

先進国の債務増加について

専門研究員 古金 義洋

目次

- | | |
|----------------|----------------------------|
| 1. はじめに | 3. 日本の債務増大について |
| 2. 米国の債務増大について | 4. 政府債務急増で懸念される
金融市場の動揺 |

1. はじめに

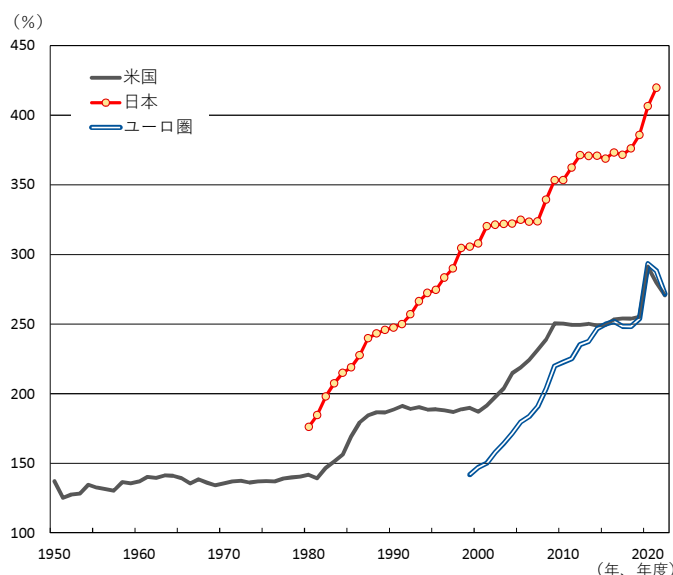
近年の歴史的な低金利のなかで先進国の債務（非金融部門債務¹）は急拡大した。家計や企業など民間が低利で資金を調達しようとしたのに加え、政府はリーマンショック、コロナショックによる経済停滞に対応した大規模な景気刺激策を実施し、国債を大量増発したことが背景にあった。

図1は日米欧の非金融部門債務の名目GDP比をみたものだが、米国やユーロ圏の債務はGDPの2.7倍程度（図1の直近数値は2022年）、日本では4.2倍程度（同2021年度）の規模に拡大している。

しかし、昨年以降、欧米の金利は急上昇した。日本でも金融政策が正常化するにつれ金利も上昇していくことが予想される。こうした金利上昇が市場混乱を引き起こす可能性があるだろう。

まず、借り手サイドでは、住宅ローン金利上昇で家計の住宅投資需要が冷え込むおそれがある。また、企業は資金調達難で経営不安に陥ったり、設備投資を抑制したりする懸念がある。一方、貸し手サイドでは低金利の債券を購入した投資家が、金利上昇による債券価格下落で損失を被る事態が想定される。実際、最近の米国の金融不安は、金利上昇によ

（図1）日米欧の非金融部門債務（GDP比）



（出所）各国統計より作成

って銀行が巨額の債券含み損を抱えたことが原因だった。

本稿では、米国と日本を中心に、歴史的な低金利局面で、特にどの部門が債務を増やしてきたのか、また、どこが債券投資を増やしてきたのかを把握し、金利上昇がどういう影響を及ぼすのかについて考える。

1 銀行借入と社債、国債など債券発行による資金調達の合計。株式は含まない。

2. 米国の債務増大について

図2は、米国の政策金利であるFF（フェデラルファンド）金利と非金融部門債務の対GDP比率（以下では債務比率と呼ぶこととする）の動きを見比べたものだが、金利が上昇していた1970年代まで、債務比率は120～140%程度で、ほとんど横ばいだった。しかし、金利が低下に転じ始めた1980年代初め頃を転機に、債務比率は急速に上昇していったことがわかる。

