

ウィズコロナ時代のソブリンの資金調達

ーソブリン SDGs 債の可能性ー

江夏 あかね、富永 健司

■ 要 約 ■

1. 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）により、世界各国の政府の財政支出が膨らんでいる。2020年4月頃から、複数の国が新型コロナウイルス感染症対策の財源を確保すべく、コロナ債と銘打った国債発行を行っており、その中でもグアテマラは、国際資本市場協会（ICMA）のソーシャルボンド原則（SBP）に沿って、調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当されるソブリン SDGs 債として起債している。
2. ソブリン SDGs 債は、2016年12月にポーランドが国（ソブリン）としては初となるグリーン国債を発行して以降、欧州やアジア等のソブリンが起債している。ソブリン SDGs 債は、ICMA のグリーンボンド原則（GBP）等に沿って発行されており、発行国は2020年5月末現在、14カ国となっている。
3. これまで発行されたソブリン SDGs 債は、金融市場における、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資への需要の高まりもあり、順調に消化されているようである。とはいえ、新型コロナウイルス感染症問題により、世界の金融市場の先行きを見通すことが従来よりも困難になっている。そのような中、各国政府にとってソブリン SDGs 債が今後も有効な資金調達手段となり得るためには、
（1）財政規律の維持、（2）SDGs 債の原則・ガイドラインに基づいた発行の検討、（3）投資家向け広報（IR）の充実、がポイントになる。
4. 新型コロナウイルス感染症問題の収束が未だ見通せない状況下、各国政府の財政運営の舵取りは難しくなりつつある。そのような中、政府が SDGs の達成に向けてコミットしているスタンスを改めて示すことを通じて、より多くの投資家に共感を得られる可能性のあるソブリン SDGs 債を適切に活用することが、財政の持続可能性の一助になり得ると考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ラクマン ベディ グンタ「拡大するソブリン・スクーク（イスラム国債）—英国と香港の発行事例—」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）、1-9頁。
- ・江夏あかね「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」『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）。

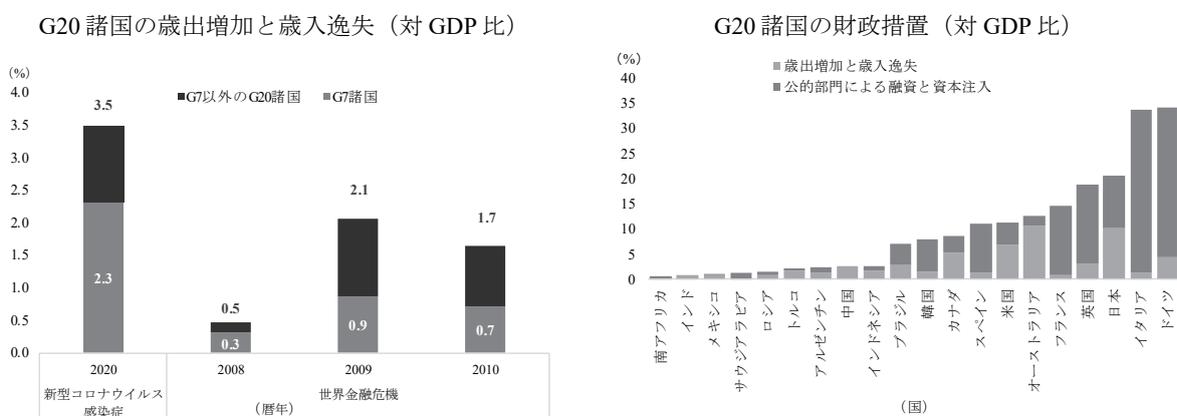
I 新型コロナウイルス感染症対策の財政支出が膨らむ各国政府の財源調達

2020年に入って世界的な大流行（パンデミック）となった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ている。世界各国の政府は、新型コロナウイルス感染症対策で、2000年代後半の世界金融危機時を上回る財政支出を行っている（図表1参照）。国際通貨基金（IMF）によると、世界各国の政府は2020年4月時点で、パンデミックと経済への打撃を抑制すべく、既に約8兆ドルに上る財政措置を講じている¹。

各国政府が財政の持続可能性を維持するためには、財政規律の維持とともに、国債も含めた効率的・効果的な財源調達が重要課題であることは言うまでもない。2020年4月頃から、複数の国が新型コロナウイルス感染症対策の財源を確保すべく、コロナ債と銘打った国債発行を行っており、その中でもグアテマラは、国際資本市場協会（ICMA）のソーシャルボンド原則（SBP）に沿って、調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当されるソブリンSDGs債として調達している。

本稿では、国の資金調達手法としてのソブリンSDGs債を取り上げ、これまでの発行状況や事例を概観した上で、ソブリンSDGs債が有効な資金調達手段となり得るためのポイントを論考する。

図表1 G20諸国における新型コロナウイルス感染症対策の財政措置の規模（対GDP比）



（出所） International Monetary Fund, *Fiscal Monitor – April 2020*, 6 April 2020, p.2、より野村資本市場研究所作成

¹ 世界各国の財政措置には、歳出の増加と歳入の逸失（約3.3兆ドル）、公的部門による融資と資本注入（約1.8兆ドル）、保証（約2.7兆ドル）等があり、このうち、G20諸国の分は総額で約7兆ドルに上っている。

（International Monetary Fund, *Fiscal Policies to Contain the Damage from COVID-19*, 15 April 2020; 国際通貨基金「新型コロナウイルス被害を抑える財政政策」2020年4月15日）

II ソブリン SDGs 債の発行状況

金融市場では、国際連合のコフィー・アナン事務総長（当時）の呼びかけで 2006 年 4 月に公表された責任投資原則（PRI）を 1 つの契機に、環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を考慮する投資概念が急速に広まった。債券市場では、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、調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当される SDGs 債²の発行が 2000 年代半ば頃から始まった。SDGs 債は当初、国際機関や政府系機関等が発行体の中心だったが、その後、地方公共団体、事業会社、金融機関等にも広がり、2016 年 12 月には国（ソブリン）として初となる、ポーランドのグリーン国債が発行された。その後、欧州やアジア等のソブリンがグリーンボンドを中心に相次いで起債に取り組み、2019 年 6 月には韓国が世界初となるグリーン及びサステナビリティ国債、2020 年 1 月にはエクアドルが世界初となるソーシャル国債を発行した（図表 2 参照）。これらのソブリン SDGs 債は、ICMA のグリーンボンド原則（GBP）等に沿って発行されている。

