

## マクロ経済的な視点から見たコロナ危機

伊藤元重

学習院大学教授、東京大学名誉教授

### マクロ経済的な視点の重要性

新型コロナウイルスが戦後最大の国際的な危機をもたらしている。様々な視点からコロナ危機が経済政治社会に及ぼす影響についての分析が行われている。経済に関連した分析についていえば、少し単純化した分類であるかもしれないが、二つの種類の論点に分析や議論が集中している。一つはウィズコロナ、もう一つはポストコロナの議論である。

ウィズコロナでは、感染の広がりをどう抑えるのか、感染防止と経済活動の維持をどう両立させるのか、感染の広がりの中で医療システムの崩壊をどう防ぐのか、というような問題が論じられている。世界中が感染拡大のリスクに晒され、さらには感染の第二波や第三波の可能性が指摘される中で、当面の経済政策ではこの視点での議論が最重要であることは言うまでもない。

一方、ポストコロナの議論とは、コロナ危機がきっかけとなる社会の大きな変化によってコロナ後の世界がどうなっているのか、いわゆるニューノーマルの状態について考察するものである。ポストコロナの世界は政治や国際関係さらには社会全般など様々な視点から分析可能である。経済という分野に限定しても、多くの興味深い問題がある。特に、コロナ危機の中で、在宅勤務、遠隔地教育、オンライン診療などが広がる中で、社会のデジタル化のスピードが加速することは明らかである。

このような変化は、人々の働き方を変える起爆剤になるだろう。ソーシャルディスタンスを維持することが当分の間必要となるので、通勤を含めて都市の姿も変化するだろう。教育の世界でもオンラインとオフラインを融合させていくことで、旧来の教育体制に大きな変化が出てくる。大学のあり方の変化、入試の仕組みの見直し、リカレント教育の拡大など、その影響の広がりには私たちの想像を超えるものかもしれない。

ポストコロナの議論は重要である。いつの時代にあっても危機は旧来の仕組みを変える大きな原動力となるからだ。その変化の中には好ましくないものも多いが、同時に旧来の閉塞感を破壊する創造的な破壊も多く見られる。

さて、この論考ではこの二つの論点、ウィズコロナとポストコロナとはあえて違った視点からコロナ危機の影響について考える。ウィズコロナやポストコロナの議論をしないというのではなく、これらの議論の中で必ずしも十分に光の当たっていない経済的な視点での議論を試みたい。

いうまでもなく経済は複雑な複合体だ。その一部に大きなショックが起きれば、複合体の中で様々な変化が連鎖的に起き、それが複合体としての経済にさらに大きなショックが広がることになる。ここで特に重要視したいのは、財政・金融とグローバル経済活動という、

マクロ経済的な側面である。ウィルスのようなショックが金融システムに大きな影響を及ぼさないことは考えられない。財政運営にもすでに大きな影響が及んでいる。こうした財政や金融へのストレスが高くなれば、それで財政金融システムがさらに大きな混乱を起こすこともある。財政金融システムの混乱が起きれば、それはさらなる経済の波乱要因となる。

グローバル経済にも焦点が当てられるべきだろう。コロナ危機前に、すでにグローバル経済は大きな転換期に直面していた。米中貿易摩擦、世界的なポピュリズムの広がり、WTOなどの国際体制の弱体化などである。コロナ危機は当面は国境を超えた人の移動が不可能になるというグローバルな活動を止める動きとなっているが、中期的に人の移動が可能になっても、グローバル経済の姿がコロナ前と同じ状態に止まっているとも思われない。米中摩擦がさらに厳しくなり、サプライチェーンの見直しが貿易や投資の流れを変える、というようなことがすでに論議されている。

こうした財政金融やグローバル経済の動きは、ウィズコロナの問題でもあり、ポストコロナの問題でもある。二つの問題と切り離して議論できるものでもない。ただ、世の中の議論は当面の緊急の課題であるウィズコロナの問題と、当面の問題と切り離して議論できるポストコロナの議論にあまりにも集約されているように思える。コロナ危機に伴う経済的課題についてもっと議論が広がる必要があるだろう。

