

2021年2月24日 全9頁

過剰債務はコロナ後の世界の課題に

当面のリスクは限定的だが、低金利環境の変化には注意が必要

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光
シニアエコノミスト 橋本 政彦
研究員 永井 寛之

[要約]

- コロナ禍において世界の債務残高は急増しており、中でも政府部門での増加が先行している。ただし、極めて緩和的な金融政策によって、米国では政府債務の利払い負担は低水準を維持しており、米10年国債利回りでも2.5%程度までの上昇にとどまれば、当面の負担は重くならないとみられる。政府債務の持続性を担保する上では、今後の金利動向が重要なポイントとなる。
- 民間債務については、リーマン・ショック後に進んだ財務の健全化に加え、大規模な政策面での下支え策が相次いで実施されていることから、当面のリスクは限定的といえる。ただし、中国やフランス、カナダなどの一部の国では警戒すべき水準にあることから、今後世界経済が正常化に向かう過程での政策の変化に注意が必要となる。
- テールリスクとしては、FRBの金融緩和縮小が市場に動揺を与えた場合の、新興国からの資金流出が挙げられる。新興国の多くは過去の経験から資金流出への耐性を高めているが、現在も危機に対して脆弱なアルゼンチン、トルコ、カザフスタンなどには警戒が必要である。

1. コロナ禍を受けて世界の債務残高は急増

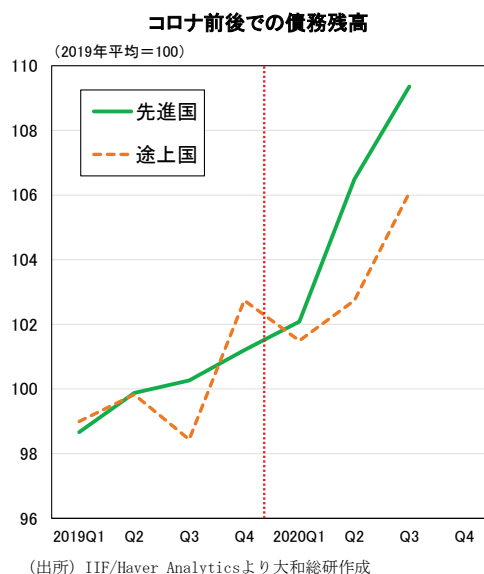
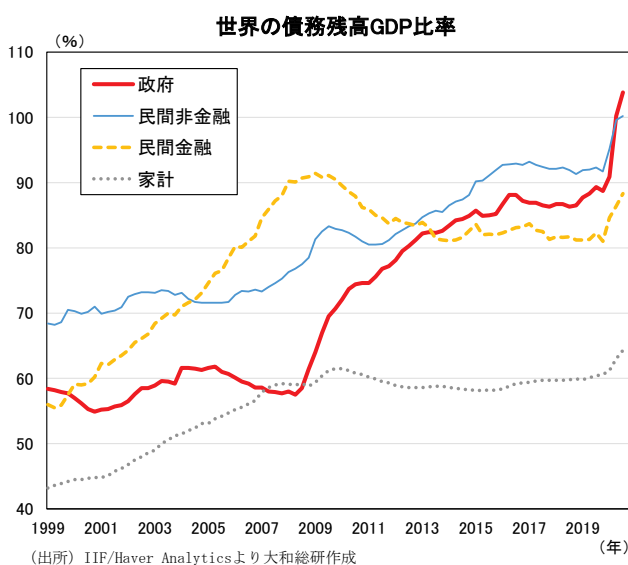
特に政府部門と先進国での債務増加が顕著

コロナ禍による世界的な経済活動の急激な落ち込みに対応するため、各国は2020年春頃から経済政策をいわば総動員する体制を取っている。当初は金融当局による非伝統的な金融緩和策が先行し、その後は政府が財政支出の大規模な拡大策を相次いで打ち出してきた。その結果、多くの国・地域では2020年7-9月期以降に経済活動が回復基調に入ってきた一方で、世界の債務残高対GDP比は近年での最高水準を更新するほどに急拡大している。これらの大きな債務の積み上がりは、将来的に懸念材料となり得る。

