

2020年9月29日

コロナショック下、格差是正への対策はなにか ー所得再分配をどのように行うか

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

コロナバブルと格差問題

当TODAYでは今から半年以上前の2月21日に「新型コロナウイルスがもたらす株高バブル」と題し、コロナショックに伴う世界的な金融緩和によりバブルが生じることのリスクを議論した。同時に、2020年代の潮流として資産価格上昇のなかでの格差問題が生じることの議論した。足元、米国主導の株高で2月の当TODAYで懸念していたバブルの芽が生じやすい環境になっている。同時にコロナショックで当初の想定以上に格差問題が生じやすくなっていることを議論したい。

先週の当TODAY (9/24) では「コロナ7業種」の動向について改めて議論した。今回、コロナショックに伴う影響は中小零細企業を中心とした「コロナ7業種」に及び経済成長を引き下げる可能性が高い。一方、コロナショックに対処した世界的金融緩和主導のマクロ政策は、株式市場を中心とした資産価格の押し上げにつながる二極化をもたらす。そもそも、コロナ問題が生じる以前から金融緩和の潮流が格差拡大をもたらしていたが、コロナショックで中小零細企業や非正規労働者等に負担が及ぶ。コロナショックでの経済対策が、皮肉にも「持つ者」の富を更に拡大させる矛盾だ。

コロナショックの格差拡大の背景にある弱者とコロナ対策

「コロナ7業種」は「face to face」の対応を基本とする労働集約型の業種で、そこに努める従業員の多くは比較的賃金も低位である。また、雇用形態も非正規が多く不況時のクッションになりやすい。今回のコロナショックが直撃したのは次ページの図表では底辺層や中間層を占める分野、押しなべて「経済弱者」を直撃したことになる。また、女性や外国人にも比較的影響が及びやすい。

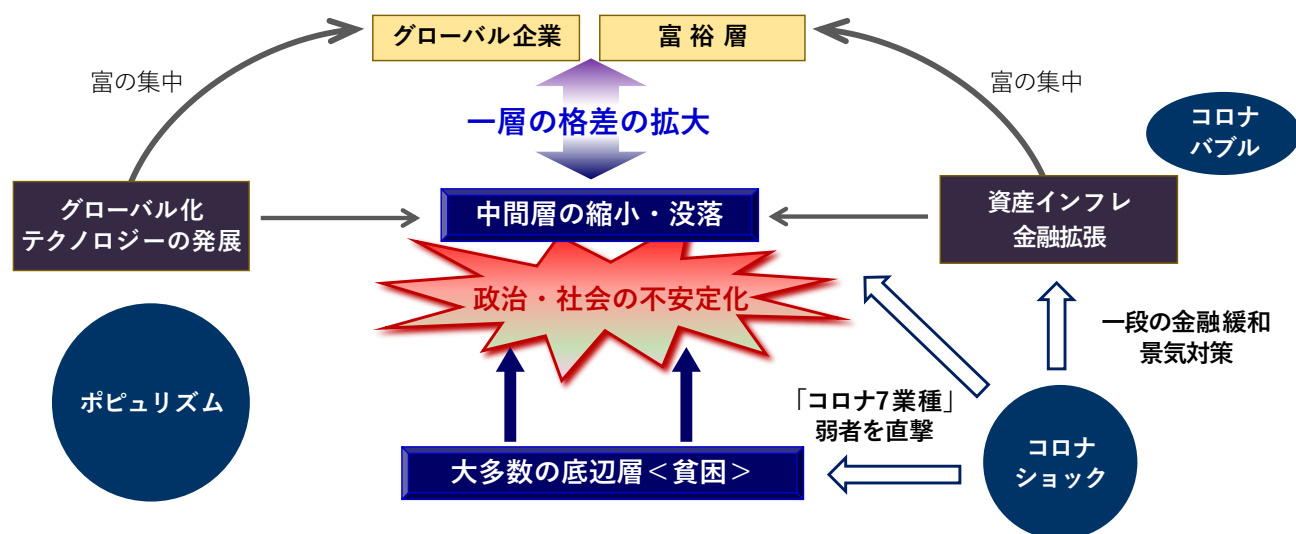
一方、コロナショック以降の各国での大胆な金融緩和を中心とした経済対策は従来から「持てる者」を中心とした資産

