

2011年12月2日 全18頁

経済社会研究班レポート - No.5 - 欧州財政危機からの教訓

経済調査部 経済社会研究班
主席研究員 鈴木 準

静かな財政危機に覆われた日本は何を学ぶべきか

[要約]

- イタリアやスペインの財政に衆目が集まるのは欧州全体の問題という性格も強いが、各国固有の状況を確認しておくことは無駄ではない。本レポートでは、両国の財政状況やマクロ経済の基礎的条件を確認し、日本にとっての示唆を得たい。
- イタリアやスペインの基礎的財政収支は基調として黒字で、債務残高 GDP 比も安定的に推移している。市場からの信認を得るためには、PB 黒字化や債務残高 GDP 比の安定化だけでは不十分というケースだ。高水準の債務は危機に直面しやすいこと、数十年前の財政運営が現在を規定し、現在の財政運営が数十年後まで影響を及ぼすことを踏まえたい。
- 経済の基礎的条件をみると、スペインと対比してイタリアは成長率の低迷が見込まれており、背景には低い労働生産性や低い労働力率などもみえる。財政の維持可能性が疑われている中での低成長は、金利・成長率格差を拡大させ、財政運営を一層困難にするという悪循環に陥りがちである。
- 経常赤字国の財政問題は、市場から厳しく評価されることが多い。ただ、スペインは民間部門が支出を抑制（貯蓄不足を解消）する中で財政悪化と経常赤字縮小がみられているのに対し、政府だけでなく民間企業部門も恒常的な資金不足にある点でイタリアは経済改革の必要性がより高いとみられる。日本の場合、経常黒字は景気低迷の反映という面があり、財政収支の改善には消費や投資の活性化が不可欠である。
- 日本は国債を国内で消化できていると強調されることが多い。イタリアやスペインと比べて確かにそうだが、市場が内外で分断されているわけではない以上、むしろ海外部門による日本国債への投資は拡大が望まれよう。また、日本でも市場取引における海外部門の存在感は決して小さくない。残高ベースでみた国債の外国人保有割合の低さは、日本について楽観できる要因ではない。

1. ユーロ圏各国に伝播する財政危機

経済規模の大きな国 への問題拡散

欧州の財政危機が新たな展開をみせている。欧州の多くの国々で財政問題はくすぶっていたが、これまで問題の中心はあくまでギリシャ（人口 1,118 万人、GDP3,054 億ドル、2010 年の値、以下同じ）だった¹。しかし、現在はイタリア（6,034 万人、2兆 551 億ドル）やスペイン（4,602 万人、1兆 4,099 億ドル）など、経済規模がはるかに大きい国に問題が波及し、ユーロという通貨システム自体の先行き懸念が取り沙汰される事態に至っている。フランス（6,296 万人、2兆 5,627 億ドル）の国債 CDS スプレッドも 11 月中旬以降に大きく上昇している。ユーロ圏の経済問題は一義的にはユーロ加盟国間で解決する必要があるが、ユーロ圏内で困難に直面した国を援助しようとしている国に火の粉が降りかかっている。

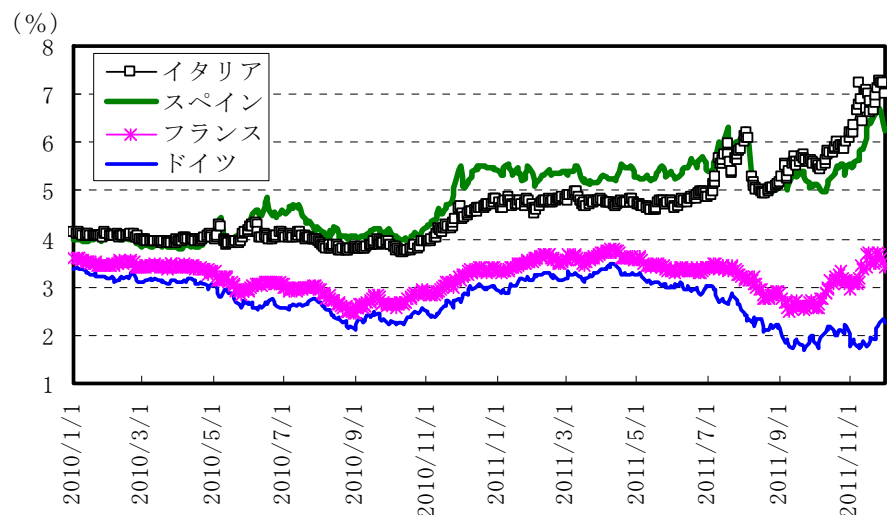
事態をコントロール できるか

イタリアやスペインは経済や社会の基礎的な条件においてギリシャとは根本的に異なるところがある。しかし、比較的小規模なギリシャの問題を欧州各国やギリシャ自身が必ずしも的確にマネージできないとすれば、それより規模の大きい問題をコントロールすることはより難しい、と人々が考えるのは自然である。そうした疑念がきっかけとなって欧州各国の国債価格のボラティリティが拡大すれば、投資家はリスクを回避するための行動を当然にとることになり、債券価格は下落する。債券の投資家にとって最も重要なのは約束通りの元利償還の確実性であり、ソブリン債についてそれが毀損した現状は深刻である。

ユーロ圏全体の問題 という性格

現在は、ユーロ統合の歴史的過程で蓄積された長期的な問題²と、リーマン・ショックへの対応のために財政が一定の役割を果たしたという短期的な問題³が一気に噴出し、ユーロ圏全体に広がっている状態といえる。欧州経済やユーロそのものの先行きを懐疑的にさせており、あるいは逆に、ユーロ圏における財政統合が一層加速するかもしれないという状況にある。それぞれの国はそうした欧州全体の流れの中に置かれており、個別国ベースでは対応できない面があるだろう。

図表 1 欧州の長期金利動向



(出所) Bloombergより大和総研作成

¹ アイルランドやポルトガルにも影響は波及したが、両国の人口や経済規模はギリシャ以下である。

² スペインが典型だが、ユーロ統合の過程における金利低下や統合後の低金利により、バブル色のある景気拡大を謳歌した裏側でマクロ的には債務が積み上がったという構造問題があった。

³ リーマン・ショック後、税収の著しい減少や政府支出の拡大（自動調整機能及び裁量的財政政策）がみられた。

ただし、各国固有の問題もあるはず

ただし、そこには各国固有の問題もあると考えられる。直近で目立って長期金利が上昇しているのはイタリアとスペインだが（図表1）、ユーロ圏ないし欧州には様々な国がある中で、なぜ市場は両国を厳しく評価しているのだろうか。それは政治的、経済的、社会的な視点から考察される必要があるが、一部の専門家を除けば、両国は財政状況が相対的に悪いということ以上の情報は十分に共有されていないように思われる。

日本の国債市場も世界の金融市場の一部であり、世界から評価されている

ユーロやユーロ圏経済そのものの課題については別稿に譲り⁴、本レポートでは、イタリアやスペインの財政状況やマクロ経済の基礎的条件がどのようなものであるかを、日本との比較を交えながら改めて注目したい。そして、そこから日本が何を示唆として得るべきかを考えたい。欧州各国の財政問題はもはや欧州全体の問題という状況ではあるが、その中で個別的な事情を確認しておくことは日本にとって決して無駄ではないだろう。なぜなら、世界が一体化した金融市場の中で日本もその一部であるからであり、日本の独自の要因を世界の市場は評価していると考えられるからである。

2. 財政状況

(1) 基礎的財政収支と債務残高

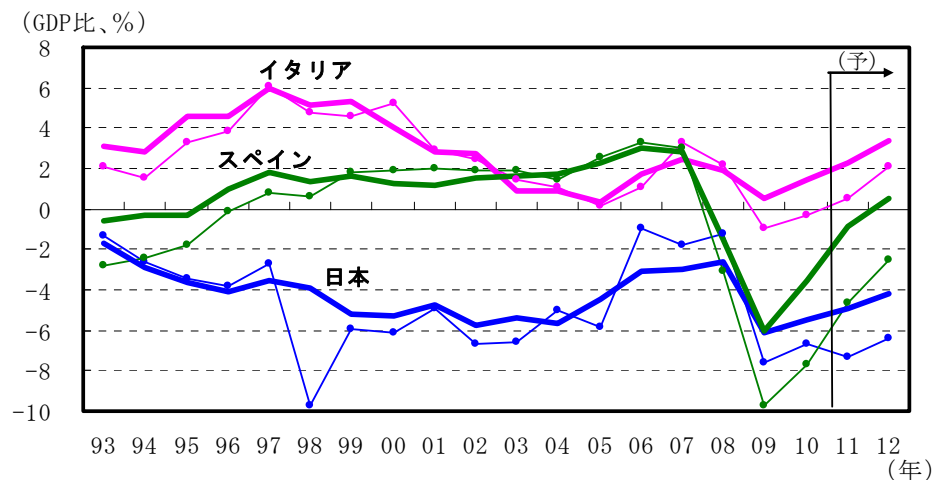
イタリア・スペインのPBは黒字基調

図表2に示したように、イタリアは基調として基礎的財政収支（Primary Balance、以下PB）の黒字を維持している点が特筆される。スペインも、1990年代中頃以降は同様だった。両国ともリーマン・ショック後の景気低迷に伴ってPBが悪化した