世界の債務残高の推移を部門別に観測すると、直近では政府部門の拡大が特に顕著となっている（**図表1左**）。感染拡大防止策による経済活動への大きな下振れ圧力を緩和するために、各国政府が当面は財政規律の維持よりも、需要の下支えを志向した結果である。加えて、各国は政策対応として金融当局による社債の受け入れや、企業への融資に対する政府保証などを増やしている。これらは表面上では民間債務の増加となっても、事実上、政府部門が民間債務を肩代わりしているといえる。

またコロナ禍以降では、信用状況や市場流動性などの観点から、ファイナンスが比較的容易な先進国の債務増加が先行している（**図表1右**）。一方の新興国に関しては、主にG20の場において、低所得国の債務の返済猶予を取り決めたDSSI（債務支払い猶予イニシアチブ）の2021年6月までの継続が合意されているほか、それらの枠組みを一段と拡大した負担軽減策についても議論されている。これらのことから、まずは先進国における債務の持続可能性が注目されよう。

図表1：世界の債務残高は急拡大（左図）、先進国での増加が先行（右図）



2. 現時点で大きなリスクではないものの、今後の金利動向には注意

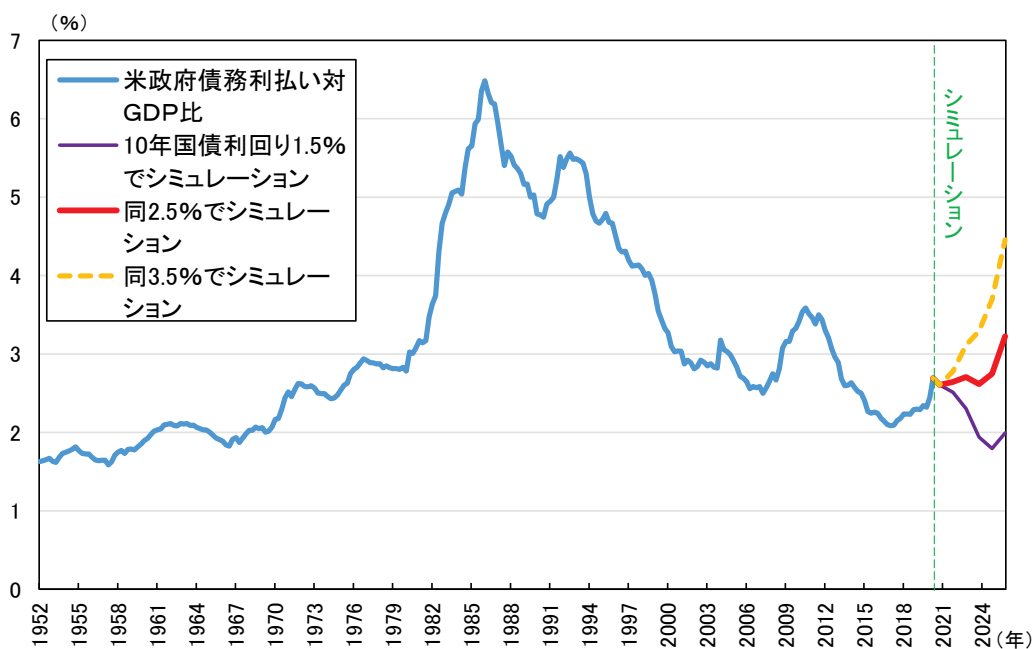
米政府債務の利払い負担は低金利で支えられるが、今後は金利が左右

政府債務残高が世界最大規模である米国でも、コロナ禍を受けた債務の拡大は顕著となっている。米議会予算局の試算によると、政府債務残高の対 GDP 比は 2020 年末に 130% に達し、戦後最大を記録する見込みとなった。しかし、債務残高が積み上がる一方で、FRB による極めて緩和的な金融政策を受けて、米国の長期金利の水準は戦後最低水準にとどまっている。その結果、米国の政府債務を利払い負担の重さの側面から見ると、足元でわずかに上昇しているものの、過去との比較ではいまだに低水準を維持しているといえる（**図表 2**）。

ただし、今後については金利に左右されやすい側面が指摘される。**図表 2** では、米政府債務の平均償還年限が 1980 年以降の平均で 60.2 カ月（約 5 年）であることなどから、10 年国債利回りの 5 年移動平均を基に利払い負担の対 GDP 比を推計している。そして、今後については三つのパターンを想定した。①10 年債利回りが 1.5%（コロナ禍前の最低水準に相当）まで上昇するケースでは、利払い負担は一段と低下する傾向となる。②同利回りが 2.5%（FOMC での長期の政策金利見通しに相当）まで上昇するケースでは、利払い負担は当面足元の低水準が概ね維持される見通しとなる。③同利回りが 3.5%（リーマン・ショック後、コロナ禍前までの最高水準に相当）まで上昇するケースでは、今後は利払い負担が加速度的に重くなる見通しとなる。

