

# 基礎研 レポート

## 物価安定と SDGs、 中央銀行が抱える新たな二律背反

日本生命保険相互会社 執行役員、PRI(国連責任投資原則) 理事 木村武  
kimura51838@nissay.co.jp

### 【要旨】

- 企業が SDGs 達成に貢献すべく、サステナビリティ経営を推進していくもとでは、外部不経済の内部化に伴うコストプッシュ・ショックが発生し、インフレ圧力が高まる。
- このインフレ圧力に対して、中央銀行が金融を引き締めれば、SDGs 達成に必要な設備投資が削減されるなどして、企業による外部不経済の内部化も抑制される結果、SDGs の達成が遠のくことになる。SDGs が未達成に終わり、環境・社会の持続可能性が損なわれれば、全ての企業の事業基盤が毀損し、金融システムの不安定化と制御不能なインフレを招く可能性が高い。
- したがって、中央銀行は、物価安定と SDGs 達成の間のトレードオフに直面する。SDGs 達成というチャンネルを通して、中央銀行は「今日」の物価安定と「将来」の物価安定の間の異時点間トレードオフに直面していると言い換えることもできよう。
- 2030 年までの SDGs 達成に向けて、今後、機関投資家も企業もギアをあげていく中で、中央銀行は物価安定と SDGs 達成の二律背反にどう向き合っていくべきか、難しい舵取りを迫られることになる。

本レポートは、NIKKEI Financial (2024/5/9) への寄稿を、日本経済新聞社の許可を得て転載したものである。

### 1— 事業基盤脅かすシステムレベル・リスク

ステークホルダー資本主義のもとで、機関投資家や企業の行動が変わり、実体経済においてはインフレ圧力となってその影響がはじめている。これに中央銀行はどう対応すべきだろうか。考えてみたい。

最初に、近年における資本市場のトレンドの変化を整理しておこう。今後の中銀の政策対応を考え

るうえで、重要な出発点になる。

環境や社会の持続可能性は、世界中全ての企業の事業基盤を支えるものであり、それが損なわれれば（すなわち、SDGsが未達成に終われば）、世界規模で市場リターンが悪化する。そうなれば、機関投資家は受託者責任を果たすことができなくなる。いくら分散投資をしても、あらゆる企業の事業基盤を脅かす地球温暖化の進行や生物多様性の喪失などシステムレベル・リスクが発生すれば、その影響は免れない。

年金基金や保険会社は、マーケット全体を薄くスライスしたようなポートフォリオ構造を持つユニバーサル・オーナーであり、投資リターンの長期変動は、(ベンチマーク対比の) 超過収益「 $\alpha$ 」よりも市場リターン「 $\beta$ 」によってかなりの部分が説明できる。このため、近年、ユニバーサル・オーナーは、 $\alpha$ の追求よりも $\beta$ の安定・底上げを重視する投資アプローチに関心を持つようになっている。

「システムレベル投資」とか、「サステナビリティ・インパクトのための投資」など、業界での呼び名は複数あるが、共通しているのは、システムレベル・リスクへの対応である。

投資アプローチを評価するうえで、個別リスク (idiosyncratic risk) とシステムレベル・リスクの違いは重要である。ESG投資手法の一つであるネガティブ・スクリーニングは、システムレベル・リスクへの対応ではなく、個別（企業の）リスクを考慮したものである。ESGリスクの観点で、高リスクの企業をポートフォリオから除外しただけでは、システムレベル・リスクを考慮したことにはならない。なぜなら、除外された企業が外部不経済を出し続ければ、他企業のパフォーマンスにも悪影響を及ぼすからである。ESGリスクの低い優良銘柄の企業の投資パフォーマンスにもいずれ影響が及び、市場リターン全体も沈むことになる。

個別リスク管理を重視したESG投資ではSDGsは達成されない。機関投資家が受託者責任を果たすには、システムレベル・リスクへの対応（様々なステークホルダーへの影響を考慮した投資アプローチ）が不可欠になっている。

