

2025年4月21日 全7頁

# サステナビリティ課題への関心の低下で懸念されるシステムレベルリスク

## サステナビリティ課題と金融、経済の相互関係

金融調査部 主任研究員 太田珠美

### [要約]

- 米国においてサステナビリティ課題（気候変動や生物多様性の保全、ダイバーシティなど）の優先度が低下している。トランプ関税など政策の不透明さも相まって、金融資本市場のサステナビリティ課題への関心が相対的に低下することが懸念される。
- サステナビリティ課題と金融、経済は相互に影響を与える。政策当局や金融資本市場のサステナビリティ課題への関与が低下し、サステナビリティ課題が深刻化することで、金融や経済に悪影響を与えるリスクが高まることが懸念される。
- 英国ではスチュワードシップ・コードにおいて市場規模のリスク（金利の変動や地政学的な問題、為替レートなど）及びシステムック・リスク（気候変動、企業または企業グループの失敗など）を認識し、対応することを求めている。
- 責任投資原則（PRI）は金融や経済、地球環境、社会、政治などのシステム、またこれらのシステム相互の関係が、投資のリスクとリターンに与える影響にフォーカスする“システムレベル投資”を提唱している。投資家の中には、システム相互の関係を踏まえ、自らのポートフォリオにおいてフォーカスすべきサステナビリティ課題を特定・対応する動きもみられる。こうした取り組みの広がり通じて、金融資本市場の持続性が向上することが期待される。

## 1. 米国の政策の不透明さに振り回される金融資本市場

### (1) 米国ではサステナビリティ課題の政策的な優先度は低下

米国では2025年1月にトランプ大統領が就任して以降、パリ協定からの再離脱や連邦政府のDEI (Diversity:多様性、Equity:公平性、Inclusion:包摂性) プログラムの廃止など、サステナビリティ関連施策が相次いで廃止されている<sup>1</sup>。共和党はトランプ大統領就任以前から、気候変動対応に積極的に取り組む金融機関に対して、反トラスト法違反や受託者責任違反等を理由に攻撃を強めてきた。これを受け、多くの米国金融機関が気候変動関連のイニシアティブから脱退している。

加えて、トランプ大統領は2025年4月に貿易相手国に相互関税を課すと発表した。予想以上の関税率であったことから、金融資本市場は大きく混乱した。地政学的な問題に関しても見通しが難しい状況が続いている。金融資本市場における当面の関心は、米国の政策の不透明さが金融や経済に与える影響に向かざるを得ないだろう。

こうした状況を受け、サステナビリティ課題(気候変動や生物多様性の保全、ダイバーシティなど)に対して、金融資本市場の関心が相対的に低下することが懸念される。多くのサステナビリティ課題が世界の重大リスクとして認識されているが(図表1)、政策当局や金融資本市場の関与が減れば、サステナビリティ課題はさらに深刻化する可能性がある。

図表1 世界が抱える重大リスク 左:短期(2年程度)の重大リスク、右:長期(10年程度)のリスク

短期(2年程度)の重大リスク	長期(10年程度)のリスク	領域
1 誤った情報、偽情報	1 異常気象の発生	環境
2 異常気象の発生	2 生物多様性の喪失と生態系の崩壊	テクノロジー
3 国家・地域間の武力衝突	3 地球のシステムの重大な変化	経済
4 社会の分断	4 天然資源の枯渇	社会
5 サイバー空間の不安定さや脆弱性	5 誤った情報、偽情報	地政学
6 汚染	6 AI技術の有害な影響	
7 不平等	7 不平等	
8 非自発的な移住または強制退去	8 社会の分断	
9 地経学(ジオエコノミクス)の対立	9 サイバー空間の不安定さや脆弱性	
10 人権/市民の自由の侵害	10 汚染	