これらのシミュレーション結果からは、米国政府債務の持続性を担保する上では、今後の大幅な金利上昇を回避することが重要であるといえよう。金融当局には、金融緩和策を当面継続することや、債券市場への配慮を欠かさないことなどが求められる。

図表 2：米国政府債務の利払い対 GDP 比の推計



(注) 利払いは10年国債利回りの5年MAで推計。

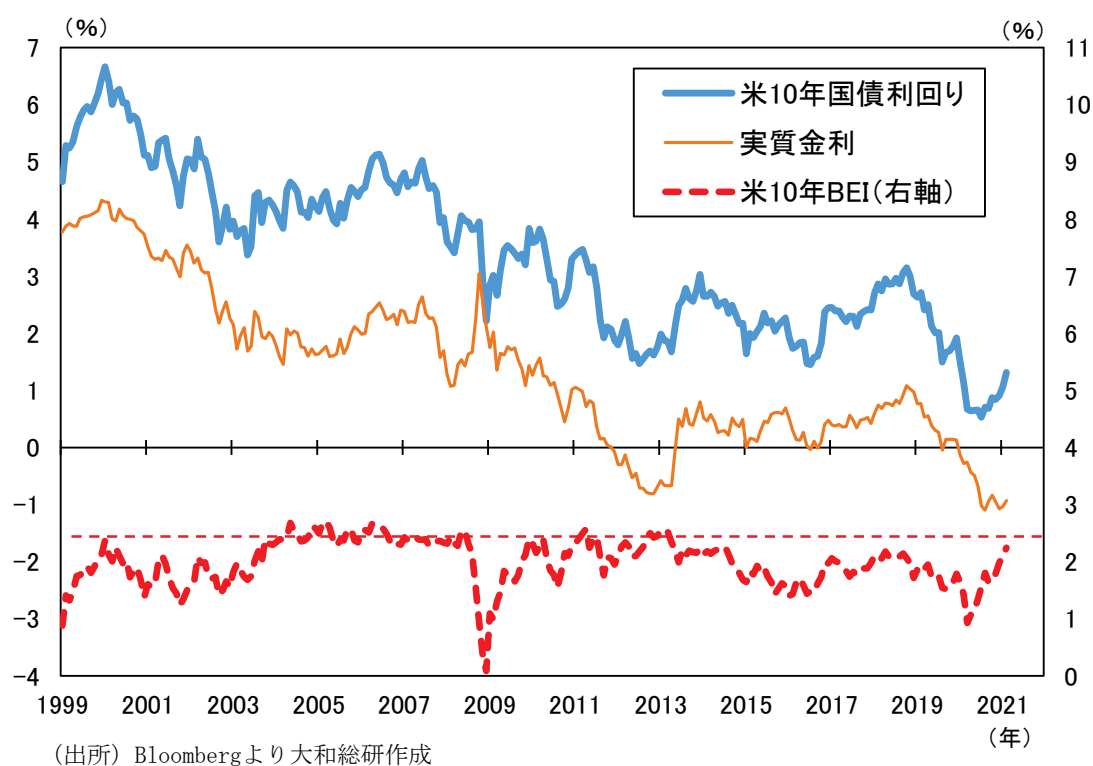
シミュレーションは2021年末に想定利回りに到達、その後横ばいと仮定。

(出所) BIS、IMF、Bloombergなどより大和総研作成

実質金利の急上昇には注意

金利動向の経済への影響という観点からは、インフレを考慮した実質金利もポイントとなる。足元で見られる米10年国債利回りの上昇は、期待インフレ率（10年BEI）の上昇と同時に進行したことから、実質金利はこれまでマイナス水準を維持しており（**図表3**）、極めて緩やかな状況には変化がない。ただし、期待インフレ率についてはここ20年あまりでの上限に接近しつつある。米国の経済構造が変化することなどにより、期待インフレ率が一段の上昇とならない限りは、ここからの10年国債利回りの上昇はダイレクトに実質金利の上昇につながる可能性があるといえる。実質金利の底入れそのものは景気回復のサインとなるが、その急上昇は経済活動のマイナス要因となり得ることから注意が必要となる。

