

地域間格差が顕在化するサステナブルファイナンス — 欧米日における SDGs 債の発行状況を中心に —

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 世界のサステナブルファイナンスは、2020年代に入って、金利水準の変化、地政学リスク、政治的反発等を背景に、国・地域間で格差が顕在化している。
2. 世界における持続可能な開発（SDGs）に資する債券（SDGs 債）の国・地域別で見た 2023 年の発行額は、欧州、米国ともに、2021 年のピークに比してそれぞれ約 22%減、約 33%減となった。欧州では信頼性（credibility）向上を目指す取り組みと新型コロナウイルス感染症問題への対応の収束、米国では政治や規制・監視面からの逆風が発行額停滞の背景にある。一方、日本については、政府支援策も背景として、2023 年の発行額が 2021 年比約 81%増と、堅調に増加した。
3. 欧州、米国と日本の SDGs 債の発行傾向は対照的だが、サステナブルファイナンスにおいて信頼性や質の確保が重要と認識され、取り組みが進められていることが共通点として挙げられる。
4. サステナブルファイナンスが本質を追求する段階に入中、SDGs 債が信頼性と質を確保するためには、（1）同債券を通じてどの程度インパクトが創出されたかを計測、（2）透明性及び比較可能性を確保した上で投資家を始めとしたステークホルダーに情報開示、（3）投資家等とのエンゲージメントも通じて、環境・社会インパクトが確実に創出されているかを検証、（4）発行体の次のサステナビリティ関連のアクションにいかす、といった、個々の発行体や投資家の取り組みが大切と言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太・中村美江奈「米国年金プランの ESG 投資を巡る政策—ESG ファンド事業に伴う政治的リスクの増大—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 4 巻第 1 号（2023 年冬号）。
- ・江夏あかね「トランジション・ファイナンスの現状と脱炭素社会を生き抜くための企業金融」『野村サステナビリティクォーターリー』第 4 巻第 2 号（2023 年春号）。
- ・江夏あかね「日本国政府による GX 経済移行債の発行開始—クライメート・トランジション利付国債の論点—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 5 巻第 2 号（2024 年春号）。

I 国・地域間格差が顕在化するサステナブルファイナンス

世界では、持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定等を背景に、持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）やその手段としての環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の発展が 2010 年代後半頃から見られてきた。しかし、2020 年代に入って、金利水準の変化、地政学リスク、政治的反発等を背景に、国・地域間で格差が顕在化している。

本稿では、サステナブルファイナンスの代表的な金融商品として、SDGs 債（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、サステナビリティ・リンク・ボンド〔SLB〕、トランジションボンド）を取り上げ、欧州、米国及び日本の発行状況について、それぞれの国・地域が抱える事情やサステナブルファイナンスに関する取り組みとともに概観する。その上で、世界及び日本のサステナブルファイナンスが健全に発展するための論点を考察する。

II 欧米と日本で異なる SDGs 債の発行状況

世界の SDGs 債の発行状況を見ると、2010 年代後半にグリーンボンド中心に発行額が伸びていった¹（図表 1 参照）。その後、新型コロナウイルス感染症（コロナ）の拡大に伴い、ソーシャルボンドやサステナビリティボンドの発行額も増加していった。しかし、2022 年以降、（1）ウクライナ情勢等によるエネルギー価格の急騰や物価の上昇、（2）米国等における金利上昇による債券市場全体のモメンタムの悪化、（3）上述のコロナ問題対応の資金調達ニーズの収束、（4）ウクライナ、イスラエル情勢等による地政学リスクの顕在化、を背景に、年間発行額が 2021 年（1 兆 1,600 億ドル）をピークに停滞している²。世界における 2023 年の発行額（9,487 億ドル）は、2021 年に比して約 18%減の水準である。

国・地域別の発行状況を見ると、2023 年の発行額は、欧州、米国ともに、ピークの 2021 年に比してそれぞれ約 22%減、約 33%減となっている。その一方、日本について、2023 年の発行額（590 億ドル）は、2021 年（326 億ドル）比約 81%増と、堅調に増加している。

¹ 本レポートの SDGs 債の発行額（2024 年 6 月末時点）は、ブルームバーグのデータベースに基づく。証券化商品を除く。また、国・地域は、発行体が主に活動する国・地域を指す。

