

みずほマーケット・トピック(2019 年 12 月 2 日)

金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～

11 月にラガルド ECB 総裁について気になる動きが断続的に報じられている。それはラガルド総裁が挑もうとしている金融政策戦略の修正作業の一環として、気候変動に関する論点を組み入れることが検討されているということである。環境問題を金融政策運営に組み込もうとする論調はにわかに盛り上がりを見せているが、強い違和感を抱かざるを得ない。環境問題が重要だからといってそれを中央銀行が考慮すべきかどうかは全く別問題のはずだ。今回の本欄では①政策波及経路が想像できない、②役割区分を取り違えている、という2点から考察する。直感的にも今月や来月の株価や為替に振り回される中央銀行が悠久の時を超えて変化が現れる環境問題の変数まで考慮するというのは些か尊大に思える。そもそも庭先であるはずの「物価」や「賃金」ですら制御できていないのに、「気候」なら制御できるというのだろうか。

～ECB、「物価安定の定義」は修正が必要～

再三報じられているように、11 月に ECB 総裁に就任したラガルド氏の最初の任務としては「中期的に 2%未満であるがその近辺(below, but close to, 2% over the medium term)」のフレーズに象徴される「物価安定の定義」を抜本的に見直し、金融政策戦略の在り方を修正することが想定されている。ECB が金融政策戦略を見直すのは 2003 年以来、17 年ぶりの動きであり、大事業と言って差し支えない。現行の物価安定の定義を正面から解釈すると「2%に到達すれば引き締められる」との誤解を招きやすいため、あくまで 2%を境として対称的に物価目標を睨んでいることを明確化したいという思惑が ECB にはあるとされている。具体的には、1.5%も 2.5%も「2.0%」という目標から乖離しているという意味では同じ距離感(0.5%ポイント)であるため、2%を超えたからと言って直ぐに正常化を志向するつもりはないという対称性を強調する思いがあると考えられる。こうした「物価目標の対称性を明確化すること(clarifying the symmetry of our aim)」の重要性は今年 6 月の ECB 年次総会でドラギ前総裁がはっきりと強調しており、ラガルド新総裁に引き継がれている。

～新しい EU としては環境問題に本気～

このような「物価安定の定義」に対する修正は筆者も必要な措置と考えている。しかし、ここに来て気になる動きが断続的に報じられている。それはラガルド総裁は今回の修正作業の一環として、気候変動に関する論点を組み入れることに関心を示しており、環境問題を金融政策運営における重要な論点にしたい意向があると言われていることだ。ちなみに、ラガルド体制と同タイミングで発足した新たな欧州委員会を率いるフォンデアライエン新委員長も欧州議会における演説で「The European Green Deal(欧州のグリーンディール)」はマストであると強調しており、やはり環境問題を新体制で重視する論点として掲げている。新しい EU の 2 トップがこうしたスタンスを大っぴらに語るようになっていることは欧州が持つ環境問題への意識の多寡が他国・地域よりも強いものであること

を象徴していると言って良い。理想に振れやすい欧州だけにその過剰な動きには心配もある。

～環境問題に中銀ができることがあるのか？～

しかし、である。環境問題が重要だからといってそれを中央銀行が考慮すべきかどうかは全く別問題だろう。率直に言って環境問題を斟酌した金融政策運営は無理筋と覚えてならない。今回の本欄では①政策波及経路が想像できない、②役割区分を取り違えている、という2点から考察したい。気候変動が「重要か、重要ではないか」という視点ではなく、「中央銀行がやる筋合いなのか」という視点を持って評価すべき話だと考えられる。

