

門間 一夫の 経済深読み



ESG投資が脱炭素化に果たす役割

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2021年2月18日

急増するESG投資

ESG投資とは、環境 (Environment)、社会 (Society)、ガバナンス (Governance) に着目した投資である。2006年に国連が責任投資原則 (Principles for Responsible Investment) に盛り込んだことで広まったとされており、ここ数年で急速に増加している。国際金融協会 (IIF) によれば、世界のESGファンドの残高は、2010年代の前半は4~5千億ドル程度の範囲で緩やかに増加していたが、2019年末には8,600億ドル、2020年末には1.3兆ドルと、ここ2~3年で一気に拡大している。2015年に採択されたSDGsやパリ協定が大きな転機となった。

何らかのブームが訪れると、それに乗り遅れまいという雰囲気が少なくともいったん強まるのが市場の常である。とくに今は、コロナ禍からの回復や金融財政政策のサポートなど、ただでさえ強気材料が拾われやすい市場環境だ。バイデン政権の環境政策シフトなどがESGへの期待をあおり、皮肉にも株価が「サステナブル」でなくなるリスクには、当面注意が必要かもしれない。

そのことはさておき、以下で考察したいのは、ESG投資がどのようなメカニズムで地球温暖化の防止や社会課題の解決に役立つのか (あるいは役立たないのか) である。ESGと言うからには「S」も「G」もあるのだが、以下では関心の高まりが急速な「E」の観点に議論を絞りたい。

ESG投資はそれ自体として脱炭素化に資するのか

ESG投資がその純粋な機能として脱炭素化に貢献するメカニズムを持つとすれば、理論的仮説としてすぐに思いつくのは次の二つである。

一つ目は「リターンの妥協」である。これはESG投資家が半ば環境NPOのような性格を持ち、純粋なリターンの追求ではなく「地球を救う」こと自体に価値を見出して資金の流れを変える、という意味である。確かにそれなら、ESG投資家が脱炭素化のコストを進んで分担するわけだから、資金調達側には脱炭素化に取り組むインセンティブが生じる。

しかし、これはESG投資の実態と異なる。欧州を中心に利他精神にあふれた投資家が一定の影響を及ぼしている可能性も否定はできないが、リターンの犠牲を暗黙にでも前提とするような投資戦略は、一般にESG投資とは理解されていないと思う。ESG投資はあくまで「投資」の論理を貫きながら課題解決との整合性を見出そうとするものであり、古くからある社会的責任投資 (SRI) とは

一線を画している。

二つ目の仮説は「外部不経済の内部化」である。よく指摘されるように、地球温暖化は「市場の失敗」の典型例である。個々の経済主体がそれぞれ自己利益を追求しても、脱炭素化を実現するような「見えざる手」は働かない。

ところが、幅広く分散されたポートフォリオ、すなわち市場全体を輪切りにしたような資産を長期保有する投資家（いわゆるユニバーサル・オーナー）なら、市場平均に対する超過リターンの追求ではなく、市場平均自体の長期リターンを改善させることが理に適う。「輪の直径」を持続的に大きくしていくことが自己利益の最大化になるなら、それは気候変動要因も含めた長い時間軸での「全体最適」と一致する可能性がある。このようにESG投資には外部不経済を内部化するメカニズムが働く、というのは「投資」と「課題解決」をつなぐきれいな説明である。そして、そのようなメカニズムが実際に働いている可能性も、それなりにはあるかもしれない。

ただ、これで説明できる程度にもかなりの限界がありそうだ。第一に、市場は年金基金のような数十年単位の長期運用を行う投資家だけで成り立っているわけではない。精々数年単位の視野で考える投資家や、短期の裁定取引でリターンを積み重ねていく市場参加者も多い。炭素排出量の大きい企業を長期投資家がダイベストしても、それで割安になった株を買って短期的に儲けようとする投資家が存在する限り、当該企業へのペナルティは働かない。