一方、2020 年に入って、インドネシア政府が 2020 年 4 月 15 日、新型コロナウイルス感染症対応を目的とした国債を起債したほか、新興市場国を中心に複数の国がコロナ債と銘打った国債発行を行っている³。これらのうち、ほとんどの銘柄は ICMA の SBP 等に沿った形では発行されていないとみられ、ソブリン SDGs 債には該当しないと解釈される。しかし、中南米のグアテマラが 2020 年 4 月 24 日、新型コロナウイルス感染症対策に向けた世界初のソブリン SDGs 債として、SBP に沿った形でソーシャル国債を発行した。ブルームバーグの統計に基づく、ソブリン SDGs 債の発行体は 2020 年 5 月末時点で、14 カ国となっている。

² 日本証券業協会によると、SDGs 債は、調達資金が SDGs に貢献する事業に充当される債券であり、SDGs の中でも環境・社会へのポジティブなインパクトを有し、一般的にスタンダードとして認められている原則（例えば、国際資本市場協会〔ICMA〕によるグリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド・ガイドラインなど）に沿った債券や、事業全体が SDGs に貢献すると考えられる機関が発行し、インパクト（改善効果）に関する情報開示が適切になされている債券が含まれる。（日本証券業協会「SDGs に貢献する金融商品に関するガイドブック」4 頁）

³ ブルームバーグの統計に基づく、資金使途がパンデミックとされている国債発行残高は 2020 年 5 月末現在、約 527 億ドルに上っている。発行国は、12 カ国（ベナン、ブルキナファソ、コートジボワール、フィジー、グアテマラ、ギニア、インドネシア、イタリア、マリ、パラグアイ、セネガル、スペイン）となっている。なお、国債以外も含めた資金使途がパンデミックとされている債券発行残高は、約 1,605 億ドルとなっている。

図表2 ソブリンSDGs債の発行国一覧

国	種類	発行開始年月	発行残高 (億ドル)
ポーランド	グリーン	2016年12月	42.5
フランス	グリーン	2017年1月	272.5
フィジー	グリーン	2017年11月	0.5
ナイジェリア	グリーン	2017年12月	0.3
インドネシア	グリーン	2018年3月	20.0
ベルギー	グリーン	2018年3月	92.3
リトアニア	グリーン	2018年5月	0.8
アイルランド	グリーン	2018年10月	57.6
オランダ	グリーン	2019年5月	82.3
香港	グリーン	2019年5月	10.0
韓国	グリーン及びサステナビリティ	2019年6月	5.0
チリ	グリーン	2019年6月	62.2
エクアドル	ソーシャル	2020年1月	4.0
グアテマラ	ソーシャル	2020年4月	5.0
合計	—	—	654.9

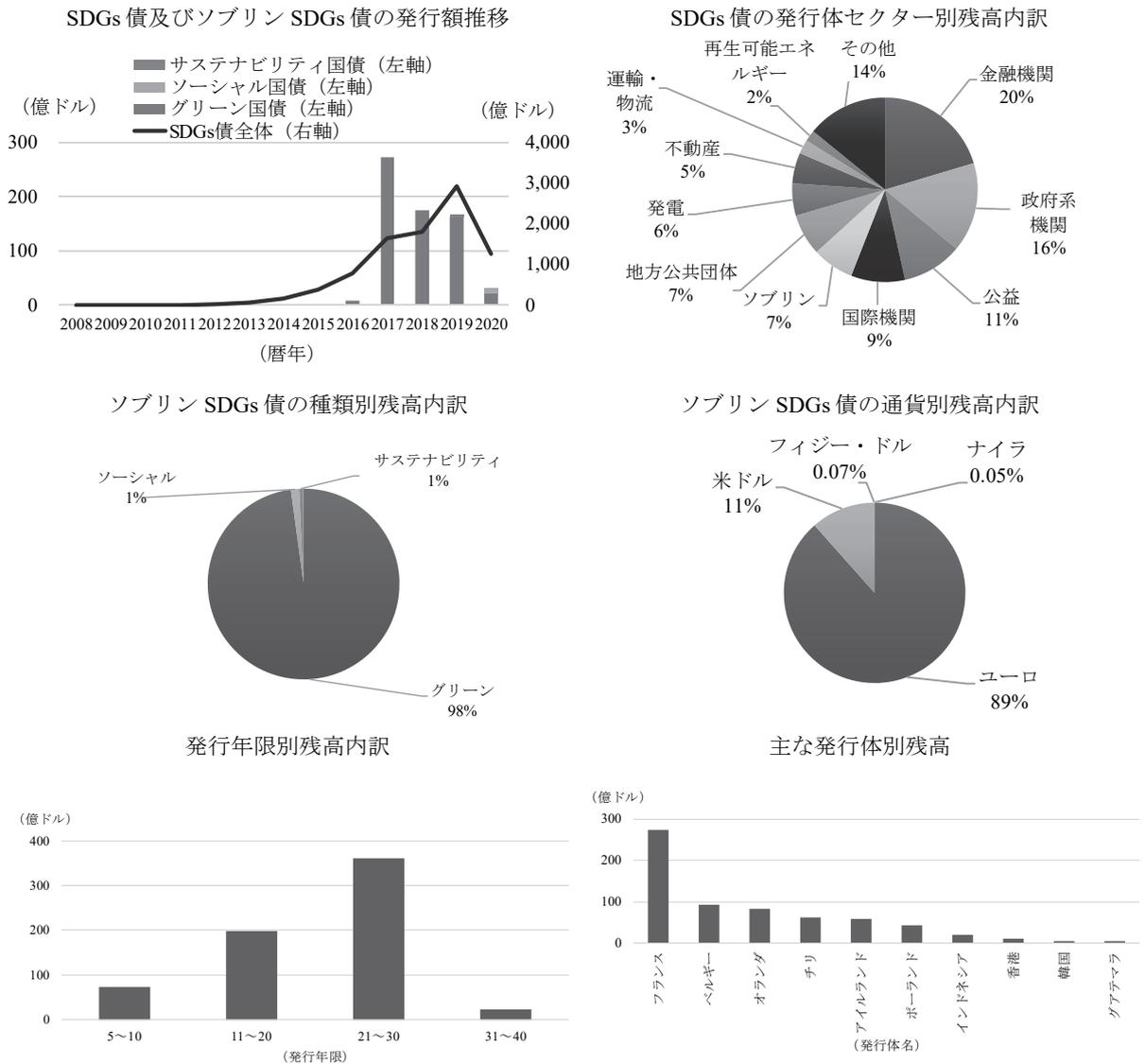
(注) 1. SDGs債の発行残高(2020年5月末時点)は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。発行開始年月順に掲載。

