

# 経済研究所 年報

第 37 号  
April 2024

---

## 研究報告

サステナブルファイナンスの現状と課題  
—世界および日本の動向を踏まえて—

……………中空 麻奈

ESG / グリーン投資, 最適資産運用と  
ネット炭素税……………吉野 直行

アダム・スミスの言語論:

言語論的モデルの道德……………野原 慎司

アダム・スミスの思想的進化と政府の役割

……………新村 聡

---

成 城 大 学



經 濟 研 究 所  
年 報

第 37 号

成 城 大 学

THE INSTITUTE FOR ECONOMIC STUDIES  
OF  
SEIJO UNIVERSITY  
2024

## 巻 頭 の 辞

「巻頭の辞」の原稿執筆依頼のメールを受信したのは寒さが和らいだ2月下旬のことだった。前回の依頼からもう一年近くが経過したことに気づき、時間の流れがはやいことに溜息をつきつつ、令和5年度の経済研究所の事業活動をあれこれ振り返ってみた。新米所長と言うこともあって、本当に多くの方々に支えて頂けなければ今日まで辿り着くことができなかつた、というのが最初に感じたことである。感謝の気持ちで胸がいっぱいである。

同時に、教わること、そして学ぶことを通じて充実した日々を過ごせたことを実感できた一年でもあった。勿論、他の人と同じように、これまでもいろいろな刺激を受けて成長の糧にしてきたはずである、と思いたい。ただ、意図して自身の無能さや無知を素直に認め、新しい知識や情報をその都度受け入れ認識の修正をおこなっている自己を自覚するよう努めた一年であったことはこれまでとは少し異なる点ではないかと勝手に思っている。

その理由は追々丁寧に考えると、自らの価値基準を固定してしまうセルフ・コミットメントを行うことは、柔軟性の欠如につながることもあると、脳科学者や社会心理学者が昔から消極的な面を指摘しているけれども、一旦自らの無知や無能を素直に受け入れる、逆手にとったコミットメントを形成し、学ぶ態度や行動をとり続けていると、それまでとは違った世界が見えていることに気づく。これはこれまで蓄積された記憶情報が単純に更新されているだけでなく、脳内に張り巡らされている知識や情報のネットワークが再構成されていることに起因するらしい。思春期前・反抗期前に日常的だった驚きや感動などから生じる、教わることの楽しさや学ぶことの楽しさみたいなものであって、知らないうちに内発的なものになっている。中には、無知や無能を必要以上に咎めたり嫌悪する人が一定数いることはよく知られているけれども、知らないことを知っているふりをしてやり過ごすよりも、また知っていることを頑なに善として疑わないことよりも、それなりに楽しく有意義な時間を過ごすことができるのではと考える。

経済研究所は、こういった教わる場・学びの場を、講演会やミニ・シンポジウムなどを通じてこれまで提供し続けてきたし、今後も提供し続ける所存である。また、歴史、金融、税制、企業経営・管理などの識者による玉稿からなる研究報告その他の刊行物や、プロジェクト研究を通じて、社会の持続的発展を念頭に置いた成果を発信し続けていく所存である。

令和5年度の講演会では、6月10日に中空麻奈氏（BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長）と吉野直行氏（慶應義塾大学経済学部名誉教授・金融庁金融研究センター長）をお迎えし、それぞれ「サステナブルファイナンスの現状と課題－世界及び日本の動向を踏まえて－」、「ESG/グリーン投資と最適資産運用」についてご講演頂いた。また、10月21日に野原慎司氏（東京大学大学院経済学研究科准教授）と新村聡氏（岡山大学特命教授・名誉教授）をお迎えし、それぞれ「アダム・スミスの言語論：言語論的モデルの道德」、「アダム・スミスの自由主義と政府の役割」についてアダムスミス生誕300年を記念してご講演頂いた。春の講演会でも秋の講演会でも講演者の方々にご参加頂いた皆様とのあいだで活発な質疑応答があったことを思い出す。これら講演会の内容については、本号に掲載されている講演者各氏の玉稿を是非参照して頂きたい。さらに、令和5年度は、計5回のミニ・シンポジウムを開催することができた。ミニ・シンポジウムにおいてもフロアーからの質疑が例年に比べて多かったことをはっきりと思い出すことができる。

最後に、今年度も昨年度に引き続き経済研究所は拙が所長を務めさせて頂くことになった。微力ではあるが、主事の上田晋一経済学部教授をはじめ、所員の先生方、これまで経済研究所の舵取りを担ってきた諸先輩方、さらにお二人の研究所スタッフのお力を得て、また講演会やミニ・シンポジウムにご参加下さる皆様にご後援を頂きながら、経済研究所の発展に努めていきたい。一層のご支援とご協力をお願いする次第である。

2024年4月

成城大学経済研究所長

相 原 章

# 目 次

巻頭の辞 .....	相原章	1
<b>研究報告</b>		
サステナブルファイナンスの現状と課題 .....	中空麻奈	5
—世界および日本の動向を踏まえて—		
ESG / グリーン投資、最適資産運用と ネット炭素税 .....	吉野直行	55
アダム・スミスの言語論： 言語論的モデルの道德 .....	野原慎司	103
アダム・スミスの思想的進化と政府の役割 .....	新村聡	125
研究所だより .....		147
前号目次・編集後記 .....		151
経済研究所刊行物一覧 .....		152





# サステナブルファイナンスの現状と課題

— 世界および日本の動向を踏まえて —

中 空 麻 奈

皆さん、こんにちは。本日は、このような機会をいただき、本当にありがとうございます。

1時間、お時間をいただいています。私の話にはアカデミックなところが欠けておりまして、どうしようかと思っているのですが、今日は私の後に吉野先生がアカデミックな話をしてくださるので、前哨戦として、サステナブルファイナンスとは何か、現状の市場はどうなっているか、あるいはサステナブルファイナンスはどういうお金の動きがあるのか、そのリアルな世界のご紹介に努めて、というか、それしかできないのですが、その話をさせていただきたいと思っています。そういうことで1時間お付き合いいただければと思います。

時間が余りましたら、私はクレジットアナリシスというのをやってきたのですが、例えば金融機関が潰れるか潰れないかとか、他の国の、アメリカで色々なことがありますけれども、それはどういうことなのかと。今、日本というのは株価が異様に高いよねという話にももしご興味があったら、そんな話もできるので、必要があれば聞いて下さい。その前に、サステナブルファイナンスのお話をしていきたいということでございます。

本日のアジェンダということなのですが、こんな感じで行きます（図表1）。まず、サステナブルファイナンスのスナップショット。現状でどんな市場になっているかというご紹介をさせていただいて、その後「脱炭素化社会の道りと障害」ということで、このマーケットというのは本当に進展するのを見ていきます。

皆さんは日頃、気候変動や、ESG 関連の行動について、どうなさっていますか。こういうペットボトルについてはその辺にポンと捨てるということも

図表 1

## アジェンダ

---

1. サステナブルファイナンス スナップショット
2. 脱炭素化社会の道のりと障害
  - ①地域・国別の立ち位置
  - ②現実との均衡が大事？
  - ③気候変動とインフレーション
  - ④中央銀行の後押し
3. 新しい動き
  - ①生物多様性
  - ⑤サーキュラーエコノミー
  - ④さまざまなイニシアチブの進捗

## Appendix

---



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

2

うないと思うのですが、できるだけ買わないようにしよう、マイボトルにしようとか、少し前までマイお箸というのも流行っていたと思うのですが、やはりマイお箸は持ちづらかったですよね。

とはいえそのようにどうやってリアルに皆がこの気候変動について毎日の生活に取り入れていくかということが重要になっていくわけですが、こういう脱炭素化社会というのを求める人と、「いやいや、やりすぎは困るよ。やはり現実問題として利益が上がらないとだめだね」という動きがありまして、この2つが真っ向勝負で今、話が進んでいるわけです。そのどちらの話も、つまり ESG 投資を進めたいという動きも、それからそれを止めたいという動きも、今日ご紹介したいと思います。

地域・国別の立ち位置、現実との均衡が大事であること、気候変動とインフレーション、気候変動対策というのをやらないと、あるいはやると、経済、マーケットや景気、あるいはインフレなどにどんな影響があるのかということをごとお話をさせていただいて、中央銀行の後押しというお話もします。

それから新しい動きとして、これから出てくる話として、生物多様性、サーキュラーエコノミー、様々なイニシアチブの進捗などをご紹介したいと思って

図表 2

## 1.サステナブルファイナンススナップショット

増加はしている……

### ■ 地域別サステナブル投資資産(10億ドル)

	2016	2018	2020	2018	2020
欧州	12040	14075	12017	16.9%	-14.6%
米国	8723	11995	17081	37.5%	42.4%
カナダ	1086	1699	2423	56.4%	42.6%
豪・NZ	516	734	906	42.2%	23.4%
日本	474	2180	2874	359.9%	31.8%
総計	22839	30683	35301	34.3%	15.1%

### ■ 手法別投資額(10億ドル)

	2016	2018	2020	欧州	米国	カナダ	豪・NZ	日本
インパクト投資	248	444	352	30%	60%	4%	5%	0%
ポジティブスクリーニング	818	1842	1384	41%	48%	1%	0%	10%
サステナビリティマ投資	276	1019	1948	7%	86%	2%	0%	4%
国際規範投資	6195	4679	4140	74%	0%	19%	0%	6%
エンゲージメント	8385	9835	10504	45%	19%	19%	0%	17%
ネガティブスクリーニング	15064	19771	15030	61%	23%	7%	1%	8%
ESGインテグレーション	10353	17544	25195	16%	64%	9%	3%	8%
総計	41339	55133	58553					



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: GSIA, BNPパリバ

4

います。

ですから、私のセッションは基礎編、吉野先生の方は応用編と思って聞いていただくと、今日一日が系統だった意味のあるものになると思いますので、そのように聞いていただければと思います。

まずサステナブルファイナンスのスナップショットということで、現実には、今どんな状態か、から見ていきます。

このページは GSIA というところが出している数値です(図表 2)。GSIA の数値は、このサステナブルファイナンスとかの数字を出すのに一番きちんとしていると言っていいと思うのです。ですから使うのですが、でも数字は古いんです。2020 年の数字です。2022 年分がもうじき出るはずなのですが、でもこれは 2 年に一度しか更新されません。あと、この数年間の間というのはコロナの問題もあったので、少し更新が遅れたりもしています。ですからデータベースとしては、多少古い数字であるのは仕方がないわけです。

説明をしていきたいと思います。サステナブルファイナンスというのは、持続的なもの、例えば気候変動対策にお金を使うことです。E というのは Environment (環境), S は Social (社会), G は Governance, この ESG の各観

点にお金を回していくものをサステナブルファイナンスと大枠で言っているのです。これは大枠で言っているだけで、きちんとした定義があるわけではないので、「ああ、そういうものか。サステナブルファイナンスというのは持続可能な社会を作るための、そこにお金を回すためのものなのだな」ということで今日をご理解ください。E, S, G それぞれに関して全部ひっくるめてサステナブルファイナンスと呼びます。

なお、サステナブルファイナンスと呼んで市場規模を見る時は、常に債券での資金調達額を言います。なぜかという、株だと売ったり買ったりできるわけです。どの分を ESG にお金を流したのかわからないので、株の投資の分というのはサステナブルファイナンス市場としてはカウントしません。ですから、市場全体ではそこにお金が向かって投資をされているという時には債券だけではなくて株もカウントしていただかなければいけないのですが、市場規模として測る時は、それは入っていないとして見てください。

図表 2 の上の図は、今申し上げたように、市場規模として見えています。ここには、株投資分は入っていないと言っているわけですが、ただし、株投資にも ESG ファンドが含まれることがあります。ですから、どのページの図表もどの定義に基づいているか、がわりと不明瞭なので、その数字に固執するのではなくて、傾向として増えているな、減っているなというのを注視していただきたいと思っています。

パッと見てわかることは、2020 年、欧州、アメリカ、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、日本というように区切ると、やはりイメージどおり、欧州とアメリカが多いと言うことだと思います。只し、欧州の方で前年比減少となっていますよね。これはおかしいなと思いませんか。イメージとして ESG とか環境問題、サステナブルファイナンスというのは、それこそ最近あまり見かけませんが、グレッタちゃんという「気候変動が大変だ。大人達、何をやっているんだ」と言う女の子がおりますけれども、あの子を思い浮かべるだけでも「この分野は、アメリカの話ではない。欧州の話だ」と言う気がしてきます。しかし、欧州が何か減っているように見えている。実はこれは、減ったのではないのです。定義をしっかりとただけなのです。定義をしっかりと、いい加減なものは全部排除するというをしたので、若干減ったように見えるということ踏まえておいていただきたいと思っています。

イメージとしては、欧州とアメリカは金額が多いのだということ、それから他の国々の投資額も必要性に迫られてきていますので、広がってきている、増えてきている、増え方が激しいというように見ていただければいいと思います。

図表 2 の下の表ですが、投資の額を手法別にブレイクダウンしています。一般には 7 つあると言われていています。インパクト投資、ポジティブスクリーニング、サステナビリティテーマ投資、国際規範投資、エンゲージメント、ネガティブスクリーニング、ESG インテグレーション、これが投資の仕方になります。ですから、例えば銘柄を選ぶ時。「この銘柄は ESG かそうではないか」、あるいは、「自分は ESG に投資をしたい」、「気候変動対策の銘柄に投資をしたい」と皆さんが思ったとして、それをどうやるかという、例えば気候変動対策にお金を使っていますよとか、気候変動が大事だと思っていますよとか、あるいは女性活躍とかに一生懸命な経営者がいる場合には、なでしこ銘柄と言われることが多いですが、そうした女性を活躍させようとしている企業をピックアップして選ぶというように、自分がこの会社は ESG を一生懸命やっているのではないかなと思うようなものを選ぶのは一つですよ。先のポジティブスクリーニングということになります。

ネガティブスクリーニングというのは何かというと、これは嫌だというもの、を抜いていく考え方。例えば、今戦争をしています、武器を作っているなんて嫌だと思ったら、投資可能な全体のポートフォリオの中から、武器を作っている会社は外しましょうと。あるいはたばこは体によくないので、たばこ産業は外しましょうとか、そうやって外していく。ネガティブなものを外していくのがネガティブスクリーニングです。

テーマ投資というのが、今流行りつつあるのですが、先程女性活躍に熱心な会社をなでしこ銘柄と呼ぶと説明しました。そうした例えば女性を活躍させようというテーマを設け、それに関する銘柄を集めるのがテーマ投資になってくるわけです。

次に ESG インテグレーションです。インテグレーションというのは統合するという意味です。財務分析に非財務分析を加えて統合してみる考え方です。気候変動だけを一生懸命やっている会社というのもおかしいし、かといってガバナンスだけをやっていますというのもおかしい。そういうのを全部インテグレート（統合）して見ていこうと。このようにバランスを取って考える考え方

が ESG インテグレーションです。

エンゲージメントというのは何かというと、例えば、人もそうですけれども、企業もそうで、全部 100 点という企業はなかなかないわけです。そういう時に、この企業がやっているこの部分はいいなと思うとすると「あなたの企業に投資したい」のだが「この部分が足りない」と思うとすると、とします。そういう時にエンゲージをして、対話をして、「あなたの会社はこんなことをしてくれたらとてもいい会社だと思うのだけれども」というのを、これは個人の投資家の方の場合、面談は難しいのですが、機関投資家はそういうエンゲージメントをして「こういう部分を変えていってくれることを前提に投資をします」ということをやっているのです。これがエンゲージメントのやり方です。

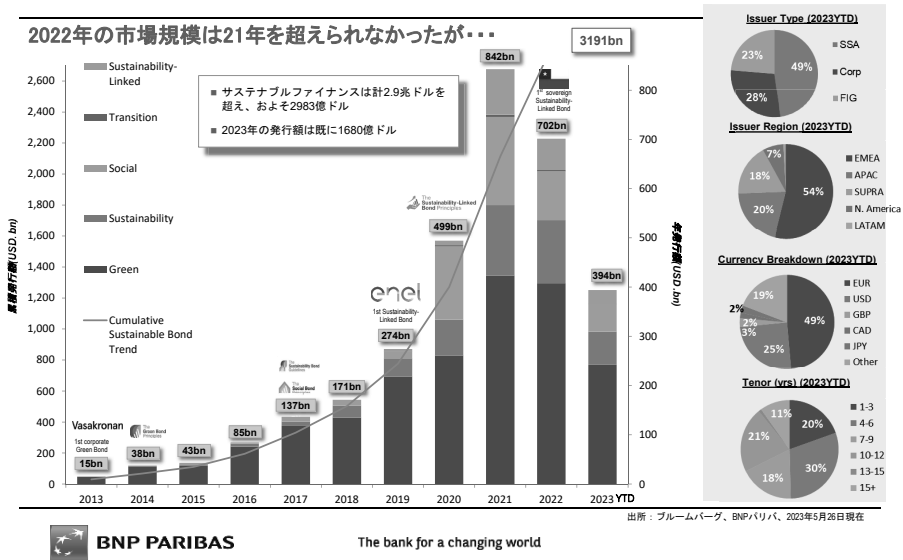
今、ご紹介したやり方で、ESG 投資は進んでいるということです。やり方がいくつかあるんだということを見ておいていただければと思います。

続きまして、これまでお話してきたサステナブルファイナンス市場というのはどのくらいの規模なのかというのがここです (図表 3)。

先程申し上げたように、市場規模を見つけるとときには全体の金額を見たいわけですが、株だと売ったり買ったりしてしまうし、それから株の投資で

図表 3

### 1. サステナブルファイナンススナップショット



この部分は ESG の部分ですなんていうことは言えないので、ですから債券の市場を集めてサステナブルファイナンスの市場というように呼んでいます。

中身を見ると色々なものがあります。グリーンボンドというのは聞いたことがありますか。このサステナブルファイナンス市場において資金を集める時、資金使途が大事です。例えばグリーンファイナンスという時には、グリーンプロジェクトにお金を使います。「100%グリーンにお金を使います、だから資金調達します。」という目的で発行されるのがグリーンボンドなのです。

ひとつ飛ばして、ソーシャルボンドというのがあります。ソーシャルボンドというのは、社会的な問題を解決するために資金を使うので資金調達しますよというものです。

例えばどんなものかという、ソーシャルボンドにコロナ債というのがあります。今はもう収束したと言っていいかどうかわかりませんが、コロナがあるときに、コロナに向けてワクチンの開発をしたいから資金調達をするという場合などがあり、そのために発行されるのがコロナ債です。あるいはコロナで一時帰休を余儀なくされた労働者、雇用者に対してお金を一時的に払うような場合。そのときの資金調達もコロナボンドを発行でき、それはソーシャルボンドに含まれるというわけです。社会的な問題を解決するために 100%お金を使いますよという資金使途になっているものがソーシャルボンドです。

グリーンとソーシャルの間にあるサステナビリティボンドというのは何かというと、グリーンとソーシャルと両方の資金使途を入れていいという話です。例えば「集めた 100 のうち 50 はグリーンに使います。残り 50 はソーシャルに使います」ということが可能なもの、臨機応変な感じですね。資金使途はしっかりと ESG の目的を叶えるものでなければいけないのですが、そういうサステナビリティボンドというのがあります。

あと 2 つについても説明させていただくのですが、まずトランジションボンド。これはこれから話題になっていくと思われれます。聞いたことがある方がいらっしゃるのではないかと思うのですが、トランジションというのは日本語にすると「移行」ということです。今からそちらに移っていきますよということを示します。

ですから、例えば今だと鉄鋼セクター。鉄鋼セクターというのはかつての日本に極めて大事だったし、日本の高度成長期を支えてくれたと言っても過言で

はないわけですが、この鉄鋼、鉄を作る時に CO2 がどうしても出てしまうわけです。CO2 が出てしまうというのは、今からのこの気候変動問題が大きくなる中では鉄鋼セクターは残念な結果になってしまうのです。でも、では鉄はいらないのかと言ったら、いりますよね。ですから、鉄を作る時にできるだけ CO2 を出さないような技術開発が必要になってくるわけです。ですから、今までと同じことをしてはだめなわけです。

そういう鉄を作ったり、あと自動車もそうですね。自動車だって、ガソリン車をこれから先に作りませんと言っているわけです。2035 年になったらガソリン車は新車販売しません、ということを国が決めたわけです。今は 2023 年ですから、あと 12 年経つと、もう一切新車としてはガソリン車は買えなくなるわけです。そうすると、それまでの間にどんどん電気自動車が世の中に流通するように国はその仕組みを変えないといけないわけですよ。今だとガソリンスタンドはあるけれども、どこで電気を充電できるのか。それから水素自動車だって、水素ステーションというのがたまにありますけれども、あんなたまにあるぐらいではとてもじゃないけれども水素自動車を使ってられないわけです。

ですから、これから 12 年位の間に世の中は大きく様変わりしなくてはいけなくなってしまうということです。でも様変わりしなければいけないのです。それは CO2 を減らして地球の問題を解決しなければいけないからです。

ではそうするためにはどうしたらいいかという、どんどん移行しなければいけないわけです。トランジションしなければいけないわけです。トランジションしようと思ったらお金が必要ですよ。このためにお金を出しますよというのがトランジションボンドになっていくわけです。

移行した“理想の社会”にむけて、CO2 を全く出さない世界を望んでいくわけなのですが、CO2 を全く出さないというのは、いきなりは無理ですから、少しずつ変わることをよしとするという柔軟な考え方で資金を集める方法がトランジションボンドということになるわけです。

もう 1 つあるのがサステナビリティリンクドボンドというものです。これは何かというと、何か目標を持ってやってくださいという話です。誰でもそうですけれども、目標があると頑張れますよね。ということで、企業も目標を設定してもらいます。今 CO2 を例えば 1,000 出しているとする、ゼロにして



もらわなければいけないのならば、1,000 からゼロにしようと思ったら途方もなさすぎて難しいわけです。けれども 100 減らして 900 にできませんか、800 にできませんかということであれば、少しずつだったら可能な気がするではないですか。それをトランジションのやり方でやってもいいのだけれども、目標を設定して、目標に向けて頑張ってくれた場合に、例えば銀行からお金を借りている時にその目標に到達できた、達成できたら、そのあとの金利を割引いてあげますよと。それから、債券にはクーポンというものをつけて、債券発行というのはお金を借りるようなものですので、クーポンが金利みたいな役割になります。その金利が、例えば今まで 1 だったのに、目標を達成したら 0.5 でいいよとなってくるわけです。そういう人参をぶら下げて走るようなやり方がサステナビリティリンクドボンドです。

このような様々な商品開発、設計をしながら、サステナブルファイナンス市場はここまで拡大したわけです。図表 3 をみると、2021 年まですごい勢いで上がっていることが見てとれます。ちょっと振り返ると、2015 年のパリ協定がこのマーケットのはじまり、きっかけだったと言っても過言ではありません。国連のアナン総長が「これから先は、地球は大事にしなければいけません、気候変動対策がとても大事ですよ。」と言い始めてからは、時間がかかりましたが、2015 年にパリ協定がありました。産業革命以降の地球全体での気候の上がり方を最低でも 2℃以内に抑えようと。できれば 1.5℃以下にしようというように決めたのがパリ協定です。このパリ協定を起点に、世界中がそれに呼応する形となり、資金も集まり始めたということになります。

ですから、起点としての 2015 年を覚えておいていただいて、このあとどんどん広がってきたのだなというイメージを記憶していただけるとありがたいです。

2021 年まで順調に伸びたわけです。ところが 2022 年に少し伸びが落ちました。2022 年になぜ拡大しなくなったのでしょうか。理由は 3 つあります。

ちょっと考えていただきたいのですが、一つ目は何だったかということ、金利が上がり始めました。去年 2022 年というのは金利が急上昇したのです。金利が上がってくると債券というのは投資として面白くなるわけではなく、それは当たり前ですよ。これからもっと上がるのであれば後から投資したほうが投資としては妙味があるからです。

二つ目の理由は、すでにお話したのですが、コロナ債が発行されなくなったからです。欧米ではコロナは終わったと捉えられたので、ソーシャルボンドの発行が減ったのです。これが二つ目の理由です。

最大のものが三つ目で、多分皆さんももうわかっていらっしゃると思うのですけれども、去年はロシアによるウクライナ侵攻があったということです。これがあつたので、エネルギーが必要でしょうと。ですからきれいごとを言っている場合じゃないのではないかと、きれいごとを言っているよりもエネルギーを確保したほうがいいのではないかと、サステナブルファイナンスと言っている場合ではなくて、リアルにエネルギーを確保したほうが正しいのではないかと。そのため、急速に後戻りしてしまった面がありました。これらが 2022 年、市場規模を大きくさせなかった理由です。

2023 年はどうかという、これは 5 月 26 日現在でもう少して半年ということなのですが、発行残高としては去年の半分以上までできています。2023 年というのは、2022 年を十分凌駕し、2021 年を超えるのではないかと考えられます。

それから図表 3 の右のほうに属性が書いてあって、これも何となくイメージどおりかと思うのですけれども、誰が債券の発行者かという、主な発行体は SSA です。SSA というのはわかりますか。国際機関です。例えば IMF とか OECD、ユニセフというものです。その国際機関、あと Corp というのは事業会社になりまして、FIG というのは金融機関です。ですから発行体としては国際機関が一番多く、事業会社や金融機関が拮抗している。大体そんなイメージどおりかなという気もします。

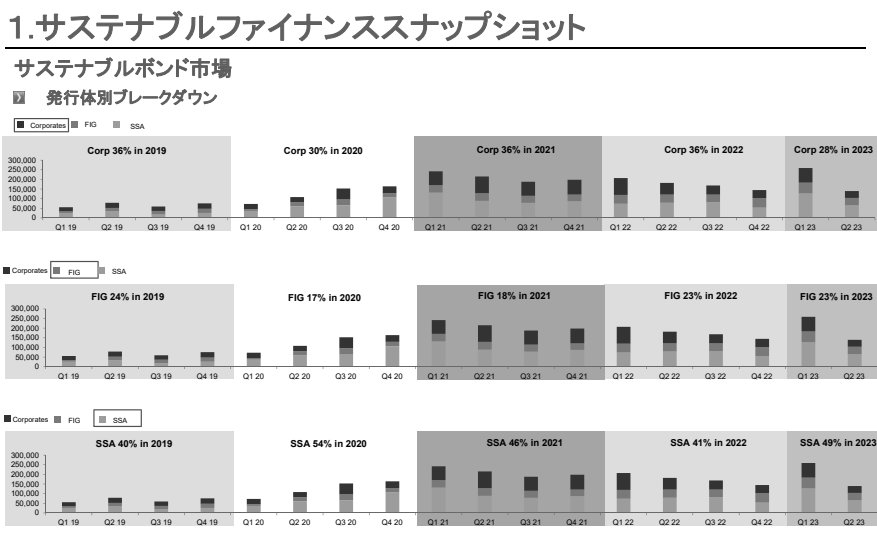
あとはどこの地域で発行されているかという、欧州。欧州が多いですね。気候変動というのはやはり欧州のイメージであると思うのです。欧州はいつも「気候変動をやる」と言っているからです。たしかにルール作りがとても欧州はうまいです。ちょっと余談になりますが、欧州というのは国が地域として集まっています。国が集まっていると、やはり法律を作ったりルールを決めないとやっていけません。ですから欧州は自然とルール作りが上手なんだと思います。2015 年のパリ協定はフランスでの出来事ですし、その後から気候変動に真剣に取り組んでルールを沢山作っている、欧州というのは一番先頭を切っている感じがするということになるわけです。欧州が何故 ESG 投資の先頭

にいるかについては、もっと色々な理由があるのですけれども、今日はこのぐらいにしたいと思います。欧州が発行体として多く、それが中々ユーロ建ての債券が多くなっていることも確認できます。

それから最後、Tenor というのは償還年限のことです。何年債が多いのかということなのですけれども、ESG とか環境というのは長期で投資をすると聞かれたことがあるのではないのでしょうか。短期的にやったってしょうがないということではあると思っていますのですが、では長期というのはどのくらいかを見ると、1~3年とか4~6年とか意外と短いものもあつたりします。ですから償還年限を見れば ESG 投資イコール長期投資というのは必ずしも当たっていないということになります。図表 4 は発行体別に発行推移を見たものです。

また、図表 5 で見ていただきたいのはハイイールド市場のことです。ハイイールドというのは何かというと、格付けというのはわかりますか。一番上に AAA があって、それから AA, A, BBB, BB と上から格付けをつけていくという考え方がありますが、この格付けというのは信用力を示しています。AAA など信用のおける企業、あるいは信用のおける国であれば、利回りが低いわけです。

図表 4

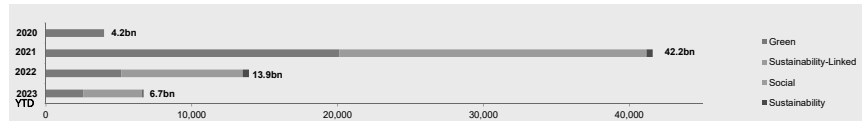


図表 5

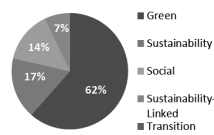
## 1. サステナブルファイナンススナップショット

### ハイイールド市場のサステナブルファイナンスとSLBの内訳

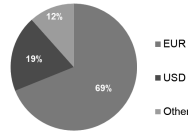
#### ■ ハイイールド市場における発行形態別内訳



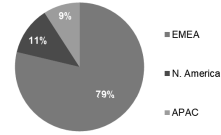
#### ■ 発行体別ブレイクダウン



#### ■ 通貨別ブレイクダウン



#### ■ 地域別ブレイクダウン



- ▶ SLB市場はESG発行体にとっての選択肢となったことで拡大に拍車がかかり出した
- ▶ 既にグローバルで1950億€以上の市場となっているが、欧州の事業会社に偏りが残っている



The bank for a changing world

出所:ブルームバーグ、BNPパリバ、2023年5月26日現在

7

これは当たり前で、皆さんがお金を貸すことをイメージしていただくとよいと思います。お金を貸す時に、信用のおける友人だったら金利がなくても、まあ、いいですね。でも「この人は絶対に返さないな」と思ったらやはり金利を高く取りますよね。ですから、金利を高く取るというのは信用がないということなのです。

そういう意味で行くと、ハイイールドというのは格付けの低い企業向けの債券ですから、この格付けの低い企業群もグリーンマーケットに入ってきたのだということを見ていただければと思います。しかもサステナビリティリンクドボンドとか、商品設計も色々あるなどということですね。

図表 6 は、ソーシャルボンド市場の推移です。先程も申しあげましたけれども、この数年はコロナ債が沢山発行されたのでボンド自体は多かった。でも、コロナ収束に伴い、半分程度になってきた。ですから今年もあまり発行金額は増えていない感じがします。

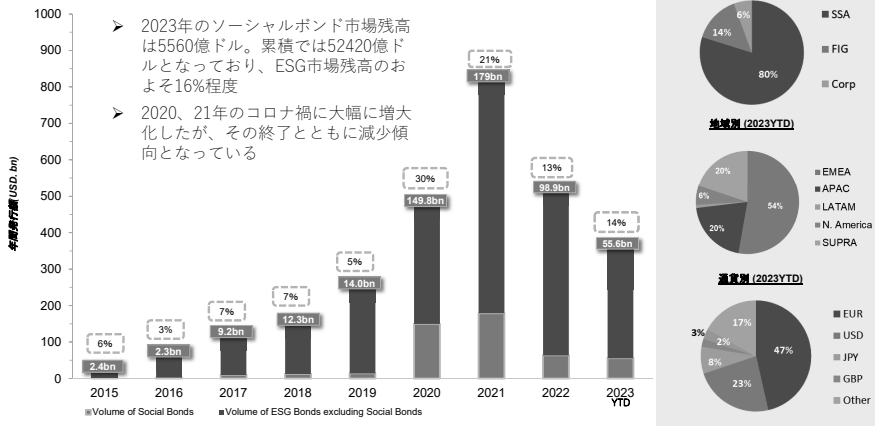
それからサステナブルローンと言って、債券というのは資金を調達するときに発行するものですが、そうではなくて、銀行からお金を借りる、そのローンのところだってグリーン性とか、ソーシャルの問題解決のためとか、そ

図表 6

## 1.サステナブルファイナンススナップショット

### 急減したソーシャルボンド市場とその内訳

#### ■ ソーシャルボンド市場の内訳



The bank for a changing world

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ、2023年5月26日現在  
8

ういうことを考えて資金を調達していますよという市場です（図表7）。この手の資金がどんどん増えてきているのだなということをイメージしていただければと思います。

今まではグローバルな話をしてきました。日本はどうかという話があると思いますが、日本も増えていきます（図表8）。ずっと増えてきてまして、2022年はロシアによるウクライナ侵攻があったにもかかわらず増えていきます。けれども金額を見ていただくと、まだ5兆円ちょっとと寂しい限り。

図表3を再度確認いただくと、今や3,191ビリオンドル、だから3兆ドルです。1ドル=100円計算としても300兆円とか400兆円とかになってくると思うのですが、これがグローバル全体の債券市場です。ところが日本はまだ5兆円強位。だから全体像としてはまだ大した金額を日本では調達できていないということがわかります。

ただ、日本もグリーン、ソーシャル、サステナビリティボンド、リンクボンド、トランジションと色々な種類が発行されていますし、発行体も企業やセクターのバリエーションが増えていきます。

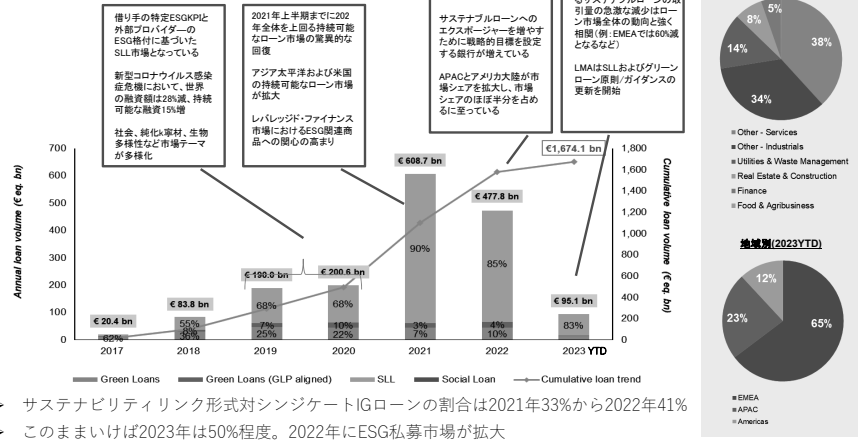
まだ個人向けのESG債というのは出ていないと思うので、そういう意味で

図表7

# 1.サステナブルファイナンススナップショット

## サステナブルローン市場

### サステナブルローン市場の推移



出所: Dealogic, BNPパリバ, 2023年5月23日現在



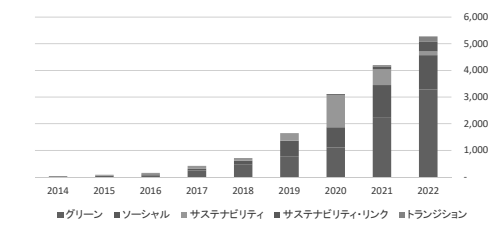
The bank for a changing world

図表8

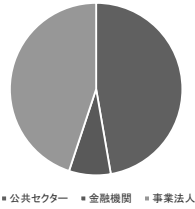
# 1.サステナブルファイナンススナップショット

## 日本のESG投資

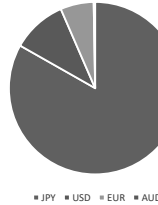
### 日本の発行体によるサステナブルファイナンス市場(10億円)



### 発行体別内訳



### 通貨別内訳



- 日本の発行体によるサステナブルファイナンス市場は2021年も増加傾向を維持した
- 2023年1月以降発行されたサステナブルファイナンス市場の発行体の内訳を見ると、事業法人(日産、JR東日本、日本製鉄、住友不動産、アサヒグループ、東洋紡など)、金融機関(農林中央金庫、三井住友信託銀行、あおぞら銀行など)、公共セクター(地方公共団体金融機構、日本高速道路保有・債務返済機構、住宅金融支援機構など)多様
- GX経済移行債(日本国債)が今夏(9月?)発行されると更に活気づく可能性もある



The bank for a changing world

出所: ブルームバーグ, BNPパリバ

は個人の方々が投資できるエリアではないのかもしれませんが、もし個人の方が投資するのであれば、この企業は気候変動対策に一生懸命で、気に入ったところを選んで株式投資をするのが一つ。あるいは ESG ファンドというのがアセットマネジメント会社から大量に出ていますから、こういうものを買っていただくということになります。しかし、ここを見ていただくと、日産、JR 東日本、日本製鉄、住友不動産、アサヒグループ、東洋紡などの事業法人は ESG のグリーンボンドを発行し始めていますし、GX 経済移行債（日本国債）がこれから出るようになります。

GX 経済移行債というのは日本国債の枠組みで出てきます。日本国がグリーンボンドを出すということですね。この GX 経済移行債とわざわざ言っているところが一つのみそでして、なぜグリーンボンドではないのか。GX、グリーントランスフォーメーション、経済移行債、となると、先程申し上げましたが、トランジションボンドになります。ですから日本がこれから少しでもよくなるためにお金を使いますよという資金使途に調達資金を充てるということですね。ですからトランジションボンドについてこれから大きく日本でも増える可能性があります。「日本政府がトランジションを出した、ではうちも出そう。」と事業会社が出してくる可能性があるので、トランジションボンドというのは広がりやすいマーケットになってくると思っています。

ただし、トランジションというのは、先程言ったようにいい方向に行くというだけの話で、CO<sub>2</sub> を全く出さないことを目指している人達から見ると中途半端だとも言えます。ですからこの中途半端感で考えていくと反対意見が出てくるのが予想されます。私共の知っている海外投資家のうち、ざっくり 2 割ぐらいはトランジションは絶対に買わないと言っています。「トランジションはグリーンではない」と言う主張があるからです。ですから、私はトランジションボンドは十分グリーンだと思っているし、そのように言っている人も多いのですが、中には「トランジションはグリーンではない」と言っている人もおり、論点となっていることを承知しておいてください。しかし日本政府は、そのトランジションをメインとして、GX 経済移行債を発行していくのです。だから私は、日本政府にどれだけ誠実にトランジションを遂行する気持ちがあるか、そういうレポートを書くことができるか、ということに注目すべきと思っています。

日本の ESG 投資について、実際に個人の投資家の方々が投資するのはまだ難しいというお話をしました。ただ ESG のファンドは投資できますと言いました。ところがこれを見ていただくと(図表 9)、2022 年はバツと ESG ファンドの資金が減っていることがわかります。

なぜ減ったのかというと、これは簡単で、金融庁が「資産運用業高度化プログレスレポート」というレポートを出したためです。このレポートでは、本当にこのファンドは ESG のファンドなのかということ調べてしまったのです。そうしたら、名前は掲げているけれども、実際には全部の企業が ESG の観点で選んだわけではなかったというようなことがばれてしまい、ではそれは ESG ファンドではないじゃないかとなり、募集を止めたり停止したりしたわけです。そうしたらどんどんファンドが減ってしまったというのが現状です。

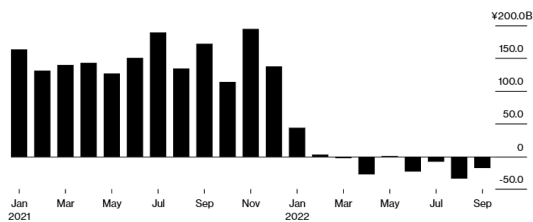
けれども、そうやってたまにテコ入れされるのは良いことです。金融庁がそう言ったから、これからできる ESG ファンドというのはしっかりとしたものが入ってくることになるからです。ですからファンドの中身は大丈夫かと疑わなくてもいいものが入ってくることになるので、投資家の方にとって良いことだと思います。

図表 9

## 1.サステナブルファイナンススナップショット

### 日本のESG投資

#### ■ ESG関連ファンド(除くETF)の資金動向



- ESGの名前がついたファンドが組成され難くなった。原因のひとつと考えられるのが、2022年5月に金融庁が公表した「資産運用業高度化プログレスレポート」。企業価値に影響を与えるESG要素をどう評価しているのかなどについて明確に説明できるよう取り組むことが重要とされた。「ESGウォッシュ」の未然防止は金融庁が問題意識を持つ分野の一つ
- しかも、2022年は金融市場の環境も悪く、ハイテク銘柄が多いため、パフォーマンスに打撃を受けたものが多かった

- 2021年10月末時点で運用会社37社が扱っていた225本の投信を調査した金融庁によると、「ESGの専門部署を設けていない」との回答が30%、「専門人材がない」と答えたのは38%。さらに「運用の全部もしくは一部が外部へ委託されている」ことが判明したのが70%
- 金融庁が進めるサステナブルファイナンスについては「2022年度末を目標に監督指針について所要の措置を講ずる」ことになっている
- 開示の重要性がより一層増すことになる



さて、ここまでが全体像の御紹介でした。今のサステナブルファイナンス市場というのは、増加傾向にあるということ、このマーケットにお金が集まってきているんだということを見ていただきました。

さて、図表 10 に行きたいと思います。まずは地域・国別の立ち位置というところからです。

皆さんはニュースで見ているらっしゃると思うのですが、COP27 などという言葉聞いたことがありますか。

COP27 で何をしているかという、地球温暖化対策について世界規模での取り組みを話し合うものですが、それぞれの国が自分たちはどれ位の気候変動対策を取ろうとしていると言った発表会みたいなもの、という面もあります。自分の国としては気候変動対策をやっているのですよ、こういうのを標榜していますよ、このように今取り組んでいるんですよということを言うわけです。でも相手もいて、自分も発表するものですから、相手から見たら「いや、あなたは足りない」ということがわかってしまうという会になっているわけです。それを明らかにして、では日本はまだ取り組みが足りないと思ったら、もっと一生懸命やろうということになるわけです。

図表 10

## 2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ①地域・国別の立ち位置

### 国別気候変動対策と現在地

#### ■ 主要排出国が掲げる目標と現在の進捗状況

	2030 GHG emissions reduction target	Climate Action Tracker rating	Current reduction*	Percent of target achieved	Net zero pledge
UK	68% reduction (vs 1990 levels)	Almost sufficient	43%	63%	2050
EU27	55% reduction (vs 1990 levels)	Insufficient	27%	49%	2050
US	50%-52% reduction (vs 2005 levels)	Insufficient	20%	39%	2050
Japan	46% reduction (vs 2013 levels)	Insufficient	18%	39%	2050
Canada	40%-45% reduction (vs 2005 levels)	Highly insufficient	3%	7%	2050
China	Reduce emissions intensity of its GDP +55% below 2005 levels	Highly insufficient	45%	69%	2060
India	Reduce emissions intensity of its GDP to 45% below 2005 levels	Highly insufficient	13%	29%	2070

- ▶ カナダやインドなど目標達成に向けた取組が相当に遅れている国が見られる
- ▶ 中国は野心的な目標を急速に立てているものの、パリ協定の目標を達成するには不十分だと見られている
- ▶ 中国とインドは、排出量が増加する以上にGDPを成長させれば、目標を達成することが可能になってしまうため、排出量削減の意図とあわないものになることも明らか

- ▶ G7が新たに掲げた太陽光発電と風力発電に関する目標は野心的な成長を見込んだものになってはいない。しかし既存の温室効果ガス排出量削減の取り組みを実現させる助けにはなる、と見られる
- ▶ グテーレス国連事務総長は先進各国の首脳に対し、2040年までのネットゼロ達成の取り組みを進め、悪影響を抑えこむよう呼び掛けを開始
- ▶ 実際には2022年再生可能エネルギー発電量が大幅に増加したにもかかわらず、世界全体でエネルギー関連CO2排出量は0.9%増加
- ▶ まだまだ行動が足りない！



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：ブルームバーグ、各種報道、BNPパリバ

13

でも、ご存じでしょうか。小泉進次郎さんが環境大臣のときに、化石賞というのを取ってしまいました。そこから三年連続の受賞です。なぜ化石賞を取ってしまったかという、日本は化石燃料からの CO2 排出をやめると言わないからなのです。でもこの点は、他の国より日本は誠実と言えます。他の国は「やるよ」と言ってやらないので、そちらのほうがもっと質が悪いと私は思っています。

とはいえ、それに甘んじることなく、日本だってきちんとやっていかなければいけないのは間違いなくて、どの位ターゲットに対して達成したかということに注目していただくと、イギリスは 63%とそれなりの成果がでています。その次の EU が 49%、まあまあできている。ちょっと飛ばしまして、なんと中国が目標に対しては 69%頑張っているという結果になっていることもわかります。

