

② 個人向け金融商品におけるサステナブル投資

日本サステナブル投資白書2022より（2023年4月発行）

前回白書では2020年9月末で投信残高が急増していることを紹介した。その後も新規設定が相次ぎ、増加のペースは衰えていない。

しかし、2022年5月に発表された金融庁「資産運用業高度化プロGRESSレポート2022*1」にも指摘されるように、投資哲学や運用プロセス、組入銘柄の選定根拠等の情報開示が不十分であり、また運用期間が数年程度の投信の設定も散見され、メディア等で「名ばかりESG投信」という批判を目にすることが増えてきた。

そもそも企業は何らかの社会課題を解決するために存在し、すべての企業が必ずESGの高評価につながる側面を持っている。ゆえにどのような観点で投資先企業を良いと判断したのか、顧客に伝える努力をしない限り、ESG投資とは言えない。もし情報開示が進まなければ、ESGを冠する投資信託は一過性のブームとして信頼を失い、規模を縮小していくに違いない。

個人投資家にとって投資信託とは本来、その名の通り「信じて託す投資」であり、運用会社との信頼関係の基に成り立つ商品である。そして信頼関係の構築には、月次報告書等を通じた情報開示が不可欠である。それに加えてiDeCoや積立NISA等にサステナブル投資関連の投信の採用が増え、個人投資家が長期の資産形成のために選択しやすい環境になってはじめて、広く一般にサステナブル投資が普及したと言えるのではないだろうか。

なお債券については前回白書で、複雑な条件が付された仕組債が増えていることに注意を促した。こちらについても2022年8月発表の金融庁「2022事務年度金融行政方針について*2」において、仕組債の販売が「顧客本位の業務運営」に反するのではないかと指摘されている。世界的な低金利を受け、やむなく仕組債の形で販売されていたことも考えられるため、今後は減少するのではないだろうか。

投資信託・債券については四半期ごとに集計を行い、JSIFのウェブサイトで公表しているため、統計に組み入れている商品等の詳細はそちらをご参照いただきたい。

吉田 喜貴

図1-2-1 投資信託と債券の総額の推移

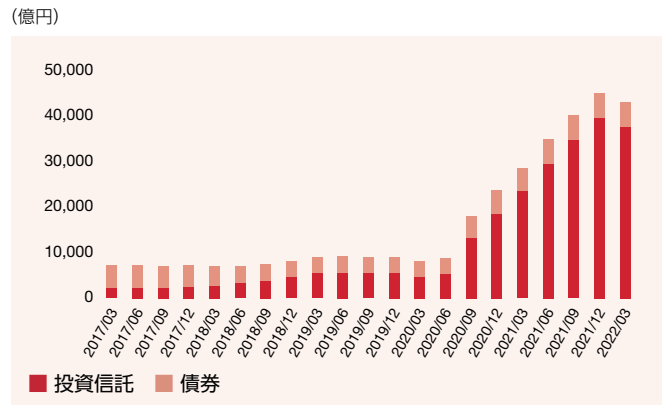
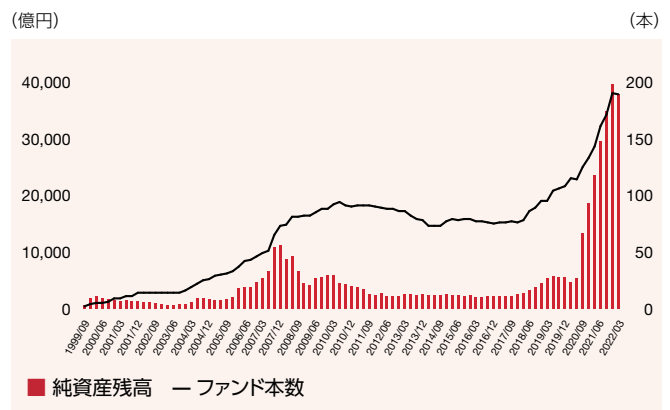


図1-2-2 投資信託の純資産総額とファンド本数推移



*1 <https://www.fsa.go.jp/news/r3/sonota/20220527/20220527.html>

*2 <https://www.fsa.go.jp/news/r4/20220831/20220831.html>

② 個人向け金融商品におけるサステナブル投資

日本サステナブル投資白書2020より（2021年4月発行）

本来は機関投資家向けのサステナブル投資残高調査の基準日に合わせ、個人向け金融商品の投資残高の報告についても2020年3月末で報告するべきであるが、それ以降に大きな変化があったため、2020年9月末までの数値を基に報告する。

