

No. 1105 (2020. 7.14)

コロナショックと財政・金融政策

はじめに

- I コロナショックの概要
- II コロナショック下で拡大する財政赤字
- III 日本銀行による金融緩和の強化
- IV アフター・コロナの財政・金融政策

おわりに

キーワード：コロナショック、COVID-19、経済危機、バブル、長期停滞、財政赤字、イールドカーブ・コントロール、財政政策と金融政策の協調

- 新型コロナウイルス感染症の世界的な大流行を受けて、各国の政府・中央銀行は、財政・金融政策を総動員して、経済活動と企業金融の下支え、金融市場の機能維持等の政策対応に当たっている。
- 我が国では、現在まで2度にわたって補正予算が編成されており、企業への資金繰り支援や全国民への一律10万円給付等が実施されている。財政赤字は、過去最高の水準に達している。
- コロナショックの下で、大規模な財政出動を中央銀行が支える構図が定着している。危機の収束後も、当面、中央銀行が国債管理に関与する可能性が残るが、財政危機やインフレを回避する観点からは、出口戦略を描くことも重要である。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

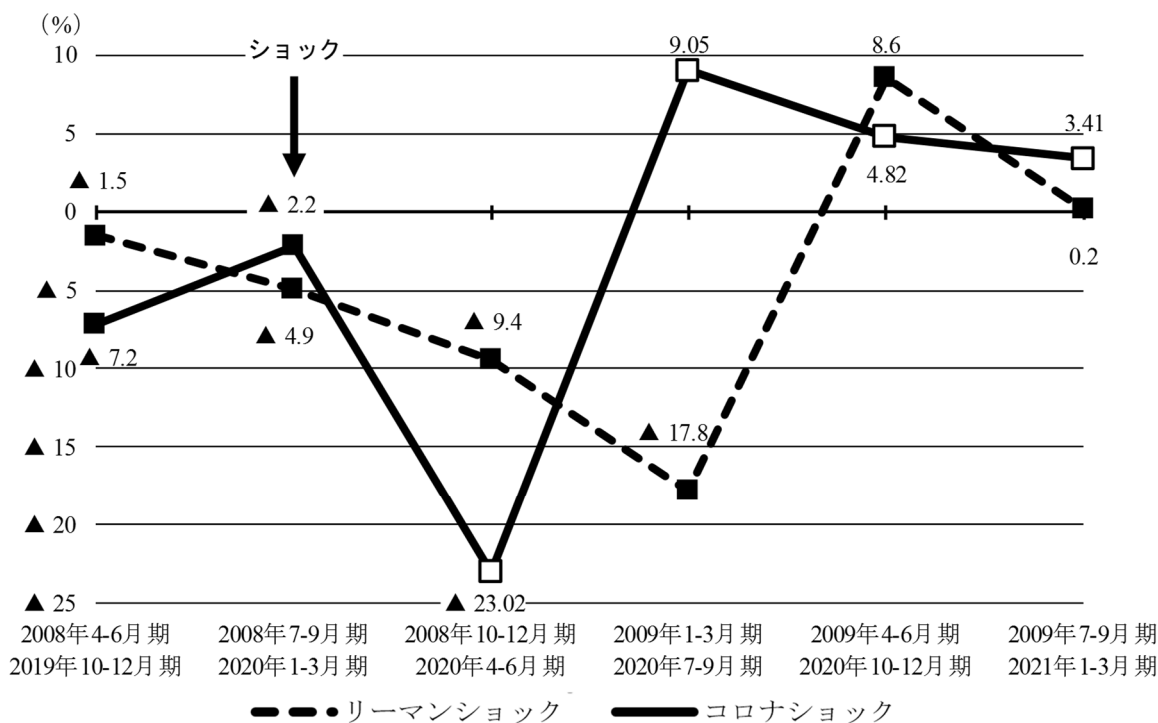
財政金融課 おおもり けんご 大森 健吾

はじめに

アベノミクスの下で、日本経済は順調な拡大を続けているとみられてきた¹。しかし、2020年に入ると、中国・湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の世界的な大流行（pandemic）を受けて、経済に大きなショックが生じ、一転して深刻な景気後退に陥ることが確実視されている²（図1・2）。ショックの影響の大きさから、経済危機へと発展する可能性も警戒されており、各国の政府・中央銀行は、財政・金融政策を総動員して、経済活動と企業金融の下支え、金融市場の機能維持等の政策対応に当たっている³（表1）。

本稿では、今次の感染症による経済的ショック（以下「コロナショック」という。）の性格と有効な政策対応に関する議論を整理し、政府及び日本銀行による財政・金融面の対応を概観する。また、危機対応が将来の財政・金融政策運営に与える影響についても考察する。

