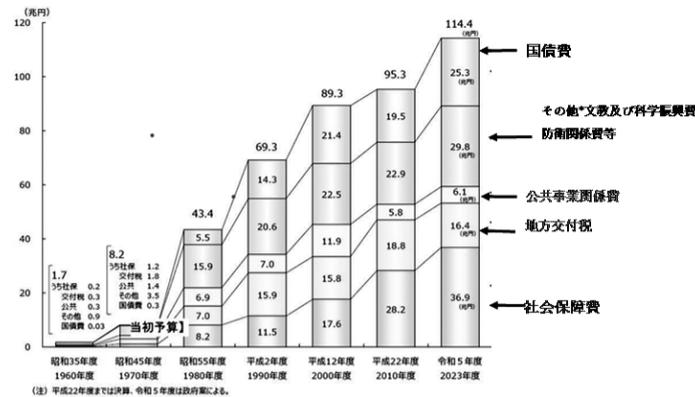


論壇

財政赤字／インパクト投資と税の重要性



財政赤字の拡大に対して、日本の国債は大丈夫か、また、ESG投資やインパクト投資の推進で、各企業は、どのような対応を講じて行ったらよいか、という課題に直面している。いずれも、理論的には、税が重要であることを本稿では述べたい。

(1)平均寿命の変化と定年年齢
図1は、日本の歳出の推移を示したものである。社会保障費が、他の支出と比べると、高齢化により、大きく増加していることが分かる。他の歳出は、大きな変化は見られないが、高齢化の影響は大きい。第二次世界大戦の直後は、栄養も悪かったため、平均寿命は54歳程度であり、定年は50歳であった。しかし、現在

は、人生100年とも言われるほど、平均寿命は延びているが、定年の年齢は、60歳、65歳となっている職場が多い。アメリカでは、大学の教授の定年はなく、80歳を過ぎても大学で教鞭を取り、研究をしている学者もいる。ただし、給与は年功序列制ではなく、それぞれの教授の研究成果や教育の質から判断され給与は変化する。

(2)国債市場は大丈夫か？
「国債」は、政府の借金であり、税収以上に歳出を増やす場合には、国債発行をせざるを得ない。歳入/歳出を管理する財務省には「打ちでの小づち」がある訳ではなく、税収等の歳入以上には、収入を増やすことは出来ない。「国債」が溜まり続ければ、将来の世代(子供、孫、ひ孫の世代)が負担しなければならぬ借金である。言い換えると、「国債」は、現在世代が歳入以上の歳出を享受し、負担は将来世代に付け回していることである。これだけの国の借金に破綻しなかった理由は、国債の需要が日本国内に十分にあったからである。2012年の国債需要をみると、92%が国内からの需要であり、8%程度しか、海外の投資家の需要はなかった。片や財政破綻したギリシャの場合には、3分の2の国債需要が海外からの購入であったため、海外投資家は逃げ足も速く、ギリシ

ヤ国債の信頼性が失われるとすぐにギリシャ国債を売却して、他国のより安全な国債などの投資に向かった。日本ではこれまで、国債市場の安定性が保たれていた理由は、国内の安定的な購入者が存在したからである。その背景には、過去から蓄えられてきた国内貯蓄が十分にあり、銀行預金、保険、投資信託などで運用され、それらの一部が、国債購入に向けられていたからである。

しかし、直近では、物価の2%目標がなかなか日本では達成されず、マイナス金利が継続され、日銀の債権量(量的緩和)の増加を国債購入で実施していたため、国債需要に占める日本銀行の比率が46%にも上ってしまった。

(3)大量の日銀マネーの供給とインフレ率
物価の安定目標の達成のために、日銀のお金(Monetary Base)は大量に供給されたが、10年以下

ギリシャと日本の国債保有内訳 (2012年12月)

ギリシャの国債保有内訳 (2012年11月)		日本国債の保有内訳 (2012年12月)	
保有者	%	保有者	%
EPSF (欧州金融安定ファシリティ)	25%	日本銀行	9
ユーロ圏バイラル・ローン	18%	銀行等	41.4
Foreign MFIs	10%	生保関係等	22.4
Greek MFIs	10%	公的年金	9.2
Other Loans & Bonds	30%	年金基金	3.8
IMF	7%	海外	6.7
T-bills	6%	家計	3.8
NCBs	3%	その他	3.4
ギリシャ中央銀行	2%	一般保険	0.2
		財政融資資金	0.1

出所: Bloombergほか
出所: 日本銀行

の国債の金利がマイナスであったため、金融機関は運用先に困り、日銀預け金として再び日銀に還流していた。また、ウクライナ戦争の前までは、石油価格の下落があり、海外からのインフレ圧力に、日本は見舞われていなかった。さらに、高齢化社会では、若い世代の多い国々とは異なり、消費が少なく、総需要が高まらなかったため、インフレ率は低位に推移していた。

(4)高齢化社会では、金融/財政政策の効果は低下
高齢化社会で、欧米の多くの学者には見逃されている点で、金融政策や財政政策の効果は低下することである。Yoshino and Miyamoto (2016)、Miyamoto and Yoshino (2020)では、実証分析を用いて、勤労世帯が多ければ、金融緩和による企業の生産活動の活性化は、働いている年代層には、所得の増加をもたらす。彼らの消費増加へと結びつく。しかし、退職した高齢者が多い場合には、金融緩和によってプラスの影響を受ける勤労者世代が少なくなっているため、金融政策の有効性は低下してしまう。同様に、財政政策は、雇用を増やし、働き場所の新たな提供をもたらすが、退職者は新たな職を探しておらず、高齢者が増えれば増えるほど、総需要の拡大による雇用創出によって恩恵を受ける若者層が少なくなると、効果は低下することになる。