前回白書で報告した2017年3月末以降の四半期ごとの投資信託・債券の合計額は、2020年6月末までは7,000億～9,000億円の間での推移が続いていた。しかし2020年9月末に一気に1兆8,000億円と急増する。（図1-2-1）

この急増は2020年7月20日に設定された「グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド」の9月末時点の純資産総額が、6,000億円超となっていることに起因する。

図1-2-1 投資信託と債券の総額の推移

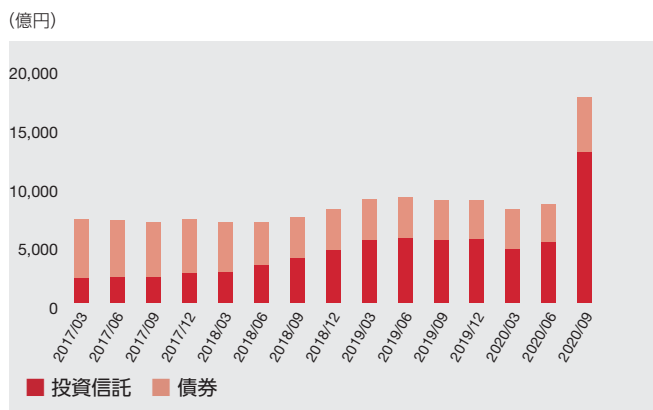
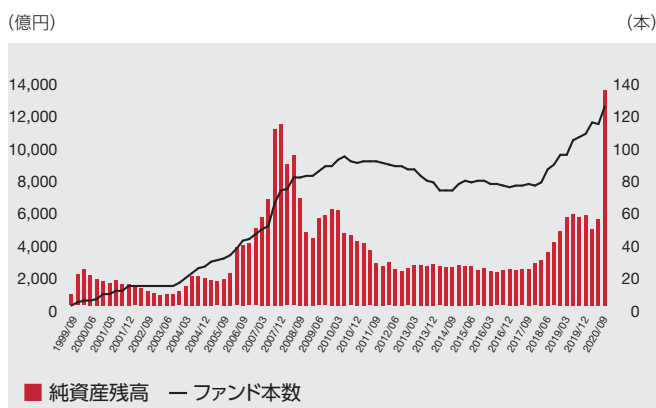


図1-2-2 投資信託の純資産総額とファンド本数推移



多くの運用会社がすべての株式投資について、意思決定プロセスにESG課題を組み込むと表明する中で、ファンドの名称や設定時の目論見書からサステナブル投資に該当すると思われる投資信託を選び、統計データの集計基礎とする手法に限界を感じている。

例えば今回、残高急増の要因となった「グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド」と同じシリーズの投資信託として、2016年9月30日に設定された「グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド」が存在するが、こちらは統計に組み入れていない。しかし運用開始後の月次レポート等の情報開示から判断する限り、両投資信託の違いは必ずしも明確ではない。

このように投資信託残高については、長年にわたり同じ条件で集計していることに意義はあるが、徐々に中身が伴わなくなりつつある。改善の必要性を感じながらも、有効な策を見つけれずにいる。

債券については、前回白書で高金利の新興国通貨建ての起債に偏っている点を懸念材料として挙げたが、足元では日本円での起債が急増している*。ただし円建ての債券の中には複雑な条件が付された仕組債の形になっているものもあり、新興国通貨とはまた別のリスクを伴うため、注意が必要である。

投資信託・債券については四半期ごと集計を行い、JSIFのウェブサイト公表しているため、統計に組み入れている商品等の詳細はそちらを参照されたい。

吉田 喜貴

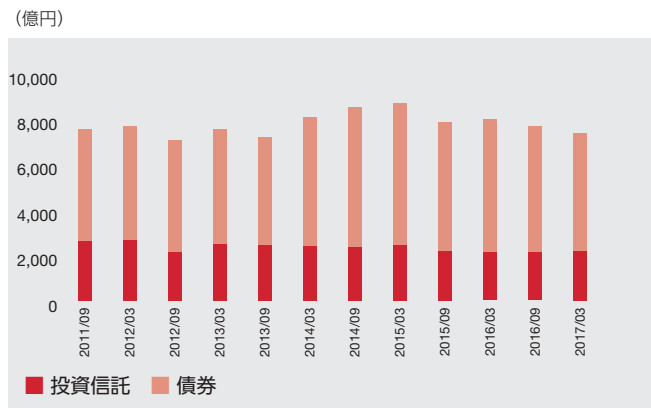
*2020年1～9月に販売された債券1,952億円のうち、1,824億円が円建て。