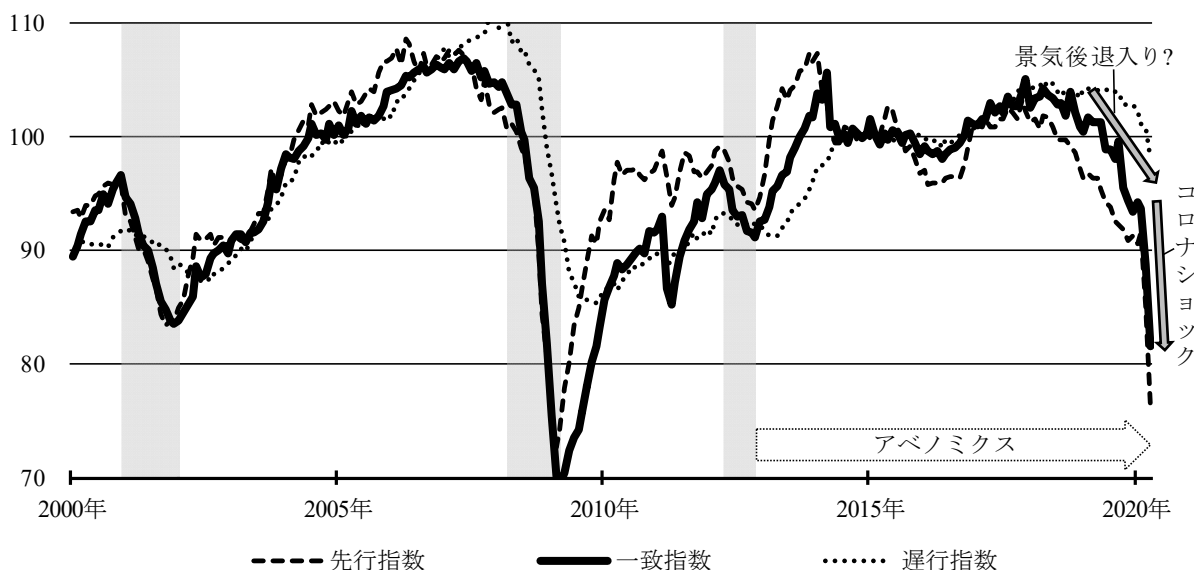
図1 実質 GDP 成長率の推移（コロナショックとリーマンショックの比較）



(注) 前期比年率、季節調整値。ただし、■は実績値、□は民間エコノミスト予測の平均値を示す。
 (出典) 内閣府「四半期別 GDP 速報 1994年1-3月期～2020年1-3月期2次速報値（平成23年基準）」2020.6.8；
 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査（2020年6月調査）」2020.6.16を基に筆者作成。

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2020年6月16日である。
¹ もっとも、2018年末頃からは、米中貿易摩擦等の影響を受けて、各種経済指標の変調がみられ、景気後退入りの可能性も指摘されていた（小峰隆夫「微妙な段階にきた景気—揺らぐ「戦後最長」、政府・日銀の対応は?—」『金融財政ビジネス』10816号, 2019.4.11, pp.4-8.）。
² 内閣府「月例経済報告（令和2年5月）」2020.5.28. <<https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/2020/0528getsurei/main.pdf>>
³ 国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）は、2020年3月に各国の政策対応をまとめた「政策トラッカー」を公表し、以後、随時更新している（“Policy Responses to COVID-19: Policy Tracker.” International Monetary Fund website <<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>>）。我が国の対応については、鎌倉治子「新型コロナウイルス感染症と経済対策—令和2年度第2次補正予算まで—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1102, 2020.7.7. <https://dl.ndl.jp/view/download/digidepo_11510678_po_1102.pdf?contentNo=1> も参照。

図2 景気動向指数（CI）の推移



(注) 2015 年を 100 とする指数。陰影は、景気動向指数研究会の議論を踏まえて、内閣府経済社会総合研究所が設定した景気基準日付（山・谷）に基づく景気後退期を示す。
 (出典) 内閣府「景気動向指数 令和 2（2020）年 4 月分速報」2020.6.5; 同「景気基準日付」を基に筆者作成。

表 1 各国政府・中央銀行による主な財政・金融面の対応

財政政策、経済対策	金融政策、流動性供給策	金融システムの安定確保
<ul style="list-style-type: none"> ○ 感染拡大防止策、医療提供体制の整備、治療薬の開発等への支出 ○ 減税、納税猶予等 ○ 失業給付の拡充、セーフティー・ネットの強化、雇用維持のための助成金等 ○ 中小企業等への給付金、公的金融等による資金繰り支援策等 ○ 低所得・収入減少世帯等への給付金等 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 中央銀行間スワップ協定による米ドル資金の流動性供給 ○ 政策金利の引下げ ○ 国債買入れの増加 ○ 社債、CP 等の買入れ、地方債の買入れ ○ ETF、REIT の買入れによる金融市場安定化策 ○ 企業金融支援オペ（貸出促進策） 	<ul style="list-style-type: none"> ○ バーゼルⅢ（国際金融規制）の完全実施を延期 ○ 検査・監督の柔軟な運用 ○ 金融機関の配当・自社株買いの抑制 ○ 会計政策上の柔軟な運用

(出典) “Policy Responses to COVID-19: Policy Tracker,” International Monetary Fund website <<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>>; 日本銀行『金融システムレポート（2020年4月号）』2020.4.21, pp.27-28. <<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr200421a.pdf>> を基に筆者作成。

I コロナショックの概要

1 パンデミックはどのような危機か？

新型コロナウイルス感染症は、2019年12月に武漢市で最初の感染例が確認されて以降、中国全土や周辺諸国、さらには全世界へと急速に感染が拡大した⁴。我が国においても、2020年1月15日に最初の感染例が確認され、その後、国内における感染者数・死亡者数は累増してきた。

⁴ 2020年3月11日、世界保健機関（World Health Organization: WHO）のテドロス（Tedros Adhanom Ghebreyesus）事務局長は、流行状況がパンデミックに至ったとの認識を表明した（“WHO Director-General’s opening remarks at the media briefing on COVID-19: 11 March 2020.” World Health Organization website <<https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>>）。

4月7日には、新型インフルエンザ等対策特別措置法（平成24年法律第31号）第32条第1項に基づく緊急事態宣言が行われ、東京都等7都府県を対象に緊急事態措置が実施された。同月16日には、同措置の対象区域が全都道府県に拡大された⁵。5月25日に緊急事態宣言が解除された後も、引き続き、感染拡大を予防する「新しい生活様式」⁶の定着等が求められている。

一般にウイルス感染の状況把握等には、感染症に関する古典的な数理モデルである「SIRモデル（Susceptible-Infectious-Recovered model）」が用いられている⁷。全人口（ N ）を、まだ感染していない人（Susceptible: S ）、現在感染中の人（Infected: I ）、感染から回復（又は死亡）した人（Recovered: R ）に分け、「 $S \rightarrow I$ 」、「 $I \rightarrow R$ 」の遷移が、それぞれ、ある確率で起こることとすると、このモデルの含意は、感染者1人が回復するまでに何人を感染させるかを表す「基本再生産数（basic reproduction number: R_0 ）」のみによって、感染が収束するまでの経路が決定されるということである⁸。 R_0 が1を下回れば、感染者の比率は指数関数的に減少する。一方で、 R_0 が1を超えると、感染者の比率は、一旦、指数関数的に増加（outbreak）した後でゼロに収束し⁹、回復者（死亡者を含む。）の比率は R_0 に依存する定数に収束する¹⁰。

