

門間 一夫の
経済深読み

中立性に縛られる金融政策

～気候変動対応から考える～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2021年9月13日

日銀はなぜ気候変動対応に関与するのか

日銀は6月の金融政策決定会合で、気候変動対応に金融政策でも関わることを決め、翌7月の会合で具体策の骨子素案を固めた。民間金融機関がグリーンボンドなどに投融資する際に、その原資を日銀が金利ゼロで貸し付けるというものである。市場では「気候変動オペ」「グリーンオペ」などの愛称もついた。

中央銀行のこういう動きには批判もある。気候変動対応は政府・国会の仕事であり、金融政策は物価の安定に専念すべきという批判だ。とくに日銀の場合は、自分たちの2%物価目標も達成できないのに、人の仕事にまで手を広げている場合か、というニュアンスの批判もある。

その程度の批判は日銀も織り込み済みである。6月の記者会見で黒田総裁は、これは基本的に政府・国会の役割だとしっかり前置きしたうえで、気候変動問題は中長期的に経済・物価・金融情勢にきわめて大きな影響を及ぼしうるとの認識を示した。したがって、この問題への日銀の関与は長い目で見たマクロ経済の安定につながり、「物価の安定を通じて国民経済の健全な発展に資する」のだと言う。この「物価の安定を通じて・・・」という言い回しは、日銀法第2条で金融政策の理念とされているものである。理念は責務とほぼ同じ意味なので、気候変動対応も「物価の安定」という法的責務の範囲内だ、と日銀は言いたいのである。

もっともに聞こえるが、よく考えると少しおかしいようにも思う。金融政策は、政策金利の調整などにより、金融市場や総需要に働きかけて物価の安定を図るものである。物価の変動要因に一つ一つ対応するわけではない。グローバル化や技術革新が物価下落の圧力を引き起こすとしても、それらは所与としたうえで、総需要を刺激して物価下落圧力を相殺するのが金融政策である。なぜ気候変動だけは、それ自体を金融政策で抑えようとするのだろうか。

それは結局、日銀が気候変動対応に関与すること自体に正義があるからである。地球温暖化は人類が直面する今世紀最大の課題であり、日本も2050年までにカーボンニュートラルを実現する覚悟を決めた。政府も民間も総力戦が求められるこの重大な課題に、日銀だけが無関心で

よいはずがない。中央銀行が気候変動対応への関与を深めていくことは、欧州を中心としたグローバルな流れでもある。日銀がこの問題に積極的に関与する姿勢を示すのは、むしろ当然と言っていい。その最終目的が物価の安定である必要もない。物価の安定とは矛盾しないように気をつければよいだけのことである。

そういう説明の方が筆者にはずっとすっきり聞こえるが、日銀の責務は物価の安定だと法律で決まっている以上、日銀としては「物価の安定のためにこれをやるのだ」という説明にならざるをえない。せつかく正しいことをしてもその説明がやや苦しく聞こえるのは、日銀法制定時に想定されていた中央銀行像と、21世紀に求められるそれとの間に、少しずつずれが生じ始めているからなのかもしれない。

「中立性」から来る金融政策の限界

さて、もっと重要な論点はここからである。日銀がいかに積極的に気候変動対応に関与したくても、中央銀行の立場でできることにはおのずと限界がある。そもそも金融政策の限界はどこから来るのだろうか。世の中の多くのことは経済と関係しており、経済と関係していることは物価と関係している。したがって、今回の日銀のように多少上手に言うだけで、相当広い範囲の事柄を「物価の安定」と関連づけることはできる。だから金融政策の限界はそこではない。

金融政策の限界は「中立性」を求められる点から来る。金融政策の意思決定者である日銀政策委員会の委員は、経済・金融の専門家ではあるが、選挙で選ばれた国民の代表ではない¹。したがって日銀は、国民の間の利害を調整する立場にはない。だからこそ黒田総裁も、気候変動対応への日銀の関与に当たっては、「ミクロの資源配分への具体的な関与をできるだけ避ける」という点を強調する。金融政策にはそうした「中立性」が求められるのである。

ただし、この中立性に明確な定義はない。また、そもそもどんな政策でも、個別の利害や資源配分に与える影響が全くゼロということはありません。つまりこれは「程度問題」なのである。どの程度までなら人々の利益・不利益や資源配分への影響が許されるかは、それにより実現できる全体利益との比較を中心に、日銀の説明に国民の得心がいくかどうかで決まる。日銀法においても中立性に関して具体的に決められているわけではない。透明性すなわち説明責任が規定されているのみである。中立的なものに強い反対論が出るとは考えにくいので、少なからぬ人々が「説明されても腑に落ちない」と感じることは中立的ではないのである。

通常の金融政策で日銀が金利を上げ下げする場合でも、借り手と預金者の間に一定の利益・不利益は発生するし、したがって資源配分も影響を受ける。しかし、「物価の安定」の大義のためならその程度の利益・不利益は仕方がない、と国民が納得しているからこそ、独立した中央銀行の一存で利上げや利下げが可能なのである。

気候変動対応も同じであり、「脱炭素化のためなら、この種の金融取引がこの程度優遇されるの

¹ 政策委員会の委員は、総裁（1名）、副総裁（2名）、審議委員（6名）の9名によって構成されている。いずれも衆参両議院の同意を得て内閣が任命する。

は当然」と多くの人々が納得できる領域があるなら、それが中立性の輪郭を形成する。問題は、気候変動対応について、そのような領域が意味のある大きさで存在するかどうかである。

