

基礎研 レター

新型コロナウイルスと各国経済 双子の赤字と財政ファイナンス

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1—概要

新型コロナウイルスが世界で猛威をふるい、封じ込め政策を講じてきた結果、実体経済に大きな影響を及ぼしている。IMFは4月14日に、世界全体で2020年に▲3%の成長率となることを予想、さらに下方修正する可能性が高いことに言及している。

各国では封じ込め政策における行動制限とともに、各種の財政政策や金融政策を実施してきた。本稿では、各国中央銀行の金融政策、財政収支の状況を調査する。調査内容については、次節以降で詳細に確認していくが、要約すると以下の通りである。

【金融政策】

- ・先進国・新興国を問わず、金融政策は「①伝統的手段である流動性供給において金融仲介機能を維持させる工夫」や「②非伝統的手段の積極的な採用」がなされている。
 - ①は民間企業貸出を優遇するインセンティブ付の流動性供給が代表例である。
 - ②は量的緩和（国債等購入）および、質的緩和・信用緩和（社債等購入）が代表例である。
- ・これらは危機時の「金融システムの機能不全」を防止する手段として実施されている。
 - 金融システム機能不全防止のため、中央銀行は積極的に民間の信用リスクを引き受けている。
 - 中央銀行は、量的緩和で国の信用リスクを引き受けている、という面がある。

【各国の信用リスク（ソブリンリスク）】

- ・新興国を中心に信用リスクプレミアムが上昇している。

【双子の赤字】

- ・双子の赤字を抱える国は信用リスクプレミアムが大きい国の代表例である。

【長期戦に向けて】

- ・経済・政治基盤の弱い新興国や経常赤字国では、自国の財政出動と金融政策だけで危機を乗り切ることが難しい状況になることが考えられる。
- ・経済・政治基盤の強い国がリーダーシップを発揮し、これらの国を支援することが重要だろう。

2—各国¹の金融政策

新型コロナウイルス（COVID-19）の感染拡大とロックダウン（都市封鎖）等の行動制限（以下、コロナショック）によって、経済は大きな打撃を受けている。このような状況で、世界各国では、経済対策として、所得補償や雇用維持など家計・企業支援の財政出動および、資金繰り支援などの金融政策を実施している。

金融政策に関しては、多くの国で積極的な金融政策が実施されており、今回のコロナショック対応の特徴は以下のようにまとめられる（具体的な内容については、G20 主要国の金融政策を最終ページの図表6にまとめている）²。

①伝統的手段である流動性供給において金融仲介機能を維持させる工夫がされている

例) ターゲット型の資金供給（特定貸出へのインセンティブ付与）、適格担保の緩和

②非伝統的手段の積極的な採用がされている

例) 量的緩和（国債等購入）、質的緩和・信用緩和（社債等購入）

伝統的手段である流動性供給は、中央銀行が資金の貸し手となり、金融機関に資金を供給するところまでが基本的な役割であるが、今回の危機では、ECB（欧州中央銀行）のTLTROⅢ（貸出条件付長期資金供給オペ）に代表されるターゲット型の資金供給を実施し、金融機関から民間企業へ与信が行きわたる仕組みを設定している国も多い。これは、金融機関のリスク許容度が低下するショック時でも、供給した資金が金融機関で停滞せず、民間企業に伝播させる工夫と言える。中央銀行が最後の貸し手となるだけでなく、銀行の金融仲介機能を維持させ、民間企業へ資金を融通することに主眼がある。

信用緩和（質的緩和）はさらに抜本的な方法と言える。流動性供給が、あくまで信用リスク（つまり貸出先の破綻による損失）を民間の金融機関が負担するのに対して、信用緩和は社債等を中央銀行が買い上げ、中央銀行が企業の信用リスクを負担した上で資金を供給している³。この意味で、流動性を供給するだけでなく、企業に、直接的に信用を供給する政策となっている。

各国中央銀行は、コロナショックに直面して、中長期の「物価の安定」のための政策から、目下の信用収縮による金融システムの機能不全（金融仲介機能不全など）の防止に焦点をあてている。換言

¹ 高山武士（2020）「新型コロナウイルスと各国経済—金融市場の反応と各国経済へのインパクト」『ニッセイ基礎研レター』2020-04-10でMSCI ACWIの指数を構成する49カ国・地域について、金融市場の動向・各国の経済状況の調査をした。本稿でも特に断りがない限り、当該レポートの国・地域を対象とする。具体的な構成国・地域は後掲図表1の通りで、中国と記載した場合は中国本土を指し香港は除くこととする。また、香港等の地域も含めて「国」と記載する。

