

日本国ソブリン・リスクの研究

2011年3月1日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

2010年にギリシャとアイルランドの国家財政は実質的に破綻した。その結果、国債10年物金利は約10%と非常に高い水準で推移している。日本についても財政破綻の懸念がくすぶってはいるものの、実際には国債10年物金利は1.5%前後と超低金利のまま。だが同時に、日本の政府部門が、企業なら破綻を意味する債務超過状態にあるのも事実だ。

本稿では、まず日本の財政状況を客観的なデータで確認し、次に財政赤字が将来に引き起こす可能性のある問題点を指摘、最後に今後の日本のソブリン・リスクを簡単に展望する。

1. 日本は世界第2位の豊かな国家

富の計測方法で最も包括的なのは国富で、これは国に存在する全資産を時価評価したものだ。ただ国富は様々な制約を前提に統計として作られている。たとえば、現実には売却が不可能な資産もあること（たとえば海水浴場や富士山）、資産の時価評価方法が難しいこと（国有林や文化遺産など）、道路や橋や水道管などインフラの現在価値（減価償却後）の算定が難しいこと、大陸棚に眠る天然ガスなど地下資源の埋蔵量が不明確なこと、などだ。また、民間企業であれば将来に資産を除去する場合に発生する費用を資産除去債務として計上しなければならないが、国富統計では計上されていない。こうした制約から国富を発表しない国もあり、国際比較には適さないと見られている。また、国富は国民が利用することで始めて価値が見出されることから、国民の価値と一体で捉えるべきだとする見方もある（注1）。

こうした制約のある国富だが、一応の目安にはなる。日本は、米国に次いで世界第2位の国富を持つ豊かな国である（注2）。

図表1 主要国の国富（兆ドル、日本は2009年末、その他は各直近年）

米国	日本	英国	カナダ	豪州
54.2	32.5	10.3	5.9	7.6

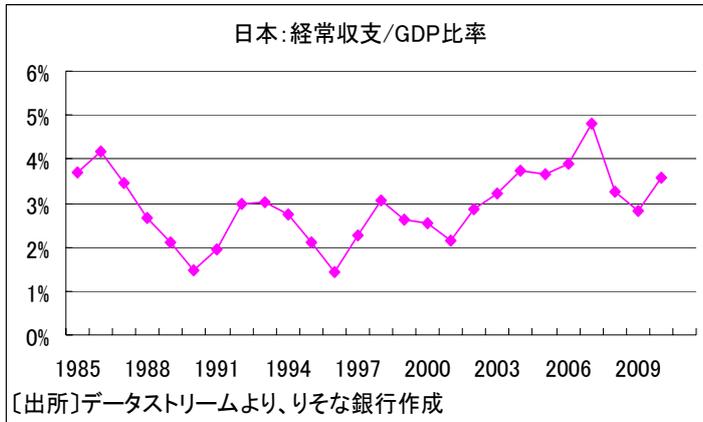
〔出所〕各国政府のHP等より筆者作成

国際金融業界では、本当に現金化できるのかが不明な国富よりも、国際流動性（輸入代金の決済など流動性を勘案した現実の支払能力）の観点から、対外純資産を重視する見方が一般的だ。次に対外勘定の動向を見てみよう。

2. 日本は世界最大の対外純債権国

個人なら月々の収支の差額が貯蓄となり、貯蓄が蓄積されて資産残高となる。同じ関係は国の対外資産にも当てはまり、貿易収支など經常取引によって構成される經常収支（純貯蓄に相当）が蓄積され、対外資産（資産残高に相当）となる。対外資産は、債権残高と債務残高の差額であり、プラスなら債権国、マイナスなら債務国だ。図表2は日本の対GDP比の經常収支の動向、図表3は主要国の対外純債権（債務）残高だ。日本は恒常的な經常黒字を長年にわたり蓄積した結果、世界最大の純債権国である。

図表2 日本の経常収支



図表3 主要国の対外純債権(債務)残高
 主要国の対外純債権(債務)残高(2008年、10億ドル)

