

サステナブル投資は「量」から「多様化」、「質」への転換期に ー日本のサステナブル投資残高（2022年）ー

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2022年の日本のサステナブル投資残高は493.6兆円となり、前年に比べ4.0%減少した。一部の機関がアンケートへの回答を控えたという事情はあるものの、これまで順調だったサステナブル投資の成長に一服感が出てきた可能性も考えられる。
2. 運用手法別にみると、ESG エンゲージメントや議決権行使などの残高が減少する一方、国際規範に基づくスクリーニングや、規模は小さいもののサステナビリティ・テーマ型投資の残高は拡大した。また、運用資産別にみると、株式や債券は減少したものの、プライベートエクイティや不動産などが拡大した。
3. 今回の結果や、日・米・欧におけるサステナブル投資を巡る情報開示や規制などの動向を考慮すると、サステナブル投資の注目点は投資残高といった「量」から、運用手法、運用資産の「多様化」、そして生成される金融商品や運用対象資産等がサステナビリティ（持続可能性）に十分貢献しているかという「質」の向上へと移行していると考えられる。これまで以上に多様な手法を開発、利用し、発行者（資金調達者）側、投資家側双方の満足度が高く、かつ見せかけだけの「グリーンウォッシュ」ではない、品質の高いサステナブル投資の運用体制やサステナブル投資関連の金融商品に対するニーズが一段と高まろう。

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ー米国が世界最大にー」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号。
- ・ 西山賢吾「500兆円を超えた日本のサステナブル投資残高ー運用手法や資産クラスも多様化ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年冬号。
- ・ 板津直孝「ESG 投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正ー日米欧のファンドの ESG ウォッシュ規制動向ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号。

I サステナブル投資残高は前年比 4%減の 493.6 兆円に

NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（以下 JSIF）が 2023 年 4 月 3 日公表した、「日本サステナブル投資白書 2022」によると、2022 年（原則として 2022 年 3 月末）の日本のサステナブル投資¹残高は 493.6 兆円となり 2021 年（原則として 2021 年 3 月末）の 514.1 兆円と比較して約 4%減少した。これは、JSIF が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）に対し実施したアンケート結果を集計したものである。JSIF は同調査を 2015 年から毎年実施しており、今回が 8 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、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。また、資産規模の大きさをイメージするための参考として、対名目 GDP（国内総生産）比の推移も示した。

JSIF は、2022 年の資産残高が前年比小幅減となった要因の一つとして、アンケートへの回答機関数は 2021 年の 52 機関から 2022 年は 56 機関に増えたものの、2021 年のアンケートに参加した機関のうち 7 機関が、ファンド分類の定義等を社内で見直していることなどを理由に回答を見合わせ、それら機関の運用規模が新規回答の機関よりも大きかったことを挙げている。また、インベストメント・マネージャーとアセット・オーナーの回答額の重複を確認する設問で、これまで未回答だった機関より回答が得られた（すなわち重複分が修正された）ことも投資残高を押し下げた要因としている。

図表 1 日本のサステナブル投資残高の推移

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
サステナブル投資残高(10 億円)	336,040	310,039	514,053	493,598
同前年比	-31.9%	-7.7%	65.8%	-4.0%
運用総額に占めるサステナブル投資の割合	55.9%	51.6%	61.5%	61.9%
回答機関数	43	47	52	56
参考:対名目 GDP 比	60.4%	55.7%	95.6%	89.7%

(注) 各年とも原則 3 月末現在。

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム「日本サステナブル投資白書 2020」、「日本サステナブル投資白書 2022」、及び内閣府「四半期別 GDP 速報時系列表 2022 年 10~12 月期（2 次速報値）」より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿で取り上げる「サステナブル投資」は、ほぼ「ESG（環境・社会・企業統治）投資」と同義と考えて差し支えない。

