時論

踊り場のサステナブルファイナンスは再起動できるか

世界のサステナブルファイナンス(負債調達)市場が踊り場を迎えている。債券発行と融資組成の総額はピークの 2021 年 1.7 兆ドルから 2024 年上期年換算 1.4 兆ドルまで縮小している。コロナ禍で急増したソーシャル(社会課題解決)関連の調達が一巡したほか、米国などでの反 ESG(環境・社会・企業統治)の風潮や欧州を中心とするウォッシュ(虚偽・見せ掛け)規制強化などが影響したと見られる。一方で、後発組の日本では 7 百億ドル近くまで拡大し、政府の GX(グリーントランスフォーメーション)経済移行債(以下、GX 国債)の発行も始まった。但し、グローバル市場を押し上げるほどの勢いはない。気候変動対策を筆頭に、持続可能な経済・社会への移行に向けた投資の必要性はこれまで以上に高まっている。サステナブルファイナンスは再び成長ピッチを取り戻せるのか、その鍵を探ってみる。

サステナブルファイナンスは主に①環境改善目的のグリーン債・融資、②社会課題解決のソーシャル債、③その両方に資金充当するサステナビリティ債に、④資金使途は自由ながら、設定した ESG 目標の成否により金利など条件が変動するサステナビリティ・リンク債・融資からなる。

IIF(国際金融協会)のデータによれば、サステナブルファイナンス市場はコロナ前の 2019 年から 2021 年までの 2 年間で 2.8 倍に急拡大した後ピークアウトし、2024 年上期までに▲18%減少している。この間、発行・組成の形態は多様化が進んだ。2016 年当時はグリーン債・融資が全体の 84%を占めていたが、2021 年には 48%にまで下がり、サステナビリティ債とソーシャル債、サステナビリティ・リンク債・融資の比率がそれぞれ 25%前後に高まった。

国別に見ると、最大規模は 2020 年以降一貫して米国であるが、2024 年上期は 15 百億ドルでピーク比▲39%と落込み幅も大きい。その他上位国もピークアウトする中、日本は唯一増勢を維持しており、発行・組成額の順位も 2021 年の 11 位から 2024 年上期には 6 位にまで上昇している。また、経済産業省の集計では、日本が先陣を切る民間のトランジションファイナンス、すなわち脱炭素移行に向けた研究開発や事業転換などの原資調達の残高は 2023 年 12 月末で 1.6 兆円と、概算ではサステナブルファイナンス全体の 5.9%を占めるまでに伸長している。しかし、CBI(気候債券イニシアチブ)によると、世界全体ではトランジション債の発行残高はいまだサステナブル債全体の 0.4%に過ぎない。

IEA(国際エネルギー機関)の試算では、2050 年ネットゼロ実現のためのクリーンエネルギー技術への必要投資額は 2030 年代前半に年間 4.5 兆ドルと現状の 2.5 倍に達すると見込まれる。サステナブルファイナンス市場の牽引役として、伸び代の大きなトランジションファイナンスの本格的な拡大が期待される。

鳴り物入りでスタートした日本の GX 国債は順調なのか。必ずしもそうとは言えない。2 月に初回の 10 年物と 5 年物に続き、5 月に 10 年物、7 月に 5 年物を合わせて 2.3 兆円発行した。応札倍率は 3～4 倍程度とまずまずであったが、すべて同月発行・同一年限の一般国債を下回っている。いわゆる「グリーニアム(グリーンとプレミアムの造語)」、一般国債と比較した低利回り(高価格)のプレミアムも初回入札前までは認められたものの、その後の入札や市場流通の段階では消滅、あるいはそもそも存在しなくなっている。投資家の需要が事前の想定ほどには高まらなかったことを示唆する。