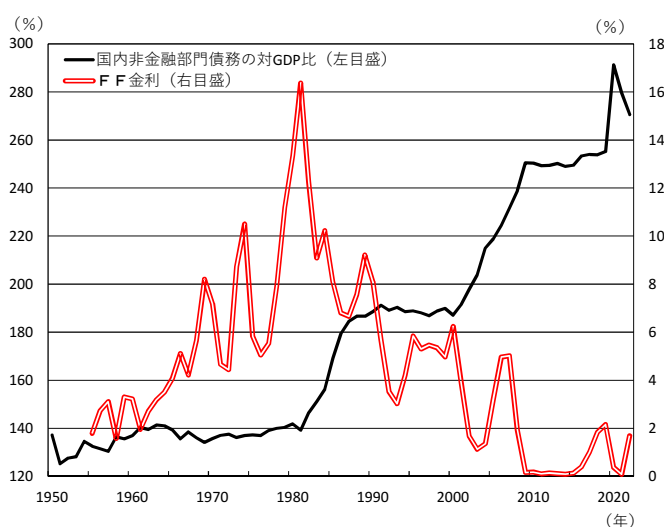
特に、債務比率の上昇が急だったのは以下の3つの時期だ。まず、1981年から1987年にかけて債務比率は139%から185%に上昇した。図3は、非金融部門債務の内訳として、家計、企業、連邦政府の債務についてそれぞれGDP比率をみたものだが、この時期は家計、企業、連邦政府がそれぞれ債務を増加させていた。金利の急低下により家計や企業が債務を拡大させた一方、政府もレーガン政権下で減税や国防費増大によって財政赤字が拡大し、国債発行が増えた。

次に、2000年から2010年にかけて債務比率は187%から250%に上昇した。この時期において債務が急膨張したのは家計部門だ。住宅バブル下で家計の住宅投資が過熱気味に増加し、結果としてサブプライムローン問題、リーマンショックにつながった。リーマンショックに対応した公的資金投入のため、連邦債務も2008年から2010年にかけて急増した。

最後に、2020年のコロナショックが債務を増大させた。債務比率は2019年の255%から2020年には一時291%と300%に迫った。この時期においては、経済活動停止により資金繰りが悪化した家計や企業が一時的に借入を増やしたほか、政府が民間への給付金支払いのため、巨額の資金調達に動き、それが政府債務を増加させた。

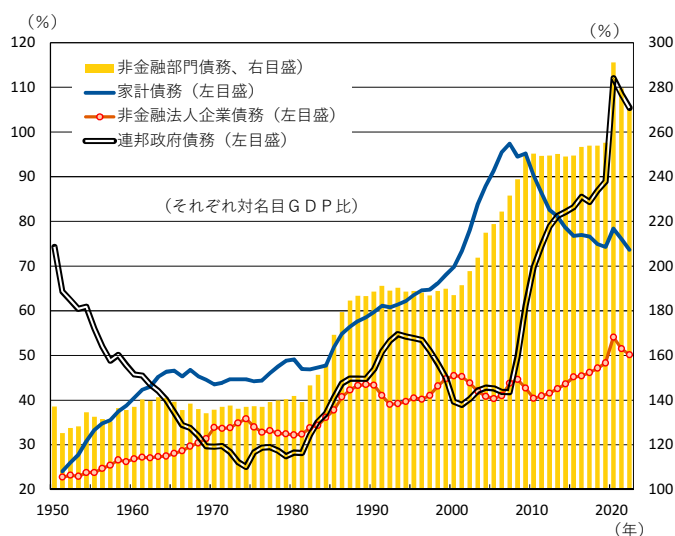
1980年代以降、米国全体の債務比率が上昇

（図2）米国の金利と債務



（出所）図3～5ともFRB “Financial Accounts of the United States”

（図3）米国の部門別債務



するなかで、家計や企業などの民間も債務を膨らませてきたが、2000年代以降、最も債務を大きく膨らませたのは結局のところ連邦政府だった。借り手サイドにおいて、金利上昇によって最も大きな悪影響を受ける可能性があるのは政府部門であることがわかる。