## 2——金融のノルムの変化

投資家がシステムレベル・リスクの抑制のために行動するというのは、金融のノルム（社会通念）を変える大きな挑戦である。伝統的な教科書である「現代ポートフォリオ理論」は、市場全体のリターン $\beta$ をいわば「神から与えられた」外生変数として扱い、分散投資によってリスク・リターンのプロファイルを改善することを目指す。システムレベル・リスクに左右される市場全体のリターン $\beta$ に投資家が影響を与えることを、伝統的な教科書は想定していない。

しかし、今、機関投資家は、現代ポートフォリオ理論の前提を変えようとしている。システムレベル・リスクを抑制し、市場リターン $\beta$ の安定化のために行動しようとしている。英国のスチュワードシップコード（機関投資家の行動指針）は、システムレベル・リスクへの対応を機関投資家に促している。PRI（国連責任投資原則）は、システムレベル・リスク抑制のためのスチュワードシップ活動である「Active Ownership2.0」のガイドラインを作成し、投資家間の協働エンゲージメントも広がっている。投資家は企業のネットゼロ実現に向けた移行計画の策定を促し、サステナビリティ・アウトカム達成に向けたマイルストーン管理を進めている。

長い間、システムレベル・リスクへの対応や金融システムの安定は、規制当局や中央銀行の専管事項と考えられてきたが、ステークホルダー資本主義のもとで民間部門自らが金融システム安定のために行動し始めている。

もちろん、機関投資家は自分勝手にSDGs達成やシステムレベル・リスクに対応しているのではない。受益者や顧客（広く言えば国民）の最善利益のために動いている。中央銀行や監督当局は、金融システム安定のために、資本市場とどう歩調をあわせていくべきか考える必要がある。金融安定理事会（FSB）は、機関投資家（ノンバンクセクター）の構造的脆弱性ばかりに焦点を当てる傾向があるが、機関投資家が果たす金融システム安定の役割にも注目してほしい。

そして、こうした資本市場の変化に関連して、中央銀行がより注視すべきポイントは、ステークホルダー資本主義のもとで発生するインフレ圧力である。

### 3—— 外部不経済の内部化に伴うコストプッシュ・ショック

脱炭素化を目指す動き「グリーン」と価格上昇を指す「インフレーション」を掛け合わせた造語である「グリーンインフレーション」という言葉が広く知られるようになった。化石燃料への投資が抑制される中、相対的に環境負荷の少ない天然ガスへの需要が高まりエネルギー価格が上昇したほか、再生可能エネルギーの供給に必要な銅やリチウムなど様々な金属・商品価格も上昇した。

脱炭素化が引き起こすコストプッシュ・ショックは様々なところに広がっている。ネットゼロへの「公正な移行（just transition）」は、労働者の配置転換やリスクリングのための費用などコストプッシュ・ショックの発生要因になる。公正さを欠けば摩擦コストが発生する。2023年秋の全米自動車労働組合（UAW）のストライキは、ガソリン車からEV車への生産シフトに対する組合側の反発が背景にあった。

こうした脱炭素化がもたらすコストプッシュは、企業が外部不経済の内部化を進める過程で発生したものである。企業におけるサステナビリティ経営の浸透は、脱炭素化以外にも様々な面で、外部不経済の内部化につながっている。例えば、企業がこれまで外部不経済をまき散らすことで入手できた安価な労働力や原材料は、サプライチェーンにおける人権問題の改善や（EUの森林破壊防止規則にみられるような）森林破壊フリーの動きによって、調達が困難になっている。新たな鉱山の開発も、環境や地域住民への配慮や鉱山労働者の人権問題の懸念から、プロジェクト開発の長期化が常態化している。欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）は、適正賃金などの労働条件や人的資本投資（研修・スキル開発）、人権に関して、自社の労働者のほかバリューチェーンの労働者に関する情報開示を求めている。

企業経営のサステナビリティを高めるには、自然資本や人権・人的資本などの非財務資本の維持・保全・増強が必要であり、それには相応のコストがかかる。そのコストは少なからず市場価格に転嫁される。例えば、温室効果ガス排出によって自然資本の毀損につながるガソリン車に比べ、自然資本の毀損度が少ない電気自動車（EV）は、購入価格が一般に高い。航空業界は、コスト高の再生航空燃料（SAF）を利用したカーボンオフセットを希望する乗客に対し、グリーン運賃を提供し始めている。消費者がプレミアムを支払い、「飛び恥」をオフセットするということだ。自然資本以外の面でも、