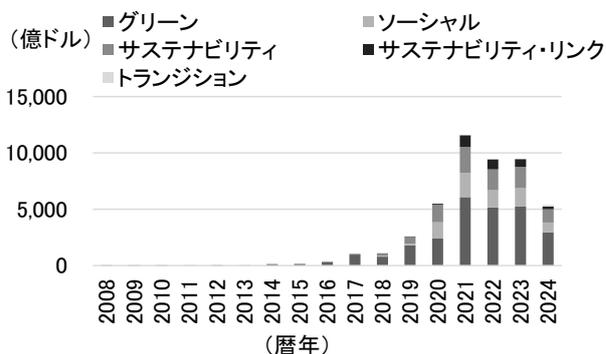
² ただし、英専門誌「エンパイロンメンタル・ファイナンス」は、2023 年のグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド及び SLB の発行額は、9,800 億ドル以上と、2021 年の水準（約 1.08 兆ドル）には満たないものの、2022 年の水準（約 9,250 億ドル）から約 6%増加していると報じている（“Sustainable Bonds Insight 2024,” *Environmental Finance*, February 20, 2024）。

図表1 世界のSDGs債の発行状況

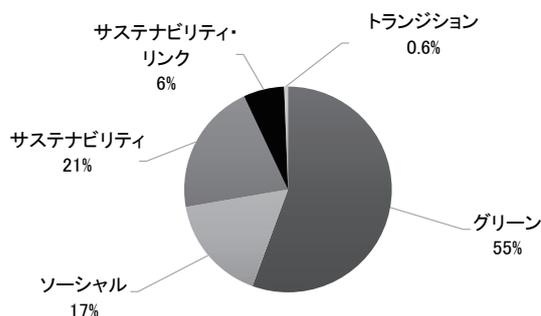
発行体の国・地域別発行残高の内訳



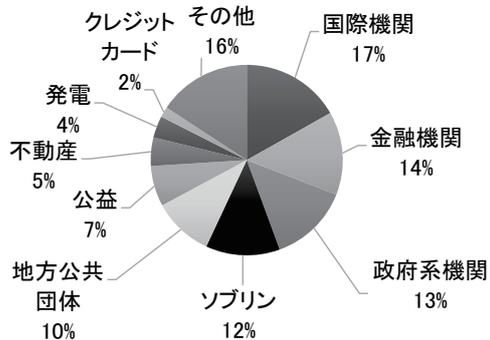
種類別発行額推移



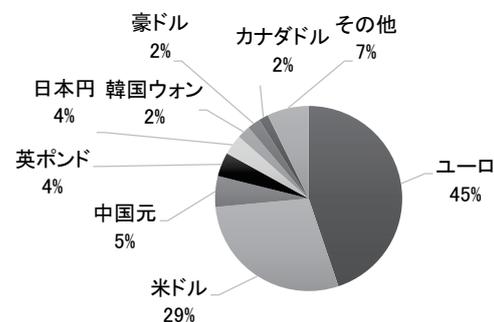
種類別発行残高内訳



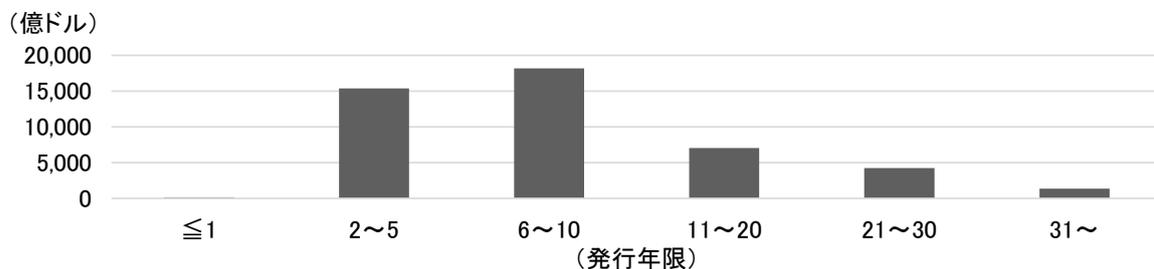
発行体産業別発行残高内訳



通貨別発行残高内訳



発行年限別発行残高の内訳



(注) 発行残高は、2024年6月末時点で、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、サステナビリティボンド、SLB及びトランジションボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。証券化商品を除く。欧州の発行体は、欧州連合(EU)加盟国の発行体。

(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

III 欧州：信頼性向上を目指す取り組みとコロナ対応の収束

欧州連合（EU）では、域内全体として資本市場を活性化し、域内の経済成長につなげることを目的とした政策パッケージ「資本市場同盟」（CMU）の一環として、2015年9月に公表されたアクションプランの中でサステナブルファイナンスが柱の1つとして掲げられた。その後、2019年12月に公表された欧州グリーンディールも後押しする形で、サステナブルファイナンスを支援する金融システムの構築に向けた取り組みが進められてきた³。そして、EU域内では、これらの政策等も背景に、SDGs債の発行が2010年代半ば頃から順調に伸びていった（図表2参照）。

