

新型コロナウイルス感染症とサステナブルファイナンス

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 新型コロナウイルス感染症は、世界経済社会に甚大な影響を及ぼし、金融市場の様相も一変させた。感染症対応を目的とした金融商品としては、これまでも予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）のワクチン債や世界銀行のパンデミック債といった事例があったが、今般のような多くの国に急拡大する状況を想定していたわけではないとみられる。
2. 新型コロナウイルス感染症問題が発生して以降、国際機関を中心に複数の発行体がソーシャルボンドを中心としたサステナブルファイナンス関連の起債に取り組んでいる。同時に、国際金融公社（IFC）、国際資本市場協会（ICMA）、オランダの外部評価機関のサステナリティクスが新型コロナウイルス関連ソーシャルボンドの資金用途等の考え方を整理、公表している。
3. サステナブルファイナンス関連の金融市場は、新型コロナウイルス感染症対応に関連する問題が収束しても元には戻らず、これまでとは異なる経路の発展を遂げる可能性があるだろう。例えば、（1）ソーシャルボンドの存在感の向上、（2）環境・社会・ガバナンス（ESG）の再定義、（3）ESGの「S」の要素に関連する金融規制や監督の強化、である。
4. サステナブルファイナンスをめぐることは、新型コロナウイルス感染症を通じて、「S」の要素が改めて注目されている。今後、金融市場関係者が、問題収束後の新たな価値観も踏まえた金融商品の開発、基準・ガイドラインの策定・改訂、開示等の投資の利便性向上に向けた取り組み、適切な金融規制・監督体制の構築等を進めることが、サステナブルファイナンス関連金融市場の健全な発展の一助になると想定される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・井上武「大規模災害の増加と拡大する保険リンク証券—日本での活用可能性—」『野村資本市場クォーターリー』第18巻第1号（2014年夏号）、151-167頁。
- ・江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて注目が集まるソーシャルボンド」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第1号（2018年夏号）、36-53頁。
- ・西山賢吾「今次パンデミックにおいて求められる情報開示と投資家の対応」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第1号（2020年春号）。

I はじめに

2019 年末頃から中国で流行が始まった新型コロナウイルス感染症は、わずか数ヵ月で日本を含む世界各地で患者が急増し、2020 年 3 月 11 日には世界保健機構（WHO）がパンデミック（世界的な大流行）と表明する等、世界経済社会に甚大な影響を及ぼしている。

これまで、持続可能な社会を実現するためのサステナブルファイナンスをめぐることは、今般の新型コロナウイルス感染症問題のような深刻な事態を完全に想定した金融商品は存在しなかったとみられる。もともと、国際連合による持続可能な開発目標（SDGs）でも感染症対応が謳われていることもあり¹、感染症をテーマとしたサステナブルファイナンス関連金融商品が開発されてきた。さらに、今般の状況を踏まえて、新型コロナウイルス感染症対応を主眼とした新たなサステナブルファイナンス関連の動きが観察されている。

本稿は、新型コロナウイルス感染症問題の発生前に開発されたサステナブルファイナンス関連金融商品の事例及び問題発生後のサステナブルファイナンス関連の資金調達動向や市場関係者による取り組みを概観し、今後の注目点を論考する。

II 感染症をテーマとした従前の金融商品

今般の新型コロナウイルス感染症問題が発生する前に開発された、感染症をテーマとしたサステナブルファイナンス関連金融商品の代表事例として、発行された順に、（1）予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）のワクチン債、（2）世界銀行のパンデミック債、を紹介する。

1. 予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）のワクチン債

IFFIm は、開発途上国で GAVI アライアンスが実行する予防接種プログラムのための資金を、計画的かつ長期に亘る調達を早急に行うことを目的として、2006 年に設立された多国間開発機構である。同ファシリティは、後述のとおり、2006 年 11 月よりワクチン債を発行している²（図表 1 参照）。

世界では毎年、約 1.32 億人の子どもが生まれるものの、先進国に導入されたワクチンが低所得国に届くまでには 15 年以上を要することもあり、2,000 万人近くが十分なワクチ

¹ 目標 3「すべての人に健康と福祉を」のターゲットには、（1）3.3「2030 年までに、エイズ、結核、マラリア及び顧みられない熱帯病といった伝染病を根絶するとともに肝炎、水系感染症およびその他の感染症に対処する」、（2）3.b「主に開発途上国に影響を及ぼす感染性及び非感染性疾患のワクチン及び医薬品の研究開発を支援する（後略）」、等が掲げられている。（グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン「持続可能な開発目標（SDGs）」）

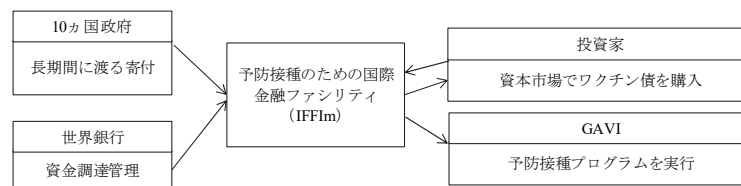
² 本稿のワクチン債は、International Finance Facility for Immunisation, *Vaccine Bonds*,

(<https://iffim.org/sites/default/files/2020-01/IFFIm%20Investor%20Presentation%20%281%29.pdf>, 2020 年 4 月 30 日閲覧)、International Finance Facility for Immunisation, *Annual Report of the Trustee and Consolidated Financial Statements*, 31 December 2018, に基づき、執筆している。

ン接種を受けられず、約 170 万人がワクチンで予防可能な病気により亡くなる状況となっている。このような背景を踏まえて、開発途上国における予防接種へのアクセス拡大によって、子どもたちの命を救い人々の健康を守ることを使命とする官民パートナーシップとして、GAVI アライアンスが 2000 年に設立された。同アライアンスには、開発途上国とドナー諸国の政府、世界保健機関（WHO）、国際連合児童基金（UNICEF）、世界銀行、ワクチン業界、研究機関、市民社会団体、ビル&メリンダ・ゲイツ財団、民間企業等が参加している。

GAVI は、IFFIm による資金の唯一の受益者として、（1）開発途上国の申請に基づく国別プログラム、（2）国際連合等の GAVI パートナーを通じて行われる一時的かつ戦略的投資、といった予防接種プログラムを実施している（図表 2 参照）。GAVI によるプログラムはこれまで、肺炎球菌感染症を始めとした複数の感染症を対象として網羅的に実施され、7 億人近くの子供に予防接種を実施した結果、1,000 万人以上の死亡を防ぐことに寄与した³。

図表 1 IFFIm のワクチン債の概要



（出所）International Finance Facility for Immunisation, *Vaccine Bonds*、より野村資本市場研究所作成
<https://iffim.org/sites/default/files/2020-01/IFFIm%20Investor%20Presentation%20%281%29.pdf>、2020 年 4 月 20 日閲覧）

図表 2 GAVI アライアンスによる予防接種プログラムの概要

項目	概要
国別プログラム	
新規及び未使用ワクチン支援プログラム (NVS)	開発途上国のワクチン導入促進及び供給の安全性向上を目的としたプログラム。主な対象疾患は、肺炎球菌感染症、B 型肝炎、B 型インフルエンザ、ジフテリア、破傷風、百日咳、黄熱、はしか、ロタウイルス
保健システム強化プログラム (HSS)	予防接種を含めた保健サービスを提供する各国のシステムの能力強化を通じた、予防接種率の向上の達成・維持を目的としたプログラム
予防接種サービス支援プログラム (ISS)	開発途上国の予防接種システムの強化を目的としたプログラム。各国政府等と協力して厳格に設定した目標及びパフォーマンスに基づき、柔軟に報酬を支払い
注射関連安全性支援プログラム (INS)	使い捨て注射器、調整注射器、安全ボックスの提供を通じて、発展途上国におけるワクチン投与をより容易にすることを目的としたプログラム
ワクチン導入助成金	先行的な現金助成金の提供を通じて、訓練、社会的動員、プログラム管理の調査監視等の費用を補完し、新たなワクチンの導入を支援
戦略的投資（事例）	
病気の予防・管理のための投資	黄熱病ワクチン備蓄、ポリオ根絶、麻疹による死亡率低下、妊産婦及び新生児破傷風根絶、髄膜炎根絶

（出所）International Finance Facility for Immunisation, *Annual Report of the Trustee and Consolidated Financial Statements*, 31 December 2018, pp.12-14、より野村資本市場研究所作成

³ International Finance Facility for Immunisation, *Annual Report of the Trustee and Consolidated Financial Statements*, 31 December 2018, p.14.

