

サステナブル・ファイナンス・ハブを目指すルクセンブルク

林 宏美

■ 要 約 ■

1. ルクセンブルクは、サステナブル・ファイナンスにおける競争力強化を梃に、国際金融センターとしての地位向上を目指している。
2. サステナブル・ファイナンスにおけるルクセンブルクの特徴は、2020年7月に発出されたルクセンブルク国際金融センターとしての2025年に向けたコミットメントをはじめとした官民連携の取組みと言える。官民連携の活用は、低炭素社会への円滑な移行に当たって多額の資金が必要とされる中で、いかに民間資金を効率的にサステナブル・ファイナンスに向かわせるかという課題を解決するに当たって、有効な方策と考えられる。
3. 同国がサステナブルな金融商品ラインナップの拡充を通じて個人投資家の資金もサステナブル・ファイナンスにシフトさせることを目指していることや、フィンテックを活用したサステナブル・ファイナンスの推進も注目される。
4. ルクセンブルクは、EUの銀行である欧州投資銀行（EIB）が発行するサステナブルな債券の上場先としてのプレゼンスも活かしながら、サステナブル・ファイナンスに特化したルクセンブルク・グリーン取引所（LGX）の活用、サステナブル・ファイナンスに関する各種認証ラベルの導入、官民連携ファンドの活用、世界初となる再生可能エネルギー・カバードボンド法制の整備など、ルクセンブルク独自の様々な取組みを行っている。
5. ルクセンブルクによるサステナブル・ファイナンスの取組みは、他国の国際金融センターにとっても参考になり得る内容であり、今後の展開が注目されよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・林宏美「サステナブル・ファイナンスに特化したルクセンブルク・グリーン取引所」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年夏号。
- ・淵田康之「経済における金融セクターのシェアを巡る論点」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号。

I はじめに

ルクセンブルク大公国の首都ルクセンブルク市¹は、欧州投資銀行（European Investment Bank、以下 EIB）や欧州投資基金（European Investment Fund）、欧州裁判所（European Court of Justice）、欧州会計監査院（European Court of Auditors）をはじめとした欧州連合（EU）の重要な各種機関の本部が設置されている EU の中核的な都市である。英国の EU 離脱に伴い、従来ロンドン拠点が担っていた業務をルクセンブルク市に移転させた金融機関数が 70 を超えるなど²、ルクセンブルク市は、EU の金融ハブさらには国際金融センターとしてのプレゼンス向上をめぐり、フランクフルトやパリ、ダブリン等の他の EU 都市との間で熾烈な競争を繰り広げている。

こうしたなかで、ルクセンブルク市の際立った特徴として指摘できるのは、サステナブル・ファイナンス関連分野における競争力強化を梃にして、国際金融センターとしての地位向上を目指している点である³。

英国の調査機関 Z/Yen が 2020 年 3 月 20 日に公表した、国際金融センターとしての競争力を総合的な観点で評価する「国際金融センター指数⁴（Global Financial Center Index、以下 GFCI）第 27 回」ランキングでは、ルクセンブルクは第 18 位であり、ロンドン（第 2 位）やニューヨーク（第 1 位）、東京（第 3 位）と大きく水をあけられた（図表 1）。一方で、同日に公表されたグリーンファイナンスに関する指標（Global Green Finance Index）第 5 回のランキングをみると、規模を測る深度（Depth）指数、質（Quality）指数の両指

図表 1 国際金融センター指数（GFCI）第 27 回ランキング

順位	都市名	グリーンファイナンス		順位	都市名	グリーンファイナンス	
		深度	質			深度	質
1	ニューヨーク	44位	28位	11	深圳	23位	35位
2	ロンドン	6位	1位	12	ドバイ	51位	55位
3	東京	33位	23位	13	フランクフルト	21位	20位
4	上海	21位	34位	14	チューリッヒ	4位	3位
5	シンガポール	27位	21位	15	パリ	7位	7位
6	香港	36位	38位	16	シカゴ	47位	41位
7	北京	20位	25位	17	エンジバラ	28位	16位
8	サンフランシスコ	16位	13位	18	ルクセンブルク	2位	6位
9	ジュネーブ	10位	9位	19	広州	24位	26位
10	ロサンゼルス	28位	30位	20	シドニー	14位	15位

（出所）Z/Yen, “The Global Financial Centres Index 27”, “The Global Green Finance Index 5”, 30 March, 2020 より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿では、首都を指す場合にはルクセンブルク市、国家を指す場合にはルクセンブルクと記載している。

² <https://www.luxembourgforfinance.com/news/luxembourg-financial-industry-saw-significant-growth-in-2019/>を参照。

³ 林宏美「サステナブル・ファイナンス・ハブを目指すルクセンブルクの取り組み」一般財団法人外国為替貿易研究会『国際金融』2019年8月号を参照。

⁴ GFCI のランキングは、世界銀行や経済協力開発機構（OECD）、国連をはじめとしたサードパーティが公表している各種統計（GFCI 第 27 回の場合は 138 ファクター）と、GFCI オンライン調査への回答者の評価という 2 点を基にはじき出している。なお、サードパーティの各種統計は、①事業環境、②人的資本、③インフラストラクチャー、④金融セクターの発展度合い、⑤評判の 5 つに分類されている。

数においてそれぞれ 2 位、6 位に位置付けられたルクセンブルクは、GFCI の第 27 回ランキングの上位 20 都市の中で、ロンドン（深度指数：6 位、質指数：1 位）やチューリッヒ（深度指数：4 位、質指数：3 位）、パリ（深度指数：7 位、質指数：7 位）と並んで、世界のグリーンファイナンスを牽引している状況がうかがわれる。

