

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

～2021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

1. 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感染は欧米や日本などでは最悪期を脱したとみられ、ワクチン接種の広がりなどを受けて、多くの国がウィズ・コロナでの経済・社会活動の制限を緩和する方針に転じて、経済活動が正常化に向かっている。日本でも、3月下旬に全ての地域でまん延防止等重点措置が解除され、経済・社会活動の制限が大幅に緩和された。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が、経済活動制限の緩和により、米国などでは需要が急増し、供給が追いつかない状況となった。コロナ禍によるサプライチェーンの混乱や人手不足による賃金上昇に加えて、原油などの資源価格の高騰により、世界的にインフレへの懸念が高まっている。ロシアによるウクライナ侵攻を受けた西側諸国によるロシアに対する経済制裁の発動は、原油や穀物などの価格高騰に拍車をかけており、ウクライナ危機を契機に、世界経済の分断が進めば、グローバル・サプライチェーンの分断などにより、中長期的にもコスト高の要因となる可能性がある。

国際通貨基金（IMF）が4月に公表した2022年の世界経済成長率の予測では、コロナ禍からの回復により前年比で3.6%増を見込むものの、2021年の6.1%増からは大幅に鈍化する見通しである。ウクライナやロシアからの資源・穀物などの供給停滞に加えて、中国のゼロコロナ政策も世界的なサプライチェーンへの制約となっており、中国経済の減速、物価上昇圧力の高まりに対する米国等での金融引き

締めが世界経済の足を引っ張る懸念がある。

今後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、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、物価の高騰が続く米国などが金融引き締めを急いでおり、日本の金融政策との方向性の違いが鮮明となっている。国内では異例の金融緩和が長期化しており、これまでの金融政策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と考えられる。日本では、団塊世代が後期高齢者となり、社会保障費が一層増加することが見込まれる。いかにして財政再建や社会保障改革を果たすか、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。2021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、リモート開催を中心に報告



【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）『コロナ時代の日本経済—パンデミックが突きつけた構造的課題』編著、東京大学出版会、2022年。『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。

者を招いて10回にわたる月例研究会を実施すると同時に、2021年9月には著書『コロナショックの経済学』を出版した宮川努氏（学習院大学）をゲストスピーカーにお招きしてランチ・ミーティングを開催した。金融経済学の立場から日本経済が直面するさまざま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¹。

2. 金融を巡る研究のフロンティア

為替相場の変動は経済厚生に影響を及ぼす。国内のインフレ率が高い時には、価格改定頻度が上昇し、通貨安がもたらす限界費用の上昇が、国内価格に素早く転嫁されると考えられる。一方、現在のように国内のインフレ率が低い時には逆のメカニズムが作用し、円安の国内価格への転嫁スピードはより緩慢になると考えられる。国内インフレ率の高低と通貨安の国内価格への転嫁スピードの仮説上の関係を確認するには、高インフレ期に自国通貨の大幅な減価に直面した消費バスケットを構成する多様な財・サービスの小売価格データが必須である。この仮説の検証のため、加納隆氏（一橋大学）²は、72年5月の本土復帰前後の沖縄と本土で実施された小売物価統計調査の結合データを用いて分析した。沖縄のインフレ率は通貨体制の変遷とともに急騰し、価格改定頻度も急上昇しており、特に変動相場移行に伴う急激なドル安は、価格改定頻度を急激に押し上

げた。本土のデータからも高インフレに伴い価格改定頻度の上昇が観察できることを指摘し、高インフレ下では、国内企業は費用条件の変化を国内価格に素早く転嫁させることが確認されている。こうした観察を踏まえて、現在の円安による輸入物価上昇の国内価格への転嫁の緩慢さは、国内の低インフレを主因とする可能性が高いことを指摘した。

2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレート・ガバナンス制定で、コーポレート・ガバナンス改革が進み、機関投資家による投資先企業の経営に対する関心が高まっている。内田交謹氏（九州大学）³は、機関投資家のポートフォリオにおける高配当企業の割合を分析した。機関投資家の持ち株比率と配当の関係や企業の市場価値との関係に着目すると、日本の金融機関を除く上場企業では、スチュワードシップ・コード導入後、配当水準と機関投資家持株比率が正の相関関係を持つようになり、コードの改訂後、その関係がより強くなったことが示された。スチュワードシップ・コード導入で、機関投資家は配当への選好を高めたことが明らかとなった。高配当企業は税制上の観点などから選好されるだけでなく、コーポレート・ガバナンス改革を経て、高い配当を行っていることが「良い企業統治」の証の一つとなっている可能性を指摘した。

2021年に中国では不動産大手の恒大集団の経営危機が顕在化した。恒大集団のような上場不動産会社は資産として不動産を持つ一方、株式を発行し、社債による資金調達も行っている。恒大集団の経営

¹ 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。

² 「為替レート変動と経済厚生：1972年沖縄本土復帰からの示唆（加納和子氏との共著）」2021年7月月例研究会。

³ “Value of payouts in the course of corporate governance reform” 2021年11月月例研究会。

危機の背景にバブルがあったとすれば、不動産、株、債券の3つの資産のバブルが一つの上場企業において生じたことになる。万軍民氏（福岡大学）⁴のグループは、十分な数のリスク中立的な投資家が存在する場合、単一の上場企業において3重のバブルが発生する可能性があることをモデルで示した。企業の実質的な投資判断に、新たな資産の生産や株式の発行によるバブル利潤、社債を考慮すると、線形の生産技術であっても、Tobinの限界 q が平均 q より高くなる場合があるとして、3つの資産市場において税制の工夫や空売り規制の導入によりバブルの発生を防止することが出来れば、実物部門における過剰投資も抑制できる可能性があることを指摘した。

