

市場中立性からリスク規律へ： 日本銀行のグリーン中央銀行アジェンダ

2026年7月

著者: Matthew Poggi（マシュー・ポジィ）¹

2025年、Positive Moneyが作成した「グリーン中央銀行スコアカード」では、日本銀行（以下、日銀）は、同国の発達した金融システムと制度的能力に鑑みて、グリーン中央銀行政策の観点から見て「潜在的な能力に比べてパフォーマンスが低い」と評価された。²

2025年以降、日銀の気候変動対応の政策枠組みは、三つの点で実務的な重要性を高めている。第一に、日銀の「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」（以下、気候変動対応オペ）が拡大を続けている。第二に、日銀の監督姿勢は、これまでの対話主体の枠組みから、気候関連金融リスクのより体系的な統合へとシフトし、気候変動シナリオ分析を監督対話において金融機関に期待される取り組みに組み込んでいる。第三に、日銀はリスク資産の処分を開始し、保有する上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の売却原則を採択した。それらの存在は日銀が長期にわたり主要な株主であり続けることを示唆するもので、スチュワードシップとポートフォリオの整合性は避けて通れないガバナンス上の課題となっていた。³

日銀は今や、そのマンデートや独立性を損なうことなく、「グリーン促進」（主にインセンティブと市場育成を通じたグリーンファイナンスの支援）から「ダブル・マテリアリティ」アプローチへと、信頼をもって移行することが可能な段階にある。ダブル・マテリアリティとは、環境変化がもたらす金融リスクと、そうしたリスクの形成過程における金融システムの役割の双方を認識するアプローチである。そうした移行のために、日銀は意欲的かつ実現可能な四つの措置を講じるべきである。具体的には、①気候変動対応オペの見直し、②グリーン担保枠組みの構築、③環境リスクへのレジリエンスを備えたスチュワードシップとポートフォリオ戦略の策定、④監督上の期待事項およびリスク管理におけるダブル・マテリアリティ・アプローチへの転換、の四点である。

日本銀行のこれまでの主な取り組み

2025年の「グリーン中央銀行スコアカード」によれば、日銀はグリーン金融政策オペレーションにおいてASEAN+3諸国の中では比較的積極的な評価を受けた（50点満点中16点）。一方、金融政策手段については他の金融当局と同様に低いパフォーマンスにとどまり（50点満点中14点）、スコアカードの「率先垂範」カテゴリーでは20点満点中わずか3点にとどまった。⁴ 調査・政策提言活動については、地域平均をやや上回る評価を得た（10点満点中

¹ Matthew Poggi（マシュー・ポジィ）は、経済政策評議会（Council on Economic Policies）に所属し、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）経済移行専門センターの客員上席研究員、ならびに横浜市立大学の非常勤講師を務める

² [The East and Southeast Asia Green Central Banking Scorecard](#)（英語のみ）Positive Money（2025年）

³ [当面の金融政策運営について](#) 日本銀行（2025年）

⁴ Box 1参照、スコアカードの最新評価

6点)。スコアカードは、日銀が市場中立性を重視し民間主導を優先するスタンスを自ら課した制約と位置付けており、グリーンファイナンスおよびトランジションファイナンスの成長が緩慢かつ統合性を欠いたものにとどまるリスクがあると指摘した。⁵

グリーン中央銀行としての日銀のこれまでの取り組みは、四つの柱に整理できる。

- i. **戦略と内部ガバナンス** 2021年7月、日銀は包括的な気候変動戦略を公表し、気候変動が中長期的なマクロ経済・金融環境に「極めて大きな影響」を与えうるものと位置付けるとともに、内部調整体制（気候変動調整ハブ）を設置した。⁶ 同戦略は、市場中立性への配慮と、ミクロレベルの資源配分への直接関与を「できる限り」回避する姿勢を明示している。
- ii. **ターゲット型リファイナンス** 日銀の気候変動対応オペは、気候関連の融資・投資に対して適格担保の差し入れを条件として資金を供給するものであり、適格活動の定義は開示要件を前提に取引対象先側が行う。⁷ 当初はゼロ金利と各種インセンティブを付して提供されていたが、現在は政策金利（2026年初時点で約0.75%）との整合性が概ね図られており、金利中立的な枠組みへの変容が示唆される。⁸ インセンティブ機能としての位置づけは弱まったものの、構造的なリスク管理ツールとしての役割は依然として維持されている。金利中立的な水準でオペを維持することにより、日銀はグリーン融資促進策のみに依拠するのではなく、ダブル・マテリアリティの観点に立脚した形で、気候リテラシーのある銀行業務の基本線を明らかにしようとはしている。ただ、準備預金への付利、満期（貸付期間）の調整、またはバランスシート上の取り扱いを通じて、金融政策スタンスを変えることなくインセンティブを強化する余地は依然として存在する。
- iii. **市場機能の評価と課題** 日銀は、気候移行債（以下、CTB）をオペレーションおよび担保枠組みに組み込むことで市場育成を支援しており、トランジションファイナンスを促進するというシグナルを発している。しかしながら、資産価値の調整を通じてこれらの資産に特有のリスクを反映させる「ダブル・マテリアリティ」の視点がなければ、この統合はリスクに基づいた中立性を担保するものというよりも、あくまで市場促進のツールにとどまっている。日銀はまた、市場機能サーベイを通じて気候リスクの価格形成に関する評価を開始しているが、その結果は気候リスクの資産価格への反映が徐々に進んでいるものの、依然として不十分であることを示している。⁹

