

野村サステナビリティ・ウィーク 2025：「中国・アジアのサステナブルファイナンスーグローバルサウスの視点も交えてー」

五島 佐保子

Ⅰ 要 約 Ⅰ

1. 野村グループは 2025 年 9 月、「野村サステナビリティ・ウィーク 2025」を開催し、「中国・アジアのサステナブルファイナンスーグローバルサウスの視点も交えてー」と題したセッションを行った。
2. 本セッションでは、アジアのグリーンボンド市場やタクソミーといったサステナブルファイナンスをめぐる論点や、アジアにおけるトランジション・ファイナンスの重要性等について、パネルディスカッションを行った。
3. グリーンボンド市場の信頼性向上を目指し、国際基準への準拠も重視した、東南アジア諸国連合（ASEAN）・中国タクソミーの策定の取り組みが紹介された。また、アジアのトランジション・ファイナンス推進に向けた日本の役割として、経済産業省による技術ロードマップに関するノウハウの提供や、日本の投資家による対アジア投資への期待が示された。
4. 総じて、グリーン及びトランジション・ファイナンスを一層活性化させるためには、各国規制当局・企業・投資家・金融機関の協働を通じて、タクソミー等の規制の策定から、移行計画の策定・実行、そしてグリーン及びトランジション・ファイナンス実行までの、一貫した流れを創出することが重要であることが示唆された。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・北野陽平「ASEANにおけるサステナブルファイナンスの潮流ーSDGs 債市場とトランジション・ファイナンスを中心にー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年冬号。
- ・宋良也「4 年ぶりに更新された中国タクソミーー炭素排出削減に向けたトランジションプロジェクトの導入ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年秋号。
- ・白井さゆり「気候トランジション・ファイナンスに対する世界の動向」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年冬号。

I はじめに

野村グループは 2025 年 9 月、「野村サステナビリティ・ウィーク 2025」を開催し、「中国・アジアのサステナブルファイナンス―グローバルサウスの視点も交えて―」と題したセッションを行った。パネリストは、慶應義塾大学総合政策学部 白井さゆり教授、野村資本市場研究所 シンガポール事務所 北野陽平主任研究員、野村資本市場研究所 宋良也副主任研究員の 3 名であり、野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表の関根栄一がモデレーターを務めた。

国際連合気候変動枠組条約第 30 回締約国会議（COP30）の開催を 2025 年 11 月に控える中、大半の締約各国においては、温室効果ガス（GHG）排出量削減目標としての「国が決定する貢献（NDC）」の提出が待たれるところである。全ての締約国に対して NDC の提出義務が課されるものの、アジアでは 2025 年 9 月現在、日本やシンガポール等、一部の国のみが提出している状況である。世界最大の二酸化炭素（CO₂）排出国である中国は、COP30 開催までに NDC を提出する方針を表明¹しており、その内容が注目されている。

一方、GHG 排出削減をめぐる先進国と途上国の利害が対立する中、2024 年 11 月に開催された COP29 において気候資金に関する「新規合同数値目標（NCQG）」が設定された。同目標では、（1）途上国に向けた資金拠出の目標を、従来の年間 1,000 億米ドルから、2035 年までに年間 3,000 億米ドルへ 3 倍に増加、（2）途上国に向けた公的部門・民間部門からの資金拠出を、2035 年までに年間 1 兆 3,000 億米ドルに拡大させるために、すべての当事者が協力して取り組む、と示された。ただし、サステナブルファイナンスを通じた資金拠出の分担等の詳細は 2025 年 9 月時点で固まっていない。また、次期 NDC との関係では、移行期間の資金需要をどのようにカバーしていくのか、近年、世界的に存在感を高めている「グローバルサウス」諸国も自身で計画を立てていく必要がある。

本セッションでは、アジアのグリーンボンド市場やタクソミーといったサステナブルファイナンスをめぐる論点や、アジアにおけるトランジション・ファイナンスの重要性等について、パネルディスカッションを行った。

