

## 第2節 日本の財政リスク

第1節では、金融市場の国際連動性が高水準にあることとその背景を確認した。リーマンショック以降、各国の財政収支が悪化する中、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルでは財政リスクが顕在化し、各国への財政リスクの伝播が注目されている。我が国でも、2011年入り後、日本国債が格下げを受ける等、我が国財政の持続可能性に対して、懐疑的な議論が高まってきている。しかしながら、我が国の国債利回りは低位で安定して推移し、財政リスクは顕在化していない。

第2節では、欧州政府債務危機や過去に財政破綻（国債のデフォルト）を経験した国のケーススタディを通じて、財政リスクがどのような状況において顕在化したかを探る。更に、我が国で財政リスクが顕在化しない背景を、日本国債の保有構造等を通じて分析する。

### 1 財政リスク顕在化のケーススタディ

欧州政府債務危機や財政破綻国のケーススタディを通じて、財政リスク顕在化の条件を探る。

#### （欧州政府債務危機の経緯と金融市場の反応）

まず、欧州政府債務危機を巡る金融市場の動向とその経緯を整理する（第3-2-1図（1））。

リーマンショック後、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン各国（以下、G I I P S諸国という）では、①景気低迷による税収の減少と、②不良債権の増加等によって自己資本の毀損を受けた金融機関への公的資金注入などから急速に財政収支赤字が拡大し、政府債務残高が増加した。更に、2009年11月のドバイ・ショックにより、中東諸国向け与信を多く持つヨーロッパの銀行の更なるバランスシートの悪化懸念から、G I I P S諸国の財政収支赤字の拡大が一段と意識された。

そうした中、2009年10月に国家財政の粉飾決算（財政収支の大幅赤字修正）が明るみに出ていたギリシャの財政リスクが特に意識され、2009年12月以降、ギリシャ国債は、各格付会社による格下げ<sup>41</sup>を受けて、利回りが上昇した。

その後、ギリシャ政府は、2010年4月23日に短期国債の利回り上昇により資金調達が難しくなったことから、EUとIMFに金融支援を要請した。しかし、2010年5月6日には、「ECB（欧州中央銀行）はユーロ圏国債買入に消極的」との報道を受けたギリシャのデフ

---

<sup>41</sup> S & Pは、2009年12月にA-格からBBB+格に格下げ。2011年7月まで6回格下げし、2011年7月時点の格付けはCCC格となっている。

オルト懸念の高まりから、長期国債利回りも更に上昇した。このとき、NYダウは一時 998 ドル下落し、リーマンショックの再来が意識された（ギリシャショック）。2010年5月10日には、欧州金融安定基金（E F S F : The European Financial Stability Facility）設立の発表とECBによるユーロ圏国債買入等が決定されたことから、金融市場はいったん落ち着きを取り戻したが、その後も、ギリシャ国債の利回りは上昇し続けた。

この間、アイルランド国債とポルトガル国債は、リーマンショック後の銀行の不良債権問題から、金融機関に対する巨額の追加支援等による2009年の財政収支悪化（アイルランド：対GDP比▲14.6%、ポルトガル：対GDP比▲9.3%）が意識される中、格付け会社による相次ぐ格下げ<sup>42</sup>を受けて、利回りが上昇した。アイルランド政府は2010年11月に、ポルトガル政府は2011年4月に、各々EUとIMFに金融支援を要請した。

2011年7月21日に発表されたユーロ圏首脳会議によるギリシャ支援の合意案が各国議会の承認を得られないとの思惑等を背景に、8月には、ギリシャ国債がデフォルトした際のヨーロッパの銀行のバランスシート悪化懸念などから、周辺国の財政悪化が再び意識され、アイルランド国債、ポルトガル国債に加えて、政府債務残高の大きいスペイン国債とイタリア国債、更にフランス国債の利回りもやや上昇した。

こうした中、ギリシャ国債、アイルランド国債、ポルトガル国債では、財政リスクが顕在化し、デフォルトが強く意識され、2年債の利回りが10年債の利回りを大きく上回る事態にもなった（第3-2-1図（2））。