一方、回答機関の運用総額に占めるサステナブル投資の割合は 2021 年の 61.5%から 61.9%とほぼ横ばいに推移した。また、日本のサステナブル投資残高の対名目 GDP 比が 2021 年は 95.6%、2022 年は 89.7%となり、IV章で言及する欧米の水準（2020 年で 80%程度）を上回っている。これらを考慮すると、2022 年の残高が前年比で小幅ながらも減少した要因として、ほぼ経済規模に匹敵するまでサステナブル投資が拡大したことにより、成長が一服した可能性も考えられるであろう。

Ⅱ 運用手法別に見たサステナブル投資残高

サステナブル投資残高を運用手法別に分類したのが図表 2 である。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、残高の合計は前掲図表 1 の残高合計とは一致しない点には留意が必要である。また、図表 3 では本調査における各運用手法の定義を示した。

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	2019 年	前年比	2020 年	前年比	2021 年	前年比	2022 年	前年比
株式 ESG 投資指数連動運用・選別型	-	-	-	-	-	-	6,177	-
株式 ESG 投資指数連動運用・ティルト型	-	-	-	-	-	-	10,288	-
ESG インテグレーション	177,544	46.1%	204,958	15.4%	422,115	106.0%	401,686	-4.8%
ネガティブ・スクリーニング	132,233	663.1%	135,263	2.3%	261,040	93.0%	243,050	-6.9%
ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング	11,685	81.9%	14,643	25.3%	24,867	69.8%	6,643	-73.3%
サステナビリティ・テーマ型投資	3,454	71.5%	7,989	135.3%	10,666	33.5%	27,643	159.2%
インパクト投資			140		706	403.2%	499	-29.3%
国際規範に基づくスクリーニング	25,561	-19.1%	28,308	10.7%	59,649	110.7%	170,903	186.5%
議決権行使	187,435	42.0%	167,597	-10.6%	239,487	42.9%	202,555	-15.4%
エンゲージメント	218,614	55.3%	187,170	-14.4%	261,496	39.7%	228,640	-12.6%

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム「日本サステナブル投資白書 2020」、「日本サステナブル投資白書 2022」より野村資本市場研究所作成

図表 3 各運用手法の定義

運用手法	定義
株式 ESG 投資指数 連動運用	各種株式 ESG 投資指数に連動する成果を目指すパッシブ投資 ・選別型…ポジティブ・スクリーニングにより企業を選別 ・ティルト型…ESG 評価により投資ウェイトを変更
ESG インテグレーション	通常の財務分析・運用プロセスに ESG 要因を体系的かつ明示的に組み込んだ投資 ^(注)
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
ポジティブ(ベスト・イン・ クラス)・スクリーニング	同業他社比で ESG パフォーマンスに優れており、定められた閾値以上の評価となるセクター・企業・プロジェクトに投資(ESG 評価[レーティング]を適用し、評価が低い企業を投資対象外とするスクリーニングはポジティブ・スクリーニングに分類)
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(持続可能な開発目標)等のサステナビリティ・テーマに着目した株式投資 ・債券:グリーンボンドやサステナリティボンド、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)
国際規範に基づく スクリーニング	国際機関(OECD[経済協力開発機構]、ILO[国際労働機関]、UNICEF[国際連合児童基金]等)の国際規範に基づいた投資(例:オスロ条約→クラスター弾関連企業に投資しない)
議決権行使	議決権行使を行う(ESG に関する議決権行使に限らない。議決権行使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

(注) 日本サステナブル投資白書 2020 には、ESG インテグレーションの例として、「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」が挙げられている。

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム「日本サステナブル投資白書 2020」、「日本サステナブル投資白書 2022」より野村資本市場研究所作成

1. サステナビリティ・テーマ型投資、国際規範に基づくスクリーニングが大きく伸びる

2022 年の特徴としてまず挙げられるのが、サステナビリティ・テーマ型投資と、国際規範に基づくスクリーニングがともに 2021 年に比べ 2 倍以上の高い伸びを記録したことである。これらが高い伸びを示した要因として JSIF は、①サステナビリティ・テーマ型投資については、この 1 年でサステナビリティ・テーマ型のファンドが数多く新規設定されたこと、②国際規範に基づくスクリーニングについては、2021 年までゼロ回答あるいは回答していなかった大手の機関が今回回答している影響が大きかったこと、を挙げている²。