日本のPBは赤字基調

が、その後はV字型の回復傾向にあるとみられる。これに対し、日本のPBは恒常的に赤字である。1990年代における傾向的な赤字拡大が2005年以降は改善に向かっていったものの、リーマン・ショック時にそれは最悪の水準に戻ってしまい、その後の改善が思わしくない。

図表2 一般政府の基礎的財政収支



(注) 各国とも細線が各年のプライマリーバランス、太線が構造的プライマリーバランス。ここで構造的プライマリーバランスとは景気要因と一時的特殊要因を除外したもので、OECDが算出しているUnderlying Primary Balanceである。

(出所) OECD "Economic Outlook" (No. 89) より大和総研作成

⁴ 大和総研特別レポート「欧州金融財政危機と世界経済」（2011年10月19日）参照。

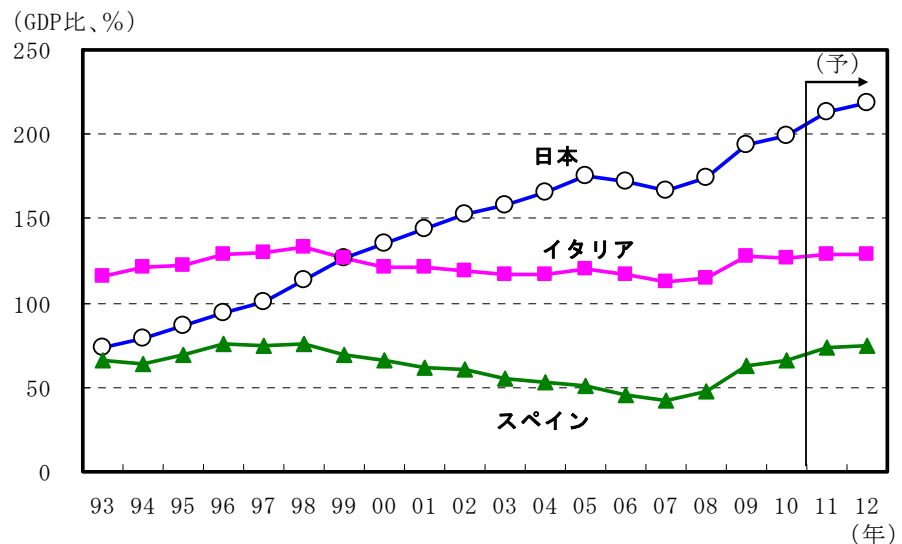
PB黒字化で十分でないケース

まず踏まえるべき点は、市場から財政規律が維持されていると信認を得るに際し、PBの黒字化は十分条件ではないケースということだ。イタリアは恒常的にPB黒字を維持している点でかなりの優等生である。イタリア国債にプレミアムの上乗せが求められているとすれば、それはPBの黒字幅が小さいということではなく、それ以外の要因と考えられる。

イタリアの政府債務残高GDP比は横ばいで推移

もちろん、財政運営の節度を表す指標である債務残高 GDP 比を一定とするためには、後述するように、金利と成長率の格差も踏まえたPBの黒字幅が必要である。おおまかに言えば、初期時点の債務残高 GDP 比に金利と成長率との格差を乗じた値が、債務残高 GDP 比率を安定化させるために必要なPBの黒字幅である。図表2に示した期間（1993～2010年）の平均でイタリアの構造的PBのGDP比は2.84%である。これも後述するが、イタリアは金利が成長率を2%pt強上回る状況下であり、過去の平均的なPB黒字を維持すれば、グロスベースで約130%、ネットベースで約100%という現在の政府債務残高GDP比を、安定化ないし緩やかに低下させることができる。事実、図表3にみるように、イタリアの政府債務残高GDP比は比較的安定的に推移しており、右肩上がりの日本と対照的である。

図表3 一般政府の総債務残高



(出所) OECD "Economic Outlook" (No. 89) より大和総研作成

(2) 財政収支の構造

財政収支は赤字

PBに、債務残高から発生するセカンダリーな赤字（利払い）を加えたものが財政収支である。財政収支を示した図表4にみるように、PBが黒字基調のイタリアも財政収支は一貫して赤字である。スペインも2005～07年において財政黒字を計上したが、それを除く期間は赤字であり、足下はイタリア以上に財政赤字GDP比が大きい。

イタリアも1980年代まではPB赤字体質だった

イタリアのPBが黒字基調となったのは1990年代初頭以降のことで、1980年代のイタリアは平均してGDP比4%のPB赤字を計上していた。さらに遡ると、石油ショックやリラ危機の再燃に直面した1970年代のイタリアは、大幅な財政赤字が大問題だった⁵。1980年代まで財政問題といえばイタリアが引き合いに出されるこ

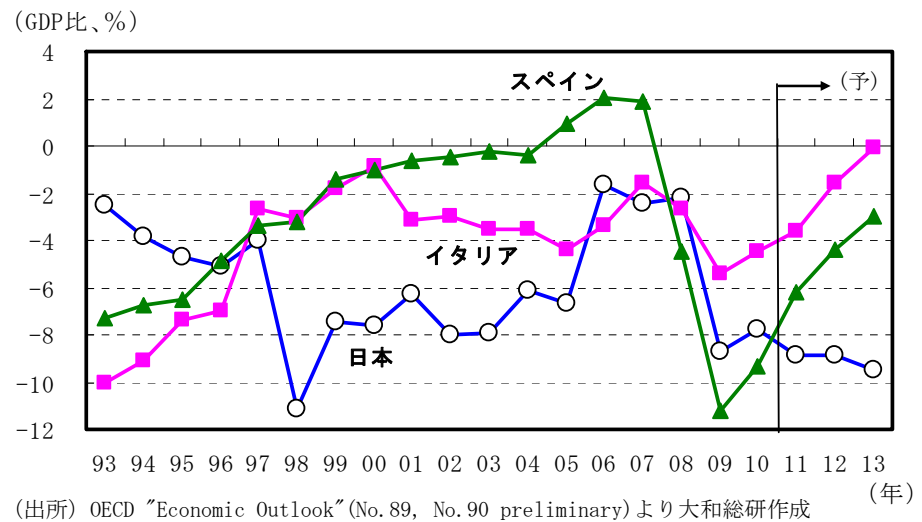
⁵ 1981年の一般政府財政赤字GDP比率は、英国3.2%、フランス2.4%、西ドイツ2.4%に対し、イタリアは11.7%に達して

とが多かったのである。しかし、欧州通貨統合第一陣による参加を目指したイタリアは、1990年代に次々と増税や歳出削減策を打ち出し、PBの黒字体質を実現したという経緯がある⁶。

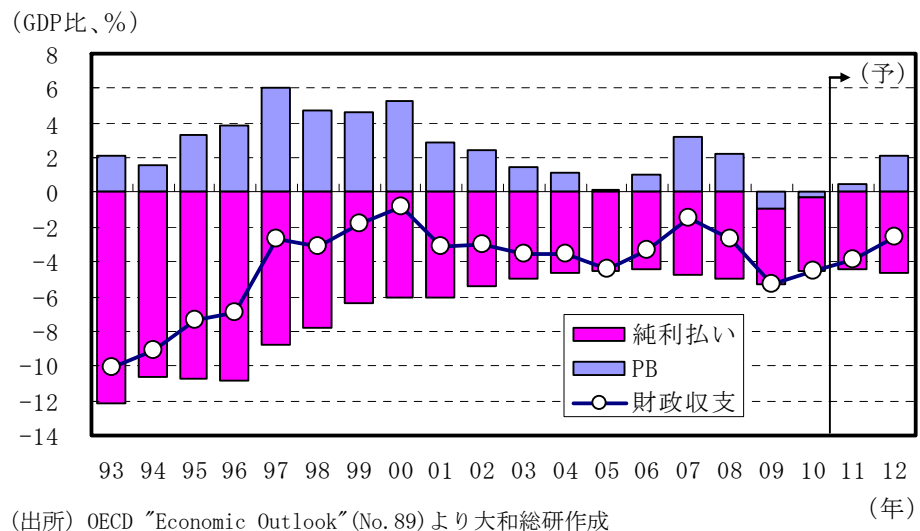
1990年代以降のイタリアは利払負担に苦しんでいる

すなわち、イタリアは債務の利払いが財政問題の中心にある。図表 5-1 にみるようにイタリア政府は PB 黒字を相殺して余りある金利負担に直面し続けている。ここで 2012 年の数値は 2011 年前半時点での見通し推計であるから、現在と今後の金利上昇次第では金利負担がさらに拡大する恐れもある。