II 成長するアジアのグリーンボンド市場とタクソミー

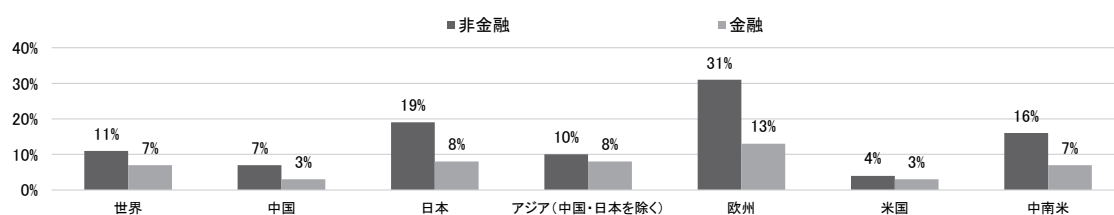
アジアは、GHG 排出削減に向けて世界で最も資金需要がある地域である。各パネリストからは、アジアのサステナブルファイナンスについて注目している論点について、（1）アジアのグリーンボンド市場の形成、（2）ASEAN における環境・社会・ガバナンス（ESG）債市場やタクソミー、（3）中国の NDC とタクソミー、について各々コメントがあった。

¹ 本セッション公開日（2025 年 9 月 24 日）時点。同日、中国は NDC を公表した（「习近平在联合国气候变化峰会发表视频致辞」『人民日報ネット版』2025 年 9 月 25 日）。

1. アジアにおける透明で信頼されるグリーンボンド市場の形成

アジアにおいて全社債の発行額に占める ESG 債の割合は、多くの国・地域に比して拡大の余地があると考えられる（図表 1 参照）。特に、グリーンボンドは、発行規模及び市場の成熟度の高さを踏まえて、ESG 債の中でも大変重要と評価できる。この重要性を鑑み、グリーンボンドの信頼性向上に向けた課題及び改善策に関して、アジアの規制当局関係者の間で活発な議論が行われている。

図表 1 各国・地域における社債発行額に占める ESG 債の割合（2020～2024 年の発行額に基づく）



（出所）Organisation for Economic Co-operation and Development, “Asia Capital Markets Report 2025,” *OECD Capital Market Series*, June 26, 2025; 白井さゆり「アジアにおける透明で信頼されるグリーンボンド市場の形成」2025 年 9 月 24 日より野村資本市場研究所作成

1) グリーンボンドの信頼性に関する問題点

グリーンボンドの信頼性をめぐって、（1）国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）に基づく義務的な情報開示が現時点で限定的、（2）セカンド・パーティ・オピニオン（SPO）における、発行体からの手数料受領に伴う利益相反の懸念、（3）タクソノミー等の厳格な基準が適用されず、第三者保証も実施されないまま、グリーンとラベル付けされる事例が多い、（4）グリーンボンド発行後のインパクトレポートにおいて、定量的な指標や外部評価を用いて、資金使途やインパクトを公表している事例が少ない、といった問題点が挙げられる。

特に、2 点目について、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則等への適合性を評価する SPO に関する問題点が注目されている。発行体が評価機関に対して外部レビューに係る費用を支払う仕組みになっていることから、利害相反のリスクを内包すると考えられる。一方、各評価機関の評価手法は異なり、全ての銘柄・フレームワーク等に対して最上位の SPO を付与する比較的评价基準が緩いと思われる機関もあれば、相対的な差異を明確に示す機関も存在する。国際的に評価される海外の評価機関を利用することが良いとも考えられる一方で、中小企業へもグリーンボンド及び SPO の発行を促進していく観点から、地場の評価機関を育てていくことも重要である。企業間の相対的な差異をより明確にするよう促すことで、既存の地場の評価機関のアプローチが改善するようにして、国内利用の活用余地を確保することが望ましい。そのためには、金融当局が評価機関に対する規制を導入し、SPO 全体の質の