中国というのは、皆さんは環境対策などだめであろうと思っているのではないですか。私もそう思っていました。けれどもこの数年間はめまぐるしくよくなっています。中国のすごいところは、そう決めたら徹底することです。中央集権国なので、やると決めたら本当にやってしまうのです。CO2 を出している企業は排斥とかドラスティックですね。ですから戦略的にこの気候変動対策に乗り出しているのが中国と言えます。

それから日本が 39%です。まだもうちょっと頑張らないと、ということなのですが、カナダが 7%と非常に低いのもわかります。カナダというのは自然も多く気候対策をとっているイメージがありませんか。いい感じな気もしますけれども、今カナダから山火事が出て、ニューヨークの気候、大気汚染をさせているというの聞いておられると思います。カナダは意外にもこの点では劣等生だとわかります。

山火事というのは、乾燥してしまったり、CO2 が多かたり、気候変動対策ができていなかったりという国に多く出ます。CO2 をたくさん出した結果オゾン層を壊してしまうから燃えやすくなってしまうわけです。2 年位前でしたか。オーストラリアで山火事がずっと続き、コアラが沢山死んでしまったというニュースがあったと思うのですが、あれも気候変動のせいだと言われていきます。

この気候変動のせいの災難が世界規模で増えているわけで、目標に対する達

成度が足りない国は、たとえばカナダなんかはおかれている立場はより苦しいと思います。そうすると「何とかします」と言わなければいけなくなってきて、こういうのを1年間に1回やることでプレッシャーになるわけですね。

もう一つのポイントは新興国の問題です。先進国はこれまで自分たちが発展するためにCO<sub>2</sub>を出してきたわけですから。先に利益を出して成長したわけですから。ところが今から成長しようという新興国にとって「はい、気候変動対策！」と言われてももう大変迷惑な話なわけですね。「私たち、今から成長するのですけれども？」なわけですね。そのようなことを考えた時には、先進国から新興国に向けてお金を融通しないといけなくて。あるいはCO<sub>2</sub>が出ない石炭火力などの技術を開発して持っていかなければいけないというわけですね。

最近では石炭火力でも1回出したCO<sub>2</sub>をキャプチャーして、掴んで地中に埋めるといった技術があって、これはCCSと言うのですけれども、こういうのをアジアなどに輸出していけば、彼らが元々何もしないでバンバンCO<sub>2</sub>を出すところだったのに、CO<sub>2</sub>を出しても随分と減らすことが可能になるわけですね。従って、こういう技術を輸出していくべきだし、新興国に向けてお金をどう融通するかという話も必要ですね。

気候変動の問題には、さらに、経済安全保障の視点もあります。こういったことを新興国と先進国で話し合っていかなければいけないので、このCOP27というのは、先程言ったように、自分の国は頑張っているか頑張っていないかということだけではなくて、他の国の実情を知ったりしてお互いに工夫していくということがもっと重要になります。先ほど申し上げたように、まだまだ行動が足りないと思っている。今年のCOP28はドバイで行われるのですけれども、同じように進行することにはなるのでしょうか。

NDCというのは国がそれぞれ持っている目標値です。2050年に日本はカーボンニュートラルにすると宣言しています。同様に、大抵の国は2050年に向けてカーボンニュートラルの目標を持っています。また中国は2060年、インドは2070年にカーボンニュートラルの目標を持っていますが、それぞれの国が目標を設けてそこに向けて邁進していこうというのが地域・国別の立ち位置になります。

ちょっと面白い話があるのです。先程中国が意外と頑張っていますよという話をしましたけれども、中国の野心性と優位性が次の話です。

中国は、世界中で利益を上げて席卷していこうと思っているわけです。そのためにはこの気候変動というのを前向きにとらまえて戦略的に利益にしていこうと考えている。

中国というのはすごくて、EVの自動車を作ろうと思ったらEVバッテリーのサプライチェーン、中国の圧倒的優位というのが図表11を見ればわかると思うのですが、EVに必要なような様々な部品を中国が8割、9割作ってしまっているのです。そうすると、「世界はEVですよ」と言ってEVを皆が作り始めたら、中国は自然に儲かってしまうスキームを作り上げているわけです。

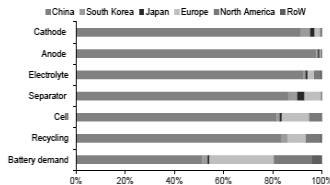
そう考えると、日本はもっとこのパーツを作った方がいいとか、色々考えなければいけないことがあるのではないのでしょうか。戦略として気候変動を取り入れるのであれば、こういったEV市場はいつ頃になるのかという見通しをうかがうという話ではなくて、EVを作るための素地が日本に果たしてあるのだろうかと考える必要があります。こういった部品が確保できなかったら、部品を持ってこられなかったら、中国が「日本には出しませんよ」と言ったら。そのいずれの瞬間にも、日本は製造技術があっても製造できなくなってしまうのですよね。

図表 11

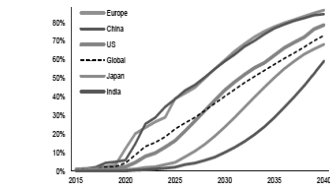
## 2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ①地域・国別の立ち位置

### 中国の野心性と優位性

#### EVバッテリー用サプライチェーン中国の圧倒的優位性



#### 新車販売台数におけるEVシェア(地域別)



- 中国は第14次5か年計画において、再生可能エネルギーを中心に気候変動についての計画と見通しを発表
- 三つの目標：輸出中心の成長から国内市場の発展にシフトする政府の二重循環戦略に沿ったもの
  - ①2060年までに実質的な脱炭素化を実現、
  - ②2030年までに温室効果ガスの排出を頭打ちに
  - ③より質の高い輸出にシフトする
- 再生可能エネルギーで支配的立場狙い？中国は太陽光発電モジュール生産で65-75%程度の世界シェア、高品質パネルのエネルギー変換率は6年前の12-15%⇒20-22%に改善。銅、アルミ、ポリシリコンを直接調達可能
- 陸上風力発電についてもサプライチェーンの統合を進めている。欧州や北米での需要拡大の思惑も想定される
- EVサプライチェーンについては中国の優位性が圧倒的。バッテリー用部材の80%以上が中国で加工されており、今後のEV市場は誰の手に？



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所: BNEF, ブルームバーグ, BNPパリバ

14

そうしたら、どうなりますか。そうすると日本の自動車生産は中国にシフトしてしまうことになるのではないのでしょうか。中国のグループに買われることになるのではないかとということもちらつきます。そうすると、これから出てくる気候変動対策やそれに関わる様々な現状を加味すると、数年後、10年後、20年後の市場のあり方や誰が勝つかということは相当変わることが予想されることになります。

このEVの話を考えるだけでも、はたして日本の自動車会社は10年後、20年後、全部生き残っていますかねとか、この状態を正しいとしてしまうと中国が勝ってしまうのではないかといろいろなシナリオが予想できます。あるいは中国とアメリカが反発していますけれども、アメリカは本当に反発し続けることができるか。合理的なアメリカであれば「いや、これは取り込まないとだめだ」と思っているのではないのでしょうか。そのように考えていくことが肝要になってきます。

図表 11 の左下、新車販売台数のシェアでも、すごく伸びているのはヨーロッパと中国なのです。ですから、中国が勢いよく戦略的にEVに取り組んでいることというのは注目すべきだし、これを見て日本も様々な戦略を考えなければいけなくなっていますよということです。

図表 12 には新興国の話を書いてあります。もしこの分野で研究していращやる学生さんがいらっしゃったら、どういう指標を見て、ESGの準備が出来ていると判断されるのか、ということの例が沢山書いてありますので、参考にさせていただければと思います。

私があるBNPパリバ、フランスの金融機関はこの分野はすごく頑張っているのですが、どのようにESGの評価をしているかという紹介です。EとかSとかGというのは定まった定義が必ずしもなくてそれぞれですけども、ひとつの参考にはなると思います。

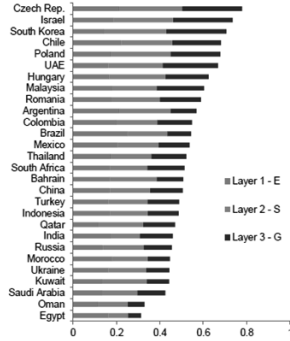
現実との均衡をどう取るかというお話を少しさせていただきます。アメリカで、ついこの間だと思えますけれども、フロリダ州にあるディズニーランドが「事業規模を縮小します」という話をしたのをご存じですか。なぜかと言えば、フロリダ州の州知事が「LGBTQ+は許さない。その教育はさせない」と言ったからです。ディズニー側は、「LGBTQ+の話をさせない州なんてあり得ない」と。テキサス州の結構多くの税金を払っているディズニーがその経営を縮

図表 12

2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ①地域・国別の立ち位置

新興国のESG動向

■ ESG準備度指数



- 2050年カーボンニュートラルのためには新興国の動きが大事
- 新興国市場について、環境、社会、ガバナンスの3層について、指標を構築して見たのが左図
- 環境：NASAの環境パフォーマンスコアEPI、ジャーマンウォッチの気候リスク指数CRI、BPのCO2排出量、世界銀行の燃料輸出（全体に占める割合）、イエール大学環境パフォーマンス指数（EPI）の生物多様性・生息地指数BHIと10年間の変化、エネルギー&クライメート・インテリジェンス・ユニットのネットゼロ（目標年）、WDPAの保護地域（陸地面積に占める割合）、モンガベいの動物多様性（種の数）、Our World in Dataの再生可能エネルギー（全体に占める割合）、世界銀行とOur World in Dataの森林カバレッジの喪失（2010-19年の平均）、ワールドメーターの石炭消費量（2018-21年）、世界銀行の都市化率（%、10年間の変化）、Our World in Dataの一人当たりCO2消費量
- 社会：世界銀行のジニ係数、国連のGII（ジェンダー不平等指数）とHDI（人間開発指数）、ケイトー研究所の人権指数、ウィリアムズ研究所の世界LGBT受容度指数、ピロギンク・パークレーの包括性指数、持続可能な開発ソリューションネットワークSDSNの生活満足度、世界銀行グループの貧困率（対人口比）、フリーダム・ハウスの報道の自由（指数）、国連児童基金Unicefの児童労働率、Unicefの中等学校就学率
- ガバナンス：トランスペアレンシー・インターナショナルの腐敗認識指数CPI、WIPOのグローバル・イノベーション・インデックス、世界正義プロジェクトの法の支配指数ROL、世界銀行の政府の有効性、国民の発言権（スコア）、世界銀行のビジネス環境（スコア）、PRSグループの政治的リスク指数、レガタム研究所の繁栄指数、世界銀行の法的権利の強さ指数、OECDの政府の信頼度



The bank for a changing world

出所：Our World in Data, BNPパリバ 15

小するという事は、フロリダ州にとってはネガティブな話ですよ。けれどもそのLGBTQ+の話をし続ける、教育をし続けると言ったディズニーに対して、テキサス州は「それはだめだ」と言った。そのだめだと言い続けたことに対する反発に、ディズニーはテキサス州からの縮小に入ったということが起きたわけです。

他にも事例は沢山あります。

ケンタッキーもテキサスも皆そうなのですが、例えばケンタッキー州はアメリカでいえばちょうど真ん中に当たるわけです。真ん中というのは鉄鉱石があります。鉄鉱石を掘り出すにも、絶対にCO2が出てしまいますよね。でもアメリカの中心州は鉄鉱石に依存すること大です。ではこの鉄鋼メーカーは税収になるから、その州にとっては重要だと言えます。けれどもサステナブルファイナンスをやっている目線で言えば「いや、鉄鋼メーカーは、これから先はCO2を出すことから撤退してほしいのです」となっているわけです。そうすると「CO2を出し続けるのであればもうお金を貸しませんよ」という極端なことを金融機関は言い始めることになるのです。

そうしたらこのケンタッキー州の人達は何を言うかという、「そのように差別をするような金融機関は年金の運用をさせませんよ」と。今度は金融機関

が矢面に立つようになってきてしまうのです。ですからほぼほぼ喧嘩みたいなものです。ESG を推進するところとそうではないところというのが出てきていると言うことです。

でも、言っていることはわかりますよね。現実を見れば、鉄鉱石を今まで掘ってきた会社、企業にむけていきなり「CO2 を出し続けるなら鉄をもう作らないで」と言い始めた人の方が悪い気がします。けれども金融機関も急にその融資額をゼロにはしないのです。「今までと同じ鉄の作り方をしていたら CO2 が減らないので、CO2 を少しでも減らすような努力をしてくれませんか」ということをお願いするのです。「努力をしてくれたらトランジションの範囲でお金を出せるのですけれども」と、そういうエンゲージをしているのですね。それでも何ら変わらなければ「では、もううちはお金を出せません」となってしまうわけです。それこそが金融機関にとっても生き残り策なのです。地球にとってもそれがいいことです。けれども、鉄鋼セクターから見たら突然振りかかった迷惑な話なわけですね。これを迷惑だというように州にロビイングすれば、州は「そうだな」というようにそちら側につくわけです。なぜなら税収に関わるし、おそらく投票にもかかわるからです。

加えて、共和党と民主党の戦いもあります。トランプは現実でリアル派なせいでしょうか、トランプが属する共和党はほとんどの州が反 ESG です。バイデンは民主党ですが、民主党は ESG 擁護派です。だから国、アメリカが ESG を理由に分断してしまっているということなのです。

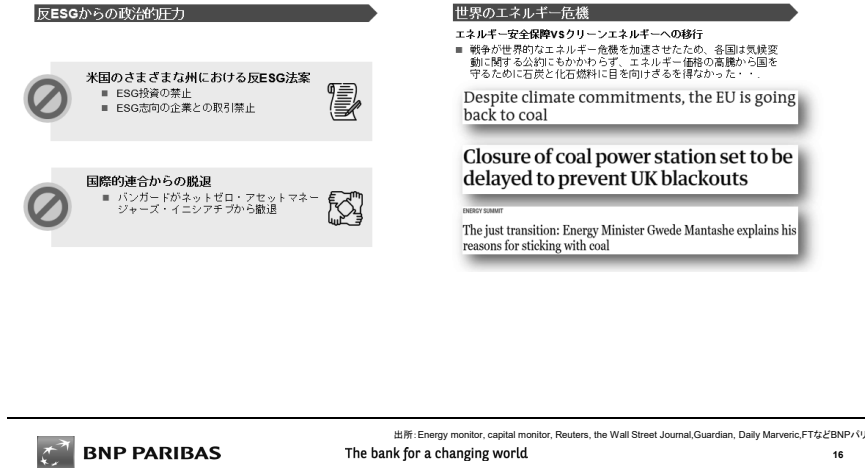
けれどもどちらの方向に行くかといっても、アメリカは欧州よりも金額多くサステナブルファイナンスの市場にお金を出していましたよね。アメリカがすごいのは、国が何と言おうと、州が何と言おうと、自分がそこにお金を出すと決めたら出すことです。アメリカは元々リスクマナーが生じやすく、だからこそ強い国になっていると私は思っています。さはさりながら、アメリカ自体が ESG をやるのかやらないのか、国を分断してしまっている現状についてご紹介しました（図表 13・図表 14）。

実際問題どうなっていくかということについては（図表 15）、アメリカの州の分断の話はしましたが、アメリカはバイデン政権です。バイデンは気候変動を後押ししています。IRA という予算を作って、その予算でお金を出すよと言っているのですけれども、結構な金額です。米国は向こう 10 年

図表 13

2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ②現実との均衡が大事？

混とんとする米国のESG投資の行方



図表 14

2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ②現実との均衡が大事？

米国の動きをどう理解するか

米国内のESGを巡る衝突

テキサス	2021年テキサス政府機関に対して、特定のエネルギー企業をボイコットしている金融企業との取引を禁じる州法がテキサス州議会で成立。2022年8月、テキサス州はブラックロック、クレディスイス、UBSなど合計10社をボイコット企業と特定。一部のテキサス州政府機関との取引から排除される可能性がある
ケンタッキー	2022年ケンタッキー州で独自のフェアアクセス法が成立。2023年1月3日、ケンタッキー州財務官はエネルギー企業のボイコットに関わっていると認定した金融企業11社のリストを公表。ブラックロック、シティ、HSBC、JPモルガンなどを含む。このリストは公表されている企業の方針とコミットメントに関するケンタッキー州財務官事務所による検証をもとに作成されたもの
フロリダ	2023年2月20日、フロリダ州議会商業委員会のポップ・ロメル委員長（共和党、ネーブルズ市選出）はフロリダ州政府に対して、ESG基準を組み込んだ投資判断を下すことと外部企業との取引においてESGに配慮することを禁止する法案HB3を提出。この法案は2023年7月1日の施行を目指している
アメリカ立法交流評議会ALEC	テキサス州の法律を基に、エネルギー企業反ボイコット法案のモデルを作り上げた。いくつかの州でフェアアクセス法案が成立しており、かつ、2023年中に法案成立となる州が増えている
米国G-SIBを対象とするNZBA加盟に関する調査	2022年10月19日、ミズーリ州、アリゾナ州、ケンタッキー州、テキサス州を中心とする米国19州の司法長官がBOA、シティ、JPモルガン、モルガンスタンレー、ゴールドマン、ウェルズファーゴの6行に対し、NZBA加盟に関連する文書の提出を求める民事調査請求CIDを発した。このCIDはNZBA加盟を通じて、消費者保護法に違反している可能性のある融資慣行について共謀したとの疑いと、それに関連したバリ協定に基づく2050年までの温室効果ガス排出量削減と2030年の中間目標に関するコミットメントに関して、19州が進める操作の一部として発せられたものである



図表 15

## 2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ②現実との均衡が大事？

### 各国が進める気候変動対策はブロック化経済を招く？

#### ■ IRAの主なポイント

##### IRAの主なポイント

- ・ 2030年までにCO2排出量を2005年対比で40%削減  
(NDCでは同50-52%削減とのコミットメントをしている)
- ・ 陸上および海上の化石燃料開発地域の拡大
- ・ バイブラインを含めエネルギーに関する審査と許認可手続きに要する期間の短縮
- ・ 気候変動およびエネルギー対策に加え処方薬代金と医療費の引き下げ、10年間で3000億ドル財政赤字削減
- ・ 財源は15%の法人代替ミニマム税、自己株式の取得に対する1%の新たな税金、企業と納税者に対する国内成人IRSの監視と調査の強化

#### ■ 米国とEUのクライメート・トランジション目標

	US		EU	
	2030 target	2021	2030 target	2021
CO <sub>2</sub> emissions reduction target	50-52% (vs 2005)	18%	55% (vs 1990)	27%
Renewables in energy mix	33-50% of capacity	28%	45% of consumption	22%
Solar capacity	530 GW*	119 GW	600 GW	169 GW
Wind capacity	300 GW*	139 GW	510 GW	189 GW
Transport targets	EVs to account for 50% of new vehicles	EVs accounted for 4% of new vehicles	55% cut in new vehicle emissions (vs 2021)	-

- 目標自体も米国のそれがEUに肉薄。EUは米国に対抗し得るかの疑問が浮上している
- 米国は向こう10年間で3690億ドルのIRA予算を用意。このうち1610億ドルまでがクリーン電力に対する税控除に割当
- IRAが成立後、米国で打ち出された追加的グリーン投資は900億ドルに上っており、経済成長を加速させる可能性がある
- グリーン・トランジションのためのEU資金としてはRepowerEU2580億€、グリーンディール産業計画2070億€、次世代EU1440億€など盛り込まれる
- どう対応され、競争環境はどう変わるか



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:ブルームバーグ、BNEF、US Energy Information Administration、Carbon BriefなどよりBNPパリバ

18

間で3,690億ドル、このうち1,610億ドルはクリーン電力に全部充当すると言っています。だから早晚、ほとんどクリーン電力になるはずなのです。クリーン電力というのは、化石燃料から起こしたものではなくて、太陽光や地熱発電という再生エネルギー由来のものを指します。ここに原子力を入れるか入れないかというのは微妙な話ですけれども、そういうCO2を出さないものにお金をばっちり使うので、アメリカの気候対策はすすむことになると思います。

アメリカはずるくて、このIRA導入の際どんなことをやったかというところから先はEVにシフトしなければいけないので、EV自動車のために補助金を出しますよと決めたのです。ただし、アメリカで作ったこと、あるいはアメリカの製品や部品を使うことを条件にしました。

補助金を出す先はテスラとGMとフォードなどアメリカの企業だけに決まり、日本車や欧州の車は補助金対象から排除されてしまったわけです。アメリカ人消費者から見れば、補助金が出ているアメリカ車を買いますよね。ですからアメリカにおいてはアメリカの電気自動車が売れていくというストーリーを作っているわけです。

アメリカがそういうことをして、他の国の製品を妨害しているようなものな

ので、これは自由な競争を阻害していないかという文句を言えるわけなのですが、でも市場がスタートする際には、文句を気にする前にやっちゃった方が得で、アメリカは実際にそうやって動いている。欧州も当然それに危機感を持っていて、欧州は欧州でやばいと。ではうちもグリーンディール産業計画をやるうと言って、欧州は欧州で囲い込みを始めました。気候変動対策という中で、あるいはESGの投資の中で、結局自分の国だけがよくなればいいという発想になってきています。ESGをやることは、ゲームチェンジですからね。今までと同じ製品が売れることはもうなくなっていくので、ガラガラポンが起きていると思えば、新しい市場を全部自分取りしたいと考えるのがそれぞれの国のトップの当然の発想だと思っています。アメリカはそうし始めたし、それに対抗して欧州もそうしています。

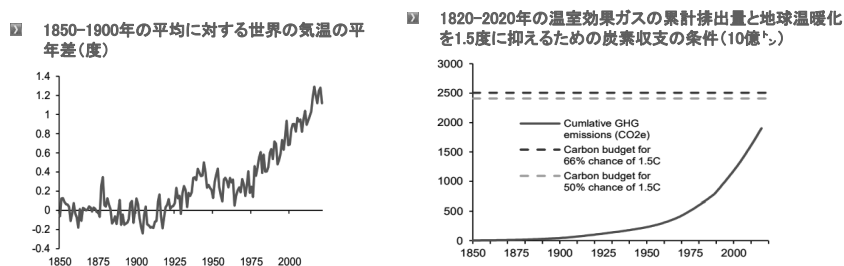
日本も本当はやらなければいけないのだと思うのですね。日本はどうやって日本の国にお金を集めてくるか、外からお金を取ってくるかを戦略的にやらなければいけないのではないかなと私は思っています。

さて、気候変動とインフレーションという話をしたいと思います。図表16は何かというと、気候変動対策というのはすごく違う話、つまり遠い、随分自

図表 16

## 2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ③気候変動とインフレーション

### 移行リスクと物理リスク



- 移行リスクはTCFDの提言において「法や規制に関するリスク」、「テクノロジーリスク」、「市場リスク」、「レピュテーションリスク」の四つに分類されている。これと別にIMFが実質的なゼロ排出の達成に向け四つの要素からなる包括的な気候政策パッケージを推進している
- ①炭素排出価格の継続的な引き上げ、②グリーン投資の推進、③社会的公正の確保、④グリーン研究開発の支援というのが四つの柱である
- 行動の遅れにより、炭素収支がほぼ限界に近づいている中、四つの柱を進める必要があるが、経済への影響は2020年代に最も大きく表れる。炭素価格が約4倍になる可能性があり、影響は甚大
- こうした野心的な炭素価格スキームを前提にすると、インフレ率は2026年まで毎年0.2-0.4%程度押し上げられることになる
- “現在の高インフレと低成長の環境は移行が遅れた結果なのかもしれない”という意見もある

分とは関係ない話のようにも聞こえるわけです。気候変動の話为例えばテレビなんかで見るとは、必ずと言っていいほど氷河が溶けて白クマがどんどん住むところがなくなってしまうという映像を見ることが多いですね。それはそれでとてもかわいそうなことだけれども、「私には関係ない」ような他人事ということになってしまうわけです。

気候変動対策というのは取らないといけないのですが、取るとコストが上がっていくという話になります。コストが上がるということは引いてはインフレを招くわけですね。インフレを招くということは、私たちの生活にやはり密接に関わるわけです。白クマをかわいそうに思うだけではなくて、日々の生活に影響しますよということをここでは申し上げたいと思います。

気候変動対策にはオゾン層を壊さないためにフロンを減らすことや、温室効果ガスがあり過ぎると地球の温暖化が進むため CO2 を減らすことが重要です。先程コロナの話しかしませんでした、例えば子どもを労働力として当てにしてはいけない、だから児童労働は禁じられるという話が S (Social) の観点では取り上げられます。これは至極まっとうな話ですね。子どもに労働をさせてはいけないよというのは、「常識的にはそうだよ」なのです。こうした「常識的にそうだよ」という話は、毎日の生活にリンクしている感じが全くしないわけですが、でも図表 17 を見ていただくと「ああ、お金がかかるんだな。コストがかかっちゃうんだな」とわかると思います。エネルギーを作るのにもコストがかかってくる。それは私たちが買う商品のコストにも転嫁されてくる。だからコストアップにつながるという仕組みになっていくわけです。

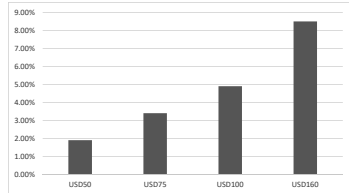
ただ、最初はコストアップですけれども、そのうちエネルギー価格は下がることになります。なぜかという、多くの人が化石燃料を使わなくなって再生エネルギーをメインに使うようになると、そちらの価格が安くなる。最初にぐっとインフレになって値段が上がるのだけれども、どこかの時点ではまた下がる要素になっていくはずなのです。先程ゲームチェンジだと言いましたが、ゲームチェンジになるということは誰がどの企業が勝つか、どの企業が負けるかがはっきりしないということです。ということは市場が大きくなったり大きくならなったり、あるいはシュリンクする市場も出てくるでしょう。そういうのをこれから先、私達は見つけなければいけなくなってくる。その勝ち負けがあるということは、経済や市場にも影響することになります。企業がバンバ

図表 17

2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ③気候変動とインフレーション

二酸化炭素排出価格の設定

■ 2019年対比CO2排出価格の増加分



- 長期的なインフレーション上昇予測  
前提：ECBが2022年に示した3通りの潜在的な移行シナリオについての影響予想  
①基本シナリオ：炭素価格が2050年に180€まで上昇、インフレーションは2050年まで毎年0.1%ポイント引き上げ要因  
②遅い移行シナリオ：炭素価格が大幅上昇。2050年までに620€に押し上げ。インフレーションは0.2%-0.7%程度も上乘せ  
③急激な移行シナリオ：価格が2050年までに800€に上昇。インフレーションは0.2-1%程度も上乘せ

- 炭素価格の上昇が排出量に及ぼす影響に関する研究  
①排出量の30%をカバーする1トン当たり40ドルのCO2税は合計4-6%の排出削減につながる (EU,2020)  
②交通燃料に炭素税や付加価値税を課すと交通関連のCO2排出量は11%近く減少する (スウェーデン、2019)  
③炭素税の導入は温室効果ガスを5-15%削減する効果がある (ブリティッシュ・コロンビア、2015)
- ネットゼロの目的に見合う炭素価格  
前提：世界の包括的なCO2価格の最新推計は2019年のもので、1トンあたり19ドル (世界のCO2排出量の合計82%を排出した25か国のデータに基づく)  
①2019年の世界のCO2排出量 (推計360億t) に同年の実際の価格を掛けた総額は約6800億€と2019年の世界のGDPの0.8%に相当する。すべての温室効果ガスを含め、CO2の推定価格を当てはめた場合、510億t分の総額は9700億€ (1.1%)  
②地球温暖化を2℃以内に抑えるのに見合った1トンあたりのCO2価格としては、50-100ドル (ジョセフ・スティグリッツとニコラス・スターンの共同レポート) や160ドル (NGFS) など



The bank for a changing world

出所：Pisani-Ferry(2021)、BNPパリバ

20

ン潰れている時に景気がいい、なんていうのはちょっと考えられないわけなの  
ですよね。それが今から出てくる可能性があるんで、しばらくの間はこの気候  
変動対策は、絵空事ではなくリアルに影響するということとして見ていく必要  
があると思っています (図表 18)。

図表 19 に進んで下さい。ここでは中央銀行の後押しという話をします。先  
程 NDC というのがあって、加えて COP27 の話をしました。国は 2050 年に  
カーボンニュートラルを達成しますみたいなことを目標値として設けているわ  
けですね。ということは、国は気候変動対策を後押しするのは当然と言えます。

では中央銀行はどうか、なのですけれども、中央銀行も後押しを始めていま  
す。日銀は何をしたかという気候変動オペというのをやっていて、「気候変動  
に対してお金を融資するのであれば、あなたを信じてお金を貸しますよ」と  
銀行に貸付利率 0%でお金を貸しています。それを通じて気候変動の後押しを  
しようと日銀はしているのです。でも日銀が関わっているのはそこだけ。他の  
国にはもっと関わっている中央銀行があります。

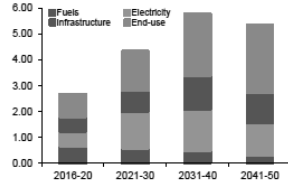
特に ECB (欧州の中央銀行) や BOE (Bank of England) ですね。BOE は気候変動  
にすごく頑張る中央銀行です。マーク・カーニーさんが総裁だった時に、

図表 18

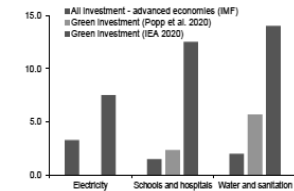
2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ③気候変動とインフレーション

投資の必要性

各セクターに必要な世界の年間平均エネルギー投資額(2019年の世界GDPに対する割合)



投資額100万ドルあたりの雇用創出



- 国際エネルギー機関IEAは昨年、世界が2021-30年に必要とする追加投資額を世界のGDPの1.7%程度と推計
- 欧州委員会が示した2020年シナリオではEUのGDPの1.4-1.8%相当の追加投資が必要
- 英国の気候変動委員会は2020年前年のGDPの1.6%に相当する追加的な設備投資が必要
- NGFS（気候変動リスクにかかる金融当局ネットワーク）は2025年から2050年までに毎年エネルギー分野に2019年の世界のGDPの1.3%に相当する追加投資を行う必要があるとの見解を示した
- 各種推計をまとめたIMFの調査では、向こう10年間とその後10年間にそれぞれ2%ポイントの追加投資が必要
- これら推計はエネルギー分野だけを対象としているが、サービス業や農業を除外しているため、必要な投資額のむしろ最低ラインであろうと思われる（農業だけで世界の温室効果ガス排出の18.4%を占める）
- この分野は雇用創出など経済効果が高いとされるが、最終的な姿がそうであっても、GDPに悪影響をもたらすことも見ておく必要がある。たとえば加速する資本の陳腐化、労働力の再配置、非効率的な規制によるもの、である。また一定の死重損失が生じやすいことから、経済の供給能力を少なくとも一時的に押し下げることもある

出所:IEA(2021)、IMF Fiscal Monitor、BNPパリバ



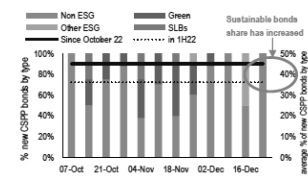
The bank for a changing world

図表 19

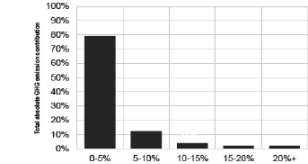
2. 脱炭素化社会に向かう道のりと障害 ④中央銀行の後押し

金融政策の変更による影響

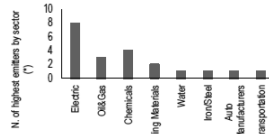
CSPP購入に占めるグリーンボンドとサステナブルボンドの割合



ECBが保有する社債の温室効果ガス排出量への寄与度の分布



CSPPポートフォリオにおいて温室効果ガス排出量が多すぎるセクター



- ECBは社債購入プログラムCSPPのポートフォリオの脱炭素化をフローベースからストックベースのアプローチに変化させることを決定
- ①グリーンボンドに対する旺盛な需要が続く、②温室効果ガス排出量の多い発行体から同じセクターにより環境意識の高い発行体への切り替えがより顕著になる
- 新発のグリーンボンドとサステナブルボンドの割合が増加して、45%程度になった。2022年10月時点では同値が27%であったことと比較すると大幅な伸び
- ECBが購入するサステナブルボンドは大半が新発債だが、既発債も5銘柄ある
- セクター内での排出量の差により選別が行われることになる

出所:IEA(2021)、IMF Fiscal Monitor、BNPパリバ



The bank for a changing world



たりますが、この工場を作ることで環境がぐっと破壊されたらそれはいけないよねという話になります。今更の話なのですけども。生物多様性というのは、文字どおり、色々な意味を含んでいるのですが、そこにいる固有種が死んでしまったら困るということも含まれます。

そもそも生物多様性の解釈が非常に難しいのです。それは、状況判断する際、現状が正しいとするしかなくなってしまうということも一つですよね。例えばもう本当にいらぬような害虫と言われていたものだって、生物多様性の世界でいえばた方がいいというように考えるべきなのか。それとも人間をトップとするヒエラルキーの下、生物はどうあるべきかということを考え直すべきなのか。ちょっと難しい話になってきます。今回は、生物多様性ということがこれから重要視されていくんだということを見ていただければ十分です。

こうしたものが重要になる理由は何でしょうか。プラネタリー・バウンダリーというのを聞いたことがありますか。人類が安全に活動できる地球環境の限界点を定義した概念で、ストックホルム・レジリエンス・センターが出したものです（図表 21）。

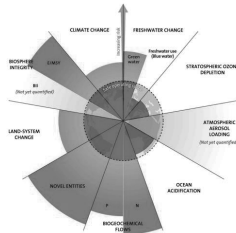
2022 年初めにこの 9 項目のうち 6 項目は限界を超えてしまったと言われて

図表 21

### 3. 新しい動き ①生物多様性

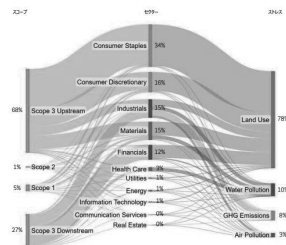
#### プラネタリー・バウンダリー

##### ■ 9つの地球の限界



- 人類が安全に活動できる地球環境の限界点を定義した概念。2022年はじめ、9項目のうち6項目で限界を超えたと発表された（ストックホルム・レジリエンス・センター）。新規化学物質、淡水利用、気候変動、生物圏の一体性、生物地球化学的循環、土地利用の変化の5つ
- 水の過剰消費、森林伐採などから生物多様性が喪失される。社会や経済、そして最終的には投資家に影響を与えることになる。企業から得られる生データを使っていかに実態を把握するか
- 生物多様性フットプリントは推計値と実際の開示データを組み合わせて生物多様性に及ぼし得る潜在的な影響を数値化する際に役立つ評価ツールである。こうしたものを使って、企業の生物多様性を補足していくことが可能になる

##### ■ BNPP AMの加重生物多様性強度に対する各バリューチェーンのスコア、セクター、ストレスの相対寄与



- 金融サービスセクターにおけるサステナビリティ関連の情報開示に関する2019年11月27日の欧州議会・理事会規則2019/2088（SFDR）により、金融市場参加者は投資判断がサステナビリティ要因に及ぼす主要な悪影響を考慮することが義務付けられている。特に負のサステナビリティ指標の7番目は投資先企業の投資比率に関するもので、当該企業の拠点/事業が生物多様性で敏感な地域にあり、その活動がこれら地域に悪影響を及ぼしている場合について記載することが求められる。同時にフランスの規制要件も満たすものである。フランスのエネルギー・気候法29条施行令により、気候リスクの情報開示の義務付けが生物多様性関連リスクを含む形で拡大されている。資産運用会社も生物多様性に関する長期目標と整合する戦略の開示が必要

います。超えた 6 項目は何かというと、新規化学物質、淡水利用、気候変動、生物圏の一体性、生物地球化学的循環、土地利用の変化。この 6 つはもうだめだとなっています。

せめて地球の環境として残された、まだ大丈夫なところは残したいし、先の 6 つについても、これ以上悪くならないようにしてくださいよねということがあります。これが今言われていて、この 9 つの地球の限界を守るために生物多様性を大事にしていきたいと思いますという話になっています。生物多様性を大事にするためにはどうしたらいいかということ、やはり今の現状を知る必要があるのです。どこの地域に何が住んでいるかとか、色々“認知”する必要があります。

最近日本では、クマが人の居住地に侵入しているというニュースが沢山ありますよね。あれはあれで不幸な話です。クマだって別に人間を脅かしたいわけではないんだと思うのですが、やはりリアルに出てきたり、実害があったり、人が殺されたりするというのは人間社会としては許せないわけですね。けれども、元々住んでいたところを侵していったのは人間側からだったわけで、それはどうしたらいいのかということをもっとやらなければいけない。そのためには現状を知らなければいけなくて、どこに何が何頭、何匹いるかなどを知る必要があるということだと思っています。それが生物多様性のファーストステップになるわけです。

今の話というのはものすごく頓珍漢な話に聞こえたかもしれないのですが、私達が見ているようなアニュアルレポート、あるいは統合報告書など事業会社が出すものの中身にも入ってくるポイントです。例えば自分の会社が持っている工場は、その辺りにどういう固有種がいますとか、どういう野鳥がいますとか、それからどういう沼があって、何を蓄えていますとか、そういうものをどうやって維持しようとしているかという話を書かないと、これを悪影響と認識する、という開示につなげない限り、事業会社のやることとしては認められなくなってくるのです。ですから生物多様性というのは大きな話になっていきますよということをご紹介させていただきました (図表 22)。

ちなみにみなさんも、「日本というのは自然を大事にしているよね」と思われていると思うのですが、世界からの点数を見ると、日本は半分からはずっと下に位置しています (図表 23)。下から数えた方が早いのです。だから日本も決して安穩としていられないということです。



図表 22

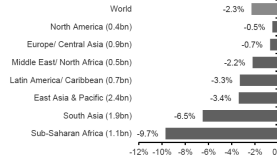
### 3. 新しい動き ①生物多様性

#### 生物多様性が次のテーマに

##### 自然資本がもたらす生態系サービス

人間に対する自然資本の寄与	調整サービス	指標の例
生態系の形成と維持	適度な生態系の回復、生物多様性の完全度	
種子やその他の種の移殖と散布	授粉媒介動物の多様性、農業地域における自然生態系の範囲	
大気質調整	生態系による大気汚染物質の吸収と除去防止	
気候調整	生態系による温室効果ガス除去の貯蔵と吸収	
海洋酸化調整	海洋環境と陸上環境による二酸化炭素隔離能力	
淡水・沿岸部の水質調整	大気と海、地上の水の循環に対する生態系の影響	
土壌・堆積物の形成・保護・浄化	土壌有機炭素	
災害・極端事象の調整	災害を軽減・緩和する生態系の能力	
有害生物・生物プロセスの調整	媒介種伝染の伝播速度の多様性	
調整サービス		
エネルギー	森林の範囲、バイオエタノール生産が土地可能な面積	
燃料と燃料	食料及び飼料生産が可能な土地面積、海洋水産物漁獲量	
原材料と支援	原料の生産が可能な土地面積	
医薬品・化学薬及び遺伝資源	系統的多様性	
調整サービス		
宇宙・インスピレーション	自然に近い環境に居住する人口	
身体精神的健康と心理的福祉	自然景観と伝統的農耕地	
アイデンティティの支援	土地利用と土地所有の安定性	
気候の適応性の維持	種の生存率、系統的多様性	

##### 生態系サービス崩壊による2030年の実質GDPへの影響



- 生物多様性（生態系内の多様性）が過小評価されることにより持続可能な天然資源の枯渇が進みながらも、生物多様性を脅かす業種の負担は限定的であったが、この外部性の測定と是正に向けた動きが進んでいる
- 生物多様性が失われると、それに付随する調整サービス、供給サービス、文化的サービスの利用が難しくなる一方、気候変動も加速、人間の生命に対する真のリスクとなり、経済面と金融面に計り知れない影響が生じることになることが懸念されている
- IPBESによると生態系は人の影響がない状態と比べてすでに47%も減少していると推計されている
- 自然に根差した行動を促進することが出来た場合、IUCN国際自然保護連合によれば、パリ協定目標達成のためのガス排出量削減総量の3分の1を実現することができる



The bank for a changing world

出所：IPBES, International Bank for Reconstruction and Development, World bank, BNPパリバ

26

図表 23

### 3. 新しい動き ①生物多様性

#### いかに重要か、日本の位置づけは

##### EU加盟国の生態系サービス価値推計値(2019年)

生態系サービス	評価手法	2019年の推計価値 (1000ユーロ単位に円換算)
農産物供給	農産物市場価格のシェア	23
森林供給	林業生産額のシェア	16
遊憩	生態系サービスの市場価値	5
二酸化炭素削減	二酸化炭素の削減時価	13
洪水制御	防土対策費	15
水質浄化	水生動物プロローチ	62
自然再生	トラベルコスト法	80
漁供給	水生動物プロローチ	5
PM2.5の削減	医療費抑制	10
海洋水産物漁獲量	統計値	1
合計		234

##### SDGs目標14と15の高評価国と低評価国

Country	SDG scores 14+15	SDG 14 (100 below baseline)	SDG 15 (100 on baseline)	SDG 15 (climate action)
Estonia	101	85	96	54
Latvia	176	81	86	63
Finland	170	85	85	80
Romania	165	85	80	85
Denmark	164	71	93	59
Lithuania	163	89	95	59
UK	162	75	87	64
Ireland	160	72	85	55
Poland	157	64	82	72
Croatia	155	71	84	70
Norway	149	74	74	51
Sweden	147	67	80	60
Germany	147	69	79	56
Greece	141	59	81	75
Ukraine	137	73	64	89
Italy	136	57	80	76
Belgium	136	55	81	65
Thailand	135	70	65	86
France	133	64	69	67
Oman	132	74	59	89
Netherlands	131	63	78	63
Australia	130	66	64	83
Mexico	128	57	69	83
Brazil	125	63	62	93
South Africa	125	67	58	62
Argentina	124	63	61	88
Spain	124	68	67	76
Canada	124	63	61	88
Costa Rica	123	80	64	87
UNE	122	66	56	88
Russia	122	66	66	71
Mexico	121	66	65	85
Egypt	120	82	69	86
Japan	119	85	64	69
US	119	62	56	85
Portugal	117	43	74	80
Indonesia	115	64	61	82
Saudi Arabia	113	64	49	51
South Korea	108	53	65	69
Turkey	106	63	54	96
India	105	65	51	96
New Zealand	103	63	60	67
Malaysia	102	64	38	74
China	101	51	49	86
Bahrain	96	30	46	34
Israel	82	36	50	57
Singapore	74	43	38	54

- EU加盟国の生態系サービス価値は大きく、同地域の農業と漁業によって生み出された付加価値にほぼ等しい2340億ユーロあることに注意
- こうした状況を見るのに開発ソリューションネットワークSDSNのスコアカードが利用できる。生物多様性と結びつくSDG sゴールの14（海洋の生命）と15（陸上の生命）に対する進捗状況を見たものが右図
- ポルトガルとスペインを除き、比較的好成績にある欧州は更に法整備を強めると考えられる



The bank for a changing world

出所：EC, BNPパリバ

27

この部分で日本はもっと頑張っていかなければいけないとも言えます。気候変動対策ではルール作りには欧州域に負けましたけれども、これから先、日本はある分野ではリードできると私は密かに期待をしているのです。なぜかという、日本は狭く見えますけれども、海岸線は日本は世界で何位だと思いますか。世界で6位なんです。ですから非常に潤沢な海岸線を持っている。

だからここを使って、例えば海藻を植える。海藻というのはすごいですよ。食べるだけではなくて、加工してエネルギーにもできるし、それから別に加工して完全に地球に戻る食器にもなる夢のような素材だと言われているのです。これを徹底的に植えることによって世界に打って出られるのではないかとか、それがあることによってこの生物多様性を維持できるのではないかとか、様々なプラス要素が出てきやすいものなのです。

それからもう一つの大きな項目としてサーキュラーエコノミーというのがあります(図表24)。このサーキュラーエコノミーというのは何かというと、1回使ったものを戻す、リサイクルみたいなものです。これを循環社会とも言いますね。例えばペットボトルというのは何回循環できると思いますか。今の技術だと5~6回循環していると言われていています。私達がきちんと集めてきちんと

