

急成長する中国のグリーンボンド発行市場の政策・法的枠組み

関根 栄一

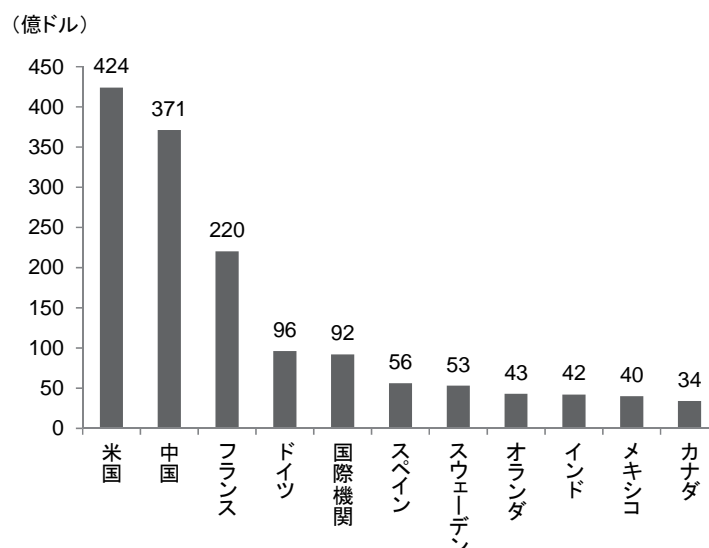
■ 要 約 ■

1. 中国のグリーンボンド市場の急成長が、国際的な市場参加者から注目を集めている。中国で、グリーンボンドの発行に関する政策・法的枠組みが整備され始めたのは 2015 年末であり、短期間のうちに、中国政府がトップダウンで取り組んできた成果と言える。
2. 特に、2016 年 8 月に中国人民銀行等の計 7 部門が公布した「グリーン金融体系の構築に関する指導意見」では、グリーンボンドについて、複数の官庁によって管理されてきた中国の債券市場制度体系を踏まえつつも、発行手続きや、資金使途、第三者認証等に関する共通の指針が示され、順次、ルール整備がなされてきている。
3. グリーンボンドの個別銘柄に関する法的枠組みを見ると、発行時の審査の迅速化や手続きの簡素化によって、当局は、同じ債券でも優先的にグリーンボンドの発行を促そうとしている。自主規制機関として、中国金融学会のグリーン金融専門委員会が、対象プロジェクトの基準作りに関わっていることも中国の特徴である。
4. 一方、中国のグリーンボンド市場では、銀行等による金融債が絶対多数を占め、社債の割合が小さく、また投資家への認知度が低いなどといった課題が、中国国内の研究者からも指摘されている。中国が今後、成熟したグリーンボンド市場を構築するためにどのような道をたどっていくかは、ゼロから同市場を立ち上げる国の当局や市場参加者の関心を集め続けるであろう。

I はじめに

中国のグリーンボンド市場の急成長が、近年、国際的な市場参加者から注目を集めている。英国の NPO である英 CBI (Climate Bonds Initiative、気候債券イニシアチブ) と中国銀行間債券市場の清算決済機関である中央国債登記決済有限責任公司は、中国のグリーンボンド市場に関する年度報告を定期的に発表している。同報告によれば、2017 年の世界のグリーンボンド発行額のうち、中国は、米国の 424 億ドルに次ぐ世界第 2 位の 371 億ドルとなった (図表 1)。中国の 2017 年の発行金額のうち、国際基準に適合するものは 229

図表 1 国別グリーンボンド発行額（2017年）



(出所) 気候債券イニシアチブ「中国綠色債券市場 2017」より野村資本市場研究所作成

億ドルとなっている。また、2018年の中国のグリーンボンド発行額は428億ドルで、そのうち国際基準に適合するものは312億ドルと、いずれも米国に次ぐ世界第2位となった。

中国で、グリーンボンドの発行に関する政策・法的枠組みが整備され始めたのは2015年末であり、実質的に2016年からわずか2~3年で、世界有数の規模にまで発行規模が拡大した背景には、中国国内での当局によるトップダウンの取り組みがあり、以下でその全体像を示していく¹。

II 中国におけるグリーンボンドの政策体系の内容

1. 中国における「グリーン金融」に対する基本政策

1) 中国人民銀行等7部門による指導意見の公表

(1) 指導意見の構成

中国でグリーンボンドを含む「グリーン金融」に対する政策体系が本格的に整備されたのは、2016年8月31日に中国人民銀行、財政部、国家発展改革委員会、環境保護部、中国銀行業監督管理委員会（銀監会）、中国保険監督管理委員会（保監会）、中国証券監督管理委員会（証監会）の計7部門が公布した「グリーン金融体系の構築に関する指導意見」（指導意見）である（図表2）²。

指導意見は、①グリーン金融体系構築の意義、②グリーン貸出、③グリーン証券、

¹ 中国のグリーンボンドに関する市場動向の詳細は、江夏あかね、関根栄一、宋良也「中国のグリーンボンド市場」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照されたい。