まず①の「政策波及経路が想像できない」という思いは多くの市場参加者が抱くはずだ。そもそも庭先であるはずの物価や賃金ひいては景気の変動を制御することにも難渋しているのに、気候の変動ならば制御できるというのか。どういった手段や経路、そして確度を想定して政策運営をすれば気候変動に有意な影響を与えることができるというのか。また、それをどうやって検証するのか。気候変動は億年単位という時間軸で捉えるべき問題という声もあり、その変化を経済主体がはっきりと実感する頃には数世代が入れ替わるような時間軸の長いテーマだ。今起きている変動がいつ頃の経済活動に起因しているのか(あるいはしていないのか)を特定するのも難しいのにどうやって適切な金融政策を割り当てるのか。少なくとも今月や来月の株価や為替に振り回される中央銀行が悠久の時を超えて変化が現れる環境問題の変数まで考慮するというのは些か尊大ではないか。また、別の論点として、本当に地球温暖化が人間の営む経済活動の活発化と因果関係があるならば、金融引き締めでその停滞化を図るのが正解ではないか。気候変動に対する金融政策の波及経路としては最もシンプルで腑に落ちる考え方に思えるが、納得はとて得られないだろう。

この点、ビルロウドガロー仏中銀総裁は FT 紙に対し「エネルギー価格の上昇と経済成長率の低下を通じて、地球温暖化は“スタグフレーションショック”を引き起こす恐れをはらんでおり、(これに対抗策を講じることは)既に物価安定の責務の一部(already part of our price stability mandate)になっている」と中央銀行家の視点から意見を述べている。ロジックとしては納得できなくはない。しかし、「金融政策という手段で気候変動を抑制できるのか」という根本的な疑問を抱くのは筆者だけではあるまい。また、同総裁は地球温暖化を ECB の予測モデルに織り込むべきだとまで述べているが、四半期ごとに改定され、1 年前と方向感が大きく変わることも珍しくないスタッフ見通しに環境問題という論点を入れ込んで ECB の「次の一手」が変わるのだろうか。少なくとも「今やるべき基本的なこと(具体的には 2%への物価引き上げとその安定)」を完璧にこなしてから論じなければ虚しさだけが募らないだろうか。ちなみに、ビルロウドガロー総裁は、先週、日銀も遂に参加することが報じられた「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク(NGFS:Network for Greening the Financial System)」の創設メンバーの1人として知られている。今後も同様の発言を繰り返すことだろう。

～敢えて、やれることはあるのか？～

先週 11 月 28 日、クーレ ECB 理事は「中銀が気候変動問題の克服で先頭に立つのは無理がある。これは政治の仕事であり、そうあるべき」と述べる一方、「中銀は各行に与えられた責務の範囲内で支援を行うことはできる」と表明している。筆者は基本的に前者の立場だが、敢えて支持するならば、この後者の「責務の範囲内で支援」の量感をどの程度と捉えるかだろう。

この点、量的緩和政策 (QE) において環境に配慮した事業が発行するグリーンボンド (グリーン債¹) を多く購入しようという「グリーン QE」なるアイデアが ECB 当局者の間で飛び交っている。しかし、環境問題への配慮に支持を表明しているビルロウドガロー総裁をもってしても「相対的に小さいグリーンボンド市場での大量購入は市場を大きく歪める可能性がある」として難色を示している。しかし、問題は債券市場の大小ではない。今年 10 月、バイトマン独連銀総裁は「インフレ率が低い間だけ気候変動対策を続けなければならない理由は、ほとんど理解されない」とグリーン QE を批判してみせたが、筆者も全く同感である。環境対策それ自体が重要なテーマだとしても、QE としてそれを支援するということは「金融緩和 (≒ QE) が不要の局面に入れば支援しなくてもいい」という意味も孕んでしまう。そうした要らぬ政治判断を迫られないために中央銀行には政治からの独立性が保証されているのではなかったのか。それ以外にも、常設されている流動性供給において中央銀行が民間銀行から受け入れる担保に関し、グリーンボンドの掛け目を優遇したりすることなども考えられる。確かにこの程度であれば、「責務の範囲内で支援」できる持続可能な措置と言えるかもしれない。だが、当該資産がどの程度、環境に優しい (あるいは優しくない) のかを定量的に評価できる尺度を用意しない限り、このようなアプローチも難しいだろう。