図表 24

### 3. 新しい動き ②サーキュラーエコノミー

資源低減の機会)METIの委員会の資料より転載

<p>✓ 資源の再利用・再資源化</p> <p>設計段階からリユース・リサイクルを前提としたエコデザイン製品の普及や、回収・選別・リサイクル技術の高度化等</p> <p>モジュール式で部品交換可能、再生材使用、紛争風物の使用回避</p> <p>複雑フィルム包材のマテリアルリサイクル</p> 	<p>✓ 資源の生成</p> <p>バイオものづくり技術の活用による、輸入資源の国内代替</p> <p>原料の多様化 革新的なバイオ生産技術 製品の多様化</p> <p>工場や発電所から湧出するCO<sub>2</sub> 水素製造 生分解性プラスチック</p> <p>従来型 大規模 バイオ型</p> 
<p>✓ 資源の共有</p> <p>シェアリングエコノミーなどを通じた付加価値最大化</p> <p>モノの所有からモノや移動などのシェアへ</p> 	<p>✓ 資源の長期利用</p> <p>レストア・リメイク・リノベーションビジネスやセカンドリー市場の発展</p> <p>消費者から完全非破壊の着脱施設のリノベーション</p> <p>在庫・廃棄衣類の「高効め」によるリメイク</p> 

【出典】(資源の再利用・高効率化) Fairphone社、東洋インキ5Cホームデザインズ株式会社  
 (資源の共有) 株式会社Loop、株式会社エアーコート、Loop Japan株式会社  
 (資源の長期利用) peak design 株式会社、株式会社アスタリア

出典) METI, 成長志向型の資源自律経済デザイン研究会資料(2022)

と持っていくと、それが潰れてまたきれいになって、5~6回は使われる。きちんと循環していると言えます。

ちなみに日本というのはペットボトルが90数%循環できている、本当に優秀な国なのです。これから先もそういうのを様々な工夫していくこととなります。ちょっと余計な話をすると、例えばこれから日本というのはさらに高齢化社会に進むのでおむつが沢山出ますねとか、あるいは女性の生理用品なんかもそうなのですが、あれは使い捨てじゃないですか。でもその使い捨てをやめましょうという話が出て来ています。汚いように見えるけれども、それを集めて本当に全部分解して新しくするという技術が徹底してくると思います。

技術的にはもうできるのですが、どうやって回収するかとか、あとは値付けをどうするかと言った点が問題です。誰だってリサイクルの商品とバージン材でできた新しい商品が同じ値段だったら、皆、新しいものを買いたいですよね。でも値段が相当違ったらどうでしょうかということです。国としてリサイクル材をもっと有用に使って循環させていく社会を作ろうというのであれば、やはり値段を変えないといけませんよね。あるいはバージン材の値段を高くするとか、税金を取るとかということをやっつけていかなければいけない。そのように差をつけてこれからの私達の嗜好を国は変え、国の行くべき姿に導いていかなければいけないのだと思います。

それからちょっと見ていただきたいのが図表 25 です。これは他の国でやられたシミュレーションです。シェアカーがすすむことによる必要車両台数の推計例で、これをダブリンでやりましたというものです。

若い人達はもう自動車に乗らないという人が多いと言われてますよね。若い人達に聞いていいですか。自動車を持っている人はいますか。やはりいないのですね。ちょっとびっくりです。でもいらなないといえいらなないですね。日本というのは電車もすごく沢山あるし、きちんと来るし。けれどもこれから先は環境なんかも考えてシェアカーにしようという話があります。

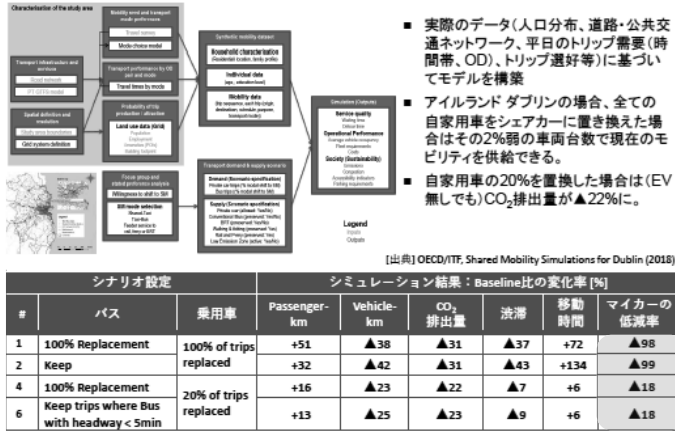
シェアカーにすると、これはシミュレーション(図表 25)なのですけれども、100%リプレイスされると、なんと、マイカーの減少分が98%になるという数字が試算上は出てくるのです。シェアカーが一般的になれば、今保有されているマイカーがほぼ100%減ってしまうのですよ。それだけ減ってしまうと、グローバルに自動車会社というのは今の数はいらなないですよ。100万台、

図表 25

### 3. 新しい動き ②サーキュラーエコノミー

運輸部門)METIの委員会の資料より転載

■ シェアカーによる必要車両台数等の推計例:ダブリンの例



The bank for a changing world

出所: METI

29

1,000万台売れることはないでしょうという話になってしまうからです。

ではシェアカーで皆は満足ですかという話になるのですけれども、それはわかりません。「やはり絶対に自分の自動車を持ちたいよ」という人もいるのだと思います。けれども社会の多くの人が「シェアカーでいいや」と思ったら、マイカーは100%減ってしまう可能性がある。これでは市場環境や競争が変わらざるを得ないですよ。ですから、今から10年後の強い企業というのはどこなのか、私はアナリストとして言い当てることができません。現在の競争環境が全部変わってしまうということを前提にしたときには、今よいのにだめになる企業も出てくるでしょうし、今だめでもよくなる企業も多分出てくるはずですよ。そういうのを見つけなければいけなくなってきます。

フードロスとよく言われますけれども(図表26)、そこに注目すると、買い物の仕方も変わってくるようになります。昔、サザエさんみたいにお買い物かごを持ってお買い物に行ったわけですが、あれがメインになってくる可能性があるし、あとお肉とかも、プラスチックトレーに今は包装されていますけれども、あれをやめて紙に載せて何gと買うのがまたメインになるかもしれません。買い物の仕方も変わるわけですよ。それからスーパーとかのあり方だ

図表 26

### 3. 新しい動き ②サーキュラーエコノミー

#### 食品関連)METIの委員会の資料より転載

##### ■ 食品の将来像

- 食料システムで排出されるGHGは30%前後（バウンダリーによっては更に大きい）とされる。一方、食品廃棄・ロスは世界全体では1/3にも上るとされる（ただし日本の食品廃棄・ロスは世界平均よりもずっと小さいとの評価有）。
- AI、ICTで食料需要をより正確に予測できるなどできれば、食品廃棄・ロスが減り、エネルギー消費・GHG排出の低減につながる可能性あり。
- プラスチック容器の低減、スーパーのスペース低減、冷蔵・冷凍エネルギー、輸送エネルギーの低減などに波及し得る。



SDGsの同時達成にも大きな寄与となり得る。



The bank for a changing world

出所: METI

30

けでなく、百貨店、デパートという業態はいらなくなるのではないとも言われています。洋服とかを吊りで見ない。自分のアバターを使ってデバイスでピピッと見て、「ああ、これは私に合うわね」と見て買い物をするようになれば、見本として陳列を必要とするような百貨店とか大型店舗というのはいらなくなるのではないかと言うことなのです。仮に10年後にそうなっていたとしたら。今デパートに投資をしていたら、そのデパートへの投資をどうしたらいいですかという話になるし、それから大型店とかもそうですよね。量販店もいらなくなってくる。また物がそのように陳列されなくなったら、どうやって物は流通するのでしょうか。それこそ Amazon で買い物をしている人は多いと思うのですけれども、Amazon の倉庫というのはもっと大きくなければいけないという話になってきたりするかもしれません。こういったことを含めて様々なことがこれから本当に変わってしまいますよということをここでは見ていただけたらと思います。アパレルも変わる。食品も変わるわけです（図表 27）。

そういったことを受けて、実際に私達のお金の流れが変わっていきます。お金の流れが変わるために、字だらけで読む気にならないと思いますけれども、様々なことが検討されています（図表 28・図表 29・図表 30）。

図表 27

### 3. 新しい動き ②サーキュラーエコノミー

アパレル関連)METIの委員会の資料より転載

アパレルの将来像

- 服の50%は使われずに廃棄されているとも言われている。
- 若年層を中心とした嗜好の変化(スーツをあまり着なくなった等)、Eコマースの進展(百貨店以上に何でも手に入る。移動の不便を解消等)
- AI、ICTを使った、必要なだけ生産できるような技術変化(需要を的確に把握可能に。大量生産で価格を下げる必要性の低下)
- 百貨店などでは、「見せる」ために多くのスペースを用意、そしてその建設に体化されるエネルギー、設備利用率が低いにも関わらず暖冷房、といったエネルギーの削減に。
- また、百貨店や大型ショッピングセンターが求められなくなると、そこへの移動のマイカーも求められなくなり、一層、シェアカーを促すようになり得る。



出所: METI



The bank for a changing world

31

図表 28

### 3. 新しい動き ③様々なイニシアチブ

①様々なイニシアチブの動き(2023年)

- (2023年1月)ESMAがサステナビリティをテーマとするUCITS株式ファンドを調べたところ、グリーン基準を満たしたのはわずか16ファンド(全体の0.5%)であったことを明らかにした。ICMAとCCDCは中国のESGIに関するホワイトペーパーを公表した。ECBのシュナベル理事はECBの社債ポートフォリオについて、フローよりもストックを重視したアプローチに変える必要がある、と指摘。SBTNは自然資本に関する科学に基づく目標設定のガイダンス3月始動に向け、参加企業を集めている。ESA欧州監督当局はグリーンウォッシングに関する証拠収集の実施を発表、WWFやUNEPは生物多様性関連リスクのスクリーニングツールを公開
- (2月)ECBはサステナブルファイナンスに関する実験的指標の形でユーロ圏のサステナブルボンドの発行・保有を分析したデータセットを公表した。①ユーロ圏の投資家はサステナブルボンドを全体として買い越している、②ユーロ圏の国別ではフランスとドイツがグリーンボンドの発行および保有でトップ、オランダ、ルクセンブルグも高いが、それ以外の国との差が大きい、③ユーロ圏のセクター別ではグリーンボンドの発行体は政府と金融機関。保有者筆頭は投資ファンド、次が中央銀行も含めた金融機関である。ECBは別の分析も実施。金融機関の資金拠出先の炭素排出に関する分析的指標は金融機関の証券・ローンポートフォリオの炭素強度などを示す。ユーロ圏では温室効果ガス排出(スコープ1とスコープ2)のファイナンスの大半が投資ファンドから生じている。ただし排出集約型のカウンターパーティーエクスポージャーを見ると、ネットゼロへの移行の影響を受けやすい経済活動に対するファイナンス額を見ると銀行部門の移行リスクの方が証券保有者の移行リスクを大きく上回っている。また、モーニングスターの公表によると、サステナブルファンドへの資金フローは第4四半期世界全体で370億ドル(新規流入)、第3四半期の245億ドルから増加。SFDRIに基づく8条/9条ファンドについては、第4四半期、市場シェアが55%に上昇(9条ファンドへの資金流入は最近の再分配の動き等を受けて最低水準)。ESMAはファンドの名称にESG/サステナビリティに関連する用語を付ける場合にガイドラインを打ち出し(2月20日までコンサルテーション)、この案を充足するのは9条ファンドの93%に対し、8条ファンド4分の1強であった。ISSBIはIFRSサステナビリティ開示基準のS1基準とS2基準について、2024年1月の発効で合意



The bank for a changing world

出所: 各種報道資料よりBNPパリバ

32

図表 29

### 3. 新しい動き ③様々なイニシアチブ

#### ②様々なイニシアチブの動き(2023年)

- (3月)ローンマーケット協会LMAはサステナビリティ・リンクローン原則とグリーンローン原則の最新版を公表。グリーンウォッシングの定義が含まれた。英国政府に助言を行うGTAGが自国版グリーンタクソミーの策定について報告書を公表。相互運用性を強調。欧州銀行連名EBFは欧州委員会に向けてEUのトランジションファイナンスのフレームワーク案を打ち出した。インド証券取引委員会はESG開示や、ESG格付についてコンサルテーションペーパーを公開。欧州理事会と欧州議会が欧州グリーンボンドEUGB基準の設定規則案で暫定合意。欧州グリーンボンドの名称使用を望む発行体の自主的な基準で、移行戦略の開示や外部評価者などの開示も必要となる(採択後、発効。発効から12か月後に適用開始、2024年9月?)。また欧州委員会はネットゼロ産業法案を発表。2030年までに8つの戦略的ネットゼロ技術の少なくとも40%をEUで製造する目標を掲げる。気候債券イニシアチブCBIIはグリーンボンドの発行市場におけるプライシングというレポートで、グリーンボンドが応募倍率が高く、スプレッド縮小も大きく、プライシングの7日後と28日後にタイト化しているという結果を発表。グリーンラベルが効果があった模様。気候変動に関する政府間パネルIPCCは第6次評価報告書を公表。2023年国連水会議がNYで開催された。ECBが自身の気候関連の金融情報開示を行った。2022年第4四半期のティルトインクの開始後、再投資の炭素強度は同年第1-第3四半期と比べて65%以上低下
- (4月)ASEANタクソミー委員会が「サステナブルファイナンスのためのASEANタクソミー」第二版を公表。基本フレームワークとプラス・スタンダード(セクター毎の定量的評価)の2段階アプローチで経済活動のタクソミー適合性を確認。ニュージーランド中銀は金融セクターの気候関連リスクの管理に関する指針案のコンサルテーションペーパーを公表。英国政府は2023年グリーンファイナンス戦略を発表。TNFDは自然関連リスクと機会管理・情報開示フレームワークの最終版のドラフトを公開。最終化されたフレームワークは2023年9月公表。欧州委員会はEUタクソミーの気候変動以外の四つの環境目的(Taxo4:①水・海洋、②循環型経済、③汚染防止、④生物多様性と生態系)について新たな基準案のパブリックコンサルテーション開始。6月末の採択を目指す。その後4か月かけて精査され、2024年初から適用。日本政府、水素供給を2040年に1200万トンに増やす目標案を公表。NGOグリーンピースはEUタクソミーに化石燃料ガスと原子力が含まれることについて欧州委員会を提訴



The bank for a changing world

出所:各種報道資料よりBNPパリバ 33

図表 30

### 3. 新しい動き ③様々なイニシアチブ

#### ③様々なイニシアチブの動き(2023年)

- (5月)Global Steel Climate Council(GSCC)は鉄鋼気候基準(Steel Climate Standard)の草案を発表。低炭素鋼の製品認証にフレームワークを提供するとともに、鉄鋼企業が国際エネルギー機関IEAの1.5度シナリオに基づく科学ベースの排出削減目標を設定する際のフレームワークを提供。EUは域内の空港で供給される航空燃料をグリーン化するReFuelEU Aviationで政治的に合意した。SAF使用引上げを2025年から義務付ける。ADBはアジア・太平洋革新気候変動金融ファシリティを発表した。IF-CAPの初期段階のパートナーはデンマーク、日本、韓国、スウェーデン、英国、米国で、パートナーはADBの融資ポートフォリオの保証にあわせてグラントを提供するもの。世界銀行は中国のグローバルアジェンダを支援する3億4500万\$の融資を承認。中国政府の農村再活性化プログラムに対する41億\$のコミットメントを補完する。WWFを含む市民社会組織が協働でTaxo4基準の委任法令案についてプリーフィングを公表。4つの活動(プラスチック包装用品製造、内水輸送、航空、生物多様性オフセット)の基準案は科学に基づいていないとして大幅改善を求めている。中国生態環境部は自動車排ガス規制の厳格化を7月1日から実施し、新基準「国6B」に準拠していない車両の生産・輸入・販売を禁止すると発表。インドネシアは2023年後半に炭素取引所を立ち上げることを決めた。石炭火力発電所の早期運転終了の支援のため



The bank for a changing world

出所:各種報道資料よりBNPパリバ 34

沢山イニシアチブが決まっているのだということです。好むと好まざるとに関わらず、気候変動の方に話はいくし、サーキュラーエコノミーの方にも話はいく。それらに向けて様々なルールが整えられている途中だということを見ていただければと思います。

もしかしたら本音では、現実が大事だよねと思われる方がこの中にもいるかもしれないけれども、気候変動やサステナブルファイナンスを考えて取り入れていくように方向づけられていることは見ておくべきでしょう。中長期で投資をする時はこちらの方向に必ず行くので、その方向で勝ちも誰か、負けは誰かというのを見極めていただかないと投資先は決められないという話なのです。

最後は APPENDIX ということで、2023 年の短期的な話をして終わりにしたいと思います(図表 31)。

今まで申し上げてきたように、この気候変動や ESG は、競争が変わっていくゲームチェンジャーと言えると思います。その競争が変わるということの本源的な意味は、お金の流れが変わるということです。お金の流れが変わることがこれから起きてくるので、色々なことに注意していただかなければい

図表 31

## 2023年の動き

### 2023年の見通し

#### ■ 持続可能な金融基準を引き上げ、国際基準の調和を促進

持続可能な金融基準の基準を引き上げ、国際基準の調和を促進する





けないのですが、決まりごとでも色々出てきます。

例えば先程日本の ESG のファンドが急に減った理由としていい加減なものを排除したからという話をしましたけれども、そういう話をもっと徹底されるでしょうし、それからバイサイド向け、投資家向けにさらに様々な規制が入ることにもなると思います。あるいはどういうマークがついているとこの気候変動対策を考えた商品なのかみたいなことがわかる目印も出てくるかも知れません。よりわかりやすくするような基準が出てくるようになれば判断もしやすくなると言えるのではないのでしょうか。

更に、社会的側面として、そういったことを意識していないとだめよねという話も出てくるはずだと思います。

最後に ESG は包括的に考えるべきだということについて、わかりやすい話をして終わりにしたいと思います。みなさん、ナイキという会社を御存知ですよ。ナイキ社はいい靴を作るわけですけども、従前多くの世界中の人達から不買運動を起こされたことがあるのです。なぜ不買運動になったかという、ゴムを作るのにインドネシアなどのプランテーションで小さい子どもたちを働かせていたということがわかったからなのです。児童労働ですね。それですごく問題になったのです。子どもを使うなんて何事だと。株価もバツと落ちました。でもその後、子ども達の方から「職を奪われちゃった」という文句が出たのです。どちらかの論理では正しいことでも、必ずしもすべての関係者にとって正しいとは限りません。ですから、ESG というのは一筋縄ではいかないのです。

それから、他の例ですけども、先程中国がすごく頑張っていると言いました。中国の格付けと日本の格付けというのは今同じになっています。何だったら中国の方がいいぐらいの格付けがついているのです。ほぼ同じ格付けがついているので、どちらの債券を買うのも信用力としては一緒です。ところが金利が中国のほうがついているので、投資商品としては中国の方が投資妙味があると言えます。

けれども、考えてみると、中国にはウイグル自治区の問題があって、人権を無視している面を否定できないわけです。そういう場合に、投資ができるかということも考えなければいけなくなってくる。投資する時に目先儲かるか、儲からないかだけではなくて、色々な要素を考慮して見ていく必要が出てくるし、

企業だって新しいルールの下でどこが勝ち組かということを考えなくてはいけなくなるということです。

学生さんにおかれましては、これから多分 3, 4 年の間に様変わりということはないと思いますが、10 年後にどこの企業が勝ち残っているかということ想像するのは結構なチャレンジの話になります。就職活動が近いと思いますが、就職する時にどのセクターに行ったら安泰かというのはもうないと思うので、今のような発想で柔軟に考えていただければと思います。

色々な話をしすぎたので、最後はちょっとまとまりがつかみませんでしたので、私の時間が 2, 3 分過ぎてしまったようですので、これで終わりたいと思います。このリアルな話のあとに、すごく難しいかもしれないけれども、アカデミックな吉野先生の話を知ると「ああ、中空が言っていたことはそういうことなのかな」とわかるものが出てくるのではないかと期待しています。

それでは以上です。1 時間、ご清聴ありがとうございました。

**【司会】** 中空先生、貴重なご講演、ありがとうございました。

続きまして、フロアーの皆様からご質問等をお受けしたいと存じます。ご質問の際にはお名前を先におっしゃってください。ご所属先があれば名前と併せておっしゃっていただきたく存じます。お願いいたします。

**【質問者 A】** いつも先生が「News モーニングサテライト」にお出になる時に録画で聞かせていただいているのですけれども。ちょっとお聞きしたいのは、私は 70 歳をはるかに過ぎているのですけれども、相場が大好きで、割といい成績なのです。

それで、今年はいわゆるアノマリーを無視して 4 株というのはすごく上がっていますよね。例えば永守さんとか、先生がお会いになった中で、柳井さんとか、孫さん以外に、もうちょっと若い世代でこの人は素晴らしい経営者ではないかという人を教えていただきたいのですけれども。

**【中空】** 今の方々、経営者というか。自分で会社を興したような人達なのですよ。若い経営者というと本当に若くなって、ベンチャーとかになっちゃっているのですね。今これから芽が出てくるよという企業の候補はいくつもあると思うのですけれども、そこまで育っていないのではないのでしょうか。

比較的優秀者というのは沢山いるのですけれども、日本の弱いところは、孫

さん以降というのは、そういう自分で責任を取って興した会社というのが育っていないわけです。例えばあるとすると、楽天の三木谷さんとか、でしょうか。あとは自分で会社を立ち上げられたという南場さんですよね。南場智子さん。あまり若くはないけれども、でも南場さんは私はすごく仲よしで、ものすごいと思いますよ。「これからガンガンやっていく」と言っているの、南場智子さんにはちょっと賭けてもらってもいいのではないのでしょうか。ただ、孫さんや柳井さんみたいな規模で投資をしてやっていくわけではないので、あそこまでの企業価値の上昇というのを狙われちゃうと違うかなという気はします。

ベンチャーとかで潰れるかもしれないけれどもこれはいいという人達はいます。けれども小さいベンチャー過ぎて、企業への株投資としてはまだ成り立たないかもしれないと思います。でも優秀な人は沢山育っているとは期待もこめて思います。ちょうどいい規模でうまい具合の経営者というのはなかなか見つからないのが本音ですね。

**【質問者 A】** 僕はフューチャーの金丸さんという人が大好きなのですよ。

**【中空】** 彼はいいですね。私なんかも一緒によくセミナーをさせていただきますけれども、ものすごく“まともな経営者”，“まともな考え方”だと思います。

**【質問者 A】** 今まで女性のボードがいなかったけれども、今度は女性のボードも割と上になって、大変大株主になろうと思っているのです。ありがとうございました。

**【質問者 B】** よろしくお願ひします。

私も同様、テレ東とか YouTube で先生をご参考にさせていただいています。私は株の話は置いておきまして、色々な話、例えば EV の話とか中国とかというのは、去年、私はエネルギーを勉強しまして、色々な先生に「ちょっと強いのではないか」ということを言ったことがありますけれども、先生のご専門の債券のほうについて。

グリーンボンドなのですけれども、個人投資家が扱えない分野なのでよくわからないのですけれども、やはりグリーンボンドはソーシャルボンドで ESC 投資、やはりこれは債券の市場として同じなのでしょう。というのは金利の設定とか、やはり格付けはそれぞれあって、例えば S&P で言いますと、例えば Johnson & Johnson みたいな 3 クラスとか、あのようなクラスだと少し金利

は安くなるのかと。それからハイイールドですね。普通に危ないジャックボンドクラスの企業が ESC に投資しますとかといったら、やはりかなり。全般的に言いまして、グリーンボンドというのは比較的債券にあたって少し金利が高めにつくのですか。それとも低めにつくのでしょうか。

**【中空】** 素晴らしい。ありがとうございます。すごく沢山勉強されていることがよくわかりました。

まず、グリーンボンドというのを発行する時、発行する側は面倒くさいのですよ。なぜかという、先程説明したように資金用途を書かなければいけないのですね。こんな資金用途でやっていきますと説明がいきます。これに使いますよと。それが 100%グリーンだという時にグリーンボンドと呼ぶことができるのです。面倒くさいじゃないですか。だって社債というのは「お金を集めます」と言って、調達した資金は何に使ってももちろんいいわけです。ですからそれだけでもグリーンボンドと社債は違うわけですね。しかもこのグリーンに集めましたというお金を本当にグリーンに使いましたというモニターをして、1 年間に 1 回とか定期的にレポートも書かなければいけないのです。それもまた面倒くさいわけですよ。だから発行する側はとても面倒くさいのです。

ですから、面倒くさい分、本当は金利は割引してほしいのです。実際、ドイツ国債というのはグリーンボンドとグリーンではないもの、双子のボンドという意味でツインボンドというのを出すのですけれども、片方の普通の何もないドイツ国債に比べてグリーンボンドはタイトなレベルで出されるのです。それは面倒くさい部分もあるのだけれども、世界の投資家がグリーンボンドに投資したいので。完璧なグリーンですよ。しかもドイツの国債だからいいでしょうということになるし、信用力は心配ないじゃないですか。それもあってそのグリーンボンドの方がスプレッドがタイトになって、発行体側から見たら安く、投資家側から見たら高く出てくるということになります。そういう債券になってきます。

グリーンであるということや、それからグリーンボンドに投資したいという投資家も多いわけですね。例えば日本だと生命保険会社なんかがそうなのですけれども、資産のうちのかなりの部分はグリーンとか ESG 資産を買いますという宣言をしているところもあります。そうすると無理やりにも何兆円という規模で買わなければいけないので、グリーンボンドなどを探しまくっている

わけですね。ですから買いたいという人が多ければ値段は高くても売れていくので、どちらかというといいもののグリーンはタイトなレベルです。

ハイイールドのところはどうかというと、ハイイールドというのは元々信用力が低い企業や国が発行する債券ですけれども、信用力が低いなりにグリーンに資するものを出すと言っているわけです。そこはなんちゃってではいけなくて、それをグリーンかどうかをチェックする人がちゃんといるので、「それだったら、あなたには信用が置けないけれども、グリーンはこのプロジェクトは推進してほしいからお金を出しますよ」という投資家もいますから、こちらも普通のハイイールド社債に比べればタイトに出せるのです。

ですから、基本的にはグリーンで出す方がスプレッドは発行体側に有利、投資家側から見たら有利ではないという関係が出てきます。これは定石です。その差がすごく出る場合と、それから出ない場合があります。すごく差が出る場合というのは、皆がその債券に投資したい時です。このグリーンについては確実にやってもらえると思うからこの銘柄がほしいと皆が思えば思う程、先程言った普通のものとグリーンのものとのスプレッド差が出てくることになります。この差をグリーンプレミアムと呼ぶのですけれども、グリーンプレミアムが多くなればなる程人気があったということを示すわけです。

日本政府はGX経済移行債を出しますと言っていますけれども、日本は同じ価格で国債とGX経済移行債が出てくると言われています。それで売れるのかなと思われるかもしれませんが、財務省は売れると思っていますね。

これから先どうなるか、ですけれども、グリーンではない社債というのが発行できなくなる、グリーンではない国債というのも発行できなくなるのではないかというようには言われています。今の世界中の市場がどんどんグリーンとか、ソーシャルとか、ガバナンスとか、そちらの方向にいくようにお金を集めるようになるのではないかは言われているからです。ですから、いつの時点かには、すべての債券がグリーンボンドなどサステナブルファイナンスだったということになり得るということかとは思っています。

そういうことで、ご質問いただいたことに答えているでしょうか。

**【質問者B】** 日本の機関投資家が今サステナブルファイナンスに投資していると思うのですけれども、やはり年金基金なのですか。

**【中空】** メインの投資家は年金基金と生命保険ですね。基本長期投資だからです。先程私は「長期投資というイメージがありますよね。本当はそうじゃないですよ」という説明を途中でしましたけれども、でも長期投資をして頻繁には売り買いをしないという人の方がやはり合っているので、年金基金と生保が多くなっています。

**【質問者 B】** 外国ではグリーンボンドを買えるのですか。

**【中空】** 個人が、ですか。よくわかりませんが、個人向けのグリーンボンドは出ていないか、それ程多くはないのではないですかね。これからどんどん出るようにはなると思います。ただ、今やろうと思ったら、個人の人達は先程言った株で好きな銘柄を選ぶ、つまり気候変動対策を一生懸命やっているなという企業の株に投資するか、あとは ESG ファンドという名前がついているものを、これは好き嫌いで選べませんけれども、中身を見てもらって 8 割ぐらい許せたらいいと思って買ってもらうしかないです。そのどちらかしかないのではないのでしょうか。

でも、多分個人向けグリーンボンドというのは出てくると思います。出てきたら是非見つけて買っていただければと思います。

**【質問者 B】** ありがとうございます。

**【質問者 A】** 相場で生き残るための先生方のお考えをお聞かせください。

**【中空】** 相場で生き残るために。欲をかかないことです。ちょっと待てばもっと儲かるかもと思うでしょうという、そこです。一番難しいのは買い時ではないのです。売り時なのです。売る時に欲をかく。でも、私が「欲をかくな」と言ったからといって、そこそ次の日も上がることはあると思うのです。けれども 1 週間後に株価が落ちてきたのであればその売りは成功なのだということです。

あとは、全部身ぐるみやらないことですね。100 あったら、危険なものだなと思うものは 20 ぐらいにしておくことですね。8 割ぐらいはつまらないかもしれないけれども一般的なものに投資しておいて、値を崩さないこと。やはり人間というのは、だめなものを見てしまうと本当にかっかりしてしまっただめなんです。ですからぶれないものを 8 割。2 割だけチャレンジする。

あと、値段が上がっている時は、上がり続けると過信しない。私は株式に関

してはどこかで価格が落ちると思いますよ。けれども、どこで落ちるかがわかったら私ももうちょっとお金持ちになっているのですけれども、タイミングは宣言できないのですけれどもね。だからあまりずっと持ち続けたいということかと思います。

あとは長期投資と短期投資を分けておく。先程言ったようなことというのは長期投資なので、長期で持てる銘柄というのは簡単には売らない。

最後にもう一つ申し上げると、個人なので、個人の方は機関投資家よりも強い面があって、評価損に耐えられるという点があります。評価損が出しまったら、機関投資家はルールに従い売るしかないのですよ。ですからそこで勝ってほしいわけです。

割と時価評価で損をして売られていくものというのは多いので、そういうものを逆に拾ってほしいわけです。株の方では言いませんけれども、債券の方だと、ついこの間、アメリカの国債がバツと売られていましたよね。あれはデフォルトするかもと言われたからです。でもあの時こそ買うべきと、私はすごくレポートを書いていたのですけれども。つまり、デフォルトしないと考えられるのに、価格が落ちているなら、その時こそ買わなければいけないのです。ですから評価損を出さなくてもすむという強みを活かして、個人の方は頑張って、売れるものと売らないものを分けておいていただくといいなと思います。

**【司会者】** 最後にお一人。では、よろしくお願ひします。

**【質問者C】** すみません。ESGの絡みでカーボンクレジットなんかを最近ちょっとやっているのですけれども、まだ試験段階ですけれども、先程おっしゃったトランジションファイナンスのカーボンクレジットというのは多分そういう位置づけだと思うのですが、これはお金を払って排出権を買えばCO<sub>2</sub>を出してもいいみたいに考えてしまうと本末転倒になりはしないかということちょっと矛盾したような面もあるかなと個人的には思っています。

ただ、世界のマーケットというのはかなりカーボンクレジットの取引をされていますよね。日本はようやく実証実験を去年の当初から始めて、これから本格稼働と言いつつ、全然増えていないような状況ですけれども。これについて賛否両論あると思いますが、先生としてはやはり本当の意味でCO<sub>2</sub>が減るための手段としてはあまりよろしくないと思っらっしゃるのか、それともあ

くまでトランジションファイナンスとしてはポジティブに捉えておられるのか。あと、日本で今後、カーボンクレジットが発展していくのかどうか。これについてどう思われているのかをご意見を伺えたらと思います。

**【中空】** ありがとうございます。

基本的に私はカーボンクレジットの取り引きをやるべきだと思っています。というのは、やはり損得に乗せないと気候変動対策というのはきれいごとになる可能性があるわけです。現実を見ましょう、バランスを取りましょうという人は、儲かる、儲からないの中でカーボンクレジットを含めたサステナブルファイナンスは平仄に合わないと思っているからなのです。ですから、二酸化炭素の排出に関して、価格化が大事です。例えば公害を出したらペナルティがつくとか、税金を払うとか、マイナスがついたり、あとは ESG の話でも炭素を出せば炭素税になるとか、カーボンクレジットというのは二酸化炭素にお金をつける、価格をつけることになりますから、二酸化炭素を出すことがどれだけ悪いことなのかというのが“見える化”してくるのですね。そうした効果のために、カーボンクレジットはやるべきだと思っています。

二つ目なのですが、おっしゃるとおり、東証で実験が始まりましたよね。日本は GX リーグを構成し、市場を大きくしようぜというのをやっているのですけれども、取引はほとんどできていないわけです。取引というのは売り手と買い手がワッといないとだめなわけです。だからポツポツと売買を成立するだけではマーケットとは言えないわけです。ですから、今のところ日本では全然成長していないと言えます。欧州と同じ EU-ETS 的な Japan ETS を作りたいけれども、作れていないというのが現状です。

なぜ作れないかという、炭素に関する価格の値付けを国がしていないからだと思っています。排出している企業に対して、最初はその分の排出権をあげないとだめですね。それが始まらなければ、排出権の取引は大量にはできないわけです。今だとどうしているかという、CO<sub>2</sub>を出している企業が例えばケニアの排出権をポンと買ってきてネットゼロとしているわけですよね。それでは市場にはならないわけです。

もちろん、ケニアだけではなく、排出権というのは、ある地域の木が植えてあって、そこから排出されている CO<sub>2</sub> の減っている分というのを排出権としてカウントするのですけれども、場合によっては木が伐採されてしまっていて、



既に存在しないなんてこともあり得るのです。ないまま幽霊的に排出権が取引されていることも多くなってしまっていて、それではやはりウォッシュになってしまうのですよね。

だからしっかりした排出権というのを出して取引されなければいけないのです。日本は、Jクレジットというのが東京都と埼玉県から出ているのですけれども、それだけでは足りないと思います。ですからしっかりと排出権というのを取引できるように、まずは制度や仕組みを作らないといけません。

作るためには何が必要かですが、例えば森林などがどこにあるか、誰が持っているかを知らないといけませんのですけれども、日本はその情報すら統合されていなくてわからないという点を指摘したいと思います。ある地域は地方自治体が持っているし、ある地域は個人が所有していることを誰もわかっていないみたいなことがよくあるのです。ですからそのデータを作ることからすべてが始まります。その上で、日本のクレジットをちゃんと出してもらおう。その取引が活発になっていくことがまずは前提だと思います。

けれども、先程究極的なことを言われたのですが、その排出権でごまかしてネットゼロにしたってだめじゃないかという点についてです。全く正しい指摘だと思います。しかし、まずは排出権でもネットゼロを目指してもらおう。50年後にはその排出権取引市場がなくなることを目指して、まずは取引して価格をつけましょうということが、私は正しいアプローチなのではないかと思っています。

そういうことで大丈夫でしょうか。

**【質問者C】** ありがとうございます。理解しました。

**【司会者】** ありがとうございます。予定の15時になりました。ここで質疑を打ち切らせていただきます。

中空先生、改めまして貴重なご講演、ありがとうございました。盛大な拍手を。



## ESG/グリーン投資, 最適資産運用とネット炭素税

吉野 直行

只今ご紹介いただきました吉野です。どうぞよろしくお願いたします。

私はアカデミックな立場から ESG とかグリーン投資、それから最適な資産配分というのをお話させていただきますので、私の前の中空副会長とはだいぶ違った内容になると思います。

それからあまり中空副会長のお話にはなかったのですが、炭素税というのが非常に重要になるというのを私はこの中で申し上げて、むしろ金融手段よりは税の手段でやった方が、ESG とかグリーン投資にはいいのだというのが1つの大きな結論です。私の見方は、今般に日本で色々言われていることとだいぶ違う内容になります。

アカデミックな立場としてのことですので、それで炭素税というのが割合日本では、財政赤字の問題から考えても重要ではないかというように思っています。全体に ESG, SDGs の問題、環境問題、それからそれをどのように解決していくか、先程、中空副会長から中央銀行のお話がありましたが、ここについても少しアカデミックな立場からお話しさせていただきたいと思います。

私の見方はだいぶ今日本で一般的に言われていることと違ってまして、実はこれを 2019 年に、ここに写真があるのですけれども (図表 1)、メルケル首相の前で発表した時に、メルケル首相は私の税金でやるというのにすごく賛同してございまして、日本でももっと広めろというようにメルケル首相に言われまして、その時のパネルディスカッションのここにおられる方がテレビ局のアナウンサーの方で、この後夜のテレビの番組に出させていただいて 5 分位私の内容を発表しました。

その時に、図表 1 の左側に Global Solutions Summit というところで、真ん中がドイツの環境大臣で、左側が OECD の副会長、私が一番右側にいますけれ

ども、私の考え方はそこで発表させていただきました。

その後、2021 年なのですけれども、ヨーロッパで環境金融で良い研究をしている人というので、ハンガリーで授賞式があったのですけれども (図表 2)、2021 年 12 月に、これはハンガリー中央銀行の副総裁で、私はだいぶ小さく見えますけれども、今日お話するこの資料を使いながらその時に講演させていただきました。

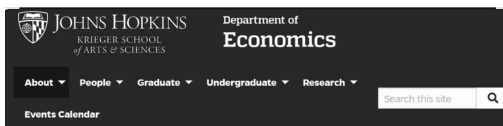
図表 1

## Global Solutions Summit ドイツ (2019) ベルリン会議メルケル首相



3

図表 2

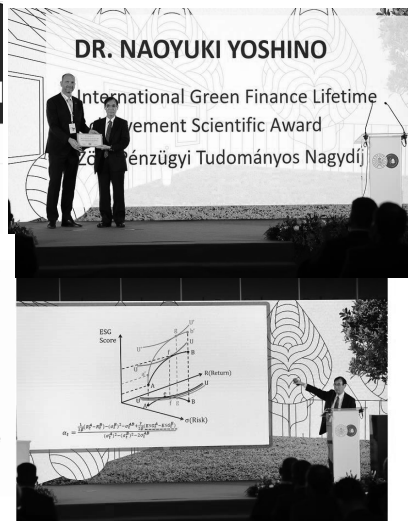


PROF. NAOYUKI YOSHINO (PHD'79) RECEIVES THE INTERNATIONAL GREEN FINANCE LIFETIME ACHIEVEMENT SCIENTIFIC AWARD

### Prof. Naoyuki Yoshino (PhD'79) receives the International Green Finance Lifetime

The Central Bank of Hungary presented the Award to Prof. Yoshino in recognition of his breakthrough achievements and transformative career in the field of green finance. The ceremony took place in Budapest, Hungary on December 1, 2021.

Prof. Yoshino received his PhD in Economics from Johns Hopkins University in 1979. His thesis was supervised by Alan Walters, Carl Christ and Louis Maccini. He is Professor Emeritus at Keio University, Tokyo, Japan, and the director of Financial Research Center at Financial Services Agency, Government of Japan. He has held many distinguished visiting positions, including those at the Massachusetts Institute of Technology, the University of New South Wales (Australia), Fondation Nationale des Sciences Politiques (France), and University of Gothenburg (Sweden).



そのような意味では，アカデミックな中ではある程度評価されている内容をこれからお話いたしますが，一般に日本で言われていることとはだいぶ違うということはまずご認識いただきながら，アカデミックな考え方をご紹介したいと思います。

まず SDGs という言い方と，ESG というのと，2つ大きくあるわけです。この SDGs の言い方は，国連の会議ですと SDGs という言葉しか出てこないのです。今度 OECD の会議ですと ESG という言葉しか出てこないのです。国連では必ずこの SDGs という言い方をします。

今週の火曜日も，国連の UNESCAP というところ，ZOOM 会議でやった時も，今国連は SDGs での歳出とか，そのような言い方を全部していきます。

ご承知のように，この SDGs というのは 17 の目標がありまして (図表 3)，1 番目が貧困削減というのが 1 番。その中に男女平等とか，グリーンとか，色々な物が入ってきているわけです。

この SDGs でまず一番の問題点というか，国連での問題点は 17 の目標を掲げたわけですが，Timbergen という人が，一番下に書いてありますけれども，議論していて，もし 17 の目標があるのだったら 17 の政策手段がないといけないというのが一般的な見方なのですが，国連は何を持ってそれを達成するかという政策手段は一切言っていないのです。

これはなぜ言っていないのかというと，国連の人達の言い方はそれぞれの国

図表 3

## SDGs : 17 目標 United Nations 最初は少ない目標数(国際連合)



Tinbergenの定理: 17目標—17政策手段が必要

によってやり方が違うのだから、そこまで自分達がこのようなやり方がありませんよと言うのはおかしいのだと、逆に言うと、逃げているのですけれども、目標だけ達成を目指して、それをどうやって達成するかというものは一切言っていない。そこが大きな問題になります。

この SDGs ができた背景が結構いやらしいところがありまして。その前には Millennium Development Goals と左側に書いてあるのですけれども (図表 4)、貧困削減ということをずっと国連は言い続けてきました。それが Millennium Development Goals という、1 番左のところで、貧困削減を国連が言い出したのですけれども、あまり皆が注目してくれなかったのですね。これはアフリカの問題ではないかと。

それで多くの先進国の方々は、貧困削減は重要だけれどもそれはアフリカの問題であって我々の問題ではないのだという感じで、結局、国連ではこれを全社会に広めようと思ったのですけれどもできなかったわけです。

それでどのようなことをやったかという、ちょうどこれを作った局長とか課長の方が、今から 10 年位前に日本に来られまして、SDGs ということは何とか日本でも広めたいと、それで日本に来られて、韓国に行って、アジアに行かれて、それで色々宣伝をして、他の方々がヨーロッパに行って宣伝をするということをやられました。

図表 4

SDGs以前の  
国際連合の  
取り組み

あまり  
浸透せず

Millennium  
Development  
Goals

**News on Millennium Development Goals** **貧困の削減**

---

**Launch of the UN Sustainable Development Goals**



As the MDGs era comes to a conclusion with the end of the year, 2016 ushers in the official launch of the bold and transformative [2030 Agenda for Sustainable Development](#) adopted by world leaders last September at the United Nations.

The new Agenda calls on countries to begin efforts to achieve 17 Sustainable Development Goals (SDGs) over the next 15 years.

"The [seventeen Sustainable Development Goals](#) are our shared vision of humanity and a social contract between the world's leaders and the people," said UN Secretary-General Ban Ki-moon. "They are a to-do list for people and planet, and a blueprint for success."

