

## 中国のグリーンボンド及びトランジションボンド向けの新規則 —発行支援策と情報開示の強化を含むメカニズムの整備—

宋 良也

### ■ 要 約 ■

1. 中国の銀行間市場取引商協会は2024年10月10日に、中国人民銀行の管理監督下の銀行間債券市場で発行されるグリーンボンド及びトランジションボンドの発行支援策及び情報開示の強化を含むメカニズムの整備に関する新規則を公布した。同規則は、グリーンボンド及びトランジションボンドを同時に適用対象とする初めての規則となっている。
2. 中国におけるグリーンボンドの発行額は、2023年以降は減少傾向にある。また、トランジションボンド市場は試験運用が始まって間もないことから、規模がまだ小さく、中国国内のグリーンボンド市場と比べて存在感が大きい。今般の新規則は、グリーンボンド及びトランジションボンドの低迷状況から脱却し、発行を後押しすることが意図されているとみられる。
3. 新規則は、①グリーンボンド及びトランジションボンドの発行支援策、②投資家の利益を考慮した情報開示の強化、の2つの分野の内容が含まれる。そのうち①では、グリーンボンド及びトランジションボンドの調達資金使途の緩和や発行要件の緩和策が挙げられる。②では、グリーンボンドの登録・発行段階における情報開示要件を緩和することで、発行の効率性を向上させると同時に、存続期間の情報開示を強化することで、グリーンボンドに対する投資家の理解を深め、より合理的な投資判断を促進させることが狙いとして挙げられる。
4. 中国のグリーンボンド市場は、これまで海外投資家に受け入れられていない可能性が否めない。また、トランジション・ファイナンスに関する全国レベルの基準が制定されていない等の課題もある。今後、中国におけるグリーン・トランジション分野の規則改正は、国際的な基準との整合性をとり、更なる対外開放を進めていく必要があるだろう。その動きは、同分野に注力する他国の政策制定機関にとっても示唆となり得ることから、注目に値しよう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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』2023年春号。
- ・宋良也「グリーンパンダ債とトランジションボンドの発展—中国におけるサステナブルファイナンスの新たな潮流—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号。
- ・宋良也「中国における上場会社のサステナビリティ強制開示規制の導入」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年夏号。

## I グリーンボンド及びトランジションボンド向けの新規則

中国の銀行間市場取引商協会（National Association of Financial Market Institutional Investors, NAFMII）<sup>1</sup>は2024年10月10日、「グリーンボンド及びトランジションボンドの関連メカニズムの更なる最適化に関する通知」（以降、新規則と略称）を公布した。同通知は、中国人民銀行の管理監督下の銀行間債券市場で発行されるグリーンボンドやトランジションボンドの発行支援策や、情報開示の強化を含むメカニズムの整備に関する新規則となっている。

本稿では、中国のグリーンボンド及びトランジションボンドの発行状況や新規則の要点を概観した上で、今後の課題及び見通しを論考する。

## II グリーンボンド及びトランジションボンド市場の概況

本章では、中国のグリーンボンド及びトランジションボンドの市場の現状及び規則体系を概観する。なお、中国政府は、トランジションボンドの範囲に、資金用途を特定するトランジションボンドと資金用途を特定しないサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）を含めるとしている<sup>2</sup>。また、ここでのトランジションボンドでは、銀行間債券市場で発行されるトランジションボンドと上海・深圳・北京証券取引所で発行される「低炭素向けトランジション公司债券」の2種類で構成される。また、SLBも、銀行間債券市場で発行するSLBと上海・深圳・北京証券取引所で発行する「低炭素向けトランジションリンク債」の2種類で構成される<sup>3</sup>。

### 1. グリーンボンド及びトランジションボンド市場の現状

#### 1) 発行額の低下がみられるグリーンボンド市場

中国のグリーンボンド発行額<sup>4</sup>は、2022年のピーク時の1兆1,782億元に達した後、2023年には前年比601億元減（同5.1%減）の1兆1,181億元、2024年についても、11月20日時点までは5,929億元と、前年同期比3,192億元減（同35%減）となった（図表1）。グリーンボンドの発行が低迷する主な背景として、市場環境の悪化による発行体のインセンティブ低下や、既存のグリーンプロジェクトが減少している可能性が挙げられる。

