

2023年4月3日 全8頁

顕在化した地政学リスクと政治リスクが機関投資家の脱炭素の取り組みに与えた影響

アセットマネージャーとアセットオーナーへの影響の違い

金融調査部 主任研究員 太田珠美

[要約]

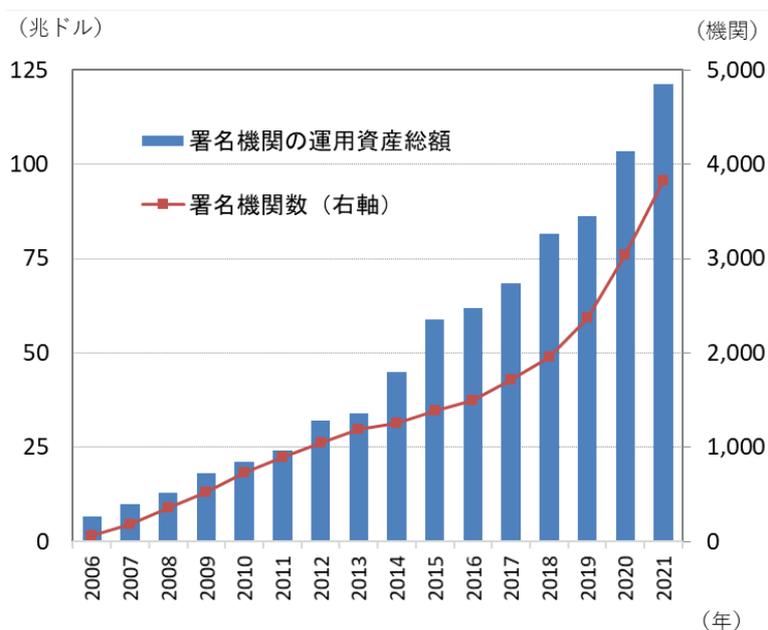
- 2015年以降、投資においてどのように気候リスクを考慮するか議論が活発に行われるようになり、政策的にも脱炭素社会の実現に向けた資金シフトが推進されてきた。2021年には、金融に関わる全ての機関が協調して脱炭素の実現に取り組むため、GFANZ（グラスゴー金融同盟）が発足した。
- 機関投資家は投資ポートフォリオの温室効果ガス排出量の削減に取り組む動きを加速させてきた。しかし、2022年に起きたロシアのウクライナ侵攻や、米国の複数の州政府によるアンチ ESG の動きなどを受け、一部のアセットマネージャー（資産運用会社）の姿勢に変化が生じている。
- 一方、年金基金や保険会社などアセットオーナーにおいて、脱炭素社会に向けた取り組み方針の変更等を打ち出す動きは見受けられない。アセットオーナーは中長期的な視野で投資をしていることに加え、ユニバーサル・オーナーとして投資判断をする必要があるためと考えられる。

1. 2015年以降、温室効果ガス削減に向けた動きが加速

(1) パリ協定の採択とTCFDの設立

2006年にPRI（責任投資原則）が発足してから、PRIに賛同し、ESG（環境、社会、ガバナンス）要素を考慮した運用を行う機関投資家は増え続けている（図表1）。ESG要素は多岐にわたるが、特に気候変動に関しては2015年以降、世界的な政策課題として大きく取り上げられ、機関投資家の運用にも大きな影響を与えている。2015年にCOP21（国連気候変動枠組条約第21回締結国会議）で採択されたパリ協定では、世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をし、温室効果ガス（GHG）排出量を早期にピークアウトさせることが合意された。また、資金の流れをGHG低排出型の社会、気候に対して強靱な社会に発展する方向に適合させることも盛り込まれた。

