

## ICMA、クライメート・トランジション・ボンド・ガイドラインを公表 ー独立したラベルの確立へー

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 国際資本市場協会（ICMA）は 2025 年 11 月 6 日、「クライメート・トランジション・ボンド・ガイドライン」（CTBG）を公表した。ICMA が 2020 年 12 月に公表した「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）は、補完的なガイダンスとして位置付けられていた。しかし、今回発出された CTBG は、グリーンボンド原則（GBP）と同様にプロダクト基準として位置付けられ、「クライメート・トランジション・ボンド（CTB）」を独立したラベルとして導入する旨が示された。
2. CTBG は、4 つの中核要素と重要推奨事項が提示されるなど、GBP と共通する内容が多いが、調達資金の使途や債券フレームワークの部分では独自の文言が記された。また、クライメート・トランジション（CT）プロジェクトの予備的な例示カテゴリーも提示された。
3. 今般、国際的な組織である ICMA が CTBG を通じてトランジション・ボンドを独立したラベルとして導入したことで、どの程度トランジション・ボンドの発行体の国・地域や業界の多様化が進み、投資家層が拡大するかが注目される。
4. 日本についてはこれまで、トランジション・ボンドの発行国として残高ベースで首位を維持してきた。今後もトランジション・ボンドに関して国際的なプレゼンスを維持・向上するためには、（1）政府、発行体、投資家、金融機関、外部評価機関といった各ステークホルダーによる、CTBG を織り込んだファイナンスへの対応体制の迅速な構築、（2）「脱炭素成長型経済構造移行債」（GX 経済移行債）を始めとした官民双方の発行体によるトランジション・ボンドの継続的な発行、（3）脱炭素社会への移行に真に寄与する起債事例の創出、等がカギになると考えられる。

### 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。
- ・江夏あかね「日本国政府による GX 経済移行債の発行開始ークライメート・トランジション利付国債の論点ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年春号。

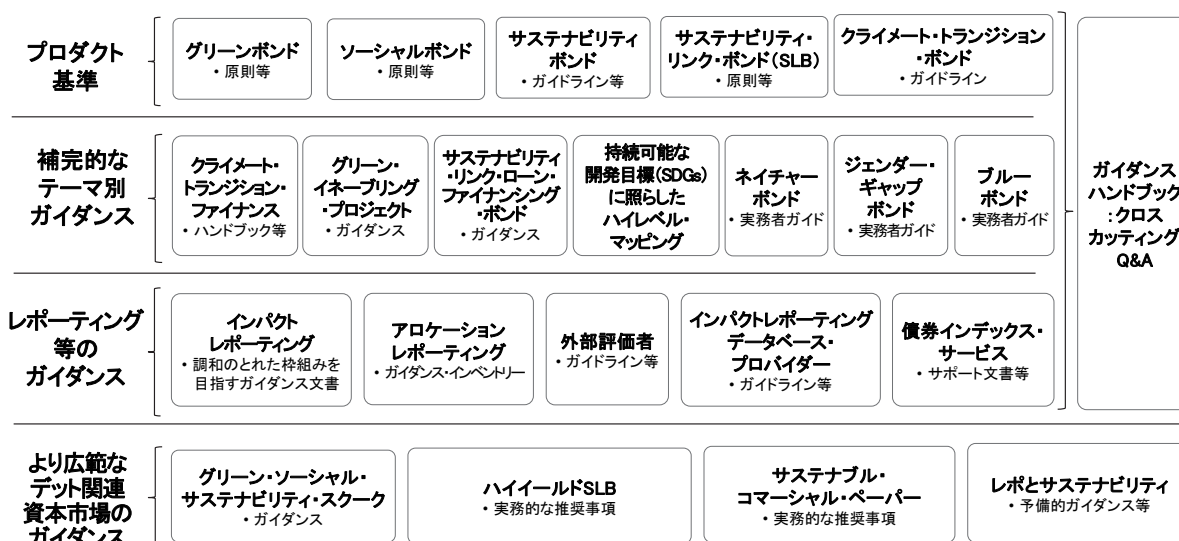
# I クライメート・トランジション・ボンドを独立したラベルとして導入へ

国際資本市場協会（ICMA）は 2025 年 11 月 6 日、東京で開催した総原則年次総会の場で、「クライメート・トランジション・ボンド・ガイドライン」（CTBG）を公表した<sup>1</sup>。