EUでは2020年6月、環境面でサステナブルな環境目的に資する経済活動を示したタクソノミー（分類枠組み）が法制化され、タクソノミーに基づく形で作成されたEUグリーンボンド基準（EU GBS）が2023年12月に発効した⁴。また、EUにおいて金融商品を運用する資産運用会社や金融アドバイザー等を対象にサステナビリティに関する開示を義務付ける規則として、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が2019年12月に制定され、2021年3月から適用開始になった⁵。SFDRは、「グリーンウォッシング問題」⁶への対応が主眼となっており、サステナブルファイナンス市場における信頼性（credibility）向上に向けた機運を高める要素となった⁷。そのような中、2020年代初頭までEU域内で発行額が伸びていたSLBについて、「ペナルティとして上乘せされるクーポンが高いほど、判定日が先になる傾向にある⁸」、「野心、信頼性、適切な開示を欠いた質の低い案件がある⁹」等の指摘もあり、2022年頃から域内のSLBの発行額が低迷傾向にある。

³ 欧州グリーンディールに関する詳細は、江夏あかね・磯部昌吾「気候変動対策で世界のリーダーを目指す『欧州グリーンディール』」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第3号（2020年冬号）、を参照されたい。

⁴ EUタクソノミー及びEU GBSに関する詳細は、磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類するEUタクソノミー分類基準の概要と金融規制等における利用」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第1号（2021年冬号）、江夏あかね・富永健司「EUグリーンボンド基準（EU GBS）の規則案の公表と今後の論点－EUタクソノミーとの整合性と外部評価の厳格化がカギに－」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第4号（2021年秋号）、を参照されたい。

⁵ SFDRに関する詳細は、磯部昌吾・富永健司「EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始－遅延する細則策定と各社の対応－」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）、を参照されたい。

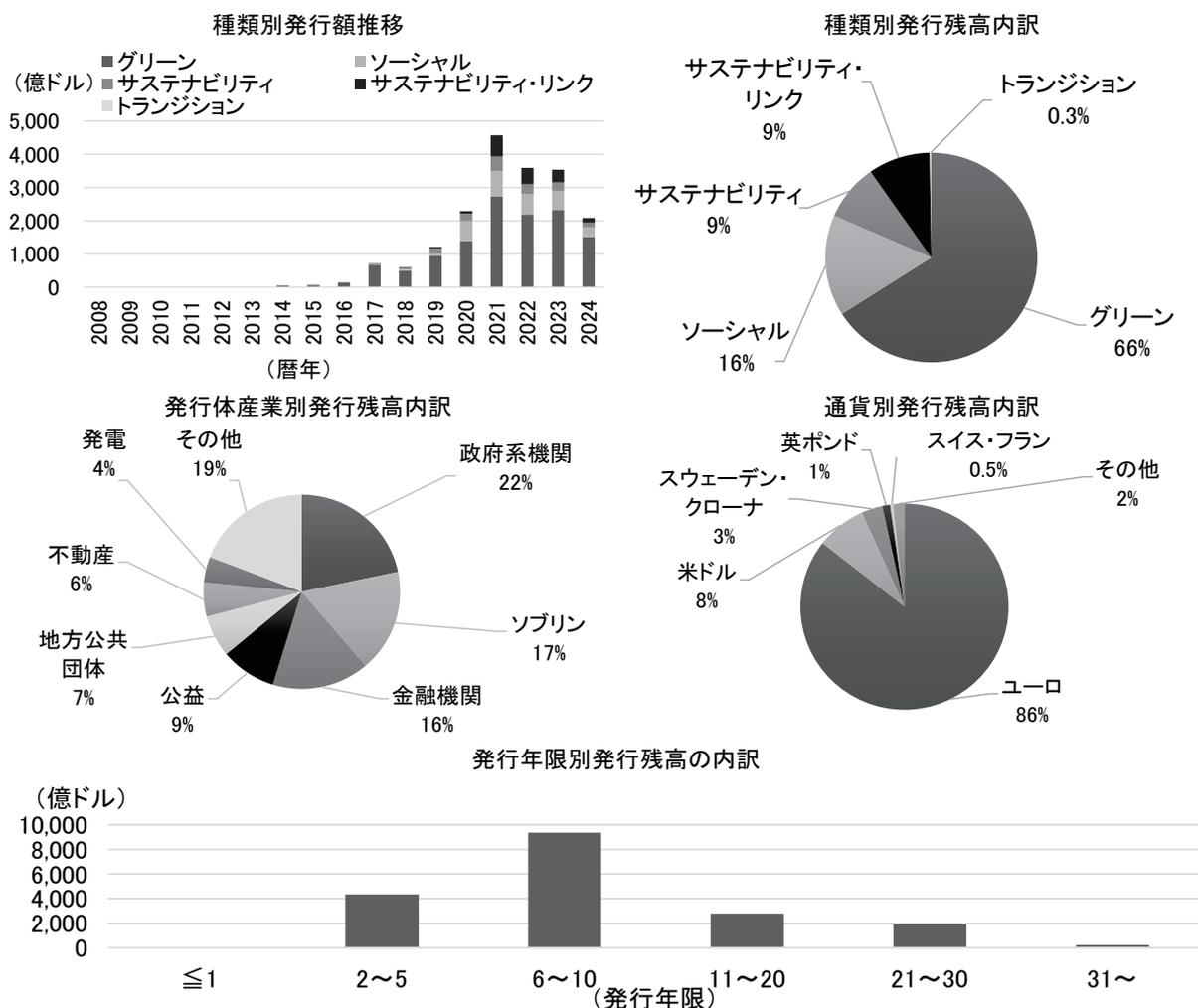
⁶ 金融庁による「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」では、グリーンウォッシング問題について、「名称や投資戦略にESG（Environmental・Social・Governance）を掲げるファンドが国内外で増加しており、運用実態が見合っていないのではないかと懸念」と説明している。

