



## 新型コロナウイルス対策のための財政政策特集

この見解書は加盟国による新型コロナウイルス危機対応を支援するため、財政局が作成した特集の一部です。本稿に示された見解は国際通貨基金 (IMF) 職員のものであり、必ずしも IMF、IMF 理事会、IMF マネジメントの見解を反映していません。

## 財政逼迫下における財政リスク管理<sup>1</sup>

急速に変化するマクロ経済・金融環境は、世界全体で財政に悪影響を及ぼすだろう。多くの政府が、歳入減と歳出増に直面することになる。そして、政府の偶発債務残高のうちより多くの部分が現実化することになる。さらに、各国政府が対応策として講じた様々な財政措置によって、新たな財政リスクが生じることになる。各国政府は、自国の財政見通しにとっての様々なリスクを総合的に特定し、リスクが財政に与える影響を測定し、リスクを積極的に管理することが求められる。本稿では、各国政府が財政リスクに対処する上でとりうる戦略と対策について論じる。

### I. 財政リスクの管理 概要

新型コロナウイルス感染症の世界的流行は、歳出増と歳入減、また、偶発債務の確定債務化を通じて、財政に影響を及ぼしている。くわえて、危機対応として行われた政策措置によって、新たな財政リスクが生じると見られる。財政リスクが高まる場合、各国政府はまずベースラインの財政状況がどの程度影響を受けうるかを理解する必要がある。過去の主要な経済的緊張状況から導かれる教訓は、既存のエクスポートに起因するリスクがかなりの程度現実化する可能性があり、そうした現実化には強い相互関連性が見られるということである。こうした中で、各国政府は広範囲にわたる潜在的財政リスクを評価しなければならず、リスク源としては以下のものが挙げられる。

- マクロ経済環境の急速な悪化、一次産品価格の急落、大幅な自国通貨安、ソブリンスプレッドの拡大。
- 既存の明示的保証の履行請求。これは様々な形をとりうる。例えば各国政府は、キャッシュフローや流動性の問題を理由として、企業に対する既存の融資保証の履行を請求される可能性がある。渡航制限に伴う輸送量減少など、消費需要の低下を発端として、運輸部門の官民パートナーシップ (PPP) 案件に対する政府支援の供与が行われうる。
- 新型コロナウイルスによって直接影響を受けている産業を中心とする、苦境に陥った国有企業 (SOE) の救済 (国営航空会社等)。または、歳入不足や債務返済上の困難を理由とする地方政府に対する支援。
- 金融セクターに対する流動性支援の必要性。
- 資産価値の低下もしくは年金保証の顕在化 (またはその両方) による影響を受けた確定給付年金基金への補填。

世界金融危機時には、最も深刻な影響を受けた国々の公的債務が財政リスクの現実化によって対 GDP 比で平均 26% 増加した。そのうち 3 分の 1 は予算外の行動に由来するものであった<sup>2</sup>。

財政リスクの開示における透明性は、こうしたリスクの監視と軽減を支える上で非常に有用である。各国政府は、マクロ経済・金融環境の様々な変化が自国の予算に与える影響を理解し、また、主要な偶発債務とその顕在化の可能性を特

<sup>1</sup> 本稿はエムレ・バリベック、アマンダ・サイヤ、サンディーブ・サクセナ、ミシェル・ストーン、クロード・ウエンリンが作成した。

<sup>2</sup> IMF (2012) “Fiscal Transparency, Accountability, and Risk,” Fiscal Affairs Department.

定し定量化することに注力すべきである。まずは、顕在化の可能性が高い大項目に焦点を当てる必要がある。明示的な偶発債務と非明示的な偶発債務の双方を考慮しなければならない。

## II. 新型コロナウイルス流行に対策を講じるための政策措置

各国政府は、現在の新型コロナウイルス感染症の世界的流行がもたらすマクロ経済や社会にとっての課題に対処すべく広範な支援措置を講じている(別紙 1)。支援措置には様々な形があり、財政にとって持つ意味も異なっている。財政赤字の拡大という形で財政に直接影響を及ぼすものもあれば、予算外か非本来的な活動のように財政赤字には影響しないが債務の増加につながりうるものもある。また、偶発債務のように財政を中期的にリスクにさらすものもあり、それを特定して透明な形で管理することが必要となる。

