

2020年11月2日公表

コロナ禍の財政措置、わが国の成果は良好

— 今後は、イノベーション促進とダメージ抑制を —

短期経済予測班：小澤 智彦、末永 弘樹、杉本 直隆、藤原 和也

<監修>短期経済予測主査：稲葉 圭一郎、総括：梶田 脩斗

▼ポイント▼

- ✓ コロナ禍における財政措置の規模を国際比較すると、対名目 GDP 比率でみて、先進諸国、新興諸国、および発展途上諸国の順で大きい。それぞれ、19.1%、6.2%、および 2.3%。わが国は、ドイツやイタリアとともに、ダントツのトップ3集団を形成。
- ✓ その全般的な成果については、G7諸国の中で比較すると、20年4-6月期における実質 GDP 成長率の落ち込み幅や新型コロナウイルスによる死亡者数を勘案する限り、日本は最も良好であった。
- ✓ 米独と比較すると、わが国の財政措置は、家計・企業の資金繰り支援の面においても、中央銀行による緊急措置と相まって、世界トップクラスの優れた結果を残したといえる。
- ✓ 海外主要国にて長期的な視点から策定されている施策をみると、わが国財政政策の今後については、①ウイズ・コロナ時代のイノベーションの促進、および②コロナ禍が経済成長の基盤に及ぼすダメージの抑制、という性格付けを強化すべきことに気づかされる。

【コロナ禍、巨額となった財政措置と国債発行】

今年の春以降、コロナ禍のもとで実施されたロックダウン(都市封鎖)の影響により、世界各国において経済活動が急激に落ちこんだ。20年4-6月期、世界の実質国内総生産(GDP)は前の四半期に比べて8%の減少となった¹。これに対応するために世界中の政府が打ち出した財政措置は、国際通貨基金(IMF)の集計で総額 11.8 兆ドルにのぼり(対名目 GDP 比率: 13.6%)、その重点は家計と企業の資金繰り支援に置かれた。財源の主要な部分は国債発行によって賄われた。わが国を含む数多くの国々において国債が大増発された。IMF の予測によると、今年の世界全体の政府債務残高は、対名目 GDP 比率でみて、過去最大となる98.7%となる見込みである(前年比+15.3%ポイント)²。

世界中で緊急財政措置が繰り出された中、わが国の財政措置はいかなる国際的な特徴を持っていたのだろうか。本稿の目的はこの問いに答えることを通じて、今後のコロナ禍対応への政策的示唆を得ることである。本稿は、同対応の今後の方向性について、①ウイズ・コロナ時代のイノベーションの促進、および②コロナ禍が経済成長の基盤に及ぼすダメージの抑制、という性格付けを強化すべきとの主張を行っている。また、本稿の補論は、コロナ禍にて、わが国を含む主要国・地域において実施された財政・金融政策の概要を取りまとめている。なお、世界各国において財政状況が悪化したことの経済的帰結や効果との比較における財政措置の規

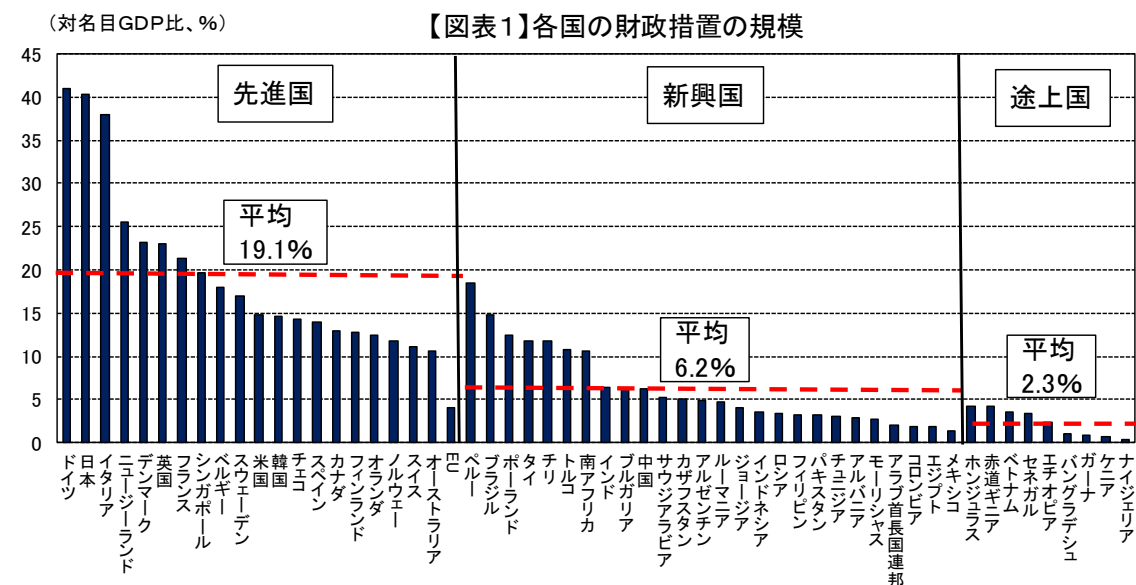
¹ G20、フィリピン、タイ、マレーシア、シンガポール、香港、および台湾の計 49 カ国・地域の米ドル建て実質 GDP の成長率を2019年の名目 GDP ウェイトで加重平均した値。

² International Monetary Fund, "Fiscal Monitor, October 2020"