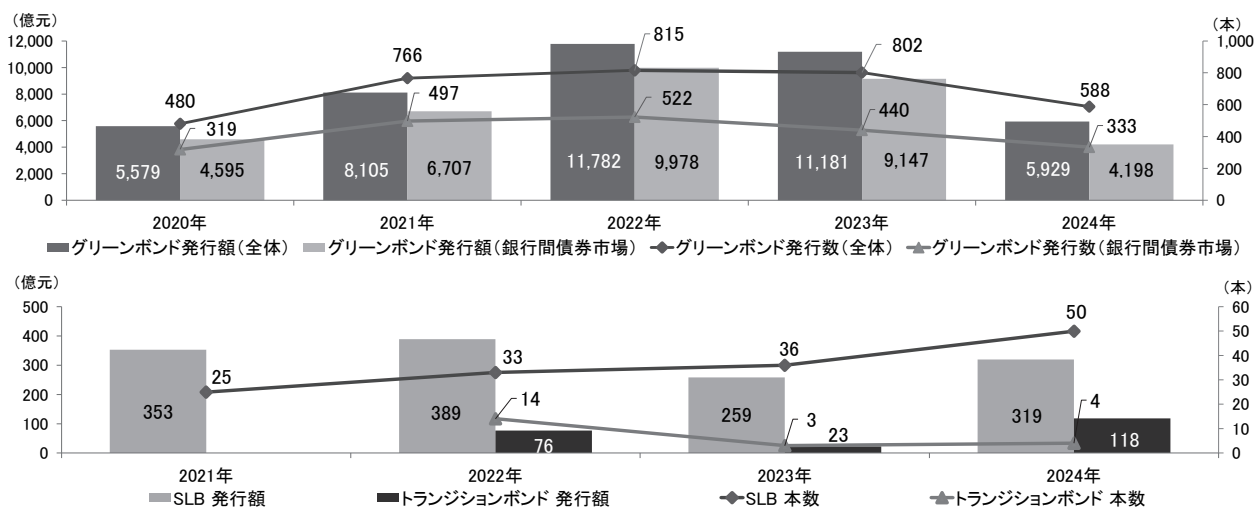
<sup>1</sup> NAFMIIとは、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場の市場参加者による自律組織である。

<sup>2</sup> 中央国債登記決済有限責任公司「中国トランジションボンド白書」2024年10月。

<sup>3</sup> なお、今般の新規則の適用対象となるのは、銀行間債券市場で発行されるSLBとトランジションボンドである。

<sup>4</sup> 本発行額は、中国国内の基準（中国タクソノミーや中国グリーンボンド原則）を満たす全てのグリーンボンドが対象となっている。そのため、クライメイト・ボンド・イニシアチブ（CBI）が発表している気候ボンド基準（CBS）を満たす発行額よりも大きい。

図表1 中国におけるグリーンボンドの発行金額・本数の推移



(注) 1. 2024年は、11月20日時点のデータ。  
 2. 銀行間債券市場におけるグリーンボンドのデータは、証券取引所で同時に発行する債券も含まれている。  
 (出所) Windより野村資本市場研究所作成

## 2) 試験運用が始まって間もないトランジションボンド市場

中国におけるトランジションボンド市場の歴史は、2021年のSLBの導入から始まった。銀行間債券市場で発行されるSLB・トランジションボンドをみると、SLBの発行額・本数が圧倒的に多いことがわかる。また、SLBの発行本数は2021年から2024年(11月20日時点)にかけて増え続けているものの、発行額は2023年に前年の389億元から259億元と大幅に減少し、2024年も同様に持ち直していない。一方、2022年5月に試験運用を開始したトランジションボンドの発行状況を見ると、2024年の発行本数はわずか4本であるが、大手鉄鋼会社である中国宝武鋼鉄集团有限公司による大型起債(100億元)といった案件もあったため、発行額は過去最高の118億元となっている。

## 2. グリーンボンド及びトランジションボンドの規則体系

中国では、各管理監督当局が各々の管理監督下にあるグリーンボンド及びトランジションボンドに対して、個別に発行規則を制定するという規則体系となっている。ただし、グリーンボンドに関しては、中国タクソノミーや中国グリーンボンド原則(CGBP)といった、全てのグリーンボンドに通用する統一的な基準がある。一方、トランジションボンドに関しては2024年11月時点で、全市場統一的な基準が制定されていない(図表2)。また、主な発行市場は、人民銀行が管理監督する銀行間債券市場と、中国证券监督管理委员会(証監会)が管理監督する証券取引所市場(上海・深圳・北京)に大別されるが、今般の通知では、銀行間債券市場で発行されるグリーン社債及びトランジションボンド(SLBを含む)が適用対象となっている。

