

# コロナ経済危機の救済法とマクロ経済学

大阪大学名誉教授 長谷川 晃

COVID-19が襲った世界規模のウイルス感染は人々の移動を実質的にストップさせ、世界規模での経済停滞を引き起こした。この結果、先進各国の経済成長率は一斉にマイナスとなり、日米欧とも年間の成長率をほぼ5%程度下落させてしまうこととなった。これに対し各国はこぞって大規模な国債を発行し、これによる補正予算を組み、現金をばら撒いて危機を乗り切ろうとしている。しかし、これはすでに赤字国債に依存する国家財政をさらに悪化させ、結果として、インフレを引き起こし、更に、大きなツケを将来に残すことになるという危惧を持つ経済学者も多い。今回は、こうした危惧は全く不要であると言う話をしたい。

## 今回の経済危機の要因

今回の経済危機の要因は何だったのだろうか？それは基本的に経済活動の停滞から来ている。外食産業やサービス産業ではお客が来なくなり、サービスやものが売れなくなった。さらに、その結果人手があまり、人員削減を余儀なくされ失業者が増加し、人々の収入が減少した。また、人の移動ができなくなり、交通機関や宿泊施設の収入が減り、企業活動が停滞した。実際三菱総研などの調査結果によれば、2020年の経済成長率は日本がマイナス4.9%、米国がマイナス4.7%、そして欧州はマイナス6%程度とほぼ、日米欧とも5%程度のマイナス成長率となると報告されている。幸いなことに私どものような退職者にとっては収入減少などの直接の被害はない。しかし、長引けば年金の減額などが余儀なくされる可能性がある。

こうした経済危機は、洪水や地震のような災害が原因でないため、家を失ったり、道路や橋が無くなったりする実害はない。国民の資産が消えてなくなったわけでもない。企業活動が停滞したり、店舗やレストランの営業ができなくなったことは、実害ではなく、投資効果の減少からくるキャピタルロスである。経済停滞の結果失業した方々についても、得られるべき収入の減少はあったろうが、直接財産を失ったわけではない。つまり多くの場合、投資に対する収益が得られなかったことが今回の経済危機の主な要因である。最も貴重な生命が失われる結果になったことは、お金では買えない実害ではあるが、今回は経済的損失だけについて問題を絞ることにして議論することにする。前回の、2008年のリーマンブラザーズの倒産による経済危機の時も、今回に似て、実害では

なく投資効果の減少、あるいは、投資に対するリターンがマイナスになることがその要因で、災害のような実害によるものではない。実際市場を何度か襲った経済危機のほとんどは投資効果の激減がその要因である。これは何を意味するかと云えば、投資資金の価値の減少である。つまり投資した「お金」の価値が失われたことに他ならない。こうした損失は株価の下落による損失、つまりペーパーロスに似ている。

## お金とは

さて、ここで言うお金とは何だろうか？ネット取引の増加でネット上の通貨、ビットコインが注目を浴びている。ビットコインは主にネット上での取引に使われる通貨でこれが価値を持つのは国際的に信用力のある通貨、いわゆるハードカレンシー（国際通貨）と交換できるからである。現状、ハードカレンシーは米国ドル、欧州ユーロ、英国ポンド、スイスフラン、それに日本円である。これらの通貨は無制限にお互い交換（スワップ）できることからそう呼ばれている。中でも米国ドルは国際的な基準通貨となっているので、基軸通貨と呼ばれている。ハードカレンシーは基軸通貨と無制限にスワップできることがその定義ということが出来る。ロシアのルーブル、中国の元など、大きな経済力が背景にあっても基軸通貨と自由にスワップできない。その理由は、これらの国々は自由主義経済機構とは相容れない政治体制を持っており、これらの国の通貨は国際的な場での流通性がないからだ。その他の通貨の価値はハードカレンシーとの交換レートで決まる。しかしこれらハードカレンシーは金兌換紙幣ではない。それではこうしたハードカレンシーの価値は何で決まっているのだろうか。これに関しての詳細は小生の著書「お金の話」(Kindle Book)をご覧いただきたいが、基本的には通貨の価値は「信用」つまり「CREDIT」で決まっている。皆さんが給与でもらう「お金」はいろんな「モノ」やサービスと交換できるから価値がある。これは「お金」に対する信用があるからだ。もらった時には1万円あったものが使う段階で9千円しか価値がないと意味がないが、1万紙幣は日本では1万円としての価値がある。それは誰もが日銀券の1万円を信用するからだ。日銀ではなく、私、長谷川が勝手に紙幣を印刷して流通させようとしてもうまくはゆかない。これは法律違反だけではなく、信用が伴わないからだ。ところが人間の心理は面白いもので、私が子どもの頃、おも

