

中国のグリーンボンド市場

江夏 あかね、関根 栄一、宋 良也

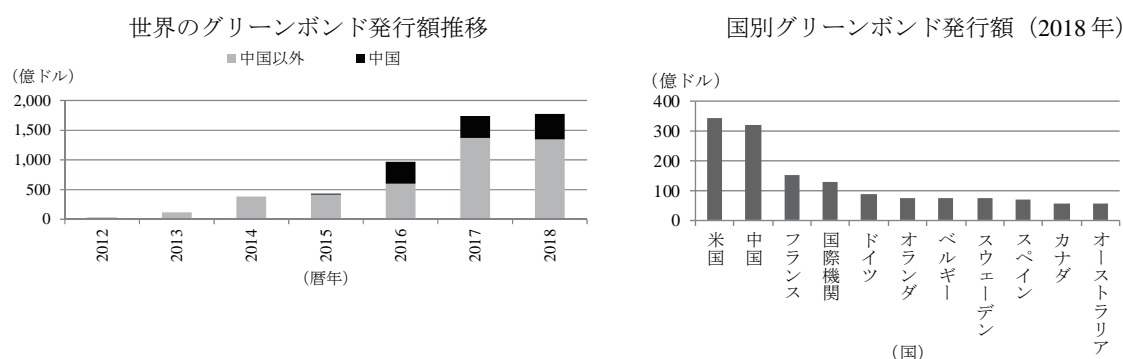
■ 要 約 ■

1. グリーンボンドは、2000年代後半に誕生し、欧米での発行が中心的だったが、2016年頃から中国の発行体等による発行が堅調に伸びており、2018年の発行額は米国に次いで2位となっている。中国のグリーンボンド市場が活況となっている背景としては、中国政府がグリーンファイナンスの推進を重要施策として掲げるとともに、複数の管理・監督主体が、発行体や投資家に対してグリーンボンドの発行や投資を促進する複数の施策を講じていることが挙げられる。
2. 中国におけるグリーンボンドの発行状況では、(1)発行体セクター別では商業銀行等が最も多く、事業会社が続く構造、(2)発行市場は、銀行間債券市場が中心、(3)資金使途は、クリーン・エネルギー、汚染防止・管理等が中心、(4)多くの銘柄が外部評価を取得、といった特徴が挙げられる。
3. 中国におけるグリーンボンドの資金使途について、中国国内基準には、国際的に浸透している基準に適合しない資金使途等が含まれている。適合しない要因としては、グリーンの定義や調達資金のグリーンプロジェクトへの充当割合の違い等が中心となっている。気候債券イニシアチブ(CBI)によると、中国の発行体等によるグリーンボンドの発行額(2016~2018年)のうち、国際基準に適合していたものは全体の6~7割程度であった。
4. 中国のグリーンボンドをめぐっては、国内基準が国際基準と異なる資金使途となっている問題が注目されるが、国際基準を満たす発行額のみでも世界的に見て十分に存在感のある規模となっている。その意味で、今後も中国におけるグリーンボンドの発行・投資状況やグリーンボンド市場の成長を支える仕組み等が、日本を含めた世界各国から注目される状況が続くと想定される。

I 中国におけるグリーンボンド発行の堅調な伸び

世界の金融市場においては近年、グリーンボンドの発行額が順調に増加している。グリーンボンドとは、環境、社会及びガバナンス（ESG）に関連する債券の中でも、環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに要する資金を調達するために発行される債券である。2000年代後半に誕生し、欧米での発行が中心的だったが、2016年頃から中国の発行体等によるグリーンボンドの発行が堅調に伸びており、2018年の発行額は米国に次いで2位となっている（図表1参照）。本稿は、中国でのグリーンボンド発行に至る経緯を踏まえた上で、発行状況、投資家層、市場を支える存在等を概観する。

図表1 中国の発行体等によるグリーンボンドの発行状況



- (注) 1. 数値は、ドル換算ベース。中国の数値は、中国本土の発行体及びグリーン・パンダ債の合計（国際基準に適合する分）。
2. 国別グリーンボンド発行額は、上位10カ国及び国際機関を表示。

(出所) Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2016*, January 2017, p.3; Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2017*, February 2018, pp.2-3; Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2018*, February 2019, pp.3-4、より野村資本市場研究所作成 (<https://www.climatebonds.net/files/files/SotM-2016-Final-WEB-A4.pdf>; https://www.climatebonds.net/files/reports/china_annual_report_2017_en_final_14_02_2018.pdf; <https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>)

II 政府主導で開始されたグリーンボンドの発行

中国においては、経済発展が急速に進む中、環境問題の解決が急務となっている。中国人民銀行の試算によると、環境及び気候変動問題に対処するためには、少なくとも年間2～4兆人民元（3,200～6,400億ドル）の資金が必要とされている¹。このような背景の下、中国政府では2015年頃から、グリーンファイナンスの推進を重要施策として掲げ、様々な施策に取り組んでいる²。グリーンボンドは、複数の環境関連金融商品とともに、グリーンファイナンスの中核として位置付けられている。