図表3：米10年国債利回りと期待インフレ率

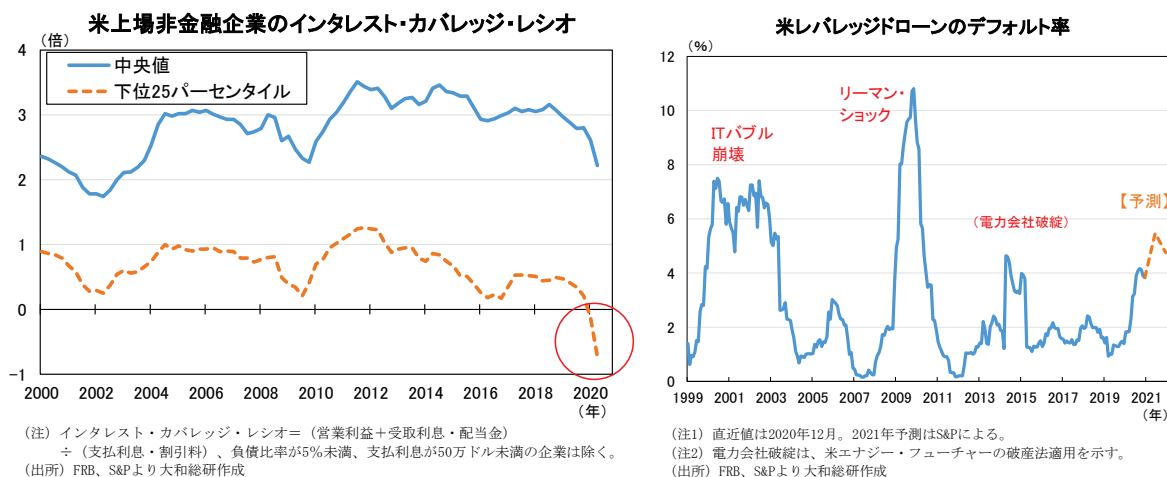


米民間部門の財務は一部で悪化するものの、デフォルト率の上昇は限定的

次に、米国の民間部門の状況に目を転じると、企業の一部には業績低迷に伴う財務悪化の兆しが出てきている。企業の支払い能力を測る代表的な指標であるインタレスト・カバレッジ・レシオ（企業の事業利益の金融費用に対する比率）を見ると、直近で中央値の悪化は限定的であるのに比べて、元々余力の乏しい企業群ではレシオ悪化の度合いが大きい（**図表4左**）。そして、一般に支払い余力に乏しい企業の債務であるレバレッジドローンのデフォルト率は、直近では上昇してきており注意が必要となる。ただし、リーマン・ショックやITバブル崩壊後など過去の危機発生時と比較すると、今回はより低い水準でデフォルト率がピークアウトすると市場参加者は予想している（**図表4右**）。

業績不振の企業に対する各種の融資制度や給付金など、大規模な政策面での下支え策が相次いで実施されていることから、現時点では過去の危機時に見られたような企業財務と経済の負のスパイラルには歯止めがかかっているといえよう。

図表 4：米国企業の財務は一部で悪化



民間債務の早期警戒指標では中国、フランス、カナダに警戒感も

ここまで、債務の急増に関して米国の状況に注目してきたが、コロナ禍以降の債務の積み上がりは米国に限った話ではない。そこで、米国以外も含めた世界各国の民間債務の状況に関して、金融危機の早期警戒指標としてBISが注目する、債務・GDPギャップ（民間非金融部門債務残高対名目GDP比の長期トレンドからの乖離）、およびデットサービスレシオ（民間非金融部門の元利払い費が所得に占める比率）の二つを用いて確認する。

