



ロシア・ウクライナ問題がサステナブル投資に与える影響

2022年3月4日

1. いかなる種類の武力紛争も、**計り知れない人的犠牲を伴います**。ウクライナの人々の平和、および、現在の紛争の迅速かつ公正な解決を願っています。

2. 戦争は、**社会的に不公正、貧困、不平等を悪化させます**。
 - a. 紛争の影響を最も大きく受けるのは、貧困層、高齢者、子ども、障がい者等、紛争を回避する手段を持たない人々です。ウクライナとロシアは、国連開発計画（UNDP）による不平等調整済み人間開発指数（IHDI）においてそれぞれ 45 位と 42 位と、すでに欧州で最低ランクに位置しています。IHDI は、国内に存在する不平等の深刻さを考慮した上で、人間開発（保健、教育、所得）のレベルを測定した指標です。
 - b. ルーマニアやモルドバ等、欧州の最貧国も大量の難民を受け入れるため、不平等への影響は国境を越えて広がる可能性が高いと予想されます。近隣諸国は、今のところウクライナ国民を温かく迎えています。しかし、エネルギーコストや食料価格の上昇に直面する中、いつまで彼らを受け入れ続けることができるかという問題を抱えています。
 - c. 今回のウクライナ危機においては、貧困や食料安全保障への影響は、すぐに明らかになるものより、実際にはより大きいものであることが予想されます。2020 年の世界の小麦輸出量のうち、ロシアとウクライナを合わせた輸出量は約 26%¹ におよび、トウモロコシの輸出でも約 14%² を担っています。中東、南アジア、北アフリカ等、すでに食糧難に陥っている数十カ国は、ロシアとウクライナの食糧輸出に頼っています。国連世界食糧計画（WFP）の専門家は、この紛争によって食糧価格が高騰し、東欧をはるかに越えて世界の飢餓が拡大する可能性がある指摘しています³。

3. 紛争が発生すると、人的なコストだけでなく、**環境的なコストも大きくなります**。
 - a. 戦争は尊い人命を奪うだけでなく、自然環境にも大きな負担を強めます。**耕作地は破壊され、飲料水と大気は汚染されます**。
 - b. また、2 月 24 日にチェルノブイリ原子力発電所がロシア軍によって占拠されたことを考えると、今回の環境リスクは特に深刻です。チェルノブイリ原子力発電所には **200 トン以上の高レベル放射性廃棄物** が存在し、最新の閉じ込め設備により封じ込められています。また、ウクライナは 4 つの原子力発電所において 15 基の原子炉を稼働させており、2020 年には、それら原子力発電施設が同国の電力需要の半分以上を担いました。カーネギー国際平和財団の原子力政策専門家であるジェームズ・アクトン氏は、「原子力発電所はそもそも紛争地域向けに設計されてはいない」と述べています⁴。このような技術は紛争地域で実際にテストされたことがないため、廃炉作業が進められる原子炉や稼働中の原子炉に乱れが生じた場合、環境や人々の健康に未知の結果をもたらす可能性があるため、同氏や他の原子力政策専門家は警告しています。

¹ <https://www.worldstopexports.com/wheat-exports-country/>

² <https://www.worldstopexports.com/corn-exports-country/>

³ <https://www.wfp.org/news/wfp-executive-director-statement-impact-conflict-ukraine>

⁴ <https://carnegieendowment.org/2022/02/24/most-immediate-nuclear-danger-in-ukraine-isn-t-chernobyl-pub-86521>

4. **ガバナンスも悪化の一途をたどると予想されます。**

- a. ウクライナもロシアも、紛争が始まる以前からガバナンスが良いとは言われていませんでした。ウクライナはトランスペアレンシー・インターナショナル（汚職等の腐敗に対して取り組む国際 NGO）の腐敗認識指数において 180 カ国中 122 位、ロシアはさらに低い 136 位と、欧州最低水準にあります。人々は安全かつ基本的な商品やサービスを求めて必死となっており、汚職は悪化し、残っている法による支配もさらに悪化することが予想されます。
- b. ガバナンスへの懸念から、オランダを中心とする一部のサステナブル投資家は、紛争前にすでにロシアやウクライナの株式や債券を除外またはアンダーウェイトしていたことが、IPE（Investment & Pensions Europe）の記事⁵でも紹介されています。その後、ノルウェーのソブリンウェルスファンドを含む他の投資家もこれに追随しています。しかし、ほとんどのグローバル市場では、制裁による要求がない限り、国連安全保障理事会のようなグローバル組織の有効性への疑問も相まって、新興国への投資に前向きな機関投資家が、ガバナンスへの懸念を理由に全面的に特定の国家を排除することはほとんどありません。