- **予算措置**の例としては、追加支出(医療サービスや失業給付など)、資本補助金や対象を絞った給付(貸金補助や直接給付など)、税制措置(減税、免税、納税猶予)などがあり、これらは通常の予算経路を通じて提供される。こうした措置にかかる費用はすべて財政収支と政府債務に反映されることになる。ただし、歳出の優先順位の見直しなどによって、費用を相殺する措置が可能となる場合を除く。
- **予算外措置**には一般的に融資や出資といった資産の創出が含まれる。透明性の欠如を理由として予算外とされる措置も一部存在する。通常、予算外措置の財源は債務によって調達されるが、採算性がないと考えられる場合にのみ財政赤字として計上される。つまり、介入により損失発生が予想されるか、採算が合う収益率を得られる合理的な可能性がない場合である。予算外措置は従来型の措置と同等の精査の対象とはならず、費用を将来に先送りするものであるため、追加的なリスクを伴うことが多い。予算外措置の例としては、以下のものが挙げられる。
  - **資本注入**: 公的な金融・非金融企業に対して流動性やより長期的な支援を提供するために行う(ドイツ、韓国、チリなど)。
  - **融資**: キャッシュフローと流動性の制約を緩和するために企業や家計に対して行う(米国、ノルウェー、タイなど)。融資は、財政赤字に対してもたらす初期の影響はないか小さいかもしれないが、債務を増加させる可能性がある。融資は将来的に返済されない場合、政府にとってリスクをもたらす。
  - **資産買い入れ**: 金融機関に流動性支援を提供するために行われる不良資産や低格付け社債の買い入れ等(米連邦準備制度など)。資産買い入れの純財政コストは、将来の資産回収の期待と実現次第となる。
  - **債務引受**: 特に第三者債務など政府によるもの。通常、債務引受は初期の財政コストを伴わないが、公的債務を即座に増加させ、将来的に財政赤字に影響を及ぼす可能性がある。
  - **政府保証**: 信頼感に関する懸念への対処や流動性圧力の緩和を目的に銀行や企業、家計に対して、あるいは特定部門向けの包括的な保証プログラムの一環として小企業などに対して提供される場合がある(イギリス、ドイツ、フランス、オーストラリアなど)。政府保証は即時の初期コストを伴うものではないが、偶発債務を発生させ、政府は将来の保証履行請求のリスクにさらされることになる。偶発債務としては、他にレター・オブ・コンフォート(念書)や補償などがある。
  - **予算外基金**: 予算からの直接的な支援に代わって援助を提供・中継するために設置される(フランスの連帯基金など)。予算外基金は、事業実施の観点からは有益と考えられる場合がある一方で、財政の説明責任と規律を容易に損ねかねないものである。とりわけ現在の危機に関しては、新たな予算外基金の設置には慎重を期すべきである。さらに言うと、予算外基金は予算中に含まれるべきである。
  - **準財政活動**: 金融セクターや個人・企業への流動性支援(サウジアラビアなど)、あるいは価格統制を目的として、中央銀行やその他の国有金融・非金融機関を通じて行われる。国際基準では、準財政活動のうち補助金部分は予算に計上することが求められている。しかし、予算外基金と同様に、予算外の準財政活動は財政にとって即時の影響や計上すべき影響を伴わないとしても、潜在的なリスクを発生させ、財政の説明責任と規律が損なわれる可能性がある。

あらゆる予算外措置が財政に与える影響を評価し、追跡し、管理し、透明な形で報告する必要がある。予算外基金やその他の予算外財政活動は、サンセット条項が設けられるか、もしくは状況の正常化に応じて当該活動を予算に組み入れるための戦略を伴うかのいずれか、またはその両方がなければならない。

### III. 危機対応策関連リスクの評価・管理

予算措置が財政赤字と債務に与える影響は概して明らかな一方で、予算外措置によって発生する重大な財政リスクは依然として不明であり、十分に理解されていない。こうした措置を活用するか否かを決定するに当たり、各国政府は以下の点を検討すべきである。

**根拠:** その措置を講じることに確実な根拠はあるか。どのような政策目標に資するのか。同じ目標を達成する上で、より費用対効果の高い公的支援の方法はあるか。

- 現在のように不確実性が高い時期には、市場の失敗や不完全市場の影響は拡大する可能性があるが、こうした状況が生じた場合、あるいはマクロ経済の安定を考慮して、各国政府はリスクの引き受けを選択することが可能である。
- その際、政策のトレードオフを検討する必要がある。例えば、民間借入はプレミアムがより高いため、直接の融資や予算支援の方が個々の受益者に対する単発的な保証よりも費用対効果が高い可能性がある。また、透明性もより高い。他方で、恩恵が多数の受益者に行き渡る場合には、包括的な保証の方が高い費用対効果となる可能性がある。というも、取引費用がより低い可能性があるからである。