2. 上記数値は、表示数値未満を四捨五入したため、合計と一致しない。

(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

ソブリンSDGs債の発行をめぐっては、開始時期は他の発行体セクターに比してやや遅行したものの、フランスによるグリーン国債の発行規模が大きいこともあり、残高は2020年5月末時点で、世界のSDGs債全体(約8,975億ドル)の約7%に当たる約655億ドルに達している(図表3左上及び右上参照)。また、種類別残高内訳ではグリーンがほとんど、通貨別ではユーロが全体の約9割を占めている(図表3左中及び右中参照)。一方、平均発行年限は約18年だが、発行残高が最も多いのは21~30年となっている(図表3左下参照)。発行体別残高では、フランスを始めとした欧州諸国が上位に入っている(図表3右下参照)。

図表3 ソブリンSDGs債の発行状況



(注) SDGs債の発行額(2020年5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。主な発行体別残高は、発行残高が多い順に10の発行体の残高を表示。韓国のグリーン及びサステナビリティ国債は、便宜上、サステナビリティボンドに分類している。

(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

各国政府がソブリンSDGs債に取り組んでいる背景としては、(1)国のサステナビリティ関連施策へのコミットメントの提示、(2)多様な投資家の確保、(3)サステナブルファイナンス市場の育成、(4)公的セクターのサステナブル関連プロジェクトへの民間資金の動員、(5)サステナブルファイナンス市場における国際的なリーダーシップの提示、等が挙げられる⁴。次章において、代表的な事例を取り上げる。

⁴ Climate Bonds Initiative, *Sovereign Green Bonds Briefing*, March 2018, pp.2-3.

Ⅲ ソブリン SDGs 債の発行事例

本稿では、新型コロナウイルス感染症問題が顕在化する前の代表事例として、発行された順に、(1) ポーランドのグリーン国債、(2) フランスのグリーン国債、(3) インドネシアのグリーン・スクーク国債、(4) 韓国のグリーン及びサステナビリティ国債、(5) エクアドルのソーシャル国債、を取り上げる。そして、新型コロナウイルス感染症対策向けに SDGs 国債を発行した事例として、(6) グアテマラのソーシャル国債、について紹介する。

1. ポーランドのグリーン国債

ポーランドは 2016 年 12 月、世界初のグリーン国債（7.5 億ユーロ、償還年限 5 年）を発行した。ポーランドは、欧州連合（EU）最大規模の石炭産出国であるが、同国によるグリーン国債発行の背景には、同国がエネルギー最終消費に占める再生可能エネルギーの割合の引き上げ等の取り組みを通じて低炭素経済への移行を進めていることがある。

ポーランドは、グリーン国債の発行に際して、グリーンボンド・フレームワークを策定した⁵。同フレームワークにおいて、資金使途となる適格グリーンプロジェクトは、再生可能エネルギー、クリーン輸送、持続可能な農業、植林、国立公園の整備、山地の造成、とされた。調達資金は、国の一般勘定とは別に勘定を設けて管理することとされている。同フレームワークは、オランダの外部評価機関のサステナビリティクス⁶より、ICMA の GBP と適合しているとの評価を取得している⁷。

英国の非営利団体である気候債券イニシアチブ（CBI）は、ポーランドのグリーン国債について、同国与党が石炭立国としての立場の継続を示唆していること等を踏まえて、非常に大きな化石燃料プロジェクトへの投資を増やし続ける一方で、小さなグリーンプロジェクトが強調されることについては留意すべき、との見方を示した⁸。そして、グリーン国債の発行が、同国の政策が低炭素で気候変動に対応し得る経済へ大きく転換する兆候であることを期待するとの意見を示した。

とはいえ、ポーランドが 2016 年 12 月に発行したグリーン国債は、当初発行予定額の 5 億ユーロに対して約 15 億ユーロの投資需要があったため、7.5 億ユーロに増額して発行された⁹。投資家は主に欧州の金融機関及び公的機関で占められている（図表 4 参照）。ち

⁵ The State Treasury of the Republic of Poland, Represented by the Minister of Development and Finance, *Green Bond Framework*, 5 December 2016.

⁶ サステナビリティクスは 2020 年 4 月 21 日、米国の投資信託評価会社大手であるモーニングスターが同社を完全子会社化することに合意したことを発表している。（Morningstar, *Morningstar to Acquire Sustainability and Expand Access to ESG Research, Data, and Analytics for Investors Worldwide*, 21 April 2020）