**The MDG Gap Task Force Report 2015 is now available**



The "Taking Stock of the Global Partnership for Development" report of the UN MDG Gap Task Force monitors the recent achievements and challenges in the implementation of the Millennium Development Goal 8, while looking ahead towards the new sustainable development agenda that will be adopted by world leaders at the Sustainable Development Summit this month (September 25-27), and which will include the launch of a new set of Sustainable Development Goals. [Download the MDG Gap Task Force Report 2015](#)

この 17 の目標がどうできたかというところなのです。それはその前に作った Millennium Development Goals の貧困削減というのは全然上手くいかなかったもので、これはどうやって作ったかという、皆に「あなたは何が一番地球、世界にとって有用な問題だと思いますか？」ということ聞いていったのです。

ある人は環境問題が重要だと思うと、ある人は貧困削減が重要だと思う、ある人は教育が重要だと思うと、それを全部合わせていたら 17 の項目になったというわけです。そこで国連が 17 だとちょっと多いから 10 にしようかと中で議論したのですけれども、10 にすると 7 個カットしなければいけない、それだったら全部並べてしまえという形で、この SDGs というのができてきたのです。

そうすると、皆さんは自分が思っていたところがこの中の 10 番目に入っている、5 番目に入っていると思いますから、皆が SDGs というのは重要なのだと認識するようになるわけです。だから、元々これは国連が言っていたというのですけれども、そうではなくて国連が皆に聞いていって、それでどのような問題が重要ですかということ聞いていって、結局この 17 に集約されて、それを減らすことなく全部列挙したということです。

只し、1 番目だけは貧困削減というのにしておこうと。それは国連が昔から掲げたことなので、1 番目に貧困削減が書かれていると。あと 2 番目から 17 番目は、若い人に適当に並べろと言ったわけです。そうすると高校の先生が環境問題は何番目ですかというのを学生に聞いているわけです。そんなの全然意味がないわけで、1 番目だけ貧困削減というのをやって、あと 2 番目から 17 番目は国連の若い人が適当に並べたと、そういうのが SDGs です。ですから、これは皆が着目するのは当たり前で、皆さんに聞いて「何が重要だと思いますか？」ということ並べたために、ここには多分皆さんの重要と思っていることが必ず入っていると、それが 1 つの背景であります。

図表 5 は Sahmshad Akhtar さんといって、パキスタンの財務大臣で、中央銀行の総裁をやられた方で、その方は国連の理事もやられていて、それでアジアに国際連合の UNESCAP (United Nations East Asia and Pacific) というところがあって、その事務局長をやられていた Sahmshad Akhtar さんは私とすごく知り合いなので、SDGs はいい加減なのじゃないかと聞いたら、そのとおりで言ってくれたので、ただ、誰にも言うなよと言われたので、ああわかりましたという

図表 5

## United Nations

UNESCAP  
タイ(バンコク)

Shamshad Akhtar 女史  
国際連合アジア事務局長

パキスタン財務大臣  
パキスタン中央銀行総裁



7

ことで、普通の時にはあまりこのようなことは正式には申し上げませんが、そのような形で SDGs ができてきました。

ということは、日本は今 SDGs をあまりにも真面目にとりすぎているというところがありまして、ですからそのようなところも後で申し上げたいと思います。

それから次は、私が今日これからお話する内容のところは Handbook of Green Finance で、Jeffrey D. Sachs 先生というのは多分ノーベル賞をとられると思いますけれども、ハーバードの先生で、ここには載せていませんけれども、この中に全部書いてあることです。

まず、ESG からお話させていただきたいと思います。先程の中空副会長のお話にもあった ESG というのは、図表 6 の一番下にあるように Environment, Social and Governance の 3 つがあるのですが、今日は主にこの Environment のところだけを申し上げます。

ここに色々な格付け機関が、ESG をどのように評価しながら格付けをしているかということ全部持ってきたものです。全部で 10 とか 20 の主要な格付け機関がありますけれども、一番下が Thomson Reuters、それから上が Sustainalytics, MSCI, FTSE と、このような形で 5 つ書いてありますけれども、図表 6 の右側を見ていただきますと全部ゲージが違う。ですから格付けをす



図表 6

**ESG** 図表 4 主なESG評価機関が提供するESGスコアと評価メソッドロジーの例  
(特にE(環境)に注目)

ESGスコア	評価メソッドロジーの概要
Bloomberg ESG Disclosure Scores	ディスクロージャーの度合いに基づき評価。質的な評価は行われない。環境面に関しても同様。
FTSE Russell's ESG Ratings	ESGリスクに対する、開示や方針策定・改善へのコミットなどを基に評価。環境面についても同様。
MSCI ESG Ratings	ESGに関する37の重要な課題 (ESGキーイシュー) のリスクエクスポージャーとリスクの管理能力により評価。環境面も同様。
Sustainalytics' ESG Risk Ratings	ESGに対する対策、情報開示、問題のレベルを基に評価。環境面でも同様。
Thomson Reuters ESG Scores	10項目 (環境 (資源利用、排出量、イノベーション)、社会 (従業員、人権、地域社会、製品責任)、ガバナンス (経営陣、株主、CSR戦略)) により評価。環境面に関しては、実際の炭素排出量などのほか、方針の有無などに基づき評価。

(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

## ESG= Environment, Social and Governance

図表 7

### E(環境)基準の格付け機関毎の評価の違い

ESG評価のうち、本稿が扱うE(環境)の評価メソッドロジーをみても、(i) 開示の度合い、(ii) 企業による方針策定の有無、(iii) 改善へのコミットメントの有無、(iv) 資源利用量や排出量の実績、など評価機関ごとに評価基準が様々

10

る時に、全部評価の仕方が違うということでもあります。

では、どのようなところが違うかと言いますと、図表 7 に書いてありますが、環境だけに着目しますと、1 番目は開示の度合い、ディスクロージャーでどれ位環境問題について触れているかというのをみるのが 1 つの基準です。2 番目は企業のトップの人達に聞きまして、そこでそれぞれの企業が ESG に対して自分のポリシーを持っているかどうか。3 番目は現状と比べて改善しよう

としているかどうか。4 番目は資源の利用とか、排出量の実績はどうかと。このように格付け機関ごとに、みんな評価の基準が違うということでもあります。

この ESG については、日本の年金基金連合会など、**図表 8** の左側が日本の企業の評価に対してどのように ESG を見ているかと言いますと、ここにありますように E の環境のところをすごく見ながら日本の企業に対しては評価している、あまり S とか G はポイントに出していません。

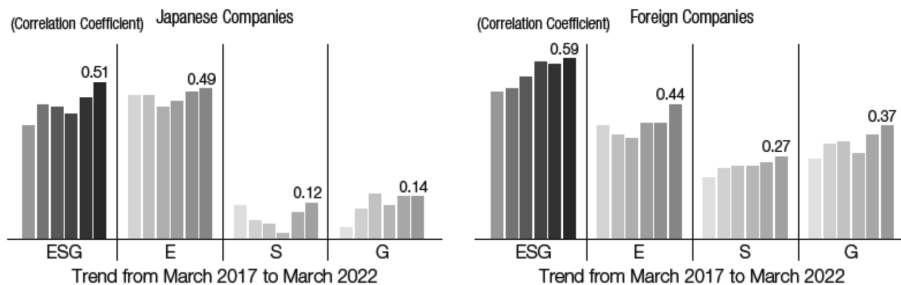
**図表 8** の右側の方は、海外の企業を評価するときはどうかというと、Environment, それから Social, Governance と S も G もある程度考えながらやっています。

このように、先程 ESG の中の E の話をさせていただきましたけれども、S とか G のウエイトもだいぶ違います。さらに Social とか Governance になりますと、もっと基準が曖昧になるのです。社会的にどうか、ガバナンスが利いているかどうか。

昔、国際会議で中国はガバナンスが悪いとよく海外から言われて、中国人が手を挙げて「ガバナンスが悪いというけれども、こんなにパフォーマンスがいいじゃないか、何なんだ」というように中国人が怒っていましたが、そのようにガバナンスをどう評価するかというのは非常に色々な見方があるわけです。

図表 8

## 日本の年金基金連合会の ESG スタンス



(Source) Excerpt from GPIF (2022)

このように格付け，投資家にとっても E と S と G をどのように自分達が重視しながら投資するかということも，日本の企業とそれから海外の企業でも同じところでも違ったりする，それから投資家によっても全然違うということでもあります。

このような格付け機関による違いが，その資金全体の配分をゆがめてしまうというのが1つの議論であります。

ここは数式で書いてしまったのですけれども（図表9），リスクとリターンとこののをこれまでは皆見ながら投資をしてきたわけです。ところが，それに ESG とか，SDGs とか，あるいは Impact とかそのようなことを考えながら，このリスクとリターンと，それに加えて ESG，このようなことを考えながら投資をなささいということになります。

そうしますと，この ESG を考慮に入れますと，どのように資金配分になるかというのは  $\alpha$  と書いてある(7)式ですけれども，これは資金配分のアロケーション，その配分の仕方の式になりまして，リターンとリスクと，それから ESG のスコア，このようなものを見ながら投資家というのは行動するというようになってきます。この  $\alpha$  が，資産配分をどのようにしていくかということを表しています。

これを見ますと，格付け機関の  $ESG^A$ ， $ESG^B$  のスコアがものすごく重要な

図表 9

## ESGスコアの違いによる最適な資金配分への影響

$$\begin{aligned}
 U \{R(ESG), \sigma^2(ESG), ESG\} &= \\
 &= \alpha R^A(ESG^A) + (1-\alpha)R^B(ESG^B) - \beta \{ \alpha^2(\sigma^A(ESG^A))^2 + (1-\alpha)^2(\sigma^B(ESG^B))^2 \} \\
 &+ \gamma(\alpha(ESG^A) + (1-\alpha)(ESG^B)) \quad (5)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \partial U / \partial \alpha = (R^A(ESG^A) - R^B(ESG^B)) - \beta \{ 2\alpha(\sigma^A(ESG^A))^2 + 2(1-\alpha)(\sigma^B(ESG^B))^2 \} + (2-4\alpha)\sigma^{AB}(ESG^A, \\
 ESG^B) + \gamma(ESG^A - ESG^B) = 0 \quad (6)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \alpha = \\
 \frac{2\beta(R^A(ESG^A) - R^B(ESG^B)) - (\sigma^B(ESG^B))^2 - \sigma^{AB}(ESG^A, ESG^B) + \gamma 2\beta(ESG^A - ESG^B)}{(\sigma^A(ESG^A))^2 - (\sigma^B(ESG^B))^2 - 2\sigma^{AB}(ESG^A, ESG^B)} \quad (7)
 \end{aligned}$$

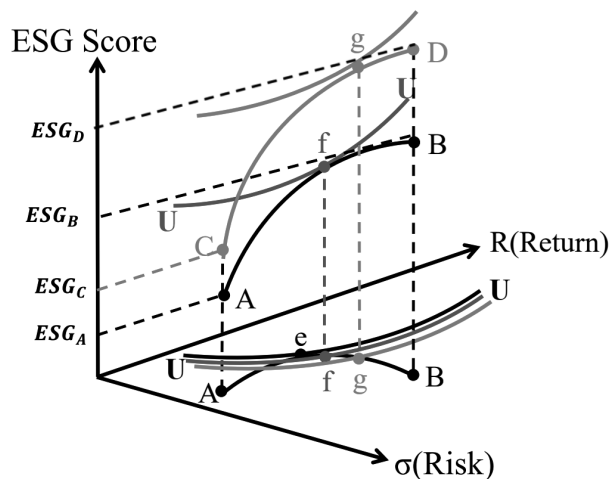
決定の要因になりまして、投資家の人達は、機関投資家の人達は、資産のアロケーションを考えるようになってきているということでもあります。

これを図で表しますと、このような感じになります (図表 10)。従来はリターンとリスクというこのようなところを考えて、ここの A/B というのがいわゆるフロンティアと言われるところで、そこから一番自分のリスクやリタンの効用を考えて最適なところを点 e というのを選ぶことが、これまでのリスク/リターンからのポートフォリオだったのです。

ところが、現在はこの ESG とか、グリーンとか、そういうものを入れて、第 3 の垂直の軸も考えて行動しなさいということです。ところが格付け機関ごとに、例えば A と B の 2 つの投資対象がありますと、ある格付け機関は A/B で評価する、ある格付け機関はそのポイントが c と d で評価をしている。このように格付け機関ごとに全部この評価が違います。

そうしますと、これを下に持ってきますとリスクとリタンの軸で見ると、ある格付け機関にコンサルティングを頼めば点 f が最もいいと。そうしますと、ここを見ていただきますと、今までの e とは違って点 f というところが最適になります。それから別の格付け機関に聞けば、C/D というところになりますから、この g という点にポートフォリオの配分が移ってくるということになりますから、そうするとどの格付け機関にコンサルティングを頼むかによっ

図表 10



て，最適なポートフォリオが違ってきてしまう。こういうものが現状であります。

それを実際に見てみたいと思います。ちょっと小さいので恐縮なのですが（図表 11），これは日本の企業の A，これはサービス産業のある会社です。それから B の方は製造業の会社です。字が小さくて恐縮ですが，真ん中のところに 2 つの ESG の格付け機関 X と Y と書きました。

まず X の方を見ていただきますと，サービス産業の A の ESG スコアは 35 と，B の企業は製造業ですが，ここの ESG スコアは 77 となっています。それから今度は逆に Y という格付け機関の評価で見ますと，企業 A は 96，それから企業 B は 12 です。それからここの 4 つを見ていただきますと，格付け機関によってこの大きさも逆転しているわけです。企業 B の方が ESG スコアが高くて，企業 A の方が低かったわけです。でも Y の格付け機関にコンサルティングを頼めば，企業 A の方が 96 で，企業 B が 12 というような形です。ですから，格付け機関ごとに ESG の企業ごとのスコアがみんな違います。これは先程申し上げたように，みんな定義が違う，ESG の見方が違うからであります。

ここで実際に CO<sub>2</sub> をどの位発しているだろうかというのを調べてみますと，企業 A は 35，これに対して企業 B は製造業ですけども 1,131 と，この位

図表 11

## 格付けの違いによるポートフォリオ配分の変化

Table 4: Examples of Differences in ESG Ratings and Carbon Taxes Impacting Investment Allocations

	No ESG score	ESG rating X	ESG rating Y	Carbon Tax case
	Without considering ESG	Company A's ESG score is high	Company B's ESG score is High	Carbon emission of company B is larger
ESG score for Company A	-	35	96	-
ESG score for Company B	-	77	12	-
Total GHG/Sales of Company A	-	-	-	35
Total GHG/Sales of Company B	-	-	-	1131
Company A's expected return $E(R_A)$	0.0545	0.0443	0.0623	0.0535
Company B's expected return $E(R_B)$	0.0599	0.0825	0.0602	0.0275
Company A's expected risk ( $\sigma_A$ )	1.84	1.88	1.76	1.84
Company B's expected risk ( $\sigma_B$ )	1.86	1.78	1.97	1.86
$\alpha$ estimates	0.42	0.56	0.22	0.41

14

CO2 の実際の排出量というのは異なるわけです。ところが、Environment 以外に Social とか、Governance とか、そういうものを全部見てくるとこんなに違った格付け、ポイントになってしまうということになります。

このような格付けのポイントが違う中で、最適な配分をどうするとどうなるかというのが一番下の行に書いてあります。この数字の見方は、企業 A と企業 B に何パーセント位ずつ配分するかということになります。X の欄を見ていただきますと、一番下を見ていただくと 0.56、それから Y の格付け機関で見ると 0.22 と、このようになります。つまり、X の格付け機関に聞けば 56% を B 企業、それから 44% を A 企業。それに対して Y のところに聞いてみると、22% を A 企業、残りの 78% を B 企業というように、格付け機関によってこのポートフォリオの配分が全然違ってきてしまう、こういうのが現状であります。

このようなことになると、よく言われるのは ESG スコアが高ければ株価のパフォーマンスもいいという議論があるわけですがけれども、実際に日本の 7 つの株式の動きを見ていまして、これは 2021 年の毎月の動きを見まして、それがどういう変数によって動いているか、その中に ESG のスコアを入れてみまして、本当に ESG のスコアが高ければ株価のパフォーマンスがいいのだろうかというのを見てみます (図表 12)。

図表 12  
**株価のパフォーマンスとESGスコア**

Table 3: ESG scores and stock return/risk

	Dependent variable : Stock return 2021						
	ESG score						
	bld2021	ble2021	bls2021	blg2021	blep2021	blsp2021	blgp2021
ESG score	0.004*	0.003**	0.002	0.003	-0.000	-0.001	0.001
	(0.051)	(0.046)	(0.330)	(0.161)	(0.939)	(0.577)	(0.264)
Control variabls							
Total asset	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
	(0.796)	(0.932)	(0.831)	(0.758)	(0.700)	(0.718)	(0.795)
ROA	0.008	0.008	0.008	0.007	0.008	0.008	0.008
	(0.211)	(0.186)	(0.223)	(0.244)	(0.213)	(0.220)	(0.244)
Equity ratio	-0.003**	-0.003**	-0.003*	-0.002*	-0.003*	-0.003*	-0.003*
	(0.047)	(0.031)	(0.058)	(0.100)	(0.056)	(0.068)	(0.059)
Constant	0.028	0.138*	0.188**	-0.033	0.280***	0.298***	0.223***
	(0.821)	(0.079)	(0.020)	(0.871)	(0.007)	(0.000)	(0.007)
Observations	223	223	223	223	195	195	195

15

そうしますと，ここで見ていただくと，左の2つの株式に関しては ESG スコアと非常に連動性がある。しかし残りの3番目から7番目までのところは全く関係がないと。このように一部で ESG スコアを見れば，それによって株価のパフォーマンスも関連するのですよとよく言われる人がいるのですが，ここで見ると明らかなように，2つの株式は連動しています。しかし3番目から7番目の株の動きは全く ESG と違った形で株価が動いています。これはなぜこうかというところ，ESG の定義がみんな違うからになります。

先程中空副会長からもお話があって，ご質問にもありました，グリーンボンドというところについて少しお話させていただきたいと思います。

グリーンボンドというのは，ICMA というフランスの International Capital Market Association で，このホームページにいていただきますと，一番最初は 2018 年に基準ができて，昨年 2020 年に少し改定がされました。全部で 10 個の基準がありまして，この 10 の基準を満たしていればグリーンボンド（グリーン債券）を発行していい，というのがヨーロッパの基準であります（図表 13）。

例えば 1 番目は，再生可能エネルギーというところであればグリーンボンドを発行していい。それから効率的なエネルギー消費をする事業に対する債券発行であれば，グリーンボンドを発行していい。10 のところで，今日ちょっ

図表 13

## グリーンボンドによる資金配分の歪みの発生

**現行のグリーン債券基準、以下の10基準を満たしていること(ICMA)。**

- (i) 再生可能エネルギー、(ii) 効率的なエネルギー消費、
- (iii) 公害の防止と抑制、
- (iv) 自然資源や土地利用における環境を配慮した事業、
- (v) 土地や水の生物多様性維持のための事業、
- (vi) クリーンな交通手段、(vii) 持続可能な水利用と汚水処理、
- (viii) 気候変動を防ぐための事業、
- (ix) 循環社会や資源再利用の効率化のための技術開発、
- (x) 国際的に認められた基準のもとでの環境に配慮した建物建設

ある省エネを施された建物は20%のCO2削減のビル、他の建物は30%のCO2削減のビル、いずれもグリーン債券を発行して建設できる状況であり、資金配分を歪めている可能性が存在する。

と申し上げたいのですけれども、建物でも日本でもこれでグリーンボンドが発行されていますけれども、建物の物件できちんとした省エネであればグリーンボンドを発行していい、このようになっています。

一番最初に私が知る限りグリーンボンドが発行されたのは、大手町の省エネのビルでグリーンボンドというのが社債として発行されて、それが売り出されています。それで、その発行したある証券会社の方のところにヒアリングにいきまして、「大手町のビルというのは、何パーセント位 CO2 がカットされているのでしょうか」と聞いたところ、「吉野先生、そんなの厳密にはわかりませんよ。少なくともエレベーターも非常に効率的で、電力の使用量が少ない、それから換気もすごくよくて、そのような意味では電力の使用量はあのビルは完全に素晴らしいビルです」と、それを見た時点でヨーロッパからも OK と言われたということです。

ただ、あるビルは 20% の削減ができる、あるビルは 30% の CO2 の削減ができる、みんなそういうのを全然きちんと知らないでこのようなエレベーターで、このような換気でということ ICMA の方に報告して、そこで認められるとグリーンボンドを発行するということになっています。

そうすると、このグリーンボンドと言っても、あるものは非常にきれいなグリーンボンドをやるし、あるものは大したことはないのですけれどもグリーンボンドと呼ばれていると。ですから現状のグリーンボンドというのも、きちんと CO2 の削減なりに準じて格付けがちゃんとして、そこで金利が決定されない限り、大きくグリーンボンドという形でやはり市場を歪めてしまう。ですからあたかもすごい CO2 の削減であるようにグリーンボンドでいったとしても、実際にはそうでないかもしれないし、めちゃくちゃに色々なグリーンボンドが出ているというのが現状であります。

そうすると、このようなものをどうやってなくしていったらいいだろうかということになります (図表 14)。1 つのやり方は、CO2 の排出量あるいは NOx とかそういう排気ガスの排出量をきちんと測ることによって、Pigou という人が昔言っていたのですけれども、そういうものに課税をしていくという形で、環境課税がきちんとできればそれによって企業の収益率が下がりますから、そして配当が下がる。そうすると株価も下がってくる。それによって市場を通じてきちんとマーケットに知らせることができる。これが元々 18 世紀に Pigou



図表 14

(1)炭素税を課し、同一の税率を全世界的に課すことで、多くの排気ガス等を出している企業のリターン（投資収益率）を低下させる方法により、投資家の資産配分を変更させる方法が、最適資産配分を歪めない方法であること、(2)Greenness（グリーン程度：環境への対応程度）を、廃棄物の排出状況によって細かく定量化し、全世界的に同一のグリーン格付けを行い、排気ガス等の量を公表した格付け制度とすること（Yoshino and Mumtaz [2021]）により、投資家の資産配分を最適な資産選択へと向かわせることが大切であることを説明する。

17

図表 15

#### 4. Eliminating Distortions in Asset Selection by Carbon Taxes

Company A's return after carbon tax:  $\underline{R}_A = R_A - (\text{Carbon Tax } T_A)$

Risks After Carbon Tax:  $\underline{\sigma}_A$

Company B's return after carbon tax:  $\underline{R}_B = R_B - (\text{Carbon Tax } T_B)$

Risk After Carbon Tax:  $\underline{\sigma}_B$

$\tilde{R}_t^A = R_t - T_A$       炭素税引き後のリスクとリターンを  
 $\tilde{R}_t^B = R_t - T_B$       投資家は見ながら資産配分を考える

$$\tilde{R}_t = \tilde{\alpha}_t \tilde{R}_t^A + (1 - \tilde{\alpha}_t) \tilde{R}_t^B$$

$$\tilde{\sigma}_t^2 = \tilde{\alpha}_t^2 (\tilde{\sigma}_t^A)^2 + (1 - \tilde{\alpha}_t)^2 (\tilde{\sigma}_t^B)^2 + 2\tilde{\alpha}_t(1 - \tilde{\alpha}_t)\tilde{\sigma}_t^{AB}$$

18

が言っていたことなのですから、それと同じことがこれにもあてはまると  
 思います。

数式で恐縮なのですが（図表 15）、炭素税というものをきちんと炭素  
 の量を企業ごとに量っていて、そこに税率を掛けて炭素税を掛けます。

そうしますと、リターンがそこで下がってくる、それからリスクもそれによ  
 って変化します。そうすると投資家の人達は、わざわざ ESG とか SDGs とか

そういうことに注意する必要はなく、今まで同じように本当にリターンとリスクを見ながら、それぞれの方々が投資をすればいいということになります。

こういう  $T_A$ ,  $T_B$ と書いてあるのは税を引いて、今までのリターンからその分課税を引いて、税引き後のリターンを見ながら投資家の人達がリスクとリターンを見て投資を続けることが、一番資源の配分を歪めないということになるわけです。

図表 16 ですけれども、縦軸がリターンで、横軸がリスク。これがポートフォリオのフロンティアといわれるもので、そこで皆さんご自分のところを選ぶわけなのです。

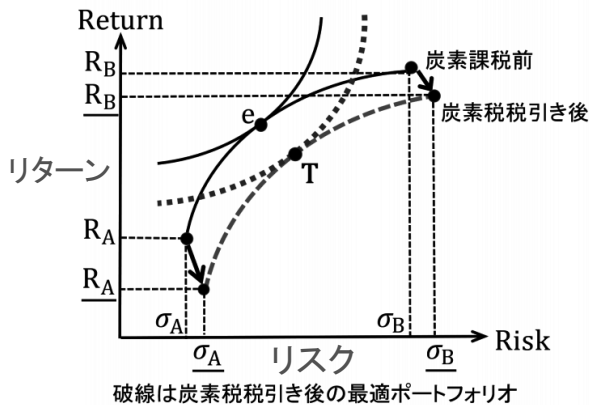
そこで今までは  $R_A$ とか  $R_B$ というリターンだったのですが、そこで税が課されると A 企業のリターンは  $R_A$ バーになる。そしてリスクもこのように変わってくる。それからリターンも少し下がって、リスクも少し上がります。

このように新しい破線のフロンティアというのができて。そうすると投資家の方々は、税引き後のリスクとリターン、これを見ながら、自分の前と同じように投資をしていけばいいと、こういうことになるわけです。

それではこのような炭素というのがちゃんと測れるのかどうかということですが、2つやり方がありまして (図表 17)。サテライト衛星を使って、現在では宇宙のところからどれ位  $CO_2$  が発せられるかを、これはすごくお金がかか

図表 16

図表6 炭素税税引き前と税引き後のリスク/リターンの変化



19

るのですけれども，これで測ることができます。これでいきますと，中小企業に対しても，大企業に対しても全部入れて，それから各家庭に関しても入れてしまうのですね。あの家は夏にちょっと冷房をつけすぎていると，それから冬はちょっと暖かすぎると，こういうのがわかるわけですから，極端に言うと各家庭ごとに違った形で炭素税をかけるということも可能になってくるわけです。すごくお金がかかりますけれども，それは技術的に今可能です。

それから横浜市では，新しい市長の下で各教室にこのような小さなCO<sub>2</sub>を測る計測器を設置しているようであります。これが温度と，それぞれの教室がどの位CO<sub>2</sub>を発しているかということのを毎時間ごとに出してくれるのだそうです。そうすれば，このようなものをきちんと置くことによって，企業なり，それが大企業なり，中小企業なり，家庭内のCO<sub>2</sub>の排出量を測ることができます。そうでありますと，ここで申し上げたような，CO<sub>2</sub>にどの位税率をかけて税を収めるかということがきちんとわかるわけで，炭素税というのはかけることが可能になってきているというようになります。

では次に，このような炭素税を課けたら，先程中空副会長がおっしゃっていたように，環境問題が色々なところに影響することになります。このようなものに対して我々はStructural VARというのですけれども，これを日本の場合にこういう環境問題，あるいは炭素税をかけてエネルギー価格が少し上昇した場

図表 17

### サテライト衛星を用いたCO<sub>2</sub>の計測



横浜市の学校  
各教室のCO<sub>2</sub> 排出量計測



合、どのように経済全体に影響を与えるだろうかということを経算することができます (図表 18)。

1 つはまず炭素税が変わると、家計のところのエネルギーの支出が高くなる。それから企業の方も、大企業、中小企業共にエネルギーの価格が上がる。それが輸出に影響して、それで物価、それから GDP に色々影響してきてしまう。

このようなものが全体の一般均衡と言われるわけですが、これを動学的に解いてみて、現状ではどの位このような炭素税を課すと経済に影響するのだろうかと言うので、これがその結果の一部であります (図表 19)。

ここではちょっと書いていただきたいのですが、右側の一番上が GDP と書いてありますけれども、景気にどの位影響するだろうかということです。それから左側の下のところは、これは消費者物価 (CPI) というのですが、物価にどの位影響するだろうか。

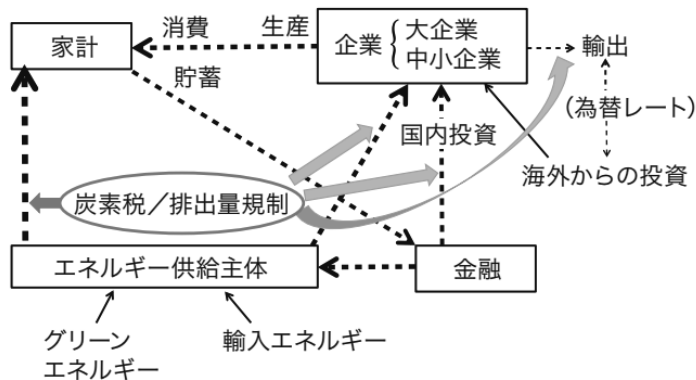
その 2 つをご説明しますと、まず物価に対してはある程度の中長期的には 1.5% 位、1.5% 位物価を引き上げてしまう、こういう結果になります。

それから GDP に関して言いますと、だいたい 1% 位 GDP に影響を及ぼしてしまう。

そうするとこれは何を言っているかという、日本だけでこのような炭素税を課してしまうと、日本の企業、それから日本の家計がみんな困ってしまうと、だから必要なことは、全世界的に同じ税率で、そして炭素税をかけると、これ

図表 18

図表 3 為替変動を含む動学的一般均衡分析の概念図



が一番の理想であります。

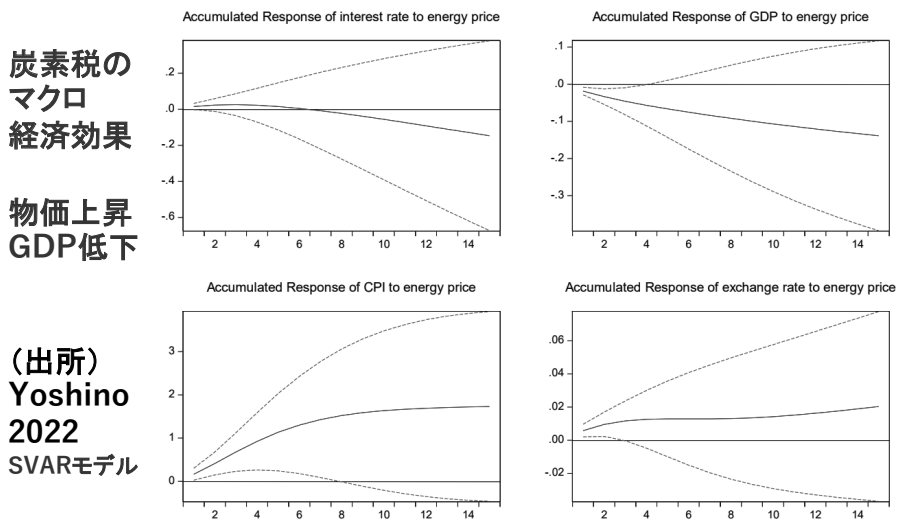
残念ながら G7 の時に日本がそのようなリードをとってくださればよかったのですが、1つの大きな原因はこれをやられては自動車産業とか、鉄鋼とか、ばけがくの化学とか、そのようなところが炭素税をかけられたらたまったものではないということになります。

ではそれを少し和らげるためには、このような理論的には税というのはすごくいいのですが、どうやったらいいのだろうかということで、ネットの環境課税、純環境課税というのを今私は提唱しています（図表 20）。

それはどのようなものかという、ここに CO2 とか NOx とかそのようなものが排出された時に税率をかけて、炭素税をここにかけますが、そこからそれぞれの企業が緑を増やす努力をしていけばその分を差し引いてあげると。このような形で、ネットでやるということです。そうすると、例えば自動車産業なり、ばけがくの化学産業なりがものすごく CO2 を出しているのであれば、先程の中空副会長のように海藻をもっと植えましょう、あるいは緑の木を植えましょう、あるいは洋上発電を自分達でやりましょう、そのような形でグリーン（緑）を増やす努力を増やしていくことになります。

現在、この緑を増やす努力というのは色々な企業がやっています、そこに何もベネフィットがないですから、重要なのだ、重要なのだと言いながらなか

図表 19



なかこれが進まないわけです。

ですから、このようにネットの Tax にして、そうすると企業の方々が緑を増やす、そのようなことをやればその分だけ自分の税金が減りますよと、税の支出が減りますよとこういう形にすれば、もっとこのグリーンの部分が出てくると思います。

特に日本の場合、先程中空副会長がおっしゃったように、海に囲まれていまして、日本は太陽発電もいいのですけれどもそんなに太陽が強いわけではない。風力発電もヨーロッパと比べればそんなに強くない。一番できるのが洋上発電なわけですね。波は毎日くるわけです。秋田ではそれをやっていますし、東北の大震災の後波を使いながら気仙沼ではこのような波の発電をやり出したということを知っています。

そうだとしますと、こういう形で炭素税は取るけれども、そこで洋上発電もしたり、それから海の藻を一生懸命育てるということをしたり、森林を育てる、そのような努力をしたことによってそこからの CO2 の排出量が減ることになる。それに対して純課税にする、あるいはこれに補助金を出してもいいわけですが、そのようなことをすることによって企業が CO2 を減らし、さらにグリーンを増やす努力に対しても税を減らすという形で報いてあげる。このようなことをすることによって、もっと日本の緑の投資というのが増える

図表 20

## Net Tax on GHG (ネット環境課税＝純課税)

$$T_t^A = \frac{t_1(CO_{2t}^A) + t_2(NO_{x_t}^A)}{Y_t^A} - Greenness^A \quad (9) \quad \text{Pigou課税}$$

$$T_t^B = \frac{t_1(CO_{2t}^B) + t_2(NO_{x_t}^B)}{Y_t^B} - Greenness^B \quad (10)$$

炭素税の導入では、企業による緑を増やす等、CO2削減努力は差し引いて課税することが望ましい。全世界で、同一の税率とすることが不可欠

ただし、中小企業や途上国への配慮が必要であるため、大企業や先進国は、当初から一定の税率とし、中小企業と途上国については、最初は低い税率で、徐々に高める

可能性が私はあるというように思っています。

次に Carbon の炭素に関しまして，先程議論がありましたカーボンプライシング，どの位それぞれの 1 単位の CO<sub>2</sub> に関して価格を付けているかというところでもあります。先程お話にあったように，埼玉県と東京都ではこのような価格をつけているわけで，日本では多分この 2 つだけだった。埼玉と東京がカーボンプライシングというのを発表しています。

ところが，図表 21 をずっと見ていただくと，同じ CO<sub>2</sub> の発出の歳出に対して全然プライシングが違うわけです。こんなにプライシングが違ったら，全然上手くいかないはずで。そうするとある国は非常に重視する，スウェーデンなどはものすごいですけれども，そうするとシンガポールというのは日本よりちょっと低い位，それから中国の北京が 4 位で，日本の東京都埼玉が 5 とか 6 と，このような形であります。

このようにカーボンプライシングというのがこんなに違くと，やはり先程申し上げたように，国によって全然それに対する配慮が違ってきてしまう。ですからここも本当は統一しなければいけないのですけれども，カーボンプライシングは非常に難しいので，先程申し上げましたように，同じ税率で全世界的にかけていくという，そのほうが私はいいと思います。それこそが G20 とか，G7 で議論してほしかった内容であります。

図表 21

図表 1 世界各地域のカーボンプライシング  
(2021年4月1日、世界銀行資料)

国名・地域名・都市名	カーボンプライシング (USD / tCO <sub>2</sub> )
Sweden	137
Switzerland	101
Finland	73 ~ 62
Norway	69 ~ 64
Canada	32
Germany	29
Spain	18
Shanghai	6
Saitama	5
Tokyo	5
Beijing	4
Singapore	4
Kazakhstan	1

(出所) World Bank [2021] を基に筆者作成

24

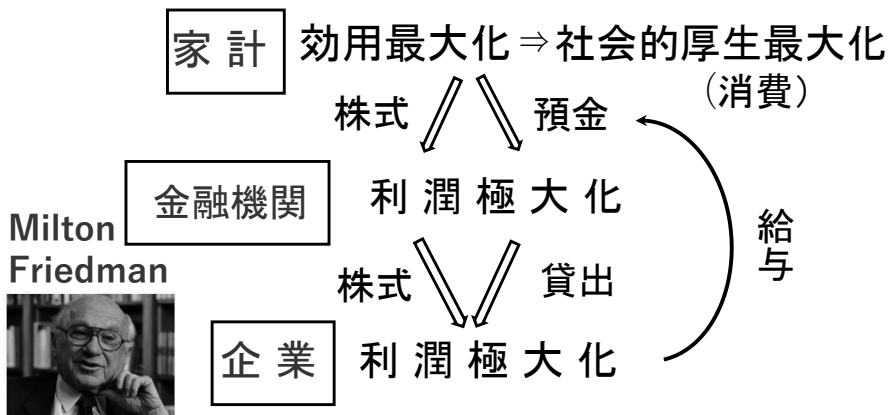
このようなことで、経済学者に少し色々理論的なお話をさせていただきたいと思うのですけれども。従来の経済学というのは、あまりこのような ESG とか、インパクト投資とか、環境というのは考えなくていい時代でした。

一番の典型が、お聞きになった方もおられるかもしれませんが、Milton Friedman というシカゴ大学の有名な先生がおられて、この方はマネタリストといわれるのですけれども (図表 22)。一切そういう環境問題なんか気にしないでいいと、家計は自分の消費を最大化して、それによって社会的な厚生を最大にすることを行動しなさい。それから企業は自分の利潤の極大化でやっていきなさい、それで株式市場から資金を調達したり、銀行からの借り入れによって自分の企業で生産をしていきなさい。そして金融機関もそれぞれの資金配分を一番いいところでやりなさい。このようなものが Milton Friedman の時代である。彼は 1960 年代の有名なシカゴの学者でしたから、当時はそんなに今程 CO2 の問題が大きい問題ではなくて、それは外部経済といわれて、その問題はあまり気にしないでいいのだと、それぞれが自分達で一番いいと思うことをやっていれば、資金の配分もよくなるし、家計にとっても一番社会的厚生というの上がるのだと、こういうのが Milton Friedman の意見でした。

簡単に言いますと、一番利潤が上がる企業というのは、株価も高いし、配当も高いはずなのです。そこのところに一番資金がいけば、その企業が沢山成長しますから、日本経済の成長率も高くなるわけです。そうすると、個人の方々

図表 22

## 従来の経済モデル(ESG/インパクト投資なし)





も一番パフォーマンスがいい株式市場に資金を流せば，企業の成長が一番促されるわけで，経済成長率が高くなる。経済成長率が高くなれば，そこで働いている方々の給料が上がって，給料が個人の家計の方に戻ってきます。それからそのようなところに株式で運用すれば，配当も上がるし，それからキャピタルゲインも将来高くなるので，個人にとってもいい，このような形になります。それから金融機関としても，一番収益が上がる企業にお金を出せば銀行の利潤も増えるわけです。

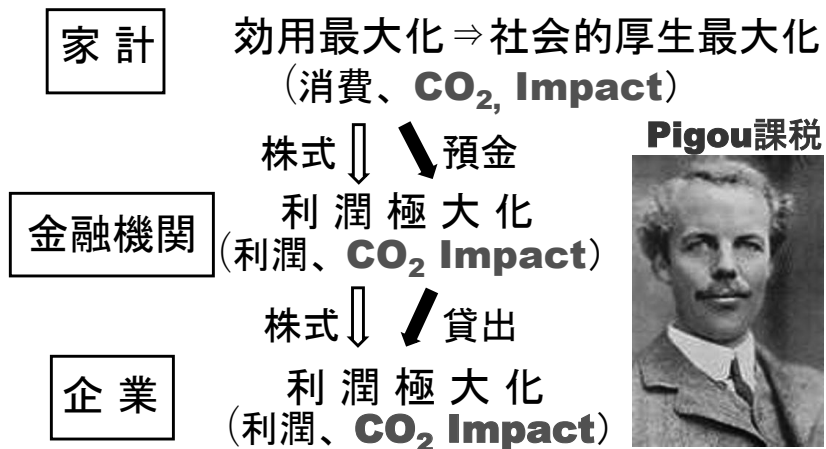
このように Milton Friedman の当時の状況では，一切そんな環境問題とか，ESG ということは考えずに，それぞれが一番いいと思うことをやっていれば，それによって資金配分が最も効率化して，経済の一番社会的な厚生が最大になりますよと，このようなものが伝統的な経済だったのです。

では現在はどうかということ（図表 23），今までは家計というのは消費とか，貯蓄，これを沢山することによって自分の効用なり社会的厚生というのを最大化する，それから金融機関も利潤，企業も利潤，これを目指していたわけですが，そこに CO<sub>2</sub> というマイナスの外部性，外部不経済ですね，それから Impact というインパクト投資，このようなものが入ってきたわけです。

このような議論に対しては，もう 19 世紀に Pigou という人が議論しています，このような問題は Pigou 課税と彼は言っているのですけれども，CO<sub>2</sub>

図表 23

## 現在の経済モデル(インパクト投資、ESG)



に課税をする，それから Impact あるものに対しては補助金を出す，そういう形でこれを内部化することによって，それぞれの金融機関，企業の行動を変えることが一番いいのだということを彼は言い出していたわけです。

そうすると，この Pigou の議論を今我々の現代に持ってきますと，CO2 を出している CO2 の計測ができるようになってきているわけですから，サテライトでちょっとお金はかかりますけれども，それから各企業に先程の CO2 を測る機械を全部設置することによって，それぞれの中小企業，それからそれぞれの大企業が CO2 をどの位出しているかというのがほぼわかるようになってきた。そうしたら，全世界のところでその CO2 の企業に対する排出量を見て，それに税率をかけて，そして企業の利潤がその分だけ減ってくると，こういう形にすることがいいわけです。

それから Impact の中にはおそらくグリーン（緑）の投資をしている企業，それからその他色々な Impact がありますけれども，そのようなものに対しては補助金を与えてあげる。その補助金を与える時には，CO2 で出てきた課税を回してあげる，税源がないといけませんから。

そうすると，私は炭素税というのは今全世界的に財政赤字が増えてきていて，何らかの形で税収を増やさなくてはならないというのが今全世界で問題になっています。これは途上国も含め。そうだとすると，1つの有力な課税というのは炭素税のような形で，環境課税というのが，これは全世界におそらく皆が反対しない問題なのではないかと思います。

只し，先程も申し上げたように，ネットで課税する。つまり，いいことをやって一生懸命緑を増やそうとしているのであれば，例えばトヨタが海藻を植えるとか，あるいは緑の投資をすとか，CO2 削減に投資をすとか，そのようなことをやってあげればそれを引いてあげると，こういうことをする。ネットの課税をすることによって，今だいぶ出しているけれども，その企業が transition で徐々にこれが減っていくまでの間は，グリーン投資をもっと増やさせると，このようなインセンティブを与えることが必要ではないかと思います。

そのような意味では，私の立場は，金融というのは勿論環境に対して重要なのですけれども，それよりはそれと同時にこのような課税という手段を使って，それで解決していくということがものすごく重要だと思います。只し，日本だ

けがこのようなことをやると，輸出も価格が上がりますから損してしまうので，全世界でこのようなことをしなくてはならない。そのためには，やはり G7 とか G20 でこのようなことを議論しなくてはならないわけです。

せっかくあれだけ環境問題が言われているわけですから，私は今がものすごいチャンスだと思ったのですけれども，残念ながら G7 ではその議論が今回はありませんでした。来年 G20 がブラジルだったと思うのですけれども。ブラジルはアマゾンのところが今非常に問題になっていまして。アマゾンは今のところまだそんなに開発されていないのですけれども，すごい緑が沢山あって，そこが全世界の酸素の供給源になっている。ところがアマゾンの緑が徐々に，徐々に侵食されつつある。ブラジル政府は非常に危惧していました。

ですから，来年 G20 がブラジルで開催されるのですけれども，そのようなことも背景に，ブラジルなどがこのような課税に関して全世界で決めましょうというようなことを言ってくれば非常にいいと私は思っています。

次に今度は，先程中空副会長からもありました，グリーンセントラルバンク，中央銀行のグリーンボンドに関して Marvin King がイングランド銀行の総裁だったので，中央銀行もグリーンボンドというのを買いなさいと，こういうのがヨーロッパにおける一部の動きであります。

ちょっとここで私はまた違う感じを持っていまして。

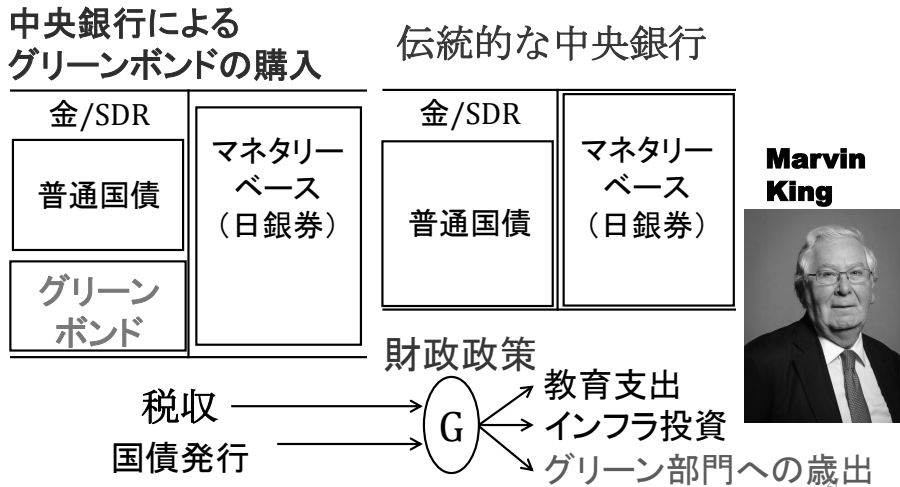
今までの中央銀行というのは図表 24 の右側の形で，お金を沢山作っていました。日本銀行がお金を沢山供給したい時にはどうするかといいますと，市中から国債を購入します。市中から国債を購入すると，それに対してお金を中央銀行が発行して流通するようにする。これがマネーサプライの一番典型的なやり方です。

