

# 気候変動対応にそろりと足を踏み入れた日銀

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

## 1. 控えめなスタートとなった気候変動対応

7月15-16日に開催された日銀金融政策決定会合では、前回6月会合で予告されていた、「気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取り組みを支援するための新たな資金供給の仕組み」の骨子素案が発表された(図表1)。市場の事前予想より控えめな内容で、日銀が、脱炭素に向けた取組みに、そろりと足を踏み入れたとの印象を受ける決定だった。

市場で注目されていたのは、貸し出し拡大に向けた金融機関への優遇措置である。これについては、日銀当座預金のマイナス金利を免除する範囲を拡大する「マクロ加算残高への2倍加算措置」の適用となり、プラス金利の上乗せ等、より強いインセンティブは採用されなかった。3月に新設した貸出促進付利制度(図表2)の中では、カテゴリⅢの対象となる。この点については筆者の予想通りである。

本来、特定の企業を優遇する所得分配の領域は、選挙で選ばれた政治家の役割である。成長基盤融資にしろ、ETFにしろ、日銀がこうした「矩(のり)」を踏み越え気味になって久しいとはいえ、できる範囲には限界がある。政策金融に足を踏み入れかねない領域に対し、最初から高いインセンティブを与えることに躊躇したということだろう。一方で、政府はすでに気候変動対策を発表、脱炭素の目標を引き上げるなど、意欲的な取り組みを続けている。日銀としても、まずは政府との協調姿勢を示すことが重要で、制度を作ること自体に意味があることから、筆者も当初から積極的に拡大していく意思はないとみていた。

## 2. 「政策金融」に踏み込むリスク

黒田総裁も、会合後の定例会見の中で「今回は具体的に制度の骨子を議論しました。そこで非常に重要な点は、

(図表1) 気候変動対応を支援するための資金供給の骨子素案

対象	・グリーンローン/ボンド ・サステナビリティ・リンク・ローン/ボンド ・トランジションファイナンスにかかる投融資
貸付利率・優遇措置	・貸付利率 ゼロ% ・マクロ加算残高への「2倍加算」を適用 ・貸出促進付利制度においてはカテゴリⅢ(付利金利ゼロ%)の対象
貸付期間、開始時期等	・原則1年、回数制限なしに借換可能 ・年内をめどに実施 ・原則として2030年度まで継続

(出所) 日銀

(図表2) 貸出促進付利制度の概要

<今回の決定内容>

	付利金利(インセンティブ)	対象となる資金供給
カテゴリⅠ	0.2%	コロナオペ(プロパー分)
カテゴリⅡ	0.1%	コロナオペ(プロパー分以外)
カテゴリⅢ	ゼロ%	貸出支援基金・被災地オペ

<短期金利を▲0.2%とした場合(仮説例)>

	付利金利(インセンティブ)	対象となる資金供給
カテゴリⅠ	0.2%より高い金利	制度の趣旨に沿って決定
カテゴリⅡ	0.2%	
カテゴリⅢ	0.2%より低い金利	

・カテゴリⅡの付利金利は短期政策金利の絶対値、カテゴリⅠはそれより高い金利、カテゴリⅢはそれより低い金利とする。

・すべてのカテゴリの資金供給について、残高増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する。

(出所) 日銀

各国の中央銀行も同じですが、中央銀行としてどこまでこの問題に対応すべきなのか、できるかということです」と述べている。会合直後には、金融政策以外も含めた日銀全体としての取り組み姿勢を示す「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」も発表されたが、この中でも、「金融政策面での対応に当たっては、市場中立性に配慮し、中央銀行がミクロ的な資源配分に具体的に関与することは、できるかぎり避けることが適当である」と強調している。これが中央銀行としての原理原則である。

したがって、日銀が対象企業の選別にどこまで関与するかも悩ましい問題となる。前回の会合時点では、制度名の最初に「金融機関が自らの判断に基づき取り組む～」とわざわざつけていたが、これは、日銀自身が貸出対象先の選別に一切関与しないことを強調する意図があった。ただ、ノーチェックというのでは、環境対策を偽装した投融資である「グリーンウォッシュ」が入り込む隙が生まれる。この点について黒田総裁は会見で、「**対象となる投融資に関する具体的な判断は金融機関に委ねつつ、一定の開示を求めることで、規律付けを図る仕組みとしました**」と述べた。こうした措置に加え、成長基盤融資の際のように、日銀がなんらかのガイドラインを示す可能性も考えられたが、そこまでは踏み込まず、グリーンローン/ボンド、サステナビリティ・リンク・ローン/ボンド、トランジションファイナンスにかかる投融資等、対象となるアセットクラスを列挙するにとどめている。

### 3. 問題になるグリーンウォッシュ

したがって、金融機関へのインセンティブが高くなればなるほど、当制度に「グリーンウォッシュ」が入り込むリスクが増すと考えられるが、この点、グリーンかブラウンかの判断基準に国際的な合意がないことも、制度設計を難しくしている。黒田総裁は会見で、「**グリーンかどうかということは、ご承知のように、タクソノミーの議論があるわけですが、ご案内の通り国際的にまだ全然合意ができていません。一番進んでいるといえますか、ある意味で急進的なEUにおいても、グリーンかブラウンかという二元論に基づく議論あるいはその中身についてまだ合意ができていない**」と述べた。したがって、国際基準がまとまらない限りは、規模を拡大していくのは難しく、強いインセンティブも付けられないということになるだろう。

