

2020年5月26日 全8頁

# コロナ禍による過剰債務リスク

## 民間債務・政府債務の信用リスクと経済成長への懸念を検証

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光  
主任研究員 溝端 幹雄  
エコノミスト 鈴木 雄太郎

### [要約]

- 新型コロナウイルス感染拡大による世界経済の急減速を受けて、信用リスク拡散への懸念が高まっている。資金循環の目詰まりによる信用リスクの幅広い伝播を避けるために、各国当局は思い切った経済対策をこれまで講じてきた。財政・金融が一体となった政策運営により、足元の経済の悪化には歯止めがかかりつつある。ただし、未曾有の規模の対策が相次ぐ足元の状況からは、コロナ禍以前に積み上がっていた高水準の債務が暴発することへの強い懸念も浮き彫りになったと言え、当面はその動向が注目される。
- 民間債務については、足元から債務削減への圧力が高まろう。民間債務の削減は、投資の減少等を通じて経済成長率の低下と一定の関係性が見られ、その規模がポイントとなる。今回のコロナ禍によって、リーマン・ショック時と同規模となる▲20%の信用収縮が生じた場合、米国の実質 GDP を▲4.2%押し下げると見込まれる。また欧州についても▲5.8%、日本も▲2.7%押し下げるとみられる。
- 政府債務については、経済対策等により短期では一層の拡大が不可避だが、各国間の財政余力の差には注意が必要となる。一方で、長期的には過剰な政府債務が経済成長率を抑制する懸念があることから、財政規律維持への配慮も求められる。公的債務残高比が103%を超えて過剰になると、公的資本が十分に整備される中、外部効果が期待できない財政支出が増えることや、財政の硬直化やリスクプレミアムの上昇などへの懸念も生じやすいため、むしろ限界的には成長率にマイナスの影響が出てくる。足元では財政政策によって企業倒産や雇用悪化を最小限に抑えることが最優先課題だが、長期的には公的債務の管理に一層目を配らせることが重要になるだろう。

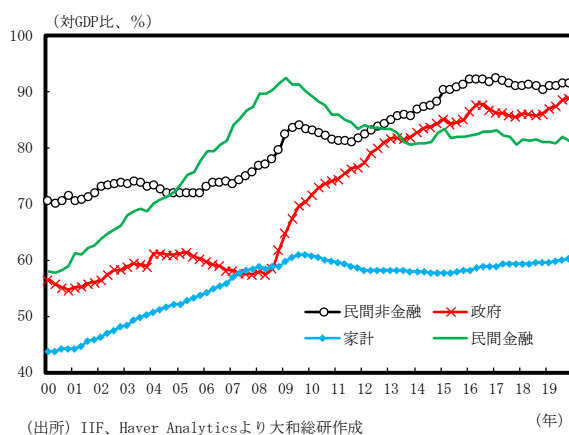
## 1. 民間非金融債務は削減へ、経済成長率の下押し圧力に

### 経済の急速な悪化が過剰債務問題を浮き彫りに

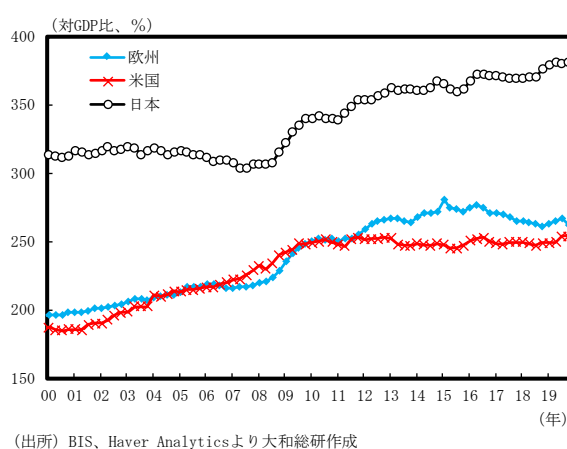
新型コロナウイルス感染拡大防止のための様々な取り組みは、他方で世界各国の経済に深刻な悪影響をもたらしている。経済活動の急減速に伴う最大のリスクは、資金循環の目詰まりによる信用リスクの幅広い伝播であり、これを避けるために各国当局は思い切った経済対策をこれまで講じてきた。財政・金融が一体となった政策運営により、足元の経済の悪化には歯止めがかかりつつある。ただし、未曾有の規模の対策が相次ぐ足元の状況からは、コロナ禍以前に積み上がっていた高水準の債務が暴発することへの強い懸念も浮き彫りになったといえる。そこで、本稿では主に主要国の債務関連リスクを取り上げる<sup>1</sup>。