日本	2,485
中国	1,494
ドイツ	929
ロシア	255
シンガポール	191
インド	-81
英国	-86
韓国	-113
ブラジル	-279
イタリア	-468
豪州	-700
米国	-3,469

[出所]データストリームより、リそな銀行作成

ただ注意が必要なのは、日本はいくつかの部門から構成されているということである。全部門を集計した日本は、国富では世界第2位、対外純債権残高では世界第1位だ。だがその中身は、赤字の債務者(政府)と黒字の債権者(家計や企業)が混在している。次にその混在ぶりを見てみよう。

3. 部門別の状況

図表4は直近の日本の部門別の国富だ。正味資産は、総資産から債務を差し引いたもので、企業財務で純資産や株主資本と呼ばれるものと全く同じ概念だ。図表5は政府部門の貸借対照表だ。

図表4 部門別の正味資産(兆円、平成21年末)

非金融法人	604.7
金融機関	38.2
一般政府	-48.8
家計	2039.0
民間非営利団体	79.3
合計(国全体)	2712.4

[出所]内閣府国民経済計算

図表5 政府部門の貸借対照表(2009年末、兆円)

資産		負債・正味資産	
生産資産	340.0	国債等	785.7
土地	129.3	その他負債	233.2
金融資産	500.6	正味資産	-48.8
合計	970.0	合計	970.0

[出所]内閣府国民経済計算

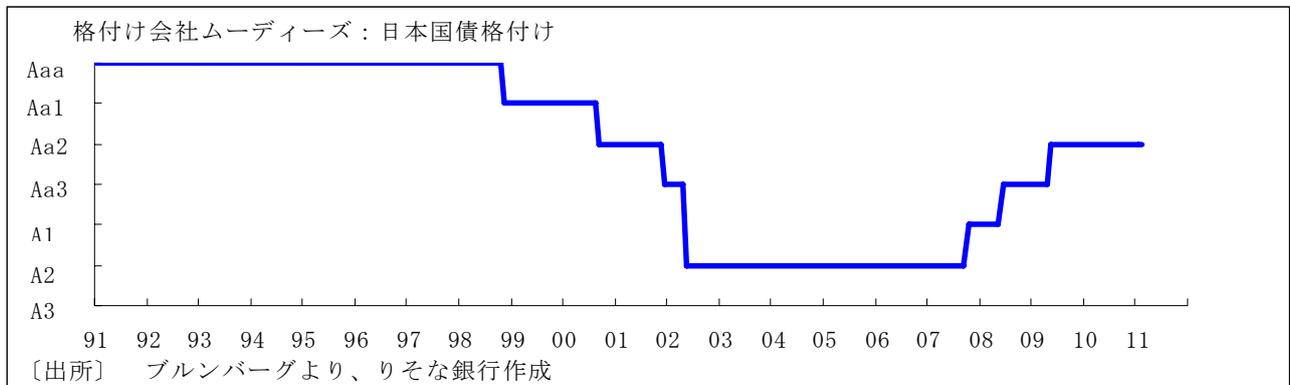
既に見たように日本は世界最大の債権国なのだが、日本を部門別に分けることで、やっとなら日本政府の財政状況が危機的であることがわかる。一般政府は、国、都道府県、市町村など全ての政府部門と社会保障基金などを統合した概念だ。一般政府の-48.8兆円は、政府部門が巨額の債務超過状態にあることを意味する。常識的には民間企業なら存続不可能な状態だ。しかし、日本政府は破綻していないし、少なくとも近い将来に破綻する懸念もないとみられている。次にそのメカニズムを見てみよう。

4. 徴税権

主な格付け会社による日本政府の格付けはAA格(AA+、AA、AA-またはA1、A2、A3)相当で、これは破綻懸念がほとんどないことを意味する。その最大の要因は、政府部門が2039兆円の正味資産を持つ家計部門(図表4)に対し有する徴税権にある。徴税権とは税を徴収する権利であり、三権分立を前提に、憲法により担保されている。要するに、日本政府はいくら債務残高が大きくても、それ以上の純債権残高を持つ家計など国内部門に対する徴税権があるので、いざとなればその権利を行使すれば債務を解消

