

# 世界的なリスクの高まりと ポスト・コロナ時代の日本の針路

## ～2020年度「金融班」研究活動の成果から～

ふくだ しんいち  
福田 慎一

東京大学大学院経済学研究科教授 「金融班」主査

### 世界的なリスクの高まりと ポスト・コロナ時代の日本の針路

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は、2020年の世界経済に史上最悪ともいわれる景気停滞をもたらした。日本経済へのダメージも例外ではなく、2020年の実質 GDP 成長率は大きな落ち込みを余儀なくされたものとみられる。この感染症の大きな特徴は、外出自粛要請などにより、供給サイド及び需要サイドから経済活動が抑制されたことにある。国際通貨基金（IMF）が7月に公表した2021年の世界経済の成長率の予測では、各国の財政政策や金融政策による景気の下支え、ワクチン接種の進展などにより経済活動が活発化することを踏まえて、前年比で6.0%増と2020年から急回復する見通しが示されている。一方、感染終息に向けた道筋はいまだに不確実性が高い状況にあるほか、財政面などの政策を上積みし続けることにも限界があり、感染状況の帰趨等によっては世界経済が想定よりも下振れる可能性が懸念されている。

ポスト・コロナの中長期的な日本経済の成長を考えると、財政再建や社会保障改革、あるいは構造改革の実行などが避けて通れず、金融緩和頼みによるデフレからの脱却には手詰まり感も見えつつある中で、経済の再構築に向けて検討を行うことが必要となっている。金融政策に関しては、コロナ対応も踏まえてこれまでの手法の有効性や副作用についての学問的な検証が急がれる。また、構造問題を着実に実行することは、日本経済の将来に対する経済主体

の悲観的な見通しを払拭して、供給面だけでなく需要面にも好影響を及ぼすことが考えられる。今後日本では人口の減少が見込まれる中で、いかに少子化を食い止めて財政再建や社会保障改革を果たすか、また構造改革を通じてイノベーションの喚起や生産性の向上を実現していくかは、金融研究者といえども無関心ではいられない極めて重要な課題であり、ポスト・コロナの経済のあるべき姿を踏まえて改めて検討が必要とされているといえるだろう。狭い学問的な枠組みにとらわれず、幅広い視点から金融の役割を再検討していかなければ、日本経済に対して有効な処方箋を提供することは困難な状況となっている。

公益財団法人東京経済研究センターと一般財団法人日本経済研究所は、金融の諸問題に関する大学横断的な研究交流・共同研究の場として、わが国トップレベルの金融研究者グループから成る委員会「金融班」を組成し、活発な研究活動を行った。2020年度は「世界的なリスクの高まりとポスト・コロナの日本の針路」と題して、リモート開催も併用しながら報告者を招いて7回にわたる月例研究会を中心に実施した。金融経済学の立場から日本経済が直面する様々な課題や関連する幅広い経済事象について研究報告を行い、そこから得られるインプリケーションについて活発に議論した。本稿では、その成果の一端をご紹介します<sup>1</sup>。

### 金融を巡る研究のフロンティア

為替相場の変動は、輸出や輸入における購買力あ

<sup>1</sup> 以下で紹介する研究報告の報告者の所属は、全て報告当時のものである。



#### 【福田慎一氏のプロフィール】

1960年 石川県金沢市生まれ。1984年 東京大学経済学部経済学科卒業。1989年 イェール大学大学院経済学部博士課程修了。Ph.D.取得。1989年 横浜国立大学経済学部助教授。1992年 一橋大学経済研究所助教授。1996年 東京大学大学院経済学研究科助教授。2001年 同教授 現在に至る。

主な著書（共著・編著含む）『技術進歩と日本経済－新時代の市場ルールと経済社会のゆくえ』編著、東京大学出版会、2020年。『金融論－市場と経済政策の有効性（新版）』有斐閣、2020年。『検証 アベノミクス「新三本の矢」－成長戦略による経済改革への期待と課題』編著、東京大学出版会、2018年。『21世紀の長期停滞論－日本の「実感なき景気回復」を探る』平凡社新書、2018年。『金融システムの制度設計－停滞を乗り越える、歴史的、現代的、国際的視点からの考察』編著、有斐閣、2017年。『「失われた20年」を超えて』（シリーズ世界のなかの日本経済：不確実性を超えて）NTT出版、2015年。『なぜ金融危機は起こるのか－金融経済研究のフロンティア』共編著、東洋経済新報社、2013年。

