

ジャパン・スポットライト2020年5/6月号掲載（2020年5月10日発行）（通巻231号）

英文掲載号<https://www.jef.or.jp/jspotlight/backnumber/detail/231/>

吉野直行氏（慶應義塾大学名誉教授、前アジア開発銀行研究所所長）、宮本弘暁氏（東京都立大学教授、前IMFエコノミスト）、ムハマト・ズバイル・ムマタズ Muhammad Zubair Mumtaz 氏（イスラマバード国立科学技術大学人文社会科学学校財政学准教授）

コラム名：Economists' Views on the Global Economy

（日本語仮訳版）

金融政策と財政政策は、どのようにコロナショックの緩和に役立つか:コロナ債発行の提案

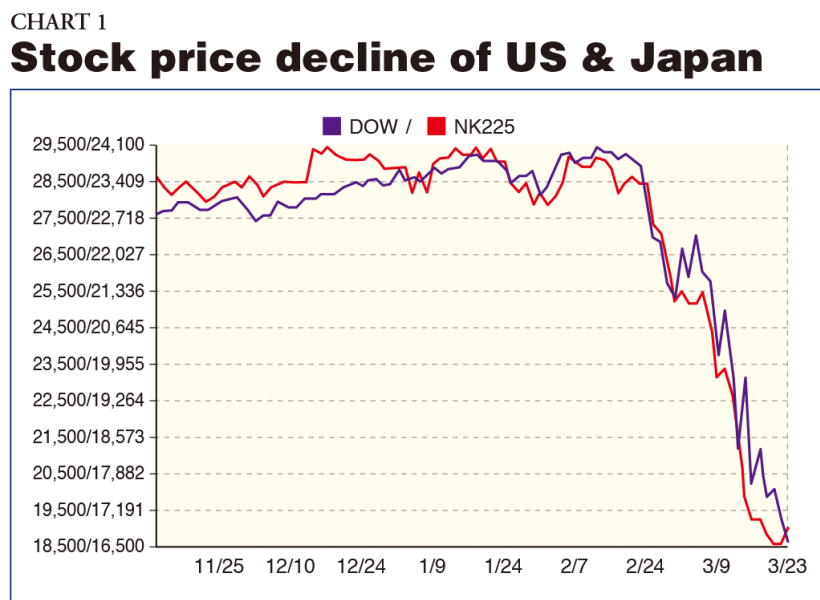
本稿は、金融政策と財政政策がコロナショックの間、どのように機能し得るのか、また、日本における人口高齢化という構造問題にどのように対処できるのかを検討する。多くの国における株価の急激な下落は、市場心理の冷え込みがコロナショックで発生している。お金は、よりリスクの高い資産から、より安全な資産にシフトし、それが更なる株価の下落をもたらしめている。政府債（＝コロナ債）発行による大幅な財政支援が、市場における信頼を維持するのに必要とされる。同時に、人口高齢化という構造的な問題は、なくならないだろう（「日本の高齢化社会における財政金融政策の効果の減少」吉野直行、宮本弘明著 Japan and the World Economy 42,2017 参照）。

本稿は、どのようにして我々は、一時的な巨額の財政支出による政府債務の大きな増加を緩和することが出来るかを説明したい。

はじめに

コロナウィルスの感染に遭遇している多くの国で、株価の大きな下落が起こった。米国では、2020年の3月に株価は25%下落、他方日本の株価も21%下落した。このような状況下で、政府と中央銀行による財政/金融政策は、経済の大幅な減速から守るために、悲観的な市場心理を緩和することの出来る唯一の政策手段である(図1)。

図1 日米の株価の下落



Source: Nikkei

コロナウィルス対策としての金融財政政策の効果

ウィルスの中国からの拡散が始まった後の株価の下落については、いくつかの要因によって説明され得る。(i)時間軸の不確実性—誰も拡散が終わる時期を予想できず、それが資本市場における不確実性を生じさせた。(ii)大きな集会を伴う様々な活動の延期とともに、国際観光旅行の急激な落ち込み、外出自粛などが、サービス産業における売り上げの大幅な減少をもたらした、(iii)サプライ・チェーンの分断が製造業部門の生産量を減少させた。そして、(iv)多くの部門における売り上げの減少が、所得の落ち込みにつながり、それが、消費全般を減少させ、経済に対して、負の乗数効果をもたらした。

コロナウィルスは、地震や洪水、あるいは他の自然災害とは異なる。物的資本は破壊されていないし、生産工程は、そのまま残っている。GDPの落ち込みに繋がった消費と生産への急な負の効果は、一時的に政府支出によって対応されるべきである。この様々な経済的活動における一時的な落ち込みは、コロナウィルスの発散が終わり、通常の生活が戻ってくる時に、回復するだろう。政府は、民間経済活動における落ち込みを補償できる唯一の政策主体である。

