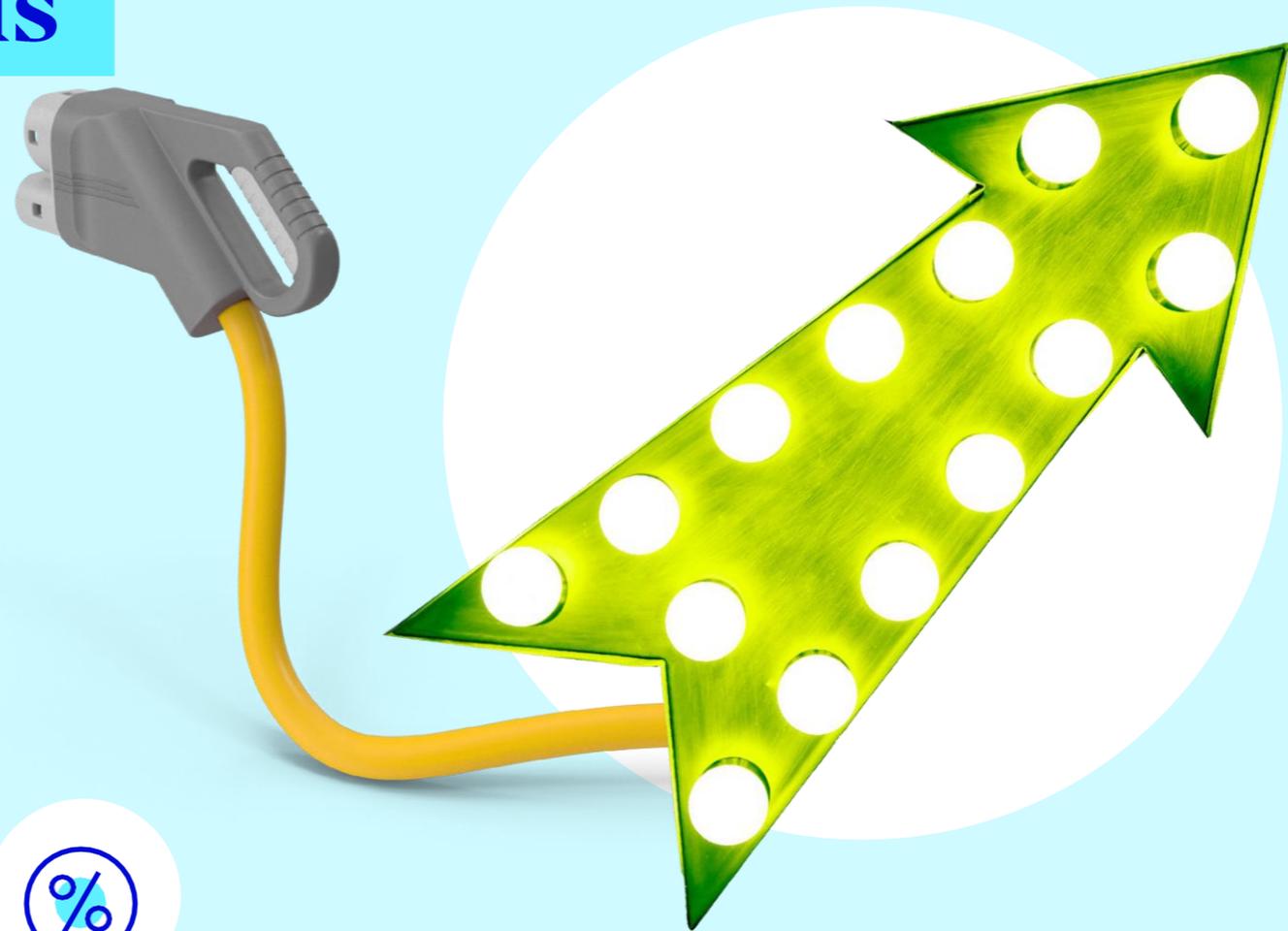


Rising stakes in ESG as sovereigns focus on impact

ソブリン投資家がインパクト投資に
注力するにつれて、高まるESGへの関心



ESG インテグレーションは増加し続けています：
ソブリン・ウェルス・ファンドの75%と中央銀行の
47%が正式にESGに関する方針を採用しており、
2017年にそれぞれ11%、46%であったものから
大きく増加しています。



インパクト投資が普及し、拡大しています。開
発ソブリンは、低炭素エネルギーへの移行に資金
を提供することに重点をおきながら、インパクト投
資拡大をリードしています。



ESGへの配慮により、ソブリン・ファンドの
40%がアクティブ・アロケーションを増やしており、
ウクライナへの侵攻により、パッシブ戦略による
ESGの実装の限界が浮き彫りになりました。

この調査では、過去5年間にわたり、中央銀行とソブリン・ウェルス・ファンドの両方でESGが急速に採用される様子を追ってきました。

2017年には、中央銀行の11%とソブリン・ウェルス・ファンドの46%がESGに関する方針を導入していました。今年はその数がそれぞれ47%と75%となり、前年よりもさらに増加しています（図 4.1）。

現在、ソブリンファンドの4分の3が ESG を組み込んでおり、以前は抵抗していた多くのファンドが参加しています。一部の人にとっては、潮流に逆らって泳ぐというレピュテーションリスクが導入の大きな要因となっています。中東を拠点とするある開発ソブリンは、次のように説明しています。「歴史的に、私たちは非常に目立たない株主でした。しかし、規制状況により、私たちは立場を示さざるをえなくなり、ESGは我々にとって非常に大きな存在になりつつあります。大衆に伝える良いストーリーを提供しないと、大衆は独自のストーリーを作りだしますが、そのストーリーが正しいとは限りません。」