¹ 「完善環境信息披露制度」『新浪财经』2016年3月17日。

² 詳細は、関根栄一「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」『金融情報アップデート』No.19-08、2019年2月15日、を参照されたい。

中国政府によるグリーンファイナンスの推進体制の下、(1) 2015年10月には、中国の発行体として初のグリーン債券を中国農業銀行がロンドン市場で起債、(2) 2015年12月には、金融債を対象として、中国人民銀行がグリーン債券ガイドラインとグリーン債券対象適格プロジェクトを示したカタログを公表、(3) 2016年1月には、企業債（未上場の国有企業や民営企業等による債券）を対象として、国家発展改革委員会がグリーン債券ガイドラインを公表、(4) 2016年3～4月には、公司債（上場会社による発行債券）等を対象として、上海証券取引所及び深圳証券取引所がグリーン債券試行プログラムに関する通知を公表、等の動きがあった。そして、中国政府は2016年8月、「グリーンファイナンスシステム構築のためのガイドライン」を公表し、グリーン債券を始めとした環境関連金融商品に関する具体的な施策が示された³。これは、2016年9月に中国の杭州で開催されたG20サミットでグリーンファイナンスの推進が謳われる直前のことであった。

このように、政府によるトップダウンによるグリーンファイナンスの推進等を受けて、中国では2016年後半頃から、グリーン債券の発行に取り組む発行体が増えていった。

III 中国におけるグリーン債券の発行

グリーン債券発行状況について、英国のグリーン債券の認定・普及促進機関である気候債券イニシアチブ（CBI）による中国本土の発行体及びグリーン・パンダ債の発行状況のデータを元に、(1) 発行体セクター、(2) 発行市場、(3) 資金使途、(4) 外部評価、に分けて、状況を紹介する。

1. 発行体セクター

中国の発行体等による発行体セクター別の発行額を見ると、商業銀行等が最も多く占めており、事業会社が続く構造となっている（図表2参照）。商業銀行等によるグリーン債券の発行は、中国人民銀行による2015年12月のグリーン債券ガイドラインの公表が契機となっているが、(1) 中国の金融システムが間接金融主体であること、(2) 銀行業監督管理委員会（銀監会）が2012年2月に発布したグリーン貸付指針（緑色信貸指針）の下、銀行による環境分野への貸付が順調に伸びてきていたこと、(3) 銀行の信用力が相対的に高く、資本市場から低利で調達しやすい状況にあること、等により、発行額が相当規模になっているとみられる。

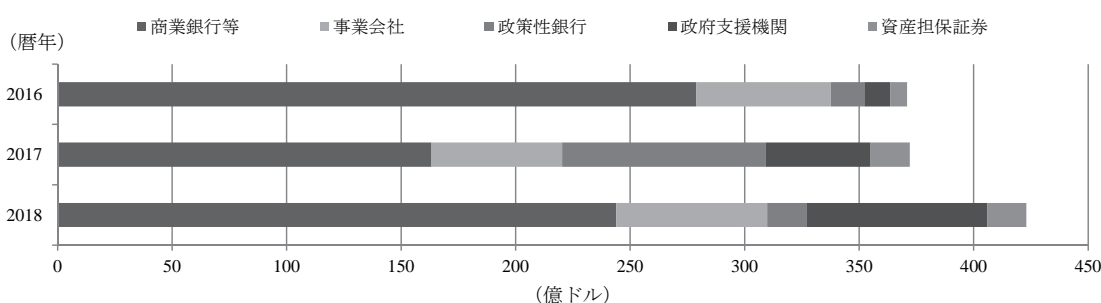
ただし、商業銀行等による発行額について、2016年度は全体の約7割を占めていたが、

³ グリーン債券については、(1) グリーン債券の定義とグリーン債券発行基準のさらなる明確化、(2) 地方政府によるグリーン債券発行政府保証の付与や信用補完による発行コストの削減、(3) グリーン債券第三者評価制度の整備、(4) グリーン債券・インデックスの整備等が掲げられた。（The People's Bank of China et al., *Guidelines for Establishing the Green Financial System*, 1 September 2016、「【金融】中国が主導する世界のグリーンファイナンス。強かな中国の戦略とその本気度」『Sustainable Japan』2016年9月23日）

2017 年以降は概ね 5 割程度となり、その一方で事業会社や政府支援機関（地方政府の資金調達機関である地方融資平台⁴〔LGFV〕等）の発行額が伸びる傾向にある。事業会社による発行が増加したのは、国家発展改革委員会による 2016 年 1 月のグリーンボンドガイドライン公表に加え、銀行借入に比して直接金融による調達が、金利面で有利な局面もあったこと等が要因と考えられる。

ちなみに、発行体セクター別の平均発行年限は、2017 年については、商業銀行等（約 4.6 年）、事業会社（約 6.3 年）、政策性銀行（約 5.1 年）に対し、政府支援機関は充当プロジェクトの期間が比較的長期に渡ることを反映し、約 10.8 年となっている⁵。