² 図表6には載せていないが、中央銀行等の金融規制当局が、バーゼルⅢにおけるカウンターシクリカル資本バッファ（countercyclical capital buffer:CCyB）といった自己資本規制の緩和を進めている国も多い。このほか、手形不渡り時の罰則緩和、融資返済の猶予、会計処理（引当金、時価評価等）の緩和を実施する国も見られる。また、中央銀行が協力して、新規の為替スワップ取極の締結や既存の枠の拡大等を実施して、外貨流動性不足に備えている。新興国では、個別に為替介入や為替取引規制なども実施している。

³ 究極的には納税者負担と言える。日本銀行のように資本性金融資産を購入している場合、抱えるリスクも大きいといえる。中央銀行が社債等を購入する信用緩和においても、発行市場での直接引き受けを避け、流通市場で購入するため、いったんは金融機関が信用リスクを負担した後、中央銀行に移転するという形をとるケースもある。また、中央銀行が過度にリスクを負担することがないよう、購入する社債には適格条件を付与しており、投資適格級でない購入対象としないケースが多い。もっともFRB（連邦準備理事会）のPMCCF（発行市場社債購入ファシリティ）・SMCCF（流通市場社債購入ファシリティ）に代表されるように、今回のコロナショックによる影響で、発行市場からの購入や、投資適格級から投機的格付けに格下げされた債券（いわゆる墮天使債（Fallen Angel））を購入対象とするケースもある。

すれば「金融危機への発展防止」に努めている⁴。

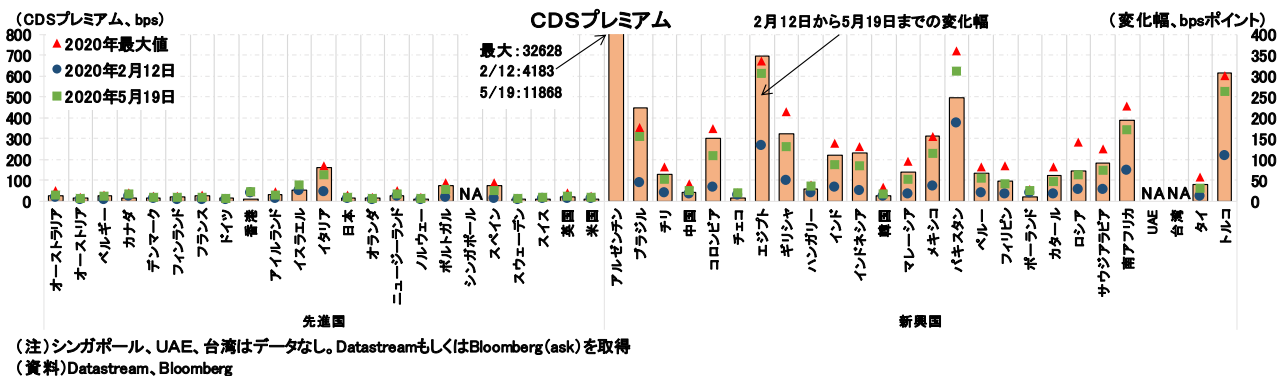
この点に関して補足すると、これまでも日本銀行やECBでは、非伝統的な金融政策が実施されていたものの、それは平時の使命である「物価の安定」を達成するための手段であった。一方、コロナショック後は、同じ非伝統的な金融政策を用いていても、足もとの「金融システムの機能不全を防止する」ための手段として、短期的成果に主眼を置いている点で異なっていると言える。

同じように、量的緩和（国債購入）の目的も、平時と危機時で変わっていると見られる。平時では、リスクフリー資産を買い上げて、金融機関に資金を供給したり長期金利を低めに誘導したりすることで通貨安などへ波及させ、最終的に中長期的に物価を安定させることを目的にしていた。一方、現在は、民間金融機関のリスク許容度が低下し、民間で負担が難しくなる国債の信用リスク（ソブリンリスク）を中央銀行が負担している面も強くなっていると言える。つまり、中央銀行が国債の信用リスクプレミアムの上昇を抑制し、政府が国債発行で資金調達をしやすいよう、市場環境を支援していると言える。