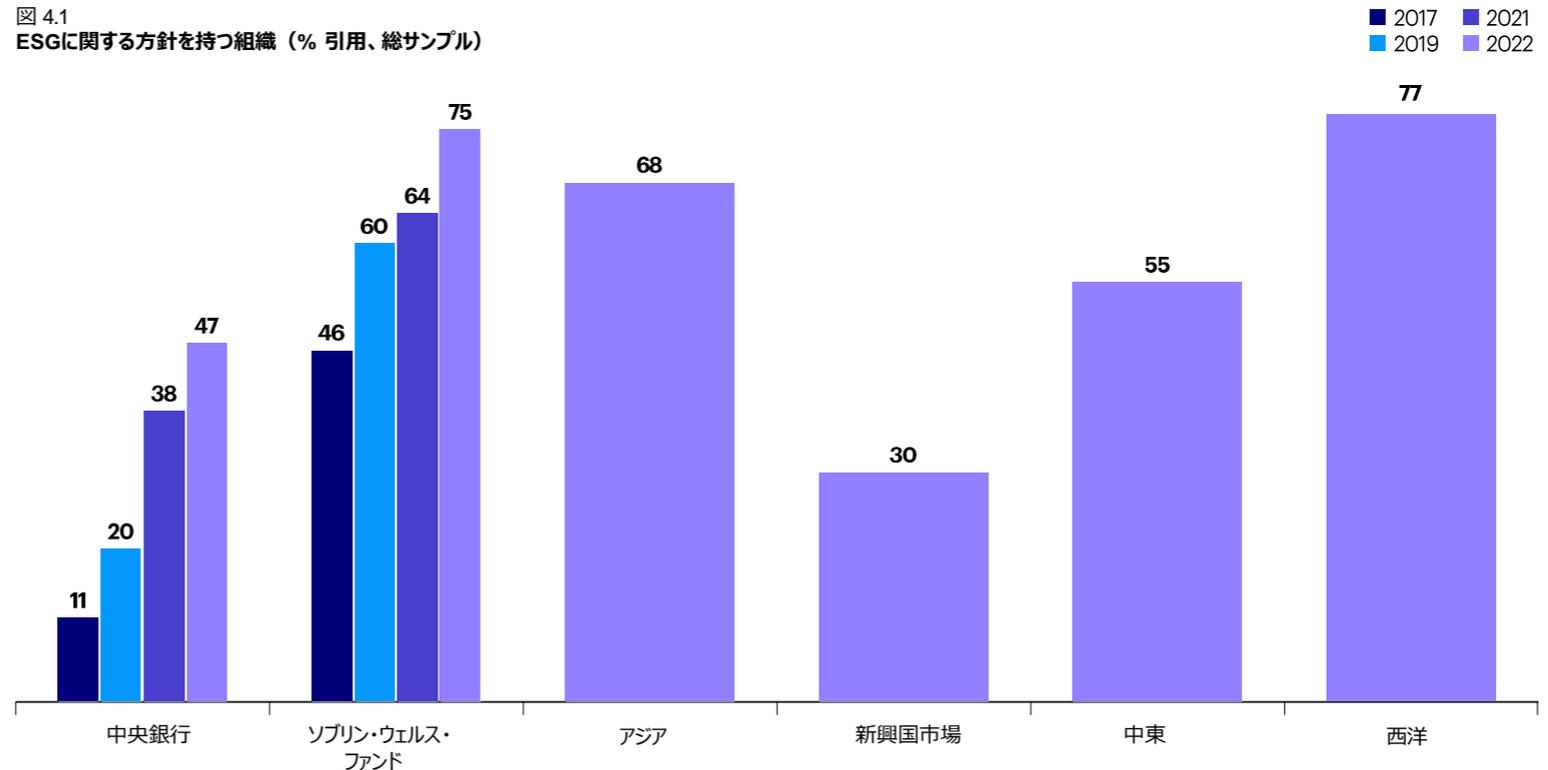
中央銀行の投資チームがESGの導入を推進

中央銀行の間でのESGの採用は急速に進んでおり、昨年、パンデミックがこのプロセスを加速させたことに注目しました。中央銀行の約44%が、パンデミックによって ESG への注目が高まっていると述べており、人間の活動が環境に与える影響や、不平等と労働基準が健康上の結果に及ぼす役割にスポットライトを当てています。

2017年以降、その導入が 4倍に増えているにもかかわらず、中央銀行の半数以上はまだに組織全体のESGに関する方針を定めておらず、その代わりに個々の投資チームやポートフォリオ・マネージャーがその場限りでイニシアチブを取っていることがよくあります。回答者は、組織内の伝統的な変化のペースが遅いことを指摘し、一部の回答者は、正式な方針がなくても、そのプロセスでESGの考慮事項を適用し始めたことを示唆しました。「公式の方針を策定するには時間がかかります。しかし、私たちのESG目標に準拠した投資を行うことが、すべての投資マニフェストや投資会議でより支配的になっています」と中東に拠点を置く中央銀行は述べています。

銀行は、ESG方針を持たない中央銀行と、気候変動などの問題に関する方針の採用に遅れをとっている国との間に相関関係があるため、しばしば政府から主導権を握ります。ユーロ圏の中央銀行の間では、ECBによって ESGへの考慮が高まっており、非金融政策ポートフォリオの詳細な炭素データを公開するという今後の要件に注目する人もいます。そのような中央銀行の1つは、そのアプローチについて次のように説明しています。「ガバナンスとESGの評価に基づいてスクリーニングを行い、ベンチマークユニバースよりも環境に優しいという目標に取り組んでいます。インパクトの面では、グリーンボンドとサステナブルボンドに特化したパスを用意し、株式ポートフォリオで外部マネージャーを使用する議決権行使にも焦点を当てます。」

図 4.1
ESGに関する方針を持つ組織（% 引用、総サンプル）



How long have you had an ESG policy? に対する回答数 : 132.



