



気候変動と金融政策 ～「信認」の視点からの考察～

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫

2020年12月8日

前向きな欧州中央銀行

欧州中央銀行（ECB）は現在、金融政策に関する「戦略レビュー」（Policy Strategy Review）を行っている。物価目標やその運用方針をはじめ、金融政策のあり方を巡る総点検である。米国の連邦準備理事会（FRB）も昨年から今年にかけて、同じような点検作業を行った。出てきた主要な結論は、「平均インフレ目標」の考え方を柔軟な形で取り入れるというものだ。今はインフレが目標の2%を下回っているので、将来はインフレが2%を超えることを許容してバランスをとる、という戦略である。2%物価目標の事実上の強化になる¹。

先行するFRBがそういう結論を出した以上、ECBも2%インフレへのこだわりを強める方向で議論せざるをえないだろう。ただ、ユーロ圏のインフレ率は、日本ほどではないにせよ2%までの距離が遠く、政策手段もほぼ尽きている。物価目標を強化したところで精神論にすぎない。来年出てくる結論を、市場は冷ややかに受け止めるのではないか。ただ、ECBの戦略レビューには、物価目標だけでなく、FRBのレビューでは議論されなかった数多くの点検項目がある²。中でも注目されるのが、気候変動への金融政策の対応である。

ここで区別しておきたいのは、「金融システムの安定」の面では、気候変動リスクへの中央銀行の関与が、既にグローバルな流れになっているという点である。今は初期段階だが、今後は国際的に知見を深め合いながら、データの整備や分析の精緻化が進められていく³。

これに対し、ECBが世界的潮流より明らかに先行しているのは、「金融政策」の面でも気候変動対応に踏み込もうとしている点である。例えば、ECBが金融緩和の一環として社債を買い入れる際に、あるいは社債を資金供給の担保として受け入れる際に、発行体の脱炭素化への取り組みや情報開示の質を考慮する、といったことなどが念頭に置かれている模様である。ただし、「グリーン」の度

¹ 筆者の評価は本コラム2020年9月24日「離れた「ゼロ」との長い付き合い～米国金融政策の不都合な真実～」。

² 「戦略レビュー」には12のワーク・ストリームがある：気候変動、デジタル化、経済モデル、財政政策との関係、グローバル化、インフレ期待、インフレの計測、マクロプルーデンス政策との関係、コミュニケーション、ノンバンク、物価目標、生産性とイノベーション。

³ 気候変動対応のベスト・プラクティスに向けた中央銀行・金融監督当局の国際的な意見交換の場として、2017年に「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク」（The Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System）が設立されている。本年11月現在で正式メンバーが77機関、オブザーバーが13機関である。金融庁、日銀はともに正式メンバーである。

合いによって企業の資金調達コストに差をつけることが、金融政策のあり方として適切なのかどうかは議論の余地がある。

金融政策は一般に、選挙を経ずに任命された人々によって、政府から一定の独立性を保つ形で決定される。したがってその責務は「物価の安定」のように普遍性・中立性の高いものに限定され、金融政策が資源配分や所得分配に直接影響を与えることは望ましくないと考えられている。インフレと戦うには独立性が重要だが、独立性がある以上その守備範囲はシンプルであるべき、というわけだ。

ECBを構成する中央銀行の中でも、とくにドイツ・ブンデスバンクは、金融政策の独立性、したがってその責務の限定性を重視する傾向が伝統的に強い。このため、気候変動問題への関与にもやや慎重である。ただ、ラガルド総裁をはじめECBの大勢は気候変動対応に積極的であり、最終的にはブンデスバンクのような慎重派とも折り合える範囲で、金融政策の関与を強めていくと予想される。