1. 投資信託・債券の総額の推移

本節では個人投資家向けの金融商品におけるサステナブル投資の動向について2017年3月末までの動向を報告する。

2017年3月末のサステナブル投資残高は7,358億円（投資信託2,187億円、債券5,171億円）と、2015年9月末の残高7,836億円（投資信託2,159億円、債券5,677億円）と比べるとほぼ横ばい。ここ数年は投資信託が2,000～2,500億円の規模で推移し、債券の発行・償還によって総額が上下する形となっている（図2-1-1）。

図2-1-1 投資信託と債券の総額の推移



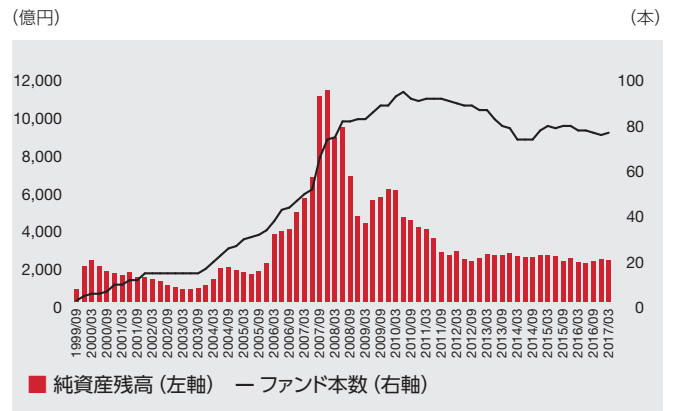
2. 投資信託

(1) 純資産残高の推移

1999年8月に日興アセットマネジメント株式会社の「日興エコファンド」が設定されてから約18年が経過した。2007年には純資産残高が1兆円を超えるまでに拡大したが、2011年9月末以降は2,000億円台の水準で横ばいとなっている。その一方で公募投信の純資産残高が2011年9月末の57兆8,882億円から2017年3月末の98兆7,742億円へと大きく拡大している*1。

今回の白書の他の章では、様々な形でサステナブル投資の取り組みの広がりが報告されているが、個人投資家向けの投資信託については残念ながら縮小傾向にあると指摘せざるを得ない。

図2-2-1 投資信託の純資産残高とファンド本数推移

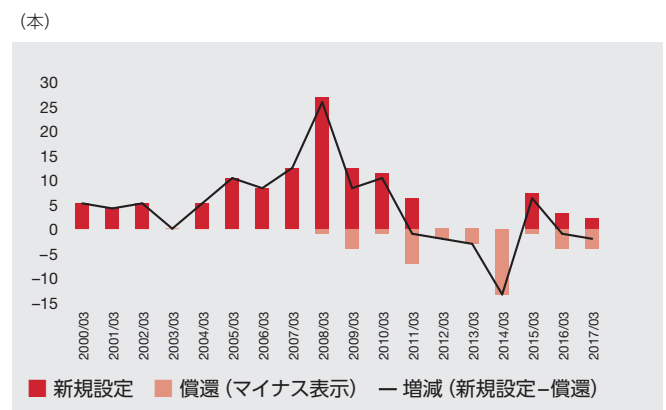


(2) 新規設定・償還の動向

投資信託の本数は2010年6月末時点の94本をピークに減少し、2017年3月末時点では76本となっている。推移の詳細を見るため、図2-2-2に毎年3月末までの1年間の新規設定・償還の本数の推移を棒グラフで示した。2011年頃からは償還が設定を上回る状況が続いている。

