

2020年8月12日 全10頁

経済理論からみる新型コロナ対策の有効性

金融緩和と企業の資金繰り支援策、所得補償が需要減の抑制に効果的

経済調査部 研究員 小林 若葉

[要約]

- 各国政府による感染拡大防止策は戦後最悪の景気悪化をもたらすなど経済活動を厳しく抑制した。経済理論的には、都市封鎖等によりサービス業などが休業した場合、将来のサービス消費を十分に行うために現在の非サービス消費を抑制する可能性がある。総需要への悪影響は、家計が借入に制約がある場合にはさらに大きくなる。
- 経済理論的に有効な政策は、金融緩和に加え、企業の資金繰り対策や、休業を余儀なくされたセクターの労働者や失業者への所得補償である。日米欧などの政府や中央銀行が異例の規模で実施した財政・金融政策は概ねこれに即したものであり、雇用環境が悪化した中でも、国民生活の維持に寄与した。
- 感染拡大が長期化する中、新型コロナ対策として実施された経済支援策は効果が薄れつつある。また、ソーシャルディスタンスの確保のために生産性が低下するなど、感染症対策による供給制約がさらなる需要ショックを誘発する可能性には注意が必要だ。

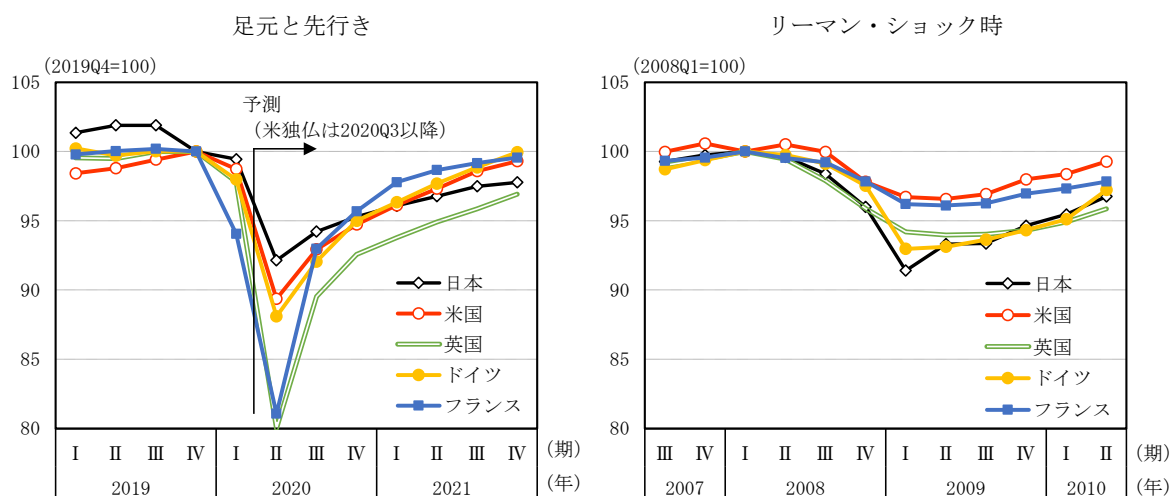
1. はじめに

人為的な生産・販売抑制により戦後最大の落ち込みを記録した各国経済

新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）感染拡大により、世界各国は2020年4-6月期に極めて厳しい経済状況に陥った。同時期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率▲32.9%、ユーロ圏では同▲40.3%と、それぞれ戦後最大の減少率となった。日本では8月17日に公表される予定だが、7月末時点の民間予想では同▲26.3%と見込まれている。欧米と同様、戦後最大の落ち込みが予想されているものの、欧米に比べると減少率は小幅にとどまる見込みだ（**図表1**）。このことは、2008年のリーマン・ショック後に日本経済が欧米よりも落ち込んだことと対照的である。

背景には、日本における感染拡大防止策は自粛要請であり、都市封鎖（ロックダウン）措置を実施した欧米に比べて緩やかなものだったことがある。各国政府による感染拡大防止策は、企業の生産・販売を人為的に厳しく抑えるものであった。

