

サステナブルファイナンス市場の 形成に向けて ～現状の整理と展望～



BNPパリバ証券 グローバルマーケット統括本部副会長

中空 麻奈

1. COP27閉幕とCOP28への 流れ

2022年11月6日からエジプトはシャルム・エル・シェイクにて始まったCOP27が予定を二日延長して18日に終了した。今般の成果は“損害と損失”基金が出来たこと、だと言われている。新興国に対して先進国からいかに資金をシフトさせるか、は大きな課題であるため、細かい性格の定義はこれからだとし

〈目次〉

1. COP27閉幕とCOP28への流れ
2. 市場スナップショット
3. 現実とのバランス：マネーフローの変調
4. 広がるESG投資のリスクと可能性
5. これからの動きとして注目されるトランジション

ても、基金が出来たことには一定の評価ができる。しかし、それ以外は細々したイニシアチブやプレッジ^(注1)の合意がなされたことを除き、目立った成果がなかったことも確かだ。期待されたNDC (Nationality Determined Contribution：パリ協定批准国が提出する温室効果ガスの国別削減目標)の引き上げについては、欧州によるわずかな引き上げ(55%→57%)が見られたのみであり、フランス政府は失望の意を表明したばかりだ^(注2)。

日本を含めた世界各国が野心的な目標を掲げ、それに向けた努力をするのだ、と常に世界に向けて表明し続けることが、締約国会議COPの重要な意義の一つである。目標が達成できませんでした、と言うわけにいかないところまでそれぞれの言質を取り合うことを狙い、野心的な目標設定を行う。結果、世界のGHG温室効果ガス排出削減が達成できることになるため、である。なお、現状のNDC一覧は図表1の通りだ(図表1)。

(図表1) 主な先進国NDC一覧

	2020年目標 (1990年対比)	2030年目標 (1990年対比)
EU27か国	23.2%削減 (20%削減を超過達成)	57%削減
ドイツ	40%削減を達成	65%削減
フランス	24%削減 (2018年までに達成)	40%削減
英国	45%削減を達成	68%削減
米国	21%削減 (2005年対比)、17%削減目標を超過達成	(2022年4月に) 26-28%の目標を50-52%の削減に引き上げ
カナダ	39%削減 (2005年対比) 目標は未達の可能性大	40-45%削減
日本	3.8%削減 (2005年対比)	(2022年4月に) 26%の目標を46%に引き上げ

(出所) 各国資料よりBNPパリバ

COP27の終幕とともにCOP28への地均しが始まったと言える。次はどのような目標を設定するのか。目標に向けたフィージビリティの検討も含めて、各国の段取りと検討が始まる。

ただし、その実、ESGやSDGsに対する反発が増えていることも確かである。ロシアによるウクライナ侵攻が長引き、エネルギー政策に苦慮する中、現実か理想か、のバランスのとり方が難しいのも事実である。