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3131687/index.html>

図表 2 中国のグリーン金融及びグリーン債券に関する指導意見の構成

項目	内容		
全体像	①グリーン金融体系構築の意義、②グリーン貸出、③グリーン証券、④グリーン発展基金、⑤グリーン保険、⑥環境権取引市場、⑦地方のグリーン金融発展への支援、⑧グリーン金融の国際協力、⑨リスク防止と組織的実施の計9分野、35条から構成		
グリーン金融の定義	環境改善、気候変動への対応、資源の節約や利用の効率化といった経済活動を支援するために、環境保護、省エネルギー、クリーンエネルギー、グリーン交通、グリーン建築等の分野のプロジェクトの投融資、運営、リスク管理等に対し提供する金融サービス		
グリーン債券市場の育成の方向	(1)	グリーン債券の細則整備と定義・基準統一	各グリーン債券の発行業務手引きや自主規制の整備、発行承認(登録)効率の向上等
	(2)	グリーン債券の発行コストの低減	地方政府等による専門的な保証・信用補完制度を整備等
	(3)	グリーン債券の第三者評価・格付け基準の構築	機関投資家による第三者評価の活用を奨励や、グリーン債券固有の格付けと開示の奨励等
	(4)	グリーン企業の上場・増資の支援	株式公開、上場、増資等を積極的に支援等
	(5)	グリーン関連指数の開発	指数及び関連商品の開発の奨励等
	(6)	強制環境開示制度の構築	上場会社や債券発行企業に対する強制的な環境情報開示制度を徐々に構築・整備等
	(7)	機関投資家によるグリーン金融商品の投資への誘導	年金・保険等の長期資金によるグリーン投資を奨励等

(出所) 中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

④グリーン発展基金、⑤グリーン保険、⑥環境権取引市場、⑦地方のグリーン金融発展への支援、⑧グリーン金融の国際協力、⑨リスク防止と組織的実施の計9分野、35条から構成される。

(2) 指導意見公布の背景

指導意見の公布には、国内事情と海外事情の二つの背景があるものと考えられる。

先ず国内事情であるが、第一に、環境改善に向けた政策を金融面でも支援するためである。PM2.5に代表される大気汚染対策など、中国では、2012年11月の習近平指導部の発足後、トップダウンで環境問題に対する取り組みを強化するための枠組みを設定してきた。そのうちの 하나가、2015年4月25日に中国共産党中央委員会と国務院(内閣に相当)が連名で公布した「生態文明建設の加速に関する指導意見」³で、金融面では、グリーン貸出の推進・拡大や、条件を満たしたプロジェクトが資本市場を通じて資金調達することを支援するとしている⁴。この指導意見を受け、二つ目に出てきたのが、2015年9月21日に中国共産党中央委員会と国務院が連名で公布した「生態文明体制改革の全体プラン」で、第8章の「環境ガバナンス及び生態保護市場体系の構築」の中で、「グリーン金融体系を構築する」と明記し、前述の中国人民銀行等の指導意見の原型を示している。いずれも、環境分野の改革を2020年までに実現するという目標を設定している⁵。

次に海外事情であるが、国内での環境問題への取り組みを国際的な枠組みを使って進めようとしていることが指摘できる。中国は、2015年12月12日、フランス(パ

³ 「生態文明」とは、日本語で「エコ文明」とも訳されるが、中国語で明確な定義は必ずしも公表されていない。習近平国家主席のスピーチに基づき、資源節約と環境保護を目指す産業構造、生産モデル、生活モデルの構築を、「生態文明建設」と読み替えることもできよう。なお、「生態文明建設」は、英語で“The construction of ecological civilization”と訳されている。

⁴ http://www.xinhuanet.com/politics/2015-05/05/c_1115187518.htm

⁵ http://www.gov.cn/guowuyuan/2015-09/21/content_2936327.htm

リ)で開催された第21回気候変動枠組条約締約国会議(COP21)において採択された国連気候変動枠組条約に、2016年9月3日に米国とともに批准している。批准の直後に初めて中国(浙江省杭州市)で開催されたG20サミットでは、ホスト国として持続可能な開発目標(SDGs)を議題に取り込んだ。指導意見がG20サミットの直前に公布されたのも、こうした国際的な枠組みを使って、環境分野での資源配分の歪みを金融面からは是正していこうとする意欲の表われと見ることができよう。

2) 指導意見の原則的考え方

指導意見に基づくグリーン金融の定義、種類、目標等は以下の通りとなる。

(1) グリーン金融の定義

環境改善、気候変動への対応、資源の節約や利用の効率化といった経済活動を支援するために、環境保護、省エネルギー、クリーンエネルギー、グリーン交通、グリーン建築等の分野のプロジェクトの投融資、運営、リスク管理等に対し提供する金融サービスを指す。

