

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年5月11日

公的債務が担う安定化

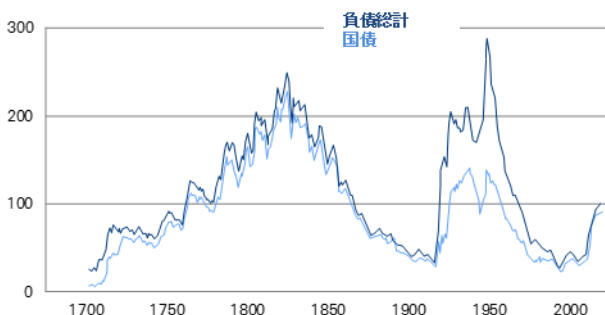
コロナ危機の結果として、影響を受けた国々の公的債務は、今後数四半期の間に爆発的に増加すると考えられ、政府債務危機への懸念が再び顕著に高まっているように見える。それは、ニューヨーク・タイムズのベストセラー「This Time is Different (今回は違う)」の売上が伸びていることから読み取れる。この本には、過去200年間で債務危機が驚くほど頻発してきたという事実が書かれている。

しかし、国家の債務危機に関しては、過去の事例を鵜呑みにすると状況を見誤ることに成り兼ねない。結局のところ、国家が破産するのは、金や外貨建てで負債を抱えた場合だけであり、アルゼンチンの事例でも過去に繰り返し起きたデフォルトは、いずれも米ドル建て債務を返済できなかったことが要因であった。その一方、国家にとって自国通貨建て債務は、中央銀行の紙幣発行による財政ファイナンスを行えばいつでも返済が可能である。

従って、日本、米国、英国をはじめとする多くの先進国では、債務危機は回避できると思われる。一方、これらの国々では債務の実質価値が低下する高インフレのリスクがある。この点でユーロ圏は特殊な状況にあるが、これについては後述する。

国家はGDPの200%以上の借金を抱えて何十年も存続することが可能か

例：GDPに占める英国の政府債務の割合、1694-2017年



出典: voxeu.org

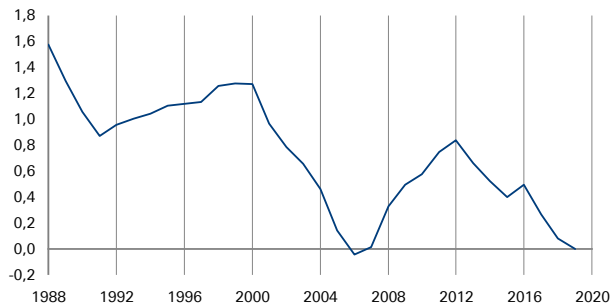
歴史を遡ると、信用度の高い国は非常に長い期間、高水準の債務を抱え続けられることが分かる。例えば、19世紀と20世紀には、英国の債務は、それぞれのケースでGDPの200%以上にまで増加した。前者は減らすのに100年ほどかかったが、第一

次世界大戦前には債務水準がGDPの約20%まで低下した。

ある研究では、19世紀の債務削減は、発行済みの国債の実質金利が高い中、財政の黒字化により実現したことが示されている。つまり、国家債務の削減はもっぱら納税者と国民の犠牲の上に成り立っていたのである。対照的に、第二次世界大戦後の国家債務の削減は、高いインフレ率にもかかわらず、金利を人為的に低く保つことによって達成され、債務削減が主として国債を保有していた投資家の負担により実現したことを示している。このように、戦後の債務削減は、19世紀とは異なる方法によって行われたのだが、このことを一般選挙権の付与と関連付けて考える研究者もいる。政府が財政の黒字化を目指し厳しい緊縮策を長期化させることは、有権者の支持を得られ難いからである。

先月末に開催された日銀、米連邦準備制度理事会、欧州中央銀行（ECB）の各会合の結果を見ても明らかのように、中央銀行は、全ての債務者には短期的に、また国家に対しては長期的に債務の負担が求められている。その最たる例が日本であり、何十年にもわたって政府債務が高水準であるにもかかわらず（2019年はGDPの240%近く）、これまでのところ債務危機やマクロ経済に困難が生じる兆しは見られない。一方では低金利、他方では中央銀行による国債の買い取りが行われていることが、財政の安定につながっている。昨年は日本政府の純利息費はゼロであったが、このことから、政府予算が高い金利負担で過大になることはなく、必要に応じて日本の中央銀行は国債が新規発行されるたびに買い取りを実施すれば、債務危機は発生し得ないと考えている。

例) 日本：低金利により債務危機の兆しはみられない
純金利支払 (対 GDP 比(%))



出典: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2019

中央銀行による広範で直接的な国家ファイナンスにもかかわらず、日本では今のところインフレ率が上昇する兆しは見られない。経済学者のカール・クリスチャン・フォン・ヴァイツェッカー教授は、国民の平均余命が伸びたことで貯蓄性向が継続的に高まる一方、企業の投資性向は安定していたことを挙げ、上記の理由を第2次世界大戦以来、資本ストックと経済成長が安定的な関係にあったことに見出している。