⁵ 日銀自身も、2021年6月に気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションの導入を発表した声明において、次のように述べている。「日本銀行は、中央銀行の立場から民間部門の気候変動問題への取り組みを支援することが、長期的なマクロ経済の安定に資すると考えています。金融政策の観点から行動するに際して、日本銀行は市場中立性に配慮することが重要と考えます。こうした背景のもと、金融機関が気候変動分野における様々な取り組みを行うことを支援するため、金融機関が自らの判断で気候変動問題への対応に向けて行う投資・融資に対して資金を供給する新たな資金供給手段を導入することが適切と判断しました。」 [当面の金融政策運営について](#) 日本銀行（2021年）

⁶ [気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について](#) 日本銀行（2021年）

⁷ [気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション基本要領](#) 日本銀行（2024年）本スキームは、金融調節上の支障がない限り、2031年3月末まで有効とされている。

⁸ [気候変動対応オペの概要](#) 日本銀行（2021年）の「気候変動対応オペの概要」によると、本オペの今後の利用は、優遇スプレッドによる直接的な収益獲得を目的とするのではなく、安定的な長期流動性の確保および規制上の整合性を求める銀行によって牽引されると考えられる。

⁹ [気候変動関連の市場機能サーベイ\(第4回\) 調査結果](#) 日本銀行（2025年）同調査は、気候関連リスクが日本の株式市場および社債市場においてますます価格に織り込まれており、その成熟度も高まっていることを示している。調査は株式市場および

- iv. **金融システムのモニタリングとシナリオ分析** 2025年、日銀と金融庁は日銀・金融庁共通シナリオを活用して、主要銀行を対象とした気候関連リスクに関する第2回シナリオ分析を共同で実施した。¹⁰ 同分析は気候リスクを信用リスクおよび市場リスクのドライバーとして位置づけ、短期的な移行リスクにも部分的に焦点を当てた。日銀の「2026年度考査方針」は、こうした分析作業を監督対話と結びつけ、金融機関に対してシナリオ分析、情報開示、取引先企業とのエンゲージメントの強化を求めている。具体的には、同考査方針において、金融機関が「気候関連金融リスクの特定・管理、情報開示、および取引先企業とのエンゲージメント」を行っているかどうかの評価が優先事項として位置づけられている。¹¹

現行アプローチの課題

日銀のグリーン政策はバランスが悪いものとなっている。グリーン貸出オペレーションは比較的先進的な取り組みといえるが、規制・監督上の手段や基準の活用が限られているため、金融システム全体の方向付けへの影響力は制約されている。現行アプローチには、三つの主な課題がある。

- i. **基準の設定** 日銀の気候変動対応資金供給オペは、気候変動への対応として何が適格活動に当たるかの判断を取引対象先側に委ねている。取引対象先には自社ガイドラインの開示が求められているものの、明確な基準の欠如や定義の不統一は、オペの実効性を損なうリスクをはらんでいる。¹² 日本は情報開示の基盤整備を進めているが、開示に関する基盤整備のみでは一貫した融資分類やブルーデンス上の根拠を確立することはできない。
- ii. **コアの金融オペレーションにおけるリスク規律** 日銀の気候変動に関するスタンスは、依然として特定の貸出ファシリティや市場開拓の支援に集中しており、担保枠組みや保有するリスク資産に対して、気候変動や自然に関するリスクをそれに見合う形で統合するには至っていない。¹³
- iii. **マクロブルーデンシャル監視と監督の厳格化** 日銀・金融庁によるシナリオ分析はより高度なものとなり、日銀の考査方針も気候リスク管理に言及するようになった。しかし、日本の監督姿勢は依然として、実効性ある段階的措置を伴う明確なブルーデンス上の期待よりも、行政指導、対話、自主的な取り組みへの依存度が高

社債市場（特にグリーン債・移行債等のESG債）を対象としている。回答者は、気候変動関連のESG債市場が日本のGX戦略および日銀の気候関連資金供給枠組みに支えられ、安定を維持していると指摘した。

調査は株式市場および社債市場（特にグリーン債・移行債等のESG債）を対象としている。回答者は、気候変動関連のESG債市場が日本のGX戦略および日銀の気候関連資金供給ファシリティに支えられ、安定を維持したと指摘した。