(2) グリーン金融の種類

グリーン貸付、グリーンボンド、グリーン株式指数及び関連商品、グリーン発展基金、グリーン保険、カーボン金融等を指す。

(3) グリーン金融体系構築の目的

多くの社会資本を動員・刺激してグリーン産業に投入すると同時に、有効に汚染型の投資を抑制することにある。

(4) グリーン金融体系の意義

中国経済のグリーン化への転換の加速や、生態文明の建設支援に有利であり、同時に、環境保護、新エネルギー、省エネルギー等の分野での技術進歩を促し、新たな経済成長スポットの育成を加速させ、潜在成長力を向上させる上で有利である。

3) 複数の官庁が関与する必要性

指導意見では、グリーン金融体系を構築・整備するためには、金融・財政・環境保護等の政策と関連する法令がセットになった支援が必要であり、適切なインセンティブと規律付けのメカニズムの構築を通じて、環境分野の(負の)外部性の問題を解決すると同時に、金融機関及び金融市場がイノベーションの度合いを高め、新たな金融ツールやサービス手段を開発することを通じて、環境分野の投融資が直面する期間のミスマッチ、情報の非対称性、商品及び分析ツールの不足等の問題を解決する必要があるとしている。

このため、指導意見は、金融政策や金融改革の全体プランを担当する中国人民銀行を筆頭に、財政・税制を担当する財政部、マクロ経済政策や産業政策の全体プランを担当する国家発展改革委員会、環境政策を担当する環境保護部、金融機関を業態別に管理監督する銀監会・保監会・証監会といった複数の官庁が関与して作成し、その後、政策や法令を調整しながら、金融機能を使って、環境分野での資源配分の歪みを是正していく方向性を示している⁶。

2. グリーンボンドに関する政策体系

1) 中国固有の債券市場の制度体系

指導意見は、証券市場でのグリーン金融の普及に向けた政策を推進していくための方向性を示しているが、そのうち、グリーンボンドについては、歴史的な経緯により、種類毎に複数の官庁によって管理されてきた中国固有の債券市場の制度体系を念頭に置く必要がある。

中国では国家的プロジェクトの資金調達を念頭に、国家計画委員会（当時、現在の国家発展改革委員会）による発行審査・認可制度の下、1987年から企業債（Enterprise Bond）が導入された。企業債の発行審査・認可制度は近年緩和されている一方で、2007年からは規制を緩和した上場会社が発行する公司債（Corporate Bond）が新たに導入されている。企業債・公司債とも、公募債で、原則、証監会が管理する証券取引所で流通・売買される。

他に、中国には中国人民銀行が管理する銀行間債券市場があり、金融機関が発行する金融債のほか、企業が発行する社債（「非金融企業債務融資工具」と命名）がある。後者のうち、コマーシャルペーパー（CP）に相当するのが2005年に導入された「短期融資債券」であり、ミディアムタームノート（MTN）に相当するのが2008年に導入された「中期手形」である。また、2008年のMTNの導入を機に、銀行間債券市場での社債発行は、中国人民銀行による審査・認可制度から、自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会（NAFMII）が発行登録を行う仕組みに規制緩和が行われている。

中国人民銀行上海本部の統計によれば、2017年末時点での債券市場での発行残高のうち、金融債は18兆7,889億元、社債は16兆9,460億元となっている。また、社債のうち、銀行間債券市場で発行される非金融企業債務融資工具が8兆3,741億元、企業債が3兆5,067億元、公司債が5兆652億元となっている。

⁶ 2018年3月の第13期全国人民代表大会で承認された国务院機構改革案に基づき、環境保護部は、国家発展改革委員会・国土資源部などにあった環境保護部門と統合され、「生態環境部」となった。同時に、銀監会と保監会も統合され、中国銀行保険監督管理委員会となった。

2) 指導意見でのグリーンボンド市場の育成の方向

指導意見では、グリーンボンドを中心とした証券市場を通じたグリーン投資の推進を以下のように進めるとしている（前掲図表2）。

(1) グリーンボンドの細則整備と定義・基準統一

各グリーンボンドの発行業務手引き、自主規制を検討・完成させ、グリーンボンドの発行によって募集した資金をグリーンプロジェクトに専用に（または主に）用いることを明確にする。

部門間の協調を強化し、統一した中国のグリーンボンドの定義・基準を構築・整備し、グリーンボンドの発行に関する情報開示面での要求や管理監督の内容を明確にする。

条件を満たした法人のグリーンボンドの発行と関連商品の組成を支援し、承認（登録）効率を高める。

(2) グリーンボンドの発行コストの低減

地方政府や法人が専門的な保証・信用補完制度を通じてグリーンボンドの発行を支援することを支持する。また、グリーンボンドの資金調達コストの低減に向けたその他の措置を検討・制定する。

(3) グリーンボンドの第三者評価・格付け基準の構築

第三者認証機関のグリーンボンドの評価に対する内容・質への要求を規範化する。機関投資家が投資決定政策の中でグリーン評価報告を参照するのを奨励する。格付け会社が評価のプロセスの中で発行体のグリーン信用記録、募集資金の対象プロジェクトのグリーンレベル、環境コストの発行体格付け・銘柄格付けへの影響を専門的に評価し、同時に、格付け評価報告書の中で単独に開示するのを奨励する。