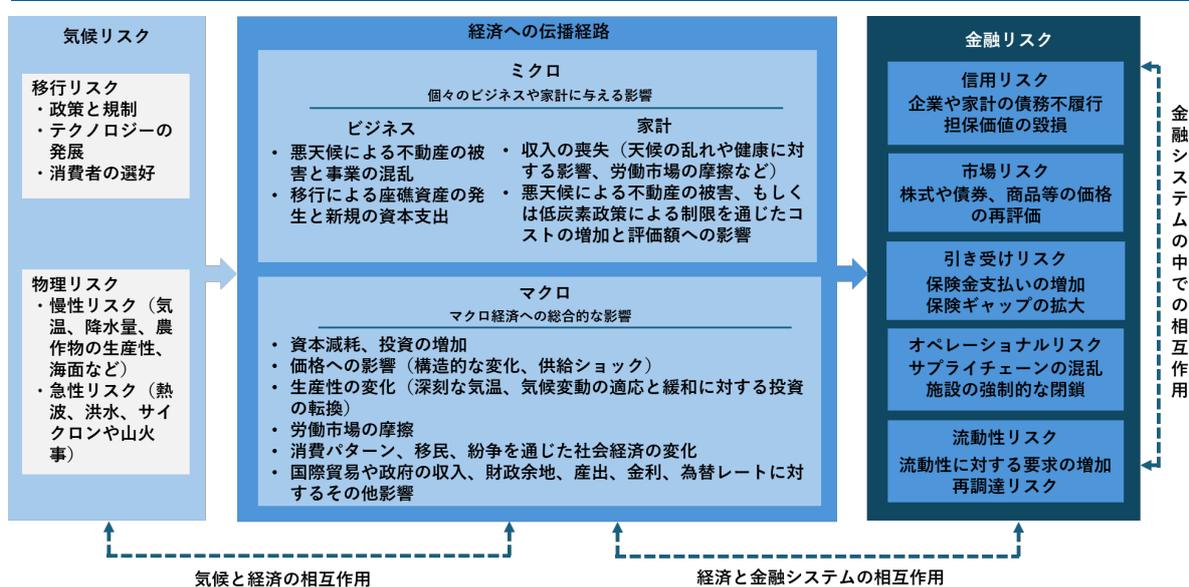
(出所) 世界経済フォーラム “The Global Risks Report 2025” 20th Edition (2025年1月) より大和総研作成

<sup>1</sup> White House ウェブサイト “[PUTTING AMERICA FIRST IN INTERNATIONAL ENVIRONMENTAL AGREEMENTS](#)” および “[Ending Radical And Wasteful Government DEI Programs And Preferencing](#)”

## (2) サステナビリティ課題が経済や金融に与える影響 ～気候変動を例に～

サステナビリティ課題に関連するリスクが顕在化した場合、金融や経済にも悪影響を与える可能性がある。例えば、気候変動に関しては、リスクの顕在化により経済に悪影響が生じ、金融システムを不安定化させる可能性が指摘されている（図表2）。気候変動リスクへの対応として2015年に気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）が設立されている<sup>2</sup>。TCFDはG20の財務大臣・中央銀行総裁による要請を受け、金融安定理事会（FSB）が設置した。中央銀行が気候変動によるシステミック・リスクの顕在化を防ぐには、金融機関や保険会社が抱える気候変動リスクを把握する必要がある。そのため、TCFDでは金融機関の投融资先や保険会社の引受先企業に、気候変動に関する情報開示等を求めている。

図表2 気候変動リスクが経済や金融システムに与える影響



(出所) Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (2022) “NGFS Scenarios for central banks and supervisors” (大和総研仮訳)

## 2. 金融機関や投資家に求められるシステムレベルリスクの考慮

### (1) 英国 FRC が求めるシステミック・リスクの特定、対応

気候変動以外にも、自然資本の毀損や生物多様性の損失、人権の侵害、従業員の健康・安全といった様々なサステナビリティ課題が、金融や経済に影響を与えるものとして認識されている。英国では Financial Reporting Council (FRC) がスチュワードシップ・コードの原則4に「署名機関は、十分に機能する金融システムを促進するために、市場規模のリスク及びシステミック・リスクを認識し、それに対応する。」という内容を盛り込んでいる（図表3）。

スチュワードシップ・コードの署名機関は原則4への対応として、①市場全体およびシステミック・リスクをどのように特定し、適切に対応したか、②金融市場の機能向上を促進するため

<sup>2</sup> TCFDの機能は2023年にIFRS財団に引き継がれた。

に、他のステークホルダーとどのように協力したか、③参加した関連業界のイニシアティブにおいて果たした役割、貢献の程度、およびその効果の評価（具体例を含む）、④それに応じてどのように投資を調整したか、の4点について説明する必要がある。