図表1 PRI署名機関数と署名機関の運用資産総額の推移



(注) 各年の数値は3月末時点のもの。

(出所) PRI より大和総研作成

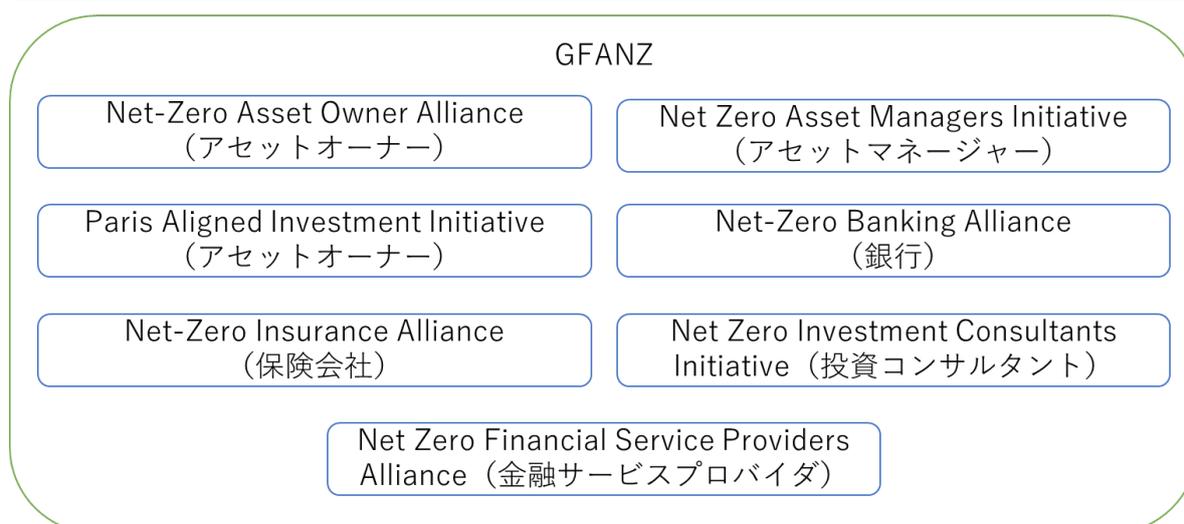
金融分野では同じく2015年、G20（20か国財務大臣・中央銀行総裁会議）の要請を受け、FSB（金融安定理事会）がTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）を設立した。TCFDに期待された役割は、金融セクターが気候変動問題をどのように考慮できるかを検討することである。TCFDが2017年公表した最終報告では、企業が気候変動関連のリスクと機会が財務に与える影響を情報開示するための枠組みを提言した。この背景として、気候変動が金融システムに与える影響を将来的に抑制していくため、またパリ協定で示された資金の流れを作るためには、まず投資先となる企業等の情報開示が不可欠であるという問題意識があった。

(2) 機関投資家の気候変動リスクへの対応

こうした一連の動きに呼応するように、機関投資家は2017年にClimate Action 100+というイニシアティブを発足させた。GHGガスの排出量が多い世界各国の企業に対し働きかけを行うことを目的とする。2019年には、アセットオーナーのイニシアティブであるNZAOA(Net-Zero Asset Owner Alliance)も始動している。NZAOAは国連が主導し、2050年までにポートフォリオをカーボンニュートラル(ポートフォリオに含まれる投資先企業のGHG排出量をネットゼロ)にすることを目指す団体である。2021年に英国グラスゴーで開催されたCOP26では、国連の気候変動対策・ファイナンス担当事務総長特使のマーク・カーニー氏(イングランド銀行前総裁)によってGFANZ(グラスゴー金融同盟)が創設された。GFANZは世界経済のカーボンニュートラルへの移行を加速させるために、金融システムに関わる全ての金融セクターが協調することを目指して組織された。本稿執筆時点で550超の機関がGFANZに参加している¹。

GFANZはNZAOAの他、NZAMI(Net Zero Asset Managers initiative、アセットマネージャーの団体)、NZBA(Net-Zero Banking Alliance、銀行の団体)、NZIA(Net-Zero Insurance Alliance、保険会社の団体)、NZICI(Net Zero Investment Consultants Initiative、アセットオーナー向けに投資助言をする投資コンサルタントの団体)、NZFSPA(Net Zero Financial Service Providers Alliance、格付機関やデータプロバイダ、証券取引所など金融サービスプロバイダの団体)、PAII(Paris Aligned Investment Initiative、パリ協定の目標にポートフォリオをどう整合させるか方法を検討するために組織されたアセットオーナーの団体)で構成されている(図表2)。NZAOAおよびPAIIはどちらもアセットオーナーのイニシアティブであるため両方に加入しているアセットオーナーもいる(NZAOAの方が加入メンバーは多い)。また、保険会社はNZAOAとNZIAに両方加入しているケースもある。

