

## エマージング市場とクライメート・トランジション； 進展、課題、機会



ヤナ・ハーベイ

シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
RBCブルーベイ・アセット・  
マネジメント

2023年12月

**“エマージング市場の成否が2050年までにネット・ゼロを達成出来るか否かに大きな影響を持つでしょう。”**

ほぼ一年前に、エマージング市場が気候における重要な鍵になることをお伝えしました。歴史的には先進国が気候変動をもたらしてきた立場であるものの、今後はエマージング市場が温室効果ガス（GHG）の排出増加の大部分を占めるということがメッセージでした。そのため、エマージング市場の成否が2050年までにネット・ゼロを達成出来るか否かに大きな影響を持ち、気候変動の最悪の影響を回避できるかという点が懸かっていると言えるでしょう。

エマージング国での気候変動への対応が十分な速度でないことが次第に明らかになってきています。グローバルに流動性が低下し、資金調達コストが高まり、多くのエマージング国のバランスシートでレバレッジが過剰であるという、完璧な嵐が近づいている中で、のんびりとしている時間はありません。

エマージング国が緊急性を感じていることは確かでしょう。2022年に起きたパキスタンでの壊滅的な洪水、ウガンダでの干ばつが引き起こした飢饉は、エマージング国で起きた気候に関連する自然災害の一例で、これらの国の対応能力は限られていました。不幸なことに、スリランカやザンビアなど気候変動に対して最も脆弱な国が、最も厳しい債務状況に直面しています。これらの国の債務再編は必要ですが、それだけでは問題の半分の解決にしかなっていません。これらの国が本当に必要としているのは、より多く（少ないのではなく）の債務を持続的に支払うことができるだけの経済成長への新たなエンジンです。さらに、気候変動による悪影響から国民を守るために、国際機関の援助を受けながら、気候変動を緩和し適応するためのプロジェクトへ投資を行う必要があるでしょう。

## これまでの進展

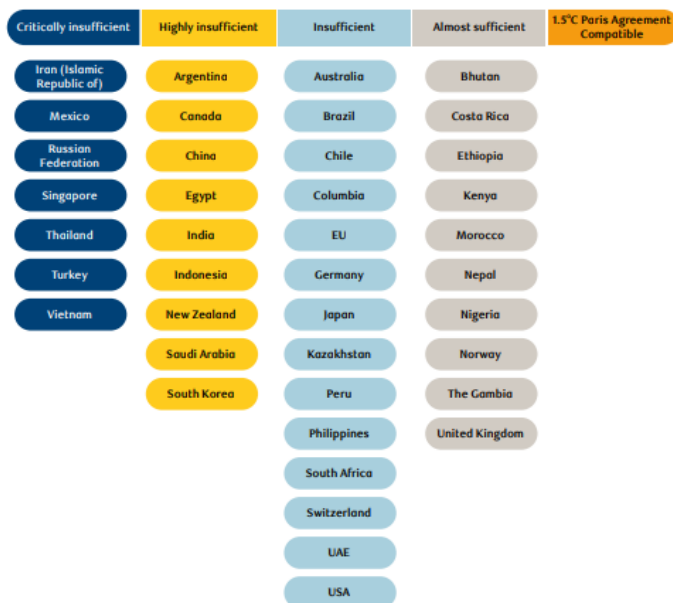
厳しいエマージング外貨建て債市場の状況と併せて、圧倒的に困難な課題にも拘わらず、エマージング国はグリーン化に向けた計画を進めています；

### 1. 気候変動に対するコミットメント；目標を引き上げる

エマージング国における進展を示唆するものとして、「国が決定する貢献」(Nationally determined contribution “NDC”)<sup>1</sup>の目標を高めていることが挙げられます。15ヶ国以上のエマージング国が2022年以降、NDCの新たなターゲットを提出しています。これらのコミットメントのほとんどは、以前のNDCよりも高い目標となっていますが、引き続き温室効果ガスは排出増となっており、パリ協定の目標に比肩するものとはなっていません<sup>2</sup>。しかし、この状況はエマージング国だけではありません。より高い目標が必要ではあるものの、「気候変動アクション・トラッカー」(Climate Action Tracker) イニシアチブで定めている「ほぼ十分 (almost sufficient)」というグループのほとんどをエマージング国が占めていることは注目に値します。