R_0 の値は、マスク着用、手洗い等の公衆衛生学的対策、人と人との接触回数の減少、抗ウイルス薬治療による感染期間の短縮等によって低下させることができると考えられ¹¹、我が国を含めて各国の対策は、何らかの外出制限を伴う措置の導入等が中心となっている。こうした対策は、生産活動・消費活動を大きく阻害することになる。また、感染拡大が一旦収束したとしても、経済活動の再開によって再び感染が拡大する（第2波）リスクもある¹²。

⁵ この際、東京都等13都道府県が、特に重点的に感染拡大の防止に向けた取組を進めていく必要がある「特定警戒都道府県」に指定された。その後、感染状況の変化等の評価に基づき、2020年5月14・21日に緊急事態措置の対象区域が段階的に縮小され、25日には緊急事態解除宣言が行われた。

⁶ 新型コロナウイルス感染症専門家会議の提言を踏まえ、感染拡大を食い止めるための徹底した「行動変容」の具体的な実践例として、身体的距離の確保、マスクの着用、手洗い等の対策が示された（「新しい生活様式」の実践例）厚生労働省ウェブサイト <https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000121431_newlifestyle.html#h2_1>。

⁷ 「新型コロナウイルス感染症の流行シナリオ（2月29日時点）（新型コロナウイルス感染症対策専門家会議（第5回）参考資料1）」2020.3.2. 首相官邸ウェブサイト <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/novel_coronavirus/senmonkakai/sidai_r020302.pdf>; 押谷仁「COVID-19への対策の概念」2020.3.29. 日本公衆衛生学会ウェブサイト <https://www.jsph.jp/covid/files/gainen_0402.pdf>

⁸ 感染者は一定速度（ γ ）で回復する（ $\Delta R = \gamma I$ ）。また、感染者数は、回復（又は死亡）により減少し、新規感染により増加するが、感染は感染者と未感染者の接触によって起こるため、感染者数と未感染者数の積に一定速度（ β ）を乗じた分だけ増えるものとする（ $\Delta I = \beta SI - \gamma I$ ）。全人口に占める感染者の比率 x （ $x = I/N$ ）と回復者（死亡者を含む。）の比率 y （ $y = R/N$ ）を用い、さらに $\gamma = 1$ となるよう時間を変換すると、「 $\Delta x = R_0(1-x-y)x - x$ かつ $\Delta y = x$ 」という関係が導かれる。ここから、感染者比率及び回復者比率のたどる経路は、基本再生産数（ $R_0 = \beta N / \gamma$ ）のみによって定まることが示される。

⁹ $R_0 > 1$ の場合、 $R_0(1-x-y)$ が1より小さくなるまで感染者の比率（ x ）は増え、その後ゼロに収束する。

¹⁰ 数値シミュレーションの結果は、 R_0 が1に極めて近い値であっても、1を超えていると、ピーク時の感染者比率は全人口の数%まで高まることを示しており、いわゆる医療崩壊に至るおそれがある（牧野淳一郎「3.11以後の科学リテラシー（no.89）」『科学』90巻5号, 2020.5, pp.428-432.）。

¹¹ R_0 は、a. 接触1回当たりの感染確率、b. 時間当たりの接触回数、c. 感染症固有の感染期間に分解できることから、それぞれを低減させる、a. 公衆衛生学的対策、b. 接触減、c. 治療が対策となり得る。なお、 R_0 がその感染症に対する免疫をもたない集団に感染が入り込んだ際の感染性を示す指標であるのに対して、感染が拡がり、免疫をもつ人が増えている段階での感染性の指標としては、「実効再生産数（effective reproductive number: R ）」が用いられる。 R_0 の場合と同様、「 $R < 1$ 」のとき感染は終息していく（「感染症疫学の用語解説」日本疫学会ウェブサイト <<https://jeaweb.jp/covid/glossary/index.html>>）。

¹² 池尾和人「コロナ危機は供給サイドショック、需要刺激策は当面不要」『金融財政事情』71巻18号, 2020.5.4-11, pp.48-51. 感染による抗体保有者が全人口の一定割合に達すると、感染の連鎖が遮断されて、自然と収束に向かう「集団免疫（herd immunity）」に至る可能性がある。スウェーデンは、厳格な外出制限を伴わない例外的な対応をとっているが、経済的な影響を最小限に抑えつつ、集団免疫の達成を目指すものと理解されている（Nils Karlson et al.,

2 過去の経済危機との違いは何か？

一般に経済危機は、①金融危機、②通貨危機、③財政危機に分類される。これらは、相互に関連し合っ発生する場合も多く、また、いずれの危機も、企業倒産や失業、金融機関の破綻、資産価格の暴落、インフレーションやデフレーションを伴って、経済活動を収縮させ、人々の生活に甚大な悪影響を与えることが知られている¹³。

1990年代後半の我が国の金融危機¹⁴や2000年代後半の世界金融危機¹⁵においては、先行する金融不均衡（バブル）¹⁶が維持不可能となった調整局面でショックが生じ、金融システムを通じて危機が急速に伝播した。金融面における信用収縮（credit crunch）は、企業・家計による投資・消費を冷え込ませ、実体経済の大幅な悪化をもたらした。今次のパンデミックによるショックでは、感染抑制策の実施による経済活動の制約が原因となっており、従来の経済危機とは性格が異なるとの指摘がみられる¹⁷。

しかし、コロナショック以前から、長期にわたる金融緩和の下で金融面の脆弱性が蓄積されてきたとの見方もあり¹⁸、実体経済の落ち込みの程度や期間次第では、実体経済と金融が相乗的に悪化する金融危機へとつながるおそれも否定できない¹⁹。