底上げを図ることが重要との問題意識がアジアの規制当局関係者の間でも足元で共有されつつある。

2) グリーンボンドの信頼性向上に向けた改善策

グリーンボンドの信頼性を向上するためには、(1) ISSB 基準において義務化される、GHG 排出量スコープ 1、2、3 の開示の促進、(2) 最高評価に偏りがちな SPO 評価の精査、(3) グリーンボンド発行体の企業全体としての移行計画の信頼性向上、が有力視されている。

特に、2 点目について、(1) インパクトとしての定量データの開示及び第三者保証の実施、(2) 評価機関に対する規制・監督の実施、及び SPO における評価の相対化を目的としたスコアリングの導入、(3) SPO やインパクトレポーティング等を一括して管理するプラットフォームの整備、(4) SPO の品質向上等に関する規制当局と、投資家や発行体等との対話の推進、といった対策が考えられる。

また、3 点目について、移行計画は、欧州連合 (EU) のグリーンボンド基準や国際移行計画ネットワーク (ITPN) 等においても重視されている。ITPN は ISSB もサポートしており、足元で注目が高まっている。信頼できる移行計画に関しては、(1) Science Based Targets (SBT) または同等の枠組みに準じた、短・中・長期の GHG 排出削減量目標の設定、(2) 設備投資計画と企業全体としての移行計画との関連付け、(3) 発行体レベルの信頼できる脱炭素化経路がカギとなり得る。

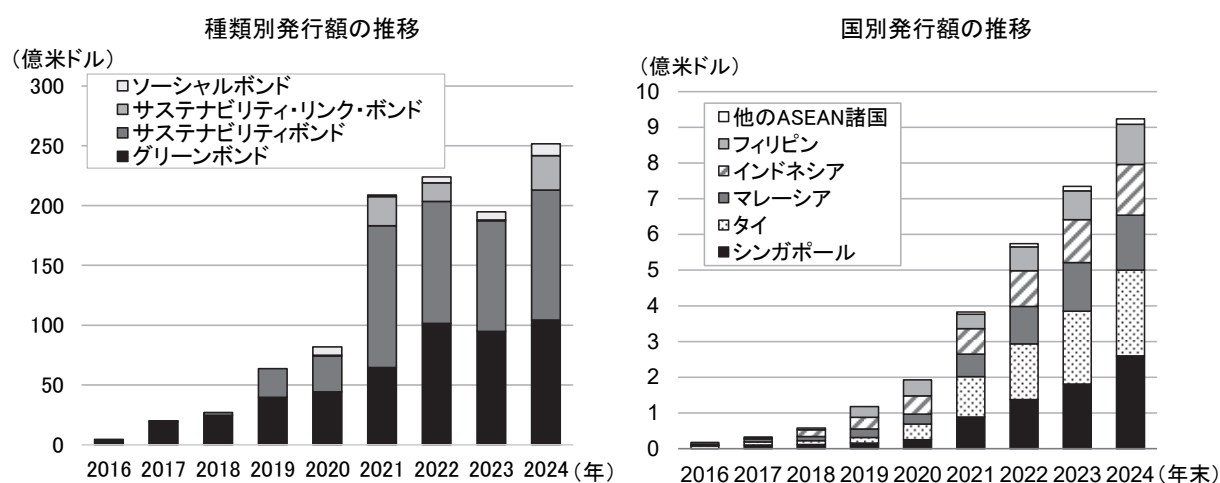
2. 成長する ASEAN の ESG 債市場と ASEAN タクソノミー

世界第 5 位の経済圏である ASEAN では、エネルギー需要に占める化石燃料依存度が約 8 割となっている中、高い経済成長と中長期的な人口増を背景に GHG 排出量が増加傾向にある。そのため、各国は、GHG 排出量実質ゼロ（ネットゼロ）目標を達成すべく、取り組みを進めている。ASEAN では今後、低・脱炭素化に向けたクリーンエネルギーへの年間必要投資額が大幅に増加する見通しである²。こうした投資の実行には膨大な額の資金調達求められる中、近年、同域内ではグリーン及びサステナブルファイナンスの動きが活発化しており、ESG 債の発行が拡大傾向にある。