図表 2 中国におけるグリーンボンド及びトランジションボンドの現行規則

グリーンボンドの種類	グリーン会社債	グリーン企業債	グリーン金融債	グリーン社債 グリーン資産担保証券(ABS)
グリーンボンドの 統一的な基準	「グリーンボンド支援プロジェクト目録(2021年版)」(中国タクソミー) 「中国グリーンボンド原則」(CGP)			
グリーンボンドの 個別発行規則	上海・深圳証券取引所: 「グリーン会社債試験運用 の展開に関する通知」 中国証監会:「グリーンボ ンド発展の支援に関する指 導意見」	発改委: 「グリーンボ ンド 発行指針」	中国人民銀行:「銀行間債券市 場におけるグリーン金融債の 発行関連事項の公告」 中国人民銀行:「グリーン金融 債の存続期間における管理監 督に関する事項の通知」	銀行間市場取引商協会: 「非金融企業グリーン債務融資 商品業務指針」 銀行間市場取引商協会: 「グリーンボンド及びトランジ ションボンドの関連メカニズムの更 なる最適化に関する通知」
グリーンボンドの 発行市場	証券取引所市場	証券取引所市場&銀行 間債券市場	銀行間債券市場	
トランジションボ ンドの種類	低炭素向けトランジ ション 会社債券	低炭素向けトランジ ション リンク債	SLB	トランジションボ ンド
トランジションボ ンドの 個別発行規則	上海証券取引所「会社債券発行上場審査規則適用 指針第2号—特定品種会社債券(2022年修訂)」		銀行間市場取引商協会: 「SLB十問十答」 銀行間市場取引商協会:「グリーンボ ンド及びトランジションボ ンドの関連メカニズムの更なる最適化に関する通知」	銀行間市場取引商協会: 「トランジションボ ンドの試験運 用の展開に関する通知」
トランジションボ ンドの 発行市場	証券取引所市場		銀行間債券市場	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

### III 新規則の主な内容

銀行間取引商協会が今般、新規則を公布したのは、グリーンボンド及びトランジションボンドの発行低迷状況から脱却し、発行を後押しすることが意図されているとみられる。加えて、新規則には、投資家の利益を考慮した情報開示の強化に関する内容も含まれる(図表3)。本章では、これらの観点から、新規則の主な内容を紹介する。

## 1. グリーンボンド及びトランジションボンドに向けた発行支援策

### 1) グリーンボンド及びトランジションボンドの調達資金使途の緩和策

新規則では、銀行間債券市場で発行されるグリーンボンド及びトランジションボンドの調達資金の使途緩和に関する内容が含まれる。第1に、グリーンボンドの従来の使途である「グリーンプロジェクトの建設・運営、流動資金の補完、グリーン借入の返済」に加え、「過去3か月以内に、発行体が自己資金でグリーンプロジェクトへの支出及びグリーン有利子負債返済を行った場合、その自己資金の支出をグリーンボンドで調達した資金で置き換えること」<sup>5</sup>が可能となった。加えて、発行体は一時的に余剰となったグリーンボンドの調達資金を国債、政策性銀行金融債<sup>6</sup>、地方政府債に投資することが可能である。