(5)消費税ではなく準備金や国有財産の売却による財源の確保
「日本の財政は大丈夫か？」という質問がよく聞かれるようになってきている。しかし、財政の安定化を回復させるためには、現在の世代が、税収よりも多くなっている歳出を賄うためには、税負担を引き上げる必要がある。プライマリーバランスを均衡させなければ、財政赤字の将来世代への付け回しとなり、将来世代の税負担はますます増加してしまう。国民からの声は、「消費税の増税には反対である」。こうした声を受け、政治家としては、「国民負担を増やすことなく、子育て支援や防衛費の増強を達成させる」と明言せざるを得ない。消費税などの税を引き上げることなく、これまで蓄積された「外国為替特別会計の準備金」を使って歳出の増大に向けて、あるいは、「国有財産の売却によって財源を捻出し、税率の引き上げは行わない」という方針も聞くことがある。しかし、蓄積されてきた準備金や国有財産は、将来の世代の資産であったはずの財産を現代の世代が取り崩し、将来世代が使えなくなる資産を減少させて続けていることになる。

(6)財政の再建のための歳出のカットは可能か？
増税の反対が強い日本では、将来世代への付け回しを減らすためには、歳出のカットを行わなければならない。

ない。歳出の中でも、最も大きなシェアを占めるのが、高齢者のための社会保障費であり、年々、増加している。社会保障費の増加を防ぎ、減少させるためには、高齢者が60歳、65歳を過ぎても、長く働き続けることにより、生産性に応じた給与を受け取りながら、社会に貢献する活動を続けることである。技能を持つ高齢者は、それぞれの経験を生かしながら、ロボットも駆使して、生産性を落とすことなく、社会に貢献できる。また、バブル時代を経験した世代は、そのノウハウを生かして、金融活動/企業活動が続けられるよう、若者への伝授も必要である。このように、退職年齢を迎えている高齢者の適材適所の職場/職種を経営者と共に見つけて行くことが急務となっている。70歳、75歳を超えても社会に貢献できれば、社会保障費の負担を軽減させ、勤労者の税負担も引き下げることも出来るようになる。高齢者が製造現場で働き続けるためには、ロボットの開発も必要となるが、こうしたロボットは、日本に続いて高齢化してくる韓国や中国への一大輸出品目となる可能性を秘めており、経常収支の黒字化に貢献できることになる。

(7)ESG投資/インパクト投資と税による調整
これまで企業は、利潤最大化のもとに行動し、生産量を増やして売上を向上させ、勤労者への賃金支払いと金融機関からの借入への利払いと元本返済を行ってきた。しかし、環境問題にも配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

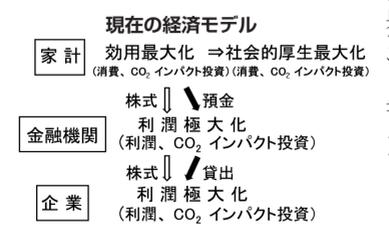
するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼

するかによって、資金配分の方向が異なってくることを意味している。「環境(Environment)改善」社会的にインパクトのある分野での資金運用」とは言っても、さまざまな分野に、どのように具体的に生産配分や資金配分を実施していけばよいかは、明確化されていない。環境もインパクトある投資も、経済学では「外部効果」をもたらす活動と説明される。例えば、CO2の排出はマイナスの外部効果をもたらす。グリーン投資はプラスの外部効果をもたらす。こうした外部効果も配慮した行動を企業や金融機関が取ることが不可欠となっている。従来は、企業の利潤最大化により、勤労者の給与受け取りも最大化し、民間資本の効率的な運用もなされることになっていた。しかし、地球温暖化、台風などの災害の多発化、廃棄物による海や河川の汚染問題など、環境問題に、金融機関も企業も正面から向き合わなければならない時期となっている。従来の利潤最大化行動から、環境分野への投資などを含み、ESG投資、さらには、社会に貢献できるインパクト投資が提唱されるようになり、企業や金融機関は、どのような段階に入っているか模索の段階に入っている。ところがどのような指標や基準に従って、従来の企業活動を変化させ、金融投資の資金配分を変更していけばよいか、具体案は、あまり提唱されていない。右表に示されるように、各格付け機関により、ESGの定義が異なっている。これは、どの格付け機関に資金配分のアドバイスを依頼



この図は、家計、金融機関、企業の三者の相互作用を示している。家計は効用最大化を求め、金融機関は利潤極大化を求め、企業は利潤極大化を求め、それぞれが社会的厚生、環境、インパクト投資に貢献する。

この図は、家計、金融機関、企業の三者の相互作用を示している。家計は効用最大化を求め、金融機関は利潤極大化を求め、企業は利潤極大化を求め、それぞれが社会的厚生、環境、インパクト投資に貢献する。



吉野直行
【慶應義塾大学 経済学部名誉教授】

(出所) Yoshino and Yuyama [2021]、湯山 [2020]、各評価機関資料より一部加工した上で筆者作成