

日米欧の政府債務安定性について

<要旨>

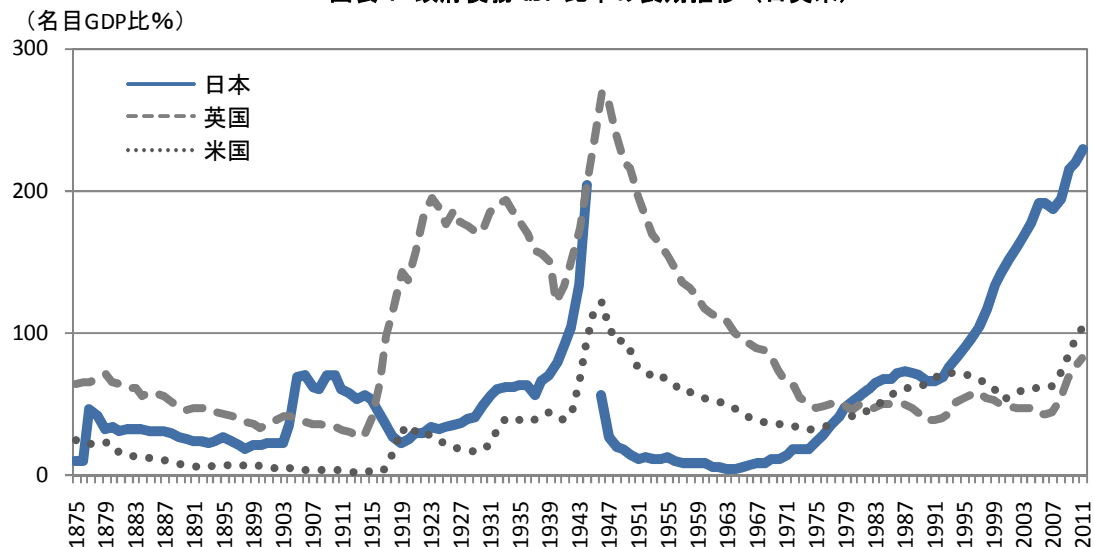
1875年から現在までの超長期データでも、ここ数年の先進各国の経済規模に対する政府債務の水準(政府債務 GDP 比)は高く、かつ一貫して上昇している点が特筆される。政府債務 GDP 比が拡大せず一定水準に収まるための条件を、過去データより経済成長率に置き直すと、日米欧とも2%成長がひとつの目安であることがわかった。

この実質2%成長水準からすると、マイナス成長に陥っている欧州経済は債務問題の解決は容易でない。今年前半の成長率が2%を下回る米国は、成長ピッチの底上げが金融政策の大きな課題である。潜在成長率が1%前後といわれる日本は、債務が常に増えやすく、利払い除きの財政収支改善が不可欠である。このように先進国が同時に債務問題に直面するなか、改めて世界経済の回復が重要であることを示している。