**コスト:** 支援に伴い現在と将来にどのような財政コストが発生するか。

- 各国政府は、偶発債務やその他の予算外活動に起因する最大エクスポージャーを評価し、最悪の場合にその吸収が可能か見極める必要がある。費用負担能力を評価することで、政策担当者は各措置が財政に与える影響を意識することができ、こうしたリスクの監視・会計・管理に役立つ。
- 保証やその他の偶発債務（準財政活動から発生するものなど）の期待費用については、偶発債務の顕在化の可能性や回収が見込める部分を含めて推定を行う必要がある。しかし、新型コロナウイルス流行の経済的影響の規模や期間をめぐって不確実性が高い現状にあっては、リスクが現実化する確率を正確に推定することはほぼ不可能である。
- 保証対象者のデフォルトや、その他の偶発債務の顕在化によって発生するコストを負担できるように、政府予算内に十分な引当を積んでおくことが必要である。

**リスク軽減:** リスク軽減やエクスポージャー抑制のためにどのような行動をとれるか。

- 一部の介入について政府のリスク・エクスポージャーの大きさを制限し、あるいは上限を設定する。
- サンセット条項が適切でありうる。また、経済が回復する時のために出口戦略を策定する。
- 保証に関しては、部分保証の提供が可能と考えられる。担保を確保したり、資産回収条項を盛り込んだり、リスクベースの手数料を課したりすることもできる。
- 現下のパンデミックと経済的影響に対処するための国際協力。
- リスクを制限・軽減するか、あるいはリスクをそのまま引き受けるかの決定は、見込まれる費用と便益についてマクロ経済の安定や財政の持続可能性、そして効率性の観点から評価を行った上でなされる必要がある。

**リスク管理:** リスク・エクスポージャーを管理・監視するためにどのようなメカニズムがあるか。

- 審査機能を持つ中枢での承認が必要となる。財務大臣や内閣がその例である。一部のケースでは議会による承認が必要となりうるが、支援の遅延を招きかねない。
- 偶発債務の監視・管理・報告のために明確な説明責任を確立する。
- 次の点に関して定期的なレビューを行うための監視メカニズムを確保する。(1) 新たに入手可能となる情報に応じたリスク現実化の可能性、(2) 現行の政策が引き続き適切か否か、(3) 現行の軽減措置で十分か否か。

- リスクと政策対応を評価・監視するための政府内調整メカニズムを確立する。特に、金融セクターのエクスポーザーを監視・管理するための財政・経済省庁と中央銀行の間の調整メカニズムが必要である。
- 提供した保証や履行請求を受けた保証の監視、また支援措置が経済や雇用に与える影響の監視に議会が関与することによって、正統性の向上につながる。
- 直接的か偶発的かを問わず、また、予算内か予算外かを問わず、あらゆる財政措置について完全な情報開示を確保する。

#### IV. 公共財政管理に係る全体的な制度能力の強化

強力な公共財政管理(PFM)は、財政リスクに対する防御となり、危機対応や財政リスク管理に関する政府の能力を強化することになる。新型コロナウイルスの世界的流行のように急速に進展する危機においては、省庁横断的な公共財政管理の危機管理チームを立ち上げるなどして、公共財政を管理する上で全政府的なアプローチをとることが有用である。新しい政策や政策提案が財政や予算に与える潜在的な影響を評価し、公共財政管理措置の政府全体での一貫した実施を監督すること等がその目的となる。公共財政管理措置については、以下のとおり提案する<sup>3</sup>。

##### 財政見通しに最新情報を反映させる

- 歳入・歳出および予算外活動の監視の強化(と頻度の向上)によって、全体的な財政状況と経済の様々な部門に対する影響について兆候を早期に把握できるようになる。このことは、税務当局や支払システム(統合財政管理情報システム(IFMIS))、債務管理当局による情報更新の頻度を増やし、偶発債務と財政リスク増大を定期的に監視することを必要とする。
- 週ごとの財政動向レポートを導入する。このレポートでは、(1)標準的な歳入・歳出との差、(2)予算外措置を含む政策発表の影響(新規の発表と、過去の発表のコスト変化)、(3)偶発債務の現実化、(4)政府の債務と流動性のポジションを示す。

##### 緊急対応の選択肢と行動の費用見積もりを継続的に行う

- 政府のあらゆる決定や発表は、費用を見積もり、計上し、監視する必要がある。
- 当初の費用見積もりには、財務省の他に保健省のように優先的な支出を行う関連省庁も関与しなければならない。費用見積もりは概算でも構わないが、事態の進展に応じて、またさらなる情報の入手が可能となるに応じて更新される必要がある。
- 財政政策対応に関する明確なコミュニケーションは、企業と消費者の信頼感を最大化する上で有用である。

##### 必要な緊急支出にとっての障壁を除去する

- 新たな支出に関して立法府の承認を得る、また、既存の支出権限のより柔軟な利用を可能にする。例えば、最近成立したフランスの補正予算は1週間のうちに準備され採択された。
- 必要がある場合には、能力開発を含め国際金融機関による外部からの支援を模索する。
- 新たな緊急支出措置のための余地を作るべく、優先度の低い不急の支出を特定する。