このように債務比率は政府債務を中心に

段階的に上昇していったわけだが、注目しなければならないのは債務比率が横ばいになる局面こそみられたが、低下する局面がなかったという点だ。

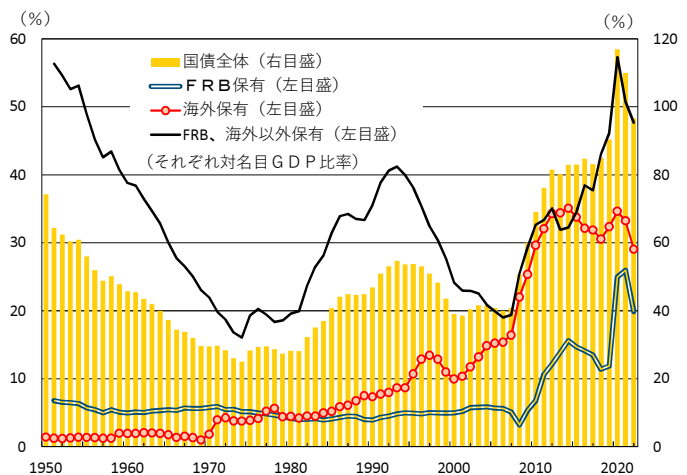
景気循環との関連で言えば、景気拡大局面では住宅投資や設備投資など積極的な投資のための借入ニーズが増加するとみられ、実際、1981～87年の家計や企業の債務増大、2000年以降の家計の債務増大はそうした景気拡大局面でのものだったとみられる。

だとすれば、それとは逆に景気が悪化する局面では、短期的な資金繰りのための借入が増えたとしても、積極的な投資のための借入は減少し、債務全体は減少してもおかしくなかったように思われる。しかし、実際にはそうならず、債務比率は米国景気が景気後退局面だった1990～91年、2001年、2008～09年においても大きく低下することはなかった。

これは、本来なら債務規模が調整されてもいい景気悪化局面で、景気の落ち込みを抑えるための政策対応がなされたことが原因だったのではないかと考えられる。金融面では早めの利下げがなされ、実際、FF金利は段階的に低下していった。グローバル化に伴うデイスインフレ傾向のもとで、金融当局はインフレをさほど気にすることなく、景気に配慮した早めの金融緩和政策に踏み切ることができた。そして、この金利低下によって債務削減のインセンティブが薄れたと考えられる。1990～91年や2001年の景気後退局面では企業の債務比率は低下したが、家計の債務比率は上昇した。これは金利低下が家計の住宅投資意欲を高めたことが原因と考えられる。

一方、財政面では2008年のリーマンショック、2020年のコロナショックなど大きな経済ショックに対応した巨額な財政資金投入が繰り返された。そうしたショックの後に経済成長ペースが元に戻れば、財政政策スタンスを

(図4) 米国債の保有状況



緊縮気味に戻して財政を黒字に転換することもできただろう。だが、実際には経済停滞が続く、赤字財政が続いたため、政府債務は累積的に膨らんだ。金利低下による利払い負担減少が財政規律の緩みにつながった可能性もある。

結局、米国で債務の対GDP比率が段階的に上昇し低下しなかったのは、第1に、金利低下によって債務削減のインセンティブが低下し、また、金利低下が新たな投資を呼び起こしたことで、第2に、大きな経済ショックに対応して巨額な財政資金投入が実施され、その後も赤字財政が続いたことが原因と考えられる。

金利低下は企業や家計の借入意欲を高める半面、貸し手サイドにおける貸出意欲あるいは債券投資意欲を減退させることも考えられた。だが、貸し手サイドでは、リーマンショック後、ゼロ金利政策や量的金融緩和政策で金余り傾向となり、多くの投資家は資金運用難の状況になり、低利回りの国債の保有も増えた(図4参照)。

量的金融緩和政策の一環として、中央銀行であるFRBも国債購入を進めた。FRBの国債

購入は他の投資家の買いを先導した。ただ、後述する日銀による日本国債購入に比べると、FRBの国債保有が他部門に比べ極端に大きいわけではない。図5は米国債残高に占めるFRB保有割合を示したものだ。FRBが量的金融緩和を始める前の2008年時点では6%だったが21年には一時24%程度に高まった。ただ、同保有割合は1974年時点でも21%とかなり高かった。現在（22年時点で21%）の保有割合が過去に比べて異常に高いとも言えないだろう。