ASEAN における ESG 債の発行額は、2016 年の約 5 億米ドルから 2024 年には約 250 億米ドルへと増加した（図表 2 左参照）。債券種類別では、グリーンボンドとサステナビリティボンドが市場の成長を牽引している。資金使途が特定されていないサステナビリティ・リンク・ボンド (SLB) への関心も徐々に高まりつつある。ESG 発行残高の国別内訳では、シンガポールが最大であり、タイが続いている（図表 2 右参照）。

² 国際エネルギー機関 (IEA) と国際金融公社 (IFC) の共同報告書によると、ASEAN ではネットゼロに向けたクリーンエネルギーへの年間必要投資額が 2022 年時点の約 300 億米ドルから 2030 年代前半には約 2,400 億米ドルへと増加すると推計されている (International Energy Agency and International Financial Corporation, “Scaling up Private Finance for Clean Energy in Emerging and Developing Economies,” June 21, 2023)。

図表2 ASEANにおけるESG債の発行状況



（出所）アジア・ボンド・オンラインより野村資本市場研究所作成

同域内における ESG 債の多くは、ASEAN10 各国の証券監督当局が参加する ASEAN 資本市場フォーラム（ACMF）により策定された ASEAN グリーンボンド基準等に基づいて発行されている。これらの基準は、ICMA のグリーンボンド原則等を参考に策定されており、国際的な基準との整合性が確保されていると言える。また、ASEAN では 2021 年、金融・資本市場のステークホルダー等がグリーンな資産や経済活動の定義に関する共通の認識を有することを可能とすべく、「サステナブルファイナンスのための ASEAN タクソノミー」が導入された。ASEAN タクソノミーは、EU タクソノミー等を参考にして策定され、環境目的や必要不可欠な基準は概ね共通している。ただし、ASEAN タクソノミーでは、定性的・定量的な基準に基づいて、経済活動がグリーン、アンバー、レッドのいずれかに分類される形となっており、アンバーという階層が導入された点が EU タクソノミーと異なる。アンバーに分類される経済活動は、現時点でグリーンに該当しないものの、グリーンへの移行段階にあると位置づけられる。ASEAN タクソノミーは、ASEAN グリーンボンド基準等を補完して、グリーンボンドの発行促進に貢献するのみならず、金融・資本市場において幅広く利用されることが期待されている。

3. 国際基準への準拠を重視する 2025 年版中国タクソノミー

中国は、2030 年にカーボンピークアウト、2060 年にカーボンニュートラル³の達成を掲げる「3060 目標」を含む NDC の達成に向けて、グリーンボンドの発行支援等のサステナブルファイナンスに関する取り組みを行ってきた。中国は COP30 までに NDC を提出する方針を表明⁴しており、具体的には、従来の 3060 目標よりも更に野心的な目標を含む NDC

³ カーボンピークアウトは、二酸化炭素（CO2）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は、CO2 の排出と吸収をプラスマイナスゼロにすることを指す。