図表 4 一般政府の財政収支



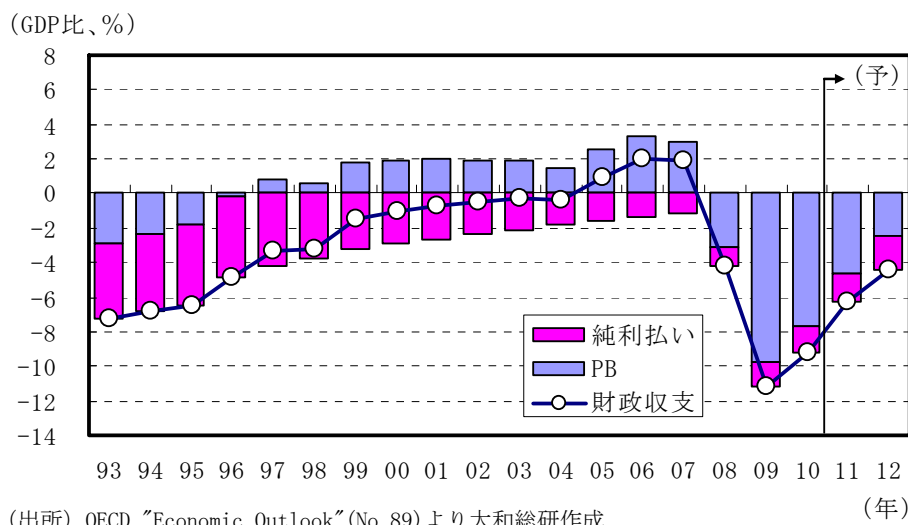
図表 5-1 財政収支の構造 (イタリア)



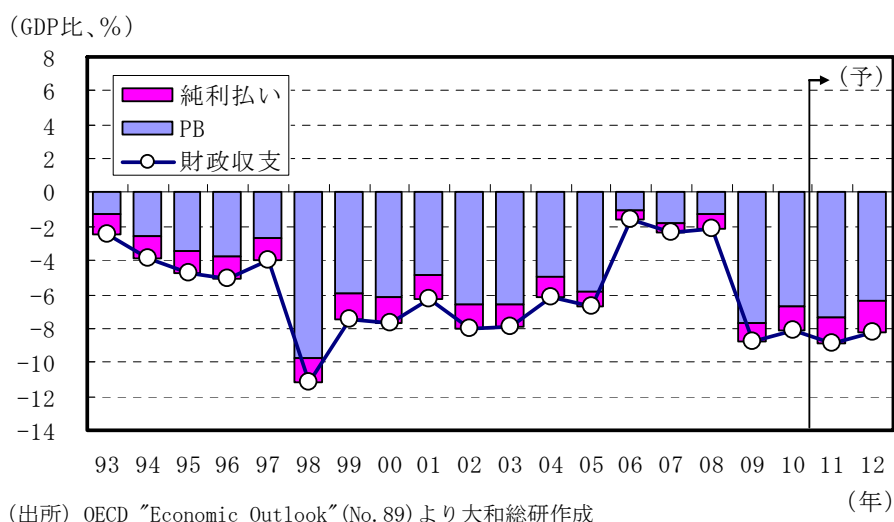
いた。戦後から1980年頃までのイタリア財政については、鈴木捷彦「イタリア財政危機の構造と制度改革」(経済企画庁経済研究所『経済分析』第94号、1984年3月)が詳しい。

⁶ 1990年代前半のイタリアは、財政政策の面での緊縮に加え、大幅な財政赤字を受けた高い長期金利の下でリラをERM変動幅内に維持するため金融引き締めを余儀なくされた。しかし、財政赤字削減のコミットメントが信託を勝ち得たことで財政に対するプレミアムが低下し、1990年代半ば以降は欧州主要国金利に収斂する形で長期金利が低下した。もっとも、長期金利の低下効果を織り込んでも1990年代の成長率は1980年代を大きく下回り、財政赤字削減が景気にマイナスであったことは否めない。1990年代のイタリアは短期的な景気を犠牲にしても長期的な財政健全化による利益を優先させたといえる(鈴木準・賀来景英・永井靖敏・尾野功一「財政の信託を回復するために」大和総研『大和レビュー』No. 1、2001年1月参照)。

図表 5-2 財政収支の構造（スペイン）



図表 5-3 財政収支の構造（日本）



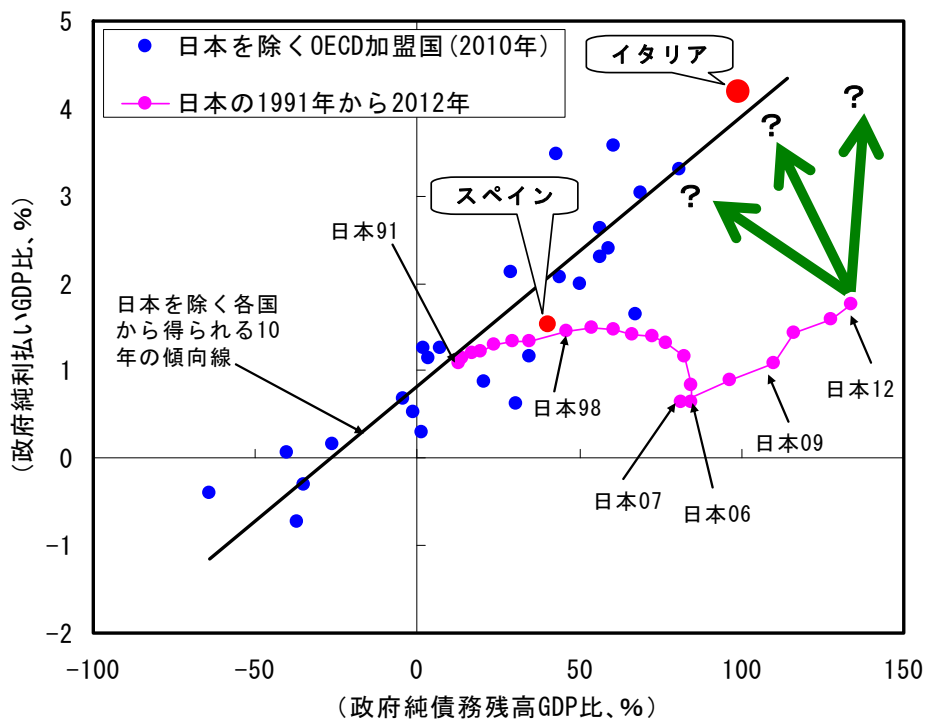
日本は異例な幸運にある

財政収支についてのPBと金利負担の内訳について、図表5-1（イタリア）、5-2（スペイン）、5-3（日本）は同じスケールで描いた。これを見ると、日本の金利負担はいかに小さいかが分かる。日本政府の支払金利が小さい理由としては、国内での資金余剰の実態や国債管理政策の巧さなど様々考えられるが、図表6にみるように、債務残高と金利負担の一般的な関係からみれば極めて幸運で例外的な状況であるのは明らかである。

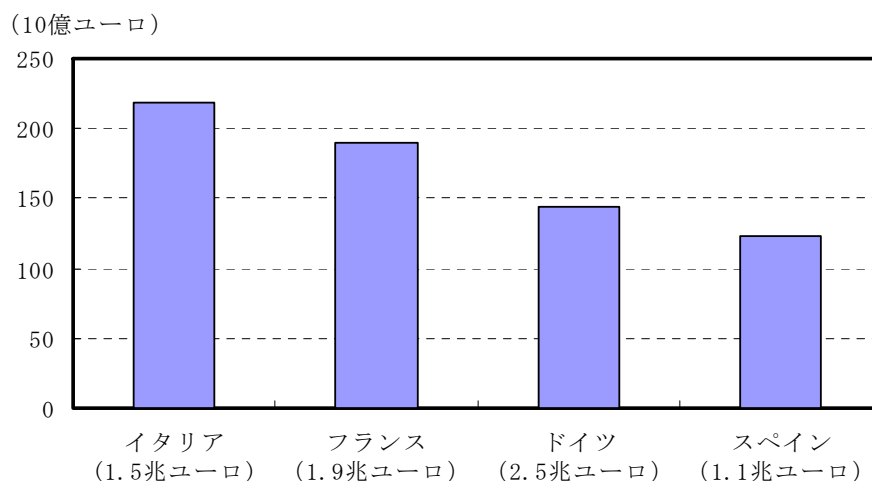
数十年前の財政運営が現在を規定し、現在の財政運営が数十年後まで影響を及ぼす

イタリアは20～40年前の財政運営の悪影響を現在も受け続けているということだろう。現在はPB黒字だが、過去の財政赤字の結果として累積した巨額の債務が残っており、その利払い負担を含めて市場から厳しい評価を受けている。翻って現在の日本は、毎年大幅なPB赤字を計上し続けている。出来るだけ速やかにPB赤字体質を改善させる必要があるが、過去分の代償は超長期に及ぶことを覚悟する必要がある。ひとたび作ってしまった政府債務を一気に返済することは非現実的である。債務残高が膨らめば膨らむほど、何かをきっかけに市場の信認を失うリスクは高まり、財政の脆弱性が増幅されるということを学ぶべきだろう。