本稿では、ルクセンブルクにおけるサステナブル・ファイナンスの強化を目指す官民連携のイニシアティブや具体的な取組みに触れたうえで、今後の注目点を探る。

Ⅱ ルクセンブルクにおける官民のイニシアティブ

ルクセンブルクがサステナブル・ファイナンスを着実に強化している主因として、官民が連携して、国際金融センターかつサステナブル・ファイナンスのハブとしてのプレゼンス向上を目指していることが挙げられる。以下では、（1）2020 年 7 月に発出された国際金融センターとしての 2025 年までのコミットメント、（2）サステナブル・ファイナンスに対する国家としての基本方針が示されたルクセンブルク・サステナブル・ファイナンス・ロードマップ、を概観する。

1. 国際金融センターとしての 2025 年までのコミットメント

ルクセンブルク政府とルクセンブルク金融業界連盟⁵（Luxembourg Financial Industry Federation、以下 PROFIL）との官民パートナーシップであるルクセンブルク・フォー・ファイナンス（Luxembourg for Finance、以下 LFF）は 2020 年 7 月 6 日、2025 年に向けて、ルクセンブルクが EU の金融ハブ、ひいては国際金融センターとしての機能をさらに拡充し、そのプレゼンス向上を目指す「2025 年に向けた野望—持続可能な将来のファイナンス（Ambitions 2025: Financing a Sustainable Future）」と題したコミットメントを公表した。

LFF は、2020 年 1 月に公表していた同コミットメントを、新型コロナウイルス感染症（Covid-19）の世界的大流行（パンデミック）を踏まえて更新した。もっとも、LFF は、Covid-19 に伴う危機の影響を考慮した場合であっても、サステナブル・ファイナンスやデジタル化をはじめとした金融セクターにおける優先度や課題の多くは変更する必要がない、とする見方を示しており、内容の大きな変更は行われていない。そして、同コミットメントでは、ルクセンブルク政府が、国際金融センターとしての機能を強化させるためにも、デジタル化やサステナブル・ファイナンス、オルタナティブ投資を重点課題として推し進めていく方針が改めて示された。

2025 年に向けたコミットメントは、①クロスボーダー・センター、EU 金融ハブとしてのさらなる機能拡充、②他の EU 都市を補完する機能、③サステナビリティ分野における

⁵ ルクセンブルク金融業界連盟（PROFIL）の主な構成メンバーは以下の通りである。ルクセンブルク銀行協会（ABBL）、ルクセンブルク・ファンド業界協会（ALFI）、ルクセンブルク保険および再保険会社協会（ACA）、ルクセンブルク・プライベート・エクイティおよびベンチャー・キャピタル協会（LPEA）、ルクセンブルク商工会議所、ルクセンブルク証券取引所（LuxSE）、クリアストリーム・インターナショナルなど。

リーダーシップ、④イノベーションの推進、⑤責任あるガバナンス、⑥人材の育成という6点で構成されている（図表2）。

このうちの3番目のサステナビリティ分野におけるリーダーシップの項目では、とりわけ個人投資家向け商品を中心に、サステナブル・ファイナンス商品が金融サービス市場全体に占めるシェアの拡大を目指す点、サステナブル・ファイナンスに関する投資家教育を行う点、アカデミックな研究、金融サービス業の専門家向けの職務訓練に重点を置く点などが謳われている。

図表2 ルクセンブルクにおける2025年に向けたコミットメント

① 欧州の中心としての位置づけ:クロスボーダー・センターとしての役割、EU金融ハブとしてのさらなる拡充	- 国内およびEU域内における雇用創出および持続可能な成長実現に貢献する。 - EUの資本市場同盟(Capital Markets Union、CMU)の目的に沿うため、金融の安定性や頑健性、新商品および新サービスをもたらすイノベーションを促進するEUの規制枠組みの構築をするうえで重要な役割を果たす。 - ルクセンブルクで設立された金融機関の業務展開地域を拡充する。 - デジタル化或いは新たに登場する金融商品およびサービスに対する汎欧州の新規制を挺にする。 - 汎欧州年金基金商品の重要な拠点として認識される。
② 他のEU都市を補完する機能	- 関連する金融機関およびサービス提供者を加えたエコシステムの統合をする。 - クロスボーダー販売の市場シェアに加えて、金融商品が販売される国の数という観点で見た国際的な展開を拡充する。 - ファミリーオフィス数の増加、預かり資産額の増加、顧客基盤の地域的拡大をすることで、ウェルスマネジメント・ハブとしての役割を強化する。 - オルタナティブ投資のEUハブとしての役割を強化する。 - 規制面、リスク管理、コンプライアンス・センターとしての役割を強化する。 - 追加的にフロントオフィス機能をルクセンブルクに持ち込むことでバリューチェーンの強化を継続する。
③ サステナビリティ分野におけるリーダーシップ	- 全体の金融サービス市場におけるサステナブル投資のシェアを高める。 - EUタクソノミーを基にサステナブル金融商品の新たな枠組みを構築し、こうした商品購入のインセンティブ付けをする。なお、リテール顧客向け商品を含む。 - ルクセンブルクを、インパクト投資およびブレンド・ファイナンスのハブとして発展させる。 - サステナブル・ファイナンスの専門教育プログラムを構築する。 - 金融テクノロジーをサステナブル・ファイナンスと連携させる。 - 他の金融センターがサステナビリティ枠組み等の構築をする際、支援を行う。
④ イノベーションの推進	- EUの決済サービス指令(PSD2)後のオープン・バンキング業界におけるEUのセンターとして認識される。 - 革新的な新金融セクターにおけるEUの法的枠組みの構築を促す。 - 革新的な解決方法の源となるチャネル、金融センターとしてのルクセンブルクを強化する集団プロジェクトの支援をするチャネルの数を複数設ける。 - 幅広い資金調達オプションが付与されたフィンテックを提供する。 - インシュアテックの解決方法により焦点を当てた保険市場の成長を伴う。 - 金融機関および伝統的な金融業界の外部からの新たな市場参入者に対して、データに基づく金融サービスを促す環境を作る。
⑤ 責任あるガバナンス	- 国際基準の順守を徹底する。 - トリプルA格付けを取得した健全かつ安定的な法環境、政治環境を維持する。 - EU法の施行一番となり、先発者利益を得る流れを構築する。 - 可能な限りランキングの上位を目指す。 - ルクセンブルク法が広く受け入れられる法律となるよう働きかける。 - グローバルな投資家に対して、可能な限り高い保護基準を提供する。
⑥ 人材の育成	- 政府、大学、業界が一丸となって人材育成を強化する。 - 高い技能を有する労働者や成績上位の学生におけるルクセンブルクの評判をさらに向上させる。 - 海外からの駐在員に対する法的・財務的枠組みを適合させ、ルクセンブルクの魅力を高める。 - ルクセンブルクで利用可能なグローバル教育の提供を拡充する。

