

〔JSRI時事エッセイ 鈴懸の木の下〕

新型コロナウイルス・債務問題・高齢化

―柔軟なEBPM・ナッジのすすめ

木原隆司

「新型コロナウイルスの感染拡大がもたらす影響、問題

点を始めその時々を経済、社会課題について専門を問わず」「気軽に見解を述べ合う場」という増

井理事長のご提言（証券レビュー二〇二一年一月

号）に触発され、筆者の公表された実証結果等を紹介しながら、コロナ禍の中で考えていることに

ついて述べさせていただきたい。

一、新型コロナウイルス対策の経済効果・

感染死亡削減効果

わが国では新型コロナウイルス感染症（Covid-19）の新規感染者が第七波を迎え、未だに増加を続けている国も多い。実は感染症対策も経済学で分析できる。

新型コロナウイルス「上陸」初期の二〇二〇年二月、筆者はCovid-19対策を、最も対策が弱い水準に効果が止まる「最弱の連結部」の特性を持つ「国際

公共財」として捉え、封じ込め等、全世界での協力が必要であることを訴えた（二〇二〇年二月一二日付け日本経済新聞朝刊「私見卓見」）。翌日から一部の入国制限が実施されたが、時すでに遅く感染は拡大を続けた。

また、Covid-19「対策」の実証分析が少ない中、二〇二〇年八月までの国際的なパネルデータを用いて、Covid-19対策の経済効果、感染・死亡削減効果の短期推定を行った¹⁾。その結果、①ロックダウン等による「移動性」の低下、「社会的隔離政策」の厳格化により、有意に鉱工業生産指数上昇率が低下し、失業率が上昇すること、②「感染者増加」自体が経済変数にマイナスの影響を与えること、③「マスク着用」の普及・義務化が常に有意に累積感染増加率・累積死亡増加率の引き下げ効果を持つこと、④他方、「三密」対策等の社会的隔離政策は必ずしも死亡増加率の減少

に結びついていないこと、⑤累積死亡増加率に対しては、「マスク着用」のほかに所得補償／債務減免等の「経済支援」のみが有意に負の効果を持つこと、⑥感染比率や死亡率の「水準」に対しては、肥満率、高齢人口比率、医療水準等の「各国の固有効果」の影響が大きいこと等が頑健に示された。このように、コロナ禍の中では、医療・保健対応の他、所得補償／債務減免等の「経済支援」のための財政支出が国を問わず大幅に増加してきている。また、「マスクの効用」は他の実証分析でも示されているが、政策に十分に反映されておらず。それが、我が国特有の第七波に結び付いている可能性もある。

二、コロナ禍下の財政拡大と公的債務不履行・再編

コロナ禍に対応するため各国が行った財政拡大により、債務問題を抱える国が多く発生することが予想される。

二〇〇〇年代初頭にはHIPC（重債務貧困国）等の債務困難に対して、その発生要因に関する実証分析が、途上国の制度政策環境の強弱に応じた融資・贈与等の実施に繋がった。近年は低所得国等の累積債務問題が再燃するとともに、コロナ禍等のグローバル・ショックが債務国の債務返済能力に影響し、債務不履行・再編の増加が予想されることから、IMF（国際通貨基金）を中心に多くの理論・実証研究が行われている。特に、「銀行部門」が大きいほど対外債務を含む大規模

な再編が行われ、債務再編の成長・投資等への影響が大きかった、銀行部門の債務不履行・再編の発生やマクロ的影響に関する実証分析結果が示されている。このような影響を緩和する意味でも、銀行部門を代替・補完する「証券・資本市場の発展」が必要となるのではないか。

そこで、筆者は、従来の推定に用いられた変数や銀行預金等の「銀行部門」深化変数に加え、株式残高等の「証券市場」変数を用いて、債務再編・不履行の「発生リスク」、債務不履行「規模」、債務不履行・再編や金融証券変数等の「成長率への影響」に係る実証分析を、全世界及び不履行／再編経験国双方のサンプルで行った⁽²⁾。その結果、①金融危機・成長率低下・債務残高の増加が債務不履行・再編リスクを高め、成長率低下・対外債務の増加・制度政策環境の悪化が債務不履行規模を拡大していること、②銀行部門の発達が

国内債務再編リスクを増し、債務不履行・再編発生時に成長率を更に低下させるのに対し、証券市場の発展は国内債務再編リスク・債務不履行リスクを低減し、債務不履行・再編発生時でも成長率にプラスの効果を与え回復に貢献すること等が明らかになった。

先行研究や今回の分析を踏まえれば、債務不履行・再編を惹起する金融危機等の「グローバル・ショック」対応や協調的行動を涵養する「国際債務アキテクチュア」の再構築に併せ、途上国政府は脆弱な「金融システム」を強化し、債務危機時に銀行部門が及ぼす負の影響を緩和する意味でも、株式・債券等の証券市場の育成、特に「証券市場規模の拡大・深化」を図る必要がある。