図表6 政府の債務残高と金利負担の関係



図表7 国債発行市場の規模感（直近1年間の国債発行総額）



国債残高が大きいと借換時に発行市場の評価にさらされる機会が増える

債務残高が大きいと、日常的な償還と借換の量が自ずと大きくなる。図表7にみるようにユーロ圏内の国債発行市場におけるイタリア国債の存在感は大きく、イタリア国債が流通市場だけでなく、発行市場の評価にさらされる機会他国に比べて格段に多いといえる。発行市場でのプライシングは利払いを通じて直ちに財政へ影響を及ぼす。

債務残高GDP比が安定するだけでは解決にならない可能性

従って日本は、図表3でみた債務残高GDP比の大きさが、現在のフローの財政に大きな影響を与えていないとしても、将来の財政に大きな影響を与えうるとい

うことについて十分な警戒が必要だろう。すでにみたように、現在のイタリアは債務残高 GDP 比の動きをかなりの程度マネージできている。それにもかかわらず、今回のような金利上昇がイタリアで起きるということは、市場からの信認を得る上で、債務残高 GDP 比の安定化だけでは不十分かもしれないということも示唆される。

3. 経済と財政の基礎的条件

(1) 経済成長と生産性

景気後退の可能性

ユーロ圏経済はゆるやかな景気後退に入ったとみられる（OECD “Economic Outlook” (No. 90)、2011年11月28日参照）。通常、不況期での投資対象としては債券が選好されるが、今回は違う。ユーロ圏各国の政府債務の持続性に懸念が広がる下で、成長率の低下は税収の減少をもたすであろうことはもちろん、ソブリンデットリスク問題への政策的対応力の低下を連想させる悪循環に陥っている。

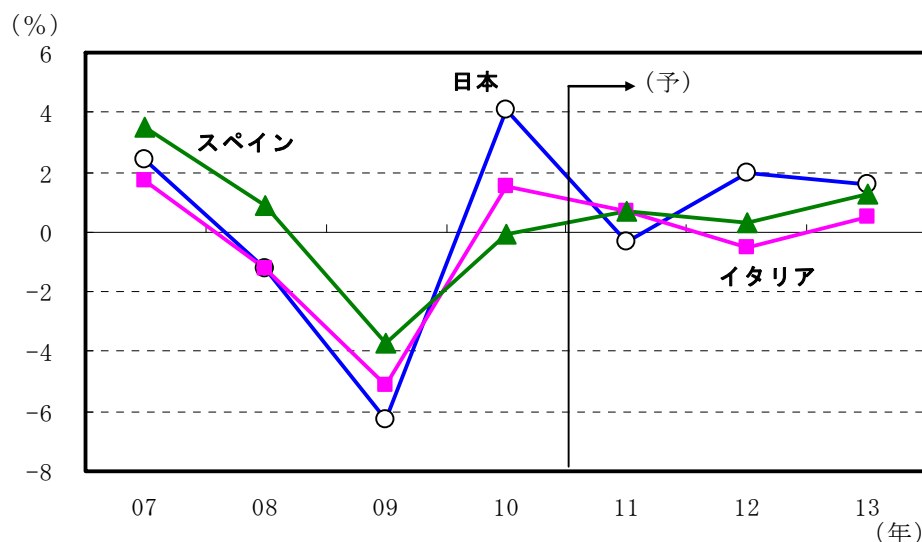
イタリアとスペインの違い

中でもイタリアは、景気の勢いがすでに失われている。図表8に示したように、2012年はマイナス成長が予想されており、その後の回復も期待しにくい状況である。これに対して、財政引き締めによるインパクトが同様に見込まれるスペインは、経済が徐々に回復すると見込まれている。OECDによる2013年の成長率見通しは、イタリア0.5%に対し、スペインは1.3%である。

財政健全化の見通し

直近のOECD経済見通しでは、2009年にGDP比▲11.2%まで悪化したスペインの財政収支は、スペイン政府の目標どおり2012年に▲4.4%、2013年に▲3.0%まで改善すると見込まれている。イタリアも2013年に財政赤字を解消するという財政安定化法の着実な実行がモンティ新政権に期待されているが、ある程度の経済成長が実現できないと、それもままならないだろう。イタリアの財政収支 GDP 比はスペインよりも良好に推移する見通しだが（既出図表4）、財政の改善モメンタムという点ではスペインの方が先行きは明るい。

図表8 経済成長率の推移と見通し

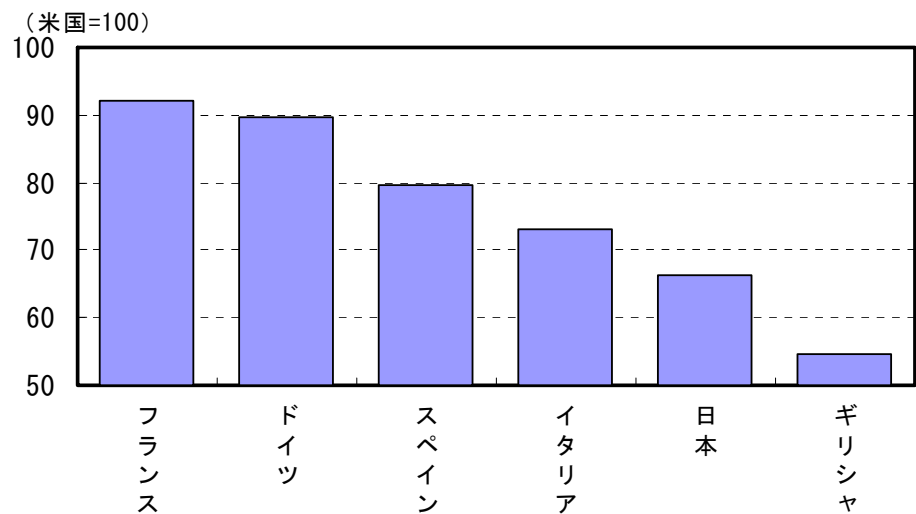


(出所) OECD “Economic Outlook” (No. 90、2011年11月) より大和総研作成

生産性の比較

今後の経済成長を左右する要素は無数にあるが、そもそも両国のファンダメンタルズはどのような状況だろうか。ここでは、マンアワー生産性を比較すると、ユーロ圏の中でも南欧諸国が一般に低い傾向にある中、特にイタリアは低い部類に属している。図表 9 にみるように、2010 年の値でみてイタリアの生産性はフランスを 20.5%、スペインを 8.2% 下回っている。イタリアはそれだけ競争力が低く、サービスを含めたユーロ圏域内貿易の拡大の恩恵を得にくいことが示唆される（もっとも、ギリシャはフランスを約 4 割下回っており、イタリアがギリシャとは根本的に異なることは踏まえたい）。

図表 9 1 人 1 時間当たりの労働生産性（2010 年）



(出所) OECD統計より大和総研作成

就労構造の比較

生産性が低い原因には、イタリアの自営業比率が他国と比べてかなり高いということも関係しているだろう（図表 10 の折れ線グラフ）⁷。また、図表 10 の棒グラフで示したように、イタリアは生産性が低いにもかかわらず労働力率（総人口に占める労働力人口の割合）が低い。生産性が低くともそれを補うように高い労働力を維持できれば、アウトプットの総量は維持できる⁸。労働力率は高齢化の進展度合いによっても違ってくるが、さしあたりそれを勤労意欲の指標とみれば、低い労働力率は今後の経済を見通すにあたってマイナス要素である。イタリアは成長力を高めるために就労構造を改革する余地があるということだろう。