## 世界大恐慌

IMFによる世界経済見通しは、2020年の世界経済の成長率の見通しを、1930年代の世界大恐慌以来の最悪の状況であると予想した。他の国際機関による予測も同じように悲観的な見通しを出している。そこで、コロナ危機を世界大恐慌と比べる議論が多く出ている。

世界大恐慌の重要な特徴は、それが長期間続いたということだ。1929年に起きたウォール街の株の暴落が大恐慌のきっかけであったと言われるが、多くの国がその不況から抜け出すのに10年以上がかかっている。なぜ不況がこれだけ長期化したのか、この教訓がコロナ危機にも当てはまるのか大きな論点となる。

コロナ危機が世界に広がった当初は、この危機はそれほど長期化しないという楽観論が少なくなかった。当時、米国連邦準備銀行の元議長であるバーナンキ氏が、CNBCのインタビューに対して、コロナ危機を吹雪（スノーstorm）に喩えたことがあった。確かに外に出ると命の危険もあるので家にこもる必要がある。ロックダウンだ。ただ、この比喻には誤解を招く面がある。吹雪であれば1週間もすれば過ぎ去っていく。吹雪がされば、経済活動は元に戻る。

コロナ危機の初期にV字回復が盛んに言われたのも、こうした見通しと関係している。現在でもV字回復への期待感は依然として強く残っている。この原稿を書いている7月段階では、実体経済とはかけ離れて株価などの金融指標は好調である。金融市場が将来の経済見通しに楽観的であるとも見える。この点については後でもう一度詳しく触れる。

しかし、世界的にコロナ危機が起きてから5ヶ月になろうとする現在、感染の影響が短期的であるという楽観論は後退している。感染の影響はしばらく続くとなると、不況が長期化した世界大恐慌の教訓に学ぶべき点が出てくるだろう。

30年代の世界大恐慌が長期化した背景には、財政金融やグローバル経済に大きな混乱が起きたことが大きい。ウォール街の株の暴落は世界大恐慌のきっかけかもしれないが、不況が長期化したのはその後の財政金融や保護主義的な政策の応酬などが原因である。俗にF（財政金融）やG（グローバル）の問題が、経済の中に悪循環をもたらしたのだ。経済には常にそのようなメカニズムが潜んでいる。財政金融や貿易投資などで悪循環が起きると、それが不況を長引かせる。コロナ危機でもFやGの問題に注目しなくてはいけない。

なお、この論考ではFの側面を中心に議論したいと考えている。Gの側面も非常に重要であるが、スペースの制約があること、そしてこの原稿とほぼ同時に準備している論考ではGの面を中心に議論しているからだ（この論考は近刊の「外交」（都市出版）に掲載予定である）。

#### 低成長・低金利・低インフレ

コロナ危機に直面して、各国の政府はかつてない規模で財政支出を拡大している。中央銀行も史上最大規模で市場に資金を供給し続けている。こうした大胆な財政金融政策を行わないと、当面の危機に対応できない。だから細かい点は別にしても、大胆な財政金融政策は必要な政策である。ただ、未曾有の財政金融拡大を行った後、その先の経済には問題はないのだろうか。そうした不安を感じている人は少なくないだろう。

財政金融の状況を理解する上で重要なポイントと思われるのが、「低金利・低成長・低インフレ」のいわゆる3低と呼ばれる状況だ。実はこうした状況はリーマンショック後ずっと続いており、今回のコロナ危機の対応後、さらに顕著になってきた。政府は巨額の財政支出を行い公的債務は増加している。中央銀行は大量の国債を購入し、資金注入を続けている。こうした政策にも関わらずなのか、それともそうした結果なのか、金利は史上最低の状況が続き、景気も低迷している。物価上昇率は非常に低く、経済成長率も非常に低い。

日本の場合にはこうした状況が1990年代の末の金融危機以来ずっと続いている。その結果、こうしたデフレ的な状況になることを「日本化」と呼ぶ。リーマンショックでは多くの政府中央銀行が大胆な財政支出と金融拡張政策を行ったが、今回のコロナ危機の対応ではその財政金融政策の規模がさらに拡大した。