重要なのは中央銀行としての「姿勢」

ラガルド総裁をはじめとするECB幹部は、主として次の三つの点で、気候変動問題への関与に正当性があると考えている。

第一に、気候変動リスクの軽減は「物価の安定」にも資するという考え方である。気候変動は、自然災害の頻発や激甚化を通じて、経済や物価に悪影響を及ぼすからである⁴。しかし、だからと言って金融政策による気候変動対応を正当化するのは、本当はおかしい。金融政策の役割は、様々な原因から生じる物価変動を、総需要に働きかけて相殺することであって、様々な原因そのものに働きかけることではない。それがまさに金融政策の中立性である。実際、グローバル化やデジタル化については、物価を押し下げるとわかっていても、それらを金融政策で抑制すべきと主張する中央銀行は存在しない。それらを「外生的な供給ショック」と受け止めたうえで、そこから生じる物価の下落圧力を総需要の刺激で相殺する、というのが正統な考え方である。このように、「物価の安定」のために気候変動対応に踏み込むという考え方は、厳密には正しくないように思うが、レトリックとしてそれも言うておきたいという気持ちはわかる。

第二に、より説得性があるのは、「市場の失敗」の是正に資するという考え方である。ECBは、組織内外の様々なリサーチをもとに、社債利回りなど各種の資産価格には気候変動リスクが十分織り込まれていない、と認識している⁵。この認識が正しければ、金融資本市場への一定の介入や、資金調達者が良質な情報開示を行うインセンティブを強めることは、むしろ真の「中立性」と整合的だと言える。

第三に、最も説得性があると筆者が考えるのは、欧州連合（EU）の重要政策に対する中央銀行としての貢献である。前述した「戦略レビュー」の一環として、ECBは識者や市民の声を幅広く汲み上げるイベント「ECB Listens」を開催している。ちなみにこれも、FRBの先行事例「Fed Listens」

⁴ 前注のNGFSが出したレポートのひとつ（“Climate Change and Monetary Policy, Initial Takeaways” NGFS, June 2020）によれば、気候変動は、自然災害の頻発、それによる物価のボラティリティ上昇、潜在成長率や自然利子率の変化などを通じて、金融政策環境に影響を及ぼしうる。

⁵ この点はECBシュナーベル専務理事の講演（2020年9月28日）で詳しく述べられている。

に倣ったものである。10月21日に行われた会合の記録によると、ラガルド総裁は、「物価の安定」をECBの「主たる責務」(primary mandate)と位置づけたうえで、「それに反しない範囲であればEUの経済政策全般を支援することが可能だ」と述べている。「主たる責務」以外にも「広い責務」があるというニュアンスが込められている。

もちろん、気候変動に関して金融政策にできることは所詮限られている。「市場の失敗」のほとんどは、税制、補助金、規制など政府の政策によって是正するしかない。ただ、前述した社債の審査基準の見直しなど、たとえ限界的でも中央銀行としてできることがあるなら、それに取り組む「姿勢」を示すか示さないかは意味のある違いになる。

近年、多くの先進国で実施されている「非伝統的な金融政策」に対しては、「超低金利の長期化で年金への不安が高まる」「資産価格が上昇するだけで格差が拡大する」など、市民レベルでの根強い批判がある。脱炭素化への貢献で少しでもポジティブに立ち回ることには、金融政策全体への批判を和らげる効果も期待できる。中央銀行として市民に寄り添う姿勢をどの程度見せられるかは、金融政策への信認に影響する実はかなり重要な論点だと思う。

「信認」がなければ「独立性」もあやうい

もちろん、市民に寄り添おうとする姿勢は、中央銀行のふるまいが政治色を強め過ぎてしまうリスクと紙一重である。前述したECB Listensでは、各種団体からECBに対して多岐にわたる期待が寄せられた。例えば、質の高い雇用の創出、社会的セーフティネットの強化、銀行を経由しない直接的な企業・家計支援、コロナで瀕死の劇場やコンサートホールへの支援などである。

教条的なまでに「物価の安定」にこだわり、政治との距離を置こうとするブンデスバンクの伝統的な姿勢は、中央銀行が様々な利害調整に巻き込まれ、結果的に独立性が弱まってしまう可能性を、あらかじめ封じる知恵であったと言える。しかし、近年は高インフレやその記憶が残っていた時代と異なり、「物価の番人」というだけで中央銀行が人々に訴求できる価値は低下している。国民の幅広い関心事に冷淡だと思われてしまえば、独立性の基盤がかえって弱まるリスクすらある。