<sup>5</sup> 一定の基準を満たせば、調達資金を自己資金による1年以内のグリーンプロジェクトへのエクイティ出資の置き換えも可能である。

<sup>6</sup> 政策性銀行金融債とは、政策金融機関である政策性銀行(例えば、国家開発銀行)が発行する金融債である。

図表3 新規則の主な内容

施策	分野	内容
グリーンボンド及びトランジションボンドに向けた発行支援策	グリーンボンドの資金関連	発行体は募集資金の監督管理口座を設立すべき。同口座の管理機関は、募集資金のグリーン分野への使用を確保すべき。 募集資金使用計画に影響しない前提に、発行体は一時的に余剰となった資金を国債、政策性銀行金融債、地方政府債等に投資可能。 過去3か月以内に、発行体が自己資金でグリーンプロジェクトへの支出及びグリーン有利子負債返済を行った場合、その支出をグリーンボンドで調達した資金で置き換えることが可能。また、一定の基準を満たせば、グリーンボンドの調達資金で自己資金による1年以内のグリーンプロジェクトへのエクイティ出資を置き換えることも可能。
	トランジションボンド関連	トランジションボンドの発行体の範囲を拡大(従来の8つの産業に限定せず)。 トランジションボンドの調達資金用途の拡大(トランジション・タクソミーに準拠するプロジェクト)。
	SLB関連	SLBの重要業績評価指標(KPI)の選定要素を緩和。従来の「選定対象業務の収益が営業収益全体に占める割合が30%以上」という制限数値が撤廃され、発行体のサステナビリティ目標、重点地域での発展目標、主要業務と関連性が高い発展計画等をKPIとすることを推奨。 サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPT)の達成状況に応じた財務的・構造的変化的な仕組調整として、SPTが達成された場合に金利の引き下げを行うというインセンティブの設定を推奨。 SLBの発行体によるESG関連情報の開示を推奨。また、発行体のESG関連スコアに連動するSPTの設定を推奨。
	仲介機関関連	グリーンボンド及びトランジションボンドの発行・引受業務状況を主幹事証券会社の日常評価指標に組み込まれる。 マーケットメイカー(証券会社等)に対し、グリーンボンド及びトランジションボンドに向けたマーケットメイク業務を行うことを推奨。
	中央国有企業・民間企業の発行体に向けた支援策	中央国有企業の資産負債率(総負債/総資産)を計算する際に、同企業が発行するグリーンボンド及びトランジションボンドを一定の比率で総負債から除外。 民間企業がグリーンボンド及びトランジションボンドを発行する際に、証券会社等の金融機関による信用補完措置の提供を推奨。
投資家の利益を考慮した施策	グリーンボンドにおける情報開示メカニズムの最適化 登録段階: グリーンプロジェクトの種類、選別基準・選別プロセス、募集資金使用計画のみを開示し、具体的なプロジェクトが未定であれば開示は不要。 発行段階: 発行体を成熟層企業と成熟層以外の企業の2種類に分別。前者の成熟層企業は、発行段階において登録段階の開示要件と同様。後者の成熟層以外の企業は、発行書類に募集資金の使用及び管理状況、プロジェクトのコンプライアンス適合性、期待される環境効果の指標等のより詳細な情報を開示する必要がある。 存続期間中: 発行体は毎年4月30日と8月31日までに、募集資金の使用状況、プロジェクトの進捗等を開示すべき。	
その他	グリーン関連商品の種類拡大 炭素排出権連動型社債・炭素排出権担保型社債等の発行を推奨。 グリーン資産証券化商品の組成を推奨。	

(出所) 銀行間市場取引商協会「グリーンボンド及びトランジションボンドの関連メカニズムの更なる最適化に関する通知」より野村資本市場研究所作成

第2に、トランジションボンドによる調達資金の用途も緩和されている。従来では、トランジションボンドの調達資金用途は、①中国タクソミーに含まれる経済活動に関するグリーンプロジェクトのうち、技術的基準を満たしていないプロジェクト、②カーボンピークアウト・カーボンニュートラル<sup>7</sup>の目標に適合する5つの種類のプロジェクト<sup>8</sup>が含まれるが、新規則では、「管理監督当局が制定するトランジション・

<sup>7</sup> カーボンピークアウトとは、2030年までに二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)の排出量をピークに到達させることを指す。カーボンニュートラルとは、2060年までに、CO<sub>2</sub>の排出量と吸収量をプラスマイナスゼロにすることを指す。

<sup>8</sup> 具体的には、①高効率石炭火力発電(クリーンコール)、②天然ガスクリーンエネルギー、③電力、建材、鉄鋼、有色金属、石油化学、化学工業、製紙、民間航空等8つの産業における生産能力の置換え、④グリーン設備・技術の応用、⑤その他低炭素向けトランジション効果があるプロジェクト、が含まれる。

タクソノミーに準拠するプロジェクト」が資金使途の対象に新たに加えられた。具体的には、地方レベルの「湖州市移行金融支援活動目録」、「上海市移行金融目録」や、国家発展改革委員会が公布した「グリーン低炭素トランジション産業指導目録（2024年）」等が対象となるタクソノミーとして挙げられる。

