

サステナブルファイナンスの最新トレンドと日本の取り組み



野村資本市場研究所
野村サステナビリティ研究センター長
江夏 あかね

1. 国・地域間格差が顕在化する世界のサステナブルファイナンス

世界では、持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定等を背景に、持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）やその手段としての環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の発展が2010年代後半ごろからみられてきた。しかし、2020年代に入って、金利水準の変化、地政学リスク、政治的反発等も背景に、国・地域間で格差が顕在化している。

本稿では、サステナブルファイナンスの代表的な金融商品として、SDGs債（グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド〔SLB〕、トランジションボンド）を取り上げ、欧州、米国および日本の発行状況について、それぞれの国・地域が抱える事情やサステナブルファイナンスに関する取り組みとともに概観する。そのうえで、世界および日本のサステナブルファイナンスが健全に発展するための論点を考察する。

2. 世界におけるSDGs債の発行状況と日本と異なる欧米の事情

世界のSDGs債の発行状況をみると、2010年代後半にグリーンボンド中心に発行額が伸びていった^{注1}（図表1参照）。その後、新型コロナウイルス感染症（コロナ）の拡大に伴い、ソーシャルボンドやサステナビリティボンドの発行額も増加していった。しかし、2022年以降、① ウクライナ情勢等によるエネルギー価格の急騰や物価の上昇、② 米国等における金利上昇による債券市場全体のモメンタム悪化、③ 上述コロナ問題対応の資金調達ニーズの収束、④ ウクライナ、イスラエル情勢等による地政学リスクの顕在化、を背景に、年間発行額が2021年（1兆1673億ドル）

をピークに停滞している^{注2}。世界における2023年の発行額（9297億ドル）は、2021年に比して約20%減の水準である。

国・地域別の発行状況をみると、2023年の発行額は、欧州、米国ともに、ピークの2021年に比してそれぞれ約25%減、約31%減となっている（図表2および図表3参照）。その一方、日本については、2023年の発行額（589億ドル）は、2021年（326億ドル）比約81%増と、堅調に増加している（図表4参照）。

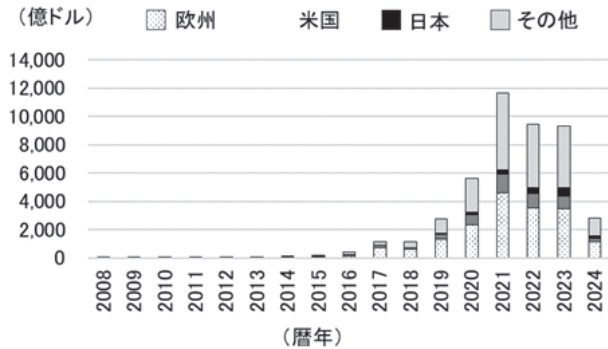
3. 欧州：信頼性向上を目指す取り組みとコロナ対応の資金調達需要の剥落

欧州連合（EU）では、域内全体として資本市場を活性化し、域内の経済成長につなげることを目的とした政策パッケージ「資本市場同盟（CMU）」の一環として、2015年9月に公表されたアクションプランの中でサステナブルファイナンスが柱のひとつとして掲げられた。その後、2019年12月に公表された欧州グリーンディールも後押しするかたちで、サステナブルファイナンスを支援する金融システムの構築に向けた取り組みが進められてきた。そして、EU域内では、これらの政策等も背景に、SDGs債の発行が2010年代半ばごろから順調に伸びていった。