図表 2 中国の発行体等によるグリーンボンド発行額（発行体セクター別内訳）



(注) 数値は、ドル換算ベース。中国本土の発行体及びグリーン・パンダ債の合計。

(出所) Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2018*, February 2019, p.6、より野村資本市場研究所作成
(<https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>)

2. 発行市場

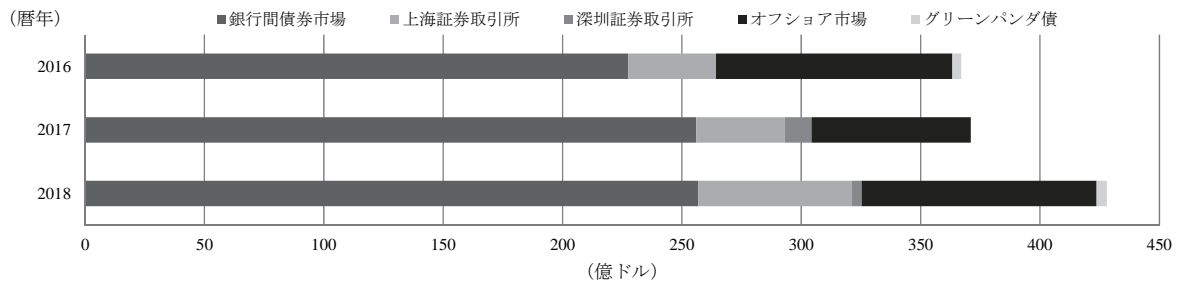
発行市場は、国内市場とオフショア市場に大別される。国内の債券市場は、管理機関によって、中国人民銀行が所管する銀行間債券市場と、中国証券監督管理委員会（証監会）が所管する取引所市場、に分けられる。店頭市場においては、私募債が取引される。一方、パンダ債は、中国外の発行体が中国国内において人民元建てで発行する債券である。

グリーンボンドの発行額では、国内市場かつ銀行間債券市場が中心となっているが、各年でばらつきがある（図表 3 参照）。銀行間債券市場は、中国の債券市場全体の約 9 割を占める主軸の市場で、国内の商業銀行等が参加者の中心となっている。また、2017 年 7 月に始動した「ボンドコネクト（債券通）」を通じて、海外の機関投資家が同債券市場の債券を購入することも可能となっており、中国農業銀行や中国輸出入銀行といった発行体が同スキームを活用して、グリーンボンドを起債している。例えば、2017 年に同スキームを活用して起債した中国農業銀行のグリーンボンドの場合、超過需要倍率が 4.38 倍と

⁴ 地方融資平台は、直接借入や債券発行ができない地方政府が間接的に資金調達をするためのプラットフォームであり、公共事業等を実施すべく地方政府が出資して設立した法人。

⁵ Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2017*, February 2018, p.5.

図表3 中国の発行体等によるグリーン債券発行額（発行市場別内訳）



(注) 数値は、ドル換算ベース。中国本土の発行体及びグリーン・パンダ債の合計。

(出所) Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2016*, January 2017, p.4; Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2017*, February 2018, p.5; Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2018*, February 2019, p.3、より野村資本市場研究所作成

(<https://www.climatebonds.net/files/files/SotM-2016-Final-WEB-A4.pdf>;

https://www.climatebonds.net/files/reports/china_annual_report_2017_en_final_14_02_2018.pdf;

<https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>)

なるなど、ボンドコネクットの利便性⁶等に下支えされ、堅調な需要が観察された⁷。

取引所市場における起債も順調に伸びている。取引所市場では、公司債や企業債が中心に取引されているが、上海証券取引所や深圳証券取引所では、グリーン債券について通常の債券よりも迅速な審査を行う等の仕組みがあり、発行プロセスの負担軽減や機動的な起債に寄与している⁸。

一方、オフショア市場におけるグリーン債券の発行は、中国銀行、中国工商銀行、国家開発銀行等の商業銀行・政策性銀行が中心となっており、グリーン債券の投資家層が幅広い欧州の証券取引所（ルクセンブルク、フランクフルト、ダブリン、ユーロネクストのプラットフォーム等）に上場している。

なお、グリーン・パンダ債の発行は、グリーン債券発行額全体の1%以下となっているが、米州開発銀行（IDB）とCBIは2018年11月、同債券の発行を促進すべく、市場の現状や規制等を盛り込んだグリーン・パンダ債に関するハンドブックを公表している⁹。

3. 資金使途

中国のグリーン債券について、しばしば論点となるのは、資金使途である。中国国内基準（中国人民銀行による適格プロジェクトのカタログ等）には、国際的に浸透している

⁶ ボンドコネクットの場合、既存の債券市場の投資制度と異なり、中国本土に非居住者名義の銀行口座を開設する必要がない等の非居住者投資家の利便性が確保されている。ボンドコネクットの詳細については、関根栄一「中国・債券市場への新たな投資ルートの導入—ボンドコネクットの始動—」『野村資本市場クォーターリー』第21巻第2号（2017年秋号）、2017年、を参照されたい。

⁷ Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2017*, February 2018, p.8.