## 2) トランジションボンド及びSLBの発行要件の緩和策

同緩和策の主なポイントは2点挙げられる。第1に、トランジションボンドの発行体の範囲拡大である。具体的には、従来の電力、建材、鉄鋼、有色金属、石油化学、化学工業、製紙、民間航空等8つの産業のみならず、トランジションのニーズがある全業種の企業がトランジションボンドを発行することが可能となった。

第2に、SLBの重要業績評価指標（KPI）の選定要素の緩和や、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）の達成状況に応じた財務的・構造的特性の変化の仕組み調整が挙げられる。KPIの選定要素に関しては、従来の「選定対象業務の収益が営業収益全体に占める割合が30%以上」という営業収益に関する制限数値が撤廃され、その代わりに、企業のサステナビリティ目標、重点地域における発展目標、業務関連性が高い発展計画等が主要な選定要素となっている。これらの選定要素には、発行体のサステナビリティへの貢献度が高いことが求められる。財務的・構造的特性の変化の仕組み調整に関しては、従来のSPTが達成できなかった場合に金利を上乗せする義務があるというペナルティの設定に加え、SPTが達成された場合に金利の引き下げを行うというインセンティブの設定も推奨するとしている。

## 3) 中央国有企業及び民間企業のニーズに応じた発行支援策

新規則では、中央国有企業<sup>9</sup>及び民間企業それぞれの特徴に応じて、異なる発行支援策を講じている。具体的には、①中央国有企業の資産負債率（総負債／総資産）<sup>10</sup>を計算する際に、同企業が発行するグリーンボンド及びトランジションボンドを一定の比率で総負債から除外すること、②民間企業がグリーンボンド及びトランジションボンドを発行する際に、証券会社等の金融機関による信用補完措置の提供を推奨する、等の施策が挙げられる。前者は中央国有企業の資産負債率への影響を緩和した状態での資金調達を可能にし、後者は民間企業の信用リスクの低減をすることで、それらの企業のグリーンボンド及びトランジションボンドの発行を促進することが可能となると解釈される。

<sup>9</sup> 中央国有企業とは、國務院傘下の国有資産監督管理委員会に直属する国有企業を指す。

<sup>10</sup> 国有資産監督管理委員会は、傘下の中央国有企業に対し毎年責任者会議を行い、資産負債率を含む業績指標に対する要請をしている。例えば、2022年には、中央国有企業全体の資産負債率は65%以内に維持すべき、という数値目標が制定された。2023年では、具体的な数値目標は制定されていないものの、資産負債率を一定の水準に安定させるという定性的な指示があった（國務院国有資産監督管理委員会ウェブサイトを参照）。

## 2. 投資家の利益を考慮した情報開示の強化

新規則で示された情報開示の強化策では、グリーンボンドの全発行プロセスを、①銀行間取引商協会への登録段階、②債券の発行段階、③債券の存続期間、の3段階に分けた上で、登録・発行段階における情報開示要件を調整し、存続期間の情報開示を拡充した。

具体的に、①の登録段階では、グリーンプロジェクトの種類、選別基準・選別プロセス、募集資金使用計画のみを開示し、具体的なプロジェクトが未定であれば開示は不要とした。②の発行段階では、発行体を成熟層企業<sup>11</sup>と成熟層以外の企業の2種類に分け、前者の成熟層企業は発行段階において登録段階の開示要件と同じとした一方、後者の成熟層以外の企業は、発行書類に募集資金の使用及び管理状況、プロジェクトのコンプライアンス適合性、期待される環境効果の指標等のより詳細な情報を開示する必要があるとした。更に、③の存続期間の情報開示要件では、毎年4月30日及び8月31日までに、発行体による前年度または上半期の情報開示を行う必要があるとした。発行段階において具体的なグリーンプロジェクトの開示が行われていない場合、主幹事証券会社が半年ごとにデューデリジェンスを行う必要があるとした。

発行体にとって、登録・発行段階における開示要件の調整は、グリーンボンドの登録プロセスの簡素化及び審査期間の短縮化につながり、発行プロセスの効率性を高めることができることを意味する。また、存続期間における情報開示の強化は、投資家にとってグリーンボンドに対する理解を深める一助になることから、より合理的な投資判断を促すことにつながり得ると考えられる。さらに、情報開示拡充は、グリーンボンド及びトランジションボンドの透明性を高めるといった効果も期待されるため、さらなる投資につながる可能性もあると言える。