社債市場でもトランジション債のグリーニアムは明確には観察されていない。例えばトランジション債と

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

グリーン債の発行実績がある電力各社を平均すると、グリーン債は一般債に比べて低利回りなのに対し、トランジション債はわずかながらも高利回りであることが確認できる。サンプル数が限られるため断定はできないものの、わが国の事例ではグリーン債＜一般債＜トランジション債という利回り格差が示唆される。

それに対し、オランダ中央銀行の欧州ないしはグローバル市場に関する分析結果は、GHG(温室効果ガス)高排出企業の社債利回りは低排出企業よりも高い、つまり「炭素ディスカウント」が認められる一方で、高排出企業でも低・脱炭素技術への投資が多い企業ほど低利回りを享受できていることを裏付ける。

GX 国債は今後 10 年間で約 20 兆円の原資調達を目指している。①金利水準の実勢回帰、②発行形態の多様化、③投資家、特に海外向けの説明拡充、④分析・評価の向上などの課題が解消されればグリーニアムがフェアバリューとして復活する可能性は大きいと見られる。もしそうでなければ、わが国のトランジション投資の実行も覚束なくなってしまう。

欧州もトランジションファイナンスの梃入れに動き始めている。その鍵を握るのが移行計画である。EU では 2023 年 6 月に欧州委員会がトランジションファイナンスの利用拡大を促すガイダンスを盛り込んだ勧告を行い、同 7 月にはサステナビリティ開示指令の細則に当たる ESRS(欧州サステナビリティ報告基準)を採択した。前者は任意、後者は法定ながら、どちらも移行計画の策定や開示を求めている。

同様に、英国はトランジションファイナンス市場でのプレゼンス拡大に向け企業に移行計画の開示を義務化する方針を示し、TPT(移行計画タスクフォース)を組成して移行計画の策定ひな型を 2023 年 10 月にリリースさせた。ISSB(国際サステナビリティ基準審議会)は移行計画の重要性を強調した上で、TPT の成果物を引き継ぎ、自らの気候関連開示基準を補完する実務ガイダンスを策定すると表明している。英国政府の狙い通り、TPT 開示フレームワークが「ゴールドスタンダード(黄金律)」になったと言えよう。

移行計画はトランジションを企図する企業と投融資を担う金融機関をつなぐエンゲージメントツールである。信頼できる移行計画の要件とは何か。主要な項目を集約すると、①目標は科学的根拠に基づきパリ協定の 1.5℃目標に整合、②指標はバリューチェーン全体のスコープ 1～3 排出量をカバー、③行動は短・中・長期の事業転換や投資・財務計画を明示、④ガバナンスは取締役クラスが関与し進捗確認と定期見直しを実施、⑤開示は第三者認証を得た上で透明性の高い方法で年次報告することが挙げられよう。加えて、多様なステークホルダーに配慮した「公正な移行」や気候変動以外の自然環境などを含む、より広範なサステナブル経済への移行までも、その範疇に収めつつあることを見逃してはならない。

TCFD コンソーシアムの調査では、日本で何らかの形で移行計画を開示しているのは主要な一般企業の 48%、金融機関の 36%に止まる。世界的な環境開示データ運営の CDP の報告でも、同組織の信頼できる移行計画の基準をすべて満たす企業は世界で 140 社に過ぎない。日本は国別で最多であるが、それでもわずか 32 社である。今後、トランジションファイナンスの拡大、ひいてはサステナブルファイナンス市場全体の再成長に向けて企業の移行計画の策定と開示が急がれる。

さらには、これら企業の将来の予見可能性を高めるとともに自らの GX 国債への投資需要を喚起する狙いからも、日本経済全体としての信頼できる移行計画の策定と開示が求められよう。足元ではまさに、エネルギー基本計画と地球温暖化対策計画の見直しが進められている。目標設定の野心さと移行計画の信頼性をいかに両立、調和させるのか。差し迫った課題である。

（専門理事 調査部 主管　井上 一幸）

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。
また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtb.jpまでご連絡ください。