図表 1 : 各国の実質 GDP 成長率の推移



コロナ危機における「需要ショック」と「供給ショック」

経済学では、個人消費や設備投資などの減少が生産を押し下げることが「需要ショック」と呼ぶ。これに対して、自然災害や商品市況の高騰などの理由で財の生産体制やサービスの提供体制に問題が生じ、供給量が減少することを「供給ショック」と呼ぶ。

過去の景気後退の多くは需要ショックによって引き起こされたものであったが、新型コロナウイルス感染拡大は需要ショックと供給ショックの両側面を持つ。 今回の需要ショックは不要不急の消費自粛や外国人観光客の減少などによる需要減であり、供給ショックは感染拡大防止のための休業や工場稼働率の低下のほか、テレワークを余儀なくされたことによる業務効率の低下などが挙げられる。

需要ショックと供給ショックのどちらの影響が大きいかによって、求められる政策の中身は大きく異なる。一般的に前者の場合、公共投資拡大や給付、減税などの需要喚起策が効果的である。後者の場合、供給制約の要因を取り除くことが重要だ。

先述したように、新型コロナウイルス感染拡大による経済危機は、感染拡大の初期には店舗や工場の休業等、感染拡大防止策による供給ショックの側面が強かった。しかし、足下ではその影響を直接的に受けにくかった業種でも業況が悪化している。すなわち、供給ショックを受けていない産業でも需要ショックが発生したということである。

本稿では、この需要減少のメカニズムについて先行論文を用いて理論的に説明した上で、危機対応として実施されている財政・金融政策手法の有効性を考察する。

2. 経済理論から見る新型コロナの影響と経済・金融政策の効果

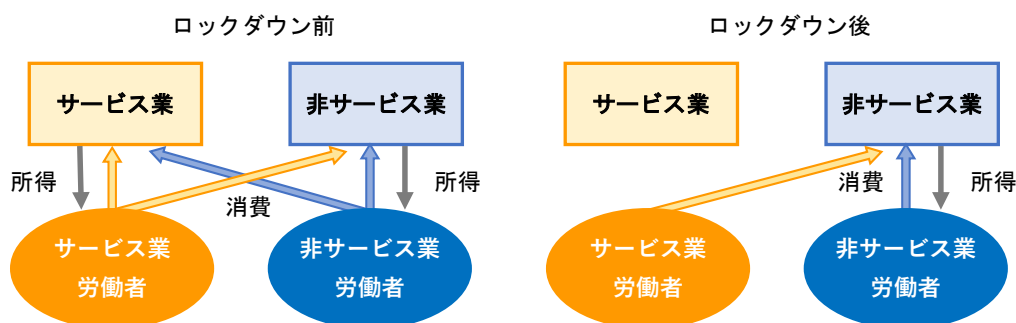
感染拡大防止策に起因する供給ショックが総需要を抑制

Guerrieri et al. (2020)¹は、二つのセクターが存在する経済モデルを用いて、新型コロナ感染拡大による経済危機は供給ショックが端緒となり、さらに深刻な需要ショックを引き起こすことを示している。ここでは、一方のセクターはレストランや航空産業などの対人型サービス業、もう一方のセクターはそれ以外の産業と想定されている（以下、前者をサービス業、後者を非サービス業と呼ぶ）。感染拡大防止策によってサービス業が休業する場合、サービス業の労働者は所得を失うが、貯蓄や資産があれば消費を維持することが可能だ。しかし、両セクターの労働者とも、感染拡大防止策の解除後にサービス消費を十分に行うために、現在の非サービス消費を抑制してしまう可能性が指摘されている（**図表 2**）。

