

曲がり角に立つESG投資

新井 富雄

過去十数年の投資環境のもとで隆盛を極めてきたESG投資が曲がり角に立たされている。ESG投資は今後、素朴な理念先行型の投資からより専門性の高い投資になることが求められよう。

高成長遂げたESG投資

ESG投資残高は過去数年急増してきた。世界各地のESG投資協会が加盟しているGSIAが昨年七月に公表した数値によれば、二〇二〇年の世界全体のESG投資額は、三五・三兆ドル

(三九〇〇兆円)である。それは二〇一六年の数字の一・五倍である。

二〇二〇年の日本のESG投資額は同じ統計で二・九兆ドル(三一〇兆円)、二〇一六年の五七兆円の五・四倍、この間の年平均成長率は実に五二・七%に達している。その結果、世界中のESG投資に占める日本の割合は二〇二〇年に八・一%になり、二〇一六年のシェア二・一%に比べて急上昇した。世界のESG投資に占める日本のシェア八%という数字は、先進国のGDPや株式時価総額における同時点の日本のシェアとほぼ同

水準である。従来、日本のESG投資は世界に比べて遅れていると言われてきた。しかし、この数字から判断すると、日本のESG投資は二〇二〇年時点で世界水準にほぼ追いついたと言える。

昨年後半から伸び悩み

このように高い伸びを続けてきたESG投資だが、最近ではその成長に陰りが見える。ロンドン証券取引所グループ傘下のリフィニティブのデータによれば、二〇二〇年中央から二〇二一年前半まで世界のESG株式ファンドへの資金流入額は非ESG株式ファンドを大きく上回ることが多かった。しかし、二〇二一年後半以降は、ESG株式ファンドへの資金流入額は、毎月、非ESG株式ファンドをかなり下回っている。

こうしたESG投資の伸び悩み現象は日本でも

観察される。二〇二〇年中央から二〇二一年前半まで外国株式のESG関連投資信託ファンドの販売は極めて順調であった。特に二〇二一年四月から七月にかけては四ヶ月連続で二〇〇〇億円を超える資金流入を記録した。ところが、同年八月以降、資金流入額は減少し始めた。そして二〇二二年三月、四月とはESG投信のネットの月間資金流入額はついに流出超過になってしまった。

ESG投資の高成長を後押しした 市場環境

ESG投資が二〇一〇年代から二〇二一年前半までの期間に高成長を遂げた最大のきっかけはグローバル金融危機と気候変動問題に対する危機意識の高まりである。二〇〇八年のグローバル金融危機を契機に目先の利益を追求する「強欲資本主

義」批判が社会全体で強まった。そうしたなか投資資金をもっと社会ニーズと合致する方向に向かわせられないかという問題意識が金融界でも高まった。一方で、気候変動問題に関しては、一九九七年の京都議定書採択の後も動きが鈍かった各国政府が、二〇一五年のパリ協定を契機に温室効果ガスの削減目標を設定して積極的に動き出した。そして二〇一八年にはIPCCが世界の気温上昇を一・五度以内に抑えるためのCO2削減目標を示す特別報告書を公表する等々の動きがあった。こうして気候変動問題に対する危機意識が高まるなか年金基金等でESG投資が急速に進んだ。

しかし、機関投資家は受益者に対する信託義務を負っており、社会的リターンのみを求めて投資することは許されない。ESG株式投資が高成長を遂げた重要な要因のひとつは、多くのESG

ファンドが高パフォーマンスを上げたことである。ESGファンドはグロース株に対するエクスポージャーが高く、ESGファンドの運用成績はこうしたスタイル要因に影響されてきた。

K・フレンチのデータによれば先進国市場において、二〇〇九年～二〇二〇年の期間中グロース株のリターンはバリュース株のリターンを平均で年五・六%上回った。二〇一七年～二〇二〇年の四年間については、その格差が更に拡大して、グロース株のリターンがバリュース株を平均で年一〇・二%も上回っていた。このようにリーマンショック以降、二〇二〇年までの期間において世界の株式市場ではグロース株のバリュース株に対する相対パフォーマンスが高く、こうしたスタイル要因もESG投資残高の急増を後押しした。

変化した経済・市場環境

ところが、二〇二二年には、それが逆転してバリューストックのリターンがグロース株を二・八%も上回った。こうしたバリューストックとグロース株の相対リターンの逆転も二〇二二年後半以降のESG投資のリターン低下の一因となり、投資金額の伸び悩みの要因になったと思われる。今後の株式市場が二〇二一年同様バリューストック優位になるかどうかの見極めは難しい。ただ、当分、米国をはじめ海外諸国でインフレと金利上昇基調が続くと予想されており、世界中でデイスインフレと金利低下傾向が続いた二〇一〇年代とこれからの投資環境は全く逆である。そうしたときキャッシュフローのデュレーションの長いグロース株一辺倒の相場が続くとは想定しにくいのではなからうか。