図表2 GFANZを構成するイニシアティブ一覧



(出所) Glasgow Financial Alliance for Net Zero より大和総研作成

¹ [GFANZ ウェブサイト](#) (2023年3月29日アクセス) より。

機関投資家は投資先が抱える気候変動リスクに対する理解を深めるとともに、投資ポートフォリオ全体としての気候変動リスクを抑えるべく、対応を加速させてきた。具体的な行動としては、例えば GHG 排出量の多い石炭の採掘や、石炭火力発電の新規建設には投資をしない方針を掲げる、投資先の GHG 排出量を測定した上で段階的な削減計画を立てる²、等が挙げられる。特に投資先の中で GHG 排出量が多い企業（電気・ガス業や鉄鋼業、化学業、運輸業など）に対しては、対話や議決権行使を通じてカーボンニュートラル実現に向け社会全体が変化していく中で、どのように対応していくのか計画を策定することや、TCFD に基づく情報開示を求めることも増えている。

2. 温室効果ガス削減に向けた資金シフトに対する逆風

(1) ロシアのウクライナ侵攻の影響

しかし、2022 年はこうした脱炭素社会に向けた資金の動きを停滞させる出来事が相次いだ。1 つはロシアのウクライナ侵攻であり、もう 1 つは米国におけるアンチ ESG の動きである。

2022 年 2 月のロシアのウクライナ侵攻以降、欧米諸国を中心にロシアに対する経済制裁の 1 つとして、ロシアからの化石燃料の輸入制限を実施している。経済制裁と地域のエネルギーの安定供給を両立するには、ロシアから調達していた分の化石燃料を他の地域からの調達に切り替えていく必要がある。結果的に、世界各国で化石燃料の増産、化石燃料の輸出入の増加、化石燃料関連のインフラ増設など、脱炭素とは逆行する動きが起きている³。

前述の通り、世界的な脱炭素に向けた取り組みが加速し、機関投資家が投資ポートフォリオにおける GHG 排出量の削減を目指す中、GHG 排出量の多いエネルギー関連企業のウエイトは相対的に低くなる傾向にあった。2020 年は新型コロナウイルス感染症拡大の影響で経済活動が停滞していたこともあり、エネルギー関連企業の株価は相対的に低迷していた。しかし、2021 年は経済活動の回復に加え、風力不足による風力発電の不調を受け欧州が天然ガスの確保に迫られたことなどからエネルギー価格が上昇し、エネルギー関連企業の株価も相対的に堅調な動きを見せた。この株価の動きはロシアのウクライナ侵攻でさらに強まった（図表 3）。

こうした背景から、世界最大手のアセットマネージャー（資産運用会社）である米ブラックロックは、ネガティブに評価していた化石燃料を短・中期的には投資対象として容認する姿勢を示した。同社は TCFD の創設メンバーの 1 社であり、2020 年に投資先の CEO 向けに送付したレター「金融の根本的な見直し」の中で「気候リスクは投資リスク」と記すなど、気候変動に率先して対応している機関投資家と認識されていた。しかし、2022 年 5 月に公表した“2022 climate-

² 金融機関の投融資ポートフォリオの GHG 排出量は、自社の直接排出（Scope 1）もしくは電力使用等による間接排出（Scope 2）ではなく、その他の間接排出（Scope 3 カテゴリ 15）に分類される。GHG 排出量の測定には GHG プロトコルが用いられることが一般的だが、投融資ポートフォリオの GHG 排出量については世界各国の金融機関によって組織される PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials) が算定・開示基準を策定中である。

³ Climate Action Tracker “Global reaction to energy crisis risks zero carbon transition -Analysis of government responses to Russia’s invasion of Ukraine-” (June 2022)

related shareholder proposals more prescriptive than 2021”では、ロシアのウクライナ侵攻に言及し「脱炭素社会への移行に影響を与えており、少なくとも短期的・中期的には従来のエネルギー（筆者注：明記されていないが化石燃料由来のエネルギーと推測される）と再生可能エネルギー双方に投資をする企業の必要性が高まり、双方に効果的に投資を行う企業はブラックロックの顧客にとって魅力的な利益を生み出す。」（筆者訳）との見解を示した。

図表3 NYSE 総合株価指数、同エネルギー株価指数の推移



(出所) Wall Street Journal、ニューヨーク証券取引所、Haver Analytics
より大和総研作成

(2) 米国州政府によるアンチ ESG 施策

米国ではバイデン大統領が、米 SEC（証券取引委員会）や DOL（労働省）の規則の改正等を通じて ESG 投資の推進を図っている。しかし、一部の州ではこれに反発する動きが見られる⁴。州によって違いはあるが、州政府として化石燃料関連企業をダイベストメントの対象とする金融機関とは取引しない規則を制定したり、州の積立金や公的年金などの資産運用に対して当該金融機関と取引しないことを求めたり、投資収益の最大化以外の目的で ESG を考慮することを禁じる、といった施策が講じられている。

