

みずほマーケット・トピック(2020 年 10 月 27 日)

中銀は環境に貢献すべきか？～ESG 全盛の中で～

中央銀行の政策運営と ESG(環境・社会・統治)の関係性について質問を受ける機会がにわかに増えている。とりわけ、ESG の「E(環境)」と金融政策については明確に関心の高まりを感じる。今年 1 月に国際決済銀行(BIS)が公表した報告書の題名「グリーンスワン(緑の白鳥)」が耳目を集めるなど、その動きはスタンダードのように語られるようになっている。とりわけ、この分野に対する取り組みは欧州の先進性が目立ち、ラガルド総裁擁する ECB の挙動は再三報じられている。だが、ECB に限らず、中央銀行が環境問題に積極的に関与することに関し、筆者は少なくとも 2 つの疑問を抱く。これは「2 つの取り違え」とも言えるものだ。具体的には①時間軸の取り違え、②責務の取り違えである。双方の論点を踏まえ、筆者が強調したいことは「環境問題への取り組みは重要かもしれないが、中央銀行としてやるべき仕事ではないし、また、意味のあることができるとも思わない」ということ。事の善し悪しは脇において、「誰がそれをやるべきなのか」という筋論で考えることが重要ではないだろうか。

～グリーンスワンに集まる関心～

中央銀行の政策運営と ESG(環境・社会・統治)の関係性について質問を受ける機会がにわかに増えている。とりわけ、ESG の「E(環境)」と金融政策については明確に関心が高まっていることを感じる。もちろん、「E(環境)」に資することが、「S(社会)」や「G(統治)」に資するという議論もあるので、「E(環境)」だけが重要という話にはならないが、金融政策と環境保護という論点は明らかにこの 1 年で取り沙汰される場面が増えた。最近では今年 1 月に国際決済銀行(BIS)から公表された報告書『The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change』が金融システム安定と気候変動をリンクさせた議論を展開して話題となった。ナシーム・ニコラス・タレブ氏の著書『ブラックスワン 不確実性とリスクの本質』以降、「ブラックスワン(黒い白鳥)」は市場における予測不能の大惨事の代名詞となっており、もはや解説の必要が無いくらい市民権を得ている。

BIS 報告書の題名「グリーンスワン(緑の白鳥)」は端的に言えば、気候変動を理由に発生するブラックスワンを指している。例えば、気候変動(具体的には温暖化)によって自然災害が頻発すれば、大きな損失額が積み重ねられ、それ自体が直接的な金融システムへのリスクになる。また、そうした新しい時代を見越して社会が低炭素化を進めていけば、その過程で企業部門や家計部門は陰に陽に負担を被ることになる。直接的なコストはもちろんだが、そうした動きに対応できないことによるレピュテーションリスクも看過できない。報告書では前者を「物理的リスク(physical risk)」、後者を「移行リスク(transition risk)」と呼んでいる。報告書では双方のリスクが複雑(complex)、広範(far-reaching)、非線形(nonlinear)に絡み合い、気候変動が 1 つの転換点(tipping point)を超えた時、壊滅的(catastrophic)かつ不可逆的(irreversible)な影響が発生すると懸念されている。その際に金融システムが負うダメージは定量化不能ともされ、中央銀行はそのようなグリーンスワンを回避

すべく、従来型のバックワードルッキングな(既に起きたことへの)リスク評価ではなく、まだ見ぬ未来に関しシナリオを想定し、フォワードルッキングな分析や評価に努めるべきというのが報告書の趣旨である。さもなくば、資産購入を筆頭に中央銀行は極めて大胆な一手を強いられるという懸念があるともされている。こうした論旨は単純明快であり、正論でもある。