GAVI アライアンスによる予防接種プログラムの実施には、多額の財源を要する。プログラムの財源を賄う IFFIm の財政基盤は、英国を始めとした 10 カ国政府からの法的拘束力のある協定に裏付けされた長期に亘る寄付金により成り立っており、良好な信用力を維持している⁴。10 カ国政府からの寄付金の累計は、最長で 23 年をかけて合計 65.46 億ドルに達する予定だが、予防接種は小規模なものを長期間実施するよりも、大規模なものを短期間で実行・完了させる方がより高い効果が上がるとの考えの下、各国の寄付に先んじて IFFIm がワクチン債を通じて資金調達を行う仕組みとなっている。ワクチン債の償還原資は 10 カ国政府からの寄付金となる。

IFFIm は、ワクチン債を通じて 2006～2018 年までに総額約 60 億ドルを調達した。ワクチン債の平均償還年限は、3～5 年で、日本、英国、オーストラリア等で発行されたほか、ユーロ債市場、グローバル・ベンチマーク債、スクーク債等でも発行されている⁵。なお、2006 年 11 月に初めて起債されたワクチン債は、ソーシャルボンドの始まりと認識されている⁶。

人口が増え行く開発途上国における、感染症の発生や拡大を迅速に抑えるための予防接種の実施に際しては、多額の財源が必要である一方で、先進国政府も財政面で制約を抱えている。そのような中、IFFIm のワクチン債は、開発途上国における予防接種プログラムの資金需要と 10 カ国政府による寄付のタイミングの差を債券発行という形で補完している。その結果、各国政府の財政負担がより無理のないものとなっているほか、民間セクターを含めた投資家がプログラムにワクチン債への投資という形で支援することが可能になっている意義のある仕組みと考えられる。

2. 世界銀行によるパンデミック債

世界銀行（国際復興開発銀行〔IBRD〕）は 2017 年 6 月 28 日、同行の「パンデミック緊急ファシリティ」（PEF）を資金面で支えることを目的とした債券（以下、パンデミック債）を発行した⁷（図表 3 参照）。

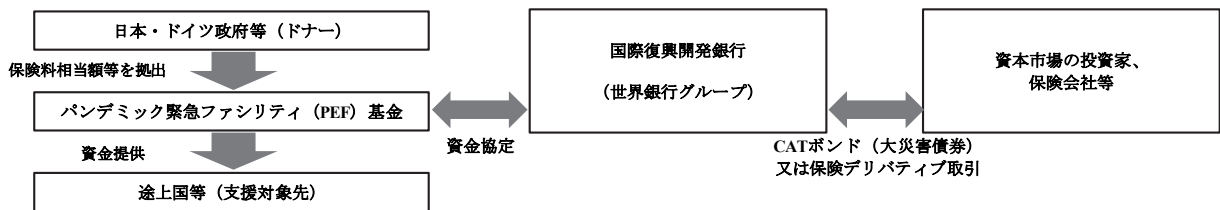
⁴ IFFIm の寄付国は、英国、フランス、イタリア、オーストラリア、ノルウェー、スペイン、オランダ、スウェーデン、南アフリカ及びブラジルである。IFFIm の格付けは 2020 年 4 月 30 日現在、ムーディーズ=Aa1、S&P グローバル=AA、フィッチ=AA-となっている。

⁵ International Finance Facility for Immunisation, *Vaccine Bonds*, p.14; Moody's, *International Finance Facility for Immunisation: Annual Credit Analysis*, 23 July 2019, p.8.

⁶ Peter Munro, "Social Bonds: Fresh Momentum", *Quarterly Report*, Issue No.44, International Capital Market Association, 10 January 2017, p.13; International Finance Facility for Immunisation, *International Finance Facility for Immunisation Issues Inaugural Bonds*, 7 November 2006.

⁷ World Bank, *World Bank Launches First-Ever Pandemic Bonds to Support \$500 Million Pandemic Emergency Financing Facility*, 28 June 2017; 世界銀行「世界銀行、パンデミック緊急ファシリティによる 5 億ドルの支援を資金面で支える 史上初の感染症債を発行」2017 年 6 月 28 日。

図表3 世界銀行の「パンデミック緊急ファシリティ」のスキーム（イメージ）



（出所）三井住友海上火災保険「『パンデミック緊急ファシリティ』への参画について」2017年6月29日、東京海上日動火災保険「世界銀行による世界初の『パンデミック緊急ファシリティ』への参加」2017年6月29日、損保ジャパン日本興亜「世界銀行によるパンデミック緊急ファシリティ（Pandemic Emergency Financing Facility）への参画について」2017年6月29日、より野村資本市場研究所作成

PEFは、2013年頃からの西アフリカのエボラウィルス感染症の流行を教訓に設立されたもので、感染症のリスクに直面する途上国に資金を即座に提供することを目的とし、5年間に5億ドル以上を提供することを想定している。同ファシリティは、「保険」枠と「現金」枠の2つの柱で構成されている。「保険」枠は、日本とドイツからの拠出金で保険料を賄う。そして、パンデミック債により調達された資金（合計3.2億ドル）と、保険デリバティブ取引⁸を活用した保険金の両方が、感染症流行時の感染症発生国への支払い原資となる。一方、「現金」枠は、保険枠の発動基準を満たさない感染症の流行への対応が対象であり、ドイツが初期拠出金を提供する。

パンデミック債は、CATボンド（大災害債）の1種である。CATボンドは、一般に、同程度の信用力の発行体が発行する債券よりも高い利率が支払われる代わりに、地震、台風、洪水、パンデミック等の自然災害が発生した場合に、投資家の償還元本が減少する仕組みの債券である。パンデミック債は、債券保有者に、リスクが転嫁されるため、リスク相当分を反映した高い利回りが支払われるが、感染症が流行した場合は、元本が毀損し、感染症発生国への緊急対策支援に振り向けられる。パンデミック債は、トランシェA（額面2.25億ドル）と、トランシェAに比してリスクが高いトランシェB（額面0.95億ドル）で構成されている（図表4参照）。

⁸ 最大1.05億ドル相当の保険金をカバーする取引。

図表 4 パンデミック債の概要

項目	トランシェ A	トランシェ B	
【起債概要】			
発行体	世界銀行（国際復興開発銀行）		
条件決定日	2017年6月28日		
決済日	2017年7月7日		
償還予定日	2020年7月15日。 ただし、一部又は全額が最長でさらに1年延長となる可能性あり		
発行額	2.25 億米ドル	0.95 億米ドル	
発行価額（額面に対して）	100%		
表面金利	6 ヵ月米ドル LIBOR +6.50%	6 ヵ月米ドル LIBOR +11.10%	
対象となる感染症	インフルエンザ、コロナウイルス	フィロウィルス、コロナウイルス、 ラッサ熱、リフトバレー熱、クリミア・ コンゴ出血熱	
償還額	感染症の大流行が発生した場合は、投資元本が保険金支払いに使われるため、満額償還しない。		
ISIN	XS1641101172	XS1641101503	
【投資家タイプと地域】			
タイプ	大災害債券投資を 専門とする投資家	61.7%	35.3%
	年金基金	14.4%	42.1%
	投資顧問	20.6%	16.3%
	各種基金・財団	3.3%	6.3%
地域	欧州	71.8%	82.9%
	米国	27.9%	15.0%
	バミューダ	0.1%	2.1%
	日本	0.2%	0.0%

(出所) 世界銀行「世界銀行、パンデミック緊急ファシリティによる5億ドルの支援を資金面で支える史上初の感染症債を発行」2017年6月28日、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

パンデミック債は複数の感染症を対象としており、トリガーの要件は感染症の種類によって異なる。コロナウイルスの場合、(1) 事象の発生からの少なくとも12週間経過、(2) 感染症の集団発生（アウトブレイク）が複数の国（国際開発協会〔IDA〕の融資適格国又はIBRD加盟国）で発生し、各国の確認死亡者数が20人以上、(3) 合計死亡者数が250人以上等、複雑な要件が設定されている⁹。WHOが公表しているデータを基に、トリガーの要件に該当したと判断された場合、パンデミック債の元本の減額によって、対象国に資金が提供される。対象国は、世界の最貧国に融資を提供する世界銀行グループの組織であるIDAの融資適格国となっている。また、各感染症により、1イベント当たりの最大資金提供額が決まっており、コロナウイルスの場合、約1.95億ドルとされている¹⁰。

一方、トリガーの要件に該当した場合、死者数及びアウトブレイク発生国の数により、各債券の潜在的毀損率（対額面金額）は異なるが、まずはトランシェBの分から対象国に資金が提供され、その後、トランシェAの分からも資金が提供される形になっている（図表5参照）。すなわち、トランシェBは100%毀損する可能性がある設計であった。

⁹ Pandemic Emergency Financing Facility, *Operations Manual*, 15 October 2018, pp.6-7.