ICMA が 2020 年 12 月に公表した「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）は、補完的なガイダンスとして位置付けられていた（図表 1 参照）。しかし、今回発出された CTBG は、グリーンボンド原則（GBP）と同様にプロダクト基準として位置付けられ、「クライメート・トランジション・ボンド（CTB）」を独立したラベルとして導入される旨が示されたほか、クライメート・トランジション（CT）プロジェクトの予備的な例示カテゴリー等が提示された。ICMA は同日、CTBG を参照した CTFH の更新版も公表した<sup>2</sup>。

本稿では、CTBG の概要を紹介するとともに、トランジション・ファイナンスの今後の注目点を論考する。

図表 1 ICMA の原則等のマッピング（2025 年 11 月時点）



（出所）International Capital Market Association, “Mapping of the Principles,” November 2025、より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> International Capital Market Association, “Climate Transition Bond Guidelines,” November 2025; International Capital Market Association, “The Executive Committee of the Principles Announces Guidance for Climate Transition Bonds,” November 6, 2025.

<sup>2</sup> 更新版では、CTBG を参照し、移行計画の枠組み及びその信頼性を評価するために利用可能なツールと方法論に関する新たな付録が含まれた（International Capital Market Association, “Climate Transition Finance Handbook,” November 2025; International Capital Market Association, “The Executive Committee of the Principles Announces Guidance for Climate Transition Bonds,” November 6, 2025）。

## II CTBG の概要

CTBG は、(1) 策定の目的と背景、(2) クライメート・トランジション・ボンド (CTB) の 4 つの中核要素と重要推奨事項、(3) 多排出の発行体向けのサステナビリティ・リンク・ボンド (SLB)、(4) 付録、で構成されている。

### 1. 策定の目的と背景

CTBG では、パリ協定の目標達成のための重要なプロジェクト、特に多排出セクターや多排出活動を伴うプロジェクトに関する資金調達を支援することを目的として、CTB ラベルを導入した旨が説明された。

CTBG 策定の背景としては、(1) サステナブル関連債券市場が化石燃料セクターや温室効果ガス (GHG) の排出削減困難 (hard-to-abate) なセクターのトランジションに必要な資金調達に十分に貢献していない可能性<sup>3</sup>、(2) 多排出セクターの脱炭素化に向けて約 30 兆ドルの追加的な資金が必要との推計がある<sup>4</sup>、(3) 複数の投資家イニシアティブが多排出の発行体のトランジションに必要な資金を提供する必要性を強調<sup>5</sup>、が挙げられた。

一方、CTBG の位置付けとしては、サステナブル関連債券の発行体が気候移行戦略のために資金調達を行う際に、CTFH が推奨する発行体レベルの慣行、行動、情報開示を補足する発行レベルのガイダンスを提供するものと示された。

### 2. CTB の 4 つの中核要素と重要推奨事項

CTB については、GBP 等と同じ構成で、4 つの中核要素と重要推奨事項が提示されている。調達資金の使途や債券フレームワークの部分では CTBG 独自の文言が記されているが、全体的には GBP と共通する内容が多い傾向にある。

#### 1) 調達資金の使途

本要素では、CT プロジェクトについて、(1) 多排出活動に関連する資産、投資、活動、早期廃止・撤去、研究開発等の支出を含み、GHG 排出の大幅かつ定量的な回避、削減、除去につながるものと定義される、(2) GBP のグリーンプロジェクトの範囲を補完・拡張し、パリ協定の目標達成を目指す、と説明された。その上で、CT プロジェクトの信頼性確保のために、発行体が満たすべきセーフガード (保障措置) 若しくはどのように満たすことを目指しているかを説明することが求められる要件が挙げられた (図表 2 参照)。

<sup>3</sup> International Capital Market Association, “Transition Finance in the Debt Capital Market,” February 2024.

<sup>4</sup> World Economic Forum, “Net-Zero Industry Tracker 2024,” December 2024.

<sup>5</sup> Institutional Investors Group on Climate Change, “From Concept to Capital Flows: The Investor Perspective on Transition Finance,” September 19, 2024.