(4) グリーン企業の上場・増資の支援

公開・上場に関する法令・政策に適合することを前提に、条件を満たしたグリーン企業が法定手続きに則って公開・上場するのを積極的に支援する。既に上場しているグリーン企業が、増資等の方法でリファイナンスするのを支援する。

(5) グリーン関連指数の開発

グリーン債券指数や、グリーン株式指数及び関連商品を開発するのを支援する。金融機関に対し、グリーン指数を基に公募基金、私募基金等のグリーン金融商品を開発し、投資家の需要を満足させるよう奨励する。

(6) 強制環境開示制度の構築

上場会社や債券発行企業に対する強制的な環境情報開示制度を徐々に構築し整備する。

環境保護部門が公布した重点汚染排出単位に属する上場会社に対し、①主要な汚染物の目標達成排出状況、②企業の環境保護施設の建設・運営状況、③重大な環境事件に対する具体的な情報開示上の要求、を研究・制定し、厳格に執行する。環境情報を偽造した上場会社及び債券発行企業への懲罰レベルを強化する。

第三者の専門機関が、上場会社及び債券発行企業のために環境情報の開示サービスを提供する能力を育成する。第三者の専門機関が、企業の環境情報を収集したり、分析報告を作成・公表したりするのを奨励する。

(7) 機関投資家によるグリーン金融商品の投資への誘導

年金・保険等の長期資金がグリーン投資を行うのを奨励し、投資家がグリーン投資責任報告書を公表するのを奨励する。機関投資家が投資する資産に関わる環境リスク及び CO2 排出の分析能力を高め、環境及び気候変動の機関投資家（特に保険会社）への影響についてストレステストを実施する。

3. グリーンボンドの個別銘柄発行に関する法的枠組み

中国のグリーンボンドの個別銘柄の発行に関する細則は、2016年8月の指導意見の公表に先立ち、2015年の生態文明の建設や改革に関する政策の公表を受け、段階的に発表され、実施されている。それぞれの政策に共通するポイントは、①当局の発行審査で優先的に手続きがなされること、②情報開示面で特別の規定を設けていること、③強制ではないが発行時及び発行期間中、第三者機関による評価報告書の開示が奨励されていること、が挙げられる（図表3）。また、グリーン公司債については、証券会社に対する証监会からの定期的評価の際、引受状況が「社会責任評価」の重要な内容として加算されることになっていることも特徴である。

1) グリーン金融債券

2015年12月22日、中国人民銀行は、2015年第39号公告（同年12月15日付）⁷を公布し、金融機関が銀行間債券市場で発行するグリーンボンドを「グリーン金融債券」と命名し、以下のとおり主な規定を定めている。

(1) グリーン金融債券の定義

金融機関法人（開発性銀行、政策性銀行、商業銀行、企業集団財務公司等）が発行し、募集資金をグリーン産業の支援に用い、約定に従って元利払いを行う有価証券。

⁷ http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/22/content_5026636.htm

図表3 中国・グリーンボンド市場の発行枠組み（銘柄別）

	グリーン金融債	グリーン企業債	グリーン公司債	グリーン社債 (銀行間債券市場)
発行体	金融機関(法人)	法人格を有する企業	会社法上の株式会社・有限会社	非金融企業
所管官庁	中国人民銀行	国家発展改革委員会	中国証券監督管理委員会 証券取引所	中国人民銀行 中国銀行間市場取引商協会
細則及び 制定時期	2015年第39号公告 (2015年12月22日)	グリーン企業債発行ガイド ライン (2015年12月31日)	グリーン公司債のテストの 推進に関する通知 (証券取引所) (2016年3月～4月)	グリーン債務融資工具業務 の手引き(協会) (2017年3月22日)
発行・流通市場	銀行間債券市場	証券取引所 銀行間債券市場	証券取引所	銀行間債券市場
資金用途	中国金融学会・グリーン金融 専門委員会が編成した目録 (学会目録)を参照可能	グリーン循環型・低炭素 発展プロジェクトに属する 計12分野を列挙	学会目録を参照可能	学会目録を参照可能
発行手続き	発行日の5営業日前に中国 人民銀行に申請・登録	スピード審査・審査手続き 簡素化の対象	申請書類受理後、3か月以内 に判断 専用窓口・専用担当者あり	協会への登録
第三者認証	発行時に提出を奨励	特に明記なし	発行時に提出を奨励	発行時に提出を奨励
情報開示	四半期、年度	年度	四半期、年度	四半期、年度

(出所) 中国人民銀行、国家発展改革委員会、中国証券監督管理委員会、上海証券取引所、中国銀行間市場取引商協会より野村資本市場研究所作成

グリーン産業の対象プロジェクトの範囲は、中国金融学会・グリーン金融専門委員会
が編成した「グリーン債券支援プロジェクト目録」(目録、後述)を参照することが
可能である。