3—各国の信用リスク

実際、コロナショック後の各国の信用リスクはどのように変化しただろうか。これは、市場で観測されるCDSプレミアムから確認できる（図表1）。

（図表1）



図表1には、株価⁵が最高値を記録した2月12日、コロナショック後の最大値（信用リスクが最も高くなった水準）、および直近（5月19日）のCDSプレミアムを比較している。

この図からは、先進国ではイタリアを除きそこまで水準は高くないこと、および、新興国では高い国が多いことが分かる。時系列では、コロナショック後に急上昇し、直近は若干低下しているものの、いまだに高水準にあることがわかる。

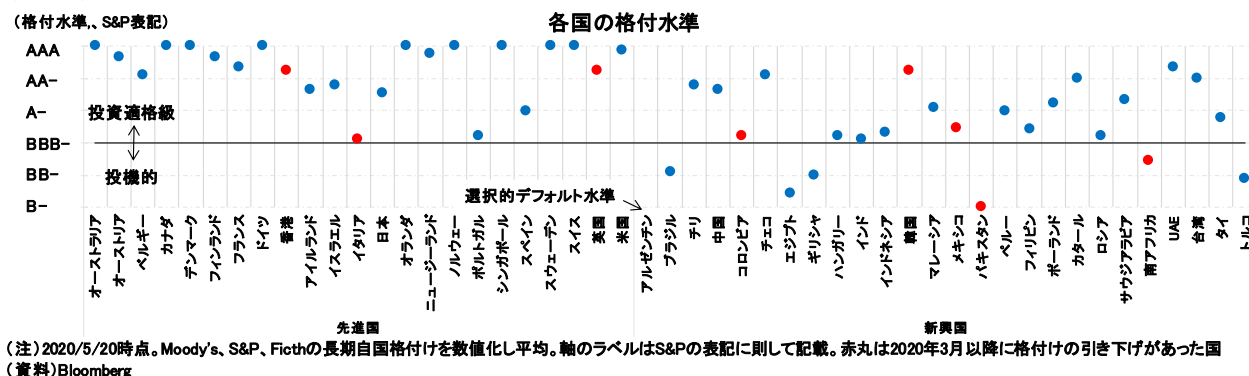
格付会社も各国の格付けを引き下げている（図表2 赤丸の国）。例えば、これまで南アフリカの格付けはムーディーズでは投資適格級だったが、コロナショックを受け、3月27日に投機的水準に引き下げられた。先進国でも3月27日にフィッチが英国の格付けを引き下げるなどの変更が見られる。新型コ

⁴ 実際には、金融危機が中長期的にみたときの物価の安定を脅かすため、金融危機防止が物価の安定に資するという考え方。

⁵ ここでは世界全体の株価としてMSCI ACWIのことを指している。

コロナ対策による財政赤字が膨らんだことが主因であり、今後の引き下げを示唆する報道も多い。イタリアなど、現在は投資適格級だが、投機的水準に落ちる可能性もある⁶。

(図表 2)



こうした、コロナショックと財政出動によって、各国の信用リスクに上昇圧力が生じている中での国債購入は、流動性供給という面だけでなく、政府赤字を民間部門で吸収できないために、中央銀行が引き受ける、いわゆる「財政ファイナンス」の意味合いが強くなっている。中央銀行が購入できる国債の総量に制約を設けたり、発行市場での購入をしないなど、一定の制限をかけることで「財政ファイナンス」とは一線を画す工夫があるものの、コロナショック後は、総量制約を外したり、インドネシアのように発行市場での国債購入に踏み切る国もあり、「財政ファイナンス」との境界線も揺れている。

コロナショックという特殊な環境下において、財政赤字の増加と金融機関のリスク許容度が低下した結果、「一時的」に市場が財政赤字を吸収できなくなっているのであれば、中央銀行が国債購入を積極的に行い、財政出動を支えることは必要なことである。この意味では、「禁じ手」とされている「財政ファイナンス」と同列に語ることはできない。ただし、こうした「禁じ手」に近い手段は、あくまで有事の「一時的」な支援であり、平時において市場で吸収できただろう規模を超えて、中央銀行が国債を買い支えることは金融政策としては行き過ぎと言える。危機の最中であっても、本来、市場で吸収できただろう規模を予想することは難しいことから、市場と慎重に対話しながら金融政策を実施していくことが求められる。