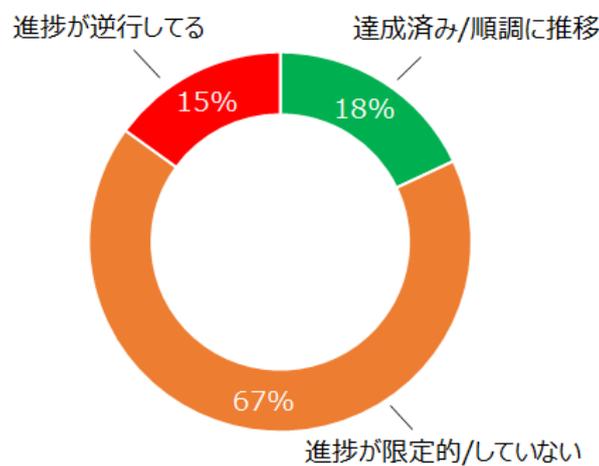
人権への配慮や人的資本への投資にかかる費用（賃上げや研修コスト等）はじわじわと製品・サービス価格に転嫁されていく。

#### 4—— SDGs達成に向けた機関投資家の行動

こうした外部不経済の内部化に伴うコストプッシュ・ショックは、SDGs達成に向けて今後、より広がっていくものと考えられる。

SDGsが2030年までに達成すべきグローバル目標として国連総会で採択されたのは15年。23年はちょうど折り返し地点だったが、SDGs達成の中間ラップをみると、30年の目標達成に向けて順調に進んでいるターゲットは、（17の目標に基づく169のターゲットのうち）2割に満たず、8割強のターゲットはほとんど進捗していないか、目標からむしろ遠のいている状況である（図1）。

図1. SDGsの2030年達成に向けた進捗状況



(出所) SUSTAINABLE DEVELOPMENT REPORT 2023, Sustainable Development Solutions Network

このため、30年の目標達成を目指すとなると、これから残り7年間で、グローバル社会は相当なペースで行動を加速させていかなければならない（図2）。

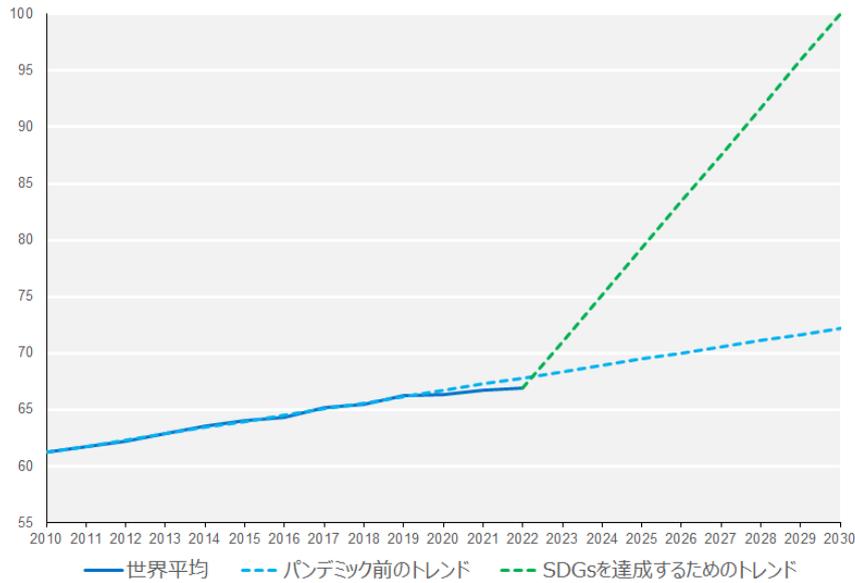
この点に関連して、機関投資家向けのアンケート（22年調査）によると、投資先企業のネガティブ・インパクト（外部不経済）について、積極的に管理や低減を行っている投資家は、[世界全体でまだ半数にとどまっている](#)。[日本の投資家に限って言えば2割に満たない](#)。