図表 2 CT プロジェクトに関して発行体が満たすべきセーフガードの要件（抜粋）

1	<b>CT プロジェクトが貢献する発行体レベルのサステナビリティ及び／または気候移行戦略が存在し、CTFH の 4 つの要素に最善努力で整合する開示の組み込み</b>
2	<b>発行体にとって低炭素代替案の技術的・経済的な実現困難性を裏付ける分析（地域事情も考慮）</b> 。実務上は、公的部門や第三者の権威ある情報源、発行体の費用便益分析を参照可能
3	<b>公的部門・市場ベースのタクソミー、脱炭素化経路・ロードマップ、その他国際・国内の脱炭素政策枠組みとの整合性または適合性</b>
4	セクター・スタンダード、慣行、代替、最良技術（BAT）等を考慮し、 <b>通常業務（BAU）を超える実質的かつ定量化可能な GHG 排出削減</b>
5	<b>カーボンロックイン・リスクの特定・分析・最善努力での軽減及び開示</b> 。サンセット条項や一部のタクソミーで既存資産・活動に限定される暫定的なパフォーマンスカテゴリー
<b>CT プロジェクトが化石燃料インフラまたは活動に実質的に関連しており、タクソミー、経路、ロードマップまたは政策枠組みとの整合性が未対応の場合は、CTB の信頼性確保のための追加のセーフガードが必要となる場合がある。</b> これには、以下の一部または全てが含まれる	
i	活動・資産レベルの移行計画
ii	信頼性のあるシナリオに沿った一定期間内の資産の廃止・段階的撤去または低炭素代替への転換のコミットメント
iii	主要なマイルストーン、廃止期限等の将来を見据えた指標に関する年次報告及び外部検証
iv	将来の低炭素代替案を可能にするための付随的投資・補完措置の実施
v	CT プロジェクトの実施に伴う化石燃料能力拡張や資産寿命延長の制限
vi	CT プロジェクト適格性を、特定の日付時点で既に存在する資産（すなわち既存設備への投資）に限定
vii	さらなる排出削減のために二酸化炭素回収・利用・貯留（CCUS）を実施するというコミットメント

（注） 太字及び下線は、原書では太字となっている。

（出所） International Capital Market Association, “Climate Transition Bond Guidelines,” November 2025、より野村資本市場研究所作成

## 2) プロジェクトの評価と選定のプロセス

本要素では、発行体に対して、（1）CTプロジェクトの適格性、セーフガード、分類、除外基準等に関する情報を提供すべき、（2）低炭素代替案の利用可能性及び実現可能性を評価するために、適切な間隔でプロジェクトの適格性基準を定期的に見直し、更新することにコミットすべき、等が示された。

## 3) 調達資金の管理

本要素では、GBP と同様に、（1）CTB によって調達される資金に係る手取金、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、またはその他適切な方法のいずれかにより発行体により追跡されるべき、（2）当該手取金は、適格な CT 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な内部プロセスの中で、発行体によって証明されるべき、と記された。

## 4) レポーティング

本要素では、GBP と同様に、（1）発行体は資金用途に関する最新の情報を、全額配分するまで毎年更新し、重要な事象が発生した場合は適時に開示すべき、（2）年次報告には、CTB の調達資金が充当されている各プロジェクトのリスト、プロジェクトの概要、充当された資金の額及び期待されるインパクトが含まれるべき、等が示された。

## 5) 重要推奨事項

本項目は、GBP と同様に (1) 債券フレームワーク、(2) 外部レビュー、で構成されている。

### (1) 債券フレームワーク

CTBG では、GBP と同様に、発行体に対して、(1) CTB フレームワークまたは法的書類において、CTB または CTB プログラムとガイドラインの 4 つの中核要素に適合していることを説明すべき、(2) CTB フレームワークまたは法的書類について、投資家が容易にアクセス可能な形式で参照できるようにすべき、と示された。

加えて、CTBG 独自の文言として、発行体に対して、CTB フレームワークで、CT プロジェクトが貢献している発行体の包括的なサステナビリティ/気候移行戦略の要約と、CTFH の 4 つの要素<sup>6</sup>に最善の努力で整合する開示を組み込むことを推奨する旨が記された。