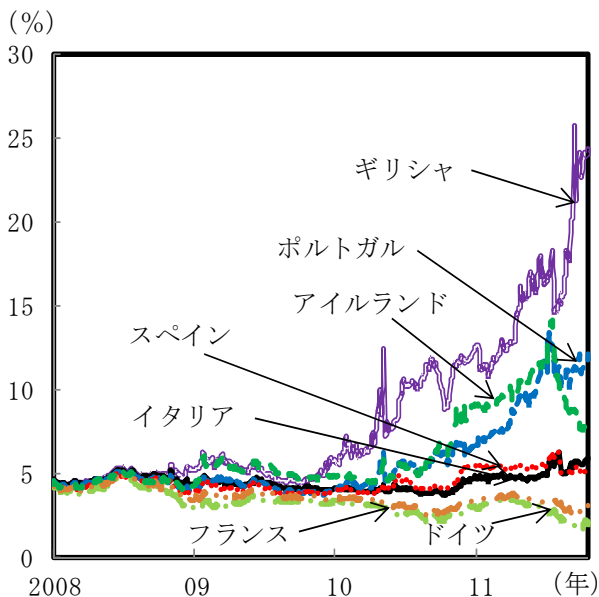
---

<sup>42</sup> S&Pは、アイルランド国債を、2010年8月にAA格からAA-格に格下げ、2011年4月までにBBB+格まで格下げしている。同様に、同社は、ポルトガル国債を、2010年4月にA+格からA-格に格下げ、2011年3月までにBBB-格まで格下げしている。

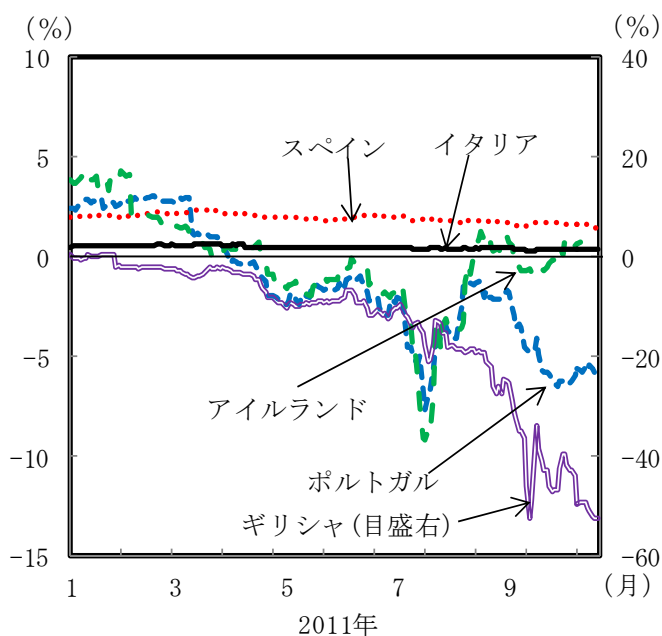
### 第3-2-1図 G I I P S諸国等の国債利回り

10年債利回りは上昇。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの2年債利回りと  
10年債利回りは大きく逆転し、財政リスクは顕在化

(1) 10年国債利回り (日次)



(2) 2年国債と10年国債の利回り格差



(備考) Bloomberg により作成。

#### (リーマンショック後の経常収支赤字の縮小と財政収支赤字の拡大)

このように財政リスクが顕在化し、デフォルトが強く意識されたギリシャ、アイルランド、ポルトガルを中心に、リーマンショック後のG I I P S諸国の財政状況等を分析し、財政リスクが顕在化した背景を整理する。

財政面では、リーマンショック後の景気対策や金融機関支援による財政支出拡大と、景気悪化による税収の落ち込み等から、財政収支赤字は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルを中心に大幅に拡大し、政府債務残高は増加した。例えば、ギリシャでは、2004年のアテネオリンピックにかかわる財政支出等から、政府債務残高は高水準で推移していたこともあって、2010年までに対GDP比で143%まで上昇した(OECD加盟国中2位)。アイルランドとスペインでは、「安定成長協定(Stability and Growth Pact)<sup>43</sup>」を満たす等、厳格な財政規律の管理から、2007年までに政府債務残高<sup>44</sup>は減少していたが、アイルランドでは2007年の25%から2010年の96%に、スペインでも2007年の36%から2010年の60%にまで急激

<sup>43</sup> ユーロ参加国が遵守することになっている「安定成長協定」では、財政規律の遵守にかかる具体的な手続を定めるとともに、「年間の一般政府財政赤字をGDP比3%以内」、「一般政府債務残高をGDP比60%以内」の財政規律の維持を義務付けている。