～中銀の環境対応で気になる「2つの取り違え」～

この分野に対する取り組みについては欧州の先進性が目立つ。とりわけラガルド総裁擁するECBの挙動は再三報じられている。年初から着手されている金融政策戦略見直しの中で気候変動や格差是正に関与していこうという意欲はラガルド総裁から繰り返し示されてきたものであり、ESGと聞いて一番最初に連想される中央銀行がECBではないかと思われる。国際金融の世界で著名だったラガルド総裁だからこそ、ここまで周知できたとも言える。今年7月にはラガルド総裁が英フィナンシャルタイムズ氏のインタビューに対して「気候変動と闘うために可能なことは全て開拓していきたい(I want to explore every avenue available in order to combat climate change)」、「これは私が非常に強く主張したいことです(This is something that I hold very strongly)」とかなり語気を強めて語っている。具体的に何をどうするのかまでは言及はないが、社債を購入対象とする企業部門購入プログラム(CSPP)など、既存の資産購入プログラムの中で環境保護の目線を重視していくのだと思われる。ちなみに上述したBIS報告書では、「仮に気候変動リスクを勘案した場合、ECBがCSPPで保有する社債発行体の約5%が不適格に陥る」といった事実が紹介されている。暗に「5%分はブラウンボンド(普通の社債)からグリーンボンドに代替すべき」という趣旨と見受けられる。

だが、過去の本欄でも疑義を呈したように、ECBに限らず、中央銀行がこうして環境問題に積極関与することに関し、筆者は少なくとも2つの疑問を抱いている。これは「2つの取り違え」とも言えるものだ。具体的には①時間軸の取り違え、②責務の取り違えである。本質的には②に引っかかるのだが、「中銀としてできること」を考えてみるとやはり①の論点にぶつかる。双方の論点を踏まえ、筆者が強調したいことは「環境問題への取り組みは重要かもしれないが、中央銀行としてやるべき仕事ではないし、また、意味のあることができるとも思わない」ということである。

～「患部(気候変動)」と「処方箋(金融政策)」の時間軸に齟齬～

中銀の背負う命題は「物価の安定」である。これはインフレもデフレも起こさないという意味での安定であり、ラフに言えば、デフレが懸念される時には金融緩和を、インフレが懸念される時には金融引き締めが模索される。そのためのツールは一義的には自身が設定する政策金利である。この点、まず、①時間軸の取り違えを考えてみたい。これは要するに「政策波及経路が想像できない」ということだ。ECBに限ったことではないが、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苦戦することが多い。どのような手段や経路、そして確度を想定して政策運営を行えば気候変動に有意な影響を与えることができるのか。気候変動は短くても数百年以上の時間軸で捉えるべき問題かと思われる。百歩譲って、気候変動に有意義な影響を与える金融政策が存在するとして、それが奏功したという事実をどうやって検証するのか。政策効果が認められたとしても、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ことになる。気候変動とはそれほどまでに時間軸の長いテーマである。

現状に目をやってみよう。今、問題視され始めている温暖化がいつの時代の、どういった経済活動に起因しているのか(あるいはしていないのか)を正確に特定することはできないだろう。今月や来月の市場動向に振り回されてい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して、意味のある政策を打ち込めるだろうか。筆者は優秀なセントラルバンカーではないので考える由もないが、ひょっとしたら説得的な妙案があるのだろうか。

直感的には経済活動の活発化がエネルギー消費を増やし、それが温暖化に繋がっているのだから、経済活動を制御すれば温暖化抑制に貢献できるように思う。であれば、金融引き締めを行って経済活動の停滞化を図るのが正解にも思える。屁理屈は承知だが、金融政策の環境問題への波及経路としては最もシンプルで腑に落ちる考え方である。環境問題に寄与しようという意識は大いに結構だが、そのための意義ある手札がなければ掛け声倒れになるだけだろう。「患部(気候変動)」と「処方箋(金融政策)」の時間軸に齟齬があるように思えてならない。

なお、上記の英FT紙とのインタビューにおいてラガルド総裁はコロナ禍の中で気候変動への取り組みが一旦は脇に置かれるのではないのかとの問いに対し「そういった選択肢を取る人々は後悔することになる。私には子供も孫もいます。その美しい眼で我々の世代に対し『あなたは何をしたの』と問いかけてくるのを私は見たくありません」と述べている。ラガルド総裁らしい言い回しである。しかし、3か月先の経済予測も当たらない中央銀行が孫の世代まで配慮しながら環境優先型の政策を打つのは無理筋に思える。勇猛と無謀は違う。終息の見えないコロナ禍の現状と展望について、想定外の事態が本当に生じないのかを考えて貰いたいのが市場参加者の胸中である。