伝統的な中央銀行というのは普通の国債を買うと，そしてそれを買うことによって日銀券というマネタリーベースを増やす，これが伝統的な中央銀行でした。

これに対して Mark Carney とか Marvin King は，中央銀行はグリーンボンドも買うことによって，グリーン部門にお金を配分しなさいと。これが中央銀行に対する現在一部の人達が言っていることであります。

そうしますと，財政政策と金融政策の区別がなくなってくるということを 1 つ申し上げたいと思います。このように資金の配分というのは，これは財政が

図表 24



政治家によって毎年決めていたことであります。財政政策というのは、グリーン部門にどの位歳出するか、教育にどの位歳出するか、インフラにどの位歳出するか、このようなことを決めるのが財政政策でした。

そして財政はこのような歳出を賄うために税でお金を集めて、足りなければ国債を発行して、これは普通国債を発行していたわけでありまして。その国債の普通国債の一部を中央銀行が買って、それでマネーサプライを増やす、これが財政と金融の役割で、金融政策というのはまさに全体のお金の量を調節することによって景気を上手くスムーズに動かすと、これが中央銀行の役割であり、どのようなところに支出をするかというのは財政の役割であり、それは政治が決めることであると、こういうことなのですね。

ところが図表 24 の左のように、中央銀行はグリーンボンドを買うということは、この部分だけグリーンセクターにお金が行くということになります。ということは、財政で決めたグリーン部門への歳出以上にこの部分だけ余分に中央銀行はある部門に資金を流すということになるわけです。

そうすると中央銀行というのは、例えば教育ボンドというのが出た場合には、教育ボンドを買うのだろうか。既に今インフラボンドというのがありまして、途上国では鉄道とか、水道とか、電気のインフラを整備するためにインフラボンドというのも発行しています。そうすると、中央銀行はインフラボンドも買

うのか、あるいは教育ボンドも買うのか、そうするとここのところに色々な種類のボンドが入ってきて、それに対して中央銀行がお金を個別に出しているということになってしまうわけです。

ですから私は中央銀行というのはやはりマネーサプライ全体をコントロールすべきであって、勿論グリーンというのは重要なのですが、それは税でやったり、あるいは政府の歳出で配分を決めることによって、中央銀行というのは普通国債をやはり買い続けるべきで、あまりここに入ってきてしまうと中央銀行が財政の資金配分に影響を与えることになってしまうというように考えます。

実はこれを去年の12月にフィリピンの中央銀行の国際会議で、フィリピンの中央銀行もグリーンボンドを買おうとしているので、それを申し上げたところ、フィリピンの中央銀行の総裁はベンジャミン・ディオクノといったのですが、私のアメリカの1年先輩でちょっと数学ができない人で、私は試験の時によく教えてあげていたものですから、フィリピンに行くと彼に電話すると必ず私のところに会いに来てくれまして、ある時ホテルまで来てくれたのですね、そうしたら、中央銀行の総裁が私にペコペコ挨拶しているものですから、その次の日からボーイさんが私に丁寧に挨拶してくれるようになりました。

彼がグリーンボンドのことをやろうとしているので、「お前、グリーンボンドは止めたほうがいいよ」といったら、よくわかったと、でも、フィリピン中央銀行は少しだけ買っておくと。それでそれをうんと大きく宣伝して、あまり沢山やらないようにするのだったらいいかというから、それだったらいいですよ。ですから本当にグリーンボンドを沢山買ってやろうとしたら、それは資金配分を歪めることになりますよということを申し上げました。

その時ちょうどMITのある学者の方が来られていて、全く私のが正しいのではないかといってくれたので。それ以降、自信を持ってグリーンボンドを中央銀行が少し買うのはいいですよ、只し本当にそれで真剣になってグリーンボンドを沢山買いたすと、財政の資金配分に中央銀行が口出しをしてきて、ここに沢山お金が入ってしまうので、それは資金配分を歪めてしまうことになるのではないかということです。

それから次は大企業と中小企業、ここでもだいぶ違っています（図表25）。大企業の場合には資金の調達には株式市場、社債市場、銀行借り入れ、大きく分

けるとこのような 3 つの市場からくるわけです。

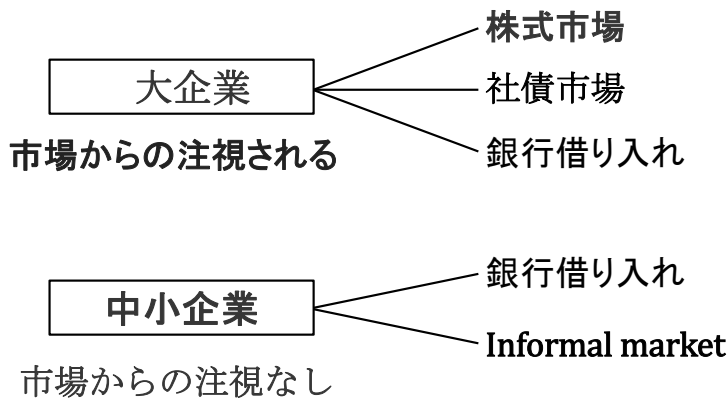
そうしますと、株式市場あるいは社債市場は投資家の方々の目が入ります。それから銀行借入れの場合にも、大きな企業に対しては銀行は、やはりその大企業の行動というものを見ることになるわけです。つまり大企業の方は、市場の投資家からきちんと注視されていると、こういうところですけども。

中小企業の場合には、銀行借入れ、あるいは自己資金、あるいは Informal market と言われるのですけれども、そこだけからの資金で、中小企業は株式の発行もないですし、社債の発行もないわけで、そうするとマーケットから中小企業というのは注視されるということがないわけです。

OECD の研究では、CO<sub>2</sub> の 50% 以上は中小企業が発しているという結果が出ています。そうしますと、大企業だけ一生懸命色々ところで投資家の目があったとしても、その CO<sub>2</sub> の排出は 50% 弱でありますから、そうする本来であれば 50% 以上出している中小企業もきちんと見ていかないといけない。それが完全にできていないわけであります。

そうすると、これに対して私の先程の炭素税のような課税をすることによって、中小企業もあまりにも CO<sub>2</sub> を出していればその分だけ課税が増えますから、税金が増えますから、中小企業も「これは困ったな」ということで、中小企業の方ももっと真剣になるのではないかと。現状では中小企業の方々は、我々は大企業と違ってそんなにお金はないよと。ですから CO<sub>2</sub> は勿論重要だとい

図表 25



うことはわかっているけれども，そんなに投資ができないのだと，こういうことですが。そうすると，中小企業に対しても課税をするということによって，ある程度認識が深まるのではないかと。

只し，税率を transition で徐々に，徐々に上げていくことによって，中小企業に対しても課税の負担を増やすということ。中小企業に対しては非常に低い税率にすることが最初は必要だと思います。それから途上国に対しても最初は非常に低い税率にして，それで徐々に，徐々に税率を上げていって，最終的には大企業と同じ形にする。そうでないと，中小企業で 50%以上 CO2 を出しているところに，現在，全世界的に一切注目がいっていない。ですからそれをきちんとするためには，やはり私は課税による CO2 への punishment が必要ではないかと思っています。

最後に少し財政の問題と，この炭素税というか，環境税についてお話したいと思います。

コロナの後，色々な国で財政赤字がものすごく増えてきました。図表 26 の数字を見ていただきたいのですが，GDP の何パーセントかというのをこれは示しています。アメリカはもうこれ以上，12 番目がアメリカですが，GDP の 128%ですが，先週，先々週，もうこれ以上国債，財政赤字は増やせないで，ここでもう止めているわけです。ところが日本は上から 2 番

図表 26

## 「国債残高/GDP」比率:Top12か国

1. Venezuela — 350%
2. Japan — 266%
3. Sudan — 259%
4. Greece — 206%
5. Lebanon — 172%
6. Cabo Verde — 157%
7. Italy — 156%
8. Libya — 155%
9. Portugal — 134%
10. Singapore — 131%
11. Bahrain — 128%
12. United States — 128%

29

目ですけれども、今現在で266%ですから、アメリカの2倍以上のGDP比率で国債残高があると、それでも止めるということは今国会では議論されていません。そうすると、アメリカは128%でもうこれ以上止めようという議論になっているわけです。

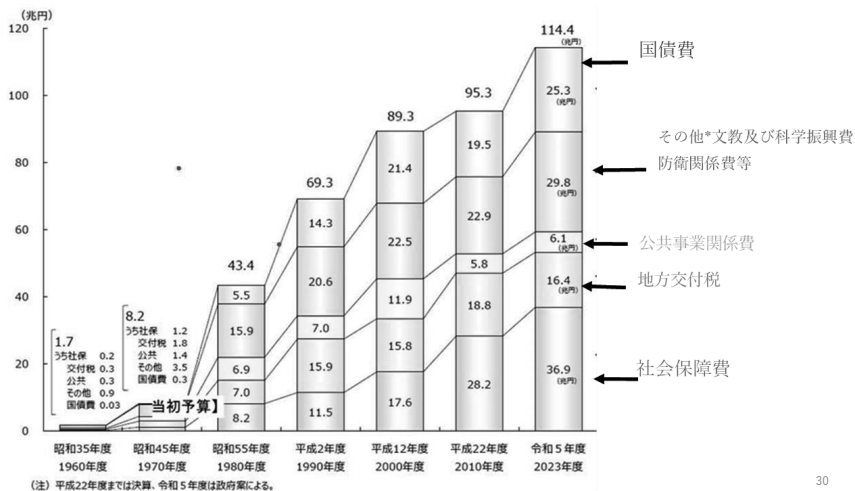
ここには入っていませんけれども、アジアの多くの国で、モンゴルというのはやはり非常に高い債務残高になります。そうすると、今途上国も含めて大きな問題点は、この高くなりすぎた国債をどうやって返していくのかというのが今世界的な議論になっています。

そうしますと、やはり財源が必要なのです。財源として消費税というのは無理ですから、そうだとすると私は環境税という、あるいはCO2 Taxをすることによって、やはり日本の財政赤字に貢献します。炭素税は2050年でネット0が達成されれば2050年までの税金となりますので、その間に環境問題を解決するということができるのであれば、私は炭素税という一時的な税金というのはすごく有効になるのではないかと思います。

最後に財政赤字の問題と、それから金融の問題を触れて終わらせていただきたいと思います(図表27)。

今炭素税の問題を申し上げましたけれども、日本の歳出の中で何が一番増えているかと言いますと、社会保障費です。少し小さいですけども、ここがも

図表27





のすごく増えているわけです。これはやはり高齢化社会の中で，社会保障費がすごく伸びているということになります。それで教育費などは，ほとんど伸びておりません。それから公共事業なども随分減ってきております。それから地方交付税というのは地方への補助金ですけれども，ここもあまり変わっていません。日本の財政の中で一番増えているのは社会保障費でありまして，これをいかに増やさないようにするかということが日本の財政にとっては一番重要になってきています。これもまた後で，どうしたらいいかということでもあります。

図表 28 はギリシャと日本を比較したものですけれども，よく一般の方から聞かれるのは，日本の財政は大丈夫なのでしょうかと，日本は破綻しないのでしょうかということをよく聞かれます。

皆さんご承知のように，ギリシャは破綻しました。ギリシャの国債の残高は4番目ですけれども，206%です。ここで破綻しました。それからイタリアも危ないのではないかとよく言われますが，156%で日本よりも低い国債 GDP 残高比率で破綻に至っています。

では，なぜ日本は今まで破綻しなかったかというのは，この2つの表からご説明できると思います。まず図表 28 の左側がギリシャで，2012年にギリシャが破綻しましたけれども，2012年の状況の国債を誰が持っているかというところです。ギリシャの場合には，外国人が2/3の国債をギリシャの場合には持っています，1/3しか国内の人が持っていない。

図表 28

表 1 ギリシャと日本の国債需要

ギリシャの国債保有内訳 (2012年11月)

保有者	%
EFSF (欧州金融安定ファシリティ)	25%
ユーロ圏バイラテラル・ローン	18%
Foreign MFIs	10%
Greek MFIs	10%
Other Loans & Bonds	10%
IMF	7%
T bills	6%
NCBs	3%
ギリシャ中央銀行	2%

出所：Bloomberg ほか

日本国債の保有内訳 (2012年12月)

保有者	%
日本銀行	9
銀行等	41.4
生保損保等	22.4
公的年金	9.2
年金基金	3.8
海外	6.7
家計	3.8
その他	3.4
一般政府	0.2
財政融資資金	0.1

出所：日本銀行

それに対して日本を見ていただきますと、下から 5 行目、海外が 6.7%。ですからこれ以外の 93.3%は国内が持っているわけです。国債市場が破綻するかどうかの一番重要なところは、誰が持っているかというのがすごく重要なことです。

外国人が持っている場合は、逃げ足がものすごく速いのです。外国人というのは、日本の国債を買おうか、アメリカの国債を買おうか、ヨーロッパの国債を買おうか、そのようにして見ながら毎日動いているわけで、外国人が増えれば増えるほど国債の市場というのは乱高下が激しくなります。

それに対して、日本の国内の金融機関とか年金は、円で集めたお金で、円で国債を買っていますから、安定的なのです。ですから、為替のリスクはないのでこのように大きくて。これまで日本が安定してきたのは、国内の投資家、あるいは国内の金融機関これが日本の国債を持っていたからであります。

それが一番最近のところ、**図表 29** をご覧いただきますと、これが黒田総裁のときで、すごく大変になってきた時であります。ここを見ていただきますと、日本銀行は今 46.3%、ですから国債の約半分を日本銀行が持っているということになります。

先程の**図表 28** の右を見ていただきますと、2012 年では日本銀行はたった 9%なのです。それで銀行とか、生命保険とか、年金とか、このようなものが日本の国債の大半を持っていました。

図表 29  
日本国債の保有内訳 (2022年12月末)

保有者	%
日本銀行	46.3
銀行等	14.6
生保損保等	17.0
公的年金	3.7
年金基金	2.5
海外	13.8
家計	1.1
その他	0.8
一般政府	0.1

32

ところがこの10年間で2022年では日本銀行が日本の国債の約半分を保有してしまっています。これはなぜこのように日本銀行が保有してきたかといいますと、先程のこれで、マネタリーベースを増やすために国債を沢山買って、この規模をどんどん、どんどん増やして、こちらのマネタリーベースを日本銀行が増やしたから、これだけ増えてきたわけであります。

それで黒田総裁というのはマネタリストでありまして、黒田総裁は日銀の総裁になられる前に、アジア開発銀行の総裁をされていまして、私はアジア開発銀行の研究所というところの所長をしていたものですから、黒田総裁とはよくお会いしていました。

ここからは外には言えない話なのですが、黒田総裁が日銀の総裁になられた次の日に日銀に行って雑談と言いますか、お話ししたところ、黒田総裁は日本銀行が国債を買うことによって、それでマネーサプライを増やしていく。しかしその時彼が言ったのは、構造改革が終わればこんなことはしないというのが、黒田総裁のその時の言葉だったのです。黒田総裁が就任された時には、2~3年はやはり構造改革のとき痛みを伴うから、マネーサプライをどんどん印刷してそれで国債を買うしかない、しかし構造改革が終わればそんな長くこんなことはやりませんよというのが当時の黒田総裁だったのですけれども、構造改革ができなかったため、彼は最後まで国債を買い続けてしまったということになります。

今度の植田総裁ですけれども、先週日銀で会議があった時に、植田総裁も講演されたのですけれども、植田総裁は、これはマーケットの人にはあまり言えないのですけれども、経済学者なのできちんと見ています。それで国会に植田総裁が呼ばれた時も、彼は学者の議論なのでそれで答えるのですね。だから、色々なことを言われるのですけれども、もし理論的に間違っていれば植田総裁はきちんと理論的に、政治家の人がわかるかわからないかは別ですけれども、きちんと答えます。そうすると、これに関してはそれ以上彼らはそんなに議論しませんから質問ができてこない。だからそのような意味では、植田総裁の方が金融政策で自分のやり方をやれると思います。

黒田総裁の方は、黒田総裁は議論はすごいのですけれども、本当はあのような国会での議論の時に理論できちんと説明すればよかったのですけれども、黒田総裁はどうしても財務省ご出身ですから、政治家の方々にわかるような形で

説明してしまっ、それによってある程度マネーサプライを増やさざるを得な  
 かったというようになってきたわけです。

図表 30 が日本銀行のバランスシートというものですけれども、これを見て  
 いただきますといかに大変なことがこの 10 年間で起こったかということがわ  
 かると思います。

一番上が日銀券 (Monetary Base) というもので、155 兆円が 680 兆円、こんな  
 にお金がだぶたぶになったわけです。ですから、4 倍位お金を印刷してしまっ  
 たのです。ここの 2 行目の JGBs と書いてあるのは、Japanese Government  
 Bond で国債です。これだけお金を増やすのに、ほとんど国債の購入でやって  
 きたと。ですから 98 兆円だった国債を 581 兆円まで日銀が持ってしまった。  
 これが先程言った 46.3% も日本銀行が国債を持ってしまうことになった。こ  
 れで大量の国債の発行でも、日本は今まで持ってきたわけでありませう。

しかし、ここに戻ってきた時に、植田総裁になって徐々に徐々に日本銀行の  
 国債保有というのを減少させて、それで金利を正常化させることになると思  
 いますから、これが減ってきた時に、こちらの民間の銀行や生保や年金、こう  
 うところでそういうものを持ち、買うことができるのかどうか、それができな  
 くて海外の人たちが買ってくると、ギリシャと同じように不安定性が出てくる  
 ということになります。

図表 30

**日本銀行の  
 バランスシート  
 2013年と  
 2023年比較**

	Apr 2013 (Actual)	Apr 2023 (Actual)
Monetary Base	<b>155</b>	<b>680</b>
JGBs	<b>98</b>	<b>581</b>
T-Bills	<b>36</b>	<b>5</b>
CP	<b>1.4</b>	<b>2.3</b>
Corporate Bonds	<b>2.9</b>	<b>7.9</b>
ETFs	<b>1.7</b>	<b>37.1</b>
J-REITs	<b>0.13</b>	<b>0.66</b>
Total Assets	<b>175</b>	<b>740</b>

ですから，これから皆さんと我々が注意しなければならないのは，日本銀行が国債保有を徐々に減らしていった時に，きちんと国内でその資金吸収ができるかどうか，その大半をもし海外が買うのだとすると，先程のこのように左側のギリシャになってしまいますから，そうするとちょっとした時に市場がものすごく不安定になってしまいます。ですから，これから金融政策で見なくてはいけないのは，国債の購入者がきちんと日本の国内で保てるのかどうか。そのところに海外がもっともっと入ってくるとすると，不安定になる可能性があるということでもあります。

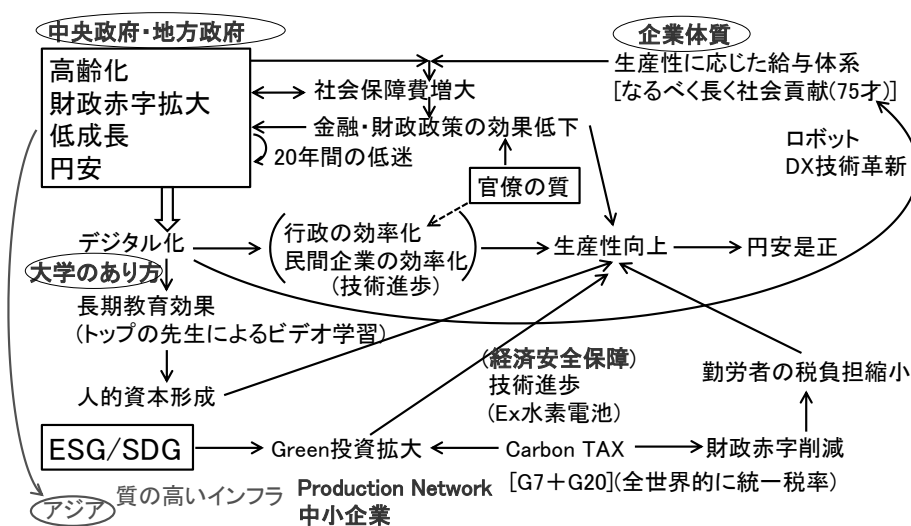
最後に日本経済の問題を，炭素税も含めて，図表 31 の左側の一番上のところですけれども，広い形で私なりにどうやったら日本経済がもっと解決できるだろうかということをお願いしたいと思います。

まず左側の所に，ちょっとずれていますけれども，教育のところでリモート教育，これはトップの先生によるビデオ学習というように書いてありますけれども，私はリモート学習というのはものすごく重要だと思います。

私の家内などは英語を教えていたことがあるので，英語というのは中学 1 年生の最初の先生がすごくいいと，英語が好きになるのだそうです。その先生が悪いと英語は嫌いになってしまう。こういうのが英語らしいです。

そうすると，中学 1 年生の時に最も日本で英語教育が上手い先生は何人か

図表 31



おられるはずなのです。そのような先生がビデオなりで全国の子ども達に教えてあげられれば、ほとんどの子ども達は英語が好きなるはずなのです。そのような意味では、教科ごとにもものすごく上手く教える先生がいるわけで。コロナでわかったことは、そういうリモート教育、ビデオ学習ということができるとがわかったわけで、今中学や高校の子どもさん達はタブレットをほぼ 100% 持っているのです。そうだとすると、私はトップの先生によるビデオの教育、このようなりモート教育というものは、ものすごく重要だと思います。

予備校というのはもう既にこういうことをやっていますので、例えば色々な予備校は、京都と東京で昔は 2 人先生がいたわけですがけれども、今はビデオで良い先生が全部教えるということをやっているのです。そんな予備校にお金を儲けさせる必要はないので、それだったら本当にいい先生がそれぞれの授業をやるわけです。

今現場の先生はものすごく忙しいですから、そうすると自分が得意ではないところのセクションがあれば、そこはこういうビデオで教えていただくと。それで子ども達の横についていて、子ども達がわからなければそこを横から支援してあげる。そうすると、先生達の負担もものすごく軽減されるわけです。

今金融経済教育というのを日本で一生懸命やろうとしているのですけれども、なかなか先生方は金融経済教育が教えられない。ほとんどの高校の先生というのは、預金しかやったことがないわけです。そのような人達がキャピタルマーケットを通してどうやって資金を配分するかというのは、ご自分がやっていないのに教えられるはずがないわけです。

タイで聞いたことは、タイでも金融経済教育を始めたのですが、タイの中学・高校の先生の女性の半分位が多重債務に陥っているのです。それはカードを使いながら色々なものを買ってしまうということです。それでタイの中央銀行の方々が「吉野先生、タイはもっと大変なんですよ。ご自分が多重債務なのに、どうして子ども達に金融経済教育を教えられるのですか」って、そういうことなのです。そうだとしたら、やはり本当にそれを教えられる先生が皆の子ども達に教えてあげれば。今のやり方というのは、一生懸命家庭科の先生の前の日に学習指導を読んで、それで次の日に子ども達に教えるわけですから、わかるわけじゃないですか。そのような意味では、私はビデオ教育というのは長期の人的資本の形成にとって、日本ではすごく必要だと思います。

これをインドの G20 の会議の時に言ったら、インドはこれをやりだしまして、インド全土で良い先生による教育をインド全土でやる。そうすると人的資本の形成になるので、生産性の向上ということになります。

それからもう 1 つは、なるべく長く社会に貢献できるという、これがもう 1 つ私は必要だと思います。日本の場合には 60 歳、65 歳、これで退職してしまうのはもったいないわけで、皆それぞれ優秀な方がもっと社会に貢献できるわけで、それでなるべく長く社会に貢献し続けると。ただし、給与は年功序列ではなくて、例えば 50 歳を過ぎたら生産性に応じた給与にする、そのような形で社会への貢献度をなるべく長くするという必要だと思います。

それから官僚の質、これも私はすごく重要だと思います。特にこれはあまり言われていないのですが、日本の場合はアメリカと日本を比較するというのはすごく多いですね。ところが、アメリカは官僚の力があまり必要ないのです。それはなぜかという、英語で自分でビジネスができるからなのです。ところがドイツとかフランスを見ると、特にフランスは官僚の質がものすごくいいです。シアンスポ (Sciences Po) へ行って、それからエナンへ行って、それから官僚になる、政治家になる。

ドイツもあまり言われていないのですが、アジアを中心にすごく公的な部分が随分入ってきて、それでドイツのボルボとかあのようなドイツの自動車会社が随分出てきてということにして、英語が母国語ではない国民にとっては、私は官と民が一緒に出ていかないと、やはり海外などでは上手くいかない、それから行政というのは上手くいかない。

最後は先程の Carbon Tax (炭素税)、SDG とか ESG、このようなところで Carbon Tax を入れることによって財政赤字を解消して、勤労者の方々の消費税のような負担はかけない。それでそのような形で生産性の向上をさせて、日本経済を動かしていくということが必要だと思います。

それからコロナの後にリモートワークというのが随分出てきましたけれども、ちょっとここには書かなかったのですが、私はリモートワークの継続もものすごく必要だと思います。

これはなぜかといいますと、例えば山梨とか群馬というのは、大体群馬ですと東京まで新幹線で 1 時間ですね、山梨も 70~80 分で急行で行けるわけです。このようなところで、自分の育った地元に戻る、そのような方々が月に何回か、

あるいは週に 1 回だけ通えばいいというリモートワークがどんどん日本でできてくれば、今まで高齢化に見舞われ始めている地方のところにも若い人たちが帰っていくわけです。

その若い人達が帰るときになぜ帰れないかという、教育が心配だというわけです。そうすると、地方に行くと色々教育も心配だというわけですが、トップの先生が教育をして、子ども達がいつでもそれを見られるというようになれば、例えばどうしてもこの数学がわからない、その時に自分の家に帰ってもう一度そこでビデオを見直して聞くことができるということになりますから、そうすると地方にいても本当に一生懸命勉強する子どもさんであれば勉強できるようになります。

リモートワークができれば東京やその近辺の人口密度が下がりますから、そうすると住宅価格も下がって。今家計で一番大変なのは住宅、不動産ですね。そうするとその価格が下がってくれば、その分だけ他に消費ができますから、生活水準も上がる。

アメリカなどは、特に私はニューヨーク州立大学にいましたけれども、今も住宅価格が安いですから、そうすると支出の内の非常に少ない部分で住宅が買えますから、その他の部分が他のものに使える。

そのような意味では、住宅価格が非常に高い日本というのは今までハンディキャップがあったと。それをリモートワークでどんどん、どんどん減らしていく。そうすると地方も高齢者だけではなくて、若い人がきますから、またそこで新しいイノベーションも起こってくるのではないかと思います。

以上が大体私の話で、私は少しアカデミックな立場から色々お話しましたので、中空先生のようなマーケットに直面しているものではないのですが、学者の理論というのはいくつかの点についてご説明させていただきました。ありがとうございました。

**【司会】** 吉野先生、貴重なご講演ありがとうございました。

フロアの皆様からご質問等をお受けしたいと思います。ご質問の際には、ご所属とお名前を先におっしゃっていただくようお願いいたします。

**【質問者 A】** 吉野先生、ありがとうございました。

理論の話なのでアカデミックなところでちょっとお聞きしたいのですが、一



番のポイントは修正版の Pigou 課税を導入するのが一番いいのではないかと  
いうところだと思います。その部分でグリーンネスに努力をしている企業は  
補助金のような形で、そして CO2 とか NOx 出している企業については TAX  
というか Carbon Price をかけてということで、そこで外部経済の内部化という  
こと、それは財政面の直接的なインパクトだと思うのですが、その前の話でリ  
スク/リターンのところ、それがリターンに影響を与える部分がありました  
ので、その部分の相互作用ということがあると思うので、その部分がどうか  
なというのがそこに関する 1 つの質問です。

もう 1 つは ESG のそれぞれの評価ですね、スコアが Bloomberg とか、  
Reuters とか、色々なところで違うと、そこに関していえば Tax Rate をどのよ  
うにするかということも大きなポイントかなということがあります。

かつ、途上国とか、それから中小企業には最初は Transition で低いレート  
を設定して上げていくということになると、その調整が、今 Carbon price がだ  
いぶ違うということもご紹介いただいたので、すごく難しいと思うのですが、そ  
の Tax Rate をどのように調整するかとか、あるいはもっと言えばグリーン  
ネスを頑張っている企業について、どのような形の補助金か、実はそのコストの  
見合いでいえば Tax のほうがいいのかもしいかなというように企業は考えるか  
もしれないので、その辺りをどのように考えればいいのかなということをお  
話していただければと思って質問しました。

**【吉野】** どうもありがとうございます。

まず 2 番目のほうからご説明したいと思います。各企業が一生懸命グリー  
ン投資をしないことによって、現在出している炭素のところを引いてあげると  
いいと。一番いいのはこのネット tax にすることによって、CO2 の何らかの  
排出に対しては税率をかけて、このグリーンネスの effort の部分は CO2 のと  
ころから引いて上げる、そうすると同じ税率になります。多分それが一番良  
いのではないかと思います。ですから補助金といった場合も全くこれと同じで、  
T<sub>1</sub>の部分だけこちらに補助金をあげると。ですから、税で取ってそれでいいこ  
とをしている人には回してあげるとい、そういうのが一番いいと思います。

それからこれがどのように一般銀行で影響を与えるだろうかということであ  
ります。これも今 DSGE モデルというのがあります、そこに私の今考えて  
いる炭素税というのを入れるとこれがどうなるかということなんです。

最初にやったのがこの SVR、これのほうが解きやすいのでこれでやると、物価にも影響しますし、GDP も影響しますし、各企業の行動にも影響するので、この動きというのは全部まさに一般銀行でこのような形で影響してくるといふことで、おっしゃるとおりです。

それで何パーセント位の税率がいいのだろうかというのは、ちょっと今日はまだ求められていないのですけれども、DSGE モデルというのであと 1~2 カ月すれば出せるとは思います。只しその時も評価関数をどのように設定するかによって税率はだいぶ違ってきますので。それから先程おっしゃった transition で何パーセント位にするかというのは、まさに同額分析なので目的関数というものを設定することによって、そこの最適数をずっと見ていくということが必要ですので、まさに経済成長を一番促すのか、それか CO2 の減少というのをどのくらいのウエイトでみるかという、その 2 つの政策目標のウエイトによって違ってくると思います。

それから、企業や何かに先程のリスク/リターンの関係でどうだろうかというお話だったのですけれども、CO2 に対しては課税されて、それからグリーンネスに対してはプラスになりますと、これは内部化されてきますので、企業も家計も金融機関も税引き後の利潤極大化をしていけば元の世界に戻るので、全体の一般均衡が一番最適になるということはおっしゃっています。以上です。どうもありがとうございました。

**【司会】** ありがとうございます。では、前の方に。

**【質問者 B】** 先生の炭素税について、税率はどの位まですれば財政赤字解消になるのかなというのは 1 つあるのですけれども。それではなくて先生の後半の話をお聞きして、やはりどうしても聞いておきたいなというのが 1 つありまして。

総裁が植田総裁に変わりましたよね。それでその辺のお話をなさっていたので、これからの課題として日本の経済に、マーケットということになるかと思っておりますけれども、出口戦略をソフトランディングできるのかどうかというのは、やはり市場課題なのではないかと思っております。

近々、イーロードカーブ・コントロールだとか、マイナス金利を解除すると思っております。ところが、私は去年一番印象的だったのは、円安が 150 円までいったということと、それからヘッジファンドで 10 年もの国債が徹底的に減って

しまうとヘッジファンドをたたきましたよね。それで結果的に12月に黒田総裁が0.5まで10年ものの長期目標を上げましたけれども、あのようなことが今後いわゆる出口戦略を伴いましてヘッジファンドの狙い頃がくるのではないだろうか、あるいは仮に金利が1%あるいは2%という、イールドカーブ・コントロールを解除すればどんどん金利は上がりますから、これだけ国債が600兆あるのであれば、相当な金利負担がかさむわけですから、それだけではなく国債の含み損もありますから、これはひいてはやはり私どもは年金生活者ですから非常にインフレが怖いのですね。ですから、このようなものはソフトランディングできるのかどうかですね、申し訳ないですけどもお二方にちょっとご意見を。どのようなイメージで、我々に害が及ばないような形で出口戦略ができるのか、教えていただきたいと思います。

**【吉野】** 中空副会長の方が、マーケットに関してはご説明が一番いいのだと思うのですけれども。先にお願います、後で私からご説明します。

**【中空】** ありがとうございます。

YCCを含めた撤廃というのは基本的には皆待っているのですけれども、でも待っている割にはないなというのが今の評判ですよ。私も先程吉野先生のお話を聞いていて、植田さんはやりますよというちょっとサポートするような声がありますが、金融界では動かないな、この人はと言われていています。YCCの撤廃、それから日銀の金融の正常化をしていくということは望ましいけれども、できるかというタイミングについては割と今微妙だなというのが正直なところですよ。

なぜ微妙かということ、日本は金利を今から上げなければと言っているけれども、他の国は下げなければという話になってきていて、金利を日本だけが上げ続けることができるかというのが、他の国との相対間で難しくなっているからです。

なので、上げたいという自分達の正常化したいという気持ちとは裏腹に、他の国の動きがそれを許さない可能性があるということと、あとは政府の話。先程先生の話の中にも、政府がとか、財政をあまり一緒にしてはいけないのではないかという話もありましたが、政府から見て日銀はひょっとして政府の一部に見えているのか、金融財政がこれだけ大きい時に金利を上げてはいけないというプレッシャーが私にはあるように見えています。ということで、正しい正

常化、私たちが思う正常化、それから金利を引き上げていくという行動に即座に移れる気がしていないというのが現状ではあります。

ただ、何もしないというわけにはいかないので、この金利を上げていく、YCCは少なくとも撤廃するという動きを発表してくれるのではないかというのは、期待はしています。

ただ、その際にも低金利は死守しなさいといわれると私は思っています。なので、金利が急騰するという話には私はならないと思っています。でもそれは年金生活者だからとおっしゃっていましたが、シニアが増えていくこの国において、本当に脱デフレというのは正しいかどうかというのはあると思っています。インフレ、インフレと言っている、生活者の目線からいったら急速なインフレというのはよくないということだと私は思いますので。

現実とのバランスをとりながら、変なこと、歪なことをできるだけ早急に外していく、だけど金利は低いまま継続するという模範解答を、私は達成するようにしていくのではないかと考えています。

以上です。先生、お願いします。

**【吉野】** 私は学者としての議論と、先週、日本銀行で国際フォーラムがありまして、中央銀行の政策はどうあるべきかという議論で、まさにインフレ目標2%というか、これがものすごく各中央銀行の間では目標とされているわけです。

普通インフレ目標というのは、高いインフレを下にするというインフレ目標というのはあるのですが、インフレの現実が低すぎてそれを高くするというのはあまりやられることがないです。やはりインフレはやはり低い方がいいわけで、黒田総裁がそこをちょっと違った形でやってこられた。

それで、私はマイナス金利というのはなくなると思います。そのような意味では、ールドカーブ・コントロールはなくなると思います。ただしそれでうんと金利を上げるのかというのは、そこは違ったのですけれども、少なくとも国債の市場ではマーケットで上手く動くようになるところで、低金利というのは維持されるかとは思っています。

それでも金利は上がっていくのですけれども、国債は大丈夫かという場合には、国債の満期の年限が6~7年なのですね。ですから、少なくともそこまでは徐々に徐々に影響するので、一般に言われているほどすごいインパクトではな

いので、一番の理想はその6~7年までに上手く構造改革をしていくという、そのようなところが必要です。それがないと、おっしゃるようにブローで金利が高いのは6~7年後には消えているということになります。

**【司会】** はい、すみませんワイヤレスマイクを窓際の方に。

**【質問者C】** お二人方に1問ずつなのですけれども。

吉野先生には炭素税が有効だというお話をされていたのですが、ただ課税のコストというのはどのように考えておられるのか。それでその技術的には個人レベルで課税することは可能だとおっしゃっていたのですが、実際にはそれをやろうとするものすごい徴税、それから一人ひとりの税額を決めるというのはものすごいコストがかかるのではないかという気がするのですが、その辺についてどのようにお考えなのかというのが吉野先生へのご質問です。

それから中空さんには、吉野先生から市場に任せて格付けをしても上手くいかないというお話があったと思うのですが、それは結局皆がバラバラに評価しているので、評価の軸がないから駄目だというようにおっしゃっていたと思うのですが、もし私が正しく吉野先生のご批判を聞いていたら、まだ2015年から10年弱なわけですよ、そのような市場ができて。それが例えば格付けのやり方がだんだん収束して行って、1つになって行って、市場でのきちっとした格付けの基準のようなものができてくるような、何かそのような動きというのがあるのかどうかということについてお伺いしたいです。以上です。

**【吉野】** まず最初の徴税コストを低くするというのはすごく重要だと思います。それで先程のご質問のように、本当にそんな炭素税だけで財政赤字が解決するかって、それはもちろん炭素税だけで解決するものではないので。ただし、それができれば消費税を上げなくなっても、うんと上げる必要はなくなるというのは言えると思いますので。

それで徴税コストを下げることは、やはり電子化ですね。これはインボイス制度も始まっていまして、もし本当に全ての取引が電子になれば、一人ひとりも企業も、全く税務署に行つてどうのこうのしなくていいわけです。すべてどこかでレストランで食べれば、そこも電子的になっていきますから。そのような意味では、私は意味の税のやり方でもっと電子化することが必要で、そのようになるのと各家庭のCO<sub>2</sub>のところは税率もかければいわけですから。電子化というのがものすごく必要だと思います。

おっしゃるように、そのようなところで変な徴税コストがかかってしまったらよくないと思いますね。

**【中空】** ありがとうございます。

ESG のスコア会社なのですけれども、もう雨後の筍のようにできているので、ここが収束するのは難しいというのはそのとおりでと思っています。

ただ、おっしゃっていただいたように、格付け機関もそうだったように、収斂はしてくると思うのです。あとプラス収斂するためには格付け機関は財務省、日本の場合は財務省が指定格付け機関にしている、つまりお墨付きがある。でも今 ESG についてはお墨付きなんてなくて、自由な意見を自由に言っているだけなので、自由な目線というのが許されてしまう。

なので、もし本当にマーケットできちんと ESG のスコアを客観的に使おうというのであれば、私は誰かがお墨付きをつけるべきではないかとは思っています。それが見つからないのだったら、いつまでも言っているだけなので、ということが 1 点と。

格付け機関のつけている格付けは、債務の償還の確からしさを言っていますよね。3~5 年先にお金があるかないかを判定するだけなので、目的がはっきりしていますが、ESG のスコアというのは E を見ているのか、S を見ているのか、G を見ているのかわからないとか、そのバランスとかですね。それをやられてしまうと、客観的な基準というのがなくなることで、事態が改善したり、事態が悪化した時に、やはり目標が変わってしまうので、本当に定石的な ESG の目標というのが作れるかというのが、また次の課題になってしまうと思っています。

ということで、まずはお墨付きができて、それから軸が 1 つになってくれば収斂はすると思いますが、そのような意味では今のところ難しいなと思っています。

以上です。ありがとうございます。

**【司会】** お時間がきたのですけれども、学生さんが今日はかなり参加されていますが、ご質問があった学生さんで、第 1 部でお帰りになった方もいらっしゃったのですが、代替してよろしくお願ひします。

**【質問者 D】** 休み時間中に 3 つ程質問を中空先生に預かっています。1 つ目は本当にパリ協定の温度 2 度が達成できるのかすごい不安だと。それについて

中空さんはどうお思いですかという質問です。

2つ目は、自動車の関係なのですけれども、中国は達成度が69%とかかなり国として色々と政策としてやっている、それからアメリカも色々と成果が出て、先行きのEVの自動車の数字を見ると日本がかなり低くなっていて、すごく不安だと。日本は本当に自動車向けの戦略は政府の方は大丈夫なのかというのが2つ目です。

3つ目は、ダブリンの話で非常に面白くて、これを東京に応用した場合にもある程度計算はできるのかと、この3つです。

**【中空】** ありがとうございます。

1つ目のご質問が今のままで大丈夫かという話ですけれども、駄目だと思います。もうどの計算を見ても、今のままの状態では1.5度目標はおろか、2度は止められないと言われてます。

でも頑張っていないのは日本だけではなくて、世界中そうで。先程のところ、NDCで一番頑張っていないのはカナダですとか、インドですとか、出てきましたけれども、他の国の悪いことをいって自分たちが安心するのも変ですけれども、世界中で頑張りが足りないということと、あとは目標だけ決まっているのですけれども、間のところが決まっていな。例えばEVを作るために使ってしまったエネルギーについては、EVを作ることが潔しになっていて、その途中の出ってしまったエネルギーについては無視しているとかですね。割りと総合的にできているかというのでできていないことが大層なので、今のままでは絶対に無理ですということだけは確かです。

2つ目の話にいきますが、中国とか頑張っている、他の国も頑張っている、日本には戦略があるのかというのはまさにそうで、数日前の経済諮問会議でも戦略がない日本について指摘したのです。

やはりここからのグリーンマーケットで勝つためには戦略しかないと思っっているのですが、何で勝ちたいのか、どの分野だったら日本は強いのかということをお覚して、そこに資金を投下する必要があると思っっているのです。日本の場合は、残念ながら例えばある業界で10社強いところがあると、10社共に少しづつばらまいてしまうので、全然強くなれない。知っっている方は知っっていますけれども、もんじゅみたくに幾つもの良いところにお金は出すのだけれども、皆が集まってしまうので統合的な技術になっていかずに、結局もんじゅは分散

してなくなってしまいましたよね。あれはとてももったいないことで、1 社すごいところにお金をバーンッと 1 兆円、2 兆円、3 兆円、10 兆円とつけることができるかどうかというのが、もう日本の試金石だと私は思っています。

ここでまたお金を分散してちょっとずつに分けてしまうと、力にならないのではないかなと思っていて。そのようなことを考えるストラテジーがなさ過ぎるというのが今の日本だというように思います。中国やアメリカはそれをやってしまうので、だからきちんと動いてしまうのですということです。

3 つ目のダブリンの話は、やはりコンパクトでやりやすいからやった人もダブリンなのでしょうねと思うのと、東京でやれるかというやれないとは思っています。なぜかというと、東京といっても中央の東京のところだと本当に自動車を持つニーズがないというのがあるのと、あとは郊外に行けば行くほど自動車が必要になってくるという状態があるのと、シニア層が多いとやはり元々運転を止めていて、シェアカーにどうしてもなりやすいところで結構地域の差が出てしまって、上手く計測できないのではないかという話は聞いたことがあります。でも、同じことをやることは可能だと思っていて、それでもおそらく適当に私はアカデミアではなくて、アカデミックな方にやっていただきたいと思いますが、減ることは確かでしょう。シェアをすることによって確実に減るので、マイカーの占有率が 98% 減るかどうかは別として、例えば 30% 減るだけでも自動車会社の戦略ってすごい変わってくるよねとは思っています。

その質問をしてくださった方に、是非東京でシミュレーションをしていただけませんかと伝えておいてください。ということで、ありがとうございます。以上です。

**【司会】** お時間になりました。

今日は第 1 部、第 2 部を通じて、特に第 2 部の今の質疑応答では吉野先生、それから中空先生も交えて活発な議論になったこと、大変嬉しく思っています。

お二人の先生にあらためて盛大な拍手をお願いいたします。

〈参考文献〉

Muhammad Zubair Mumtaz and Naoyuki Yoshino (2021) "Green Bond and Global Optimal Portfolio Allocation" **Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance**, Volume 9, 211-223.

ISSN: 2514-4650/doi:10.1108/S2514-465020210000009011

Muhammad Zubair Mumtaz and Naoyuki Yoshino (2023) "Aftermarket performance of green IPOs and



portfolio allocation” **Green Finance**, 5(3): 321–342. DOI: 10.3934/GF.2023013

Yoshino Naoyuki, Farhad Taghizadeh-Hesary and Miyu Otsuka (2021), “Covid-19 and Optimal Portfolio Selection for Investment in Sustainable Development Goals” **Finance Research Letters**, 38 (2021).

