



ESG債が切り拓くアジアの持続可能性

Goh Rong Ren

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）

多くのアジア諸国にとって、気候変動に強いインフラ構築は急務であると同時に、一方でこれは経済成長を促進する可能性があることから、環境インフラは多くのアジア諸国の政府にとって優先事項となっています。

アジアの債券市場は、環境インフラの資金調達において重要な役割を果たすことが期待されており、私たちは債券投資家に多様な投資機会をもたらすと見ています。

アジア開発銀行の試算によると、2016年から2030年の間に、東南アジアだけで年間約2,100億米ドルの重要な気候変動に対応したインフラ整備が必要とされています。アジア全体でみるとその額は、電力、交通、建設、工業、農業の5つの主要セクターを中心に総額1.7兆米ドルに上り、多額の投資が必要となります。

気候変動問題を無視することの代償は大きく、一部の調査によると、気候の脆弱性が各国の資本コストに影響を与えるだけでなく、気候変動によるマクロ的な金融リスクがソブリンリスクを増幅させる可能性があることが指摘されています¹。

将来、気候変動への耐性の高いインフラを構築する必要があることに加え、このような活動によって経済成長や雇用創出が促進される可能性があることから、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）後、各国政府の間では環境インフラを優先的に整備する必要性が高まっています。アジアの債券市場は、こうした投資の資金調達に重要な役割を果たすことが期待されています。

ESG債を通じた課題解決の道

1997年のアジア金融危機以降、アジアの債券市場の規模、厚み、流動性は飛躍的に向上しました。現在、アジアの現地通貨建ておよび外貨建て債券市場の時価総額は22兆米ドルに達し、世界の債券市場の18%を占めています。また、アジア域内各国で国内投資家層が大きく成長したことにより、アジア経済は投資や支出の財源を（国債等を通じた）海外投資家層に大きく依存しないようになりました。さらに資本市場の自由化が進み、外国人投資家による市場参加が増えたことで、一部の主要な現地通貨建て債券が世界の債券インデックスに組み込まれるようになりました。

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。

2020年の世界の主なESG債（グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド）の合計発行額のうち、アジア太平洋地域は23%を占めています。（図表1参照）また、アジアのESG債市場の発行残高は2021年3月末時点で3,013億米ドルとなっており、世界のESG債の約20%を占めています²。

グリーンボンドは、アジア太平洋地域のESG債の発行総額の約75%を占めており、これは様々なステークホルダーが気候変動リスクを軽減するために継続的に取り組んでいることを反映しています。また、グリーンボンドは他のESG債と比べてその歴史が長く、既にフレームワークや認証プロセスが構築されていることもその成長を後押ししています。

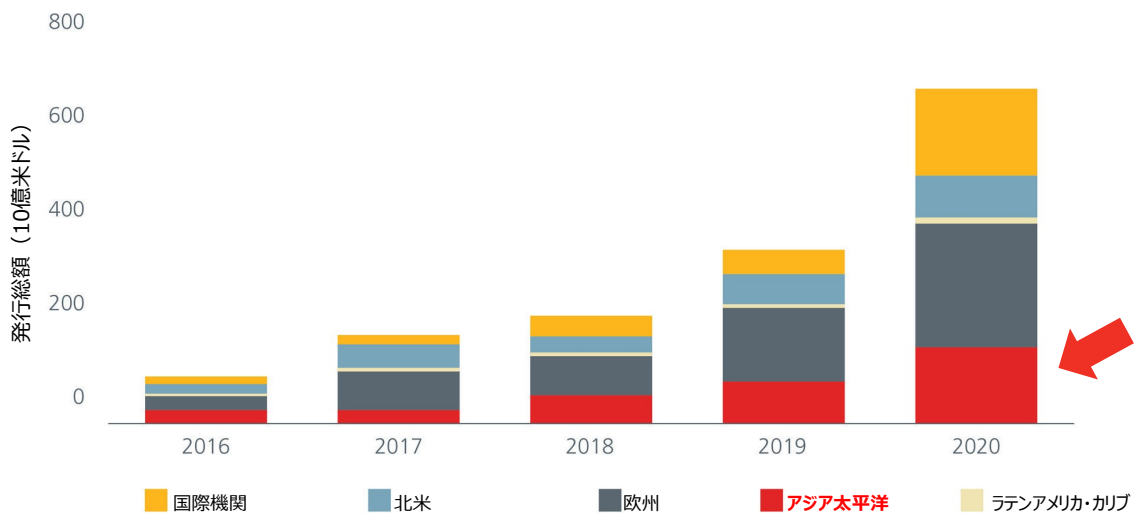
世界経済の脱炭素化において、アジアは大きな役割を担っています。中国だけで世界の二酸化炭素排出量の30%を占めていることを考えると、アジア地域のグリーンボンド発行額の70%を中国が占め、日本（10.8%）、韓国（9.3%）と続くのは当然のことと言えます。（図表2参照）中国はすでに脱炭素化に向けた世界の投資の3分の1を占めています。しかし、既存のエネルギーインフラの多くが石炭に大きく依存しているため、温暖化ガスの排出を実質ゼロにするカーボンニュートラル達成への道のりは困難です。中国は、環境インフラの構築に必要な巨額の投資資金を調達するために、グリーンファイナンス（環境配慮の投資）の環境整備を進めようとしています。その際には、企業などが排出枠を買い取り二酸化炭素の排出量を相殺するカーボンオフセットも活用されることでしょう。