模の適切さについては、諸外国に比べて財政悪化が著しいわが国を含めて、本稿は取り扱っていない。

【財政措置の政策効果、G7諸国の中で最も良好な日本】

コロナ禍に対応するために支出された財政措置の大きさを国際比較すると、対名目 GDP 比率でみて、先進諸国、新興諸国、および発展途上諸国の順で大きい(図表1)。各グループの平均でみて、それぞれ、19.1%、6.2%、および 2.3%。経済の発展段階が高まるほど、政府の財政運営がより機動的になっている。



(注)先進国、新興国、途上国の区分は、IMFの定義による。
(資料)IMF” Summary of Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic”

この背景には、同発展段階が引き上がるほど、国家の信用力や国債市場の機能が向上することがあると思われる。実際、それらの点において脆弱であった一部の新興諸国や途上諸国では、名目金利のゼロ金利制約に抵触していない状況でも、中央銀行(以下、中銀)が流通市場における国債買入を積極化した。例えば、ブラジルでは、そのために憲法改正まで実施された³。さらに、インドネシアでは、「禁じ手」と広く認識されている、発行市場における中銀の国債買入が実施された。このことをきっかけに、中銀の独立性が恒常的に脅かされることへの懸念が高まっている。実証研究によると、コロナ禍において各国中銀の国債買入がもたらした長期金利引き下げ効果は、新興諸国において先進諸国よりも大きかった⁴。

コロナ禍における財政措置の規模において、わが国は、ドイツやイタリアとともに、ダントツのトップ3集団を形成した(図表1)。その全般的な成果について、G7諸国の中で比較すると、日本は最も良好であった。すなわち、20年4-6月期における実質GDP成長率の落ち込み幅は最

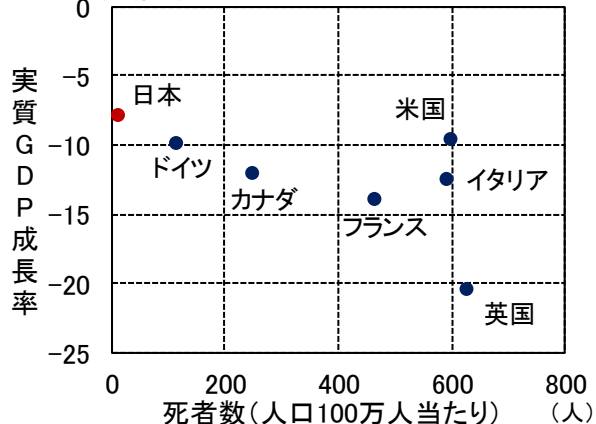
³ FINANCIAL TIMES, “Brazil approves quantitative easing to fight coronavirus woes” (2020年5月8日付)(<https://www.ft.com/content/42328c4a-3e35-4d3a-bc94-7ee77acda8ff>)

⁴ Hartley S. J. and Rebucci A. (2020), “An Event Study of COVID-19 Central Bank Quantitative Easing in Advanced and Emerging,” NBER Working Paper No. 27339.

も小さく、また新型コロナウイルスによる死亡者数は圧倒的に少なかった(図表2)。

さらに、わが国については、IMF によると、①他の G7 諸国対比で感染状況が軽かったものの医療向けの支出規模は同諸国平均と遜色なかったほか、②個人・企業向けの大規模な給付金(経常支出・非医療)や企業の資金繰り支援が巨額であった(図表3)。ちなみに、「G7 を除く先進諸国」と新興諸国を比較すると、経常支出・非医療では新興諸国の方が相対的に大きい一方で、非経常的な資金繰り支援では同先進諸国の方がかなり大きくなっている。この結果、「全体」の財政措置の規模において「G7 を除く先進諸国」は新興諸国よりも勝った。この間、途上諸国の財政措置は非医療向けの経常支出と非経常的な資金繰り支援の面で相対的に貧弱なものであった。

【図表2】GDP成長率と新型コロナの死者数(前期比、%)



(注1) 死者数は2020年9月15日時点。

(注2) 実質GDP成長率は20:2。

(資料) ADB、OECD

【図表3】各国・地域別の財政措置の内訳

(対名目GDP比、%)

	世界	日本	日本を除くG7	G7を除く先進諸国	新興諸国	途上諸国
全体	13.5	40.4	20.1	8.0	6.2	1.6
経常支出	6.9	16.3	10.4	3.0	4.5	1.5
医療	0.6	0.8	1.1	0.1	0.2	0.2
非医療	5.4	10.5	8.8	2.2	3.1	0.7
早期執行/減免税・徴税延期	1.0	5.0	0.4	0.7	1.1	0.6
非経常的な資金繰り支援	6.6	24.0	9.7	5.0	1.8	0.1
直接的な支援(エクイティ・デット等の供給)	0.9	0.0	1.0	2.1	0.2	0.1
偶発債務	5.7	24.0	8.7	2.9	1.5	0.1
保証	4.3	3.0	8.7	2.3	1.1	0.0
その他	1.5	21.0	0.0	0.7	0.4	0.1

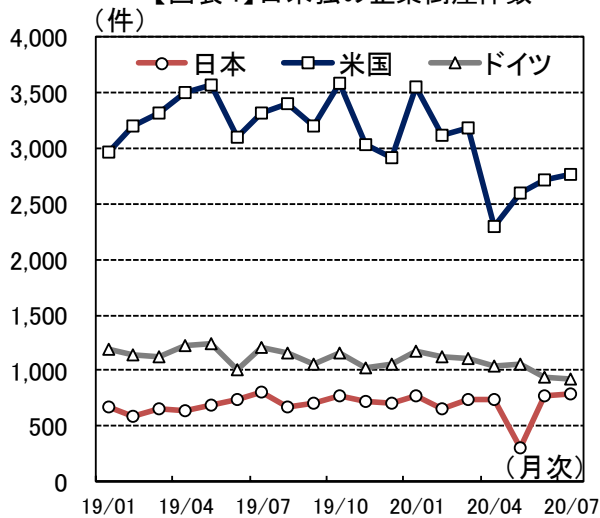
(資料) IMF "Fiscal Monitor: Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic"