そこでまずは、COP28に向けて動き出すためにも2022年の市場動向を踏まえることから始める。

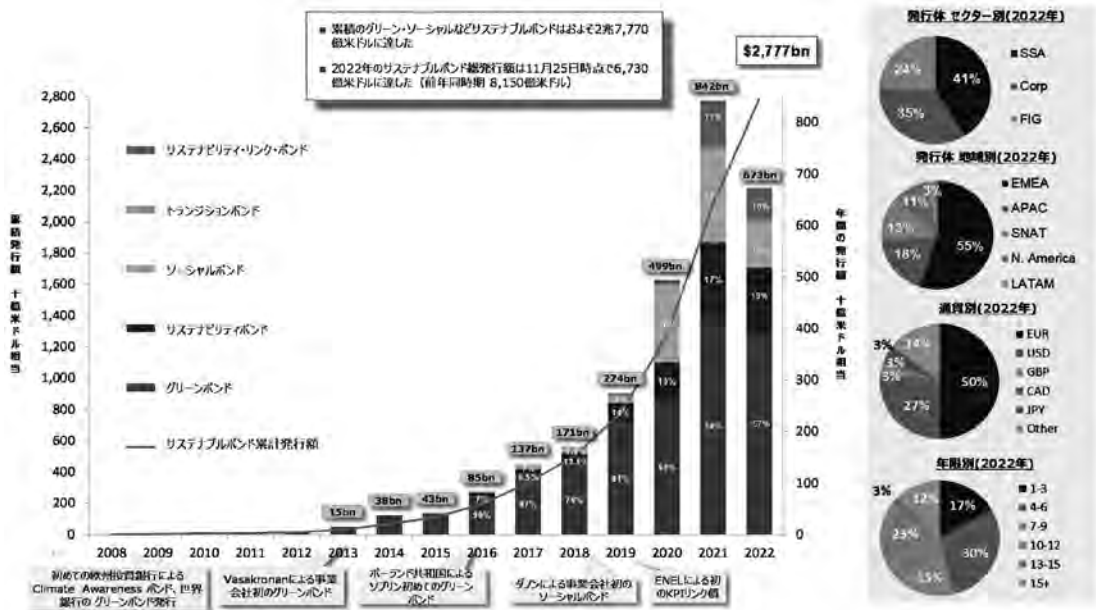
2. 市場スナップショット

サステナブルファイナンス市場動向は債券残高で見る。内訳としては、資金用途やその性質から分類されるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナブルボンド、トランジションボンド、サステナブルリンクドボンドである。株式やファンド等のESG投資も進ん

でいるため、ESG投資残高とは異なるものであることに注意されたい。なお、期待が集まるトランジションボンドはまだ残高としては積み上がっていないこと、グリーンボンドの一角に海洋や水などを資金使途とするブルーボンドが含まれ、これが今後注目を集める可能性があること、などが改めて強調しておきたいポイント。ユーロ圏の発行残高が相変わらず主流であることや合わせて発行通貨もユーロ建の割合が大きいこと、さらには年限にばらつきがあること、などの当初より備えていた性質には変化がないことを付け加えておく。

2022年は右肩上がりで成長してきた同市場残高の伸びに歯止めがかかった初めての年となったことがわかる(図表2)。理由は三つ。第一に、金利上昇局面にあり債券投資に魅力がなかったこと。第二に、コロナ禍の収束により、ソーシャルボンドに分類されるコロナ債の発行が限定されたこと。第三に、ロシアによるウクライナ侵攻により、現実とのバランスをとるべきとの考えが浮上したことであ

(図表2) サステナブルファイナンス市場動向



(出所) ブルームバーグよりBNPパリバ

(注) 2022年11月25日現在

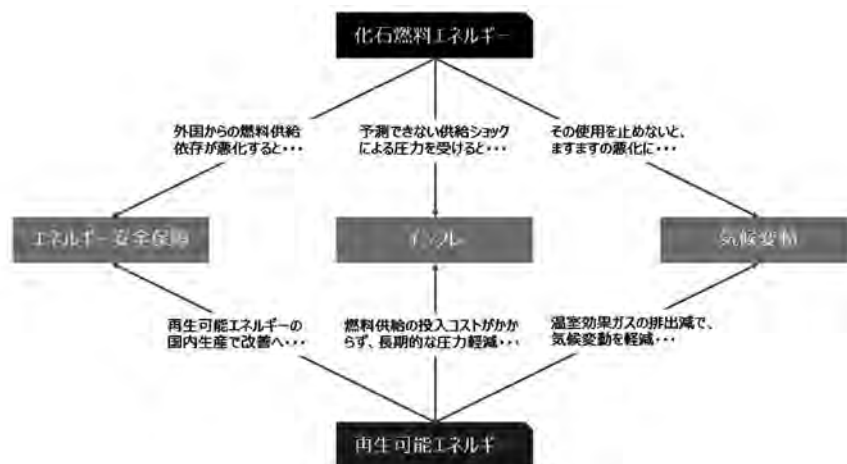
る。金融市場においても、石炭や石油といった化石燃料に見直し買いが入ることを反映したことで、である。

