

3 財政金融面の動向

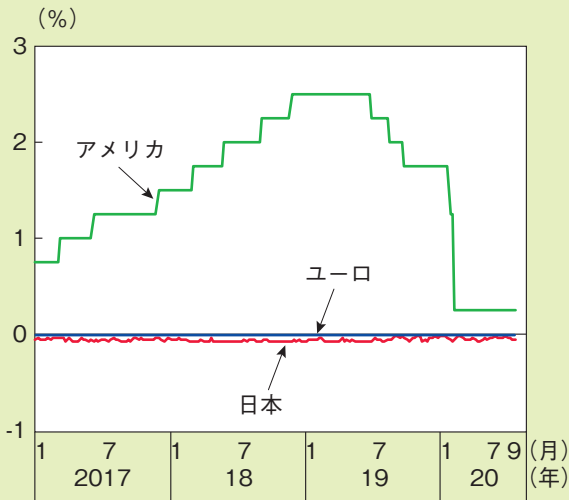
●主要地域の中央銀行は大規模な金融緩和を実施

感染症に伴う景気後退に対し、我が国のみならず、主要地域の中央銀行は、いずれも大規模な金融緩和を実施している（付表1-2）。政策金利はゼロ近傍へと引き下げられ、国債や社債等の資産購入枠を引き上げることで量的な緩和も実施している（第1-2-13図（1）、（2））。さらに、いずれの中央銀行でも、民間金融機関への流動性供給や資金繰り融資の支援を意図し

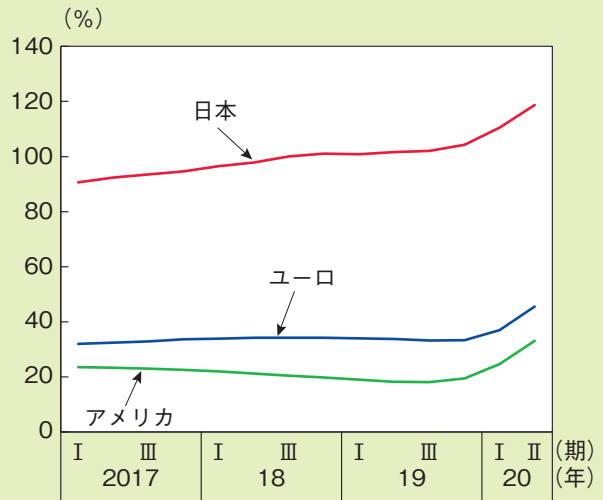
第1-2-13図 日米欧の政策金利とバランスシートの推移

我が国及び主要地域の中央銀行は大規模な金融緩和策を実施

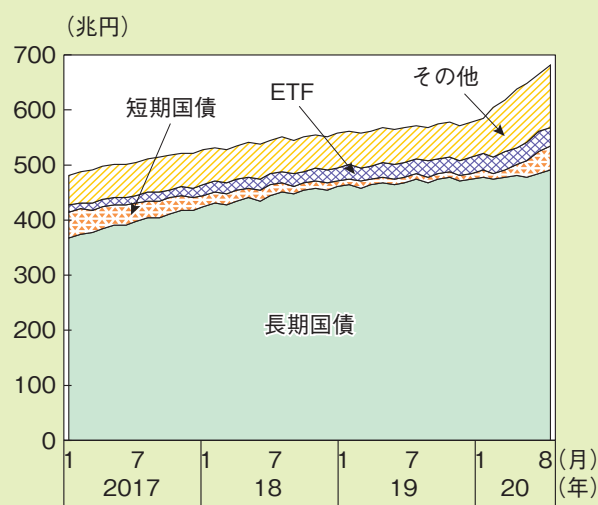
(1) 政策金利の推移



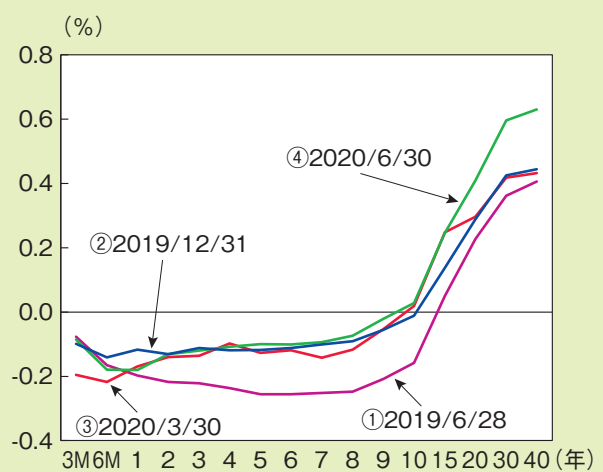
(2) バランスシート規模／名目 GDP



(3) 日本銀行のバランスシート



(4) イールドカーブの推移（日本）



(備考) 1. 日本銀行、Bloombergにより作成。
 2. (2) のバランスシート規模の値については、四半期末のデータを使用。
 3. 各国の政策金利は、無担保コールレート翌日物（日本）、FF金利（アメリカ）、市場介入金利（ユーロ）を使用。
 4. (4) の3Mは3か月、6Mは6か月。