後述する債券の発行が2010年頃から急増しており、サステナブル投資に関心を持つ個人投資家が投資信託から債券に乗り換えたことも考えられる。

図2-2-2 投資信託の新規設定・償還本数の推移



(3) 今後の展望

全体の動向としては明るい材料はないが、個別の投資信託を見ていくと、今後この分野が広がるためのヒントが隠されている。

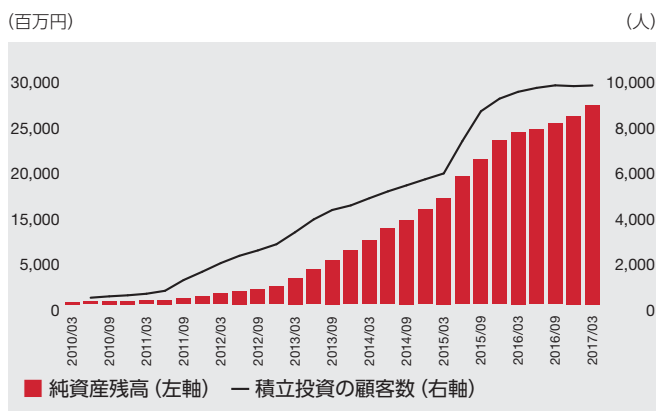
2017年3月末の時点で純資産残高が最も大きい投資信託は、鎌倉投信が株式会社運用する「結い2101」の263億円。同ファンドは2010年3月の設定以来、着実に純資産残高を増やし続け、JSIFによる四半期ごとの調査では、2016年3月末にSRI投信の先駆的な存在である「損保ジャパン・グリーン・オープン」*2を抜いてトップとなった(図2-2-3)。

図2-2-3 2017年3月末時点の純資産残高トップ3

ファンド名称(運用会社)	純資産残高 (百万円)
1 結い2101(鎌倉投信)	26,328
2 損保ジャパン・グリーン・オープン (損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント)	22,891
3 日興エコファンド(日興アセットマネジメント)	10,305

鎌倉投信株式会社は個人投資家、投資先企業、運用者が結ばれる場として年に一度の「受益者総会」を開催するなど、個人投資家との投資哲学の共有に努めていることに特徴がある。こうした活動が「投資を通じた社会貢献」という意思を持った個人投資家の支持を集めたものと考えられる。着実な支持の広がり、積立投資の顧客数の増加(図2-2-4)や「投信ブロガーが選ぶ! ファンドオブザイヤー」の結果*3からうかがいしれる。

図2-2-4 鎌倉投信株式会社「結い2101」の推移



出所: 積立投資の顧客数は鎌倉投信の「結いだより」より集計

2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」が導入され、運用会社と企業とのエンゲージメントに注目が集まっている。鎌倉投信の事例は、運用会社が個人投資家とのエンゲージメントにも目を向けることも重要であることを示しているのではないだろうか。

また2014年から年一度、金融庁から発表されている「金融レポート」*4では、販売会社が顧客に対し投資信託の回販売買を促し、手数料を稼ぐビジネスモデルが、再三にわたり非難の対象となっている。新規設定時のみに販売キャンペーンが張られ、約2年で新たな投資信託への買い換えが推奨される環境下では、中長期を見すえた運用を目指す投資信託は生き残りが難しかった。そもそも長期投資が基本のサステナブル投資とは相容れない環境であったともいえる。

しかし今後は投資先企業に事業の社会性を問う立場からも、運用会社は1本の投資信託を長い目で育てる方向へ進むのではないだろうか。そして投資信託が着実に純資産残高を増やしていくためのポイントの一つが、個人投資家の共感であるならば、サステナブル投資との親和性が高いといえるのではないだろうか。

本節の図表について出所を明記していないものは、株式会社QUICKの協力を得て、JSIFで四半期ごとに公開しているデータをもとに作成したものである。

*1 投資信託協会ウェブサイトより

<https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>

*2 1999年9月に設定された損保ジャパン日本興亜アセットマネジメントの投資信託

*3 個人投資家が主体となって優秀ファンドを選ぶ「投信ブロガーが選ぶ! ファンドオブザイヤー」で、「結い2101」は7年連続(2009~15年) ベストテン入り。

<http://www.fundoftheyear.jp/>

*4 2014、2015年は「金融モニタリングレポート」、2016年からは「金融レポート」に名称が変更されている。

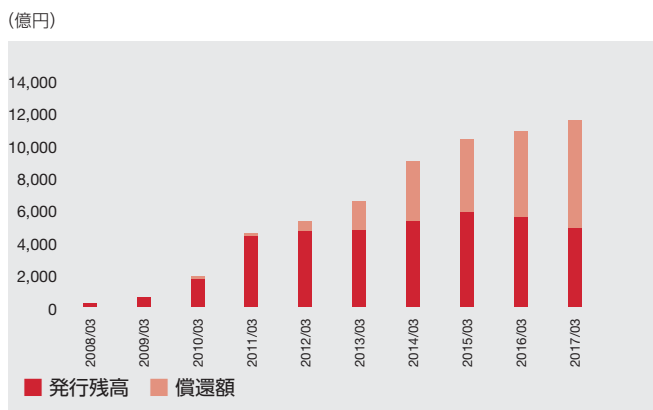
<http://www.fsa.go.jp/policy/summary.html>

