

2025年10月7日 全6頁

「財政運営の分岐点」シリーズ第3弾 財政悪化が日本経済にもたらす影響とリスク の定量評価

成長力強化と財政健全化で将来の財政危機発生リスクの抑制を

経済調査部

エコノミスト	秋元 虹輝
シニアエコノミスト	久後 翔太郎
エコノミスト	中村 華奈子
エコノミスト	ビリング 安奈

[要約]

- 本稿は、「財政運営の分岐点」シリーズレポートの第3弾（全3回）として、財政状況が悪化した場合に生じ得るリスクの評価を行う。
- 日本の財政状況が悪化し、持続可能性への疑念が強まれば、日本国債に対する格付けが引き下げられるリスクがある。こうした状況に陥った場合に、「ソブリン・シーリング」によって日本の金融機関の格付けも連動して引き下げられる可能性には留意が必要だ。
- 格下げがその後1年間のGDPギャップに与える影響をパネル分位点回帰モデルによって試算すると、通常はGDPギャップを1%pt程度押し下げることが、25%の確率で1.5%pt押し下げるとみられる。
- より深刻なリスクとしては、財政危機の発生が考えられる。当社の試算では、国の属性（先進国または新興国のいずれに属するか）や公的債務残高対GDP比、対外公的債務残高対GDP比といった要因が危機発生確率に大きな影響を与える。
- 日本にこのモデルを当てはめると、公的債務残高対GDP比が危機発生確率を大幅に高めている一方、先進国という属性や対外公的債務残高対GDP比の低さが危機発生確率を低下させている。ただし、今後は財政健全化の取り組みを進めなければ、国債の増発によって、公的債務残高対GDP比が一段と高まるだけでなく、海外投資家の保有比率の高まりで対外公的債務残高対GDP比も大幅に上昇する結果、2040年で危機発生確率は75%程度まで高まり得る。

はじめに

インフレによる財政改善効果に依存して拡張的な財政政策が続けば、いずれフロー・ストックの両面で急激な財政状況の悪化に直面する可能性は排除できない。最後に、仮にこうした状況に陥った場合に、日本経済が直面するであろう悪影響の度合いとそのリスクの発生確率を定量的に評価し、「財政運営の分岐点」シリーズを締めくくりたい。

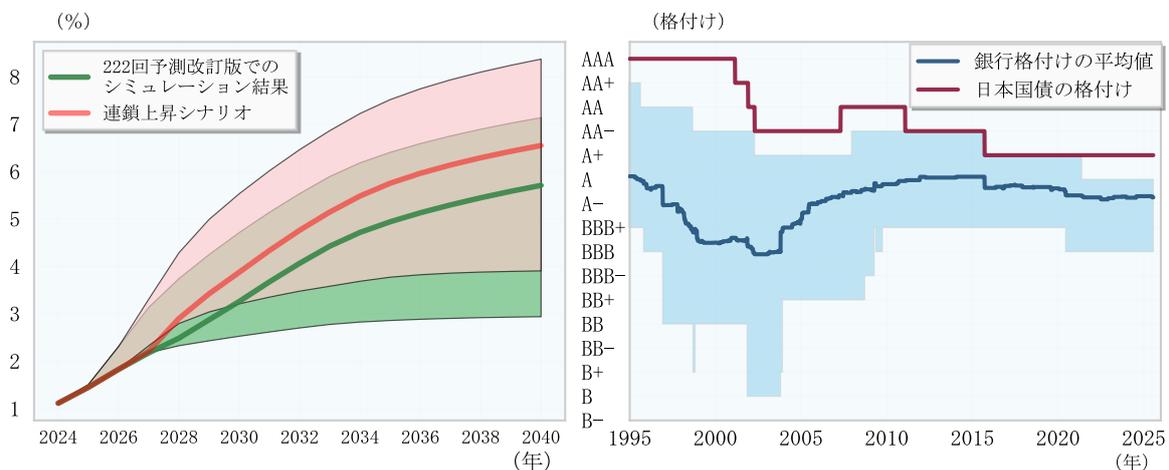
長期金利の連鎖的上昇リスクと「ソブリン・シーリング」による金融システム不安

拡張的財政政策の継続で発現し得る最も蓋然性の高いリスクは長期金利の大幅な上昇だろう。

当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）ではこのリスクを検討した。財政健全化の取り組みが進まなかった場合には、高いリスクプレミアムを要求する傾向の強い海外投資家の国債保有が増加して金利の上昇圧力が強まることで、2040 年には最大で 7%程度まで長期金利が上昇する可能性を指摘した（**図表 1 左**：緑線・バンド）。