～そもそも中銀がやるべきなのか？～

一方、環境問題が重要であり、中央銀行として支援できることがあったとしても、「本当にやるべきなのか」という根本的な疑問も残る。これが②の「役割区分を取り違えている」という論点だ。上でも引用したクーレ理事も述べるように、基本的に環境問題で先頭に立つのは「政治の仕事」であり、中立性が要求される中央銀行の仕事ではない。バイトマン総裁も「気候変動問題の対策を打ち出すのは選挙民によって選ばれた政府の仕事で、中銀が環境政策を推進する民主的な正当性はない」と明言している。例えば、上述した担保の取り扱いを環境基準で差別化するというアプローチ 1 つ取ってみても、中央銀行が環境に優しい (あるいは優しくない) との評価を行い、私企業の資金調達の優劣にまで踏み込むことが適切なのだろうか。その評価が異論の余地のない単純なものであるならば気にはならないかもしれない。しかし、判断に迷う微妙なケースも出てくるはずだ。例えば環境への影響に関し、企業 A が企業 B よりも優遇され、企業 B からクレームが出た場合、どうするのか。中央銀行は環境の専門家ではないので、第三者から意見を聞くことになるだろう。しかし、その第三者が適切であったかも含めて議論を呼ぶかもしれない。そもそも物価安定に注力すべき政策運営に関与する主体が枝分かれしながら増えて行ってしまう自体、健全ではない。中立の立場から物価安定を追求するという当初想定された状況に比べればノイズが増えている感は否めない。

～亀裂の「修復」ではなく「拡大」も～

その他中央銀行も気候変動について関心は寄せているものの、今のところは静観の姿勢が目立つ。パウエル FRB 議長は今年 7 月の議会証言で気候変動問題が金融市場に及ぼす影響について、自然災害による影響を注視するものの「気候リスクは長期的なもので、日々の銀行監督に影響を与えない」と述べ、そのリスクが中央銀行の責務に与える影響について明示的に認めることは避けた。時間軸が違い過ぎるという問題意識だろう。また、カーニー総裁率いるイングランド

¹ 太陽光・風力発電に代表される再生可能エネルギーなど、環境改善に資する事業に資金用途を限定して発行する債券。

銀行(BOE)は国内大手銀行のストレステスト(健全性審査)に地球温暖化と環境政策を組み込む意向を示しているが、やはり金融政策を気候変動対策に割り当てることについては二の足を踏んでいる。なお、フランス中央銀行も国内の銀行と保険会社に対しやはり気候変動に関するストレステストを来年から実施する意向を明らかにしている。まずはストレステストにシナリオの1つとして組み込むというのが各国当局が採る最初の一手となってきたそうだが、二の矢が続くのかは微妙な情勢だ。

世界的には「気候変動の重要性は認めつつも、中央銀行の相対する(すべき)問題ではない」というのが未だ主流である中、ラガルド総裁が仮に環境問題を新たな金融政策戦略の一要素として取り込むのであれば、それは(正しいかどうかはさておき)先進的な動きとは言える。だが、「総論賛成、各論反対」の思いを抱く当局者が多数と思われる中でこれを敢行すれば、再び政策理事会の亀裂を深める遠因になりかねないだろう。目先の金融政策運営と異なり、一度決めてしまえば簡単には修正できない戦略として盛り込むには議論が熟していないと言わざるを得ない。

過去の本欄²でも議論したように、ラガルド総裁はまず前ドラギ体制で生じた政策理事会内の亀裂を修復するにあたっての調整能力に大きな期待がかかっている。にもかかわらず、こうした新しい争点を持ち込んでしまうあたりに、初動としてはやや不安を覚えてしまうものがある。既にドイツははっきりと気候変動に関与することに反対の立場を表明している。亀裂の「修復」ではなく「拡大」をもたらすような一手にならないことを祈るばかりである。なお、今晚、ラガルド総裁は欧州議会での証言に臨むが、恐らくはこうした論点について多くの質問を浴びることになるはずだ。本テーマは中銀デジタル通貨(CBDC)と並んで、2020年に注目すべき大きな金融のテーマとなりそうである。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

² 本欄 2019 年 10 月 30 日号『ラガルド新 ECB 総裁を巡る 3 つの論点』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の廣」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか?～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期?～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合レビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレイグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について