例えば、テキサス州は化石燃料関連の業務を行っていることを理由に取引を拒否するなど、経済的損害を加えるような行為が認められる金融機関とは契約しないことを規則として定めた。その上で、会計検査院が同規則に基づき契約しない金融機関のリストを作成・公表している（図表4）。このリストの作成基準は、グローバル産業分類システム（GICS）およびブルームバーグ産業分類システム（BICS）で金融に分類される会社のうち、MSCI の ESG 格付サービスのデータで業種平均より高いスコアを獲得し、かつ Climate Action100+および NZBA もしくは NZAM に参加している金融機関を最初にスクリーニングしている⁵。その上で、対象となった金融機関に追

⁴ 詳細については鈴木裕「[ESG 投資反対の動きー州経済への影響を懸念](#)」大和総研レポート（2022年9月15日）

⁵ テキサス州会計検査院“Financial Companies that Boycott Energy Companies Frequently Asked Questions”（2022年8月公表、2023年3月改訂）

加の調査をし、最終的にリストに掲載する金融機関を絞り込んだという。

図表4 テキサス州が取引を禁止した金融機関

	金融機関名
1	ブラックロック
2	BNPパリバ
3	クレディ・スイス・グループ
4	ダンスケ銀行
5	HSBCホールディングス
6	ジュピター・ファンド・マネジメント
7	ノルデア銀行
8	シュローダー
9	ハンデルス銀行
10	スウェドバンク
11	UBSグループ

(出所) テキサス州会計検査院 “Financial Companies that Boycott Energy Companies” (2022年8月公表、2023年3月改訂)

こうしたアンチ ESG と呼ばれる動きは、主に石炭や天然ガス、石油などの採掘や発電など化石燃料関連の企業が地域の経済を支えている州で主に実施されている。これらはレッドステートと呼ばれる共和党支持層が強い州でもあり、ESG が政治問題化している状況にある。

こうした動きを受け、米国の大手アセットマネージャーは難しい対応を迫られている。ブラックロックはテキサス州をはじめ、アンチ ESG の施策を講じている州からの書簡を受け、2022年8月に回答を提出している⁶。その中で、同社は投資先企業の気候変動の対応に関して達成すべき目標やロビー活動など指示していないとコメントした。この回答に対しては気候変動問題に強い関心を持つニューヨーク市会計監査官が反応し、ブラックロックに気候変動に対して野心的に取り組むことを要求するレターを送付している。様々な顧客を抱えるがゆえに、板挟みの状態となっている。

米大手アセットマネージャーであるバンガードは2022年12月、GFANZを構成する団体のうちアセットマネージャーの団体であるNZAMからの離脱を表明した。同社は離脱の理由として、顧客資産の約8割が指数に連動するインデックスファンドで運用されており、GHG排出量ネットゼロのアプローチが非常に困難であると述べている。メディアでは、米国内のアンチ ESG を受けた対応だと報じられている。離脱を後押しした背景には、国連の気候変動キャンペーン「Race to Zero」の参加基準厳格化も指摘されている。2022年6月に公表された厳格化の主な内容は、従来「Race to Zero」が参加要件として暗示的に求めていた、①GHG排出量の削減対策が講じられていない化石燃料の段階的削減および廃止、および②Race to Zeroに参加してから12か月

⁶ ブラックロックウェブサイトの[アリゾナ州法務長官向けのレター](#)などを参照。

以内に移行計画を公表すること、の2点の明確化である。加えてロビー活動などを通じて国や地方政府が「Race to Zero」の基準と統合的なカーボンニュートラルに向けた政策を積極的に支援することも新たに求めることを打ち出した。