～そもそも中央銀行に関与する資格はあるのか？～

また、本質的な問題として②責務の取り違えが指摘できる。ECBの気候変動への取り組みに対して積極的に反意を示してきたのがドイツだ。過去の本欄でも取り上げたが、ユーロ加盟国においてはバイトマン独連銀総裁が率直な反対論陣を張っていることで知られている。同氏は自らの講演¹の中で「われわれの責務は物価の安定であり、金融政策の実施に際しては市場の中立性という原則を尊重すべき」と述べ、グリーンボンドに傾斜した量的緩和政策(グリーンQE)は、市場の中立性を求めるEU機能条約127条に違反すると言明している。さらに「なぜインフレ率が低い時だけ、気候変動と闘う努力をしなければならないのか全くもって明らかではない」とも述べ、極めつけには「(気候変動に対し)どのような政策が取られ、どのような行動が推奨もしくは罰せられるのか。それは選挙によって選ばれた政府と議会が答える質問であって、中央銀行の意思決定ではない。何故ならば中央銀行はその必要条件となる民主的な正当性を欠いているからだ」と語っている。筆者はこうしたバイトマン独連銀総裁の主張に全面的に同意する。結局、①で言及したように、そもそも「患部(気候変動)」に対する有効な「処方箋(金融政策)」を持っていないばかりか、その資格もないという話である。クーレ元ECB理事もかつて「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(2019年11月)」と述べていたことがあった。

物価安定とは異なり、環境問題はつとめて議論の余地がある賛否を呼びやすい論点である。そうした面倒な政治判断を擁する論点に巻き込まれないために中央銀行には政治からの独立性が保

¹ Dr Jens Weidmann President of the Deutsche Bundesbank “Climate change and central banks” 29.10.2019, Welcome address at the Deutsche Bundesbank’s second Financial Markets Conference

証されていたのではなかったのか。

～「誰がそれをやるべきなのか」が問題～

気候変動への対処が社会にとって重要な命題なのだとすれば、それは国民の負託を受けた政治家が社会厚生改善を目指して勤しむべきテーマである。EUという特殊な地域では行政府である欧州委員会がその旗振り役になる。実際、昨年12月に始動したフォンデアライエン委員長が率いる新たな欧州委員会は「欧州グリーンディール (European Green Deal)」を看板に掲げ、全ての政策分野において気候と環境に関する課題をチャンスに変えるのだという意思表示をしている。今年9月の欧州議会演説ではフォンデアライエン委員長が復興基金 (7500億ユーロ) の3割をグリーンボンドで調達する方針を発表した。復興基金は各国の政治トップが話し合っただけで決めた枠組みであり、政策方針自体への議論はあろうが、その意思決定過程は基本的に真っ当なものであると考えられる。欧州委員会のこうした動きに民間部門の発行体も追随してくる可能性はある。それもまた民間部門の意思決定なので否定されるものではない。それが欧州委員会の狙いでもあろう。

しかし、中央銀行は違う。物価安定を使命とする専門家集団が気候変動の抑制という巨大かつ難しいテーマに関心を抱く理由は筆者には分かりにくいし、上述したように、そもそも何ができるかということも分からない。グリーンQEが取り沙汰されるが、バイトマン独連銀総裁の指摘するように、そもそも市場中立的ではないという問題を孕む。根本的な問題として環境に優しい債券を買うと経済・金融情勢がどうして改善するのかも分からない。また、中央銀行が担保として受け入れる債券に関してグリーンボンドであるほど掛け目が優遇されるという措置もあり得る。実際、上述のBIS報告書でも担保枠組みを通じてこのテーマに対処するという論点も出ていた。だが、中央銀行の資金供給に環境基準を取り込んで企業選別を行うということに関し、倫理的な問題はないのだろうか。誰もが納得のいく形での選別が可能なのだろうか。少なくとも中央銀行に環境配慮度合いを選別する能力はない。陰に陽に第三者の力が必要になる。そこまでしてやることなのだろうか。

筆者は「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」という立場である。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、正否は別にして、それは先進的な動きとは言える。しかし、事の善し悪しは脇において、「誰がそれをやるべきなのか」という筋論で考えた時に、金融政策運営で気候変動に対処しようという動きはどうしても腑に落ちないものがある。

市場営業部・金融市場部
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。

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
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最新の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)