(2) 発行手続き

発行金融機関は、発行日の5営業日前に、中国人民銀行に必要書類を提出して登録
をしなければならない。中国人民銀行への申請時に、発行金融機関は、独立した専門
評価機関による評価書、または独立した認証機関が認証した意見書を提出することが
奨励される。

(3) 資金用途

発行金融機関は、専用口座を開設するか、または専用に記帳をしなければならない。
発行金融機関は、募集説明書で承諾した期限内に、募集資金をグリーン産業プロジェ
クトのみに用いなければならない。

募集資金が使われていない期間は、発行金融機関は、良好な信用格付けを有する非
金融機関の発行するグリーンボンドに投資を行ったり、信用力と流動性のある短期金
融市場の商品で運用したりすることができる。

(4) グリーンボンド固有の情報開示

発行金融機関は、四半期毎に、募集資金の使用状況を開示しなければならない。また、発行金融機関は、毎年4月30日までに前年度の募集資金の使用状況に関する年度報告と監査報告、及び当年度第1四半期の募集資金の使用状況を開示しなければならない。そのうち、前者の前年度の使用状況は、中国人民銀行に報告しなければならない。

他に、債券の発行期間中、発行金融機関は、独立した専門評価機関による評価書、または独立した認証機関が認証した報告書を開示することが奨励される。

2) グリーン企業債

2015年12月31日、国家発展改革委員会は、「グリーン企業債発行ガイドライン」⁸を公布し、グリーン企業債について、以下のとおり主な規定を定めている。

(1) グリーン企業債の定義

募集資金が、グリーン循環型・低炭素発展プロジェクトに用いられる企業債を指す。グリーン金融債とは異なり、対象プロジェクトの範囲は、グリーン債券支援プロジェクト目録に明記されているものではなく、合計12分野を列挙する形を採っている。

(2) 発行手続き

国家発展改革委員会の審査が必要であるが、スピード審査の対象とする。機関投資家向けの非公開発行も容認し、投資家が（証券法の定める）200名未満、購入単位が500万元以下の場合には、公告を不要とする。

(3) 資金使途

グリーン企業債は、通常の場合よりも資金使途を緩和する。第一に、募集資金の総投資に占める割合を80%まで拡大する。通常、同割合は70%が上限となっている⁹。第二に、通常の場合の企業債発行時の財務上の指標制限を受けない。第三に、資産負債比率が75%以下という前提で、発行規模の通常規制を受けない。

また、グリーン企業債の発行を通じ、企業の債務構造の最適化を支援する。第一に、募集資金を、50%を超えない範囲で、銀行借入の返済や運転資金に充当することを容認する。換言すれば、募集資金の50%以上を手引きに記載されている合計12分野のプロジェクトに用いなければならない。第二に、発行体格付けが最上級から2番目以上で経営も比較的良好な場合、募集資金をグリーンプロジェクトによって生じた高コストの債務に置き換えることができる。

⁸ <http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201601/W020160108387358036407.pdf>

⁹ http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201505/t20150527_693611.html

(4) グリーンボンド固有の情報開示

グリーン企業債固有の情報開示規定は特に明記されていない。

3) グリーン公司債

2017年3月2日、証監会は、「グリーンボンドの発展の支援に関する指導意見」¹⁰を公布した。また、同指導意見に先立ち、上海証券取引所は2016年3月16日、深圳証券取引所は同年4月22日に、「グリーン公司債のテスト推進に関する通知」をそれぞれ公布している¹¹。主な規定は以下のとおりとなる。

(1) グリーン公司債の定義

募集資金がグリーン産業プロジェクトに用いられる公司債を指す。グリーン産業プロジェクトは、主に「グリーン債券支援プロジェクト目録」を参照する。グリーン資産担保証券（ABS）やグリーン地方債券、グリーンサステイナブルボンド等の銘柄も、グリーン公司債に関する発行手続きを参照するとしている。

(2) 発行手続き

「証券法」、「公司法（会社法）」、「公司債発行・取引管理弁法」の規定に基づくが、通常は申請書類を受理してから3ヵ月以内に発行の可否を判断するものの、「専用の窓口を置き、専任の担当者が審査する」、「申請書類を受取り次第、審査する」というスピード審査を行う。発行体は、申請時及び発行期間内において、独立した専門評価機関による評価書、または独立した認証機関が認証した意見書を提出することが奨励される。

なお、グリーン公司債については、証券会社に対する証監会からの定期的評価の際、引受状況が「社会責任評価」の重要な内容として加算されることになっている。グリーン公司債の引受状況は、中国証券業協会からも定期的に公表され、社会的な評価を高め、証券会社のインセンティブを促している。

(3) 資金使途

グリーン産業プロジェクトの建設・運営・M&A または同プロジェクトに関する銀行借入の返済等に用いられる。上海証券取引所のグリーン公司債に関するQ&Aによれば、募集資金の70%以上をグリーン産業プロジェクトに使わなければならない¹²。

また、発行体は専用口座を開設しなければならない、受託管理人は募集資金の使用及び専用口座の管理状況を監視・指導しなければならない。

¹⁰ <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gszqjgb/gzdtgszj/201703/P020170306410705465347.pdf>