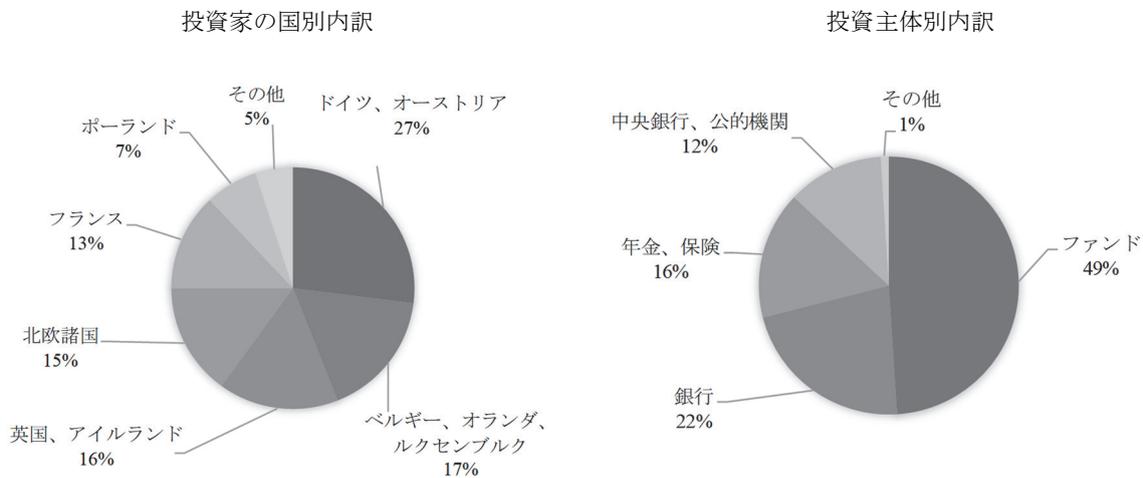
⁷ Sustainability, *State Treasury of the Republic of Poland Represented by the Minister of Development and Finance, Green Bond Framework, Second Party Opinion by Sustainability*, 5 December 2016.

⁸ Climate Bonds Initiative, *Poland Wins Race to Issue First Green Sovereign Bond. A New Era for Polish Climate Policy?*, 15 December 2016.

⁹ Ministry of Finance, Republic of Poland, *Sovereign Green Bonds in Poland*, October 2018, p.8.

なみに、ポーランドは2018年2月、2019年3月にもグリーン国債を発行しており、初回に続き、投資家から発行額を超える需要が寄せられている¹⁰。

図表4 ポーランドが2016年12月に発行したグリーン国債の投資家構成



(出所) Ministry of Finance, Republic of Poland, *Sovereign Green Bonds in Poland*, October 2018, p.8、より
野村資本市場研究所作成

2. フランスのグリーン国債

フランスは2017年1月、同国初となるグリーン国債（グリーンOAT、70億ユーロ、償還年限22年）を発行した。フランスは、グリーン国債の発行に際して、グリーンファイナンスを主導し、低炭素経済への移行に中心的役割を果たす旨を表明すると共に、グリーン債券市場の発展を支援するとの立場を示した¹¹。

フランスは、グリーン国債の発行にあたり、グリーン債券・フレームワークを策定している¹²。同フレームワークにおいて、資金用途となる適格グリーン支出は、建物、輸送、エネルギー（スマートグリッドを含む）、生物資源、適応、汚染管理と環境効率、とされた。一方、プロジェクトの選定については、省庁間のワーキンググループが4つの観点（適応策、緩和策、生態系保全、大気・土・水汚染の軽減）に基づき実施する。そして、調達資金は予算普遍性原則に基づき、同額の適格グリーン支出に充当される¹³。同フレームワークは、欧州の外部評価機関であるヴィジオ・アイリスより、ICMAのGBPに適合しているとの評価を取得している¹⁴。ヴィジオ・アイリスは、フランスのグリーン国債のサ

¹⁰ 「ポーランドが二度目のグリーン債券国債発行。10億ユーロ。3倍強の応募。国内の再生可能エネルギー事業等に充当」『環境金融研究機構』2018年2月6日、「ポーランド 3度目のグリーン債券国債発行。10年物+30年物の長期債、合計20億ユーロ調達。投資家の信頼を反映。資金用途に石炭鉱山廃棄物対策を含む。環境NGOから疑念も」『環境金融研究機構』2019年3月6日。

¹¹ Agence France Trésor, *Green OAT Financing the Transition: Bringing Together the Best of Both Worlds*, January 2017, p.2.

¹² République Française, *Framework for the Green OAT*, 10 January 2017, pp.3-4.

¹³ フランス国債庁「グリーンOAT」。

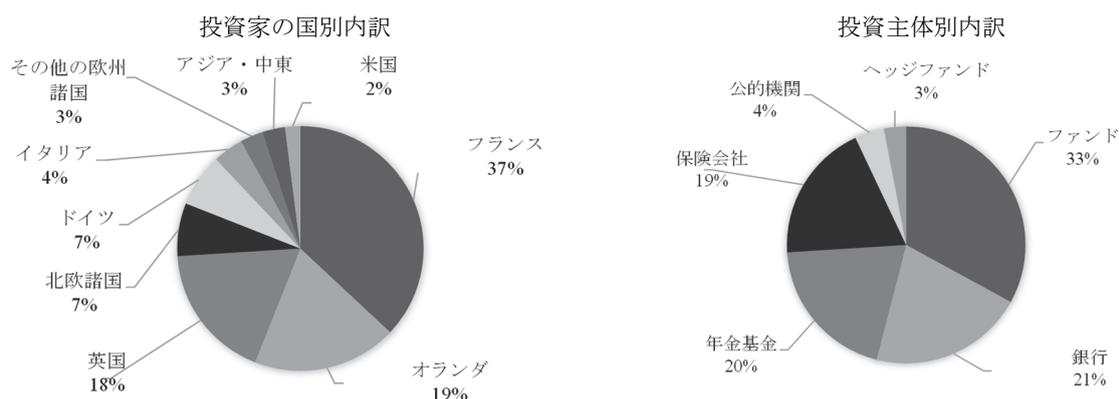
¹⁴ Vigeo Eiris, *Second Party Opinion on the Sustainability of the French Republic's Green OAT*, January 2017.