三、東アジアの高齢化と金融資本市場

コロナ禍を経ても、東アジア諸国の高齢化のトレンドは変わらない。中国の高齢化が世界経済に及ぼす影響への懸念もあり、IMF等を中心に近年多くの分析が行われている。他方、IMFでは生産年齢人口を三〇～六四歳とする等、不自然な定義を用い先行研究と異なる実証結果を得ている。筆者は、IMFと同様の説明変数を用いながら、「生産年齢」を一五歳～六四歳とする通常の定義を用い、サンプル国数を増やしより長期の推定を行った。その結果、筆者等が行った従来の推定と同様の有意な推定結果が得られた^③。すなわち、「高齢依存人口」の増加が金利を引き上げ、株価収益率を低下させるが、「高齢化速度」の上

昇予想は金利低下、株価収益率の上昇を生む。他方、「金融開放度」が高ければそれらの影響は緩和される。

高齢化速度の上昇が予測されれば、退職後の生存年数及び消費支出が増大するため、貯蓄額を増やすことが合理的な選択と考えられる。しかし、実証分析によれば、高齢化速度の上昇予想は貯蓄を有意に減少させる一方で、金利低下、株価上昇をもたらしている。この「謎」は、「行動経済学」を用いれば「時間不整合性に伴う貯蓄の先送り現象」として説明できる。欧米では退職後の貯蓄不足が顕在化し、行動経済学を活用した貯蓄促進型年金制度が提唱されている。金融審議会では問題となった「二〇〇〇万円不足問題⁴⁾」のように、高齢化が進む東アジア諸国も退職後資金不足国になる可能性があるため、行動経済学の知見を入れ、Nudge（ナッジ）を効かせた金融・年金制度

の構築等が必要となろう。

四、柔軟なEBPMのすすめ

前述の債務問題や貯蓄不足対応等、国際機関や欧米では実証分析の結果など経済学的知見が実際の政策に応用されることが多い。他方、我が国では、EBPM（証拠に基づく政策策定）が呼びかけられながら近年まで普及していない。これは、「〜が期待される」だけで政策（法令・予算措置）が策定・実施され、政策決定の「論拠」が必ずしも必要とされないことも一因と考えられる。期待される結果が出なければ、予算が非効率化する可能性も高くなる。政策決定の「論拠」として、経済学と実証分析を柔軟に活用すべきであろう。筆者は実証分析結果を講演等で紹介する際にはEBPMの強化を訴え、特に、「予算要求」に

実証分析と経済学的解釈を「義務化」することを提案してきた。そうすれば、①予算の効率的使用の確率が上がる、②国会等での政策論拠が強化される、③財務省としても「理論・実証の十分性」等、予算査定の手段が増える、更に、④要求官庁を含め「霞が関」の「経済職」の人材活用が進む、⑤政策に関連する民間も含め真の経済専門家の採用が増加する、その結果、⑥我が国の経済学の水準が底上げされる、等の効果が「期待される」。もちろん、この政策転換にも実証が必要なことで、実証の義務化を「新規予算」で「実験」することを提言した。なお、「骨太二〇二二」には、「EBPMの取組を強化するため、エビデンスによって効果が裏付けられた政策やエビデンスを構築するためのデータ収集等に予算を重点化する」ことが盛り込まれている。

五、行動経済学の政策活用ー直接規制からナッジへ

「行動経済学」は、「利己的で合理的な「経済人」の仮定を置かない経済学」とされ、特に「強制せずに、人々の注意を特定の方向に向けさせて行動の変化を促す政策手法」（ナッジ）を用いる。前述の通り欧米では行動経済学の知見を政策決定に生かしているが、我が国でこそ、直接規制ではなくナッジを活用すべきではないだろうか。行動経済学やナッジの活用により、①「合理的経済人」の仮定では「謎」となる行動も理解可能となり、② Covid-19対策等でロックダウンなどの強い措置を強制できない我が国では、「社会規範」の活用等により「対策」の効果を上げることができ、③ナッジが効けば予算措置を節約できる

こと等が期待される。その効果は実証・実験で確認する必要があるが、Covid-19対策を含め、効率的な政策運営のためにその活用を検討すべきと考える。

(注)

- (1) 木原隆司(二〇二二)「新型コロナウイルス感染症の国際パネル分析－経済活動・感染・死亡への短期的影響」焼田他編著『新型コロナ感染の政策課題と分析－応用経済学からのアプローチ』日本評論社
- (2) 二〇二二年五月、日本証券経済研究所「アジア資本市場研究会」報告。近刊予定。
- (3) 木原隆司(二〇二二)「東アジアの高齢化と金融資本市場再考」小黒一正編著『人口動態変化と財政・社会保障の制度設計』日本評論社
- (4) 金融庁(二〇一九)によれば、「老後の生活においては年金などの収入で足らざる部分は、当然保有する金融資産から取り崩していくこととなる」が、「収入と支出の差である不足額約五万円が毎月発生する場合には、二〇年で約一、三〇〇万円、三〇年で約二、〇〇〇万円の取崩しが必要になる」とされた。

(5) 二〇一九年にノーベル経済学賞を受賞したバナジー&デュフロも著書『貧乏人の経済学』の中で、RCT(ランダム化制御試行)で効果が確認された後、政策適用を拡大すべきとしているが、RCTに限らずマクロの回帰分析等の実証結果も柔軟に活用すべきであろう。

(きはら たかし・獨協大学経済学部教授)