3 当面の有効な政策対応は何か？

従来の経済危機が、主に需要面のショックから生じ²⁰、政策対応においても総需要管理政策による景気刺激が重要な役割を担ってきたのに対して、コロナショックの場合は、感染拡大防止策による生産活動の停滞（供給ショック）と消費・投資の停滞（需要ショック）が同時に生じ、宿泊業・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業等は、「売上蒸発」といわれるほどの突然の収入減（所得ショック）に見舞われている。感染拡大が続く状況では、公衆衛生政策を優先せざるを得ず、総需要管理政策は適切な政策対応とならない。一方で、経営悪化に苦

“The underpinnings of Sweden’s permissive COVID regime,” *VOX: CEPR Policy Portal*, 2020.4.20. <<https://voxeu.org/article/underpinnings-sweden-s-permissive-covid-regime>>）。

¹³ 深尾光洋「金融・財政システム危機の発生メカニズムと予防・対処方法」澤田康幸編『巨大災害・リスクと経済』日本経済新聞出版社、2014、pp.198-201。

¹⁴ 1990年代以降、我が国の金融機関は、バブル期の過剰融資に起因する不良債権の処理に苦しんだ。1997年11月には三洋証券（3日）、北海道拓殖銀行（17日）、山一証券（24日）、徳陽シティ銀行（26日）が、1998年には日本長期信用銀行（10月23日）、日本債券信用銀行（12月13日）が相次いで破綻し、金融危機の様相を呈した。

¹⁵ 2007年に顕在化した米国のサブプライム住宅ローン危機に端を発し、2008年9月の米大手投資銀行リーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）の経営破綻（リーマンショック）を契機として、世界的な金融危機が発生した。欧州諸国では、その後の不況下にギリシャの財政問題が南欧諸国等へも飛び火し、欧州債務危機に発展した。

¹⁶ 一般に、資産価格が将来収益の割引現在価値から導かれる適正水準（fundamentals）を離れて推移する現象を、「バブル（bubble）」という。マクロ経済におけるバブル現象では、1国の経済成長を上回るペースで信用膨張が生じるが、こうした不均衡が維持不可能となる崩壊局面において、深刻な経済危機を引き起こすことが多い（櫻川昌哉「バブルと金融危機」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか—金融経済研究のフロンティア—』東洋経済新報社、2013、pp.3-34.）。

¹⁷ 渡辺努「新型コロナウイルスが消費と物価に及ぼす影響」『資本市場』416号、2020.4、pp.4-14; Glenn Hubbard et al., “U.S. Economic Recovery after COVID-19,” 2020.4.22. Council on Foreign Relations website <<https://www.cfr.org/conference-calls/us-economic-recovery-after-covid-19>>

¹⁸ 日本銀行『金融システムレポート（2019年10月号）』2019.10.24、pp.30-45. <<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr191024a.pdf>> は、大手銀行等による海外向けエクスポージャーの拡大、地域金融機関によるミドルリスク企業・不動産業向け貸出の増加、低金利下での資金運用難を背景とする邦銀全般のハイイールド債やローン担保証券（CLO）へのリスクテイク積極化などに着目していた。

¹⁹ 山口広秀・吉川洋「コロナショックの影響と対策 金融システムに波及警戒を（経済教室）」『日本経済新聞』2020.4.6.

²⁰ 供給面のショックから生じた危機の例としては、我が国の戦後インフレや2度にわたる石油危機等がある。

しむ企業への資金繰り支援、雇用不安に直面する労働者への所得補償等の緊急対応が必要とされており、各国の政策対応も、おおむねこの線に沿って実施されている²¹。

4 危機後の経済の姿はどうなるのか？

コロナショックを受けて、直近の物価予想は大きく下振れしており²²、現状では需要ショックが支配的であることが示唆される²³。今次のパンデミックでは、供給能力を規定する労働力や資本ストックが大きく毀損するとは想定されておらず、感染が終息することで需要が急回復すれば、経済への影響は一過性のショックに終わる可能性がある。

しかし、感染が終息しても、経済システムがもつ複雑な相互作用により、回復はさほど容易ではなく、ショックが長期にわたる経済的影響を残す可能性も指摘される²⁴。大規模な負の需要ショックが、研究開発投資や人的投資の減少を通じて潜在成長率（自然利子率）を低下させ、供給面にも長期的な悪影響を及ぼす（履歴効果（hysteresis effect））との議論が知られている²⁵。また、教育や雇用への影響を通じて、特定の世代の所得を恒常的に低下させるおそれもある²⁶。

II コロナショック下で拡大する財政赤字

1 緊急経済対策と令和2年度第1次補正予算

内外経済の厳しい状況を受け、政府は、G20 首脳会議における合意に基づく国際協調の下で、財政・金融・税制のあらゆる政策手段を総動員するとして、財政支出 38.1 兆円程度・事業規模 95.2 兆円程度²⁷に上る「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」（令和2年4月7日閣議決定、4月20日変更）を策定した²⁸。主な内容は、中小企業や個人事業主への給付金支給、民間金融機関を通じた実質無利子・無担保融資制度の創設、全国民への一律 10 万円給付等である。

²¹ 小峰隆夫「日本経済を襲うコロナショック—需要、供給、所得を止める未曾有の複合危機—」『中央公論』134 巻 6 号, 2020.6, pp.38-45; 池尾 前掲注(12); 渡辺 前掲注(17) コロナショックが産業構造の変化をもたらす場合には、事業転換や生活再建のために、資金繰り支援や当座の生活維持の範囲を超えた「リスクマネー（資本性資金）」の供給が必要であるという意見もみられる（小林慶一郎「コロナショック後の世界（上）産業構造変化や格差は正も（経済教室）」『日本経済新聞』2020.4.15.）。

²² 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2020年4月）」2020.4.27, p.6. <<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2004b.pdf>> によると、2020年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）対前年度比に関する日本銀行政策委員の大勢見通しは、1月時点の「1.0～1.1%」から「▲0.7～▲0.3%」へと引き下げられた。