¹⁰ 気候関連リスクに係る第2回シナリオ分析、金融庁（2025年）

¹¹ 2026年度考査の実施方針等について 日本銀行（2026年）および2025年度考査の実施方針等について 日本銀行（2025年）

¹² 気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション基本要領 日本銀行（2024年）によれば、気候変動対策に資する投融资は、「該当する国際的な原則もしくは日本政府の指針に適合している」か、またはそれらに「実質的に準じている」と、「対象先自身が判断したもの」とされている。

¹³ 日銀は、気候移行債（GX債）を金融オペレーションにおける適格担保として扱うことで、日本の国債型気候移行債市場の育成を支援し、流動性の確保と市場への受け入れ促進を図っている。ただし、市場中立性の原則に従い、日銀は差別的な割引率調整適用や特定資産の購入といった明示的な優遇措置は講じておらず、日銀の役割は積極的なポートフォリオのティルディングではなく、あくまで市場支援にとどまっている。

い。国際基準は、より強固なアプローチに向けた指針を提供している。バーゼル銀行監督委員会（以下、BCBS）は2022年6月、銀行のリスク管理と監督当局の実務の双方の改善を意図して、気候関連金融リスクの実効的な管理と監督に関する最終原則を公表した。¹⁴ 日銀は、独自の枠組みを新たに構築することなく、BCBS原則に考査方針を整合させることができるのである。

市場中立性を重視する日銀のスタンスは、炭素集約度の高い資産への偏りを内包し、リスク管理を弱体化させるものであり、依然として主要な制約要因となっている。¹⁵ 日銀はその使命（マンドート）の範囲内で、環境上の措置を金融政策運営および監督業務における金融リスク管理として位置づけることにより、こうした制約に対処することが可能である。このようなアプローチは、中長期的なマクロ経済のレジリエンス確保を支援することとも整合的である。同時に、気候・環境政策に関する政府の第一義的責任——日本のGX戦略およびトランジション・フレームワークに反映されている——は、日本銀行にとって重要な政策的基盤（アンカー）となり、担保枠組み、資産買い入れ、資金供給措置などに関する日銀の実務上の意思決定に正当性を与え、方向性を示す役割を果たす。¹⁶

日銀が次に取るべき措置

日銀は、以下に詳述する4つの実現可能な施策を通じて、その業務運営をダブル・マテリアリティの枠組みに整合させることができるのである。これらの施策は、①日本銀行の法定マンドート（すなわち、物価の安定および金融システムの安定への貢献）、②日銀独自の環境戦略の位置づけ（例えば、気候変動をマクロ金融の安定性に関わる課題と位置付けつつ、個別レベルでの資金配分への介入は最小限にとどめること）、そして③新たに形成されつつある中央銀行のベストプラクティス——すなわち、気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（以下、NGFS）が調査したグリーン金融政策オペレーションに関するもの（担保価値の割り引き、環境配慮型資産への傾斜配分、スクリーニング、対象を限定した資金供給、市場中立性とのバランス確保など）——と整合的なものである。^{17, 18, 19, 20}

¹⁴ [Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks](#)（英語のみ）、BCBS（2022年）

¹⁵ 中央銀行は、政策の中立性と独立性の維持と、金融資源の配分に影響を与える措置の実施との間に固有の緊張関係を抱えている。[Central Banks and Climate Change: Key Legal Issues](#)（英語のみ）IMF、2024年参照。また、NGFSの技術的研究は、気候リスクが有価証券に完全には価格反映されない可能性があり、厳格な市場中立性の姿勢が暗黙の炭素偏重を内包しうるため、中央銀行が原則論から実務上のオペレーション手段へと移行しつつあることを明確に示している。[Greening Monetary Policy Operations: Exploring Additional Options](#)（英語のみ）、NGFS、2026年参照。日銀の市場中立性の重視は、同行の気候変動戦略において「金融政策の観点から行動するに際して、日本銀行は市場中立性に配慮し、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。」と明示されている。[気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について](#) 日本銀行（2021年）参照。

¹⁶ 日本銀行法は、金融政策と政府の基本的な経済政策が整合性を保つよう、政府との緊密な連絡を義務づけている。日銀は「その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」とされている。[日本銀行法](#) 内閣府（1997年）参照。

¹⁷ [気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について](#) 日本銀行（2021年）

¹⁸ [日本銀行の目的は何ですか？](#) 日本銀行Webサイト

¹⁹ [気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について](#) 日本銀行（2021年）

²⁰ [Greening Monetary Policy Operations: Exploring Additional Options](#)（英語のみ）、NGFS（2026年）