## IV 今後の課題と見通し

今般の新規則は、従来のグリーン分野に加え、経済発展を支えてきたものの、温室効果ガスの排出量が多い産業の脱炭素化を進める「グリーン・トランジション」を支援していく方向性を明示したという意味で意義があると言える。銀行間債券市場向けの規則制定は、全国レベルの基準ではないものの、グリーンボンド及びトランジションボンドの発行を一定程度促進させることが期待される。

一方で、中国におけるグリーンファイナンス及びトランジション・ファイナンス分野の課題は依然としてある。まず、中国国内では、グリーン分野に関して中国タクソノミーやCGBPといった統一的な基準があるものの、その下で発行された中国国内のグリーンボンドが必ずしも国際的な基準に満たしているわけではないため、海外投資家に受け入れられ

<sup>11</sup> 成熟層企業とは、銀行間債券市場で債券を発行する発行体のうち、直近36か月に3本以上合計100億円の社債を発行済、などの条件を満たしている企業を指す。

ていない可能性は否めない<sup>12</sup>。そのために、海外投資家による中国国内のグリーンボンド及びトランジションボンドへの投資が不足しているという課題がある。

そうした中で、中国、欧州連合（EU）及びシンガポールの管理監督当局は2024年11月、中国とEUのコモン・グラウンド・タクソノミー（CGT）をベースにシンガポールタクソノミーを加えた「複数CGT（Multi-Jurisdiction-CGT、M-CGT）」を公表した<sup>13</sup>。M-CGTは国際的なタクソノミーの共通化を目指しており、海外投資家に比較的受け入れやすい基準となっていると解釈される。今後、より多くの海外投資家が魅力的な投資と感じるためには、M-CGTのような国際的な基準を新発及び既発のグリーンボンドに適用することがカギになると考えられる<sup>14</sup>。

また、トランジション・ファイナンス分野における課題として、①全国レベルのトランジション・タクソノミーのようなトランジション・ファイナンスの基準が制定されていない、②既存の地方レベルのトランジション・タクソノミーには中長期的な「科学的根拠のあるトランジション戦略」や、カーボンピークアウト・カーボンニュートラルの目標の実現に向けた時間軸に沿った技術ロードマップが作成されていない、といった点が挙げられる。こうした課題に対し、中国人民銀行は、既に一部の産業（鉄鋼、建築建材、農業、石炭火力発電）のトランジション・タクソノミーを制定中である<sup>15</sup>。こうした国レベルのトランジション・タクソノミーに加え、前述のトランジション戦略及び技術ロードマップ等の要素を含むトランジション・ファイナンスの基準も制定すべきという専門家の指摘もある。

上記の共通点として、中国におけるグリーン・トランジション分野向けの規則改正は、国際的な基準との整合性をとり、更なる対外開放を進めていく必要があることが挙げられる。その中で、如何に海外投資家に受け入れられ、海外からのグリーンマネーを惹きつけるのがポイントとなる。こうした観点から、中国におけるグリーン・トランジション分野に関する今後の政策制定の動きは、同分野に注力する他国の政策制定機関にとっても示唆となり得ることから、注目に値しよう。

<sup>12</sup> Climate Bonds Initiative, “China Sustainable Debt State of the Market Report 2023,” May 2024.

<sup>13</sup> Monetary Authority of Singapore, “The International Platform on Sustainable Finance presents the Multi-Jurisdiction Common Ground Taxonomy to enhance interoperability of taxonomies across EU, China and Singapore,” November 14, 2024.

<sup>14</sup> 中国外為取引センターが率いる専門家グループは2024年9月に「CGTのラベル付きグリーンボンド実践報告」を公布し、中国における既存のグリーンボンドがCGTに準拠しているか否かを検証し、CGTに準拠する既発グリーンボンドのリストを作成している。2024年11月末時点で、CGTに準拠する既発グリーンボンドは合計で245本あり、その規模は3,600億元超となっている（中国金融学会・綠色金融專業委員會「緑金委『共同分類目録』貼標專家組會議在上海召開」2024年12月10日）。

<sup>15</sup> 「馬駿：補齊短板增強合力、深化綠色金融改革」『中国証券報』2024年7月11日。