ちの紙幣を印刷してクラスの中で使うように発行してみたら、クラスの子供たちはこぞってこの紙幣を欲しがり、鉛筆や消しゴムから始まり、大事にしているおもちゃなどを持ち出して、売りたいと言いつ出した。中には私を背負って百メートルほど歩いて行ってくれるという労働力を提供してくれる子供もいた。つまり、私が発行する通貨はクラス中に広まり、みんながありがたがって使い始めたのだ。もっともしばらくしたら、誰かが、これはただの紙切れだと言いつ出した、その時点で私の発行した紙幣は価値を失った。それでは日銀券と私が発行する紙幣とはどこが違うのだろうか？金兌換制度があった頃は日銀券は金で裏打ちされていたが、今はそうではない。さすれば日銀券と私の発行する紙幣には何の違いもない。しかし、誰もが日銀券をありがたがる。それは、日本では1万円の日銀券が1万円分のもやサービスと交換できるからで、これを可能にしているのは日銀、あるいは、日本政府に対する「信用」に他ならない。

日銀に限らず、他の国々の中央銀行は、紙幣を印刷して発行し、これで国債を購入したり、場合によれば、景気刺激を目的として、市中の有価証券を購入する。このことで各国の通貨が誕生する。そしてこれら通貨の価値は信用で決まる。

それでは「信用」とはなんだろうか？「信用」はアナログな、しかも心理的なもので通貨の価値といったデジタルな量の測度にはならない。したがって、通貨に対するこのアナログとデジタルの調整が中央銀行の経営の泣き所と言って良い。

## 今回の問題の解決法

上記の通り、今回の問題（経済的損失）は投資効果の減少、あるいはリターンがマイナスとなったことによる経済危機が原因である。幸か不幸か、ウイルス被害は満遍なく世界各国で起こっている。こんな場合にはその解決法は極めて簡単で、紙幣を印刷して国家という組織を使ってキャピタルロスと帳消しにする方法をとれば良い。具体的には国家がゼロ金利かマイナス金利の債権を発行し、これを中央銀行が、自らが発行する紙幣と交換（名目上は買い取り）すればいい。金利が0或いはマイナスの債務は実質、時とともに自動消滅する。税収で手当てする必要はない。つまり、本来自然災害で生じたキャピタルロスと人工的なキャピタルゲインで帳消しにしても、トータルとしては社会的資産の変化はない。つまり目に見えないロスを目に見えないゲイン（余分に発行された通貨）で埋め合わせをするわけだ。もちろんこれには大きな条件が伴う。それは通貨が信用を失い、結果として大きなインフレに見舞われないことの想定が必要だ。幸にして、今回の経済危機は日米欧でほぼ平等に発生した。したがって、ハードカレンシー（hard currency; US dollar, Euro, Swiss Franc, British Pound, Japanese Yen）を発行できる国々の中央銀行が同時に同様の国債を買えば、日米欧間の相対的な通貨の信用は下がらない。

しかしながら、そうではなく、もし、日米欧以外の国が単独でこれをやれば、おそらくその国の通貨は信用を失い、これが為替レートに跳ね返り、輸入品の価格が高騰することによるインフレが発生するだろう。

ハードカレンシーを通貨とする国々はこの点大きな利点を持っている。日本円も戦後しばらくはハードカレンシーの仲間には入れてもらえなかった。これができたのは日本が世界第二の経済大国にのし上がることができたからに他ならない。日本国民の努力の賜物だ。更に、日本が民主主義国家であり、自由主義経済を基軸にしていることも、円を基軸通貨として認められている大きな所以である。

面白いことに何れは価値が0になる国債を買い取った中央銀行は大損をするかといえば、そうではない。その理由は二つある。一つは買い取るのに必要な資金は中央銀行が印刷した紙幣では元手は実質0円だからだ。市中銀行は株式会社だから、こんな損を覚悟とする商売は許されない。株主は黙ってない。しかし日銀は株式会社ではなく、出資証券の55%を国が買い取る形で作られた、資本金1億円の小さな銀行である。ちなみ、大きな市中銀行の資本金は20兆円ほどある。

次に面白いことは、この銀行はそれでも必ず儲かる仕組みを持っている。なぜかといえば、不況の時には有価証券（つまり株券）を購入する形で、紙幣を印刷して市中に資金を供給するので、有価証券の値が戻った段階で常に大きな実利が得られる仕組みになっているからだ。つまり紙を使って実利を得ることが出来る仕組みを持っている。これは手持ち資金が無限にある人がギャンブルをしていることに似ていて、理論上、この場合、必ず儲かることが証明されているからだ。例えば、実際の儲けの額を定量的に推定すると、こうなる。一部上場の日本企業を総時価総額はほぼ600兆円だが、仮に20%下落したときに買い込んで戻ったときに売却するとほぼ120兆円の利益が得られる。つまり国家予算程度の利益を得ることが出来るのだ。したがって今回のコロナ対策の補正予算をカバーする70兆円ほどの債権分を日銀は既に儲けている。