【企業倒産の増加は抑制】

わが国のコロナ禍における緊急財政出動の政策効果を、家計ならびに企業の資金繰りを破綻させないという政策目標との関連で、個別に評価していく。その際、①支出規模が似通っていたドイツと、②実質 GDP 成長率の落ち込み幅が似通っていた米国を比較対象先とする。

企業の資金繰りの破綻を防ぐという政策目標の関連で、企業倒産件数をみると、3カ国に共通してその増加が抑制されている(図表4)。いずれの国でも、政府による融資保証が実施されるもとで、政府系・民間銀行が貸出に積極化した。資金繰り支援規模は、「枠」ベースで

【図表4】日米独の企業倒産件数



(注) 直近は20年7月。

(資料) 東京商工リサーチ、米国破産協会、ドイツ連邦統計局

みて、日本:142兆円(対名目GDP比率:27.8%)、米国:5,100億ドル(同:2.6%)、ドイツ:9,300億ユーロ(同:31.5%)である。

財政出動のほかにも、中銀による積極的な危機対応が企業倒産の抑制に寄与したと考えられる。日本銀行(以下、日銀)や欧州中央銀行(ECB)は、貸出を増やす民間銀行向けに有利な条件で資金供給を行う措置を講じている。また、日銀は社債とコマーシャル・ペーパー(CP)の買入上限額を約5兆円から約20兆円へ大幅に拡大した⁵。ECBはCPの買入対象範囲を拡大した。米国でも、米連邦準備理事会(Fed)が企業への直接貸出や社債の購入を初めて導入したほか、CP買入を約10年ぶりに再開した。

さらに、日独では、企業倒産の認定基準も緩和された。日本では4月以降、手形・小切手の不渡処分を猶予する特別措置がとられている⁶。ドイツでは、3月に破産申請義務が凍結され、9月にはその期限が20年12月まで延長された。

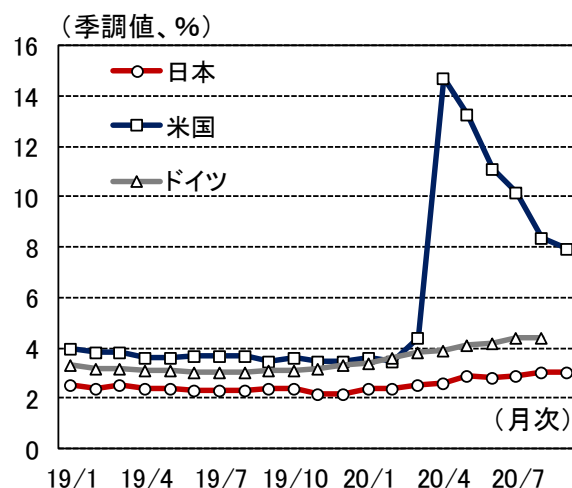
【日独では失業者の増加も抑制】

家計の資金繰りの破綻を防ぐという政策目標の関連で失業率に注目すると、3カ国の中で最も低い国はわが国だ(図表5)。また、日独と米国の間で対照的な展開となっている。日独の失業率は、低水準からジリジリと上昇しているものの、絶対水準としてはかなり低い。他方、米国の失業率は4月に極めて大幅に上昇した後に低下傾向を辿っているものの、直近の水準は8%程度とコロナ禍以前の2倍に相当する。

いずれの国でも、家計の資金繰り支援策はかなり手厚いものだった(図表6)。政策手段は、現金給付、時短労働手当、および失業保険拡充に大別できる。3カ国に共通

して、大規模な現金給付が実施された。日独では、時短労働手当によって労働時間の短縮に伴う所得減少の一部が補填されたため、わが国の「休業者」を含めて「時短労働者」が増加している⁷。米国では、失業者の急増を受けて、失業保険給付額の上乗せを通じた所得補填がなされた。この結果、今年4月、同国の家計所得は前月比+12.2%と大幅に増加する展開とな

【図表5】日米独の失業率



(注)直近は20年9月、ドイツの直近は20年8月。

(資料)総務省「労働力調査」、Haver Analytics

⁵ 日米欧の中銀はいずれも国債の大量購入(以下、量的緩和)も再開・拡大した。Fedは14年以來に量的緩和を再開し、ECBはパンデミック緊急購入プログラムを創設した。日銀は、長期国債購入額に関する年間約80兆円の目標を撤廃した。

⁶ 新型コロナウイルス感染症の影響によって、(1)支払期日を過ぎた手形・小切手であっても取立や決済を行えるようにすること、(2)資金不足により不渡となった手形・小切手について不渡報告への掲載・取引停止処分を猶予することの2点が特別措置として実施されている。特別措置の終了期限は決まっていない。

⁷ 日本の「休業者」は、20年2月の196万人から4月には597万人まで増加した。コロナ禍における「休業者」の処遇の既往の変化と今後の予測については、有田勇一(2020)、「休業者の雇調金打ち切りは失業増に一年度末の正念場突破に不可欠な再延長」、日本経済研究センター『経済百葉箱』、第153号を参照。ドイツでは、クルツアルバイト(時短勤務制度)の申請件数が、20年2月の4万件から4月には202万件まで急増した。