¹⁰ Pandemic Emergency Financing Facility, *Operations Manual*, 15 October 2018, p.7.

図表5 パンデミック債の潜在的毀損率（対額面金額）

項目	国際開発協会（IDA）の融資適格国又は 国際復興開発銀行（IBRD）加盟国における死者数		
	250人	750人	2,500人
トランシェ A	—	—	16.7%
トランシェ B	地域的	75.0%	100.0%
	世界的	43.8%	100.0%

(注) アウトブレイクの発生が、2～7カ国の場合は地域的、8カ国以上の場合は世界的に分類。

(出所) “When Will Coronavirus Covid-19 Trigger the World Bank’s Pandemic Bonds?,” *Euromoney*, 4 March 2020; Pandemic Emergency Financing Facility, *Operations Manual*, 15 October 2018、より野村資本市場研究所作成

パンデミック債は、元本保証を原則とする通常の世界銀行の債券とは別枠で発行されており、信用格付けを取得しているわけではない。とはいえ、先進国で低金利水準が続く中で、魅力的な利回りであること等を背景に、欧米の大災害債券投資を専門とする投資家や年金基金を中心に、起債額の約2倍の応募があり、順調に消化された。しかしながら、2020年4月後半になって、同債券が上場しているルクセンブルク証券取引所のウェブサイトに、2020年5月15日付でトランシェ A の元本が16.67%、トランシェ B の元本が100%削減されるとの債券保有者向け通知が掲載された¹¹。

一方、パンデミック債は当初、感染症による患者数や死者数等の客観的指標をもとに支払い金額が確定されるため、被害査定を行う必要がなく、支援対象先ではパンデミック発生後に迅速な補償資金を受けることが可能とのメリットが期待されていた¹²。しかし、トリガーの要件が複雑¹³であることも起因し、2020年4月27日になってようやく対象国に資金が配分される旨が発表されている¹⁴。

パンデミック債は、公的セクターのみでは抱えきれないパンデミック・リスクを金融市場に広く転嫁するといった意味で意義がある金融商品と言えるが、想定外の事態が発生した際に迅速な対応が困難になる等の問題を露呈したとも考えられる。同債券が辿る軌跡を丁寧に検証し、将来発生するかもしれないパンデミックで、より多くのシナリオ下でも機動的に機能し得る金融商品の設計に活かすことが望まれる¹⁵。

¹¹ “Notice of Early Redemption to the Noteholders of International Bank for Reconstruction and Development (the ‘Bank’) US\$95,000,000 Class B Floating Rate Catastrophe-Linked Capital at Risk Notes due July 15, 2020 GDIF no. CAR 112 (the ‘Notes’) ISIN XS1641101503,” 17 April 2020; “Notice of Partial Redemption to the Noteholders of International Bank for Reconstruction and Development (the ‘Bank’) US\$225,000,000 Class A Floating Rate Catastrophe-Linked Capital at Risk Notes due July 15, 2020 GDIF no. CAR 111 (the ‘Notes’) ISIN XS1641101172,” 21 April 2020. (<https://www.bourse.lu/security/XS1641101503/253572>; <https://www.bourse.lu/security/XS1641101172/253570>; 2020年4月30日閲覧)

¹² 「三井住友海上火災保険「『パンデミック緊急ファシリティ』への参画について」2017年6月29日。

¹³ 本パンデミック債のトリガーは、感染症による死者数など客観的・科学的なデータ・観測値を基準とする「パラメトリック方式」と、複数の事由発生によってトリガーが有効となる「マルチ・トリガー方式」が採用されている。（関雄太「コロナウイルス危機が顕在化させた CAT ボンドの課題と可能性」『財界観測』2020年3月31日）

¹⁴ World Bank, *PEF Allocates US\$195 Million to More than 60 Low-Income Countries to Fight COVID-19*, 27 April 2020; 世界銀行「パンデミック緊急ファシリティ（PEF）、新型コロナウイルス感染症対策への支援のために1億9,500万ドルを60カ国以上の低所得国に配分」2020年4月27日。

¹⁵ 関雄太「コロナウイルス危機が顕在化させた CAT ボンドの課題と可能性」『財界観測』2020年3月31日。

Ⅲ 新型コロナウイルス感染症問題発生後の取り組み

新型コロナウイルスの感染者が最初に見つかった中国では、2020年2月初旬頃から製造業、航空会社、不動産業者等の複数の発行体が中国国内の防疫・管理に充当すべく、「コロナウイルス債」と名付けた債券を発行している¹⁶。また、中国の政策性銀行¹⁷の1つである国家開発銀行（China Development Bank）も2020年2月、「新型コロナウイルス防疫債」を起債した¹⁸。そして、欧州では、イタリア、スペイン、フランス等が欧州の共通債務証券（コロナ債）を発行し、その資金を新型コロナウイルス感染症対応に利用することを提案している¹⁹。一方、アジアでも、インドネシア政府が2020年4月6日、新型コロナウイルス感染症対応を目的とした50年国債を起債している²⁰。

このように、世界各地域で新型コロナウイルス感染症を対象とした資金調達が行われており、より幅広くサステナブルファイナンス関連でも、国際機関を中心にソーシャルボンドやサステナビリティボンド等の起債が行われている（図表6参照）。一方、発行体のみならず、それ以外の市場関係者による取り組みも見られる。例えば、国際資本市場協会（ICMA）は2020年3月31日、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関する質疑応答集²¹を公表しているほか、オランダの外部評価機関のサステイナリティクスも2020年4月8日、新型コロナウイルス感染症関連ソーシャルボンドの適格プロジェクト（タクソノミー）²²を公表している。

本稿では、代表的な動きとして、（1）中国銀行マカオ支店のソーシャルボンド、（2）国際金融公社（IFC）のソーシャルボンドと資金用途に関するケーススタディ、（3）ICMAの質疑応答集、（4）サステイナリティクスのタクソノミー、を時系列順に概観する。

¹⁶ “Chinese Companies Sell ‘Coronavirus Bonds’ to Boost Balance Sheets,” *Financial Times*, 19 February 2020; “China Opens a Coronavirus Bond Spigot, and Companies Rush In,” *Wall Street Journal*, 4 March 2020.

¹⁷ 政策性銀行は、政策金融を担うべく1994年に設立された3つの銀行（国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行）を指す。

¹⁸ China Development Bank, *China Development Bank Novel Coronavirus Prevention Bond Issuance Programme Tender Announcement*, 4 February 2020.

¹⁹ 磯部昌吾「新型コロナウイルスの感染拡大に揺れ動く欧州金融市場—金融関連の政策対応と経済対策の財源問題—」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第4号（2020年春号）、27-34頁。

²⁰ “Indonesia Sells Asia’s First 50-year Dollar Bond to Fight Pandemic,” *Reuters*, 7 April 2020.

²¹ International Capital Market Association, *Q&A for Social Bonds Related to Covid-19*, 31 March 2020.

²² Sustainalytics, *Responding to COVID-19 through Social Bonds*, 8 April 2020.