インパクトについて話すとき、私たちは安易なスクリーニングなどを望んでいるわけではありません。私たちは、エネルギー転換に投資するリーダーになりたいと考えています。

開発ソブリン
西洋



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



規制の明確性の欠如がESGの採用を妨げ、 貧弱なデータがグリーンウォッシングの懸念を煽る

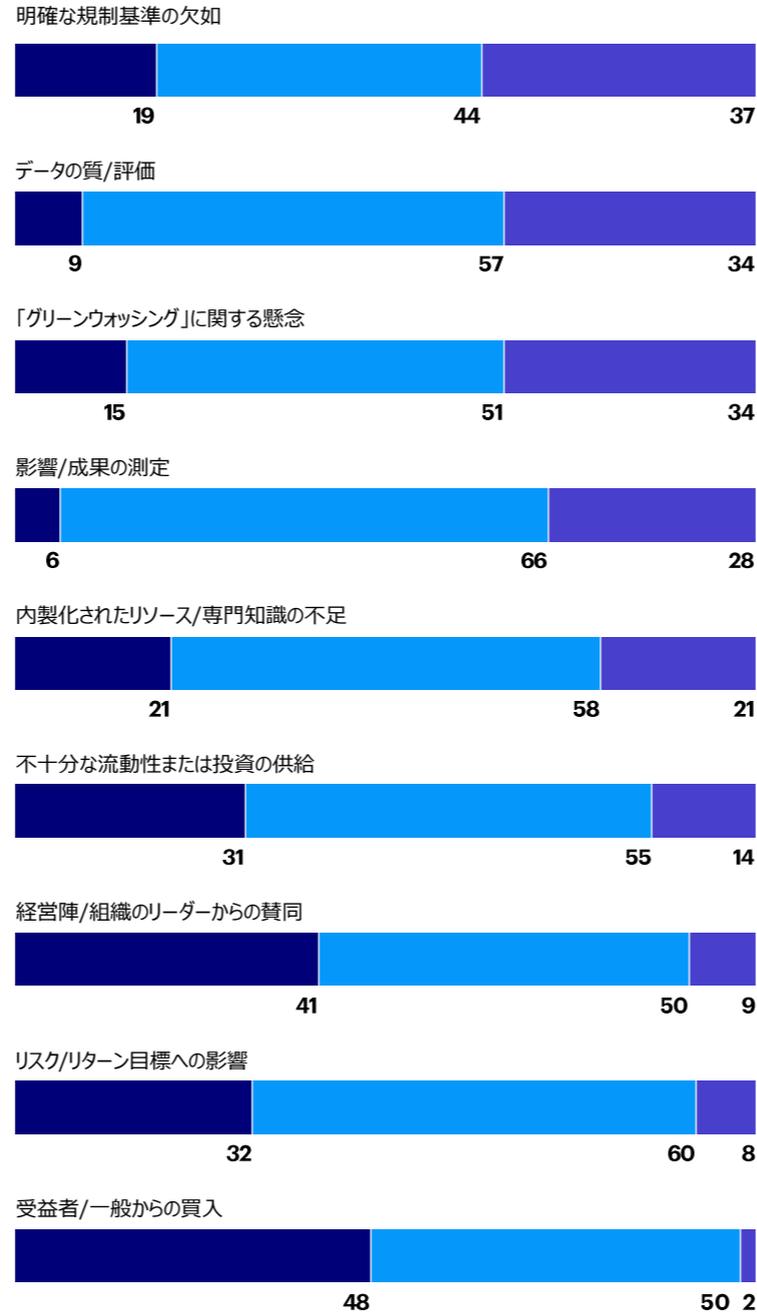
ソブリン・ファンドと中央銀行の両方が、ESG方針の目標と現在の実施状況との間にしばしばギャップがあり、課題があることを認識しています。最も挙げられている課題は、明確な規制基準とデータ品質の欠如に関連しています（図 4.2）。後者に関しては、回答者は、データの質が低いためにESG戦略の影響を定量化することが難しくなっていると指摘し、プロバイダー間で一貫性がないという問題点を指摘しました。そしてそれぞれに独自の方法論があります。ある企業にとってESGに準拠しているものが、別の企業にとって必ずしも準拠しているものに当てはまるとは限りません」と中東の開発ソブリンは述べています。

合意されたデータ基準の欠如は、グリーンウォッシングに関する懸念をかき立て、ESGの実装および報告時にレピュテーション・リスクを生み出すと見なされていました。「多くの投資機会は、環境に優しいように見えるかもしれない方法でブランド化され、販売されていますが、実際にはそうではありません」と、欧米に本拠を置く中央銀行は述べました。中東の開発ソブリンは、「透明性が欠如しており、それがレピュテーションリスクをもたらしている」と付け加えています。

これらの課題の結果として、回答者はESG戦略に対してより批判的で差別化された見方をするようになってきました。特に政府系ファンドは、さまざまな ESG戦略の有効性をより綿密に検討し始めており、時間の経過とともに検証および追跡できる測定可能な結果という点で最高の結果をもたらす戦略にリソースを集中させています。