できることを意味する。ある意味で連結決算のような関係にあるといっても良いだろう。

図表6 日本国債格付け



だが、徴税権は非常にデリケートな問題だ。実際に日本政府が 10 兆円単位の巨額の増税を実施出来るのかどうかとなると、現実には多くの論点がある。たとえば 1998 年に当時の橋本政権は 6 大改革の一環の財政構造改革で GDP 比 2%、約 10 兆円の財政再建を行おうとした。が、結果的には景気が腰折れして金融危機を招き、最終的には 10 兆円をはるかに超える大規模な景気対策を実施せざるをえなくなった。

次に財政赤字の存在がもたらす様々な問題点を整理する。

5. 財政赤字の問題点

(1) 財政赤字の持続性

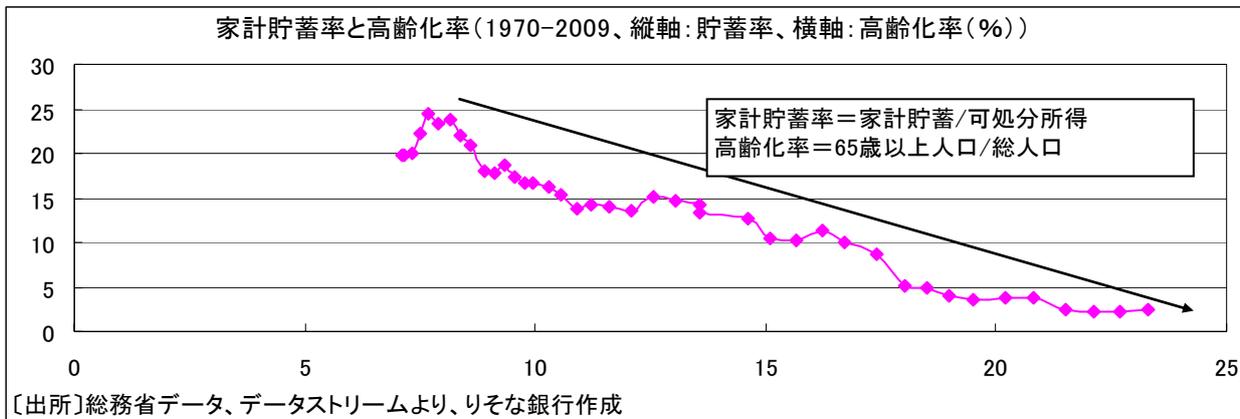
日本の政府部門は毎年 30~40 兆円の財政赤字を出し、累積債務残高は約 1,000 兆円（図表 5）に達する。債務残高の対 GDP 比率は約 200%と世界でも突出して高い。だが、新規債務の大部分は、徴税権行使の範囲内である国内で消化される。債権者が国際的に広く分布する国債でさえ、約 94%は国内で保有されている（注 3）。従って、金利上昇などの問題が表面化しにくい構造となっている。

だが問題は、いつまでこの構造が続くのかである。政府の新規債務を買い入れる原資は、国内家計部門などの貯蓄である。より正確には、貯蓄から投資を差し引いた IS バランスと呼ばれるもので、これは経常収支と一致する。図表 2 の経常収支は、現状でも日本の政府債務は毎年 30~40 兆円のペースで増加し続けているが、それでもまだ GDP 比で 2~4%は買い入れ余力があることを示している。

しかし今後について、高齢化が進展すれば貯蓄が取り崩されるため、貯蓄率は低下トレンドが続くと見られている。図表 7 は、高齢化の進行により貯蓄率の低下が既に長く続いてきたこと、そして今後もこのトレンドが続く限り、日本の家計貯蓄率がいずれはマイナスになる可能性が強いことを示している。IMF の推計では、2020 年頃に政府債務残高は家計部門の金融資産残高を超える可能性がある（注 4）。また同じく IMF の推計では、2020 年頃に日本の経常収支が赤字になる可能性がある（注 5）。この IMF が指摘するフローとストックの両面から財政赤字の持続性にアプローチする 2 つの指標は、格付け会社でも特に重要視されている。