カギとなるのは、「2財の代替の弾力性」と「異時点間の代替の弾力性」の大きさだ。前者は二つの財またはサービスの相対価格が変化した場合の需要変化の度合い、後者は将来の財やサービスの価格が現在から変化した場合の需要変化の度合いを表す。通常、二つの弾力性はどの財・サービスにおいても将来にわたり一定と考えられている。同論文では「2財の代替の弾力性」よりも「異時点間の代替の弾力性」の方が大きい、つまり将来のサービス消費から得られる効用（満足度）は現在の非サービス消費のそれよりも大きい可能性があるとみている。例えばスポーツ・文化イベントや旅行が禁止される場合、これらの価格は誰も購入できないほど高騰しているのと同様の状態として理解できる。このとき、他の財やサービスで代替することは困難だ。しかし将来これらが通常価格で消費できることがわかっているならば、家計は現在の消費を抑えてでも将来のサービス消費を十分に行うために貯蓄を増やそうとする。その結果、休業しなかったセクターでも需要減により経営が維持困難になり、閉鎖に追い込まれる。同論文では、このように供給ショックが需要ショックを誘発し、景気をさらに悪化させる可能性が示唆されている。

そして、この非サービス業の需要減の影響は、家計に流動性制約がある場合には、さらに大きくなる。すなわち、休業により所得を失ったサービス業の労働者のうち、貯蓄や資産がなく、借入も十分にできない労働者は、非サービス消費を削らざるを得ない。

図表 2：Guerrieri et al. (2020) における 2 セクターの経済モデル



(出所) Guerrieri et al. (2020) より大和総研作成

¹ Veronica Guerrieri, Guido Lorenzoni, Ludwig Straub and Iván Werning (2020) "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?" NBER Working Papers 26918.

同論文では、今回の経済危機の場合、感染拡大防止策と並行して、金融緩和や休業中のサービス業の労働者への所得補償が有効だとしている。

まず金融政策については、金利の引き下げが企業債務の返済負担を軽減させることができる。このことは、需要ショックによって非サービス業の売上が減少する中でも、人件費などの固定費の支払いが困難となるのを緩和する。また、非サービス業と休業中のサービス業ではともに、金利が引き下げられることで、将来生み出す企業利益の割引現在価値²は大きくなる。そのため、雇用調整の機会費用が大きくなることから、一時的な需要ショックを受けた雇用削減を回避しようとするインセンティブが生まれる。

また、サービス業労働者への所得補償を行うことで、感染拡大防止策により人々の命や健康を守りながら、需要ショックの増大を回避できる。労働者が休業しながらも以前と変わらない所得が得られ続けられれば、非サービス消費の減少を抑えられるからだ。

米国にとって有効な財政政策は失業保険の拡充と企業への流動性供給

Faria-e-Castro (2020)³は、新型コロナ感染拡大が米国のマクロ経済へ与える影響についてシミュレーションを行い、いくつかの財政政策手段の費用対効果を研究した。前出の論文と同様、企業はサービス業と非サービス業に大別される。前者は新型コロナ感染拡大を受けて企業活動が停止し、後者にも需要減少の影響が波及する。失業率は上昇し、家計所得は減少する。失業した家計のうち、借入を行っている家計は債務を返済できなくなると、デフォルト（債務不履行）に陥り、金融仲介機能を損傷させ、不況を増幅させる。

同論文では、この想定の下、①非サービス業への政府消費の拡大、②所得減税、③無条件の給付、④失業給付の拡充、⑤サービス業への流動性供給の5種類の財政政策について、それぞれ1四半期に限り、2,000億ドル分実施された場合の実質GDPへの効果が推計されている。図表3では実質GDPのコロナ危機が発生していない場合(図表中の「SS」)からの乖離率が示されており、青線が政策未実施の場合⁴、赤線が実施した場合の効果だ。各政策の効果については、以下のようによまとめられる。

まず、①非サービス業への政府消費の拡大は、非サービス業の雇用を増やす効果がある。これにより家計の消費減の影響が緩和され、デフォルト率の上昇も抑制される。ただし、この政策はサービス業には直接的な効果が及ばない。非サービス業での需要増加が賃金上昇を促すことで、営業再開後のサービス業には、間接的にむしろ悪影響をもたらす。

² 将来の受け取り額を、現在の価値に換算したものを表す。例えば金利が5%のとき、1年後の105万円の割引現在価値は100万円であり、割引率は5%となる。金利が低下すれば、割引現在価値は増加する。

³ Miguel Faria-e-Castro (2020) "Fiscal Policy During a Pandemic," FRB St. Louis Working Paper 2020-006E.