日本中の企業や個人が大事にし、収入や報酬の基準としている円という通貨はこうした実に曖昧なものである。それでも、円は資産の価値を表し、収入額の基準となっている。経済とは実に変テコなものであると言わざるを得ない。この稿のはじめに書いたように、コロナ災害を救済するために政府が特別予選を組み、赤字国債を発行してこれに当たったのは重要なことだが、その結果もたらされた負債を国民は全く心配する必要はない。

## インフレは起こっているが見えない=金の価格の上昇

それでは先進諸国が多量の通貨を発行してインフレは起こらないのだろうか。実際基軸通貨以外の通貨は下落し、発展途上国はインフレに悩まされ始めている。しかし、先進諸国でのインフレは少なくとも今の段階では起こっていない。私は実はインフレが起こっていると見る。

それは主に金価格の上昇に現れているからだ。基軸通貨が多量に発行された結果、日米欧の諸国では株式相場は1年前の水準をほぼ回復し、中でもハイテク株は暴落以前の水準あるいはそれ以上まで戻している。この点では多量の国債発行により、紙幣が市中に出回ったことで、先進各国は経済破綻を免れている。それにも関わらずこれらの国々では物価の高騰は発生していない。つまり紙幣を多量に印刷、発行しても、経済学者たちが恐れるインフレは起こっていない。

しかし、お金（紙幣）の価値は下がっている。それは主に金（ゴールド）とビットコインに対してだ。諸物価のうち、唯一高騰しているのは貴金属の価格である。下図はここ30年間の金（ゴールド）の価格の変動を表す。2008年のリーマンショック以後金（ゴールド）の価格は大幅に上昇している。これは各国で金（ゴールド）の値段が上がったのではなく、紙幣の価値が金（ゴールド）に対して下がったと見るべきだろう。各国の中央銀行が紙幣を印刷して、多量の国債を買い取り、その紙幣を各国の政府が支援の名目で民間にばらまいた結果、通貨の価値が金（ゴールド）やビットコインに対して下落したのだ。

しかし物価が上昇してない限り、これは庶民の生活には全く関係のないことで、大した問題にはならない。

もう一つ面白いことは証券価格の上昇である。確かにニューヨークダウ平均など、コアとなる証券の価格はコロナの最中にはGDPの下落に伴って大きく下落した。年半ばにはある程度回復したが、経済情勢が回復しないと

なかなか戻らないだろう。しかし、ハイテクや中小企業を中心とするベンチャー企業の多いNASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) 市場の株価は年半ばにはコロナ以前の価格を上回る値まで上昇している。つまり、中央銀行が多量の紙幣を印刷して市中にばらまいた結果株価の暴落は食い止められ、ペーパーロスが消滅したのだ。

### 1930年代のような大恐慌が起こらなかった訳

今回のコロナ問題による経済停滞で1930年代の大恐慌の再来を心配する人も多かった。当時の大恐慌の最大の問題は経済停滞に伴ったデフレであった。私はこの原因は当時の米国ドルが金兌換通貨だったからだったと観ている。金兌換制をとっていると、無闇に紙幣を印刷して発行するわけには行かない。その結果みんなが通貨を金に変えようとして相対的に物価が下落し、デフレが発生したのだ。しかし、今回は金（ゴールド）の値段が上がっても（通貨の価値が下がっても）誰も気にしないので、デフレにはなっていない。

さらに、ハードカレンシーが発行できる日欧米間の通貨の交換レートは今回の経済ショックの前後でほとんど変化していない。このことはこれらの国々の間での相対的な物価の変動はなかったことを意味し、相対的にデフレもインフレも起こっていないことを表す。金（ゴールド）に対して各国の通貨の価値が同程度下がった（金（ゴールド）の価格が上昇した）という意味では通貨の価値が



図1 金価格の年次変化

こぞって下がり、金（ゴールド）に対してインフレを引き起こしたことになるが、人々の生活にはなんら問題を引き起こしたわけではない。図1で分かる通り、今回のコロナショックでも前回のリーマンショック（2008年）の時も金（ゴールド）の価格は上昇している。つまり通貨の金（ゴールド）に対する価値は下落している。しかし面白いことに前回同様、インフレにもデフレにも見舞われていない。