1. 超長期で見ても突出する政府債務の規模

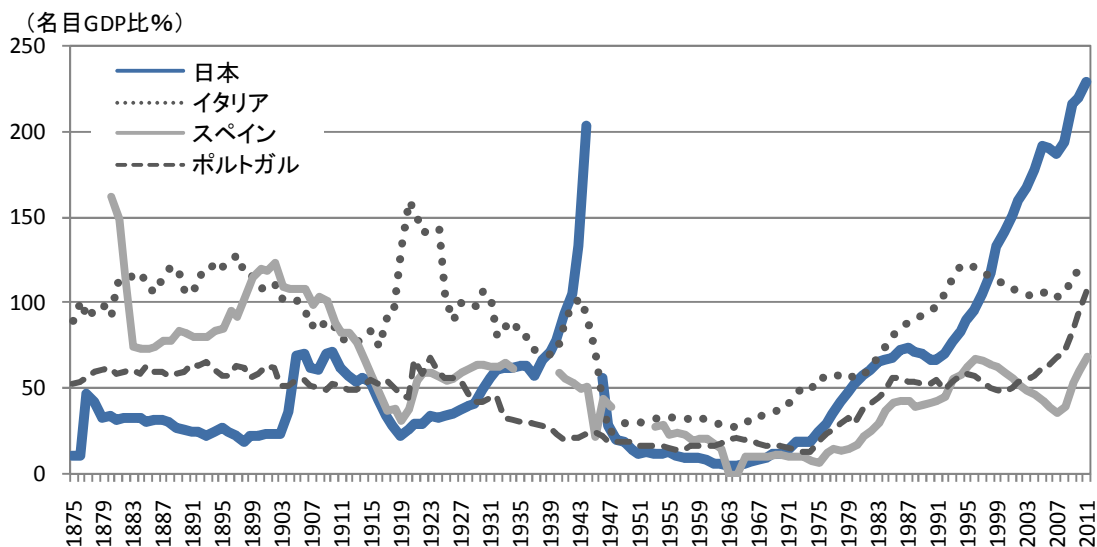
景気低迷によって日本をはじめ先進各国の政府債務が膨れ上がっているのは周知の通りだが、ここ数年の債務残高水準は歴史的に見ても高く、かつ同時に一貫して上昇してきた点が大きな特徴である。一国の経済のサイズである名目 GDP 対比でみた政府債務規模(政府債務 GDP 比)を1875年から2011年までの長期推移より眺めると、ここ数年の政府債務規模の高さと増加ペースの速さが改めて確認できる。とりわけ、日本の政府債務 GDP 比 230%という水準は、歴史的に見ても突出している。戦時のイギリスで GDP 比 250%超えた事例を除けば、平時において債務が GDP の2倍を超えているのがいかに異例かという点が読み取れよう(図表 1)。

図表 1 政府債務 GDP 比率の長期推移 (日英米)



(資料) IMF「Historical Public Debt Database」より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 政府債務 GDP 比の長期推移（欧州周縁国との比較）



（資料）IMF「Historical Public Debt Database」より三井住友信託銀行調査部作成

同じくソブリン懸念で注目が集まるイタリア、スペイン、ポルトガル3国を比較した図表2からも、各国とも政府債務 GDP 比が急騰していることが確認できる。これら長期のデータが示唆しているのは、先進各国の経済規模に対する政府債務が同時にかつ一貫して上昇してきた特徴である。

2. 債務動学式による債務増の要因分解

そこで、このように一貫して債務規模が増加してきた背景と先行きについて、債務の現在から将来への時系列的な振る舞いを記述する「債務動学式」を使って考察してみた。以下の債務動学式によると、期末の債務 GDP 比は次のように、①期中の利払いを除いた財政支出（プライマリー支出）、②前期債務から利払いによって増える債務 GDP 比の増分、によってその水準が決まる。

$$\text{期末債務 GDP 比} = \text{プライマリー支出} + (\text{金利} / \text{名目 GDP 成長率}) \times \text{前期債務 GDP 比}$$

右辺第一項のプライマリー支出は利払いを除く歳出から歳入を差し引いたもので、期中の収支が赤字であれば期末の債務規模を押し上げる。右辺2番目の部分は、過去債務の利払いによる増分を表している。債務水準は GDP 比で測っているため、プライマリー収支が黒字にならない限り、金利が名目成長率を上回ると、期末の債務 GDP 比水準は増加する。

つまり、プライマリー収支がバランスしている状況では、債務 GDP 比の将来の増え方は金利を名目成長率で割った倍率によって決まることになる。この倍率が1を下回ると、すなわち成長率が金利を上回ると、債務 GDP 比は低減していく。逆に金利が名目成長率を上回り続けると債務 GDP 比は雪だるま式に増えていく。この考え方を日本に当てはめ、いかに債務 GDP 比の水準が増えてきたかをみてみたい（次頁図表3）。