⁸ 日本証券業協会「『グリーン債券及び社会貢献債市場の発展—アジアの展望』の模様について」2017年11月、7頁、「深交所貼标绿色固定收益产品累计发行12只 募集金额62亿元」『新華社』2018年7月30日。

⁹ Inter-American Development Bank and Climate Bonds Initiative, *Handbook- How to Issue a Green Panda Bond*, November 2018.

国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則や CBI の気候ボンド基準（CBS）には適合しない資金使途等が含まれている。CBI によると、中国の発行体等によるグリーンボンドの発行額（2016～2018 年）のうち、国際基準に適合していたものは全体の 6～7 割程度となっている。

国際基準と中国国内基準の主な違いは、3 点ある¹⁰。1 点目は、グリーンの定義であり、国際基準にはないが、中国国内基準に含まれているプロジェクトとして、化石燃料発電所の改造、高効率石炭火力発電（クリーンコール）及び石炭火力の効率性改善、電力送電網、化石燃料関連インフラ、大規模新規水力発電プロジェクト（50 メガワット以上）、廃棄物の埋立処分等が挙げられる。2 点目は、調達資金の充当割合であり、国際基準では調達資金の全てをグリーンプロジェクトや資産に充当することが求められているが、中国国内の基準においては、例えば国家発展改革委員会の規制では、調達資金の 50%までは銀行借入の返済及び運転資金への充当が可能とされている。3 点目は、開示についてであり、国際基準では発行時に計画している資金使途の開示が求められるが、中国国内基準では必ずしも求められていない。CBI によると、2018 年に発行された国際基準に該当しないグリーンボンドは、1 点目のグリーンの定義と 2 点目の調達資金の充当割合が要因となっているものが中心だった¹¹。

中国国内基準に基づく使途を見ると、2018 年の場合、クリーン輸送、クリーン・エネルギー、汚染防止・管理が多い傾向にある（図表 4 左参照）。クリーン・エネルギーや汚染防止・管理といった分野が多い背景としては、中国で近年、大気汚染問題の解決が喫緊の政策として掲げられており、国としてクリーン・エネルギーや汚染防止プロジェクトにコミットしていること等が挙げられる¹²。ただし、これらの 2 分野については、クリーンコール及び石炭火力の効率性改善等の国際基準に含まれないものが一定程度含まれている。

一方、国際基準を満たしたものに関する内訳をみると、交通、エネルギーと続いている（図表 4 右参照）。例えば、交通では最近、天津軌道交通集団（Tianjin Rail Transit Group）のようにオフショア市場で発行するケースや、南京地下鉄（Nanjing Metro）のようにグリーン ABS での発行を行うケースも出現している¹³。

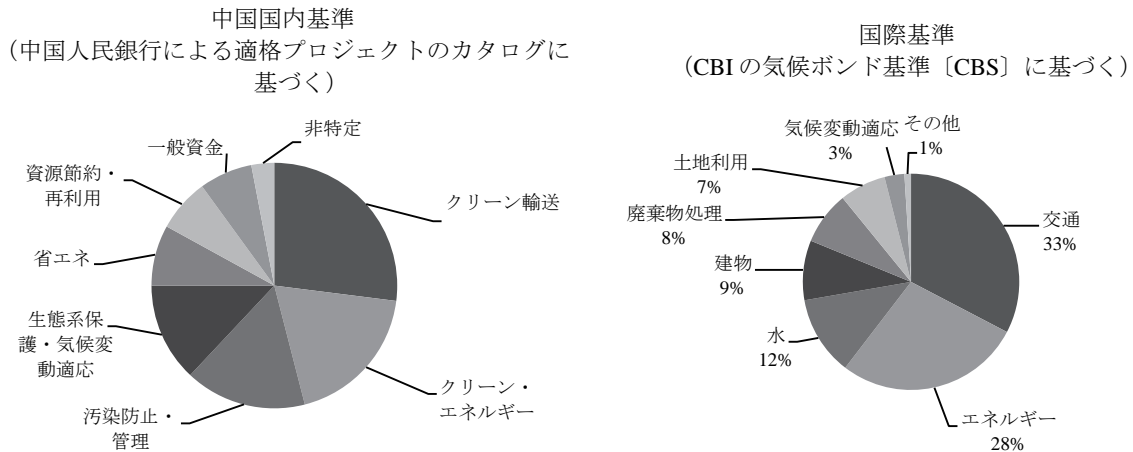
¹⁰ Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2017*, February 2018, p.4.

¹¹ Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2018*, February 2019, pp.5-6.

