

invested in insights.

eastspring
investmentsA Prudential plc (UK) company 

アジアで拡大する サステナブル債券市場



Rong Ren Goh

債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

アジアのサステナブル債券市場は、世界のトレンドに逆行し、債券市場のボラティリティにもかかわらず、2022年上半期に発行額が大きく伸びました。

インフレリスクや地政学的懸念の高まりの中においても同市場の成長は続く予想されます。

拡大する同市場の投資ユニバースは、投資家にとって魅力的な機会の拡大と多様化の促進をもたらすはずで

す。過去2年間、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）により環境・社会問題への関心が高まり、投資家からの責任投資への資金流入が促進され、持続可能な債券投資（債券、ローン）が活発化しました。ファンドベースで見ると世界のESG債券ファンドは、2020年の550億米ドルから、2021年には1,350億米ドル超の資金流入を集めました。一方、世界のサステナブル債券そのものの発行額は2021年に1.4兆米ドル超となり、前年のほぼ2倍となる新記録を達成しました¹。

この勢いは、インフレと金利上昇により世界の債券市場に大きな混乱が生じたため、2022年は現時点では失速したかのように思われます。世界のサステナブル債券の発行額は、2022年第2四半期に回復はしたものの、22年上半期（第1、第2四半期の合計）で見ると21年上半期を15%近く下回る6,450億米ドルにまで落ち込みました²。

しかし、こうした状況は新興国市場とアジアではやや楽観的なものとなりました。（図表1参照）新興国およびフロンティア市場では、2022年上半期に1,200億米ドルを超えるサステナブル債券が発行され、2021年上半期の1,000億米ドルを上回りました。国別にみると中国が上半期に730億米ドルを発行して最大の発行体となり、トルコとフィリピンがそれに続きました。一方、ロシアとインドからの発行は大幅に減少しています³。

アジアのサステナブル債券市場は、金利上昇、地政学的リスクの高まり、脱炭素化への取り組みが地域ごとにまちまちである、といった状況にも関わらず、引き続き成長することが予想されます。

地政学的懸念がアジアのサステナブル債券の成長を止めることは無い

地政学的懸念は今に始まったことではなく、2019年の米中貿易摩擦のピーク時には、米国在住の投資家が中国資産の保有を控えるのではないかと懸念がありました。2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻の後、米中関係がさらに悪化し、投資家の間では再び地政学的懸念が脚光を浴びることとなりました。

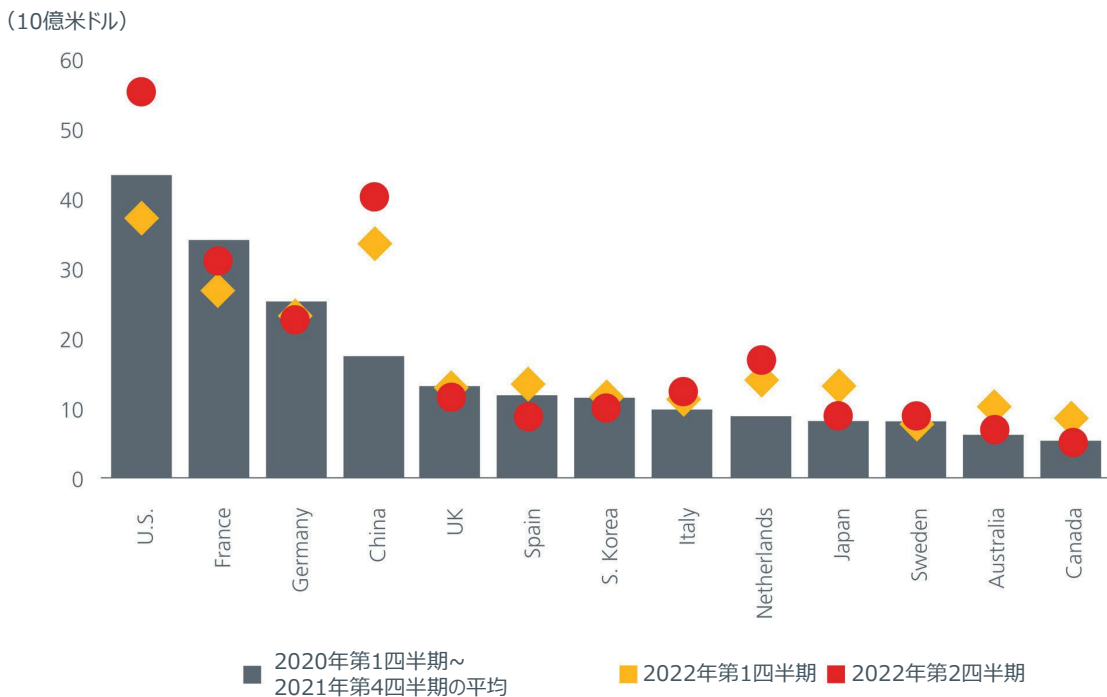
英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

invested in insights.