3. 債券

(1) 発行残高の推移

2008年3月に社会貢献型債券の第1号である予防接種のための国際金融ファシリティ^{*5}による「ワクチン債」が、個人投資家に販売されてから10年が経過した。2017年3月末の時点で累計販売額は1兆2,302億円、償還考慮後の発行残高は5,171億円となっている（発行時の為替レートで換算。中途売却による残高減は加味していない）。この10年間の発行残高の推移を振り返ると、2010年に約3,000億円増加し、それ以後は償還を補う形で新規発行が続き、5,000～6,000億円での推移となっている。

図2-3-1 債券発行残高の推移



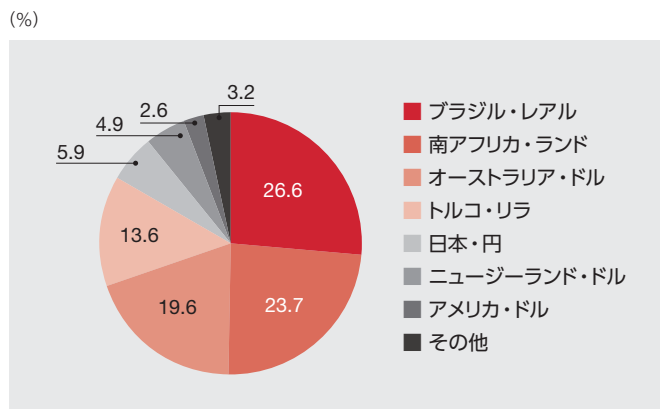
(2) 今後の展望

前述の投資信託は2008年9月のリーマン・ショックあたりから規模が縮小し、低迷を抜け出せない状態だが、債券は反比例するかのように発行残高を増やしている。

投資信託よりも債券が広く受け入れられた背景には、①債券は発行体が調達した資金の用途が明らかにされている点に特徴があり、投資信託よりも社会への寄与が感じられやすいこと、②満期一括償却・固定金利という定期預金に近い商品性が日本人にはなじみやすかったこと、の2点が挙げられる。

ただこの商品の惜しいところは、当初より高金利の新興国通貨建ての債券発行に偏っていることである。ブラジル・リアル、南アフリカ・ランド、オーストラリア・ドル、トルコ・リラ、ニュージーランド・ドルの5通貨が88.4%を占めており（図2-3-2）、前回2015年度版の白書から3%上昇している^{*6}。また円建てでの起債事例は2014年12月のJICA債以降、存在しない。

図2-3-2 通貨別販売額比率（2017年3月末）



為替変動が大きくなりがちな高金利通貨での運用は、富裕層であればまだしも、若手社会人の着実な資産形成には不向きといわざるをえない。その一方で、2000年以降に社会に出た層は社会貢献に感性が高いといわれており、この層に訴求できる商品設計になっていないのが残念だ。また現在の税制では、iDeCo（個人型確定拠出年金）やNISA（少額投資非課税制度）を利用した投資信託の積立投資が資産形成の入口として適している。このことから為替リスクを軽減し、社会貢献型の債券を組み入れた投資信託の登場が望まれる^{*7}。

本節の図表は、大和証券株式会社債券営業部の協力を得て、JSIFで四半期ごとに公開しているデータをもとに作成したものである。

吉田 喜貴

^{*5} The International Finance Facility for Immunisation

^{*6} 2015年9月末時点では85.5%

^{*7} 2017年3月末現在、社会貢献型の債券に投資する投資信託は、運用資産の約3割をグリーンボンドに投資する「グリーン世銀債ファンド」（日興アセットマネジメント／2010年6月）の1本のみ。

4. その他の社会的インパクト投資

個人投資家によるサステナブル投資の中でも、投資信託や債券の形を必ずしも取らない、より積極的な課題解決を意図する「社会的インパクト投資」の動向を報告する。

(1) クラウドファンディング

個人による投資の新しい手法として、インターネットを介して比較的少額から投資可能なクラウドファンディングの急成長が続いている。クラウドファンディングでは、投資家による共感を得られるかどうか成否の鍵を握っているといわれ、社会的

2 個人投資家の動向

日本サステナブル投資白書2015より（2016年4月発行）

1. 投資信託

本節では個人投資家向けのサステナブル投資型金融商品の一つであるSRI投資信託について、「日本SRI年報2013」（以下、「2013年版年報」）での報告以後、2015年9月末までの直近2年間の動向を中心に報告する。