るいは海外資産の価値の変化などを通して少なからず経済に影響を及ぼす。為替相場の決定については、国際資金移動に起因する通貨間の需給関係から決定されるフロー面からのアプローチや、国際的な資産市場における需給関係から決定されるアセット面からのアプローチなどに基づく様々な理論が提唱されてきた。一方、為替相場の動向の背景には様々な要因が関係しており、これらの理論から予想される為替相場と実際の為替相場の動きはしばしばずれることも指摘されている。武田史子氏（東京大学）<sup>2</sup>は、日本と米国の金融取引市場のセンチメント指標を構築し、それによりドル／円レートの予測モデルの精度が向上するかを検討した。構造モデルと自己回帰モデルを用いた検証では、構築したセンチメント指標を取り入れることで、自己回帰モデルにおいて平均二乗予測誤差が低減して予測精度が向上すると指摘した。

経済のグローバル化に伴い世界の直接投資は増加している。直接投資の受け入れは設備投資や雇用の拡大、技術や経営ノウハウの移転など様々なメリットをもたらす。そのため、世界各国は投資家が自国に投資しやすい環境の整備などを通して、直接投資を誘致してきた。一般的に、発展途上国は先進国と比較して資本の蓄積が少ないことなどを背景に資本が流入しやすいと考えられるが、実際には先進国などから発展途上国への投資は必ずしも大きくはなく、このような現象はルーカスパラドックスといわれている。植田健一氏（東京大学）<sup>3</sup>は、2国間の対

外直接投資のデータを用いて、投資国及び投資受入国の両サイドの特徴を踏まえた直接投資の実態について分析した。先進国は、高い投資収益率が得られる発展途上国にはあまり投資をしない面はあるものの、国内投資と比較して対外投資で高い超過収益率を稼げており、海外への直接投資から効果的にリターンを獲得することができている指摘した。また、投資国サイドの特徴に注目すると、債権・債務における権利保護やコーポレート・ガバナンスなどの制度的な質が高い国ほど、多くの国へ直接投資を行っていることを確認した。

新型コロナウイルスの感染拡大下において、各国は経済ショックの影響を和らげるために財政支出を拡大させている。コロナ禍のような大規模なショックに対しては、状況に応じて適切な財政支出等の対策を講じる必要がある一方で、財政支出の増加が積み重なれば債務残高の増大につながる。日本では、国・地方の債務残高が対GDP比で2倍を超える水準まで膨らんだ財政の健全化を図るとともに、財政に影響を及ぼす国債市場の動向や特徴を把握することも必要である。小枝淳子氏（早稲田大学）<sup>4</sup>は、1965年から2020年までの日本国債の償還期間に関するデータセットを構築して、その構造の変化を確認するとともに、国債の利回りに影響を及ぼす要因についても検討した。1968年以降の日本国債の管理政策は大きくは4つのフェーズに分類でき、最近では日本銀行の量的・質的金融緩和政策による長期国債の買入が、国債の満期期間の構造に影響を及ぼして

<sup>2</sup> “Application of Google trends-based sentiment index in exchange rate prediction” 2020年7月月例研究会。

<sup>3</sup> “Bilateral Lucas paradox” 2020年12月月例研究会。

<sup>4</sup> “Government debt maturity in Japan : Fiscal year 1965 to the present” 2020年10月月例研究会。

いることを確認した。また、長期国債の金利が継続的に低下する背景の1つとして、日本経済の構造的な要因があることを指摘した。

## 経済を巡る動向や今後に向けた示唆

日本における少子高齢化とそれに伴う人口減少は他国と比較しても突出したスピードで進行しており、今後も成長の重荷となる可能性が高い。持続的な経済成長を図る観点ではGDPの約6割を占める消費の底上げが1つのポイントであり、人口割合の高まる高齢者の消費を喚起できるかが重要であるが、高齢者の消費においては消費者被害に関する問題も指摘されている。三平剛氏（東洋大学）<sup>5</sup>は、高齢者の消費者被害が多発化、深刻化している背景について、認知・判断能力の衰えや情報入手面における不利さ、などの観点から実証的な分析を行った。これらの要因は注意深さなどの購入時の意識や行動の低下、財産被害や安全性被害などに関する消費者政策の認知度の低下、取引環境に対する警戒心の緩み、などに影響を及ぼしていることを確認した。一方、これらが高齢者の消費者被害の要因となっているかどうかについては、因果関係やデータの性質に起因する分析上の問題により、明確な結果は得られなかったと指摘している。

不動産市場の変動は、実体経済の動向に大きな影響を及ぼす。また、都市間競争や少子高齢化、人口減少など不動産市場を取り巻く課題が多様化、複雑化する中で、不動産市場を健全、安定的に発展させていくためには、関連する基礎的なデータの整備や構築、あるいはそれを基盤として不動産市場の変動を適確に把握することが重要である。鈴木純一氏（総務省）<sup>6</sup>は、民間企業等が整備している各種の不