図表 1: サステナブル債（ESG債）の発行状況 ～ 中国は2022年上半期に強いモメンタム



出所：Bloomberg、IIFのデータ（2022年7月時点）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

温暖化ガス排出量ゼロの「ゼロ・カーボン」社会へ移行する上で、世界は中国の存在を無視することはできません。中国は世界全体の温室効果ガス排出量の4分の1以上を占めており、中国の脱炭素化への取り組みは重要です。投資家は中国への投資を避けるのではなく、むしろ投資を通じて関与を深めること（例：持続可能な社会実現に向けた取り組みの支援、など）が重要となります。したがって、中国のサステナブル債券に対する投資家の需要は今後も続くと思われます。また、サステナブル債券市場は、中国が温暖化ガス排出を実質ゼロへと移行する上で重要な資金調達手段であり続けるため、中国の発行額は堅調に推移すると思われます。2021年、中国はアジアにおけるサステナブル債券の新規発行額の65.2%を占めました⁴。

しかし、ロシアによるウクライナ侵攻は、ソブリン債（国債や政府機関債）投資におけるESGリスクを浮き彫りにしています。私たちイーストスプリングでは、国際的なデータと国内のデータの両方をソブリン債のESG評価に取り入れ、その国の政策やESGへの取り組み全体にネガティブな影響を与えるG（ガバナンス）の要素をさらに傾斜し評価しています。

ソブリン債の評価に際してはESGリスクの観点からスコアを付与しランク付けしますが、その国が重要なESG課題に取り組む準備がどの程度できているか、といった点も考慮しています。

アジアの脱炭素化への取り組みは揺るがず

ロシアのウクライナ侵攻後、エネルギー安全保障への関心が高まっており、世界中で代替エネルギーやよりクリーンなエネルギーへの移行が加速されるものと思われます。しかし、その動きを地域別にみると、アジアの脱炭素化に向けた取り組みは引き続き維持されると思われますが、欧州における温暖化ガスの排出量を実質ゼロにする「ネットゼロ」への取り組みは短期的には頓挫する可能性があります。

欧州の「ネットゼロ」計画には、石炭火力発電から天然ガス火力発電へのエネルギー転換による二酸化炭素排出削減が含まれていました。しかし、2021年後半に欧州で供給不足により天然ガス価格が600%近く上昇し、2022年にはロシアによるウクライナ侵攻に起因する欧州向け天然ガスの供給一部停止により、状況はさらに悪化しています。

invested in insights.

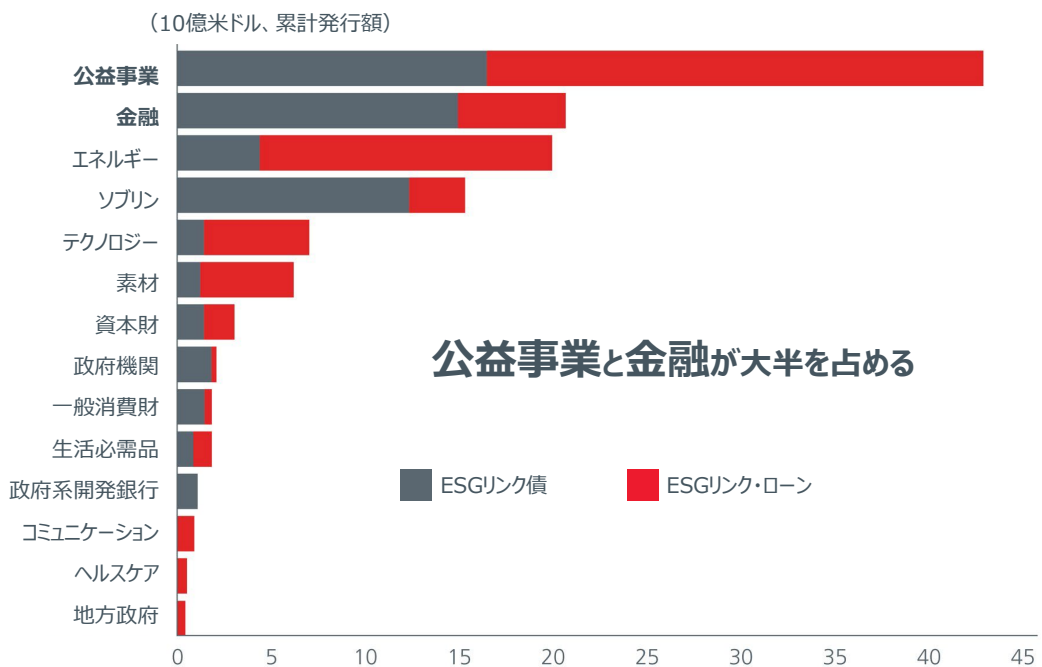
そのため、欧州では石炭火力発電所のこれまでの閉鎖計画が鈍化（一部では再稼働の動き）しています。アイルランドとポーランドは、天然ガス価格が高騰したため、石炭発電所の稼働を増やしたとされています。英国は老朽化した石炭発電所を再稼働させ、残りの石炭発電所についてはその閉鎖計画を遅らせる可能性があります。またドイツでは政府が停止中の石炭発電所を発電用に再開するための緊急措置を決めました。