図表3 日本の債務 GDP 比拡大の要因分解

	政府債務 GDP比	プライマリー 収支	金利水準		GDP成長率		金利/名目GDP成長率	
			実効金利	10年債レート	名目	実質	実効金利ベース	10年債ベース
1993	76.7	-1.3	4.4	3.3	0.6	0.2	1.04	1.03
1994	83.2	-2.6	4.1	4.6	1.0	0.9	1.03	1.04
1995	90.0	-3.4	3.9	3.1	1.2	1.9	1.03	1.02
1996	95.9	-3.9	3.6	2.8	2.0	2.6	1.02	1.01
1997	104.8	-2.8	3.2	1.9	2.2	1.6	1.01	1.00
1998	117.3	-4.2	3.0	2.2	-2.1	-2.0	1.05	1.04
1999	133.8	-6.0	2.6	1.7	-1.5	-0.2	1.04	1.03
2000	142.1	-6.2	2.3	1.6	1.0	2.3	1.01	1.01
2001	151.7	-5.3	2.1	1.4	-0.8	0.4	1.03	1.02
2002	160.9	-7.1	1.9	0.9	-1.3	0.3	1.03	1.02
2003	167.2	-7.3	1.6	1.4	-0.1	1.7	1.02	1.01
2004	178.1	-5.6	1.4	1.4	1.0	2.4	1.00	1.00
2005	191.6	-3.4	1.3	1.5	0.0	1.3	1.01	1.01
2006	191.3	-3.8	1.3	1.7	0.6	1.7	1.01	1.01
2007	187.7	-2.2	1.3	1.5	1.2	2.2	1.00	1.00
2008	195.0	-3.9	1.3	1.2	-2.3	-1.0	1.04	1.04
2009	216.3	-10.0	1.2	1.3	-6.0	-5.5	1.08	1.08
2010	220.4	-8.8	1.1	1.1	2.3	4.4	0.99	0.99
2011	229.8	-9.1	1.1	1.0	-2.8	-0.7	1.04	1.04
1993-2000	105.5	-3.8	3.4	2.7	0.6	0.9	1.03	1.02
2001-2007	175.5	-5.0	1.5	1.4	0.1	1.4	1.01	1.01
2008-2011	210.6	-7.6	1.2	1.2	-2.0	-0.7	1.03	1.03

(資料) IMF データベースより三井住友信託銀行作成。金利/名目 GDP 成長率は(1+金利)/(1+成長率)で計算

日本の政府債務 GDP 比の水準は、図表3 第1列が示す通り1993年の76.7%から2011年の230%まで一貫して上昇してきた。プライマリー収支は2列目にある通り、赤字が続いている。とりわけ、2008年以降の数字に着目すると、プライマリー収支の赤字規模はGDP比でみて拡大し、その要因のみでも債務 GDP 比を押し上げていることが読み取れる。

金利を名目成長率で割った倍率を示しているのが、図表右2列の数字である。ここでの金利水準は、実際の利払い費を債務水準で割った「実効金利ベース」の数字と、10年国債レートをを用いたものの2通りで計算している。いずれのケースにおいても1993年以降ほぼ全ての年で金利が名目成長率を上回っており、その倍率は1を超えている。つまり、我が国においては、この先プライマリー収支が黒字とならない限り、債務 GDP 比は幾何級数的に増加し続けることを示している。