た資金供給等を行っている。日本銀行のバランスシートをみると、最近「その他」に含まれる貸付金や短期国債、長期国債、ETFが増加している（第1-2-13図（3））。

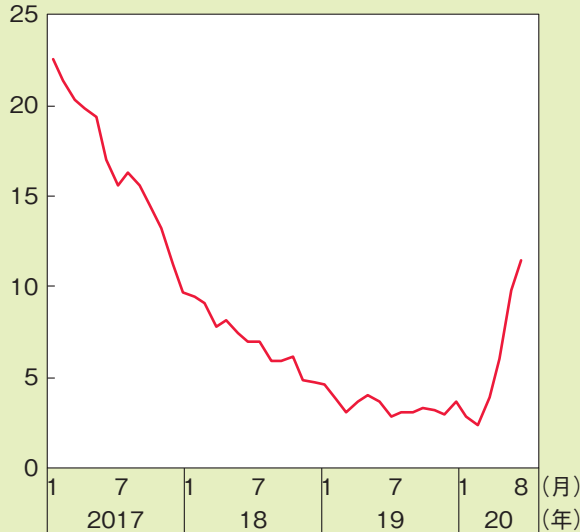
こうした結果、2019年後半以降、おおむね3%程度で推移していたマネタリーベースの前年比は12%へと上昇している（第1-2-14図（1））。日本銀行の緩和措置は、貨幣乗数が安定する下で、運転資金向け貸出の高い伸びを背景としたマネーストック（M2）の増加へとつながり、こちらも8%と高い伸びを示している（第1-2-14図（2））。

第1-2-14図 マネー指標の動向

マネタリーベースの増加は、安定した貨幣乗数の下、マネーストックの増加につながっている

(1) マネタリーベース

(前年比、%)



(2) マネーストック・貨幣乗数

(前年比、%)