こうしたなかで注目されるのは、「ESGインブルーバー」という投資手法である。これはESGスコアが高く株価も高い企業の株式を買うのではなく、今後ESGの改善が見込まれる企業に投資する手法である。ESG投資ブームでESGスコアの高い企業の株価の多くは割高になり、これらに投資しても高い運用成果が期待しにくくなっている。そこで考えられたのが、インブルーバーを狙う戦略である。インブルーバー銘柄の多くはバリューストックである。こうした手法に転換すれば、今後の株式市場がバリューストック優位に転換したとしてもその影響は緩和されるであろう。ただ、ESGインブルーバー運用を行うためには、より高い専門性と運用体制の整備が必要で、運用会社が負担するコストも高くなる。

「名ばかりESG投資」に対する 規制強化

こうしたESG投資の高度化に関連するのが、「名ばかりESG投資」問題とそれに対する規制強化である。規制強化の結果、ESG投資を名乗れるファンドは限定されてくるだろう。

名ばかりESG投資とは、ファンドのマーケティングのためにESGを謳っていても実態が伴わないファンドを指す。こうしたファンドが少なくないためにG S I A等のESG投資額自体が過大評価されているという指摘は従来からなされてきた。事実、G S I Aが公表した二〇二〇年の世界のESG投資額のうち欧州地域の投資残高は一三%減少しているが、その主原因は欧州で名ばかりのESG投資を防ぐルールが二〇一八年に整備

されたことである。同様な基準厳格化の動きは米国でも見られる。SECのゲンスラー委員長は、ファンドが「グリーン」とか「サステナブル」と謳っている場合、運用会社にその主張を裏付ける材料を提示させることを検討すべきだと述べている。

こうした規制の強化は日本でも進み始めた。今年四月に公表された金融庁の調査結果によれば、ESG投資信託を取り扱う資産運用会社三七社のうちおよそ三割の会社が「専門の部署を設けていない」、「専従の人材がいらない」と回答したということである。金融庁はこうした調査結果をふまえて監視の強化に乗り出すと伝えられている。

ウクライナ侵攻後のESG投資の変容

二月末のロシアのウクライナ侵攻に伴ってESG投資にも大きな変化が起こっている。ロシアからの石油、天然ガス輸入が大幅に削減され、EUは禁輸に向かって動き出した。その結果、ロシアからの天然ガス輸入に依存していた欧州諸国の脱炭素化計画は大幅な修正を迫られている。ドイツでは原子力発電所のみならず石炭火力発電所の再稼働も検討されている。そうした環境変化のなかでESG投資も変容をせまられている。「石炭会社、兵器製造企業には投資しない」といったネガティブ・スクリーニングのルールを変更するESG運用会社も現れた。また運用成績のことを考えれば、エネルギー価格高騰で好業績を上げている

化石燃料会社への投資を外すわけにはゆかない。

ウクライナ侵攻は、脱炭素戦略を考える際に安全保障や倫理上の問題も同時に考慮しなければならぬことを再認識させた。振り返ってみると、従来のESG投資には政治体制を問わない世界経済システムのグローバル化を前提にした理念先行の側面があった。「平和の配当」の前提が崩れた現在、ESG投資も足下の現実を直視せざるを得ない。投資環境も変化した。グロース株優位局面でESG投資が急成長する段階では、ESGスコアの高い銘柄に投資すれば、高い運用成績を上げられた。しかし、今後は投資判断に財務情報とともにESGも総合評価するというESGインテグレーションがますます中心的運用手法となり、より高度な銘柄選択能力とポートフォリオ構築能力が要求されるようになる。並行して「名ばかりESG投資」に対する規制強化も進む。

一方で、中長期的に気候変動や人権等の問題の重要性が低下するわけではなく、ESGの情報開示はより充実したものになろう。それに従い、ESGファンドであるかないかを問わず、運用プロセスの一環でESG要因を考慮するのは当然のことになるだろう。それはある意味、投資残高のすべてがESG投資になるとも解釈できる。その結果、将来、ESG投資という言葉自体が意味をなさなくなる時代が来るのかもしれない。

(あらい とみお・東京大学名誉教授、
東京都立大学特任教授)