(出所) Luxembourg For Finance, “Ambitions 2025:Financing a Sustainable Future”, 06 July, 2020 より
野村資本市場研究所作成

また、4 番目のイノベーションの推進と関連して、サステナブル・ファイナンスと金融テクノロジーを連携させる点も明示されている。ルクセンブルクにおける官民連携のフィンテック・プラットフォームであるルクセンブルク・ハウス・オブ・ファイナンシャル・テクノロジーズ（Luxembourg House of Financial Technologies、以下 LHoFT）には、金融機関やフィンテック・イノベーター、研究者、官庁などの関係者が集まり、解決方法を探ることになる。フィンテックのスタートアップ企業からは、資金決済分野、新興国における中小規模農家向けのマイクロファイナンス（マイクロ貸付）や保険包摂などの金融包摂分野においてビジネスを拡充するところも複数出てきている。LHoFT は、企業が金融包摂に関する業務を推し進められるよう支援するブートキャンプも開催している。LHoFT は、2020 年 3 月に「CATAPULT : Inclusion Africa」というイベントを開催し⁶、金融包摂に焦点を当てているアフリカのスタートアップ企業を支援するなど、金融包摂を LHoFT の重点分野の一つとして位置付けている。

2. ルクセンブルク・サステナブル・ファイナンス・ロードマップ

ルクセンブルク政府は、2012 年頃からサステナブル・ファイナンス・ハブを目指す方針について官民を交えた議論を行っており、既に様々な策を実施に移している。今日のルクセンブルクのサステナブル・ファイナンスにおいて中核をなす方針は、同国財務省（Ministry of Finance）および環境省（Ministry of Sustainable Development and Infrastructure）の諮問により、2018 年 11 月に国連環境プログラム・ファイナンス・イニシアティブ（UNEP Finance Initiative）が策定した「ルクセンブルク・サステナブル・ファイナンス・ロードマップ（Luxembourg Sustainable Finance Roadmap）」に示されている（図表 3）。本ロードマップは「ルクセンブルク 2030 年—持続可能な成長に関する国家計画（Luxembourg 2030-National Plan on Sustainable Development）」に寄与するイニシアティブとして位置付けられており、策定にあたり設立された運営委員会（Steering Committee）のメンバーには、UNEP FI や財務省、環境省の各代表に加えて、LFF の代表も含まれていた。

同ロードマップでは、ルクセンブルクが従来から構築してきた国際金融センターとしての機能を礎に、サステナブル・ファイナンス分野でのリーダーシップを梃に国際金融センターとしての優位性を一段と向上させようとする意図が浮き彫りになっている。

同ロードマップにおける勧告は、低炭素社会への秩序だった移行に必要な膨大な資金を確保するべく、民間資金を効率的にサステナブル・ファイナンスに向かわせるために有効な方法はどのようなものか、という問題意識が中核に据えられている。「ルクセンブルク独自の、明確なサステナブル・ファイナンス戦略の構築」という全体の目標からはじまり、「教育および専門家養成におけるサステナビリティの統合および認知度向上」、「専門性の向上とベスト・プラクティス」、「インセンティブおよび税制システムの分析ならびに再設計」など、幅広い観点をカバーする目標が掲げられている。