ロシアによるウクライナ侵攻が各国のエネルギー政策の見直しを促進し、一時的に化石燃料エネルギーにウェイトがかかったが、これは、やはり時期を経て、再生エネルギーの方にシフトせざるを得ないであろう。関わりを整理した図表3を見てみると、化石燃料エネルギーを多く使うことになった結果、供給ショックを受け、各国物価対策を講じなければならない程、インフレ要因になることがわかる。また化石燃料は外国からの依存するしかない以上、ともするとエネルギー安全保障

上のリスクに晒される。さらに、使用を止めなければ気候変動リスクはさらに増加することも自明である。再生可能エネルギーへの入れ替えを着実にを行うことで、安全保障上リスクや気候変動リスクにはそれなりの対応が可能となり、中期的には再生エネルギーコストが下がることを受けてインフレ要因も緩和されることが期待されるであろう。

理想か現実か。寒い冬に凍死者が出ることは許されないが、ある程度現実的な策を講じながらも理想に向かう必要があることは、ロシアによるウクライナ侵攻前後で変わらない。

(図表 3) エネルギー安全保障・インフレ・気候変動の関連性



(出所) EU、BNPパリバアセットマネジメント

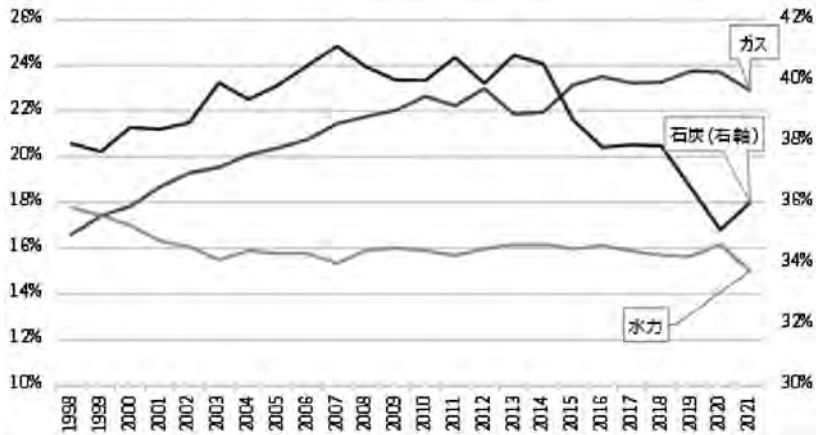
3. 現実とのバランス：マネーフローの変調

とはいえ、誰しも現実には抗えない。世界で見た発電のうちの電源別内訳を見ると、足元で石炭が上がっていることはよく知られていることである(図表4)。東日本大震災を見て、原子力から完全撤退を決めていたドイツは、2023年4月までという時限ながらも原子力稼働を認可した。背に腹は代えられない。

いくつか特筆すべきことが金融市場でも起きている。第一に、GFANZが瓦解気味であることが伝えられていることだ。GFANZとはネットゼロのためのグラスゴーフィナンシャルアライアンスのことで、脱炭素化の加速に取り組んでいる世界的な金融機関の集まり、である。2022年11月現在500社以上が参

加し、1京円以上の資金を投下できる規模を誇る。しかし国連など主要機関から、化石燃料企業等への融資をやめるべき、とする勧告がなされるなど、トランジションを遂行したい金融機関側との時間軸の違いが露わになってくる中、二つの年金基金(注3)が、「要求される開示基準が厳格過ぎてリソース不足で対応できない」ことを理由に脱退した。また、化石燃料企業への融資を突然止めることが法的リスクに晒されかねないとして、JPモルガンなど米銀も脱退意向をちらつかせる。既存の融資がある以上、過度な要求や急激な変化は飲み込みづらいのも確かで、足並みが揃わない可能性も大きい。第二に、ブラックロックへの投資をいくつかの米州が停止し始めたことである。ブラックロックはラリーフィンク会長の指導のもと猛烈にESG投資を促進しようとしたことは確かだが、2022年10月に

(図表4) 電源別の発電量の推移 (世界全体)