多くのマクロ経済モデルでは、貯蓄の増加が自動的に企業投資の増加につながるという前提があるが、上記の理由付けをもってすればこのことは実証的に確認できないことになる。国家は、家計貯蓄を吸収して、消費者物価のインフレを起こさずに債務を拡大していくことが可能で、その為、国家は受動的に貯蓄余剰に反応するだけであると考えられる。一方、戦時においては、国家は戦争用品を生産する行為者となり、その結果、消費財の生産と同等の効果をもたらすこととなり、インフレを引き起こすことになる。

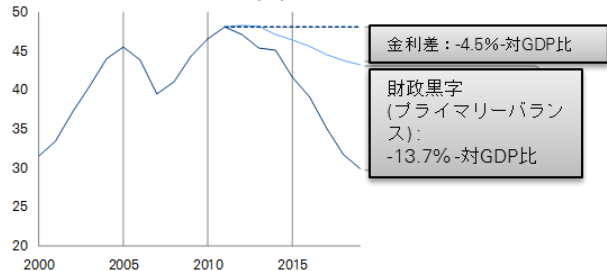
ヴァイツェッカー教授の論文が正しければ、経済の劇的な崩壊を防ぐためには、現在観測されている債務の増加でさえ緊急に必要とされるものと思われる。また、イギリスや日本の例が示すように、ほとんどの国では、長期に亘り、緩やかな削減ペースを維持したまま高水準の債務を抱えて存続することが可能であった。但し、その結果、何十年も低金利を維持しなければならなくなる為、かように人為的な低金利は、有利子商品の貯蓄に対する暗黙の税金以外の何物でもないと思われる。

ドイツの場合は、債務削減が自然と進むことも考えられる。OECD の試算によると、ドイツの純公的債務比率（公的債務から公的金融資産を差し引いたもの）は 2011 年に GDP 比 48.2% でピークを迎えた。これに対して 2019 年の GDP 比はわ

ずか 29.9% に留まり、この間 -18.3 ポイント低下した。この低下に対し、財政黒字（プライマリーバランス）による寄与が -13.7 ポイント、低金利（金利差）による利払い減少分が -4.6 ポイント寄与している。

今後、財政黒字化が実現できなくなっても、ドイツの債務は減る可能性がある。名目経済成長率は約 2.5%、発行済み国債の平均金利は約 0% の前提で、政府債務は毎年 GDP の約 1% ポイント減少する可能性がある。

例) ドイツ：低金利が債務削減に貢献
純公的債務 (対 GDP 比(%))



出典: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2019

中央銀行は国家ファイナンスを提供し、財政政策はインフレに対抗する。

世界は常に変化し続けているため、かつて有効であった施策はもはや通用せず、新しい解決策が求められている。中央銀行によるインフレ制御は、かつては最適解であったかもしれないが、現在も有効とは言えない。

理想的には、中央銀行は今、危機に対抗するための十分な財源を政府が確保できるような措置を講じるべきである。政府による経済支援策の結果、民需が過度に刺激された状態となった場合、従来、最適な政策対応は、中央銀行による政策金利の引き上げであったと思われるが、現環境下の最適な対応は、増税や社会保障費の引き上げ、或いは政府支出の削減である。これは、民間部門から資金を吸収することで需要が低下し、インフレ圧力が収まることを意味するが、同時に、財政収支の改善により、国家債務の削減が可能になると考えられる。但し、現在のパンデミックがおさまった後、直ちに財政健全化に向けた措置を講じるのは時期尚早である。何しろ、日本政府は過去、インフレ圧力が無い、つまり民間需要が弱い時期に、繰り返し増税を行い日本経済に対してマイナスの影響を与える過ちを繰り返してきたと考えるためだ。

欧州通貨同盟の危機

ユーロ圏では、各加盟国の政府債務が実質的に外貨建ての債務となっており、ユーロ圏各国にとっては、十分な公的資金調達を保證できる中央銀行が存在しない。かように、現在直面する課題を前に危機的な状況を呈しており、どの加盟国にも財政の限界に直面する可能性があると言える。

一方、欧州通貨同盟は、ECBが狭い法的枠組みの中で間接的に公的資金の支援を行うことが可能な為、金本位制のような厳格さは無いと言える。逆説的に言えば、ECBは他の中央銀行とは異なり、国債を十分に購入できない為、欧州通貨同盟の試みが失敗に終わる、即ち抜本的なリフォームを迫られることも考えられる。その為、課題とされてきた共同融資を可能にする政治的な解決策が求められるが、南欧・北欧のポピュリズムの流れまで考慮すると、その解決は非常に困難である。EUと欧州通貨同盟が第二次世界大戦以来の最大の課題に直面していることは間違いないのである。

台頭するアジア - アメリカとヨーロッパは大底か

アジア地域ではすでに力強い回復が見られており、先月発表された中国の購買担当者指数に端的に表れている。

一方、欧米地域は、第1四半期のGDPが米国で-4.8%（前期比年率）、ユーロ圏で-3.8%（前期比）と、いずれも減少していることが示されており、まだ景気サイクルの大底に位置していると思われる。

同時に、ユーロ圏の4月のインフレ上昇率は減速しており、コロナ危機がデイスインフレ・ショックであることが示唆され、当面のインフレリスクは無いと見ている。

今週もよろしくお祈りします。

エドガー・ヴァルク (Edgar Walk)
メツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフエコノミスト

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W20-002