1. 気候変動対応オペの見直し

日銀は気候変動対応オペを、明確な適格要件、より強固な条件設定、およびグリーンウォッシングに対する明示的な歯止めを備えたトランジション整合型ファシリティへと、単純なリファイナンス窓口の域を超えて格上げすべきである。気候変動対応融資の残高は2026年1月時点で21兆1,100億円に達しており、同ファシリティへの旺盛な需要が示されている。日銀の融資全体に占めるシェアも2025年半ば以降、大幅に上昇している。²¹ 同ファシリティの制度的厳格性を高めることで、システム全体へのシグナリング効果とデータ標準化効果が期待でき、ニッチな試験的取り組みの域を超えた存在へと発展させることができる。²²

現行の条件では、融資上限額は取引対象先の気候関連融資・投資残高を上限とし、適格活動の判断は取引対象先自身に委ねられている（ただし、使用する基準・ガイドラインの開示は条件とされている）。日銀は既存の枠組みを維持しつつ、三つの設計要素を強化することができるのである。

第一に、日銀は監査済み開示基準を拠り所とした「適格活動リスト」を策定することができる。日銀の業務概要では、取引対象先の開示を「気候関連財務情報開示タスクフォース」（以下、TCFD）の提言における四つの柱と結びつけており、「サステナビリティ基準委員会」（以下、SSBJ）の基準も参照している。^{23, 24} 次のステップとして、同ファシリティの適格融資となる要件として、①国際的なベースライン・フレームワークと整合するSSBJ基準に基づいて報告されていること、および②日銀が本オペレーションに採用する透明性の高い本ファシリティ用のタクソノミーに基づいて分類されていること、を義務づけることが求められる。IMFの法的ガイダンスとの整合性を踏まえ、日銀はこれを独自の政策判断としてではなく、リスク管理とインパクトの完全性確保のための実務上の分類として位置づけ、日本のGX戦略や気候トランジション・ファイナンスガイドラインをはじめとする既存の政府方針にしっかりと定着させるべきである。²⁵

政治経済的制約（特に政府主導のタクソノミーが存在しないこと）が、日銀による産業セクター標準の設定を阻んでいる。しかし日銀は、自行のファシリティに特化した実務上の適格活動リストを独自に整備することで、この課題を解決できるのである。当該リストをGX戦略などの既存の政府方針にしっかりと定着させることにより、日銀は独自の政治的判断を行うことなくリスク規律を徹底することが可能となる。

第二に、日銀は不整合な活動（例：新規の対策未実施の石炭火力発電設備、化石燃料の拡大、高排出産業プロセス）への融資を適格から除外し、「移行（トランジション）」と位置

²¹ [気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションの実施結果](#) 日本銀行（各時点）

²² 日銀は本ファシリティを、優遇的なツールから市場インフラの主要な構成要素へと転換することができる。政策金利の上昇はスプレッドを縮小させるが、タクソノミーとデータ標準化を通じて透明性や信頼性を高めることで情報の非対称性が解消され、取引相手先に信頼性あるグリーン・シグナリング（環境配慮の意思表示）メカニズムが提供されるため、利用促進につながる。また日銀は、厳格な基準の導入を補完するものとして、段階的な準備預金付利や高い信頼性を備えた資産への担保上の優遇措置など、金利以外のインセンティブを付加することも考えられる。

²³ [気候変動対応オペの概要](#) 日本銀行、2021年、四つのテーマ領域は、ガバナンス、戦略、リスク管理、ならびに指標と目標である。

²⁴ [気候変動対応オペの取引概要](#) 日本銀行（2025年）

²⁵ EUとは異なり、拠り所（リファレンス）とできるような、政府による単一かつ拘束力のある指令は存在しない。GX基本方針や気候移行ファイナンスガイドラインなどの政府方針にこの施策の根拠を置くことで、日銀は政策判断を独自に行っているとの印象を避けることができる。 [Central Banks and Climate Change: Key Legal Issues](#)（英語のみ）IMF（2024年）参照

づけられた融資については、信頼性あるセクター別パスウェイおよび移行計画との連動を義務づけるべきである。これは、日銀が市場機能サーベイで示した観察——高排出セクターにおけるトランジションファイナンスの利用が増加しており、移行計画が資金調達ツールとして活用されつつある——とも整合するものである。²⁶

第三に、日銀は金融政策スタンスに悪影響を与えることなく追加性を高める、価格設定とインセンティブの枠組みを構築できる。日銀は当初、本ファシリティをゼロ金利で提供しつつ、準備預金の階層化インセンティブ——すなわち、適格融資を促すべく、取引対象先の準備預金残高への付利または配分を調整する仕組み——を活用していた。²⁷ 現在のプラス金利環境において、日銀はオペ全体を金利中立的に保ちつつ（例：貸付金利を政策金利に連動させる）、厳格な適格要件および移行基準を満たすことが証明された融資に対して状態依存型のインセンティブ（例：追加の準備預金付利階層の設定または期間延長）を付加することで、金融政策のコントロールを維持できるのである。これは、ターゲット型オペレーションが金融政策スタンスおよび中央銀行のマンデートとの整合性を保ちながらも、資金フローの配分に影響を与えうるとするNGFSの分析と整合的である。²⁸