(備考) 1. 日本銀行「マネタリーベース」、「マネーストック」、「資金循環統計」により作成。
2. (2)の貨幣乗数 = M2 / マネタリーベース。

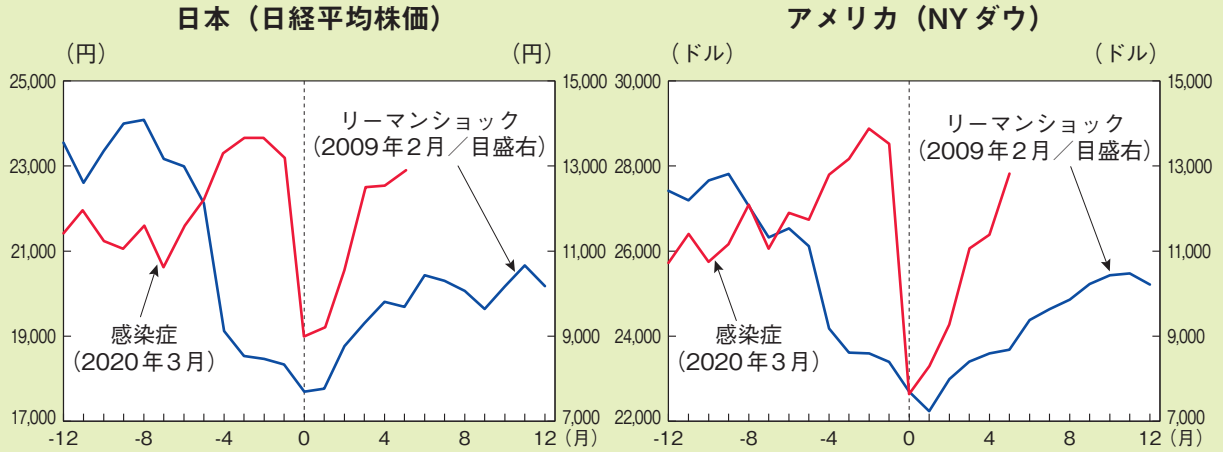
●リーマンショック時と異なり、民間企業の資金調達環境は緩和的

各国中央銀行の緩和措置もあり、金融資本市場は一時の急変を脱して安定している。株価や為替レート、長期金利について、今回の動き（2020年3月＝0期）をリーマンショック時（2009年2月＝0期）と比較して、その特徴を示そう。株価の変動は、我が国でもアメリカでも、今回の下落幅は大きいものの、リーマンショックの時と比べると、下落に要する時間も反発に要する時間も短い。また、今後の推移如何ではあるものの、リーマンショック時には、危機から1年過ぎても株価水準は戻っていない（第1-2-15図（1））。為替は、一時的な変動はありながらも、ドル円もユーロ円もおおむね横ばい圏内の動きを示している（第1-2-15図（2））。長期金利については、我が国ではおおむねゼロ近傍で安定的に推移している。他方、アメリカの長期金利は、リーマンショック時には3か月程度を過ぎたところから上昇し、危機前の水準へと戻ったものの、今回は低下したまま推移している（第1-2-15図（3））。

