

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

「コロナ・ショック」後の財政について

【要旨】

- ◇ 新型コロナウイルス感染拡大に端を発した景気悪化に対処するため、議会は3月以降複数の経済対策法案を成立させてきた。それらは合計で3兆ドル、名目GDP比で14%程度と大規模なものである。高水準の失業率が当面続くと予想されるなかでは、追加の経済対策が合意・実施される可能性も十分にあるだろう。
- ◇ こうした大規模な経済対策は、「コロナ・ショック」前からそもそも悪化していた米国の財政を一段と悪化させる要因になる。議会予算局は4月24日、成立した一連の経済対策法事も考慮した暫定的な経済・財政見通しを公表しているが、公的債務残高は名目GDP比で2020会計年度末が101%、2021会計年度末が108%とされ（2019会計年度末の実績：79%）、これまでで最も高かった水準（第二次世界大戦時：106%）に肩を並べることになる。
- ◇ このような財政状況を受けた今後については、幾つかのシナリオが考えられよう。大まかに場合分けすると、①「当面大きな問題は生じず、公的債務残高の高水準の状態が続く」、②「財政悪化に対する問題意識が議会（乃至有権者）において高まり、抜本的な財政再建計画が策定・実施される」、③「財政悪化を背景に（長期）金利が大幅に上昇し、財政再建を余儀なくされる」、④「拡張的財政・金融政策が通貨の信認低下（乃至基軸通貨ドルの信認低下）等を通じてインフレを引き起こす」等である。
- ◇ シナリオ①「当面大きな問題は生じず、公的債務残高の高水準の状態が続く」の蓋然性が高そうではあるが、「コロナ・ショック」で実際に財政がどこまで悪化するかは依然流動的であるため、まずはその点を確認していく必要がある。なお、シナリオ①でも、世代間の公平性や将来の増税が予想されることで家計・企業が消費や投資に消極的になり（リカードの中立命題）、政策効果を相殺するばかりか経済が構造的に活力を失うリスクもある等の伝統的な批判がありうる一方、「自国通貨建て政府債務はデフォルトせず、財政政策は財政赤字や債務残高等を気にせず景気安定化に専念すべき」とする現代貨幣理論（MMT）のような立場もあり、「コロナ・ショック」を踏まえた後の財政理論の展開にも留意すべきである。

議会は大規模な経済対策法案を成立させてきたが、更なる経済対策も検討している

新型コロナウイルス感染拡大に端を発した景気悪化に対処するため、議会は 3 月以降複数の経済対策法案を成立させてきた（第 1 表）。それらは合計で 3 兆ドル、名目 GDP 比で 14%程度と大規模なものである。

更なる経済対策も検討されており、民主党が多数を占める下院は 5 月 15 日、州地方政府の支援や医療従事者の支援を盛り込んだ 3 兆ドル規模の経済対策法案（HEROES Act）を可決した。但し、トランプ政権と共和党が多数を占める上院は当法案の内容に反対しており、今後対案を示すようである。

何れにしても未曾有の景気悪化に到り高水準の失業率が当面続くと予想されるなかでは、追加の経済対策が合意・実施される可能性は十分にあるだろう。なお、6 月 16 日には、バーナンキ元 FRB 議長、イエレン前 FRB 議長をはじめ 120 人以上のエコノミスト等の署名の入った追加の経済対策を求める書簡が、議会指導部へ送付されている。

第1表:新型コロナウイルス感染拡大を受けた経済政策の動向

3月6日	新型コロナウイルス感染拡大への対処で第1弾となる法案が成立 ワクチン開発等を含む医療面の対策支援
3月18日	新型コロナウイルス感染拡大への対処で第2弾となる法案が成立 新型コロナウイルスの検査の無償化、有給休暇の拡充、食料支援の強化等
3月27日	新型コロナウイルス感染拡大への対処で第3弾となる法案(Cares Act)が成立 失業保険給付の強化、家計への給付、給与保護プログラム(PPP)、企業向け減税措置等
4月24日	給与保護プログラムの予算拡充等を含む法案が成立
5月15日	下院、3兆ドル規模の追加対策法案(HEROES Act)を可決 州地方政府支援、医療従事者への支援、追加減税措置等
6月5日	給与保護プログラムの要件を緩和する法案が成立