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101695>

Yoshino Naoyuki and Tomonori Yuyama (2021) “ESG/Green Investment and Allocation of Portfolio Assets” **Studies of Applied Economics**, 39-3, May 2021 DOI: <http://dx.doi.org/10.25115/eea.v39i3.4628>

吉野直行-湯山智教 (2023), 「米国における ESG 議論の混迷と資産選択の歪み」, 月刊資本市場, No. 455. 2023 年 7 月, PP16-26. <https://www.camri.or.jp/files/libs/1937/202308041351404527.pdf>

(付記) 本研究の一部は，科学研究費補助金，基盤研究 (B)・21H00729 によるものである。

(よしの・なおゆき 慶應義塾大学経済学部名誉教授，東京都立大学経済経営学部特任教授)



# アダム・スミスの言語論： 言語論的モデルの道德

野原 慎 司

## 第1節 はじめに

アダム・スミス（1723-90年）は経済学の創始者とされるが、同時に、道德哲学者であることも今日では広く知られている。スミスの経済学は、彼が構想する道德哲学体系の一部であり、スミスの経済学を知ろうと思えば、その道德哲学的基礎を探究する必要がある。この点が重要なのは、今日では、経済学は独立した分野となっており、なおかつその分野内でも細分化が進んでおり、経済が他の領域とどう関わるかの全体が見えにくくなっているからである。スミスは、経済学の自立化を進める契機になった人物ではあるが、本人は道德哲学体系を終生構想し続けた。実際、スミスは、死の年の1790年に改訂された『道德感情論』第6版で、「私は別の論説で、法と統治の一般的諸原理と、それらが社会のさまざまな時代と時期において経過したさまざまな転換とについて、正義に関することだけではなく、生活行政、公収入、軍備、そのほか法の対象であるすべてのことについても、説明するように努力するつもり」だとする（Smith, 1979, Advertisement; 邦訳（下）、19-20頁）。

そして、スミスの道德哲学体系構想において、スミスはヒュームから大きな影響を受けているというのが通説である。たしかに、スミスの道德哲学体系へのヒュームの影響は多岐にわたる。スミスへのヒュームの影響もよく知られている。

ただ、これまであまり研究で進んでいないヒュームとスミスの関係もある。それは、言語論である。スミスは言語観においてヒュームと異なっている。その相違は、両者の道德哲学の相違につながっている。ヒュームとスミスの道德に

ついでの見方の違いは、少なくとも一部は言語観の違いに由来している。

そもそも、ヒュームの哲学体系には独立した言語論がない。しかし、スミスは独立した言語論を、「諸言語の最初の形成および本源的ならびに複合的諸言語の特質とちがいについての考察」として、1761年に発表し、『道徳感情論』の第3版に収録した。スミスが生前に原稿を焼却したことを考えると、スミスが言語論を公刊したことは重大な意味がある。本稿では、この違いは、ヒュームとの道徳論の違いに関係することを解明する。

スミスにとって言語論が重要であったことは他の根拠もある。スミスは『修辞学・文学講義』をエジンバラで1748年に講義したと考えられているが (Bryce 1983, 7-9), そこには言語論が含まれていた。さらに、1751年には観念の起源をテーマとして講演したとされているが (その内容は分かっていない), それもおそらくは言語起源の問題に関連していた。というのも、スミスにおいて言語起源の問題は観念の発生プロセスと関連するからである。

さらに1755年に、スミスはサミュエル・ジョンソンの英語辞書の批評を行ったが、それがスミスの最初の刊行物であった。この論文は大いに関心を集めたとされている (Bryce 1983, 23)。したがって、初期の段階から、スミスは言語の問題に関心を払ってきたと言えるのである。オテスンもまたスミスが『道徳感情論』を公刊する前から、言語に関心を持ってきた点に着目している (Otteson 2002a, 82-83)。スミスは道徳哲学者であるのみならず、言語哲学者でもあったのである。

加えて、スミスが『言語起源論』を『道徳感情論』の付録として出版したとそれ自体も意味を持つ。スミスは、言語起源の問題が、何かしら道徳の問題と関連していると判断していたことを、それは意味するからである。

スミスの言語論については、オテスンは、スミスが言語を意図せずに形成されるものとみていた点に着目する。この点で、スミス言語論は道徳や経済学とも関連して (Otteson 2002a)。さらに、ランドは、スミスの言語論をルソー、コンデイヤック、モンボドと比較する (Land 1977)。また、ベリーは、スミスの言語論を同時代の文脈で位置付ける。さらに、大島 (2008) は、アダム・スミスの「言語起源論」の動詞への傾斜を、作用因の追求による目的因の実現の出発点と位置付ける。また、篠原はアダム・スミスのレトリック論とコミュニケーションの問題に着目する (篠原 1986)。また、水田はスミスにおける唯名論

(ノミナリズム)の継受を重視する(水田 2014)。

しかし、これら先行研究では、スミスの言語論には、共通利益という考えへの批判的立場が見られるが、共通利益はヒュームの正義論の前提だということが未解明である。ヒュームと異なり、スミスは、「共通利益」のような一般的観念に疑いを持っていた。共通利益は個人のそれぞれの利益が適切に代理されることを前提にする。しかし、スミスはそのことに批判的であった。

ヒュームとスミスは言語観において異なっていたが、それは道徳についての考えの相違につながっていた。そして、スミスにおける道徳観は、言語論的モデルと呼びうるスミスの言語観に基づいていた。スミスの道徳の形成についての見方は、言語の形成についての見方と構造的に類似している。道徳が他人との社会的ルールの共有により発展するように、言語も他人との言葉の共有により言語ルールが生じることにより発展する。この意味で、スミスの道徳は、言語論的モデルとも言えるのである。そして、その言語論的モデルはヒュームの言語論的モデルと異なっている。ヒュームにおいても、黙約概念は、一つには彼独自の言語論的モデルに基づく。しかし、このモデルは、スミスのと異なっている。その相違が、道徳の基礎についての相違につながっていると言いうるだろう。

なお、固有名詞か一般名詞かどちらが先に生じたのかという普遍論争が中世以来戦わされてきた。水田(2014)は、スミスをノミナリズムの系譜、すなわち固有名詞が先に生じて、そこから一般名詞が生じたという立場だったとする。たしかに、スミスは固有名詞を一般名詞に先んじたものとして扱っている。ただ同時に、スミスは、単なるノミナリズムの系譜に収まりきらない。というのも、固有名詞が先か一般名詞が先かという論点には収まりきらない、他人との交流の中からどのように言語が発展するかという点にスミスの関心があるからである。すなわち、言語はそれ自体、社会的接触から生じるのである。すなわち、スミスは、固有名詞か一般名詞が先かという問いよりもむしろ、どのようにして言語は共有されるに至ったのかに関心を持っていたのである。

この論文は、ヒュームとスミスの言語論における違いは道徳哲学の違いと関連することを指摘する。

次節はヒュームの言語論と共通利益論を扱う。道徳のなかでもヒュームは正義を重んじたが、それは共通利益の感覚に基づくとした。しかし、共通利益の

感覚を持つには、一般的言語を媒介していなければならない。その一般的言語により、社会規則の普遍的遵守が確保される。道徳と正義はヒュームにおいて一般的言語を必要とするが、その一般的言語は、個々人の利益を的確に表象しうる。結果として、個人の利益が共通利益表象されてると個人は考えることができる。

第 3 節はヒュームとスミスの言語論における違いを取り扱う。ヒュームが、一般・抽象的言葉が観念を適切に表象すると考えていたのに対して、スミスは近代言語の抽象的で一般的な言葉が関連する観念を適切に表象するとはしていない。それらの言葉は、個別の言葉と、その背景にある個別の観念を表象しているにすぎない。さらに、スミスは、言語がどう発展したかを解明する。言語の一般化と抽象化は、ある言語の他の言語との混合の結果である。言語は別の文化との接触により形成される。この言語論的アプローチは、スミスの道徳論につながる。

第 4 節は、スミスの利己心論を取り扱う。人間の利己心や欲求は、他人とのコミュニケーションにより生み出される。他人がいないと、人は自分の利己心さえわからない。また、コミュニケーションは言語を生み出すものである。コミュニケーションと言語が利己心にとり重要である。言語は他人との交流により生み出されると同時に、自分の利益の感覚も、相互作用により生じるのである。

その上で、第 5 節ではスミスにおける言語と道徳の関係を取り扱う。スミスは、共通の利益という感覚を人々が共有することにより、正義が遵守できるようになるというヒューム説を批判した。スミスは、正義の規則を、個人への関心に基づくとした。他人と経験を共有することができ、その共有から正義の感覚の共有が生じる。

## 第 2 節 ヒュームにおける言語と共通利益

ヒュームは体系的に言語を考察していない。したがって、ヒュームの言語論は確定させることが困難である。しかし、ヒュームは、自己利益と共通利益の関係に関連して言語観を示していた。そして、自己利益と共通利益の問題は道徳の問題にも関連している。

実際、ヒュームの言語論は道德論とも関係していた。そこで、本節では、第1にヒュームにおける道德とはなんであったかを簡単に振り返りたい。その上で、ヒュームにおける道德と言語の問題を取り扱いたい。

ヒュームにおいて、道德は社会形成と関わっている。そして、社会形成は人間の欲求と関連している。人間は、衣食住の基礎的欲求を満たす必要がある。基本的に、他の動物と異なり、人間には無限の欲求がある。そして、その欲求を満たすために他の人を必要とする。そして、人間には利己心のみではなく他者への親愛の情念もある。しかし、「各人は、自分以外のかなるひとりの人物より自分自身を更に愛する。また、他人を愛するさいには、[自己に] 関係ある者や知己に最も大きな愛情を抱く [中略] といえ、情念のこのような対立も」(Hume 2007, 3. 2. 2, 313; 邦訳 (4), 59 頁 (なお、訳文は一部改変した (以下同様)), 所有物についてのいさかいがなければ深刻な対立にはならないであろうとする。すなわち、「心の内的満足と、肉体の外的秀抜と、勤勉ならびに幸運によって獲得した財物の享受」という人間が保持する善福のうち、財物の享受のみ、「他人の暴力にさらされると共に、他人 [の所有物として他人] に転置されることができ、しかも [財物自身は] なんらの損失も変更もこうむることがないのである。然るにまた同時に、財物の量はすべての人の欲望と必要とを補うのに十分でない。それゆえ、これら物財の増進は社会の主要利益であるが、同時にまた、それを所持する上の不安定とその稀少性とは [社会をつくる上での] 主要障害なのである」(Hume 2007, 3. 2. 2, 313; 邦訳 (4), 60 頁)。したがって、所有権の保護が人々を結合し社会を作るのに必要である。自然道德は他人の財産の侵害を促しかねないので、所有権の保護には十分ではない (Hume 2007, 3. 2. 2, 314; 邦訳 (4), 61-62 頁)。

そして、自己利益の感覚は、財産への欲求から生じる。「利益の情念をのぞく他の一切の情念は、容易に抑制されるか、またはこれにふけてもさほど有害な帰結はないか、そのいずれかなのである [中略] 我々自身や我々に極めて近い友だちのために物財や財物を獲得したいという前述の貪欲だけが、あくことを知らなく、恒久的かつ普遍的で、社会を端的に破壊する。この情によって心を湧き立たせられない者はほとんどいない」(Hume 2007, 3. 2. 2, 316; 邦訳 (4), 65 頁)。この自己利益の感覚、すなわち利己心が、個人の主要な動機の一つである。ヒュームにおいて利己心は、財産への自己の利益の感覚としてあっ

た。

加えて、人びとには自然的道徳がある。道徳は利己心のみで導かれるのではない。『道徳原理の研究』で述べているように、想像力により、人びとは、自分達には関係のない遠い国の人の有徳な行いを称賛する。ここで人びとが称賛しているのは、有徳な行為の有用性である。「有用性は快く、我々の是認を引きつける」。ただ、その有用性は、「或る人の利益のためにである。では、誰の利益であるのか。我々の利益のみではない。というのは、我々の是認は、しばしばそれ以上に及ぶからである。したがって、それは是認される性格または行為が役立つ人々の利益であるに相違ない (Hume 1998, 108; 邦訳, 66 頁)。この有用性の感覚は単に利己的なのではない。人々は、自己に関係のない有用性も尊重する。

しかし、この有用性は道徳の維持に十分ではない。道徳は他人への人々の共感を必要とする。人々は、自分や自分の家族の方が見知らぬ人よりも強く共感する。この偏りにより、人々は他人の行動を不公平に判断する (Hume 1998, 115; 邦訳, 77 頁)。この不公平さは他人の財産の侵害を伴う。

したがって、社会の安全の維持には人為的な道徳が必要である。ヒュームが『人間本性論』で言うには、「社会の全成員が結ぶ黙約によって上述のような [不安定な] 物財の所持に安定性を付与し、各人が幸運と勤勉によって獲得できたものを平和に享受させておく、という途である。このようにして各人は、自己が安全に所持できるものを知る」(Hume 2007, 3. 2. 2, 314; 邦訳 (4), 62 頁)。この黙約は、約定ではない。黙約は「単に共通利害の一般的な感である。社会の全成員はこの感を互いに表示し合い、この感に誘致されて、各人の行為を若干の規則によって規制するのである」(Hume 2007, 3. 2. 2, 314; 邦訳 (4), 63 頁)。人々が自然的徳の欠陥から守られるためには、人々は、社会の規則と正義を守ることが、自分の安全をも保証する社会の共通の利益であることを知る必要がある。ヒュームにとって、正義とは、共通の利益の維持としての正義が社会の安全の基礎だということなのであった。

共通利益のこの感覚を獲得する過程は、言語形成の過程と似ている、「もし [私が他人に対して行うのと] 同様に他人が私について行動するとすれば、他人は [他人で]、自己の行為を規制することに似通った利害を感受する」。他人も利己心があることを人が理解するならば、そこから共通の利益が生まれる。



共通利益は、相互に表明された個別の利益からなる。それは社会的利益の共通感覚であり、常識と似ている。この共通利益の感覚の形成過程は言語の形成過程と似ている。共通利益の感覚の共有は、「言語が約定なしに、人間の黙約によって漸次に確立されるのと同様である」(Hume 2007, 3. 2. 2, 315; 邦訳 (4), 64 頁)。

言語の形成のモデルは、ヒュームに黙約のモデルを示すものであったのである。ヒュームの言語論的モデルは、個別の観念(固有名詞)を表す言葉が、人々の間での明瞭な同意なく、自然に一般名詞として共有されることを前提にする。この言語論的モデルにあつては、一般的・抽象的観念は、個別の観念・言葉を適切に表象しうることを前提にする。であるからこそ、ヒュームにあつては、個別の個人の利益は社会的に共通の利益へとうまく表象されうるのである。

個別利害に対して共通利益という一般的単語に関連して、ヒュームは過去の思想家がかかえるジレンマを検討する。ヒュームが述べるには、「抽象観念あるいは一般観念について非常に重大な一つの疑問が先ごろ提起された。すなわち、抽象観念は心がそれを想うとき果たして一般的であるかあるいはまた特殊であるかという疑問である。しかるにこの点に関して一人の偉大な哲学者[バークリー]が一般に認められていた節を論駁して、すべての一般観念は一定の名辞と結びつけられた特殊観念に他ならず、この名辞が自己と結びついた観念に普通より広範な表示範囲を与えて、機に応じて相似の個別観念を思い出させるのである、と主張した」とし、ヒュームはそれに同意する(Hume 2007, 1. 1. 7, 17; 邦訳 (1), 48 頁)。

実際、ジョージ・バークリーはジョン・ロックの言語論を論駁した。ロックは言語が透明な媒体ではないことを認めていた。すなわち、言語は恣意的に観念を表示する。ロックが述べるには、人々は的確に対象と出来事を表示するものとして言語をみなしているが、人々は実際には対象と出来事と言語を恣意的に結びつけている(Lock 1975, 408; 邦訳 (3), 90-91 頁)。物事の実体について人間が知りうるのは、実在的本質ではなく、唯名的な性質にすぎず、それは我々の精神により形成される(Lock 1975, 453; 邦訳 (3), 169 頁)。我々は物事の本質を名づける一方で、物事の実際の特徴をすべて知り得ない。結果として、観念と言語の結びつきは恣意的である。このロックの立場に対して、バークリーが

述べるには、「言葉が一般的となるのは、ある一つの抽象一般観念の記号とされることによるのではなく、いくつかの特殊観念の記号とさせられ、かつ、それら特殊観念のどれをも無差別に心へ示唆することによると思われるのである」(Berkeley 1996, 13; 邦訳, 24 頁)。

ヒュームが賛同したのは、一般観念は個別観念の重要部分を表示するというこのパークリーの解決法であった。この解決法により、ヒュームは、ロック的な言語の非透明性、すなわち、言語が観念を正しく表示しないという見解から逃れたのであった。結果として、ヒュームは、言語それ自体が人間と社会を調べるのに必要だという見解を取らずに済んだのである。したがって、共通利益は個人の特権利益の主要部分を表象するものとヒュームはみなすことができた。

ヒュームは黙約を、共通利益の共有感覚とみて、約定とは見なかったが、それは、ホブズ的な社会契約論の立場に立たなかったことをも意味した。すなわち、明示的な人々の合意が社会建設に必要というホブズの立場ではなかった。ホブズや他の社会契約説の立場に反対して、ヒュームは黙約を、社会の維持の効用についての暗黙の合意とみなした。言語はヒュームに黙約形成のモデルを提供した。

実際、黙約は言語の本質と関係していた。ヒュームが『道徳原理の研究』で述べるには、「各人の利益は彼自身に特有なものである。したがって、一般的言語は一般的用途のために形成されるのであるから、より一般的なある観点から形造られるに相違ない。そして共同体の一般的利益から発生する感情に応じて、賞賛または非難の形容語を添えるに相違ない」(Hume 1998, 115-116; 邦訳, 79 頁)。「一般的言語」は固有名詞に対する一般名詞を意味した。ヒュームにとって、共通利益の感覚は個別の利益を適切に表象しうるものであった。

この点で、ヒュームはロックと異なっている。ロックは一般的言語を精神の産物とした。したがって、それらは観念を恣意的に表象する。ロックと異なり、ヒュームは、言語は観念を自然に表すのであり、恣意的ではないとした。言語の本質についてのこの見方は、暗黙のうちに一般的正義は一般的言語を必要とするという見方につながる。ヒュームはこの点でロックと異なっていた。

この言語論的前提は、道徳と利己的感情の相違についてのヒュームの見解を考える場合に重要である。「ある人の野心は他の人の野心ではない [中略] しかしある人の人間性は、すべての人の人間性であり、同一の対象が、あらゆる

人間に存在するこの情念に触れるのである」(Hume 1998, 148; 邦訳, 140 頁)。この二つの感情の間の相違はとても大きいので、「言葉がやがてその区別に基づいて形づくられ、人間性から、または一般的有用性およびその反対の考察から生じる」(Hume 1998, 149; 邦訳, 141 頁)。道徳の普遍的・一般的言語は、道徳の普遍的感情を人々が維持するのに必要である。したがって、一般的言語の役割は、一般的感情を反映するだけであり、言語は感情を透明に反映する。

したがって、ヒュームは、道徳の感情と利己的感情の間の自然的相違に対処するために、正義は人為的であらねばならないとした。人間は部分的には利己的である。そして、見知らぬ人よりも仲間により共感する。利己心は社会破壊的でありうる。加えて、大規模社会では、ほとんどの人がお互いに見知らぬ人であり、人々は共通利益の感覚を見失いうる。したがって、共通利益の正義への役割は、社会の安全に必要である。そのために、正義の規則と共通利益は一般的言語とむすびついていなければならない。その一般的言語により、社会規則の普遍的遵守が確保されるのである。道徳と正義はヒュームにおいて一般的言語を必要とする。一般的言語は、個別の利益を的確に表象しうる。結果として、個人の利益が共通利益表象されると個人は考えることができる。

### 第 3 節 ヒュームとスミスの言語観の相違

ヒュームの言語論的モデルの前提はスミスのとは異なっている。

最初に、スミスが言語の問題を重視していたことを検討したい。前述のように、『道徳感情論』の第 1 版出版の前に、「言語起源論」をスミスはおそらく準備していた。1750 年代に、スミスは道徳と同時に言語の問題に取り組んでいた。

1755 年、スミスは、サミュエル・ジョンソンの英語辞書を『エジンバラ・レビュー』で批評した。彼は、その辞書がいかに重要かを説明している。それ以前の英語辞書は、難語や学術用語の説明中心だったのに対して、ジョンソンの辞書は、各英単語のあらゆる意味を網羅しているというのである。その上で、「近代語の辞典が最も高い評価を得ているものは、フランス・アカデミーの辞典とクスルカ・アカデミーの辞典である」(Smith 1755, 232; 邦訳, 288 頁)。この点に関して、スターケンバーグは、「16 世紀まで、フランス語と英語は統一化

された言語ではなかった。それら言語は 17・18 世紀の間に徐々に統一化されたのである。この過程で、1582 年にフィレンツェで設立されたアカデミア・デラ・クルスカの努力と、1635 年にリシュリュー卿が設立したアカデミー・フランセはとりわけ、単一言語の辞典の構造の大きな変化をもたらした」(Sterkenburg 2003, 12) とする。フランス語や英語のような言語は、俗語から公式言語へと変化した。辞書がその変化を加速したのである。スミスが注意を払っているのは、統一的国民言語の確定の重要性である。

しかし、スミスは別の点にも注目する。ジョンソンの辞書には欠陥があるというのである。スミスが述べるには、「一語のもつさまざまな意味はたしかによく収集されている。しかし、それらの語義が一般的な類別に整理されていることはめったになく、またその語が主として表す意味のもとに分類されていることもめったにない。そして、一見同義語にみえる語をはっきり区別するのに十分な配慮が払われていない」(Smith 1755, 232; 邦訳, 289 頁)。

辞書を通じて、ある言語の単語は体系的に分類されるべきであり、類義語と比較されるべきだということである。ここで、スミスは単語を統合する原理に言及している。

スミスは、「but」という単語の用法を述べるときに、この原理に言及している。自分の単語分類法を示すために、「but」の用法を挙げているのである。ジョンソンの辞書では「but」という単語には 18 の定義が示されている (Johnson 1755, “but”)。スミスもまた「but」の定義を 18 個示しており、それらは同じ定義と用例である。そこにスミスの独自性はない。

しかし、スミスはジョンソンとは異なる説明を [but] に付け加えている。スミスが述べるには、

But は反対を表す英語の不変化詞で、反対という一般的な意味のさまざまな変化に応じて、時には副詞の代りをし、時には前置詞、時には接続詞、また時には間投詞の代りをさえるのである。But は四種類の接続詞の役目をする [中略]

五、But はまた分量の副詞としても用いられ、「ただ……だけ (no more than)」と意を表し、ラテン語の *tantum* や英語の *only* とほとんど同義である [中略]

六、But は前置詞としても用いられ、この用法では *except* と同義であり  
[中略]

七、But は、頻繁ではないが、次のような表現では間投詞としても用いられる (Smith 1755, 236-38; 邦訳, 300-305 頁)。

スミスは「*but*」という言葉について、それと結合する単語との関係でどう役割を変えるかに注意しており、その点はジョンソンの辞書にはない。

ロックもまた「*but*」を不変化詞として述べている。ロックがいうには、「心にある観念の名前であることばのほか、たくさんの他のことばがあって、心が観念もしくは命題を相互に結合することを意味するのに使われている。いったい、心はその思想を他人に伝達するにあたって、そのさい心の前にある観念の記号を必要とするだけでなく、そのときそうした観念に関係する心自身のある特定の活動を明示あるいは暗示する他の記号も必要とする [中略] 心が一つの連続した推理ないし説述で接合する各種の肯定否定をどんなに結合するか、これを意味表示することばは一般的に不変化詞と呼ばれ、よい文体の明晰さと美しさは事さらとりわけ不変化詞の正しいつかい方に存する」(Locke 1975, 471; 邦訳 (3), 201 頁)。

すなわち、ロックの考えでは、それぞれの単語はそれぞれの観念を表象する。しかし、言語コミュニケーションにはそれで十分ではない。異なる単語を統合することがコミュニケーションにも推理にも必要である。コミュニケーションと推理において、人々はある単語を別の単語と結合する。単語の結合は観念の連続となり、それは一貫した推測になる。人々は観念を表象する単語の結合で一貫して考えることができる。しかし、単語の結合には不変化詞が必要である。ロックはその例として「*but*」の単語を示し、5つの定義をしている。観念と単語の結合は推測と思考に必要である。ロックは、文法学者が単語を結合する不変化詞を無視していると述べる (Locke 1975, 472-73; 邦訳 (3), 202-204 頁)。この点はスミスも同じであった。ロックはスミスにこの点で影響していた。しかし、ロックは「*but*」について短く説明したに過ぎないが、スミスは不変化詞としての「*but*」に、文脈で単語をつなげる際の役割が変わるものとしてさまざまな定義を付した。スミスは言語を、観念を担保に世界の事物を分類するシステムとして、すなわち、自然の言語的分類として見ていた。

1761 年の「言語起源論」で、スミスはこのシステムがどのように形成されたのか、言語の結合の発展の検討を通じて人々がどのように言語を共有するに至ったのかを探究した。

まず、スミスはある仮定から言語形成を論じる。「ふたりの未開人が、話すことをこれまでまったく教えられたことがなく、人びとの諸社会から遠くはなれて育てられたとすると、ふたりは自然に、かれらが一定の諸対象をしめそうと意図するときにはいつでも一定の音を発することによって、かれらの相互的な要求を相手にわからせるような努力をするための、言語を形成しはじめただろう」(Smith 1761, 203; 邦訳 (下), 403 頁)。言語はさまざまな人の相互作用により形成される。異なる人のコミュニケーションが言語形成の最初の機会である。言語はある特定の社会の中で開始されたとするのではなく、さまざまな個人の相互作用で開始されるとする。

ここでは、言語形成により、一般的抽象言語も形成される。最初人々は特定の対象に特定の名前をつけた。人々が異なる対象の間に類似性を発見すると、それらに同じ名前をつけた (Smith 1761, 204; 邦訳 (下), 403-404 頁)。

こうして、スミスにあっては、水田 (2014) の言うように固有名詞が一般名詞より先行しているという意味でのノミナリズムの系譜に属するが、スミスは狭い意味でのノミナリズムの系譜には収まりきれない問いを追求する。おそらくはコンディヤック (1714-80) の『人間認識起源論』に示唆を受けつつ、スミスは、人間がどのようにして言語を共有するようになるかを問う。すなわち、スミスは、固有名詞か一般名詞かどちらが先かという問いよりも、言語はどのように人々の間で共有されるに至るのかの過程を追うのである。

そして、言語は、一般化するためには、それぞれの個別の名辞は分類されなければならない。この点はルソーのジレンマに関係する。スミスが述べるには、「この類別と種別の形成については、独創的で雄弁なジュネーヴのルソー氏が、その起源を説明するのに、あのようにおおいに当惑しているのである」(Smith 1761, 205; 邦訳 (下), 406-407 頁)。『人間不平等起源論』の中で、ルソーは、社会の最初の未開状態では、個別の言葉から一般的な言葉を形成するために、人々は個別の対象と言葉の間の属性と差異を知らねばならないとした。そうするためには、人々は博物誌や形而上学のような学問を知らねばならないが、両者とも未開人にはわからないものであった (Rousseau 1755, 54-55)。

スミスはこのジレンマを解決する。ある対象と他の対象を比較することにより、人々は個別の言語とは異なる一般的言語を獲得する（この点については、Land 1977, 680 を参照せよ）。こうして固有名詞から一般名詞が誕生する。スミスが述べるには、「人類は生まれながらに、ひとつの対象にたいしてそれに類似したもうひとつの対象の名称を与え、こうして、もとは個体を表現するつもりであったものによって多数者をしめすという性向を、いかに多くもっているかを証明するのである」（Smith 1761, 204; 邦訳（下）、406 頁）。人々は特定の対象の名前を、それと類似した多数の対象につけ、特定の対象の名前を一般化する。分類は単語の一般化を必要とする。

ただ、スミスは一般化のあり方は古代と近代で異なるとして。ギリシャ語やラテン語のような古代語と比べて、英語のような近代語では、前置詞の使用の開始のような、言語の抽象化が進んでいるとする（Smith 1761, 212; 邦訳（下）、420 頁）。

この言語の抽象化は歴史的に生じたものである。ロックと異なり、スミスは、さまざまな名刺や動詞をつなぐ抽象的な言葉の形成の歴史的な形成を追う。スミスは言語自体歴史的に変化したものと考えている。

この言語構造の抽象への変化は、ある言語と他の言語の遭遇により行われる。「言語はおそらく、もしそれが、さまざまな国民の混合によってひきおこされた、いくつかの言語の相互の混合の帰結として、いっそう複雑な構成にならなかったならば、すべての国でひきつづきこの基礎のうえにたっていたらうし、その諸活用、諸変化において単純化されることも決してなかったらう」。二つの国民が征服や移民で混交すると、各国民は他方の言語を学ばざるをえないが、込み入った活用や語尾変化に困惑し、前置詞の使用でそれに代えたであらう」（Smith 1761, 220; 邦訳（下）、437 頁）。

この単純化・抽象化という言葉の変化は、生産の変化とも関係している。「このようにして、言語は、その構成において複雑になっていくのに比例して、その諸基礎と諸原理においては単純になってくるのであり、機械装置にかんしてふつうに生じるのとおなじことが、それにおいても生じてきたのである。すべての機械は、一般に、最初に発明されたときには、それらの原理においてきわめて複雑であって、それらが遂行すべきことを意図されている個々の運動のおのおのについて、個別的な運動の原理があるということが、しばしばある。

ひきつづく改良者たちは、ひとつの原理が、それらの運動のうちのいくつかを生み出すように適用されうることを観察し、こうしてその機械はしだいに、ますます単純なものおとなり、まえより少ない車輪、少ない運動原理をもって、その諸効果を生みだすのである」(Smith 1761, 223; 邦訳 (下), 443-444 頁)。同様にして、言語においても、単純化により、「すべての個別的な事件の表現は、このようにして、まえよりも複雑で面倒なものとなったが、その言語の全体系は、まえよりも首尾一貫したもの、緊密に結合したもの、記憶と理解が容易なものに、なったのである」(Smith 1761, 218; 邦訳 (下), 432 頁)。

それにもかかわらず、スミスは近代言語の抽象的で一般的な言葉が関連する観念を適切に表象しているとは考えなかった。それらの言葉は本当は一般的な言葉ではなく、個別の言葉を表象しているにすぎないのである。言語の一般化と抽象化は、ある言語の他の言語との混合の結果である。言語は別の文化との接触により形成される。このアプローチは、道徳と共通利益についてのスミスの考え方にも表れている。

ヒュームが固有名詞を一般名詞がうまく表象しうることを前提としていたのとは異なり、スミスは、それが、お互いにすでに言葉・観念を共有しているという矛盾があることを見抜く。スミスは、お互いに言葉・観念を共有しないなかで、どのように人々がそれらを共有するかを解こうとする。人々は特定の対象の名前を、それと類似した多数の対象につけ、特定の対象の名前を一般化する。分類は単語の一般化を必要とする。こうして、一般名詞、一般的・抽象的な言葉として、言葉は共有可能となる。スミスにあって、この言語の抽象化は歴史的に生じたものである。ロックと異なり、スミスは、さまざまな名刺や動詞をつなぐ抽象的な言葉の形成の歴史的形成を追う。スミスは言語自体歴史的に変化したものと考えている。スミスの言語論的モデルは進化論的アプローチである。すなわち、ヒュームのように、変化しない個別・一般の言葉を前提にするのではなく、個別・一般の言葉も変化しうるものであり、変化の過程で言葉は共有されるに至ると考えるのである。

#### 第 4 節 スミスの利己心

スミスの一般的言語への普遍性への疑いは、道徳と共通利益についてのスミ



スに意見にも影響している。そのことを次節で述べる前に、本節では、スミスの社会観の基本である利己心についての見方について説明したい。

スミスにとって、基本的に、人間は自己中心的である（この点は、Griswold 1999, 81 を参照せよ）。『道德感情論』で共感 sympathy を説明するとき、スミスはそれが利己的ではないとした。人間は自分の利益には関係なくとも、他人に共感する。しかし、その際、人間は、他人のうちで自分や自分に近い家族や仲間を見知らぬ人よりも優先的に共感する。さらに、人は、他国の人よりも自国の人を優先的に共感する。すなわち、人間には、自分の利益の優先という意味での利己性とは別の次元の道德原理（=共感）が存在するとしても、そのことは人間の見方が自分やその仲間に偏っているという意味での主観的な自己中心性を持たないという意味ではなかった。

じっさい、スミスは、「人類の、かれら自身の行動の適宜性についての見方は、行為のときでもそのあとでも、ともにこのように一方的であり、そして、かれらにとっては、それを、だれでも利害関心のない観察者が、考察するだろうような見方で見るとは、このように困難なのである」（Smith 1979, III. 4. 5, 159; 邦訳（上）、327 頁）。人間は、自己中心性により、自分を優先するのである。対して、利己心は、自他の物質的利益の存在を前提にしている。利己心は損得に関係している。

では、利己心とは何か。利己心は、他人との相互作用により形成されるものであり、「もし人間という被造物が、ある孤独な場所で、かれ自身の種となんの交通もなしに成長して、成年に達することが可能であったとすれば、かれは、かれ自身の顔の美醜についてとおなじく、かれ自身の性格について、かれ自身の諸感情と行動の適宜性または欠陥について、かれ自身の精神の美醜について、考えることができないだろう」（Smith 1998, III. 1. 3, 110; 邦訳（上）、293 頁）。その上で、スミスは、「天がひどい不機嫌から野心をあたえておいた貧乏な人の息子は、周囲を見まわしはじめたとき、富裕な人びとの状態に感嘆する」。こうして、富裕な人の幸福な暮らしを想像して、その獲得に生涯をささげる（Smith 1998, IV. 1. 8, 181; 邦訳（下）、16 頁）。

しかし、それは、病気になるとむなしいものであることがわかるものである。しかしながら、人は元気なときには、それらの欲求を追求する。これは欺瞞であるが、それにより勤労が行われ、社会が改善するのでスミスはそれでよいと

する。「自然がこのようにしてわれわれをだますのは、いいことである。人類の勤労をかきたて、継続的に運動させておくのは、この欺瞞である」(Smith 1998, IV. 1. 183; 邦訳 (下), 22 頁)。いわゆる欺瞞理論である。こうして、利己心は、他人がいるから存在しうるものである。他人とのコミュニケーションがないと、人は、飢餓のような自然的欲求が満たされた後に残る欲求をもつことができない。人間の利己心やそれに関連する欲求は、他人とのコミュニケーションにより生み出されるものである。他人がいないと、人は自分の利己心にさえ気づけない。

さらに、コミュニケーションは、思考について反省する手段、すなわち言語を生み出す。コミュニケーションと言語が利己心の理解の鍵となる。言語は他人との交流により生み出された。同様にして、自分の利益の感覚も、相互作用により生じるのである。利己心は相互主観的基礎である。

## 第 5 節 スミスの共通利益論

この利己心の相互主観的基礎は、スミスが共通利益をどう考えたかを理解する上で鍵となる。

この点は、共通利益の保護としてのヒュームの正義論へのスミスの批判に関連する。ヒュームにとって正義とは社会の共通利益を維持することを目的としていたのに対して、スミスは人びとが実際に共通利益の感覚を持ちうるのかについて疑問をもつ。スミスが述べるには、

双方のばあいには、それを構成するさまざまな個人にたいしてわれわれが感じる個別的な顧慮から、集団にたいするわれわれの顧慮が合成され、つくりあげられる [中略] ひとりの人が侵害されたり破滅させられたりするばあいには、われわれがかれらにたいしてなされた悪事について処罰を要求するのは、社会の一般的利害への関心からであるよりも、侵害をうけたまさにその個人への関心からなのである [中略] いま必要とされている関心は、われわれが各人にたいして、たんにかれがわれわれの同胞被造物であるという理由でもつ一般的同胞感情以上のものではない (Smith 1998, II. ii. 3. 10, 89-90; 邦訳 (上), 232 頁)。

スミスは、共通利益の人々による共有に基づくヒュームの正義の見方を批判しているのである。

その代わり、スミスにおいて正義は共通利益に基づくのではなく、個人への関心に基づく。利己心が他人の存在を前提としており、何かを得るには、他人と直面する必要がある。たしかに、利己心は社会破壊的となりうることをスミスは認める。人は普遍的正義よりも自分の利益を優先しうる。

しかし、対応策もある。共感の結果として正義の感覚は観察者によってもたらされうる。人々は個別の事件や人を見たとき、共感する。共感により、人は他人の行動を是認または否認する。これを繰り返し行うことで、他人が是認し否認するのは何かを理解するようになるのである。しかし、それには制限がある。われわれは、他人の感情を、自分の感情を通じて想像する。人間は自分以外の人の感情や内面を本当には理解しない (Smith 1998, I. i. 3. 10, 19; 邦訳 (上), 50 頁)。

この観察者は、個別の出来事について、それが適切だったかどうかを判断する。観察者の視点から、正義の規則の共有が生じる。繰り返し、他人の行動を観察することで、人は正義の感覚、すなわち、何をしてもよく、何をしてはいけなかの感覚を他人と共有するようになる。こうして、正義の一般的規則が形成される。この一般的規則は、共通利益ではなく、自分のうちなる観察者の視点から獲得される (Smith 1998, III. 4. 7, 159; 邦訳 (上), 328-329 頁)。例外が許容される他の徳と異なり、正義は厳格であり例外が許容されな。正義は、何をしてもよくて、何をしてはいけなかについての義務の感覚から生じる (Smith 1998, III. 6, 10-11, 175-76; 邦訳 (上), 369-373 頁)。

この一般的正義の規則により、人々は自己中心性の害悪に対応できる。スミスが述べるには、「行動についてのそれらの一般的諸規則は、慣行的な省察によってそれらがわれわれの心のなかに定着させられてしまったときには、われわれの特定の境遇において、なにがなされるのに適切正当であるかについて、自愛心のまちがった表現を匡正するのに、おおいに有用である」 (Smith 1998, III. 4. 12, 160; 邦訳 (上), 332 頁)。この自愛心 self-love により、人は自分を他人よりも優先する。自愛心は、他人の財産を奪うことを優先する動機づけを提供して、他人への侵害を引き起こしうる。一般的規則は、これに対抗する規則を提供し、社会の安全を守ることを可能にする。

さらに、『道徳感情論』の第 2 版で追加され、第 6 版で削除された文章で、スミスが述べるには、「自愛心のもっとも強い衝動にさえ対抗できるのは、人間愛というやさしい力ではなく、自然が人間の心に点じておいて、慈愛の弱い火花ではない。そのようなばあいにはたらくのは、もっと強い力であり、もっと強制的な動機である。それは、理性、原理、良心、胸中の住人、内部の人、われわれの行為の偉大な裁判官にして裁決者である」(Smith 1998, III. 3. 4, 137; 邦訳(上), 314 頁)。

スミスは『道徳感情論』では、人間の利己心の害悪に対して、共感と公平な観察者をその対抗の中心においた。ただ、第 2 版では、他人の評価への依存、単なる観察者視点だけではなく、自己の内部で何が適切かを判断する倫理の核となる原理をスミスは、利己心の害悪に対抗するに必要だとした。この点では、第 6 版『道徳感情論』第 3 部第 2 章では、共感による他人の評価への顧慮とは区別され、自分で自律して何が行動に値するか、値しないかを追求する原理が必要だと考えた。そして、単なる公平な観察者を超えて、「中立的で豊富な知識をもった観察者」(Smith 1998, III. 2. 32, 130; 邦訳(上), 406 頁)が、つねに正しく行動するには必要だと考えた。

このような版による相違があるにせよ、スミスは一貫して、共通の利益という感覚の共有による正義の遵守には疑問を持っていた。スミスにとって、正義の規則は、個人への関心に基づいていた。個別の個人の動機は人間相互の交流から生み出されるものとスミスはしているので、人は他人のことを本当にはわからないにせよ、他人と経験を共有することができ、その共有から正義の感覚の共有が生じる。

このアプローチは、言語についてのスミスの見方にも見られる。異なる諸民族の混交から、言語規則の共有が生じたことスミスはしていた。言語は諸民族の混交でつねに変化するものとしてある。これは道徳も同じである。スミスにとり、道徳・正義の規則は、他人との交流により生み出されるものである。相互主観的であり、時代に応じて変化しうるものである。

## 第 6 節 結論

ヒュームは体系的に言語を考察せず、ヒュームの言語論は確定させることが

困難であるが、ヒュームは、自己利益と共通利益の関係に関連して言語観を示す。そして、自己利益と共通利益の問題は道德の問題にも関連している。ヒュームの言語論は道德論と結びつく。

言語の形成のモデルは、ヒュームに、道德の基礎となる黙約へのモデルを示すものであったのである。ヒュームの言語論的モデルは、個別の観念（固有名詞）を表す言葉が、人々の間での明瞭な同意なく、自然に一般名詞として共有されることを前提にする。この言語論的モデルにあっては、一般的・抽象的観念は、個別の観念・言葉を適切に表象しうることを前提にする。であるからこそ、ヒュームにあっては、個別の個人の利益は社会的に共通の利益へとうまく表象されうるのである。ヒュームにとって、正義は共通利益の共有に基づいていた。共通利益は、一般名詞は固有名詞を表象できるという彼の言語モデルに基づいていた。

ヒュームが固有名詞を一般名詞がうまく表象しうることを前提としていたのに対して、スミスは、そこには、お互いにすでに言葉・観念を共有しているという矛盾があるとする。スミスは、お互いに言葉・観念を共有しないなかで、どのように人々がそれらを共有するかを解明する。人々は特定の対象の名前を、それと類似した多数の対象につけ、特定の対象の名前を一般化する。分類は単語の一般化を必要とする。こうして、一般名詞、一般的・抽象的な言葉として、言葉は共有可能となる。スミスにあって、この言語の抽象化は歴史的である。スミスの言語論的モデルは進化論的アプローチであり、ヒュームのように、変化しない個別・一般の言葉を前提にするのではなく、個別・一般の言葉も変化しうるのであり、変化の過程で言葉は共有されるに至ると考える。

この点は、スミスの利己心についての考え方にも関わる。人間は、自己中心的であり、自分を優先するものである。ただ、その利己心は、他人との相互作用により形成される。もし、人が、他人の存在しないなかで育ったならば、その人は自分とは何かがわからないとする。人の利己心や野心や欲望さえも、他人の存在を前提とする。他人から評価を得たいというのが、人の利己心や野心や欲望の目標である。すなわち、利己心は、他人がいるから存在しうる。他人とのコミュニケーションがないと、人は、自然的欲求以外は持たない。この点はルソーと同じである。しかし、スミスはルソーと違い、他人からの評価欲求としての利己心を完全には否定しない。利己心はむしろ欺瞞であるとは考

えたが、同時に、人間の利己心やそれに関連する欲求は、他人とのコミュニケーションにより生み出されるものである。他人がいないと、人は自分の利己心にさえ気づけない。こうして、他人からの評価欲求を文明社会の害悪につながるものとして否定的に捉えるルソーと異なり、スミスは（それを野心を欺瞞としつつも）、人間は他人がいてあり方が変容するものとして捉え直している。スミスにおいて、他人からの評価欲求が示すのは、人間の共感能力という形で、他人からの共感を求める感情である。それは、さらに人間存在が根源的には他人の存在を前提としているという見方を意味する。

個別の存在は、他人との関わりの中で変容しうる。言語もまた、他人がいて変容し、共有可能なものとなる。これは、道徳の基礎にある正義がどう成り立つかにも関わる。正義は個別の個人や出来事への関心からくる。ただ、この個別の出来事の認識は、人の他人との接触から生み出される。この相互作用により、人は他人と経験を共有する。人が他人の内面を知り得ないのに、正義の共通感覚を持てるのはこのようにしてである。

すなわち、この正義の形成過程は言語形成過程と類似している。言語もまた、他人との言葉の共有により生じる。固有名詞自体、社会的接触から生じ、やがて言語が生じる。この意味で、スミスの道徳は、言語論的モデルとも言えるのである。

#### 参考文献

- Berkeley, George. 1996. *Principles of Human Knowledge in Principles of Human Knowledge and Three Dialogues*, Howard Robinson (ed.), Oxford: Oxford U. P. (大槻春彦訳『人知原理論』, 岩波文庫, 1958年)
- Berry, C. J. 1974. Adam Smith's Consideration on Language, *Journal of the History of Ideas*, 35(1): 130-138.
- Bryce, J. C. 1983. Introduction in Adam Smith, *Lectures on Rhetoric and Belles Lettres*, Oxford: Clarendon Press, 1983.
- Griswold, Jr., Charles L. 1999. *Adam Smith and the virtues of Enlightenment*, Cambridge: Cambridge U. P.
- Hume, David. 1998. *An enquiry concerning the principles of morals*, ed. by Tom. L. Beauchamp, Oxford: Oxford U. P. (渡部峻明訳『道徳原理の研究』, 暫書房, 1993年)
- 2007. *A Treatise of Human Nature*, D. F. Norton and M. J. Norton (eds.), Oxford: Oxford U. P. (大槻春彦訳『人性論』, 岩波文庫, 1948-52年)
- Johnson, Samuel. 1755. *A dictionary of the English language*, London: W. Strahan.
- Land, S. K. 1977. Adam Smith's "Considerations Concerning the First Formation of Languages", *Journal of the History of Ideas*, 38(4): 677-690.
- Locke, J. 1975. *An essay concerning human understanding*, edited with an introduction, critical apparatus and