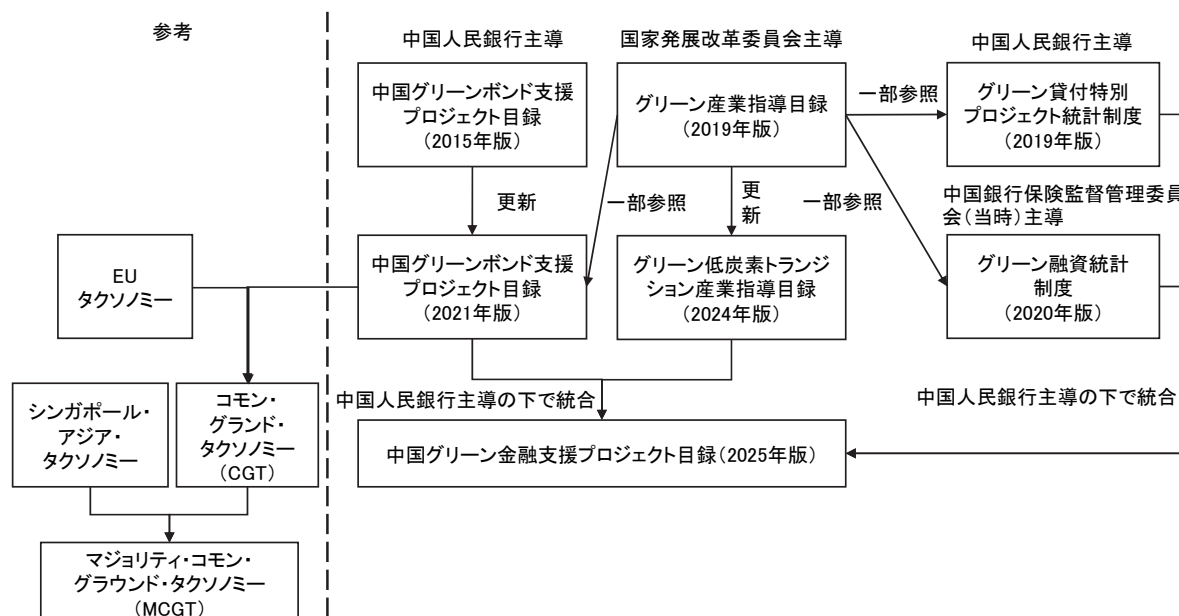
⁴ 前掲脚注 1 参照。

の更新版を公表する予定である⁵。

中国では近年、グリーンファイナンスの推進に際して、グリーンとされる経済活動・金融商品を分類・規定する基準体系としてのタクソノミーが策定されてきた（図表 3 参照）。2025 年 7 月、複数存在していた既存のタクソノミーが統合され、「中国グリーン金融支援プロジェクト目録（2025 年版）」（以下、2025 年版中国タクソノミー）が公表された。さらに、国際的なタクソノミーの共通点を見出すための枠組みとして、2022 年に中国と EU のタクソノミーの共通点をまとめた「コモン・グラウンド・タクソノミー（CGT）」が、2024 年には、シンガポール・アジア・タクソノミーも対象に含まれた「マジョリティ・コモン・グラウンド・タクソノミー（MCGT）」が公表されている。

2025 年版中国タクソノミーの主要な改正点として、（1）タクソノミーの対象となるプロジェクトとして、従来の製造・生産分野に加え、貿易・消費分野が追加された点、（2）プロジェクトの GHG 排出量削減に対する貢献度合いが 3 段階でラベリングされている点、が挙げられる（図表 3）。ラベリング体系は、ICMA の定義するグリーンイネープリングプロジェクト（GEP）⁶の概念と部分的に共通しているとも言え、中国の規制当局が国際的な基準への準拠を重視しているスタンスが示唆される⁷。

図表 3 中国タクソノミーの沿革



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

⁵ 中国と欧州連合（EU）が 2025 年 7 月 24 日に第 25 回首脳会談で公表した共同声明による（中国外交部「中欧領導人關於應對氣候變化的聯合聲明」2025 年 7 月 24 日）。

⁶ International Capital Market Association, “Green Enabling Projects Guidance Document,” June 2024.