¹² 例えば、2017 年 10 月に開催された中国共産党第 19 回全国代表大会における習近平総書記によるスピーチでは、グリーン関連の開発や、大気汚染問題の解決等を改革の重点課題として挙げている。（“Full Text of Xi Jinping’s Report at 19th CPC National Congress,” *Xinhua*, 4 November 2017）

¹³ 天津軌道交通集団のグリーンボンドは、ロンドン及びルクセンブルク証券取引所に上場した。南京地下鉄のグリーン ABS は、地下鉄関連商業不動産の賃貸料や売掛金、駅の広告料等が担保となっている。（Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market Mid-Year Report 2018*, p.3）

図表4 中国の発行体等によるグリーン債券の資金使途（2018年）



- (注) 1. 数値は、ドル換算ベース。中国の数値は、中国本土の発行体及びグリーン・パンダ債の合計。
2. 中国国内基準は、具体的な数値は公表されていない。
3. 国際基準は、国際基準を満たすもののみ掲載。

(出所) Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2018*, February 2019, p.9、より野村資本市場研究所作成
(<https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>)

中国国内基準と国際基準の乖離をめぐっては、欧州投資銀行（EIB）と中国人民銀行が2017年3月に立ち上げたグリーン金融強化のための共同イニシアチブが注目される。欧州投資銀行と中国人民銀行が設置した中国金融学会グリーンファイナンス専門委員会（CGFC）は2017年11月、グリーン債券基準の国際比較分析に関する白書を公表した¹⁴。同白書では、国際開発銀行（MDB）及び国際開発金融クラブ（IDFC）、中国及び欧州投資銀行の基準を比較しているが、中国及び欧州連合（EU）の専門家により、中国と国際開発銀行及び国際開発金融クラブの基準の互換性を確保すべく検討を進めることを推奨している。

将来的に、中国国内基準と国際基準の互換性がある程度確保されれば、国際的な資金フローの活性化も期待できる。その一方で、中国の石炭産業は地域によって経済の主軸となっていること等も踏まえると、互換性の確保にはある程度の時間を要する可能性があると言える。

なお、中国人民銀行と国家発展改革委員会のガイドラインの内容も若干異なっており、ガイドラインの共通化に関して合意に至ったと報じられているが、2018年12月時点では実現していないようだった¹⁵。

¹⁴ European Investment Bank and Green Finance Committee of China Society for Finance and Banking, *The Need for Common Language in Green Finance*, 11 November 2017.

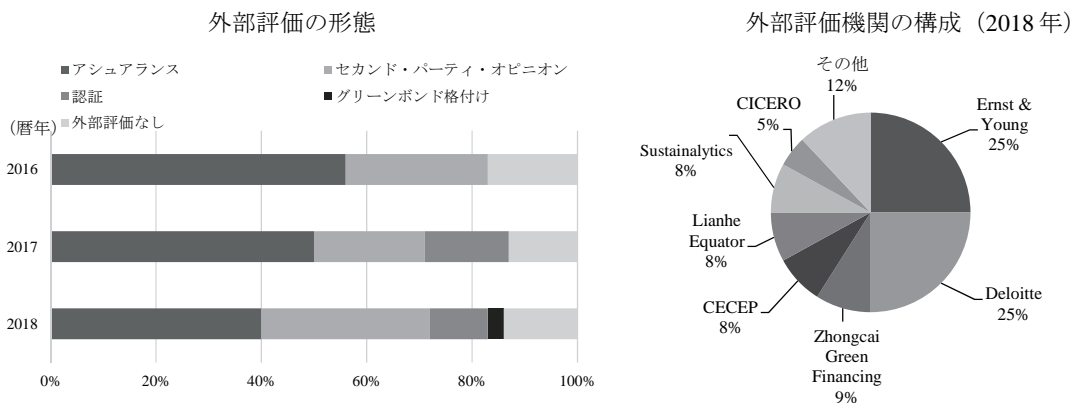
¹⁵ 「央行发改委达成共识 将编制统一绿色债目录」『财新』2017年6月13日。

4. 外部評価

グリーンボンドにおいて通常の債券と異なる特徴としては、外部評価の存在が挙げられる。グリーンボンドの発行に際しては、発行体のグリーンボンドのフレームワークについて、客観的評価として外部機関によるレビューが活用されることが多い。中国では、グリーンボンドの発行や上場に際して外部評価を取得することは義務付けられていないが、中国人民銀行や証監会によって、発行前・発行後において外部評価を取得することが推奨されている¹⁶。そのため、大部分のグリーンボンドについては、外部評価を取得している。なお、グリーン企業債については、国家発展改革委員会傘下の資源節約・環境保護司が同債券の認可段階で、第三者として認定を行うことで、実質的な外部評価をしている¹⁷。このプロセスは、発行までに追加で10営業日ほど要するが、追加費用は発生しない。

中国の発行体等による外部評価の形態としては、債券発行のグリーンボンドの基準等への適合性を示すアシュアランス、グリーンボンド・フレームワークの評価を提供するセカンド・パーティ・オピニオンが中心となっている¹⁸（図表5左参照）。一方、グリーンボンドの評価機関について、中国では、監査法人系が中心となっている（図表5右参照）。監査法人系は、世界各国に拠点を有することから、国際的な観点からも環境関連に知見を有する人材が豊富であることや、元々発行体と会計監査等で関わりがあること等により、中国における外部評価として一定のプレゼンスを有しているようだ。また、複数の中国国内の評価機関も外部評価を提供している。その他、オランダのサステナリティクス、ノルウェーのオスロ国際気候環境研究センター（CICERO）等も外部評価を行っている。

図表5 中国の発行体等によるグリーンボンドの外部評価の取得状況



（出所）Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2018*, February 2019, p.9、より野村資本市場研究所作成
 (<https://www.climatebonds.net/resources/reports/china-green-bond-market-2018>)

¹⁶ Hong Kong Exchange and Clearing, *The Green Bond Trend: Global, Mainland China and Hong Kong*, December 2018, p.13.