(出所) EU、BNPパリバアセットマネジメント

(注) 2022年8月現在

EAC英議会環境監査委員会で化石燃料投資を中止しない旨宣言したばかりで、柔軟に対応している。しかし、米ルイジアナ州、テキサス州など共和党知事州を中心に、化石燃料へのダイベストメントが進むことにより同州経済に悪影響をもたらすとの考えから、ブラックロックに預託していた投資資金を引き上げ始めたことが報道されている（ブルームバーグなど）。一方、環境保護派などから、ブラックロックの気候変動対策は足りないとの指摘もあり、ブラックロックにして見れば、まさに“あちらを立てればこちらが立たず”状態。しかし、こんな立ち位置に投資家が立たされること自体がおかしい。各国（各州）が目指すべき気候変動対策とそれぞれの経済や既存のプレイヤーをいかにトランジションするか、の発想は、すべての関係者が同じ方向を向くことが可能ではないか。こんなとこ

ろで、戦っている場合では本来ない。

4. 広がるESG投資のリスクと可能性

その一方、イニシアチブが多く合意形成された、非財務情報の開示が進む、さまざまなルールが有効になる、など多くの進展が見られていることも確かである。また、今後検討課題となる可能性のあるポイントもいくつか浮上していることもある。そうした中から、3点程指摘し、解説しておきたい。

第一に、気候変動とインフレーションである。ECBが示した移行シナリオについての影響予想によると、基本シナリオでは炭素価格が2050年に180ユーロまで上昇する、インフレ率は2050年まで毎年0.1%ポイントの引き上げ要因となる。さらに、遅い移行シナリ

オになると、2050年の炭素価格が同620ユーロ、インフレ率は年0.2-0.7%程度も上乘せされるとの試算である。急激な移行シナリオとなると事態はさらに悪化し、炭素価格は同800ユーロ、インフレ率は年0.2-1%程度も上乘せされるという。これまでの行動の遅れにより、炭素収支がほぼ限界に近づいている中、上記で掲げた4つの柱を進める必要があるが、それをできるだけ早期に進めるとすれば（結果的に最も正しい有効な選択だが）、経済への影響は2020年代に最も大きく表れると考えられる。野心的な炭素価格スキーム予測のもとでは、インフレ率は高止まりしかねないし、そもそも、現在の高インフレと低成長の環境は、気候変動の移行が遅れたせいなのではないか、その一因にはなっているのではないか、という意見もある程だ。

例えば再生エネルギーなどの開発が進み、成熟した市場になる段階では、どちらかというインフレよりデフレの要因になる、と考えることもできる。しかし少なくとも当面の移行期にあってはインフレを進める要因になるであろうことは、移行に関するコストアップを考えるだけでも理解できよう。

ところで、インフレになることが確定的だとすると、中央銀行はどう動くことになるのか。言うまでもなく、どこの国の中央銀行でも一義的な命題は物価抑制だ。通常、気候変動対策の差が企業経営の差になり、ひいては企業業績やクレジット評価の差になることが惹起されるも、その評価を中央銀行が行えば、

中央銀行によるレピュテーションリスクの判断を起こしかねない。しかし、気候変動対策の手抜かりで物価が上昇するとなれば、中央銀行はアクションを起こさざるを得ないという解釈が十分成り立つ。また、気候変動対策を放置し過ぎて、コストアップした結果、企業が経営不振に陥る場合もあり得る。そうした企業への融資が焦げ付けば、金融システム不安にならないとも限らない。そう考えれば、この面からも中央銀行がアクションを起こす必要が出てくる。イングランド銀行（BOE）は社債買い入れプログラムにおいて気候変動対策を考慮することに最も早く着手し、さらに金融機関の気候変動対策に関するストレステストを2022年5月に実施した。同ストレステストでは、対応しないか、あるいは対応が遅れるケースでは、2050年までに3,000億ポンドを越す損失が出る見通し、と言う。それだけで経営の屋台骨を揺るがす程ではないかもしれないが、相当なリスクであることは確かである。また、ECBは2022年7月に社債保有に関し気候変動対策の動向により「傾斜」による差別化を実施すると公表し、実際10月以降の社債購入の際にECBが開発した気候スコアを使用して、差をつける。さらに、BOEと同様、ECBも金融機関に対するストレステストを同7月に行った。対象41行の損失は、炭素価格の急上昇と洪水等が重なった場合で、少なくとも700億ユーロ程度はかかる、との試算となった。こちらも銀行の企業経営に影響が出るわけではないが、最低限の