物価の安定の場合は、金利の上げ下げと物価の安定との関係が、長年の経験や理論研究である程度確立されている。しかし、気候変動対応については、いかなる手段でカーボンニュートラルが実現できるのか、その関係は極めて複雑であり、わかっていないことも多い。特定の金融取引への支援が本当に脱炭素化に資するのかを巡る有効性の論点もあれば、異なる金融取引への支援の差のつけ方が適正かを巡る平衡性の論点もある。せめて民主的に合意されたある程度の基準がなければ、金融政策は大手を振ってこの分野には踏み込めないはずなのである。

世界の目を意識することも絶対条件

この点、欧州中央銀行（ECB）では、金融政策における気候変動への対応は、欧州連合（EU）のタクソミー（何をグリーンとみなすかの分類）や情報開示規則などとの整合性をとりながら、慎重に進めるという考え方をとっており、その原則に立って今後数年間の行動計画が作られている。確かに民主的なプロセスで決められたルールと整合的に動くなら、中央銀行の行動は格段に説得性を増す。

残念ながら日本では、タクソミーや情報開示のルール作りが遅れている。日銀が使える民主的な基準は用意されていないのだ。繰り返すが日銀は国民の代表ではないので、日銀がみずからルールメーカーになることはできない。ルール不整備の状況が続く限り、日銀は金融支援の「容れ物」は作れても、実際に民間金融機関を支援できる程度はかなり限られるはずだ。

ルール作りの遅れにより、そもそも日本ではグリーンファイナンスの質の高い市場が育っていない。最も厳しいと言われるEU基準が、長い目で見て国際基準になるかどうかはまだわからない。しかし、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の最新レポートでは、地球温暖化が従来予想より10年程度早く進んでいると報告されている²。グローバル市場における「グリーン」や「トランジション」の認定は、低い基準よりは高い基準の方にさや寄せされていくとみるべきだろう。

仮に、日本のルールが世界の目から見ても不十分なものであり続ける場合、そういう市場での金融取引を日銀が支援すれば、日本では中央銀行までグリーン・ウォッシングやトランジション・ウォッシングに手を貸している、と世界で笑い物になるリスクがある³。日本で世界レベルのルールができるまでは、日銀の金融支援は慎重に運用する方がよいだろう。

² Intergovernmental Panel on Climate Change (2021), “Climate Change 2021: The Physical Science Basis” August 2021.

³ トランジションとは炭素排出量の多い経済活動を脱炭素へ移行させることである。グリーンだけでなくトランジションも支援すべきという考え方自体は合理的であり、とくに日本では強い支持がある。ただし、科学的な根拠やガバナンスが信用に足るものでなければ、世界の投資家からはトランジション・ウォッシング（うわべだけのトランジション）と見られかねない。

2%物価目標の達成を阻むのも「中立性」

さて、そもそも日銀法で日銀の責務が「物価の安定」とされているのは、「物価の安定」には気候変動対応のようなややこしい問題がなく、日銀が高い中立性を保ちながらそれを達成できると考えられているからである。根底には「インフレやデフレは貨幣的な現象」という認識がある。文字通り貨幣量と物価が比例するという意味では必ずしもないが、利上げ・利下げなど金融政策が使える手段をうまく使いさえすれば、他の力をいっさい借りることなく、物価の安定は達成可能だという認識である。

しかし、近年の先進国とりわけ日本の状況は、この認識と整合的ではない。金利をほぼ下限まで下げても物価が十分に上がらないため、近年の中央銀行は大量の国債買い入れなど、いわゆる非伝統的な金融緩和を行っている。日銀はETFやREITの買い入れという、中立性の観点からはぎりぎりの政策手段まで使っている。それでも2%物価目標は、2013年の導入から10年経っても達成できない見通しである。

もっと物価を上げる手段がないわけではない。日銀が財やサービスを大量に買い占めれば、2%ぐらいのインフレなら簡単に起こせるだろう。価格を毎年2%引き上げる企業に多額の補助金を出してもいい。しかし、そういう政策手段は、明らかに中立性の範囲を超える。やるなら財政政策だ。つまり日銀が2%物価目標を達成できないのは、正確に言えば、そのための手段がないからではなく、そのための「中立的な手段」がないからである。日銀の力だけではカーボンニュートラルを達成できないのと同じ理由で、日銀の力だけでは2%物価目標を達成できない。

「物価の安定」という表現を普通に解釈すれば、物価の過度な上昇も下落も食い止めるという意味になるだろうし、現にそのように解釈されている。このうち物価の上昇は、金融政策が持つ中立的な手段でほぼ確実に食い止められる。ところが物価の下落はそうではない。金利には下限があるという根源的な理由により、中立的な範囲でみた金融政策の効果は上下対称ではない。皮肉なことに現行日銀法が施行された1998年ごろ、インフレよりもデフレの方が現実性を増すという重大な構造変化が、日本経済に忍び寄っていた。

先ほど、日銀法が金融政策の責務を「物価の安定」としている点は、21世紀に求められる中央銀行像とずれ始めているかもしれないと述べた。実はそうではなくて、日銀に対する責務の与え方は、日銀法が施行された当初から日本経済の実態とずれていたのかもしれない。

●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。