

2025年1月27日
 日本株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View: 日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から

トランプ政権下で日本株指数への投資を考える際は、大型株連動指数への投資が合理的か

要約

- 2つの理由から、トランプ政権下で日本株指数への投資を考える際は、大型株連動指数への投資が合理的な可能性があろう
- ①日本株式市場においても、いくつかの ESG ファンドが設定されており、そうしたファンドを通じた資金流入が細り、当該企業について需給要因で株価の上値が重くなる可能性は否定できないこと
- ②本稿で行った分析によると、ESG 指数が大型株連動指数を明確にアウトパフォームしているとは言えないことが分かったこと
- なお、この結論は ESG 投資自体を否定するものではない。結局は、他のアクティブ投資と同様に費用対効果の問題になろうが、それがクリアされるならば ESG 投資が有効な場合もあろう

トランプ大統領の就任と ESG 投資

ESG は、環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)の英語の頭文字を合わせた言葉である。投資家が企業の株式などに投資する時、従来は投資先の価値を測る材料として、主にキャッシュフローや利益率などの定量的な財務情報が使われてきた。それに加え、非財務情報である ESG の要素を考慮する投資が「ESG 投資」である。2024 年の大統領選挙で勝利したトランプ氏は、環境問題に後ろ向きとみられている他、民間企業に対して、「多様性、公平性、包摂性(DEI)」プログラムの廃止等も求めており、ESG 投資への逆風も強まるのではないかと懸念が生じている。

結論を先述すれば、2つの理由から、トランプ政権下で日本株指数への投資を考える際は、大型株連動指数への投資が合理的な可能性があろう。第一に、日本株式市場においても、いくつかの ESG ファンドが設定されており、そうしたファンドを通じた資金流入が細り、当該企業について需給要因で株価の上値が重くなる可能性は否定できないためである。第二に、本稿で行った分析によると、ESG 指数が大型株連動指数を明確にアウトパフォームしているとは言えないことが分かったためである。すなわち、トランプ政権以降の将来を見据えた中長期的投資の場合でも、投資妙味があるとは言い難いためである。

なお、この結論は ESG 投資自体を否定するものではない。ESG 評価には恣意性があり、ESG 投資の理念に合致する企業の選定が難しい為である。本稿では、この問題を ESG 指数共通採用企業群を選定することで回避した。ESG 指数共通採用企業群は、TOPIX100 をも明確にアウトパフォームした。結局は、他のアクティブ投資と同様に費用対効果の問題になろうが、それがクリアされるならば ESG 投資が有効な場合もあろう。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

GPIF が投資する ESG 指数

本稿では、GPIF が投資している ESG 指数(国内株)を使って検証した。GPIF は 2017 年より ESG 指数に基づいた株式投資をしており、現在、国内株にのみ用意がある指数では、総合型、テーマ型合わせて 4 つの指数 (FTSE Blossom Japan Index、FTSE Blossom Japan Sector Relative Index、MSCI 日本株 ESG セレクトリーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数)に投資している(図表 1)。

図表 2 は、各種指数の業種構成比(GICS ベース)と TOPIX との比較である。多くの指数で、TOPIX の業種構成比に準じた業種構成比となっているが、MSCI 女性活躍指数に関しては、TOPIX と比較して、金融セクターの組み入れ比率が大きく、その分、一般消費財・サービスや資本財・サービスの組み入れ比率が小さい傾向が顕著である。