GFANZは2021年に公表したプロGRESSレポート“The Glasgow Financial Alliance for Net Zero: Our progress and plan towards a net-zero global economy”で、メンバーに対し「Race to Zero」へのコミットメントを強く求めていた。しかし、「Race to Zero」の厳格化された参加要件に対して、参加することが困難であり、GFANZに残ることが難しいとの懸念を示すメンバーも少なからず存在したようだ。バンガードの離脱に先立ち、オーストラリアの年金基金とオーストラリアの年金基金、米国資産運用コンサルティング会社がGFANZからの離脱を選択している。2022年にGFANZが公表したプロGRESSレポート“2022 Progress Report”では「Race to Zero」に関する言及はあったものの、メンバーに強くコミットメントを求める記述はなかった。事実上、GFANZは加入要件に「Race to Zero」の参加を義務付けることを撤回したと解される。

3. 気候変動を巡る混乱は一過性なのか、継続するのか

2015年以降、急速に進んできた金融機関のカーボンニュートラルに向けた取り組みは、2022年の様々な出来事を受け、揺り戻しが起きたようにもみえる。ただし、G7やG20、COP等の国際的な合意事項に大きな変更が生じているわけではない。中長期的にGHG排出量を減らしていく方向に資金の流れをシフトさせる政策が取られていくことは変わらないだろう。

米国ではアンチESGの影響でアセットマネージャーが難しい対応を迫られているがアセットマネージャーにおいて気候変動が多くの顧客の関心事であり、中長期的な投資リスクであるという認識自体に変化があったわけではない。顧客から資産を預かり、運用するアセットマネージャーは、様々なニーズに対応しなければならない。当然、気候変動に強い関心を示す顧客もいれば、経済的リターンのみを求める顧客もいるだろう。また、投資家によって想定する投資期間（タイムホライズン）も異なる。気候変動問題のリスクは、異常気象など既に一部顕在化しているものもあるが、基本的に中長期のリスクと認識されている。アセットマネージャーはこうした幅広ニーズに応えることが求められる。

年金基金や保険会社などアセットオーナーは、中長期的な運用を行う主体だといわれている。アセットオーナーは相対的に資産運用額が大きく市場に与える影響も大きいことから、投資方針が注目されやすい。資産運用額が大きくなると、投資対象を様々な国・地域、業種、資産クラスに分散するようになる。そうすると、ある特定の投資先企業が環境や社会に大きな負荷をかけて大きな収益を上げたとしても、その悪影響が他の投資先企業や自らの最終受益者に及ぶ懸念が生じるため、ステークホルダー全体の持続可能性を考慮した運用を行う必要がある（経済・市場全体に投資をしている状態にある投資家は、ユニバーサル・オーナーといわれる）。

前述の通り、海外の年金基金の中にはGFANZからの離脱を選択したところもあるが、少なくとも世界的に名の知れた（資産運用額の大きい）アセットオーナーで、従来サステナビリティを

考慮して運用を行っていた機関が方針を見直す動きは見られない。アセットマネージャーとは投資のタイムホライズンが異なり、加えてユニバーサル・オーナーとしての対応が求められることなどが背景にあると考えられる。

米国のアンチ ESG に対して、公的年金が自らの考え方を表明する場面も出始めている。ケンタッキー州では政府機関が保有する資産のうち、化石燃料に関わっていることを理由にエネルギー企業のダイベストメント等をしている金融機関への投資分を売却する制度を設けた。これに対し、Kentucky County Employees Retirement System はアリソン州財務長官に売却するつもりはないとの書簡を送る決議を行った⁷。アンチ ESG が結果的に経済的なリターンに負の影響を与える可能性も指摘され始めている。カンザス州は同州の年金基金に対し ESG 投資の禁止を求め、また取引先が ESG 要素の考慮することを阻止する法律の制定を目指している。同州の予算部門が調査したところ、同州の Kansas Public Employees Retirement System のポートフォリオの見直しが必要になることや、ESG を考慮していないことをモニタリングするための費用の発生等により、10 年間で 36 億ドル利益が減ると試算した⁸。

少なくとも本稿執筆時点において、2022 年に顕在化した地政学リスクと政治リスクはアセットマネージャーに短期的には影響を与える事象であった一方、中長期的な影響は限定的であり、またアセットオーナーのスタンスを変更させるものではなかったと考えられる。

⁷ CHIEF INVESTMENT OFFICER “Kentucky Retirement System Trustees Say It Is Not Subject to State’s Anti-ESG Law” (2023 年 2 月 15 日) など各種報道より。

⁸ Institutional Investor “Kansas Pension Says New Anti-ESG Bill Could Cost \$3.6 Billion in Returns” (2023 年 3 月 9 日) など各種報道より。