²³ 需給ギャップとインフレ率の間には、正の相関があること（フィリップス曲線）が経験的に知られている。

²⁴ Gabriela Ramos and William Hynes, “A systemic resilience approach to dealing with Covid-19 and future shocks,” 2020.4.28. OECD iLibrary website <https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=131_131917-kpfefrfdnfx&title=A-Systemic-Resilience-Approach-to-dealing-with-Covid-19-and-future-shocks>

²⁵ 中野章洋・加藤涼「長期停滞」論を巡る最近の議論—「履歴効果」を中心に—『日銀レビュー』2017-J-2, 2017.3. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2017/data/rev17j02.pdf>

²⁶ 中田大悟「パンデミックは収束すれば「終わり」ではない—長期的な影響にどう備えるか—」2020.4.13. 経済産業研究所ウェブサイト <https://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0570.html>; 堀井亮「パンデミックと経済—ペスト、HIVでも示された人命と成長のトレードオフ—」『エコノミスト』98 巻 20 号, 2020.5.26, pp.28-29.

²⁷ 「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」（令和元年12月5日閣議決定）のうち今後効果の発現が見込まれる部分及び「新型コロナウイルス感染症に関する緊急対応策（第1・2弾）」（令和2年2月13日・3月10日新型コロナウイルス感染症対策本部決定）を含めた対策規模は、財政支出 48.4 兆円程度・事業規模 117.1 兆円程度とされる。

²⁸ 「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策—国民の命と生活を守り抜き、経済再生へ—」（令和2年4月7日閣議決定、4月20日変更）内閣府ウェブサイト <https://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/2020/20200420_taisaku.pdf> 当初、収入が大幅に減少した世帯等に対する1世帯当たり30万円の給付（生活支援臨時給付金（仮称））を盛り込んだ経済対策及び補正予算案が閣議決定されたが、与党内から、簡素な仕組みで迅速な支援の実施を求める動きが生じ、全国民への一律10万円の給付（特別定額給付金）に変更される異例の展開となった。

緊急経済対策を実施するため、令和2年度第1次補正予算案が国会に提出され、2020年4月30日に成立した。第1次補正予算は、歳入面において公債金の大幅な増額を行っている。その内訳は、一般会計補正予算における建設国債が2兆3290億円、特例国債が23兆3624億円、特別会計補正予算の財政投融资特別会計国債（財投債）が9兆4000億円である²⁹。

予算成立後の執行面では、個人番号（マイナンバー）制度の連携不足等に象徴される行政のデジタル化の遅れから、迅速な給付が行えないことが問題となった。また、経済産業省の持続化給付金をめぐって、事務局業務の民間委託の在り方に批判が集まったほか、国内旅行等の消費喚起を行う「Go To キャンペーン」についても、委託費や事業内容に疑義が呈された³⁰。

2 令和2年度第2次補正予算

政府は、2020年5月27日に、雇用調整助成金の上限引上げ、劣後ローンによる企業支援の拡充、売上が急減した企業への家賃支援給付金の創設等の追加対策を内容とする令和2年度第2次補正予算案を閣議決定した。政府案には、新型コロナウイルス感染症対策予備費として、異例の規模である10兆円が計上された³¹。第2次補正予算は、6月12日に政府案どおり成立した。歳入面で公債金の大幅な増額を行い、その内訳は、一般会計の建設国債が9兆2990億円、特例国債が22兆6124億円、特別会計の財投債が32兆8000億円となっている³²。

3 コロナショックによる財政への影響

コロナショックによる経済的影響は、2020年2月初めから、インバウンド（訪日外国人旅行）需要の減少や企業のサプライチェーン（調達、製造、流通等の一連の流れ）を通じた影響が意識され始め、同月末以降、国内感染者の急増や小中高等学校の休校措置等により国民生活への影響が大きくなった。令和2年度当初予算は、3月27日に政府案どおり成立しており、コロナショックの影響を織り込んでいない³³。現時点では、コロナショックによる財政への影響額は、ほぼ全額がコロナ対策経費に充てられている令和2年度第1・2次補正予算に対応する部分となる。

これらの補正予算では、一般会計の歳入追加額計57兆6027億円の全てを国債発行で賄うこととされた。また、特別会計では、財投債計42兆2000億円の追加発行が予定されている。2度の補正を加えた後の令和2年度予算は、国債発行総額が253兆2648億円となった（表2）。一般会計の新規国債発行額は90兆1589億円となり、歳出の56%を借金で賄う計算となる³⁴。一般会計の歳出総額、国債発行額ともに、過去最高に達することが確実である（図3）。財政健全化の目標指標である基礎的財政収支は、66.6兆円の赤字となった³⁵。

²⁹ 「令和2年度一般会計補正予算（第1号）」（第201回国会（常会）提出）；「令和2年度特別会計補正予算（特第1号）」（第201回国会（常会）提出）

³⁰ 「巨額補正 課題置き去り 政権、国会閉会へ 野党「追及逃れ」（時時刻刻）」『朝日新聞』2020.6.13；「日米欧、追加対策200兆円 日本、執行速度見劣り」『日本経済新聞』2020.6.5.

³¹ 野党からは、内閣の責任で支出する予備費としては、金額が大きすぎるとの批判があり、麻生太郎財務大臣が財政演説の中で、約半分について大まかな用途を明らかにした。

³² 「令和2年度一般会計補正予算（第2号）」（第201回国会（常会）提出）；「令和2年度特別会計補正予算（特第2号）」（第201回国会（常会）提出）

³³ 令和元年度補正予算及び令和2年度当初予算に対応する総合経済対策、主に予備費で対応することとされた緊急対応策等の中にも、コロナショックへの対策となり得る施策が一部含まれている（前掲注(27)参照）。

³⁴ 「企業支援 官民で94兆円 歳出総額の56% 借金過去最高に」『日本経済新聞』2020.5.28.