コロナ危機で景気が悪いのだから、物価上昇率や成長率が低いのは当然だ。金融政策も大規模な緩和を続けているので、金利もかつてない低水準まで低下している。何もおかしなことは起きていない。そう考える人も多いだろう。ただ、その結果として株価や金融市場の好調と実体経済の弱さの乖離が大きくなり、公的債務はさらに膨張を続けている。本当にこうした3低の状態がいつまでも続くことが可能であるのか不安を感じている人も多いはずだ。

実は3低の状態がずっと続いてきた日本の状況が、これまでは驚きを持って見られてき

た。日本の公的債務が GDP 比で 200% を超えるような状態が続いているのに、低金利の状態が続いていたからだ。公的債務が拡大する状態がどこまで続くのだろうか。専門家は懸念を持ちながらも、3低が続く状況を見守ってきた。

低金利、低成長、低インフレの状態が長期間続く背景には、民間経済の低調があることは間違いない。長期停滞 (secular stagnation) とも呼ばれる。国債の利回りでもある長期金利はこの30年間低下を続けてきた。この長期金利の低下は、生産性の低下や成長率の低下とあいまったものである。民間の資金需要が弱いことも、低金利の要因と考えられる。

資金需要の流れから見ると、民間部門では資金の余剰が生じていても、それをちょうど補完するように公的部門で財政赤字が続いている。つまり公的部門が民間の資金余剰を埋めているのだ。財政赤字や公的債務が膨れ上がることは金利上昇の要因にもなりそうだが、大規模な金融緩和が金利に下方圧力を加えている。結果的に低く抑えられた金利のおかげで、政府の国債金利負担は非常に小さくなっている。長期金利がゼロ前後の状態であると、追加の公的債務に対する金利負担の増加は生じない。政府の債務が増えることは気にはなるが、政府の赤字は民間部門の資金余剰で埋め、そして低金利によって公的債務の金利負担も低い状況が維持できる。この状態は当分続くようにも見える。低成長とデフレ (低インフレ) というあまり好ましくない経済状況ではあるが、妙に安定した状況である。

コロナ危機によって、こうした3低の状況に主要国全てが陥ってしまった。財政赤字の幅でも、金融拡張の規模でも、主要国はかつてない規模での対応を行ったのだ。財政金融はどのような方向に動くのか不透明感が漂う。

### 金利上昇シナリオ

閉塞感に満ちてはいるが3低の状況はある意味では安定的である。しかし、大きな危機はこうした安定感を壊すきっかけになるかもしれない。現在、世界の主要国の政府や中央銀行が行なっている経済対策は、それほど規模の大きなものであるのだ。

3低の状況が崩れるとすれば、それはまずは金利からだろう。成長率が急激に跳ね上がることはないだろう。物価についても世界のデフレ的な状況をみると、突然物価が大きく上昇を始めることを想像することは難しい。もちろん、コロナ危機は世界のサプライチェーンに大きな傷跡を残しているので、供給回復の動きに問題が起きれば物価に影響が出る可能性がゼロだとは言いきれない。

金利上昇が始まるとすれば、コロナ危機で落ち込んだ景気が回復を始めるときだろう。景気回復の過程では民間部門の資金需要が拡大する。民間部門の資金需要が拡大しても、それを補完するような規模で財政赤字が縮小すれば、資金市場全体で金利を引き上げるようなことにはならない。ただ、現状の金利水準があまりにも低いことを考えると、景気が回復する過程で金利が全く上昇しないということは考えにくい。

もちろん、金利が上昇することは悪いことではない。金利があまりにも低い状態が続くと、金利が持つはずの資源配分効果が弱まる。例えば本来であれば退場すべき企業でも低金

利の中で存続することが可能になる。いわゆるゾンビ企業だ。低金利の継続が金利の資源配分効果を弱め、景気の低迷やデフレの継続の要因になるということは、これまでも多くの人に指摘されて通りだ。

コロナ危機で主要国経済は厳しい状況が続いている。こうした状態から一刻も早く抜け出せばよいが、そこでは長期金利が上昇することを想定しなくては行けない。もっとも、ウイルスの影響はすぐには抑えきれないので、経済の低迷が長引くという見方もあり、その場合には超低金利がしばらく続くというシナリオも残る。

以下では、いずれは景気が回復するというシナリオで話を続けよう。これは金利を上昇させていこう。そのこと自体は民間経済にとって悪いことではない。国債の金利が上昇することは国債価格を引き下げることになるが、その規模が軽微であれば、それが直接市場や金融機関に及ぼす影響にも限界があるだろう。