5. この紛争は、投資家の持続可能な投資計画である、ネット・ゼロへの移行にどのような影響を与える可能性があるのでしょうか。マーサーは、ネット・ゼロへの移行は継続すると考えていますが、現在の危機は、その深刻さと期間によっては、移行のペースに影響を与える可能性があると考えています。

- a. 長期的に見れば、この紛争は、パリ協定で示され、昨年のグラスゴーで強化された、2050 年までにネット・ゼロに移行するという、130 カ国がすでに行った、あるいは検討中の公約を変えることはないでしょう。
- b. 中期的には、この紛争がかえって移行を加速させる可能性もあります。COVID-19 のパンデミックはグローバルなサプライチェーンの脆弱性を浮き彫りにしましたが、今回の紛争は、各国がエネルギー自給の基盤をより強固なものにする必要性を浮き彫りにしています。そのような動きは、多くの場合、輸入された化石燃料ベースのエネルギーから、国内で生成された再生可能エネルギーへの移行をもたらすでしょう。
- c. 短期的には、特定の国が危機への対応を優先するため、ネット・ゼロへの移行は遅くなる可能性があります（例えば、次のような場合）。
 - i. 国家予算を紛争への対処に振り向け、国防費を増やし、人道支援を提供する
 - ii. 石油や天然ガスのような供給制約のある商品の輸出⁶（それによって GDP を増加させる）

⁵ [ESG policies shield Dutch pension funds from Ukraine war fall-out | News | IPE](#)

⁶ Investing responsibly – the use of commodities – 2020 年 4 月

<https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/gl-2020-responsible-investment-in-commodities-mercer.pdf>

Commodities in an inflation-aware portfolio –2022 年 12 月

<https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/gl-2022-commodities-in-inflation.pdf>

6. 現在、ロシアによるウクライナへの侵攻に直面し、**マーサーはお客様に以下の通り推奨しています。**

- a. **法律で定められた国際的な制裁に従うこと。** 公的な制裁が複数の政府にまたがっている場合、投資家は、このことがもたらすステークホルダーの期待の高まりにも十分配慮する必要があります。
- b. ESG インテグレーション、気候変動、スチュワードシップ計画の策定と実行を継続すること。
 - i. 環境・社会・ガバナンスの問題が提起する潜在的な財務的影響、および、様々な期間を通じたセクターや企業への影響を考慮し、**ESG 要素を統合**すべきです。マーサーは、そのような投資が組織のコアとなる使命や価値観と相容れない場合を除き、通常、国やセクターの全面的な売却を推奨することはありません。
 - ii. 可能な限り**スチュワードシップ活動**（議決権行使やエンゲージメント）を活用し、特にエネルギー関連企業との関係においては、積極的な取り組みを行うべきです。投資家は、科学的根拠に基づく目標、明確な気候変動戦略、整合性のある資本支出をすべての企業に求めています。また、今回の地域での事業に関わるガバナンス・リスクを、よりよく理解することが重要であることは言うまでもありません。例えば、BP は 2 月 27 日、ロシアのエネルギー企業であるロスネフチの持ち株 20%を全売却すると発表しました。
 - iii. 気候変動や地政学的なシナリオに対して、ポートフォリオの**シナリオテスト**を実施すべきです。
- c. **適切な価格での脱炭素化**を実行すること。このような環境下では、エネルギー価格の変動が当面激しくなる可能性が高いため、投資家は脱炭素社会の実現に向け、長期的な化石燃料エクスポージャーの削減の必要性と短期的なリターンやリスク管理の機会とのバランスを取る必要があります。



Alexis Cheang

パートナー、責任投資チーム Acting Global Business Leader



Nick White

パートナー、Global Strategic Research Director

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report \(Vertical\) \(mercer.com\)](https://www.mercer.com)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。