

500兆円を超えた日本のサステナブル投資残高 —運用手法や資産クラスも多様化—

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）が公表した2021年3月末の日本のサステナブル投資残高は514.1兆円となり、前年に比べ65.8%増加した。2020年は新型コロナウイルス感染拡大への懸念から、各国市場で株価が下落した影響を受けたこともあり、残高が減少した。しかし、2021年は各国市場の株価が上昇したのに加え、日本においてサステナブル投資への関心が一段と高まったことから投資残高が拡大した。
2. 運用手法別のサステナブル投資残高をみると、すべての運用手法で残高が拡大しているが、特に、残高の最も多いESGインテグレーションが前年比で2倍強の増加となった。また、残高はまだ小さいものの、インパクト投資が前年比で5倍増になった。
3. 資産クラス別のサステナブル投資残高をみると、債券の残高が前年に比べ68.2%増となった。通常の債券投資からESG（環境・社会・ガバナンス）の観点を踏まえた投資へと変化していることや、債券投資におけるエンゲージメント活動が活発化してきたことも投資残高拡大の背景にあると考えられる。また、プライベート・エクイティの残高が約3.7倍増加したのが目立った。
4. 今回の調査対象となった運用機関の運用資産残高に占めるサステナブル投資残高の割合は、2020年の51.6%から、2021年には61.5%に拡大している。さらに、残高の対名目GDP比でも米国や欧州を上回る水準となっており、日本においてサステナブル投資は定着したといえよう。運用手法ではインパクト投資、資産クラスではプライベート・エクイティが拡大するなど、サステナブル投資が多様化してきたことも今回の調査では明らかになった。環境や社会課題への関心がさらに高まりを見せる中では、日本のサステナブル投資の拡大は継続すると考える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「拡大する世界のサステナブル投資残高—米国が世界最大に—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号。

I サステナブル投資残高は 514.1 兆円に拡大

NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（以下 JSIF）は 2021 年 11 月 30 日、「サステナブル投資残高アンケート 2021」の調査結果を公表した。同調査は JSIF が 2015 年から毎年、国内で運用している機関（国内系、外資系アセットマネジメント会社、保険会社、企業年金、大学など）に対しアンケートを実施しているもので、今年が 7 回目となる。

図表 1 は日本におけるサステナブル投資残高、アンケート回答機関数、そして当該機関の運用総資産に対するサステナブル投資残高の推移を示したものである。

2021 年（原則として 2021 年 3 月末）における日本のサステナブル投資残高は 514.1 兆円となった。これは、2020 年（同 2020 年 3 月末）時点の 310.0 兆円に比べ 65.8% の大幅な増加となった。2020 年度の日本の名目 GDP（国内総生産）が 536.7 兆円であるから、日本のサステナブル投資残高はほぼ GDP に匹敵する程度まで拡大したことになる。

このように残高が大幅に拡大した要因の一つに、昨年は新型コロナウイルス感染拡大への懸念から各国市場で株価が下落した影響を受け、残高が減少していたことが挙げられる。実際に、2020 年の残高は 2019 年に比べ 7.7% 減少していた。その後 2020 年 3 月末から 2021 年 3 月末の間に TOPIX（東証株価指数）は 39.3%、S&P500 は 53.7% 上昇し、サステナブル投資残高も上記の通り大幅に拡大したが、残高の拡大幅は株価指数の上昇幅よりも大きいことから、株価上昇だけではなく、サステナブル投資そのものも、この 1 年で純増したと考えられる。

また、このアンケートに回答した機関の総運用資産に占める割合も、2020 年の 51.6% から 61.5% に上昇しており、日本の資産運用におけるサステナブル投資のプレゼンス（存在感）が一段と高くなったことがうかがわれる。

図表 1 日本のサステナブル投資残高の推移

| | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------------|---------|---------|---------|
| サステナブル投資残高(10億円) | 514,053 | 310,039 | 336,040 |
| 同前年比 | 65.8% | -7.7% | 44.9% |
| 運用総額に占めるサステナブル投資の割合 | 61.5% | 51.6% | 55.9% |
| 回答機関数 | 52 | 47 | 43 |

(注) 各年とも原則 3 月末時点。

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム資料より野村資本市場研究所作成

II 運用手法別に見たサステナブル投資残高

1. ESG インテグレーションは前年比 2 倍強の拡大

サステナブル投資残高を運用手法別に見たものが図表 2 である。なお 1 つのファンドであっても複数の運用手法に該当するなど、複数回答による数値の重複があるため、残高の合計は図表 1 の残高合計とは一致しない。

これを見ると、すべての運用手法で残高が前年を上回っているが、中でも、2020 年時点で最大の残高であった ESG インテグレーションがさらに前年比 106.0% 増えて 422.1 兆円となったことが注目される。通常の運用プロセスに ESG（環境・社会・ガバナンス）要因を組み込んだ ESG インテグレーションは、現在サステナブル投資の最もポピュラーな運用手法となった。ただ、一口に ESG インテグレーションといっても、機関によってどの程度 ESG 要因に運用をインテグレート、すなわち体系的に組み込んでいるかについてはかなり幅があるとみられる。