<sup>44</sup> 政府債務残高対GDP比は、IMFの“General government gross debt”を用いた。当該政府債務残高は国と地方の合計。

に増加した（第3-2-2図（1）（2））。

こうした財政収支赤字の拡大と政府債務残高の増加の背景には、リーマンショック後に、外国資本が流出し、実体経済が悪化したことも大きな要因である（第3-2-2図（3）（4））。

リーマンショック以前は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインの経常収支赤字は、99年のEUの通貨統合によるヨーロッパ域内での資本移動の容易さを受けた外国資本の流入から、高水準で推移していた。特に、①ギリシャでは、アテネオリンピック後に好景気が続いていたことや、②アイルランドでは、ヨーロッパ域内での資金調達が容易なことを背景に、主要行が資金調達を増やしたこと（主要行の総資産はアイルランドのGDPの約9倍に達した）から、外国銀行による与信が大きく増加していた。こうした資本移動は、本来は国際的な資金の効率的再配分を助けるものであるが、ここでの問題は、外国資本の流入による資産価格バブルがアイルランド、スペインを中心に生じており、資金が必ずしも効率的に利用されていなかったことにある。

実際、リーマンショック後に、外国銀行による与信が急激に減少しているように、信用収縮（デレバレッジ）から外国資本が流出し、経常収支赤字は急激に縮小した。特に、ギリシャでは、2008年9月まで外国銀行等による外国資本の流入が高水準で続いていたことから、落差は大きかったと考えられる。

また、この外国資本の急激な流出は、実体経済の悪化を加速させた。リーマンショック以前は、外国資本の流入による資産価格バブルがアイルランド、スペインを中心にみられていたが、リーマンショック後の外国資本の流出を受け、資産価格は大幅に下落した（バブル崩壊）。こうした外国資本の急激な流出の背景には、2000年代前半からリーマンショックまでの間、世界的に金融市場のボラティリティが低下し、主要な金融商品の収益率が低下する中、外国銀行等が「search for yield（利回りの追及）」の風潮の基で相対的に高い収益率を求めて、G I I P S諸国に半ば投機的に投資していたこともあったと考えられる。

資産価格バブルの崩壊は、不良債権の増加ももたらし、実体経済の悪化（実質GDP成長率の急激な低下）等を通じて財政収支を悪化させ、財政リスクを高めていったと考えられる（第3-2-2図（5）（6））。

更に、この間の国債の内外保有比率をみると、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインの外国保有比率は70~80%と高くなっている。このことも、財政リスクが意識される局面で外国投資家が売却したことによって、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの財政リスクが顕在化するのを加速させることになった<sup>45</sup>（第3-2-2図（7））。

こうしたG I I P S諸国のケーススタディからは、リーマンショックのような大きな金融危機により、外国資本が流出し、経常収支赤字が急速に縮小する中、実体経済の悪化と金融

---

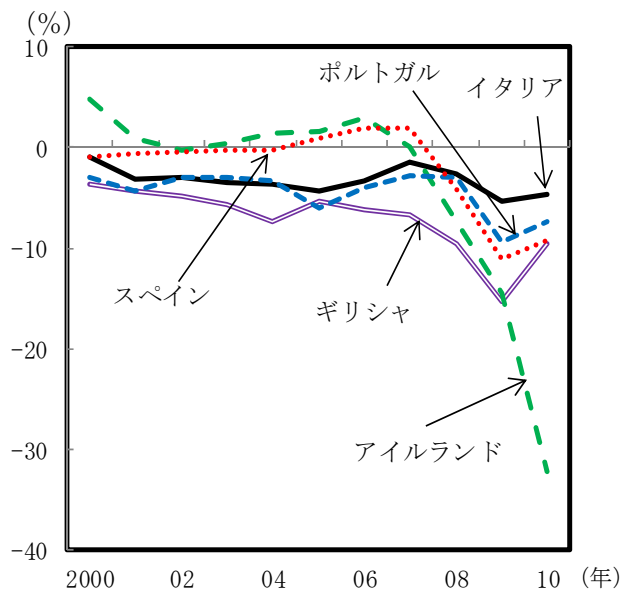
<sup>45</sup> G I I P S諸国の国債利回り上昇については、一部のグローバルな金融機関や投資家等が中心に取引しているCDSのスプレッド上昇が、先導したとの指摘もある。