尚、企業部門が生産活動とはあまり関係のない貯蓄を増やすと想定することには無理があるので、ここでは家計部門の貯蓄率だけを取り上げた。

図表7 高齢化率の上昇に伴い低下する貯蓄率



国債の新規発行が国内で消化できなくなれば、外人投資家を買ってもらわなければならない。そうなれば、徴税権の及ばない外人投資家が高いリスク・プレミアムを要求する結果、金利が上昇する可能性が高い。現に財政破綻したギリシャはそうなった。今の日本は、財政状況が悪くても、低金利なので問題は表面化していない。近年の国家予算で国債費は、元本償還が約12兆円、利払いが10兆円の合計約22兆円程度で済んでいる。だが、もしギリシャのように国債10年物金利が10%ともなれば、政府部門は約500兆円の金融資産はあるものの債務も約1000兆円あるので、純利払い（金融資産からの受取りマイナス金融債務への支払い）だけで年間の国税収入約40～50兆円を超える可能性がある。

財政赤字の持続性の観点では、基礎的財政収支（プライマリー・バランス）も重要だ。これは、債務の対GDP比率が低下するか上昇するかの分水嶺を意味する。日本は1992年から恒常的にマイナスで、財政状況が悪化し続けている（注6）。

（2）格付け

日本の格付けはAA相当だが、これは財政状況に鑑みて非常に高い。格付け会社のほぼ一致した見解は、財政状況は非常に悪いものの、それをファイナンスする豊富な国内貯蓄があるため、問題が表面化するまでにはかなり長い時間があり、その間に財政再建を実現する余地はある、というものだ。ただ最近の方向性としては、2月22日にムーディーズは格下げ方向を意味する「ネガティブ」、1月27日にS&P社はAA-へと1ノッチ格下げを発表した。背景には、長引くデフレや政府・与党の財政再建のスタンスに対する疑念がある。格付けは金利に直接的な影響を及ぼし、格下げは国債金利の上昇要因となる。

（3）国内金融システムへの影響

格付けは、信用供与の量と銀行など金融機関が保有する国債の評価損益の両面から、金融システムにも影響を及ぼす。まず信用供与の量では、たとえば銀行の自己資本比率の計算において、国債格付けはリスク・ウエイトの算定に用いられている。自国通貨建ての国債に関しては例外規定があるが、原則的にはAAでは0%だが、Aなら20%だ（注7）。次に国債の評価損益では、2010年末の市場性のある政府債務残高は、国債が754兆円、政府短期証券が110兆円、合計864兆円だ（注8）。国債の発残残高754兆円のうち約66.2%は国内金融機関（銀行、保険、等）が保有している。国債価格は、1%の金利上昇で平均デュレーションの約7.3%低下する。概算では1%の金利上昇は時価評価で日本の金融業界に約36兆円の評価損失をもたらすことになる。

これは、格下げが更に進行すれば、金融システムに影響が及ぶ可能性があることを示している。事態を見越したファンド筋などが、先回りして銀行株を空売りする可能性もあるだろう。

(4) ソブリン・シーリング

ソブリン・シーリングとは、国の格付けがその国内に存在する企業の格付けの上限になるという考え方だ。ただ今のグローバル社会では、企業は本社移転により立地を自由に選べるので、ソブリン・シーリングの適用は厳密ではない。しかし、国に徴税権がある以上、無縁であるはずもない。上限の一つの目安になるというのが現実の姿だろう。国の格付けは、企業の格付けにも影響を及ぼすのである。格付けが資金調達や海外でのビジネス展開に影響するのは言うまでもない。

(5) 国際金融システムへの影響

日本は世界最大の純債権国であり、金融市場での行動は世界に影響を及ぼす。上記(3)の国内金融システムへの影響は、同時に海外の金融システムへの影響でもある。政府による徴税権の行使は、家計や企業部門に対する課税を意味するのだが、両部門の特に海外への投資行動に影響を与えるだろう。影響の度合いを定量化するのは難しいが、日本が世界最大の債権国であるという事実は、自覚しておく必要があるだろう。