図表6 新型コロナウイルス感染症関連のサステナブルファイナンスをめぐる主な動き

時期	詳細
2020年2月27日	中国銀行 (Bank of China) マカオ支店、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドを発行 (40億香港ドル、10億マカオ・パタカ、両方とも償還年限2年) を発行。資金使途は、新型コロナウイルス感染症の影響を受けたマカオの中小企業へ雇用創出を目的とした融資
2020年3月11日	国際金融公社 (IFC)、新型コロナウイルス感染拡大に伴い影響を受けた開発途上国の民間セクターや雇用を支援すべく、ソーシャルボンド (10億ドル、償還年限3年) を発行
2020年3月27日	アフリカ開発銀行 (AfDB)、「新型コロナウイルスと戦うソーシャルボンド」と名付けたソーシャルボンド (30億ドル、償還年限3年) を発行。資金使途は、新型コロナウイルスのパンデミックに伴うアフリカにおける経済及び暮らしに対する経済・社会的影響の緩和 ファイザー、サステナビリティボンド (12.5億ドル、償還年限10年) を発行。資金使途の一部は、政府や公衆衛生の関連団体が購入するために必要な医薬品とワクチンの製造及び開発を可能とする設備投資の増強。新型コロナウイルス感染症の世界的大流行 (パンデミック) や薬剤耐性への脅威への対応につながると説明
2020年3月30日	北欧投資銀行 (NIB)、NIB対応債 (10億ユーロ、償還年限3年) を発行。資金使途は、NIB加盟国における医療制度の効率的運営の促進、労働市場の問題解決、サプライチェーン上の摩擦軽減に関する融資 米州開発銀行 (IDB)、サステナブル開発債 (20億ドル、償還年限5年) を発行。資金使途は、新型コロナウイルス感染症によるパンデミック及びその影響への対応で、具体的な分野は、(1) 迅速な公衆衛生対応、(2) 脆弱な人々のためのセーフティネット、(3) 経済的生産性と雇用、(4) 経済的影響の改善のための財政政策
2020年3月31日	IFC、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドの資金使途に関するケーススタディを公表 国際資本市場協会 (ICMA)、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関する質疑応答集を公表
2020年4月1日	欧州投資銀行 (EIB)、「サステナビリティ・アウェアネス債」 (30億スウェーデン・クローナ、償還年限3年) を発行。資金使途は、サステナビリティに貢献する融資活動だが、適格プロジェクトは新型コロナウイルス感染症によるパンデミックに対応する分野も含まれた
2020年4月2日	欧州評議会開発銀行 (CEB)、新型コロナウイルス感染症対応ソーシャル・インクルージョンボンド (10億ユーロ、償還年限7年) を発行。資金使途は、CEB加盟国における新型コロナウイルス感染症危機による社会的・経済的影響の軽減
2020年4月8日	サステイナリティクス、新型コロナウイルス感染症関連ソーシャルボンドの適格充当プロジェクト (タクソノミー) を公表
2020年4月15日	世界銀行 (国際復興開発銀行 [IBRD])、「サステナビリティ・デベロップメント・ボンド」 (80億ドル、償還年限5年) を発行。資金使途は、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた国の支援
2020年4月27日	欧州連合 (EU) のサステナブルファイナンスに関するテクニカル・エキスパート・グループ (TEG)、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックからのサステナブルな再生に関する声明を発表。EUタクソノミー (環境目的に資する経済活動を示した分類枠組み)、EUグリーンボンド基準 (EU GBS)、EU気候ベンチマークに加え、欧州委員会と欧州理事会 (EU首脳会議) が2020年4月15日に公表した新型コロナウイルス感染症に対する各種制限措置の段階的な解除に向けた出口戦略としてのロードマップが、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックからの回復に向けた官民セクターの計画の指針となるとの考えを明らかに

(注) 新型コロナウイルス感染症関連の各発行体による起債は、最初の事例のみ起債。

(出所) International Capital Market Association, *COVID-19 Market Updates: Sustainable Finance*; Bank of China, *Bank of China Plans to Issue its First Social Bonds in Offshore Markets*, 27 February 2020; African Development Bank, *African Development Bank Launches Record Breaking \$3Billion "Fight Covid-19" Social Bond*, 27 March 2020; Pfizer, *Pfizer Completes \$1.25 Billion Sustainability Bond for Social and Environmental Impact*, 27 March 2020; Nordic Investment Bank, *NIB Issues Inaugural Response Bond*, 31 March 2020; Inter-American Development Bank, *IDB Launches \$2 billion 0.875% 5-year Fixed Rate SDB Global Benchmark*, 30 March 2020; Sustainability, *Responding to COVID-19 through Social Bonds*, 8 April 2020; EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Sustainable Recovery from Covid-19 Pandemic Requires the Right Tools*, 27 April 2020、より野村資本市場研究所作成

1. 中国銀行（Bank of China）マカオ支店のソーシャルボンド

中国銀行は、中国の北京市に本店を置く商業銀行であり、中国国内のみならず、日本を始めとした諸外国にも多数の支店を有している。同行は、オフショア市場で、グリーンボンドを2016年7月から、サステナビリティボンドを2018年5月から発行する等、サステナビリティ・シリーズ債の発行に積極的に取り組んでいる²³。

マカオでも、2020年に入って新型コロナウイルス感染拡大による経済社会への影響が深刻化し、マカオ政府が2020年1月31日、マカオの中小企業への支援策を発表する等の動きが見られていた²⁴。中国銀行マカオ支店も、感染流行の早い段階から、中小企業向けに特別防疫融資、中小企業防疫支援貸付等の防疫支援策を実施し、資金繰りに悩む顧客の緊急ニーズに対応してきた²⁵。

同支店は2020年2月27日、マカオにおける新型コロナウイルス対応を目的としたソーシャルボンド（40億香港ドル²⁶、10億マカオ・パタカ²⁷、両方とも償還年限2年）を発行した²⁸。同行にとって初めてとなるソーシャルボンドはオフショア市場で起債され、ICMAのソーシャルボンド原則（SBP）に適合しているとの外部評価（真実性証明、attestation）を大手国際会計事務所のアーンスト・アンド・ヤングより受けている²⁹。

ソーシャルボンドの充当事業は、新型コロナウイルス感染症の影響を受けたマカオの中小企業へ雇用創出を目的とした融資である。同行では、建設・公共事業関連やサービス業等を対象に、総額約51億マカオ・パタカの融資プロジェクトを実施することを通じて、8,079人の雇用創出の実現を見込んでいる（図表7参照）。

図表7 中国銀行マカオ支店の雇用創出プロジェクト・リスト

産業	融資額 (億マカオ・パタカ)	プロジェクト数	雇用創出 (人)	融資額の割合
建設、公共事業	24.4977	114	2,303	47.51%
サービス産業	10.9702	120	1,918	21.27%
卸売業、小売業	8.8827	114	2,213	17.22%
製造業	3.3207	14	251	6.44%
ケータリング	2.2533	29	840	4.37%
運輸、倉庫、通信	0.6732	7	233	1.31%
その他	0.9709	19	321	1.88%
合計	51.5687	417	8,079	100.00%

(出所) Bank of China Limited, *Description on Bank of China Macau Branch's 2020 Social Bonds: Appendix 1*, 26 February 2020, p.2、より野村資本市場研究所作成

²³ Bank of China, *Sustainability Series Bonds*.

²⁴ Macao SAR Government, *Fresh Government Measures Support Macao Residents, SMEs amid Coronavirus Control Work*, 1 February 2020.

²⁵ “BOC Macau Issues 5 Billion SMEs Social Responsibility Bonds for Epidemic Prevention and Control,” *Teller Report*, 28 February 2020.

²⁶ 1香港ドル=14.061円（2020年2月27日時点）。

²⁷ 1マカオ・パタカ=13.718円（2020年2月27日時点）。

²⁸ Bank of China, *Bank of China Plans to Issue its First Social Bonds in Offshore Markets*, 27 February 2020; Allen & Overy, *Bank of China Macau Branch First Chinese Issuer to Issue Social Bonds in the Offshore Market*, 9 March 2020.

²⁹ Ernst & Young Hua Ming, *Attestation Report on Pre-Issuance of Bank of China Macau Branch's 2020 Social Bonds*, 26 February 2020.