- glossary by Peter H. Nidditch, Oxford: Clarendon (大槻春彦訳『人間知性論』, 岩波文庫, 1972-77年)
- Otteson, James. 2002a. Adam Smith's First Market: The Development of Language, *History of Philosophy Quarterly*, 19(1): 65-86.
- Rousseau, Jean-Jacques. 1755. *Discours sur l'origine et les fondemens de l'inegalité parmi les hommes*, Amsterdam: Chez Marc Michel Rey.
- Smith A. 1761. *Considerations concerning the First Formation of Languages, and the Different Genius of Original and Compounded Languages*, in J. C. Bryce (ed.), *Lectures on Rhetoric and Belles Lettres*, Oxford: Clarendon Press, 1983 (水田洋訳『道德感情論』, (下), 岩波文庫, 2003年所収)
- 1755. *Review of Johnson's Dictionary*, in W. P. D. Wightman, J. C. Bryce, and I. S. Ross (eds.), *Essays on Philosophical Subjects with Dugald Stewart's Account of Adam Smith*, Oxford: Oxford U. P., 1980. (篠原久・須藤壬章・只腰親和・藤江効子・水田洋・山崎怜訳『アダム・スミス哲学論文集』, 1993年)
- 1979. *The Theory of Moral Sentiments*, D. D. Raphael and A. L. Macfie (eds.), Oxford: Clarendon Press. (水田洋訳『道德感情論』, 岩波文庫, 2003年)。
- Sterkenburg, Piet van. 2003. “‘The’ dictionary: definition and history”, in Piet van Sterkenburg (ed.), *A Practical guide to Lexicography*, Amsterdam and Philadelphia: John Benjamins Publishing Company.
- 大島幸治『アダム・スミスの道德哲学と言語論』, お茶の水書房, 2008年
- 篠原久『アダム・スミスと常識哲学—スコットランド啓蒙思想の研究』, 有斐閣, 1986年
- 水田洋「ノミナリスト アダム・スミス:トマス・ホッブズ(1588-1679)からアダム・スミス(1723-1790)への社会思想史的継承について」, 『日本學士院紀要』, 68(3), 203-248頁

(のはら・しんじ 東京大学大学院経済学研究科准教授)





# アダム・スミスの思想的進化と政府の役割

新 村 聡

## 1 はじめに

本日は、アダム・スミス生誕 300 年記念の講演会でお話をする機会を与えていただきどうもありがとうございます。本日の講演のテーマは、「アダム・スミスの思想的進化と政府の役割」です。政府の役割に関するスミスの思想が、かれの生涯でどのように進化したかについてお話をさせていただきます。

皆さまは、スミスについてどのようなイメージをお持ちでしょうか。スミスの教科書的なイメージは、自由放任、小さな政府、見えざる手、などの言葉に代表される自由主義の経済学者です。しかし実際に『国富論』を手にとって読むと、スミスは、自由放任だけでなく政府介入にもたびたび言及しています。厳密に申しますと、『国富論』には、自由放任と政府介入あるいは小さな政府と大きな政府の二側面が共存しているのです。ではなぜ『国富論』に、このような二側面が共存しているのでしょうか。

この謎を解く手がかりは、スミスの生涯にあります。スミスは、若い頃は、自由放任至上主義でした。ですから、現在一般に普及している自由放任の思想家スミスというイメージは、若い頃のスミスによく当てはまります。しかし成熟したスミス、つまり『国富論』を刊行する頃のスミスは、自由放任だけでなく政府の積極的役割を支持するようになります。本日詳しくお話するように、スミスはさまざまな経験を積み重ねる中で政府についての考え方をしだいに進化させていくのです。

ここでスミスの生涯について簡単にご紹介します。スミスは、1723 年にスコットランドに生まれました。2023 年は生誕 300 年に当たります。スコットランドはイギリスの北方に位置し、東海岸にエジンバラ、西海岸にグラスゴー

という二大都市があります。スミスは、エジンバラの少し北にあるカーコーディーという小さな町に生まれ、小学校を卒業した後、14 歳からグラスゴー大学で学びます。さらに 17 歳からオックスフォード大学で 6 年間学んだ後、スコットランドへ帰ってグラスゴー大学教授となり、道徳哲学という科目を講義しました。

当時、道徳哲学と呼ばれた学問は現在の人文社会科学に相当し、人間と社会について広く考える学問でした。スミスの講義内容は自然神学・倫理学・法学・経済学の 4 部門に大きく分かれていました。かれは、グラスゴー大学で教えていた倫理学の講義をもとにして、1759 年に『道徳感情論』を刊行します。スミスは法学の書物を刊行しませんでした。かれの法学講義に出席していた学生が速記で記録したノートが 2 種類発見されています。それによって、いまではスミスの法学講義を日本語の翻訳でも読めるようになっています。なおスミスの法学講義には、上述した道徳哲学の第 3 部門（狭義の法学）と第 4 部門（経済学）の両方が含まれています。

上述のように、スミスの思想は生涯とともに大きく変化しました。30 歳代にグラスゴー大学で道徳哲学を講義し『道徳感情論』を刊行した若い頃のスミスは、自由放任一元論で小さな政府を支持するオプティミストであり、貧富の格差を容認していました。しかしスミスは、40~50 歳代頃にさまざまな経験をして思索を重ねる中で、1776 年に 52 歳で刊行した『国富論』では、リアリストとして、自由放任と政府介入あるいは小さな政府と大きな政府の二側面の見解を共存させるようになるのです。ただしスミスが『国富論』でリアリストになったと言っても、若い頃のオプティミズムを捨て去ったわけではありません。かれは若い頃のオプティミズムを胸の内に秘めながら、同時に現実のさまざまな問題への対応策をリアリストとして熟考する中で、『国富論』の二面性が成立したのです。

では、スミスは、40 歳代の頃にどのような経験をして、何を考え、『国富論』にたどり着いたのでしょうか。スミスが現実のきびしい問題に直面して、どのように思索を重ねていったのかについて、これからお話ししたいと思います。

重要なポイントは 3 点あります。第 1 は、2 回の金融危機です。スミスは若い頃には銀行業に対する自由放任を主張していました。しかし 2 回の金融

危機を経験した結果、政府が銀行業や金融市場を規制しなければならないと考えるようになるのです。

第2は、スミスが『国富論』を執筆する過程で、当時の労働者階級の実情を非常によく調べたことです。『国富論』の賃金論にはさまざまな時代と国のさまざまな職種の労働者の賃金が詳しく述べられています。スミスは賃金だけでなく当時の労働者階級の実情を詳しく調べて、労働者たちが非常に憂うべき状態にあることに気づきました。賃金は上がっていても、労働者が実際に働いている状態には大変な問題があることをスミスは認識し、それに対処する方法を真剣に考えるようになります。その一つが、政府による労働者の初等教育(小学校)への支援です。後ほど詳しくご説明します。

スミスの思想的進化の第3のポイントは、格差容認から平等主義への転換です。若い頃のスミスは、貧富の格差を容認していました。未開社会に比べて文明社会では貧富の格差が拡大しますが、皆が豊かになっています。それゆえ皆が平等で貧しい未開社会よりも、貧富の格差が拡大しても皆が豊かになれる文明社会の方がよいというのが、若い頃のスミスの考えでした。

しかしその後スミスは、文明社会の将来の発展を考えるようになります。未開社会から文明社会になる時には、皆が豊かになるのだから格差は広がってもよいと言えるかもしれません。しかしスミスは、文明社会がさらに発展していく中で、不平等がさらに拡大してもよいのかと考えるようになるのです。

またスミスは、現実の文明社会では、資本蓄積とともに賃金率が上がり利潤率が下がるので、労働者と資本家の経済的平等化がしだいに進むと予想するようになります。しかし現実の社会には、大土地所有者と他の人々との大きな経済格差が残されていました。スミスは、税制によって経済的平等化をいっそう促進することを考えるようになるのです。スミスは、若い頃の『法学講義』では、税金は少ないほどよいと考えていました。しかし『国富論』になると、税制に対するスミスの考え方は大きく変わります。スミスは、富者に多くの税金を課して貧者の救済に使うことを支持するようになり、累進的な税制を提案しています。

以上の3点、すなわち、金融危機、公教育、累進税が、本日の講演の中心テーマです。以下で順番にお話しします。

## 2 金融危機と金融規制策

### (1) 1760 年代為替危機と 1765 年法

スミスは金融危機を 2 回経験します。1762-64 年のスコットランド為替危機と、1772-73 年の金融恐慌（以下、72 年恐慌と略記）です。どちらもスミスの世界観を大きく揺るがす大事件です。1760 年代為替危機の結果、1765 年に銀行を規制する法律が成立しました。スミスはその成立に深く関与し、とくに小額銀行券発行禁止の問題は、スミスの考え方を大きく変える契機となりました。スミスは、若い頃から自然的自由の重要性を強調してきました。しかし小額銀行券発行禁止の問題では、少数個人の自然的自由を社会全体の利益のために規制しなければならないことをはっきりと認めるようになるのです。さらに『国富論』では、72 年金融恐慌後に書かれた記述の中でも、銀行の自己規制策が主張されています。以下で順番にお話しします。

1760 年代のスコットランド為替危機が発生した当時、イギリスとフランスは七年戦争をしていました。イギリスの勝利が予想されると、人々はイギリス国債の値上がりを期待して買い始め、スコットランドからロンドンへ資本が流出して、対ロンドン為替が下がりました。現代でも、日本から海外へ資金が流出すると円が売られて円安になるのと同様です。スコットランドからイングランドへ資金が流出して為替が下落し、スコットランドのタバコ商人がイングランド商人よりも不利になりました。

スコットランドでは、為替下落にともなって金融危機が起きました。当時は兌換銀行券ですから、銀行券を銀行へ持っていくと金銀貨と兌換できる制度がありました。通常は、銀行券が市中で流通するので、銀行券を金銀貨と兌換する人は少なく、銀行は発行した銀行券の 20% 程度しか兌換準備金を用意していませんでした。しかし金融不安が起きると、人々は銀行券を急いで兌換しようとするので、多くの銀行が兌換準備金の不足に直面しました。為替危機の中で、エディンバラの二大認可銀行は金融引き締め策を実施して、貸付を減らしたり、金利を引き上げて預金を増やしたりしました。この金融引き締め策で流通する銀行券が不足したので、小規模な銀行業者が大量の小額銀行券を発行するようになりました。

当時、スコットランドの金融機関は、規模の異なる3グループに分かれていました。二大認可銀行、中堅の地方銀行、零細な銀行業者です。エディンバラの二大銀行は、議会や国王に認可されていたので認可銀行または公的銀行と呼ばれていました。中堅の地方銀行は、スミスが住むグラスゴーなどスコットランド各地にありました。そしてエディンバラに多数の零細な銀行業者がいました。

この零細な銀行業者が小額銀行券を発行するようになったのです。小額銀行券は偽札が横行し、零細な銀行業者の倒産も多かったので、地代を受け取っていた地主層が小額銀行券の受け取りを拒否する声を各地であげます。この動きに呼応して、エディンバラの二大認可銀行は、銀行券の発行の独占を意図して議会に請願しました。国王は請願を受けて、枢密院に3人委員会を設けて諮問します。委員のうち、オズワルドとエリオットはスミスの友人であり、もう1人の王璽尚書マールバラ公を含めて全員がスコットランド出身でした。

エディンバラの二大認可銀行が発券を独占する請願をして、非常に驚いたのがグラスゴーの銀行家でした。当時、グラスゴーの銀行は自分で銀行券を発行して、商人に5%の金利で貸していました。しかしエディンバラの二大銀行が発券を独占すると、グラスゴーの銀行は利子を支払って銀行券を借りて商人や企業家に貸し出すので、利益が激減するのです。そのために、グラスゴーの銀行家たちは、エディンバラの二大銀行による発券独占を阻止するために強力な反対運動を展開しました。このとき反対運動の中心となった人物が4人いました。1人目はグラスゴー市長であり大タバコ商人で銀行家のイングラム、2人目は大タバコ商人で銀行家のグラスフォード、3人目は当時のグラスゴーで最高の知識人であったアダム・スミス、4人目のミューア男爵は、政治家、銀行家で、スチュアートの叔父、スミスの友人、さらにマールバラ公の友人でした。

イングラムとグラスフォードは、スミスの支援を受けながら、グラスゴーの銀行家の主張をまとめた2通のパンフレットを書いて、3人委員会の1人マールバラ公に送って理解と支持を求めます。パンフレットの内容はスミスの『国富論』とほぼ同様であり、スミスが執筆を強力に支援したことはほぼまちがいありません。それだけではありませんでした。スミスは、バックルー公の旅行付き添い教師として渡仏するためにグラスゴー大学を辞職し、1月下旬にロンドン滞在中にマールバラ公を訪問しています。スミスがそのときに銀行券

の発行の問題について説得したことはほぼまちがいありません。その数日後に、エディンバラの二大認可銀行の代表団がロンドンを訪れますが、3人委員会は、われわれは発券の自由を支持する、つまりグラスゴーの銀行家の主張を支持すると告げます。おそらくスミスは、友人のオズワルドたちからエディンバラの二大銀行の代表団がロンドンを訪れることを知らされていて、それに間に合うように1月下旬にロンドンに到着してマールバラ公に会って説得したのではないかと思われまます。

マールバラ公は、エディンバラの二大銀行の代表団と会った翌日に、グラスゴーの友人のミュア男爵に手紙を送り、スミスが尋ねてきたことについて書いています。ミュア男爵は、スミスとマールバラ公の共通の友人であり、おそらく2人の会見を設定したのでしょう。

その後成立する1765年法には、グラスゴーの銀行家とスミスが主張していた内容がほぼそのまま取り入れられています。こうしてグラスゴーの銀行は、スミスの強力な支援を得て、エディンバラの二大銀行に勝利したのです。

なお、1765年法は、グラスゴーなどの地方銀行の発券の自由を認める一方で、零細な銀行業者の小額銀行券発行を禁止しています。つまり1765年法は、一方でエディンバラの二大認可銀行の発券独占を認めずグラスゴーなどの地方銀行の発券の自由を支持すると同時に、他方では、小額銀行券を発行していた零細な銀行業者の発券を禁止したのです。スミスは『国富論』において、1765年法の小額銀行券発行禁止について、次のように述べています。

「疑いもなくこのような規制は、ある点では自然的自由の侵害とみなすこともできよう。しかし少数の人の自然的自由の行使は、もしそれが社会全体の安全をおびやかす恐れがあるのならば、最も自由な政府であっても、最も専制的な政府の場合と同様に、政府の法律によって抑制されるし、また抑制されるべきものである。火災の拡がりを防ぐために隔壁を作ることを義務づけることも自然的自由の侵害であり、それはここで提案されている銀行業の規制とまったく同じ種類の侵害なのである。」(WN 324/ I 505)

これは、スミスが、少数個人の自然的自由を社会全体の利益のために規制することを明確に支持した最初の言説です。スミスは、『法学講義』では、銀行

に対して何もしないことが最良の政策であると論じていました。それに対して、上述の引用文では、少数個人の自然的自由を社会全体の利益のために規制することを明確に支持しています。スミスの見解をこのように大きく変えさせたのが、小額銀行券の発行禁止の問題でした。スミスは、グラスゴーなどの地方銀行の発券の自由を守るためには、零細な個人銀行業者の発券の自由を規制することはやむを得ないし、そうしなければ、エディンバラの二大認可銀行以外のすべての銀行の発券の自由を禁止する法律が実現してしまうと考えたのだと思います。

## (2) 1772-73 年金融恐慌

次に、1772-73 年の金融恐慌について検討します。スミスは、1772 年頃までに『国富論』の原稿をほぼ書き終えていました。ちょうどそのときに金融恐慌が起きたのです。スミスは親友のヒュームから大きな理論的影響を受けていましたが、2 人の見解が対立する問題もありました。その 1 つが銀行の安定性です。ヒュームは銀行の不安定性を危惧していたのに対して、スミスは銀行の安定性を楽観視していたからです。72 年金融恐慌が起ると、ヒュームはスミスに手紙を送って、執筆中の『国富論』の銀行論を再考するように勧めています。実際、スミスは金融恐慌に大きなショックを受けて、『国富論』の刊行を延期し、銀行論を大きく書き直すのです。

この時期にスミスはエア銀行の破綻原因を詳細に調査しています。スミスの教え子だったバックルー公がエア銀行の大株主で、巨額の損失を被っていました。スミスは、エア銀行の破綻の原因を調べて、同行が大量の銀行券を発行して兌換に応じることができなくなったことや、その背景に膨大な不良債権があったことを知ります。スミスは、エア銀行がなぜ巨額の不良債権を抱え込んで破綻したのかについて熟考しました。

スミスは『国富論』で、72 年金融恐慌の原因と再発防止策について詳細に論じています。スミスは、72 年金融恐慌の原因について、銀行券の過剰発行の一般的原因に加えて、72 年恐慌に特有のいくつかの歴史的原因があって、両者の複合作用によって恐慌が起きたと考えました。

銀行券の過剰発行の一般的な原因は、銀行が銀行券を発行することによって得られる 2 種類の利益です。第 1 は、銀行が銀行券を発行した時点で得られ

る利益（銀行券の発行総額と兌換準備金との差額）であり、第 2 は、銀行が銀行券を貸し付けることによって毎年得られる利子です。これら 2 種類の利益を得るために、銀行はしばしば銀行券を過剰に発行して、兌換に追われることになりました。スミスは、スコットランドとイングランドで銀行券の過剰発行がたびたび起きて、銀行が苦勞して対処してきた歴史を説明しています。

さらに、72 年金融恐慌では、銀行券の過剰発行の一般的原因のほかに、いくつかの歴史的原因が加わって、金融危機が深刻化しました。スミスは、3 つの歴史的原因について述べています。(1) 企業家の過剰取引 (over-trading), (2) 融通手形 (circulating bill) の振出, (3) エア銀行の設立理念と活動, です。以下それぞれについてご説明します。

第 1 は、銀行から貸し付けを受ける企業家の過剰取引です。過剰取引とは、企業家が決済のために保有する支払い準備金 (ready money, 手元現金) だけでなく、それを越える流動資本や固定資本までも銀行から借り入れて事業をすることです。スミスは、企業家が支払準備金だけを銀行から借り入れるべきであり、流動資本や固定資本を借り入れて事業をすることは過剰取引であって、銀行券の過剰発行の原因になると考えました。スミスは、この過剰取引つまり支払い準備金を越える流動資本や固定資本の借入は、為替手形の割引のほかに、キャッシュアカウンタ (当座貸越) や、不動産担保貸付によっても行われたと述べています。

金融恐慌の第 2 の歴史的原因は、企業家による融通手形の振出です。為替手形には、真正手形 (real bill) と融通手形があります。真正手形は企業家が実際の事業活動にともなって発行する為替手形であり、銀行が真正手形を割り引くと、決済の期限が来たときに元金が銀行に返済されます。一方、融通手形は、事業活動をともなわずに、たんなる借り換えのために発行される手形です。銀行が融通手形を割り引くと、決済の期限がきたときに返済されずに新しい融通手形が発行されます。

企業家は、支払い準備金を越える流動資本や固定資本を借り入れるために、しばしば為替手形を振り出して銀行に割り引いてもらいました。そして為替手形の決済期限が来ると、元金に利子を加えた新しい為替手形 (融通手形) を振り出して、債務の借り換えをくり返したのです。

銀行が融通手形の割引を嫌うと、複数の企業家がチームを組んで交互に手形



を振り出す「振出と逆振出」という方法が用いられるようになります。スミスは『国富論』でこの方法を詳しく説明しています。当時、銀行から借り入れた企業家は、返済期限が来ると借り換えをくり返しました。このとき1人の企業家が借り換えをくり返すと銀行が気づきやすいので、企業家AとBがチームを組んで交互に借入をしました。Aが借りて返済期限が来ると、Bが借りて返済し、つぎにBの返済期限が来ると、Aが借りて返済します。こうして交互に借り換えをすると、銀行は貸したお金が返済されていると錯覚するわけです。実際には借り換えが続くだけですから、債務は返済されずに元金に利子を加えて雪だるま式に大きくなっていきました。

金融危機を深化させた第3の歴史的原因は、エア銀行の対応です。スミスによれば、他の銀行が、企業家の過大取引や融通手形の振出と逆振出に気づいて融資から手を引き始めたときに、エア銀行だけは銀行券の発行と貸付を続けました。というのは、同行は銀行券の発行と貸付によるスコットランドの産業振興という設立理念（スミスの見解では不適切な設立理念）に基づいて運営されており、他行が融資を拒否した融通手形を一手に引き受けたり、キャッシュアカウントや不動産担保貸付による放漫貸付を続けたのです。

エア銀行は、大量の銀行券を発行して貸し付けましたが、その多くは返済されずに不良債権となりました。正常債権の場合には、貸し付けられた銀行券は利子をともなって返済されます。しかし債務不履行の不良債権になると、銀行券は債務返済という形では銀行に戻ってきません。その代わりに、銀行券は第三者の手に渡り、債務返済ではなく兌換という形で銀行に戻ってきます。銀行は、銀行券の兌換請求があると金銀貨で兌換に応じなくてはなりません。しかし通常は銀行券の総発行額の20%程度しか兌換準備金を用意していませんでした。そのために、取付が発生して兌換請求が殺到すると、銀行の金庫はたちまち空になりました。エア銀行は、殺到する兌換請求に応じるために、ロンドンの金融業者から借り入れをして、返済期限が来ると別の業者から借り入れるという借り換えをくり返し、最後に倒産しました。

72年恐慌では、ロンドンで取付が起きると、スコットランドやオランダにも信用不安が拡がり、各地の銀行が連鎖倒産しました。スミスは、若い頃には、1つの銀行が倒産しても大きな問題ではないと考えていました。しかし1つの銀行が倒産すると、次々と連鎖倒産が起きたのです。

### (3) 金融市場の不安定性の原因

ここで金融市場の不安定性について少しお話をします。スミスの時代だけでなく、現代にも通ずる問題です。金融市場の不安定性の大きな原因は、一般的商品市場と金融市場との違いにあります。

2008 年のリーマンショックのときに、アメリカの経済学者ジョセフ・スティグリッツは、「見えざる手がなぜ見えないのかがわかった、それは存在しないからだ」と言いました。スミスは、スティグリッツよりも 200 年以上も前に、金融市場に見えざる手が存在しないことに気づいたのです。その最初のきっかけは、前述したように、小額銀行券の発行禁止の問題でした。スミスは、小額銀行券の発行には見えざる手が存在しないことをはっきりと認識しました。なぜなら零細な銀行業者が、自然的自由によって小額銀行券を大量発行すると、見えざる手によって調和が実現するどころか、むしろ社会に有害な結果がもたらされたのです。それゆえスミスは、政府による小額銀行券の発行禁止を主張しました。

スミスが金融市場に見えざる手が存在しないことを再認識したのは、1772 年のエア銀行の倒産と金融恐慌のときでした。スミスは、エア銀行のような銀行が自然的自由によって放漫貸付を続けると、見えざる手による市場の調和が実現するどころか、社会に大混乱を引き起こす金融恐慌が起きることを知ったのです。

ではスミスは、金融市場に見えざる手が存在しない理由をどのように考えたのでしょうか。以下では、スミスの時代だけでなく、現代にも通ずるような金融市場の不安定性について、少し敷衍してご説明します。重要な点は、一般的商品市場と金融市場との大きな違いです。3 点あります。

第 1 は、市場における需要と供給の一致（均衡）の違いです。一般の商品市場では、需要と供給が一致して売買契約が成立すると、そこで取引が終わります。しかし金融市場では、資金需要と資金供給が一致して金銭貸借契約が成立しても、そこで取引が終わるわけではなく、債権と債務が残ります。たとえば住宅ローンの契約を結んだ場合に、契約成立後に何十年間もローン返済が残ります。そして債務者が債務を返済できない場合には、銀行に不良債権が発生します。

第 2 に、不良債権が生じた場合に、銀行がすぐに処理すれば損失は小さく

て済みます。しかし債務者は、しばしば返済を先送りする借り換えという方法を用います。債務者が元金に利子を加えて新しい借入をすれば、当面は返済を先送りできるのです。先に述べたように、スミスの時代には、融通手形の振出と逆振出が広く行われました。しかし借り換えによる返済の先送りは永遠に続くわけではなく、最後にいきづまって倒産することになります。

第3は、信用不安による連鎖倒産の問題です。皆さんは、製造業と金融業では、連鎖倒産のメカニズムが異なることをご存知でしょうか。製造業では、ある企業が倒産すると、部品の取引先などの関連企業も連鎖倒産することはよくあります。ただし連鎖倒産するのは、その企業と取引関係のある企業に限られます。しかし銀行が倒産すると、その銀行とまったく取引関係のない別の銀行がしばしば連鎖倒産します。なぜでしょうか。

人々は、あの銀行が倒産したのだから、こちらの銀行も危ないのではないかと疑心暗鬼になって、預金の引出に殺到します。スミスの時代には、銀行券の兌換請求に殺到しました。いわゆる取付です。その結果として、銀行は預金の引出や銀行券の兌換に応ずることができなくなって、次々と倒産しました。銀行の連鎖倒産は、信用不安という心理的な原因から生ずるので、取引関係の有無は関係ないのです。スミスの時代にも、イングランドの銀行が倒産したという話がスコットランドやオランダへ伝わると、こちらの銀行も危ないのではないかという信用不安が拡大して、連鎖倒産が起きたのです。製造業の連鎖倒産は取引先の企業に限られるのに対して、金融業ではまったく取引のない他国の金融機関でも信用不安が拡大すると連鎖倒産するのです。

スミスは、金融市場に見えざる手が存在しないことを、自身の経験によって認識しました。そこでスミスは、どうしたら金融恐慌の再発を防げるかを熟考しました。スミスが考えた金融恐慌の再発防止策が、『国富論』に書かれてあります。スミスは不良債権の発生と銀行券の過剰発行を防ぐために、銀行が融資で守るべき2つの原則を提案しています。

第1は、銀行が企業家に支払い準備金だけを貸し付けるという原則です。支払い準備金は、企業家が取引を決済するために手元に置く資金です。スミスは、銀行が、企業家の支払い準備金を短期的に貸し付けるのはよいけれども、支払準備金を超えた流動資本や固定資本を長期的に貸し付けるべきではないと主張しました。なぜなら、銀行の経営者は資本を貸し付ける企業家の信用を判

断する能力を持たないからです。

スミスが『国富論』で述べているもう 1 つの原則は、銀行が真正手形だけを割り引き、融通手形を割り引いてはならないという原則です。真正手形は企業家が実際の事業活動にともなって発行する為替手形であり、銀行が真正手形を割り引くと、期限が来たときに元金が銀行に返済されます。一方、融通手形は、事業活動をともなわずに、たんなる借り換えのために発行される手形であり、銀行が融通手形を割り引くと、期限がきたときに返済されずに新しい融通手形が発行されます。それゆえスミスは、銀行が真正手形だけを割り引くべきであって、借り換えのために発行される融通手形を割り引いてはならないという原則を提案したのです。

### 3 労働者階級の状態と初等教育への公的支援

本日はスミスの大きな政府論に関連する 3 テーマについてお話しすると申しました。以上で第 1 のテーマである金融規制策を終えて、つぎに第 2 のテーマである労働者階級の初等教育への公的支援についてお話しします。

スミスは『国富論』で、政府が教育にどう対処するべきかを詳しく検討しています。スミスの結論的主張は、大学は自由放任、小学校は政府が経費の支援をして教育内容にも関わるべきであるというものでした。大学は、ある程度の地位と財産のある人々つまり上流階級と中流階級上層の人々の子弟が通います。親が経済的に裕福ですから、政府が教育費を支援しなくても、子どもを大学に通わせることができます。一方、小学校は貧しい庶民の子どもが通うので、親が授業料を払えないこともしばしばあります。そこでスミスは、政府が教師の給料の大部分を負担して、どんなに貧しい庶民でも子どもを小学校に通わせることができるようにするべきであると主張しました。

スミスはどのようにしてそのように考えるに至ったのでしょうか。スミスは『国富論』の執筆を準備する過程で、当時の労働者階級の実情を詳しく調べました。『国富論』の賃金論を読むと、スミスがさまざまな時代と国のさまざまな職種の労働者の賃金を非常に詳しく調べたことがわかります。スミスが調べたのは賃金に限られませんでした。スミスは、労働者階級の生活が実際にどのような状態であるかについても詳しく調べ、ひじょうに憂うべき状態にあることに気

づくのです。その原因は分業でした。

よく知られているように、スミスは分業を非常に高く評価しています。分業つまり仕事の分担によって労働の効率が非常に高くなるからです。スミスは、1本のピンを生産するのに、もし分業がなくて全作業を1人でおこなったら1日1本のピンを作れるかどうかともわからないけれども、分業を導入して、針金を伸ばす人、針金を切る人、尖らす人などで作業を分担すると、1日で1人平均4,800本も作れるようになると述べています。ですから、分業が実現する労働生産力の上昇はすばらしいものです。しかし、朝から晩まで頭を使わずに針金を切るだけの作業をしている労働者は、知的能力が非常に衰退することになり、スミスは気づくのです。朝から晩まで、針金を切るだけ、針金を伸ばすだけ、箱に詰めるだけ、などの単純作業に特化していると、人間の理解力は使われずに退化していくのです。スミスは言います。

「大部分の人間の理解力は、かれらが従っている日常の仕事によって必然的に形成される。全生涯を、少数の単純な仕事、しかも作業の結果もおそらくいつも同じかほとんど同じである作業をやることに費やす人は、さまざまな困難を取り除く手だてを見つけようと努めて理解力を働かせたり工夫を凝らしたりする機会がない。……かれは自然にこうした努力をする習慣を失い、たいていは神の造り給うた人間としてなり下がる限り愚かになり無知になる。」(WN 782/ III 143)

スミスはさらに、労働者が理解力だけではなくコミュニケーション能力や社会的判断力も著しく衰退させることを次のように指摘しています。

「かれは精神が麻痺してしまうため、理性的な会話を味わったり、仲間に加わったりすることができなくなるばかりか、寛大で高尚な、あるいはやさしい感情を何一つ抱くこともできなくなり、結局、私生活のうえでの日常の義務についてさえ、多くの場合に何もまともな判断が下せなくなってしまふ。自分の国の重大で広範な利害についても、まったく判断ができない。」(WN 782/ III 143)。

これらの引用文を読めば、スミスが神の見えざる手を信じていなかったであろうということは容易に推測できます。「神の造り給うた人間としてなり下される限り愚かになり無知になる」ことを神が意図するはずはないからです。

上述のように、スミスは分業による単純労働への専念が人間的能力を発達させる機会を奪い、知的・社会的能力を衰退させていることを深く憂慮しました。しかしスミスは、どんな分業でも有害な影響をもたらすと考えたわけではありません。スミスは、分業が人間発達に及ぼす影響を考察したときに、庶民と上流階級の大きな格差に注目します。スミスによれば、分業が人間発達に悪影響を及ぼすのは、庶民つまり労働者階級や中流階級下層の人びとに限られています。一方で、ある程度の地位や財産のある人々、つまり上流階級や中流階級上層の人々はそうではありません。スミスはその理由として次の 3 点をあげています。

第 1 は、青少年の時期に十分な教育を受けられることです。ある程度の地位や財産のある人びとが特定の職業につくのは 18-19 歳からであり、「それ以前に、世間から重んじられるか、または重んじられるに値する者になるための一切の教養を身につけるか、少なくともあとになってから教養を身につけるための用意をしておく時間は十分にある」(WN 784/ III145-146) とスミスは言います。

第 2 に、上層の人びとが生涯の大部分をすごす職業は、庶民の職業のように単純で一律なものではなく、ほとんどが「非常に複雑で、手よりも頭を使う」といったものであり、「こういう職業についている人びとの理解力が、使い方が足りないためにぼけてくるということはあるにない」(WN 784/ III146) とスミスは言います。スミスが教えたグラスゴウ大学の卒業生がつく職業は、法律家・聖職者・医師などの専門職が中心でした。

第 3 に、「ある程度の地位や財産のある人びとがつく職業は、朝から晩までかれらを悩ますようなものであることはめったになく、かれらは十分に余暇 (leisure) があるのがふつうであり」、若い頃に身につけた教養的能力によって、「余暇の間に自己を完成させていくことができる」(WN 784/ III146) とスミスは述べています。以上を要約すると、スミスは、上層の人びとが、青少年期に十分な教育を受け、成人後は知的で複雑な専門労働に従事し、余暇の自由な活動によって人格を陶冶していくことができるので、分業の弊害を免れることがで

きると考えたのです。

しかし 18 世紀に、社会の大多数を占める庶民にはこうした人間発達の社会的条件は存在していませんでした。庶民は、成人前に高等教育を受けることもできず、成人後に知的で複雑な専門労働に従事することもなく、自由時間に自由な活動を通じて人格を陶冶することもできずに、細分化された単純労働に長時間従事することによって知的・社会的能力を衰退させていたのです。このような生活状態と人間発達における階級間の大きな格差を少しでも縮小するにはどうしたらよいでしょうか。

そこでスミスは、庶民に対する分業の弊害を緩和するために、国民大多数を対象とする初等教育を提案しています。かれは、国民のほとんど全員に「教育の最も基本的な部分、つまり読み書き計算」を修得することを奨励し義務づける制度を次のように提案しています。国は、教区または地区ごとに小学校を設立し、教師の給与の経費を補助して、普通の労働者でも支払えるごく安い謝礼で教育を受けられるようにします。さらにスミスは、小学校の教育内容に、読み書き計算だけでなく「幾何学と機械学の初歩」を含めることを提案しています。つまり基礎的な技術教育です。なぜかと言いますと、「普通の職業で幾何学と機械の原理を応用する機会が少しもないものはめったにない」(WN 785-786/Ⅲ149) からです。スミスはマニュファクチュアを説明するときに、一人の少年工がバルブのハンドルと機械の他の部分を一本のひもで結びつけるという「最大の改良の一つ」を発見したことを紹介しています (WN 20-21/Ⅰ18-19)。スミスは、労働者が小学校で基礎的な技術教育を受け、生産現場で仕事をしながら自己の使用する道具や機械を改良し、それを通じて人間的能力を発達させることを期待したのです。

そのほかにスミスは、学業を奨励するために成績優秀な子どもに「少額の賞金や表彰バッジ」を国が授与することや、国民に初等教育を奨励するために、同業組合の親方身分を取得する者や町村で営業を許可される者すべてに政府が読み書きの試験を義務づけることを提案しています (WN 786/Ⅰ149-150)。こうした提案を見るだけでも、スミスを単純な自由放任の思想家とみなす解釈が一面的であることは明らかでしょう。

## 4 経済的格差と累進税

### (1) 不平等容認論から平等主義への転換

次に、スミスの大きな政府論に関連する第 3 のテーマである累進税についてお話しします。税金の話に入る前に、スミスの平等思想の進化についてご説明します。スミスは、若い頃の『法学講義』では不平等容認論でした。しかし『国富論』では平等主義に変わります。どうしてスミスは平等についての考え方を大きく変化させたのでしょうか (新村 2016a)。

30 歳代の若い頃のスミスは、『法学講義』で、文明社会に貧富の格差があってもよいと述べています。スミスは、北米インディアンのような未開社会とヨーロッパの文明社会とを比較しています。未開社会では、人々は平等ですが、皆が貧しい生活をしています。これに対してヨーロッパの文明社会では、農工商業が発展し、貧富の格差は拡大しますが、文明社会の最も貧しい労働者でも、北米インディアンなどの未開社会の首長よりも豊かな消費生活をしています。つまりスミスは、文明化とともに貧富の格差が拡大しても、最底辺の労働者の生活水準が大きく改善されるならば、経済的格差の拡大は容認されたと考えたのです。

しかしスミスは、『国富論』を準備する過程で、文明社会の将来の発展についても考えるようになります。スミスは、文明社会が発展していくと最初は不平等が拡大するけれども、さらに発展するとやがて平等化が進むようになると考えました。商業社会で資本が蓄積されると、一方では労働需要の増加によって賃金率が上昇し、他方では資本家の競争が激しくなって利潤率が低下するので、労働者と資本家の貧富の格差はしだいに縮小して平等化する傾向にあるとスミスは予測しました。しかもスミスは、たんに平等化の傾向があるだけでなく、今後は経済的格差を縮小して平等化をめざすべきであり、そのために政府も介入するべきであると考えようになるのです。

以上述べたスミスの平等思想の転換は、かれの文明社会史の理解における 2 段階論から 3 段階論への転換と関連しています。『法学講義』のスミスは、未開と文明を対比して、(1) 平等で貧困な未開社会から、(2) 不平等で富裕な文明社会へ、という 2 段階論を基本認識としていました。しかし『国富論』の



スミスは、資本蓄積論を基礎として文明社会の長期的発展を考慮するようになります。かれは、文明社会の現在と将来を区別して、(1) 平等で貧困な未開社会、(2) 不平等で富裕な現在の文明社会、(3) 平等で富裕な将来の文明社会、という3段階論で考えるようになるのです。その結果として、『法学講義』のスミスは(1)に対する(2)の優位性を主張するので不平等容認論者となり、『国富論』のスミスは(2)に対する(3)の優位性を主張するので平等主義者となったのです(新村 2016a)。

このような不平等の拡大から縮小への歴史的転換というスミスの考え方は、20世紀にクズネッツが主張した見解と似ています。クズネッツは、欧米先進国の所得統計を調べて、どの国でも工業化とともに最初は所得格差が拡大し、20世紀に入る頃からしだいに平等化してきたと主張しました。縦軸に不平等度、横軸に時間をとると、逆U字型のカーブいわゆるクズネッツ・カーブが成立するのです。

スミスは、すでに18世紀に、クズネッツとよく似た歴史的変化を考えました。つまり経済発展とともに、最初は所得の不平等が拡大するけれども、やがて平等化が進むようになると考えたのです。しかもスミスは、客観的な趨勢として経済的平等化が進むだけでなく、平等化をいっそう進めるべきであると主張しました。その有力な手段が税制でした。

当時の大きな問題は、地主と他の階級との貧富の格差です。当時の上流階級の中心である大地主がその地位を維持できるのは、長子相続法のために長男がすべての土地を相続できるからでした。スミスは、長子相続法を廃止して、子ども全員が財産を平等に相続する均分相続へ変えることを主張しています。スミスは、ペンシルベニアを例にあげながら、長子相続法がなければ、均分相続で所有地が細分化されていき、やがて大部分の土地所有者が小土地所有者になるであろうと予想しています。しかし当時は、地主層が強く反対するため、長子相続法の改革は容易ではありませんでした。イギリスで長子相続法が廃止されるのは1925年です。スミスは、土地相続法の改革のほかに、以下で述べるように、大土地所有者への課税強化として土地税の引き上げと累進的相続税の導入も考えました。

## (2) 税制による平等化

スミスが税制を通じた平等化をどのように考えたかをいくつかの具体例をあげてご説明します。まず道路通行税です。当時、有料道路の通行税は道路の補修費用に当てられており、重い馬車ほど道路を傷めるので通行税が高くなっていました。これに対してスミスは、富者の乗る高級馬車は重さに比例する以上に通行税を高くして、貧しい人々の荷馬車の通行税を安くすることを次のように提案しています。

「ぜいたくな車、たとえば四輪馬車や駅伝馬車に課する通行税を、二輪または四輪の荷馬車などのような生活に欠かせない用途の車に課する場合よりも重さの割にいくぶん高くするならば、その国のすべての地方への重い財貨の運送費が安くなって、富者の怠惰と虚栄をごく無理のないやり方で貧者の救済に役立たせることができるであろう。」(WN 725/ III57)

次は家賃税です。高所得者ほど収入に占める家賃の比率が高いので、家賃に比例税を課すと、高所得者ほど収入に占める家賃税の割合も高くなります。スミスは、家賃税の累進的負担について次のように述べています。

「生計費全体に対する家賃支出の割合は、財産の程度に応じて異なる。……だから家賃税は一般に富者にもっとも重くかかるだろうが、このような不公平ならおそらく非常に不合理なことは何もないであろう。富者がその収入に比例してというだけでなく、いくらかそれ以上に公共の経費に参与したらよいというのは、著しく不合理なことではないからである。」(WN 842/ III249)

スミスは、以上のように、富者の負担が重い累進税を明確に支持しました。他方で、富者の負担が軽い逆進税をきびしく批判しています。スミスは、フランスやサルディニアでは、農民が高い税金を支払い貴族が税金を免除されていることについて、「租税制度がこの不平等を緩和するどころかいつそうひどくしている」(WN 835/ III237-238)と批判しています。スミスは租税が不平等を緩和せずに拡大していることを批判するのですから、当然租税による所得の平等

化を支持していたと考えられます。またスミスは、窓の数に比例して課税される窓税の逆進性について、ロンドンには富者が住んでいるのに、窓の数が少ないために窓税が少ないのは不公平であると批判しています (WN 846/ III256)。

スミスの累進税の主張としてもっとも重要なのは所得税です。スミスの時代には、すべての所得を合計して課税する制度はなく、地代・利潤・賃金などの個々の所得ごとに一定税率で課税するかまたは非課税でした。スミスは、地主の地代だけに課税して、資本家の利潤と労働者の賃金には課税すべきではないと主張しました。地代に課せられる税は、土地の評価額を課税標準として比例税を課したので土地税 (Land tax, 地租) と呼ばれていました。土地税は、地主の地代だけに課されて (税率約 20%), 資本家の利潤と労働者の賃金は非課税 (0%) ですから、総所得に対する税率は 20% と 0% で、実質的な累進的所得税となっていました。

それだけではありません。スミスは、地代に課する土地税について、フランス型とイギリス型とを比較しています。フランス型の変動土地税は、地代が増加すると課税標準となる土地の評価額も増加して税金も増加します。他方イギリス型の定額土地税は、地代が増加しても土地の評価額と税金は不変で、地主の税負担率は低下していました。スミスは『法学講義』では、イギリス型の定額土地税が、地代が増加しても税金が増えないので地主の土地改良の意欲を妨げないのでよいと支持していました。しかし『国富論』では、英仏の土地税制への評価を逆転させて、地代の増加に比例して地主の税負担が増加するフランス型の変動土地税を公平な税制として支持するようになります。

スミスは、相続税についても累進税を支持しました。かれは、『国富論』で、古代ローマ、スコットランド、オランダなどの相続税を考察しています。スミスは、当時イギリスよりもいろいろな点で先進国であったオランダの累進的相続税をとくに詳しく紹介しています。子どもは非課税、配偶者は 2%、傍系親族は親等に応じて 5~30% の累進税です。スミスは、イギリスもオランダのような累進的相続税を導入することがのぞましいと考えていたようですが、『国富論』では明示的な提案はしていません。

その後、スミスの意図を汲んで相続税の改革を推進したのが首相小ピットでした。親子が同名のウィリアム・ピットなので、父親が大ピット、息子が小ピットと呼ばれています。小ピットは、学生時代に『国富論』を読んで感銘を受

け、1783 年に 24 歳でイギリス史上最年少の首相になると、スミスの政策提案を次々と実現させていきます。1784 年にインド法を成立させて、スミスが批判していた東インド会社の特権を削減します。つぎに、1786 年に英仏通商条約（イーデン条約）を締結して、スミスが強く主張していた英仏両国の自由貿易を実現させました。

その小ピットが、スミスの没後に、相続税の大改革を実施します。ピットの相続税改革案は、スミスが『国富論』で支持していた相続税制度とよく似ています。当時のイギリスの相続税は 1% の定率印紙税でした。スミスが『国富論』で支持し、小ピットが議会で提案したのは、印紙税を直接課税に変えて、1% の定率ではなく累進的な税にすることでした。さらに、当時のイギリスの相続税は動産だけに課せられていたのですが、スミスは不動産にも相続税を課することを主張していました。小ピットは、動産だけでなく不動産の相続税も議会で提案しますが、これは地主層の反対で実現しませんでした（英国で不動産相続税が成立するのは 1853 年）。スミスの『国富論』は、経済学の歴史においておそらく最初に累進的相続税について語った書物であるだけでなく、その端緒的実現にも寄与したと考えられるのです。