### (2) 外部レビュー

CTBG では、GBP と同様に、発行前の外部レビューを通じて、CTB、CTB プログラム及び/またはフレームワークと、CTBG の 4 つの中核要素との適合性を評価するために、外部レビュー機関を任命することを推奨する旨等が示された。

## 3. 多排出の発行体向けの SLB

CTBG では、発行体レベルで将来の排出削減に明確にコミットする意思のある多排出の発行体は、気候移行戦略の実施に資金を提供するために、サステナビリティ・リンク・ボンド原則 (SLBP) に沿った SLB を発行することができるとされた。その上で、発行体に対して、サステナビリティ及び/または気候移行戦略を伝達する際には、CTFH の 4 つの要素に沿った最善の努力に基づく開示を組みこむことが推奨されると記された。

加えて、ICMA のガイダンスハンドブック<sup>7</sup>に基づき、(1) 主要業績評価指標 (KPIs) の選定、(2) サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット (SPTs) の整合性と独立検証、について説明が示された。

### 1) KPIs の選定

多排出の発行体について、(1) SLB 発行に際して 1 つ以上の KPI が GHG 排出削減をモニタリングすべき、(2) KPI を特定のセクターや地域の状況に関連付けて選定し、野心的な SPT を設定すべき、と示された。

<sup>6</sup> 4 つの要素とは、発行体のクライメート・トランジション戦略とガバナンス、ビジネスモデルにおける環境面のマテリアリティ、科学的根拠に基づくクライメート・トランジション戦略の目標、実施の透明性 (International Capital Market Association, “Climate Transition Finance Handbook,” November 2025)。

<sup>7</sup> International Capital Market Association, “Guidance Handbook,” June 2025.

## 2) SPTs の整合性と独立検証

SPTs の整合性の観点からは、特定の地域やセクターに信頼性の高い脱炭素化経路が存在する場合、多排出発行体はそれらと整合した野心的な目標を設定することが推奨されるとした。そして、後述の附属書に含まれたタクソノミー、経路、ロードマップの例示リストや ICMA が公開しているツール、手法等に関する包括的な例示リスト（メソドロロジー・レジストリー）が参考になり得ると紹介された。

独立検証の観点からは、SLB 発行を支援するために独立検証や認証を受けた目標は厳密には必要ないものの、多排出発行体の SLB においては、投資家が SPTs について科学的根拠に基づく独立検証を重視する場合があると説明された。その上で、SBTi（Scienced Based Targets initiative）の枠組み等を通じて、検証が可能な場合、野心的な SPTs の信頼性向上に資するとの考えが明らかにされた。

## 4. 付録

CTBG では、付録として、(1) CT プロジェクトの予備的な例示カテゴリー、(2) トランジション・ファイナンスに関する公的部門及び市場ベースのツール、(3) カーボンロックイン・リスク回避のためのガイダンス、が掲載された。

### 1) CT プロジェクトの予備的な例示カテゴリー

本セクションでは、予備的な例示カテゴリーとして、5 つの CT プロジェクトが示された（図表 3 参照）。

図表 3 CT プロジェクトの予備的な例示カテゴリー一覧

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>二酸化炭素(CO2)回収・利用・貯蔵(CCU、CCS)事業及び炭素除去技術</b>。CO2 輸送及び貯蔵のための関連インフラ投資を含む、化石ベースのエネルギー及び産業用途に適用される。石油回収強化のための用途は除く</li> <li>2. <b>高排出ガス資産の早期廃止と廃止措置</b>。石炭火力発電所(CFPP)の恒久的な早期廃止を含む</li> <li>3. <b>化石燃料転換(例えば石炭からガス)</b>。排出量の多い燃料に明らかに取って代わるものであり、低炭素代替燃料の将来的な統合を可能にするインフラ設計、メタン及びその他の漏出排出の監視及び管理、並びに関連する CCUS の対象となる</li> <li>4. <b>低炭素燃料</b>。生産、使用、購入及び実現可能なインフラ投資を含む</li> <li>5. <b>石油・ガスインフラにおけるメタン及びフレアリングの削減</b>。ガイドラインの最初の公表日時点で存在するインフラ。適格な措置は、長期的な脱炭素化の目標に沿ったものでなければならず、石油回収の強化、グリーンフィールド探査及び生産活動のための使用は除外されるべきである</li> </ol> |
|--|