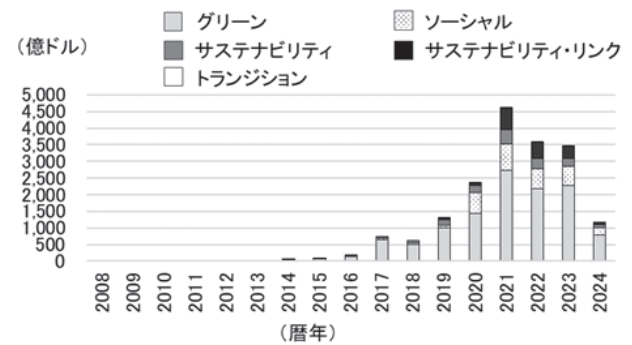
EUでは2020年6月、環境面でサステナブルな環境目的に資する経済活動を示したタクソミー（分類枠組み）が法制化され、タクソミーに基づくかたちで作成されたEUグリーンボンド基準（EU GBS）が2023年12月に発効した。また、EUにおいて金融商品を運用する資産運用会社や金融アドバイザー等を対象にサステナビリティに関する開示を義務付ける規則として、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が2019年12月に制定され、2021年3月から適用開始

SDGs債の発行状況^{注3}

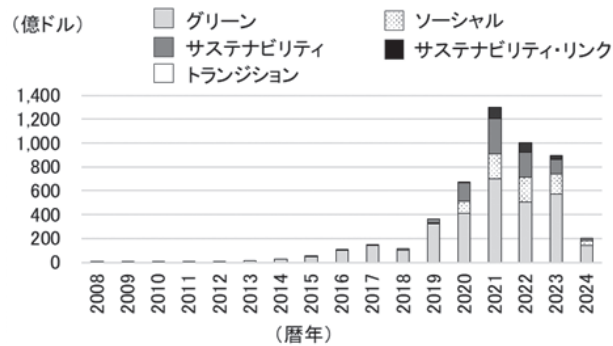
図表1 世界のSDGs債発行額推移



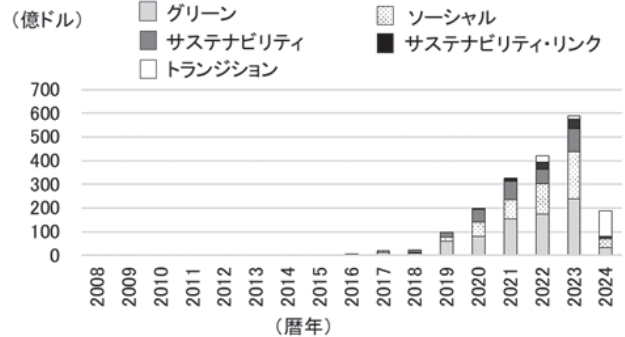
図表2 欧州の発行体によるSDGs債発行額推移



図表3 米国の発行体によるSDGs債発行額推移



図表4 日本の発行体によるSDGs債発行額推移



出所：ブルームバーグのデータをもとに、野村資本市場研究所作成

になった。SFDRは、「グリーンウォッシング問題^{注4}」への対応が主眼となっており、サステナブルファイナンス市場における信頼性（credibility）向上に向けた機運を高める要素となった^{注5}。そのようななか、2020年代初頭までEU域内で発行額が伸びていたSLBについて、「ペナルティとして上乗せされるクーポンが高いほど、判定日が先になる傾向にある^{注6}」、「野心、信頼性、適切な開示を欠いた質の低い案件がある^{注7}」等の指摘もあり、2022年ごろから域内のSLBの発行額が低迷傾向にある。

EUにおけるSDGs債発行額の伸び悩みに関する他の要因として、コロナ問題の収束もあげられる。具体的には、欧州委員会がコロナ問題への対処として行った「緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策（SURE）」の財源調達として、2020年10月～2022年12月に合計約984億ユーロのソーシャルボンドが発行され、一時的にソーシャルボンドの発行額が増加したが、同支援策の終了とともにその要素が剥落した。さらに、EU域内の一部では、高インフレやエネルギー

価格の高騰が続くなかで、グリーンディール政策や環境規制に対する社会的な反発がみられており^{注8}、グリーンボンドの発行需要の減速に影響している可能性もある。このような背景もあり、EU諸国の発行体によるSDGs債の発行額は2021年（4605億ドル）をピークに停滞傾向にある。