⁷ 中国中央財經大学綠色金融國際研究院・范欣宇「『綠色金融支持項目目錄（2025 年版）』解説」2025 年 7 月 19 日。

Ⅲ トランジション・ファイナンスの重要性

NDC の実現に向けて、先進国・途上国を問わず、移行期間におけるトランジション・ファイナンスの重要性が再認識される中、ICMA は 2020 年 12 月に「クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック」(CTFH) を公表し、世界的な指針を提示した。他方、アジア各国・地域においては、各自の制度・産業構造等を反映した独自の指針が導入されつつある。各パネリストからは、金融資本市場、事業会社、投資家、金融機関が CTFH や独自の指針をどのように活用しているのか、また、どのような課題を抱えているかについて、論点が挙げられた。

1. ASEAN タクソノミーに関する課題と日本の技術ロードマップ

アジアの規制当局関係者の間では、足元でトランジション・ファイナンスに対する関心が高まりつつあるようだ。ASEAN タクソノミーに関する評価は国際的に高いものの、実践上の課題も顕在化していると考えられる。ASEAN タクソノミーと、ASEAN 各国の政府が独自に策定したタクソノミーが併存しており、一部の投資家からは理解しづらいとの声も上がっている。

ASEAN タクソノミーにおけるアンバー（移行）の階層を活用して、トランジションボンド等を発行することは可能である。しかし現状では、企業側のデータ開示や移行計画の策定に改善の余地があると言える。

係る状況において、日本の経済産業省等により策定された、経済産業分野毎の技術ロードマップは、ASEAN 企業における、データ開示や重要業績評価指標 (KPI) 策定、移行計画の策定に際して参考になり得る。ただし、ライフサイクル GHG 排出量⁸やカーボン・ロックイン⁹を回避するアプローチをより明確化していくことで、国際的な理解もさらに深まり、こうした技術ロードマップに関するノウハウの提供等を通じて、日本がトランジション・ファイナンスの推進において主導的役割を担うことが期待される。

2. ASEAN トランジション・ファイナンス・ガイダンスの策定

GHG 多排出の業種や排出削減が困難な業種に属する企業が多い ASEAN では、ネットゼロにコミットする企業が増加傾向にあり、そうした企業の低・脱炭素化を促進するための資金調達手段としてトランジション・ファイナンスの重要性が高まっている。2023 年 10 月、トランジションのラベル付き金融商品の発行を含むトランジション・ファイナンスの

⁸ ライフサイクル GHG 排出量は、製品等の製造から製品利用、廃棄までの全工程で排出される GHG の総量を指す。

⁹ カーボン・ロックインは、高排出のインフラや資産が、低排出の代替手段が存在するにもかかわらず使い続けられることで、脱炭素化の移行が遅れたり妨げられたりする状態を指す（経済産業省「アジアにおけるトランジション・ファイナンス推進のあり方について」2025 年 7 月）。

促進に向けて、国際的に認知された既存のガイドラインを参考に、「ASEAN トランジション・ファイナンス・ガイダンス（ATFG）」が策定された。

2024 年 10 月に公表された ATFG 第 2 版においては、トランジション・ファイナンスには、（1）グリーンファイナンス、（2）資産レベルのトランジション・ファイナンス、（3）事業体レベルのトランジション・ファイナンス、が含まれることが示された。2 点目の資産レベルのトランジション・ファイナンスは、完全にグリーンではないものの、トランジション段階にある資産や活動向けの資金提供を指す。これに対して、3 点目の事業体レベルのトランジション・ファイナンスは、野心的かつ信頼できるトランジションを進めている事業体向けの資金提供であり、用途は限定されない。このガイダンスでは、事業体レベルのトランジション・ファイナンスに焦点が当てられており、トランジションを進める事業体を 3 つの階層に分類するアプローチなどが示されている。

こうしたガイダンスが導入され、トランジション・ファイナンスに関する考え方が整理されたものの、ASEAN ではまだトランジションのラベル付き債券の発行実績はない状況であり、今後、案件組成の実現が期待される。

3. 中国におけるトランジション・タクソノミー策定の可能性

中国においては、トランジションボンドの発行実績が見られる一方、トランジションに関するタクソノミーは全国レベルで制定されていなかった。こうした状況の下、2025 年の中国タクソノミーの更新において、従来のグリーン分野に加え、GHG 多排出である伝統産業の脱炭素化を対象とする「低炭素排出向けトランジション」に関するプロジェクトが一部導入された点が注目される。