った⁸。日米独では、大幅に増加した「時短労働者」(日本の「休業者」を含む)と失業者の職場復帰の動向が今後の消費動向のカギを握っている。

【図表6】日米独の主な所得補償政策

	日本	米国	ドイツ
現金給付	<ul style="list-style-type: none"> ■1人当たり10万円を支給(特別定額給付金) 	<ul style="list-style-type: none"> ■1人当たり1,200ドル(17歳未満は500ドル)を支給 	<ul style="list-style-type: none"> ■フリーランス、個人事業家、小規模事業者に最大15,000ユーロを支給 ■満18歳までの子ども1人当たり300ユーロを支給(教育を受けている場合、満25歳まで)
時短労働手当	<ul style="list-style-type: none"> ■1人1日15,000円を上限として、労働者へ支払う休業手当全額(大企業は75%)を助成(雇用調整助成金) ■学生バイトなど、雇用保険被保険者以外も対象 	—	<ul style="list-style-type: none"> ■労働時間の短縮に伴う賃金の減少のうち、60-80%を支給 ■扶養義務がある子を有する場合は、支給額を7%上乗せ(クルツアルバイト)
失業保険の拡充	<ul style="list-style-type: none"> ■失業手当の給付日数を60日延長(一部30日) ■給付制限期間の条件緩和 	<ul style="list-style-type: none"> ■失業保険に週600ドルを上乗せして支給 	<ul style="list-style-type: none"> ■失業給付金の受給が2020年5月から12月までに終了する場合、受給期間を3カ月間延長

(注1) 米国とドイツの現金給付は所得制限付き。

(注2) 米国の失業保険上乗せは7月末まで。

(資料) 各種報道

わが国について付言すると、日本経済研究センター(以下、当センター)の『183回短期経済予測(改訂版)』では、民間消費は晩秋まで増加を続けた後、雇用・所得環境の悪化がはっきりしてくるも、年末商戦期から年度末にかけて、減少に転じると予測している。同予測の特色は、この21年1-3月期における民間消費の減少を一時的なものと整理している点にある。堅調な外需のもとで輸出・生産の回復が続くため、21年度入り後、雇用環境は持ち直すと予測している。21年度、ワクチンの開発や新規感染者数の低位安定など、コロナ禍が明瞭に改善するという大前提のもとで、消費者心理の改善、ペントアップ需要(抑制されていた需要)の発現、さらにはオリンピックによるお祭り気分といった追い風を受けて、民間消費が持ち直していく。こうした見立てにおいて21年1-3月期はいわば前門の虎だ。潤沢な予備費が用意されていることを踏まえると、その虎を呼び覚まさないようにするために、雇用調整助成金制度の特例措置の再延長が、雇用・所得環境の悪化ペースを勘案しながら「年度末まで」を含めて柔軟に検討されることが望ましい。

【財政政策によるイノベーション促進】

当センター『183回短期経済予測(改訂版)』では、コロナ禍で新たに採用された暮らし方、遊び方、および働き方(以下、コロナ行動様式)が、コロナ禍以前から指摘されていた「新潮流」を世界中で加速させていく、という時代背景を重視している。人々は「オンライン〇〇」を今後も続けるだろう。コロナ禍によって、国内外の経営者たちの間では、省人化、デジタル化、およびESG(環境、社会、企業統治)経営の重要性が一段と強く共有されている。

⁸ ただし、この給付は7月末に失効しており、8月の家計の所得は前月比▲2.7%と減少している。

今後の経済社会では、コロナ行動様式の取捨選択を通じて、取りこぼされている新種の需要が沸々と生じていく。コロナ行動様式のうち、採用してみると魅力的だったものや、採用のために初期コストがかさんだものは存続するだろう。そうした新種の需要に対応するためには、上記の「新潮流」に乗りながら、企業の供給体制——ビジネス・モデルやビジネス・ライン——を柔軟に見直していく必要がある。この作業がウィズ・コロナ時代なりのイノベーションだ。イノベーションは経済成長を押し上げる。

ウィズ・コロナ時代なりのイノベーションを促進する点において、中国や西欧の財政政策は、わが国の財政政策よりも先行しているように見える。例えば、中国では、次世代インフラ投資「新基建」が策定されている。デジタル・インフラ、新型都市建設、道路・鉄道インフラの3つを軸に、産業や国民生活の高度化を目指されており、財政支出／事業規模は総額で 50 兆元（約 780 兆円相当）になる計画だ⁹。欧州連合（EU）では、7月、総額 7,500 億ユーロの欧州復興基金「Next Generation EU」を創設するとの合意がなされた。3,900 億ユーロの補助金と、3,600 億ユーロの融資から構成され、EU の 21～27 年中期予算内で運営される。同基金の約 9割は、グリーン・デジタル化への支援とした「欧州復興・回復ファシリティー」だ。この間、米国では、大統領選挙戦にて世論調査に基づくと優勢と目される民主党・バイデン候補は、「グリーンエネルギー革命」と銘打ち、2兆ドル環境・インフラ投資を実施するという公約を掲げている。

【財政政策によるダメージ・コントロール】

コロナ禍に対応するための大規模な緊急財政出動を、現下の退職世代はもとより中年現役世代の大多数は好意的に受け入れた。増発された国債のツケは、若年現役世代や子供たちに回った。彼らは、自身がよく認識していないうちに、今後の人生において、政府の返済能力引き上げに貢献するという責務を課せられている。増発された国債の償還期限までの間、良質な成長基盤の上で優れた人的資本として彼らが機能し続けられる環境を保全することは、現下の退職・中年現役世代に求められる最低限の責任である。将来期待の維持のためにその速やかな履行が求められる。