しかし、機関投資家は、今後、SDGs達成に向けてギアをあげていくとみられる。実際、PRIの署名投資家向けアンケートではその方向性が明確に確認できる（図3）。企業のポジティブ・インパクトの創出はもちろん、ネガティブ・インパクトの削減に向けて、投資家は企業への働きかけを強めていくことが見込まれる。すなわち、資本市場におけるシステムレベル・リスクへの対応である。

投資家は、エンゲージメントや議決権行使を通して、企業がもたらすネガティブ・インパクト（外部不経済）への対応を一層促していくであろう。その過程において、コストプッシュ・ショック（外部不経済の内部化）の規模と影響は今後より広まっていこう。

図2. SDG インデックス世界平均

パンデミック前のトレンドと2030年までにSDGsを達成するためのトレンド

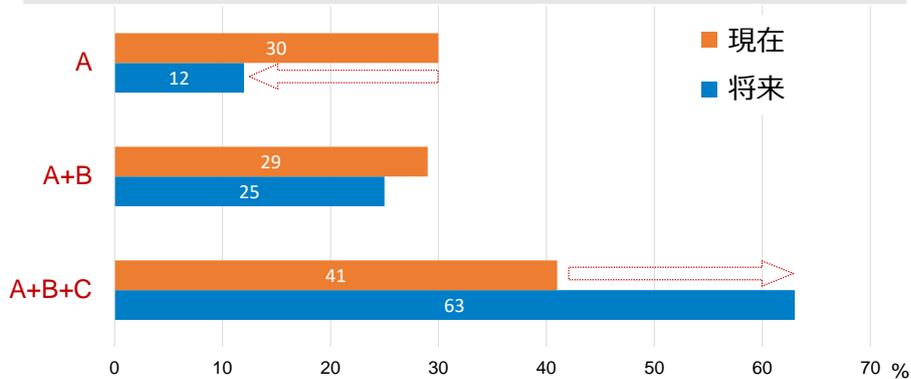


(出所) SUSTAINABLE DEVELOPMENT REPORT 2023, Sustainable Development Solutions Network

図3. PRIによる署名機関向けアンケート

あなたの組織にとって、責任投資とは、

- A. ESGリスクの管理 (ESG情報を用い、ポートフォリオのリスクを評価し、エクスポージャーを調整)
- B. サステナビリティ・アウトカムの特定 (SDGsとの関連性の観点からポートフォリオをレビュー。またはTCFDに沿った温室効果ガス排出量の追跡と開示を行う)
- C. サステナビリティ・アウトカムに対する行動 (資産配分やスチュワードシップ活動を通して、特定のSDGsと紐づいたアウトカム形成を目指す)



(出所) PRI IN A CHANGING WORLD SIGNATORY CONSULTATION, PRI BOARD RESPONSE, March 2023

## 5—— 石油ショックより手ごわいSDGsショック

では、中央銀行は、こうしたSDGs達成に起因したコストプッシュ・ショック（以下、SDGsショック）にどう対応すべきだろうか。SDGsショックは、1970年代の石油ショックのような伝統的なコストプッシュ・ショックとは、3つの点で異なることに留意が必要である。

第一に、SDGsショックは一過性のものではない。前節で述べた通り、少なくとも2030年にかけて持続し、かつ、規模はより拡大すると見込まれる。SDGsショックに起因したインフレーションは、既に全世界で広く発生しており、今後さらにインフレ圧力が高まると認識すべきである。米国のインフレ圧力が市場やFRBの予想以上に強い背景には、SDGsショックが影響しているのではないだろうか。

第二に、SDGsショックは、プラスの需要ショックを伴う。1970年代の石油ショックは日本のような原油の輸入国に対して、実質購買力の低下というマイナスの需要ショックを同時に発生させ、景気悪化をもたらした。しかし、SDGs達成の場合、企業は（ネットゼロへのトランジションなどのために）設備投資が必要になり、プラスの需要ショックが発生する。これは景気を浮揚させ、更なるインフレ圧力として作用する。