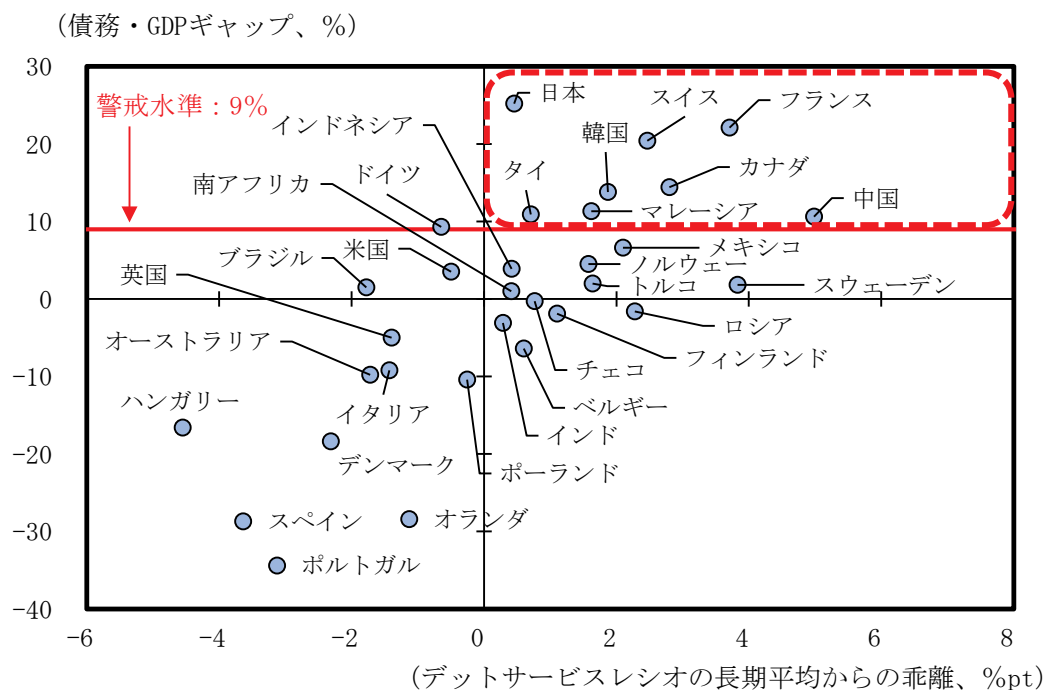
図表5は、2020年4-6月期時点の債務・GDPギャップを縦軸に、デットサービスレシオを横軸に取り、各国をマッピングしたものである。まず、縦軸に注目すると、日本、フランス、スイス、カナダ、韓国、マレーシア、タイ、中国、ドイツが、BISが警戒水準の目安とする9%を上回っていることが確認できる¹。また、これらの国に関して横軸のデットサービスレシオを見ると、ドイツを除く全ての国で長期平均（2002年以降）よりも高い水準にあり、足元で債務の返済負担が増加していることが分かる。もっとも、日本やタイなどについては、デットサービスレシオが長期平均を上回っているとはいえ、国際的に見れば必ずしも高いわけではなく、すぐに債務返済が滞るような状況にはないと考えられる。二つの早期警戒指標から総合的に判断すれば、債務・GDPギャップが警戒水準である9%を上回り、かつデットサービスレシオも高い水準にある中国、フランス、カナダが特に警戒すべき国といえよう。

なお、民間部門の過剰債務は、金利上昇による金融危機の発生可能性を高めることに加え、低生産性分野にも資源が配分されることで経済全体の生産性を低下させ、経済成長を阻害すると考えられる。半面、債務の急速な縮小は、消費や投資の抑制につながり、経済を失速させるリス

¹ BISは過去の金融危機の分析の経験から、債務・GDPギャップが9%以上の場合、3年以内に3分の1の確率で金融危機や大幅な景気後退が起これらとしている。

クを孕む。このため、コロナ禍による経済停滞からいち早く脱した中国では、さらなる債務の積み上がりや金利上昇だけでなく、政府主導のデレバレッジによる景気失速のリスクにも注意する必要があるだろう。

図表 5 : 国別の民間債務の早期警戒指標 (2020年4-6月期時点)



