

2024年の持続可能性： ネットゼロから さらに総合的なアプローチへ

2024年2月



Virginie Derue
RIリサーチ・ヘッド
アクサ IM

主なポイント：

- 2024年は60カ国以上で選挙が控えており、政治面では特別な年になると見えています。このことは、主要なESG問題や気候政策にまつわる二極化の可能性など、持続可能な金融の行方に影響を与える可能性があります
- 政治的背景に関わりなく、生態系全体の変化を支援しようとする国連気候変動枠組条約第28回締約国会議（COP28）の呼びかけを反映し、低炭素への移行が、依然として主な焦点であるべきと考えます
- 生態系の脆弱性と生物多様性の喪失、より具体的には水ストレス（水需給に関する逼迫の程度）、廃棄物、汚染が投資家の議題に採り上げられると考えられる一方、食品部門への精査が強化されると見えています
- エンゲージメント（投資先企業や組織との建設的な対話）の面では、2024年は気候分野で転換点を迎えると考えており、他方で全般的に緊迫した社会的背景と低炭素社会への移行計画から派生する問題とにより、社会的権利、より具体的

的には人権と労働者の権利が引き続き関心を引くと見えています

- 責任投資はその視野を広げて、視点をネットゼロ（温室効果ガスの排出量を、吸収量や除去量と合わせて、全体で正味ゼロにすること）から、持続可能性のより総合的な観点へと移行していくものと考えています。

2022年にエネルギー・セクターの株価が他のセクターよりも大きく上昇したことは、サステナビリティ（持続可能性）が時には経済的成功と相反することの現れであると、一部の投資家から見られたかも知れません。しかし2023年には同セクターのパフォーマンスがMSCI欧州指数を下回り¹、その見方が誤りであることが示されました。

2024年は環境、社会、ガバナンス（ESG）関連の戦略を含め、市場や投資全般にとってより有利な背景を提供する可能性が高いと見えています。² 一方、当社グループとしては、金融上の短期的なパフォーマンスがどのようなものであっても、持続可能性と金融上の長期的なパフォーマンスとは両立できないと思いつむのは理にかなっていないと考えています。持続可能性は長期的な成功の中核的な原動力であり、今後もそうであるというのが当社グループの信条です。そして、この当社グループの認識を確立しましたのは数年前でしたが、

¹MSCI、2023年12月29日付

²[リサーチとインサイト | AXA IM JP \(axa-im.co.jp\)](https://www.axa-im.co.jp)

それは不適切なガバナンスが健全な業務姿勢とは両立しないことが明確化されてきた時期でした。

当社グループはこれ以降も、環境や社会の問題について、および、そうした問題が金融的パフォーマンスにとって意味するところについて、考察を続けてきました。MSCIによる最近の分析では、環境面、社会面でのリスク管理およびガバナンスのスコアが同業他社よりも高い企業は、2017年～2022年間に同業他社に比べて株式銘柄固有のリスクが低かったことが明らかになりました。³

重要なことは、企業のリスク度合いが低くなる原因は、気候変動、環境規制、労務管理など、単にどの種類のESGリスクに関係しているかを反映しているかだけではありません。リスク低下には、企業がこれらのリスク自体をどのように管理しているかも反映していました。

米国など一部の地域では、ESGをめぐる政治的二極化が現れ、この反動が収まるまでには時間がかかる可能性があります。今年の米大統領選挙で政権が共和党に移った場合、責任投資に決して有利にはならないと見ています。というのも、トランプ氏の発言によれば、もし同氏が大統領に就任した場合、インフレ抑制法のグリーンアジェンダ（環境対策）を廃止するとしています。しかし、他の地域でも、起こる事態によっては短期的に状況が曖昧になる可能性があります。その場合には、データが何を意味しているかを覚えておくことが重要であると考えます。

ESGのリスクが適切に対処および管理されている限り、データは、単純な配分や地理的な偏りがないように、様々なセクターで投資が行われる手助けとなります。

移行への焦点

当社グループとしては、昨年のCOP28での提言と成果を反映して、責任ある投資家および規制当局の双方が低炭素世界への移行を促進することについて関心を強めると見ています。

グリーン投資はもちろん重要ですが、資金が必要とされているのは、よりグリーンな経済への移行であり、そして特に、企業がより持続可能なビジネスモデルへ段階的に移行することをサポートする投資だと考えています。