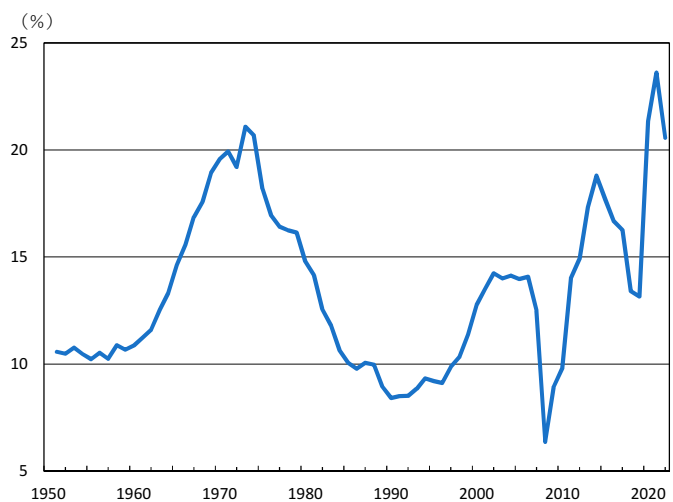
図4でみる通り、国債残高の対GDP比は2007年の41%から22年には97%へと56%ポイント上昇したが、これをFRB保有、海外保有、それ以外の投資家の保有に分けると、FRB保有が5%から20%へと15%ポイント上昇、海外保有が16%から29%へと13%ポイント上昇、それ以外の国内一般投資家の保有が19%から48%へと29%ポイント上昇し、上昇幅としては国内一般投資家の上昇幅が大きい。これは、金利上昇の際に、米国の幅広い投資家が債券価格値下がりによる損失を被ることを示唆している。

3. 日本の債務増大について

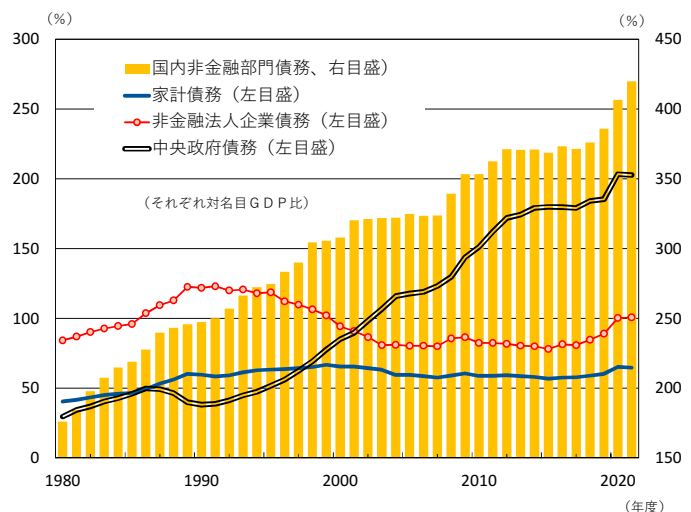
日本の債務比率は図1でみる通り、2021年度時点で420%と欧米に比べかなり大きく上昇しており、後述する通り、政府債務が中心だ。

図6は企業、家計、中央政府と部門別に債務比率をみたものだ。企業の債務比率は1980年代は上昇傾向を辿り、80年度の84%から123%に上昇したが、90年代以降については設備投資の伸び悩みなどにより下向きになり、2015年度時点で78%に低下した。その後は幾分上昇し、2020年にはコロナショックで資金繰りが悪化した企業の後ろ向きの借入増加により100%まで高まった。だが、この水準は90

（図5）米国債残高に占めるFRB保有割合



（図6）日本の部門別債務



（出所）図7、8とも、日銀「資金循環勘定」

年度の水準を下回る。家計の債務比率も80年代は上昇傾向を辿り、1980年度の40%から90年度には60%へと上昇したが、その後はほとんど横ばいに近い動きになった。

これに対して、中央政府の債務比率は1990年度の38%を底にほぼ一本調子で上昇傾向を辿り、21年度には203%と、30年強で165%ポイント上昇した。同期間における非金融部門全体の債務比率は248%から420%へと、172%