なお、本白書におけるSRI投信の集計対象の考え方については、表2の「JSIFが定めるサステナブル投資の基準」を参照されたい。

(1) SRI投資信託の現状

1999年にSRI投信が誕生してから16年あまりが経った。その間、純資産残高は2007年に一時1兆円を超えるまでに拡大したが、2011年後半からは2,100億円～2,600億円程度の水準を維持して推移している。ここ数年は比較的良好な投資環境が続き、資産運用に前向きになる個人投資家も増えていと考えられる。投資信託協会の統計によると公募投信（公社債投信を除く）の純資産残高は2013年9月末には62兆4,250億円であったが、2015年9月末には77兆807億円へと23.5%増加した。一方で、SRI投信は2,440億円から2,160億円へと11.5%減少した。

SRI投信を投資対象と評価項目別に分類し、その純資産残高を2013年9月末時点と比較する（表2-1-1）と投資対象別では国内株式型が42.4%から54.5%に増加し、国際株式型は50.0%から40.2%に減少した。

評価項目別では、これまでは環境を評価項目としたファンドが純資産残高全体の7割以上を占めていたが2015年9月末時点

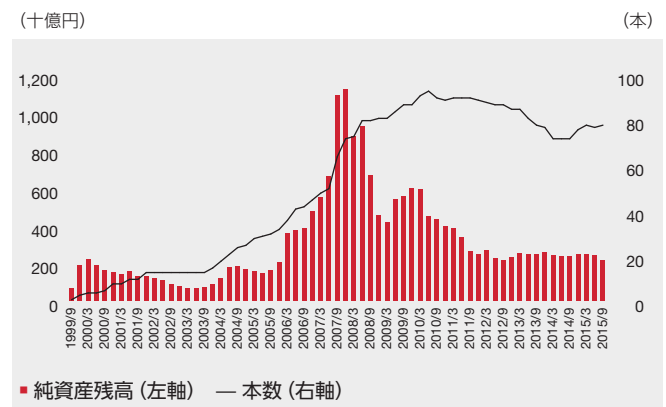
では58.6%まで減少した。一方で、後に述べるとおり直近2年で新規設定本数が多かったウーマノミクス（女性活躍）のほか、雇用、健康、シャリア適格1等、環境・CSR以外をテーマとするファンドの比率が純資産残高の10%を超えるまでになった。

トータルでは依然として「国際株式型×環境」が最も大きな部分を占めているものの、やや分散が進んでいる状況となっている。

(2) SRI投資信託の新規設定・償還の状況

図2-1-2で示したとおり、SRI投信の本数は2010年6月末時点の94本をピークに減少傾向に転じたが、その後下げ止まり、2015年9月末時点では74本となっている。推移の詳細を見るため、図2-1-3に新規設定本数をプラスに、償還本数をマイナスの棒グラフで示した。2011年前半から3年以上にわたって新規設定がない状況が続いていたが、2014年後半からは償還本数を上回る新規設定が見られるようになってきている。

図2-1-2 SRI投信の本数と純資産残高の推移



出典：社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

表2-1-1 SRI投信 分類別純資産残高（2015年9月末）

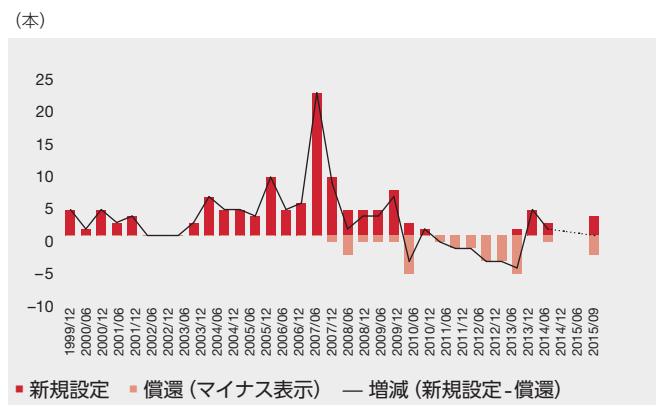
（単位：百万円）

評価項目	投資対象分類						合計	比率	参考値 (2013年9月時点)
	国内株式	国内債券	国内複合資産	国際株式	国際債券	国際複合資産			
環境	41,474	—	—	81,326	3,196	536	126,532	58.6%	71.3%
CSR	58,868	—	—	3,087	—	5,513	67,468	31.2%	24.3%
ウーマノミクス	12,218	—	—	—	—	1	12,219	5.7%	1.6%
その他	5,183	—	—	2,433	—	2,124	9,740	4.5%	2.7%
合計	117,743	0	0	86,846	3,196	8,173	215,958		
比率	54.5%	0.0%	0.0%	40.2%	1.5%	3.8%			
参考値（2013年9月時点）	42.4%	0.0%	0.2%	50.0%	2.5%	4.9%			

