「踊り場」から、「高度化」「多様化」を伴う「安定成長」へ
－日本のサステナブル投資残高（2023 年）－

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 2023 年の日本のサステナブル投資残高は、537.6 兆円となった。2022 年は前年比で減少に転じ、これまで順調だったサステナブル投資が踊り場を迎えた印象であった。しかし、2023 年は 2022 年に比べ 8.9%増と再び上昇に転じ、日本におけるサステナブル投資への関心は引き続き高いことが示された。
2. 運用手法別にみると、国際規範に基づくスクリーニングは前年比で減少したが、他の運用手法は前年を上回った。運用残高の大きな ESG インテグレーションで前年比 9%増と安定して増加したほか、ネガティブ・スクリーニングやエンゲージメントも前年比 2 桁の増加となった。また、規模は小さいものの、インパクト投資が 2022 年に比べ約 3.3 倍に拡大したことが目を引いた。
3. 運用資産別にみると、すべての資産クラスで残高は前年を上回った。最も伸び率が高かったのはプライベートエクイティの 53.1%増であり、これに不動産（28.1%増）、債券（26.0%増）が続いた。一方、外国株式は 0.5%増とほぼ横ばいであったが、米国など海外株式市場の状況や円安などを勘案すれば、海外への投資も着実に増加したと JSIF では分析している。
4. 日本の投資活動において ESG（環境、社会、ガバナンス）の重要性と関心は引き続き高い状況である。一方、サステナブル投資残高がほぼ日本の GDP（国内総生産）額に匹敵するまでに拡大したことや、いわゆる「ウオッシュ」の問題、情報開示の厳格化、海外のサステナブル投資の動向などもあわせて勘案すると、日本のサステナブル投資は以前ほどの高成長は見込みにくいものの、内容の高度化や多様化を伴いつつ、踊り場から安定成長のフェーズに入ると考えられる。

野村資本市場研究所　関連論文等

・西山賢吾「世界のサステナブル投資残高（2022 年）－米と他地域の ESG を巡る動きの違いが顕現化－」『野村サステナビリティクォータリー』2024 年冬号。
・西山賢吾「サステナブル投資は『量』から『多様化』、「質』への転換期に－日本のサステナブル投資残高（2022 年）－」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年夏号。

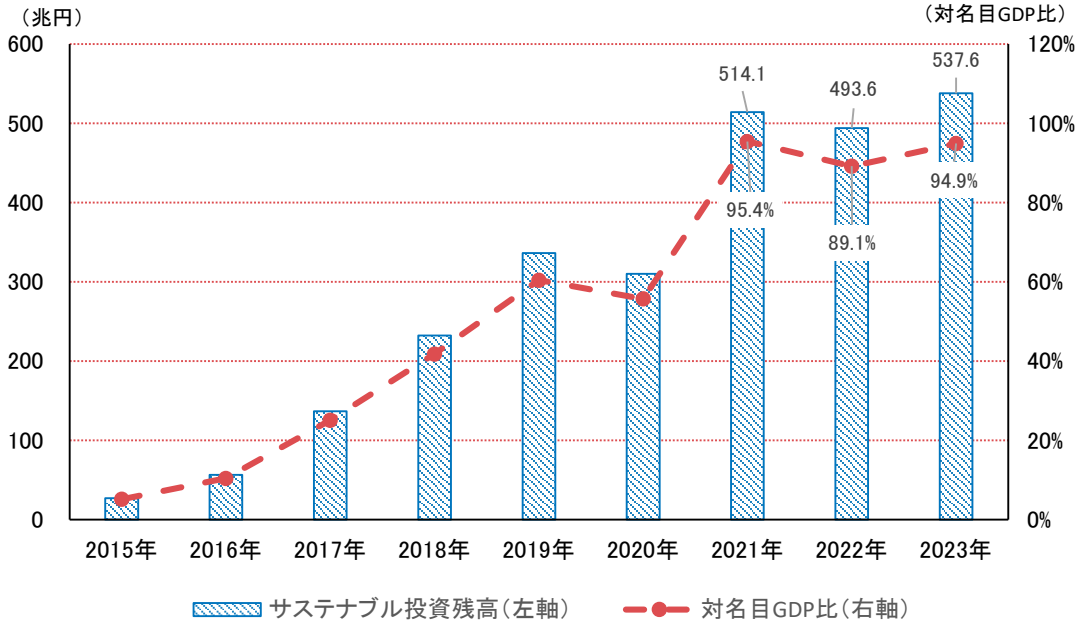
I　2023 年のサステナブル投資残高は 2 年ぶりに前年比で増加

NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（以下 JSIF）が 2024 年 3 月 26 日公表した、「サステナブル残高調査 2023」によると、2023 年（原則として 2023 年 3 月末）の日本のサステナブル投資 残高は 537.6 兆円となり 2022 年（原則として 2022 年 3 月末）の 493.6 兆円と比較して 8.9%増加した。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 9 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と、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）比の時系列推移を示したものである。

