

進む「脱化石燃料投資」

リスク回避へ新興国も対応加速

主要国首脳会議（伊勢志摩サミット）でも確認された世界経済の脱炭素化と、それを可能にするエネルギーシステムへの転換。「金融安定に影響を及ぼし得る新たなリスク」の一つといわれるまで深刻化する気候変動リスクに対し、民間セクター（投資家、保険会社、銀行）や中央銀行・金融監督官庁はどのように対応しようとしているのか。2回目の今回は、化石燃料へのダイベストメント（投資をやめること）、気候関連の情報開示などに関する最近の動向を整理する。

投資家による脱化石燃料投資

気候変動リスクの一つとして最近注目が高まっているのが、資産の座礁化を避けようとする投資家による「脱化石燃料投資」である。投資家にとつてはリスク回避だが、投資家に逃げられる化石燃料関連企業にとつてはリスクの顕在化だ。

脱化石燃料を宣言する投資家の数は、座礁資産という概念への理解が進んだことや、国連責任投資原則な

どを中心としたイニシアチブを契機として増加している。NGO連合の「Gofossilfree.org」の集計によれば、2016年初めには運用残高で3兆4000億に上る投資家が、化石燃料からのダイベストメントに賛同しているという。

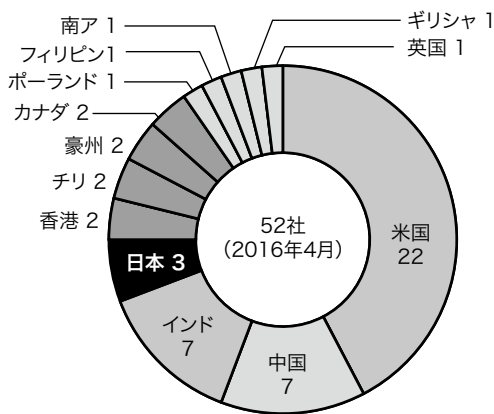
具体的なダイベストメントの手法には投資家によつて幅があるが、主要な年金基金や保険会社による宣言を見ていくと、化石燃料の中でも石炭に焦点を当てたものがほとんどで

日本総合研究所創発戦略センターマネージャー
村上 芽
むらかみめぐむ 京大法卒。日本興業銀行、みずほコーポレート銀行プロジェクトファイナンス部を経て03年、日本総研入社。専門は企業のESG（環境・社会・ガバナンス）評価や環境と金融など。

ある。例えば「石炭採掘が売り上げの50%以上を占めている鉱業」「石炭火力発電所が50%を占めている電力事業者」などで、50%ではなく30%という線を引く投資家もある。最近では、世界有数の巨大年金基金の一つであるノルウェー政府年金基金グローバルが「活動、または売り上げの30%以上が石炭に関連する企業」に対するダイベストメントを投資方針に組み入れた。同基金が16年4月14日に発表した世界の52社のダ

イベストメントリストでは、米国が22社と半分近くを占めているが、中国、インドに続き日本の電力3社（北海道、四国、沖縄）も含まれている（図表1）。電力3社の公開情報による15年の発電電力量の内訳を見ると、石炭火力による発電量が北海道は49%、四国は55%、沖縄は62%であり、その影響が大きいとみられる。なお、同基金では、石炭の比率が30%を超すと即座に株式を売却するのではなく、ポートフォリオの再生可能エネルギーへのシフト度合いなども加味して決定しているようである。同じ「脱化石燃料」でも、株式の保有をやめてしまうダイベストメントに対し、保有し続けて株主として脱化石燃料の行動を促すエンゲージ

〈図表1〉ノルウェー政府年金基金の
ダイベストメント対象の国別社数



(出所)ノルウェー政府年金基金グローバル資料に基づき
筆者作成

両手法をどう使いこなすかは投資家の考え次第で正解はない。ただ、経済協力開発機構(OECD)の15年の「持続可能な開発ラウンドテーブル」議長要旨は、ダイベストメントをエンゲージメントやアクティブオーナーシップを通じた投資先企業への働き掛けがうまくいかないときの最終手段と位置付けている。事実、ダイベストメント宣言の盛り上がりと並行して、投資家らが化石燃料依存企業に対するエンゲージメントを強化する例も見られる。成功事例として知られるのが、英国の地方自治体・英国国教会・基金・保険・資産運用・年金等の機関投資家が連合して、オイルメジャーのBPやシェルに対して行った株主提案だ。15年の株主総会で、BP 98・3%、シェル 98・9%という多数の賛成を得て可決した。内容は①事業活動に伴う温室効果ガス排出量の管理②35年以降のシナリオを念頭においてた現存資産構成の有効性分析③低炭素エネルギーの研究開発、および投資戦略④戦略的評価指標、および役員報酬⑤公共政策に対するエンゲージメントに関する情報開示を求めた。