このシナリオでは、銀行等の潜在的な国債需要は一定と仮定していた。だが、実際に長期金利が上昇すれば、銀行等が IRRBB 規制¹上保有可能な国債は減少する。これが国債に対する国内需要を一段と減少させることで海外投資家の保有比率が高まれば、長期金利は一層上昇し、保有可能な国債が更に減るといふ悪循環に陥りかねない（連鎖上昇シナリオ）。このメカニズムを考慮すると、長期金利は 2040 年で最大 8%を超える可能性がある（**図表 1 左**：赤線・バンド）。

図表 1：長期金利の連鎖上昇シナリオ(左)、国債の格付けと銀行格付けの推移(右)



(注 1) 左図のバンドは、当社の「第 222 回日本経済予測（改訂版）」（2024 年 9 月 9 日）と連鎖上昇シナリオにおける長期金利の推移の幅を示している。

(注 2) 右図の格付けは S&P に基づく。「銀行格付けの平均値」は 1 ノッチ上がる（下がる）ごとに +1（-1）することで数値化。バンドの上限は最高位、下限は B-以上の格付けを得ている銀行の中での最低位を示す。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、内閣府、米財務省、Haver Analytics、Bloomberg、各種資料より大和総研作成

¹ 銀行勘定の金利リスク（Interest Rate Risk in the Banking Book）規制。金利水準の変動により、銀行が保有する資産・負債の経済的価値が変動するリスクを把握し、一定の基準内に収めることが定められている。

前記のようなメカニズムで長期金利が連鎖的に上昇すれば、設備投資や個人消費の減少を通じて実質 GDP が大きく下押しされることはもちろん、政府による利払い負担が増加することで、財政の持続可能性への疑念を強め得ることには警戒が必要だ。2025 年 5 月 16 日に大手格付け会社の Moody's Ratings は、財政状況の見通しの悪化等を理由に米国債に対する格付けを 1 段階引き下げたが、長期金利の上昇が日本の財政の持続可能性を脅かせば、将来的に日本国債も同様に格下げを受ける可能性がある。

こうした状況に陥った場合に、「ソブリン・シーリング」によって日本の金融機関の格付けも引き下げられる可能性には留意が必要だ。ソブリン・シーリングとは、国に対する格付けがその国の金融機関等の格付けの上限となるという考え方である。**図表 1 右**で日本国債と銀行格付けの推移を確認すると、実際に日本国債の格付けが銀行格付けの上限となっている様子が見て取れる。とりわけ注目すべきは 2015 年 9 月の動きだ。同月には日本国債の格付けが引き下げられたが、同時に一部の銀行に対する格付けも引き下げられている。いかに財務が健全な銀行であっても、ひとたび国債の格付けが引き下げられてしまえば、連動して格付けが引き下げられるということだ。銀行の格付けが引き下げられれば、国際金融市場でのドル調達コストが増加するだけでなく、金融危機に発展するリスクもある。