¹¹ http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/bond/c/c_20160316_4058800.shtml

¹² <http://www.sse.com.cn/services/green securities/guide/c/4694310.pdf>

(4) グリーンボンド固有の情報開示

「公司債発行・取引管理弁法」に基づく開示に加え、グリーン公司債については、債券の発行期間中、発行体は、独立した専門評価機関による評価書、または独立した認証機関が認証した報告書を開示することが奨励される。

4) グリーン社債（銀行間債券市場）

2017年3月22日、銀行間債券市場の自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会（NAFMII）は、「非金融企業のグリーン債務融資工具業務の手引き」¹³を公布し、銀行間債券市場で発行されるグリーン社債について、以下のとおり主な規定を定めている。

(1) グリーン社債の定義

募集資金がグリーンプロジェクトに用いられる社債を指す。グリーンプロジェクトは、「グリーン債券支援プロジェクト目録」を参照することが可能である。

(2) 発行手続き

協会への登録手続きが必要。発行体は、申請時において、独立した認証機関が認証した意見書を提出することが奨励される。

(3) 資金使途

グリーンプロジェクトの建設・運営・M&A または同プロジェクトに関する銀行借入の返済等に用いられる。募集資金は、すべてグリーンプロジェクトに用いなければならない。

また、発行体は専用口座を開設しなければならない、資金管理機関は募集資金の使用・預金・払出を監督する。

(4) グリーンボンド固有の情報開示

加えて、発行体は、毎年4月30日までに前年度の募集資金の使用及びグリーンプロジェクトの進捗状況を開示しなければならない。また、毎年8月31日までに、当年度上半期の募集資金の使用及びグリーンプロジェクトの進捗状況を開示しなければならない。また、募集資金の用途の変更の場合は、少なくとも5営業日前までに開示しなければならない、変更後の資金使途も本手引きの要求に従わなければならない。

他に、債券の発行期間中、発行体は、独立した認証機関が認証した報告書を定期的に開示することが奨励される。

¹³ <http://www.nafmii.org.cn/ggtz/gg/201703/P020170322639776098176.pdf>

Ⅲ グリーンボンドに関する資金使途・認証政策

1. 資金使途に関する政策

1) 対象プロジェクトのリスト

グリーンボンドの発行に伴う資金の投融資の対象プロジェクトは、監督部門毎に制定されている。

一つ目は、中国人民銀行が管理監督するグリーン金融債、グリーン社債（銀行間債券市場）、及び証監会が管理監督するグリーン公司債に対するもので、中国金融学会・グリーン金融専門委員会が2015年12月に公表したグリーン債券支援プロジェクト目録である。同目録は、①省エネルギー、②汚染防止、③資源節約・循環利用、④クリーン交通、⑤クリーンエネルギー、⑥生態環境保護及び気候変動対応の六つの大分類（一級分類）から構成されている（図表4）。また、六つの大分類は、さらに中分類（二級分類）、小分類（三級分類）へと、個別のプロジェクトの種類にまで及んでいる。

二つ目は、国家発展改革委員会が管理監督するグリーン企業債に対するもので、グリーンボンド発行手引きにリストがある。同リストは、①省エネルギー・排出削減技術改造プロジェクト、②グリーン都市化プロジェクト、③エネルギーのクリーン化及び高効率利用プロジェクト、④新エネルギー開発利用プロジェクト、⑤循環経済発展プロジェクト、⑥水資源の節約及び非常用水源開発・利用プロジェクト、⑦汚染防止プロジェクト、⑧エコ農林業プロジェクト、⑨省エネルギー・環境保護産業プロジェクト、⑩低炭素産業プロジェクト、⑪生態文明先行モデル実験プロジェクト、⑫低炭素発展テストモデルプロジェクトの計12分野から構成されている。

中国金融学会の定める目録は、国家発展改革委員会の定めるリストよりも細かく分類されているが、分野ごとに比較対象が可能である（図表4）。また、両者に共通するのは、クリーン・コールなど、英CBIが2011年に制定した「Climate Bond Standard（CBS）」が認定していないプロジェクトが資金使途の対象に含まれているという点である¹⁴。

¹⁴ 当地のグリーンボンド市場関係者へのヒアリングによれば、資金使途の一部（クリーンコール）が国際的な基準と合致していないことは認識してはいるものの、中国の主要な一次エネルギー源が石炭であり、石炭利用の効率化自体が中国の環境改善に資するため、中国の国情に合った形で進めるほかないとの見解であった。