さらに重要な点として、昨年はウルグアイがソブリン債で初めてとなる「ステップ・アップ/ステップダウン」構造のサステナビリティ・リンク・ボンド<sup>3</sup>の発行を通じて、NDCコミットメントと資金調達コストの直接的なリンクという観点で先陣を切ることとなりました。これは大きな成果でした。こうした構造の債券を創り出すことは、市場関係者との長期的なエンゲージメントを通じてはじめて可能です。対称的なステップアップとステップダウンというクーポンの仕組みを作りながら、第三者による検証として気候変動に関する国際連合枠組条約 (United Nations Framework Convention on Climate Change) に取り組むことになっています。さらにGHGのデータ提出期限を3年半からわずか15ヶ月に短縮しました。自発的なNDCの目標に未達時には罰則を付けるとした点で、ウルグアイは他国に先んじて気候変動へのコミットメントを動機付ける新しいメカニズムを導入し、これらの目標が政治的なサイクルに左右されないことも同時に示しました。こうしたステップを見ると、多くのエマージング国は、大部分の先進国以上にNDCのゴールを達成するための自国内の資金源を欠いていることが分かります。先進国を含めた他国はこの例に追随し、気候変動のゴール達成と将来の資金調達プログラムを結び付けていく可能性もあります。

図1：気候変動アクション・トラッカー (Climate Action Tracker)



出所: [www.climateactiontracker.org](http://www.climateactiontracker.org).

### 2. グリーン・タクソミー；低炭素経済活動を優先

EUのグリーン・タクソミー（経済活動のなかでグリーンまたはサステナブルなものを分類）推進は広く認識されているものですが、エマージング国も独自のグリーン・タクソミーを構築しようとしていることは、あまり知られていないかもしれません。これらの枠組みは、各国のクライメート・トランジションの優先事項と環境に優しいプロジェクトを一体として支援するために、自国経済への投資を集める点で重要となります。グリーン・タクソミーは国の政策によって将来の経済活動が支援される場合に有効な指標となり、ひいては民間セクターや投資家に将来の自身の計画に対する見通しや確信を持つことにも寄与すると考えています。そうすることで、システムティックかつ秩序だった方法で、持続可能な資金調達先を増やすことが出来ると思います。多くの国でグリーン・タクソミーは各国が直面する固有の課題を反映しており、これらの枠組みは不十分かもしれませんが、重要なスタート・ポイントであり、今後時間とともに大きく進展していくと考えています。



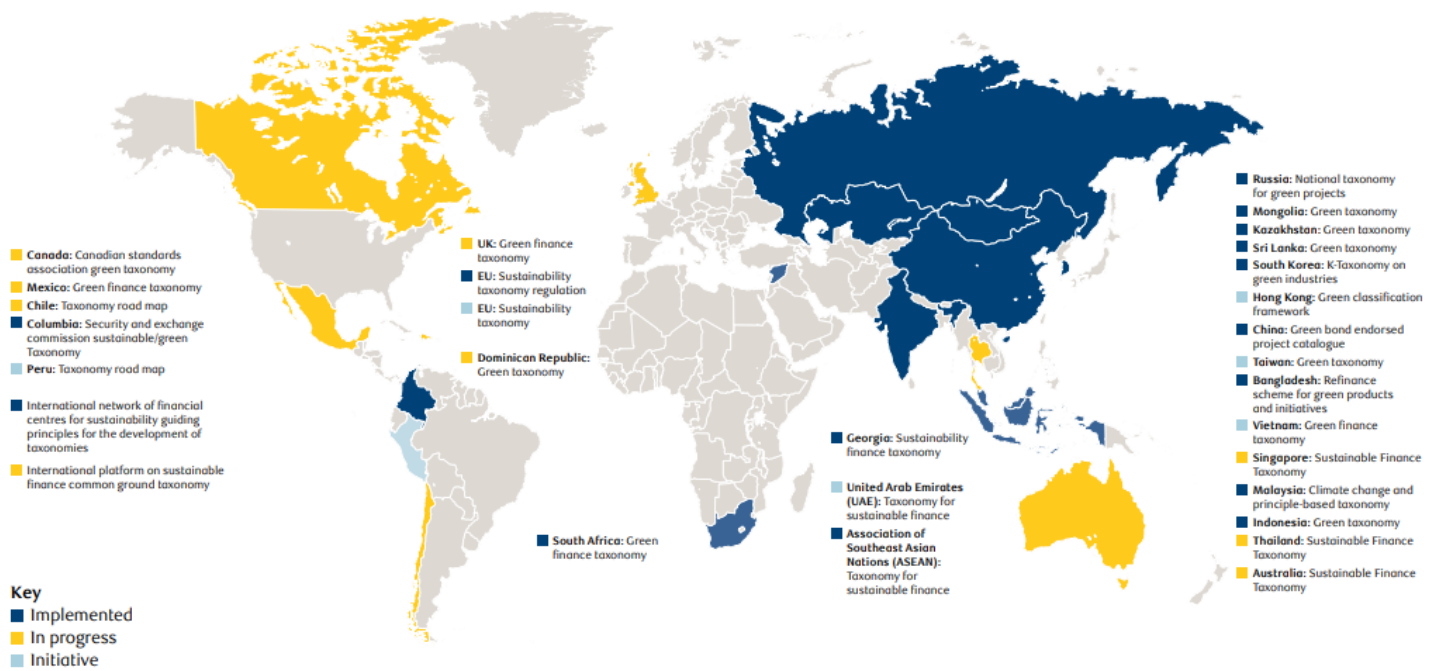
1 NDCs are non-binding, self-defined national climate pledges (i.e. short to medium-term targets) under the UN Paris Agreement, which detail what a country will do to meet the global goal to pursue 1.5°C, adapt to climate impacts and ensure sufficient financing to support these efforts. They are required to be updated every five years with increasingly higher ambition, based on each country's capabilities and capacities.