⁴ 具体的には、新型コロナの影響がない場合に比べ、サービス消費が60%減少する影響が3四半期続く想定となっている。そしてこの消費の減少率は、3月17日に、ムニューシン米財務長官が、政府による対応がなければ、米失業率が20%に達する可能性があるとの考えを示したことを受けて、失業率が20%となるように調整されたものである。実際の米国の失業率は4月に14.7%まで上昇したのち、5-7月は改善が続いている。そのため、シミュレーション結果の絶対的な数字を重視する必要はない。

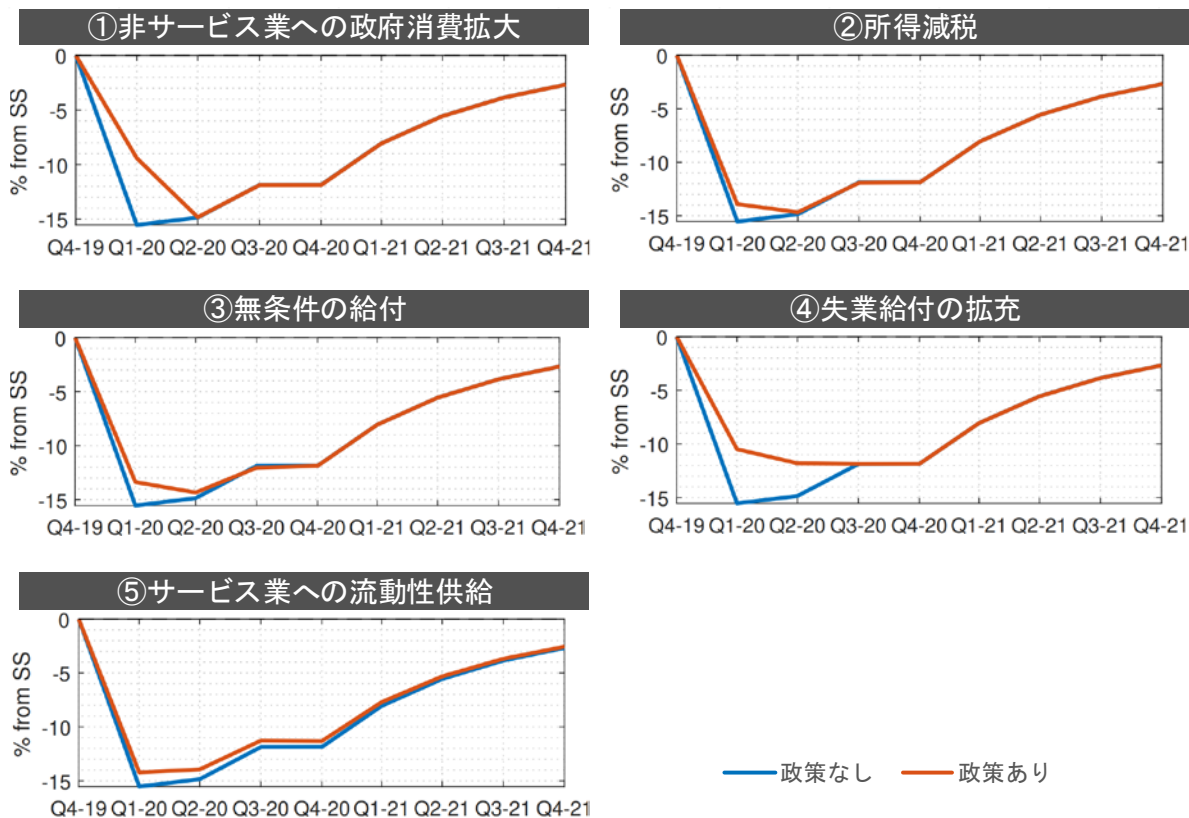
②所得減税と③無条件の給付は、ともに幅広い世帯の可処分所得を増加させるが、消費減少の抑制効果は③無条件の給付の方が大きい。ただしこれらの政策は、①政府消費の拡大ほど非サービス業の需要と雇用の減少緩和にはつながらない。