将来期待を底割れさせるリスク要因は、コロナ禍が続く中で経済成長の基盤が弱体化することだ。今後の財政出動はこうした弱体化を阻止する、すなわちダメージ・コントロールの性格も持つ必要がある。現時点の景気が悪いときに、将来期待もまた悪ければ、企業がイノベーションに挑戦する動機は弱くなる¹⁰。

成長基盤のうち経済インフラについては、その毀損が及ぼす悪影響は外部不経済や再構築費用の面で莫大になる。旅客の大幅減に直面する鉄道・航空会社、激務に耐えるほど赤字が膨らむ医療機関、さらに不良債権リスクを積極的に引き受けている民間・政府系銀行などを対象に、資本性の金融支援を含む危機管理策が用意されて然るべきだ。なお、補論にて言及されているように、米国のコロナ禍対応では医療機関サポートが重要項目となっており、それが拡充された経緯がある。

⁹ East Asia Forum, “How green is China’s post-COVID-19 ‘new infrastructure’ stimulus spending?” (<https://www.eastasiaforum.org/2020/05/05/how-green-is-chinas-post-covid-19-new-infrastructure-stimulus-spending/>)

¹⁰ Manso, G., Balsmeier, B., and Fleming, L.(2019), "Heterogeneous Innovation and the Antifragile Economy," Mimeo. (https://www.law.northwestern.edu/research-faculty/clbe/events/innovation/documents/balsemeier_manso_fleming_2019.pdf)

人的資本の質も成長基盤の一角であるため、雇用対策も重要となる。就職難民の増加、非正規雇用の増大、失業の長期化、子供の貧困問題の深刻化は近い将来の人的資本を劣化させる。さらに社会保険料未払いの増加を通じて、遠い将来の社会保障制度を圧迫する。当センター『183 回短期経済予測(改訂版)』では、21 年度、全体の雇用は増加に転じる。しかし、技能、業種、および勤務地に起因して個別のミスマッチは発生し得る。労働市場の流動性が維持されるよう、官民連携のもとで、仕事の紹介・斡旋態勢が拡充され、教育・訓練制度の実効性が向上されることが望まれる。制度改革は、性格上大きな出費を伴わないが、その効果は大きくなり得る。

また、改革すべき制度には、民間レベルでの慣行が含まれる。特に、新卒採用については、21 年度における大幅な削減が巷間予測されているものの、IT リテラシーの高さ、オンライン〇〇への慣れ、プログラミングの素養といった現代的なスキルを具備する若い人材を取りこぼすことは、企業にとって、持続可能な成長に対する自傷行為となり得る。一括採用制度から通年採用への移行や、第二新卒の柔軟な採用の強化が善後策だ。

【補論：主要国の経済政策】

1. 日本

(財政政策)

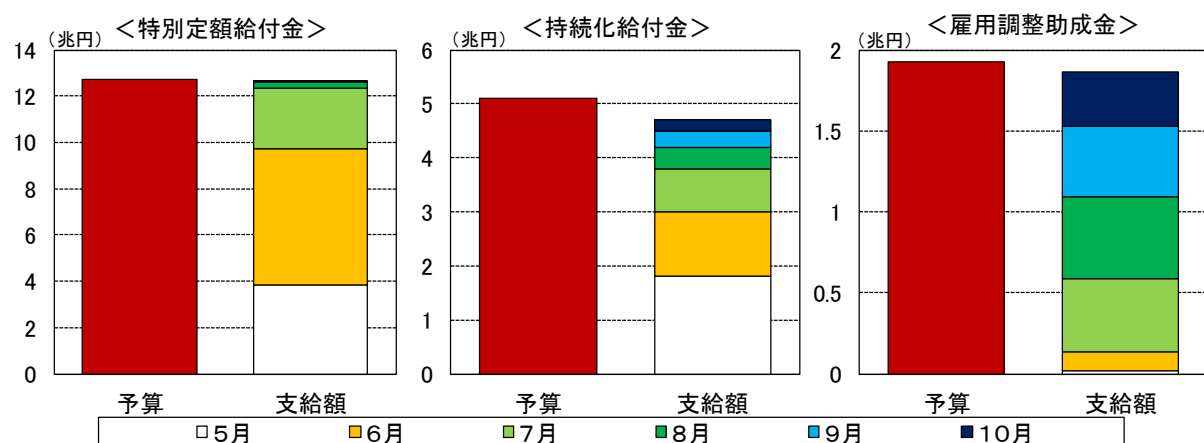
日本では、20年度第2次補正予算を含んで4度にわたって新感染症対策¹¹が講じられた。その事業規模は234兆円と試算されている。

この財政出動については、2つの段階に分けて整理できる。コロナ禍終息までの「緊急支援フェーズ」と終息後の「V字回復フェーズ」である。これらのフェーズは、20年4月に策定された「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」(第3弾経済対策)において言及されたものである。「緊急支援フェーズ」は、「資金繰り支援」、「直接的な現金給付」、および「医療体制の強化・支援」を含む。「V字回復フェーズ」は「宿泊業・飲食業支援」や「デジタル化促進」を含む。

