

日本の脱炭素化を後押しする移行債の展望

ESG債に新たな潮流、注目は移行金融

環境問題や地球温暖化に対する世界的な関心の高まりを背景に、主要国が温室効果ガス（GHG）の排出量を国全体としてゼロにする「カーボンニュートラル」に向けて取り組む中、金融分野において、サステナブルファイナンスの重要性が一段と増している。

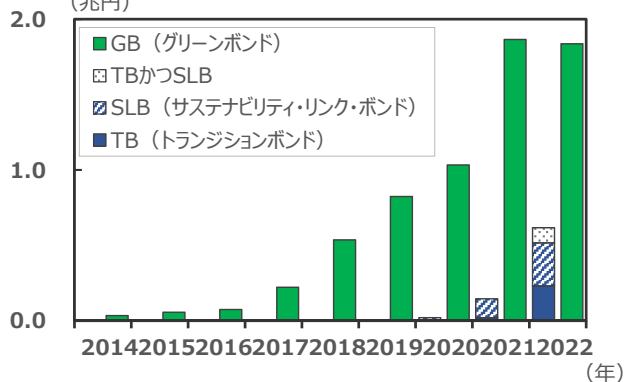
例えば、ESG（環境、社会、ガバナンス）への貢献を前面に打ち出したESG債の発行額は、2010年代半ば以降、世界的に増加傾向にある。その中心的な役割を担っているのは、資金使途を環境問題の解決に貢献する適格なグリーンプロジェクトに特定したグリーンボンドだ。日本でも同債券の発行額が大幅に増えている（図1）。

グリーンボンドは資金使途が明確に定められており、環境改善に資する事業を持つ企業は比較的容易に発行できる。一方、現時点でGHG排出量の多い「ブラウン企業」は、適格な事業がなく、発行が困難であるケースも多い。しかし、カーボンニュートラルを実現するには、ブラウン企業の低炭素化や脱炭素化への移行を促すことが必要不可欠であり、そうした企業の中長期的な資金調達手法として注目されているのがトランジション・ファイナンス（移行金融）だ。

近年、資金使途について、適格な事業を直接的に特定する必要のない新たなESG債の発行が増加している。具体的には、トランジションボンド（TB）とサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）であり、これらは移行金融での活用が期待される債券と位置付けられる。

企業は、TBを発行する際、2015年に採択された「パリ協定」と整合的な移行戦略を策定した上で、省エネや燃料転換などを含む低炭素化や脱炭素化に向けた取り組みが求められる。SLBは、発行に際

＜図1＞国内のグリーンボンドと移行債の発行状況
(兆円)



(注) 2022年のデータは11月7日時点。
(出所) 環境省「グリーンファイナンスポータル」(「国内企業等によるグリーンボンドの発行実績」、各社ウェブページ等より大和総研作成)

して野心的な「サステナビリティ・パフォーマンス目標（SPTs）」を設定する必要があり、SPTsの達成状況により、金利条件など債券構造が変化し得る仕組みになっている。また、両債券とも、進捗状況を検証・評価するために「重要な評価指標（KPI）」を選定する必要もある。日本では、SLBの発行が先行しており、2020年10月にヒューリックが日本初の債券を発行した。TBについては、日本郵船が2021年7月に発行した債券が国内初の事例となる。2022年6月には、ENEOSホールディングスがSLBとTBの両方の特徴を有する債券を発行した。これら債券の国内年間発行額を確認すると、2020年は200億、21年は1460億、22年は6170億円（11月時点）と大幅な増加を示しており、新たなESG債として着実に台頭していることが分かる。

GX推進の追い風だが、民間発行分と競合も

岸田政権は、看板政策である「新しい資本主義」の実現に向けた重要な改革の柱の一つとして、GX（グリーントランスフォーメーション）の推進を掲げている。これにより、国内の環境改善と経済成長

の両立を図りつつ、政府の2050年カーボンニュートラル目標の達成を目指す。

GXを推し進めるには、巨額の資金が必要となるため、グリーンボンドやSLB、TBなどESG債の発行を通じた金融面からのサポートも欠かせない。そのため、GX促進策の一環として、ESG債の発行支援策が拡充されれば、企業による発行を後押しすることが期待される。

他方、ESG債発行を通じた資金供給という観点で見ると、現在、政府が発行を検討している「GX経済移行債」（仮称）は、民間のESG債と競合する面があるという点に留意したい。投資家にとって、政府のGX経済移行債の方が魅力的なESG債となれば、それにより民間のESG債に対する投資家の資金供給が減少する可能性もある。政府には、民間のESG債の発行を阻害することがないように、GX経済移行債の制度設計や利率などの発行条件を検討することが求められる。

軍事侵攻と金融引き締め下の難しい発行環境

22年の世界の債券市場は、金融緩和政策の正常化観測が広がる中で、年初から長期金利が上昇し、ESG債を含む社債の発行環境が悪化した。一般に、社債の発行利率は長期金利に連動するため、長期金利の上昇により、実際の発行利率が当初想定した水準を大きく上回ると見込まれる場合、社債発行を延期する企業が出てくる。

さらに今年2月のロシアによるウクライナ軍事侵攻と、その後の食料・エネルギー価格急騰に起因した物価高騰に伴う世界的な金融引き締め政策を背景に、企業の債券発行計画に大きな影響が生じた。特に、ウクライナ危機の発生直後は、債券市場が混乱し、世界的に社債の発行を見送る企業が相次ぐ事態となった。

このような債券市場の動揺は、日本のESG債市場にも波及した。例えば、ENEOSホールディングスはグリーンボンド、JERAと日本航空はTBの発行延期を余儀なくされた。

また、海外の多くの国では、2022年春以降、高インフレを抑制するために金融引き締め政策を積極的に進めた結果、長期金利が上昇し、低格付け企業を中心に社債の発行環境は厳しい状況にある。なお、欧州では、ウクライナ危機以降、天然ガス価格の高騰による収益悪化と信用力低下への懸念から、電力会社などが発行するグリーンボンドへの投資を敬遠する動きも見られる。

他方、日本は他の主要国に比べてインフレが低く抑えられ、超低金利政策も維持された。その結果、社債の発行環境は2022年春以降、徐々に改善し、他国に比べて相対的に良好な状況にある。ただし、先行きについては、ウクライナ情勢や米国をはじめとした世界的な金融引き締め政策、日本銀行の出口戦略の行方などの影響について、慎重に見極めていくことが重要となろう。

移行金融で再エネ促進への好循環に期待

経済産業省は22年5月、カーボンニュートラル実現に向けて今後10年間で官民合わせて約150兆円の脱炭素関連投資が必要になるとの試算結果を示した。日本の現在のエネルギー構成等を踏まえると、ブラウン企業の低炭素化や脱炭素化が引き続き大きな課題となり、今後も移行金融が重要な役割を担うと見込まれる。国内のESG債市場では、TBとSLBの発行増加を通じた資金供給拡大が期待される。

また、その資金使途として、化石燃料から太陽光発電、風力発電などの再生可能エネルギーへの段階的な転換に直接寄与する事業が増えていくかが焦点となる。すでに、SLBでは、再生可能エネルギー使用率の引上げをSPTsに掲げている事例があり、TBでは再生可能エネルギー事業にも資金を充てるという事例が存在する。

移行金融の資金使途の構成は、中長期的に低炭素化から脱炭素化へとシフトしていくと見込まれる。そして、それに伴い再生可能エネルギー市場が拡大し、移行金融と再エネの好循環が起動することにも期待したい。

[大和総研 金融調査部主任研究員・長内 智]