図表 4 グリーン債券・銘柄別の資金使途

グリーン債券支援プロジェクト目録 中国金融学会・グリーン金融専門委員会 グリーン金融債、グリーン会社債、グリーン社債			グリーン企業債発行ガイドライン 国家発展改革委員会 グリーン企業債	
番号	一級分類	二級分類	番号	プロジェクトの種類
①	省エネルギー	工業向け省エネルギー	①	省エネルギー・排出削減技術改造プロジェクト
		持続可能性のある建築		
		エネルギー管理センター		
②	汚染防止	省エネルギー効果のある都市・農村インフラ建設	②	グリーン都市化プロジェクト
		汚染防止	⑦	汚染防止プロジェクト
③	資源節約・循環利用	環境修復プロジェクト	⑤	循環経済発展プロジェクト
		石炭クリーン利用		
④	クリーン交通	節水・非常用水源利用	⑥	水資源の節約及び非常用水源開発・利用プロジェクト
		廃鉱・複数鉱山の再開発及び総合利用 工業用固形廃棄物・廃ガス・廃液の回収及び資源化利用		
⑤	クリーンエネルギー	再生資源の回収・加工及び循環利用	③	エネルギーのクリーン化及び高効率利用プロジェクト
		電気製品の再製造 生物資源の回収・利用		
⑥	生態環境保護及び気候変動対応	鉄道	④	新エネルギー開発利用プロジェクト
		都市鉄道 都市・農村の道路・運輸公共客運 水運 クリーン燃料 新エネルギー自動車 交通分野へのネットワークの適用		
⑧	生態環境保護及び気候変動対応	風力発電	⑧	エコ農林業プロジェクト
		太陽光ソーラー発電 スマートグリッド 分散型エネルギー 太陽熱利用 水力発電 その他新エネルギー利用		
⑩	生態環境保護及び気候変動対応	自然生態保護及び観光資源保護開発	⑩	生態文明先行モデル実験プロジェクト
		エコ農業・牧畜業・漁業 林業開発 災害対応・防止		
			⑪	低炭素産業プロジェクト
			⑫	低炭素発展テストモデルプロジェクト

(出所) 中国金融学会・グリーン金融専門委員会、国家発展改革委員会より野村資本市場研究所作成

2) 中国金融学会・グリーン金融専門委員会

グリーン金融債、グリーン社債（銀行間債券市場）、グリーン会社債の発行に伴う資金使途に参照される目録を作っている中国金融学会・グリーン金融専門委員会は、2015年4月22日に設立され、「中国金融学会・グリーン金融専門委員会管理弁法」や「中国金融学会・グリーン金融専門委員会業務制度」に基づき運営されている。

同委員会は、理事会によって意思決定が行われ、常設の事務局が中国人民大学・重陽金融研究院に置かれている。理事会を構成する常務理事は31社、理事は130社となっている¹⁵。また、理事会が招聘するオブザーバーとして、国連の関係機関（国連環境計画（UNEP）、国連開発計画（UNDP）など）や世界銀行、国際金融公社と

¹⁵ <http://www.greenfinance.org.cn/more.php?cid=56>

いった国際機関、英 CBI といった NPO、国際資本市場協会（International Capital Market Association）、外国金融機関（HSBC）など 15 社が登録されている。

同委員会には、事務局の下で、①グリーン金融サービス・責任投資、②政策支援、③法令・規則、④機関経営、⑤グリーン産業、⑥宣伝の 6 つの小委員会が設けられ、それぞれに資金面でのスポンサーがついている¹⁶。

2. 認証政策

1) 根拠となるルール

グリーン金融債、グリーン公司債、グリーン社債（銀行間債券市場）については、前述の通り、債券の発行期間中、発行金融機関は、独立した専門評価機関による評価書、または独立した認証機関が認証した報告書を開示することが奨励されるが、これらの銘柄を管理監督する中国人民銀行と証監会は、2017 年 12 月 27 日、共同で「グリーンボンドの評価・認証ガイドライン（暫定版）」を公布している¹⁷。

同ガイドラインは、中国国内で発行するグリーンボンドに評価認証サービスを提供する評価認証機関に適用され、評価実施、審査または認証の手続き、評価の公表、審査または評価の結論、具体的な報告手続き及び行為について定めている。また、グリーンボンド評価認証機関は、NAFMII の下に設立されるグリーン債券標準委員会において、自主規制によって管理される。同委員会は、2018 年 12 月 7 日に発足し、主任単位（委員長に相当）の NAFMII、常任メンバーの 8 社、非常任メンバーの 16 社から構成されている¹⁸。

2) 評価の内容

グリーンボンドの評価は、発行前評価と発行期間中の評価から構成される。債券の発行期間中は、原則、満一年経過後、4 ヶ月以内に評価を行う。

前者の発行前の評価の内容には、①投資予定のグリーンプロジェクトの法令順守状況、②同プロジェクトの選択・意思決定システムの整備状況、③募集資金の管理制度の整備状況、④情報開示・報告制度の整備状況、⑤環境上の効果と期待される目標が合理的か否か、が含まれる。また、後者の発行期間中の評価には、①投資後の同プロジェクトの法令順守状況、②同プロジェクトの選択・意思決定システムが有効に機能しているか、③募集資金の管理制度が有効に執行されているか、④情報開示・報告制度が有効に執行されているか、⑤環境上の効果が期待される目標に到達しているか、が含まれる。

¹⁶ <http://www.greenfinance.org.cn/more.php?cid=57>

¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/rmyh/105208/3449893/index.html>