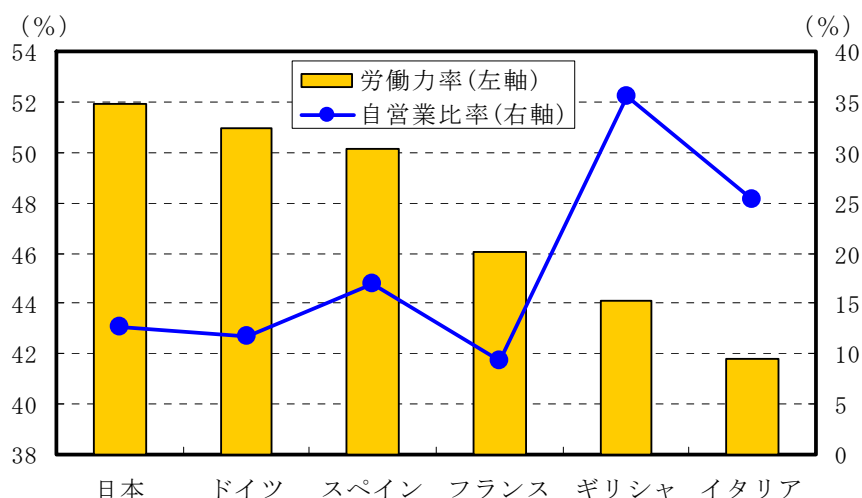
日本について

なお、日本は平均的な生産性がイタリア以上に低く（図表 9）、構造改革の余地を多分に残している。他方、今のところ日本の労働力率（勤労意欲）が高い点はプラス要素であり（図表 10）、今後の超高齢化で労働力率がどのように推移するか、大きな課題である。日本の財政を維持可能なものに健全化させるには増税や歳出削減も間違いなく必要だが、それだけでなく、生産性を引き上げるための成長戦略が極めて重要である。経済成長がない中での増税は景気へのマイナス効果が相殺できず、財政健全化に失敗するリスクが大きい。

⁷ 一般に、自営業比率の高い国の平均的な生産性は低い（原田泰・鈴木準『人口減少社会は怖くない』日本評論社、2005 年、140-141 頁）。ただし、もちろん自営業比率が低いほど望ましいというわけではなく、そこには歴史的・社会的な背景があるだろう。自営業率の高さがイタリアの文化を支えているという面もあるかもしれない。図表 10 に示したように、ギリシャの自営業比率はイタリア以上に高い。

⁸ 反対に、生産性の引上げを実現できれば、アウトプットの総量を維持したまま、労働力率の引下げや労働時間の短縮を行うことができる。

図表 10 就労構造の比較 (2009年)



(注) ここで労働力率は労働力人口が総人口に占める割合。自営業比率は就業者に占める自営業主等の割合。

(出所) OECD "Labour Force Statistics"より大和総研作成

(2) 金利・成長率格差

成長率の低下が金利・成長率格差を拡大させる悪循環

低い経済成長率は税収の低迷だけでなく、危機解決のために必要な政策の実効力の低下を招く。通常の局面ならば成長率の低下に伴って金利も低下する。しかし、財政問題がテーマの中心にある今回は、金利が上昇し成長率が低下するという二重の困難によって金利と成長率の格差が拡大し、債務残高のコントロールが一層難しくなるという悪循環が生じているとみられる⁹。

成長率が低下し、必要になるPB黒字も拡大している

リーマン・ショックの時期を除いて金利と成長率の中期的な格差を計算した図表 11 によると、2010～12年の平均でみて金利・成長率格差は、日本 1.2%pt に対し、イタリア 2.2%pt、スペイン 3.3%pt となっている。金利が成長率よりも高ければ高いほど、債務残高 GDP 比を一定に維持するために必要な PB 黒字幅（増税や歳出削減の必要性）が大きくなる¹⁰。しかし、成長率が低下する中で増税や歳出削減を行うことは容易でない。従って、金利・成長率格差の拡大は、事態解決の困難さが増しているという市場参加者の評価を促すことになる。

イタリアとスペインの比較

その意味ではスペインの金利・成長率格差はイタリアの 1.5 倍であり、スペインも安泰とはいえない。ただし、現在（2010年）のスペインの政府債務残高 GDP 比は、イタリアと比べてグロスベースで約 2 分の 1、ネットベースで約 5 分の 2 である。つまり、スペインが政府債務残高 GDP 比を上昇させないために必要な PB 黒字 GDP 比は、イタリアのそれよりは小さい。

イタリアと日本の比較

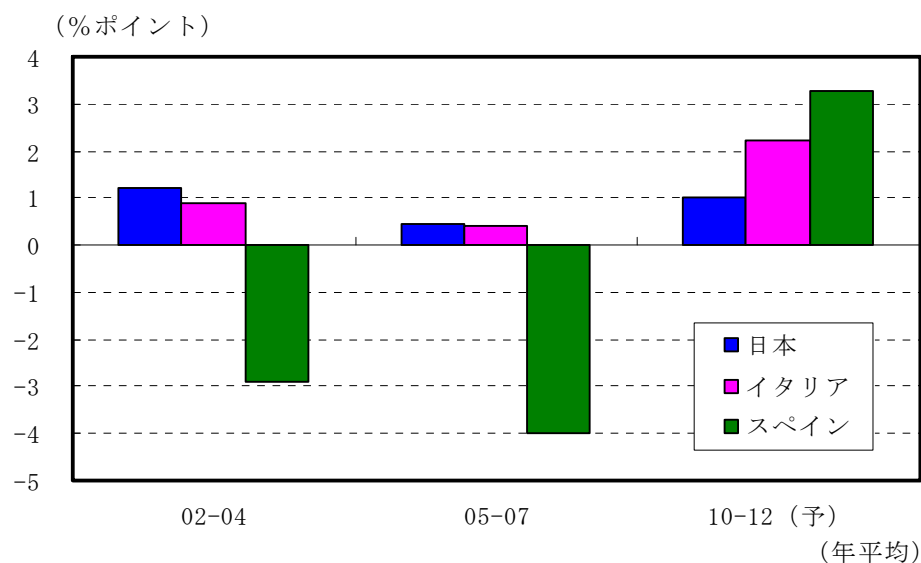
また、日本の債務残高 GDP 比はイタリアよりも高いが（グロスベースで 1.6 倍、ネットベースで 1.2 倍）、当面見込まれるイタリアの金利・成長率格差は日本の 2 倍以上である。つまり、債務残高 GDP 比を上昇させないためにイタリアに求めら

⁹ 例えば PB が均衡している下で金利と成長率が同じであれば、財政赤字は金利分だけになるから、債務残高 GDP 比の分母分子が同じスピードで変化する。しかし、金利が成長率を上回ればそれに相当する分だけ PB を黒字にしないと、債務残高 GDP 比は上昇してしまう。

¹⁰ すでに述べたように、おおまかには、初期時点の債務残高 GDP 比率に金利と成長率との格差を乗じた値が、債務残高 GDP 比を安定化させるために必要な基礎的財政収支の黒字幅となる。

れるPB黒字GDP比は、日本以上に大きい。

図表 11 金利・成長率格差



(注) 名目長期金利－名目経済成長率を計算。リーマン・ショックの時期（名目経済成長率が大幅に低下ないしマイナスだった時期）を除く。

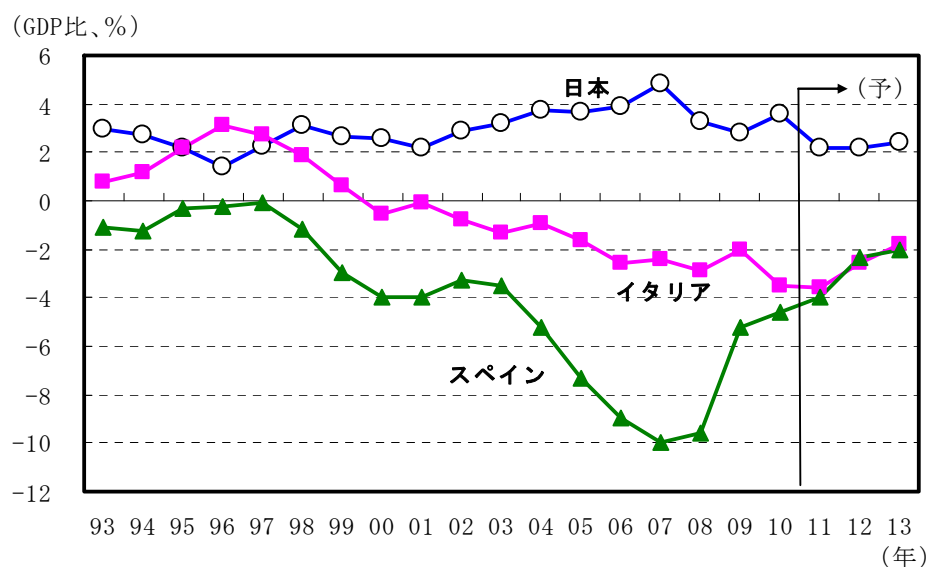
(出所) OECD "Economic Outlook" (No. 89) より大和総研作成