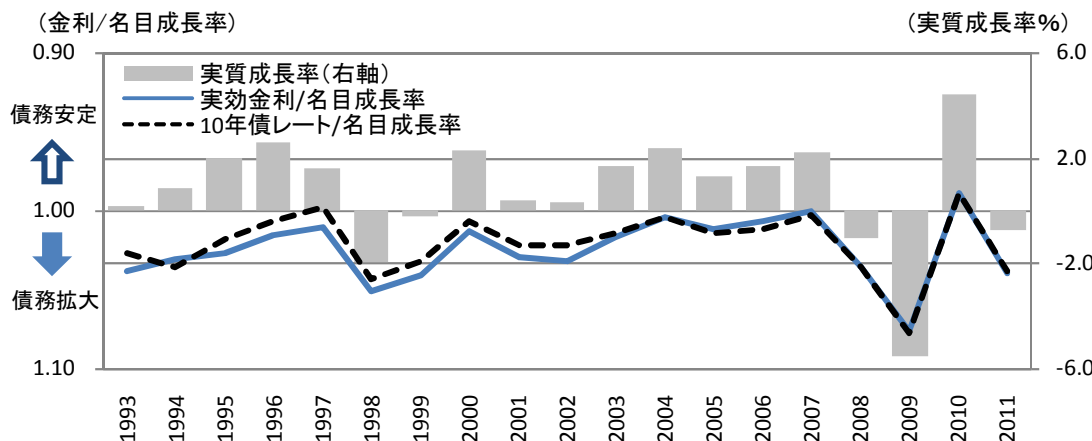
3. 債務安定に必要な成長率の目安とは

ところで、要因分解を通じて明らかとなった債務安定性の条件、すなわち、金利が名目成長率を上回らずにその倍率が1を下回るという条件を、少し視点を変えて実質経済成長率に置き直してみると、債務安定のためにはいったいどの程度の経済成長率が必要となるであろうか。

次頁図表4は、先ほどの図表3から、金利水準を名目成長率で割った倍率と実質成長率の推

移を、日本について並べてみたものである。棒グラフは実質 GDP 成長率を表し、実線は実際の利払い費を債務残高で割った「実効金利ベース」のものを、点線は 10 年国債レートを金利水準として試算した成長率対比の倍率を表している(ここで、目盛が逆であることに注意されたい)。この図からは、金利が名目成長率を下回り(倍率が1を下回り)、債務 GDP 比の低減が期待できる状態では、概ね実質成長率が2%に近いか、あるいはこれを上回っている状況であることが読み取れる。