出典：社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

1 投資先企業がイスラム教の教義に抵触する事業（豚肉、アルコール、たばこ、武器、ギャンブル等）を行っていない、もしくは、当該事業から一定水準以上の収益を得ていないことを条件とする、などのイスラム教の法体系・規範への適合性を指す。

図2-1-3 SRI投信の新規設定・償還本数の推移



出典: 社会的責任投資フォーラム (JSIF) 資料より執筆者作成

評価項目別に見ると、直近2年間に新規設定されたSRI投信10本のうち6本が、ウーマノミクス(女性活躍)をテーマとしていることが特徴として挙げられる。本数が1本から7本へ、純資産残高は40億円から122億円へと拡大した。また、ウーマノミクスをテーマとするこれらの投信は国内株式への投資を基本としており、僅かではあるが国内株式型の比率拡大の一因ともなっている。

女性の活躍促進は目新しいテーマではないが、安倍政権が積極的に推進する政策の一つとなっている。アベノミクスにおける成長戦略の基本方針「日本再興戦略」(2013年6月)では、「特に、これまで活かされていなかった我が国最大の潜在力である『女性の力』を最大限発揮できるようにすることは、少子高齢化で労働力人口の減少が懸念される中で、新たな成長分野を支えていく人材を確保していくためにも不可欠である。女性の労働参加の拡大や、経営への参加の促進は、これまで以上に多様な価値観を取り込む新たなサービス・製品の創出を促進し、社会全体に活力をもたらす」とし、女性の採用・登用の拡大に向けた企業への働きかけや、女性の活躍促進を積極的に行っていく姿勢を打ち出した。

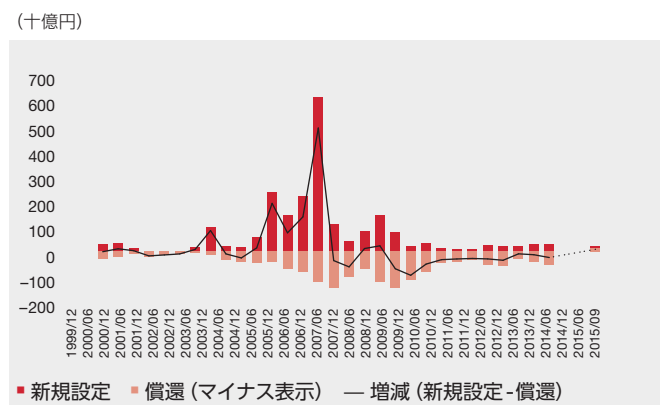
経済産業省は東京証券取引所と共同で、2013年から毎年、女性活躍推進に優れた上場企業「なでしこ銘柄」を選定、公表している。また、内閣府は上場企業に対しコーポレート・ガバナンス報告書へ女性活躍の取組状況を記載するよう促している。さらには、2016年4月に施行される女性活躍推進法では、従業員数301名以上の企業に女性活躍の取組状況の公表が義務付けられ、厚生労働省は公表内容を一元的に集計するデータベースの公開を予定している。

ちなみに、2014年6月に改訂された「日本再興戦略」には「健康経営の普及」が加えられ、経済産業省は東京証券取引所と共同で、2015年から「健康経営銘柄」の選定・公表を始めたほか、健康経営に関する情報開示ガイダンスの策定にも取り組んでいる。

(3) SRI投資信託の資金フロー

さらにSRI投信の現状をより詳細に把握するため、資金動向に着目する。図2-1-4に設定額から解約・償還額を差し引いたSRI投信のネットの資金流入出額の推移を示した。2010年前半からは恒常的に資金の純減が続いていたが、その規模は縮小しつつある。2015年第3四半期(7~9月)には3カ月連続で僅かに純増となった。