(3) 経常収支と資金過不足の構造

経常赤字国では財政状態や景気が金利に反映されやすい

資金の過不足という観点からみた場合はどうだろうか。ユーロ圏の経済危機は、域内でのインバランスが問題という指摘は多い。相対的に生産性が低いイタリアもスペインも経常赤字国であり、「海外からのファイナンスに依存している」としばしば表現される。2010年度の経済財政白書（内閣府）によれば、経常収支赤字国では、財政収支や景気状況が長期金利に与える影響が経常黒字国の3倍あるという。

図表 12 経常収支の推移



(出所) OECD "Economic Outlook" (No. 89, No. 90 preliminary) より大和総研作成

イタリアとスペインのの違い

ただし、イタリアとスペインとで、経常収支の動きには違いがみられる。スペインは、2007年に経常収支赤字がGDP比で10%にまで拡大したが、その後、急速に赤字が縮小し、今後もその傾向が続く見込みである（図表12）。他方、イタリアは足下の2011年が一国全体として資金不足の度合いが最も大きい状況にある。また、今後の経常収支赤字GDP比の縮小幅は限定的と見込まれている。

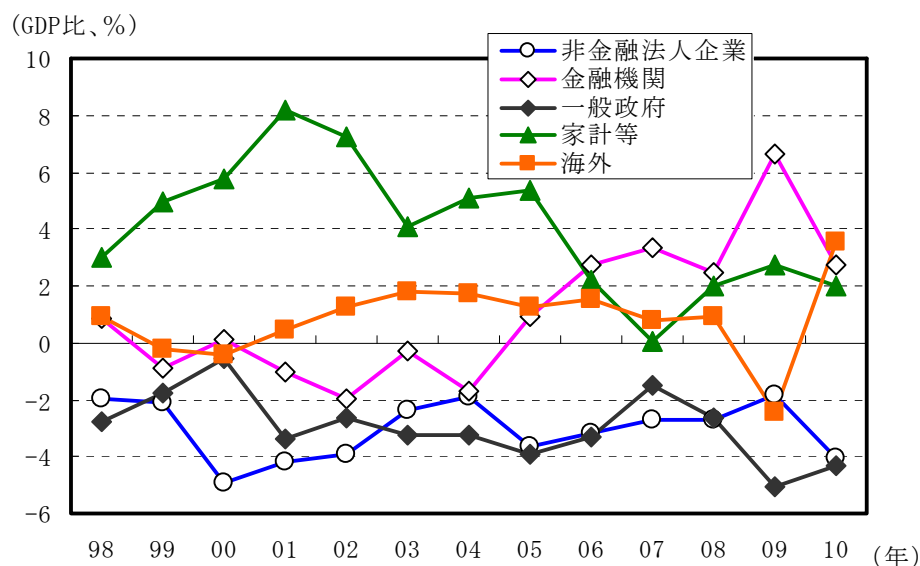
経常収支は収支尻に過ぎない

また、経常収支赤字に重点を置いて財政問題を評価することには違和感がある。経常収支は各経済主体がとった行動を一国全体で集計した収支尻に過ぎない。海外からの資金流入に依存しているといっても、海外の資金提供者は期待収益とリスクを評価した上で能動的に投資を行っているはずである。また、一般に経常収支赤字といった場合、経済の供給力不足や過剰消費、民間の旺盛な投資マインド、人口高齢化など、様々な原因が考えられる。すなわち、経常赤字であるから財政赤字が問題だという捉え方は単純に過ぎ、反対に、日本は経常黒字だから問題が小さいという見方も見落としている点が多いように思われる¹¹。

資金過不足の構図 — イタリアの場合

そこで、各国の資金過不足（貯蓄投資バランス）の状況を経済部門別にみてみよう。図表13-1はイタリアについて示したものだが、2000年代に家計部門の資金余剰（貯蓄超過）幅が傾向的に縮小する中、非金融法人企業部門と政府部門が一貫して資金不足となっている。民間企業と政府とが資金調達において競合しており、海外から資金が流入することで全体がバランスしている。また、近年、統計上では金融機関の貯蓄超過幅が拡大しており、金融セクターの一部でその保有資産と政府債務が両建てで膨張している可能性がある。

図表 13-1 部門別の資金過不足（イタリア）



(注) 単年度限りの特殊要因は調整していない。

(出所) Bank of Italy "Supplements to the Statistical Bulletin"等より
大和総研作成

¹¹ 日本について、現在は経常黒字でも近い将来に経常赤字が見込まれるから問題だという見方もある。しかし、仮に、経常収支赤字下の財政赤字が必ず問題であるとした場合、近い将来に経常赤字化することが予想されているなら、債券市場はそれを現時点で織り込もうとするはずだろう。現在の長期金利動向をみる限り、日本国債の評価にあたってそのような見通しが支配的だとは思われない。

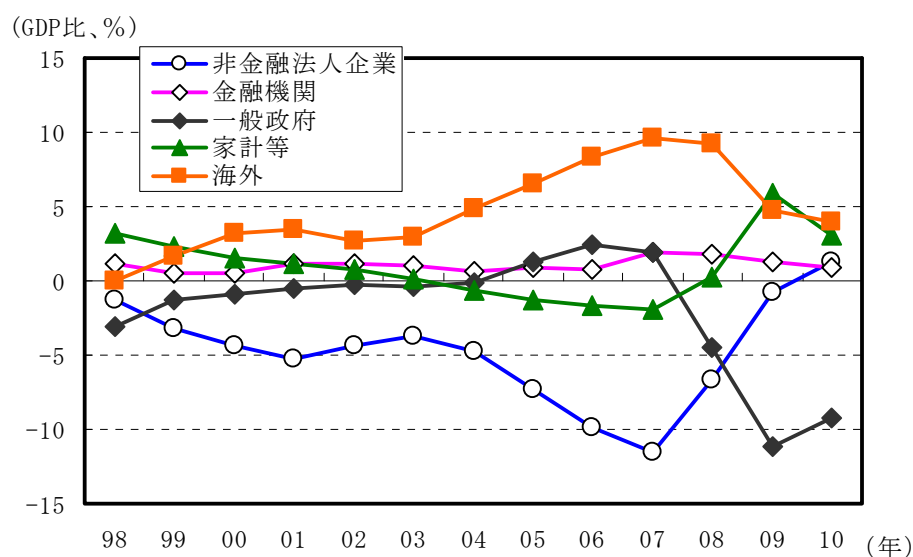
イタリアは政府も企業も投資超過なのに成長期待が薄い

イタリアでは民間の資金不足（投資超過）にもかかわらず、既述した通り経済成長率の向上が見込まれていないということは、民間企業部門が調達した資金が将来の所得を増やすような投資に回っていないことをうかがわせる。現在のイタリアは、企業も家計も政府も支出を抑制して既存債務の圧縮を一定期間行い、さらに支出の中身を経済成長志向のものに改めるような改革が必要になっているのではないだろうか。先述した、就労構造の改革に合わせて、資本の面からの取り組みも今後のカギといえそうだ。

資金過不足の構図
— スペインの場合

一方、図表 13-2 はスペインについてである。2004 年頃からリーマン・ショックの前までの状況を見ると、まず、家計部門が資金余剰主体から資金不足主体に転換していた。そうした中、非金融法人企業の資金不足と海外からの資金流入の急速な拡大が起こった。ただし、そのときにイタリアのように政府部門の資金不足を伴っていたわけではなく、一時は政府が資金余剰（財政黒字）であったことは既出図表 4 や 5-2 でもみた通りである。リーマン・ショック後は非金融法人企業部門と家計部門が支出を急激に抑制し、資金不足主体から資金余剰主体へ向かう動きとなった。政府部門の資金不足拡大はその裏側として起きており、同時に海外部門からの資金流入はむしろ縮小している点でイタリアと異なる。