(6) 不公平感

財政収支には世代間の所得移転の側面がある。財政赤字の発生が可処分所得の増加である一方、財政黒字(再建)は可処分所得の減少を意味する。発生する時点が異なれば、時間差で所得移転が起きる。赤字期間と黒字期間が交互に来れば世代間の所得移転は起きないが、日本のように財政赤字を長く続ければ、その後に来るであろう財政黒字の期間との間で所得移転が起きる。この問題について、与謝野経済財政担当大臣は1月の大臣就任記者会見で「財政赤字について、我々の世代は逃げ切れるだろうが、そのつげは将来世代に回る」という意味の発言をしていた。

また、財政赤字だけでなく社会保障制度も不公平感をもたらす。社会保障制度による所得移転の不公平感を数値化したのが世代会計だ。様々な前提を置くので推計には大きな隔たりがあるが、現在の20代以下の若者は、2～8千万円、平均的には4千万円程度の負担超過(損失)だと見られている。

国税庁「民間給与実態統計調査」(注9)によると平成21年度の平均年収は406万円だが、平均労働年数を40年とすると生涯賃金は約1億6千万円となる。仮に、社会保障と重複しない税負担が25%、将来世代の世代会計での超過負担を平均的な約4,000万円と仮定すると、これは5公5民に相当する金額だ(注10)。世代会計は推計の前提をどう置くかでばらつきが大きいいため慎重でなければならないが、かなり強い不公平感があるとみられる。もっとも不公平感という言葉使いについては議論があるだろうが、受益と負担のバランスが崩れている事実には変わりはない。

6. 財政危機の顛末

日本の政府債務は、1990年頃のバブル崩壊を境に加速的に増加した。これは偶然ではなく、バブル崩壊の3段階危機説の通りの展開だ。バブル崩壊の3段階危機説(注11、13)とは、ラインハート・メリーランド大学教授とロゴフ・ハーバード大学教授の研究により、様々なバブル崩壊の実例から演繹的に導き出した1つのパターンで、バブル崩壊→金融危機→財政危機、の順序で事態は推移するという見方だ。バブル崩壊で経済構造が変化すれば、歳入と歳出の構造も変えなければならぬ。しかし、旧来の既

得権が阻害要因となって資源配分が歪めば、潜在成長率が押し下げられる。その結果、経済再建がなかなか進まず財政危機に陥るといった考え方だ。1つの例として、潜在成長率が低下し続けた90年代の日本をあげておこう。度重なる巨額の景気対策の公共投資の結果、建設業就業者数は1989年末の593万人から96年末の692万人まで約100万人も増加した(注12)。ただ日本の場合は、5.(1)「財政赤字の持続性」で見たとおり、急性ではなくゆっくりと長く進行する慢性の危機だ。

問題は、では財政危機はどうすれば克服できるのかである。解決方法は、経済成長と財政再建の両立、債務不履行、インフレぐらいしかない。債務不履行やインフレは摩擦が大きいのでここでは取り上げないが、過去には多数の例がある。債務不履行は2001-3年のアルゼンチン、インフレは1980年代のメキシコやブラジルなどラテン・アメリカ諸国などだ。

唯一現実的な財政危機克服の方策は、経済成長と財政再建の両立だ。菅政権が「成長戦略」と「財政運営戦略」を閣議決定した理由もここにある。だがその実現は難しく、失敗例が日本のバブル崩壊後の財政再建だ。たとえば、98年には橋本政権が財政構造改革の一環でGDP比2%の財政再建を実施したものの、景気の急激な悪化で山一証券や北海道拓殖銀行が破綻する金融危機へと至った。バブル崩壊の3段階危機説で、危機の段階が第三段階の財政危機から第二段階の金融危機へと逆回転したわけだ。

この問題は、今後の世界経済を見通す上で極めて重要である。2010年6月のトロントG20では、先進国は2013年までの財政赤字半減で合意した。これをどう実現するかが、これから世界規模で問われるのである。ただ先行きについては、英国が先例になるのではないか。英国では、昨年5月に財政再建のスタンスを争点の1つとして総選挙が実施され、早期の財政再建を主張した保守党が勝利して連立政権ながら政権につき、既に大幅な歳出削減や消費税率の引上げを含む財政再建に着手した(注13)。弱者切捨て批判のデモや公務員ストなどが度々起きているが、キャメロン首相は歳出削減を補うものとして自助と助け合いの精神を中心とする「大きな社会(大きな政府ではない)」を提唱しており、大きな方向性としては固まりつつある。この問題は、今後のレポートに取り上げる形でフォローアップしたい。