問題は公的部門である。公的債務の規模が大きいほど金利上昇による金利負担が大きくなるのだ。簡単な計算をしてみよう。コロナ危機の影響を受けて、日本の公的債務は GDP 比でおおよそ 240% まで上昇すると考えられる。この公的債務に対する利子が 1% 上昇すると、債務の利子負担の GDP 比の金額は 2.4% ということになる。消費税でこれだけの収入をあげるとなると消費税率 5% に近い数字になる。安倍内閣になってから行なった消費税率の引き上げの税収増が金利 1% の増加で消えてしまう計算になる。

もちろん、国債の利子負担は、過去に国債を発行した時点の金利である。足元で金利が上がったとしても、それで過去に発行した国債の利子負担がすぐに増えるわけではない。ただ、金利が上昇すれば、国債の借り換えの時に高い金利に置き換わっていくので、金利上昇の負担はじわじわ上昇していく。

問題は、実際に財政における国債の利子負担がどう増えていくのかということ以上に、市場が財政の利子負担をどう見るのかということである。金利の上昇によって市場の財政に対する信頼が揺らぐようだと、それは金利の上昇要因となりうるということだ。財政への信頼が続くということが、低金利が維持される条件であるが、一旦その信頼が揺らぐようだと国債の金利上昇要因となりやすい。

ここで、安倍内閣が発足した 2013 年以降の財政状況を振り返って見たい。安倍内閣の財政運営には大きく二つの柱があった。一つはデフレ脱却のために財政政策を柔軟かつ軌道的に利用するということだ。財政健全化至上主義ではなく、必要に応じて財政刺激を行うというものだ。

もう一つの柱は、中長期的な財政健全化にコミットするということだ。2015 年までに基礎財政収支赤字の GDP 比の数値を半減させ、2020 年までに黒字化するというのが当初の目標だった。この目標がきちっと達成できたわけではないが、結果的に財政赤字幅は縮小を続け、公的債務の対 GDP 比の数値も減少が始まる傾向が見えてきた。

残念ながらコロナ危機はこうした流れを破壊してしまった。コロナ危機からの回復が始まった時点で財政運営について再度見直しが行われる必要があることは明らかだが、景気

回復の中で金利上昇を抑え込み、財政健全化を実行していく難易度が高くなったことは明らかだ。

ところで、これまでと同じように、今後も日本でデフレ的な状況が続き金利は上昇しない（結果として財政で大きな問題は起きないが）という、あまり明るくないシナリオもありえる。これまでの日本のたどってきた状況を見ると、こうしたコロナ危機の有無に関わらずこうした閉塞的なシナリオが続くという見方もありえる。市場関係者や政策関係者の中にはそうした見方をしている人も多いかもしれない。

ただ、コロナ危機という大きな出来事の後でもこうした閉塞的な状態が続くのだろうか。コロナ危機によって日本の財政状況は新たな領域に入ったとも言える。今回の危機で注目すべき点は、全ての先進工業国が日本化していることだ。景気が回復したら金利が上昇し始める可能性が高い。仮に日本で景気の回復がすぐに始まらなくても、例えば米国ではどこかの時点で景気の回復が始まるだろう。そこでは金利が上昇し始める可能性が高い。

米国とは限らないが世界の主要な国でコロナ危機からの脱却の過程で金利が上昇していくとすれば、それが日本の金利に影響を及ぼす可能性がある。コロナ危機で世界経済が同時に落ち込んでいるが、世界同時に回復するようなことになったら、それが日本の金利に及ぼす影響も大きいだろう。

#### Liquidity 相場から solvency 相場へ？

すでに触れたように、金融市場と実体経済の間に大きな乖離が見られる。3月の時点で株式相場が大きく下落した時点では、金融市場はコロナ危機に大きく反応した。債券市場では、リスクの高い債券とリスクの低い債券のスプレッドが開き始め、途上国ではブラジル、トルコ、南アフリカなど新興国の国債利回りが上昇する傾向を示した。