⁷ 欧州証券市場監督機構（ESMA）は2024年5月、ESGやサステナビリティに関連する用語を名称に含むファンドは、その目標を満たす資産を少なくとも80%保有しなければならないとした指針を示した（European Securities and Markets Authority, ESMA Guidelines Establish Harmonised Criteria for Use of ESG and Sustainability Terms in Fund Names,” May 14, 2024）。

⁸ Ul Haq, Imtiaz et al, “Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds,” *Policy Working Paper No. 10200*, World Bank Group, October 2022.

⁹ Climate Bonds Initiative, “Sustainability-Linked Bonds: Building a High-Quality Market,” March 2024.

図表2 欧州の発行体によるSDGs債の発行状況



(注) 発行残高は、2024年6月末時点で、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、サステナビリティボンド、SLB及びトランジションボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。証券化商品を除く。欧州の発行体は、欧州連合(EU)加盟国の発行体が対象。

(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

EUにおけるSDGs債発行額の伸び悩みに関する他の要因として、コロナ問題の収束も挙げられる。具体的には、欧州委員会がコロナ問題への対処として行った「緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策(SURE)」の財源調達として、2020年10月~2022年12月に合計約984億ユーロのソーシャルボンドが発行され、一時的にソーシャルボンドの発行額が増加したが、同支援策の終了とともにその要素が剥落した。さらに、EU域内の一部では、高インフレやエネルギー価格の高騰が続く中で、グリーンディール政策や環境規制に対する社会的な反発が見られており¹⁰、グリーンボンドの発行需要の減速に影響し