(注) 太字及び下線は、原書では太字となっている。

(出所) International Capital Market Association, “Climate Transition Bond Guidelines,” November 2025、より野村資本市場研究所作成

その上で、(1) CT プロジェクトはこの 5 つに限定されない、(2) ガイドラインの定義及びセーフガードとの整合を通じて、追加のプロジェクトカテゴリーが適格になる可能性がある、(3) CT プロジェクトとグリーンプロジェクトの線引きが難しい場合があり、最終的な分類は発行体自身による評価と、CT プロジェクトの定義及びセーフガードに整合した方法論に基づく、との説明が記された。

## 2) トランジション・ファイナンスに関する公的部門及び市場ベースのツール

本セクションでは、発行体にとって参考となり得る、既存の公的部門及び市場ベースのタクソノミー、経路（pathway）、ロードマップのリストが掲載された。

タクソノミーについては、発行体が移行に必要な資金を調達する際に、（1）資金用途を特定した（UoP）債券において、グリーン及びトランジション活動、プロジェクト及び投資を信頼できる方法で特定、（2）発行体レベルの移行計画における脱炭素投資及びグリーン関連設備投資に関する情報開示を支援、（3）SLBにおけるKPIとSPTの設定、といった目的で活用できるとされ、9種類のタクソノミー<sup>8</sup>が紹介された。

一方、トランジション・ファイナンスにおいて、科学的根拠に基づきパリ協定に整合した経路・ロードマップは大変重要であり、国際的には、国際エネルギー機関（IEA）によるシナリオ・経路が特に影響力・権威を有していると説明された。

また、主要国において、排出削減困難なセクターの移行支援のため、地域事情も考慮した分野別ロードマップの策定が始まっているとして、日本をはじめとした8カ国・地域<sup>9</sup>の状況が紹介された。

## 3) カーボンロックイン・リスク回避のためのガイダンス

カーボンロックインとは、通常、低排出・低炭素の代替品の可能性があるにも関わらず、多排出インフラや資産が使用され続ける場合に発生するものを指す<sup>10</sup>。本セクションでは、ガイダンスとして、（1）経済協力開発機構（OECD）のレポート、（2）10の国際開発金融機関（MDBs）が共同で策定した方法論原則、（3）欧州復興開発銀行（EBRD）による方法論、が取り上げられた<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> 東南アジア諸国連合（ASEAN）タクソノミー、オーストラリア・サステナブル・ファイナンス・タクソノミー、中国グリーン金融支援プロジェクト目録（2025年版）、クライメート・ボンド・イニシアチブ（CBI）のタクソノミー及びセクター基準、欧州連合（EU）タクソノミー、国際開発金融機関（MDBs）・国際開発金融クラブ（IDFC）による気候変動の緩和を目的とするファイナンスの記録のための共通原則、シンガポール・アジア・タクソノミー、チリ・環境サステナブル経済活動タクソノミー（T-MAS）、南アフリカ・グリーン・ファイナンス・タクソノミー初版（2022年）。

<sup>9</sup> ASEAN、オーストラリア、中国、EU、フランス、日本、トルコ、英国。

<sup>10</sup> International Capital Market Association, “Green Enabling Projects Guidance Document,” June 2024.

<sup>11</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, “Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance,” September 26, 2023; World Bank et al., “Joint MDB Methodological Principles for Assessment of Paris Agreement Alignment of New Operations,” June 2023; European Bank for Reconstruction and Development, “Methodology to Determine the Paris Agreement Alignment of EBRD Investments,” March 2024.