2 According to Climate Action, as at September 2023, although Climate Watch data highlights improvements across a range of categories for 10 of these updates. Source: NDC Enhancement Tracker ([climatewatchdata.org](http://climatewatchdata.org)).

3 Uruguay's Sovereign Sustainability-Linked Bonds (SSLB) ([mef.gub.uy](http://mef.gub.uy)).



図2：グリーン・タクソミーの全体像と様々な進捗状況



出所: Green Taxonomies Around the World: Where Do We Stand? (ECOFACT)

### 3. 代替エネルギーへの投資；再生可能エネルギーとグリーン水素

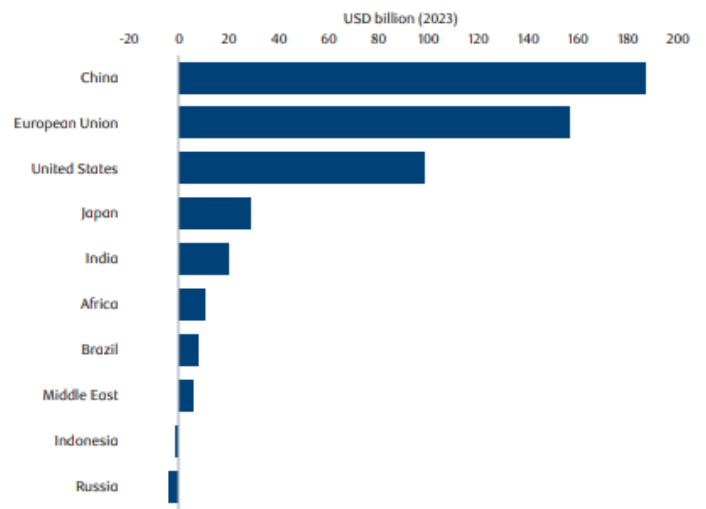
人口増加の速いペースと、ロシアのウクライナ侵攻によってエネルギーの安全保障面での重要性が高まったことを受けて、エネルギー生産の必要性がますます強まる中、エマージング国は石炭への依存度を減らし、クリーンで再生可能なエネルギーのキャパシティを増やそうと努力しています。エマージング国における再生可能エネルギーの潜在力を十分に活かすために必要な資金額に対して、年間約1.1兆米ドルの資金が足りていないと言われています（2023年のWorld Investment Reportにおいて、エマージング国は毎年約1.7兆米ドルの再生可能エネルギーへの投資が必要であるものの、資金調達額は5,440億米ドルに留まるとされています）<sup>4</sup>。しかし、Emerging Markets Investors Alliance (EMIA) によれば資金のある国、なかでも中国、それに次いでインドとブラジルは急速に成長している産業に対しての投資を時間の浪費なく行っています。