¹⁸ http://www.nafmii.org.cn/xhdt/201812/t20181207_74305.html

3) 評価結果

評価は、①適格、②不適格は見当たらない、③不適格、④結論を出すことができない、の4つから成る。

債券の発行期間中、「不適格」とされた場合、発行者は評価報告書に署名後 10 営業日以内に、グリーン金融標準化委員会に対して、状況報告と補正プランを提出しなければならない。補正期間は、原則、署名から 3 ヶ月を超えてはならないが、特殊な事情があれば、同委員会の同意を経て、適当な期間延長することができる。

補正期間終了後 2 ヶ月以内に、発行体は、同委員会に対して補正状況と新たな評価報告書を提出しなければならない。「適格」または「不適格は見当たらない」との結論が得られれば、同委員会に報告・登録後、グリーンボンドのラベルは保留されるが、そうでなければラベルは取り消される。いったんラベルが取り消された後は、発行期間中、再度、回復することはできない。発行条件に、ラベル取り消しの場合、投資家からの買い取り請求権等の約定があれば、同約定に従って執行される。

IV 施策を受けた動向

1. 2018 年の発行実績

中国のグリーンボンドの 2018 年の発行金額は、Wind 資訊からの集計によれば、2,475 億元（前年比 5.6%減）となった。

これを銘柄別に見ると、金融機関が発行するグリーン金融債が 1,359 億元（全体の 54.9%）、企業債・公司債・社債を含むグリーン非金融債が 945 億元（同 38.2%）、グリーン ABS が 137 億元（同 5.5%）、海外の中国系発行体が発行したグリーンボンド（海外）が 34 億元（同 1.4%）となった。また、これを市場別に見ると、銀行間債券市場が 1,716 億元（全体の 69.3%）、上海証券取引所が 575 億元（同 23.2%）、深圳証券取引所が 76 億元（同 3.1%）、国内その他が 74 億元（同 3.0%）、海外が 34 億元（同 1.4%）となった。銘柄では金融機関が主体で、発行市場も銀行間債券市場が 7 割前後を占めていることが特徴である。

2. 投資家層

グリーンボンドの投資家層に関する固有の統計はないが、全体の統計から投資家層の割合を推察することはできる。

2018 年末時点で中央国債登記決済有限責任会社に寄託されている債券発行残高のうち、例えば政策性銀行債の発行残高 14 兆 5,167 億元のうち、商業銀行が 8 兆 8,392 億元（全体の 60.9%）、金融商品が 3 兆 9,283 億元（同 27.1%）を保有している。また、商業銀行債券の発行残高 3 兆 8,063 億元のうち、金融商品が 2 兆 11 億元（全体の 52.6%）、商業銀

行が1兆4,105億元（同37.1%）となっている。グリーンボンドについても、商業銀行や金融商品が主たる保有者になっているものと推察される¹⁹。

V 結びにかえて

世界有数の規模となっている中国のグリーンボンド発行市場ではあるが、中国国内の研究者から、課題も指摘されている。例えば、中国人民大学・重慶金融研究院²⁰・綠色金融部・曹明弟副主任は、2018年4月16日の中国経済時報で、①銘柄では金融債が絶対多数を占めていて、企業にもグリーンボンドの発行を促す余地があること、②発行時の認証された開示情報が不完全であること、③投資期間が長く、投資当初はキャッシュフローも乏しく、相対的なプロジェクトの収益性も低いグリーンボンドの特徴を投資家がまだ理解していないこと、④通常の債券の発行時の審査・認可手続きよりも簡素化・迅速化されているにも関わらず、グリーンボンドに発行金利の低下傾向が見られないこと、を指摘している²¹。

中国の環境問題を金融面で解決するうえで、グリーンボンドの発行政策・法令の整備がトップダウンで進められてきた一方、発行体へのインセンティブを与えながら、投資家、引受金融機関との間におけるバランスの取れた市場行為が確立するためには、まだ時間を要するものとする。中国が今後、成熟したグリーンボンド市場を構築するためにどのような道をたどっていくかは、ゼロから同市場を立ち上げる国の当局や市場参加者の関心を集め続けるであろう。

¹⁹ 海外機関投資家も、適格外国機関投資家（QFII、2002年導入）、人民元建て適格外国機関投資家（RQFII、2011年導入）、中国銀行間債券市場での直接購入ルート（CIBM Direct、2010年導入）、債券通（ボンドコネクト、2017年導入）を通じて、中国国内で発行されるグリーンボンドを購入することが可能である。ボンドコネクトを通じて、2017年11月に中国農業発展銀行が、同年12月に中国輸出入銀行が、外国人投資家向けにそれぞれグリーン金融債を発行したこともある。なお、ボンドコネクトについては、関根栄一「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入ーボンドコネクトの始動ー」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照されたい。

²⁰ 前述の通り、中国人民大学の同研究院には、中国金融学会・グリーン金融専門委員会の事務局が置かれている。

²¹ <http://finance.jrj.com.cn/2018/04/16093024393414.shtml>