ステナビリティに関する保証レベルについて、合理的（reasonable）¹⁵との見解を示している。

フランスのグリーン国債の特徴としては、スウェーデンの公的年金基金の AP4 の最高経営責任者（CEO）等の、グリーンボンド関連専門家 6 名で構成されたグリーンボンド評価審議会が設定されている点が挙げられる¹⁶。同審議会では、調達資金の環境インパクトに関するレポートのスケジュール及び評価項目の決定、同レポートへの意見具申等を実施する。この仕組みも踏まえて、グリーン国債の調達資金配分・パフォーマンス報告書がフランス語及び英語で公表されている¹⁷。

フランスが 2017 年 1 月に発行したグリーン国債は、当初発行予定額（25～50 億ユーロ）に対して約 230 億ユーロの投資需要が寄せられたため、70 億ユーロに増額された¹⁸。投資家は、ポーランドのグリーン国債同様、欧州のファンドや銀行が中心となっており、日本からも日本生命や三井住友信託銀行も投資意思を示した投資家リストに含まれている（図表 5 参照）。なお、同国債は、国際的メディアのユーロマネー／グローバル・キャピタル、IFR（International Financial Review）に加え、CBI より、表彰されている¹⁹。

図表 5 フランスが 2016 年 12 月に発行したグリーン国債の投資家構成



（出所） Agence France Trésor, *Green OAT Financing the Transition: Bringing Together the Best of Both Worlds*, December 2017, p.17、より野村資本市場研究所作成

フランスは 2017 年の初回発行以降、毎年グリーン国債を発行しており、世界最大のグリーン国債の発行国となっている。フランスのグリーン国債の発行残高は 2020 年 5 月末に約 253 億ユーロ（約 273 億ドル相当）と、世界のグリーン国債全体の約 4 割を占めている。

¹⁵ ヴィジオ・アイリスでは、保証レベルの評価尺度を、合理的（reasonable）、中程度（moderate）、脆弱（weak）の 3 段階としている。保証レベルの合理的は、既定の方針や目標等に沿った行動をとることについて高い期待が持てるとの内容になっている。

¹⁶ グリーンボンド発行促進プラットフォーム「フランス国債庁：発行概要」。

¹⁷ Agence France Trésor, *OAT Verte: Aperçu du Rapport d'Allocation et de Performance 2017*, June 2018; Agence France Trésor, *Green OAT: Overview of the 2017 Allocation and Performance Report*, June 2018.

¹⁸ 「【フランス】政府、同国初のグリーンボンド国債を 70 億ユーロ発行。発行額世界最大」『Sustainable Japan』2017 年 2 月 6 日。

¹⁹ フランス国債庁「フランスのグリーン OAT がクライメート・ボンド・イニシアティブから表彰されました」2018 年 3 月。

3. インドネシアのグリーン・スーク国債

インドネシアは2018年3月に、世界初となるグリーン・スーク²⁰国債（12.5億ドル、償還年限5年）を発行した。同国は、グリーン国債の発行国としては、世界で5カ国目であるが、アジアでは初となる（図表2参照）。

インドネシアは、グリーン・スーク国債の発行にあたり、グリーンボンド及びグリーンスーク・フレームワークを策定している²¹。同フレームワークにおいて、資金使途となる適格グリーンプロジェクトは、再生可能エネルギー、エネルギー効率化、気候変動対応及び災害リスク軽減、持続可能な輸送、廃棄物からのエネルギー回収及び廃棄物管理、天然資源の持続可能な管理、グリーン・ツーリズム、グリーンビルディング、持続可能な農業、とされている。また、同フレームワークは、ノルウェーの外部評価機関のオスロ国際気候環境研究センター（CICERO）より、ICMAのGBP、ASEAN資本市場フォーラム（ACMF）のグリーンボンド基準（GBS）及びインドネシア金融庁（OJK）のグリーンボンド関連規制に適合しているとの評価を取得している²²。

CICEROは、インドネシアのグリーン・スーク国債の全体評価を「ミディアムグリーン」としている²³。ただし、いくつかの適格プロジェクトに関して懸念を示しており、例えばグリーンビルディングについては認証制度が必ずしもエネルギーの効率化につながっていない場合があるため、「ライトグリーン」としたほか、天然資源の持続可能な管理については森林破壊につながるプロジェクトが含まれる可能性があるため、「ライト～ダークグリーン」と評価している。

とはいえ、インドネシアのグリーン・スーク国債は、欧米等の投資家から幅広い需要を集め、当初発行予定額（5～10億ドル）から増額し、総額12.5億ドルとなったほか、マーケティング開始時よりも0.3%程度低い表面利率（3.75%）での発行となった²⁴。なお、同国のグリーン・スーク国債は、シンガポール証券取引所とナスダック・ドバイ取引所に上場されている。

²⁰ スークとは、イスラム教の教義である「シャリーア（イスラム法）に則して発行される債券。イスラム金融では、利子の受払いが禁止されており、その代わりに取引や原資産から発生する利益配分（配当）や手数料が投資家に支払われる。世界ではイスラム教国を中心に、ソブリン・スークが発行されている。（ラクマンベディグンタ「スーク（イスラム債券）の種類と日系企業による発行事例」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）、1-19頁、ラクマンベディグンタ「拡大するソブリン・スーク（イスラム国債）—英国と香港の発行事例—」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）、1-9頁）。

²¹ The Republic of Indonesia, *Green Bond and Green Sukuk Framework*.

²² Center for International Climate Research (CICERO), 'Second Opinion' on the Republic of Indonesia's Green Bond and Green Sukuk Framework, 23 January 2018.

²³ CICEROの場合、Shade（色合い）を用いて評価レベルを表現する。グリーンボンドの評価を、どの程度気候変動リスクに抵抗力がある低炭素プロジェクトであるかといった尺度で、ダークグリーン、ミディアムグリーン、ライトグリーンの3段階に色分けし、グリーンボンドとみなされない場合はブラウンと評価される。ミディアムグリーンは、長期的視点での取り組みを行っている途上にあるプロジェクトに対して付与される。（Center for International Climate Research (CICERO), *CICERO Shades of Green*, 30 April 2015）

²⁴ "Indonesia Issues \$1.25B First Green Sukuk Bond," *Insider Stories*, 23 February 2018; "Indonesia Issues World's First Green Sukuk Bond", *Financial Times*, 23 February 2018; 「インドネシア政府 初のグリーン（ボンド）スーク国債発行。厳格な基準を評価する欧米投資家の応募殺到で、発行額は大幅増の12億5000万ドル。発行コストも低下」『環境金融研究機構』2018年2月25日。