④失業給付の拡充は、収入を失った家計に焦点を当てた政策であるため、家計の消費減少の抑制効果が最も大きい。そのため、非サービス業の雇用減少率は小幅にとどまり、デフォルト率も大幅に低下することから、経済を下支えする効果が持続する。

最後に、⑤サービス業への流動性供給は、従業員の賃金支払いを支援する。そのため、他の政策とは異なり、サービス業の雇用維持に効果的である。企業倒産の抑制に資することから、効果が持続する。

同論文ではこうしたシミュレーション結果を踏まえ、家計所得と消費を安定させるための最も効果的なツールは、④失業給付の拡充と⑤サービス業への流動性供給であるとし、3月に成立した米国の新型コロナ対応策第3弾の CARES 法において、これらの政策が最も有効な政策だと評している。同論文は米国経済を対象とした分析であるため、日本など経済構造や就業慣行が異なる諸外国にそのまま適用することはできないが、有効な政策手段を検討する際の重要な示唆を与えている。

図表3：Faria-e-Castro (2020)における各種政策が実質 GDP に与える効果



(注) 縦軸は定常状態 (steady state) の経済からの乖離率 (%)。ここでの定常状態は、新型コロナが流行する前の米国経済をもとに調整されている。

(出所) Faria-e-Castro (2020)

3. 各国の財政・金融政策のまとめとその効果

前章では、新型コロナ感染拡大がもたらす経済的ショックに対して、金融政策と財政政策の有効性を経済学の観点から整理した。具体的な政策としては、金融緩和に加え、企業の資金繰り対策、休業を余儀なくされたセクターの労働者や失業者への所得補償が有効だという示唆が得られよう。本章では、この議論を踏まえ、各国政府・中央銀行が新型コロナ感染拡大に対してどのような対策を講じたのかを振り返る。

金融政策：低金利環境整備と資金繰り対策が柱

新型コロナ対策としての金融政策は、(1) 主要政策金利の引き下げ、(2) 国債等や社債や CP などの資産買い入れ、(3) 中央銀行が市中銀行に対して資金を供給するバックファイナンスの三つに大別できる（**図表 4**）。

(1) 政策金利の引き下げに関し、新型コロナ感染拡大を受け、いち早く動いたのは FRB であった。3 月 3 日に緊急利下げを実施し、3 月 15 日には 2 度目の利下げが行われた。他方、日本銀行（日銀）や ECB は政策金利が既にマイナス圏にあり、利下げは見送られた。

また、(2) 国債などの資産買い入れに関し、FRB は米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の保有残高を増加させる量的緩和策を再導入した。さらに、財務省とともに特別目的会社（SPV）を設立し、社債や預金金融機関等に対する中堅企業向けの貸出債権を買い入れる企業金融支援策（PMCCF、SMCCF、MSLP）を実施した。日銀は長短金利操作目標を維持するとともに国債買い入れの用途を撤廃したほか、ETF や社債、CP の買い入れ額を増額した。そして ECB は資産購入プログラム（APP）の拡大に加え、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を導入した。

(3) 市中銀行に対して資金を供給するバックファイナンスに関しては、FRB は債務者の属性に合わせ、幅広いプログラムを用意した。MMF から資産買い取りを行う金融機関に対する融資（MMLF）や大手の銀行や都市銀行などのプライマリー・ディーラー向けの融資（PDCF）、SPV を通した ABS（住宅ローン、クレジットカード債権などの資産を裏付けとした証券化商品）の発行体に対する融資（TALF）、政府が中小企業の給与支払いを肩代わりする、給与保証プログラム（PPP）に基づくローンを担保とする銀行向け融資（PPPLF）などがある。社債買い入れは主に大企業向けの支援となるが、TALF や PPPLF であれば間接的に中小企業や自営業者、家計への流動性支援が可能だ。また、日銀は、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションを導入した。これは、ゼロ%の金利での貸付や、利用残高に当たる当座預金に+0.1%の付利を行うなど、企業が低金利で資金調達を行いやすくなるというものである。そして ECB では、金融機関へマイナス金利で資金供給する流動性供給策（TLTROⅢ、PELTRO）が導入された。このように、各国中央銀行は金融機関等にバックファイナンスを供与することで、間接的に企業の資金繰りを支援してきた。