図表 1:GPIF が採用する ESG 指数一覧



出所：GPIF

図表 2: ESG 指数の業種構成比

セクター	指数別構成比					対TOPIXウェイト差			
	TOPIX	FTSE Blossom Japan index	FTSE Blossom Japan Sector Relative index	MSCI 日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数	MSCI 日本株 女性活躍指数	FTSE Blossom Japan index	FTSE Blossom Japan Sector Relative index	MSCI 日本株 ESGセレクト・リーダーズ指数	MSCI 日本株 女性活躍指数
エネルギー	0.9%	0.8%	0.8%	1.1%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.6%
コミュニケーション・サービス	7.1%	4.2%	5.9%	6.4%	9.5%	-2.9%	-1.1%	-0.7%	2.4%
ヘルスケア	6.9%	7.0%	7.0%	7.2%	11.1%	0.0%	0.0%	0.2%	4.2%
一般消費財・サービス	17.8%	20.4%	18.6%	21.6%	6.9%	2.6%	0.9%	3.8%	-10.9%
不動産	1.9%	3.9%	3.8%	3.6%	2.5%	2.0%	1.8%	1.6%	0.5%
公益事業	1.3%	1.4%	1.3%	1.1%	1.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.4%
情報技術	13.1%	11.3%	12.9%	12.3%	15.3%	-1.9%	-0.3%	-0.9%	2.2%
生活必需品	5.9%	6.2%	6.1%	5.5%	6.3%	0.3%	0.3%	-0.3%	0.4%
素材	5.1%	5.2%	5.3%	4.7%	2.9%	0.1%	0.2%	-0.4%	-2.2%
資本財・サービス	25.4%	25.7%	24.2%	23.0%	16.2%	0.3%	-1.1%	-2.4%	-9.1%
金融	14.7%	14.1%	14.2%	13.7%	27.4%	-0.6%	-0.6%	-1.0%	12.7%

出所：MSCI, FTSE, Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

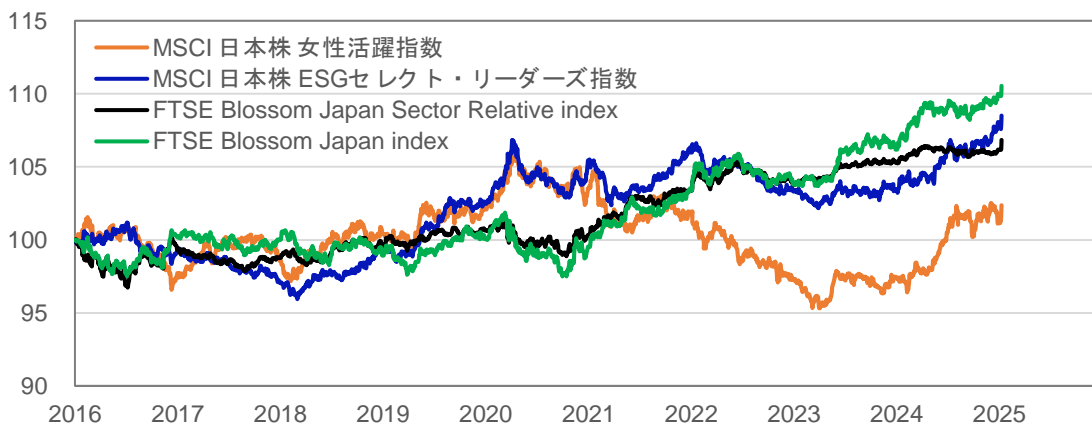
GPIF が投資する ESG4 指数のパフォーマンス

最後に、GPIF が投資している ESG4 指数のパフォーマンスを検証した。図表 3 は、対 TOPIX 相対株価の 2016 年以降の推移である。トランプ次期大統領の前回就任期間である 2016 年～2020 年は、TOPIX と比較してパフォーマンス差がみられなかったが、バイデン大統領が就任した 2021 年以降は、対 TOPIX でのパフォーマンスが改善している様子が窺える。これはバイデン大統領がトランプ次期大統領と比較して、環境問題等に前向きな姿勢を示していることが理由と言えるだろう。