(注) 縦軸の債務・GDPギャップは民間非金融部門債務対名目GDP比の長期トレンドからの乖離。横軸のデットサービスレシオは2002年以降の平均値からの乖離。

(出所) BIS、Haver Analytics より大和総研作成

日本企業の債務に見る短期的・中長期的なリスク

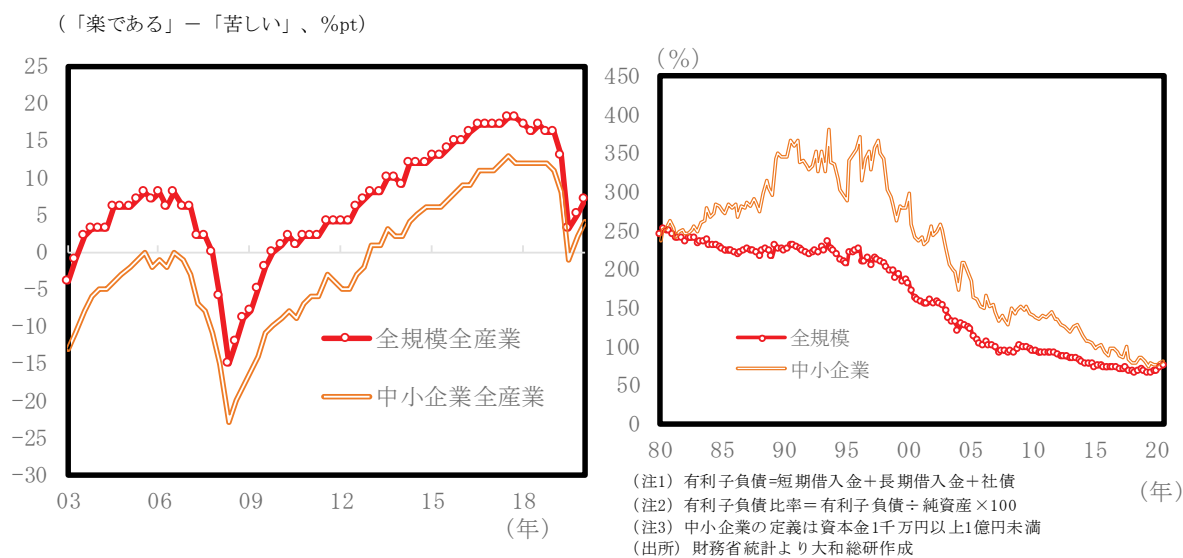
日本企業を取り巻くリスクについても考えたい。日銀短観によると、企業の資金繰り判断はコロナ禍で悪化しているものの、直近では「楽である」が「苦しい」を上回っている。また、リーマン・ショック時と比べても資金繰り判断の悪化は限定的である(図表6左)。これは政府・日銀による各種の資金繰り支援策が奏功しているといえよう。短期的には、資金繰り悪化と景気後退の負のスパイラルのリスクは低いと考えられる。

また、企業の有利子負債比率の推移を見ると、足元でやや上昇しているものの、トレンドとしては引き続き低下しているといえる(図表6右)。「ゾンビ企業」の問題が深刻化した1990年代半ば頃と比べると有利子負債比率は大幅に低下しており、企業のバランスシートは筋肉質になっている。この傾向は、一般に外部環境の変化に脆弱とされる中小企業でも同様である。よって、短期的には企業の倒産リスクは必ずしも高まっていないと考えられる。

しかし中長期的には、これまでのような資金繰り支援策は、コロナ禍が収束に向かい、経済が徐々に正常化するにつれて打ち止めになるだろう。実際、5兆円以上を投じ幅広く企業の資金繰りを支えてきた持続化給付金は2月15日に受付を終了した。ここからは各企業や業界の実情に

即してメリハリのある支援策への移行が求められる中で、資金繰りに窮する企業は増える恐れがある。資金繰り悪化の連鎖を招かないためにも、当面はきめ細やかな配慮が必要となろう。**前掲図表 5**のように、日本の民間債務は国際的な比較からは決して楽観視はできないことから、今後のリスクには注視が必要である。

図表 6：企業規模別の資金繰り判断（左図）、有利子負債比率（右図）



3. 米国の金融政策の変化が新興国への資金フローに影響

テールリスクとしての新興国からの資金流出

ここまで見てきた通り、コロナショックを経て世界各国の債務は大きく積み上がっているものの、それが危機を引き起こすリスクは当面は高くないと考えられる。ただし、テールリスクとして、米国での金融緩和の縮小をきっかけとした新興国発の債務危機には一定の注意が必要だろう。

米国経済は引き続き新型コロナウイルスの影響を受けつつも着実に持ち直しており、実質 GDP は 2021 年中にもコロナ禍以前の水準を回復することが見込まれる。米国経済がコロナ前の成長軌道へと回帰する中、金融緩和縮小への注目度は高まりつつあり、市場参加者への調査などでは 2022 年前半にもテーパリングが開始されるというのがコンセンサスとなっている。しかも、1 月に発足したバイデン政権と連邦議会は、家計への追加現金給付などを含む追加経済対策を計画しており、仮にこれが実現すれば、米国経済の回復ペースはさらに加速する公算が大きい。FRB によるテーパリングの開始も、現在の想定よりも前倒しされる可能性がある。