4—信用リスクが大きい国と双子の赤字

当然ながら、危機時であっても政治・経済が安定した国においては、財政の持続可能性を超える規模で財政出動しない限りは、信用リスクは増加しないだろう。むしろ安全資産志向から、民間金融機関の国債保有需要は高まるといえる(例えば、前述図表1の多くの先進国が該当する)。危機時に民間部門で財政赤字を吸収しにくくなるケースは、そもそも政治・経済が不安定で、財政の持続性に懸念が持たれやすい国である。

⁶ アルゼンチンは、4月以降、外貨建て国債の利払いを行っておらず、外貨建て(長期)の格付けはS&Pでは「SD(選択的デフォルト)」、ムーディーズで「Ca」、フィッチで「C」とされていたが、5月22日に利払い猶予期間が過ぎたため、デフォルトが確定した。なお、自国通貨建て(長期)の格付けはS&P「SD(選択的デフォルト)」、ムーディーズ「Ca」、フィッチ「RD(部分的デフォルト)」となっている

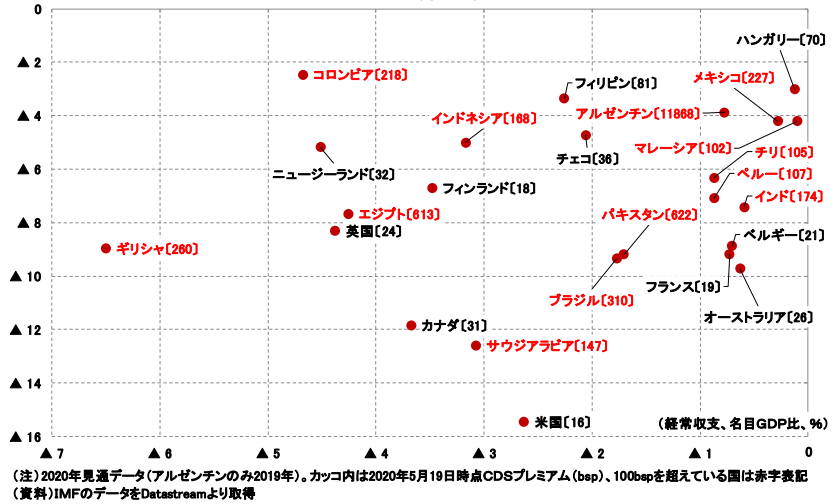
加えて、経常赤字の国では国内の資金需要を海外からの資本流入で補っているために、国内投資家が自国の国債を購入する場合に比べて、信用リスクを求められやすい。特に、政治・経済基盤が比較的脆弱な新興国で、これら財政赤字と経常赤字の双方を抱える場合、いわゆる「双子の赤字」を抱える場合は、海外からの投資家から信用リスクプレミアムを求められやすくなる代表例と言えるだろう。

実際、IMFの2020年の財政赤字・経常赤字の見通しから、双子の赤字を抱える国を確認すると、これらの国は足もとの信用リスク(CDSプレミアム)も高い傾向にある(図表3・4)。こうした国では、今後、「一時的」な中央銀行による国債購入が、本来市場で吸収できる量を超えていなかったかを試される展開になるだろう。

(図表3)

(財政収支、名目GDP比、%)

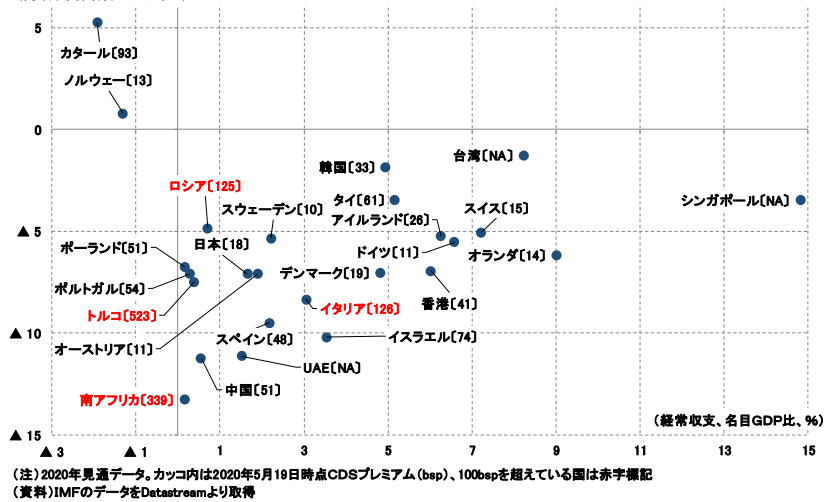
双子の赤字国



(図表4)