「緊急支援フェーズ」の内訳を確認すると、資金繰り支援策において企業向け融資が最大となっている。事業規模ベースでみると142兆円程度と試算される。142兆円には、政府系・民間の各金融機関における実質無利子・無担保融資枠、同融資に付随する政府の利子補給、さらには資本性資金の供給が含まれる。また、家計の資金繰り支援という意味において、納税の猶予政策がとられている。この税制措置には、事業規模ベースで26兆円が計上されている。

直接的な現金給付は約24兆円。その主たる構成要素は、①個人への支援、②中小企業等への支援、および③雇用の維持だ¹²。個人への支援は、「特別定額給付金(国民1人当たり一律10万円の給付)」のために、約13兆円が計上された。中小企業等への支援では、「持続化給付金(収入半減の中小企業へ200万円を上限に給付)」が、雇用の維持では、「雇用調整助成金(休業者に対する賃金手当の一部を政府が企業に支給)」が柱となる。なお、これらの施策については、その執行状況が確認できる(図表7)。10月22日現在、1人当たり10万円の給付は完了した。持続化給付金についても、上限額5.1兆円に対しての支給率は92%に達した。一方で雇用調整助成金については、その新規申請件数が増え続けており、上限額が引き上げられた。

【図表7】 各種給付の執行状況



(資料) 総務省『特別定額給付金』、経済産業省『持続化給付金』、厚生労働省『雇用調整助成金の支給実績』、

¹¹ 20年2月13日策定の「新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策」を第1弾とし、第2弾が「新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策—第2弾—」(3月10日策定)、第3弾が「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」(4月20日閣議決定)、そして第4弾が「令和2年度第二次補正予算」(5月27日成立)である。

¹² これらに加えて、テナント等への家賃補助、医療関係者への給付金政策などもとられている。

医療体制の強化・支援は事業規模では約5兆円だ。治療薬やワクチンの研究開発費、医療設備の増強や病床の確保、全世帯へのマスク配布などがこれまで計上されてきた。

次に、「V字回復フェーズ」を確認する。宿泊業・飲食業支援では「Go To キャンペーン事業」が注目を集めている。同キャンペーンは、政府が 1.7 兆円を投じる国内消費喚起策で、4つの事業から構成される。このうち最も早く7月 22 日より開始された「Go To トラベル」は、国内旅行の代金を補助する事業だ。10月1日より始まった「Go To イート」は、プレミアム付き食事券と消費者へのポイント還元を柱とする。この他に、音楽・演劇などのチケット代が実質割引になる「イベント」事業、商店街のプロモーションや商品開発を支援する事業も予定されている。

デジタル化促進は多岐にわたる。2,200 億円の予算が付された「GIGA スクール構想」は、教育のデジタル化を促進する政策で、小中学校へのタブレット端末導入計画だ。また、デジタル・インフラの整備や、中小企業のデジタル化に特化した支援策も打ち出されている。

なお、前述した「緊急支援フェーズ」と「V字回復フェーズ」という2つのフェーズのいずれにも属さない「予備費」が合計で 11.5 兆円存在する。これは、20 年度第1次・第2次補正予算で計上されたもので、用途を定めず機動的な財政出動を目指したものである。11.5 兆円のうち、10月 22 日時点では 4.2 兆円の使用が既に決定している。5 月には学生向けの緊急措置や医療機関等への医療用マスク・ガウンの優先配布に使用された。これらに加えて、持続化給付金の増額(8月)、ワクチン確保の経費や検査費用の助成(9月)、および雇用調整助成金の増額(10月)に充当された。

(金融政策)

金融政策については、①異例の低金利政策が維持されるも、②金融市場への流動性供給拡充、③企業の資金繰り支援、及び④リスク・プレミアム圧縮を意図した対策がとられている(図表8)。

上記の①(異例の低金利政策)については、日銀当座預金金利(政策金利残高)が▲0.1%、そして10年国債流通利回り誘導目標が

0%とされている。上記②(流動性供給拡充)のためには、国債購入やドル資金供給オペが無制限で実施されている。上記③(企業の資金繰り支援)としては、上限を約 110 兆円とする特別対応オペ(貸付利率を年0%とする金融機関への貸出)、上限を 20 兆円とする CP・社債購入が実施されている。上記④(リスク・プレミアム圧縮)においては、株式(上場投資信託)が大量に購入されており、その上限は、「当面の間、年間 12 兆円程度」と巨額なものになっている。

【図表8】日本の金融政策

金融市場への円・ドル供給	国債の買入額	無制限
	米ドル資金供給オペ	無制限
企業資金繰り支援	新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ	総額110兆円(21年3月まで) 利用残高に応じて当座預金に0.1%付利 上限5兆円
	CP、社債の残高(上限)	(ただし今年度中はさらに15兆円)
ETF等買い入れ	ETF(上限)	当面12兆円/年
	J-REIT(上限)	当面1800億円/年
金利政策	日銀当預(政策金利残高)	▲0.1%
	10年国債金利誘導目標	0%

2. 中国

(財政政策)

中国では、インフラ政策や減税・補助金による景気刺激策を中心に経済再開が進んでいる。産業活性化や内需刺激といった政策により、特にハイテク産業やインフラ産業の生産活動が回復・拡大している。コロナ禍以前からの重要政策である「新基建」や「中国製造 2025」を加速させ、ポストコロナ時代の経済構造にいち早く適応し、国際的なプレゼンスを高めたい姿勢だ。

次世代インフラ投資「新基建」は、デジタル・インフラ、新型都市建設、道路・鉄道インフラの3つを軸に、産業や国民生活の高度化を目指している。主にインフラ投資に充てられる地方専項債¹³の20年度の発行予定額は3.75兆元(約56兆円)であり、前年度から1.6兆元(約24兆円)の増額となる。中央政府は地方政府に対し、10月末までに全額起債することを要求している。起債から投資までのタイムラグを考慮すると、20年末から21年の初めにかけてインフラ投資が加速していく公算が高い。