¹⁷ 「绿色债券第三方评估认证方法及作用」『新華社』2017年3月31日。

¹⁸ Climate Bonds Initiative, *External Review*.

なお、外部評価をめぐるのは、中国人民銀行と証監会が 2017 年 12 月、グリーンボンドの評価・認証ガイドライン（綠色債券評価認証行為指針〔暫定版〕）を公表している¹⁹。同ガイドラインにおいては、グリーンボンドの外部評価や認証機関に対する遵守内容が定められている。また、同ガイドラインの制定を通じて、中国で発行されるグリーンボンドの評価機関は、事前にグリーンボンド基準策定機関である「綠色債券標準委員会」への登録が必要とされるようになった。

同ガイドラインにおいては、（1）グリーンボンド発行時のみならず、発行後も償還まで定期的に追跡する責任を課すこと、（2）評価受託契約締結日から 15 日以内の評価レポートの発行の義務付け、（3）評価機関による発行後の追跡で不適切と判断された発行体が指摘事項を是正しない場合、償還日若しくは再度認証を取得するまでグリーンボンドのラベルを付与できなくなること、（4）グリーンボンドの投資家に対する購入契約の中で、グリーンボンドのラベルが剥奪された場合に、発行体に即時償還を義務付ける規定を盛り込むことの推奨、等が示された。

IV 中国におけるグリーンボンドの投資家層

世界的に見たグリーンボンドの投資家層は、大手機関投資家、ESG や社会的責任投資（SRI）の専門投資家から個人まで多岐に渡っている²⁰。また、中国における債券市場全般の投資家層としては、銀行が中心となっており、そのほかファンド、保険会社、信託会社、証券子会社の資産管理プラン等が挙げられる。

中国におけるグリーンボンドの投資家層について、現時点では、網羅的な統計は存在しないとみられる。ブルームバーグが捕捉した部分的な情報（2018 年 12 月末時点の発行残高の約 1.33%分）によると、国別では、中国が全体の約 4 分の 3 を占め、ルクセンブルク、香港、アイルランド等が続いている（図表 6 参照）。また、投資家層としては、ファンドが上位に占める傾向となっている。

¹⁹ 中国人民銀行「完善綠色債券认证制度 推动綠色債券市场持续健康发展」2017 年 12 月 27 日、Climate Bonds Initiative, *Chinese Regulators Introduce Supervisory Scheme for Green Bond Verifiers - Further Step in Building Market Frameworks*, 15 January 2018、「【中国】中国人民銀行と中国証監会、世界初の政府制定グリーンボンド評価機関向けガイドライン発表」『Sustainable Japan』2018 年 1 月 21 日。

²⁰ Climate Bonds Initiative, *Investor Appetite*.

図表6 中国のグリーンボンドの投資家層（部分的情報によるイメージ）



- (注) 1. 投資家層（2018年12月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンドの判定基準に基づく。データは、発行残高の約1.33%分。
 2. 主な投資家は、保有残高が多い順に掲載。
 (出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

中国におけるグリーンボンド関連のファンドに関して、最近注目される動きとしては、中国証券投資基金業協会が2018年11月に公表した、グリーンファイナンスに関する指針である「綠色投資指針（試行）」が挙げられる²¹。同指針は、運用会社向けとなっており、グリーンファイナンスの意義、目的、原則等が記述されるとともに、社内に専門部署を設置し、ファンドの環境リスクマネジメントやインパクト測定、開示基準設定を実施すべきとした。また、同指針には、18の評価項目も含まれており、リサーチ人員を配置しているか、評価報告をしているかなどが含まれている。同指針は、運用会社に対して強制力はないものの、運用会社が適切にグリーンボンド等の運用を行う一助になると解釈される。

V 中国のグリーンボンド市場の成長を支える仕組み

中国のグリーンボンド市場成長を支える仕組みで最近注目されるものとして、(1) 中国人民銀行によるグリーンボンド等の適格担保化、(2) 中国のグリーンボンドに関するインデックスの組成、(3) 江蘇省によるグリーンファイナンスに対する支援推進策、(4) 中国政府によるグリーンファイナンス試験区の選定、が挙げられる。

1. 中国人民銀行によるグリーンボンド等の適格担保化

中国人民銀行は2018年6月、中期貸出ファシリティ（MLF）において、グリーンボンド及びグリーンローンを受入担保の対象として追加することを発表した²²。中期貸出ファシリティは、マクロプルーデンス政策上の条件を満たした商業銀行や政策性金融機関に対

²¹ 中国証券投資基金業協会「綠色投資指針（試行）」2018年11月10日。

²² 中国人民銀行「中国人民銀行決定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围」2018年6月1日。

