

## ソブリンリスクと財政再建

(日本経済新聞、2010年3月3日『経済教室』欄に掲載の原文)

「ソブリンリスク」とは「国家のリスク」という意味であり、銀行などの金融機関が外国の政府にお金を貸したときのリスク、つまり国債を買ったときのリスクをさす。そして国債への利払いができなくなった状況が「デフォルト」である。最近、ギリシャやスペインなどで財政破たんの懸念が報じられ、ソブリンリスクがとり沙汰されているが、日本のソブリンリスクもまた現実味を帯びつつある。

政府支出 92 兆円に対して税収 37 兆円、国債新規発行額 44 兆円という 2010 年度の政府予算案が確定したあたりから、日本の財政破たんの可能性を示唆する論調が増えつつある。政府債務残高は、2010 年度末には 973 兆円に達する見通し（1月 26 日付け日本経済新聞）となり、GDP を約 500 兆円と見積もっても、債務残高（対 GDP 比）が大台の 2 を突破するのはすぐ間近である。G7 の国をみても、1 を超えるのはイタリアだけ（約 1.2）であり、いかに高い値かがわかる。

民主党政権は、6 月までに中長期の財政再建計画を提示する方針である。こども手当の満額支給や高速道路無料化の完全実施を既に決めており、また社会保障費は毎年 1 兆円のペースで増加する見通しであり、他方、鳩山政権は消費税率を 4 年間据え置くことを表明している。はたして、実現性のある財政再建計画は描けるのかはかなり疑問である。

ここで、政府の中長期の再建見通しを先取りするかたちで、今後の債務残高（対 GDP 比）の推計を試みよう。赤く描かれたグラフは、2014 年度から 2018 年度にかけて消費税率を毎年 1% ずつ引き上げ、最終的に税率を 10% にするケースである。債務残高（対 GDP 比）は消費税率増税後も上昇を続け、財政リスクはどんどん高まる。25 年後に、2.5 を超える確率は 38% に達する。参考までに、点線で描かれたグラフは、「骨太 2009」における推計値である。麻生政権末期の約 10 兆円の補正予算と民主党新政権の大型予算のせいで、財政状況は大幅に悪化した様子がみてとれる。青で描かれたグラフは、2014 年度から 2023 年度にかけて消費税率を毎年 1% ずつ引き上げ、最終的に税率を 15% にするケースである。債務残高（対 GDP 比）は、当初上昇するが、2025 年あたりから反転し、その後減少する。25 年後に、2.5 を超える確率は 9% にまで減少し、財政リスクは一応の収束を示す。このシミュレーションによれば、国民が 10% の消費税率の上昇に合

意すれば、なんとか財政再建の道筋を描くことができるが、5%の上昇では不十分であるというかなり厳しいものである。ただし、この計算は、①社会保障関係費がそれほど増えない、②日本経済の特殊性を考慮して金利が低位で安定し続ける、③GDPは実質で1.5%のペースで増え続けると仮定した比較的甘めの見通しであり、消費税率を15%にしても予断は許されない。

では、財政が破綻すると経済にどのくらいの損失が発生するのか少し敷衍してみよう。最近の海外の例としては、2001年12月のアルゼンチンのケースがある。財政悪化を契機に、外国人の売りで国債価格は暴落、金利はわずか1カ月の間に、ドル建て金利とアメリカ国債のスプレッドが、約10%から約65%に急上昇し、外国人が保有する国債に対してデフォルト（債務不履行）宣言に追い込まれた。金利上昇にともなう急激な信用収縮で、国内の貸出残高は半減し、GDPと消費は、1年間で約15%下落した。

こういって、たいがいの日本人は、アルゼンチンの財政破綻の損失が大きかったのは、大量の外国債に依存していたからでしょう（当時、政府債務の67%が外国債）、日本の国債はほとんど（約95%）を国内投資家が保有しているので、財政破綻してもその影響はそれほど大きくないにちがいないと答える。ここでこの“説”がどの程度正しいのか検証するために、国債の大半が国内投資家に保有されているメリットとデメリットをみてみよう。メリットはまず、国際金融市場でデフォルトする可能性が低いことである。そもそも外国人投資家が少ないのだから、定義から言って当たり前である。第2のメリットは、国内経済では一般に成長率と金利は連動して動くので、景気悪化で財政赤字が膨らむときに、金利低下の利益を享受できることである。国際的に見て異常に高い債務残高（対GDP比）を日本が維持できている大きな理由のひとつはそこにある。外国債への依存度が高い国は、世界市場の影響で金利が高騰すると、一気にソブリンリスクが高くなってしまう。