⁶ <http://catapult.lu/>

図表3 ルクセンブルク・サステナブル・ファイナンス・ロードマップにおける提言

目標	具体的な項目
ルクセンブルク独自の、明確なサステナブル・ファイナンス戦略の構築	・ルクセンブルク特有の特徴および付加価値を反映した、透明性が高く一貫性のあるサステナブル・ファイナンス戦略を正式なものとする。 ・透明性の高いコミュニケーションに加えて、関与するあらゆるステークホルダーによる支持を得ること。
調整機関の設立	・調整機関として、官民のパートナーシップ形態を取るサステナブル・ファイナンス・イニシアティブ(SFI)を設立。セクター別や特定テーマ別のタスクフォースを設定。この際、役割や責務を明確化する。
金融セクターの専門性を挺にする	・既存ツールとサステナブル・ファイナンス向けに作成したツールを合わせることで、サステナブル投資信託やその他の金融商品向けのツールキットを開発する。 ・サステナブルUCITSや上場グリーン・ボンドおよび上場サステナブル・ボンド、貯蓄預金、保険商品といった流動性のある商品の提供を増やす。 ・持続可能な開発のためのファイナンスを動かし、投資する側と投資を受ける側をより良く結びつけるべく、官民の混合ファイナンス(blended finance)に関する枠組みや専門性を、ルクセンブルクがどのように活かすかを分析する。
教育および専門家養成におけるサステナビリティの統合および認知度の向上	・サステナブル・ファイナンス・イニシアティブや商品に関する認知度向上や紹介をするためのサステナブル・ファイナンスに関する定期的なイベントや会議などを企画する。 ・ナショナル・ブランドへのサステナビリティの統合。全体のエコシステムを通じてサステナビリティを促進することが目的。持続可能な開発とは、社会の結束や経済機会、他とは区別できる特有のファクターの創造者である、という考え方。 ・金融リテラシーおよびサステナブル・ファイナンスの学校カリキュラムや高等教育への統合。 ・サステナブル・ファイナンスをすべての金融セクターの研修に組み込む。 ・取締役会メンバーのESG適合評価基準を検討。
イノベーションの促進	・インキュベーター、学校、研究センターとの間での密な連携を促し、人的資本を構築する。 ・持続可能な目的達成に必要な金融テクノロジーを挺にした、イノベーションの促進。
専門性の向上とベスト・プラクティス	・持続可能な開発の資金調達をする混合ファイナンスに関するプログラムの研究促進。 ・資産運用やインパクト運用及び計測といった、サステナブル・ファイナンスの修士号、博士号プログラムの構築。 ・社会および環境へのインパクト投資の評価及び計測に関する既存の専門能力を構築、強化、拡充する。 ・効率的な報告システムおよびESG報告に関するガイドラインを発展させる。
インセンティブと税制のシステムの分析および再設計	・商品開発者や投資家、投資を受ける側の段階において、長期投資を促す投資インセンティブの再設計をする。 ・直接税のインセンティブがサステナブル・ファイナンスの活動やビジネスモデルに関連付けられる方法を分析する。 ・サステナブル企業およびビジネスモデルにおいて間接税の減税範囲が拡大されるべきか否かを分析する。 ・ESG健全性およびカーボンフットプリントの指標を用いて公的投資のスクリーニングをする。 ・国債や公的年金のための明確なガイドラインの開発及びコミュニケーション。 ・アクティブな株主によるエンゲージメントを通じた公的基金の影響力の活用。 ・公的な資金を挺に、(例えばソーシャルおよび環境面のインパクト・ファンドの創設を通して)概念実証(proof of concept)を確実なものにしたり、こうしたイニシアティブにシードマネーを入れたりする。
発達度合いの計測	・サステナブル・ファイナンスの金融センターネットワーク(FC4S network)といったイニシアティブに基づくベスト・プラクティスの蓄積や指数の開発に参加する。 ・支配的な枠組みの定義および施行を確実なものにするため、ステークホルダーを結びつける。 ・データ収集、進捗の計測および進捗に関するコミュニケーションを行う。 ・必要に応じて是正措置を取る。

(出所) UNEP Finance Initiative, “Luxembourg Sustainable Finance Roadmap”, October 2018 より
野村資本市場研究所作成

主な勧告としては、第一に、流動性が確保されたサステナブル金融商品の拡充が挙げられる。サステナブルな譲渡可能証券への集合投資事業(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities、UCITS)や上場グリーンボンド、上場サステナビリティボンド、貯蓄預金口座やユニットリンク型保険商品などが具体的な例であり、こうした流動性が確保された金融商品の提供を拡充させることを目指す。ルクセンブルク政府は、流動性の高い商品ラインアップを拡充することによって、機関投資家に加えて個人投資家の資金もサステナブルな金融商品に向かわせることができる、と捉えている。

第二の提言は、サステナブル・ファイナンスに関する専門知識やベスト・プラクティスの収集・拡充である。具体的な項目としては、①サステナブル・ファイナンス分野で修士

号、博士号の取得が可能なプログラムの導入、②社会面および環境面へのインパクト計測や評価に関する既存の専門知識の強化、拡充、③効率的な報告システムおよび ESG ガイドラインの報告などが挙げられる。

第三の提言は、税制面を中心としたインセンティブの活用である。持続可能な事業モデルに従事しているセクターにも軽減税率が適用されると、サステナブルな事業に従事するスタートアップ企業の発展を後押しする効果も考えられる。

Ⅲ ルクセンブルクのサステナブル・ファイナンス関連の主な取組み

以下では、ルクセンブルクにおけるサステナブル・ファイナンスをめぐる主な取組みとして、（1）サステナブル・ファイナンスに関する認証ラベルの導入、（2）ルクセンブルク・グリーン取引所（LGX）の設立、（3）官民連携ファンドの活用、（4）再生可能エネルギー・カバードボンド法制の整備について触れる。そして、ルクセンブルクの取組みと深く連携しているという意味で、（5）EUの銀行であるEIBが同国でグリーンボンド等を発行する動きも概観する。

1. サステナブル・ファイナンスに関する認証ラベルの導入

ルクセンブルクでは、2006年7月に官民連携で設立された独立系非営利組織のルクセンブルク金融ラベル庁⁷（Luxembourg Finance Labelling Agency、以下 LuxFLAG）が、2006年に導入したマイクロファイナンス・ラベルをはじめとして、環境ラベル、ESGラベル、気候ファイナンス・ラベル、グリーンボンド・ラベルなど、サステナブル・ファイナンス関連の認証ラベルを各種導入している。