中国銀行マカオ支店のソーシャルボンドをめぐっては、マカオのカジノ運営大手、ギャラクシー・エンターテインメント・グループ（銀河娛樂集團、GEG）が1億香港ドルを投資したことを明らかにした³⁰。GEGは2020年2月に全テナントの賃料を免除する等の取り組みを行っていたが、現地の中小企業に迅速かつ効率的な支援を提供することを通じて、企業の運営及び資金調達に対する圧力を軽減することに役立つとの考えの下、今般のソーシャルボンドへの投資を決定した。

中国銀行の場合、サステナビリティ・シリーズ債発行のトラックレコードを有してきた上、マカオ政府による中小企業と住民への支援策の存在もあって、マカオにおける新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンドの発行が早い段階で実現したと考えられる。

2. 国際金融公社（IFC）のソーシャルボンドとケーススタディ

IFCは、途上国の民間セクター支援を行う世界銀行グループの機関である。本稿では、(1) IFCが発行開始した新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンド、(2) 同公社が発表した新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドの資金使途に関するケーススタディ³¹、を中心に概観する。

1) 新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンド

世界銀行グループでは2020年3月3日、世界的な新型コロナウイルス感染拡大を受けて、経済面及び公衆衛生面への影響を受けた国を支援するためのIFCを含めた世界銀行グループの機関を通じた緊急支援パッケージの設置を明らかにした³²。そして、IFCをめぐっては2020年3月17日、同パッケージの拡充の一環として、新型コロナウイルス感染拡大による景気低迷の影響を受ける民間企業とその従業員を支援すべく、新型コロナウイルス感染症関連の融資枠を当初の60億ドルから80億ドルに拡大したことが公表された³³（図表8参照）。

³⁰ Galaxy Entertainment Group, *GEG Announces Subscription of HK\$100 Million for Social Bonds Issued by BOC Macau*, 5 March 2020.

³¹ International Finance Corporation, *Social Bonds, Illustrative Use-of-Proceeds Case Studies: Coronavirus*, March 2020.

³² World Bank Group, *World Bank Group Announces Up to \$12 Billion Immediate Support for COVID-19 Country Response*, 3 March 2020; 世界銀行グループ「世界銀行グループが新型コロナウイルス感染症への各国の対応に最大120億ドルの緊急支援を発表」2020年3月3日。

³³ World Bank Group, *World Bank Group Increases COVID-19 Response to \$14 Billion to Help Sustain Economies, Protect Jobs*, 17 March 2020; 世界銀行グループ「世界銀行グループ、経済と雇用を支えるため、新型コロナウイルス感染症対策への支援を140億ドルに増額」2020年3月17日。

図表 8 国際金融公社の新型コロナウイルス関連の融資枠

項目	詳細	規模 (億ドル)
実体セクター危機対応 ファシリティ	パンデミックの影響を受けやすいインフラ、製造、農業、サービス産業の既存クライアントを支援する。資金を必要としている企業に融資を提供し、必要に応じて株式投資を行う。需要増に対応するヘルスケアセクターの企業にも支援を提供	20
既存のグローバル貿易 金融プログラム	グローバルサプライチェーンを形成する中小企業を支援すべく、金融機関の支払リスクを担保し、輸出入企業に貿易金融を提供	20
運転資金ソリューション プログラム	新興市場の銀行に資金を提供し、融資枠の拡大を支援することで、企業が運転資金、つまり必要経費や給与を支払うための資金プールを強化できるよう支援	20
グローバル貿易流動性 プログラム、クリティ カル・コモディティ 金融プログラム	新興国の銀行にリスク共有型の支援を提供し、現地企業への融資を継続できるよう支援	20
合計	—	80

(注) グローバル貿易流動性プログラム及びクリティカル・コモディティ金融プログラムが2020年3月17日に発表した増額分。

(出所) 世界銀行グループ「世界銀行グループ、経済と雇用を支えるため、新型コロナウイルス感染症対策への支援を140億ドルに増額」2020年3月17日、より野村資本市場研究所作成

融資枠拡大等の動きの中、IFCは2020年3月11日、新型コロナウイルス感染拡大の対応を目的としたソーシャルボンドの発行を開始した³⁴。IFCでは、2017年度より「ソーシャルボンド・プログラム」の下、ソーシャルボンドの発行をしてきた経緯がある³⁵。IFCのソーシャルボンドは、(1) IFCからの融資を女性が経営する企業へ転貸することを要件とする金融仲介機関への融資、(2) 「経済ピラミッドの下層部 (BOP層)³⁶」に属するサプライヤー、流通業者、または消費者を、自社の主力事業の一部としてバリューチェーンに組み込んだ企業への融資、に充当される。今般のソーシャルボンドは、これまでの充当事業の範囲内で、新型コロナウイルス感染症拡大により影響を受けた企業等を対象とした資金が対象となると解釈される。

IFCによる新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンドは、各国の投資家に消化されたようだ。例えば、スウェーデンの大手保険会社のレンスフォシェークリンガー (Länsförsäkringar, LFAB) は、長期的に民間資金が公的資金を補完し、雇用確保及び新型コロナウイルスの世界的な拡大による公衆衛生面や経済面での影響を緩和するとして、3億スウェーデン・クローナを投資した³⁷。一方、日本生命保険も、新型コロナウイルス感染症対策支援への貢献を目的として、日本の投資家として初めてIFCのソーシャルボンドに2億豪ドルを投資したことを公表した³⁸。

³⁴ International Capital Market Association, *COVID-19 Market Updates*.

³⁵ IFCでは、社会的課題への対処の一環として、(1) 2013年には新興市場の女性起業家の機会創出に焦点を当てた債券プログラム「BOW債券プログラム」、(2) 2014年10月には途上国の人々の生活水準の改善、繁栄の共有を促進、世界の低所得コミュニティにおける持続的開発の成果に貢献すべく、「インクルーシブ・ビジネス・ボンド・プログラム」、を立ち上げた。その後、社会的貢献に関連する債券市場の進展を踏まえ、2017年度に既存の2つのテーマ債のプログラムを「ソーシャルボンド・プログラム」に統合した。なお、IFCは、2010年度よりグリーンボンド・プログラムも運営している。

³⁶ BOP層は、1日あたりの所得が8ドル相当未満または生活必需品や各種サービスへの十分なアクセスを持たない人々。

³⁷ “Swedish Trio Stows €271m into Social Bonds to Support Corona-hit Firms [Updated],” *IPE*, 20 March 2020.

³⁸ 日本生命保険「国際金融公社が発行するソーシャルボンドへの投資について—新型コロナウイルス感染症対策支援への貢献—」2020年4月10日、「日本生命、世銀系債券に130億円投資 新型コロナ対策」『日本経済新聞』2020年4月10日。

2) 新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドの資金使途に関するケーススタディ

IFC はこれまで、ソーシャルボンドの発行のみならず、顧客のソーシャルボンド発行を支援してきたほか、ICMA の「ソーシャルボンド作業部会」の共同議長として、ソーシャルボンドの金融市場における健全な発展を目指した活動を行ってきた。このような経緯もあり、同公社は 2020 年 3 月 31 日、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドの資金使途に関するケーススタディを公表した（図表 9 参照）。

同ケーススタディでは、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドは、(1) ICMA の SBP の 4 要素（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポートニング）を遵守すること、(2) 新型コロナウイルス感染症の大流行に伴って全面的若しくは部分的に発生する社会問題への対処若しくは緩和のみを目的とした資金使途とすること、といった前提を示した。その上で、ヘルスケア、金融、製造業という 3 つの業界における資金使途の例を挙げた。

ソーシャルボンドは後述のとおり、政府系機関、銀行、国際機関等による発行が主流だが、ヘルスケアや製造業でも新型コロナウイルス感染症関連でソーシャルボンドによる資金調達が選択肢になり得ることが示されたという意味で注目される内容と言える。また、IFC によるソーシャルボンドの起債やケーススタディの公表は、多くの国際機関によるソーシャルボンド等の起債につながっているほか、ソーシャルボンドのさらなる発展に寄与する取り組みと評価される。