2. グリーン担保枠組みの構築

日銀は、開示要件の導入、担保価値の割引引き率の格差化、および集中度制限を通じて、担保枠組みへの環境リスク統合を段階的に導入すべきである。^{29, 30}

日銀によるクライメート・トランジション・ボンド（CTB：気候移行債）の担保としての受け入れは重要な一歩前進であるが、市場中立性の堅持が、より広範なオペレーションの採用を阻む制約となっている。これを解決するには、市場中立性を実務上・リスクベースの観点から解釈し直すことが必要である。すなわち、気候・生態系リスクを金融面で重要なものとして認識し、担保評価に反映させることである。

欧州中央銀行（以下、ECB）は担保枠組みへの気候リスクの組み込みを進めており、気候関連リスクに基づく担保価値の割引引き率の調整も計画に含まれている。ECBはすでに担保適格要件として気候関連の開示要件を導入しており、「カーボンフットプリントの大きい主体が発行した資産の担保差し入れ可能な割合を制限する」方針を表明している。³¹ 日銀はこの

²⁶ 気候変動関連の市場機能サーベイ（第4回）調査結果 日本銀行（2025年）

²⁷ 日銀は、特定の貸出ファシリティの表面金利を変更するのではなく、階層型当座預金付利制度を活用して銀行に間接的なインセンティブ（またはペナルティ）を付与することができる。現行のフレームワークでは、日銀はすべての当座預金残高に単一の金利を適用しているわけではなく、複数の階層を設けている（すなわち、より有利な条件で付利されることが一般的な基礎残高、融資プログラムに連動したマクロ加算残高、政策金利が適用される政策金利残高）。

²⁸ 「中央銀行は、自らの主たる責務や金融政策全体のスタンスとの整合性を確保しつつも、担保制度や特定の目的をもった貸出ファシリティを含む金融政策操作の設計を通じて、金融資金の配分に影響を与えることができる。」 [Greening Monetary Policy Operations: Exploring Additional Options](#)（英語のみ）、NGFS（2026年）参照。

²⁹ 担保枠組みは資金調達へのアクセスと流動性の実質コストに影響を与えるため、銀行システム全体のインセンティブを形成する。日銀は気候変動戦略において、気候変動が金融機関と金融システムの安定に重大な影響を与えることを認めている。気候関連リスクが（市場価格に）完全に織り込まれていないのであれば、それらを担保価値の評価に組み込むことは、産業政策ではなく、——NGFSのガイダンスや欧州中央銀行（ECB）の実務とも整合的な——純粋な「リスク管理」の問題となる。[気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について](#) 日本銀行、2021年、および担保枠組みにおいて割引率調整とネガティブ・スクリーニングを活用可能かつ実効的な措置として特定している [Greening Monetary Policy Operations: Exploring Additional Options](#)（英語のみ）、NGFS（2026年）参照。

³⁰ 日銀はまた、データが許す範囲において自然関連リスクの統合を図ることができる。

³¹ ECBのアプローチは段階的ではあるが方向性は明確であり、開示からリスク評価、そして価格設定（割引率調整）へと順次移行している。「高炭素担保の制限」という考え方は現時点では明確なルールに基づくものではなく、目指すべき目標（努力

信頼性の高いモデルを参考に、日本の開示・データ環境の実態（すなわち、SSBJ基準、移行計画、部門別パスウェイ）に合わせた指標を取り入れながら、類似の枠組みを採用することができるのである。

担保価格設定とマージン比率の見直しにおける主な制約は、データおよびモデルの信頼性である。ECBは気候変動のファクターを、データとモデルの利用可能性の向上とともに発展させ、かつ十分な担保の利用可能性を確保するように配慮して設計した。³² 日銀も、データが最も充実している大規模な発行体業種（例：大規模上場の非金融企業）から着手し、情報開示の義務化と整備の進展に合わせて対象を拡大することで、担保枠組みのグリーン化を段階的に導入できるのである。

自然損失が金融およびマクロ経済の安定性に対して差し迫った重大なリスクをもたらすとするNGFSの分析を踏まえ、日銀は気候変動と生態系の崩壊を一对の、相互に関連したシステム・リスクとして捉える、統合的な環境リスク枠組みを採用すべきである。また日銀は、自然関連リスクを担保・監督業務に段階的に組み込むための自然リスク・ロードマップを策定すべきである。第一歩として、取引対象先に対し、（可能な範囲で）「自然関連財務情報開示タスクフォース」（以下、TNFD）との整合および金融庁主導の開示ガイドラインとの整合を図りつつ、重要な自然関連の依存関係とインパクトの開示を義務づけるべきである。さらに将来的には、自然関連リスク指標の担保評価への組み込みを試験的に導入し、生態系リスクの市場価格への反映をより適切に図ることが考えられる。³³