暫定的な政策手段として推奨出来るのは、次の通りだ。

- (1) 政府は、コロナウィルスによって、売り上げが落ち込んだサービス業と製造業に貸し付けを提供できる。その貸し付けを、コロナウィルスのマイナスの影響がなくなる（例えば、2年間）まで、無利子で行えるようにする。財源は、コロナ債と言える特別の政府債の形を取ることも出来よう。この特例債と普通の政府債とを区別することが重要である。日本は、既に2種類の国債を発行している。一つは、財政投融资を通じて（財投債）、もう一つは、一般の予算を通じて（普通国債）である。両方とも、日本国債として発行され、流通されている。同様なことが、ウィルス拡散への対策のために発行された第3の種類の政府債となるであろうコロナ債にも適用されることが出来き、発行の際には、異なる名称（コロナ国債）とし、発行と流通市場では、同じ国債として扱われる。
- (2) コロナ債は、主に日銀が買うことが出来よう。金融市場は、この債券の発行を、様々な業種への一時的なマイナスの影響を補償するもので、将来についての明るい兆しとして受けとめるだろう。予想しがたい将来によって引き起こされる株価の下落は、緩和され得るだろう。
- (3) 日銀によるコロナ債購入は、株式市場の回復が、日本の経済活動と、経済の将来の回復への期待から生ずるであろうことから、上場投資信託(ETF)を通じた株式購入より良いだろう。もし、日銀が、ETFを通じて、株式を購入するなら、これらの購入は、コロナウィルスの株式市場への負の影響が、終わった時に、より良い形で、終了されるだろう。
- (4) 株価は、市場の多くの要因によって影響される。日銀による株式の購入は、一時的な需要を増大させ、そして株価は、短期的には回復するだろう。しかし、株式市場への最も重要な影響は、現実の経済から生ずる。日銀の究極の目標は、株価の回復ではなく、売り上げの増加、所得の向上、そして消費の拡大などを含む実態経済の回復なのである。
- (5) 日本経済の構造改革は、融資を受ける企業の借り入れ担当の人が、ピンチをチャンスとして捉え、政府の緊急融資によって、事業に必要な改革を、今だからこそ、実行できる最高の機会とすることが望まれる。もし、企業が、コロナウィルスによる一時的な後退を経験している業種であるならば、負のショックが消えるまで、ゼロ金利の融資を受け続けるべきだ。同時に、多くの企業が、人口高齢化による需要の減退や、地方における人口の減少のような構造的問題に直面している。構造的な問題を抱えて不況に陥っている企業は、その企業戦略を変更すべきであり、ゼロ金利の

緊急融資には相応しくない。もし、全ての企業が、ゼロ金利の融資によって援助されるようになれば、企業の経営改善が進まず、日本経済は、長期の景気後退に落ち込むことになるだろう。

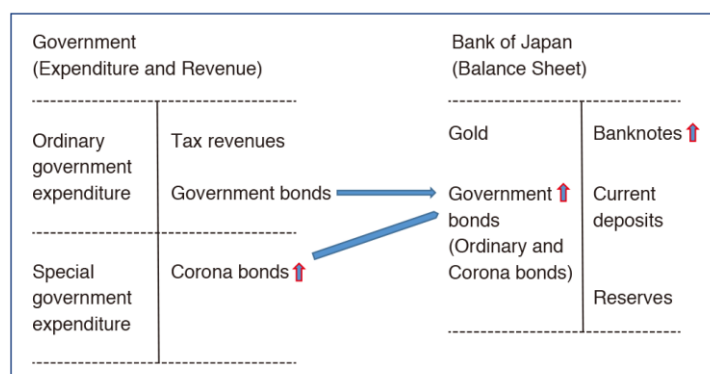
- (6) コロナウイルスによって自宅に留まることを余儀なくされている様々な企業の雇用者に対して、直接補償がなされるべきである。正規雇用であろうと非正規であろうと、政府は、その給与をサポートすべきだ。政府が、支援プログラムによって供給される所得の金額について記録をとっておくこと（＝コロナ債券の発行額）は、重要なことだろう。雇用者の損益計算書には、明確に、どれくらいが自分たち自身の実際の仕事から得られて、どれくらいが、政府の支援から得られたかを示すべきである。
- (7) 多くの企業が、コロナウイルスの問題によって、2020年の1月以来、社員を自宅でのテレワークにし始めていた。大都市における通勤に要する時間は、しばしば大変長い。どのような職種が、自宅でのテレワークに、馴染むのだろうか？在宅勤務の導入によって、企業の生産性は、上昇するのだろうか？インターネットを通じたテレビ会議は、良く機能するのだろうか？もし、企業が、この機会を一里塚として活用することが出来、オフィス勤務という日本の文化を大きく変えるなら、その生産性は、上昇され得るだろう。いずれの企業も、この機会に、在宅勤務の効率化、生産性の向上に取り組み、よい事例を共有しながら、働き方改革を早急に進めるべきである。
- (8) 教育は、大きく変わることが必要だ。大学によっては、教室に行く必要のないオンライン講座を持ち始めているところも多い。これは、大学の多くの科目に適用可能だろうか？小学校教育は、子供たちが、教師と顔と顔を付き合わせて、教えを受けなければならないので、大学とは大きく異なる。しかし、もし多くの大学、高校、中学のクラスが、ビデオやオンラインの授業で賄うことが可能なら、従来の教育は、大きく変わりうるだろう。日本の全ての学生がアクセス可能なオンライン授業が出来るようになるだろう。オンライン授業でも、教師は、学生に対して、講義に追加すべき情報を、配布することも出来るようになってきている。また、オンライン講義で、教師は学生からの質問を受け付けることが出来、それに対する回答を、画面を通じて、示すことも出来る。