黒田総裁は、「**そういう合意が国際的にできれば、それに対応できると思いますが、そういうものができるまでずっと待っているというのは、他の中央銀行と同じく、日本銀行としても、適切でないと思いますので、今回のような仕組みを作って、状況の変化に応じてフレキシブルに対応できるようにしたということ**」とし、今回はとりあえず枠組みを用意することに意義があったことも事実上認めている。

そもそも、付利金利の引き上げは、対象金融機関にとっては事実上のマイナス金利の解除である。なし崩し的にこうした例外措置が広がることへの警戒感もあったかもしれない。もとより、マイナス金利政策と、金融機関への優遇金利は本質的に矛盾している。金融機関への優遇措置としては、マイナス金利の解除が本筋なのだが、無理に両立を図ろうとした結果が、貸出促進付利制度に代表される今日の金融政策の複雑怪奇な枠組みである。これでマイナス金利の持続性は増したが、気候変動対応投融資への付利については事実上温存した形になっていることから、今後対象が広がるにつれ、再び枠組みそのものの矛盾が露呈しないとも限らない。

### 4. 景気判断はすえ置き

金融政策については、市場の事前予想通りすえ置かれた。景気の現状判断は、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」が維持された(図表3)。これで今年に入ってからの5回の会合ですべて同じ表現になっている。個別項目ごとの判断も変わっていないが、これは、前回の決定会合から約1ヵ月しかたっていないことも影響しているだろう(図表4)。ただ、このままワクチン接種が順調に進めば、2ヵ月後となる次回9月21-22日の会合では、上方修正の可能性も出てくるとみている。

(図表 3) 金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	7会合(11ヵ月)ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合(2ヵ月)連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	
20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3年2ヵ月ぶりの上方修正
20年10月29日	持ち直している	↑	2会合連続の上方修正
20年12月18日	持ち直している	→	
21年1月21日	基調としては持ち直している	↓	5会合ぶりの下方修正
21年3月19日	基調としては持ち直している	→	
21年4月27日	基調としては持ち直している	→	
21年6月18日	基調としては持ち直している	→	
21年7月16日	基調としては持ち直している	→	

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

(図表 4) 個別項目の判断

項目	6月決定会合	7月決定会合	方向性
海外経済	総じてみれば回復している	総じてみれば回復している	→
輸出	増加を続けている	増加を続けている	→
鉱工業生産	増加を続けている	増加を続けている	→
企業収益・業況感	全体として改善している	全体として改善している	→
設備投資	持ち直している	持ち直している	→
雇用・所得環境	弱い動きが続いている	弱い動きが続いている	→
個人消費	足踏み状態となっている	足踏み状態となっている	→
住宅投資	下げ止まっている	下げ止まっている	→
公共投資	緩やかな増加を続けている	緩やかな増加を続けている	→
金融環境	企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、 全体として緩和した状態にある	企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、 全体として緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	横ばい圏内で推移している	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

展望レポートでは、2021年度の経済成長率の見通しを、前年比+4.0%から同+3.8%へ小幅下方修正する一方、

2022 年度を同+2.4%から同+2.7%に上方修正した（図表5）。

2021 年度に関しては、緊急事態宣言の再発出で、夏場の景気が下振れる可能性が有力になったことを反映した形、2022 年度は、その反動増を織り込んだ結果としての上方修正と考えられる。コア CPI については、2021 年度が同+0.1%から同+0.6%に上方修正したが、

これはもっぱらエネルギー価格の上昇を反映していよう。2023 年度が同+1.0%との予想は4月から変わっておらず、従来よりも物価の上昇モメンタムが高まるとの姿は描かれていない。リスクバランスについても、物価については「下振れリスクが大きい」との判断が維持されている。

ちなみに会見では、2030 年まで継続する予定になっている今回の気候変動対応と、従来から続けてきた「できるだけ早期に」2%の物価目標の達成をめざすとしてきた方針との関係を問う質問が出された。これに対し黒田総裁は、気候変動対応が経済・物価、更には金融システム等に与える影響というのはあくまでも中・長期的なものであり、「例えばグリーンボンドを買うことによって、すぐに中央銀行の経済や物価に対する影響が変わってくるということではないと思います」と、金融政策としての効果はさほど期待できないことを認めている。こうした中、「中央銀行のマンデートの範囲内で中央銀行としてできることをやる」という欧州の中銀の流れを汲む形で、政策対応に踏み切ったとの説明である。FRB（米連邦準備制度理事会）はまだ気候変動対応策を発表していないが、こうした問題については国内の保守派とリベラル派の間で意見の隔たりが大きい米国で、FRB がどのような判断を下すかが注目される。

(図表5)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	20年10月 展望レポート	21年1月展 望レポート	21年4月展 望レポート	21年7月展 望レポート	21年7月展 望レポート(当 社予想)
2021年度	実質GDP	3.6	3.9	4.0	3.8	3.8
	コアCPI	0.4	0.5	0.1	0.6	0.2
2022年度	実質GDP	1.6	1.8	2.4	2.7	2.5
	コアCPI	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8
2023年度	実質GDP	-	-	1.3	1.3	1.3
	コアCPI	-	-	1.0	1.0	0.9

(出所)日本銀行より明治安田総研作成

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411