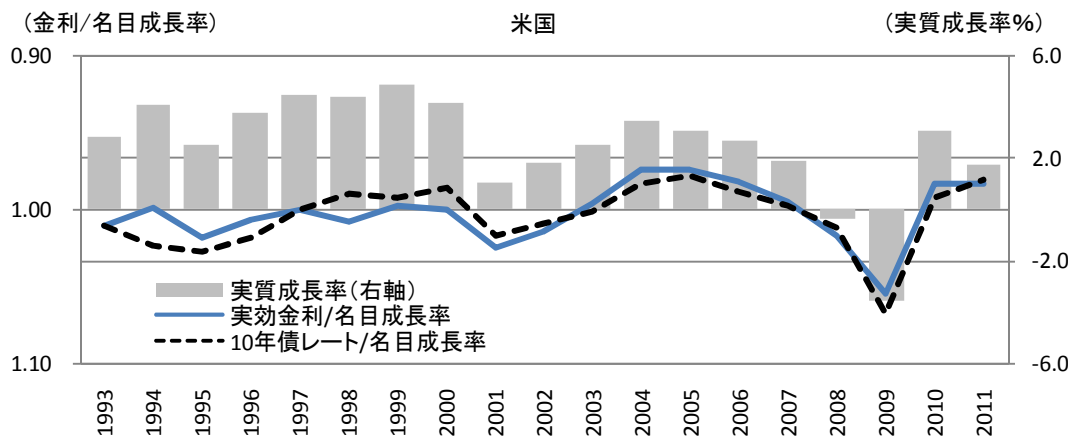
図表 4 日本の実質経済成長率と金利/名目成長率



(資料) 図表 3 よりグラフ化したもの。IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

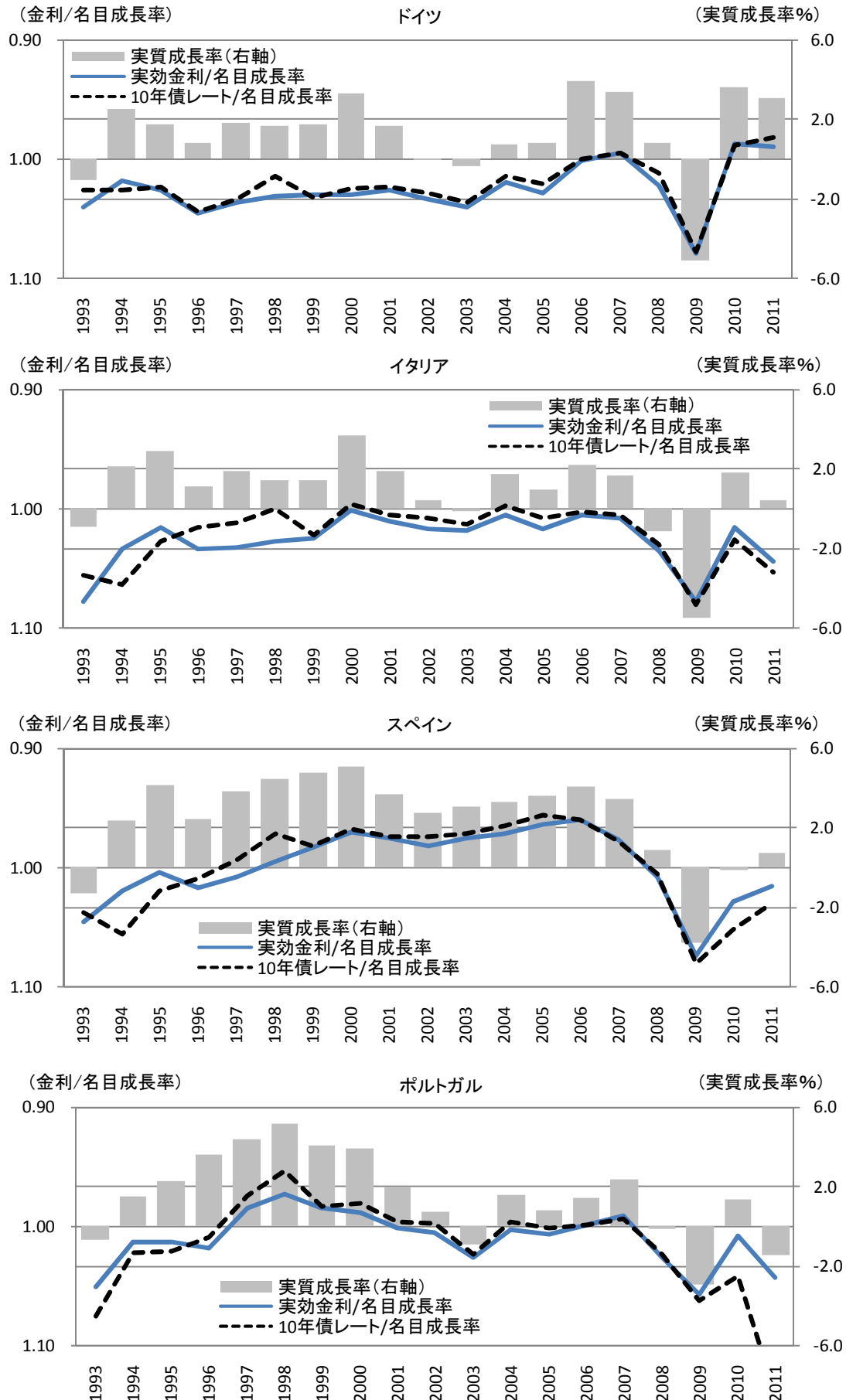
欧米主要国についても同様の考え方で試算した結果が以下の5つのグラフである(図表5)。米国は 1993 年以降の期間を通じ実質 2%成長を上回る時期が多く、名目成長率が金利を上回り債務安定性の条件を満たしている年が多い。ドイツは 90 年代に金利が成長率を上回っていたが、リーマン・ショック後の景気後退期を別にすれば、2000 年代の成長率の上昇とともに債務安定性条件を満たす傾向にある。対してイタリアの経済成長率は高いときで 2%そこそこであり、金利水準をどうにか上回る時期が多い。スペインは米国同様に 2%超の成長率を実現する頻度が多かったものの、リーマン・ショック後の 2008 年以降は住宅バブル崩壊による成長減速が著しく、金利が成長率を上回る。ポルトガルはリーマン・ショック以前から成長率が低迷している特徴が挙げられる。