図表 9 新型コロナウイルス感染症関連ソーシャルボンドの資金使途の例

業界	詳細	社会課題	対象となる人々	期待される社会的効果	対象となる持続可能な開発目標 (SDGs)	効果を示す指標例
ヘルスケア	新型コロナウイルス検査、ワクチンや感染症の症状緩和を目的とした医薬品の研究開発	新型コロナウイルス感染症は、世界的に拡大した感染症であり、人々の健康と福祉の脅威となっている	広範な問題の性質に鑑みると、一般の人々にとつての利益になり得る。特に、高齢者や基礎疾患のある人等、新型コロナウイルス感染症への耐性が弱い人々への恩恵が期待される	ワクチンや症状を緩和する医薬品による効果と期待される	3「すべての人に健康と福祉を」	配布されたワクチン、薬剤数、検査数 検査、ワクチンまたは医薬品を受け取る個人の数
金融	新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済成長鈍化の影響を受けた中小企業向け貸出	新型コロナウイルス感染症は、多くの事業を一時的閉鎖や危機的状況に追い込み、その結果、失業者が増加している	感染防止措置の影響による財務面の悪化に晒される中小企業、失業の危機にある被雇用者	不況下における金融サービスへの継続的なアクセスの確保、雇用の維持・創出の促進を目指す	8「働きがいも経済成長も」	融資件数 雇用される従業員数 雇用が維持される被雇用者
製造業	安全衛生設備及び衛生用品を製造するための設備投資及び既存設備の改良、製品の製造若しくは増産	新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、世界的に安全衛生設備が不足している。特に、医療施設では、医療従事者を保護するための設備が不足している	新型コロナウイルス感染症は、広範な影響を及ぼしているため、一般の人々の利益になることが期待される。特に医療従事者は、ウイルスへの曝露の機会が多いことから、対象となることが期待される	医療機器や衛生用品によって新型コロナウイルス感染拡大を減少させる	3「すべての人に健康と福祉を」	衛生用品生産数（マスク、手袋等の衛生用品等）

(出所) International Finance Corporation, *Social Bonds, Illustrative Use-of-Proceeds Case Studies: Coronavirus*, March 2020, p.3、より野村資本市場研究所記

3. 国際資本市場協会 (ICMA) による新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関する質疑応答集

IFCによるケーススタディ公表と同日となる2020年3月31日、ICMAも新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関する質疑応答集を公表した(図表10参照)。発行体としての要件や適格ソーシャルプロジェクトの具体的な例が提示されたことから、これまでソーシャルボンド等を発行した実績がない発行体にとっても、起債を検討する際に参考になる内容と言える。

IFCによるケーススタディとの共通点は、SBPの4要素を遵守すると明記されていることである。特に、ICMAの質疑応答集では、新型コロナウイルス感染症対応を対象としている債券のうち、SBPを遵守できない場合、ソーシャルボンドとの名称の使用を控えるべきと明確に注意喚起している。一方、適格ソーシャルプロジェクト(資金使途)は両者ともに類似しているが、ICMAの質疑応答集では、特にどの業界が対象になり得るかは示されていない。さらに、質疑応答集の特徴としては、ソーシャルプロジェクトの対象として、今般の危機の影響を受けた一般住民を含む集団に特定する旨が記されている点が挙げられる。

図表10 新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関する質疑応答集のポイント

項目	概要
発行体としての要件	<ul style="list-style-type: none"> ソーシャルボンド原則(SBP)の4要素を遵守し、資金使途を新型コロナウイルス感染症の発生に伴い全体または部分的に生じる社会問題の対処または緩和に限定すれば、あらゆる発行体が発行可能(これまでにソーシャルボンドを発行してきたか否かは問わない)
適格ソーシャルプロジェクト	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルプロジェクトの目的は、新型コロナウイルス感染症の発生に伴う社会問題の緩和であり、危機の影響を受けた一般住民を含む集団に対象を特定し、積極的な社会的成果をもたらすこと 適格ソーシャルプロジェクトの例:保健医療サービスや設備の供給能力と効率性を高めるための新型コロナウイルス感染症関連支出、医療研究、影響を受けた中小企業における雇用創出を支援する中小企業向け融資、新型コロナウイルス感染症の世界的大流行(パンデミック)に起因する失業の回避若しくは軽減するために特別に設定されたプロジェクト
ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの発行体が策定した既存のフレームワーク(注)	<ul style="list-style-type: none"> 既存のフレームワークを修正したり、資金使途にパンデミックと明示する必要はない 発行体は、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドが目的とするポジティブな社会的成果について明らかにすべき 発行体がフレームワークを策定していない場合、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドの募集要項において、SBPの4要素をどのように遵守するか示すことも可能
資金使途の全部が新型コロナウイルス感染症関連であるべきか	<ul style="list-style-type: none"> 仮に調達資金の一部のみが新型コロナウイルス感染症関連に充当される場合、残りが他の適格ソーシャルプロジェクトに充当できるか示すべき
追加のレポート作成	<ul style="list-style-type: none"> 発行体は、可能であれば、年次のソーシャルまたはサステナビリティ・インパクト・レポート作成に、新型コロナウイルス感染症に適用可能な指標を含めるべき
新型コロナウイルス感染症対応を対象としているすべての債券は、ソーシャルボンドと表示可能か	<ul style="list-style-type: none"> SBPの4要素を遵守した債券のみをソーシャルボンドと呼ぶべき 現状では、全ての発行体がSBPを遵守できるわけではないと理解できるが、遵守できない場合、ソーシャルボンドとの名称の使用を控えるべき

(注) フレームワークは、当初段階では個別のプロジェクトが確定しておらず、資金を充当する範囲とソーシャルボンドとして適合する基準を定めて、発行後にプロジェクトを選定する場合、発行体が策定するものである。フレームワークは、一般的にSBPの4要素についてまとめられる。

(出所) International Capital Market Association, *Q&A for Social Bonds Related to Covid-19*, 31 March 2020, より野村資本市場研究所作成

4. サステナビリティクスによる新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関するタクソノミー

ソーシャルボンドをはじめとした SDGs 債の代表的な外部評価機関の1つであるサステナビリティクスは 2020 年 4 月 8 日、新型コロナウイルス感染症関連ソーシャルボンドの適格充当プロジェクトを「タクソノミー」と名付けて公表した（図表 11 参照）。タクソノミーは、EU がサステナブルファイナンスを推進すべく、環境目的に資する経済活動を示した分類枠組みとして制度化を進めていることもあり、金融市場や経済界では 1 つのキーワードとして浸透しつつある用語である。

図表 11 新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドに関するタクソノミー

テーマ	概要	
医療	医療サービス	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染症対応を目的としたアクセス可能な医療サービス・インフラ（病院、クリニック等）の新設・増設 予防や治療を目的とした医療関係者の雇用や訓練 予防や治療を目的とした医療機器（検査、診断機器、マスク、手袋、医療用着衣、ベッド、呼吸器、集中治療設備、救急車） 新型コロナウイルス感染症の治療で使用される薬品
	医療関連サプライ及び設備	<ul style="list-style-type: none"> 予防、治療に必要とされる医療機器の製造 予防、治療に必要とされる医療機器を生産する設備、工場の改築
	医薬品	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染症の治療に重要な薬品製造のための補助金 新型コロナウイルス感染症向けワクチンのための研究開発
	医療保険	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染症の治療に要する費用への医療保険支払
社会経済的影響の緩和	中小企業支援及び雇用確保	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染拡大に伴い、予防措置（社会的距離）や景気後退等の影響を受ける中小企業への貸付等の財務的支援 雇用維持や失業を軽減するためのプロジェクト
	その他の影響	<ul style="list-style-type: none"> 新型コロナウイルス感染症関連で影響を受けた弱い立場の人々を対象とした（フードバンクやチャリティ等の）社会サービス・支援組織への財務支援

（出所） Sustainalytics, *Responding to COVID-19 through Social Bonds*, 8 April 2020、より野村資本市場研究所作成

サステナビリティクスは、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドの発行を促進すべく、同社が内部で策定している資金用途に関する分類（タクソノミー）を拡大し、新型コロナウイルス感染症対応となり得る資金用途を挙げたと説明した。そして、同社のタクソノミーは、医療と社会経済的影響の緩和という 2 つの主要分野に分類されているが、これらに限定するものではなく、他の資金用途の可能性が現れることを期待しているとの見解が示された。サステナビリティクスのタクソノミーの内容は、IFC のケーススタディや ICMA の質疑応答集で示されたものに類似している。また、ICMA と同様にどの業種が対象となり得るかは明記されていない。しかし、同社による取り組みは、今後、新型コロナウイルス感染症関連のソーシャルボンドを、外部評価を取得した上で起債することを検討する発行体にとっても参考になる内容と考えられる。