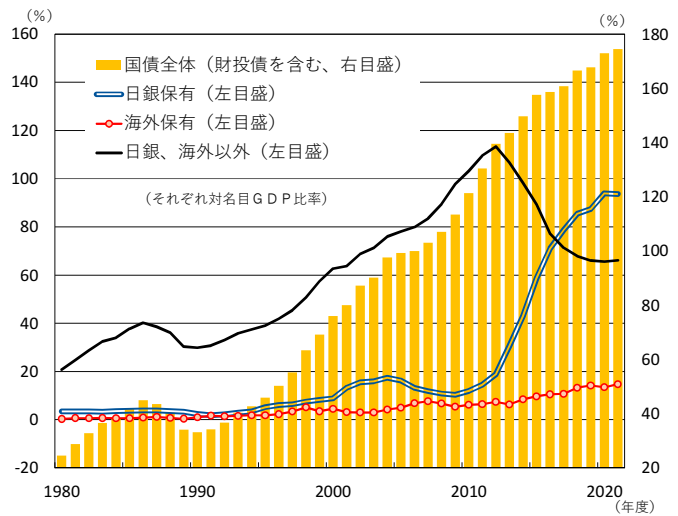
ポイント上昇したが、非金融部門の債務比率上昇のほとんどが中央政府のものだということがわかる。

このように日本では1990年代以降の債務増加分のほとんどが中央政府の債務、つまり国債だったわけだが、ではこの国債を買っていたのは誰か。米国同様、投資家は低金利下で資金運用難に直面し、図7にみるように、2012年頃までは一般投資家が国債を多く買っていた。しかし、2013年以降の黒田日銀総裁による異次元緩和で、日銀は国債を大量に増やすことになり、日銀は一般投資家の保有する分まで国債を購入する形で国債を事実上買い占めるようになった。この結果、国債のうち約半分を日銀が保有する形になっている（図8参照）。

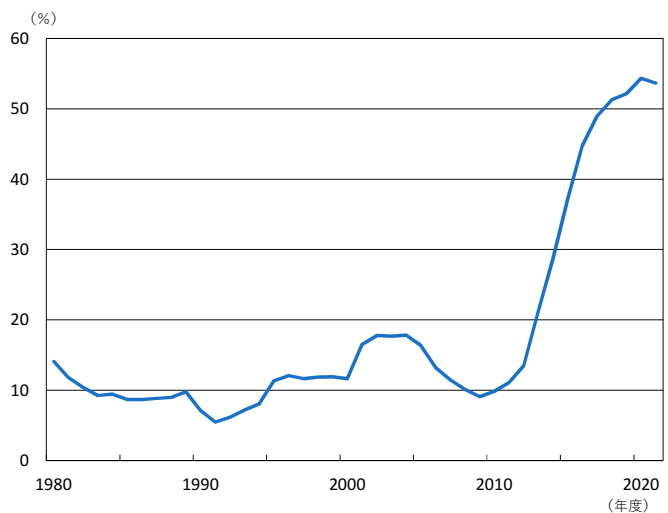
2021年度の日銀の国債保有額はGDP比94%と米FRBの米国債保有額の対GDP比（22年時点で20%）に比べ大きく、今後、日本で金利が上昇していくとすれば、日銀は米FRBに比べても債券価格下落による含み損を抱える可能性が大きい。日銀が巨額の損失を抱えることになれば、日銀納付金の減少といった形で財政赤字を一段と増大させると予想される。また、日銀が債務超過に陥る可能性があり、それを通貨としての円の信用を傷つけることになる。

また、日銀、海外保有以外の国内一般投資家の国債保有も対GDP比で66%と、米国におけるFRB、海外保有以外の国内一般投資家による国債保有の対GDP比（22年時点で48%）に比べると大きい。日銀が半分を買い占めているとは言え、一般投資家も大量の国債を保有しており、金利が上昇すれば日銀以外の投資家も大きな損失を被るおそれがある。