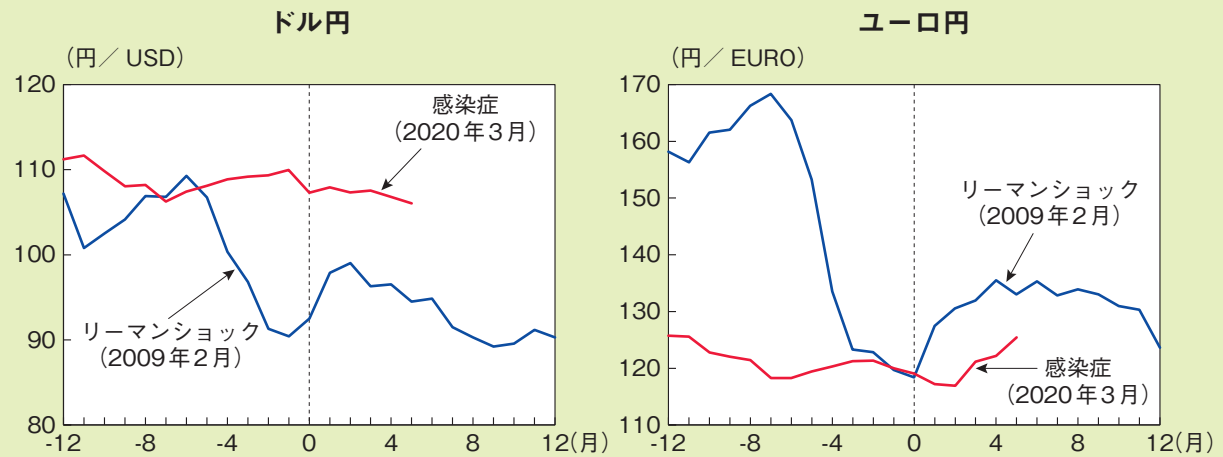
第1-2-15図 マーケットの動向

リーマンショック時と比べると、株価の戻りは早く為替は安定的

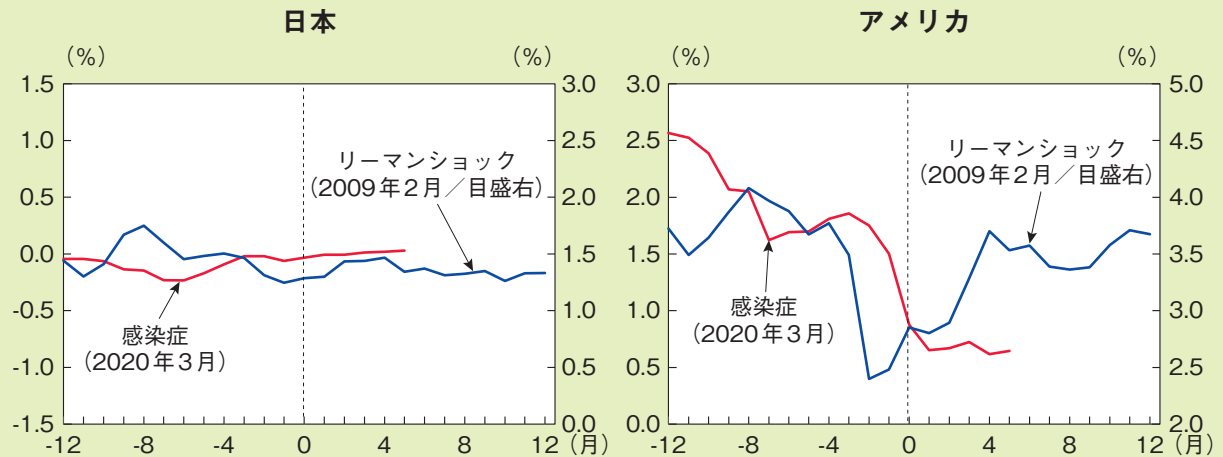
(1) 株価



(2) 為替



(3) 長期金利



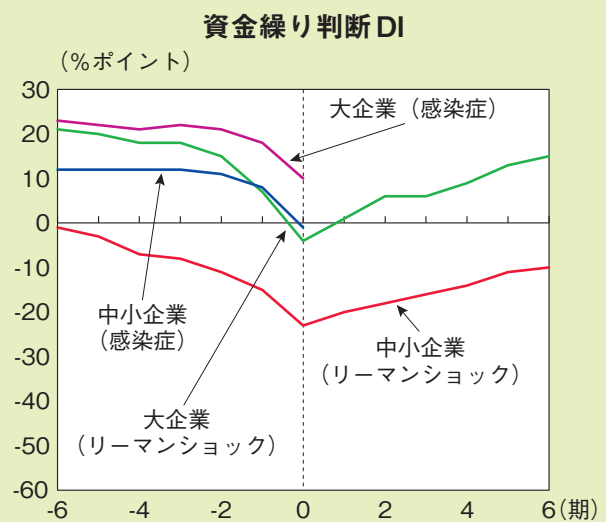
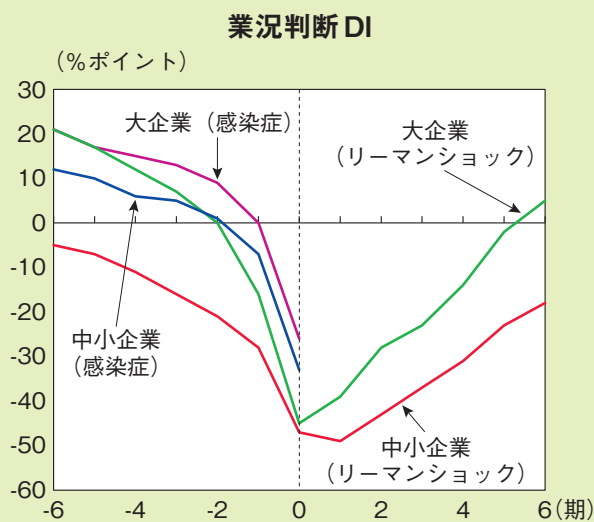
(備考) 1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 各値は月中平均。