図表 2 運用手法別に見た日本のサステナブル投資残高

(単位:10億円)

| 運用手法 | 2021年 | 前年比 | 2020年 | 前年比 | 2019年 | 前年比 |
|---------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| ESGインテグレーション | 422,115 | 106.0% | 204,958 | 15.4% | 177,544 | 46.1% |
| ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング | 24,867 | 69.8% | 14,643 | 25.3% | 11,685 | 81.9% |
| サステナビリティ・テーマ型投資 | 10,666 | 33.5% | 7,989 | 135.3% | 3,454 | 71.5% |
| インパクト投資 | 706 | 403.2% | 140 | | | |
| 議決権行使 | 239,487 | 42.9% | 167,597 | -10.6% | 187,435 | 42.0% |
| エンゲージメント | 261,496 | 39.7% | 187,170 | -14.4% | 218,614 | 55.3% |
| ネガティブ・スクリーニング | 261,040 | 93.0% | 135,263 | 2.3% | 132,233 | 663.1% |
| 国際規範に基づくスクリーニング | 59,649 | 110.7% | 28,308 | 10.7% | 25,561 | -19.1% |

(注) 各年とも原則 3 月末時点。

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム資料より野村資本市場研究所作成

2. 緩やかな拡大が続く議決権行使、エンゲージメント

日本で本格的にサステナブル投資が注目されるようになったのは、当時の安倍政権下でコーポレートガバナンス改革を成長戦略と位置づけ、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードにおいて、企業と投資家との緊張感のあるコミュニケーションの拡充が求められるようになった 2010 年代の半ばから後半のことである。このため、日本ではコーポレートガバナンスに関連する議決権行使（2021 年残高 239.5 兆円）やエンゲージメント（同 261.5 兆円）の残高が多い。これらの残高は前年に比べ 40% 程度伸びて

いる。2020年間のTOPIXの株価上昇率(+36.5%)を考慮すれば、緩やかな拡大が続いていると考えることができるであろう。他の運用手法に目を転じて、ネガティブ・スクリーニングが前年比93.0%増、国際的規範に基づくスクリーニングが同110.7%増、さらに、ポジティブ・スクリーニングが同69.8%増となるなど、サステナブル投資の拡大とともに運用手法も多様化していることがわかる。

3. 残高は小さいが注目されるインパクト投資、サステナビリティ・テーマ型投資の拡大

さらに、残高はまだ小さいものの、サステナビリティ・テーマ型投資やインパクト投資の動向も注目される。特にインパクト投資は2020年の1,403億円から7,063億円へと約5倍に拡大した。また、サステナビリティ・テーマ型投資も残高が33.5%増えて10兆円を超えた。これからサステナブル投資がさらに拡大していく上では、運用手法の多様化という視点から、サステナビリティ・テーマ型やインパクト投資の普及は重要と考えられる。

参考として、図表3に各運用手法の定義を示した。

図表3 各運用手法の定義

| 運用手法 | 定義 |
|---------------------------|--|
| ESGインテグレーション | 通常の運用プロセスにESG要因を体系的に組み込んだ投資(例:投資前のESG評価・スクリーニング、デューデリジェンス、投資後のモニタリングやエンゲージメント) |
| ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング | 業界の同業他社と比較しESG関連の評価が高い企業等に投資 |
| サステナビリティ・テーマ型投資 | ・株式:再生可能エネルギー、環境技術、女性活躍、SDGs等のサステナビリティ・テーマに着目した株式投資 ・債券:グリーンボンドやワクチン債等のサステナビリティ・テーマに着目した債券投資 ・その他資産:サステナビリティ・テーマ型の株式・債券投資以外の投資(例:不動産投資等) |
| インパクト投資 | ・次の①～④の要素をすべて満たす投資 ①投資時に、環境、社会、経済のいずれの側面においても重大なネガティブインパクトを適切に緩和・管理することを前提に、少なくとも一つの側面においてポジティブなインパクトを生み出す意図を持つもの ②インパクトの評価及びモニタリングを行うもの ③インパクトの評価結果及びモニタリング結果の情報開示を行うもの(一般公開ではなく資金拠出者のみに開示でも可) ④中長期的な視点に基づき、個々の金融機関/投資家にとって適切なリスク・リターンを確保しようとするもの(環境省「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」のインパクトファイナンスの定義に準拠) |
| 議決権行使 | 議決権行使を行う(判断を助言会社に委託しているものも含む) |
| エンゲージメント | エンゲージメント方針に基づき、株主として企業と建設的な対話、あるいは株主提案を行う |
| ネガティブ・スクリーニング | 倫理的・社会的・環境的な価値観に基づいて、特定の業種・企業を投資対象としない |
| 国際規範に基づくスクリーニング | 国際機関(経済協力開発機構[OECD]、国際労働機関[ILO]、国際連合児童基金[UNICEF]等)の国際規範に基づいた投資 |