第二に、長期運用といえども、短中期の資産運用とのパフォーマンス比較を無視することは難しい。数十年単位のリターンなど所詮数十年後でないといけないのだから、より短い期間においても市場平均比明らかに見劣りするようだと説明が難しくなる。だとすれば市場競争上、長期運用が長期的な視点を純粹に突き詰められない可能性が残る。

第三に、仮に前述の意味で「全体最適」が図られたとしても、その場合の「全体」とは投資ユニバースから得られる株主利益全体のことであり、世の中全体からみればそれも部分集合に過ぎない。投資ユニバースの外側に、中小零細企業や家計など広い世界がなお存在する。産業構造の変化から取り残される人々を生まない「公正な移行（Just Transition）」は、脱炭素化への社会的支持を左右する鍵だと考えられるが、そこまで射程に入れた真の全体最適の力は、ユニバーサル・オーナーからも生まれてこない可能性が高い。

「政策の変化を織り込んだ投資」という意味での経済合理性

こうしてみると、ESG投資がそれ自体として脱炭素化を促すメカニズムは、あるとしても限定的であるように思われる。「市場の失敗」を市場自身で消す魔法はないのである。外部性の克服を要する脱炭素化のような課題は、税制、規制、政府支出などの政策にゆだねるべき部分が圧倒的に大きいと考えられる。

するとESG投資は、「脱炭素化政策の推進を織り込んだ場合の最適投資」だと理解するのが一番腑に落ちる。ESG投資が近年急拡大しているのは、投資家達の地球愛が急に高まったからではなく、世界中で脱炭素化政策が加速する見通しが強まり、それを踏まえたポートフォリオの見直しやエンゲージメントの強化が急に必要になってきたからであろう。

言葉を換えて繰り返すと、ESG投資は、脱炭素化政策の推進やそれによって促される産業構造の変化を予想し、そうした変化がもたらす「リスク」や「機会」を捉えて「リスク調整後リターンの最大化」を図る投資なのだと言える。それは長期的なタイムホライズンを有する投資家にとっては、むしろ当然と言うべき合理的な考え方である。そのうえで、おそらく足元起きている変化として重要なものは、気候変動問題やそれへの政策対応を織り込む必要性が切迫してきており、時間軸がやや短い資産運用にもESG投資の適合性が強まってきていることだと考えられる。

パリ協定以降ここ数年のグローバルな議論の中で、地球温暖化への対応は「急務」との認識が広まってきた。気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が2018年に採択した「1.5°C特別報告書」などが、そうした認識の定着を促してきた¹。

同報告書には、破滅的な温暖化を阻止できるタイムリミットが、科学的根拠に基づいて示されている。それと整合する政策目標が2050年頃までのカーボン・ニュートラルであり、2030年CO2排出量の2010年対比45%削減である。「2030年」という一次試験の結果は10年足らずで出てしまう。そこで不合格なら地球はもう救えないかもしれないのである。各国政府が脱炭素化政策を加速せざるをえないことは明白であり、それを踏まえない経済・金融行動は合理性を失いつつある。

10年というのは景気循環や金融サイクルを明らかに超えるほどの「長期」ではない。コロナ前の米国の景気拡大は10年8か月であった。日銀の異次元緩和も間違いなく10年を超える。金融市場はFRBや日銀の政策にあれだけ関心を払うのだから、脱炭素化政策の加速に無関心ということはありえないのである。

気候関連金融リスクを巡る時間軸の短期化は、商業銀行のリスク管理にも影響を与える。昨年のバーゼル委員会の調査によれば、大多数の金融当局が、気候関連金融リスクに関し金融機関との対話を進めており、同リスクの計測に向けた調査活動も始めている²。欧州では既にいくつかの中央銀行が、ストレステストを実施ないし実施予定にある。

脱炭素社会に向けた政策の推進は欧州で先行しているが、他地域もキャッチアップの動きを強めている。米国はバイデン政権がパリ協定への復帰を表明した。本年11月には英国グラスゴーで、第26回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP26）が開催される。各国政府は2030年に向けた高い政策目標にコミットすると見込まれる。