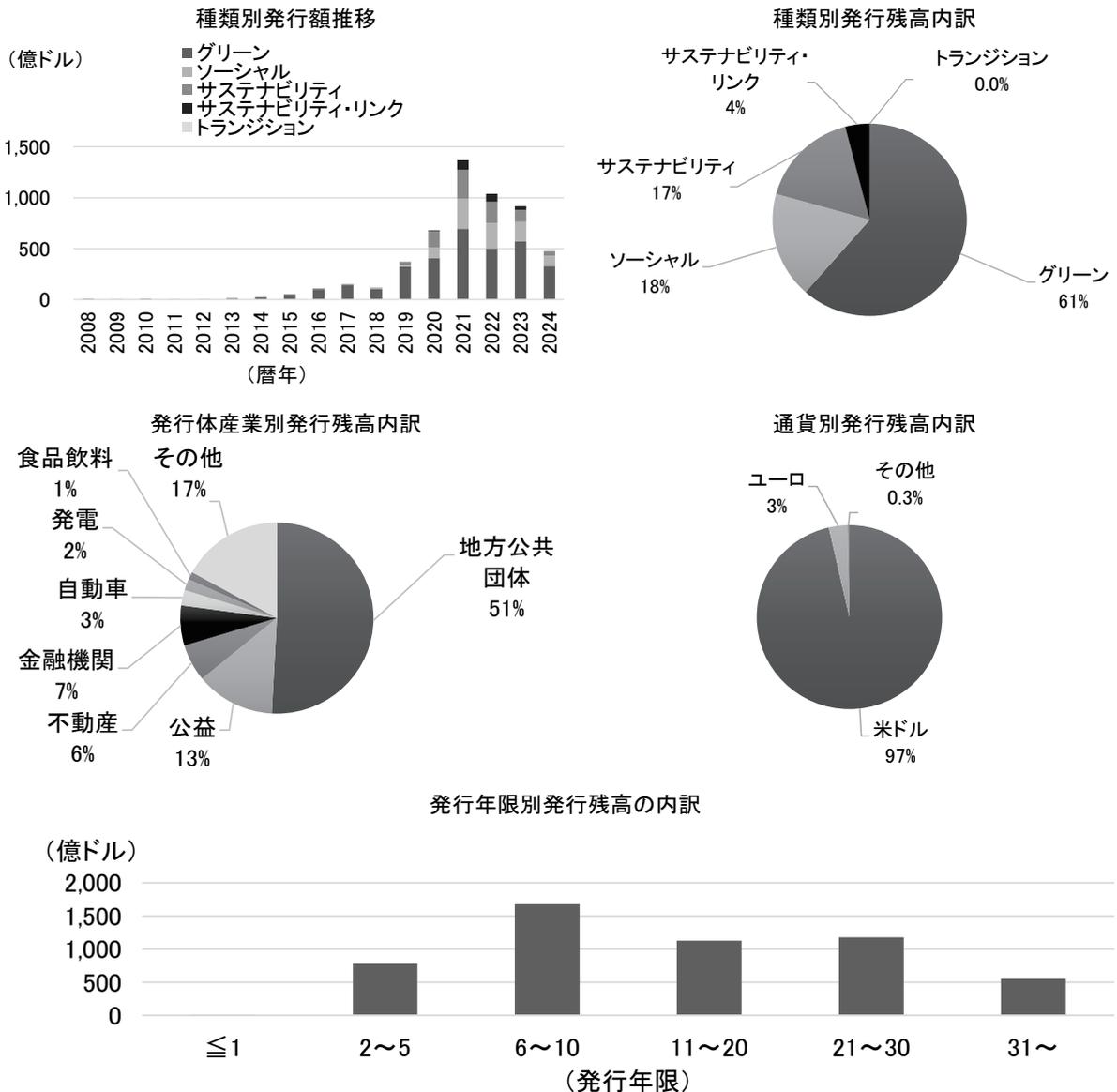
¹⁰ 「【ESGまとめ読み】欧州でも政治的反発、『供給網リスク』新時代など」『ブルームバーグ』2023年9月8日、「EU、『グリーンディール』さらに後退も 中国の出方も変数」『NIKKEI FT the World』2023年9月22日、「仏 環境規制など反対の農家 パリへの高速道路封鎖 流通に懸念」『日本放送協会』2024年1月31日、「EU、環境・産業両立の焦り一強まる規制、農家反発 欧州議会了承へハードル」『日本経済新聞』2024年2月8日。

ている可能性もある。このような背景もあり、EU 諸国の発行体による SDGs 債の発行額は 2021 年（4,584 億ドル）をピークに停滞傾向にある。

IV 米国：政治や規制・監視面からの逆風

米国では、欧州と同様に 2010 年代半ばに SDGs 債の発行が伸び始め、2021 年（1,301 億ドル）をピークに発行ペースが減速しているが、欧州とは事情が異なる（図表 3 参照）。

図表 3 米国の発行体による SDGs 債の発行状況



(注) 発行残高は、2024 年 6 月末時点で、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、サステナビリティボンド、SLB 及びトランジションボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。証券化商品を除く。

(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

米国では、労働省を中心に401(k)等の企業年金プランによるESG投資の是非について、1974年に制定された従業員退職所得保障法（ERISA）の規定する受託者責任の観点から、約30年に亘り議論が行われてきた¹¹。民主党政権下ではESG投資を容認、共和党政権下では抑制と、正反対の方針が打ち出されてきた経緯がある。

さらに、2020年代に入る頃からESG投資をめぐる政治的な動きが激化していく。共和党政権のドナルド・トランプ前大統領は2019年11月、米国のパリ協定からの正式離脱を国際連合に正式通告した。その後、共和党のジョー・バイデン大統領が2021年1月に就任し、同年2月にはパリ協定に正式復帰し、大規模の気候変動対策費を盛り込んだインフレ抑制法（IRA）を2022年8月に成立させるなど、環境政策を推進してきた。バイデン政権下では、化石燃料産業が州経済に占める割合が比較的高く、共和党が政治的主導権を握る州（レッド・ステート）で反ESG的な動きが複数見られるようになっていった。