LuxFLAGは2020年3月31日現在、186の投資商品にサステナブル・ファイナンスの認証ラベルを付与しており⁸、同認証ラベルが付与されたファンド等の預かり資産残高は1,062億ユーロまで拡大した（図表4）。同年3月31日までの12か月間に、同認証ラベルが付与された投資商品数は前年比88%増加、このうちESGラベルが付与された投資商品に限ると同167%の増加となるなど、とりわけESGラベルを中心とした付与が目立つ。なお、同認証ラベルが付与された投資商品が設定された国々は、ルクセンブルクのみならず、ベルギー、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダの計7か国であり、EU域内主要各国で活用されている状況がうかがわれる。

欧州では、フランスやドイツ、ベルギーをはじめとした他の国々でも、認証ラベルを策

⁷ LuxFLAGは、ルクセンブルク政府（財務省、環境省）、ルクセンブルク・フォー・ファイナンス、ルクセンブルク証券取引所（LuxSE）、ルクセンブルク・ファンド業界協会（ALFI）、ルクセンブルク銀行協会（ABBL）、ルクセンブルク・マイクロファイナンス協会（ADA）、欧州投資銀行（EIB）の7者が設立した組織である。

⁸ 投資商品の内訳は、ESGラベルが123件、環境ラベルが6件、気候ファイナンスが3件、マイクロファイナンスが33件、グリーンボンドが21件、申請中が10件であった。

図表 4 LuxFLAG が付与する認証ラベル一覧

認証ラベル名	導入時期	ラベル数	概要
グリーンボンド・ラベル	2017年6月	21	国際的に承認されているガイドラインや基準(例: グリーンボンド原則)を満たし、調達資金はグリーン・プロジェクトのファイナンスに用いられていること。欧州投資銀行(EIB)が発行するグリーンボンドである21件のCABが同ラベルを取得している。
気候ファイナンス・ラベル	2016年9月	3	総資産の少なくとも75%以上が明確かつ直接的な関係で、気候変動の緩和や気候変動への適応、両者に関連する投資であること。
ESGラベル	2014年5月	123	全体の投資プロセスを通じてESGファクターを組み込んでいるファンドに、認証ラベルが付与される。適合性基準は、LuxFLAGが承認したESG戦略および基準の一つに基づき投資ポートフォリオを100%スクリーニングできていること。
環境ラベル	2011年6月	6	責任ある方法で環境関連セクターに投資をしていること。適格性基準は、ファンドの総資産の少なくとも75%が環境関連セクターに投資されているポートフォリオであること。
マイクロファイナンス・ラベル	2006年7月	33	マイクロファイナンスの投資ビークル(MIV)が、直接間接を問わず、マイクロファイナンス・セクターに実際に投資をしていること。間節的な投資とは、マイクロファイナンス機関(MFIs)に直接ローンを供与するのではなく、そのほかのMIVに対してマイクロファイナンスの50%超を自己で投資すること意味する。世界の適格MIVの60%超が同ラベルを取得している。

(注) 認証ラベル数は 2020 年 3 月末現在

(出所) LuxFLAG より野村資本市場研究所作成

定、導入している国々が見られるものの、単一の認証ラベル設定機関が様々な種類の ESG ラベルを設定している観点において、ルクセンブルクの LuxFLAG は抜きん出た存在である。LuxFLAG の認証ラベルが LGX に上場する際に求められる認証ラベルの一つである点も、同認証ラベルの活用を後押ししている。

2. ルクセンブルク・グリーン取引所 (LGX) の設立

ルクセンブルク証券取引所 (Luxembourg Stock Exchange、以下 LuxSE) が 2016 年 9 月にサステナブル・ファイナンスに特化したプラットフォームとして設立した、ルクセンブルク・グリーン取引所 (Luxembourg Green Exchange、以下 LGX) は、同国政府によるサステナブル・ファイナンス・ハブを目指すイニシアティブの一環として実現された。LGX の設立は、2015 年 12 月にパリ協定が批准された COP21 (国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議) からわずか 9 か月後の迅速な対応である。LGX には、世界で発行されたグリーンボンドの約 50% 程度が上場しているほか、国内外の発行体が発行した数多くのソーシャルボンド等も上場している。LGX への上場が認められる証券は、設立当初グリーンボンドに限定されていたが、2017 年 5 月以降、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) のうち複数の性質を有する ESG 債に加え、グリーンファンドやソーシャルファンドをはじめとしたファンドまで拡充されている。