世界の債務残高の対 GDP 比を見ると、近年は全体として高水準での推移が続いており、中でも民間非金融部門と政府部門の債務は過去最高水準を更新し続けてきた（**図表 1**）。これは主要国・地域に共通の特徴といえる（**図表 2**）。リーマン・ショック以降は全般に緩和的な金融環境が続いた中で、規制が強化された金融部門とは異なり、非金融部門は民間でも比較的容易にレバレッジを高める運営が可能となっていた。しかし現在、コロナ禍を受けて世界的な景気の後退局面入り避けられない中で、民間部門の債務には今後削減圧力がかかりやすい。

図表 1：世界の債務残高対 GDP 比



図表 2：各国の非金融部門債務残高対 GDP 比



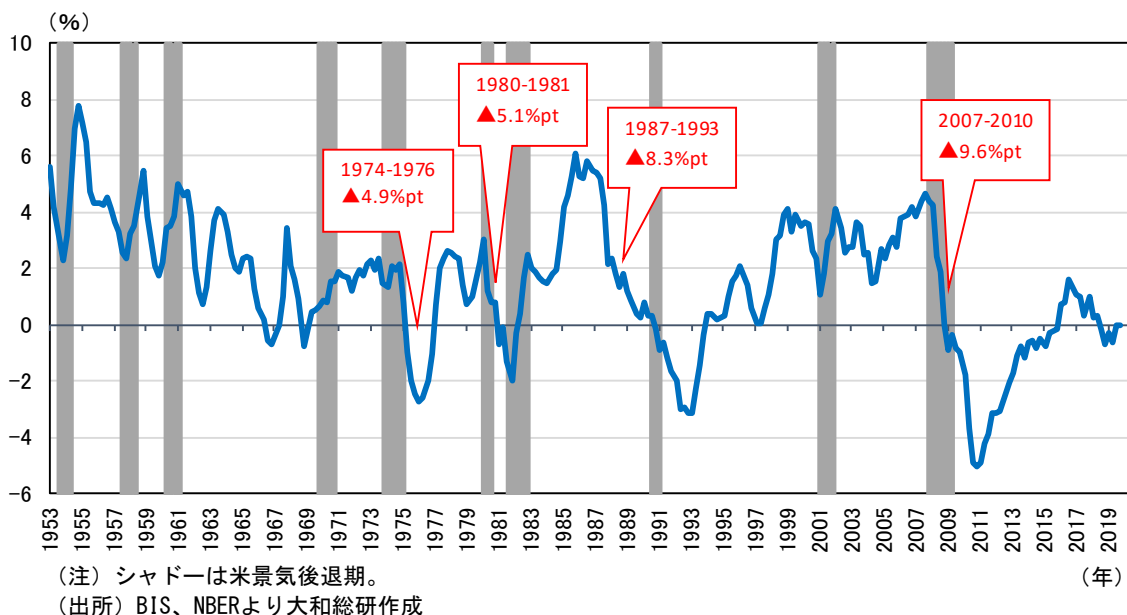
### 民間非金融部門の債務削減は成長率の低下と連動

民間部門の債務削減圧力は、信用収縮（クレジットクランチ）と景気悪化によってもたらされる。長期的なデータが取得可能な米国を例にとると、特に石油ショック以降の景気後退局面の前後では、民間非金融部門の債務残高対 GDP 比が大きく低下していたことが分かる（**図表 3**）。まずは好況末期の金融引き締めが信用収縮開始の契機となり、後に経済全体が不況に陥ることで債務の削減が一段と進んだと考えられる。