格下げにより GDP ギャップはテールリスクで 1.5%pt 程度悪化も

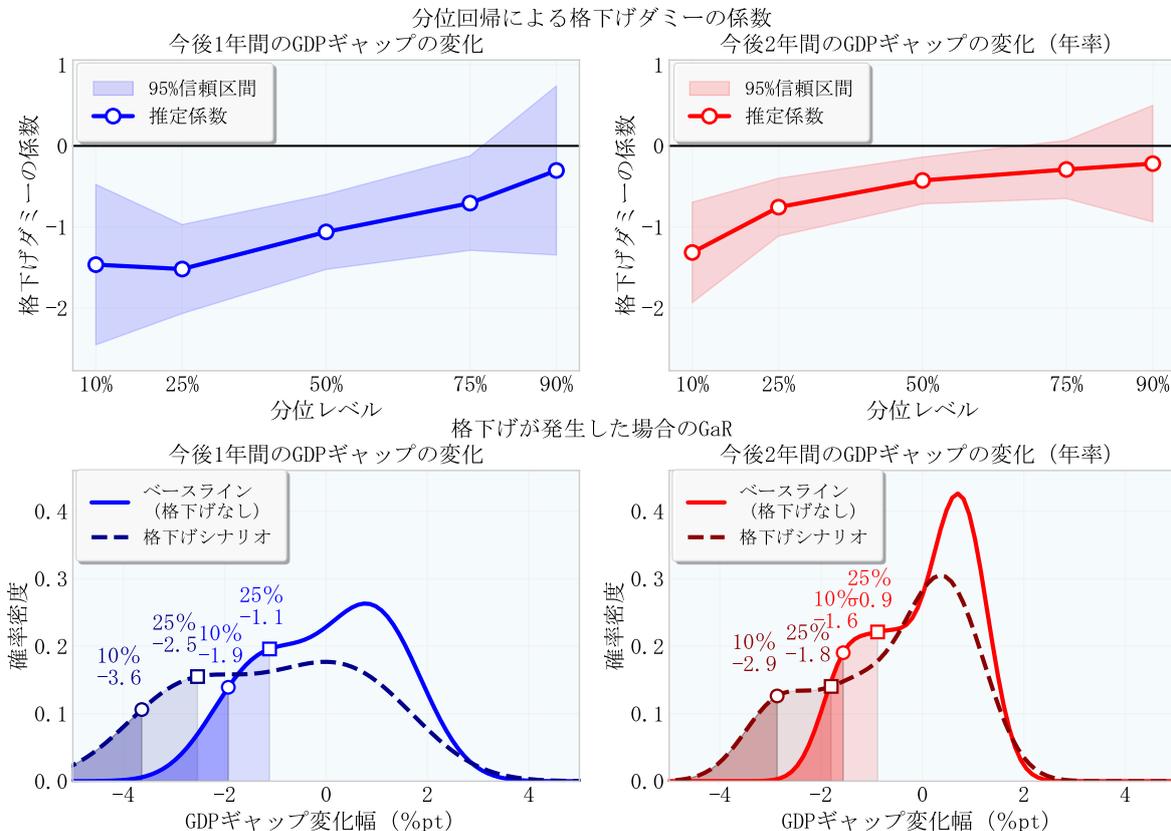
そこで、国債に対する格付けの引き下げが実体経済に与える影響を定量的に評価しよう。Kladakis and Skouralis(2025)を参考に、格下げが GDP ギャップに与える影響をパネル分位点回帰モデルによって試算したものが**図表 2 上段**だ。上段左図に注目すると、格下げが今後 1 年間の GDP ギャップに与える影響は、中央値(50%)では▲1%pt 程度だが、下位 25%といったテールリスクでは▲1.5%pt となっており、上段右図の今後 2 年程度でも同様にテールリスクでマイナス幅が拡大している傾向は確認できる²。この解釈を極めて直感的に説明すれば、通常、格下げは GDP ギャップを 1%pt 程度押し下げるが、25%の確率で生じ得る下方リスクシナリオでは 1.5%pt 押し下げるとのことだ。

次に、GaR(Growth at Risk)という手法を用いて、分位点回帰の結果を具体的な確率分布に落とし込んだものが**図表 2 下段**だ。GaR とは、「一定の確率で将来の GDP ギャップがどの程度低下するか」を示す指標である。例えば、下段左図の「ベースライン(格下げなし)」であれば、「先行き 1 年間の GDP ギャップの変化幅が 25%の確率で▲1.1%pt 以下となる」ということを示している。だが、仮に日本国債が格下げされると、25%の確率で発生し得る変化幅が、▲1.1%pt から▲2.5%へと拡大する(**図表 2 下段左**:「格下げシナリオ」)。テールリスクで発生し得る GDP ギャップの落ち込みがより大きくなるということだ。同様の傾向は今後 2 年間の GDP ギャップの変化においても見て取れる。

² 過去に先進国で国債の格付けが引き下げられた際には必ずしも本試算で示されたような悪影響が表れたわけではないことから試算結果は幅をもって解釈する必要があるものの、甚大な悪影響がもたらされた事例もあることから、リスクの定量化としては一定程度の有益性はあるだろう。