見通しとしてはそれなりに大きいと考えれば、当局としては慎重に見守る必要があることは言うまでもない。日本でも2022年8月に金融庁と共同して日本銀行が3メガバンクおよび大手損保3グループについてNGFS^(注4)のシナリオに基づくストレステストを試行した。さらに、遅ればせながら、同12月2日、米連邦準備理事会FRBでも大手銀行によるリスク管理に気候変動関連リスクの考慮を義務付けるとともに、健全性審査に気候関連シナリオ分析を加えること、を決めている。

第二に、TNFDである。TNFDはTask force on Nature - related Financial Disclosures：自然関連財務情報開示タスクフォースのことで、自身の事業活動において、自然環境や生物多様性に対するリスクがどこにあるかを認識し、その悪影響まで感知し、開示していくもの、である。自然環境にプラスの影響が生み出せるような状態を作り出すこと、すなわちネイチャーポジティブが求められる中、自然とどう共存し、どう繁栄した上で、自らの収益力やサステナビリティを確立するか。自然環境は各国が異なり、それぞれの感応度が異なるため、開示すること自体、困難を極めることも確かである。しかし、2023年4月には人的資本の開示が求められることに始まり、年内にはTNFDのフレームワークが完成するはずである。

第三に、サーキュラーエコノミーとシェアリングである。循環経済の実現は、持続可能な開発の実現に向けた観点のみでなく、事業

成長や経済安全保障の観点からも重要になっている。省エネ、節約、もったいない、という考え方のみならず、リユースやシェアリングと言う発想が根付く可能性がある。ただし、ダブリンを例にとったある研究によれば、シェアカーが根付けばマイカーの低減率が最大98%に及ぶという試算があるし、嗜好の変化やEコマースの進展により、百貨店や大型ショッピングセンターが求められなくなることも指摘されている^(注5)。つまりは、新しく導入されるESG等の流れから来るサーキュラーエコノミー等はまたしても完全なゲームチェンジャーとなり、既存の事業をまったく意味がないものにしてしまう公算があるということになる。どう生き延びるか。また、まったく新しい産業が展開されることも想定される。日本は不純な鉱物から純正鉱物を取り出す技術が世界一だということだが、その技術を使っていかにクリティカルマテリアル（重要鉱物）を確保するかが重要となるかもしれない。これは、経済安全保障上も含め、日本の貿易黒字を担うことになるやもしれない新しいビジネスチャンスと言えるであろう。今後のビジネス展開は、機敏に動く必要があることを示す証左と考えてよい。

■ 5. これからの動きとして注目されるトランジション

さまざまなESG投資の広がりについて新しい観点から見てきたが、次々に新しい切り口

から臨むことだけが正しいわけではない。現状に鑑み、将来に結びつけていく地道な活動も求められる。EUタクソミーは2020年6月に規定されたもので企業の経済活動が地球環境や気候に対して持続可能な対策を取っているかを判定するための規則である。企業やセクターの分類に応じて、どうしても二酸化炭素排出量に違いが出るがゆえ、そうしたセクター間の違いも反映して、目標値を設定した、ということになる。

さて、こうした発想を結実させるには、リアルな行動を伴わねばならない。その際に重要になるのがトランジションであり、これからの動きとして注目したい。そのため、最後にトランジションを取り上げることとする。トランジションとは、文字通り、移行を示し、ある段階から次の段階を目指す際の変化を指すものである。リアルな世界を0、理想を1とした時、0.3や0.7といった途中経過を経ることを、受け入れられるか、ということに言い換えられる。実際問題、一足飛びには1に行けない以上、それも受け止める必要があることは言うまでもなかろう。少しでも変化しようとする正しい一歩である以上は、そうと認めて資金を融資することは、極めて現実的な判断と言える。なお、こうしたトランジションのための資金調達にはトランジション・ファイナンスと呼ばれ、ICMAハンドブックと整合する形で四要素を満たす必要がある。「資金調達者のクライメート・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」、「科学的根拠のあるクライメート・トランジション戦略」、「実施の透明性」がそれで、これらを満たしながら、例えば、多排出産業における脱炭素への移行を助ける役割を果たす。