3. 環境レジリエンスを踏まえたスチュワードシップとポートフォリオ戦略の策定

日銀は帳簿価額で約37兆円のETF資産を保有しており、時価は株価の動向に応じておよそ70～80兆円の間で変動し、日本の株式市場時価総額全体の概ね7～10%に相当する。2025年9月、日銀はETFおよびJ-REITの保有資産を処分する計画を発表した。処分ペースはETFが年間約3,300億円（帳簿価額）、J-REITが年間約50億円（帳簿価額）とされている。このペースに加え、日銀が処分原則として掲げる「適正価格での処分」「損失回避」「金融市場にできる限り不安定な影響をもたらさないこと」を前提とすれば、完全な売却には数十年を要する見込みである。³⁴

しかし日銀にはスチュワードシップ方針が存在せず、主要株価指数への依存もリスクの観点から中立とは言えない。これらの指数は既存の市場バイアスを内包しており、気候関連リスクを十分に反映していない可能性があるためである。³⁵ 同時に、ETFの処分は金融政策正常化とバランスシート再構築における重要な節目を意味する。これは、スチュワードシップと議決権行使の明確な枠組みを通じて、バランスシートのリスク管理を気候・生態系レジリエンスと整合させる好機なのだ。

目標」という段階にとどまっている。日銀も同様に、リスクベースかつ段階的なアプローチを採用することができる。[ECB takes further steps to incorporate climate change into its monetary policy operations](#)（英語のみ）ECB（2022年）参照。

³² [The ECB to adapt collateral framework to address climate-related transition risks](#)（英語のみ）ECB（2025年）

³³ 「生物多様性の損失を含む自然関連リスクは、マクロ経済および金融に重大な影響を及ぼす可能性があり、したがって中央銀行および監督当局の所管に属する。」[Statement on Nature-Related Financial Risks](#)（英語のみ）NGFS（2022年）参照。

³⁴ 日銀の長期的な保有が見込まれることを踏まえれば、日銀は今後数十年にわたり日本の企業セクターにおける主要な株主であり続けることになる。[当面の金融政策運営について](#) 日本銀行、2025年参照。また日銀は、2025年3月末時点における時価ベースのETF売却額が年間約6,200億円にのぼることも示している。

³⁵ [The Bank of Japan Must Define a Strategy for its ETF Holdings – Not Just its Sales](#)（英語のみ）CEP（Council on Economic Policies：経済政策評議会）（2025年）

日銀が議決権行使を引き続き資産運用会社に委託する場合であっても、リスク管理と長期的な経済の安定に整合したガイダンスを提供することは可能である（例：信頼性ある移行計画の支持、情報開示の後退に反対することなど）。また日銀は、市場環境には左右されるものの、ETFの処分戦略に環境リスクの視点を適用することで、自らの正常化の全体ペースを変えることなく、テールリスクを低減できる可能性がある。³⁶ このアプローチは実務上の複雑さを伴うものの、市場が機能する前提条件として開示とリスクの透明性を重視するという日銀のスタンスと整合的である。³⁷

主な制約として、環境を重視したスチュワードシップ方針が中央銀行の政治的中立性を損なうと受け取られかねないという懸念がある。このリスクを軽減するため、日銀は当該方針を、金融リスク管理、確立された情報開示規範、および金融システムの安定を支援する自らの使命いう、同行のコア機能に明確に位置付けるべきである。

ガバナンスと保有目的を明確化するより直接的な方法は、日銀のETF保有資産を公益目的の受け皿機関に移管することである。³⁸ 政治的には困難を伴うものの、ガバナンス構造を独立・分離させることで、金融政策と長期的な保有決定を切り離し、正当性に関する懸念を軽減できる可能性がある。これにより日銀は、事実上の産業政策への関与と見なされることなく、長期的な保有管理のための透明性ある枠組みのもとで業務を行うことが可能となる。

4. 監督上の期待事項およびリスク管理におけるダブル・マテリアリティ・アプローチへの転換

日本の監督枠組みは、自主的な監督上の対話から、実効性の高い段階的措置を伴うかたちで、より構造化され、必要な場合には法的強制力を持たせた期待値設定に向けた移行を継続すべきである。日銀・金融庁による第2回気候シナリオ分析は、気候リスクを従来のリスクカテゴリーの駆動要因として位置づけ、短期的な移行リスク顕在化の可能性を強調している。この基盤を踏まえ、次のステップは分析上の知見を監督実務へと落とし込んでいくことである。

金融庁が主たる監督当局であることを踏まえ、日銀は金融庁と緊密に連携しながら、自らの「金融システムの安定」という使命の範囲内で、考査、モニタリング、システム全体の評価を活用して監督上の期待事項を実務へと具体化すべきである。³⁹ これには、金融機関が気候関連金融リスクを適切に特定・管理し、情報開示を強化し、取引先企業と効果的な対話(エンゲージメント)を行っているかどうかを評価することが含まれる。また、日銀・金融庁の共同演習および国際基準に沿った、より確実性の高いシナリオ分析を促進していくことも含まれる。⁴⁰