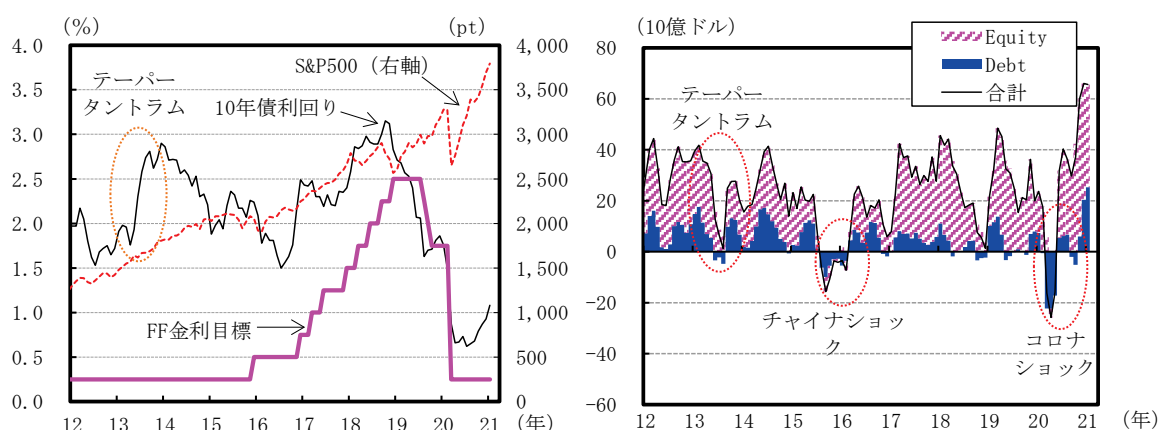
かかる状況下、特に金融市場で意識されているのは、2013 年、当時のバーナンキ FRB 議長によるテーパリングを巡る発言によって、金融市場が大きく動揺したテーパータントラムの再来である。テーパータントラム時の債券市場の動向を確認すると、政策金利はゼロで据え置かれていたにもかかわらず、長期金利が急上昇した（**図表 7 左**）。もっとも、金融緩和縮小懸念の背

景に米国経済の堅調さがあったということもあり、米国株式市場ではほとんど混乱が見られず、金融市場全体への影響は限定的であったといえる。

一方で、テーパータントラムによって大きな影響を受けたのが新興国であった。新興国への資金流入の状況を確認すると、米国長期金利の上昇に連動する形で、新興国への資金流入は急速に減少した（図表7右）。特に、経常収支赤字などの問題から通貨が下落しやすいインド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、トルコの5カ国は大規模な資金流出に見舞われ、これら国々は「フラジャイル5」とも称された。

もちろん、FRBは過去の経験から、2013年と同じような事態が発生することを回避するため、今後の政策変更は慎重に進めると考えられる。しかし、世界的に極めて緩和的な金融環境が続く中、新興国への資金流入も過去最大に近い水準まで膨れ上がっている（図表7右）。テーパータントラムの時ほどの急激な変化が起これないとしても、FRBによるテーパリングへの動きが新興国へのマネーフローを変化させるきっかけとなる可能性は十分に考えられる。

図表7：米国の政策金利、長期金利、株価（左図）、新興国への資金フロー（右図）



(注) 左図のFF金利目標は目標レンジ上限。右図のデータは3カ月移動平均値。

(出所) FRB、S&P、IIF/Haver Analytics より大和総研作成

アルゼンチン・トルコのデフォルトリスクに警戒感

では、仮に米国でのテーパリングをきっかけに新興国からの資金流出が起こった場合に、その影響を受けやすい地域はどこになるのだろうか。

図表8は、主な新興国に関して、短期対外債務の外貨準備比率と、対外債務の外貨建て比率を見たものである。横軸は各国の資金流出に対する耐性を、縦軸は各国の対外債務が為替変動による影響をどの程度受けるかを表す。