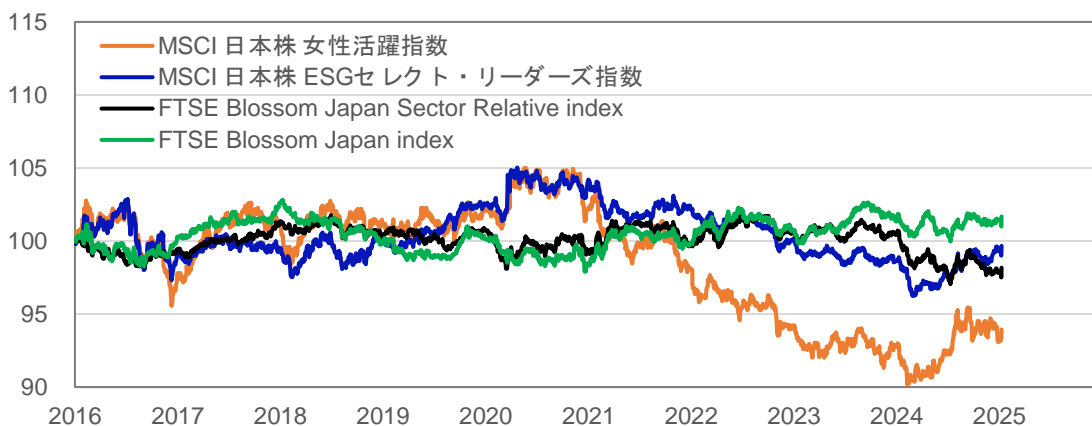
そこで、追加検証として、図表 4 では TOPIX 100 対比でのパフォーマンスを示した。日本企業の場合は ESG に取り組む余力のある企業は大企業に限られるとの指摘もあるため、大型株で構成される TOPIX100 対比でもパフォーマンス差が顕著であれば、ESG 投資の効果が一定程度発生していると言えるだろう。ところが、図表 4 が示す様に、TOPIX100 対比ではパフォーマンスを獲得できていない様子が窺える。MSCI 日本株女性活躍指数に至っては、パフォーマンスが劣後している様子さえ窺える。

ESG 指数の TOPIX 対比でのパフォーマンスが、バイデン大統領就任以降に良好であったのは、ESG 投資の効果ではなく、大型株のパフォーマンスが良好であったことが主因である可能性が高い。すなわち、日本株における ESG 投資とは、単に大型株に投資することとの区別が難しいというのが現状であろう。

図表3：ESG指数の対TOPIX相対パフォーマンス



図表4：ESG指数の対TOPIX 100相対パフォーマンス



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

結論

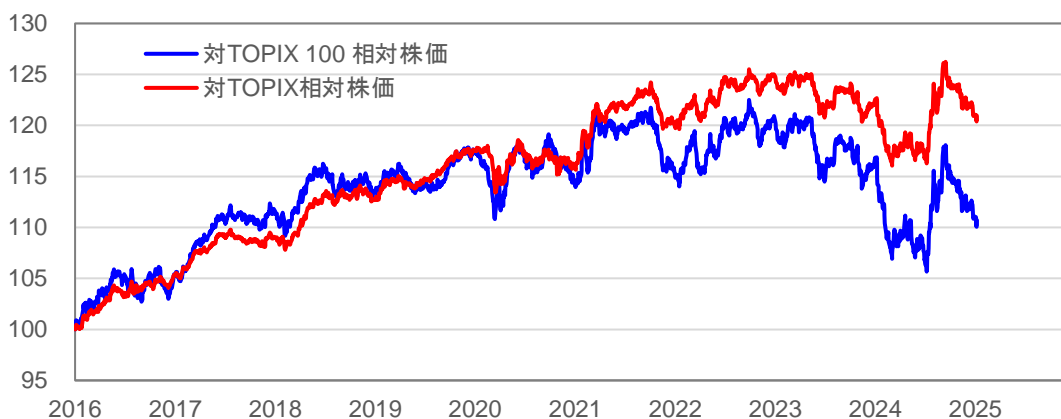
本稿では、GPIF が採用する ESG 指数を使って、パフォーマンスを検証した。その結果、日本株の場合は、大型株に投資することとの区別が難しく、ESG 投資の効果を明確に確認することができなかった。トランプ次期大統領の政策は、ESG 投資に逆風との懸念があるが、ESG 投資の効果が不明瞭な日本株においては、その逆回転を懸念する必要性が小さいとみられる。ただし、日本株式市場においても、いくつかの ESG ファンドが設定されており、そうしたファンドを通じた資金流入が細り、当該企業について需給要因で株価の上値が重くなる可能性は否定できない。