しかし投資の観点から見て、発行体またはプロジェクトの段階で、「ブラウン（環境負荷の大きい）」セク

ターにある企業がよりグリーンな活動に移行するために資金調達できるようにする目的に関して、個々の債券が移行ファイナンス認証を受けられるしっかりとした基準については、まだ市場には統一的な考えがありません。当社グループは、こうした現状ではサステナビリティ・リンク債券（SLB）が投資家のニーズを満たす手段のひとつとなる可能性がある、と考えます。

一部のセクターでは、企業がますます厳格化する排出量削減政策に対処しなければならず、今後の事業費用が増大することから、なおさらこの債券による調達手段は有効となる可能性があります。また、欧州連合（EU）が現在施行している排出権取引制度は電力、発熱および石油精製、製鋼、アルミニウム精錬などエネルギー集約的なセクターを対象としていますが、この制度は2024年からは海上輸送に、2026年には建物、道路、輸送にも拡大される予定です⁴。

投資とエンゲージメントへの影響

このよりグリーンな経済への移行に焦点を向けることは、輸送、住宅、食料、建設、製造など、多数のセクターにわたり、潜在的な多くの投資機会をもたらすと見ています。COP28の主要コミットメント（責任を持った約束）のひとつである、再生可能エネルギーの容量を3倍にする取り組みの中で、インフラもまた恩恵を受けると思われます。

これにより今度は、「エンゲージメント・ウォッシング（見せかけのエンゲージメント）」防止に向けたより広範な要求を反映しながら、エンゲージメントに対するさらなる精査が促されると思います。投資家としての資産運用者は、企業のグリーン移行計画の評価、つまり、何に焦点を置いているのか、および様々なセクター、技術開発、規制へのアプローチをどのように調整するのかについて、より多くを共有する必要があるでしょう。

当社グループは、全般に責任投資業界が短期目標の実現可能性と実績に注目する一方で、設備投資計画と経営上の動機を中期的な気候目標と整合させており、気候戦略評価の第2段階に入りつつあると、考えます。

石油・ガス産業に関しては、企業の事業慣行、特にCOP28で強調されたもうひとつの分野であるメタン関連について、石油・ガス・セクターが、投資家やより広範な社会の双方から新たな注目を集めると予想しています。

³Research insight, How ESG Risk Management can impact Security Risk, MSCI, 2023年4月

⁴[ETS 2: buildings, road transport and additional sectors - European Commission \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/euro-observatory/en/ets2-buildings-road-transport-and-additional-sectors-european-commission-europa-eu)

気候と生物多様性のつながり

よりグリーンな経済への移行に直接関係し、気候と自然との相互作用を反映しながら、生物多様性と環境への配慮との統合は、2024年でも引き続き勢いを増すと、当社グループは考えます。これは、最近公表された自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）の枠組みに裏付けられており、枠組みは企業や金融機関が自然に関して最も重大なリスクとして、依存性、影響、機会を開示するよう奨励しています。

この枠組みが見なす生物多様性に最も影響が大きいとセクター⁵（食品、石油・ガス、化学、生活必需品の流通、金属小売、鉱業など）は、エンゲージメントの対象として、また、SLBの発行において、候補となる可能性があります。

エンゲージメントの面では、森林破壊がすでに投資家により統合が進んでいる一方で、水ストレス、廃棄物、汚染に関するエンゲージメントの増強が見込まれます。これは、企業に対して廃棄物、プラスチック包装を減らし、リサイクルを増やすよう圧力をかける規制の動向と並行して展開するでしょう。世界的には、175カ国が2024年までにプラスチック汚染に関して法的拘束力のある協定を作成することに合意しています。⁶

自然との相互作用に関しては企業の成熟度がまだ低く、重大な活動や優先度に関する位置づけという面で、投資家は最も重大なリスクについての知識を共有する上で役割を担っていると、当社グループは考えます。データおよびリスクと機会の評価を増強すべきならば、開示の詳細度を上げることが必須になると考えます。

欧州で1月1日に発効した新しい「企業サステナビリティ報告指令（CSRD）」は、TNFDが取り組んでいる相互運用性にもかかわらず、生物多様性への取り組みを損なう可能性があり、多くの企業の注目を集めるか否かはまだ不明です。

より良い投資のポテンシャル

他方で、課題が大きければ大きいほど、企業が解決策の採用や技術革新に力を入れて、ビジネスモデルをより持続可能な実践に向けて調整する機会が多くなる可能性があるために、株式投資家はその恩恵を受ける可能性もあります。また、債券では、食品・飲料、リテール、金属・鉱業などのセクターの企業が廃棄物や水を中心とした目標や重要業績評価指標（KPI）を設定し