(財政収支、名目GDP比、%)

双子の赤字ではない国



5—コロナショックは「一時的」か

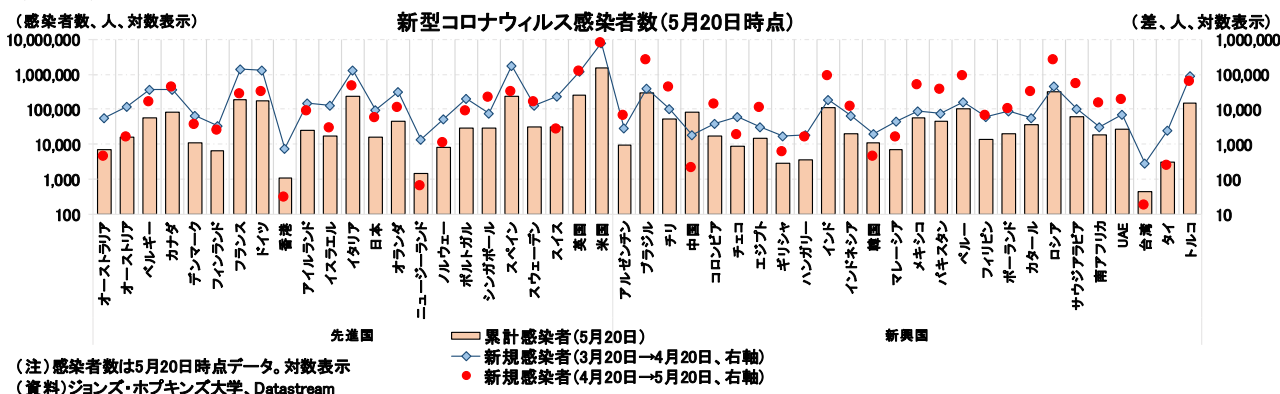
今回のコロナショックは「一時的」で終わらない可能性があるため、その政策運営は非常に難しい。行動制限等を課すのであれば、経済成長を妨げないように財政・金融政策の援助を講じるのは当然だが、長期間にわたって行動制限を課し、財政出動を続けることは非現実的でもある。

一方で、行動制限を緩和したからといって、新型コロナウイルスと上手く共存する(あるいは封じ込める)方法を確立できていないと、感染拡大に伴う医療崩壊など社会的損失を被りかねない。結果として、経済・政治が不安定になる可能性もある。行動制限等、ウィルスの封じ込めに重点を置くにしても、経済活動の維持に重点をおくにしても「一時的」なショックで終わらない可能性がある。とりわけ医療基盤が弱い新興国では、短期間で決着をつけることが困難となるだろう。

図表5には直近の新型コロナウイルス感染者数を載せている。先進国では、ここ1か月間の新規感染者(図表5の赤丸)が、2か月前から1か月間の新規感染者の増加(同青丸)を下回っている国が多く、収束に向かっていると見える。新興国では逆に最近1か月の感染者が増加しており、ブラジル、

ロシア、インドなどでは、特に拡大が目立つ。こうしたなか、長期戦を強いられる国も出てくると見られる。

(図表5)



経常赤字に関しては、コロナショックによる世界的需要の減速によって、一次産品の輸出依存度が高い国での影響が大きくなる可能性がある。各国の水際対策と消費者の自粛傾向によって、観光立国では、経常収支が落ち込む可能性も高い⁷。これらの国は、自国の感染が収束しても他国の経済状況の影響を受けてしまう。上記のような状況に鑑みるに、とりわけ新興国では、危機を乗り越えるためには、自国の財政出動と金融政策のポリシーミックスだけで危機を乗り切ることが難しい状況になることが考えられる。

こうした状況下では、IMFの最貧国に対する無償資金援助や、無利子融資等の経済支援に代表されるような国際機関の援助が重要になる。コロナショックでは比較的大きな新興国への支援も必要になってくる可能性がある。リーダーシップ不在と言われる中ではあるが、経済・政治基盤の強い国は自国がコロナショックから脱することだけでなく、国際協力を通じて、世界全体としてコロナショックが克服できるよう、取り組んでいく必要があるだろう。