市場規模のリスクとは、金融損失を引き起こしたり、市場全体のパフォーマンスに影響を与えたりするリスクのことで、金利の変動や地政学的な問題、為替レートの変動などが含まれる。また、システミック・リスクとは、産業、金融市場、または経済の崩壊を引き起こす可能性のあるリスクのことで、気候変動、企業または企業グループの失敗などが含まれる<sup>3</sup>。スチュワードシップ・コードの署名機関が実際に特定したシステミック・リスクの具体例として、気候変動のほか、自然、健康、メンタルヘルス、現代奴隷などが挙げられる<sup>4</sup>。

図表3 英国のスチュワードシップ・コード

原則1	署名機関の目的、投資哲学、戦略、及び文化によって、経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むスチュワードシップを可能とする。
原則2	署名機関のガバナンス、リソース、及びインセンティブはスチュワードシップをサポートする。
原則3	署名機関は、顧客と最終受益者の最善の利益を優先するために、利益相反管理を行う。
原則4	署名機関は、十分に機能する金融システムを促進するために、市場規模のリスク及びシステミックリスクを認識し、それに対応する。
原則5	署名機関は、自身の方針を見直し、自身のプロセスを確実なものとし、自身の活動の効果を評価する。
原則6	署名機関は、顧客と最終受益者のニーズを考慮し、スチュワードシップと投資に係る活動とその結果を彼らに伝達する。
原則7	署名機関は、スチュワードシップと投資を、重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて、自身の責任を果たすために体系的に統合する。
原則8	署名機関は、アセットマネージャー及び／又はサービスプロバイダーをモニタリングし、責任を問う。
原則9	署名機関は、資産価値の維持又は向上のため、発行体企業とのエンゲージメントを行う。
原則10	署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、協働的なエンゲージメントに参加する。
原則11	署名機関は、必要に応じて、発行体企業に影響を与えるために、スチュワードシップ活動のエスカレーションを実施する。
原則12	署名機関は、積極的に権利を行使し、責任を果たす。

(注) 英国のスチュワードシップ・コードはサービスプロバイダーも対象としているが、この表ではアセット・オーナーとアセット・マネージャーのための原則のみ記載している。

(出所) 金融庁「英国スチュワードシップ・コード 2020 (仮訳) (2019年11月8日時点)」(「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(令和元年度第2回)参考資料2)(原典はFRC(2019)“The UK Stewardship Code 2020”)(梓は大和総研)

<sup>3</sup> 本文は英国のスチュワードシップ・コードの原則4の記述を参照したものである(大和総研仮訳)。一般的に、システミック・リスクは特定の事象が金融システムを不安定化させ、金融システム全体に波及するリスクを指す。例として、1990年代後半の日本における大手金融機関の相次ぐ破綻や、2000年代後半のサブプライムローンに端を発する金融危機がある。なお、現代奴隷とは強制労働や人身取引等、人間としての権利や自由が認められない状況などを指す。

<sup>4</sup> Legal & General Investment Management (2024) “[2023 UK Stewardship Code Summary](#)” および CCLA Investment Management (2024) “[Response to the UK Stewardship Code Principles](#)” より。

## (2) PRI が提唱するシステムレベル投資

### ①システムレベル投資の定義

機関投資家や金融機関の投融資におけるサステナビリティ課題への対応に関しては、従来、投資先ごとの取り組み状況等を把握し、投融資判断に反映させることが一般的だ。一方、これまで述べてきたシステム・リスクは、個別の投資先の状況に起因しない資産価格の変動を生じさせるリスクであることから、これまでの対応では不十分な面もある。責任投資原則（PRI）は署名機関に対し、金融や経済、環境や社会、それぞれのシステムが相互に影響を与えることによるリスク（システムレベルリスク）をポートフォリオの構築において考慮する“システムレベル投資”を提唱している<sup>5</sup>。PRI はシステムレベル投資を、ESG インテグレーションの深化したものと位置付け、システムレベルリスクが投資のリスクとリターンに与える影響に焦点を当てる投資と定義している<sup>6</sup>。なお、PRI のいうシステムレベルリスクには、システムティック・リスク（市場リスク）<sup>7</sup>とシステム・リスクの双方が含まれる。