³⁶ [当面の金融政策運営について](#) 日本銀行（2025年）日銀の処分原則は、市場環境に応じた売却の一時的な調整を認めている。

³⁷ [気候変動関連の市場機能サーベイ（第4回）調査結果](#) 日本銀行（2025年）

³⁸ [The Bank of Japan Must Define a Strategy for its ETF Holdings – Not Just its Sales](#)（英語のみ）CEP（Council on Economic Policies：経済政策評議会）（2025年）

³⁹ [2026年度の考査の実施方針等について](#) 日本銀行（2026年）

⁴⁰ [金融機関における気候変動への対応についての基本的な考え方](#) 金融庁（2022年）

このアプローチを実践するため、日銀は「3層の監督枠組み」を軸に、監督上の役割を体系的に整理することができる。第一に、システム上重要な金融機関および地域において重要な金融機関に対しては、モニタリングおよびオンサイト考査を通じて基準となる期待値を明示すべきである。具体的には、気候リスクに関する取締役会レベルの説明責任、与信審査および与信集中管理への統合、バランスシートの健全性・耐性評価のための定期的なシナリオ分析が含まれる。これは、銀行の取締役会および上級管理職が気候関連金融リスクを監督し、信用リスク、市場リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスクにわたる既存のリスク管理枠組みに、適切な特定・計測・モニタリング・管理を通じて、そうしたリスクを組み込むべきとするBCBS原則と整合している。⁴¹

第二に、日銀は考査結果およびシステム全体の評価を監督対話に活用するとともに、重大な不備については金融庁に報告・付議すべきである。脆弱性が確認された場合、日銀は是正措置、対応期限、およびガバナンス上の改善を勧告し、金融庁によるピラー2型監督措置の適用を後押しできる。この役割分担は、監督当局が銀行の気候リスク管理の適切性を評価し、不備が確認された場合には適切な監督上の措置を講じるべきとするBCBSのガイダンスとも整合する。⁴²

第三に、NGFSの自然関連リスクに関する研究を踏まえ、日銀はモニタリング・分析枠組みに「自然への適応度（ネイチャー・レジリエンス）」モジュールを導入することが考えられる。これには、農業、林業、水産業、水資源依存度の高い産業など主要セクターにおける自然関連リスクへのシステム全体のエクスポージャーを把握するとともに、適切と判断される場合にはTNFDに沿った情報開示を促進することが含まれる。⁴³こうした取り組みから得られた知見は監督対話に活かされるとともに、新たな健全性政策をめぐる金融庁との連携を方向づけることになる。

日銀の権限は主としてモニタリングと「金融システムの安定」という使命を通じて行使されるため、そのアプローチは連携、透明性、リスク評価に根ざしたものであり続けるべきである。日銀は、考査における期待水準を引き上げ、BCBSやNGFS基準の一貫した適用を後押しすることにより、自らの使命の範囲内で行動することができるのである。

同時に、日銀は自らの使命の境界および準財政的リスクに対して常に留意し続けなければならない。環境関連施策は、中央銀行の本来的な責務——とりわけリスクの特定、リスク管理、および金融システムの強靱性——の延長として位置付けられるべきである。準財政的な性格を帯びる措置については、適切なセーフガード、透明性の確保、ならびに必要な応じた政府とのリスク分担を伴わせるべきである。⁴⁴したがって日銀は、リスクベースの監督上の

⁴¹ [Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks](#)（英語のみ）、BCBS（2022年）原則1：取締役会レベルの説明責任、原則3：コア・リスクフレームワークへの統合、および原則6：ピラー2型の監督上の段階的措置、参照。

⁴² 「ピラー2型アプローチ」とは、BCBSの原則と整合する監督上の段階的措置を指し、監督当局が個別銀行の気候関連金融リスクを評価し、リスク管理が不十分な場合には是正を求めるものである。具体的には、ガバナンスの強化、リスクの認識・特定の改善、および自己資本計画への統合が含まれる。実務上、段階的措置は、金融機関が信頼性あるトランジション・エンゲージメントを示せない場合や、重大な気候関連エクスポージャーを適切に特定・定量化できない場合に実施される。

⁴³ マレーシア国立銀行は、TNFDの「発見・診断・評価・準備（LEAP）」アプローチを3つの金融機関および農業・建設セクターの2つの企業を対象に試験的に導入し、マレーシアにおける自然関連リスクの評価と開示の現状把握に取り組んでいる。[Annual Report 2025](#)（英語のみ）マレーシア国立銀行（2025年）参照。