して中期の資金を中国人民銀行が有担保で貸し出す仕組みで、2014年9月に導入されたものである。

この仕組みを活用することを通じて、金融機関にとっては流動性の安定度が高まるといったメリットを享受できる。中国人民銀行によると、グリーン債券やグリーンローンの受入担保対象への追加は、金融機関をグリーン経済分野での支援強化へと導くこと等を目的としており、金融機関がグリーン債券等により投資しやすくなることが期待される。

2. 中国のグリーン債券に関するインデックスの組成

中国のグリーン債券市場を支えるインフラ的な存在として、インデックスが挙げられる。

中国中央国債登記結算（CCDC）、中国節能環保集团公司（CECEP）等が設定した中国のグリーン債券・インデックスは3種類ある（図表7参照）。インデックスにより、市場参加者はグリーン債券の個別・全体情報を比較的容易に把握することが可能になり、また、適格銘柄は流動性が向上する傾向にあることから、グリーン債券市場の発展に寄与すると考えられる。

図表7 中国のグリーン債券に関するインデックス

項目	中債—中国気候変動対応債 インデックス	中債—中国グリーン債券・ インデックス	中債—中国グリーン債券・ セレクト・インデックス
設定年月	2016年9月	2016年4月	2016年4月
設定主体	CCDC、CECEP、CBI	CCDC、CECEP	CCDC、CECEP
規模	1.45兆元	2.78兆元	2.22兆元
債券種別	包括短期融資融資券、中期手形（MTN）、企業債、公司債、国際機関債、政府支援債等。政府支援債が全体の70.8%を占める	包括短期融資融資券、中期手形（MTN）、企業債、公司債、国際機関債、政府支援債等。政府支援債が全体の42.0%を占める	包括短期融資融資券、中期手形（MTN）、企業債、公司債、国際機関債、政府支援債等。政府支援債が全体の52.44%を占める
年限	6ヵ月～30年。 全体の47.76%が10年	6ヵ月～30年。 全体の34.03%が10年	6ヵ月～30年。 全体の38.40%が10年
平均表面利率	3.55%	3.74%	3.69%
セクター	運輸、建物、公益。 運輸が全体の86.27%を占める	運輸、建物、公益。 運輸が全体の70.68%を占める	運輸、建物、公益。 運輸が全体の78.38%を占める
対象債券	CBIによるラベル付債券、若しくは発行体の収益の95%以上が気候債券分類に該当する債券	CBIによるラベル付債券、若しくは発行体の収益の50%以上が4つの特定ガイドラインのうち1つの分類に該当する債券	CBIによるラベル付債券、若しくは発行体の収益の50%以上が4つの特定ガイドラインのうち1つの分類に該当する債券
最大発行体	中国铁路总公司 (China Railway Group)	中国铁路总公司 (China Railway Group)	中国铁路总公司 (China Railway Group)

(出所) Climate Bonds Initiative, *China Green Bond Market 2016*, January 2017, pp.10-13、
より野村資本市場研究所作成 (<https://www.climatebonds.net/files/files/SotM-2016-Final-WEB-A4.pdf>)

3. 江蘇省によるグリーンファイナンスに対する支援推進策

江蘇省では、2018年より、グリーンファイナンスに対する支援推進策を講じている²³。江蘇省は、中国東部に位置する省（省都は南京市）で、2017年の域内総生産（GDP）は約8.6兆元と、全国第2位の経済地域である。

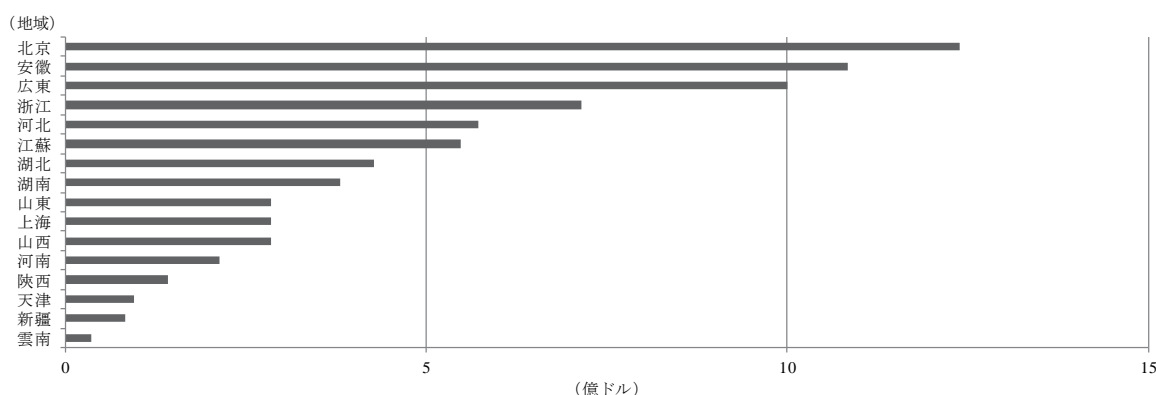
江蘇省による支援推進策は、株式、債券、ローン等の複数の金融商品を対象としたものとなっており、グリーンボンドについても主に3つの施策が展開されている。1点目は、グリーンボンドに対する利子補給であり、グリーンボンドを発行した非金融企業に対して、支払利子の30%を江蘇省が補給するものである。期間は2年で、単一債券の年間最大補給額は200万元となっている。