機関のバランスシートの毀損等から財政収支赤字が拡大、政府債務残高が増加し、財政リスクが顕在化するという構図が示唆される。また、その際、危機以前の資本流入が非効率な投資等に結び付いていた点も事態を悪化させた要因になったと考えられる。

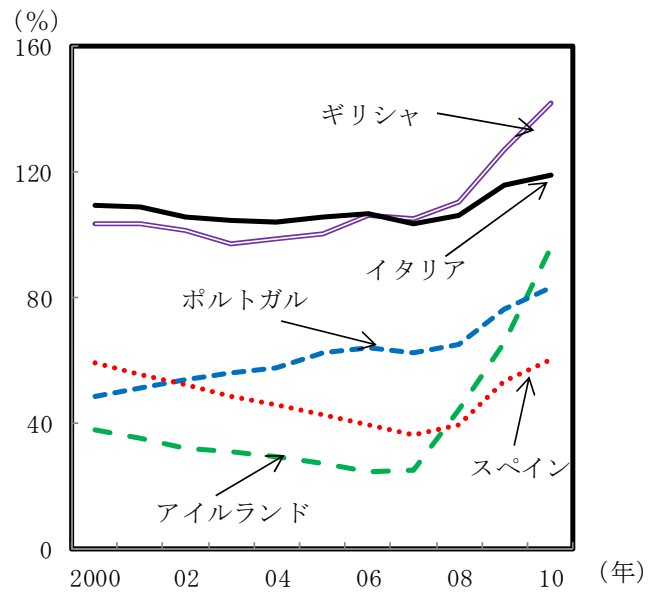
### 第3-2-2図 G I I P S諸国の財政収支と経常収支等

ギリシャ、アイルランド、ポルトガルでは、財政収支赤字拡大、政府債務残高増加、  
経常収支赤字縮小、実質GDP成長率悪化等が同時発生

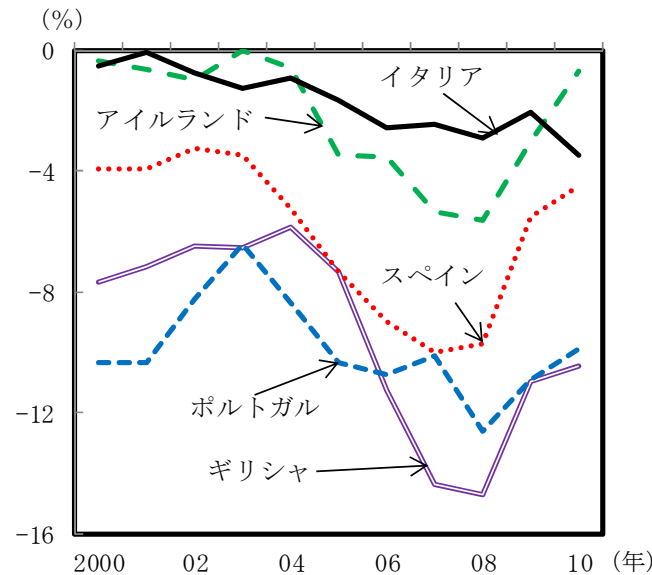
(1) 財政収支 (GDP比)



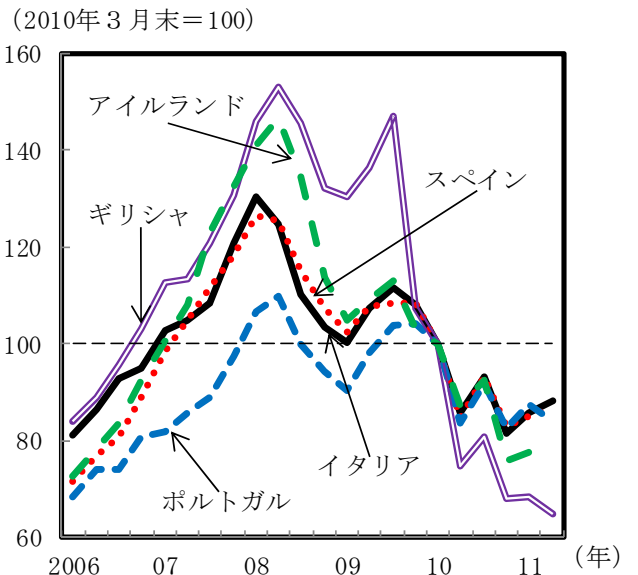
(2) 政府債務残高 (GDP比)