4. 韓国のグリーン及びサステナビリティ国債

韓国は2019年6月、グリーン及びサステナビリティ国債（5億ドル、償還年限5年）を発行した。追補目論見書において、同国債は、（1）グリーンプロジェクトのみに充当、（2）グリーンプロジェクト及びソーシャルプロジェクトの組み合わせに充当、といった2つのパターンがあるため、グリーン国債とサステナビリティ国債の両方の特徴を有すると説明されている²⁵。

韓国政府は、サステナビリティ国債の発行にあたり、グリーンボンド及びサステナビリティボンド・フレームワークを策定した²⁶。同フレームワークは、サステナビリティクスより、ICMAのGBP、SBP及びサステナビリティボンド・ガイドライン（SBG）に適合しているとの評価を取得している²⁷。

同フレームワークに基づくと、資金使途となる適格グリーンプロジェクトには、グリーンビルディング、廃棄物管理及び廃棄物発電、水資源及び廃水管理、再生可能エネルギー、クリーン輸送、エネルギー効率化、がある。一方、適格ソーシャルプロジェクトには、ヘルスケア、教育、手頃な価格の基本的インフラ設備、ベンチャー投資、がある。

グリーン及びサステナビリティ国債の調達資金は、韓国の政府系ファンドである韓国投資公社（KIC）に委託され、KICが管理する。KICは、当該資金を活用して、グリーン及びソーシャルプロジェクトへの投資を行う。ちなみに、KICは2020年3月末現在、5件のグリーンプロジェクト（グリーンビルディングが3件、再生可能エネルギーが1件、廃棄物管理が1件）に合計約3.6億ドルの投資を行っている²⁸。

韓国が2019年6月に発行したグリーン及びサステナビリティ国債をめぐっては、応募額は発行額の約3.6倍となる約18億ドルに達した²⁹。投資家層は、アジアが全体の半分強となったほか、投資主体別では中央銀行、ファンド等が中心となっている（図表6参照）。同国債は旺盛な投資需要にも下支えされ、良好な発行条件となったが、韓国企画財政部は、同国の革新性と包括的成長への取り組みに対して、世界の投資家からの信頼が示された、との見解を示した³⁰。

²⁵ The Republic of Korea, *Prospectus Supplement*, 15 May 2019.

²⁶ The Republic of Korea, *Green and Sustainability Bond Framework*, June 2019.

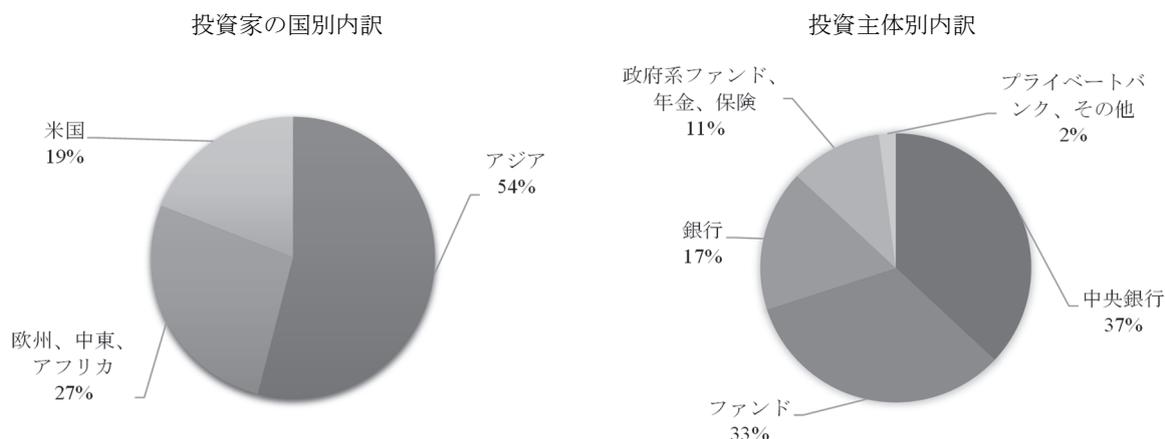
²⁷ Sustainalytics, *Second-Party Opinion, Green and Sustainability Bond Framework of the Republic of Korea*, 4 June 2019.

²⁸ Korea Investment Corporation, *2020 KIC Sustainable Investment Report*, 17 June 2020.

²⁹ “Sovereign Deal Boost Korean Green Bonds,” *Global Capital Asia*, 13 June 2019.

³⁰ Ministry of Economy and Finance, *Korea Issues US \$1.5 Billion Foreign Exchange Stabilization Fund Bonds*, 13 June 2019.

図表 6 韓国が 2019 年 6 月に発行したグリーン及びサステナビリティ国債の投資家構成



(出所) “Sovereign Deal Boost Korean Green Bonds,” *Global Capital Asia*, 13 June 2019、より野村資本市場研究所作成

5. エクアドルのソーシャル国債

エクアドルは 2020 年 1 月 30 日、世界初となるソーシャル国債（4 億ドル、償還年限 15 年）を発行した³¹。同債券は、国際機関である米州開発銀行（IDB）が部分保証（3 億ドル分）している。

同国では、国民の貯蓄能力が限定されていることや、大部分の国民に提供可能な手頃な住宅ローンが同国の金融システム上存在しないことにより、住宅不足に悩まされている³²。今般のソーシャル国債は、同国の住宅供給政策である「Casa para Todos」に基づき、低中所得者層向けとして 2 万 4,000 世帯に住宅を提供すべく、民間金融機関を通じて優遇金利で提供するために、発行された。

エクアドルのソーシャル国債については、ヴィジオ・アイリスが、セカンド・パーティ・オピニオンで ICMA の SBP に適合していると評価している³³。ヴィジオ・アイリスは、エクアドルが同債券を通じてサステナビリティにコミットメント及び貢献できる可能性に関する保証レベルを、合理的（reasonable）との見解を示している。

なお、同債券は発行後、2 つのトランシェ（Class A と Class B）にリパッケージされた³⁴。Class A（発行額 2.309 億ドル）は、IDB の部分保証の要素を取り込み、表面利率が 2.6% となっている。Class B（発行額 3.268 億ドル）は、ゼロクーポン債（割引債）の形となっており、発行価格は額面 100 ドルに対して 65.191 ドルだった。

エクアドルのソーシャル国債をめぐっては、同国にとって、IDB からの部分保証による

³¹ Inter-American Development Bank, *Ecuador Issues World's First Sovereign Social Bond, with the Support of an IDB Guarantee*, 16 January 2020.