(資料)各種報道・資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

公的債務残高の名目 GDP 比は、第二次世界大戦時につけた過去最高水準に並ぶ見込み

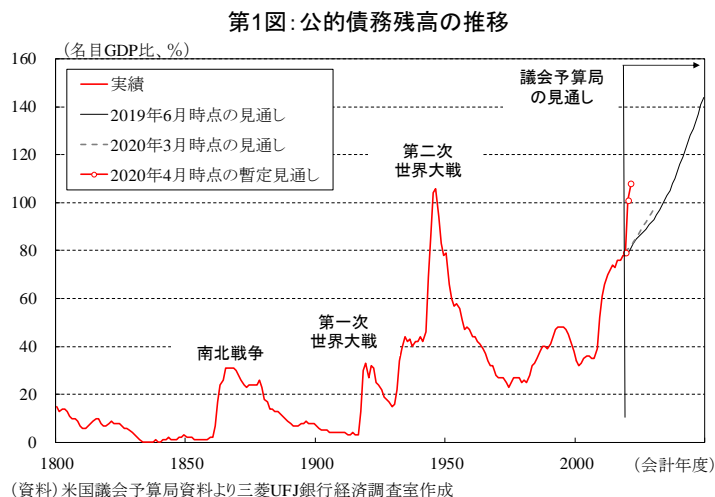
こうした大規模な経済対策は、「コロナ・ショック」前からそもそも悪化していた米国の財政を一段と悪化させる要因になる（景気低迷も財政を悪化させる）。議会予算局（CBO）は 4 月 24 日、成立した一連の経済対策法事も考慮した『暫定的な』経済・財政見通しを公表しているが^(注1)、財政赤字の見通しは現 2020 会計年度（2019 年 10 月～2020 年 9 月）に 3.7 兆ドル、2021 会計年度に 2.1 兆ドルとされた。「コロナ・ショック」影響考慮前の見通し（3 月 6 日時点）では両会計年度の財政赤字はともに 1 兆ドル程度だったため、赤字幅は大きく拡大している。また、財政赤字の名目 GDP 比は 2020 会計年度が 17.9%、2021 会計年度が 9.8%と予想されている（2019 会計年度の実績：4.6%）。

公的債務残高については名目 GDP 比で 2020 会計年度末が 101%、2021 会計年度末が 108%とされ（2019 会計年度末の実績：79%）、「コロナ・ショック」影響考慮前の見通し

(注1) この CBO の財政見通しは、4 月 24 日に成立した法案（給与保護プログラムの予算拡充等）までを考慮している。

に比べると 2020 会計年度末が+20%ポイント、2021 会計年度末が+26%ポイント上昇している（第1図）。公的債務残高対名目 GDP 比が米国で過去に最も高かったのは、第二次世界大戦時の 1940 年台半ばで 106%だが、「コロナ・ショック」で当時の水準と肩を並べることになる。

当時と現在を簡単に比較すると、第二次世界大戦前後の財政悪化は戦費調達や景気対策等の一時的な歳出増加による部分も大きかったほか、その後に経済の高成長が続きインフレの高進も生じたこと等から、公的債務残高対名目 GDP 比の上昇は一時的に止まって比較的速やかに低下したとも捉えられる。一方、足元の財政悪化には高齢化に伴う社会保障費増加等の構造要因も大きく影響しているほか、潜在成長率の低下を受けて過去の様な経済の高成長は見込めなそうであり、抜本的な財政再建策が実施されなければ公的債務残高対名目 GDP 比が（景気回復を受けて一旦低下することはあっても）基調として低下することは考えづらい。



このような財政状況を受けた今後については、幾つかのシナリオが考えられる

このような財政状況を受けた今後（どちらかと言えば「コロナ・ショック」後）については、幾つかのシナリオが考えられよう。大まかに場合分けすると、①「当面大きな問題は生じず、公的債務残高の高水準の状態が続く」、②「財政悪化に対する問題意識が議会（乃至有権者）において高まり、抜本的な財政再建計画が策定・実施される」、③「財政悪化を背景に（長期）金利が大幅に上昇し、財政再建を余儀なくされる」、④「拡張的な財政・金融政策が通貨の信認低下（乃至基軸通貨ドルの信認低下）等を通じてインフレを引き起こす」等である。

財政悪化に伴って実際に何らかの大きな問題が生じる前に痛みを伴う改革（抜本的な財政再建）が実施される可能性は低いように感じられる

「コロナ・ショック」で財政がどこまで悪化するかは依然流動的であるため上記シナリオの蓋然性を現時点で判断することは難しいが、一先ず各シナリオを簡単に検討しておきたい。

まず上記②について、議会では以前は共和党を中心に財政タカ派の議員が相応に存在したが、最近はそうした議員が少なくなっていることもあり、財政悪化に伴って実際に何らかの大きな問題が生じる前に痛みを伴う改革（抜本的な財政再建）が実施される可能性は低いように感じられる。

上記③についても、FRB が量的緩和策で国債を大量に購入しており、追加緩和策としてイールドカーブ・コントロール（長短金利の操作）等を検討している状況を踏まえると、財政悪化を背景に国債利回りが大きく上昇する可能性は当面は低そうである。

上記④を巡る議論は複雑だが、インフレが高進するか否かの観点だけで言えば、インフレ率は近年低めで推移し FRB が目標とする 2%の達成も容易でない状況のため、過去に比べて高進しづらい土壌とは言えそうである。

上記①「当面大きな問題は生じず、公的債務残高の高水準の状態が続く」の蓋然性が高そう

即ち、消去法として上記①「当面大きな問題は生じず、公的債務残高の高水準の状態が続く」の蓋然性が高そうではあるが、まずは「コロナ・ショック」で実際に財政がどの程度悪化するのかを確認していく必要がある。

なお、シナリオ①では短期的に経済を大きく下押しするような事象は生じないとしても、世代間の公平性の点では大きな問題であるほか、将来の増税が予想されることで家計・企業が消費や投資に消極的になり（リカードの中立命題）、政策効果を相殺するばかりか経済が構造的に活力を失うリスクがあるとする伝統的な批判がありうる一方、「自国通貨建て政府債務はデフォルトせず、財政政策は財政赤字や債務残高等を気にせず景気安定化に専念すべき」とする現代貨幣理論（MMT）のような立場もあり、「コロナ・ショック」を踏まえた後に世界の財政理論がどのように展開されていくのかにも留意すべきである。

(2020年6月19日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.