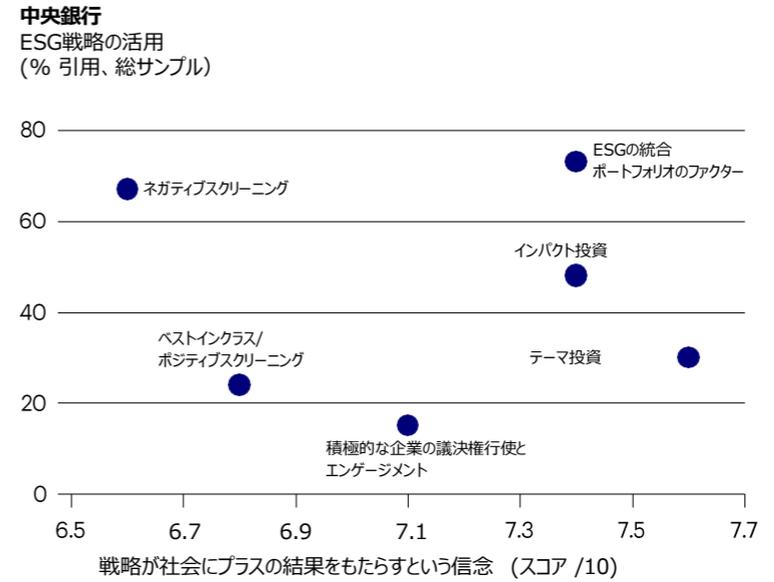
例えば、ネガティブ・スクリーニングは、中央銀行とソブリン・ファンドの両方で最も広く使用されている戦略の1つですが、ソブリン投資家は、社会にプラスの結果をもたらすという点では、最も効果がないと考えている戦略でもあります（図 4.3）。一方、積極的な議決権行使とエンゲージメントは、そのような結果をもたらすのに効果的であると政府系ファンドによって見なされており、広く用いられています。但し、議決権とエンゲージメントは中央銀行ではあまり広く利用されていません。中央銀行は、保有株においてより積極的な役割を果たすことが障壁になるといった潜在的な利益相反に関する点を、その理由としてしばしば挙げています。しかし、これは一部の中央銀行が取り組み始めた課題であり、解決策として、特定された所定のガイドラインに従って行使することを義務付けられた議決権代理機関を効果的に利用しています。

図 4.2
ESG投資の課題（% 引用、総サンプル）

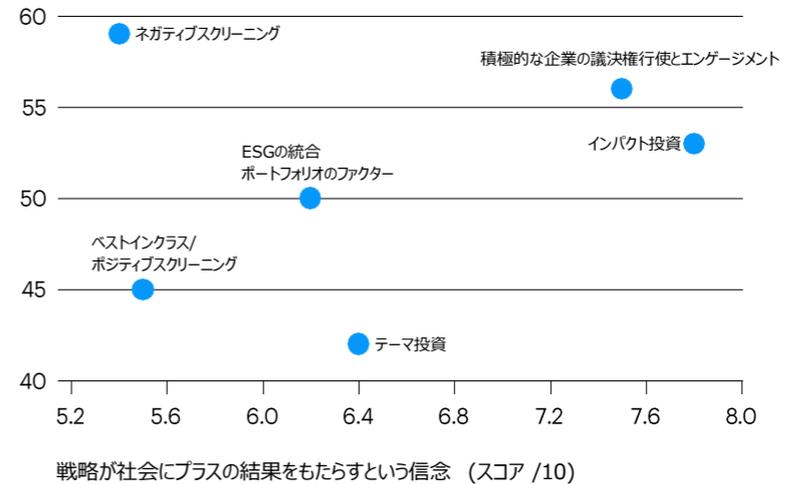


How significant are the following challenges in relation to ESG investing? に対する回答数 : 112.

図 4.3
ESG戦略の活用とそれらの戦略の有効性に対する信念（% 引用、総サンプル）



ソブリン・ウェルス・ファンド
ESG戦略の活用
(% 引用、総サンプル)



Which of the following ESG strategies do you use? To what extent do you think each of the following ESG strategies delivers positive outcomes for society? に対する回答数 : 97.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



インパクト投資の導入

昨年の調査で、一部のソブリンは、ESG分野のインパクト投資の分野でスケラブルで投資可能な機会がないことについて懸念を表明しました。

インパクト投資は当初、多くの場合、マイクロファイナンスやクリーンウォーターなどの分野のコミュニティプロジェクトへの直接投資に限定されていました。しかし、今年は、ソブリン投資家がより広い範囲でインパクト投資の機会を求めており、「インパクト投資」に該当する幅広い投資を行っていることがわかりました。

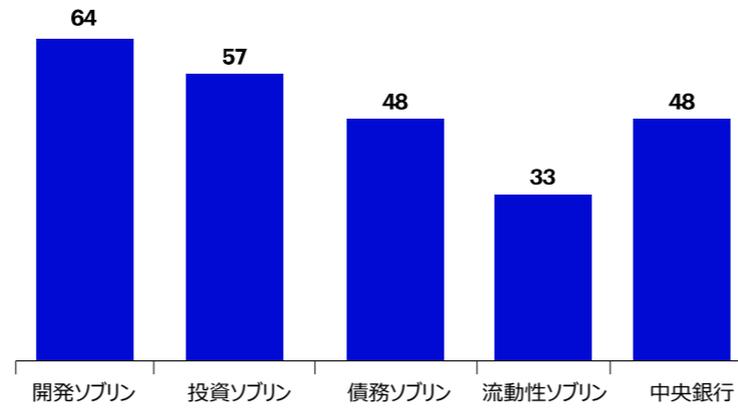
これらの投資の主な基準は、測定可能で、意図的で、直接的な社会的または環境的貢献をすることです。現在、このフレームワークに定期的に含まれている投資には、グリーンで持続可能な債券、再生可能エネルギーへの直接投資、二酸化炭素回収などの新興技術への投資が含まれます。