■ コロナショックへの対応策が「持つ者」の富を拡大させる矛盾が生じる

■ コロナショックの悪影響を受けたのは「経済弱者」

価格を維持させる分野に寄与しやすい。その結果、コロナショックで一層の格差拡大につながることになる。さらに、コロナ7業種を中心に失業のリスクが高まるのが政治や社会の不安定化をもたらすことになりやすい。

グローバルな政治・社会の不安定化の構図



(作成) 岡三証券

■ バブル崩壊の影響もあり、
日本での格差問題は相対的に軽微

格差問題への対応策

格差問題は、コロナショックが生じる以前から欧米中心に大きな社会問題になっていた。日本においても存在するが、欧米のように資産インフレが続く中で先鋭化した状況にはなかった。むしろ日本では、1990年前後のバブル時代がピークであり、その後、幸か不幸かバブルが崩壊したことで、大きな話題になりにくくなっていた。欧米の格差が資産インフレに伴うものであるとすれば、日本における格差は長期の景気停滞に伴い低所得層が拡大することにあった。次ページの図表は格差への対応のメニューである。

ピケティと格差問題、「r」と「g」の関係

今から6年前、2014年にフランスの著名な経済学者であるトマ・ピケティは「21世紀の資本」を発表し、世界的に大きな影響を与えた。当時、ノーベル経済学賞を受賞したスティグリッツやクルーグマンが絶賛したこともあり、世界的にも一大ブームになった。日本でもNHKが白熱教室という番組で取り上げたことから大きな話題になった。「21世紀の

格差是正のメニュー

	対応	備考
所得税引き上げ	格差是正の観点から高額所得者への税負担をもたらし所得税の引き上げ	現実には所得税引き下げ競争で人材を引き寄せる国も
財産課税	資産格差拡大のなかで財産課税議論も	資産市場にマイナスの影響も
法人課税	格差是正の観点から法人税の引き上げ 内部留保課税議論も	現実には各国の法人税の引き下げ競争に
ベーシック・インカム	一定の最低給付を全国民に与える議論	財源や勤労意欲の観点からの問題点も
補助金	低所得者向けの補助金	財源やその範囲の難しさ

(作成) 岡三証券

資本」は日本でも2014年12月に翻訳が出版され、700ページを超える大著であったが、ベストセラーとなり、当時の流行語にも取り入れられた。

ピケティの「21世紀の資本」では、以下の基本関係が日本語版の帯にも示されている。

$$\text{資本の収益率 (r)} > \text{所得の成長率 (g)}$$

ここで r は資本収益率、 g は所得成長率（経済成長率）を指している。ピケティは、実際に観測された歴史的な数字から、4-5%の資本収益率が、1%前後の所得成長率よりも高いことに注目した。ここで r が g よりも大きいほど資本の集中が進み、資本保有者がますます富を蓄積することを20ヵ国程度のデータから示している。ここでの政策的インプリケーションとして、以上の環境下で生まれうる格差社会の現状を改善させるには、資本収益率の引き下げが有効とピケティは主張した。そこで、国際協調による資本課税の強化が示された。

■ 格差問題を改善させるには資本収益率の引き下げが有効な可能性も

ピケティが指摘した格差はコロナ危機で一層拡大

以上のピケティが示した基本関係は、現在生じている超低金利状態、金利水没の環境で一層拡大されやすい。ピケティは今日の資本主義の問題を格差の観点から示したが、その環

■格差問題は内外の政策に
大きな影響を及ぼす公算

境は今日、より顕著になりやすい。いまこそ、改めてピケティの資本論が注目されるべき環境にあるようにみえる。

当TODAYでは、超低金利は金融機関と家計に対する増税、企業への補助金の経済効果を持つとした。先述のように、ピケティが提唱した政策は資本課税にあった。しかし、皮肉にも、「21世紀の資本」が出版された2014年に欧州ではマイナス金利が導入されることでピケティの政策スタンスとは真逆の資本収益率を引き上げる経済効果を与えることになった。今日、経済学では労働分配率の低下が課題となり、1980年代以降世界の大半の産業で労働分配率低下が続く現象が生じている。その結果、資本が生む付加価値を市民に配当で還元させるべきとの主張もされ、そのためには国民一人一人がむしろ資本の利益を享受すべく株主になるべきであるとの見方もされている。それは「貯蓄から投資へ」のメッセージにも通じるものがある。

今月、日本では新政権が誕生した。11月には米国で大統領選がある。内外で示される政策動向にも格差問題は大きな影響を及ぼすと展望される。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)