³⁵ さらに、景気悪化による税収の下振れも予想される（土居丈朗「コロナショック後に問われる財政運営の綱渡り—インフレリスクに備えつつ、医療体制改革で財政健全化を一」『金融財政事情』71巻18号, 2020.5.4-11, pp.34-37.）。

表2 令和2年度予算における国債発行予定額

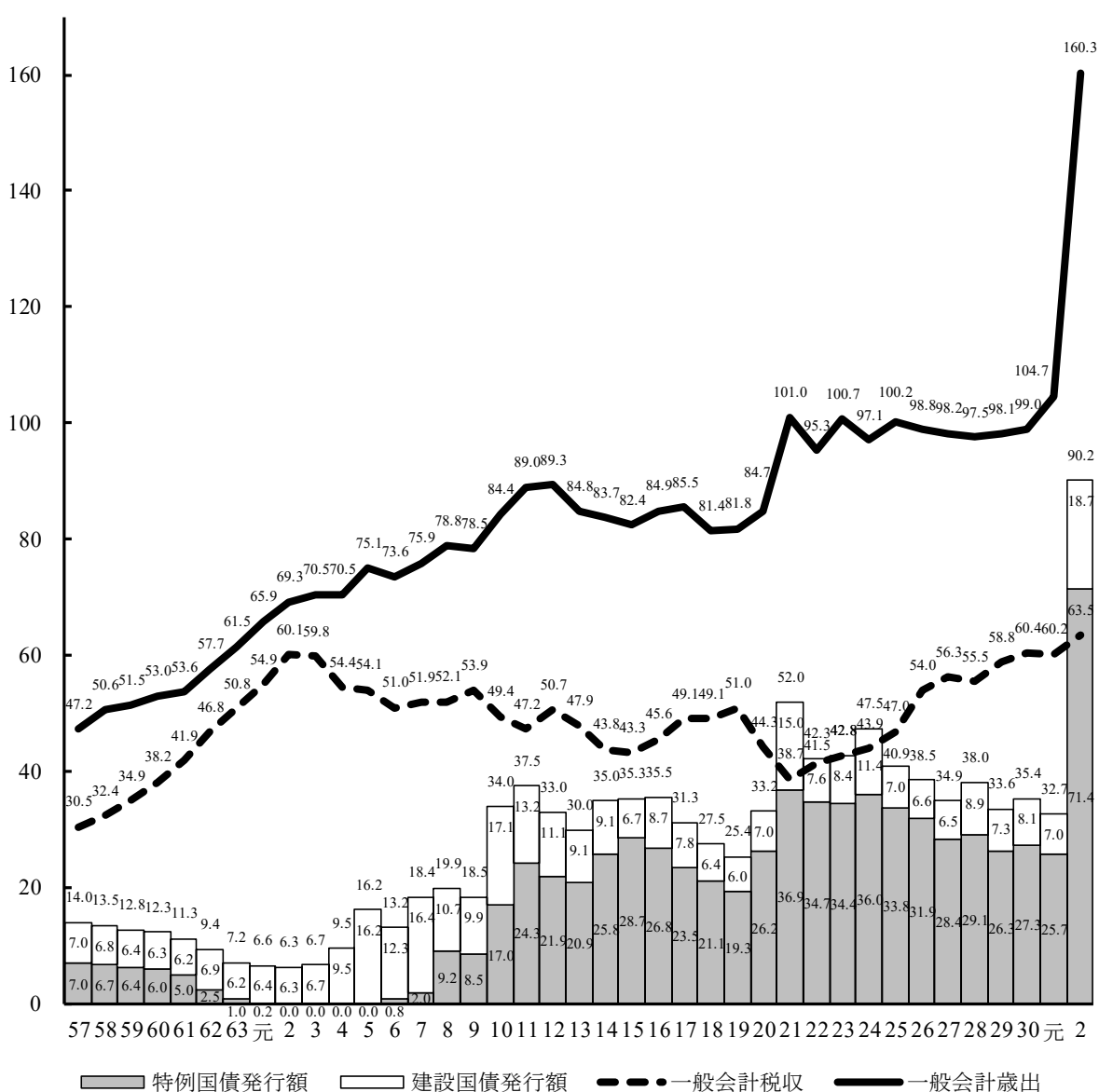
(単位：億円)

	当初予算	1次補正	2次補正	1・2次補正計	合計
新規国債	325,562	256,914	319,114	576,027	901,589
うち建設国債	71,100	23,290	92,990	116,280	187,380
うち特例国債	254,462	233,624	226,124	459,747	714,209
復興債	9,241				9,241
財投債	120,000	94,000	328,000	422,000	542,000
借換債	1,079,818				1,079,818
うち復興債分	16,932				16,932
国債発行総額	1,534,621	350,914	647,114	998,027	2,532,648

(出典) 財務省「令和2年度国債発行予定額(補正後(変更後)・2次補正後)」を基に筆者作成。

図3 昭和57(1982)年度以降の一般会計における歳出・歳入の状況

(単位：兆円)



(注) 平成30(2018)年度までは決算ベース、令和元(2019)年度は補正後予算ベース、令和2(2020)年度は第2次補正後予算ベース。ただし、公債発行額は、復興債、年金特例公債等を除く。

(出典) 財務省「財政統計(予算決算等データ)」; 財務省理財局『債務管理レポート 2019』を基に筆者作成。

Ⅲ 日本銀行による金融緩和の強化

1 新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化

日本銀行は、コロナショックを受けて、2020年3月18・19日に予定されていた金融政策決定会合を16日に繰り上げて開催した。従来の長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の下における金融市場調節方針³⁶を維持するとともに、コロナショック下の金融環境を踏まえた措置として、①国債買入れによる一層潤沢な資金供給、中央銀行間のスワップ取極³⁷を通じた米ドル資金の流動性供給の実施、②「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」³⁸の導入、CP・社債等買入れの増額³⁹、③ETF・J-REITの積極的な買入れ⁴⁰を決定した⁴¹。