その結果、インパクト投資の使用は現在広く普及しており、特に開発ソブリンの間で人気があります（図 4.4）。これらのソブリン・ファンドの焦点は、風力や太陽光エネルギーなどを含む、国内市場でのエネルギー移行に資金を提供することであり、ある新興国のソブリンファンドは「私たちのインフラ投資の多くは、影響力に重点を置いています。これには、現在再生可能エネルギーのインフラがない国の一部で太陽エネルギーに投資するプログラムが含まれます。」と語っています。

「私たちは、脱炭素化のアジェンダに役立つプラスの影響を与える気候ソリューションの提案を求めて入札に参加しました。私たちは、エネルギー転換に投資するリーダーになりたいと思っています。これには、企業の事業の脱炭素化を支援するクリーンテックとソリューションが含まれます。」と、ヨーロッパを拠点とするファンドが説明したように、これらのソブリンについては、新しい資産運用会社の任務も影響目標に結び付けられています。

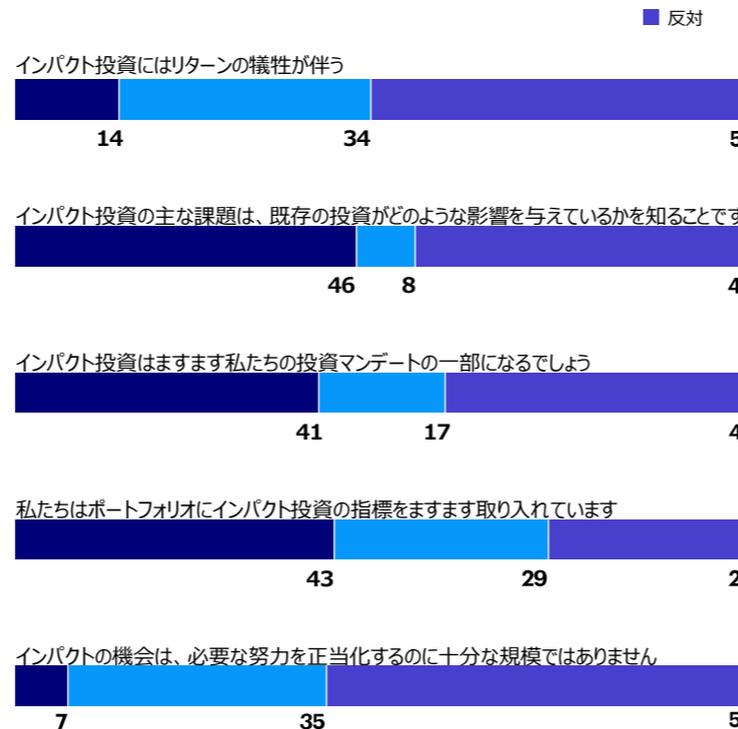
現在、中央銀行の半数弱がインパクト投資を利用していますが、ほとんどの中央銀行では投資可能な資産クラスが限られているため、グリーン債券やサステナブル債券への投資に限定されています。ある欧州中央銀行は、「インパクト投資は、当社のESG戦略のもう1つの重要な柱でもあります。当社は、社会と環境全体に対して意図的に積極的に貢献をする企業やプロジェクトを支援するために、グリーン債券の購入を開始しました」と述べています。

図 4.4
インパクト投資の使用 (% 引用、総サンプル)



Which of the following ESG strategies do you use?に対する回答数 : 97.

図 4.5
インパクト投資に関する見解 (% 引用、総サンプル)



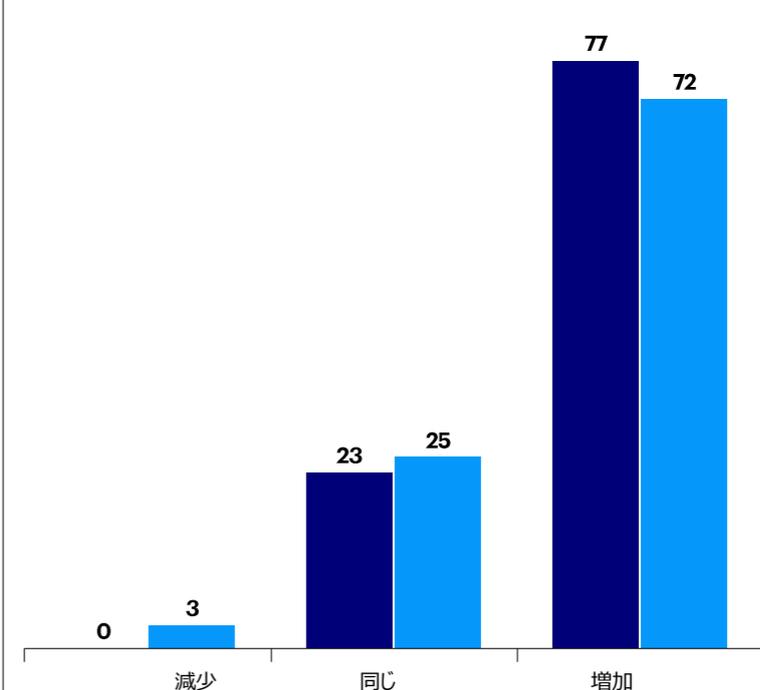
To what extent do you agree with the following statements?に対する回答数 : 103.