今後は、（1）中国タクソノミーとは別途、中国トランジション・タクソノミーが策定される可能性や、（2）CGT 及び MCGT が 2025 年の中国タクソノミーの更新に合わせて更新される可能性、等が注視される。

IV アジアのサステナブルファイナンス発展のためのカギ

各パネリストからは、日本の政策当局や企業、投資家、金融機関が、アジアのサステナブルファイナンスの発展のために果たし得る役割に加え、日本の関係者にとってヒントとなり得るアジアの動向について、発言があった。

1. アジアのトランジション・ファイナンス推進に向けた日本の役割

トランジションの定義や基準に関する世界的なコンセンサスが形成されていない現状においては、（1）各国・地域がタクソノミーを策定した上で、（2）企業がタクソノミーに

整合した移行計画を策定し、(3) 金融資本市場が移行計画の実行を支えるためのトランジション・ファイナンスを実行する、という順序でトランジション・ファイナンスが推進されることが望ましいと考えられる。1 点目に関して、各国によりタクソノミー策定は進展しているものの、相互互換性が課題と言える。

日本においては、技術ロードマップに関するノウハウの提供等を通じて、ASEAN におけるトランジション・ファイナンスの推進に貢献することが期待される。

2. 日本の政府や投資家による ASEAN への投資可能性

ASEAN 各国が、ネットゼロ目標に向けて低・脱炭素化の取り組みを推進していく上で、トランジション・ファイナンスをさらに促進することが重要と考えられる。日本は、2023 年に発足したアジア・ゼロエミッション共同体 (AZEC) の枠組みの下で、ASEAN 各国の協力を強化してきた。加えて、日本の投資家にトランジションボンドが広く浸透していることを踏まえると、将来的に ASEAN 域内の政府や企業が発行するトランジションボンドへの日本の投資家による投資の可能性も視野に入る。これまでに、ASEAN 各国政府等により多くのサムライ債、すなわち日本市場での円建て債券が発行されてきたが、今後、トランジション・サムライ債の発行が検討される可能性もあり得る。そのような場合、民間の投資家のみならず、政府系機関が保証の付与や一部取得を行うといった形で、重要な役割を担い得る。

3. 海外投資の誘致を促進する 2025 年版中国タクソノミー

中国規制当局によるタクソノミー更新の意図としては、(1) 規制体系の統一、及び (2) 国際標準への準拠、の 2 点が挙げられる。2025 年版への更新を通じて、海外投資家が中国のグリーンな経済活動をより認識・評価しやすくなったと言える。また、CGT に準拠するグリーンボンドが増加しつつあることから、投資家のみならず、発行体にとっても、グリーンパンダ債の発行を通じた資金調達がスムーズになることが想定される。さらに、2025 年版中国タクソノミーにおける低炭素排出向けのトランジションプロジェクトの導入といったアプローチは、日本の政策決定者にとっても、参考となり得る。

V 終わりに

本セッションでは、中国・アジアのサステナブルファイナンスに関して、グリーンボンドにおける信頼性の確立から、トランジション・ファイナンス推進の取り組みに至るまで、幅広い論点を議論した。総じて、NDC 達成に向けてグリーン及びトランジション・ファイナンスを一層活性化させるためには、各国規制当局・企業・投資家・金融機関の協働を通じて、タクソノミー等の規制の策定から、移行計画の策定・実行、そしてグリーン及び

トランジション・ファイナンス実行までの、一貫した流れを創出することが重要であることが示唆された。本セッションが日本の金融資本市場参加者がアジアのサステナブルファイナンスの全貌を理解するとともに、アジア全域におけるサステナブルファイナンス、トランジション・ファイナンス市場の健全な発展や脱炭素社会への円滑な移行を後押しする一助となれば幸いである。