図2は、緊急政府支出に対応するコロナ債券について、紹介するものだ。左側のバランスシートは、年間の政府支出とその財源の関係を示している。一般政府支出は、税収と国債で賄われる。提案するコロナ債は、コロナウイルスによって影響を受ける産業部門と企業に対処するための特別政府支出に向けられるだろう。コロナ債券の大部分は、日銀によって購入されるだろう（右手のバランスシート）。

図2 緊急政府財政支出を可能とするコロナ債の発行

CHART 2

Issue of Corona bonds to cope with emergency government spending



Source: Compiled by the authors

不確実性の資本市場への影響

経済が、大きなショックに直面すると、金融市場は、リスクにとっても敏感になる。そして投資家は、安全資産を好むようになる。従来から、投資家は、二つの要素を見ながら投資を行ってきた。一つは、収益率、もう一つは、それぞれの資産を保有することに伴うリスクだ。政府債は、元本と利子がいかなる減少もなく（政府が安定的であり続ける限り）返済される安全資産である。預金保険保険付きの銀行預金も、元本が必ず戻ってくるので、もう一つの安全資産である。他方、株価は毎日変動し、株式配当は、企業の業績に基づいて、変動する。株価と配当の変動は、投資における「リスク」要因と、みなされる。

表 1 は、どのようにリスクの回避が、日本のポートフォリオの分配に影響するかを示している。ここに二つの金融資産があるとする。石油・天然ガス部門（資産 A）と電力部門（資産 B）だ。この表は、収益率と（標準偏差によって測定される）リスクを要約して示している。資産 A の収益率（1.1074）は、資産 B の収益率（0.9067）より高く、（資産の標準偏差で測られる）リスクは、資産 A については、0.0621、資産 B については、0.0291 で、これは、A は B よりもリスクが高いことを意味する。投資家が、より高い収益率を求めるなら、資産 A により多く投資するだろう。しかし、もし投資家が、リスクを減らす方を好むなら、資産 B に投資することになるだろう。

表 1 二つの資産

TABLE 1

Two assets

	(i) Rate of return	(ii) Risk ($=\sigma$)
Asset A (riskier asset)	1.1074	0.0621
Asset B (safer asset)	0.9067	0.0290

Source: Compiled by the authors based on Japanese data

表 2 投資家がリスクに対する選好を変えると時の高リスク資産(A)に対する安全資産(B)の相対的配分

TABLE 2

Relative allocation of safer asset (B) compared to riskier asset (A) when investors change their preference to risks

	Seeking returns	Medium case	Risk avoidance
Asset A (riskier asset)	55.7%	33.7%	11.8%
Asset B (safer asset)	44.3%	66.3%	88.2%

Source: Compiled by the authors based on Japanese data

投資家は、資産の(i) 収益率と(ii)リスクを比較する。景気の拡大期には、投資家は、資産のリスクを低く評価しがちだ。しかし、景気後退期ないし経済危機の際には、経済の後退がより深刻なので、資産のリスクを高く見て、安全資産を選考する。表 2 は、投資家がリスクよりも収益率を重視する場合、収益率よりもリスクを重視しながら投資する場合、その中間の 3 つの場合を比較し、より高いリスクを持つ資産 A とより安全な資産 B の二つの資産の投資比率を示している。経済が、厳しいショックに直面する時、投資家は、安全資産を好み、逆に経済が安定している時には高い収益率を選考して、リスクへの注意は減少する。リスクとリターン（収益）に関する資産の配分の 3 つの場合について比較する。