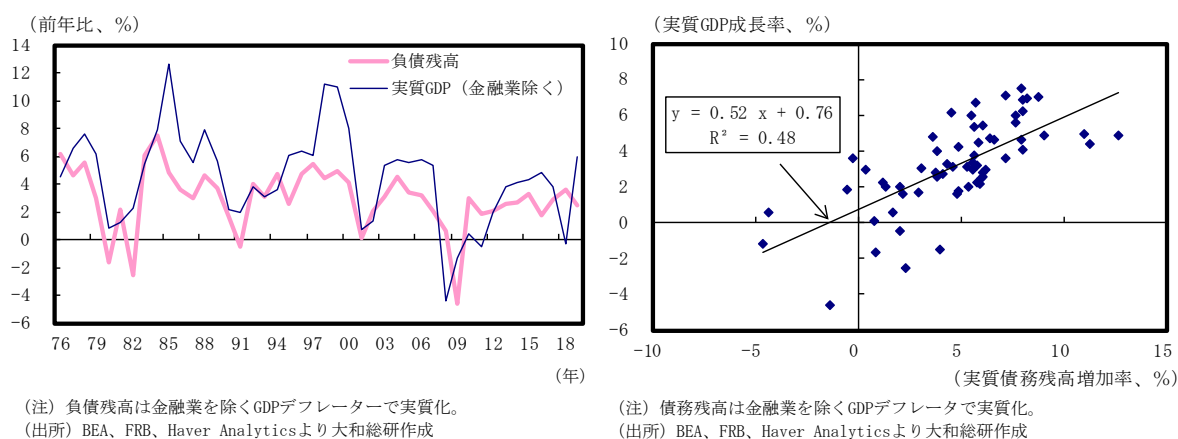
<sup>1</sup> 新興国については神田慶司・田村統久・岸川和馬・和田恵「[コロナ禍で警戒すべき新興国はどこか？](#)」（2020年5月25日、大和総研レポート）を参照。

民間の債務が削減される場面では、設備投資なども控えられることから、経済全体の成長率の低下も連動して起こっている。米国の例を検証すると、民間非金融部門の債務の増減と実質 GDP 成長率（金融除く）には一定の関係性があることが分かる（**図表 4**）。これは、欧州や日本の例で見ても類似の関係が指摘される。よって、足元からの景気悪化局面でも、民間部門の債務削減の動きが経済成長率の一段の低下を促す懸念も無視できない。

**図表 3：米国の民間非金融債務残高 GDP 比の前年同期比**



**図表 4：米国の民間非金融部門債務残高増加率と GDP 成長率**



### 大規模な信用収縮が起こる場合の経済への影響は大きい

では、民間部門の債務削減は、当面の経済に対してどの程度の悪影響を与え得るのだろうか。近年で最も大きな信用収縮が起きたのは、2008年のリーマン・ショック時であった。この時、米国の民間銀行における商業用・産業用の貸出額は2009年に前年比▲18.9%、翌2010年にも同▲2.4%と累計で20%を上回る減少を記録した。今回のコロナ禍によって、当時と同規模とな

る▲20%の信用収縮が生じた場合、金融機関のレバレッジを8.9倍（国内銀行の「資産/自己資本」比率を使用）と仮定すると、実質GDPを▲4.2%押し下げると見込まれる。また、同様の試算によると欧州（同レバレッジ：10.6倍と仮定）では実質GDPを▲5.8%、日本（同レバレッジ：21.2倍と仮定）では▲2.7%押し下げるとみられる（図表5上段）。