³² Republic of Ecuador, *Social Bond Framework for Affordable and Decent Housing*, September 2019.

³³ Vigeo Eiris, *Second Party Opinion on the Sustainability of the Social Bond of the Republic of Ecuador*, 18 October 2019.

³⁴ “Ecuador Markets First Sovereign Social Bond from LatAM,” *Nasdaq*, 16 January 2020; “Social Bond of the Year, Sovereign, and Award for Innovation - Bond Structure (Social): Republic of Ecuador,” *Environmental Finance*, 30 March 2020.

資金調達コストを低減することが可能となった上、同国経済に大きな影響力を有する住宅部門に資金が流れることを通じて、景気の活性化につながる等のメリットを享受することになった³⁵。とはいえ、エクアドルをめぐっては、原油価格の急落や新型コロナウイルスの感染拡大を受け、2020年4月に入って国債の利払いを2020年8月半ばまで停止することが表明され、大手格付会社が格付けを債務不履行（デフォルト）の水準にまで引き下げている³⁶。そのため、同債券の気配値は大幅に下落している³⁷。

6. グアテマラの新型コロナウイルス感染症対策を目的としたソーシャル国債

グアテマラは2020年4月24日、総額12兆ドルの国債をデュアル・トランシェで発行した³⁸。デュアル・トランシェは、(1) リオープン方式³⁹による7億ドルの通常国債（「一般目的トランシェ」表面利率6.125%、償還年限30年）、(2) 5億ドルのソーシャル国債（「ソーシャルボンド・トランシェ」表面利率5.375%、償還年限12年）、で構成されている。

ソーシャル国債で調達した資金は、新型コロナウイルス感染症の防止、封じ込め及び状況緩和等の同国の社会的課題にポジティブな成果をもたらすものに関連する適格ソーシャルプロジェクトに対する融資又は借り換えに充当される。

グアテマラのソーシャル国債は、世界で初めてソーシャルプロジェクトに新型コロナウイルス感染症対策を掲げたものとみられる。そして、グアテマラの場合、ソーシャル国債としてはエクアドルに次ぐ発行だったが、国際機関の保証がないソーシャル国債としては世界初となる。なお、同国のソーシャル国債は、ICMAのSBPに沿って発行されているが⁴⁰、外部評価は取得していないようだ。

³⁵ Inter-American Development Bank, *Ecuador Issues World's First Sovereign Social Bond, with the Support of an IDB Guarantee*, 16 January 2020.

³⁶ “Ecuador Bondholders Agree to Delay Interest Payments through August,” *Reuters*, 17 April 2020; S&P Global, *S&P Global Ratings Downgrades Ecuador to Selective Default*, 14 April 2020; Fitch Ratings, *Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'*, 20 April 2020.

³⁷ ブルームバーグによると、エクアドルのソーシャル国債（4億ドル、償還年限15年、表面利率7.25%、ISIN: XS2107382157、リパッケージ前）の気配値は2020年5月末現在、額面100ドルに対して17.786ドルとなっている。

³⁸ Clifford Chance, *Clifford Chance Advises on Landmark US \$1.2Billion Sovereign Bond Issuance by the Republic of Guatemala*, 28 April 2020.

³⁹ リオープン方式は、新発債に、既発債と同じ利率、元利払期日を設定し、同一の回数を付すことで、発行時から新発債を既発債と同一銘柄として取り扱うものであり、同一銘柄の債券の発行量の増加を通じて市場の流動性を高めることが可能となる。リオープン方式は、(1) 同一の債券として追加発行されるため、既発債の発行規模や流通量が追加発行直後に増加することで、カレント銘柄の市場流動性が高まり、ベンチマーク銘柄として機能しやすくなる、(2) 大型ロットの発行によりベンチマーク銘柄を作る場合に比べて、リオープンによるベンチマーク銘柄育成は、発行コストの抑制に繋がることもある、といったメリットがある。（副島豊・花尻哲郎・嶋谷毅「国債流通市場と発行市場のリンケージ強化—主要5ヶ国の政治比較と実証分析—」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2001-J-2、日本銀行金融市場局、2001年7月27日、9頁）

⁴⁰ Clifford Chance, *Clifford Chance Advises on Landmark US \$1.2Billion Sovereign Bond Issuance by the Republic of Guatemala*, 28 April 2020.

グアテマラをめぐっては2020年4月3日、強力な財政出動を阻む政治的閉塞が続く中、
 税收违法により財政の柔軟性が失われつつあることや、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）により世界経済の成長見通しが下方修正されたことを受け、
 フィッチが同国の格付けを「BB/ネガティブ（弱含み）」から「BB-/安定的」に引き
 下げている⁴¹。しかしながら、同国のデュアル・トランシェは、欧州、米国、アジア、中
 南米の投資家から 80 億ドル超の需要を集め、金融市場に順調に消化されたと報じられて
 いる⁴²。

IV 今後の注目点

これまで発行されたソブリン SDGs 債は、金融市場における ESG 投資への需要の高まり
 もあり、順調に消化されているようである。とはいえ、新型コロナウイルス感染症問題に
 より、世界の金融市場の先行きを見通すことが従来よりも困難になっている。そのような
 中、各国政府にとってソブリン SDGs 債が今後も有効な資金調達手段となり得るためには、
 (1) 財政規律の維持、(2) SDGs 債の原則・ガイドラインに基づいた発行の検討、(3)
 投資家向け広報 (IR) の充実、がポイントになろう。

1 点目について、各国政府においては新型コロナウイルス感染症対応のための財政負担
 が重くなってきている。そのような中、S&P グローバルは 2020 年 3 月初旬以降、格付け
 対象国の 3 分の 2 以上となる 90 カ国の格付けを見直し、そのうち半分近くについて格下
 げ若しくはアウトルックを引き下げた上、2020 年 5 月 11 日には各国のソブリン格付けを
 一段と引き下げる可能性があるとの見方を示している⁴³。仮に、各国政府の信用力が悪化
 した場合、資金調達コストの上昇や財政プロファイルの硬直化にもつながりかねない。さら
 に、国の格付けが引き下げられた場合、その国の企業や金融機関等の格付けにも何らか
 の影響が及ぶこともあり得る。その意味では、財政規律を従来以上に意識し、ソブリン
 SDGs 債の利用はあくまでも財源確保の一手段と位置付けた上で、他の歳入確保策や歳出
 削減への取り組みをしっかりと進めることが重要となる。