⁴⁴ [Central Banks and Climate Change: Key Legal Issues](#)（英語のみ）IMF（2024年）

インプットやインセンティブ整合的なターゲット型融資を優先しつつ、正式な法的強制力の行使については、関連する健全性規制当局に委ねるべきである。

結論：環境リスクのコア金融オペレーションへの統合

気候や自然関連のリスクがマクロ経済の成果、金融環境、物価安定にとってますます重要な意味を持つようになるにつれ、環境に関する考慮事項と中央銀行の中核的責務のあいだの境界線は狭まりつつある。NGFSの取り組みやECBの進化するアプローチを含む国際的な実務は、リスクに基づく政策枠組みへの移行を反映している。この枠組みでは、気候関連リスクは外部的な政策目標としてではなく、業務に組み込まれるべき標準的な金融リスクとして扱われる。こうしたシフトは、金融システムが気候・生態系リスクにさらされているというのみならず、資本配分を通じてそれらを増幅または緩和しようという認識を反映しており、リスク管理においてより包括的かつ将来志向のアプローチが求められることを示している。

厳格な市場中立性は必ずしもリスクに対して中立であることを意味しない。リスクが過小評価されている場合、あるいは完全に価格に織り込むことが現実的に困難な場合には、市場中立性は中央銀行の業務に高炭素セクターへの偏りを埋め込むことになる。したがって、金融リスクを一貫して特定・測定し、それを政策オペレーションに反映させる「リスクベースの中立性」への移行は、分析的に正当化されるものであり、中央銀行の使命とも整合しているのである。

本稿で提案された四つの施策は、日銀がこのシフトを実務に落とし込むための整合的かつ実現可能な道筋を示している。気候変動対応オペの強化により、特定融資の実効性とシグナリング機能を高めることになる。気候・生態系リスクを担保枠組みに段階的に組み込むことで、流動性供給の実質的なリスク・エクスポージャーとの整合が図られる。ETF保有分に関するスチュワードシップとポートフォリオの枠組み構築により、長期的なバランスシートリスクとガバナンス上の課題に対処できるのである。監督上の期待事項の引き上げにより、金融システムを自主的な取り組みの段階から信頼性ある規律あるリスク管理の段階へと移行させることができるのである。

これらの措置は、既存の制度的な制約の範囲内で段階的に実施することができる。それらはリスク管理、担保評価、バランスシートのガバナンス、監督といった、確立された中央銀行機能の延長線上にある。透明性の確保、リスクの大きさに応じた適切な対応、および政府の政策枠組みとの連携を基盤とするこれらの施策は、日銀の法定使命および国際的なベスト・プラクティスの双方に整合している。

結局のところ、気候および生態系リスクを中核的な政策運営に組み込むことは、日銀の枠組みに関する裁量的な機能拡張ではなく、中長期的な金融政策の実効性を維持し、金融システムの安定性を確保するために不可欠な要素である。グリーン促進からダブル・マテリアリティに基づくリスク規律の枠組みへと移行することにより、日銀は今後数十年にわたって日本経済および世界経済を規定することになる構造的変容に直面しても、なお揺るぎない堅牢性を保ち続けるよう、自らの政策枠組みを刷新することができるのである。

Box 1: これらの施策は日銀のグリーン中央銀行スコアカード評価にどのような影響を与えるか？

カテゴリー	2025年 スコア	現状	提言された政策転換	完全実施時の 推定スコア
金融政策	16 / 50	気候変動対応のターゲット型リファイナンスを積極活用；CTBの担保としての初期統合は進むが、コアオペレーションにおけるリスクベースの調整は限定的	気候変動対応オペの強化（適格要件、タクソノミー、インセンティブ）、気候調整担保枠組みの導入（割引率調整、開示、集中度限度）	21-36 / 50
金融システム政策（金融安定化政策）	14 / 50	シナリオ分析の改善および2026年度考査方針への統合が進む；依然として主にガイダンスベースであり、実効性は限定的	段階的措置を伴う監督上の期待事項への移行（ピラー2型アプローチ）、BCBS原則との整合、自然リスク対応度モジュールの導入	19-29 / 50
率先垂範	3 / 20	大規模なETF保有と処分方針の発表、正式なスチュワードシップおよびポートフォリオ整合フレームワークは未整備	気候レジリエンスを踏まえたスチュワードシップ方針の策定、ETF処分へのリスク考慮の統合、ガバナンスのための公益目的の受け皿機関の検討	8-16 / 20
調査・政策提言活動	6 / 10	NGFSへの参加と国内市場育成を継続、自然リスク認識への段階的拡大	気候・自然リスクの波及に関する分析の深化、オペレーション政策への統合を通じたシグナリング機能の強化	7-10 / 10

詳細については、Joe Herbert（joe.herbert@positivemoney.org.uk）までお問い合わせください。

Positive Moneyは、社会正義と持続可能な地球のために経済システムの再設計に取り組む国際的な調査・キャンペーン組織です。詳細はこちら：positivemoney.org