しかし、今回の景気悪化はリーマン・ショック時を超えて、戦前の大恐慌以来の規模になるとの見方も浮上している。その大恐慌時における米銀行の融資残高は、1929年末と1934年末の比較で50%を超える縮小となっていた。最悪のケースとして、大恐慌並みの▲50%の信用収縮が起きると仮定した場合、上記と同様の試算を行うとそれぞれ米国では▲10.4%、欧州では▲14.6%、日本では▲6.9%、実質GDPが押し下げられる可能性がある（図表5下段）。各国の政策当局は、信用リスクの拡散という事態を避けるためにこれまでも様々な対策を講じているが、今後も必要に応じた追加対策により、経済への悪影響を抑える努力が求められよう。

図表5：クレジットクランチがGDPに与える影響

リーマン・ショック時並みに金融機関のレバレッジが縮小した場合(20%)

クレジットクランチが成長率に与える影響			
	貸出抑制額/ 民間非金融部門負債 (%)	実質GDP成長率に 対する弾性値	実質GDPの下押し (%pt)
米国	8.0	0.52	▲ 4.2
欧州	25.4	0.23	▲ 5.8
日本	7.0	0.39	▲ 2.7

(注1) 貸出抑制額は、金融機関のレバレッジを国内銀行の「資産/自己資本」として計算（米国：8.9倍、欧州：10.6倍、日本：21.2倍）。

(注2) 米国・欧州の弾性値は実質GDP成長率の民間非金融部門負債増減に対する弾性値、日本の弾性値は金融機関貸出残高に対する弾性値。

(出所) 内閣府、日本銀行、FRB、BEA、FDIC、ECB等より大和総研試算

大恐慌時並みに金融機関のレバレッジが縮小した場合(50%)

クレジットクランチが成長率に与える影響			
	貸出抑制額/ 民間非金融部門負債 (%)	実質GDP成長率に 対する弾性値	実質GDPの下押し (%pt)
米国	20.0	0.52	▲ 10.4
欧州	63.4	0.23	▲ 14.6
日本	17.6	0.39	▲ 6.9