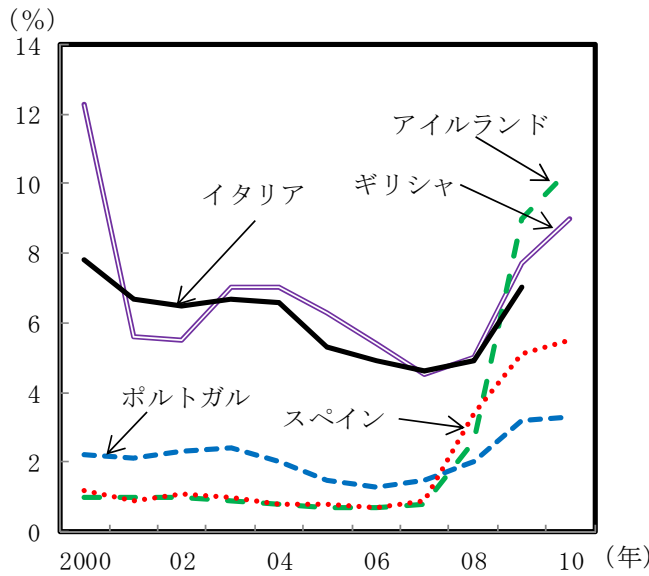
(3) 経常収支 (GDP比)



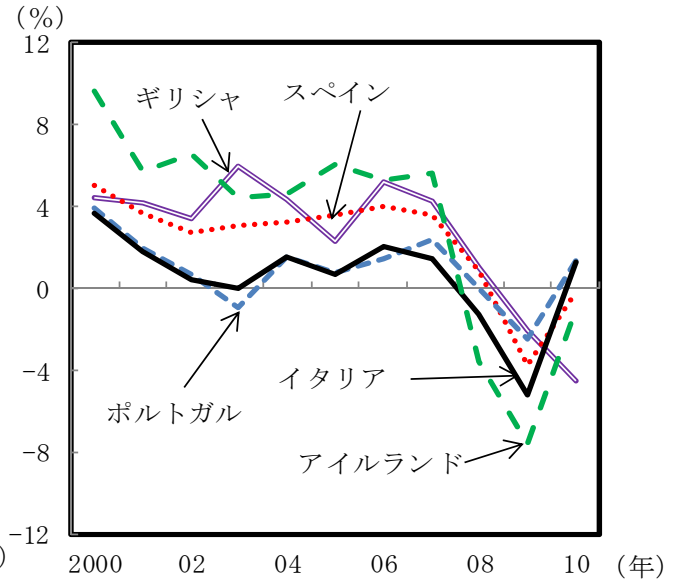
(4) 外国銀行による与信



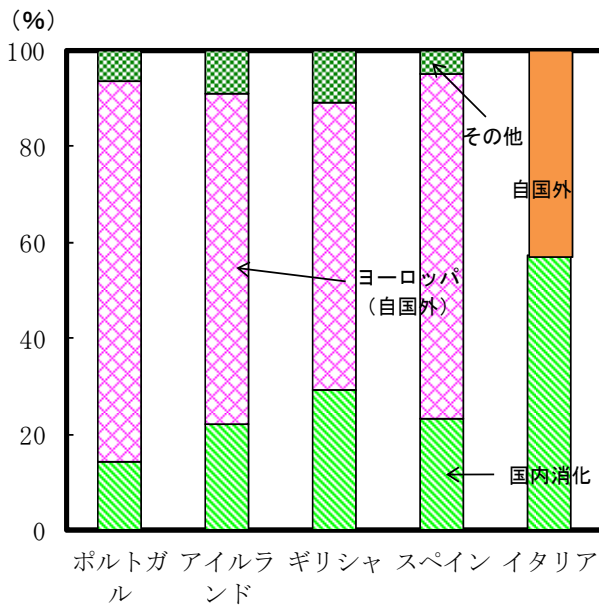
(5) 不良債権比率



(6) 実質GDP成長率



(7) 国債、政府債務の内外保有比率



- (備考) 1. IMF "World Economic Outlook"、"Eurostat"、B I S 「国際与信統計」(最終リスクベース)、世界銀行資料、各国中央銀行資料等により作成。  
 2. 政府債務残高は"General government gross debt"を用いた。債務残高は国・地方の合計。公債に加えて未払いの公的年金債務等を含む。  
 3. (5) 図のイタリアは政府債務の内訳、他は国債の保有比率。