こうした金融市場の動きは、4月に入って大きく修正された。株価の回復は顕著であるし、特にハイテク株が多く入っているナスダックの株価指標は高騰を続けた。債券市場でのリスクスプレッドも解消に向かい、上昇傾向にあった新興国の国債利回りも低下の傾向を示した。

実体経済が回復傾向にあるのであれば、こうした金融市場の回復は当然のことだ。しかし、実体経済はこの間もコロナの影響を受けて低迷が続いている。金融市場と実体経済の乖離がこのままの形で続くのかということは、今後の経済の展開を考える上で重要なポイントとなってきた。

金融市場が近視眼的でないとすれば、金融市場の状況は経済の先行きを反映しており、実体経済もいずれ回復していこうという見方になる。コロナ危機の初期の段階では V 字回復への期待の声も大きかった。しかし、感染の広がりや経済への影響を見て、そうした期待感はしぼんできている。

実体経済の回復には時間がかかるとすれば、実体経済と大きく乖離した金融市場の堅調

が続くのかどうか気になるところだ。ただ、こうした実体経済と金融市場の乖離は、コロナ危機以前にも、程度の差こそあれ観察された現象だ。リーマンショック後、実体経済の回復は遅かったが、株価は大幅に上昇を続けていた。コロナ後は実体経済の落ち込みが大きいので、この乖離がさらに広がったというだけのことだ。

株価の理論値は、企業が将来生み出す利益の現在割引価値となる。将来の利益の期待が変わらなくても、割引率である金利が大幅に下がれば、株価の理論値を引き上げる。その意味では、コロナ後の超低金利の下では、実体経済の落ち込みがあっても株価が堅調であるということは説明可能である。現状はコロナバブルだという声もあるようだが、低金利の下での株高はバブルであるとは限らない。

ただ、コロナ危機で3月に株価が大幅に下落した後、政府や中央銀行の大規模な財政金融政策を受けて、株価が回復した事実からも、現在の堅調な金融市場の状況は大規模な財政金融政策に支えられている。こうした状況を liquidity 相場と呼ぶことにしよう。流動性 (liquidity) の補充を政府や中央銀行が行なった結果、市場は4月以降落ち着いてきたのだ。

ただ、コロナの影響の経済停滞が長引くことになると、不調に陥った企業の中には liquidity の問題ではなくなるところも多く出てくる。solvency (支払い能力) の問題が出てくる。短期間の不調であれば流動性を注入することで済む問題であっても、不調が長期間続くとその企業が存続できるかどうか問われるのだ。solvency の問題が前面に出てくると、政府や中央銀行が大胆な政策を行っても、金融市場の堅調さを維持することはできない。

低金利・低成長・低インフレという閉塞的な状況が崩れるとすれば、金利が上昇する場合だろうとすでに述べた。それに加えてもう一つ注目しなくてはいけないのは、金融市場と実体経済の乖離の構図が崩れるときである。実体経済が回復して金融市場の堅調さに近づくのであればよいのだが、実体経済の低調が長期化すると、金融市場が崩れる懸念が出てくる。

終わりに

コロナ危機で多くの国が一斉に財政支出を増やし、金融緩和を拡大している。感染が収まらない中で、経済の低迷は当初よりも長期化する懸念が高まっている。それにも関わらず金融市場は実体経済と乖離して堅調な状況が続いている。コロナ危機という厳しい問題に直面してこうした対応策が取られることは必要であるとしても、その後のマクロ経済の展開がこうした大規模なマクロ経済政策の動きに大きな影響を受けることは間違いない。

この論考のなかで述べたように、コロナ下での低金利・低成長・低インフレのデフレ的な状況、増大を続ける公的債務、低調な実体経済とは乖離した株式市場の好調などは、コロナ危機の前から観察されている。ただ、コロナ危機でかつてない規模での財政支出と金融緩和が行われたことで、こうしたトレンドが今後も続くのかどうか不確実性が高まっていることは間違いない。

世界大恐慌では、マクロ経済の不調と間違った経済政策の悪循環の中で、経済の不調が長

期化して行った。コロナ危機ではそうしたことがあってはならない。そのためには、ウィルス感染の拡大を早急に止めることはもちろん重要であるが、その後の財政金融やグローバル経済の変調にきちっと目を配り正しい政策的な対応をしていくことが求められる。