(注1) 貸出抑制額は、金融機関のレバレッジを国内銀行の「資産/自己資本」として計算（米国：8.9倍、欧州：10.6倍、日本：21.2倍）。

(注2) 米国・欧州の弾性値は実質GDP成長率の民間非金融部門負債増減に対する弾性値、日本の弾性値は金融機関貸出残高に対する弾性値。

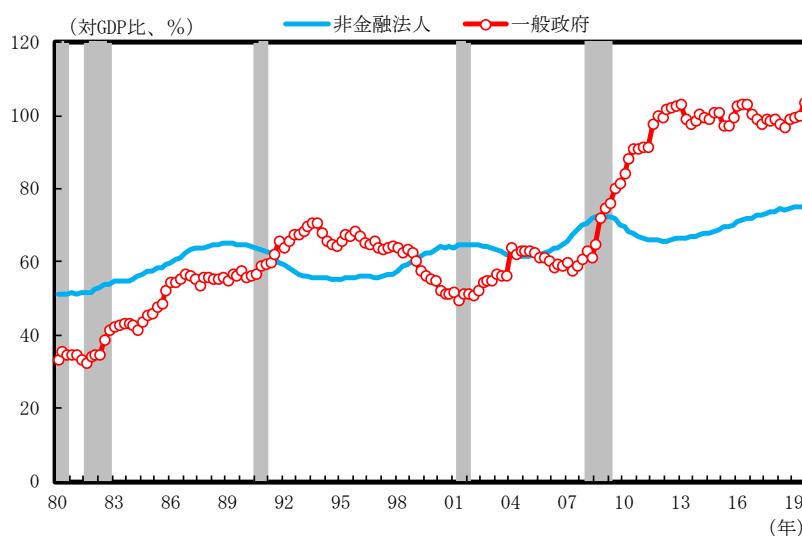
(出所) 内閣府、日本銀行、FRB、BEA、FDIC、ECB等より大和総研試算

## 2. 新型コロナウイルス対策による公的債務の増加と成長率への影響

### コロナ禍による景気の悪循環を緩和する財政政策

これまで見てきたように、景気が悪化すると民間債務の過剰感が意識され、さらにクレジットクランチなどにより民間企業の債務削減が始まると、設備投資の減少で景気悪化に拍車がかかる恐れがある。そうした悪循環を緩和する方法の一つに、政府の財政政策がある。実際、政府が民間企業の債務を各種の政策を通じて肩代わりするなどによって、民間債務（非金融法人）と公的債務（一般政府）は逆相関の傾向を示しやすい（**図表 6**）。今回のコロナ禍による政府の財政政策のために大規模な公債が発行されると、公的債務残高対 GDP 比は大幅に上昇する可能性がある。

図表 6：米国における非金融法人と政府の債務残高対 GDP 比



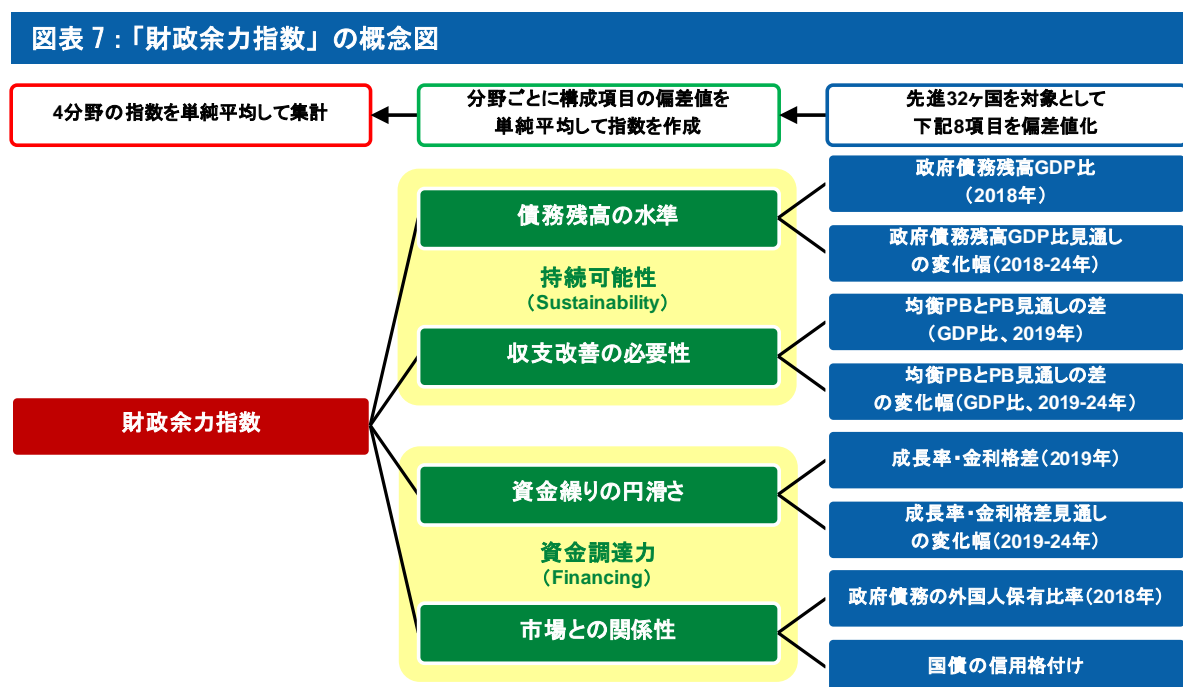
(注) シャドローは景気後退期。

(出所) BIS、NBER、Haver Analyticsより大和総研作成

ただし、新型コロナウイルスの感染状況や各国の置かれた財政状況には違いがあり、今回の対策で各国の財政悪化の程度や影響には差が生じるであろう。さらに、公債発行は短期的には景気のさらなる悪化を食い止めるメリットが期待できるものの、長期的には財政の硬直化やリスクプレミアムの上昇による成長率の抑制も懸念される。