IV 今後の注目点

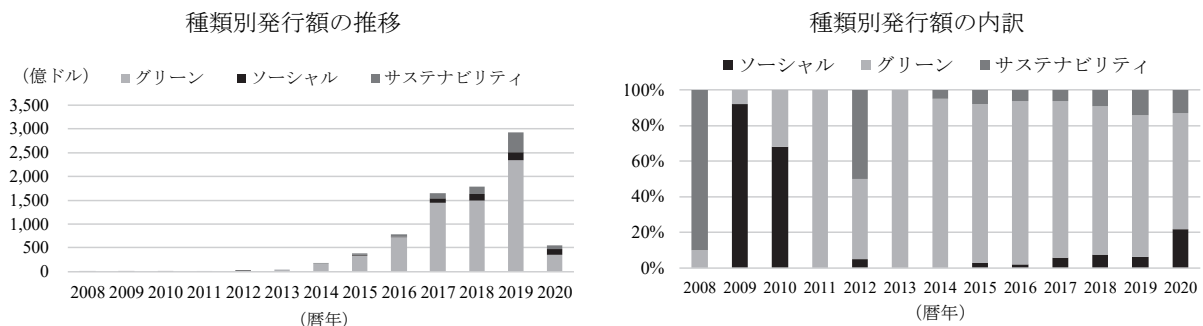
新型コロナウイルス感染症は、世界経済社会に甚大な影響を及ぼし、金融市場の様相も一変させた。サステナブルファイナンスをめぐっては、これまでも IFFIm のワクチン債や世界銀行のパンデミック債といった感染症対応を目的とした金融商品が存在していたが、今般のような多くの国に急拡大する状況を想定していたわけではないとみられる。新型コロナウイルス感染症問題の表面化して以降、国際機関を中心に複数の発行体がソーシャルボンドを中心としたサステナブルファイナンス関連の起債に取り組んでいる。同時に、IFC、ICMA、サステナリティクスが新型コロナウイルス関連ソーシャルボンドの資金使途等の考え方を整理、公表している。

新型コロナウイルス感染症という歴史にも刻まれる事象を経験したサステナブルファイナンス関連の金融市場は、問題が収束しても元には戻らず、これまでとは異なる経路の発展を遂げる可能性があるだろう。例えば、(1) ソーシャルボンドの存在感の向上、(2) 環境・社会・ガバナンス (ESG) の再定義、(3) ESG の「S」の要素に関連する金融規制や監督の強化、である。

1. ソーシャルボンドの存在感の向上

ソーシャルボンドについては、資金使途に新たに新型コロナウイルス感染症対応が加わり、発行額の伸び、発行体セクター、国、発行通貨等の多様化につながる事が考えられる。近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といった SDGs 債の発行額を見ると、グリーンボンドが全体の 8 割強を占め、ソーシャルボンドは同 7% 程度であった。しかし、2020 年 1~3 月の発行額の内訳では、グリーンボンドの起債ペースの鈍化も背景に、ソーシャルボンドの発行は同約 22%にまで伸びている (図表 12 参照)。

図表 12 世界の SDGs 債の発行状況



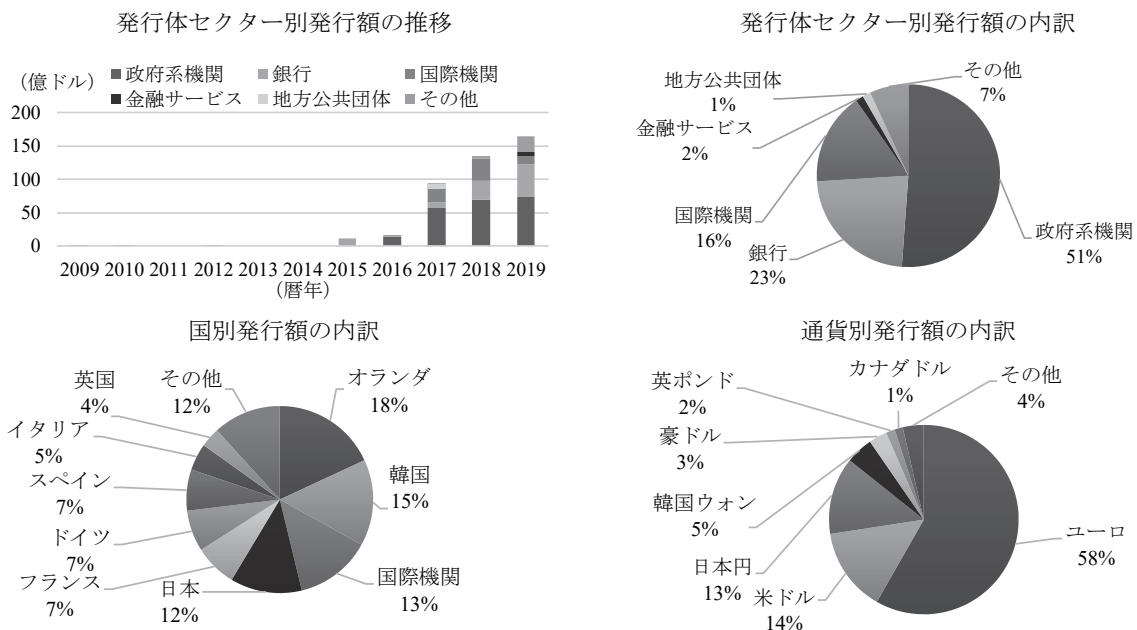
(注) SDGs 債の発行額 (2020 年は 3 月末時点) は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。米国地方債及び証券化商品を除く。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

2020年3月末時点では、中国銀行マカオ支店、IFC及びアフリカ開発銀行（AfDB）のみが新型コロナウイルス感染症対応関連ソーシャルボンドを起債していたとみられるが、2020年4月以降は、上述のIFC、ICMA、サステナビリティクスによる資金使途等の考え方の整理も参照しつつ、世界各地の発行体が、ソーシャルボンドや、社会・環境面両方を資金使途とするサステナビリティボンドの発行を検討する可能性があると言える。

特に、ソーシャルボンドの発行体セクターについては、2014年頃までは国際機関が中心だったが、2015年頃から銀行、政府系機関等に広がり、2018年には初めての事業会社（フランスの食品大手ダノン）による起債も実現するなど、ようやく幅が拡大してきたところである（図表13参照）。今後については、例えば、新型コロナウイルス感染症対応の医療機器の製造に新たに取り組むメーカー、機能強化を求められる公営病院等がソーシャルボンド等を資金調達の実選択肢の1つとして検討する可能性が想定される。そして、新規の発行体の参入等も背景に、発行国や発行通貨についてもより多様化が進むことが想定される。

図表13 世界のソーシャルボンドの発行状況



(注) ソーシャルボンドの発行額（2020年3月末時点）は、ブルームバーグによるソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。米国地方債及び証券化商品を除く。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

2. ESG の再定義

今般の新型コロナウイルス感染症は、世界経済社会に深刻な影響を及ぼし、伝統的に根付いてきた様々な価値観・理念を変化させるきっかけになると考えられる。例えば、(1) 人々の暮らしという意味では、消費行動や購買内容、社会的距離の概念を踏まえたコミュニケーションの取り方の変化、(2) 企業経営という意味では、サプライチェーン、財務基盤及び事業継続計画（BCP）の見直し、在宅勤務等の導入を通じた社員の働き方の多様化、等がシナリオとして顕在化し得ると考えられる。これらの新型コロナウイルス感染症問題収束後の新しい価値観・理念を踏まえて、企業や投資家が新たな ESG の定義を模索することになると予想される。

例えば、責任投資原則（PRI）の事務局機能を担う国際連合の PRI は 2020 年 3 月 27 日、投資家が新型コロナウイルス感染症危機に対応するために取るべき 7 つのアクションを公表している（図表 14 参照）。特に、最初のアクションとして、危機管理に失敗している企業との対話を促しており、失敗している企業の例として、労働者の健康や金銭面での保障を確保できない企業や、役員報酬や株主への短期的な利益を優先している企業を挙げているように、企業に対して、ESG の中でも従来以上に「S」や「G」の要素も意識した危機対応を行うことを促している。

