

巨悪に立ち向かう：債務の世界的な情勢

ヴィトル・ガスパル、マリアルス・モレノ・バディア

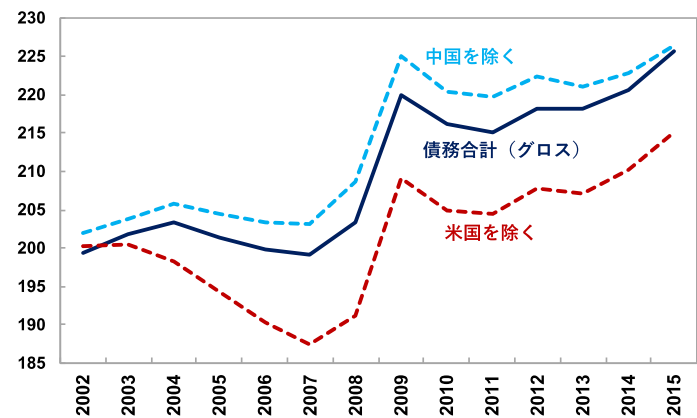
2015年10月5日

大恐慌時代、アメリカの経済学者であるアーヴィング・フィッシャーは、過剰債務とその後のデフレ圧力がいかに危険であるか警告しました。同氏は、債務とデフレは、巨悪だと考えていました。今日、その親戚である高債務と著しく低いインフレが、少なくとも先進国・地域で影響を及ぼしています。

しかし現在まで、債務の世界レベルの全体像というものが欠けていました。2016年10月の財政モニターは、はじめて、実質的に全世界をカバーした債務規模に関するデータを発表しました。それによると、好ましい状況ではありません。世界全体で債務は、152兆ドルと世界GDPの225%にのぼり、現時点で過去最大になっています（図1）。そのうちの3分の2に当たる約100兆ドルが非金融企業や家計の負債つまり民間債務です。残りが公的債務です。

図1
世界全体での債務は過去最大に

(世界の債務の対GDP比、グロス、加重平均)

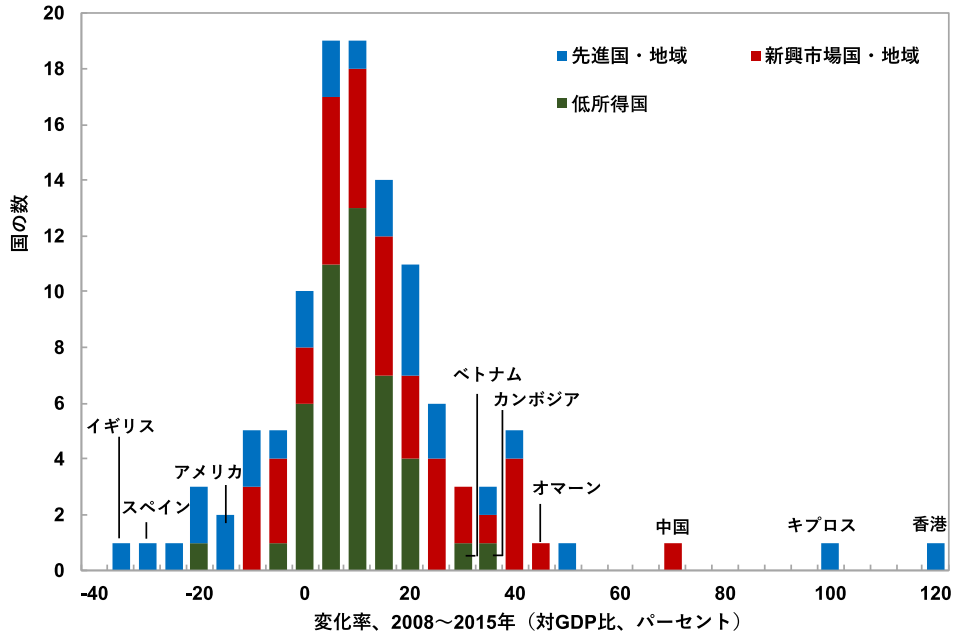


出所: Abbas他2010、国際決済銀行、Dealogic、IMF国際金融統計、IMF, Standardized Reporting Forms、IMF世界経済見通し、経済協力開発機構、及びIMFスタッフ推計。