図表 5 欧米主要国の実質経済成長率と金利/名目成長率



(資料) Bank of Italy 「Public Finance Statistics」、IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

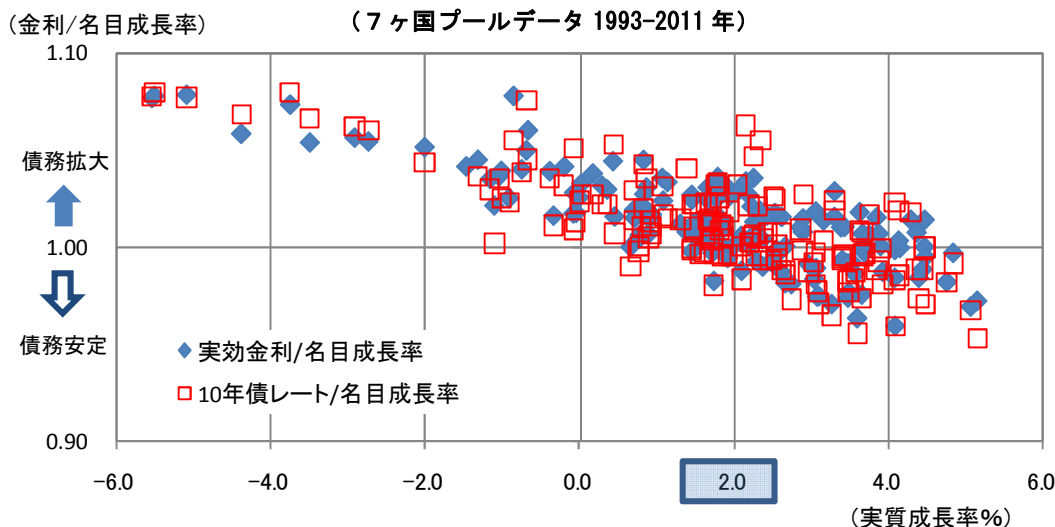
図表5 欧米主要国の実質経済成長率と金利/名目成長率比率（続き）



(資料) Bank of Italy「Public Finance Statistics」、IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

こうした実質経済成長率と債務安定性の関係を、より直接的に示したのが以下の図表6である。取り上げた7ヶ国の1993年から2011年までのデータを集め、横軸に実質経済成長率、縦軸に名目金利と名目成長率の倍率(債務安定性)を取り出してプロットすると散布図は右下がりとなる。実質経済成長率2%を境に、名目金利と名目成長率の比率が1を下回る頻度が上昇していることが読み取れよう。

図表6 日米欧の実質経済成長率と金利/名目成長率の散布図



(資料) Bank of Italy 「Public Finance Statistics」、IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめと債務問題解決への含意

見てきたように、1875年から現在までの超長期データでみても、ここ数年の先進各国の経済規模に対する政府債務の水準(政府債務 GDP 比)は高く、かつ一貫して上昇してきた。そこで政府債務 GDP 比が拡大せずに一定水準に収まるための条件を、過去データより経済成長率に置き直すと、日米欧とも2%成長がひとつの目安であることがわかった。

この実質2%成長水準からすると、景気後退局面にある欧州経済は成長率の点からも債務問題の解決は容易でない。米国でも今年前半の成長率が2%を下回るなど、成長率の底上げが目下の金融政策の大きな課題である。米国では成長率2%割れがちょうど失業率の悪化開始の目安でもある。潜在成長率が1%前後といわれる日本では債務が常に増えやすい構造にあるため、利払い除きの財政収支(プライマリー収支)改善が債務安定に必要である。

これらの結果は、先進国が同時に債務問題に直面している現在、その解決には世界景気の改善が不可欠であることを改めて示している。未だ世界経済の力強い牽引役が見当たらないなかでは、先進国が共通して直面する債務問題に目途が立つには相当の時間を要しよう。

(経済調査チーム 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。