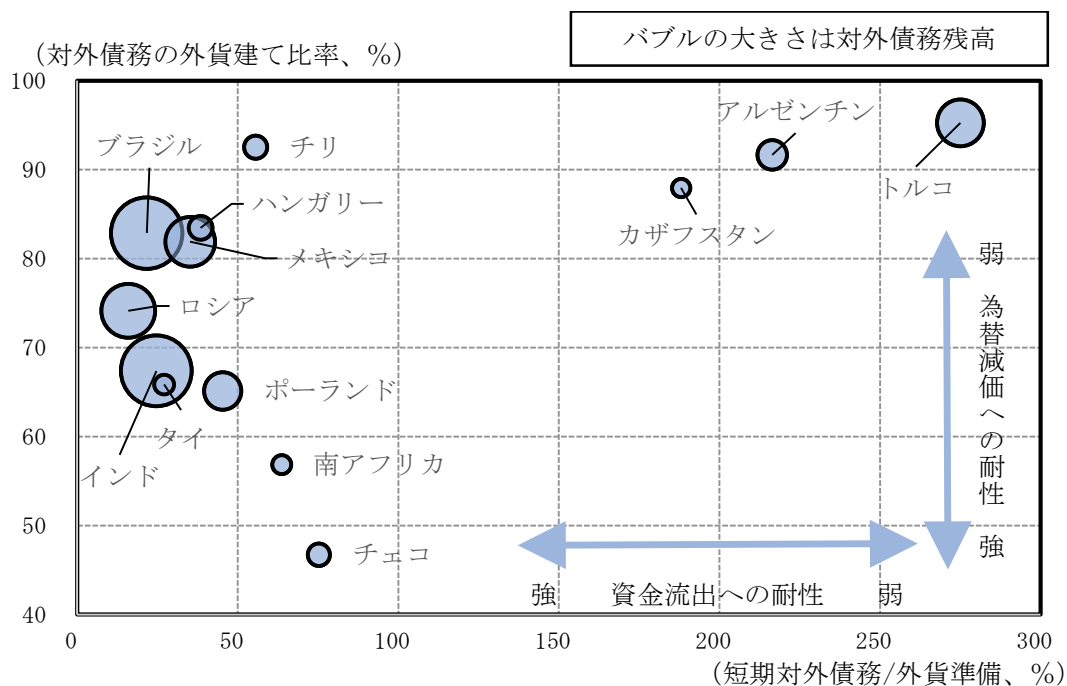
これを見ると、2020年5月に建国以来9度目のデフォルトに陥ったアルゼンチンに加えて、トルコ、カザフスタンの3カ国が、図表右上に位置し、資金流出、為替減価の両方に対して脆弱であることが分かる。何かをきっかけに新興国からの資金流出が起こった際に、これらの国が真っ先に危機に陥る可能性が高いと考えられる。また、こうした危機に対して脆弱な構造にあることで、金融市場においてリスク回避姿勢が強まった際には、これらの国からの資金流出が

起こりやすいとも考えられよう。他方、上記 3 カ国以外の国に関して見ると、横軸の短期対外債務の外貨準備比率はいずれの国においても 100% を下回っている。つまり、急激な資金流出によって短期債務のリファイナンスが困難になったとしても、十分な量の外貨準備を保有していることから、即座にデフォルトに陥るような状況にはないといえる。

ただし、縦軸の対外債務の外貨建て比率については、国によってばらつきがあることに注意が必要であろう。資金流出によってデフォルトに陥る可能性が低いとはいえ、外貨建て債務比率が高い国では急速な為替減価が起こった際には、利上げなどによる通貨防衛の必要性が高まると考えられる。利上げの実施は言うまでもなく、国内景気を悪化させることになる。対外債務の外貨建て比率が高いチリ、ハンガリー、ブラジル、メキシコなどでは、資金流出による為替減価が、景気悪化要因となりやすいといえる。

既述のように新型コロナウイルスに伴う世界同時的な経済の悪化を受けて、G20 は新興国の債務に対して返済を猶予することで合意している。新型コロナウイルスが世界経済における脅威であり続ける限りにおいては、こうした措置は延長される可能性が高く、新興国債務の問題が顕在化する可能性は低いだろう。一方、世界経済が正常化に向かえば、そうした猶予措置などもいずれ解除されることになる。コロナ禍で実施された各国の金融緩和策も含めて、正常化の動きが新興国にとってリスクになり得ることは念頭に置いておく必要がある。

図表 8：新興国の危機耐性



(注) 対外債務の外貨建て比率は 2020 年 9 月末時点、短期対外債務/外貨準備、対外債務残高は IIF による 2020 年見込み。

(出所) IIF/Haver Analytics より大和総研作成