(i) 投資家は、リスク要因よりも高い収益率を好む。（収益追求）

(ii) 収益率とリスク要因を均等に考慮する。(中立的投資)

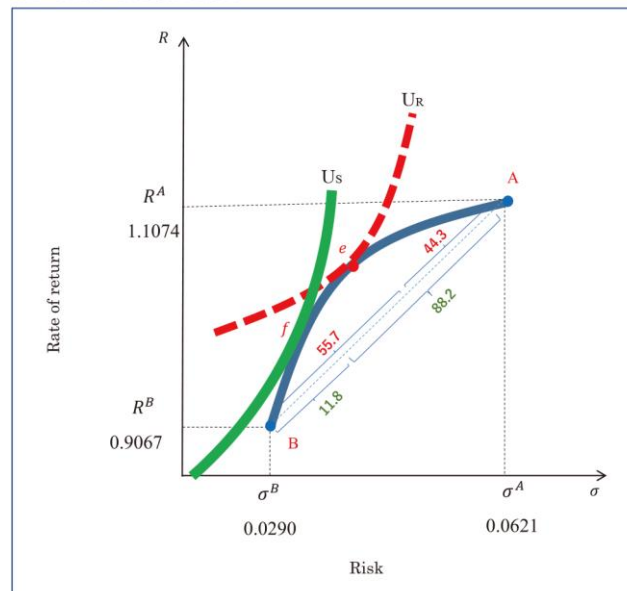
(iii) リスク要因を収益率よりも高く考える。(リスク回避)

このシミュレーション結果は、図3にまとめられている。ここでは、収益率がリスクよりも2倍のウェイトで重視される「収益追求ケース」、収益率とリスクが同様の比率で考慮される「中間値ケース」、それから、リスクが収益率より、2倍も重視される投資パターン「リスク回避ケース」に分かれている。いずれも、図3で U_s (リスク回避) と U_r (収益重視でリスクは軽視) として示される効用関数に従っている。

図3 市場におけるリスク回避への選好の変化

CHART 3

Changes in preference to avoid risk in the market



Source: Compiled by the authors

この図は、A、Bの二つの資産のポートフォリオ境界線を表している。投資家が、リスクをそれ程気にすることなく、収益率の方に重きを置くときには、投資家の効用曲線は、 U_r (点線の赤い右上がりの曲線) のようになる。投資家が、リスク回避を望むときには、効用曲線は、実線の右上がりの緑の曲線に示されるような U_s に移行する。安全資産Bとリスクの高い資産Aとの間に成立する最適な資産配分は、点“e”から、点“f”に移行することになる。点“e”において、リスクの高い資産への配分比率は、55.7%に上昇する。投資家がリスク回避をする点“f”では、リスクの高い資産の比率は、11.8%に下落し、安全資産の比率は、88.2%に上昇する。

点“f”は、多くの国において投資家が、高い収益率を追求するより、リスクを軽減することによって、安全資産の方を好んでいる現在の状況といえよう。もしコロナウィルスパンデミックが、政府による特別の政策なしにより長い期間続くなら、リスクの高い資産の比率は、全資産における配分比率 11.8%より更に、低下するだろう。コロナウィルスの危機の現状では、投資家の行動は、図のリスク回避の緑の効用曲線 (U_s) の形状になっており、リスクの高い資産の投資比率が低下し、株価の下落となっている。

コロナウィルス終了後に、コロナ債で生じた財政赤字を削減

もしコロナウィルス感染で影響を受ける産業部門や個人を救済するために、大規模な政府支出がなされるなら、日本の財政赤字は、GDPの220%をはるかに超えることになるだろう。コロナ債の発行で、巨額の財政支出を行う日本や他の数か国の財政における債務の爆発的増加を回避することは、かなり重

要である。一時的に、コロナ債の発行残高を、国際機関が保証する制度を世界的に設計する必要がある。さもなければ、多くの財政赤字を抱えた国が財政破綻を引き起こしてしまうからである。コロナ債務の一時的な凍結という方法を提案したい。