再生可能な資源から生まれるグリーン水素も、昨年エマージング国が注力した分野です。多くの国で、急速に発展するこの分野での競争力を持つためには必須である低コストのハイブリッド太陽光発電と陸上風力発電に関して、良い位置にエマージング国はつけています。バンク・オブ・アメリカの推計によれば、グリーン水素は2050年には1兆米ドル規模の市場となり、より幅広く使用される中で今の8倍の市場規模になるとされています。こうした生産能力を構築するために必要な多額の投資を考えると、高水準の国内貯蓄と強固な資金調達力を持つ中東諸国は特に恩恵を受けられる好位置にあると言えるでしょう。

<sup>4</sup> World Investment Report 2023 | UNCTAD.

<sup>5</sup> Mobilizing investment for clean energy in emerging economies (weforum.org).

図3：各国及び地域におけるクリーン・エネルギー投資の増加額（2019-2023）

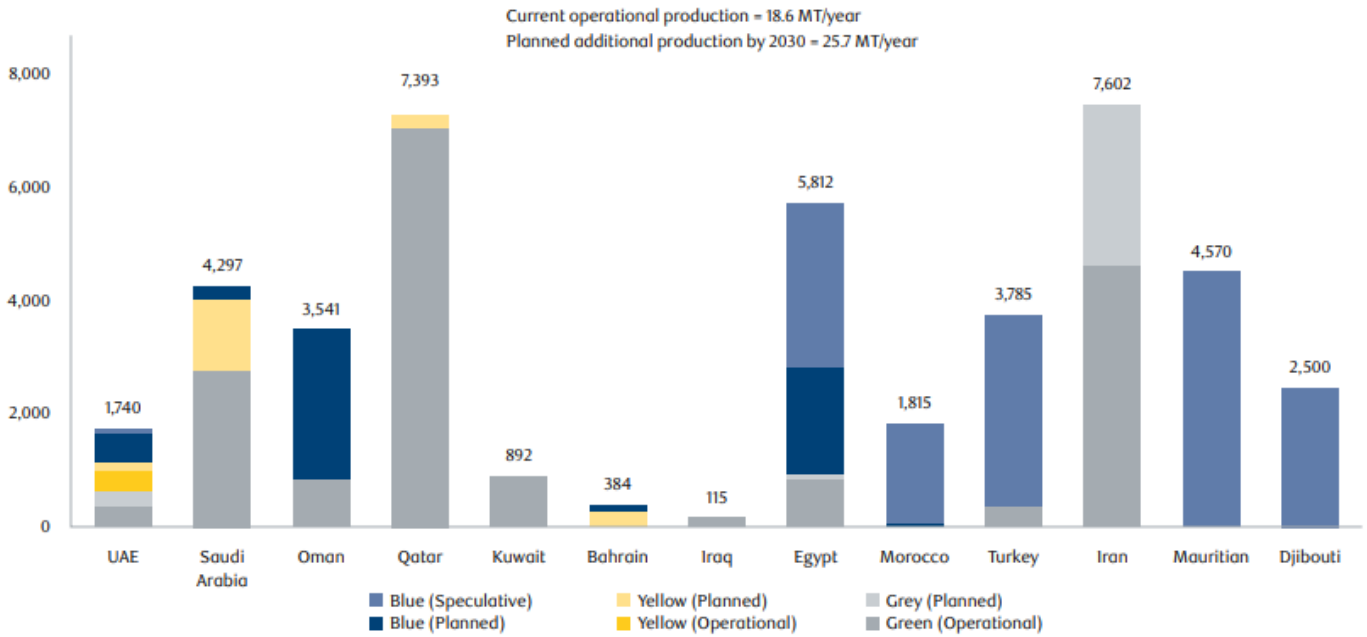


出所: Overview and key findings – World Energy Investment 2023 (iea.org).