図表 13-2 部門別の資金過不足（スペイン）



(注) 単年度限りの特殊要因は調整していない。

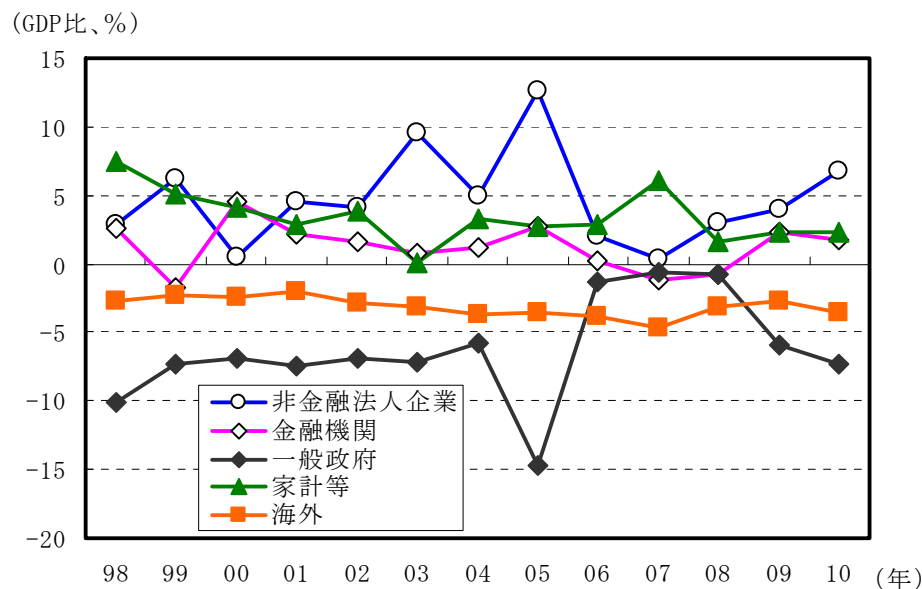
(出所) Bank of Spain "Financial Accounts of the Spanish Economy"等より
大和総研作成

資金過不足の構図
— 日本の部門別IS
バランスが意味して
いること

さて、図表 13-3 が日本である。超高齢化を突き進む日本では、家計貯蓄率がいずれマイナスとなり、金融資産を取り崩していくといわれる。しかし、実際には2000年代の家計部門の資金余剰幅は大きく見れば横ばいで推移している。他方、日本の場合は非金融法人企業部門が1990年代半ば以降、一貫して資金余剰主体である点が際立っている。企業が設備投資をせず、既存債務の圧縮などを長期的に行い続けている構図である。こうした、いわば異常な状況下では、マクロ的なバランスとしては結果的に政府部門か海外部門、あるいは両方が資金不足の立場とならざるを得ない（海外部門の資金不足とは、日本にとっての経常黒字と同義）。要するに日本の財政赤字や経常黒字は民間部門の資金余剰（景気の低迷）の鏡という性格が強い。財政収支赤字の縮小は、家計の消費や企業の投資の活発化と同

時でないとは実現しないと考えられる。あるいは、民間の支出が低迷したまま増税や歳出削減で財政収支を強引に改善させれば、輸入の減少によって経常黒字がますます拡大するだろう。

図表 13-3 部門別の資金過不足（日本）



(注) 単年度限りの特殊要因は調整していない。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」等より大和総研作成

4. 国債保有者構造

日本国債はほとんどが国内で消化されているという議論

経常収支の議論と関連するが、財政問題においては、その国の国債を誰が保有しているのかという点に注目されることも多い。端的に言えば、国内で国債が消化され外国人の保有が十分に小さければ問題は小さいという見方が流布している。特に、日本の場合には、マクロ的にも経常収支黒字国で海外の資金に依存していないという捉え方とあいまって、その点を強調する論者は多い。

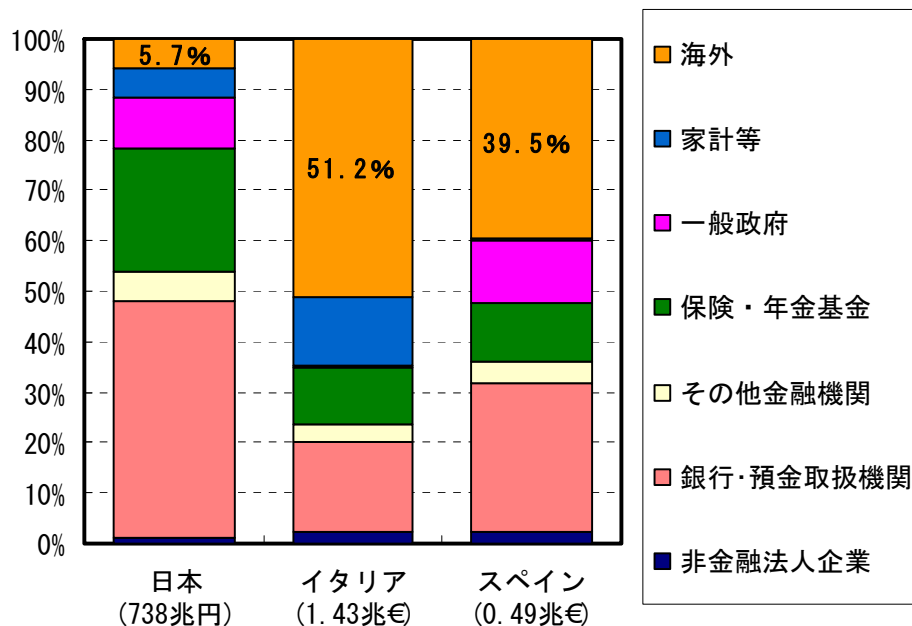
イタリアやスペインは国債の海外部門保有比率が高い

図表 14 は中央政府が発行する公債（短期証券等を除く）の保有者内訳をみたものである。2011年6月末時点で海外部門の国債保有割合は、イタリアで約5割、スペインで約4割となっている。ユーロ圏では通貨統合によって為替リスクが解消し、投資家と発行体の両面から債券投資者層の多様化——非居住者取引の拡大——が進められてきた。ドイツやフランスはもちろん、英国や米国と比較してイタリアやスペインでの外国人による国債保有割合が特別に高いわけではない。しかし、ひとたびグローバルな金融市場の混乱に巻き込まれれば、自国民以外の投資行動によって自国の国債市場が困難に直面する確率が高い状況といえるだろう。

日本国債は海外部門がほとんど保有していない

これに対し、日本国債の海外部門保有比率はわずか5.7%である。為替リスク（当該リスクをヘッジする場合にはヘッジコスト）や銀行に対する自己資本比率規制の存在によって、国内投資家による日本国債に対する需要は非常に強いものがある。同じツブリン債でも、他国の財政状況に関する情報よりは自国のそれの方が一般には入手が容易であるということもあるだろう。また、すでにみたように、日本の非金融民間部門は大幅な資金余剰（貯蓄超過）の状態が続いているため、政府の資金不足に対するアベイラビリティが十分あるという構図になっている。

図表 14 国債の保有者内訳 (2011年6月末)



(注) 短期証券や地方債は含まない。国名の下に括弧内は残高。

(出所) 日本: 日本銀行「資金循環統計」、イタリア: Bank of Italy "Supplements To The Statistical Bulletin"、スペイン: Ministry of the Treasury of Spainの統計より大和総研作成

しかし、海外部門の保有比率はむしろ高めるのが望ましい

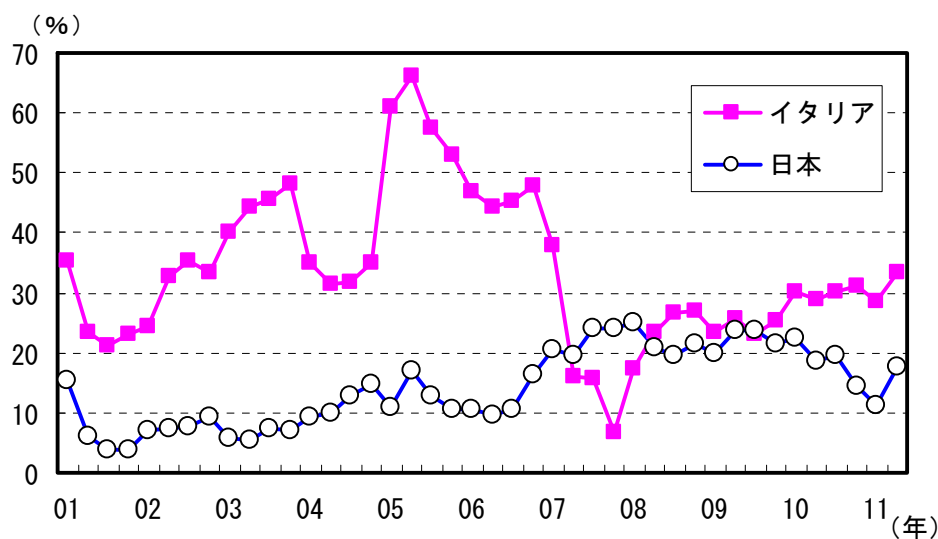
だが、それゆえ財政の維持可能性が十分だと考えることには、相当の無理があると思われる。第一に、対内直接投資を含めて海外から日本への資金流入が少ないという日本経済のより大きな課題を忘れて、「海外資金に依存していない」と強調する表現は誤解を招いている。日本の財政当局が国債投資家層の多様化を図るため、海外でのIRを盛んに行ったり、財政状況に関する英文での情報発信を充実させたりしているように、金融資本市場が内外で分断されているわけではない以上、海外投資家層をむしろ拡大させる方が望ましい。現在、外国人の保有比率が低いのは、利回りが低いといったことにも原因があるとみられ、むしろ人気の無さを示しているともいえる。国内投資家を含む世界の投資家は期待収益とリスクを評価して有利と考える資産を選択しているのであり、海外投資家が日本国債を保有していないとしても、彼らはいつでも日本国債を空売りできるのである¹²。