レッド・ステート関連の主な動きとしては、テキサス州で2021年6月、ESGの観点からエネルギー会社への投資を抑制する金融機関に対して、州の公的年金が投資することを禁じる州法が成立したことが挙げられる¹²。また、2023年3月には、共和党所属の州知事19名が連名で声明を公表し、（1）州や傘下の地方公共団体のすべての投資決定において財務的要素のみを考慮し、ESG要素の使用を阻止、（2）州や傘下の地方公共団体が起債する際にESG要素の考慮を排除、（3）金融機関による社会的信用スコアを用いた顧客選別の禁止、等に取り組む旨を明らかにした¹³。同年同月には、共和党所属の州司法長官のグループが、米国の資産運用会社53社に公開書簡を連名で送付し、機関投資家の国際的なネットワークである「Climate Action 100+」や「ネット・ゼロ・アセットマネージャー・イニシアティブ」（NZAM）等を通じた企業に対する議決権行使とエンゲージメントに関する競合他社との合意が競争を不当に制限する恐れがある、すなわち反トラスト法違反の懸念があると指摘した¹⁴。さらに、フロリダ州では2023年5月、州や傘下の地方公共団体の公的資産の投資先を決定する際、ESG要素を考慮せず、金銭的要素のみに基づき判断することを義務付ける等を含む包括的な法律が成立し、同年7月に発効した¹⁵。米国では2023年、150超の反ESG法案及び決議が37州で上程され、少なくとも40の法律が18州で成立したと報じられている¹⁶。

¹¹ 米国における企業年金プランによるESG投資の是非をめぐる議論に関する詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国の企業年金プランによるESG投資を巡る議論」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）、同「米国年金プランのESG投資を巡る政策—ESGファンド事業に伴う政治的リスクの増大—」『野村サステナビリティクォーターリー』第4巻第1号（2023年冬号）、を参照されたい。

¹² 州法の名称は、「An Act Relating to State Contracts with and Investments in Certain Companies that Boycott Energy Companies」で2021年9月に発効。

¹³ Office of Governor Ron DeSantis, “Governor Ron DeSantis Leads Alliance of 18 States to Fight Against Biden’s ESG Financial Fraud,” March 16, 2023.

¹⁴ Missouri Attorney General’s Office, “Attorney General Bailey Warns Asset Managers Over ESG Investments as Proxy Season Begins,” March 30, 2023; Montana Department of Justice et al., “Dear Asset Managers,” March 30, 2023.

¹⁵ 法律の名称は、「CS/CS/HB 3- Government and Corporate Activism」。

¹⁶ “From State Governments to Universities - Facing Continued Pushback on ESG and DEI Initiatives,” *Reuters*, February 10, 2024.

これらの動きを踏まえ、金融市場において、(1) 運用機関大手の米ブラックロックの最高経営責任者 (CEO) のラリー・フィンク氏が 2023 年 6 月、政治的論争から距離を置くべく、ESG という用語を自身としてもう使うつもりはないと発言、(2) 信用格付会社大手の S&P グローバルが同年 8 月、2021 年から実施してきた企業における ESG の点数評価 (ESG の取り組みが企業の信用力にどのように影響するかを 5 段階で表示) を取り止め、といった ESG に対する逆風を避けようとする動きが見られている¹⁷。

さらに、米国証券取引委員会 (SEC) における ESG に対する規制・監視も強化傾向にある。2022 年 5 月には米 BNY メロン子会社に投資先の ESG 情報開示が不十分として制裁金を課し、同年 6 月には米ゴールドマン・サックスの ESG ファンドに対する調査が実施された¹⁸。そして、SEC は 2023 年 9 月、ファンド名称規則を採択し、ESG 等の名称を有するファンドに対して、資産の 8 割以上をファンド名を冠した資産に投資するよう義務付けた¹⁹。

このように、米国では長らく、ESG の是非が議論されてきた経緯もあり、トランプ政権時にも SDGs 債の発行が 2010 年代半ば頃から一定程度伸びてきた。しかし、2021 年頃からレッド・ステートによる政治的な動き、それを反映したブラックロックや S&P グローバルといった米国金融市場で存在感がある組織による ESG に対するスタンスの変更、さらに SEC による規制監督強化等を受けて、SDGs 債の発行額が 2021 年をピークに停滞する傾向にある。

¹⁷ “BlackRock’s Fink Says He’s Stopped Using ‘Weaponised’ Term ESG,” *Reuters*, June 27, 2023; S&P Global, “S&P Global Ratings Update On ESG Credit Indicators,” August 4, 2023, 「米国発の逆風、ESG マネー奔流 脱炭素のあり方探る—ESG 光と影・再構築への道①」『日本経済新聞』2023 年 8 月 21 日。