次に、デメリットをみてみよう。まず、市場からの財政規律が働きにくいことである。政府が放漫な財政運営を続けると、外国人投資家は敏感に反応して国債を売ってくるが、国内投資家は必ずしもそうではない。国債金利はなかなか上昇しないため、政治家の支出増への圧力は止まらず、ずるずると財政赤字が増え続けることになる。次に、いざ破綻が起きたときの損失が必ずしも小さくないことである。外債ならば、デフォルトで損失を海外に押し付けることができる。アルゼンチンのケースでは、デフォルトした外債の額はGDPの37%にのぼり、日本の感覚でいえば、約180兆円の債権放棄をしてもらったに等しい。

その代わり、国際金融市場から締め出されるのであるが、過去の経験では数年で許してもらえる。一方、国内投資家が国債を保有している場合、価格暴落で損失を被るのは国民である。国債のほとんどを金融機関が保有している日本の場合、国債の不良債権化の影響は金融機関の債権者たる国民を直撃する。800兆円近い預金のうち約300兆円を国債で運用している銀行の損失は大きく、資金の借り手や預金者への影響は特に大きいだろう。バランスシートの悪化した銀行では貸し出しの収縮が生じ、資産の大半を国債で運用する銀行などは、国債価格暴落で、資産の裏付けを失った預金もまた価値を失う。政府はもはや預金者を救済する力はなく、取り付け騒ぎが起きれば即破綻に追い込まれるであろう。つまり、国債が国内で保有されている場合、国民のだれかが価値暴落の損失を引き受けることになるので、その損失は小さくないのである。

政府は、過去20年間、運用能力が低く海外展開力に乏しい銀行を、国債の受け皿として利用してきた。銀行の国債大量保有というビジネスモデルのおかげで、国債金利は低位で安定してきたのは事実であるが、その副産物として、財政破綻が金融危機に直結するチャンネルを作ってしまったといえる。

日本で財政破たんが起きたときの損害が大きいのは認めたとしても、国債の大半が国内消化されている日本では、そもそも外国人投資家が国債を売り浴びせる確率は極めて低いのではないかと考えている人たちは少なくないかもしれない。残念ながら、それでも国債が売られる可能性は必ずしも低くない。国債市場には、現物市場だけではなく、先物市場というものがある。先物市場とは、たとえば3か月後に売買する価格を今決めて取引する市場である。今日、先物市場で売っておいて、3か月後に現物市場で買い戻すことができる。つまり、現物を持ってなくても売ることができるのである。先物市場で外国人投資家が国債を大量に売れば、先物価格は下落する。そうなると、現物価格が割高になってしまうので、国内投資家も国債を売らざるを得ない。政府の財政運営の拙さに付け込んで、ヘッジファンドが東になって売りを仕掛けてこないとも限らないのである。国債価格暴落で金利が跳ね上がれば、国債の借り換えで綱渡りの資金繰りを繰り返している状態では、ほぼ一瞬にして財政破綻に追い込まれるという事態は起こりうるのである。日銀が国債を買い支えればなんとかなると思うかもしれないが、国債が価値を失うなか、同じ政府債務である貨幣が価値を保持すると考えるのはむしろ難しい。貨幣増発はインフレを引き起こし、事態を悪化させるだけであろう。

ヘッジファンドの演出による市場アタックといえ、1997年のアジア通貨危機

が記憶に新しい。当時、ヘッジファンドなどの機関投資家が、タイバーツを先物の為替市場でバーツを売りまくり（ドルを買いまくり）、タイバーツの暴落を仕掛けたのを皮切りに、東南アジア経済を崩壊寸前に陥れた。長期の見通しをもたないまま財政運営を続けていけば、いつなんどき日本の国債がヘッジファンドの餌食にならないとも限らない。日本の財政運営は、いまや国民の目だけでなく、外国人投資家の目をも意識しなければならない段階にきているのだが、はたして今の政府に対処できるだろうか。