なお、本稿で行った分析は、ESG 投資そのものを否定するものではない。ESG 指数のパフォーマンスが大型株対比では優れなかった理由として、ESG 評価は定性的な側面もあり、画一的な ESG 評価が難しいことから、ESG 投資で目的とするような優良企業を正しく選別できていない可能性(各 ESG 指数で、選定銘柄にはバラツキがある)が考えられるからである。

この問題については、複数の ESG 指数に共通して採用されている企業に投資する方法が一つの対応策であろう。現状、ESG 投資の理念に合致する企業選定する際の必要十分条件は、企業を画一的な手法で ESG 評価することが難しいために現実的ではないが、複数の指数に共通して採用されている企業であれば、それらが十分条件を満たしている公算が大きいためである。

図表 5 に ESG4 指数に共通して採用されている企業の等ウェイトリターンを TOPIX 及び TOPIX100 と比較した。ESG4 指数共通採用企業群は、両指数をアウトパフォーム傾向であり、上記仮説と整合的である。結局は、他のアクティブ投資と同様に費用対効果の問題になろうが、それがクリアされるならば ESG 投資が有効な場合もあろう。

図表5：ESG指数共通採用企業の相対株価



出所：QUICK

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 50本)

No	発行日	テーマ	タイトル
98	2024/10/18	豪州経済	10月豪州概況
99	2024/10/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
100	2024/10/23	欧州経済	10月ユーロ概況
101	2024/10/30	日本経済	9月物価オルタナティブデータ～日経 CPINow
102	2024/10/30	日本経済	9月賃金オルタナティブデータ～HRog 賃金 Now
103	2024/11/1	欧州経済	ユーロ圏 GDP 統計
104	2024/11/1	日本株	日本株需給(10月21日～10月25日)
105	2024/11/5	日本株	日本株 10月セクター動向と11月見通し
106	2024/11/5	米国経済	10月ISM製造業景況感指数
107	2024/11/5	米国経済	10月雇用統計
108	2024/11/5	日本株, 米国株	11月日米株バリュエーション～日本: 中立、米国: 強気
109	2024/11/5	欧州経済	10月ユーロ圏物価動向
110	2024/11/8	米国経済	11月FOMC
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響
112	2024/11/11	日本株	日本株需給(10月28日～11月1日)
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024年11月)
114	2024/11/14	米国経済	10月CPI
115	2024/11/14	コモディティ	10月WTI原油先物価格
116	2024/11/14	豪州経済	11月豪州概況
117	2024/11/15	日本株	日本株需給(11月5日～11月8日)
118	2024/11/22	欧州経済	2024年第3四半期ユーロ圏賃金動向
119	2024/11/22	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q
120	2024/11/22	日本株	日本株需給(11月11日～11月15日)
121	2024/11/29	日本経済	10月物価オルタナティブデータ～日経 CPINow
122	2024/11/29	日本経済	10月賃金オルタナティブデータ～HRog 賃金 Now
123	2024/11/29	日本株	日本株需給(11月18日～11月22日)
124	2024/12/2	欧州経済	11月ユーロ圏物価動向
125	2024/12/2	日本株	日本株 11月セクター動向と12月見通し
126	2024/12/3	米国経済	11月ISM製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12月日米株バリュエーション～日本: 中立、米国: 中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11月25日～11月29日)
129	2024/12/9	米国経済	11月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025年のマーケット見通し～米国編
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12月2日～12月6日)
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024年12月)
134	2024/12/19	米国経済	12月FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11月WTI原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株受給(12月9日～12月13日)
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	2025年のマーケット見通し～日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12月16日～12月20日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12月セクター動向と1月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12月ISM製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12月23日～12月27日)
143	2025/1/14	米国経済	12月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年1月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1月6日～1月10日)
146	2025/1/20	コモディティ	12月WTI原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1月豪州概況

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。