このように、国債が格下げされれば、テールリスクにおいてとりわけ大きな GDP ギャップの低下に直面し、経済活動に深刻な悪影響が及ぶ可能性がある。

図表 2：格下げが GDP ギャップに与える影響（上段）、GaR による格下げのリスク評価（下段）



(注1) 格付けは Moody's に基づく。1990 年以降取得可能な 33 カ国のデータを用いて、以下の式に基づくパネル分位点回帰から格下げダミーの影響を求めた。

GDP ギャップの変化幅 = 固定効果 + Σ 係数 * 各説明変数 (直近の GDP ギャップの前期差、株式市場のボラティリティ、信用残高対 GDP 比、格付け変更ダミー変数) + 誤差項

(注2) GaR は、GDP ギャップの先行き 1 年または 2 年の変化幅を被説明変数として、GDP ギャップの前期差や金融市場における不均衡指標 (大和総研試算) などで分位点回帰を行うことで求めた確率分布を示している。上段の結果を下段に当てはめることで、「格下げシナリオ」を算出しているが、カーネル密度推定を用いているため、上段と下段で格下げが与える影響は厳密には一致しない。

(出所) OECD、BIS、Bloomberg、Haver Analytics、Kladakis & Skouralis (2025) より大和総研作成

財政健全化の取り組み等を進めなければ、ソブリン危機が発生する確率が 2040 年には 75%に

国債の格下げ以上に深刻な悪影響をもたらす可能性があるのが、ソブリン危機の発生だ。そこで最後に、日本におけるソブリン危機発生の可能性を検討し、本稿を締めくくろう。

日本の政府債務残高対 GDP 比は先進国の中で最も高いものの、これまでのところ日本ではソブリン危機は発生していない。この要因を探るため、各国のデータからソブリン危機の発生確率³に大きな影響を与える変数を抽出したものが図表 3 左上だ。最も大きな影響を与えるのは新興国ダミーである。確かにソブリン危機は新興国において頻繁に発生しやすく、こうした直感

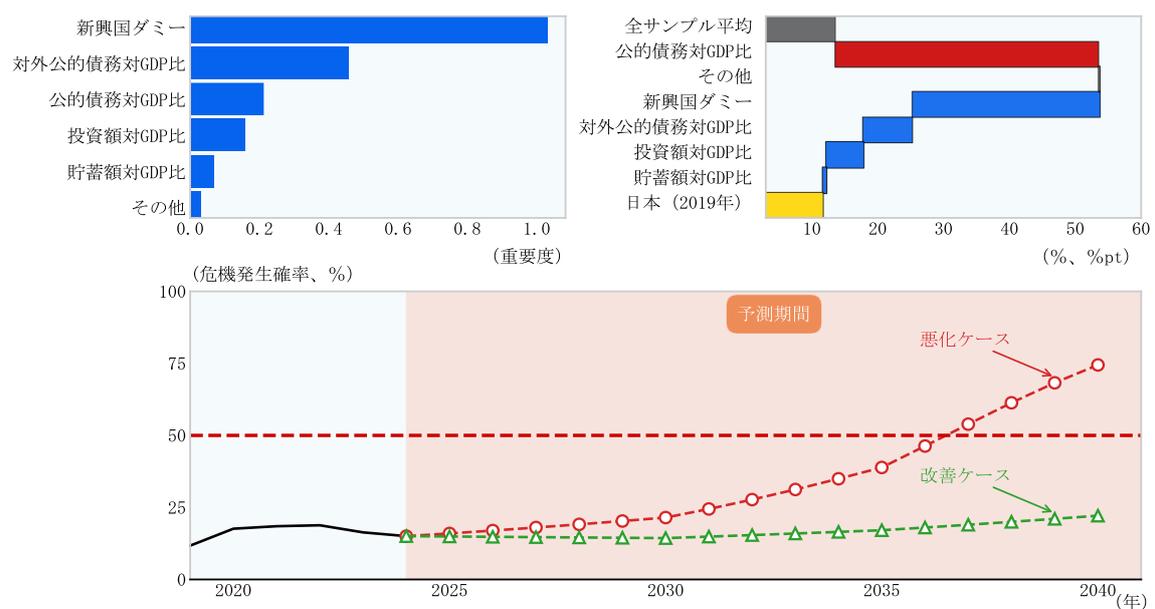
³ ソブリン危機は、Nguyen, Castro and Wood (2022) の定義 (GDP 比 1%以上の債務がデフォルトしそれが 3 年以上続いた場合など) による。