ソブリン投資家の約41%は、インパクト投資がますます全体的な使命の一部になると考えており、すでにインパクト戦略に投資している投資家の約4分の3が、過去12カ月間に配分を増やしています（図 4.5 および 4.6）。

実際、インパクト投資の実装に伴い開発された用語やツールは、現在では多くの場合、目標の冒頭に掲げられる測定可能な項目として、ESG戦略の中にますます取り入れられています。回答者の約43%が、ポートフォリオにインパクト投資の指標をますます取り入れていると報告しています（図 4.5）。特に、インパクト投資はリターンを妨げるものとは見なされていません。社会的または環境的にポジティブな影響に直接貢献する投資は、リターンの目標に沿っていると見なされることが増えているからです。

前向きな進展の1つは、投資家のわずか7%が、インパクトの機会が必要な努力を正当化するのに十分な規模ではないと述べたことです（図 4.5）。「インパクトについて話すとき、私たちは安易なスクリーニングなどを望んでいるわけではありません。私たちは、企業が事業の脱炭素化を支援するクリーンテックとビジネスソリューションであるエネルギー転換に投資するリーダーになりたいと考えています」と欧米に拠点を置く開発ソブリンは述べています。

図 4.6
過去 12カ月間のインパクト投資利用の変化 (% 引用、インパクト投資を使用している回答者)



How have your allocations to impact investing strategies changed over the past 12 months? に対する回答数 : 45.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)

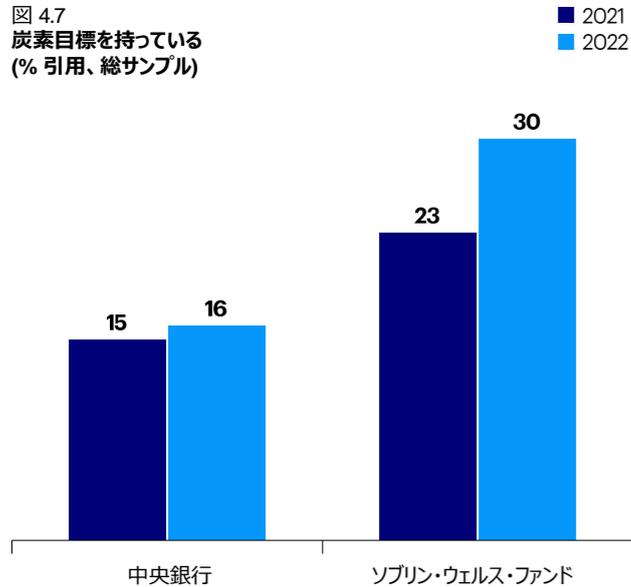


排出削減に取り組む企業へ焦点を当てる

ソブリン・ファンドは、ポートフォリオ全体の炭素目標をますます導入してきています。ソブリンの約30%が炭素目標を実施しており、昨年の23%から増加しています。対照的に、正式な炭素目標を設定している中央銀行はわずか16%で、前年比でほとんど変化がありません（図 4.7）。

中央銀行は、一般的に、これらの目標を政府と調整する義務があると指摘しました。炭素目標を掲げている中央銀行の約 83% が、この目標は自国の政府と一致していると回答しましたが、ソブリンファンドの半数強が同様の回答を示しました（図 4.8）。

図 4.7
炭素目標を持っている
(% 引用、総サンプル)

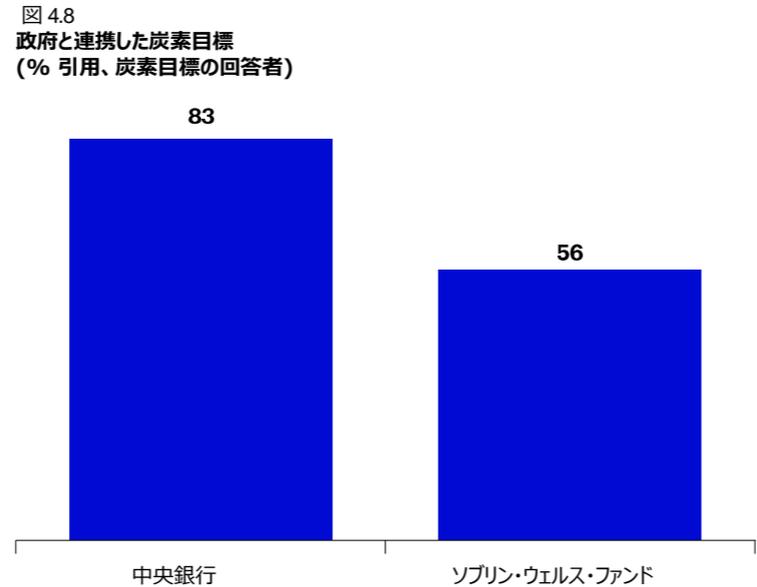


Have you set any carbon targets for your portfolio? に対する回答数 : 2021=119, 2022= 125.

ソブリン投資家は、炭素目標を達成するために、ダイベストメント、エンゲージメント、再配分された配分、再生可能エネルギーや炭素回収などのイノベーションへの投資など、さまざまな戦略を採用しています（図 4.9）。ソブリン投資家の約半数がダイベストメントを利用したと述べていますが、可能であればエンゲージメントを好むことが明らかになりました（10人中約7人が利用しています）。これは、肯定的な社会的成果をもたらすという点で、エンゲージメントがネガティブスクリーニングよりもはるかに効果的であると見なされているという以前の発見と結びついています。ダイベストメントは一般的に、最後の手段として、または新しいスクリーニング・ポリシーの必要な部分と見なされていました。たとえば、あるファンドは、オイルサンドの採掘と石炭からの収益の 15%以上を生み出す企業に対してネガティブスクリーニングを導入した後、売却を行う必要があったことを指摘しました。

エンゲージメントのメリットは、企業のタイプによって異なります。回答者は、高炭素企業を単にポートフォリオから除外するのではなく、高炭素企業に影響を与えて排出量を削減することで、最大の影響を与えることができると指摘しました。「企業が長期的に炭素排出量を削減するための適切な戦略を策定できるように、私たちは企業と積極的に関与することを好みます。私たちは、この側面に関する企業の進捗状況を監視することを可能にする多くの指標を開発しました」と、欧米に拠点を置く債務ソブリンは述べています。

図 4.8
政府と連携した炭素目標
(% 引用、炭素目標の回答者)



Are your carbon targets aligned with your government's carbon targets? に対する回答数 : 24.