日本のサステナブル投資残高は、2021 年に 514.1 兆円に達した後、2022 年には減少に転じた。アンケートに回答した一部の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、回答を見合わせたことが影響した側面もあったが、これまで順調に拡大してきたサステナブル投資の成長が一巡して踊り場を迎えたとの見方もあった。しかし、2023 年は再び増加し、サステナブル投資に対するニーズは引き続き強いことが感じられる結果となった。ただし、伸び率が 1 ケタ台に留まったのは、上述のようにサステナブル投資残高が経済規模とほぼ同水準まで拡大してきたことが要因の一つではないかと考える。

図表 1　日本のサステナブル投資残高の推移



（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」、「サステナブル投資残高調査」、及び内閣府「四半期別 GDP 速報 時系列表　2024 年 1~3 月期（2 次速報値）」より野村資本市場研究所作成

また、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、2022 年の 61.9%（回答機関数 56）から 2023 年は 65.3%（同 63）に拡大した。

Ⅱ 運用手法別に見たサステナブル投資残高

１．国際規範に基づくスクリーニングを除き拡大

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によって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点には留意が必要である。

2023 年は、国際規範に基づくスクリーニングが前年比 3.5%減となったものの、他の運用手法はいずれも残高が拡大した。

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：兆円）

運用手法	2020年	*前年比*	2021年	*前年比*	2022年	*前年比*	2023年	*前年比*
株式ESG投資指数連動運用・選別型	－	－	－	－	6.18	－	10.49	*69.9%*
株式ESG投資指数連動運用・ティルト型	－	－	－	－	10.29	－	12.81	*24.5%*
ESGインテグレーション	204.96	*15.4%*	422.12	*106.0%*	401.69	*−4.8%*	438.79	*9.2%*
ネガティブ・スクリーニング	135.26	*2.3%*	261.04	*93.0%*	243.05	*−6.9%*	327.20	*34.6%*
ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニング	14.64	*25.3%*	24.87	*69.8%*	6.64	*−73.3%*	10.89	*63.9%*
サステナビリティ・テーマ型投資	7.99	*135.3%*	10.67	*33.5%*	27.64	*159.2%*	33.13	*19.8%*
インパクト投資	0.14		0.71	*403.2%*	0.50	*−29.3%*	1.64	*227.7%*
国際規範に基づくスクリーニング	28.31	*10.7%*	59.65	*110.7%*	170.90	*186.5%*	164.92	*−3.5%*
議決権行使	167.60	*−10.6%*	239.49	*42.9%*	202.55	*−15.4%*	211.10	*4.2%*
エンゲージメント	187.17	*−14.4%*	261.50	*39.7%*	228.64	*−12.6%*	294.88	*29.0%*

（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」、「サステナブル投資残高調査」より野村資本市場研究所作成

２．ESG インテグレーションは安定した成長

内訳を見ていくと、まず最も残高の大きな ESG インテグレーションは 2022 年に比べ 9.2%の増加となった。2022 年は運用機関側での分類定義の見直しなどもあり減少に転じたものの、2023 年は再度増加に転じ、残高は安定的な拡大を示した。

３．ネガティブ・スクリーニングやエンゲージメントは前年比２桁増に

ESGインテグレーションに次いで運用手法別残高の大きなネガティブ・スクリーニングは 2022 年に比べ 34.6%増と 2 桁の伸びを示した。また、ネガティブ・スクリーニングの次に残高の大きいエンゲージメントも前年に比べ 29%増加した。エンゲージメントに次いで残高の大きな議決権行使は前年比 4%増にとどまっていることと併せて考えると、投資家が投資先企業の環境、社会課題への取り組みの促進や企業価値向上を目指しエンゲージメントを活発化したとみられる。

４．ポジティブ・スクリーニングやサステナビリティ・テーマ型投資、インパクト投資も高い伸び率を記録

一方、ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニングは 2022 年に比べ 63.9%増、株式 ESG 投資指数連動運用の選別型は同 69.9%増、ティルト型が同 24.5%増と高い伸び率を記録した。株式 ESG 投資指数連動型はパッシブ投資のポジティブ・スクリーニングに相当するものと位置づけられるため、アクティブ投資、パッシブ投資ともポジティブ・スクリーニングが拡大したということができるであろう。

また、サステナビリティ・テーマ型投資も前年に比べ 19.8%増と、相対的に高い伸び率を記録し、着実に残高を拡大している。なお、サステナビリティ・テーマ型投資の投資資産別内訳を示した図表 3 をみると、債券投資が前年比 19.0%増、株式が 16.7%増、その他資産が 24.4%増（うち不動産投資は 26.1%増）と、どの資産もほぼ同程度の伸び率を記録している（図表 3）。

さらに、サステナビリティ・テーマ型投資よりさらに残高規模が 1 桁小さいが、殊に近年関心の高いインパクト投資も前年に比べ約 3.3 倍増と大幅に拡大して 1.64 兆円となり、初めて 1 兆円を超えたことも注目に値する。