### (近年の財政破綻事例)

98年にロシアが727億ドルのデフォルトを、また、2003年にアルゼンチンが823億ドルのデフォルトを起こす等、83年以降、12か国でデフォルトが発生している<sup>46</sup>。G I I P S諸国の財政リスク顕在化のケーススタディと同様に、近年の財政破綻事例として、ロシアとアルゼンチンについて、経常収支赤字縮小と実体経済の悪化、財政収支赤字拡大、政府債務残高増加等がどのように財政破綻を招いたかを確認する(第3-2-3表)。

<sup>46</sup> ムーディーズによる集計。Moody's (2008) を参照。

ロシアでは、92年の市場経済移行後、高インフレ、高失業率等から実質GDP成長率はマイナスが続いていたが、97年に原油価格の上昇を受けて一時的に実質GDP成長率はプラスに転化した。この間、成長期待もあって、外国銀行による与信が急激に増加しているように、外国資本が急激に流入していた（第3-2-4図（3）（4）（5））。

しかし、98年のアジア通貨危機による世界経済の悪化を受けて、外貨取得源である原油価格が下落した上、信用収縮から外国資本の急激な流出が生じたため、景気後退と金融危機が同時に発生した（銀行の約半分の720行が支払不能になった）。その結果、財政収支赤字が急激に拡大し、政府債務残高も増加した（第3-2-4図（1）（2））。

ロシア政府は、外国資本の流出を阻止するために、公定歩合を100%超に上げたものの効果はなく、98年8月にデフォルトに至った。

なお、デフォルト後は、ルーブルの切り下げ（1ドル=6ルーブル→1ドル=28ルーブル）と原油価格の回復による輸出の増加から景気は回復し、実質GDP成長率は再びプラスに転化した。他方、ルーブル切り下げを受け、ハイパーインフレが生じることになった（第3-2-4図（6））。

また、アルゼンチンでは、高インフレを抑えるため91年からドルペッグを採用した。アジアに端を発する通貨危機を受けて99年に隣国ブラジルがレアルを切り下げたため、対レアルでの競争力低下から輸出が減少し、景気は低迷した。更に、アジア通貨危機の余波により外国資本が流出したことも重なり、実質GDP成長率は99年に▲3.4%とマイナスに転化した。景気の悪化を受けて、税収は減少、財政収支は大幅に悪化した上、政府債務残高対GDP比は165%まで上昇した。

こうした中、アルゼンチン政府は、2001年11月に対外債務、対内債務のデフォルトを宣言し、ペソ切り下げと預金封鎖を同時に実施した（預金封鎖は2002年12月まで継続）。

なお、デフォルト後は、ペソ切り下げ（1ドル=1ペソ→1ドル=4ペソ）を受けて、輸出が回復し、実質GDP成長率はプラスに転化した。他方、ペソ切り下げを受け、ハイパーインフレが生じた。

ここで、対GDP比でみたデフォルト額が大きいウルグアイ、エクアドルも含めて指標の推移をみる（デフォルト時を0とする）と、財政破綻前には、資本流出が生じ、外国銀行による与信は減少している。その結果、経常収支赤字は急激に縮小し、実質GDP成長率も低下している。同時に、財政収支赤字は拡大し、政府債務残高は増加している。更に、為替切り下げにより実質的に外貨建て対外債務の負担も増加している。