一方でアジアはエネルギー源のロシアへの依存度がそもそも低いと、ロシアのエネルギー供給途絶がアジアの「ネットゼロ」に向けた取り組みに与える影響は限定的であると予想されています。さらに重要なことに、多くのアジア諸国は2021年11月に英国で開かれた第26回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP26）で「ネットゼロ」への取り組みを再確認しており、2022年11月にエジプトで予定されるCOP27に向けて各国の排出削減目標（NDC）を強化しようとしている可能性があります。

気候変動がアジアに最も大きな打撃を与えると予測される中⁵、持続可能な成長戦略から生まれる価値や、環境リスクに真剣に取り組まないことで生じるコストに対する危機感への認識が高まっています。また、気候変動対策には巨額の資金が必要であり、その資金の多くはサステナブル債券などで債券市場から調達されることが広く認識されています。（2021年11月のレポート「[ESG債が切り拓くアジアの持続可能性](#)」をご参照下さい。）

アジア各国では、政府や政策立案者が、それぞれの管轄区域において持続可能な資金調達市場の成長を促進させるために、協調して取り組んでいます。こうした努力は、昨今より大きな課題（利回りの上昇、投資家心理の悪化、金融引き締めへのシフト、など）の中にありながらも、これまで過去2年間にアジアで発行されたグリーン、ソーシャル、サステナビリティ（GSS）債券が力強い成長を遂げていることにもみられるように、明らかに実を結びつつあります。

図表 2: ESGリンク債・ESGリンク・ローンのセクター別発行状況（2013年以降）



出所：Bloomberg、IIFのデータ（2022年第1四半期）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

invested in insights.

投資好機をつかむために

GSS債の投資可能なユニバースが健全に拡大する中、私たちはポートフォリオ内でGSS債のウェイトを高めていきたいと考えています。2年前と比較すると、GSS債の発行体はより多様なセクターや国から構成されており厚みが増しています。これは、GSS債券のタクソミーが整備されている中で、発行体が具体的な資金用途を見出しているからです。

アジアでは、日本、韓国、そして一部中国において質の高い（A格以上）GSS債の発行体の基盤が整ってきています。米国をはじめとする世界的な金融引き締めを背景にここ数カ月間でリスク環境が悪化している中でも、これらGSS債券の信用スプレッドは大きく拡大しておらず、ディフェンシブ資産としてのその地位、魅力度はさらに高まっています。

セクター別にみると、持続可能な活動に資金を振り向ける上で、金融セクターは今後も重要な役割を担っていくことでしょう。実際、ESGリンク債、ESGリンク・ローンのセクター別発行状況を見ると公益事業セクターに次いで金融セクターが最も大きい割合を占めています。（図表2参照）

アジアで活動する多くの銀行が、持続可能な活動に資金を提供するための具体的なコミットメントや目標を設定する「サステナブル・ファイナンス」の枠組みや戦略を策定しています。GSS認証済み債券の発行は、こうした取り組みに貢献するものであり、今後、金融機関の発行体が増えることが予想されています。また、世界の炭素排出量の40%を不動産セクターが占めていることから、不動産セクターや不動産オーナーの果たす役割も大きいといえます。シンガポールでは、REITや不動産オペレーターがサステナブル債券を発行し、その調達資金をビルのエネルギー効率を高めるためのグリーンテクノロジーインフラへの投資に充てている例が見られます。

アジアの政策立案者は、域内のサステナブル債券市場のエコシステム（生態系）を発展させ続けています。調査によれば、情報開示要件の強化、外部認証の導入、タクソミーの整備により、情報の非対称性が緩和され、信頼性の高いグリーンボンド発行体の資金調達コストが低減されることが示唆されています⁶。同時に、情報の透明性が高まれば、投資家にとっては情報が織り込み済みとなるため、債券の発行頻度が多い企業は低い利回りで発行できるという研究結果も出ています。これは、結果として投資家により多くの投資機会と投資の多様性を提供するため、債券の発行頻度を引き上げ、市場の厚みをさらに増すためにも役立つはず⁷。

（データ出所）

1. Sustainable Debt Monitor. Institute of International Finance. January 2022.
2. Sustainable Debt Monitor. Institute of International Finance. July 2022.
3. Sustainable Debt Monitor. Institute of International Finance. July 2022.
4. アジアの内訳（ASEAN、中国、香港、日本、韓国）。Asia Bond Monitor. March 2022.
5. Climate risk and response in Asia. McKinsey Global Institute. November 2020.
6. Asia Bond Monitor. March 2022.
7. Asia Bond Monitor. March 2022.

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。