### Ⅲ 今後の注目点

世界のサステナブルファイナンス市場では、トランジション・ファイナンスについて、(1) 一部の市場参加者がグリーンウォッシュ<sup>12</sup>を懸念し、懐疑的な見方をしている<sup>13</sup>、(2) 既にサステナブルファイナンスに関する複数のラベルが存在する<sup>14</sup>、(3) ICMA が CTFH を補完的なガイダンスとして位置付けている、等の要因も背景に、トランジション・ファイナンスを重要政策の 1 つとして推進する日本<sup>15</sup>以外ではトランジション・ボンドというラベルの活用・普及があまり進んでいない実態があった（図表 4 参照）。

そのような中で公表された ICMA による CTBG だったが、海外メディアによる報道を踏まえると、前向きに受け止める市場参加者等が国際的にも散見されているようだ。例えば、

(1) サステナブルファイナンスの長い歴史において最大の変化になる可能性がある、(2) 信頼できるトランジション・ファイナンスへのアクセスを拡大するための重要な一歩となる、(3) ローン・マーケット・アソシエーション (LMA) 等が 2025 年 10 月に公表した「トランジション・ローン・ガイド<sup>16</sup>」と連携した内容になっていることを評価する、(4) 標準化とベストプラクティスを推奨することで、真のゲームチェンジャーになる、等の意見が報じられている<sup>17</sup>。

今般、国際的な組織である ICMA が CTBG を通じてトランジション・ボンドを独立したラベルとして導入したことで、どの程度トランジション・ボンドの発行体の国・地域や業界の多様化が進み、投資家層が拡大するかが注目される<sup>18</sup>。

日本はこれまで、トランジション・ボンドの発行国として残高ベースで首位を維持してきた。今後もトランジション・ボンドに関して国際的なプレゼンスを維持・向上するためには、(1) 政府、発行体、投資家、金融機関、外部評価機関といった各ステークホルダーによる、CTBG を織り込んだファイナンスへの対応体制の迅速な構築、(2) 「脱炭素成長型経済構造移行債」(GX 経済移行債)<sup>19</sup>を始めとした官民双方の発行体によるト

<sup>12</sup> グリーンウォッシュに関する詳細は、江夏あかね「金融資本市場の文脈で考える『グリーンウォッシュ』の諸論点」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年春号、を参照されたい。

<sup>13</sup> 「『トランジションファイナンス』の基礎知識－市場実態や課題を一挙解説」『ブルームバーグ』2023 年 6 月 7 日、金融庁「『トランジション・ファイナンス環境整備検討会』（第 7 回）：議事要旨」2023 年 2 月 21 日。

<sup>14</sup> 日本格付研究所「トランジションに関する日欧比較 Natixis & JCR 共著」2024 年 5 月 21 日。

<sup>15</sup> 日本におけるトランジション・ファイナンスに関する詳細は、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』2023 年春号、を参照されたい。

<sup>16</sup> Loan Market Association et al., “Guide to Transition Loans,” October 2025.