前章での議論になぞらえて、各政策を目的別に分類すると、(1) 政策金利の利下げは (2) 国債を中心とした資産買い入れに伴う各種金利の低下効果と併せて、低金利環境を整えることに、(2) のうち CP・社債の購入や (3) バックファイナンスは、主に企業（一部は家計も）への流動性供給支援に役立つと整理できよう。

図表 4：日米欧の金融政策

〈 日銀 〉		
低金利化	利下げ	資産買い入れ
	長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）政策の維持	国債、ETF、J-REIT
資金繰り支援	バックファイナンス	
	新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ	CP・社債等
〈 FRB 〉		
低金利化	利下げ	資産買い入れ
	FF金利誘導目標を 合計150bp引き下げ、0-0.25%に	国債、住宅ローン担保証券（MBS）
資金繰り支援	バックファイナンス	
	MMF流動性制度（MMLF） プライマリー・ディーラー信用制度（PDCF） ターム物ABS融資制度（TALF） 給与保証プログラム流動性制度（PPPLF）	CP（CPFF） 社債（PMCCF、SMCCF） メインストリート融資プログラム（MSLP）
〈 ECB 〉		
低金利化	利下げ	資産買い入れ
	主要政策金利は0%、 限界貸付ファシリティ金利は0.25%、 中銀預金金利は▲0.5%で据え置き	資産購入プログラム（APP） パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）
資金繰り支援	バックファイナンス	
	条件付き長期リファイナンスオペ （TLTROⅢ） パンデミック緊急長期リファイナンスオペ （PELTRO）	APPのうち、社債購入プログラム（CSPP） PEPPのうち、社債・CP購入

(出所) 各種資料より大和総研作成

財政政策：家計への給付と企業への雇用維持、資金繰り支援が中心

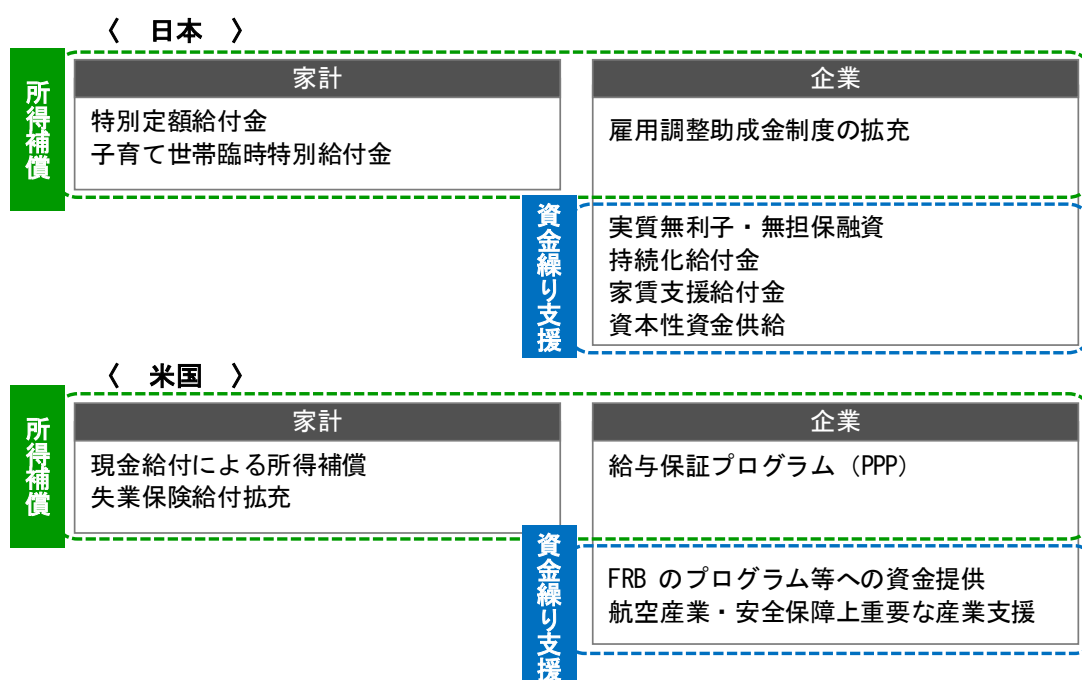
新型コロナ感染拡大を受け、各国政府は先例のない大規模な経済対策を打ち出した。施策の内容を見ると、主に家計と企業への支援の2つに大別できる（**図表5**）。