こうした緩和策が講じられている下での民間企業の資金繰り動向を企業規模別にみると、いずれも業況判断の悪化に比べると、資金繰り判断の低下は抑制されていることがうかがえる（第1-2-16図（1））。また、借り手企業がみた金融機関の貸出態度は、大企業で若干厳しさが増しているという回答割合が増えたものの、中小企業においては、リーマンショック時とは異なり、金融機関の貸出態度は緩和しているとの回答割合が増えるという動きが生じている（第1-2-16図（2））。こうした背景には、金融機関の貸出運営スタンスの積極化がある。通常であれば、金融機関は危機に際して貸出運営スタンスを厳格化するが、今回は急激に積極化している。

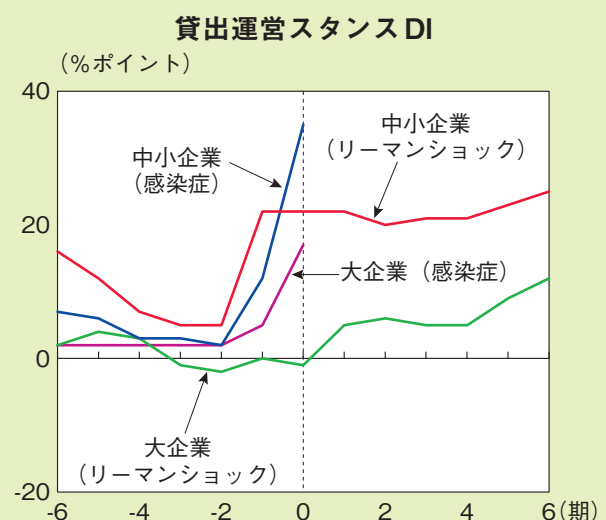
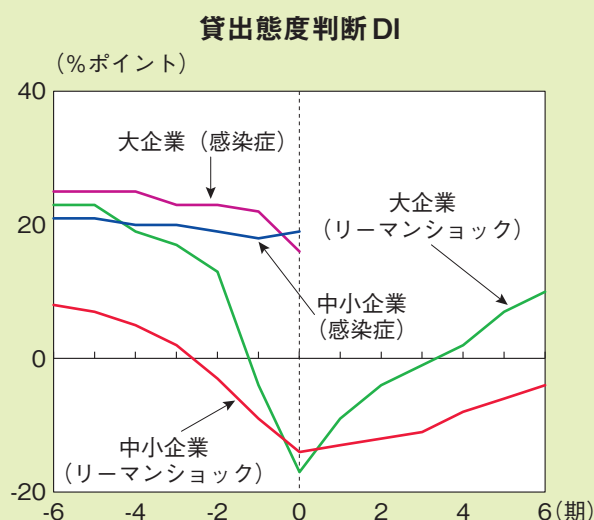
第1-2-16図 業況判断・資金繰り判断・貸出態度判断DIの関係