2 金融緩和の強化及び「新たな資金供給手段」の導入

日本銀行は、2020年4月27日の金融政策決定会合において、④CP・社債等買入れの増額等⁴²、⑤「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」（②を改称。）の拡充⁴³、政府の緊急経済対策等における資金繰り支援制度も踏まえた金融機関への新たな資金供給手段の検討、⑥政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえた国債のさらなる積極的な買入れを決定した。また、金融市場調節方針において、従前の「保有残高の増加額年間約80兆円をめど」とするとの長期国債買入額に関する記述を廃止し、上限を設けず必要な金額の買入れを行うこととした⁴⁴。

その後、同年5月22日に、臨時の金融政策決定会合を開催し、⑦中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」⁴⁵（⑤で検討の指示があったもの。）の導入を決定し

³⁶ 日本銀行当座預金のうち政策金利残高への▲0.1%の付利（短期政策金利）及び10年物国債金利が0%程度で推移するよう長期国債を買入れ（長期金利操作目標）。

³⁷ 日本銀行とカナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度及びスイス国民銀行が、2中央銀行間のスワップ取極のネットワークを基に、各中央銀行が自国・地域において、いずれの他通貨によっても、流動性を供給することを可能とする常設の制度。

³⁸ 共通担保オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先に対して、各対象先が共通担保として差し入れている民間企業債務の担保価額相当額の範囲内で、貸付利率0%で1年以内の貸付を行うとともに、貸付残高の2倍の金額を補完当座預金制度上の「マクロ加算残高」（適用金利0%）に加算する（ことにより、「政策金利残高」（適用金利▲0.1%）の減少を容認する）資金供給オペレーション。

³⁹ CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円分設け、CP等は約3.2兆円、社債等は約4.2兆円の残高を上限に、2020年9月末まで（その後、2021年3月末まで延長）継続して買入れを実施することとされた。なお、CP（コマーシャル・ペーパー）とは、企業が短期資金調達のため、公開市場において割引形式で発行する無担保の約束手形をいう。

⁴⁰ ETF・J-REITについて、当面、それぞれ年間約12兆円、約1800億円に相当する残高増加ペース（原則的な買入れ方針の2倍のペース）を上限に、積極的な買入れを行うこととされた。なお、ETFとは、証券取引所に上場し、株価指数等への連動を目指す投資信託をいう。また、J-REITとは、保有不動産の賃料収入や売却益を分配する投資信託をいう。

⁴¹ 日本銀行「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」2020.3.16。<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/k200316b.pdf>

⁴² CP等、社債等の追加買入枠が、それぞれ7.5兆円に増額され、合計約20兆円の残高を上限に買入れを実施することとされた。発行体ごとの買入限度が大幅に緩和され、買入対象とする社債等の残存期間も5年まで延長された。また、既存のCP等、社債等について、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持することとされた。

⁴³ 対象担保範囲が民間債務全般へと拡大され（3月末時点の数値で、約8兆円から約23兆円へ拡大）、対象先も系統会員金融機関等へ拡大された。また、オペ利用残高に相当する当座預金に0.1%の付利を行うこととされた。

⁴⁴ 日本銀行「金融緩和の強化について」2020.4.27。<https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/k200427a.pdf>

⁴⁵ 緊急経済対策における無利子・無担保融資や新型コロナウイルス感染症対応として信用保証協会による保証の認定を受けて実行した融資（制度融資）及びこれに準じるプロパー融資（以上「適格融資」）の残高を限度に、共通担保を担保として、期間1年以内、利率0%で資金供給を行う制度。なお、「マクロ加算残高」への加算措置や付利、対象先等については、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペと共通である。

た⁴⁶。また、④、⑤、⑦の3つの措置をあわせて、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（特別プログラム）」と称することとなった⁴⁷（表3）。

表3 日本銀行によるコロナショックへの対応（2020年6月16日時点）

企業等の資金繰り支援	金融市場安定のための円・外貨供給	ETF等買入れ
「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（特別プログラム）」 総枠約110兆円+α ・CP・社債等買入れ 約20兆円 ・新型コロナ対応特別オペ及び 新たな資金供給手段 約90兆円	国債買入れ、米ドル資金供給オペ 無制限 (2020年2月以降の実績40兆円)	当面、年間約12兆円 ・ETF 年間約12兆円ペース ・J-REIT 年間約1800億円ペース

(出典) 「日本銀行の新型コロナ対応」2020.6.16. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/k200616b.pdf> を基に筆者作成。

IV アフター・コロナの財政・金融政策

1 財政政策と金融政策の協調

日本銀行は、2016年9月に開始した現行の長短金利操作の枠組みの下で、国債買入額等に関する目標を廃止し⁴⁸、長期金利（10年物国債金利）を0%程度に誘導することを方針としている。長期金利が操作目標⁴⁹を超えて上昇する局面において、日本銀行の指定する利回りにより無制限の国債買入れを行う仕組み（指値オペ）が導入されているほか、経済対策等により今後の国債発行増が見込まれることを踏まえて、長期国債の買入額の「めど」も廃止されている。

一方で、直近の国債市場金利は、ほぼ操作目標の近傍に保たれていることから、日本銀行による国債買入額が大きく増加する状況とはなっていない。しかしながら、今後、国債発行が急増していく局面においては、国債金利に強い上昇圧力が生じることも考えられ、日本銀行が国債買入れを増やして対応する可能性がある⁵⁰。

コロナショックへの政策対応として、各国は大規模な財政出動を実施しており、中央銀行が国債金利を低位にとどめることで、事実上、これを支えている。危機の収束後においても、経済停滞が長期化し、公的債務残高の膨張が続く可能性が指摘されている⁵¹。その場合、長期金利が上昇（国債価格が下落）すると財政危機につながりかねないリスクがあることから、当面、中央銀行による金利上限政策（国債価格支持政策）という形で、財政政策と金融政策の協調が

⁴⁶ 日本銀行「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」2020.5.22. <https://www.boj.or.jp/announcements/release_2020/k200522a.pdf>