また、新型コロナウイルスのパンデミック後の医療サービスや貧困削減プロジェクトの資金調達のために、アジアではソーシャルボンドやサステナビリティボンドへの投資家の関心が高まり、これらが発行されています。サステナビリティボンドは、その調達資金を環境面と社会面の両方の用途に使うことができ、発行体に大きな柔軟性を与えるという点で魅力的です。一方で、ソーシャルボンドのインパクトをどのように測定・評価するかについては、あまり明確になっていません。アジアにおけるソーシャルボンドとサステナビリティボンドの発行総額は、それぞれ354億米ドルと411億米ドルで、韓国と日本が最大の発行国となっています。アジア開発銀行は、ソーシャルボンド市場の発展を加速させようとしています。ソーシャルボンドが投資対象とする社会的プロジェクトの範囲が拡大され、社会的債券原則（SBP）の枠組みの下で新型コロナウイルスのパンデミック関連の支援のための支出が含まれるようになれば、この市場の成長につながるでしょう。

各国政府の協調した取り組みが必要

アジアにおけるソーシャルボンド市場では政府が主流となっていますが、グリーンボンドやサステナビリティボンドの市場では民間企業が主要な発行体となっています。さらに近年、グリーンボンドやサステナビリティボンドの市場では、再生可能エネルギー企業や不動産開発業者による発行が大幅に増加しています。なお今後中国では、政府のカーボンニュートラル目標が企業にも波及していく中で、多様なグリーンボンドが発行されることが予想されます。

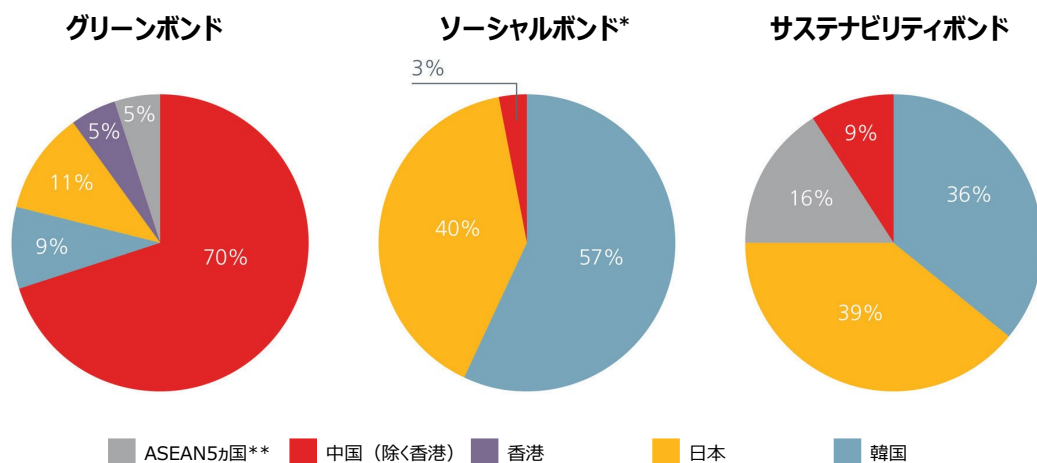
図表 1: 主なESG債*の発行額を地域別**で見るとアジア太平洋が増加



出所：Climate Bonds Initiative

*グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの合計額、**国際機関含む。

図表 2 : アジアにおける主なESG債（グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド）の発行残高



出所：AsianBondsOnline、Bloomberg L.P. のデータ（2021年3月31日）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。
 *ソーシャルボンドについてはASEAN5カ国の割合は0.05%。 **インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの5カ国。
 ※四捨五入の関係上、合計値が100%にならないことがあります。