特に、サステナビリティ・テーマ型投資については、ESG インテグレーションや議決権行使など、他の主要な運用手法に比べると残高は 1 桁小さいものの、着実に残高が増加してきていることは注目に値する。

なお、サステナビリティ・テーマ型投資については、投資資産別内訳についてもアンケートを行っている。これをみると、債券投資が 2021 年の 3.1 兆円から 2022 年には 6 倍超の 19.0 兆円に拡大しており、サステナビリティ・テーマ型投資の増加は主に債券投資の増加によるものであることが分かる。株式やその他の資産に比べ残高、伸び率ともに大きいことから、サステナビリティ・テーマ型投資は今後も債券投資が主体となる可能性が高いと考えられる（図表 4）。

図表 4 サステナビリティ・テーマ型投資の投資資産別内訳

（単位：10 億円）

投資資産	2019 年	前年比	2020 年	前年比	2021 年	前年比	2022 年	前年比
株式投資	939	148.0%	2,863	205.0%	2,594	-9.4%	3,140	21.1%
債券投資	1,155	42.1%	1,197	3.6%	3,102	159.2%	18,983	511.9%
その他の資産	1,360	65.3%	3,928	188.8%	4,970	26.5%	5,520	11.1%

（出所）NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム「日本サステナブル投資白書 2020」、「日本サステナブル投資白書 2022」より野村資本市場研究所作成

² JSIF は、推測であるとしながらも、この 2 つの運用手法が増えた要因として、EU（欧州連合）のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の影響を受け、機関投資家が分類の見直しをした可能性にも言及している。

2. ESG インテグレーション、ネガティブ・スクリーニング、議決権行使、エンゲージメントは減少

一方で、サステナブル投資の主要な運用手法である議決権行使は前年比 15.4%、エンゲージメントは同 12.6%減少した。JSIF は、議決権行使やエンゲージメントが実質的に減少しているとは考えにくいと、大手機関投資家の回答見合わせによる影響を減少の理由として挙げている。

さらに、ESG インテグレーションは前年比 4.8%減、ネガティブ・スクリーニングは同 6.9%減となっていることも併せて考えると、I 章で指摘したように運用残高の成長が一服したことも要因と見られるであろう。

3. 集計上ポジティブ・スクリーニングから株式 ESG 投資指数連動運用へ移行

2022 年の調査より、株式 ESG 投資指数連動運用に選別型とティルト型が分類項目として追加され、残高は併せて約 16.5 兆円となった（選別型 6.2 兆円、ティルト型 10.3 兆円）。新たに投資指数連動運用の項目を設けた理由として JSIF は、ユニバーサルオーナーとして指数連動型の ESG 運用を行う投資家が多い現状で、これまでの分類は分かりにくいのではないかと指摘があったことを挙げている。

一方で、ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニングの残高は 2021 年の 24.9 兆円から 2022 年は 6.6 兆円と 18.2 兆円減（前年比 73.3%減）となっており、株式 ESG 投資指数連動運用の残高とほぼ見合っている。この結果から JSIF は、「株式 ESG 投資指数連動運用の運用手法はこれまでポジティブ・スクリーニングと位置付けられていたことが確認されたと考える」としている。

III 資産クラスで見たサステナブル投資残高

図表 5 は資産クラス別に見たサステナブル投資残高である。

これをみると、2022 年の株式、債券の残高はいずれも 2021 年の残高を下回っている。これまで述べてきたように、この理由としては、①大手運用機関によるアンケート回答見合わせと、②サステナビリティ投資の成長の一巡、の双方が考えられる。

一方、金額は小さいものの、プライベートエクイティが前年比 26.4%増となったこと、さらに、不動産やローンも 2021 年に比べ残高が増えていることから、少しずつであるが運用手法の多様化が進んできていると考えられる。

図表 5 資産クラスごとのサステナブル投資残高

(単位:10 億円)