このようにG I I P S諸国のケースと、おおむね似通った動きを示していることが確認できる。

第3-2-3表 近年のデフォルト事例

1983年以降13件のデフォルトが発生

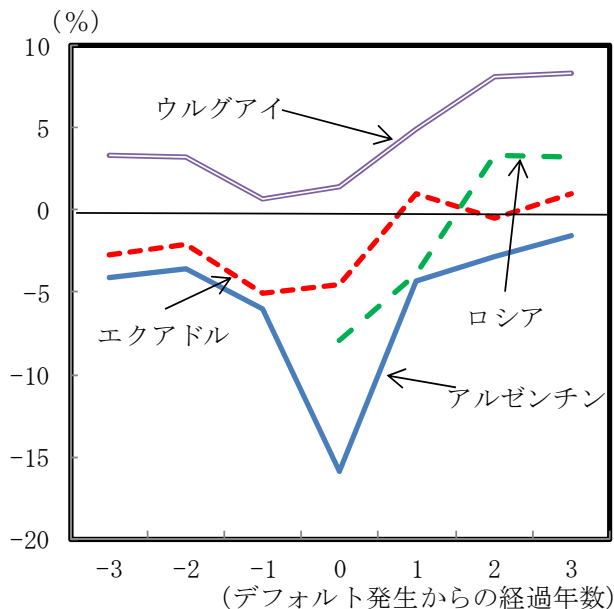
時期	国名	デフォルト金額 (億ドル)	GDP対比
1998年7月	ベネズエラ	3	0.3%
1998年8月	ロシア	727	26.8%
1998年9月	ウクライナ	13	3.0%
1999年7月	パキスタン	16	2.3%
1999年8月	エクアドル	66	39.1%
2000年1月	ウクライナ	11	3.4%
2000年9月	ペルー	49	9.1%
2001年11月	アルゼンチン	823	30.6%
2002年6月	モルドバ	1	8.7%
2003年5月	ウルグアイ	57	47.6%
2005年4月	ドミニカ共和国	16	4.8%
2006年12月	ベリーズ	2	20.0%
2008年12月	エクアドル	32	5.9%

(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database” (2011年9月)、MOODY’S INVESTORS SERVICE Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2008により作成。  
2. GDP比の算出にあたっては当該国のデフォルト発生年のGDPを用いた。

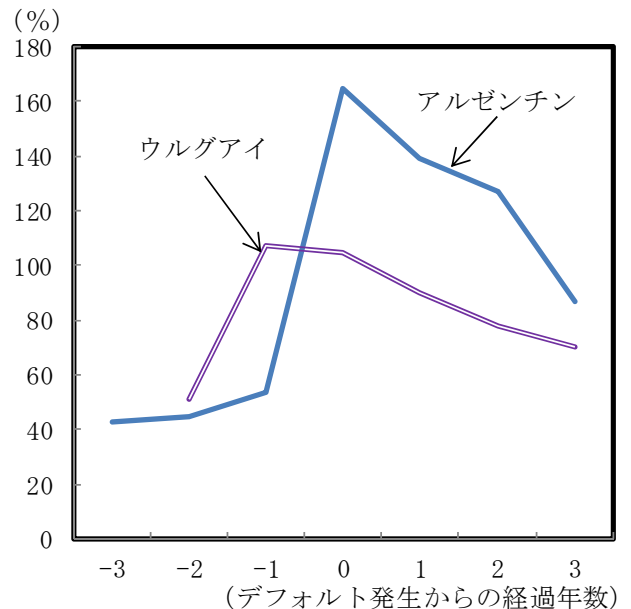
第3-2-4図 過去に財政破綻を経験した国の主要経済指標

財政破綻国では、財政収支赤字拡大、政府債務残高増加、経常収支赤字縮小、  
実質GDP成長率悪化等が同時発生

(1) 財政収支 (GDP比)

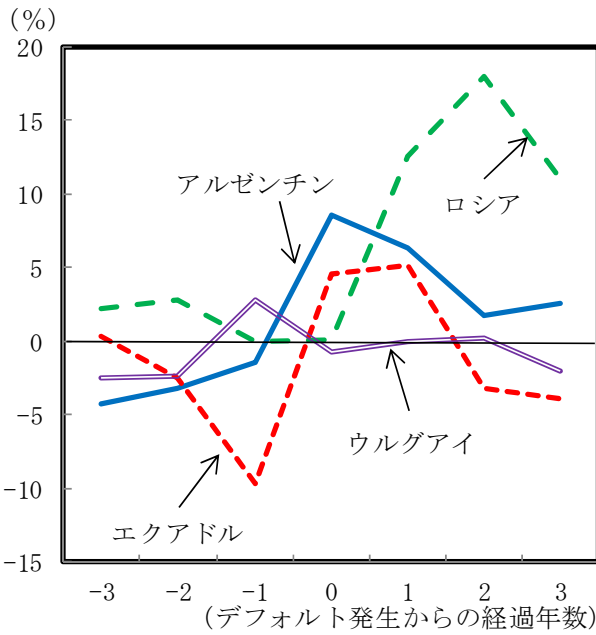


(2) 政府債務残高 (GDP比)