図表 14 投資家が新型コロナウイルス感染症危機に対応するために取るべき 7 つのアクション

項目	概要
1	危機管理に失敗している企業と対話すべき 投資家は、労働者の健康や金銭面での保障を確保できない企業や、役員報酬や株主への短期的な利益を優先している企業と対話すべき
2	今般の危機により他の ESG 問題に悪影響が及ぶ可能性がある場合に、企業や政府と対話すべき 投資家は、監視を回避するために、危機を通じて、需給パターンの変化やサプライチェーンが他の ESG 要因に悪影響を及ぼすといった問題を明らかにしない企業や政府と対話すべき
3	新型コロナウイルス関連トピックに関する対話を優先すべき 投資家はエンゲージメントの優先順位を変えて、企業と対話する場合、新型コロナウイルス感染症関連の危機管理に関するトピックを優先すべき
4	経済的な対応への支援姿勢を明らかにすべき 投資家は、政府や企業が適切な行動をとることを奨励するために、意見を表明すべき
5	バーチャルな年次株主総会（AGM）への参加 投資家はバーチャルな年次株主総会（AGM）を活用し、投資先の適切な監督を継続する必要がある
6	金融支援の要請の受け入れを検討すべき 投資家は、企業、債務者及び政府を支援するために、可能な場合には、より直接的な支援を行うとともに、資金融通の柔軟性を確保すべき
7	投資の意思決定における長期的視点の維持 投資家は、スチュワードシップ（受託者責任）と投資意思決定において長期的視野を維持すべき

(出所) PRI, *How Responsible Investors should Respond to the Covid-19 Coronavirus Crisis*, 2020、より
野村資本市場研究所作成

PRIの署名機関はPRIが提唱された2006年当初から増加しており、2019年3月末時点の署名機関数は2,372機関、運用資産残高(AUM)総額が約86.3兆ドルに上るなど、影響力を増している³⁹。本アクションでは、投資家との対話(エンゲージメント)をESG投資のアプローチに据えているが、他の手法(ネガティブ・スクリーニング、インテグレーション等)でも、再定義されたESGを意識した経営を行う企業を選別する動きが顕在化する可能性がある。また、サステナビリティ・テーマ投資の一環で、再定義されたESGを適切に配慮した企業が発行するソーシャルボンド等に投資する投資家も増加することもあると想定される。

3. ESGの「S」の要素に関連する金融規制や監督の強化

サステナブルファイナンスをめぐっては近年、金融規制や監督にESGの要素を取り込む動きが見られるが、ESGの要素全般に焦点を当てる、あるいは「E」の要素に焦点を当てる形で取り込むのが主流となっている。

例えば、ESGの要素全般に焦点を当てた金融規制の見直しとしては、欧州連合(EU)で2019年12月に成立したベンチマーク規則改正法で、「E」の要素に焦点を当てた気候ベンチマークの導入に加え、金融指標におけるESGに関する開示要件の追加や努力規定が盛り込まれた⁴⁰。加えて、EUで同年同月に成立した、金融市場参加者等を対象としたサステナビリティ開示規則では、投資価値に多大な負の影響をもたらす可能性のある、ESGに関する事由又は状態をサステナビリティ・リスクとして捉え、同リスクの考慮等の開示を促した⁴¹。さらに、欧州銀行監督機構(EBA)も同年同月、自己資本規制におけるESGリスクの反映に関する検討スケジュールを明らかにしている⁴²。

一方、「E」に焦点を当てたものとしては、(1)EUが制定を進めている環境目的に資する経済活動を示したタクソノミー規制⁴³、(2)オランダや英国の中央銀行による金融セクターを対象とした気候変動リスクへの耐性を測るストレステストの取り組み⁴⁴、(3)香港金融管理局(HKMA)による、銀行の気候変動対応を評価するための共通フレームワーク創設や、気候変動対応に係る監督上の要件等の設定に向けた取り組み⁴⁵、等が挙げ

³⁹ PRI, *About the PRI*. (<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>, 2020年4月30日閲覧)

⁴⁰ 江夏あかね・磯部昌吾「EUベンチマーク規則の改正—気候ベンチマークとESG関連開示—」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第1号(2020年春号)。

⁴¹ 富永健司・江夏あかね「欧州における金融市場参加者等を対象としたサステナビリティ開示規則」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第1号(2020年春号)。

⁴² 磯部昌吾「EUにおける自己資本規制へのESGリスク反映の議論—アクション・プランを示した欧州銀行監督機構—」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第3号(2020年冬号)、187-193頁。

⁴³ 江夏あかね「欧州議会と欧州連合理事会によるEUタクソノミー規制案に関する合意—サステナブルファイナンスの基軸が本格導入へ—」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号(ウェブサイト版)、1-7頁。

⁴⁴ 板津直孝「オランダの中央銀行による気候関連のストレステスト」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号(ウェブサイト版)、1-14頁、林宏美「BOEによる気候関連ストレステスト実施に向けた動き」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第1号(2020年春号)。

⁴⁵ Hong Kong Monetary Authority, *HKMA Introduces Key Measures on Sustainable Banking and Green Finance*, 7 May 2019.

られる。また、気候関連のリスク、機会、財務的影響の開示を企業に促す気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の最終報告書に基づく開示は、一部の国・地域で規制化に向けた動きも観察される⁴⁶。

今般の新型コロナウイルス感染症問題を通じて、今後、金融当局は「S」の要素にも着目した規制や監督を強化する可能性がある。諸外国では既に、新型コロナウイルス感染症問題に伴う影響に関する開示を促す動きが出始めている。例えば、欧州証券市場機構（ESMA）は2020年3月11日、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場への影響を注視する姿勢を示すと共に、発行体による同感染症に伴う影響の開示等を推奨している⁴⁷。また、企業の情報開示に関しても、米国、英国、オーストラリアの企業開示関係主体が、ガイダンスや声明を通じて、企業が現状で入手できる情報を利用し、新型コロナウイルスの感染拡大が与える影響を分析し、速やかに説明を開示することや、流動的な状況の中でも情報を随時更新し、見方に変化が生じれば、その時点で速やかに情報を提供することの重要性を示している⁴⁸。これらの開示促進の動きを通じて、事業会社や金融機関における「S」の要素に係る経営・財務上のリスクや機会の考え方が整理されると共に、「S」の要素に関連する事項が金融システムの安定性に影響を及ぼすような事態を回避すべく、金融規制や監督の見直し・強化等が行われることもあり得る⁴⁹。

世界的に広がった新型コロナウイルス感染症問題は、収束までの時間や経済社会への直接的・間接的影響の規模等、現時点で明確かつ包括的に見通すのは不可能と言える。とはいえ、サステナブルファイナンスをめぐるのは、足元の新型コロナウイルス感染症問題を通じて、「S」の要素が改めて注目されている。今後、金融市場関係者が、問題収束後の新たな価値観も踏まえた金融商品の開発、基準・ガイドラインの策定・改訂、開示等の投資の利便性向上に向けた取り組み、適切な金融規制・監督体制の構築等を進めることが、サステナブルファイナンス関連金融市場の健全な発展の一助になると想定される。

⁴⁶ 江夏あかね「TCFDによる現状報告レポートの公表」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第3号（2019年冬号）、34-40頁。

⁴⁷ European Securities and Markets Authority, *ESMA Recommends Action by Financial Market Participants for COVID-19 Impact*, 11 March 2020.

⁴⁸ 西山賢吾「今次パンデミックにおいて求められる情報開示と投資家の対応」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第1号（2020年春号）。

⁴⁹ ちなみに、イングランド銀行総裁・金融安定理事会（FSB）議長（当時）のマーク・カーニー氏が2015年9月29日に行った講演では、気候変動（「E」）が金融の安定の安定性に影響を及ぼす可能性のある経路として、（1）物理的リスク（財産に損害を与えたり、取引を混乱させたりする洪水や嵐のような気候や天候に関連する事象から生じる、保険負債や金融資産の現在価値への影響）、（2）責任リスク（気候変動の影響で損失や損害を被った当事者が、責任を負う者に補償を求める場合に、将来生じる可能性のある影響）、（3）移行リスク（低炭素経済への適応プロセスから生じる財務リスク）を挙げ、適切な金融規制・監督や企業等開示の重要性等に言及している。（Bank of England, *Breaking the Tragedy of the Horizon - Climate Change and Financial Stability - Speech by Mark Carney*, 29 September 2015）