## 先進各国の財政余力はどれほどあるのか？

各国の財政状況を測るには、**図表 7** で示すようにいくつかの側面を考慮しなければならない。当社は昨年公表したレポート<sup>2</sup>において、各国の様々な財政状況の違いを一つの指標で可視化する「財政余力指数」を作成した（**図表 8**）。これを見ると、ノルウェーのような財政余力の大きい国からイタリアのような財政余力の小さい国まで、先進各国の財政余力には違いが見られることが分かる。さらに、この「財政余力」と GDP ギャップの前年差で測った「財政政策の必要性」の 2 つの基準から、足元における先進各国の財政出動の可能性をポジショニングしたものが**図表 9** である。イタリアやスペインでは財政政策の必要性が大きいにもかかわらず、財政余力が小さいというジレンマを抱えていることが分かる。日本も財政余力は小さいものの、財政政策の必要性が相対的に低いことから、日本はイタリアやスペインほど状態は悪くはないといえる。



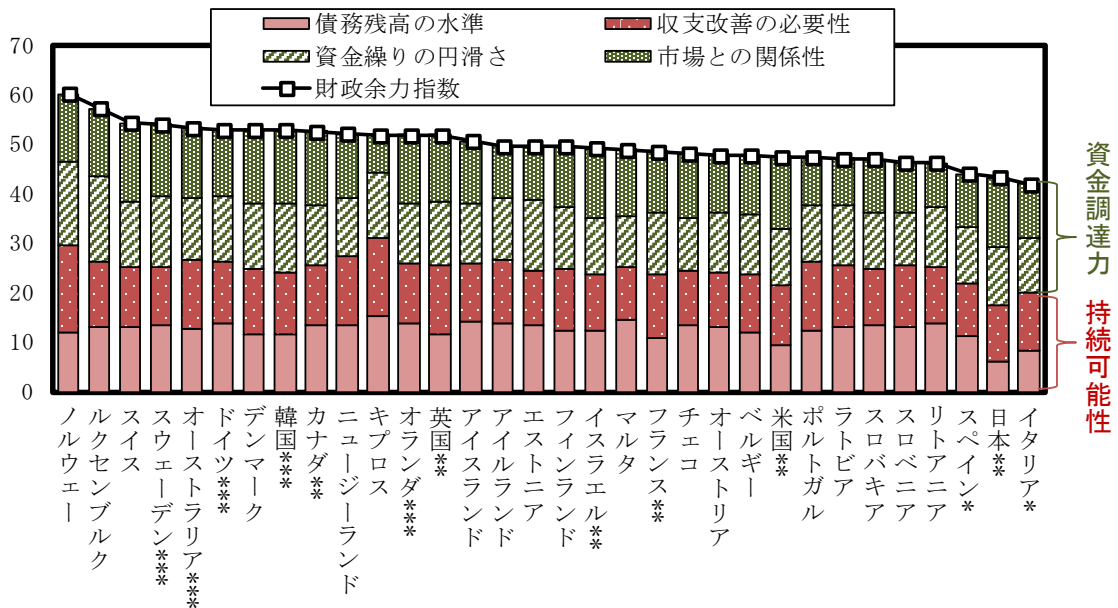
(注 1) 各項目の偏差値は高いほど財政余力が大きいと評価されるように調整。債務残高はグロスで一般政府ベース。

(注 2) IMF 見通しに基づく。成長率・金利格差は名目 GDP 成長率と実効金利（純利払い費÷債務残高）の差で、均衡 PB は債務残高 GDP 比を安定化させる PB の水準。