図表 3　サステナビリティ・テーマ型投資の投資資産別内訳

（単位：兆円）

投資資産	2020年	*前年比*	2021年	*前年比*	2022年	*前年比*	2023年	*前年比*
株式投資	2.86	*205.0%*	2.59	*-9.4%*	3.14	*21.1%*	3.66	*16.7%*
債券投資	1.20	*3.6%*	3.10	*159.2%*	18.98	*511.9%*	22.60	*19.0%*
その他の資産	3.93	*188.8%*	4.97	*26.5%*	5.52	*11.1%*	6.87	*24.4%*
うち不動産投資	2.36	*76.4%*	3.69	*56.6%*	2.75	*-25.4%*	3.47	*26.1%*

（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」、「サステナブル投資残高調査」より野村資本市場研究所作成

Ⅲ 資産クラス別に見たサステナブル投資残高

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。こちらも運用手法別残高と同様に、複数回答による重複が含まれている点に留意が必要である。

図表 4　資産クラスごとのサステナブル投資残高

（単位：兆円）

資産クラス	2020年	*前年比*	2021年	*前年比*	2022年	*前年比*	2023年	*前年比*
日本株	97.84	*-23.5%*	133.54	*36.5%*	119.89	*-10.2%*	134.58	*12.3%*
外国株	50.17	*-38.5%*	78.93	*57.3%*	75.56	*-4.3%*	75.94	*0.5%*
国内債券・外国債券	180.12	*23.2%*	302.97	*68.2%*	297.19	*-1.9%*	374.34	*26.0%*
プライベートエクイティ	1.13	*-34.8%*	4.12	*265.1%*	5.21	*26.4%*	7.98	*53.1%*
不動産	8.16	*20.5%*	12.00	*47.0%*	12.53	*4.4%*	16.05	*28.1%*
ローン	10.42	*-0.3%*	14.47	*38.8%*	14.75	*2.0%*	15.59	*5.7%*
その他	10.40	*64.6%*	12.05	*15.8%*	16.03	*33.1%*	20.02	*24.9%*

（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」、「サステナブル投資残高調査」より野村資本市場研究所作成

図表 4 をみると、2023 年はすべての資産クラスで前年の残高を上回った。そのうち、最も残高の伸び率が高かったのはプライベートエクイティの 53.1％増であり、これに不動産 28.1％増、そして最も残高の大きな債券（国内債券・外国債券）の 26.0％増が続いた。JSIF では、「この期間の円安を考えると、外国債券への投資額はもう少し大きかったと考えられる」との見解を示している。

一方、株式をみると、国内株式は 12.3％増となったが、外国株は 0.5％増とほぼ横ばいにとどまった。この件について JSIF では、国内株式が堅調に推移した一方で、米国株式や円安を勘案すると、外国株への追加投資は実質的には増加していると分析している。また、ローンも増加したものの、残高の伸び率は 5.7％に留まった。

Ⅳ 安定成長期に入る日本のサステナブル投資

2023 年にサステナブル投資残高が 2022 年を上回ったことは、日本の投資活動において ESG（環境、社会、ガバナンス）の重要性と関心は引き続き高い状況であることを示していると考えられる。その一方で、サステナブル投資残高の対 GDP 比は 2023 年の時点で 94.9％と、ほぼ日本の GDP（国内総生産）額に匹敵するまでに拡大したことや、いわゆる

「ウオッシュ」の問題、情報開示の厳格化、海外のサステナブル投資の動向[1]などもあわせて勘案すると、日本のサステナブル投資はそれまでの高成長期から踊り場を迎えたと考えられる。そして、以前のような高成長は見込みにくいものの、国内外での高いニーズを反映し、投資手法や内容の高度化や多様化を伴いつつ、安定的に拡大するフェーズへの移行期に入ったと考えられる。

【参考：サステナブル投資の運用手法の定義】

参考として、JSIF による各運用手法の定義を図表 5 に示した。

図表 5　サステナブル投資の運用手法の定義

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
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（株式ESG投資指数連動運用以外）
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：グリーンボンドやサステナビリティボンド、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、ILO、UNICEF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

（出所）NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査」より野村資本市場研究所作成

[1] 詳細は西山賢吾「世界のサステナブル投資残高（2022 年）－米と他地域の ESG を巡る動きの違いが顕現化－」『野村サステナビリティクォータリー』2024 年冬号。

この分類は国際基準である“The Global Sustainable Investment Alliance（GSIA）”の集計方法を基に、日本の現状に即した形になるよう、JSIF で一部手を加えたものとなっている。なお、サステナブル投資に対する世界的な関心の高まりを背景に用語の統一化、標準化の動きが進められており、2023 年 11 月に CFA 協会、GSIA、PRI 事務局が共同で用語や定義についてのガイダンスを示した[2, 3]。

[2] CFA Institute et al., “Definitions for Responsible Investment Approaches,” November 2023.

[3] この点に関しては荒井勝「サステナブル投資の健全な発展に必要な用語共有化とその重要性― PRI・CFA 協会・GSIA によるサステナブル投資用語統一の背景 ―」『野村サステナビリティクオータリー』2024 年夏号「時流」も参照。