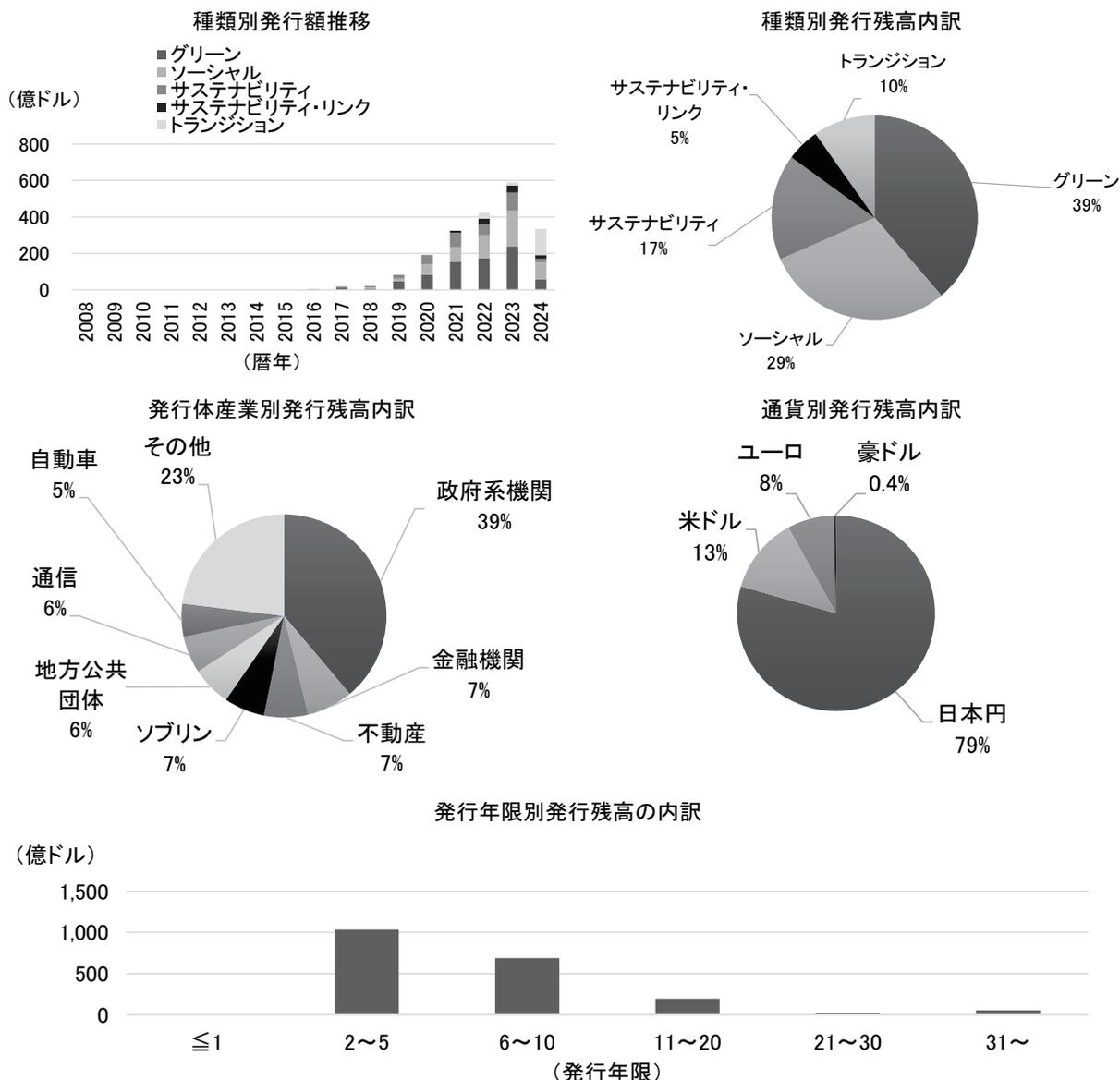
¹⁸ 「逆風が育む『ESG2.0』脱炭素と利益、両立探るとき」『日本経済新聞』2022 年 6 月 27 日。

¹⁹ U.S. Securities and Exchange Commissions, “SEC Enhances Rule to Prevent Misleading or Deceptive Fund Names,” September 22, 2023.