アジアのサステナビリティボンド市場を成長させるためには、各国政府が同市場の流動性を高めるとともに、企業の発行を促進する政策を展開する必要があります。また、現時点ではまだ発行が少ないアジアの低所得国からの発行を促進するためには、より多くのことを行う必要があります。

シンガポールはグリーンファイナンス（環境配慮の投資）のアジアの一大拠点となることを目指しておりグリーンボンド発行計画を明らかにし、発行対象として総額190億シンガポールドル相当の公共プロジェクトを選定しました。

香港は2021年、香港の中央銀行にあたる香港金融管理局（HKMA）が、対象となるグリーンボンドの発行体企業および資金の出し手に対し、債券発行や外部評価機関に関する費用を補助することを発表しました。一方、中国は中国人民銀行（中央銀行）が発表した最新のグリーンボンドガイドラインでは、グリーンボンドを使って資金を調達できるプロジェクト（適格プロジェクト）から、「クリーン・コール（環境低負荷型の石炭利用）」を除外することを発表しており、適格プロジェクトに関する国際基準とのこれまでのギャップを縮めています。これにより、中国のグリーンボンドは、海外投資家の自身のESG方針との親和性が高まり、その魅力が増す可能性があります。また、ASEAN グリーンボンド基準（ASEAN Green Bond Standards）の策定（2017年策定、2018年改訂）は、アセアン地域におけるグリーンボンド市場の成長を促進することにもつながります。

投資家の関心の高まりにより、他のESG関連のレバレッジ型の金融商品も登場しています。例えば、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイでは、サステナビリティ・リンク・ローン（SLL）やサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）を促進するための政策や取り組みが動き始めています。

SLLやSLBは、現在、グリーンの定義が明確でない分野の企業や、特定のグリーン資産やプロジェクトを持っていないが、カーボンフットプリント（温暖化ガス排出量）を減らしたいと考えている企業に、その代替手段を提供するものです。発行体が設定したサステナビリティ・パフォーマンス目標を達成できなかった場合、投資家は金利の引き上げ措置を受けることができます。私たちはこの商品特性を評価していますが、一部の法的枠組みの制約により、発行体がクーポンの支払いを増やすことができない場合があることには注意が必要です。一方で、SLLは一般的な債券と違いプライベート・アセット（市場で取引されされない専門性の高い資産クラス）であるため、開示情報が少ない可能性があります。

私たちは今後、さらに革新的な資金調達手段が登場することを期待しています。例えば、企業の事業モデルを低炭素化に移行するために発行されるトランジション・ボンドは、多額の座礁資産*を抱える炭素集約型のセクター企業が、ネット・ゼロ・カーボン・エコノミーに移行する際に役立ちます。トランジション・ボンドは、移行効果の確固たる評価基準が確立されるにつれて、化石エネルギー・セクター企業にとってますます重要になると予想されます。

* 社会の要請など様々な状況変化によって将来の価値を失う可能性がある資産

投資家にとっては、やりがいのある投資

投資家にとっては、ESG債は“良い行動を取りながら良い結果を得ることが期待できる”投資機会となっています。アジアにおけるESG債の利回りの最高値と最低値の差異は26ベースポイントです。一方、欧州では53ベースポイントとなっています。アジアの利回り差異は将来的に拡大する可能性があり、アジアのESG債への投資は、その投資開始時期が早かった投資家にとっては報われる投資機会となる可能性があることを示唆しています。

アジア地域の政策立案者がインフラをより気候変動の耐性が強いものにしようとし、また企業がパンデミック後の新しい世界で脱炭素化に取り組む中で、アジアの債券市場はこれらの取り組みへの資金調達を支援する上で重要な役割を果たすことでしょう。

国際基準を活用し、国際資本市場協会（ICMA）や国際金融公社（IFC）などの国際機関と協力することで、アジアにおけるESG債券市場の発展を加速させ、投資家に多様性と機会を提供することが可能となります。これは、アジアの政策立案者が、アジア独自の考慮すべき事項に対応して規制を段階的に変更し続けることにより、進化を遂げるプロセスとなるでしょう。アジアはそのスタートが遅かった温暖化ガス排出量の実質ゼロ（ネットゼロ）目標への道のりは欧州よりも陰しく野心的なものになりそうです。しかし、一方でこのことは潜在的なインパクトが今後大きくなる可能性を示唆しています。

データ出所

1. Buhr et al. 2018; Beirne, Renzhi, and Volz 2020; Volz et al. 2020
2. ASEAN、中国（除く香港）、香港、日本、韓国を含む

<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。