メントという方法もあり得る。気候変動リスクを重く見る投資家が、石炭依存度の高い企業の事業形態を変えるべく圧力をかける方がよいのではないか、というのがエンゲージメントの考え方だ。もし、化石燃料依存企業にダイベストメントした結果、割安になった当該企業の株式を購入する投資家が気候変動に関心を持たない場合、当該企業の行動に変化は生まれず、気候変動の緩和に対するインパクトを生み出せないという恐れが背景にある。

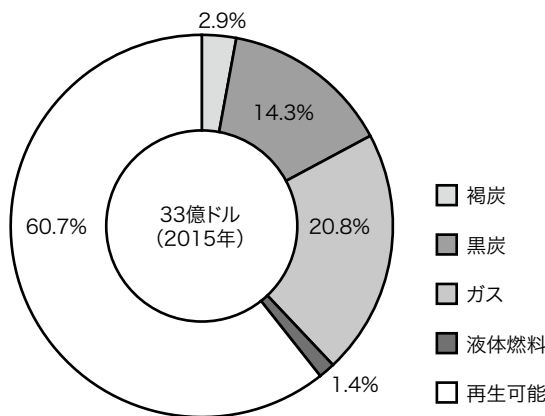
気候変動を予測する気候モデルの活用等)に注力している。また、保険・再保険市場だけでリスクを負担せず、より広い資本市場の投資家を活用するCATボンドや、英国の官民連携による洪水専門の非営利再保険会社「洪水再保険」なども、気候変動の物理リスクに対応する仕組みである。

保険会社はリスクモデルを高度化

台風や洪水などの大規模な災害が発生すると、保険契約者には保険金が支払われる。大規模な災害が多発すると、保険金の支払いが増加することから、保険の引き受けコストが上昇したり、保険市場としての引き受け余力が低下したりする恐れがある。1992年のハリケーン・アンドリュー(米国)では、保険会社の保険である再保険市場が影響を受け、価格高騰や保険会社の破綻が起こったという。そのため、保険業は気候変動の物理リスクに関連の深い業種であることを自らも認識し、金融業の中では早くからリスクへの備えも行ってきた。また、物理リスクに対して保険のニーズが高まるとも考えられることから、事業機会の面でも関係が深いと言える(再生可能エネルギー事業への付保拡大、リスク移転商品など)。

台風や洪水などによる直接的な被害に対しては、複数の損害保険会社が「気候変動のより正確な理解」を経営課題に取り上げ、過去のデータ蓄積だけではなく将来を見通すためのリスクモデルの精緻化(将来の

〈図表2〉ウェストバック銀行の発電ファイナンスのポートフォリオ(豪州およびNZ)



(出所)ウェストバック銀行2015年サステナビリティパフォーマンスレポートに基づき筆者作成

視していることが分かる。リ
30%、事業機会を20%におい
ており、リスク対策をより重
するウエイトを50%、戦略を
するリスクマネジメントに関
けるに当たり、気候変動に関
を行った。45行にランクを付
いて、アンケート調査や対話
国・日本を含む45の銀行につ
マネジメント社がそれぞれ、15
年には欧州・北米・南米・中
行った。アンケート調査や対話
を行った。45行にランクを付
けるに当たり、気候変動に関
するリスクマネジメントに関
するウエイトを50%、戦略を
30%、事業機会を20%におい
ており、リスク対策をより重
視していることが分かる。リ

銀行のリスク対応も始まる

銀行と気候変動の接点としてまず

からアンケートを行って独自に情報
を集め、アクティブエンゲ
ジメントを行う資産運用会社
がある。米国の独立系運用会
社、ボストンコモニアセツ
トマネジメント社がそれぞれ、15
年には欧州・北米・南米・中
国・日本を含む45の銀行につ
いて、アンケート調査や対話
を行った。45行にランクを付
けるに当たり、気候変動に関
するリスクマネジメントに関
するウエイトを50%、戦略を
30%、事業機会を20%におい
ており、リスク対策をより重
視していることが分かる。リ

スクマネジメントに関する代表的な
事例として、20行で気候変動の視点
でポートフォリオの見直しを行って
いること、複数の銀行で環境リスク
分析を行っていること、一定の融資
方針を有していることが挙げられた。
特に、個性的と捉えられていたのは、
すべての投融資についてレピュテー
ション(風評)リスク分析ガイドに
基づいて評価するドイツ銀行
の例や、融資の利率決定プロセスに
気候関連リスクを統合しているとし
たカナダのノバスコシア銀行の例で
ある。