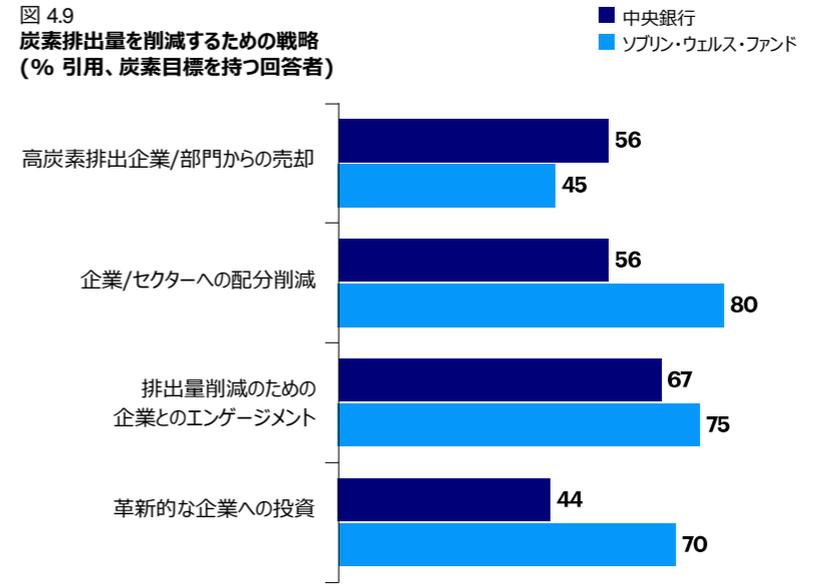
同様のアプローチは、同じく欧米に拠点を置く開発ソブリンも「私たちはポートフォリオ企業に二酸化炭素排出量を削減するよう奨励しており、ポートフォリオ内の多くの企業が Science Based Targetsイニシアチブを採用しています。私たちの主な目的は、企業が同業他社や業界平均と比べて二酸化炭素排出量を削減するよう奨励することです。」と指摘しました。

気候変動行動100+ やワン・プラネット・ソブリン・ウェルス・ファンド・フレームワークなどのアライアンスは、ソブリン投資家が関与イニシアチブ中に影響力を最大化するための重要な方法と見なされていました。ソブリンは、1人の投資家がより持続可能な慣行を採用するよう大企業に影響を与えることは難しいかもしれないが、複数の大規模な投資家が 1 つの傘下組織の下に集まることは、変化をもたらす可能性ははるかに高いと指摘しました。「アライアンスに参加することで、さまざまなセクターの大企業が温室効果ガスの排出を削減し、持続可能な慣行を採用するように集散的に影響を与えることができます」と、欧米に拠点を置く債務ソブリンは述べています。

このような提携は、アイデアを交換し、イノベーションへの投資機会を特定するための重要なプラットフォームとしても見られていました。中東を拠点とするある投資ソブリンは、「当社は、ワン プラネット ソブリン・ウェルス・ファンド・イニシアチブの創設メンバーです。このイニシアチブは、世界中のソブリン・ウェルス・ファンドをまとめ、低炭素経済への移行を支援できる企業やテクノロジーに投資する戦略を策定することを目的としています。」と説明しました。

⁵ <https://sciencebasedtargets.org/>

図 4.9
炭素排出量を削減するための戦略
(% 引用、炭素目標を持つ回答者)



Which strategies are you employing to reduce carbon emissions in your portfolio? に対する回答数 : 29.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



ウクライナの侵略により、ESGパッシブ戦略の限界が浮き彫りに

ロシアのウクライナ侵攻は、国レベルでのESG導入の堅牢性に関して、ソブリン投資家にいくつかの挑戦的な質問を投げかけました。テーマ 1 で述べたように、多くのソブリン投資家にとって、ロシアは侵略の時点まで投資先候補として評価されていました。そのため、何人かの投資家はロシアの資産を保有したままになっており、その後制裁の実施により価値が劇的に下落したり、取引できなくなったりしています。

多くの人にとって、これはESGフレームワーク内でのパッシブ投資の役割に対する懸念として認識されました。新興市場のインデックスにパッシブ投資を行っていたソブリン投資家は、株式および債券のポートフォリオにおいて当然ながらインデックスに占める分のロシアのウェイトを保有していました。侵略以前は、ロシア株は世界の時価総額の1%未満を占めていたため、ほとんどの場合、保有量は重要なものではありませんでした。しかし、一部の国の利害関係者は、自国のソブリン・ウェルス・ファンドが隣国の国境で軍事力を増強している国に投資した理由について精査することを妨げていません。