4. 米国：政治や規制・監視面からの逆風

米国では、欧州と同様に2010年代半ばにSDGs債の発行が伸び始め、2021年（1301億ドル）をピークに発行ペースが減速しているが、欧州とは事情が異なる。

米国では、労働省を中心に401（k）等の企業年金プランによるESG投資の是非について、1974年従業員退職所得保障法（ERISA）の規定する受託者責任の観点から、約30年にわたり議論が行われてきた。民主党政権下ではESG投資を容認、共和党政権下では抑制と、正反対の方針が打ち出されてきた経緯がある。

さらに、2020年代に入るところからESG投資をめぐる政治的な動きが激化していく。共和党政権のドナルド・トランプ前大統領は2019年11月、米国のパリ協定からの正式離脱を国際連合に正式通告した。その後、民主党のジョー・バイデン大統領が2021年1月に就任し、同年2月にはパリ協定に正式復帰し、大規模の気候変動対策費を盛り込んだインフレ抑制法（IRA）を2022年8月に成立させるなど、環境政策を推進してきた。バイデン政権下では、化石燃料産業が州経済に占める割合が比較的高く、共和党が政治的主導権を握る州（レッド・ステート）で反ESG的な動きが複数みられるようになっていった。

レッド・ステート関連の主な動きとしては、テキサス州で2021年6月、ESGの観点からエネルギー会社への投資を抑制する金融機関に対して、州の公的年金を投資することを禁じる州法が成立したことがあげられる^{注9}。また、2023年3月には、共和党所属の州知事19名が連名で声明を公表し、① 州や傘下の地方公共団体のすべての投資決定において財務的要素のみを考慮し、ESG要素の使用を阻止、② 州や傘下の地方公共団体が起債する際にESG要素の考慮を排除、③ 金融機関による社会的信用スコアを用いた顧客選別の禁止、等に取り組む旨を明らかにした^{注10}。同年同月には、共和党所属の州司法長官のグループが、米国の資産運用会社53社に公開書簡を連名で送付し、機関投資家の国際的なネットワークである「Climate Action 100+」や「ネット・ゼロ・アセットマネージャー・イニシアティブ（NZAM）」等を通じた企業に対する議決権行使とエンゲージメントに関する競合他社との合意が競争を不当に制限するおそれがある、すなわち反トラスト法違反の懸念があると指摘した^{注11}。さらに、フロリダ州では2023年5月、州や傘下の地方公共団体の公的資産の投資先を決定する際、ESG要素を考慮せず、金銭的要素のみに基づき判断することを義務付ける等を含む包括的な法律が成立し、同年7月に発効した^{注12}。米国では2023年、150超の反ESG法案および決議が37州で上程され、少なくとも40の法律が18州で成立したと報じられている^{注13}。

これらの動きを踏まえ、金融市場において、① 運用機関大手の米ブラックロックの最高経営責任者（CEO）のラリー・フィンク氏が2023年6月、政治的論争から距離をおくべく、ESGという用語を自身としても使うつもりはないと発言、② 信用格付会社大手のS&Pグローバルが同年8月、2021年から実施して

きた企業におけるESGの点数評価（ESGの取り組みが企業の信用力にどのように影響するかを5段階で表示）を取りやめるといったESGに対する逆風を避けようとする動きがみられている^{注14}。

さらに、米国証券取引委員会（SEC）におけるESGに対する規制・監視も強化傾向にある。2022年5月には米バンク・オブ・ニューヨーク（BNY）メロン子会社に投資先のESG情報開示が不十分として制裁金を課し、同年6月には米ゴールドマン・サックスのESGファンドに対する調査が実施された^{注15}。そして、SECは2023年9月、ファンド名称規則を採択し、ESG等の名称を有するファンドに対して、資産の8割以上をファンド名に冠した資産に投資するよう義務付けた^{注16}。

このように、米国では長らく、ESGの是非が議論されてきた経緯もあり、トランプ政権時にもSDGs債の発行が2010年代半ばごろから一定程度伸びてきた。しかし、2021年ごろからレッド・ステートによる政治的な動き、それを反映したブラックロックやS&Pグローバルといった米国金融市場で存在感がある組織によるESGに対するスタンスの変更、さらにSECによる規制監督強化等を受けて、SDGs債の発行額が2021年をピークに停滞する傾向にある。