フィッシャーが警告したように、高い債務レベルは、世界経済の回復の大きな逆風であり、これにより、債務とデフレのスパイラルに陥るリスクが上昇します。しかし、債務レベルはどこも同じというわけではありません。リスクも同様です。トレンドは大きく異なっています。

- 第一に、先進国・地域のレバレッジ解消にはばらつきがあり民間債務比率は大半の国で上昇を続けています（図2、青）。同時に、公的債務が増えています。これは、民間部門の不良債権を公的部門のバランスシートに移転したことも一因となっています。
- 第二に、低金利により、システム上重要な主要新興市場国・地域の一部、とくに中国で、非金融法人部門の債務が急激に増加しています（図2、赤）。多くの先進国・地域で政府のバランスシートの急速な悪化の前に、同じようなブームが見られたことから、新興市場国・地域の最近の債務の拡大により、財政ポジションの基本的な健全性に関し疑問視する声が聞かれるようになっていきます。

図2
全ての国が同じ状況にあるわけではない
(世界の民間債務、変化の内訳、2008～2015年、対GDP比、パーセント)



出所: Abbas他2010、国際決済銀行、Dealogic、IMF国際金融統計、IMF Standardized Reporting Forms、IMF世界経済見通し、経済協力開発機構、及びIMFスタッフ推計。

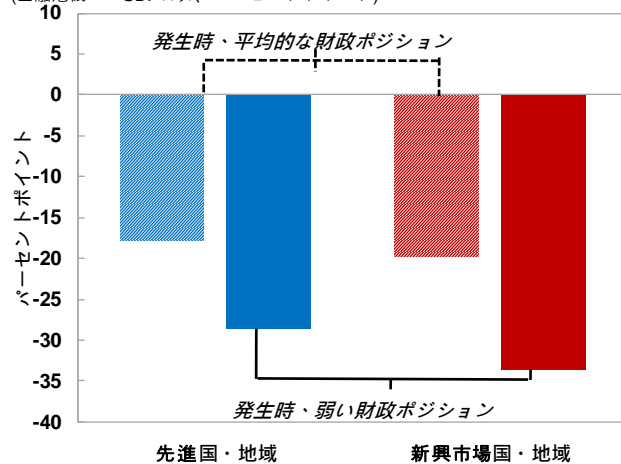
- 第三に、低所得国では、金融市場の規模と流動性で深化が進み、市場アクセスが改善したことで、民間及び公的債務が上昇しています。しかし、債務比率は概して低位にとどまっています。マイクロファイナンス貸付やモバイルバンキングの進展も、金融包摂を向上させるのに役立ってきました。債務が持続可能な状態が維持されるならば、金融の発展はプラスであり、包摂的成長の一部だとみなすべきです。

厳しい幕あい

民間の過剰債務に関する懸念は、これが公的債務となるリスク以外にも広がっています。過剰民間債務は金融危機と関連しています。さらに、金融の景気後退は、通常の景気後退よりも深く長くなります。生産のロスも職を失う人もより多くなります。これら全てが、最終的には公的債務と赤字につながります。

財政ポジションが弱いと、金融の景気後退がより悪化します(図3)。これは、公的支出が危機の際に大きく削減

図3
弱い財政、弱い回復¹
(金融危機でのGDPロス、パーセントポイント)



出所: IMF財政モニター、IMFスタッフ推計
¹GDPロスと公的支出は、金融危機発生から5年間の累積変化として測定

されることが多い新興市場及び途上国・地域に特に当てはまります。このパターンは、上向きの時に過度に緩和的な財政政策を行うと、悪化の際に支出を削減せざるを得なくなるパターンが多いことを示しています。特にこれは、危機の際に大きな犠牲を伴います。しかし、危機でなくても、膨大な民間債務は成長の妨げになるかもしれません。多くの債務を抱えた借手が、最終的に消費と投資を大きく削減するからです。