ロンドンに本拠を置くAODPによれば、気候変動等への取り組みに関する運用機関のランキングにおいて、上位は欧州勢が完全に独占している³。世界最大の運用機関である米国ブラックロックは、75機関中47位にとどまっている。ただ、この調査は2019年中の状況を反映したものであり、その後ブラックロックも気候変動対応へのコミットメントを急速に強めている。欧州の機関投資家からはブラックロックの取り組みは不十分との批判が今も強いが、影響力の大きい巨大運用機関が変化しつつあ

¹ The Intergovernmental Panel on Climate Change, Special Report “Global Warming of 1.5°C,” October 2018.

² Basel Committee on Banking Supervision, “Climate-related financial risks: a survey on current initiatives,” April 2020. なお、この点も含めて気候変動と金融システムを巡る議論の動向については、日銀レビュー「気候関連金融リスクに関する国際的な動向—金融システム面での新たな議論—」（2020年12月）。

³ Asset Owners Disclosure Project, “Point of No Return: A ranking of 75 of the world’s largest asset managers’ approaches to responsible investment,” March 2020.

るのは確かである。

「投資が政策に力を与える」という面にも期待

以上のように、脱炭素化政策の加速ないしその予想がESG投資ブームの背景となっていることは、かなり明確だと思う。ただ、ESG投資が大きな流れになっていくにつれて、それが政策を支えるという逆方向の力も強まる可能性がある。

いかなる政策も、それ自体が物事の出発点ではありえない。人々の意識があり世論があつて、政策が形成される。従来、脱炭素化の世論を引っ張って来たのはアカデミズム、環境NPO、社会活動家などであった。経済・金融界はともすれば抵抗勢力であり、対応するにしても消極的対応であった。

しかし最近、脱炭素化が不可避の流れならそれにポジティブに乗るべきだという覚悟が、経済・金融界でも定まりつつあるように思う。そして、本気で脱炭素化を志向する企業や投資家が増えてくるということは、それを後押しする政策の推進こそ自己利益に合致するという立場の経済主体がウェイトを増すということだ。ESG投資が成功するためには、そこで織り込んだとおりに脱炭素化政策が着実に実行され、脱炭素社会が実現されなければならない。

経済・金融界と言っても一括りでは語れない。脱炭素化のコストとベネフィットのバランスは、企業や個人によって大きな違いがある。そして政治は良くも悪くも、コスト負担で苦しむ側の声に引っ張られやすい。目先の不都合を乗り越えなければ実現できない脱炭素化は、もともと民主政治が苦手とするタイプの政策課題である。コストを社会全体でどう分担するかも含めて、政治がぶれることなく脱炭素化政策を推進していくには、それを支える強い世論が必要である。

この点、長期の資産運用者は、企業へのエンゲージメントにより、さらにはその効果を含めて政策形成へも影響を及ぼしていくことにより、自己の使命である長期リターン(=リスク調整後リターン)の改善を実現しうる立場にある。ESG投資から脱炭素化へという因果関係が働くとすれば、このように人々の意識や政策を変えることと受託者責任が整合する点に、最も可能性があるように思う。

地球温暖化を巡る科学的根拠にも大きな不確実性があることは否めない。前述した「1.5°C特別報告書」についても様々な意見がある。これだけ大騒ぎして実は地球が温暖化していなかったら科学者達はどう責任を取るのか、という声すら無いわけではない。

しかし、一つしかない地球を賭けの対象にはできない。2050年のカーボン・ニュートラルは野心的だが必達の目標である。厳しい制約条件を克服して人類の繁栄を継続していくには、大胆な政策の推進とそれを支える「世の空気づくり」が不可欠である。ESG投資はその流れに受動的に乗るだけでなく、そのプロセスに積極的に貢献することで「投資」としての成功確率も高まるのではないかと。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。