資産クラス	2019 年	前年比	2020 年	前年比	2021 年	前年比	2022 年	前年比
日本株	127,884	-6.9%	97,844	-23.5%	133,542	36.5%	119,887	-10.2%
外国株	81,545	1.3%	50,166	-38.5%	78,931	57.3%	78,557	-0.5%
国内債券・外国債券	146,178	406.0%	180,123	23.2%	302,968	68.2%	297,189	-1.9%
プライベート エクイティ	1,732	514.5%	1,129	-34.8%	4,123	265.1%	5,211	26.4%
不動産	6,776	46.1%	8,162	20.5%	11,999	47.0%	12,531	4.4%
ローン	10,456	2.1%	10,422	-0.3%	14,465	38.8%	14,748	2.0%
その他	6,321	34.0%	10,402	64.6%	12,047	15.8%	16,032	33.1%

(出所) NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム「日本サステナブル投資白書 2020」、「日本サステナブル投資白書 2022」より野村資本市場研究所作成

IV 転換期に入るサステナブル投資

1. 残高の拡大に一服感

2022 年の結果をみると、JSIF が指摘するように、アンケートへの回答を控えた機関が 7 つあったことも影響しているであろうが、これまで総じて順調に拡大してきたサステナブル投資残高が経済規模を示す名目 GDP の金額とほぼ同水準まで拡大したこともあり、残高、すなわち「量」の拡大が一巡した可能性も考えられる。

図表 6 はサステナブル投資残高と対名目 GDP 比の国際比較を示したものである。2020 年に日本のサステナブル投資残高の対 GDP 比は 55.7%であったが、2022 年には 89.7%に拡大した。2020 年のデータであるため単純な比較は難しいものの³、カナダの 139.1%は下

図表 6 サステナブル投資残高と対名目 GDP 比の国際比較

	日本 (2022 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 (兆米ドル)	4.0	2.9	17.1	12.0	2.4	0.9
対名目 GDP 比	89.7%	55.7%	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）末現在で、例えば、2020 年は 2019 年 12 月末（日本は 2020 年 3 月末）。

2. 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

³ 世界の主要地域のサステナブル投資の残高は、Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) が 2 年に 1 度「Global Sustainable Investment Review」という形で公表している。現時点での最新版は 2021 年 7 月 19 日に公表された 2020 年版である。

回るが、米国の79.9%、欧州の82.9%、オーストラリアの65.1%を上回っており、2022年の日本のサステナブル投資残高は国際的に見ても遜色のない水準に達したとも考えられる。

2. 運用手法や資産は多様化

2022年の結果を見ると、運用手法ではESGインテグレーションや議決権行使等が、そして資産クラスでは株式や債券が減少する一方、資産規模は小さいものの、運用手法としてはサステナビリティ・インパクト投資が、資産クラスではプライベートエクイティや不動産、ローンが拡大してきている。これは、サステナブル投資が多様化してきていることの現れとも考えられる。

3. 「量」から「多様化」、そして「質」の時代に入るサステナブル投資

サステナブル投資を巡る環境を考えると、まずEUでは金融機関に対するSFDRの議論の進展から、金融商品のサステナビリティ情報の透明性が今後一段と求められる方向である。また、日本ではESG投信におけるいわゆる「グリーンウォッシュ」を防止するための動き、米国ではESGファンドの情報開示を適切に行うための開示規制に関する議論なども進められている。

これらも併せて考えると、サステナブル投資は、これまでの投資残高といった「量」の拡大から、投資手法や投資対象資産の「多様化」、そして中長期的にサステナビリティに十分な貢献をするかなど、サステナビリティ投資関連の金融商品や運用対象資産、運用体制の高度化といった「質」の向上へと、その注目点が転化していくと考えられる。

すなわち、従来以上に多様な手法を開発、利用し、発行者（資金調達者）側、投資家側双方の満足度が高く、かつ見せかけだけの「グリーンウォッシュ」ではない、品質の高いサステナブル投資の運用体制の構築や、関連金融商品に対するニーズや関心が一段と高まっていくことになろう。