業況判断の悪化に比べ資金繰り判断の低下は抑制的、金融機関の貸出運営スタンスは積極化

(1) 業況判断・資金繰り判断DI

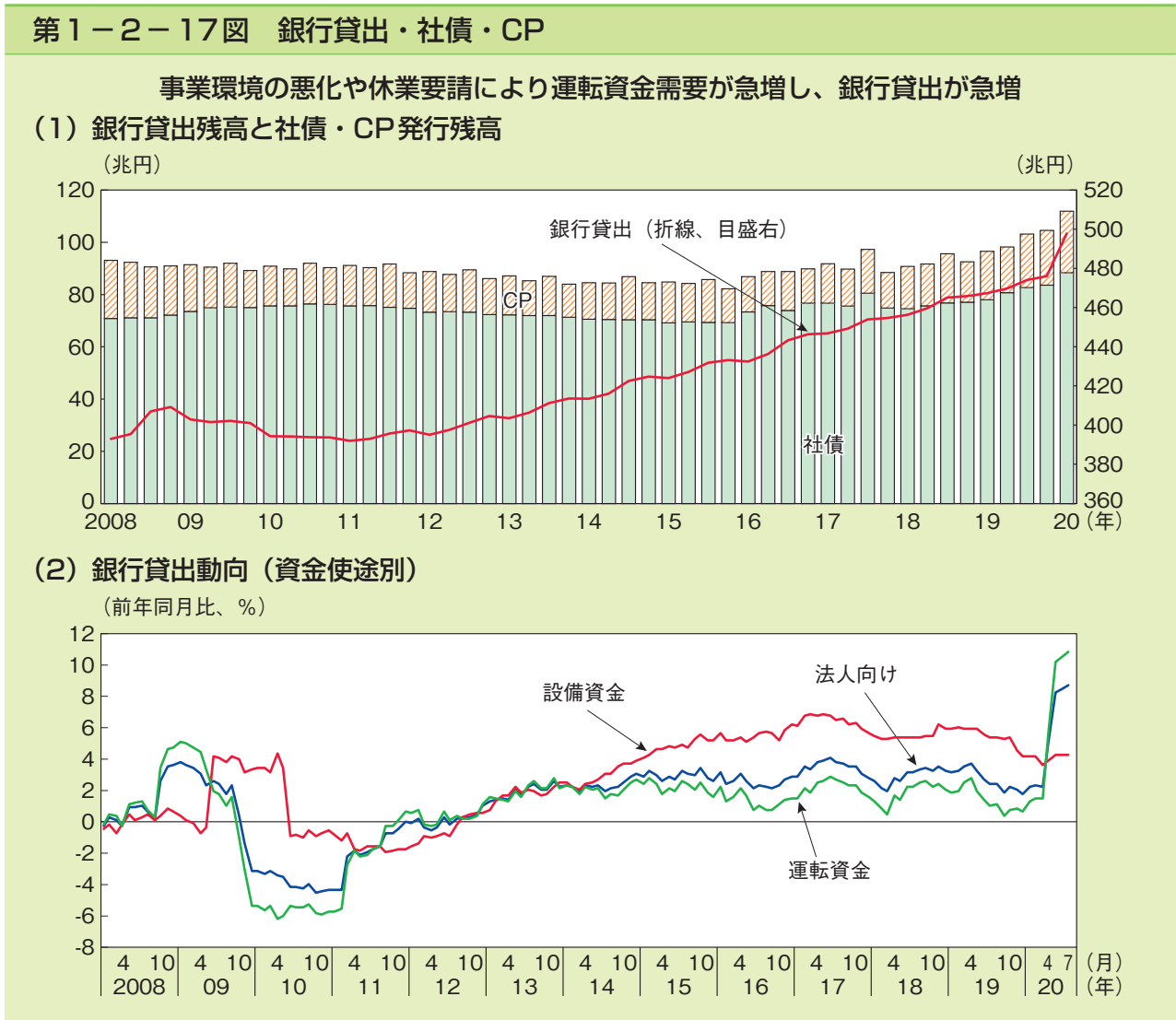


(2) 貸出態度判断・貸出運営スタンスDI

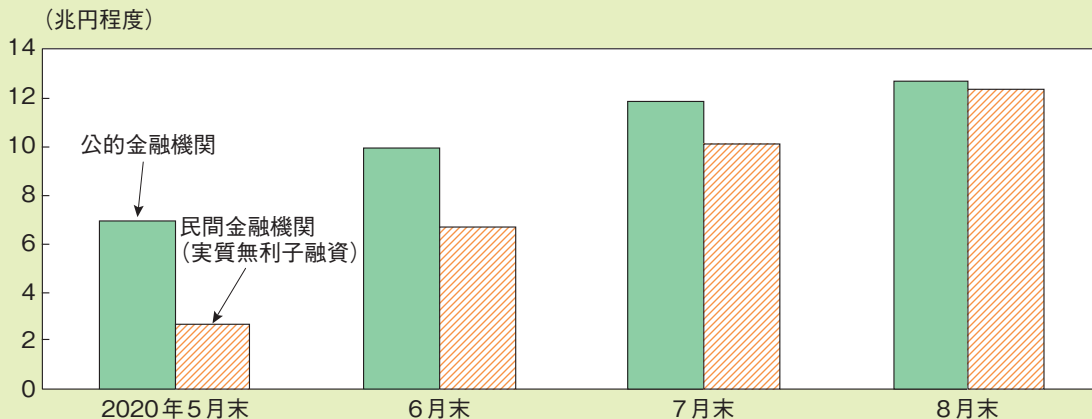


- (備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、「主要銀行貸出動向アンケート調査」により作成。
 2. 横軸は、「感染症」=2020年第I四半期、「リーマンショック」=2009年第II四半期を基準値とする。
 3. 業況判断DI=「良い」とみる企業の割合(%) - 「悪い」とみる企業の割合(%)
 4. 資金繰り判断DI=「楽である」とみる企業の割合(%) - 「苦しい」とみる企業の割合(%)
 5. 貸出態度判断DI=「緩い」とみる企業の割合(%) - 「厳しい」とみる企業の割合(%)
 6. 貸出運営スタンスDI=(「積極化」とした金融機関の割合(%) + 0.5 × 「やや積極化」とした金融機関の割合

金融機関の貸出運営スタンスの積極化は、融資等の動きからも観察される。2020年に入り、銀行貸出残高は社債やCPといった市場からの資金調達増加に比べても急激に増加しており、その用途は専ら運転資金となっている（第1-2-17図（1）、（2））。事業環境の悪化や休業要請により、売上げによるキャッシュインが無くなったため、資金需要が急速に高まったことに呼応した動きとなっているが、こうしたことが可能となった要因は、感染症対策として実施されている資金繰り支援（実質無利子・無担保融資）である（第1-2-17図（3））。公的金融機関による融資残高も増加しているが、民間金融機関による資金繰り支援は、5月末の2.7兆円程度から8月末には12.4兆円程度と急増している。こうした動きが、企業側がみる金融機関の貸出態度や金融機関側の貸出運営スタンス、さらには実際の融資増加に現れている。



(3) 公的金融機関等の資金繰り支援額（累積）



- (備考) 1. (1) は、日本銀行「貸出・預金動向」、証券保管振替機構により作成。社債は、普通社債及び資産担保型社債の合計。実質金額ベース（既償還分を差し引いたもの）。銀行貸出は、銀行計（都銀、地銀、地銀Ⅱの合計）の総貸出平残。
 2. (2) は、日本銀行「現金・預金・貸出金」により作成。「運転資金」は、法人向け貸出金から「設備資金」を差し引いたもの。
 3. (3) は、中小企業庁、財務省提供データにより作成。「公的金融機関」は、日本政策金融公庫（中小企業事業、国民生活事業、農林水産事業）及び商工中金。