⁷ 脚注1のレポートによると、新興国ではタイやギリシャ、先進国では香港、ポルトガル、シンガポール、ニュージーランドといった国が該当する。なお、ギリシャはIMF等の分類では先進国であるが、ここではMSCI ACWIの分類に従って新興国としている。同レポートでは、外貨準備高や対外証券債務についても調査している。新興国については、現在、流動性の高い対外債務を多く抱える国は見られないこと(資金流出による金融危機が発生しにくくなっていること)を確認した。一方で、本稿で調査したように双子の赤字が大きくなると想定されるなかで、海外投資家による資金流入を維持し、政府や国の赤字をファイナンスし続けられるかは、各国の経済・政治の状況に依存する部分も大きいと言える。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(図表 6)

主要国の新型コロナウイルス拡大後の金融政策一覧

	通貨	政策金利等	預金準備率等	流動性供給／信用供給 ターゲット付	拡充 (高頻度・長期化等)		量的緩和／信用緩和		外貨供給	USD				
					拡充 (担保拡充等)	国債等購入	社債等買入	6中銀		9中銀	EUR			
G7	日本銀行	JPY	—	—	新たな資金供給手段 (30兆円)	新型コロナウイルス 感染症対応 金融支援特別オペ	民間債務に拡大等 [左記特別オペ]	国債 (無制限増額)	CP・社債(増額、20兆円) ETF(増額、12兆円) J-REIT(増額、1800億円)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○			
G7	連邦準備銀行(FRB)	USD	1.50-1.75→0-0.25%	—	—	—	MMLF(MMF) PDCF(プライマリーディーラー) TALF(ABS) PPPLF(給与保証プログラム)	国債(無制限増額) MLF(州・地方政府)	MBS(無制限増額) PMCCF・SMCCF(社債) CPFF(OP) MSNLF・MSPLF・MSELF [中小企業向け債権]	6中銀間スワップライン締結 9中銀間スワップライン締結 FIMA Repo ファシリティ	○	○		
G7・20	欧州中央銀行(ECB)	EUR	—	—	TELTRO III LTRO	左記TELTRO IIIの緩和	格付緩和等	PSPP(国債)(増額、計1200億EUR) PEPP(国債)(7500億EUR導入)	CSPP(社債・CP)(増額) CBPP3(カバードボンド)(増額) ABSPP(ABS)(増額)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○		○	
G20	(ESCB) デンマーク国立銀行	DKK (EURヘッジ)	▲0.75→▲0.6%	—	—	拡大貸出ファンジリティ	—	—	—	9中銀スワップライン(300億) EUR(120億→240億)	○		○	
G20	(ESCB) スウェーデン国立銀行 (リクスバンク)	SEK	0.75→0.20% [常設貸出ファシリティー金利]	—	—	低金利貸付制 [5000億DKK]	3M無制限レポ	カバードボンド追加等	国債・地方債 (合計3000億SEK)	MBS・カバードボンド・社債・CP (合計3000億SEK)	9中銀スワップライン(600億)	○		
G20	(ESCB) チェコ国立銀行	CZK	2.25→0.25%[政策金利] 3.25→1.00%[ロンバート金利] 1.25→0.05%[割引金利]	—	—	—	高頻度化	—	—	—	—	—	—	
G20	(ESCB) ハンガリー国立銀行	HUF	0.80→1.85%[O/N担保貸付] 0.90→1.85%[1W担保貸付]	罰則停止(免除)	FGS Go導入 [中小企業向け]	最大5年物導入(無制限)	—	社債追加等	国債(枠言及なし)	MBS BFGS(社債)(拡大)	為替スワップの長期化・高頻度化	—	—	
G20	(ESCB) ポーランド国立銀行	PLN	1.5→0.5%	3.5→0.5% 付利引き上げ	—	非金融機関向け導入	—	—	国債・政府保証債(無制限)	—	—	—	—	
G20	オーストラリア準備銀行	AUD	0.75→0.25%	—	TFF[中小企業向け] (900億AUD)	高頻度化・長期化等	格付緩和	短期国債(3年物0.25%目標) (枠言及なし)	—	—	9中銀スワップライン(600億)	○		