(出所) IMF 等より大和総研作成

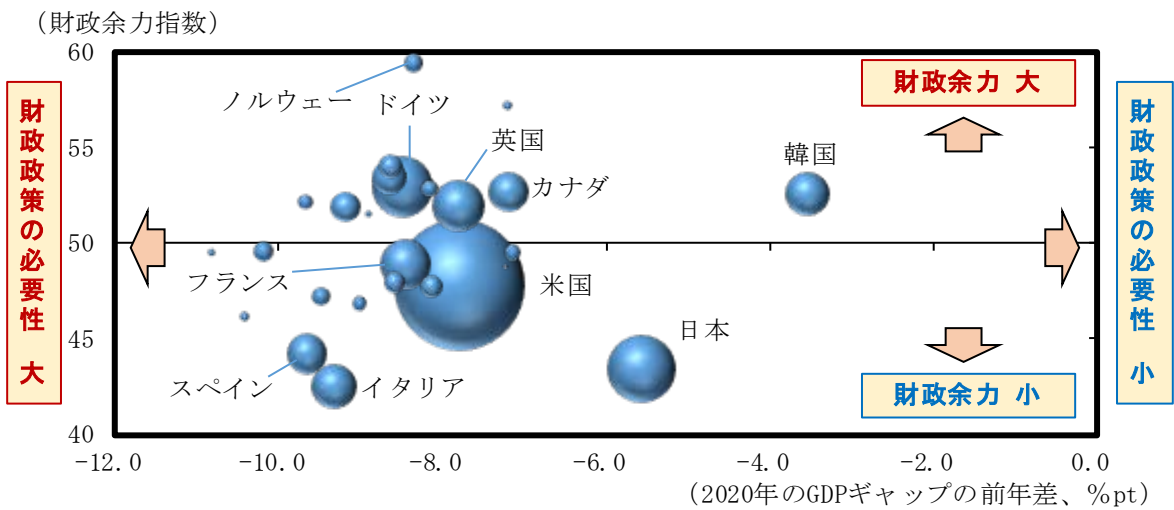
<sup>2</sup> 神田慶司・溝端幹雄・田村統久「[先進国の財政拡大の余地はどの程度か：日本の財政余力は先進 32 ヶ国の中で 2 番目に小さい](#)」（大和総研レポート、2019 年 11 月 22 日）

図表 8 : 先進 32 ヶ国の財政余力指数<sup>3</sup>



(注) IMF (2018) “Assessing Fiscal Space: An Update and Stocktaking” において財政余力の評価が行われた国には「\*」を付けており、「\*」が3つの国は財政余力が「十分にある (Substantial)」、2つの国は「一定程度ある (Some)」、1つの国は「限られている (Limited)」と評価されている。  
 (出所) IMF、Moody’s、Bloombergより大和総研作成

図表 9 : 先進諸国における財政の「余力」と「必要性」



(注) 比較可能な先進26カ国を掲載。GDPギャップはIMF「世界経済見通し」（2019年10月、2020年4月）を利用。財政余力指数は大和総研試算。バブルの大きさは2019年の経済規模（購買力平価ベース）を表す。  
 (出所) IMF、Moody’s、Bloombergより大和総研作成

過剰な公的債務は長期的に成長率を抑制する懸念

新型コロナウイルスの影響により、世界で企業や家計への所得補償など財政政策の必要性が高まるだろう。これによって感染拡大を抑えつつも、企業倒産の増加や雇用の悪化といった景