●機動的な財政出動で経済を下支え、早期の成長軌道への回復が財政の持続性確保にも重要

感染症への対応策は金融支援だけでなく、家計や企業への直接的な資金移転（給付金）や公共投資といった需要喚起を伴う政府支出も含まれている（第1-2-18図）。特に、給付金は、家計や企業の支出増へと転じることで需要創出効果を発揮することが期待される。財政負担を伴う支出の増加は、先々の負担増になるものの、民間主体の対応余地を大きく超えた経済ショックによって将来の成長基盤を失いかねない危機に際しては、積極的な公的支援を行うことで、政府が保険機能を発揮することが求められる。

では、今回の積極的な財政運営によって政府債務はどうなるのだろうか。内閣府の中長期の経済財政に関する試算では先々の経済と財政の姿が描かれているが、ここでは過去の実績値と2020年7月の試算値を利用して、債務残高対GDP比が変化する要因について確認する。なお、ここでの債務残高とは、国民経済計算上の中央及び地方政府が保有するグロスの債務残高³²であり、政府や社会保障基金が保有する資産は含めていない。

債務残高対GDP比の前年差について、定義関係を利用すると、基礎的財政収支要因、利払費要因、GDPデフレーター（物価）要因、そして実質GDP成長率要因に分解できる。2020年度の債務残高対GDP比の前年差は23.2%ポイントの増加となっているが、このうち、基礎的財政収支要因によって12.8%ポイント、実質経済成長率要因によって9.9%ポイントが説明される（第1-2-19図）。また、物価要因は-0.9%と債務残高対GDP比を引き下げる要因となっている。これまでも、基礎的財政収支の赤字は債務残高が増加する主要因であり、そのコントロールは、引き続き、政策目標として重要である。しかし同時に、基礎的財政収支は歳入と歳出の差であり、歳入は名目経済成長率によっておおむね規定され、歳出は総需要の一部を

注 (32) 「中長期の経済財政に関する試算」における公債等残高とは定義が異なる。

構成して名目経済成長率を規定する要素である。基礎的財政収支要因の悪化拡大は、現下の危機対応による歳出増によって大きくなっている面もあり、これは早晩低下すると考えられるが、その際、直接的な給付から民需を引き出すワイズスペンディングと呼べる支出へと切り替えていくことが重要であり、規制改革等を合わせて講じていくことが求められる。また、歳入減は経済活動全般の低迷によって生じており、欠損金が翌期以降に繰り越されること等によって課税ベースが縮小すれば、回復には時間を要するかもしれない。したがって、デフレ状況に戻さないこと、自律的な成長経路への回帰を急ぐことは、財政健全化を図る前提である。



第1-2-18図 経済対策・補正予算の概要

民間への直接的な資金移転や公共投資など、積極的な財政出動により需要を喚起

(1) 一般会計補正予算の内容・規模

| | 内容 | 追加歳出額 |
|--|--|--------|
| 令和元年度 補正予算 (第1号) (2020年 1月30日 成立) | 1. 災害からの復旧・復興と安全・安心の確保 2. 経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援 3. 未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上 4. その他の経費 5. 既定経費の減額 6. 地方交付税交付金 | 3.2兆円 |
| 令和2年度 補正予算 (第1号) (2020年 4月30日 成立) | 1. 新型コロナウイルス感染症緊急経済対策関係経費 (1) 感染拡大防止策と医療提供体制の整備及び治療薬の開発 (2) 雇用の維持と事業の継続 (3) 次の段階としての官民を挙げた経済活動の回復 (4) 強靱な経済構造の構築 (5) 新型コロナウイルス感染症対策予備費 2. 国債整理基金特別会計へ繰入 | 25.7兆円 |
| 令和2年度 補正予算 (第2号) (2020年 6月12日 成立) | 1. 新型コロナウイルス感染症対策関係経費 (1) 雇用調整助成金の拡充等 (2) 資金繰り対応の強化 (3) 家賃支援給付金の創設 (4) 医療提供体制等の強化 (5) その他の支援 (6) 新型コロナウイルス感染症対策予備費 2. 国債整理基金特別会計へ繰入(利払費等) 3. 既定経費の減額(議員歳費) | 31.9兆円 |