V 日本：政府支援策も背景とした堅調な伸び

日本では、欧米に比べるとやや遅めの 2017 年頃から、環境省によるグリーンボンドに関する支援策等を背景に、SDGs 債の発行額の伸びが見られるようになったが、後述のとおり、政府支援策等も背景に 2020 年代に入っても堅調な伸びが続いている（図表 4 参照）。

図表 4 日本の発行体による SDGs 債の発行状況



(注) 発行残高は、2024年6月末時点で、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、サステナビリティボンド、SLB及びトランジションボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。証券化商品を除く。

(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

2018年頃からは、事業会社がサステナビリティ経営の一環として SDGs 債の発行に継続的に取り組んだり、発行する全ての債券をソーシャルボンドやサステナビリティボンドとして発行する財投機関による事例が増えていった。さらに、日本では2020年10月、菅義偉内閣総理大臣（当時）が2050年までの脱炭素社会の実現、すなわち温室効果ガス排出量（GHG）を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」（2050年CN）を目指すことを宣言した。これをきっかけに、多くの地方公共団体が SDGs 債の起債を開始するなど、発行体の多様化がさらに進んだ²⁰。

そして、政府は、脱炭素社会への円滑な移行を進めるべく、トランジション・ファイナンスに関する推進策を重層的に講じた。主なものとしては、（1）「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」の公表（2021年5月）、（2）GHG多排出産業における技術ロードマップの策定（2021年度～）、（3）世界初の国（ソブリン）によるトランジションボンドとして、グリーン・トランスフォーメーション（GX）経済移行債²¹の発行開始（2024年2月～）、が挙げられる。これらの推進策も功を奏し、トランジションボンドの発行額も順調に伸びている²²。

日本における SDGs 債の順調な発行額増加は、政府の推進策に加え、日本銀行が2021年12月に開始した「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」（気候変動オペ）が一定程度寄与している可能性がある。気候変動オペは、気候変動関連の投融资をする金融機関に対して金利ゼロ%²³で長期資金を供給するものだが、グリーンボンドやトランジションボンド等も対象となっている。

さらに、サステナブルファイナンス全般としては、金融庁による同ファイナンスの質向上に向けた取り組みも寄与している可能性がある。主なものとしては、（1）「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」の公表（2022年12月）、（2）ESG投資信託に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正²⁴（2023年3月）、等が挙げられる。

²⁰ 日本の地方公共団体による SDGs 債の発行に関する詳細は、江夏あかね「世界初の共同発行形式によるグリーン地方債—地域のカーボンニュートラル達成に向けた一歩—」『野村サステナビリティクォーターリー』第5巻第1号（2024年冬号）、を参照されたい。

²¹ GX 経済移行債は、国債の一種だが、化石燃料賦課金や特定事業者負担金により2050年度までに償還される仕組みとなっている。GX 経済移行債は、クライメート・トランジション利付国債（CT 国債）との名称の下、個別銘柄で発行する方法のほか、通常の国債と同一の金融商品として統合発行する方法もある。

²² トランジション・ファイナンス及び GX 経済移行債に関する詳細は、江夏あかね「トランジション・ファイナンスの現状と脱炭素社会を生き抜くための企業金融」『野村サステナビリティクォーターリー』第4巻第2号（2023年春号）及び同「日本国政府による GX 経済移行債の発行開始—クライメート・トランジション利付国債の論点—」『野村サステナビリティクォーターリー』第5巻第2号（2024年春号）、を参照されたい。

²³ なお、貸付利率は2024年3月、ゼロ%から0.1%に改正された（日本銀行「金融政策の枠組みの見直しについて」2024年3月19日）。

²⁴ 改正においては、ESG 関連投資信託の範囲を定めるとともに、ESG 投資信託の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、具体的な検証項目が定められた。

VI サステナブルファイナンスが健全に発展するための論点

本稿では、欧州、米国及び日本における SDGs 債の発行状況を各国・地域が抱える事情やサステナブルファイナンスに関する取り組みと共に概観した。欧州、米国と日本の SDGs 債の発行傾向は対照的とも言えるが、共通点として、サステナブルファイナンスにおいて信頼性（credibility）や質の確保が重要と認識され、取り組みが進められていることが挙げられる。

サステナブルファイナンスは 2010 年代後半から本格的に発展し始め、2020 年代に入って黎明期を終え、本質を追求する段階に入ったと言える。サステナブルファイナンスが健全に発展していくために、信頼性や質の確保が重要という認識は今後も不変と想定される。本稿で焦点を当てた SDGs 債について信頼性や質を確保するためには、（1）同債券を通じてどの程度インパクトが創出されたかを計測、（2）透明性及び比較可能性を確保した上で投資家を始めとしたステークホルダーに情報開示、（3）投資家等とのエンゲージメントも通じて、効果、すなわち、環境・社会インパクトが確実に創出されているかを検証、（4）発行体の次のサステナビリティ関連のアクションにいかす、といった、個々の発行体や投資家の取り組みが大切と言える。