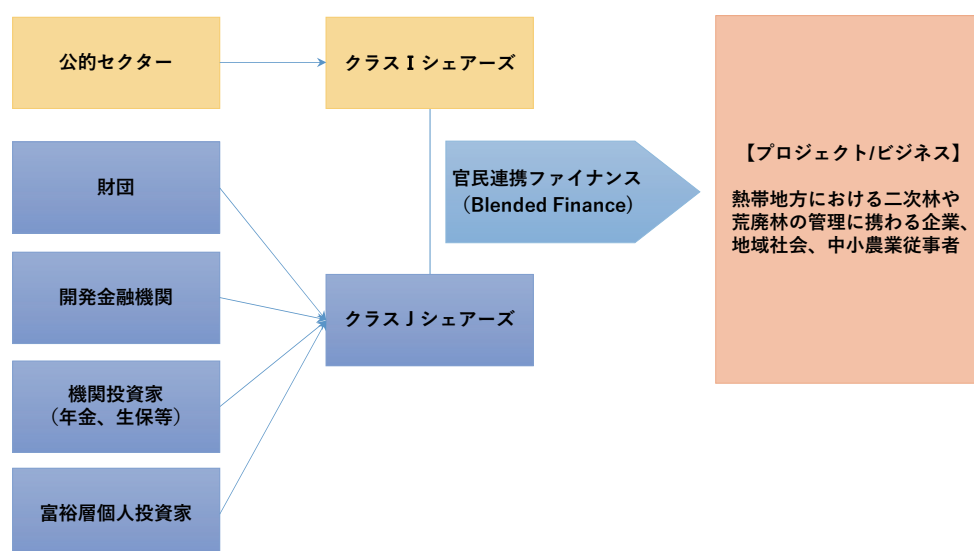
3. 官民連携ファンドの活用

ルクセンブルク政府は、低炭素社会へのスムーズな移行に向けて必要となる多額の資金を確保するため、官民連携ファンドの活用にも重点を置いている。ルクセンブルク財務省（Ministry of Finance）および持続可能な開発およびインフラストラクチャー省（Ministry of Sustainable Development and Infrastructure、以下環境省）が、2017年10月20日に組成した、「林業および気候変動ファンド（Forestry and Climate Change Fund、以下 FCCF）」は、その代表的な事例である。上記の2省庁に加えて、ルクセンブルク国立貯蓄銀行、ルクセンブルク国際銀行、ルクセンブルクの保険会社であるフォイエ（Foyer）などが FCCF に出資している。

FCCF で調達した資金は、熱帯地方における二次林（second forest）や荒廃林（degraded forest）の管理に携わる企業や地域社会、中小規模の農業従事者のために活用されることとされている。森林を持続可能な状態に再生することは、経済的、生態的、社会的価値を生み出し、ひいては気候変動の緩和および気候変動への適応力の向上、地方の経済発展への寄与に繋げることができる。なお、FCCF がターゲットとする地域は、コスタリカやグアテマラ、ニカラグアを中心とした中央アメリカ諸国である。

FCCF の大きな特徴は、シェアクラス構造が2層になっており、シェアクラスによってターゲットとする投資家層やリスク・プロファイルが異なっている点である。すなわち、FCCF は、①公的セクターの投資家を対象としたクラス I（インパクト）シェアーズ、②財団や開発金融機関、その他の機関投資家に加えて、富裕層（HNWI）も対象とするなど、官民を含めた幅広い投資家層を想定しているクラス J シェアーズの2層から構成されるブレンド・ファイナンス（blended finance）である（図表5）。

図表5 FCCF が採用する官民連携ファンド（blended finance）の仕組み



（出所）FCCF より野村資本市場研究所作成

クラス I シェアーズには、公的投資家が最初に損失を吸収するトランシェ（first loss tranche）が設定されている分、クラス J シェアーズを保有する投資家は、ある一定程度のリスクが軽減される構造である。クラス J シェアーズの保有者は、ある程度のリスクが軽減された形で、FCCF に投資できるため、投資を行う時点で、気候変動などに対する認知度が相対的に低く、気候変動等がもたらすリスクが期待リターンに見合うかどうか考えあぐねる場合であっても、投資判断の敷居が下がるメリットがある。さらに、クラス J シェアーズの投資家は、FCCF への投資を通じて、投資家が気候変動等の分野に対する認知度を向上させることができることから、さらなる投資に繋げられる可能性もある。国連は、2030 年までに持続可能な開発目標（SDGs）を開発途上国で達成させるためには毎年 2.5～3 兆米ドル不足している、という推計を出しており⁹、この資金ギャップをいかに埋めていくかが喫緊の課題である、としている。官民連携ファンドのような仕組みを活用することで、投資家層を拡大し、こうした投資家層のサステナブル・ファイナンスに対する認知度を向上させることで、次なる投資に結びつけていく好循環を重視するルクセンブルクのスタンスが伺われよう。

4. 再生可能エネルギー・カバードボンド法制の整備

ルクセンブルク政府は 2018 年 7 月、金融セクターに関する 1993 年 4 月 5 日法を改正する再生可能エネルギー・カバードボンド（Lettre de Gage d'Énergies Renouvelables）法を施行した。同法は、カバードボンド（Lettre de Gage）の担保資産において、風力発電や太陽光発電といった再生可能エネルギー資産のみを組み入れることができる、世界初の法律に基づく枠組みとなる¹⁰。ドイツやノルウェーをはじめとした欧州の国々では、既にグリーン・カバードボンドの活用が進んでいる国々も見られるものの、こうしたカバードボンドの担保資産は、エネルギー効率が良い居住用不動産向けおよび商業用不動産向けのローンが大半である。

2020 年 1 月 20 日には、Nord LB ルクセンブルク・カバードボンド銀行（Covered Bond Bank、CBB）が、ルクセンブルクの再生可能エネルギー法に基づく初めてのカバードボンド（Lettre de Gage Renewable Energy、満期 5 年）を 3 億ユーロ発行した。

5. 欧州投資銀行（EIB）が発行するグリーンボンド等の上場

1) 気候変動への認知度向上を目指す債券（CAB）の上場

EU の長期資金調達機関であり、1958 年より EU の銀行としての機能を担っている EIB の拠点がルクセンブルクに設置されている点も、同国のサステナブル・ファイナ

⁹ 詳細は、国連貿易開発会議（UNCTAD）が発出した「2014 年世界投資レポート（World Investment Report 2014）」を参照（<https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=937>）。