しかし、はっきりとしてきたことは、クリーン・エネルギーへの投資を惹き寄せることに関して、エマージング国でも大きな地域差があることです。UNCTADのレポートでもハイライトされているように、最も発展が遅れている国や小さな島国は、緊急の支援を必要としながらも、投資を惹きつけることが難しくなっています。国際エネルギー機関（IEA）や世界銀行、世界経済フォーラムなどは、クリーンエネルギーへの投資を集めるプラットフォーム<sup>5</sup>を立ち上げつつあり、民間資本の活用を支援する機能が問題解決には必須となっています。

図4：2030年までの中東の水素生産（専用及び非専用の水素プロジェクト）

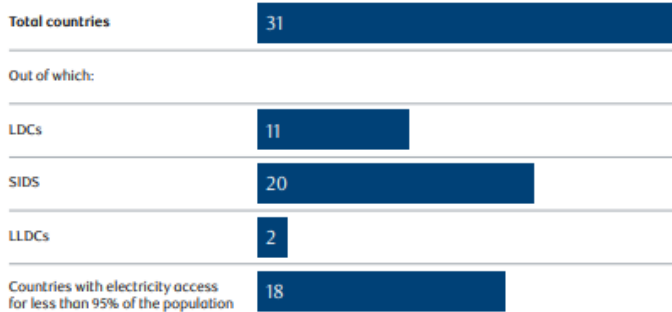
約7百万トンの生産能力が2030年までに軌道に乗る見通し



出所: BofA, 2023年5月

図5：発展途上国は国際的な再生可能エネルギープロジェクトを欠く

2015年以降に再生可能エネルギープロジェクトへの多額の国際的投資を得ていない発展途上国数



出所: UN UNCTAD. Note: LDCs = least developed countries, LLDC = landlocked developing countries, SIDS = small island developing states

#### 4. 持続可能な資金調達；新たな革新的商品とESGイニシアティブへの資金フローの強固さ

今後の課題に対して、国際機関、市場参加者、ソブリンの発行体といった利害関係者は、潮目が変わって資金が流出する時にあって、エマージング市場で優先度の高いプロジェクトへの資金を得るために、革新的な金融商品を作ろうと努力を進めています。2023年9月に開催され、RBCブルーベイも参加をしたウィルトンパークでの会議では、ディストレスト水準にある国の債務再編の選択肢を議論しましたが<sup>6</sup>、これは民間と公共セクターが協働して、有効な解決策を模索する好例と言えるでしょう。

6 Emerging markets in debt distress: exploring options for debt restructuring (wiltonpark.org).

7 research.hsbc.com.

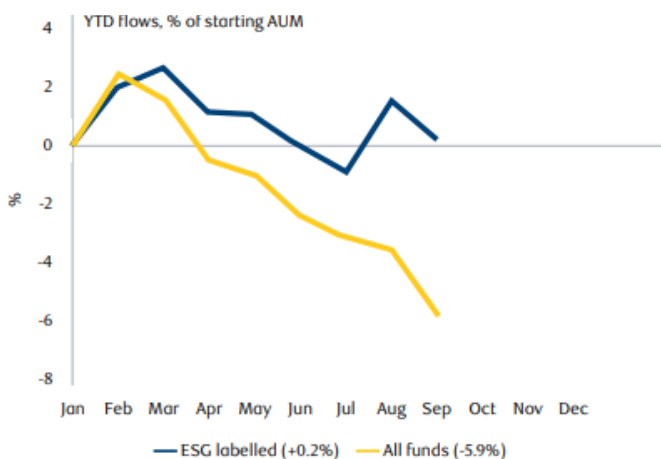
8 Brazil announces first issuance of sustainable bonds (Planalto.gov.br)

ポジティブな点として、年初来でエマージング・クレジット・ファンドは純資金流出となっていますが、ESGファンドの資金フローはプラスとなっており、流動性が引き締まる中でも、投資家は将来の持続可能性と強靱性にとって重要と考える活動に資金をコミットする姿勢を示していることです。

エマージングのソブリン債では、資金用途を特定した（Use of Proceeds：UoP）債券の発行が続いており、これは事前に決めたESG関連プロジェクトへの資金を得る目的の債券ですが、その中でグリーン・ボンド（環境面のための資金調達）が引き続き過半数を占めています。ソーシャル・ボンド（社会面のための資金調達）は、コロナ後の2022年の落ち込みからやや回復は見られたものの、発行に占める割合は低く、サステナビリティ・ボンド<sup>7</sup>（環境面と社会面のための複合的な資金調達）の方が多くなっています。地域別では、中東でグリーン・ボンドの発行増加が見られています。このトレンドは今後も続くと考えており、より多くの国（オマーンなど）は持続可能な資金調達の枠組み作りに取り組んでいます。