⁴⁷ 特別プログラムは、当初、総枠約75兆円とされ、2020年6月16日に約110兆円に拡大された。

⁴⁸ 2016年9月以前の日本銀行の政策枠組みでは、マネタリーベースの増加ペース（量）に目標が定められ、これを実現するための資産買入れ（質）についても、長期国債の保有残高増加ペースや買入れ対象の平均残存期間の目標が示されていた。

⁴⁹ 現在、長期金利操作目標（10年物国債金利が0%）の上下に0.2%程度の幅で、市場金利の変動が許容されている。

⁵⁰ 一般に長短金利の関係（金利の期間構造）については、長期債の利回りが短期債の予想利回りの平均値と同水準に決まるとする「期待理論」が有力であり、長期国債の買入れにより長期金利の操作が可能となる理論的根拠については、不明な点が多い。しかし、仮に長期と短期の金融市場で参加者が異なる（長期債のみを 선호する主体がいる）ような状況があれば、中央銀行が長期国債の保有残高（発行残高全体に占める保有比率）を増やして価格支配力を強めることで、長期金利がある程度操作可能になるとの見方（stock view）も成り立つ。この場合、発行増により市中の長期国債が増える局面では、中央銀行が長期金利維持のために買入れを増やす可能性がある。

⁵¹ 白井さゆり「債務膨張「臨界点」議論を（複眼）」『日本経済新聞』2020.4.16. 世界金融危機後にも、ラリー・サマーズ（Larry Summers. ハーバード大学教授、元米国財務長官）らが「長期停滞（secular stagnation）」を論じた。

継続されるとみられる。歴史的には、第2次世界大戦参戦後の米国や戦後の英国において、同様の政策が実施されたことが知られている⁵²。

2 金融政策と国債管理政策をめぐる論点

一般に、政府の財政政策によって生じた財政上の不均衡を解消するため、中央銀行が追隨的に金融政策を調整する状況（fiscal dominance）に陥ると、物価の安定が損なわれてインフレーションが生じるおそれがあるとされる⁵³。コロナショックによる財政赤字の拡大が、今後、インフレや財政破綻をもたらすか否かについては、見解が分かれている⁵⁴。

歴史的には、第1次世界大戦後のドイツを始め、財政赤字のマネタリーファイナンス（財政ファイナンス）⁵⁵がハイパーインフレーション（高インフレ）を招いた事例が数多く知られており⁵⁶、コロナショックの収束後を見据えて、中央銀行の金融政策及び政府の財政政策を正常化させる出口戦略を描いておくことが重要と考えられる。具体的には、社会保障制度改革や税制改革、経済構造改革（成長戦略）の策定とその実施に向けたコミットメントにより、政府が財政の持続可能性を確保する道筋を示すとともに、中央銀行が政府から独立性を保って物価安定に取り組むことができる環境を整えることが必要となろう⁵⁷。

おわりに

未曾有の危機となったコロナショックは、新たな事態をもたらしたのではなく、むしろ危機以前の社会・経済上の問題を加速したとの見方がある⁵⁸。財政・金融政策においても、公的債務問題が一層深刻化することが見込まれ、通説にとらわれない政策対応への支持が高まる可能性もある⁵⁹。アフター・コロナの時代の課題は、より厳しさを増す財政再建、物価安定と中央銀行の独立性、持続的な経済成長の確保と経済格差の解消等に関して、熟議に基づき国民的な合意を形成することであろう。

⁵² 雨宮正佳「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論（「金融市場パネル40回記念コンファレンス」における講演）」2017.1.11. 日本銀行ウェブサイト <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/ko170111a1.pdf>

⁵³ これを防ぐため、対政府信用供与の禁止等、中央銀行の独立性を確保するための制度が整えられてきたと考えられる（白川方明『現代の金融政策—理論と実際—』日本経済新聞出版社、2008、pp.321-329.）。

⁵⁴ スティーブン・チェックッティ「危機時の財政金融政策（上）中銀、財政拡大策と調和的に（経済教室）」『日本経済新聞』2020.6.11；齊藤誠「危機時の財政金融政策（中）「物価高騰で収束」シナリオも（経済教室）」『同』2020.6.12. 財政の持続可能性は、公的債務残高の対名目GDP比が増大し続けるか否かによって判断される。このため、債務残高や財政赤字の規模に加え、名目GDP成長率、名目長期金利水準の動向が重要となる。

⁵⁵ 財政赤字を通貨発行によって賄うことをいい、具体的には、中央銀行が事実上の国債引受けを行うなどの方法が考えられる。

⁵⁶ カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ（村井章子訳）『国家は破綻する—金融危機の800年—』日経BP社、2011、pp.193-204.（原書名：Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.）

⁵⁷ 東京財団「（政策提言）財政危機時の政府の対応プラン」2013.7、pp.14-15、23-35. <<https://www.tkfd.or.jp/files/files/doc/2013-01.pdf>> 1929年の大恐慌以降、ニューディール政策や戦費調達により米国の国債発行は急増した。特に真珠湾攻撃後には、財務省と連邦準備制度の間で、長期金利（25年物国債金利）をおおむね2.5%以下に維持するとの暗黙の合意が成立した。戦後、民需回復や朝鮮戦争勃発を受けて長期金利が上昇し始めると、1951年3月4日、両者は共同声明（accord）を公表し、市場メカニズムを通じた金利決定の回復と公的債務残高の削減に向けた取組を進める姿勢を明らかにした。これにより、連邦準備制度の独立性が回復された（富田俊基『国債の歴史—金利に凝縮された過去と未来—』東洋経済新報社、2006、pp.492-515.）。

⁵⁸ エマニュエル・トッド「新型コロナ 「戦争」でなく「失敗」（インタビュー）」『朝日新聞』2020.5.23；ダニ・ロドリック「危機でも変わらない世界（グローバルオピニオン）」『日本経済新聞』2020.4.30.

⁵⁹ 長期停滞下における財政・金融政策運営をめぐる近年の議論については、大森健吾「財政政策と金融政策の協調をめぐる議論—MMTその他の提案の論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1062、2019.6.26. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11298315_po_1062.pdf?contentNo=1> を参照。