第三に、SDGsショックは、社会にとって外生的なショックではなく、国民・社会のサステナビリティに対する選好の内生的かつ構造的変化によるものである。この点は、中央銀行の金融政策運営の在り方に大きな変更を迫る要因になり得る。中央銀行の目的関数は、経済厚生損失の最小化（国民の効用の最大化）として定められ、[理論的には、物価安定とGDP（国内総生産）ギャップの安定の加重平均によって近似される](#)。ただし、伝統的な金融政策理論はSDGsを考慮していないことに留意が必要である。SDGsに貢献する企業と貢献しない企業とでは、財・サービスに対する消費者の需要（選好）は異なるが、そうした点をこれまでの金融政策理論は考慮していない。

## 6——物価安定とSDGs達成、二正面の難路

中央銀行が国民のサステナビリティ選好の変化にどう対応すべきか（すなわち、SDGs達成をどう支援するか）は、今後重要な政策課題になろう。物価の安定を通して、SDGsの達成に貢献するという論法は必ずしも通用しない。なぜなら、SDGsの達成自体がインフレ圧力を生むのだから、そのインフレ圧力を抑制することは、SDGsの達成に反する。

よって、中央銀行は、物価安定とSDGs達成の間のトレードオフに直面することになる。物価安定を重視すれば、SDGsショックに対して、自然利子率以上に実質金利を引き上げて対応する必要があるが、これは企業活動を抑制することになる。例えば、SDGsの達成に必要な設備投資が削減され、企業による外部不経済の内部化も抑制される。外部不経済の内部化によるインフレ圧力に対して、中央銀行が金融を引き締めればSDGsは達成されず、文字どおり国民経済の持続的発展が損なわれる。

もちろん、国民・社会がSDGsの達成を望んでいても、賃金があがらずに物価だけが上昇するのであれば、そうした帰結は国民にとって受け入れがたいであろう。そもそも、国民の購買力が改善しないまま物価だけ上昇したのでは、サステナビリティに配慮した（価格面で割高な）財やサービスの消費は増加せず、結果としてSDGsは達成されない。しかし、今、社会や資本市場が目指している姿は、株主利益重視から様々なステークホルダーの便益総和重視の流れの中で、賃金上昇や労働分配率の改善が実現し、SDGsが達成されるということである。

「今日」の物価安定を過度に重視しSDGsの達成が遅れば、自然資本など非財務資本の毀損から、将来制御不能なインフレに見舞われるリスクがある。SDGs達成というチャンネルを通して、中央銀行は「今日」の物価安定と「将来」の物価安定の間の異時点間トレードオフに直面していると言い換える

こともできよう。ステークホルダー資本主義への移行過程で、中央銀行がインフレ圧力にどう対応すべきは難しい課題である。

## 7—— 新たなマインドセットを

伝統的な経済学の教科書では、企業の外部不経済に伴う市場の失敗への対処は、政府の役割となっているが、政府の対応だけでは限界がある。今や、民間投資家が企業とともに外部不経済への対応に動きだしている。

SDGsが未達成に終わり、環境・社会の持続可能性が損なわれれば、全ての企業の事業基盤が毀損し、金融システムの不安定化と制御不能なインフレを招くことになる。中央銀行が政策運営において、SDGsの達成を考慮することは、国民・社会の要望に沿うものであり、資源配分の中立性の点で問題を引き起こすこともない。

中央銀行にも相応の役割が期待される。資本主義の変化にあわせて、中央銀行が新たなマインドセットをもつことを期待したい。

以上

**木村武（きむら・たけし）** 日本生命保険執行役員、PRI（国連責任投資原則）理事。1989年に日本銀行入行。米国連邦準備制度理事会（FRB）金融政策局への出向を経て、企画局政策調査課長、松江支店長、金融機構局審議役、決済機構局長を歴任。この間、FSB/AGV（金融安定理事会、脆弱性分析グループ）やBIS/CPMI（国際決済銀行、決済・市場インフラ委員会）のメンバーとして活動。2020年に日本生命保険入社、21年にPRI理事に就任（23年末に再任）。工学博士、経済学修士。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。