¹⁰ 詳細は、林宏美「低炭素社会への移行に向けた活用が期待されるグリーン・カバードボンド」一般財団法人外国為替貿易研究会『国際金融』2018 年 10 月 1 日号

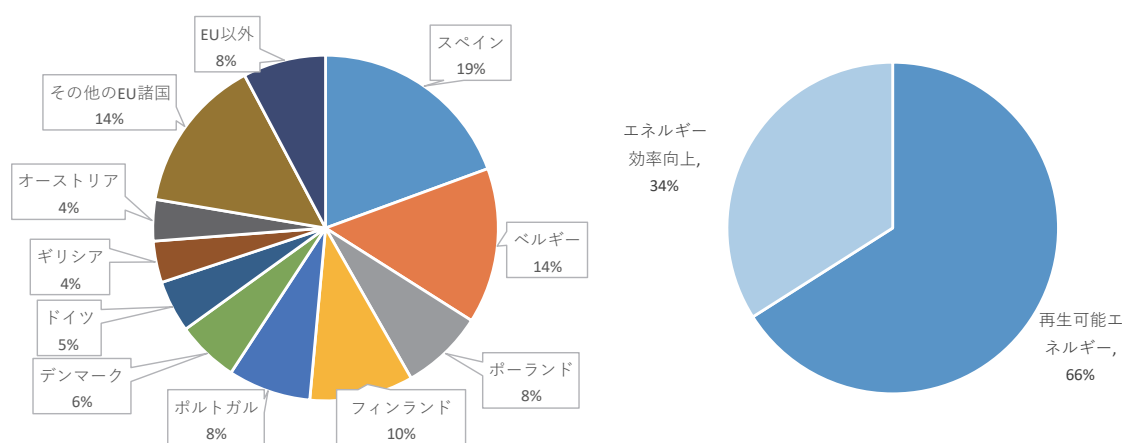
ンス・ハブとしての機能にプラスの影響をもたらしている。

EIBは、2007年に世界初のグリーンボンドである「気候変動への認知度向上を目指す債券（Climate Awareness Bond、以下 CAB）」を発行して以来、すべての CAB を LuxSE に上場するなど、LuxSE が有するサステナブル・ファイナンス・プラットフォームのプレゼンス向上に大きく寄与しているからである。2019 年末時点における CAB の発行額は 13 種類の通貨建てで合計 267 億ユーロ超に及ぶなど、EIB はグリーンボンドのグローバルな発行体として主導的な地位を築き上げている。

CAB 発行で調達した資金は、EIB の一般資金調達ポートフォリオから分別管理され、再生可能エネルギー分野およびエネルギー効率が良いセクターにおける気候対応策に貢献する EIB の貸付プロジェクトに用いることとされている（図表 6）。前者の再生可能エネルギー分野には、例えば風力、水力、太陽光、地熱エネルギー・プロジェクト等が含まれる一方、後者には、地域暖房、熱電併給、建物の断熱、送電および配電におけるエネルギー損失の減少、エネルギー効率の著しい改善を可能にする設備への交換などが含まれる。

EIB が 2019 年 4 月にユーロ建てで 5 億ユーロ発行した CAB では、その資金使途を、2022 年から適用開始予定となっている EU サステナビリティ・タクソノミー（以下 EUST）に初めて準拠する形が取られた。同年 5 月に EIB が初めてポーランドズロチ建てで発行した CAB（10 億ポーランドズロチ）では、ユーロ以外の通貨建て CAB として初めて、EUST に準拠することとされるなど、両者の CAB では他に先んじてその資金使途を EUST の適応範囲拡大に柔軟に対応させようとしている。なお、当該 CAB については、日本のかんぽ生命が全額を購入した¹¹。

図表 6 CAB 調達資金の内訳（左図：国別配分、右図：資金使途）



（注） 2019 年上半期のデータ

（出所） EIB より野村資本市場研究所作成

¹¹ https://www.jp-life.japanpost.jp/information/press/2019/abt_prs_id001452.html

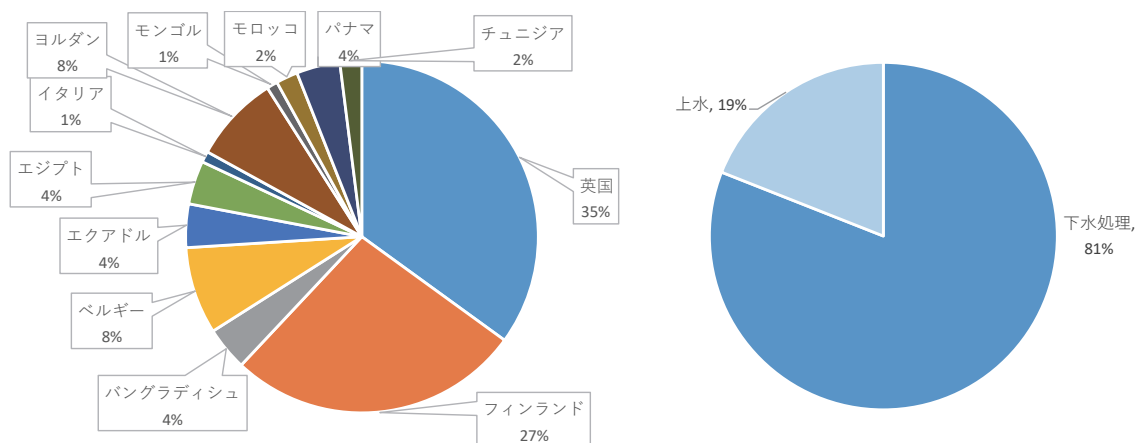
2) サステナビリティへの認知度向上を目指す債券（SAB）の上場

EIB は 2018 年 9 月、新たに「サステナビリティへの認知度向上を目指す債券」（Sustainability Awareness Bonds、以下 SAB）5 億ユーロを LuxSE の傘下にある LGX に上場させた。EIB は、既述した CAB に加えて、SAB と呼ばれる債券も資金調達のラインアップに加えており、CAB と同じく、発行されたすべての SAB が LuxSE に上場している。