日米の財政政策を概観すると、家計への支援については、日本では全国民への一律10万円の特別定額給付金や子育て世帯向けの臨時特別給付金の支給などが行われている。米国でも、CARES法に基づき、大人1人当たり1,200ドルまで、子ども1人当たり500ドルが支給された。また、失業保険給付を7月末まで週当たり600ドル増額したほか、給付期間が13週延長された。

一方企業向けに関しては、日本では、雇用維持支援のために、事業主が労働者に休業手当等を支払う場合に、その一部を助成する雇用調整助成金制度が拡充され、助成率及び上限額の引き上げが行われた。また、企業の流動性支援としては、中小企業や個人事業主向けの実質無利子・無担保融資や最大200万円の持続化給付金などがある。米国では、雇用維持支援として、中小企業向けに、人件費の2.5カ月分（最大1,000万ドル）に相当する資金を、政府保証付きローンとして供与する給与保証プログラム（PPP）が開始された。なお、融資ではあるが、雇用を維持すればローン返済は免除されるという仕組みになっている。また、企業の流動性支援としては、先に見たFRBによる企業等支援のためのプログラム等に対する資金提供のほか、航空関連企業や国家安全保障を維持する上で重要な企業に対し、直接出融資が行われた。

前章の議論から、これらの政策のうち、家計向けの支援と企業の人件費負担の補助は労働者の所得補償、そのほかの企業向けの対策の多くは、資金繰り支援だと整理できよう。なお、家計向け支援に関しては、日米ともに必ずしも給与所得が減少した家計への支援ではない。日本での当初案は減収世帯への30万円の給付であったが、給付条件のわかりにくさや不公平感、迅速性の低さなどを理由に見直された。

図表5：日米の主な財政政策



（出所）各種資料より大和総研作成

4. まとめ：政策効果の息切れ、感染症対策による供給制約に注意

日米欧などの政府や中央銀行が異例の規模で実施した財政・金融政策は 2 章で見たような経済理論に概ね即したものであり、本稿執筆時点では供給ショックによる需要ショックの誘発をある程度抑える役割を果たしたといえよう。

米国では、ロックダウン措置が取られていた 4 月に失業率が現行統計開始（1948 年 1 月）以来最高となる 14.7% に急上昇した。日本では、失業率は小幅な上昇にとどまっているものの、4 月には緊急事態宣言の発出を受けて休業者が急増するなど、雇用環境は急激に悪化した。