つぎに、消費税の改革についてお話しします。消費税は、富者が主として負担する奢侈品消費税と、貧者が主として負担する必需品消費税では性格が大きく異なります。イギリスでは、名誉革命の頃に奢侈品消費税が導入されました。その後 18 世紀になって、政治家ウォルポールは、一方で地主が負担する土地税を大幅に減税するとともに、庶民が負担する塩や石けんやろうそくなどの必需品消費税を導入しました。その結果、ウォルポールへの地主層の支持が強まり、ウォルポールは長期安定政権を維持しますが、他方で、庶民は必需品消費税に苦しむことになりました。

スミスが『国富論』で提案している消費税改革は、ちょうどウォルポールと反対です。スミスは、一方で地主が負担する土地税を地代の増加に比例して増税する税制へ改革することを主張すると同時に、他方で消費税については、富者が主として負担する奢侈品消費税を維持しつつ、庶民が主として負担する必需品消費税を廃止することを提案しています。

最後に、奢侈品消費税の中でも、貧者の奢侈品と言われたビールやエールに対する消費税についてのスミスの改革案を見ておきます。当時、ビール税、エ

ール税、麦芽税という 3 税がありました。そして労働者階級が支払うビールやエールの価格にはこれら 3 税が含まれていたのに対して、自家醸造を行っている中上流階級は、ビール税とエール税を負担せず、麦芽税だけしか支払っていませんでした。この逆進的で不公平な税制に対して、スミスは、ビール税とエール税を廃止して麦芽税に一本化することを提案しています (WN 888-891/Ⅲ330-336)。スミスは、酒税についても、労働者に重く富者に軽い逆進的な税制を改革することを主張したのです。

## 5 おわりに — 福祉国家思想の先駆者スミス —

最後に、以上ご説明してきたスミスの思想を、全体としてどう捉えるべきかについてお話しします。1980 年代にアメリカ合衆国のレーガン大統領やイギリスのサッチャー首相の新自由主義的政権が登場したときに、スミスはしばしば新自由主義のシンボルとして利用されました。たとえばレーガン大統領の選挙運動員は、スミスの顔をプリントしたスミスネクタイを締めて選挙運動をしました。しかしスミス研究者の中には、スミスを新自由主義の先駆者ではなく、むしろ福祉国家思想の先駆者として考えるべきであるという意見が当時からあり、その後も増え続けてきました。

世界で福祉国家と呼ばれる国々はひじょうに多様ですが、その多くに共通する政策があります。第 1 は累進税で、累進的所得税や累進的相続税は多くの福祉国家に共通する税制です。第 2 に、財政支出によって低所得層の教育費負担を軽減して、教育の機会均等を実現することが多くの福祉国家に共通する政策です。第 3 に、金融規制によって金融を安定化させる政策も多くの福祉国家で行われています。他方で、新自由主義と呼ばれる国々では、高所得層を減税し、教育費の個人負担を増加させ、金融規制を緩和して自由化を推進しています。

本日まで説明したように、スミスは、金融規制を強化し、富裕層に累進的税負担を課して、低所得層の教育費負担を軽減して教育の機会均等を目指しました。こうした点を考慮するならば、スミスは、新自由主義ではなく福祉国家思想の先駆者とみなすことができるのではないのでしょうか。

最後にスミスの政府介入についてまとめます。本日のお話の冒頭で、スミス

の『国富論』に自由放任と政府介入の二側面が共存していることを謎と呼びました。この謎はどうしたら解けるでしょうか。重要なことは、2種類の政府介入を区別することです。第1は、封建制、絶対王政、重商主義などの、19世紀に自由主義国家が成立する以前の古い種類の政府介入です。第2は、20世紀に登場する福祉国家の先駆的形態とみなしうる新しい種類の政府介入です。

スミスは、一方で、封建制や重商主義などの古い種類の政府介入をきびしく批判して自由放任を主張しました。同時にスミスは、福祉国家の先駆とも言えるような新しい種類の政府介入、すなわち金融規制、公教育、累進税などを主張しました。つまりスミスは、古い種類の政府介入を批判すると同時に、新しい種類の政府介入を支持したのです。したがって、スミスの『国富論』に、自由放任と政府介入の二側面が共存していることは、少しも不思議ではありませんし謎でもありません。スミスが主張した自由放任は古い種類の政府介入への批判であり、スミスが支持した政府介入は新しい種類の政府介入だからです。

以上で終わります。ご静聴どうもありがとうございました。

#### 参考文献

- Smith, A. ([1776] 1976) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Clarendon Press, Oxford. (WN と略記, 大河内一男監訳『国富論』Ⅰ～Ⅲ, 中央公論社, 1976年。本文中の引用文では、原書と翻訳のページ数を/で区切って表示する。)
- (1978) *Lectures on Jurisprudence*, Meek R. L., Raphael, D. D., and Stein, L. G. (Eds.), Clarendon Press, Oxford. (水田洋他訳『アダム・スミス法学講義 1762～1763』名古屋大学出版会, 2012年, がAノートの訳, 水田洋訳『法学講義』岩波文庫, 2005年, がBノートの訳。)
- 新村聡 (2016a) 「アダム・スミスの平等論と分配的正義論」『立教経済学研究』69(4), 49-67 ページ。
- (2016b) 「アダム・スミス」, 川波洋一・上川孝夫編『現代金融論 [新版]』有斐閣, 98-99 ページ。
- (2018) 「アダム・スミスにおける大きな政府論の形成過程に関する一考察——『法学講義』から『国富論』への租税論の発展——」『岡山大学経済学会雑誌』49(2), 1-15 ページ。
- (2023) 「福祉国家思想の先駆者としてのスミス——『国富論』における平等主義・公教育・累進税——」『思想』2023年11月号 (no. 1195), 11-24 ページ。
- (2024) 「アダム・スミスの大きな政府論—金融規制・公教育・累進税—」『アダム・スミス生誕 300 年記念講演会記録集』東京経済大学, 5-21 ページ。

(付記) 本稿は 2023 年 10 月 21 日に成城大学で開催された「アダム・スミス生誕 300 年記念講演会」の講演内容をもとにして執筆したものである。

(にいむら・さとし 岡山大学特命教授・名誉教授)

---

---

## 研究所だより

---

---

### ◆会 議

#### 運営委員会

令和5年度

第1回 令和5年4月25日(火)

第2回 令和5年10月31日(火)

第3回 令和6年2月20日(火)

#### 所員会議

令和5年度

第1回 令和5年4月18日(火)

第2回 令和5年10月24日(火)

第3回 令和6年2月14日(水)

#### 企画委員会

令和5年度

第1回 令和5年4月13日(木)

第2回 令和5年7月20日(木)

第3回 令和5年10月17日(火)

### ◆研究報告会

#### 第93回講演会

「持続可能な社会の実現に向けて  
—金融面の視点から—」

日 時 令和5年6月10日(土)

<第1部>

講演者 中空麻奈氏 (BNP パリ  
バ証券グローバルマーケ  
ット統括本部副会長)

演 題 「サステナブルファイナ  
ンスの現状と課題—世界  
および日本の動向を踏ま  
えて—」

(本号に掲載)

<第2部>

講演者 吉野直行氏 (慶應義塾大  
学経済学部名誉教授・金  
融庁金融研究センター  
長)

演 題 「ESG / グリーン投資と  
最適資産運用」  
(本号に掲載)

#### アダム・スミス生誕300年記念

#### 第94回講演会

日 時 令和5年10月21日(土)

<第1部>

講演者 野原慎司氏 (東京大学大  
学院経済学研究科准教  
授)

演 題 「アダム・スミスの言語  
論：言語論的モデルの道  
徳」

(本号に掲載)

<第2部>

講演者 新村聡氏 (岡山大学特命  
教授・名誉教授)

演 題 「アダム・スミスの自由  
主義と政府の役割」

(本号に掲載)

### ◆ミニ・シンポジウム

#### 第1回

日 時 令和5年6月13日(火)

発表者 田嶋信雄氏 (成城大学法  
学部教授)

題 目 「ナチス・ドイツと中国  
国民政府における総力戦  
体制の形成」

第2回

日時 令和5年12月14日(木)  
発表者 内田真人氏(成城大学社  
会イノベーション学部教  
授)  
題目 「金融イノベーションと  
日本」

第3回

日時 令和6年2月27日(火)  
発表者 田中隆之氏(専修大学経  
済学部教授)  
題目 「金融政策の諸課題と展  
望—「金融政策の大転  
換」で言いたかったこと  
—」

第4回

日時 令和6年3月6日(水)  
発表者 白寅秀氏(大阪経済大学  
経営学部教授)  
題目 「小売企業のEC化と  
DX化に関する国際比  
較」

第5回

日時 令和6年3月15日(金)  
発表者 明石茂生氏(成城大学経  
済学部教授)  
題目 「前近代経済と気候変  
動：日本の古代から近世  
までを題材にして」



				(2024年4月1日現在)
〔組織〕				
所長	相原	章	経済学部教授	
主事	上田	晋一	経済学部教授	
運営委員	相原	章	所長	
	上田	晋一	主事	
	増川	純一	経済学部長	
	木下	誠一	文芸学部長	
	川淳	健一	法学部長	
	遠藤	健哉	社会イノベーション学部長	
	立川	崎恭	所員	
			所員	
所員	相原	章	経済学部教授	
(50音順)	青木	健博	経済学部准教授	
	伊地知	寛博	社会イノベーション学部教授	
	岩崎	尚人	経済学部教授	
	上杉	富之一	文芸学部教授	
	上田	晋一	経済学部教授	
	内田	真人	社会イノベーション学部教授	
	大川	津武	経済学部教授	
	久保	崎恭	法学部教授	
	後藤	達也	社会イノベーション学部准教授	
	小宮	康雅	社会イノベーション学部教授	
	杉本	義博	経済学部教授	
	竹田	行泉	経済学部教授	
	立川	泉潔	経済学部教授	
	塚原	英敦	経済学部教授	
	塘原	誠敦	経済学部教授	
	花井	清人	経済学部教授	
	羽根	佳祐	経済学部准教授	
	林幸	司大	経済学部教授	
	平井	康大	社会イノベーション学部教授	
	平野	圭創	経済学部教授	
	牧野	圭子	文芸学部教授	
	村田	裕志	社会イノベーション学部教授	
	山重	芳子	経済学部教授	
客員所員	柿原	智弘	ハリスコ州立	
(50音順)	吉川	卓也	グアダラハラ大学教授	
			中村学園大学流通科学部准教授	

	黄		賀	保育・介護・ビジネス 名古屋専門学校専任教員
	小久保	雄	介	日本文理大学 経営経済学部准教授
	角田	俊	男	武蔵大学人文学部教授
	都留	信	行	産業能率大学経営学部教授
	中村		圭	島根県立大学 国際関係学部准教授
	福島	章	雄	本学非常勤講師
	藤倉	孝	行	独立行政法人 中小企業基盤整備機構
	峯岸	信	哉	中京大学経営学部教授
	Shih-Ying		Chien	長庚大学 Assistant Professor
研 究 員 (50音順)	松尾	茉	子	本学大学院経済学研究科博士課程 後期単位取得満期退学
事 務	橘内	勇	一	大学事務局総務課
	白子	英	里	大学事務局総務課

## 前 号 目 次

### 研究報告

コロナ騒動を振り返る .....	関 沢 洋 一 .....	7
コロナ危機と日本経済の再生 .....	宮 川 努 .....	25
黒死病後の社会 — 繰り返すペスト被害と都市の疫病対策 — .....	渡 邊 裕 一 .....	57
山の資源・エネルギーと近現代日本の消費社会 .....	中 西 聡 .....	83



### 編 集 後 記

おかげさまで年報第37号を発行するのはこびとなりました。まず初めに、ご多用の中  
ご講演をお引き受けくださり、また本号にご寄稿いただいた先生方—中空麻奈氏  
(BNP パリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長)、吉野直行氏(慶應義塾大  
学経済学部名誉教授・金融庁金融研究センター長)、野原慎司氏(東京大学大学院経  
済学研究科准教授)、新村聡氏(岡山大学特命教授・名誉教授)—、ならびに学内外  
から講演会にご参加いただいた多数の皆様にご心から感謝申し上げます。皆様の熱心な  
研究と貢献により、本号もまた実り多く、価値あるものとなりました。

第93回講演会(2023年6月10日)は、「持続可能な社会の実現に向けて—金融面の  
視点から—」をテーマに開催されました。社会・環境のサステナビリティが社会的  
課題として大きくクローズアップされている昨今、中空先生、吉野先生からは、まさ  
に時宜にかなった、貴重なご講演を頂きました。また第94回講演会(2023年10月21  
日)は、アダム・スミス生誕300年記念として「アダム・スミスの言語論：言語論的  
モデルの道德」「アダム・スミスの自由主義と政府の役割」をテーマに開催されまし  
た。野原先生、新村先生からは、まさにスミス生誕を記念するに相応しい、重厚なご  
講演を頂きました。

いずれの講演会も、強く印象に残っているのは、多数の一般参加者を含めた闊達な  
ディスカッションが行われたことです。本号の内容は、当日の雰囲気や紙上で伝える  
ものとなっています。皆様の新たな発見や進歩を促すための機会となることを願っ  
ています。

当研究所は、進行中の研究プロジェクトの成果報告を主な内容とするミニ・シンポ  
ジウムを実施しております。昨年度は計5回、すべて対面形式にて開催することがで  
きました。講師をお引き受けくださった先生方に改めて心より感謝申し上げます。

また当研究所は、研究第2部プロジェクト「ポストコロナの金融サービス・税制の  
あり方に関する研究」を引き続き進めるとともに、第1部および第3部プロジェクト  
として、新規の共同研究の立ち上げも企図しております。今後も皆様の研究活動を支  
援し、より広範な学術交流の場を提供できるよう努めてまいります。どうぞ、今後と  
もご指導ご鞭撻のほどを賜りますようお願い申し上げます。(上田記)

## 「経済研究所年報」刊行一覧

号数	執筆者	タイトル	発行年月
1	堀家文吉郎 中村 英雄 村本 孜 高垣文庫貴重書目録一追加 No. 1—	ソートンの周辺 ジョン・ローの「墓碑銘」といわれるものについて 高垣経済学的一端	1988. 3
2	堀家文吉郎 麻島 昭一 片木 進 浅井 良夫	貨幣数量説とデビット・ヒューム 日本の金融制度再編——分業主義のゆくえ—— 決済ネットワーク発展の動向とリスク 占領期の金融制度改革と独占禁止政策	1989. 3
3	津田 内匠 長谷川輝夫 井田 進也 宮崎 洋	フランス革命と産業主義 18世紀フランスにおける民衆と活字本 憲法か革命か——明治前期日本人の見たフランス革命—— 18世紀のフランスにおける旅について	1990. 4
4	島村 高嘉 清水 啓典 金井 雄一 伊東 政吉 座談会	中央銀行の政策思想 情報化社会と日本の金融制度 イギリスにおける金融政策の形成と展開 アメリカにおける金融制度改革 ——金融政策との関連を中心として—— 高垣寅次郎博士を偲ぶ	1991. 4
5	岩武 照彦 松田 博 仁保 義男 シンポジウム インタビュー	『近代中国通貨統一史——十五年戦争における通貨闘争』 について 京都大学経済学部所蔵貴重書——その整理の一こま—— 防衛支出の最適水準についての一考察（セミナー報告） 金融制度改革 （原司郎・楠本博・高木仁・西條正弘・村本孜） 『世界各国の金融制度』の思い出（大月 高）	1992. 4
6	江口 英一 伊藤 正直 大田 弘子 両角 和夫 釜江 廣志	金融政策の中立性と中央銀行の独立性 ——中央銀行の役割と在り方—— フロート制移行期のわが国為替政策をめぐって 保険制度改革について ——保険審議会答申をめぐって—— 現代農業金融問題と発生の背景 日本の国債市場と金利の期間構造	1993. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月
6		長期プロジェクト研究報告 世界貿易の進展と構造変化：中間報告 (明石茂生) わが国金融・資本市場の制度改革：中間報告 (花枝英樹) 協同組織金融機関の制度改革の方向 ——東京都の地域信用組合の規模の経済性—— (村本 孜)	1993. 4
		ミニ・シンポジウム TSL の金融市場への影響に関する理論分析 (北川 浩) 政策金融と中小企業の設備投資 (三井 清) 情報の非対称性と資本市場の理論 (展望) (久保俊郎)	
		高垣文庫貴重書目録 ——追加 No. 2——	
7	藪下 史郎 橋本 一夫 石野 典 立脇 和夫 原田 泰	日本の銀行制度の安全性：歴史的展望 『信用金庫40年史』をめぐって ——協同組織金融機関の法制化にみる社会政策的側面—— 金融システムの安定性 ——1980年代後半以降の日本の金融経済との関連で—— 明治政府と英国東洋銀行 ——付「国立銀行条例」をめぐる疑問点—— バブルと金融政策 ——マネーサプライは外生である——	1994. 4
		シンポジウム 保険の制度改革 (花輪俊哉・前川 寛・刀禰俊雄・村本 孜)	
	書 評	峰本暁子著『国際金融システムの変革 1797～1988』 近代文芸社 1993年 (立脇和夫)	
8	花輪 俊哉 高木 仁 福光 寛 刈屋 武昭 村本 孜 小平 裕	銀行の将来 アメリカ銀行業は衰退産業か？ ナローバンク論とコアバンク論 オプション理論の考え方と応用可能性 金融デリバティブと地域金融機関 わが国の公的年金制度の動学的応用一般均衡分析	1995. 4
		ミニ・シンポジウム 金融派生商品の現状 (北島英夫) デリバティブの位相 (阿部重夫) 最近のデリバティブの動向について (中島敬雄) 金融デリバティブについて——金利スワップの プライシング・ヘッジを中心に (高橋豊治)	
		金融学会1994年春季大会記事	
9	黒川 和美	行政改革のシナリオと地方分権	1996. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月
9	伊藤 修	メインバンク制および日本型金融システムの発展と展望	1996. 4
	森田 哲彌	外貨換算と原価主義会計	
	米澤 康博	派生取引の機能と現物市場へ与える効果	
	小谷 融	外貨建取引等会計処理基準の改訂について	
	高橋 一	金利の期間構造決定モデル (II)	
	石川 欽也	『金融仲介機能の新たな展開への対応』(1995年5月)について ——デリバティブ取引への対応——	
	浅井 良夫	追悼の辞 中村先生の思い出	
10	大塚 宗春	金融機関のトレーディング勘定への時価評価の導入について	1997. 4
	大西 又裕	企業年金会計の検討課題と方向性について	
	霧見 誠良	アジアの金融制度改革—マレーシアとインド—	
	那須 正彦	実務家ケインズとその経済学—中公新書版『実務家ケインズ』に即して—	
	小平 裕	企業の組織と非効率性	
11	岡田 清	取引費用経済学の系譜	1998. 4
	神田 秀樹	セキュリティタイゼーションの現状と課題	
	篠原三代平	東アジア経済のダイナミズムを考える	
	高野 義樹	住宅金融システムと債権の流動化	
	小山 明宏	ドイツ証券市場の問題と展望	
	シンポジウム	日本経済の構造変化と金融システム改革 問題提起 (寺西重郎)	
		金融システムの国際比較と日本版 ビッグ・バン (黒田晁生)	
		証券市場からみた金融ビッグ・バン (米澤康博)	
		金融技術革新の潮流 —リテール金融との関連で— (村本 孜)	
		情報化と金融システム改革 (池尾和人) 討論	
12	石 弘光	二元的所得税論について —利子・譲渡益をいかに課税すべきか—	1999. 4
	井堀 利宏	財政構造改革のゆくえ	
	林 健久	地方財政と経済政策・景気政策	
	吹春 俊隆	Newton 法による一般均衡解の計算	
	花枝 英樹	資産証券化の経済分析	

号数	執筆者	タイトル	発行年月
12	吉川 卓也	財務データからみたわが国企業の資産調達の特徴 および企業規模別借入金金の計測	
13	田中 素香	EU 通貨統合と国民経済 ——グローバル化への対応を中心に——	2000. 4
	内田 真人	欧州通貨統合と金融政策 ——統合後1年の課題と展望を中心に——	
	田中 俊郎	EU 統合の現状と展望 ——拡大と深化の視点から——	
	西沢 保	救貧法から福祉国家へ ——世紀転換期の貧困・失業問題と経済学者・官僚——	
	秋元 英一	アーヴィング・フィッシャーとニューディール	
	明石 茂生	ケインズ『一般理論』再読—失いし世界	
14	小川 英治	通貨バスケット制導入の効果と障害	2001. 4
	原田 泰	統合は平和と繁栄をもたらすか ——経済統合とアジア——	
	根本 忠宣	欧州における金融システムの多様性と統合の影響	
	原 洋之介	世界史のなかのアジア経済 ——グローバリズムと地域性の経済学——	
	斎藤 純一	社会国家と統治の変容	
15	後藤 晃	日本のナショナル・イノベーション・システムと その改革	2002. 4
	島野 卓爾	欧州中央銀行 (ECB) のインフレーション・ターゲティング	
	長谷川公敏	日本経済はなぜ回復しないのか	
	宮川 公男	挑戦を受ける21世紀の資本主義文明	
	高月 昭年	日米銀行法制の違いと法律の沈黙	
16	首藤 恵	金融危機後のアジア資本市場の再構築	2003. 4
	堀内 昭義	第二次大戦後の金融システムの機能を評価する ——銀行経営ガバナンスの視点——	
	楠本くに代	「金融商品の販売等に関する法律」(「金融商品販売法」) 施行後の金融消費者保護の実態と取組むべき緊急 の課題——英国「2000金融サービス・市場法」と法施 行後の FSA の取り組みを参考に——	
	田尻 嗣夫	郵便預金・簡易生命保険の資金運用と欧米運用機関の教訓	
	村本 孜	グローバル化と効率・公平 ——展望と金融排除——	

号数	執筆者	タイトル	発行年月
17	藤田 誠一	グローバルゼーションとユーロ登場の意味	2004. 4
	浅沼 信爾	アジアの経済発展とグローバルゼーション	
	斎藤 聖美	ベンチャーで日本を活性化する	
	平尾 光司	アメリカにおけるベンチャーキャピタルの発展過程	
	江夏 由樹	中国東北地域の土地をめぐる中国と日本	
18	小野 有人	アジア域内における「最後の貸し手」の意義と課題 ——国際金融機関による政策競争の観点から——	2005. 4
	石山 嘉英	国際資本移動の増大と為替レート制度の選択	
	駒村 康平	21世紀型の社会保障制度を求めて ——2025年を視野に入れた改革——	
	石 弘光 佐藤 宏	少子・高齢社会における税・社会保障制度負担のあり方 現代中国における国家と農民 ——税制改革と所得分配——	
19	日向野幹也	小口金融における実店舗と「動線」の役割 ——日米英独の経験——	2006. 4
	岩田 健治	EU（欧州連合）の新しい金融サービス政策	
	矢野 誠	M&A 市場とその質	
	高橋 伸子	金融経済教育の現状と課題 ——金融消費者、個人投資家は育つか——	
	瀧澤 弘和	比較制度分析：枠組みと最近の展開	
	相原 章	コンピテンシーに基づく HRM の動向	
20	和田 一夫	年産200万台を超えるT型車をフォード社はどのよう に達成したか？ ——フォード社の生産システム再検討——	2007. 4
	栗原 裕	量的緩和策の評価と課題	
	十川 廣國	企業と市場・社会—CSR の意義を考える—	
	池本 正純	企業家論の視点とコーポレートガバナンス	
	堀内 圭子	浮世絵を生かしたまちづくり ——小布施町の北斎と墨田区の北斎——	
	経済研究所創立20周年記念		
21	伊丹 敬之	世界の中の日本、歴史の中の日本	2008. 4
	岡田 清	わが国における金融経済学の発展 ——高垣寅次郎先生の事績——	
	Ichiro Uesugi Koji Sakai and Guy M. Yamashiro	Effectiveness of Credit Guarantees in the Japanese Loan Market	



号数	執筆者	タイトル	発行年月
21	大森 弘喜 シンポジウム	「都市空間論」の射程 イノベーション・システムの進化とそのガバナンス 趣旨説明 (伊地知寛博) 知的財産権制度の展開とイノベーション (小田切宏之) イノベーションの質的变化と新たな ガバナンスシステムの模索 (元橋 一之) アジアにおけるグローバル・イノベーション・ ガバナンスの構築にむけて (角南 篤) 討論	
22	寺西 重郎 鹿野 嘉昭  吉田 悦章 内田 真人 南里光一郎 平田 英明	明治大正の投資家社会 2003年以降における中小企業の経営財務面での 動きをめぐって —CRD の分析結果から— イスラム金融—国際金融界の新潮流 グローバルにおける住宅金融の急展開と混乱 スコアリング貸出の課題—新銀行東京を例に	2009. 4
23	原田 泰  井手 英策  水野 和夫  鎮目 雅人  文献解説 中川 和彦	日本国の原則—自由, 民主主義, 経済発展, 戦争, 平和について考える マクロ・バジェットインゲと増税なき財政再建 —高橋財政の歴史的教訓— 21世紀は陸と海のたたかい —アメリカ金融帝国の終焉と資本主義の誕生— 世界恐慌と経済政策 —『開放小国』日本の経験と現代— カルロス, F. R. およびセレスティーノ, R. E 共編 メキシコにおける中小企業: 現状および戦略的挑戦	2010. 4
24	鶴 光太郎  内田 聡  山上 秀文 渡邊 頼純	労働市場制度・雇用システム改革 —労働市場二極化問題を中心に— アメリカの金融システム —ウォールストリートとメインストリート— 経済開発に果たす国際プロジェクトファイナンスの役割 忍び寄る「新保護主義」と国際通商体制 —WTO, FTA/EPA, そして TPP の役割—	2011. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月
24	福井 俊彦	60周年記念特別講演 「厳しい生存競争に立ち向かう」	
25	岩田規久男 斉藤 美彦 権上 康男 倉都 康行 小平 裕	なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから 脱却できないのか 国債累積と金融システム・中央銀行 欧州通貨統合史の神話と実相 —スネイクから EMS へ— 準備（基軸）通貨の来し方・行く末 ネット公売の収入最大化	2012. 4
26	浦田秀次郎 松宮 基夫 西沢 保 矢後 和彦 内田 真人	日本のアジア太平洋経済戦略：TPP への対応 欧州債務問題の現状とグローバル経済への影響 創設期の厚生経済学と福祉国家 —マーシャルにおける経済進歩と福祉を中心に— 国際決済銀行の過去と現在 非伝統的金融政策の効果と限界：デフレ脱却と金融政策	2013. 4
27	田中 信孝 渡瀬 義男 代田 純 池島 正興 村本 孜	検証・日本の財政 —財政赤字の構造分析— アメリカの予算編成過程と財政民主主義 EU の国債とアベノミクス 戦後アメリカの国債管理と国債 日本型モデルとしての中小企業支援・政策システム —中小企業金融を中心した体系化—	2014. 4
28	関 満博 関 志雄 平井 俊顕 出雲 雅志 明石 茂生	中国華南の日系中小企業とローカル企業 —転換期を迎え、新たな方向に向かう— 中国経済の現状と課題—「二つの罨」に挑む習近平政権 グローバリゼーションをどうとらえればいいのか —光と影— 戦前日本のリカードウ研究 —1869-1929年試論— 古代メソポタミアにおける市場、国家、貨幣 —商人的経済再考—	2015. 4
29	加藤 博 長岡 慎介	イスラム経済の基本構造 イスラム金融は何に対峙しようとしているのか —伝統・近代・ポスト資本主義—	2016. 4
	Jesús Arroyo Alejandro	Japanese immigration in Mexico	
	Elizabeth Delgado García		

号数	執筆者	タイトル	発行年月
29	Salvador Carrillo Regalado	The role of FDI in Mexican industrial restructuring and its impact on regional development: The case of Japanese FDI, 2006-2014 シンポジウム〈成城学園創立100周年記念〉 中小企業支援・政策システムの行方 (村本孜・鹿野嘉昭・家森信善・落合寛司・ 斎藤聖美・西田直樹)	
30	大滝 精一 亀川 雅人 舟橋 學	東日本大震災とソーシャルビジネス 株主重視経営の意義と問題 —イノベーションとコスト競争の相克— ベトナム中小企業 —成長要因と支援政策— シンポジウム〈成城学園創立100周年記念〉 アジアにおける中小企業金融の展望 —望まれる金融システムの模索— (小川英治・山上秀文・濱田美紀・福島章雄・ 藤野次雄)	2017. 4
31	新倉 貴仁 大月 康弘 明石 茂生	「能率」の共同体 —第一次大戦後から高度成長期までの ミドルクラスとナショナリズム— 中世ローマ帝国の社会経済システム —再分配国家と市場の役割— 前近代経済における貨幣、信用、国家： 古代メソポタミアから中世ヨーロッパまで シンポジウム〈成城学園創立100周年・経済研究所創設30周年記念〉 2050年の世界に向けて日本は何をすべきか (岩田一政・岡田豊・山本謙三・岩本康志)	2018. 4
32	吉川 洋 田近 栄治 中馬 宏之 久世 和資 Yasuo GOTO Scott WILBUR	人口減少と日本経済 社会保障と財政 —医療制度改革を中心に— ヒューマン・インテリジェンスとビッグ データ型及び脳神経模倣型 AI： インテリジェンスとは何かを考える 最新テクノロジーによる社会の変革 Japanese SMEs in the context of the zombie firm hypothesis	2019. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月
33	神林 龍	これからの『正規の世界・非正規の世界』と日本の労働市場について	2020. 4
	鶴 光太郎	働き方改革と生産性向上の両立を目指して	
	田近 栄治 花井 清人	韓国勤労奨励税制（EITC 制度）の運営と残された課題	
	立川 潔	エドモンド・バーク社会思想の基底としての大土地所有 —法定相続不動産としての自由と国制—	
34	手塚 公登	市場と企業の境界問題 —グローバル経営との関連で—	2021. 4
	明石 茂生 相原 章	前近代中国における国家、市場、貨幣：宋元明代 新たな戦略的関係管理の検討	
35	土居 丈朗	わが国の医療・介護はどうか —持続可能にするために必要な改革—	2022. 4
	小黒 一正	日本財政を巡る課題 —改革の新たなステージに向けて—	
	青島 矢一	真つ当な経営とイノベーションの創出	
	橘川 武郎 岩崎 尚人	日本の経済発展とイノベーション 日本的経営を再考する	
36	関沢 洋一	コロナ騒動を振り返る	2023. 4
	宮川 努	コロナ危機と日本経済の再生	
	渡邊 裕一	黒死病後の社会 —繰り返すペスト被害と都市の疫病対策—	
	中西 聡	山の資源・エネルギーと近現代日本の消費社会	

### 「研究報告」（グリーン・ペーパー）刊行一覧

1	花枝 英樹	自己株式取得と企業財務	1994. 1
2	明石 茂生	世界貿易の進展と構造変化：1861—1991	1994. 1
3	村本 孜	協同組織金融機関の健全経営の一考察 —労働金庫の自己資本の充実—	1994. 6
4	村本 孜	生命保険会社の競争力について —銀行業務兼営を考慮した規模・範囲の経済性—	1994. 6
5	吉川 卓也 小平 裕	生命保険需要の特性分析 —簡易保険と民間生命保険—	1995. 3
6	明石 茂生	国際収支と構造変化：1881—1991	1995. 3
7	花枝 英樹	なぜ企業は財務リスク管理を行うのか	1995. 3

号数	執筆者	タイトル	発行年月
8	村本 孜	協同組織金融機関の合併の一考察 ——労働金庫の規模の経済性の計測——	1996. 3
9	山口 一臣	アメリカ食品企業の環境戦略 ——マクドナルド社, スターキスト社 (ハイツ子会社)の事例を中心として——	1996. 6
10	小平 裕	金融機関のX非効率性の計測	1997. 2
11	浅井 良夫	経済安定本部調査課と大来佐武郎	1997. 3
12	海保 英孝	フィージビリティ・スタディの諸問題	1997. 3
13	手塚 公登	企業の資本構成と取引コストの理論	1997. 3
14	山田 稔	建設業労働者の賃金・賞与・退職金・年金 ——労務管理論的考察——	1997. 11
15	池田 和宏	J. S. ミル国防論に関する一考察 ——1860年におけるアイルランド植民地との関連で——	1998. 1
16	立川 潔	J. S. ミルのリベラリズム批判 ——社会再生における権威の必要性の認識——	1998. 3
17	海保 英孝	業績の悪化と回復の作用機序について ——その論点とインプリケーション——	1998. 3
18	村本 孜	家計貯蓄率の将来推計	1998. 3
19	岩崎 尚人 神田 良	企業間ネットワーク構築による戦略的革新の実現 ——中小トラック企業のケースから——	1998. 3
20	吉川 卓也	日本の個人金融資産需要の特性	1998. 3
21	福光 寛	資産担保証券の財務的意義について	1999. 3
22	角田 俊男	ヒュームの情念論と判断力 ——『人間本性論』を通して——	1999. 3
23	花枝 英樹 吉川 卓也	資本構成問題の再検討	1999. 6
24	村本 孜	金融システムの国際比較分析 ——市場統合・通貨統合のもたらすもの——	2000. 3
25	浅井 良夫	「新長期経済計画」と高度成長初期の経済・産業政策	2000. 3
26	篠原 光伸	デリバティブとヘッジの会計 ——国際会計基準設定までの推移と今後——	2000. 3
27	塚原 英敦	Empirical Copulas and Some Applications	2000. 12
28	山重 芳子	An'Austrian'Model of Environment and Trade	2001. 1
29	手塚 公登 井上 正	企業特殊的人的投資とアウトプットの最大化	2001. 3
30	立川 潔	若き S. T. コウルリッジの急進主義思想 (上) ——ブリストル道徳政治講演の啓示宗教的基礎——	2001. 3
31	福光 寛	公社債投資信託の元本割れをめぐって	2002. 3

号数	執筆者	タイトル	発行年月
32	角田 俊男	周縁にとっての主権と商業 ——ブリテン、ヨーロッパの 公共空間を開くヒューム哲学——	2002. 3
33	福島 章雄	経済・市場統合の展開 ——NAFTA の成立とメキシコの通貨危機——	2002. 3
34	小平 裕	Mathematica によるミクロ経済学	2002. 4
35	Gordon de Brouwer	The IMF and East Asia: A Changing Regional Financial Architecture	2003. 3
36	手塚 公登 浅野 義	年金民営化と「スイッチング」問題	2003. 3
37	福島 章雄 峯岸 信哉 村本 孜	経済統合の類型と金融システム・金融政策	2003. 3
38	明石 茂生	「前近代」世界システム：形成と変容	2004. 3
39	山村 延郎 松田 岳	米独の預金保護制度の比較分析 ——破綻処理と規律付けを中心に——	2004. 3
40	村本 孜	アメリカの地域金融促進政策—CRA の問題—	2004. 3
41	小平 裕 佐々木 覚亮	わが国の社会会計行列の作成	2004. 5
42	浅井 良夫	IMF 8 条国移行と貿易・為替自由化（上） ——IMF と日本：1952～64年——	2005. 3
43	大森 弘喜	近代フランスにおける労使関係とディリジズム	2006. 3
44	上田 晋一	二酸化炭素排出枠の公正価値会計： IFRIC 第3号の検討	2006. 3
45	岩崎 尚人 海保 英孝 相原 章 福田 和久 都留 信行	中堅・中小企業のステイクホルダー・マネジメント の研究	2006. 5
46	浅井 良夫	IMF 8 条国移行と貿易・為替自由化（下） ——IMF と日本：1952～64年——	2007. 3
47	福光 寛	証券化の功罪：サブプライム問題を振り返る	2007. 10
48	沼尻 晃伸	戦間期・戦時期日本における方面委員論に関する 一考察—都市社会事業と「公」・「公共」—	2008. 3
49	西久保 浩二	福利厚生制度の現状と課題	2008. 3
50	小藤 康夫	大学経営の構造と機能	2009. 1
51	小平 裕	経営者報酬と企業の行動目的	2009. 3
52	大岡 聡	昭和戦前・戦時期の百貨店と消費社会	2009. 4
53	数阪 孝志	地銀決算にみる地域金融の問題点	2010. 4

号数	執筆者	タイトル	発行年月
54	Carlos Fong Reynoso Taku Okabe Akio Fukushima Tomohiro Kakihara	Some Issues of the Medium-and Small-Sized Enterprises in Mexico	2010. 6
55	角田 俊男	都市共和国の伝統を継受する専制帝国 —啓蒙の歴史叙述とピョートルの改革—	2010. 12
56	大隈 宏	EU とミレニアム開発目標 —グローバル・パートナーシップの模索—	2012. 2
57	明石 茂生 柿原 智弘	日系企業のメキシコ進出： ハリスコ州の事例を中心に	2012. 3
58	岩崎 尚人 相原 章 橋本 茉莉	人的資源管理システムの構築に関する研究 —ダイバーシティ・マネジメントへのアプローチ—	2012. 3
59	中田真佐男	消費者による小額決済手段選択の現状： アンケート調査を用いた分析	2012. 9
60	駒形 哲哉	中国の社会主義市場経済と中小企業金融	2012. 9
61	青山 和正	ベトナムの中小企業政策に関する研究 —ベトナムの中小企業振興施策の現状と課題—	2013. 1
62	角田 俊男	越えがたい懸隔と永久の分離 —パークと東インド会社の帝国統治1778—95年—	2013. 2
63	Jesus Arroyo Alejandro David Rodríguez Álvarez Salvador Carrillo Regalado Taku Okabe Tomohiro Kakihara	Regional development in Mexico —socio-economic regional development and foreign direct investment—	2013. 3
64	福光 寛	中国概念股の危機はなぜ生じたのか	2013. 7
65	村本 孜	中小企業憲章の制定とその意義 —中小企業政策のイノベーション—	2013. 7
66	長谷川 清	リレーションシップバンキング行政の成果と課題	2013. 11
67	立川 潔	エドマンド・パークにおける市場と統治 —自然権思想批判としての『穀物不足に関する思索と詳論』—	2014. 3
68	福光 寛	中国のシャドーバンクをどうとらえるか —さまざまな定義の併存 肯定説と中小企業金融への貢献説—	2014. 11
69	福光 寛	中国の銀行理財についての規制	2015. 1
70	岩崎 尚人 黄 賀	中国の経済成長と展望	2015. 2
71	村本 孜	民法改正と個人保証 —議論の整理：中小企業金融との関連において—	2015. 9

号数	執筆者	タイトル	発行年月
72	María Guadalupe Lugo Sánchez Salvador Carrillo Regalado Rafael González Bravo Leo Guzman Anaya	Economic impact of Economic Partnership Agreement Mexico-Japan -theoretical and empirical aspects-	2016. 1
73	J. Jesus Arroyo Alejandre Erika Elizabeth Sandoval Magaña Martha Elena Campos Ruíz María Guadalupe Limón Herrera Antonio Mackintosh R. Taku Okabe	Regional development and internationalization of Mexico	2016. 2
74	王 東明	中国株式市場の形成と発展のロジックを考える —「移行経済型市場」の形成を中心に—	2016. 2
75	岩崎 尚人 黄 賀	中国企業の在日法人の経営体制に関するアンケート調査分析	2016. 3
76	陳 玉雄	中国における「民間貸借」の発展とその論理	2017. 3
77	柿原 智弘	産業集積と投資環境の変化 —メキシコ中央高原地域の日系自動車企業のケース—	2017. 3
78	中村 圭	「中国企業」VS「流動人材」 —親族構造と「包」の概念から見る現代中国企業組織—	2017. 3
79	村本 孜	条件変更債権をめぐる諸問題	2018. 1
80	小平 裕	金融市場における誘因と情報の問題	2018. 2
81	Taku Okabe Karla Liliana Meza Gómez	Legal framework for industrial property protection and its importance for regional development in Mexico : Challenges and perspectives	2018. 2
82	Martha Elena Campos Ruiz Leo Guzman-Anaya Maria Guadalupe Lugo-Sanchez	Impact of Japanese direct investment in Mexico : the case of Japanese immigration and automotive industry in Bajio region	2018. 3
83	林 幸司	日中戦争下の銀行業 —抗戦首都重慶における経済制度変容の視点から—	2018. 3
84	小平 裕	検証可能な私的情報と開示	2019. 2
85	岡部 拓 Juan Emmanuel Delva Benavides Ana Virginia Solis Stas Gelacio Juan Ramón Gutiérrez Ocegueda Edgar Gutiérrez Aceves Salvador Carrillo Regalado	Changing Mexico: Multidimensional analysis of the current situation of Mexico	2019. 3



号数	執筆者	タイトル	発行年月
86	長谷川 清	ソーシャルレンディング（日本版 P2P レンディング）の現状と課題	2019. 3
87	都留 信行 岩崎 尚人	「ネオ・ニューエコノミー時代」の企業の戦略行動	2020. 2
88	福本 勇樹	日本のキャッシュレス化の進展状況と金融リテラシーの影響	2020. 2
89	伊東 昌子	実践知心理学： 卓越した専門職実践を支える暗黙知の発見	2020. 3
90	武田 英俊 後藤 康雄	暗号資産のマクロ経済統計への反映に向けた検討状況と課題 —国際収支統計を中心に—	2020. 3
91	武田 英俊 後藤 康雄	低インフレ下での中央銀行の独立性に関する一考察：日本銀行を中心に	2021. 2
92	柿原 智弘	日系企業の集積の特徴：メキシコのケース	2021. 3
93	伊東 昌子	脱コモデティ化のための組織学習： ユーザ経験アプローチとしての人間中心設計の導入	2021. 3
94	青木 健	明治末～大正前期の林業教育と労働市場 —開校初期の盛岡高等農林学校の学卒者の事例—	2022. 3
95	Salvador Carrillo Regalado Martha Elena Campos Ruiz Martha Virginia González Medina	Migration, temporary expatriation and perception of the quality of life of the Japanese population in Mexico: Case of the state of Jalisco.	2023. 3
96	伊東 昌子 渡辺めぐみ	発達障害者の継続的就労： インクルージョン・マネジメント型の個別配慮	2023. 3
97	藤倉 孝行	インドネシアの経済発展と課題 —政府開発援助 (ODA) の視点から—	2023. 3
98	内田 真人	ミッテラン政権における経済政策の グローバル化への転換 —経済実態での限界の視点から—	2023. 3

## 「ディスカッションペーパー」刊行一覧

1	丸山 一彦	満足概念と満足・不満足経験後行動の一考察	2003. 3
2	小松啓一郎	環太平洋地域における1997年地域通貨危機に関する一考察（英国政府内から見た視点を中心に） —新たなビジネス機会を求めて—	2004. 3
3	福島 章雄	地域通貨と IT	2006. 3

号数	執筆者	タイトル	発行年月
4	小松啓一郎	英国通商産業省内から見た日本経済像とその 対日貿易・投資促進策を巡る一考察(1997年アジア地域 通貨危機前後)―新たなビジネス機会を求めて―	2005. 6

### 「モノグラフ」刊行一覧

1	村本 孜	制度改革とリテール金融 (平成6年 中小企業研究奨励賞を受賞) (平成9年 生活経済学会賞を受賞)	1994. 3
2	白鳥庄之助 村本 孜 花枝 英樹 明石 茂生 (共著)	金融デリバティブの研究 ―スワップを中心に―	1996. 3
3	村本 孜 (編著)	グローバリゼーションと地域経済統合	2004. 3
4	村本 孜	中小企業支援・政策システム ―金融を中心とした体系化―	2015. 6

\* バックナンバーをご希望の方は、当研究所までご連絡下さい。

問い合わせ先：成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

TEL：03-3482-9185, 9187

FAX：03-3482-7851

e-mail：keiken@seijo.jp

成城大学 経済研究所年報 第37号

---

令和6年4月11日 印刷

令和6年4月23日 発行

非売品

発行責任者 相原章

発行 成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電話 03(3482)9187 番

印刷所 株式会社博文社

---





# THE ANNUAL BULLETIN

of

## The Institute for Economic Studies

---

No. 37

April 2024

---

### CONTENTS

Preface ..... 1

#### Articles

Current Status and Challenges of Sustainable Finance  
—Based on Trends in the World and Japan— ···· Mana NAKAZORA···· 5

ESG/Green Investment and Net Carbon Tax to Regain Optimal  
Portfolio Allocation ····· Naoyuki YOSHINO···· 55

Adam Smith on Languages: His Linguistic Model of Morality  
······ Shinji NOHARA····103

The Evolution of Adam Smith's Thought on the Role of Government  
······ Satoshi NIIMURA····125