「中国製造 2025」政策も大きく進展する公算が大きい。同政策は、半導体や新エネルギー自動車を含む10分野の重点項目を設定し、製造業の飛躍的發展を目指すものである。対象業種の企業は、国営銀行や政府系ファンドから、それぞれデットとエクイティを手厚く調達できる。中国のハイテク産業は、米国による華為技術(ファーウェイ)への制裁をはじめとして、海外からの部品調達が困難になっている。同政策は、国内ハイテク産業の供給網維持の観点からも重要な政策である。

また、新エネルギー車の購入補助金などの家計向けの消費支援策も導入されている。中国では、官主導のもと生産・消費が刺激されている。

(金融政策)

春節(旧正月)が明ける前後に大規模な金融政策が導入され、コロナ危機への迅速な対応が目立った。まず、中国人民銀行や中国財政省は、2月1日に低利融資枠の創設など30項目の措置を含むコロナ対策パッケージを連名で公表した。2月3日には、売却条件付き債券購入(リバースレポ)による公開市場操作で金融市場に1兆2,000億元の資金供給が行われた。

その後も、緩和的な金融政策が実施された。リバースレポ金利は段階的に引き下げられ、6月までに7日物で2.20%、14日物で2.35%まで低下した。また、中期貸出制度金利や、一定の条件を満たす商業銀行に適用される預金準備率が引き下げられた。

3. 欧州

(財政政策)

欧州主要国は企業への資金繰り支援や家計への所得補償を中心とした財政政策を行っている。欧州で最大規模の財政支出を実施したドイツでは、復興金融公庫や経済安定基金を通じて企業の資金繰りを支援した。

EUは、雇用や企業を守ることを目的に、総額5,400億ユーロの経済政策の実施を4月に決定した。内容は、欧州安定メカニズムの支援による国家予算の保護、欧州投資銀行の支援による企業への融資、緊急時失業リスク軽減のための一時的支援である。

¹³ 地方専項債とは、地方政府が収益性のある公共事業のために発行する債券である。

また、7月には総額7,500億ユーロの欧州復興基金「Next Generation EU」を創設することで合意した。3,900億ユーロの補助金と、3,600億ユーロの融資から構成され、EUの2021～27年の中期予算内で運営される。その内、約9割をグリーン・デジタル化の支援を目的とした「欧州復興・回復ファシリティ」が占めている(図表9)。欧州はコロナ禍を奇貨とすべく、グリーン・デジタル化など有望分野へ投資を促すことで、経済復興の実現と次世代型経済への転換の両立を狙っている。

(金融政策)

ECBのコロナ危機への対応は大きく分けて、資産購入の拡大と長期流動性供給の条件緩和・創設からなる。資産購入では、3月に導入されたパンデミック緊急購入プログラムが中心的な役割を果たしている。6月には、買入れ総額が当初の7,500億ユーロから1兆3,500億ユーロに増額された。

長期流動性供給では、19年に開始されたTLTROIIIの利用条件が緩和され、貸出増加の基準を満たした金融機関へ▲1%の金利で資金供給が行われることになった。また、4月にはパンデミック緊急長期流動性供給オペが導入された。同オペの金利は一律▲0.25%である。

4. 米国

(財政政策)

米国は、財政政策を機動的かつ大規模に実施した(図表10)。ワクチンの研究開発や公衆衛生に関する医療支援は、6,417億ドル(対名目GDP比で約3%)にのぼる。また、新型コロナウイルス対策法の第3弾であるコロナウイルス支援・救済・経済安全保障法(以下、CARES法)では、家計への現金給付や中小企業への資金支援(以下、PPP)が手厚く盛り込まれた。

CARES法の政策効果については、先行研究によると、給付金を受け取った家計は非耐久財の消費が大きく増加した一方で、耐久財の消費は相対的に小さな増加に留まったことに加え、移動制限による自動車需要の減退や引っ越しの減少が耐久財消費を

【図表9】先を見据えたグリーン・デジタル投資

欧州復興・回復ファシリティ 内容	
割当	■加盟国の生活水準、規模、および失業率を考慮した基準に基づく配分。
条件	■2021～23年中の環境やデジタル化に関連した復興計画を策定し、欧州委員会への提出が必要。
使途	■気候変動対策、再生可能エネルギー開発、水素開発、電気自動車(EV)など
返済財源	■プラスチック税、国境炭素税とデジタル税などの独自財源

(資料)欧州委員会、各種報道

【図表10】米国の新型コロナウイルス対策法

	規模 (億ドル)	内容
第1弾(3月6日) 緊急補正予算法 <i>Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act</i>	83	■ワクチンなどの研究開発費 ■公共衛生機関への財政支援
第2弾(3月18日) 家族第一・コロナウイルス対応法 <i>Families First Coronavirus Response Act</i>	1,900	■給与保証や税額控除 ■失業保険拡充のための各州への財政支援
第3弾(3月27日) コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法 <i>Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act</i>	22,000	■家計への現金給付 ■中小企業への資金支援(PPP) ■医療機関への支援
第3.5弾(4月24日) 給与保護プログラム・医療支援強化法 <i>Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act</i>	4,800	■中小企業への資金支援の強化 ■医療機関への支援の強化