とも整合的だ。次に影響度が大きいのは、「対外公的債務残高対 GDP 比」や「公的債務残高対 GDP 比」といったストック変数である。

これらの変数がソブリン危機の発生確率に与える影響を定量的に評価するため、全サンプル平均と日本(2019年)の危機発生確率を比較したものが**図表 3 右上**だ。直近の 2019 年時点の日本のソブリン危機発生確率は全サンプル平均と比較しても低く、日本で実際にソブリン危機が生じていないことと整合的だ。

もっとも、その内容には課題が残る。世界的に見ても高水準の政府債務を抱えている日本では「公的債務残高対 GDP 比」がソブリン危機の発生確率を大幅に高めているが、先進国であることで危機発生確率が下がっている。また、現時点では公的債務の大半が国内の主体によってファイナンスされていることから、「対外公的債務残高対 GDP 比」も全サンプル平均と比較すると低く、これが危機発生確率を抑制している側面もある。

図表 3：財政危機の発生確率に対する重要度（左上）、各国・地域・年平均と比較した日本の財政危機発生確率（右上）、同確率の見通し（下）



(注) 上段左図は、IMF (2021) の手法を参考に、211 カ国・地域のデータを用いて作成したロジットモデル (推計期間は 1950～2019 年) における各変数の影響度を示したものである。変数の重要度は、影響の方向にかかわらず正の値で表示。上段右図は、このロジットモデルを使い、日本 (2019 年) の財政危機発生確率を推計し、全サンプル平均からの乖離要因を分解したものである。下段は上記モデルを用いて、2040 年までに公的債務残高対 GDP 比が当社の「第 225 回日本経済予測 (改訂版)」(2025 年 6 月 9 日) における想定 (悪化ケース：衰退シナリオ + 金利上振れ、改善ケース：高成長シナリオ)、公債の海外保有比率が当社の「第 222 回日本経済予測 (改訂版)」(2024 年 9 月 9 日) における想定 (悪化ケース：最大値、改善ケース：最小値) と同程度まで上昇した場合の財政危機発生確率を試算したものである。

(出所) IMF 統計、世界銀行、IMF (2021)、Nguyen, Castro and Wood (2022) より大和総研作成

だが、ソブリン危機の発生確率は低い状態が続くとは限らない。「[第 225 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2025 年 6 月 9 日) において、当社は、公債等残高対 GDP 比が足元と比較して 2040 年度で最大 100%pt 程度上昇する可能性がある」と指摘している (p. 50 : 図表 5-1 右図「衰退シナ

リオ+金利上振れ」シナリオ)。また、「[第 222 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2024 年 9 月 9 日)では海外投資家による国債の保有比率が最大で 60%pt 程度高まると指摘している (p. 38 の図表 4-4 右)。こうした状況に陥れば、「公的債務残高対 GDP 比」や「対外公的債務残高対 GDP 比」が上昇する結果、日本においてソブリン危機が発生する確率はとりわけ 2030 年以降に高まっていくとみられ、2030 年代後半には 50%を超える (図表 3 下:「悪化ケース」)。

このような事態を回避するためにも、公債等残高対 GDP 比の上昇を抑制することが重要だ。海外投資家による国債保有の増加を抑えることにもつながる結果、「公的債務残高対 GDP 比」と「対外公的債務残高対 GDP 比」の双方の上昇を抑制することが可能となる。この場合、ソブリン危機の発生確率は 2040 年までの間、おおむね足元と同水準で推移する (図表 3 下:「改善ケース」)。一時的な財政改善効果に頼り過ぎることなく、「[第 225 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」で指摘したように、成長力強化や社会保障制度改革とともに財政健全化を着実に進めていく必要がある。

【参考文献】

日本銀行 (2025) 「金融システムレポート」、2025 年 4 月

International Monetary Fund (2021). "How to Assess Country Risk: The Vulnerability Exercise Approach Using Machine Learning," *IMF Technical Notes and Manuals 2021/003*, International Monetary Fund.

Kladakis, G., and Skouralis, A. (2025). "Sovereign credit rating downgrades and Growth-at-Risk," *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 103, 102195.

Nguyen, T. C., Castro, V. and Wood, J. (2022). "A new comprehensive database of financial crises: Identification, frequency, and duration," *Economic Modelling*, vol. 108(C).