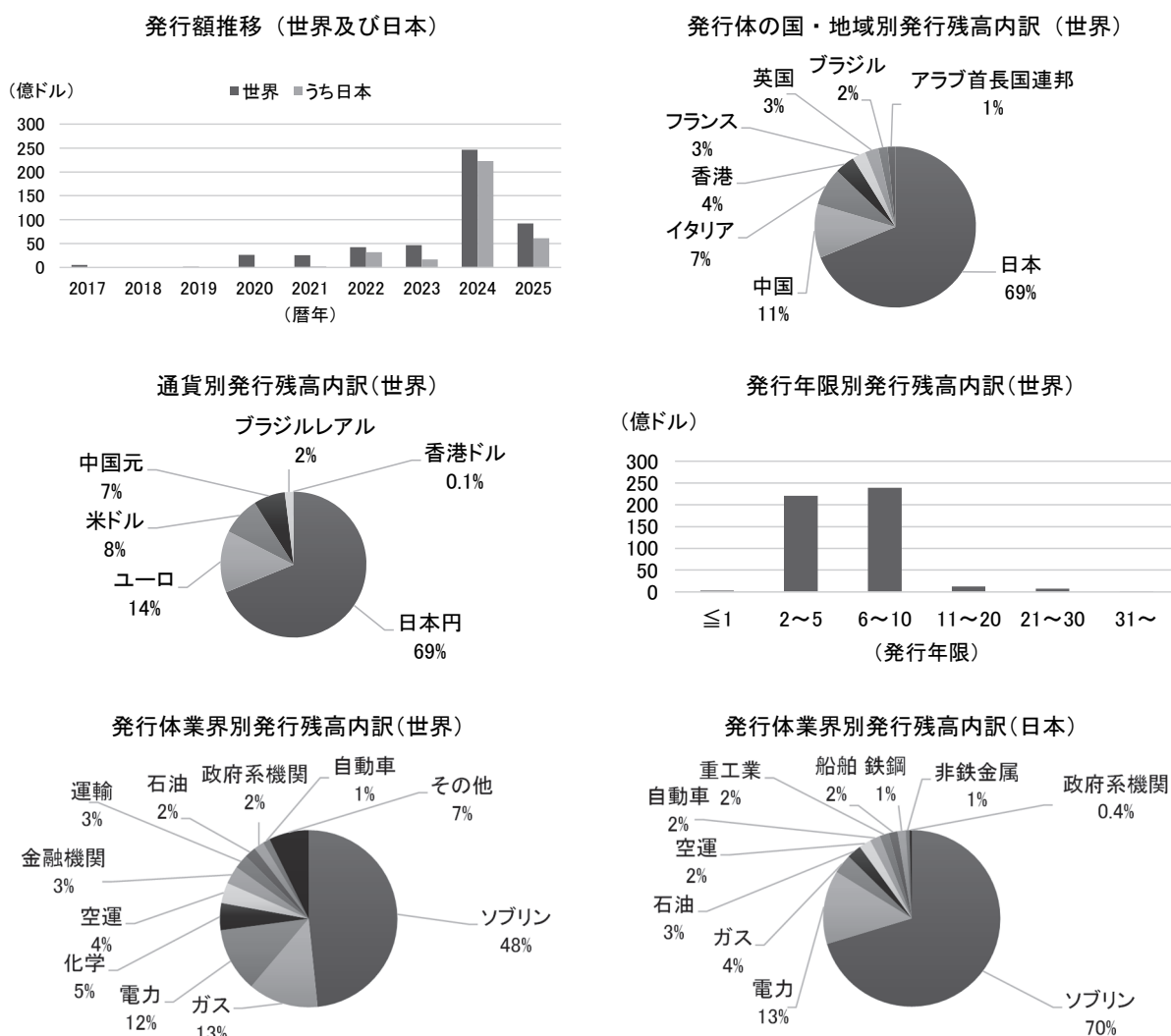
<sup>17</sup> “Transition Bond Guide ‘Biggest Change in Sustainable Finance in a Very Long Time,’” *Environmental Finance*, November 6, 2025; “ICMA Releases Climate Transition Bond Guidelines,” *International Financing Review*, November 7, 2025; “ICMA Launches Climate Transition Bond Label,” *Responsible Investor*, November 6, 2025.

<sup>18</sup> なお、国際金融公社 (IFC) は 2025 年 12 月 8 日、ICMA の CTBG に世界で初めて準拠した、トルコの QNB Bank Anonim Şirketi による気候トランジション・ボンドの助言支援を行うとともに、1 億米ドル投資した旨を公表した (International Finance Corporation, IFC Partners with QNB Türkiye on First-of-its-Kind Transition Bond to Spur Productivity and Competitiveness in Türkiye,” December 8, 2025)。

<sup>19</sup> GX 経済移行債に関する詳細は、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』2024 年春号、を参照されたい。

ランジション・ボンドの継続的な発行、(3) 脱炭素社会への移行に真に寄与する起債事例の創出、等がカギになると考えられる。特に、1 点目に関して、多くの発行体が参照している日本政府による「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（2025 年版）<sup>20</sup>」や、GX 経済移行債も含めた発行体によるフレームワークについては、CTFH と CTBG 双方への整合性を確保した内容に迅速に更新することが、トランジション・ボンドの円滑な消化に向けて大切と言える<sup>21</sup>。

図表 4 トランジション・ボンドの発行状況



(注) 発行額及び発行残高は、2025 年 11 月 6 日時点で、ブルームバーグによるトランジション・ボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。発行残高は、世界が約 486 億ドル、日本の発行体が約 334 億ドル。

(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

<sup>20</sup> 金融庁・経済産業省・環境省「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（2025 年版）」2025 年 3 月。

<sup>21</sup> なお、日本政府は 2026 年 1 月 19 日、クライメート・トランジション・ボンド・フレームワークについて、CTBG との整合性を確認した追加評価書を評価機関（日本格付研究所〔JCR〕）から取得した（財務省「クライメート・トランジション利付国債」）。