3. 経済を巡る動向や今後に向けた示唆

新型コロナにより深刻なダメージを受けた日本経済は、ワクチン接種の進展などにより徐々に回復が進んでいる。一方、変異株の出現などで感染症の完全な終息にはいまだ時間を要するとみられるなか、今後の日本経済を見通すうえでは、ウィズ・コロナ及びアフター・コロナのそれぞれのフェーズにおける経済の状況を分析し、その特徴やインパクトを及ぼす論点を整理して検討することが求められている。関根敏隆氏（一橋大学）⁵は、コロナ禍において、日本経済はリーマンショック以上の深い落ち込みとなったものの、その後は中国向けなどの輸出の増加により早いスピードで回復したと指摘した。一方、アフター・コロナの経済動向をみるうえでは、コロナ禍以前から指摘されている長期停滞論に関して、技術革新の停滞や Global Saving Glut、人口動

態など多角的な観点から検討することが必要であると指摘した。

工場などの現場でロボットが使われるようになって久しいが、機械が人間の仕事を奪うのではないかという懸念が古くからある。ロボットが今後マクロ経済にどのような影響を与えるかを予測するうえで、生産ロボットがどのように進歩し、品質向上してきたかを理解することが重要である。藤原一平氏（慶應義塾大学）⁶らのグループは、日本のデータを基に、ロボットの品質や性能向上の測定に取り組んだ。その結果、ロボット1台あたりの品質（性能）は、2000年代に上昇から横ばいとなり、10年代に低下したことが示され、この10年間でロボットの品質向上が急激に低下しているとの結果となった。こうした結果について、日本のロボット産業の競争力が低下したことを示す可能性があるものの、データの測定上の問題や品質がロボットそのものよりもソフトウェアに依存するようになったことを反映していることも否定できないとの見方を示した。ソフトウェアの向上効果がデータに反映されていない可能性などから、更なる研究の必要性を指摘する。

日本の国と地方を合わせた政府債務残高の対GDP比は2倍を超えており、少子高齢化に伴う社会保障関係費の拡大が毎年の財政赤字拡大の要因となっている。こうしたなかで、消費税率は8%から10%に引き上げられたものの、税率の引き上げは、当初予定されていた2015年から二度延期されて、2019年の実施となった。猪野明生氏（横浜国立大学）⁷は、政府債務に関する不完備市場モデルを構築し、増税が政府債務の削減に充てられると仮定した

⁴ “Triple Bubbles of a Single Firm” 2022年2月月例研究会。

⁵ 「内外経済の今後の展望」2021年4月月例研究会。

⁶ 「ロボット品質の計測：品質改善のペースは鈍化しているのか？」2022年1月月例研究会。

⁷ “The Timing of Government Debt Reductions in the Presence of Inequality”（小林慶一郎氏との共著）2021年6月月例研究会。

場合に、消費税率の引き上げが早いケースと遅いケースのどちらが望ましいかを検討した。貧しい家計にとっては、増税が遅れると財政再建のための増税幅が大きくなるため、増税は早い方が望ましい一方、増税が遅れる程ほど金利が上昇するため、資産を多く保有する富裕層にとっては、税率の引き上げが遅い方が望ましい可能性を指摘した。

消費者物価指数（CPI）は、インフレ率や生活費の指標として広く利用されている。しかし、CPIは、財・サービス間の相対的な価格変動、新しい財の導入、古い財の消滅に伴う消費者行動の変化など、経済活動のダイナミックな変化を十分に反映できないため、一般に真の生活コストの変化を過大評価すると考えられている。日本のCPIは、個別物価を調査する際に、一物一価の方針をとっているが、異質性が高く、差別化された製品では、代表的な製品を指定するのが難しく、低位代替バイアスが生じる可能性がある。日本では、データ制約から、低位代替バイアスの定量的評価の先行研究は限られていたが、白塚重典氏（慶應義塾大学）⁸は、マイクロデータを用いて、低位置換バイアスの定量的評価を試みた。その結果、日本のCPIは、主にそれぞれの品目の価格は1つであり、品質も均等であるとの前提に立った調査のため、低位置換バイアスがある可能性がある」と指摘した。なお、CPIに関しては、統計作成者の立場から田村彰浩氏（総務省統計局）⁹より2020年基準改定の概要に関する説明を受けた。

4. 結 び

IMFは、2022年4月に公表した世界経済見通しで、今年の世界経済成長率を前年比3.6%と予測し

ており、コロナ禍によりマイナス成長となった2020年の落ち込みを十分には取り戻せないなか、回復の勢いは鈍い。足元の世界経済にはウクライナ危機や中国のゼロコロナ政策などの新たなリスク要因が発生しており、これらの要因が供給制約となり、世界的に物価上昇への懸念が高まっている。米国では消費者物価上昇率が40年ぶりの高い伸びとなり、FRBによる金融引き締めで、金利が上昇している。一方、国内では、資源価格の高騰などによる輸入物価上昇の影響で、物価上昇率は上昇傾向にあるものの、賃金の上昇は限定的で、国内需要に力強さがみられず、デフレ的な状況が残る。こうした状況のもと、日銀は金融緩和を続ける姿勢を続けており、米国などとの金融政策の方向性の違いが鮮明になっている。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一つとなっている。賃金上昇の低迷というデフレ的な状況が残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。2022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。

⁸ “Lower-Level Substitution Bias in the Japanese Consumer Price Index: Evidence from Government Micro Data” 2021年5月月例研究会。

⁹ 「消費者物価指数の2020年基準改定」2021年10月月例研究会。