G7	カナダ銀行	CAD	1.75→0.25%	—	—	長期化 STLF・CTRF[常設]等	追加等	GBPP(国債) (最低50億CAD/週、枠言及なし) PMPP(地方短期証券) (発行額の40%目途) PBPP(地方債)(500億CAD)	BAPF(銀行手形)(売買規模25%/15%) CMBP(MBS)(週5億CAD目途) CPPP[CP](過去1年発行の1.25倍) CBPP(社債)(100億CAD)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○			
G7	イングランド銀行	GBP	0.75→0.10%	—	TFSME[中小企業向け]	—	CCFF[非金融機関融資] CTRF[常設]	左記に含む	国債(増額、計2000億GBP) 当座貸越助定の利用延期	社債(増額)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○		
G20	アルゼンチン中央銀行	ARS	40→38%	削減 (融資基準を満たす銀行)	導入(中小企業向け) (LELIQ(中銀債)保有上限設定) 左記準備率優遇	—	—	—	—	—	—	—	—	
G20	ブラジル中央銀行	BRL	4.25→3.00%	31→17% 罰則軽減	—	長期化 金融機関債買戻し上限緩和	—	社債追加等	—	—	9中銀スワップライン(600億) 外貨調達レポ	○		
G20	中国人民銀行	CNY	4.15→3.85%[政策金利] 2.5→2.2%[7D/14日スレホ] 2.65→2.55%[14D/1ヶ月スレホ] 3.25→3.15%[1Y中期貸出ファシリティー] 0.72→0.35%[超過準備金利]	0.5-1.0%ポイント優遇 (融資基準を満たす銀行)	感染症対策企業向け (再貸出、3000億元) 企業再開向け (再貸出、5000億元) 左記準備率優遇	—	規模拡大	—	—	—	—	—	—	
	香港金融管理局	HKD (加シソーポード)	2.00→0.86%	—	—	—	—	—	—	—	FIMA Repo ファシリティー活用	—	—	
G20	インド準備銀行	INR	5.15→4.0%[政策金利、レポ金利] 4.90→3.35%[1ヶ月スレホ金利] 5.40→4.25%[MSF金利]	4.0→3.0% 日次高条件緩和	—	長期化 金融機関債買戻し上限緩和	—	—	—	—	—	—	—	
G20	インドネシア中央銀行	IDR	5.0→4.5%[政策金利] 4.25→3.75%[預金ファシリティー] 5.75→5.25%[貸出ファシリティー]	5.0→3.0% (適格銀行) 日次高条件の緩和	—	長期化・高頻度化	—	—	買入実施 発行市場も含む (法律代行政令の公布)	—	為替スワップの高頻度化 韓国銀行との通貨スワップ締結 外貨準備率引き下げ	—	—	
G20	韓国銀行	KRW	1.25→0.75%	—	中小企業向け	金額無制限化 参加資格拡大	金融機関債 政府機関債 社債(OBBLF)追加等	買入実施 (枠の言及なし)	政府機関債 MBS (ファンドで買入)	9中銀スワップライン(600億)	○			
G20	メキシコ銀行	MXN	7.0→5.5%	規制預金削減 (3200億MXN→2700億MXN)	中小企業向け	金利引き下げ 長期化	格付緩和 社債追加等	—	—	—	9中銀スワップライン(600億)	○		
G20	ロシア中央銀行	RUB	6.0→5.5%	—	拡大 (既存1700億+5000億RUB)	長期化	—	—	—	—	為替スワップ取引の上限引き上げ	—	—	
G20	サウジアラビア通貨行	SAR (USDヘッジ)	2.25→1.0%[レポ] 1.75→0.5%[1ヶ月スレホ]	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
G20	南アフリカ準備銀行	ZAR	6.25→3.75%	—	—	高頻度化・長期化 常設ファシリティー枠拡大	—	—	国債購入 (枠言及なし)	—	—	—	—	
G20	トルコ中央銀行	TRY	10.75→8.25%	—	中小企業向け (外貨準備金優遇) 企業向け (流動性優遇)	無制限供給 長期化	ABS・MBS追加等	—	国債購入 (加速、拡大)	—	USD-EUR-金のスワップ強化 外貨準備率引き下げ	—	—	

(注) 中国とインドネシアは2月以降、他国・地域は主に3月以降の金融政策を記載、各カテゴリーに沿って5月22日時点での主な政策と考えられる項目を記載(カテゴリー分けは筆者の見解にもとづく)。
(資料) 各国中銀、報道資料等より筆者記載