実際、上記のECB Listensでは、「気候変動や格差拡大など社会の大問題に取り組む意思を見せない中央銀行なら、独立した力を持ち続けることには疑問がある」という厳しい声も上がっている。これに対し、「格差問題などは政府の仕事であり、われわれは物価の安定を通じて社会に貢献する」と正論で押せば、人々の気持ちが離れるだけであろう。FRBも格差問題については、最終的には政府や議会の仕事だとしながらも、「金融緩和が低所得層やマイノリティの雇用を拡大する」と強調するのが近年の定番である。偽善的と言えればそれまでだが、そういうコミュニケーションが重要なのである。

中央銀行の独立性は、普段はそれほど重要には見えないかもしれない。政府も中央銀行も、ともに経済の健全な発展を目指しているのであり、ほとんどの事柄において利害は対立しない。ただ、長い時間の流れの中でみれば、インフレやバブルに対して、独立した中央銀行のブレーキが必要になる局面はありうる。いざ必要な局面で独立性が有効に機能するためには、中央銀行への信認が不可欠である。

「信認」はどこから来るのか

その信認の基礎をどこに求めればよいのか、簡単な答えはない。「物価目標への強いコミットメント」と中央銀行自身は言うかもしれないが、そこがポイントだとは思えない。多くの人々は物価目標のことを知らないし、とくに関心もない。物価目標より実際のインフレが少しばかり低いことを嘆いているのは、中央銀行コミュニティとそこに連なる人たちだけであり、先進国の大多数の国民にとって、物価はもう長いこと重大な関心事ではない。当然のことながら、中央銀行に対して「物価を何とかしてほしい」という不満も要望もない。

その一方で人々は、金融政策で株価や為替が大きく動く現実を見せつけられている。しかも市場関係者やメディアは、市場の動きを必要以上に金融政策と結びつけて議論する。「超低金利で株価上昇」と大きく報じられれば、本当は低金利だけが株高の理由でなくても、人々は「金融政策には大きなパワーがある」と感じる。そして、それだけのパワーを政府から独立して行使できるのであれば、それをもっと国民に役立つ用途に使ってほしい、と思うのは自然なことである。

もちろん、それは中央銀行の力に対する過大評価であり、ある種の幻想である。しかし、金融政策に何ができて何ができないのかは、アカデミズムを含む専門家の間でも見方に幅がある。その認識の幅を時に都合よく利用し、金融政策の効果を誇らしげに語ることが、中央銀行の側にもある。力の及ぶ範囲について、所詮ぼんやりした合意しかない以上、誤解の余地を残すことで信頼を壊さずに済む場合もありうる。金融政策への信認の確保には、幻想と現実を丁寧に折り合わせるデリケートな作業を要する面があるのだと思う。

物価より重要な関心事が、国民の間にはいくらでもある。ECBの「戦略レビュー」が、手を広げすぎとも思えるほど多くの話題をカバーしようとしているのも、国民からの見え方という点では正しいアプローチなのかもしれない。2050年までに温暖化ガスのネット排出ゼロ（カーボン・ニュートラル）という、とてつもなく野心的な取り組みにおいて、EUはギアを一段上げようとしている。その局面で、ECBが「自分たちもできることはやる」という姿勢をしっかり見せることは、議会や世論に対する一定の説得性という点で必要な戦略なのだと考えられる。

日本でも菅首相が遅ればせながら、2050年までのカーボン・ニュートラルを宣言した。今のところ、日銀が金融政策面で何らかの工夫をするのかどうかは話題にすら上っていない。しかし、脱炭素社会への政府の覚悟が本気なら、あるいは世論が熱を帯びてくるなら、この問題に日銀も静観してはいられなくなるはずである。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。