### ②システムレベル投資実践に向けた取り組み

～Domini Impact Investments～

システムレベル投資は、現時点で明確な投資手法として確立されているわけではないが、実践に向けた取り組みを行っている機関投資家がいくつか存在する。本稿では Domini Impact Investments と University Pension Plan (UPP) の2つの事例を取り上げる。いずれもフォーカスするシステムレベルリスクの特定を行い、その対応として既存の投資先に対するエンゲージメントや、他の運用会社との協働に取り組んでいる。

米国の投資顧問会社である Domini Impact Investments は 2023 年に“System-level Investment: Domini’s Commitment”を公表した。この中で同社は「従来の投資やインパクト投資」を個別の投資先もしくはポートフォリオレベルでのリスクと機会の管理について検討するものとし、「システムレベル投資」はそれに加えシステムそのものに対して影響力を高める手法を用いるものと説明している。

同社は 2018 年にシステムレベル投資のパイロットプログラムとして、森林にフォーカスした“Forest Project”を立ち上げた。当初は同社が関与し得る 8 つの主要なサステナビリティ課題について検討を進めていた。しかし、8 つの課題に一度に対処することは現実的ではないことから、環境問題のうち気候変動や生物多様性の保全にも重要な役割を果たす森林にフォーカ

<sup>5</sup> 同じコンセプトを掲げた投資手法で、システムレンズ投資、システムチェンジ投資といった呼称が用いられる場合もある。

<sup>6</sup> PRI “What is system-level investing?” (2024 年 10 月 3 日) より。詳細は [PRI ウェブサイト](#) を参照。

<sup>7</sup> システムティック・リスクもしくは市場リスクは、英国のスチュワードシップ・コードの「市場規模のリスク」とほぼ同義である。インフレや景気後退、紛争、政変など、個別の投資先の状況に起因しない資産価格の変動（分散投資しても回避できないリスク）を指す。

スするに至ったという<sup>8</sup>。

当該プロジェクトにおいて、同社はポートフォリオに含まれる企業に関して、森林破壊および農地利用の影響を評価している。そして、気候変動や生物多様性に関連するリスクと機会の対処に役立つと考えられる、いくつかの重要な要素を特定している。森林を、手つかずの森林、人工林農地といった6カテゴリに分類し、それぞれの特性に合わせた目標や、特定の産業向けの基準の設定等に取り組むなどしている。また、生物多様性の保全に向けた金融機関の取り組みを支援する Finance for Biodiversity Foundation の副会長への就任、自然資本に関する投資家のイニシアティブである Nature Action 100 の設立支援、森林破壊問題に取り組む投資家のイニシアティブである森林破壊に関する投資家の政策対話 (IPDD) への参加などを通じて、他の投資家との協働や、当局とのエンゲージメントなどを行っている<sup>9</sup>。

#### ～University Pension Plan (UPP)～

UPP はカナダのオンタリオ州の大学や関連団体の年金基金である。UPP は、不平等をシステムック・リスクと位置付け、2024 年に “Inequality Stewardship Plan” を公表した<sup>10</sup>。不平等が金融システムに与える主要な影響として、①市場全体の成長に長期にわたってマイナスの影響を及ぼす、②不平等のレベルが高くなるほど経済の低迷がより頻繁により深刻になる、③不平等レベルが高いほどお互いを信頼しなくなり、社会・政治制度を信頼しなくなり、極端な政治観を採用する可能性が高くなる、といった3点を挙げる<sup>11</sup>。

同年金基金は、2024 年から 2027 年にかけて、スチュワードシップ活動を通じて金融市場および大規模で影響力のある企業におけるディーセントワーク（自由、公平、安全、人間の尊厳の条件の下で、適正で生産的な仕事を得る機会）を支援し、過剰な役員報酬を抑制することを目指すとしている。投資ポートフォリオにおけるウエイトや、不平等という体系的な課題への影響等を考慮し、エンゲージメントを重点的に行う業界として小売り、ホスピタリティ（接客を中心とするサービス業を意味し、宿泊や飲食業などが含まれる）、自動車業界を選定している。

## 4. 日本の投資家の現状と今後の期待

日本の機関投資家においても、今後システムレベルリスクへの考慮が進むことが期待される。例えば、日本生命保険は 2024 年に公表した「責任投融資レポート 2024」の中でシステムレベルリスクに言及している。同社は、地球温暖化の進行や生物多様性の喪失などシステムレベルリスクが発生すれば、分散投資を行ってもその影響は免れないと指摘する。機関投資家がポート