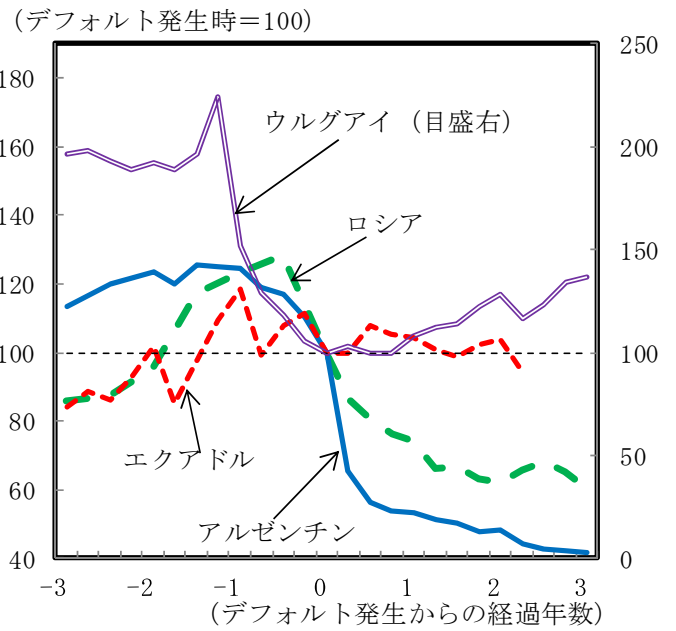




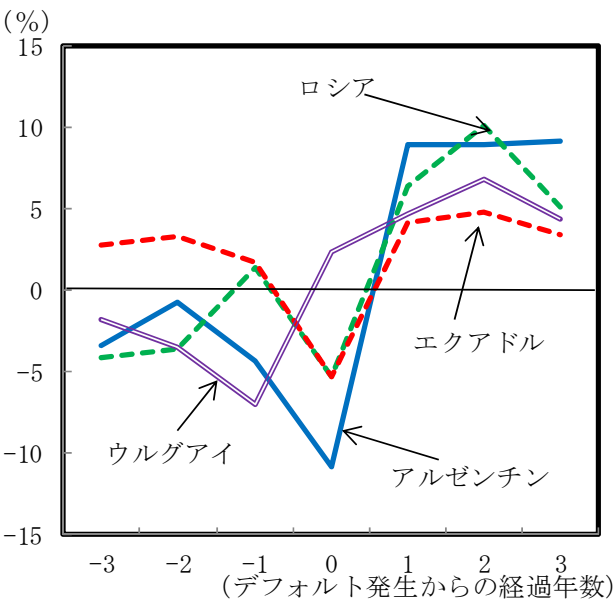
(3) 経常収支 (GDP比)



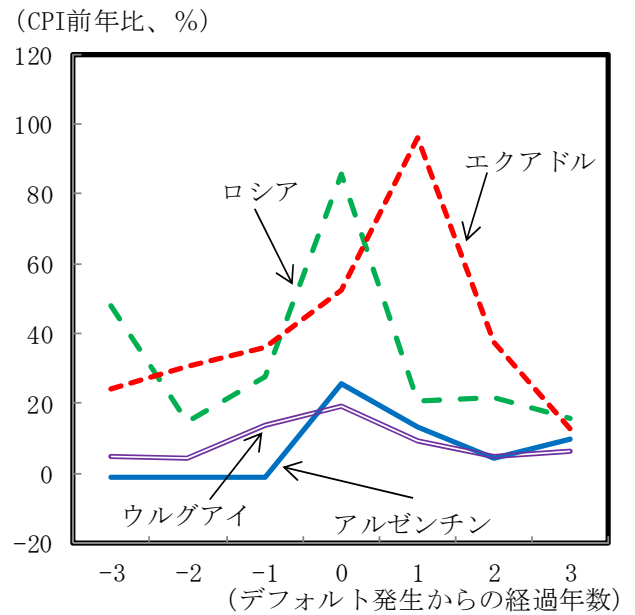
(4) 外国銀行による与信



(5) 実質GDP成長率



(6) インフレ率



(備考) IMF “World Economic Outlook”、B I S 「国際与信統計」(所在地ベース) により作成。

(財政リスク顕在化への経路)

こうした財政リスク顕在化のケーススタディから以下の経路により、財政リスクは顕在化すると整理できる(第3-2-5図)。

世界的な景気減速や金融危機等から、外国からの資本流入が停止したり、資本流出が生じ(「sudden stop」という)、経常収支赤字が急激に縮小する。同時に、実体経済の悪化(実質GDP成長率の低下)や金融機関のバランスシートの毀損により財政収支赤字が拡大、政府