##### 現金が最も必要とされるところに届くようにする

- 政府の部局間でキャッシュフロー需要に関するタイムリーな情報の流れを確保する。
- 銀行業務提供者との毎日の情報共有を通じて、現金収支を注意深く監視する。
- 現金の払出しは優先度の高い支出項目に集中させる。

<sup>3</sup> より精緻な議論については、本シリーズの別稿「緊急対策上の課題に向けた公共財政管理システム整備」を参照。

- 国庫単一口座システム外に存在する政府の重要な現金プールのいずれからも現金を引き出す可能性と、そうした現金プールを国庫の管理下に置く可能性を模索する。

#### 債務ポジションおよび市場アクセス、総体的なリスクを管理する<sup>4</sup>

- 資金調達継続性を確保し、柔軟なアプローチを採用する。市場でリスク認識が高まる場合には、借換リスクを軽減するためのアプローチが必要となりうる。市場アクセスが失われる場合、その回復は困難である。
- 債務管理当局は市場の動向を注意深く監視しなければならない。発行方法や価格決定システムは、市場参加者のニーズに対応すべく修正される必要がありうる(公告から入札までの期間の短縮、単一価格入札、シンジケート方式、より短期の債券の提供など)。
- 借換リスクの管理には債務管理策の実行が必要となりうる。
- 金融機関や国営企業を含む公共団体は、市場における資金調達に関して競争ではなく連携すべきである。
- 現金バッファーや与信枠、その他の代替的な資金調達源により流動性を増やす。代替的な資金調達源には、主に発展途上国向けの多国間融資制度や贈与も含まれる。
- 財政余地や債務持続可能性に及ぼす長期的な影響を考慮しつつ、外貨建て短期債務や偶発債務に由来するリスクを追跡する。

#### 公共財政管理機能の稼働を維持する

- 必要不可欠なサービスの提供が可能となるよう、中核的な公共財政管理システム(特に支払いと承認)の機能の継続と、業務継続計画の発動を確保することが重要である。それは、病気以外にも物理的制約(政府による移動制限など)を理由とする職員の不在によって困難となる可能性がある。物理的制約がある場合には、勤務は可能だが出勤できない職員向けに、遠隔のオンラインツールを導入することが必要となりうる。そして、潜在的なサイバーセキュリティリスクを確実に管理する必要がある。
- 支払いの迅速化を促進するために、管理を一時的に緩和することが必要となりうる。例えば、資金の再配分や支払い承認に係る権限を委任したり、優先度が高く低リスクの支払いについては監査前の統制を軽減したりすることである。
- より頻繁な調整会合等を通じて、地方政府や、必要に応じて他国政府と緊密な調整を行う。

---

<sup>4</sup> 近日公表予定の見解書「新型コロナウイルス流行対策としての債務管理」において債務管理当局の役割と対応に関してさらに詳細に議論している。

別紙 1:新型コロナウイルス流行対策としての政策措置例

カテゴリー	政策措置	財政・リスク管理
<b>予算措置</b> (財政コストは赤字とバランスシートに反映される)	<ul style="list-style-type: none"> <li>支出(医療サービスや失業給付など)</li> <li>資本補助金・対象を絞った給付(貸金補助や直接給付など)</li> <li>税制措置(減税、免税、納税猶予)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>予算および公共財政管理に関する通常メカニズムを通じて措置を承認・実行</li> <li>予めすべてのコストを財政赤字と債務、資金調達に反映</li> </ul>
<b>予算外措置</b> (財政コストは債務の増加と資金調達に反映される)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有企業に対する資本注入</li> <li>企業や家計に対する融資</li> <li>資産買入れ(不良資産)</li> <li>債務引受</li> <li>予算外活動</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>介入の根拠の明確化</li> <li>財政コストの評価</li> <li>中枢による承認のためのメカニズムの確保</li> <li>すべての措置の開示</li> </ul>
<b>政府保証</b> (初期のキャッシュフローは発生しないが、リスクや潜在的な将来のコストへのエクスポージャーがある)	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融セクターや他のセクターに対する包括的保証</li> <li>特定の機関・事業体に対する単発的な保証</li> </ul>	上記に加えて <ul style="list-style-type: none"> <li>リスクの大きさの算定</li> <li>部分保証およびリスクベースの保証料の検討</li> <li>資産回収の余地の確保</li> <li>期待費用に備えた予算への引当の計上</li> </ul>
<b>他の偶発債務</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>準財政活動</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクの大きさの算定</li> <li>すべての偶発債務の開示</li> </ul>