このような政府支援の受け取り手も、彼らの受け取った支援金が、コロナ債によって賄われていること、そしてそれは、一時的な歳出であることを認識すべきである。政府と受容者の双方が、支援が、コロナ債の特別発行によって賄われていることを理解しなければならない。言い換えれば、「一時的な貸し付け」ないし「補助金」を受給したものは、中央政府、地方政府、あるいは政府金融機関から受け取っている金額だということを、頭に留めておくべきである。これらの金額は、経済が、コロナウィルス危機から回復した時には、法人税、所得税、固定資産税、売上税による将来の税収によって返されなければならない歳出である。この返済は、10 年以上を見据えて、徐々に返済する制度設計を、全世界的な規模で設定することが望まれる。

財政の持続可能性は、政府支出と税収の両方の同時決定によって、維持することが出来る。ロシア系アメリカ人のエコノミストで、ハロッド・ドーマーの経済成長モデルの共同開発者であるイブジー・デビッド・ドーマーは、1940 年代に、財政の持続可能性についての定理に辿り着いた。ドーマーの定理は、利子率と経済成長率を、次のように較べることを提案する。

利子率 > 経済成長率なら、財政赤字は激増。

利子率 < 経済成長率なら、財政赤字は収束。

ドーマーの定理は、如何に名目利子率が政府赤字を激増させ、高い成長率が財政赤字の削減をもたらすかを示している。

ドーマーの条件は、政府債に対する需要を考慮に入れていない。ギリシャ経済危機が起こった時、ギリシャの財政赤字の対 GDP 比率は、2019 年の日本のそれよりも小さかった。しかしながら、ギリシャは、破産したのに対して、日本は未だ破産していない。それは、国債に対する需要の構造に依存しているのだ。日本の場合は、国債の 90% が、国内の投資家によって所有されている。他方、ギリシャの政府債の 70% は、海外の投資家が保有していた。海外の投資家は、素早くギリシャ債を売って、逃げてしまう。他方、国内の投資家は、その国債を保有し続ける傾向がある。国債の需要が、あまりにも海外に依存してしまうと、財政破綻に陥ってしまう可能性は高まる（表 3）。

表 3 日本政府債とギリシャ政府債の所持者

TABLE 3

Holders of Japanese & Greek government bonds

<i>Holders of Japanese government bonds</i>	<i>% of total</i>	<i>Holders of Greek government bonds</i>	<i>% of total</i>
Bank and postal savings	45	Overseas investors	33
Life and non-life insurance	20	Domestic investors	21
Public pension funds	10	European Central Bank	18
Private pension funds	4	Bilateral loans	14
Bank of Japan	8	Social pension funds	6
Overseas investors	5	International Monetary Fund	5
Households	5	Greek domestic funds	3
Others	3		

Note: In Greece, 70% of debt is held by overseas investors, compared with 5% for Japan. Data are for 2011.
Source: "Optimal fiscal policy rule for achieving fiscal sustainability: the Japanese case" by Naoyuki Yoshino, Teisuro Mizoguchi and Farhad Taghizadeh-Hesary, *Global Business and Economic Review*, Vol.21, No.2 (2019)

国債の需給が両方とも考慮されるとき、政府財政の安定は、如何に良く政府支出と税収が同時に、次の3つの要素を観察することによってコントロールされているかに依存する。即ち、(i) 国債の対 GDP 比、(ii) 財政赤字の GDP 比率、(iii) GDP の成長率（景気回復状況）、である。本稿は、金融政策は、物価の安定に焦点を合わせるために使用され、財政政策は、その主要な目的として、経済回復を促すために使われると仮定した。これら3つの要素がどのようなウェイト（重視度）で考慮されるべきかは、消費、投資、貯蓄行動、資本市場への投資等のマクロ的要因に依存することになる。しかし、これらの3つの経済の要素が、政府支出と税収の両方を通じて同時に考慮されない限り、財政の安定は、実現されず、経済は、財政破綻に陥るだろう。言い換えると、歳出と歳入のバランスを考えなければ、財政破綻に向ってしまう。

結論

コロナウィルスは、日本及び他の国にとって、生活と仕事のやり方をより効率的で、生産的なものに変える絶好のチャンスである。もし、民間部門が、前代未聞の状況に対処するために、在宅勤務やインターネットによる様々な働き方改革を導入することが出来れば、企業の生産性は改善するだろう。社会は、全体として、この危機によって、多様な構造問題を進めることが出来れば、より良い生活の方向に向かうだろう。緊急の政府支出が、特別コロナ債の発行によって、賄われることが望まれる。コロナウィルスパンデミックから回復後、国債の GDP 比率、財政赤字の GDP 比率、そして GDP の回復の3つに特に注目して、支出と税収を同時に監視することで、財政プロセスにおいて、財政破綻を引き起こさない政策メカニズムの構築が待ったなしとなっている。

（了）