5. 日本：政府支援策も背景とした堅調な伸び

日本では、欧米に比べるとやや遅めの2017年ごろから、環境省によるグリーンボンドに関する支援策等を背景に、SDGs債の発行額の伸びがみられるようになったが、後述のとおり、政府支援策等も背景に2020年代に入っても堅調な伸びが続いている。

2018年ごろからは、事業会社がサステナビリティ経営の一環としてSDGs債の発行に継続的に取り組んだり、財投機関がすべての債券をソーシャルボンドやサステナビリティボンドとして発行したりする事例が増えていった。さらに、日本では2020年10月、菅義偉内閣総理大臣（当時）が2050年までの脱炭素社会の実現、すなわち温室効果ガス排出量（GHG）を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」（2050年CN）を目指すことを宣言した。これをきっかけに、多くの地方公共団体がSDGs債の起債を開始するなど、発行体の多様化がさらに進んだ。

そして、政府は、脱炭素社会への円滑な移行を進めるべく、トランジション・ファイナンスに関する推進策を重層的に講じた。主なものとしては、①「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」の公表（2021年5月）、②温室効果ガス（GHG）多排出産業における技術ロードマップの策定（2021年度～）、③世界初の国（ソブリン）によるトランジションボンドとして、グリーン・トランスフォーメーション（GX）経済移行債^{注17}の発行開始（2024年2月～）、があげられる。これらの推進策も功を奏し、トランジションボンドの発行額も順調に伸びている。

日本におけるSDGs債の順調な発行額増加は、政府の推進策に加え、日本銀行が2021年12月に開始した「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」（気候変動対応オペ）が一定程度寄与している可能性がある。気候変動対応オペは、気候変動関連の投融资をする金融機関に対して金利ゼロ%^{注18}で長期資金を供給するものだが、グリーンボンドやトランジションボンド等も対象となっている。

さらに、サステナブルファイナンス全般としては、金融庁による同ファイナンスの質向上に向けた取り組みも寄与している可能性がある。主なものとしては、①「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」の公表（2022年12月）、②ESG投資信託に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正^{注19}（2023年3月）、等があげられる。

6. サステナブルファイナンスが健全に発展するための論点

本稿では、欧州、米国および日本におけるSDGs債の発行状況を各国・地域が抱える事情やサステナブルファイナンスに関する取り組みとともに概観した。欧州、米国と日本のSDGs債の発行傾向は対照的ともいえるが、共通点として、サステナブルファイナンスにおいて信頼性（credibility）や質の確保が重要と認識され、取り組みが進められていることがあげられる。

サステナブルファイナンスは2010年代後半から本格的に発展し始め、2020年代に入って黎明期を終え、本質を追求する段階に入ったといえる。サステナブルファイナンスが健全に発展していくために、信頼性や質の確保が重要という認識は今後も不変と想定される。本稿で焦点を当てたSDGs債について信頼性や質

を確保するためには、①同債券を通じてどの程度インパクトが創出されたかを計測、②透明性および比較可能性を確保したうえで投資家をはじめとしたステークホルダーに情報開示、③投資家等とのエンゲージメントも通じて、効果、すなわち、環境・社会インパクトが確実に創出されているかを検証、④発行体の次のサステナビリティ関連のアクションに活かす、といった、個々の発行体や投資家の取り組みが大切といえる。

注1：本レポートのSDGs債の発行額（2024年3月末時点）は、ブルームバーグのデータベースに基づく。証券化商品を除く。また、国・地域は、発行体が主に活動する国・地域を指す。

注2：ただし、英専門誌『エンバイロメンタル・ファイナンス』は、2023年のグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドおよびSLBの発行額は、9800億ドル以上と、2021年の水準（約1.08兆ドル）には満たないものの、2022年の水準（約9250億ドル）から約6%増加していると報じている。

“Sustainable Bonds Insight 2024,” Environmental Finance, February 20, 2024

注3：発行残高は、2024年3月末時点で、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）およびトランジションボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。証券化商品を除く。欧州の発行体は、欧州連合（EU）加盟国の発行体。