民間セクターに加え、中央銀行や
金融監督を司る当局の動きも活発
だ。先進国・新興国を問わず、中央
銀行や金融当局が気候変動政策を
「本来業務の一環として担う」姿勢
を見せているのだ。
英国では、気候変動法により、各
省の主務大臣は気候変動の影響に関
する報告書(リスクアセスメント)
を国会に提出しなければならない。
このことを背景として、イングラ
ン銀行傘下の健全性監督機構
(PRA)では、気候変動が保険セ
クターに与えるインパクトを分析し
ているが、保険規制・監督という本
来業務のレンズを通して気候変動リ
スクについて検討するフレームワー
クを作る姿勢は明確である。PRA
では、気候変動の影響を検討するに
当たり、規制対象企業(生損保会社)
等との意見交換を重視し、生損保向
けに気候変動適応調査票を作成、面
談の上、ラウンドテーブルを行い、
さらに科学的・技術的見地からの専
門家助言を得て報告書を取りまと
めた。こうした取り組みを側面支援し
た、ケンブリッジ大学サステイナビ

中央銀行・金融監督庁による本来業務化

リテイリーダーシップ研究所がまとめる業界連携組織クライメートワイズ（Climate Wise）の存在も大きい。

中国では、自然環境のこれ以上の悪化の回避が不可欠という認識の下、中国人民銀行が14年に国連環境計画（UNEP）と共同で「グリーンタスクフォース」を設置した。グリーンファイナンスに関する検討を進め、15年4月には、グリーンで持続可能な成長モデルへの変換を急ぐ必要を確認し、中国でグリーン金融システムを構築するための提言を行っている。中国側の検討体制には、中国人民銀行・中国銀行規制委員会・財政部・金融機関・企業・大学などから専門家40人が参加した。また、英国の国際開発省が支援した。この、中国と英国の関係の発展形として、20カ国・地域（G20）が設置したグリーンファイナンススタディーグループでは、中国人民銀行とインテグランド銀行が共同議長を務めている（事務局はUNEP）。16年のG20の議長国である中国の関心の高さと、本テーマでも主導権を握ろうとする英国の考えが重なって見える。

ブラジルでは、同国経済が自然資本（豊富な天然資源や生物多様性）

に大きく依存しているという考えが定着している。そのため、金融システムとしても自然資本や持続可能性についてよく検討しておくことが得策と考えられている。サンパウロ証券取引所では企業サステイナビリティインデックスを05年から導入、ブラジル中央銀行は08年から社会環境リスクのマネジメントを強化、14年にはブラジル中央銀行がすべての銀行に対し、社会環境リスクシステムの構築を義務的規制として導入した。ブラジル銀行協会を中心とした銀行業界における自主的なガイドラインの取り組み（08年開始）や、相当量の対話を重ねた結果とされている。

主要国の金融監督当局で構成する金融安定理事会は15年12月、気候変動を「金融安定に影響を及ぼし得る新たなリスク」の一つとして捉え、気候関連財務ディスクロージャータスクフォースを設置した。議長は前ニューヨーク市長のマイケル・R・ブルームバーグ氏で、メンバーは全員、民間人である。企業がどのような情報を開示すれば金融機関は気候変動リスクの理解を深められるのか、さらに、金融機関がどのような情報を開示すれば金融システムにおける

気候変動リスクをより理解できるのか。現在でも気候変動に関わる情報開示のフレームは世界で約400にも上るとされるが、それらだけでは足りないというスタンスで、従来のような温室効果ガスそれ自体の開示ではなく、気候変動による財務・金融への影響の開示を目指している。あくまでも自主的な開示を前提として、企業側と金融機関側の双方から構成されるメンバーにより、17年2月に最初の報告書を公表する予定となっている。

気候変動ストレステスト

フランスでは15年「エネルギー移行法」が成立した。この法律は、エネルギー移行（転換）とグリーン成長のための法律で、30年までに温室効果ガス排出量を1990年比40%削減、最終エネルギー消費量を12年比20%削減、再生可能エネルギーの比率40%などを掲げている。その173条は、機関投資家に対して気候変動を含む環境・社会・ガバナンスをどのように投資の意思決定プロセスにおいて考慮するか、開示を義務付けた。また、銀行に関しては、政府は16年末までに議会に対し、銀

行向けの気候リスクを反映させたストレステストの導入シナリオに関する報告書を出すとした。銀行自身の情報開示については、年次リスク報告書で定期的実施されるストレステストにより明確になったリスク情報について報告しなければならぬが、これは気候変動に限定したものではない（173条5項）とされた。

フランス銀行のビルロワドガロー総裁は、15年11月のCOP21中のスピーチでストレステストの段階的実施に言及し、テストの対象範囲（気候リスクに対し包括的に実施するか、または石油など特定のセクターに集中して実施するか）と、用いる変数（GDP等の経済指標によるのか、気温等の気候変数を直接用いるのか）を残された論点として挙げた。気温等の気候変数を用いる場合には方法論の確立が必要となる。

以上の通り、気候変動に向き合うとする金融システム上のプレーヤーの動きは、先進国・新興国を問わず活発である。中でも、本来業務として気候変動を捉え始めた中央銀行や、金融監督官庁の動きから、民間金融セクターは、当分の間は目が離せなくなるだろう。