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ 資産クラスで見たサステナブル投資残高

1. 残高が大きく増えた債券

図表4は資産クラス別に見たサステナブル投資残高である。2021年は全資産クラスで前年の残高を上回った。

これを見ると、まず債券の残高増が注目される。今回の調査より、国内債券と外国債券に分かれているが、2020年との比較のため両者を合算して比較すると、68.2%増えて303兆円となった。JSIFによると、債券の残高が急増した要因を分析するために、一部の回答機関に追加ヒアリングを実施したとのことである。ヒアリング結果も踏まえたJSIFの分析によると、①債券投資残高には国債投資のネガティブ・スクリーニングが多くを占めていることが想定されること、②具体的にはカントリーリスク排除の観点で昔から行われていた債券投資やESGの観点で深刻な問題が発生・継続している国の国債を除外する債券投資が含まれていること、③債券投資全体にエンゲージメントが広がっていることが債券の残高増加の背景として考えられるとしている。

また、株式は、日本株が前年比36.5%増とほぼTOPIXの上昇率(+39.3%)に匹敵した伸び率になっており、また外国株は同57.3%増と、ほぼS&P500の上昇率(+53.7%)に近似した残高増になっている。これに加えて、不動産(同47.0%増)、ローン(同38.8%増)とも順調に拡大しており、資産クラスから見ても、サステナブル投資の多様化がうかがえる結果となっている。

図表4 資産クラス別に見たサステナブル投資残高

(単位:10億円)

| | 2021年 | 前年比 | 2020年 | 前年比 | 2019年 | 前年比 |
|--------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 日本株 | 133,542 | 36.5% | 97,844 | -23.5% | 127,884 | -6.9% |
| 外国株 | 78,931 | 57.3% | 50,166 | -38.5% | 81,545 | 1.3% |
| 国内債券 | 135,986 | 68.2% | 180,123 | 23.2% | 146,178 | 406.0% |
| 外国債券 | 166,982 | | | | | |
| プライベート・エクイティ | 4,123 | 265.1% | 1,129 | -34.8% | 1,732 | 514.5% |
| 不動産 | 11,999 | 47.0% | 8,162 | 20.5% | 6,776 | 46.1% |
| ローン | 14,465 | 38.8% | 10,422 | -0.3% | 10,456 | 2.1% |
| その他 | 12,047 | 15.8% | 10,402 | 64.6% | 6,321 | 34.0% |

(注) 各年とも原則3月末時点。

(出所) NPO法人日本サステナブル投資フォーラム資料より野村資本市場研究所作成

2. プライベート・エクイティが前年比約4倍に

さらに、プライベート・エクイティについては、他の資産クラスと比べ相対的に残高が少なく、規模はまだ小さいものの、2020年の1.13兆円から2021年は4.12兆円と4倍近い増加を示した。ベンチャーキャピタルなどプライベート・エクイティの資金の出し手にとっても、投資対象企業を判断、評価する際に ESG の観点の重要性が増してきているといえることができるであろう。

IV 継続して拡大が見込まれるサステナブル投資

ここまで述べてきたように、2021年のサステナブル投資残高は前年比で65.8%増の514.1兆円となり、ほぼ2020年度の日本の名目GDPに匹敵する規模まで拡大した。さらに、今回調査対象となった運用機関の運用資産残高に占めるサステナブル投資残高の割合は、2020年の51.6%から2021年には61.5%に拡大した。

国際的な比較をするために、図表5に対GDP比で見たサステナブル投資残高を示し、米国、欧州、カナダ、オーストラリアと比較した。これを見ると、日本は2020年の55.5%から95.8%に拡大しており、カナダの139.1%には及ばないものの、米国(79.9%)、欧州(82.9%)、オーストラリア(65.1%)を上回る水準に達している。国際的にみても、日本におけるサステナブル投資は定着したと言えるであろう。

さらに、今回の調査において、運用手法ではインパクト投資、資産クラスではプライベート・エクイティが拡大してきており、サステナブル投資が多様化してきたことも明らかになった。今後を考えると、特に環境や社会課題への関心が一層の高まりを見せており、その中でサステナブル投資への関心はさらにすそ野を広げていくと見られる。これらを踏まえると、日本のサステナブル投資の拡大は続くと考えられる。

図表5 サステナブル投資残高対名目GDP比の国際比較

| | 日本 (2021年) | 参考:日本 (2020年) | 米国 (2020年) | 欧州 (2020年) | カナダ (2020年) | オーストラリア (2020年) |
|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|----------------|--------------------|
| サステナブル投資残高(a) | 514.1 | 310.0 | 17.1 | 12.0 | 2.4 | 0.9 |
| 名目GDP(b) | 536.7 | 558.3 | 21.4 | 14.5 | 1.7 | 1.4 |
| a/b | 95.8% | 55.5% | 79.9% | 82.9% | 139.1% | 65.1% |

(注) 1. 暦年ベース、日本は年度ベース。また、各数字は前年(度)末時点で、例えば、2020年は2019年末(日本は2020年3月末)。

2. 単位は、日本は兆円、他は兆ドル。

3. 欧州の名目GDPはドイツ、英国、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、スイスの合計値。

(出所) 内閣府、IMF、NPO法人日本サステナブル投資フォーラム、及びThe Global Sustainable Investment Alliance資料より野村資本市場研究所作成