実際の取引では外国人投資家の存在感が大きい

第二に、静学的な指標である残高ベースでの保有割合の高低と、市場における海外部門の存在感は別問題である。図表 15 は日本とイタリアについて、資金循環統計を用いて国債の金融取引（フロー）における海外部門のプレゼンスをみたものである。ここで金融取引とは発行市場と流通市場を合わせたものということになるが、日本国債についても徐々にプレーヤーとしての海外部門の存在感が増しており、日本国債の市場で海外勢の影が薄いという状況ではない。さらに、日本国債市場では、流動性が非常に高い国債先物市場と現物市場との裁定関係などを通じて金利形成がなされているが、図表 16 に示したように国債先物市場における海外投資家による取引ウエイトは4割前後となっている。

¹² この点を含め、財政問題について一般に語られていることへの疑問は、鈴木準「腑に落ちない財政論議」（大和総研 Web ページコラム、2011年9月8日、<http://www.dir.co.jp/publicity/column/110908.html>）を参照されたい。

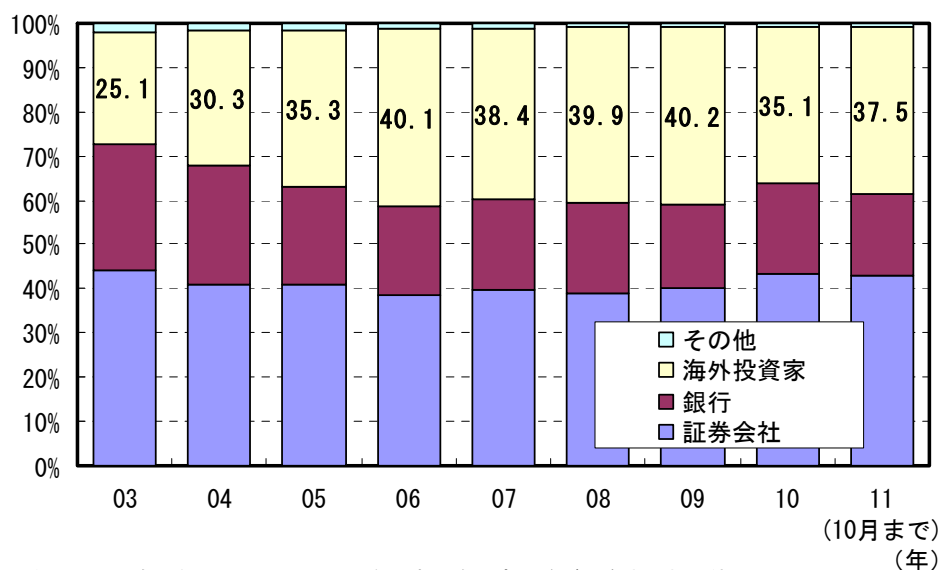
図表 15 国債取引市場における海外部門のプレゼンス



(注) 両国の資金循環統計により、国債の金融取引(資産サイドにおける各四半期中の増減額)を主要な経済主体ごとに求め、その絶対値の和に占める割合を求めた。4四半期移動和による。

(出所) 日本:日本銀行「資金循環統計」、イタリア: Bank of Italy "Supplements To The Statistical Bulletin"より大和総研作成

図表 16 国債先物取引市場の取引高シェア



(注) ここに含まれているのは、取引参加者の自己売買並びに資本の額30億円以上の証券会社等の委託取引。

(出所) 東京証券取引所の統計より大和総研作成

国債は国民の資産でもあるというが、その価値をどう考えるか

第三に、国内投資家についても、国債投資に振り向ける資金が十分にあること(量としてファイナンス自体はできること)と、そこでどのような価格(金利)がつくのかは別の問題である。国債で調達された資金が国民経済を向上させる支出に充てられていれば、そのリターンによって元利償還をしていけるが、そのような持続可能性が低下したと判断されればプレミアムが発生するだろう。現実には、国民の貴重な貯蓄の大部分が生産性向上のインセンティブをもたない政府部門に対する債権として保有されており、現状の先には活力のない淀んだ経済社会

が待っている可能性がある。

外国人保有割合が低いことは安心材料ではない

日中戦争以降の、戦費調達を目的とした貯蓄報国運動や愛国公債購入運動は有名な話だが、大政翼賛会は『隣組読本 戦費と国債』（1941年）において、「国債が澤山殖えても全部国民が消化する限り、すこしも心配はないのです。」と述べていた¹³。しかし、国債を国民の資産だと思っていたら、そうではなかったということになった。戦前・戦時中の国債累増が結果として何をもたらしたか歴史を振り返れば、日本国債の外国人保有割合が低いこと、しかも残高ベースで低いことは、日本の財政を楽観できる要因では決してないだろう。

5. おわりに

本稿の趣旨

本レポートでは、イタリアやスペインの財政状況やマクロ経済の基礎的条件を日本との比較を交えながら確認し、日本の財政問題への示唆を抽出することを試みた。様々な要素を総合的に捉えれば、イタリアがスペイン以上に厳しい状況であることなども、ある程度把握できたと思われる。

ユーロ圏の今後

欧州のソブリンデットリスク問題について、金融システム問題という点では銀行資本の増強が基本的な処方箋である。また、欧州経済という点ではECBやEFSF（欧州金融安定化基金）がどのような役割を果たしていくか、ユーロ圏の財政統合をどこまでどのように進めていくか、といったことに今後の展開がかかっている。本稿ではユーロ圏における賃金・物価や実質の金利・為替の問題について言及しなかったが、危機がどのように調整されていくのか注視していきたい。言えることは、ユーロという通貨システムそのものの帰趨がどうなるとしても、根本的にはユーロ圏各国の経済状況と財政状態の改善がなければ問題は解決しないということである。これはかなり時間のかかる問題である。

本稿のまとめ

最後に、イタリアやスペインの状況、その他、本レポートでの議論から日本が踏まえておくべきと考えられる事柄をまとめよう。

PB黒字化、債務残高GDP比安定化だけでは十分でない可能性

第一に、基礎的財政収支が基調として黒字で、債務残高GDP比も安定的に推移している国の財政が、ある意味では突然に市場から厳しい評価を受けている。財政運営戦略（2010年6月22日閣議決定）での目標はその達成自体に多くの困難を伴うが、それを達成するだけでは市場からの信認を得られないリスクがある。債務残高GDP比が極めて高く、恒常的に財政赤字を計上し続けている現在の財政運営は、超長期に日本国債の評価に影響を及ぼし続けるということを覚悟しつつ、財政の改革と健全化への意欲を十分に維持し続けることが不可欠だろう。

成長戦略が必須

第二に、高水準の債務残高を抱えた下で、労働生産性の伸び率が低いなど、経済成長が見込めない状況になると、金利・成長率格差が拡大し、財政運営が一層困難になるという悪循環に陥りがちである。財政健全化の取り組みと同時に、長期的な経済成長を志向するような政策を果敢に打ち出すことも必要である。

経常黒字であることは安心材料ではない

第三に、イタリアのように政府だけでなく民間企業部門も資金不足の状況にある経常赤字国の財政問題が厳しく評価されるとしても、だからといって経常黒字国である日本の問題が小さいという意見はミスリーディングだと思われる。日本の場合、経常黒字は景気低迷の反映という面があり、財政収支の改善には消費や

¹³ 松田千恵子『国債・非常事態宣言』朝日新聞出版、2011年9月などを参照。

投資の活性化が不可欠である。

国債の外国人保有割合が低いという見方には疑念あり

第四に、日本国債は外国人保有割合が低い（国内で国債を消化できている）と強調されることが多いが、日本国債も市場における海外部門の存在感は決して小さくない。そもそも、国債市場が内外で分断されているわけではない以上、むしろ海外部門による日本国債への投資拡大が望まれよう。残高ベースでみた国債の外国人保有割合の低さは、事態を楽観する根拠にはならない。