最近実行されたUoPの質が改善していることは前向きに捉えており、例えば直近ではブラジルの森林破壊への対応を目的とした債券発行<sup>8</sup>を評価しています。より多くのソブリンの発行体が透明性と追加的措置の重要性を認識しており、現在の予算よりも対象とする期間を短くしたり、改善の必要性が最も高いものにターゲットを絞ろうとしています。

図6：エマージング・クレジット・ファンドの資金フロー



出所: EPFR, Barclays Research, 2023年11月

サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB；特定のESGパフォーマンスにKPIを設けた資金調達）についても昨年までは社債市場に限定されていましたが、ソブリン債でも活用が見られ始めました。チリ<sup>8</sup>は、ステップアップ・クーポンのストラクチャを利用してはじめてのSLBを発行し、前述のウルグアイ債がその後に続きました。現在、グローバルな発行額は2,160億米ドル<sup>9</sup>となっていますが、SLB市場はESGラベルの債券ユニバースの中では最も小さな発行額となっています。しかし、今後も目を向けていくべきエリアであると考えています。これらのストラクチャは、UoP債を発行するようなプロジェクトはないものの、ESG志向の資金を惹きつけたいと考える国にとって、新たな手段となるかもしれません。また、NDCだけではなく、一般的なESGのコミットメントを満たそうとする国において、強力な手段となる可能性があります。社会面でのKPIをターゲットとして、チリが今年初めに発行したSLBがその例です。

最後に、いわゆる「自然保護債務スワップ」の成長が見られています。最近ではガボン<sup>11</sup>とエクアドル<sup>12</sup>が実施しました。やや複雑なこうした取引は、借り手であるソブリンが一部の債務をより安価な債務へと交換するもので、一般的にソブリンの信用力を高めてくれます。その見返りとして、将来の調達資金を自然保護や環境に友好的なプロジェクトに投じることになります。このスワップは完了するまでに長い時間を要し、かなり特有の環境（非常に債務負担が大きい国）でのみ有効であることから規模性を欠きます。しかし、生物多様性を持ち、資金へのアクセスが限定されたより小国にとってはソリューションのひとつとして存続すると見えています。

## 課題は残り、リスクも高いものの、投資機会は魅力的

昨年、多くのポジティブな進展があったものの、エマージング国がクライメート・トランジションの目標を達成するには、より多くの資本が必要です。金融機関は、この資金を直接的にエマージング国に投資することで、重要な役割を果たすことが出来るでしょう。これを可能とするには、世界銀行、IMF、その他の国際機関による公的なりソースが必要となります。同様に、南アフリカ、インドネシア、ベトナムなどに公正なエネルギー移行パートナーシップ（JETP：Just Energy Transition Partnership）といった各国主導のイニシアティブを通じた資金調達も拡充、拡張しないとけないでしょう。ESGラベルのストラクチャも伸長が必要と考えています。特に、こうした枠組みを構築しモニターする能力を欠く、低中所得国に融資をする際には、投資家がより目的に添ったものであるという安心感を得るための改善が必要でしょう。先進国と国際機関の助けを借りたクレジットの改善も、新規資金調達のコストを軽減することにつながるかもしれません。同時に重要なことは、現在実施されている債務再編プロセスが、デストレストから抜け出し、しっかりとしたプロジェクトに対して新たな資金を惹きつけるものとなり、経済成長見通しを押し上げることにつながる機会として活用されることであると考えています。

**「こうした投資は実体世界に与えるインパクトを考えた場合に、私たちにポジティブな結果をもたらす潜在性が非常に高いことを認識するべきでしょう。」**

最終的に、お伝えしてきた通り、エマージング国抜きではトランジションを成し遂げることは出来ません。多くの投資家がエマージング市場への投資に躊躇し、資本は流出しています。しかし、こうした投資が実世界に与えるインパクトを考えた場合に、私たちにポジティブな結果をもたらす潜在性が非常に高いことを認識するべきでしょう。エマージング国を重荷と見るのではなく、低炭素社会への移行において鍵を握る存在であるという考えを持つべきではないかと思えます。

6 Emerging markets in debt distress: exploring options for debt restructuring (wiltonpark.org).

7 research.hsbc.com.

8 Brazil announces first issuance of sustainable bonds (Planalto.gov.br)

## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼィング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management