2点目は、グリーンボンドに保証を提供する第三者保証機関に対する奨励金である。非金融機関が発行するグリーンボンドに保証を提供する第三者保証機関に対して、債券1銘柄につき30万元を支給する仕組みである。ただし、1つの保証機関が年間で受け取れる奨励金は600万元までとなっている。

3点目は、中小企業によるグリーン共同発行債券への保証に対する補償である。中小企業によるグリーン共同発行債券に保証を提供する第三者保証機関に対して、代理弁済が発生した際、実際の損失額の30%を補償する仕組みである。1つの銘柄に対する補償額の上限は、300万元となっている。

江蘇省におけるグリーンボンドの発行額は、既に中国国内でも比較的多いほうだが、今後、例えば、支援推進策を呼び水に、より多くのグリーンプロジェクトが実施され、それに伴うグリーンボンドの発行も増加する可能性があると言える（図表8参照）。

図表8 中国の発行体等によるグリーンボンド発行額（地域別内訳）



(注) 数値は、ドル換算ベース。2018年上半期の中国国内の発行額の合計。

(出所) Climate Bonds Initiative「中国綠色債券市場2018半年報」、2頁、より野村資本市場研究所訳

(<https://www.climatebonds.net/files/files/China%202018%20H1%20Report-CH%20final%28%29.pdf>)

²³ 江蘇省環境保護庁等9部門「关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见」2018年10月8日。

4. 中国政府によるグリーンファイナンス試験区の選定

中国政府は 2017 年 6 月 26 日、中国国内 5 地域においてグリーンファイナンス推進のための試験区を選定したことを公表した²⁴。対象となったのは、(1) 広東省広州市、(2) 浙江省湖州市・衢州市、(3) 江西省贛江新区、(4) 貴州省貴安新区、(5) 新疆ウイグル自治区クムル市・昌吉回族自治州・カラマイ市、である。試験区においては、環境に配慮する企業等に投融资する金融機関に対して政府が特別インセンティブを与えるものであり、各地域で重点テーマが与えられ、概ね 5 年間で掲げられる目標を達成することが期待されている（図表 9 参照）。例えば、中国広東省広州市の花都区は 2017 年より、「1+4 綠色金融政策」といったグリーンファイナンスに関する施策を打ち出し、今後 5 年間に渡って毎年 10 億元以上の基金をアレンジし、グリーンボンド等を通じたグリーンファイナンスの推進に努めている²⁵。

図表 9 中国におけるグリーンファイナンス試験区における目標

項目	詳細
広東省広州市	銀行にグリーンファイナンス部門を設置しグリーンファイナンス融資額を拡大。グリーンファイナンス分野のファンド設定や自動車製造・販売企業の新エネルギー開発への融資銀行設立を推進
浙江省湖州市・衢州市	銀行にグリーンファイナンス部署を設置しグリーンファイナンス融資額を拡大。グリーンファイナンス分野での銀行、証券、保険等への新規参入を拡大
江西省贛江新区	民間資本の銀行設置、農村信用組合の農村商業銀行への改組などを通じ農村のグリーンファイナンスを推進
貴州省貴安新区	農業分野での幅広いグリーンファイナンス商品の開発
新疆ウイグル自治区クムル市・昌吉回族自治州・カラマイ市	官民パートナーシップ (PPP) の推進等を通じたグリーンファイナンスプロジェクトの開発

(出所) 「【中国】政府、広東省等 5 地域をグリーンファイナンス試験区に選定。5 年間での目標達成目指す」『Sustainable Japan』2017 年 7 月 10 日

VI おわりに

中国においては、環境問題の解決が急務となる中、中国政府によるトップダウンで、グリーンファイナンスが推進され、グリーンファイナンスの中でもグリーンボンドが中核的な金融商品として位置付けられている。中国の金融市場は、複数の主体によって管理・監督されているが、発行体や投資家に対してグリーンボンドの発行や投資を促進する複数の施策を講じていることも功を奏し、2016 年後半頃からグリーンボンドの発行が伸びている。

中国のグリーンボンドをめぐっては、国内基準が国際基準と異なる資金用途となっている問題が注目されるが、国際基準を満たす発行額のみでも世界的に見て十分に存在感のある規模となっている。その意味で、今後も中国におけるグリーンボンドの発行・投資状況やグリーンボンド市場の成長を支える仕組み等が、日本を含めた世界各国から注目される状況が続くと想定される。

²⁴ 中国人民銀行「中国人民銀行 发展改革委 財政部 环境保护部 银监会 证监会 保监会关于印发《广东省广州市建设绿色金融改革创新试验区总体方案》的通知」2017 年 6 月 26 日他。

²⁵ Climate Bonds Initiative, China Green Bond Market Mid-Year Report 2018, p.2.