(資料)各種報道

抑制した可能性がある¹⁴。

一連の新型コロナ対策法のうち、PPP や失業保険の追加給付制度といった支援は期限を迎えた。追加経済対策は、共和党と民主党の間で8月から議論されているものの、金額や使途で折り合いがつかず、合意に向けた調整が難航している。

(金融政策)

Fed は、3月3日と15日に緊急利下げを行い、ゼロ金利政策を再開するとともに政策金利のフォワード・ガイダンスを示した。大規模資産買入(米国債 5,000 億ドル、不動産担保証券(MBS) 2,000 億ドル)を開始したほか、17日には多様な資金供給ファシリティーを導入した。6月以降は米国債とMBSを、それぞれ毎月800億ドルと400億ドル購入している。

Fed のコロナ危機対応は、企業の資金調達環境を安定させることに重点が置かれている。リーマン危機時に導入したCP購入を再開したほか、社債の購入を初めて実施した。購入対象となる社債には投資不適格債が含まれる。また、非金融中小企業への直接融資(メインストリート貸出ファシリティー)という極めて異例な政策も導入された。

5. 新興諸国

(財政政策)

新興諸国では、通貨安やインフレ懸念が財政政策の制約となり、先進国と比較して財政支出の規模は小さい。内容も貧困層への支援や衛生管理などが中心であり、消費喚起やポストコロナを見据えた経済政策まで手が回っていない。新興諸国では貧困や格差、医療体制の不備など多くの問題を抱えており、今後も経済・医療面で厳しい状況が継続しそうだ。

インドでは、コロナ禍の財政出動の規模は対名目GDP比率6.5%と、G7諸国(同比率:27.4%)に比べてかなり小さかった。厳格なロックダウンで4-6月期の実質GDPは前期比23.9%減と、世界全体でみても特に落ち込みが大きかった。企業への資金繰り支援を除く経済政策は、対名目GDP比率1.5%と極めて小規模で、内容は貧困層への食糧配布が主体となっている。また、インドではコロナ禍以前から不良債権比率の高さが経済成長の阻害要因であると指摘されてきた。今後は金融環境の健全性を保つことを理由に、金融政策が制約される恐れがある。

ブラジルの財政政策の規模は、対名目GDP比率で14.8%と、新興諸国の中では比較的規模が大きい。しかし、主たる内容は弱者救済プログラム「ボルサ・ファミリア」による貧困家庭への現金給付や、雇用維持支援策、資金繰り支援である。経済成長を下支えする政策(インフラ政策や需要喚起策など)は見当たらない。また、財政悪化により「ボルサ・ファミリア」の拡充策は一時停止中だ。ブラジルレアルは8月17日に対ユーロで過去最安値を更新しており、インフレ懸念も高まる中、経済回復への道のは険しそうだ。

¹⁴ Baker R. S., Farrokhnia R. A., Meyer S., Pagel M., and Yannelis C., (2020), "Income, Liquidity, and the Consumption Response to the 2020 Economic Stimulus Payments," NBER Working Paper, No.27097.

(金融政策)

多くの新興諸国で政策金利が引き下げられた。新興諸国の一部の国では利下げ余地が狭まっている。特に韓国やタイの政策金利は既に1%を下回っている。

また、新興諸国のいくつかの中銀は国債の大量購入も実施した。その中には、利下げ余地を残したまま、国債購入に踏み切った国もある。特にインドネシア中銀は、新発国債を直接購入するあからさまな財政ファイナンスを開始した¹⁵。

インドネシア中銀の直接国債引受の発表に対して、金融市場参加者の反応はネガティブではなかった。インドネシアルピアは20年2月から3月にかけて対ドルで約20%安となったが、同発表後はルピア高で推移し、6月には19年平均まで回復した。長期的な財政規律の問題よりも、足元の経済危機回避が高く評価された形だ。

もともと、足元で市場参加者は、インドネシア中銀の独立性に懸念を抱き始めている。発端となったのが、8月末に専門家委員会が国会に提出した中央銀行法の改正案である。中銀の政策決定への監督強化を目指す内容を含み、インドネシア中銀の独立性への懸念が高まった。また、ジョコ大統領が、コロナ危機対策の負担を政府と中銀で分担する合意が来年以降も継続する可能性に言及したことも、懸念材料となった。

このことを一因に、専門家委員会の中央銀行法の改正案提出から約1カ月の間に、インドネシアルピアは対ドルで2%以上下落した。市場は、危機対応として短期的に政府と中銀が接近することは特段問題視しなかったものの、恒常的に中銀の独立性が脅かされる事態にはネガティブに反応したといえる。中銀独立性の堅持が、通貨の安定に重要であることが改めて確認できる展開となっている。

小澤 智彦、2020年度研究生、日本総合研究所より派遣
末永 弘樹、2020年度研究生、全日本空輸より派遣
杉本 直隆、2020年度研究生、東海旅客鉄道より派遣
藤原 和也、2020年度研究生、浜銀総合研究所より派遣

(本稿に関するお問い合わせ:研究本部 短期予測班 03-6256-7730)

※本稿の無断転載を禁じます。詳細は総務本部までご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター

〒100-8066東京都千代田区大手町1-3-7 日本経済新聞社東京本社ビル11階

TEL:03-6256-7710 / FAX:03-6256-7924

¹⁵ 20年7月、コロナ危機対策の負担を政府と中央銀行で分担することで合意し、同行が約400兆ルピアを政府から直接引き受けることになった。なお、合意以前の5月までにも同行は22.8兆ルピアの直接引受を行っており、その一部はグリーンシュエーション付きである。また、直接引受は時限措置であることが明言されている。