今回の経済危機対策として、政府は英断を持って急遽莫大な補正予算を組み、多量の国債を発行して、国民に一人当たり10万円程度を支給し、各種の失業手当、資金繰り手当などを用意した。これが英断であったと言えるのは日米英欧と連携をとって相応の紙幣を擦らせたことであり、大規模の資金を提供したこと自体は大したことではない。国民は政府に恩を感じる必要もなければ、将来の増税を心配する必要もない。コロナの実質的被害は人命が失われたことであり、経済損失は紙幣の発行で実質帳消しさせることができたとみるべきだろう。政府が行った敏速な多額の補正予算による経済対策は誰の痛みも伴わない当然の措置である。唯一重要な決断は日米欧の共同市場介入である。この結果ハードカレンシーの相対的な価値は維持された。結果どの国もインフレには見舞われなかった。

1929年の世界的大恐慌は少なくとも今の段階では再来していない。近年に起こった経済危機、2000年のハイテクバブルの崩壊、2008年のリーマンブラザーズの倒産によるリーマンショック、そして今回のコロナショックの共通点は証券価格の下落とそれに伴う経済停滞（GDPの下落）である。しかし、これらの経済危機の時には1930年台の世界大恐慌の時のような長期にわたる経済停滞は発生しなかった。これはなぜだろうか？1930年の大恐慌の折の最大の問題は長年続いたデフレである。物価の値段が下落し、人々の収入も減少した。面白いことに近年のバブル崩壊時にはこうした長期に及ぶデフレにはならなかった。どうしてだろうか？

その答えは、当時の米ドルは金兌換紙幣であったからだ。このため米国の連邦準備銀行（FRB）は無闇に紙幣を印刷できなかった。ために今回のように多量の国債を購入できず、政府の経済対策が十分行われなかったからだ。金兌換制度を廃止したおかげで、各国政府は多量の国債が発行でき、資金の調達できた。結果金（ゴールド）に対する紙幣の価値は下落したが、これはどうということはない。紙幣という信用に基づく通貨が各国間で相対的に安定しておれば金（ゴールド）の値段が上がるだけで実質的な被害はない。面白いことに金（ゴールド）につられてハイテク分野の証券価格が上昇し、この結果NASDAQの値が上昇し、資産価値が上がった。つまり、各国政府の発行する手形（国債）を担保に多量に発行された紙幣はコロナによる経済損失を完全に埋め合わせしてしまったことになる。もともとコロナによる経済損失は目に見えない資産価値の減少（つまりペーパーロス）であったもの

が紙幣というペーパーゲインで埋め合わせされたわけだ。

しかしこれでめでたしめでたしというわけではない。それはハードカレンシーを印刷できない国々の経済的ダメージである。先進国経済は途上国のインフレによる経済的ダメージにある程度足を引っ張られて回復が遅くなるだろう。

一方、ハードカレンシーを持つ日本の株式会社の総資産は国家予算の10倍ほどあるので、株式市場で資金を運用して10%ほどの利益を出せば、国家予算程度の資金が調達できる。この結果、日銀は紙幣を印刷して金利ゼロの国債を買い取り、その国債の価値が0になっても、損をしない仕組みになっているので、日本国民は何も赤字国債の心配する必要はないわけだ。

## 結論

通貨の価値とはその通貨で買うことができるものやサービスの量をいう。上記のような実質返却不要な債権と引き換えに通貨を発行すれば、通貨の価値は下落してインフレになることを恐れる経済学者が多い。果たしてそうなるだろうか？実際にはその恐れは取り越し苦労だった。なぜなら、ドル、ユーロ、円と言ういわゆるハードカレンシーを発行している国々が同様なレベルでコロナ被害を被ったために、相対的な通貨の価値は変化してないからだ。実際、現行のドル円レートもユーロ円レートもコロナ危機前後でほとんど変化はない。幸い、昨今各国の中央銀行は負の金利を適用し始めた。これはどう言うことかと言うと中央銀行から国がお金を借りると借金がしばらくするとゼロになることを意味している。まとめると、こう言うことになる。

コロナによる自宅待機の要請で人が動かなくなり、結果として投資資金の価値が減少する→これを国が中央銀行からの借金でチャラにする→負またはゼロ金利を適用することで、中央銀行が買い取った国債の価値はしばらくすると0になる。この結果誰も困らない間にコロナによる投資資金の減少はなくなる。つまり、今回のコロナ感染が原因となった経済損失はなかったことになるのだ。

このことは世界的なレベルでも同様な話になる。今回のコロナ騒動での世界全体の経済損失は約1,000兆円（10兆ドル）と言われているが、世界全体の金融資産はほぼ200兆ドルあるので、もし20%の値上がりがあると金融資産は40兆ドルの資産増加が見込まれるが、この額は今回の経済損失を上回る。つまり、世界中で大騒ぎをしている経済損失は資金を供給した中央銀行の儲けで帳消しになっていて、結果として、損失はなかったことになっている。資本主義経済とはこんなものなのだろう。

（通信 昭和32年卒 34年修士）