EIB は、欧州委員会が 2018 年 3 月に採択したサステナブル・ファイナンスに関するアクション・プラン（EU Action Plan for Sustainable Finance）を支持するスタンスを取っており、このプランを受けて SAB を導入した。SAB の資金使途は、欧州委員会が 2018 年 7 月に設置したサステナブル・ファイナンスに関するテクニカル・エクスパート・グループ（TEG）が決定した、包括的なセクターおよび影響度合いに関する定義において、大きな影響を及ぼすプロジェクトに焦点を当てる方針である。

EIB は、2019 年 9 月、SAB が資金使途の対象分野を、当初の水道プロジェクトから「すべての人の健康的な生活を確保し、福祉を推進する（Universal Access to Affordable Health Services）」という SDGs の目標 3 におけるソーシャルな目的に大きく寄与する保険セクター・プロジェクトにも拡充した（図表 7）。また、新型コロナウイルス感染症（Covid-19）の世界的感染拡大（パンデミック）を受けて、SAB の調達資金を Covid-19 のパンデミックへの緊急対応関連に直接充てることも可能にしている。EIB が 2020 年 5 月 12 日に発行した初の豪ドル建て SAB は、Covid-19 パンデミック対応に直接、調達資金を投じることを視野に入れている¹²。

図表 7 SAB 調達資金の内訳（左図：国別配分、右図：資金使途）



(注) 2019 年上半期のデータ。

(出所) EIB より野村資本市場研究所作成

¹² https://www.eib.org/en/investor_relations/press/2020/fi-2020-21-aud-sab-may-2030%20.htm。なお、本 SAB は、発行額の全額 3.5 億豪ドルをかんぽ生命保険が購入した。かんぽ生命のプレスリリースは以下 (https://www.jp-life.japanpost.jp/information/press/2020/abt_prs_id001547.html?ref=rss)

翌 2020 年 3 月 31 日に 30 億スウェーデンクローネ発行した SAB（2023 年 5 月 15 日償還）は、この拡充を踏まえて、Covid-19 対策として医療当局や病院、研究施設およびネットワークを支援するための資金調達を目的として発行された。

2020 年 5 月時点における SAB の発行残高は 38 億ユーロ超となった。

IV 今後の注目点

ルクセンブルクは、サステナブル・ファイナンス・ハブとしての機能を一段と強化することを梃にして、国際金融センターとしてのさらなるプレゼンス向上を目指している。これは、ルクセンブルクが、国際金融センターとしての地位向上を目指すには、サステナブル・ファイナンス機能の強化が近道である、と捉えていることの証とも考えられる。

サステナブル・ファイナンスにおけるルクセンブルクの取組みの特徴は、同国政府と金融サービス業界における様々な協会等を会員とする PROFIL との官民連携パートナーシップである LFF が 2025 年に向けたコミットメントを策定したことに代表されるように、官民連携の取組みが礎となっている点にある。サステナブル・ファイナンス関連の各種認証ラベルを付与する LuxFLAG も、7 つの官民組織が共同で設立した独立機関であり、そのメンバーは PROFIL の会員組織と重複するところも少なくない。また、ルクセンブルクは、幅広い民間資金をサステナブル・ファイナンスに向かわせるべく、官民連携ファンドの活用にも重点を置いている。官民連携の活用は、低炭素社会への円滑な移行にあたって多額の資金が必要とされるなかで、いかにして民間資金を効率的にサステナブル・ファイナンスに向かわせるのか、という課題を解決するに当たって、有効な方策と考えられる。

ルクセンブルクは、効率的に民間資金をサステナブル・ファイナンスに向かわせる課題を解決するうえで、サステナブルな金融商品ラインアップの拡充も重要な方策と捉えている。この点は、サステナブル・ファイナンス・ロードマップや 2025 年に向けたコミットメントにも盛り込まれているが、流動性の高いサステナブルな金融商品ラインナップを拡充させれば、機関投資家だけでなく、個人投資家の資金もサステナブル・ファイナンスにシフトさせることができるためである。加えて、サステナブル・ファイナンスと金融テクノロジーとを連携させて相乗効果を狙う点も、2025 年に向けたコミットメントに明記されていることから、フィンテックを活用したサステナブル・ファイナンスの更なる推進が大いに注目されよう。

サステナブル・ファイナンスといえば、欧州が中心的に取り組んでいる分野ではあるが、ルクセンブルクは EU の銀行である EIB が 2007 年以降継続的に発行する CAB や SAB といったサステナブルな全債券の上場先としてのプレゼンスも活かしながら、LGX の設立、サステナブル・ファイナンスに関する各種認証ラベルの付与、世界でも初となる再生可能エネルギー・カバードボンド法制の整備、など独自の路線も着々と推し進めている。ルクセンブルクによるサステナブル・ファイナンスの取組みは、他国の国際金融センターにとっても参考になり得る内容であり、今後の展開が注目されよう。