注4：金融庁による「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」では、グリーンウォッシング問題について、「名称や投資戦略にESG（Environmental・Social・Governance）を掲げるファンドが国内外で増加しており、運用実態が見合っていないのではないかの懸念」と説明している。

注5：欧州証券市場監督機構（ESMA）は2024年5月、ESGやサステナビリティに関連する用語を名称に含むファンドは、その目標を満たす資産を少なくとも80%保有しなければならないとした指針を示した。European Securities and Markets Authority, “ESMA Guidelines Establish Harmonised Criteria for Use of ESG and Sustainability Terms in Fund Names”, May 14, 2024

注6：Ul Haq, Imtiaz et al, “Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds,” Policy Working Paper No. 10200, World Bank Group, October 2022.

注7：Climate Bonds Initiative, “Sustainability-Linked Bonds: Building a High-Quality Market,” March 2024.

注8：「[ESGまとめ読み] 欧州でも政治的反発、『供給網リスク』新時代など」ブルームバーグ2023年9月8日、「[EU、『グリーンディール』さらに後退も 中国の出力も変数] NIKKEI FT the World 2023年9月22日、「[仏 環境規制など反対の農家 パリへの高速道路封鎖 流通に懸念] 日本放送協会 2024年1月31日、「[EU、環境・産業両立の焦り一強まる規制、農家反発 欧州議会了承へハードル] 日本経済新聞 2024年2月8日。

注9：州法の名称は、「An Act Relating to State Contracts with and Investments in Certain Companies that Boycott Energy Companies」で2021年9月に発効。

注10：Office of Governor Ron DeSantis, “Governor Ron DeSantis Leads Alliance of 18 States to Fight Against Biden’s ESG Financial Fraud,” March 16, 2023.

注11：Missouri Attorney General’s Office, “Attorney General Bailey Warns Asset Managers Over ESG Investments as Proxy Season Begins,” March 30, 2023; Montana Department of Justice et al, “Dear Asset Managers,” March 30, 2023.

注12：法律の名称は、「CS/CS/HB 3-Government and Corporate Activism」。

注13：“From State Governments to Universities - Facing Continued Pushback on ESG and DEI Initiatives,” Reuters, February 10, 2024.

注14：“BlackRock’s Fink Says He’s Stopped Using ‘Weaponised’ Term ESG,” Reuters, June 27, 2023; S&P Global, “S&P Global

Ratings Update On ESG Credit Indicators,” August 4, 2023,「米国発の逆風、ESGマネー奔流 脱炭素のあり方探る—ESG光と影・再構築への道①」日本経済新聞 2023年8月21日。

注15：「逆風が育む『ESG2.0』 脱炭素と利益、両立探るとき」日本経済新聞 2022年6月27日。

注16：U.S. Securities and Exchange Commissions, “SEC Enhances Rule to Prevent Misleading or Deceptive Fund Names,” September 22, 2023.

注17：GX経済移行債は、国債の一種だが、化石燃料賦課金や特定事業者負担金により2050年度までに償還される仕組みとなっている。GX経済移行債は、クライメート・トランジション利付国債（CT国債）との名称のもと、個別銘柄で発行する方法のほか、通常の国債と同一の金融商品として統合発行する方法もある。

注18：なお、貸付利率は2024年3月、ゼロ%から0.1%に改正された。（日本銀行「金融政策の枠組みの見直しについて」2024年3月19日）

注19：改正においては、ESG関連投資信託の範囲を定めるとともに、ESG投資信託の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、具体的な検証項目が定められた。

（筆者略歴）

オックスフォード大学経営大学院修了、博士（経済学、埼玉大学）。ゴールドマン・サックス証券、日興シティグループ証券等を経て、2012年に野村資本市場研究所に入社、2019年12月より現職。研究分野は、国家・地方財政、信用分析および格付け、サステナブルファイナンス。政府、地方公共団体等の委員を歴任。著書に『地方債投資ハンドブック』（単著）、『サステナブルファイナンスの時代 — ESG/SDGsと債券市場』（共著）、『ESG/SDGsキーワード130』（共著）等がある。