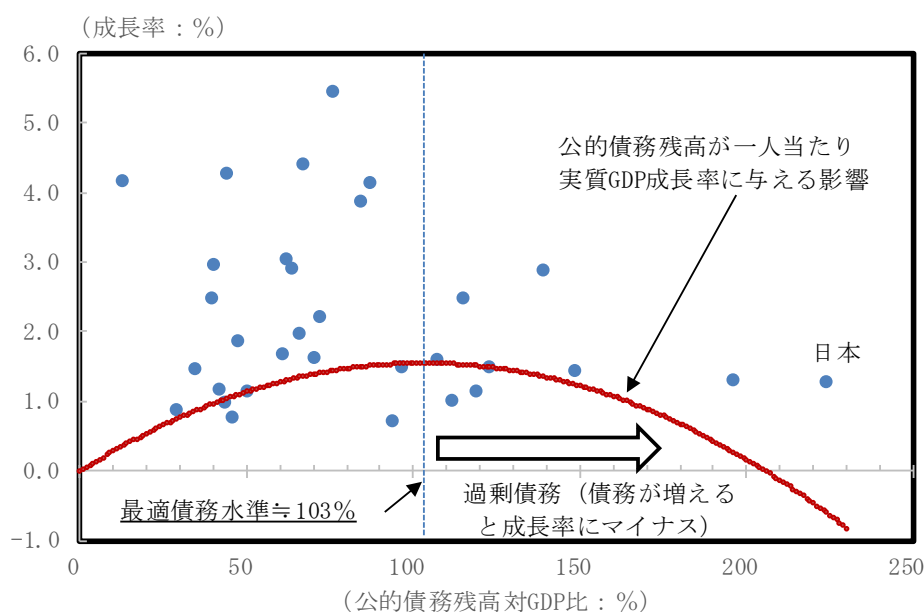
<sup>3</sup> 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない MOODY’S が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

気の悪循環を緩和することが可能になる。しかしながら、もし公的債務残高が過剰になれば、長期的に見ると成長率を抑制しかねない。

**図表 10** は、OECD 諸国の一人当たり実質 GDP 成長率が公的債務残高対 GDP 比の大きさによりどの程度の影響を受けるのかを示したものである。公的債務残高比が小さい領域では、民間に任せるだけでは難しい公的資本の整備などが進むため、債務を増やすほど成長率を押し上げる効果が期待できる。しかし、公的債務残高比が 103% を超えて過剰になると、公的資本が十分に整備される中、外部効果が期待できない財政支出が増えることや、財政の硬直化やリスクプレミアムの上昇などへの懸念も生じやすい。そのため、最適水準より公的債務を増やしても成長率を一層高める効果は得られず、むしろ限界的には成長率にマイナスの影響が出てくる。

既に公的債務残高が最適水準を超えている日本、イタリア、スペインだけでなく、最適水準の近傍にある米国や英国などでも、今回の新型コロナウイルス対策によって公的債務が最適な水準を超えて過剰になれば、長期的には成長率を押し下げる圧力となることが予想される。したがって、コロナ禍では財政政策によって企業倒産や雇用悪化を最小限に抑えることが最優先課題だが、長期的には公的債務の管理に一層目を配ることが重要になるだろう。

**図表 10：一人当たり GDP 成長率と公的債務残高対 GDP 比（OECD 諸国）**



(注1) データは1970年～2015年（一人当たり実質GDP成長率のみ2018年まで）、OECD諸国のうち欠損値の少ない31ヶ国を採用。

(注2) 推計式は以下の通り。なお、( ) は t 値で、国と時間を考慮した固定効果モデルにより推計（不均一分散は修正済）。なお、一人当たり実質GDP成長率は前方3年移動平均値を採用することで、一人当たり実質GDP成長率が政府債務残高に与える逆の因果関係（内生性）を除去している。

$$\begin{aligned} \text{一人当たり実質GDP成長率} = & 70.18 - 6.80 * \text{一人当たり実質GDP (対数値)} + 0.089 * \text{国民総貯蓄率} \\ & (5.44) \quad (-5.56) \quad (4.55) \\ & - 0.968 * \text{人口成長率} + 0.030 * \text{政府債務残高対GDP比} - 0.00015 * (\text{政府債務残高対GDP比})^2 \\ & (-5.38) \quad (4.91) \quad (-4.94) \end{aligned}$$

Adj. R-squared=0.601, サンプル数=916

(出所) OECD. Stat、IMF、世界銀行より大和総研作成



## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### <スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。※この情報は、2017年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody's.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody's.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、2018年4月16日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、2019年9月27日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。