7. 日本国ソブリン・リスクの今後の展望

日本国債のリスク・プレミアムについて、いくら政府部門が債務超過でも、徴税権を有する家計部門も合算したいわば連結決算では高い安全性があるため、問題が表面化するにはまだ時間的余裕がある。問題は、その間に経済成長と財政再建の両立を実現できるかどうかだ。その過程がスムーズであれば問題はない。しかし、もしそうでなければ、5. 財政赤字の問題点、で取り上げた様々な問題が表面化する可能性が高い。しかも、たとえば景気悪化→財政悪化→格下げ→金融システム不安→更なる景気悪化、のようにそれぞれが相互依存の関係にある。従って、事態がスパイラル的に深化する可能性が高い。日本国債のリスク・プレミアムは、その深刻度を測る尺度になるとみて良いだろう。

繰り返しになるが、日本も含め主要国の財政赤字削減は、今後の世界規模の課題だ。どうすれば経済成長と財政再建の両立がスムーズに実現できるかについては、今日的には英国が先頭ランナーとなるだろう。また、多くの戦後の財政再建の成功例に関する研究レポートも出されている(注14)。この問題は、今後の進捗状況を見つつ、必要に応じてフォローアップしていきたい。

98年に通貨危機に見舞われた韓国は、IMFの資金援助を受けた。国家の危機に当たり国民は、先祖伝来の仏具や金歯を抛出して国際流動性危機を乗り切る気概を見せた。最近日本では、匿名で寄付を行う「伊達直人(タイガーマスク)ブーム」が起きた。希望的観測を述べるつもりはないが、この現象から読み取れるのは、日本人は公平感が担保されれば愛国心を発揮する国民気質だということではないか。

以上

(注1) たとえば以下のサイト。

http://unstats.un.org/unsd/envaccounting/ceea/archive/Framework/Kunte_etal_1998.PDF

(注2) 直近(平成21年末)の日本の国富統計は以下のサイト。

http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/h21-kaku/21sca_jp.xls

(注3) 直近の国債保有者の内訳は以下のサイト。<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>

(注4) 「The Outlook for Financing Japan's Public Debt」 18ページ

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1019.pdf>

(注5) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/pdf/chapter3.pdf> 154ページ

(注6) 基礎的財政収支の図表は以下のサイト。http://www.mof.go.jp/zaisei/con_06_g02.html

(注7) <http://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/ginkou/20060331-2/10.pdf>

尚、2002年にムーディーズが日本国債の格付けをA2(A相当)にまで格下げした際、財務省はムーディーズに強く抗議を申し入れたが、その内容は公開されている。

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/p140523m.htm>

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/p140724m.htm>

(注8) <http://www.mof.go.jp/gbb/2212.htm>

(注9) <http://www.nta.go.jp/kohyo/press/press/2010/minkan/index.htm>

(注10) 内閣府経済社会総合研究所の試算では、将来世代と0歳世代で「生涯所得の3割強の不均衡」。

http://www.esri.go.jp/jp/archive/e_dis/e_dis250/e_dis246.pdf 4ページ

平成17年度の内閣府資産では、医療費だけで将来世代の負担超過は4,585万円。

<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je05/05-3-2-11z.html> (平成17年度経済財政白書、図表3-2-11)

(注11) 「The aftermath of financial crises」

http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Aftermath.pdf

(注12) 総務省労働力調査。<http://www.stat.go.jp/data/roudou/longtime/zuhyou/lt01-06.xls>

(注13) 同じシリーズの以下のレポートをご参照。

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/100818.pdf>

(注14) 包括的なのはIMFの以下のレポート。「Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-crisis World」(2010) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dp/2010/dp1004.pdf>

最近の当局者の間で特に評価が高いのは、歳出削減の徹底を主張するアレシナ・ハーバード教授の主張。

http://www.businessweek.com/magazine/content/10_28/b4186012969951.htm

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。