2 点目について、前述のとおり、これまで発行されているコロナ債の多くは、金融市場
 に浸透している ICMA の SBP 等に沿った形で発行されておらず、例えば SBP で定める 4
 原則（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の使途、レポー
 ティング）等が満たされている状態ではないとみられる。そのため、投資家によっては、
 ESG 投資の対象とすることができない場合もある。その意味では、新型コロナウイルス感
 染症対策も含めて資金調達を行う場合、投資家層を確保・拡大し、安定調達を目指す一環
 として、SBP 等に沿った SDGs 債の発行を検討することは意義があると言える。ちなみに、
 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

⁴¹ Fitch Ratings, *Fitch Downgrades Guatemala to 'BB-'; Outlook Stable*, 3 April 2020.

⁴² “Guatemala Stuff Order Book in Bond Return,” *Latin Finance*, 22 April 2020.

⁴³ S&P Global, *An Overview Of Sovereign Rating Actions Related To COVID-19*, 11 May 2020.

質疑応答集を公表し、新型コロナウイルス感染症対策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⁴⁴。また、ICMAは2020年6月9日、新型コロナウイルス感染症問題等も踏まえたSBPの改訂版を公表している⁴⁵（図表7参照）。

図表7 ソーシャルボンド原則の概要

ソーシャルボンド原則が定める4項目及び外部評価	
調達資金の使途	調達資金の使途は、明確な社会的ベネフィットをもたらすソーシャルプロジェクトでなければならず、証券に係る法的書類に適切に記載されるべき
プロジェクトの評価と選定のプロセス	発行体は、 ・ 社会的な目標 ・ 発行体が、対象となるプロジェクトが適格なソーシャルプロジェクトの事業区分に含まれると判断するプロセス ・ 関連する適格性についてのクライテリア を投資家に明確に伝えるべき
調達資金の管理	ソーシャルボンドによって調達される資金に係る手取金の全部、あるいは手取金と同等の金額は、サブ・アカウントで管理されるか、サブ・ポートフォリオに組み入れられるか、またはその他の適切な方法により追跡されるべき。手取金の全部は、ソーシャルプロジェクトに係る発行体の投融資業務に関連する正式内部プロセスの中で、発行体によって証明されるべき
レポートニング	発行体は、資金使途に関する最新の情報を容易に入手可能なかたちで開示し、それを続けるべきであり、また、その情報はすべての調達資金が充当されるまで年に1度は更新し、かつ重要な事象が生じた場合は随時開示し続けるべき
外部評価	発行体は、ソーシャルボンドの発行またはソーシャルボンド発行プログラムに関連して、発行する債券が4つの要素に適合していることを確認するために、外部評価を付与する機関を任命することを奨励 外部評価の類型：セカンド・パーティ・オピニオン、検証、認証、ソーシャルボンドスコアリング/格付
ソーシャルプロジェクトの事業区分（例）	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 手頃な価格の基本的インフラ整備（清潔な飲料水、下水道、衛生設備、輸送機器、エネルギーなど） ・ 必要不可欠なサービスへのアクセス（健康、教育、職業訓練、金融サービスなど） ・ 手頃な価格の住宅 ・ 中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果の活用を含めた雇用創出、社会経済的危機に伴う失業の予防・軽減に関するプログラム ・ 食糧の安全保障及び持続可能な食糧システム（必要栄養量を足す安全で栄養のある十分な食糧への物理的、社会的、経済的アクセス、弾力的な農業慣行、食品ロス・廃棄物の削減、小規模生産者の生産性向上など） ・ 社会経済的向上とエンパワーメント（資産、サービス、資源、機会に対する公平なアクセスとコントロール、所得格差の是正を含む公平な市場・社会への参加・統合など） 	
ソーシャルプロジェクトが対象とする人々（例）	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 貧困ライン以下で暮らしている人々 ・ 排除され、あるいは社会から取り残されている人々、あるいはコミュニティ ・ 障がい者 ・ 移民や難民 ・ 十分な教育を受けていない人々 ・ 必要不可欠な商品やサービスへの質の高いアクセスがないため、十分なサービスを受けられない人々 ・ 失業者 ・ 女性、性的及びジェンダーマイノリティ ・ 高齢者と弱い立場の若者 ・ 自然災害の罹災者を含む弱者グループ 	

（出所）International Capital Market Association, *Social Bond Principles*, June 2020、より野村資本市場研究所作成

3点目について、新型コロナウイルス感染症問題による経済状況や金融政策の行方によっては、金利水準の変化を通じて、国債の需要環境や投資家構成にも影響が及ぶ可能性は否めない。投資家層が将来的に変化する可能性も踏まえると、ソブリンSDGs債も含めた国債に関するIRを充実化し、投資家との対話も通じて、幅広い投資家が求める情報を適切に提供することが求められる。例えば、本稿で取り上げたフランスのグリーン国債の

⁴⁴ International Capital Market Association, *Q&A for Social Bonds Related to Covid-19*, 31 March 2020.

⁴⁵ International Capital Market Association, *Social Bond Principles*, June 2020.

場合、フランス国債庁（AFT）が調達資金配分・パフォーマンス報告書を始めた各種情報を、フランス語に加え、一部に関しては英語や日本語でも開示しており、ソブリン SDGs 債の発行を今後検討する国にとっても参考になる可能性がある。

新型コロナウイルス感染症問題の収束が未だ見通せない状況下、各国政府の財政運営の舵取りは難しくなりつつある。そのような中、政府が SDGs の達成に向けてコミットしているスタンスを改めて示すことを通じて、より多くの投資家に共感を得られる可能性のあるソブリン SDGs 債を適切に活用することが、財政の持続可能性の一助になり得ると考えられる。