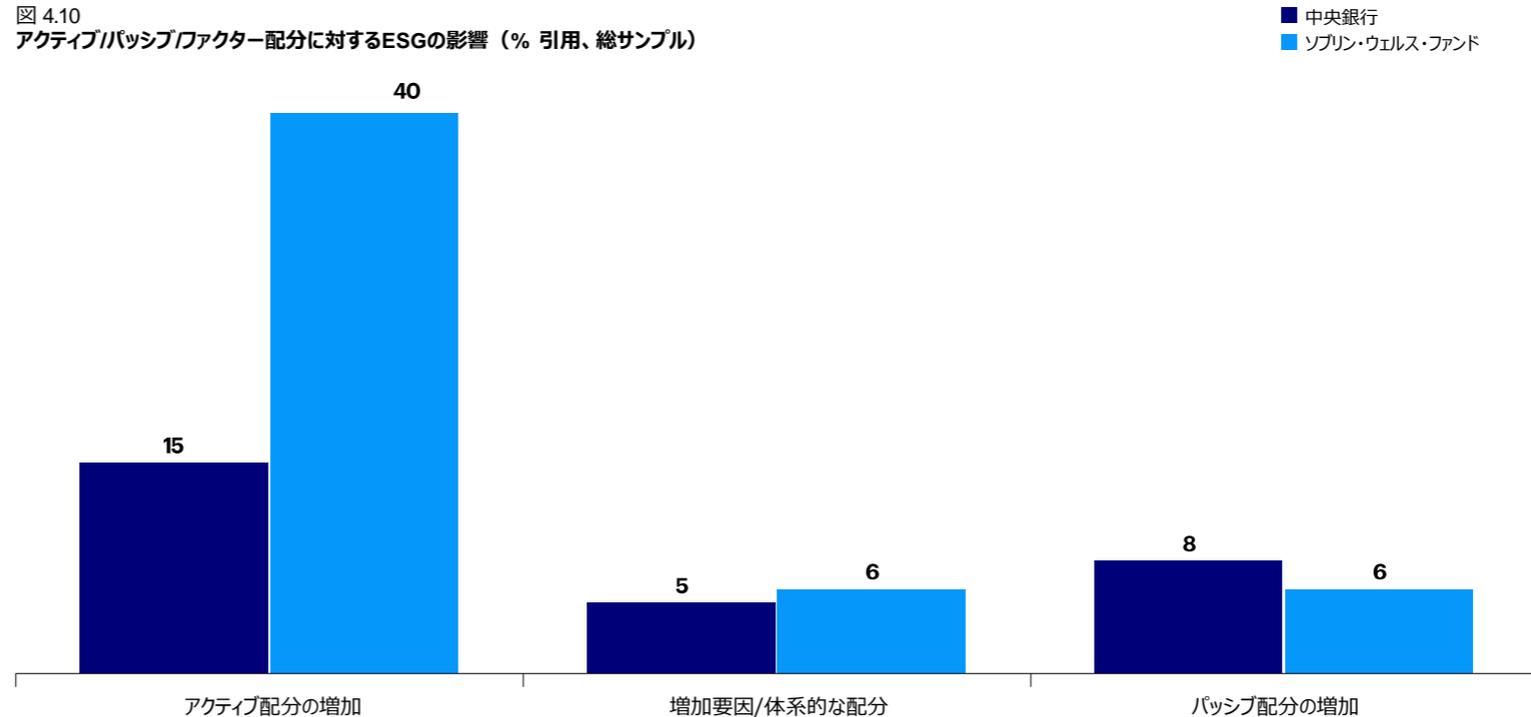
ソブリン・ウェルス・ファンドの約40%と中央銀行の15%が、ESGの問題がアクティブ・アロケーションの増加を促していると述べています（図 4.10）。アクティブなリスクベースのアプローチは、スクリーニングベースのパッシブなアプローチよりも有利であると見なされました。スクリーニングの基準値を満たさない可能性のある企業や政府は、代わりに（例えば、侵略後に強制的に売却するのではなく、地政学的リスクが高まったときにロシアへの割り当てを減らすことによって）下方修正することができます。

「パッシブに投資している場合、アクティブで責任ある所有者になることは困難です。あなたがただのパッシブインデックス投資家であれば、そのポートフォリオに何が入ったり、外れたりしているのかを正確に知ることは非常に困難です」と、欧米に拠点を置くある債務ソブリンは述べました。「ESGは、投資家がよりアクティブに行動することを奨励します。デューデリジェンスにおいて、アクティブ配分を支持しています」と欧米に拠点を置く開発ソブリンは付け加えました。

ESGの洗練度の向上により、測定可能な結果に重点が置かれる

ソブリン・ウェルス・ファンドと中央銀行はいずれも、ESGを投資戦略の中心に据えています。データの質やグリーンウォッシングに関する懸念などの課題は残っていますが、ソブリン投資家は、これらの問題を克服するための戦略を立てることができると信じています。これには、アクティブ運用、インパクト投資、測定可能な炭素目標、適切な議決権/エンゲージメントの活用が含まれます。これらの戦略がその価値を証明するにつれて、特に検証可能で長期的に追跡できる測定可能な結果をもたらすものとして、より多くの投資家に採用され、ソブリンポートフォリオ全体に浸透する可能性があります。

図 4.10
アクティブ/パッシブ/ファクター配分に対するESGの影響（% 引用、総サンプル）



Are ESG issues having an impact on active/passive/factor decisions? に対する回答数 : 102.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



本書お取り扱い上のご注意

本書は一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではありません。本書は、情報提供を目的として、インベスコ・グループの海外拠点において作成され、英文でリリースされた「Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2022」をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社が入手し、抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定の金融商品の投資勧誘を目的としたものでもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を保証するものではなく、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。本書で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。本書に記載された経済・市場等に関する見解や予測は情報提供を目的とするものであり、投資助言の提供を意図するものではなく、将来の動向を保証・示唆するものでもありません。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会