<sup>8</sup> Domini Impact Investments (2023) “[Yesterday Today and Tomorrow: Evolution of the Forest Project](#)” より。

<sup>9</sup> Domini Impact Investments (2023) “[Processes, Impact, Evaluations, and Next Steps](#)” より。

<sup>10</sup> UPP (2024) “[Inequality Stewardship Plan](#)” より。

<sup>11</sup> 不平等に関しては、2024 年に創設された不平等と社会関連財務情報開示に関するタスクフォース (TISFD) において、システムレベルリスクとしてどう捉えるべきか、検討課題の1つとして取り上げられている。

フォリオ全体の投資パフォーマンスを長期的に改善するには、金融システム全体を持続可能にすることが不可欠となる。そして、金融システムの持続可能性を高めるためには、責任投資家が、様々なサステナビリティ課題を抱えた様々な経済主体が相互に影響・依存していることを認識しながら、対応策を考えていくことが重要であるとしている<sup>12</sup>。

2015年の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のPRI署名を契機に、日本では機関投資家を中心に急速にESG投資が広がった。気候変動に関してはパリ協定の採択（2015年）や、TCFDによる最終報告“Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures”（2017年）を受け、ポートフォリオ全体の温室効果ガス（GHG）排出量削減目標の設定や投資先企業とのエンゲージメントが行われている。前掲の通り、TCFD提言は金融、経済と気候変動が相互に影響を与えることを踏まえた上で作成されたものではあるが、現状では気候変動に関しては気候変動の緩和（気温上昇の主要因であるGHG排出量の削減を通じて将来の影響を低減すること）に関心が集まっており、気候変動の適応（異常気象や農作物等への影響など、既に起きている、もしくは起きつつある事象に対応すること）や、他のサステナビリティ課題との関係（例えば自然資本との関係や、労働市場との関係<sup>13</sup>など）への考慮に関しては課題も残る。

本稿で事例として紹介したDomini Impact Investmentsがシステムレベルリスクとして森林にフォーカスしたのは、森林が気候変動や生物多様性の保全にも重要な役割を果たすという影響の大きさを踏まえての判断であった。投資家や金融機関が様々なサステナビリティ課題や金融、経済の相互関係を複合的に捉え、フォーカスするテーマを特定し、対応していくことが、今後の金融資本市場の持続的な成長のカギとなるのではないかと。

日本と海外では、取り組むべき重要なサステナビリティ課題も異なる。例えば、前掲図表1の世界経済フォーラム“The Global Risks Report 2025”20th Editionでは、付属資料で“Executive Opinion Survey”（EOS）の結果が紹介されている。EOSではビジネスリーダーに短期的に認識するリスクをヒアリングしており、日本のビジネスリーダーの回答としては「労働力および/または人材不足」「気象に関連しない自然災害（地震、火山など）」「経済の低迷（不況、停滞など）」「異常気象（洪水、熱波など）」「エネルギー供給不足」が多く挙げられたという<sup>14</sup>。また、各国のSDGsの達成状況を評価している。“Sustainable Development Report 2024”では日本に関して「目標5 ジェンダー平等を実現しよう」「目標12 つくる責任 つかう責任」「目標13 気候変動に具体的な対策を」「目標14 海の豊かさを守ろう」「目標15 陸の豊かさも守ろう」の達成状況に大きな課題があるとしている<sup>15</sup>。システムレベルリスクを特定するにあたり、世界的に取り組むべき課題に加え、日本の状況や特有の課題も念頭に置く必要があるだろう。

<sup>12</sup> 日本生命保険「責任投資レポート 2024」（2024年10月31日）pp.5-6より。

<sup>13</sup> 気候変動対策を進めるにあたっては“公正な移行（Just Transition）”を実現することの重要性が指摘されている。“公正な移行”とは、気候変動対策を通じて負の影響を受ける労働者に対し、働きがいのある仕事を提供し、生活に必要な収入を確保し続けられるよう配慮することを指す。

<sup>14</sup> 世界経済フォーラムの“Executive Opinion Survey”では短期的なリスクに関して調査している。

<sup>15</sup> Sachs, J.D., Lafortune, G., Fuller, G. (2024) “The SDGs and the UN Summit of the Future. Sustainable Development Report 2024” (UN Sustainable Development Solutions Network, Dublin University)