ていることから、SLBが生物多様性に関して有望なセグメントであると、当社グループは見ています。

今後は国際資本市場協会がKPIレジストリ（登録簿）を更新しソブリン債を含めるようになったため、さらに多くのソブリンSLBが見られる可能性があります。190カ国以上が2022年12月に「グローバル生物多様性枠組」に署名しましたが、署名国はこれにより、2030年までに生物多様性の喪失をくい止め逆転させること（年2,000億ドルの保全資金を計画）を誓約した他、これらの目標の達成に向けた生物多様性国家戦略および行動計画を提出する義務があります。⁷

このことは、今年10月に控えた国連生物多様性条約第16回締約国会議（COP16）が追加的な発表を行う可能性が高いことから、今後自然関連のSLBの発行につながる可能性があります。

環境面での圧力

最後に、環境関連の訴訟は2024年も責任投資分野の一部であり続け、特に、永久化学物質（自然界でほとんど分解されない化学反応によって人工的に作られた物質）としても知られている有機フッ素化合物（PFAS、熱に強く、水や油を弾くため、フライパンや自動車、半導体等コーティング剤などに使われる）に関与する企業にとって営業・財務面でのリスクをもたらすと予想されます。

規制と消費者の圧力が高まり、製品サプライチェーン（供給網）の上流に当たる製品生産者にさらなる圧力をかけています。一方、水質規制における制限水準の引き下げやPFASの適用範囲の拡大が訴訟の増加を引き起こし、遵守と除去のための費用を増大させる可能性があります。

一部の企業はすでにこの予先に立たされており、訴訟負債や修復費用によって引き起こされた影響は大きく、一部の象徴的な事例では信用状況を圧迫しています。しかしこの大半が、すでに制限されているPFASの過去の排出量に言及するものであり、規制強化により今後訴訟や罰金の発生が増加する可能性があることを意味しています。

食品部門への注目

今年はまた食品部門が、環境悪化や気候変動への関与という観点から、投資家の議題に採り上げられると見

⁵ [Top10 biodiversity-impact ranking.pdf \(financeforbiodiversity.org\)](#)

⁶ [Nations agree to end plastic pollution | United Nations](#)

⁷ [Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework | UNEP - UN Environment Programme](#)

ています。世界の陸地面積の70%を占める134カ国が、2025年までに食品を国家の気候行動計画に組み入れることを誓約したCOP28を反映して、規制当局の監視がこの面で一役買うことと思われます。⁸ これは、農業部門における温室効果ガス排出量、肥料、化学薬品、土地利用への対策を目的とした政策が増加することを示唆しています。

2024年後半に発効予定であり、森林破壊に寄与する製品の輸入禁止を目的としたEUの森林破壊防止規則もまた、食品部門に影響を与えると見えています。企業は自社のサプライチェーンを監視し、それに応じて修正するための業務コストの上昇に直面することになる一方、それを怠った場合には様々なリスクを生み出すことになると見られます。

こうした展開は、再生農業、植物性たんぱく質の開発、水の使用量と汚染の削減、よりグリーンかつ再生材による包装、廃棄物の削減など様々な分野を対象として、より持続可能な食品生産と消費への移行に資金提供するための機会の拡大を投資家にもたらすと見えています。

労働者の権利および人権

さらに社会的考慮を取り入れることは、欧州におけるCSRDの導入や様々な地域にわたる人権や環境に関するデューデリジェンス規制（悪影響を精査し、予防・是正する義務に関する規制）の発達などの規制上の圧力を反映して、横断的なテーマとして進展を続けるはずです。当社グループの見解では、持続可能な経済への移行の取り組みが地球や人類を犠牲にすることのないようにすることを目的とし、こうした規制が、単に純粋なネットゼロへの焦点から総体的な観点への段階的な移行に寄与するでしょう。

労働者の権利に関する精査はあらゆる部門に及び、電気自動車に移行している自動車業界など、技術の大幅な変化による影響が最も大きい部門に特に波及するでしょう。この部門ではすでに特に米国で、多大なコストのかかるストライキを引き起こしており、再教育や訓練など、より広範な問題について公的な利害関係者をも関与させる必要があることを示しています。

