条件としてきました。そうした行動への必要性和緊急性は、気候変動への認識が広まり、最も貧困な国がその影響を受ける可能性が高い中で加速しています。

### 炭素依存の旧来の産業モデルは終わりを迎えなければなりません

エマージング政府は新たな経済モデル構築の先駆けとなる可能性があります。それは21世紀にふさわしいグリーン・キャピタリズム（緑の資本主義）です。1780年代の蒸気機関車の発明からはじまり、産業化が進むなかで、数十年単位の投資サイクルが何度もありました。

この30年間、投資のモメンタムはインターネットの普及や小型のマイクロプロセッサの技術などといった、ITや通信の発展に左右されてきました。このサイクルが終わりを迎えようとしている予感があります。ITへの投資は、これまでにないほど世界が繋がっているという状況への懸念によって複雑性を増しています。

次の投資サイクルが、環境もしくはバイオ・テクノロジー主導のものであると考えるのは行き過ぎでしょうか。そして、より持続可能な経済成長という次の柱に向けて、世界を導く要因になるのではないのでしょうか。我々そして次世代のためにも、期待したいことです。



## ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） / 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） / 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的とした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。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。