（図7）日本国債の保有状況



（図8）日本国債残高に占める日銀保有比率



4. 政府債務急増で懸念される金融市場の動揺

日米に共通するのはリーマンショック後の債務増大は政府債務が中心だったという点で、今後の財政赤字動向には注目しておくかなければならないだろう。

米国の財政赤字は一時減少する様子もあったが足元では再び増加している。そうしたなかで米国では連邦政府債務上限引き上げ問

果として起きた株価の急落といった一時的なショックのあと、財政不安が再燃することにはなかった。2012年9月から13年末にかけての量的金融緩和第3弾の効果もあり、13年6月にバーナンキ議長が資産買い入れ額を徐々に減らしていく「テーパリング」を発表するまで米10年国債利回りは1%台後半を中心に推移した。

簡略化して言えば、2010年代初めの米国の債務上限引き上げ問題はS&Pによる米国債格下げや欧州債務危機といった事態にまで発展したが、中央銀行による国債買い支え、あるいは事実上の財政ファイナンスが功を奏して危機は収束した。

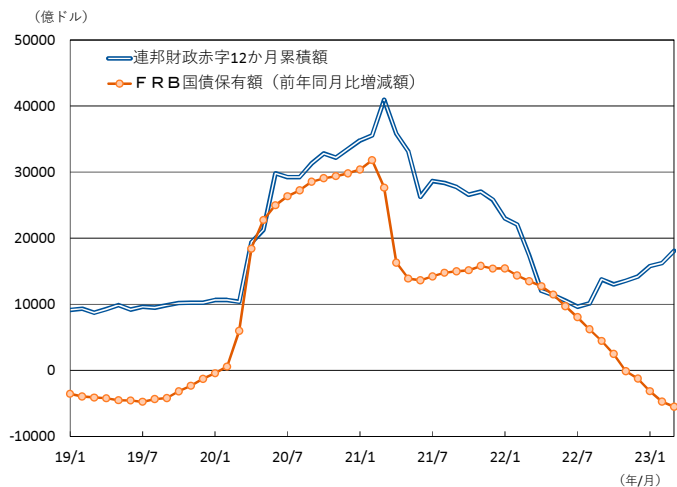
言うまでもなく、財政問題による不安心理の高まりに対して、中央銀行が国債を買い支えることで不安を解消できたのは、リーマンショック後の世界経済がデフレ気味であり、財政赤字を中央銀行が事実上ファイナンスする形でもさほど問題にはならなかったためだ。

だが、今は、インフレに対応して、欧米中央銀行による事実上の財政ファイナンスを停止し始めている。金融引き締めによって金利全般が上昇するなかで、財政への不安感が国債の信用リスクを高めるようなことになれば、国債利回りは大幅に上昇することになる。

バイデン政権は増税により財政赤字を削減する構えだが、共和党が多数を占める下院の反対で実際には増税による赤字削減の可能性は低い。実際、米議会予算局が発表した長期財政見通しによれば、米国の財政赤字は、2022年実績の1兆3,750億ドル（対GDP比5.5%）から年々悪化し、33年に2兆8,510億ドル（同7.3%）と倍増する見込みだ。連邦債務残高のGDP比も22年末の97%から33年末には118%へと高まる見通しだ。

こうしたことから財政赤字拡大に対する

（図9）米国の財政赤字とFRBの国債購入



（出所）米財務省、FRB

不安心理は高まっていくおそれがあるが、その反面、FRBはすでに量的引き締めを始めている。図9にみる通り、財政赤字は再び増加し始めたのに対し、FRBによる国債購入は減っており、需給悪化からの米国債利回り上昇が金融市場を動揺させる可能性がある。

また、2010年代初めの米国での債務上限引き上げ問題が欧州債務危機の形で欧州に波及したことを考えると、日本でも今回の米債務上限引き上げ問題を対岸の火事としてみることはできないだろう。政府債務の規模から言えば、日本の財政赤字状況が欧米に比べはるかに深刻であることは事実である。

日本では国債が日銀によって買い支えられているという点では、目下のところ危機意識は醸成されにくい。仮に、日本でも予想外に持続的なインフレ局面への転換が起こり、日銀が早めの金融引き締めに動かなければならなくなるとすれば、情勢は一変するおそれもある。

（5月8日 記）