生活賃金、労働条件、労働組合の結成、社会的対話は構造的な問題であり、最近まで気候変動問題に隠れてきましたが、企業の年次総会における株主議決数の増加に反映されているように、投資家はこれらの点をより真剣に検討し始めています。

これらの株主決議は「公正な移行」（持続可能な経済・社会へと移行する際に、すべての関係者が公正かつ平等な方法により持続可能な経済・社会へ移行することを目指す概念）というテーマにまだ大規模には対処していませんが、やがてこれが発展すると見えています。

イーザーマネー（現金が簡単に手に入る状況）の終焉期にあるように見える現在、風評リスクがかつて以上に株式へのリスクに転化し、企業の信用スプレッドを拡大させる傾向があります。

同様に当社グループは、2024年には人権への注目が高まると見えています。欧州では昨年12月に、「企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令（CSDDD）」への暫定的政治合意により、さらなる一步を達成しました。この指令はEU内外の多数の企業に対し、自社の世界での事業活動やバリューチェーンにおける環境・人権デューデリジェンスの実施を求めるものです。

CSDDDはまだ国内法に置き換える必要があるものの、経済的制裁（企業の総売上高の最大5%）の脅威は、企業が行動を起こすための強力な動機となると見えています。MSCIの調査では、2023年7月の時点でMSCI ACWI指数のおよそ78%（時価総額基準）が、制定済みの現代奴隷制関連の規制の少なくともひとつの対象であったと推定されています。⁹

当社グループとしては、これは経済活動および地理的観点から、リスクの重要性の定性的評価に対するニーズが高まっていることを意味すると、見えています。国際的規範や基準の遵守を評価するデータ提供会社は、投資家が人権の分野でリスクの規模を選別し、明らかな侵害者を排除することをサポートすることができると思われまます。しかし、データは論争や問題の焦点に関する定性的な展望を提供してはしません。投資家は究極的に、事象の深刻度、自ら設定した（越えてはならない）一線、最終的に排除または関与する必要性について、独自の見解をもたなければならないと考えています。

当社グループは企業に対し、行動規範や苦情解決機能を有していると単に表明するだけでなく、これらのリスクを予防、軽減、是正するために現場で何を行っているかを示すことで、これらのテーマにどのように対処しているかに関する具体的な証拠を示すよう、求めます。テクノロジー大手企業もこれを免れることはな

⁸ [STATEMENT: 134 Countries Sign the Emirates Declaration on Sustainable Agriculture and Put Food High on the Climate Agenda at COP28 | World Resources Institute \(wri.org\)](#)

⁹ Forced Labor in Supply Chains : navigating the New Risk Landscape, 2023年10月

く、人工知能がさらに発展するにつれ、その実践の精査が強化されることになると見えています。

視点の変換

2024年は経済成長から政治選挙の結果（特に米国）および地政学上の問題まで、依然として不確実材料が多数ありますが、明らかなことがひとつあると考えます。それは、気候変動のみへの焦点から、自然、生物多様性、人類を含む、より総合的な観点へと視点を変えることで、持続可能な経済・社会への移行の全側面を評価することが必須になってきているということです。

これを基盤として、投資家が単なるネットゼロからより総合的なアプローチへと焦点を変えるにつれて、エンゲージメントの質と実際のインパクトが同様に精査を受けることになると思います。

気候と生物多様性との相互作用がCOP28でさらに高まっているので、最後にここで、ノルウェーが1月9日の発表で、ノルウェー海域における深海採鉱を推し進める法案を世界で初めて可決した国となったことに言及したいと思います。¹⁰

ノルウェー政府は自国が慎重であり、最高レベルの基準を適用するためにさらなる環境調査が実施された場合にのみライセンスの発行を開始すると表明したものの、気候変動や異常気象現象との闘いにおける海洋の役割に向けられる注目の高まりに対して、この動きは明らかに矛盾しています。

石油・ガスの生産を続行することは、現時点の世界では他に道がないことから受け入れるとしても、人類がまだ完全に理解していない生態系に本質的に多大な影響を引き起こす可能性がある産業を新たに始めることはまた別の話であり、受け入れられないことだと考えます。

¹⁰ [Norway parliament approves highly controversial deep sea mining](#)
[| CNN](#)

(オリジナル記事は2月5日に掲載されました。[こちら](#)をご覧ください。)

MSCI ACWI指数及び欧州指数：MSCI社が公表している先進国や新興国を含む世界の株式市場、及び欧州の株式市場の値動きを示す時価総額加重平均型指数です。

※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、アクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行います。当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会