図2-1-4 SRI投信の資金フロー



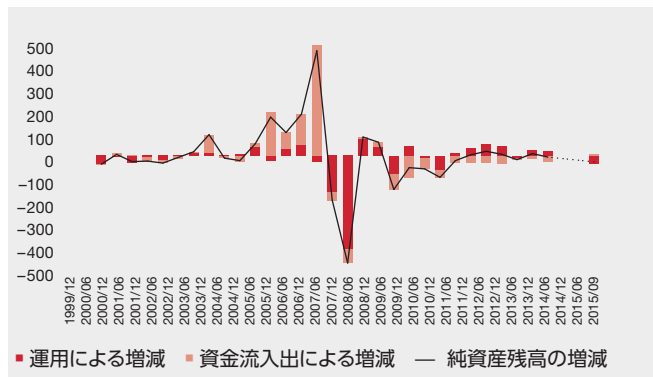
※2000年上半期(1~6月)以前のデータなし

出典: (株)QUICK提供データ、社会的責任投資フォーラム (JSIF) 資料より執筆者作成

純資産残高の増減から資金流入出額を差し引くと、運用および分配金支払いによる純資産残高の増減が導かれる。この推移(図2-1-5)を図2-1-3と併せて見てみると、2007年まではファンドの設定に合わせて資金が流入する様子が見てとれるが、リーマン・ショック後の市況の混乱を経て、2010年以降はファンドの新規設定・償還の動向にかかわらず、資金フローの純減が恒常化している。再びファンド本数が増加を始めた2014年後半以降も純減が続いた。近年は比較的良好な投資環境が続いており、運用効果による純資産残高の増加が見られるが、解約・償還による資金流出に相殺され、トータルでは純資産残高の増減がほとんどない状態が続いている。前述の通り2015年第3四半期(7~9月)には資金フローは純増に転じているが、中国経済への不安の高まりなど投資環境の悪化により運用効果が得られず相殺され、純資産残高は減少した。

図2-1-5 純資産残高の増減要因分析

(十億円)



※2000年上半期(1～6月)以前のデータなし

出典：(株)QUICK提供データ、社会的責任投資フォーラム(JSIF)資料より執筆者作成

(4) 小括

以上に概観してきたとおり、SRI投信の純資産残高には、ここ数年大きな変化は見られない。ファンド本数については償還ペースが減速した一方で、2011年前半以降の3年以上の「空白期間」を経て、ファンドの新規設定も散見されるようになった。評価項目別には、ウーマノミクスをテーマとするファンドが増加するなど、多様化・分散化の兆しが見られる。こうした「新陳代謝」に加え、2013年版年報でも指摘した「国際株式型の比率減・国内株式型の比率増」というトレンドが直近2年間も継続したことから、「国際株式型×環境」への偏重は徐々に解消されつつある。

販売会社の状況に視点を置くと、近年、金融庁は販売会社における販売手数料収入を重視した営業に対する厳しい姿勢を強めており、限られた既存顧客への活発な乗り換え提案から、預り資産や顧客基盤の拡大重視へと営業姿勢の転換を迫っている。「平成27事務年度 金融行政方針」(2015年9月公表)では、「フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る」との方針を示し、特に販売会社に対しては「投資信託の回転売買等手数料稼ぎを目的とした顧客本位とは言えない経営の問題が指摘されている」として、改善を求める姿勢を明確にしている。

2015年7月の「金融モニタリングレポート」によると、すでに6割超の販売会社が投信販売の業績評価指標として「預り資産残高」や「顧客基盤拡大」の比重を前年に比べて増加させているという。

このような投信販売態勢の変化は、ラップ口座(投資一任運用サービス)やラップ型投信(バランス型投信の一種)の営業強化というトレンドを生み出している。一方で、SRI投信の社会的側面は投資に関心が高くない人々からも興味を引き出すことがあると言われ、また、SRI投信は中長期投資にも親和性が高いとされる。こうした商品性をもつSRI投信が、その存在感を僅かでも強めることになるか注目したい。

本節で純資産残高に言及する場合、特記のある場合を除いて、いわゆるSRIハイブリッド投資信託(SRI運用50%、非SRI運用50%)のように分散して運用されている投資信託における非SRI運用分は控除している。また、一部に確定拠出年金(DC)専用ファンドやETFが含まれている。

なお、比較可能性を担保するため、各数値データは過去に遡及して再計算しており、「日本SRI年報2013」で報告した値とは一致しない場合があることにご留意いただきたい。

本節の執筆に当たっては、株式会社QUICKより各種データをご提供いただいた。

大竹 大