こうしたトランジションの発想は、日本のように重厚長大系の企業群が多い場合には特に当てはまりが良いと考えられる。そのため、まずは日本にとってのトランジションを定義する必要がある。日本版タクソミーをセクターごとに整えつつあるため、セクターごとの定義を示すことでもよい。そうであれば、“仮に日本のトランジションは曖昧な状況への変化に資金を出していてダメだ”、と海外から批判されるようなことがあったとしても、反論も主張もできるであろう。トランジションによって、到達する世界が少なくともネットゼロに結びつけば良い。その意味では、日本国政府によるGX経済海外移行債の発行も待たれる。岸田総理が2022年5月ロンドン講演にて説明した中に、同債発行が宣言されているのだが、これがなかなか発行されない。財源を手当てして発行するとされているが、そもそも何に資金を投下するのか、いくら必要か、それに対する財源は何か、議論が一向に進まないようである。この類の財源は、大きく炭素税か排出権取引市場からの収益、などしかないのだが、どちらも現実的な動きにはなっていない。炭素税については、検討しなければ、と言うだけで実際に検討されていないし、排出権取引市場についてもGXリー

グ創設後、取引市場が確立されているものの、取引ができる状況にない。財源の検討がままならず、GX経済移行債の発行は2024年に先送りされる公算も大きい。

トランジションのように、日本が進むべき道に責任を持った歩みを見せない限り、例えアジア地域に限定したとしてもとてもリーダーとしての振る舞いができるはずもない。一刻も早く、トランジション・ファイナンスでの地位を確立するためにも、トランジションの日本としての定義、考え方の整理と、その証としてのGX経済移行債の早期発行が必要ではなかろうか。

サステナブルファイナンス市場は、少しずつその中心議題を変えながらも継続して検討が進んでいることは確かである。世界中の動きに合わせ、日本の動きもわずかずつだが進展しているとも言える。2023年には、多くのイニシアチブにも変化が見られることになるため、細かい決定事項に気をつけながら、自らの経営と収益を気候変動や生物多様性等への取り組みとをいかにバランスさせるかに腐心する必要がある。どれだけ現実とのバランスが気になったとしても、地球や自然の、助けを求める叫びが止まることはない。企業体としては、積極的すぎることへの恐怖はあろうが、数多くのイニシアチブが合意に向かっていることを考えると、消極的でありすぎることは望ましくない。この分野が何を求めているか、機動的に変化を追いつつ、自らのコアコンピタンスとの整合性をとってもらおうこ

とを望む。そのためにも、文字通り国が前面に出て民間の呼び水となるよう投資をけん引することが重要であることは言うまでもない。そう考えると、現時点では十分な精査に時間をかけるより、明るい日本の未来のためにも、一刻も早く成功体験に持ち込むことが何より求められるのではなかろうか。

(注1) 持続的変革のための食料・農業イニシアチブ (FAST)、自然を基盤とした強化された気候変動解決策 (ENACT) などのイニシアチブ。また、メタン・ガス・プレッジ、などのプレッジがそれ。

(注2) JETRO2022年11月28日による。

(注3) オーストラリアの建設業界年金基金「シーバスーパー」とオーストラリアの連邦年金基金「ブendesペンシオンスカッセ」の二つ。

(注4) The Network for Greening the Financial System：気候変動リスク等にかかる金融当局ネットワークのこと。

(注5) 第2回 成長志向型の資源自律経済デザイン研究会 (METI/経済産業省) の三菱UFJリサーチ&コンサルティング清水幸太郎氏、早稲田大学理工学術院教授所千晴氏、(公財) 地球環境産業技術研究機構RITE秋元圭吾氏の資料参照。