動産データやそれに関連するデータを活用したパネルデータを構築し、これを公的統計や行政情報とマッチングすることで、土地や建物の利用状況の変化を捕捉できる長期のパネルデータベースの情報量がどの程度充実するかを検証した。異なるデータベース間において相応のデータでマッチングが可能であることが確認できたと指摘した。また、時系列のデータマッチングにおいては、一部で課題が残るものの概ねマッチング率が高かったことから、長期の時系列データを構築できる可能性があることを確認した。

近年は経済構造や産業構造が大きく変化するとともにそのスピードも速くなっている。政策や企業経営を遂行していくためには、経済や産業の実態や変化をタイムリーに把握して、それに応じて適確な判断を下していくことが必要である。経済や産業の実態や変化を把握できるツールの1つが統計データであり、その構造変化を踏まえて統計の精度を継続的に向上させていく必要がある。肥後雅博氏（東京大学）<sup>7</sup>は、統計改革の論点と毎月勤労統計の計数処理の問題において今後取り組むべき課題や統計の精度向上について指摘した。統計改革の論点については、景気判断のベースとなるGDPや景気関連統計の触れが大きいこと、経済統計のカバレッジが十分ではなくGDPが経済活動の実体を十分に捕捉できていないことなどを指摘した。また、毎月勤労統計の計数処理の問題について、統計の調査方法や加工・集計方法を具体的に吟味し、統計作成プロセスをよりよいものに見直すことで、精度の向上を実現していく必要があると指摘した。

今日の世界経済や日本経済が直面するマクロ経済環境はますます複雑化するとともに、それらに関連

<sup>5</sup> “Aging and consumer harms” 2020年6月月例研究会。

<sup>6</sup> 「不動産パネルデータベースの構築及びデータ分析に関する調査研究」 2021年2月月例研究会。

<sup>7</sup> 「統計：危機と改革「毎月勤労統計」問題への対応を巡って」 2020年11月月例研究会。

して解明しなければならない問題も多くなっている。経済の実態をデータで適確に把握して現実経済が抱える問題を明らかにするとともに、マクロモデルなどの理論的な知識を活用して、それらの問題に対してよりよい解決策を提示することへのニーズが高まっている。西川正郎氏（一橋大学）<sup>8</sup>は、現実経済の問題を効果的に解決するためにはマクロ経済学の基礎的なツールを広く共有して議論していくことが大切であるとして、大学あるいは大学院教育において基礎的な概念や理論の知識の蓄積を図ることで政策議論の底上げが期待できると指摘した。また、そのようなマクロ経済学の知識をベースとして、金融政策や財政政策の先行きなどの経済の将来像に対する見方を養うことが必要である同時に、経済には絶対的な調整能力が備わっていないことを意識しておくことが重要であることを指摘した。

## 結 び

IMF が2021年7月に公表した世界経済見通しの改訂によると、2021年の世界経済の成長率の見通しは2021年4月公表時から変化していないものの、国毎にみるとワクチン接種や財政政策の差異などを背景に、先進国を中心に上方修正される国がある一方で新興国・発展途上国ではアジアの国などで下方修正され、コロナ禍からの回復は二極化することが予

測されている。このようなコロナ禍の経済面の格差は、1国の成長率だけではなく他の経済指標でもみられる。特に日本と他国を比較した時に大きな差のみられる経済指標に消費者物価がある。米国の食料品・エネルギーを除く消費者物価（コア指数）、ユーロ圏の飲食料・エネルギーを除く消費者物価（コア指数）は2021年初以降伸びを高める一方、日本は年初以降横ばいで推移した後4月以降マイナスが続いている。日本では人口減少などの構造的な問題に対応した抜本的な経済社会システムの再構築に十分には踏み込めておらず、構造問題が払拭されず将来に対する不安を払拭できていないことが投資や消費が伸び悩む原因の1つとなっている。消費者物価の伸びがマイナスとなる日本だけに際だった特徴は、このような日本経済の現状を表している可能性も考えられる。財政再建や社会保障制度の改革、大規模な金融緩和からの出口戦略、人口減少下での需要喚起や人材不足など供給面の課題解決を図っていく必要があり、引き続き成長戦略や構造改革を通して、持続可能な経済社会システムを構築していくことは喫緊の課題である。2021年度の金融班も金融経済学の立場から最新の研究成果について議論を深め、必要な知見の蓄積に貢献することを目指して活動して参りたい。

<sup>8</sup> 「実務からみたマクロ経済学教育」 2021年1月月例研究会。