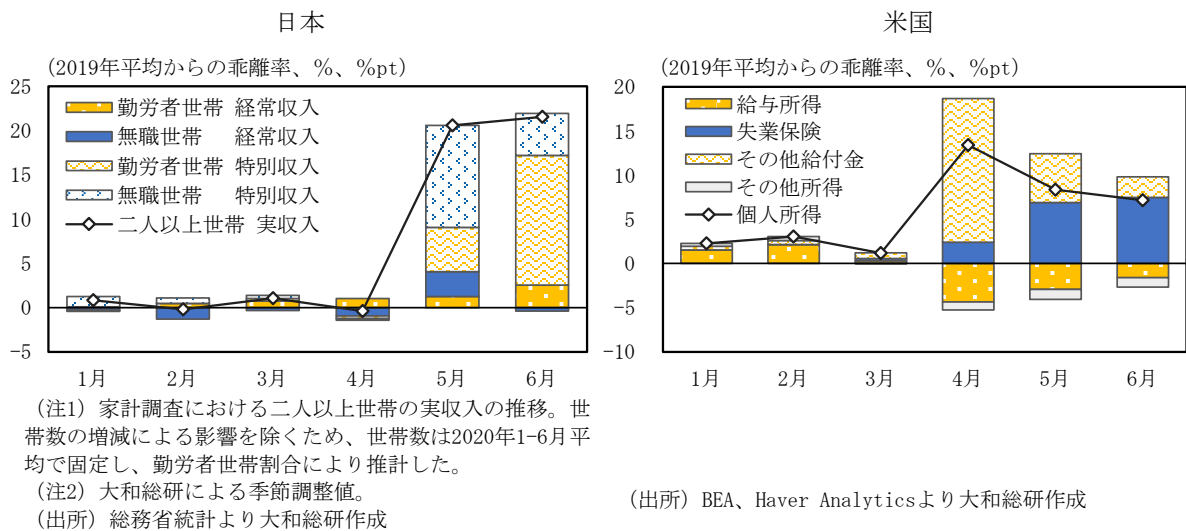
それにもかかわらず、日米ともに政策効果によって家計の可処分所得は増加した（**図表 6**）。日本では、勤労者世帯、無職世帯ともに「特別収入」が 5 月に増加しているが、これは先述した特別定額給付金の支給によるものだ。米国でも同様に、国民への現金給付を含む「その他給付金」のほか、失業給付額の上乗せにより「失業給付」も増加した。供給ショックの需要ショックへの波及が所得の減少を通じたものであったことに鑑みると、政府からの大規模な給付金により国民生活が下支えされたことは、理論的には需要ショックを和らげる効果があったといえよう。実際、日米ともに、感染拡大後のサービス消費支出は大幅に減少した一方で、新型コロナの影響が比較的小さい財消費支出の基調に変化は見られない（**図表 7**）。

しかしながら予断は許さない。ここで今後の需要ショックの誘発に関して三つの点に留意する必要がある。一つ目は、新型コロナ感染の再拡大と大規模な感染拡大防止策への懸念だ。多くの国では感染が再拡大しつつあり、一部地域で再ロックダウン措置を実施した国もある。日本においても、東京都や大阪府、愛知県などでは飲食店などに休業や営業時間の短縮が要請された。休業等による労働者の所得減を緩和するような対策が引き続き求められるだろう。

二つ目は、政策効果の息切れだ。先に見たように、日米の家計所得は給付金の支給により一時的に大きく押し上げられたが、この効果は一時的なものだ。さらに米国においては、7 月末で失業給付の増額措置が失効した。米議会では与野党が対立しており、失業給付の増額措置の延長や、追加の現金給付を含む関連法案の協議が難航している。追加の経済支援策の実施が遅れれば、所得環境は大幅に悪化することになるだろう。

三つ目は、感染症対策によって生じる供給制約だ。感染拡大が和らいだ後に、人々の消費意欲が回復しても、ソーシャルディスタンスを確保するために供給能力が十分に回復せず、供給が需要に追いつかない可能性がある。座席を間引くレストランや映画館などのほか、会議や取引がオンラインで行われることで生産性が下がる企業もあるかもしれない。供給制約により、幅広い業種の企業収益の回復が長期間にわたって妨げられると、収益率の低下で雇用や賃金水準の調整が促され、それが新たな需要ショックを引き起こすことも考えられる。企業の合理化・省力化投資や、労働者が成長分野に移りやすい流動的な雇用システムの構築、労働者の能力開発支援などを推し進める必要性がウィズ・コロナ時代に一層高まるだろう。

図表 6 : 日米の個人所得推移



図表 7 : 日米の個人消費支出推移