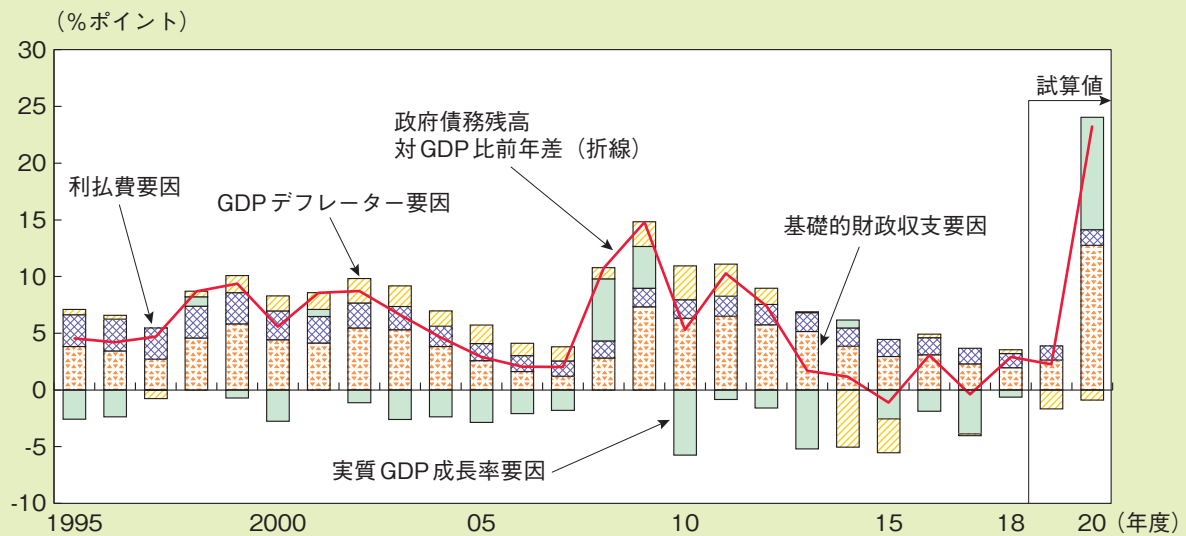
(2) 補正予算に係る主な政府支出の内容・規模

| 民間への主な給付金・助成金等 | | (兆円) | |
|----------------------|------|--|--|
| 特別定額給付金 | 12.9 |  家計や企業への直接的な資金移転 | |
| 雇用調整助成金の拡充 | 1.6 | | |
| 持続化給付金 | 5.2 | | |
| 家賃支援給付金 | 2.0 | | |
| 緊急小口資金等の特例貸付 | 0.7 | | |
| 休業支援金 | 0.5 | | |
| Go To キャンペーン | 1.7 | | |
| 公共投資(公共事業関係費+その他施設費) | 2.3 |  公的固定資本形成 | |

(備考) 1. 内閣府、財務省資料により作成。
2. (2)の雇用調整助成金及び休業支援金は労働保険特別会計による措置分を含む。また、持続化給付金及び緊急小口資金等の特例貸付は令和2年度予備費使用分(2020年8月7日閣議決定及び同年9月15日閣議決定)を含む。

第1-2-19図 国・地方の債務残高の寄与分解

2020年度には、政府の債務残高対GDP比は大幅に上昇する見込み



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「中長期の経済財政に関する試算」(2020年7月公表)により作成。
 なお、「中長期の経済財政に関する試算」は復旧・復興対策の経費及び財源の金額を含んだベースを使用。
2. 債務残高 (GDP比) の変動については以下の式により要因分解した。

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = i_t \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} - g_t \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{PB_t}{Y_t}$$
 さらに名目GDPを実質GDPとGDPデフレーターに分解した。

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = i_t \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} - (rg_t + d_t) \times \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{PB_t}{Y_t}$$
 B: 債務残高、Y: 名目GDP、PB: 基礎的財政収支、i: 名目利子率 (当期利払費/前期債務残高)
 g: 名目GDP成長率、rg: 実質GDP成長率、d: GDPデフレーター伸び率、
 利払費要因: 金利変動と債務残高変動の両方に起因する要因、
 基礎的財政収支要因: 国と地方の基礎的財政収支に起因する要因、
 実質GDP要因: 実質GDPの増減に起因する要因、
 GDPデフレーター要因: GDPデフレーターの増減に起因する要因。
3. 上記のような要因分解式を用いるため、債務残高系列は、以下のものを用いた。
 1994年度: 「国民経済計算」による国と地方の負債残高。
 1995年度～2018年度: 1994年度の値に、それ以降の「純貸出 (+) / 純借入 (-)」の累積を加算した値。
 2019年度～2020年度: 2018年度の値に、それ以降の「中長期の経済財政に関する試算」の財政収支の累積を加算した値。