民間債務が過去最大レベルにある先進国・地域でレバレッジ解消が進んでいないことは、主に名目成長率が低いという環境に原因を求めることができます。米国とユーロ圏との比較は大変有益です。というのは、米国は危機後にユーロ圏と比べ大幅に民間債務を減らしましたが、成長率も相対的に高かったからです（図4）。

リスクと関連する不確実性を考えると、債務は全て完全に避けるべきなのでしょうか。債務は、起業家精神、イノベーション、結果として成長に不可欠です。各国が避けるべきなのは、**過剰な民間債務**です。ですから、規制・監督政策により、民間債務のモニタリングと持続可能性を確保すべきです。**租税政策**も、金融・非金融に関わらず、企業の自己資本ではなく債務へのバイアスといった税の歪みを段階的に撤廃することで、過度のレバレッジの抑制に貢献できます。

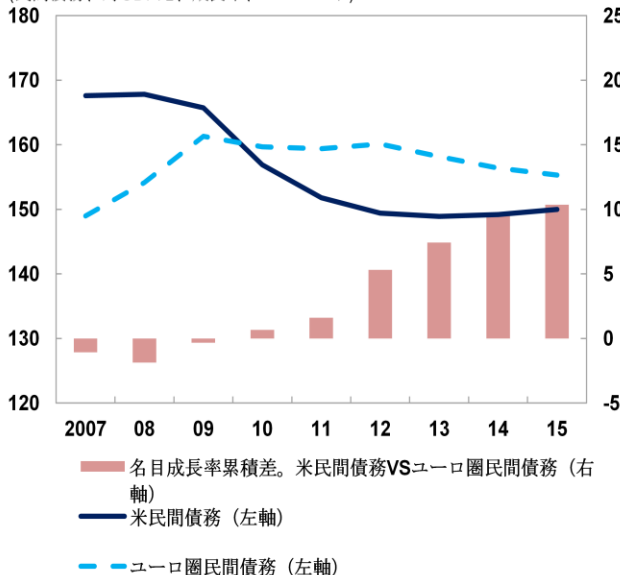
新たな演目・新たな役者

一方で、成長促進的な財政政策も、過剰民間債務の泥沼にはまっている諸国の調整の促進に貢献することができます。もちろん、解決策は、各国の環境や上向きのときに公的債務を減らし節約することで構築することができたであろう財政資源により異なります。

総じて、金融システムが深刻なストレス下にある国では、根底にある問題を早急に解決することが不可欠です。民間債務の削減に向けた政府主導プログラムという形での、適切に設計・目標付けされた措置（返済期限延長に対する債権者への補助あるいは保証）や、バランスシートの浄化加速化のための措置（資産管理会社など）が、極めて効果的でしょう。

こうした措置の設計のあり方が、そのコストを最小化しモラルハザードを防ぐために重要です。特に、これらは、特定の部門あるいは個人に向けられていて、条件をつけ、

図4
成長が助けるスピーディなレバレッジ解消
(民間債務、対GDP比、成長率、パーセント)



出所: Abbas他2010、国際決済銀行、Dealogic、IMF国際金融統計、IMF Standardized Reporting Forms、IMF世界経済見通し、経済協力開発機構、及びIMFスタッフ推計。

借り手との責任分担が含まれているべきです。さらに、強力な破産や破綻手続きもこれに伴うべきです。

しかし、最終的には、財政政策単独ではうまくいきません。望む目標を達成するには、一貫した信頼のおける枠組み内で金融・構造政策といった補完的政策に支えられなければなりません。

現在舞台上上がっている巨悪を打ち倒し、名目成長率の加速という全く新しいエキサイティングな舞台の幕を開ける時がきたのです。



ヴィトル・ガスパル：ポルトガル出身。IMF 財政局長。IMF 以前はポルトガル銀行で様々な要職を歴任、最後は同中銀の特別顧問。2011 年から 2013 年の間、ポルトガルの財務大臣。それ以前の 2007 年から 2010 年にかけて、欧州委員会の欧州政策顧問局長、1998 年から 2004 年は欧州中央銀行の調査総局長を務めた。リスボン新大学で経済学の博士号とポストドクターを取得。ポルトガル・カトリック大学でも学ぶ。



マリアルス・モレノ・バディア：IMF 財政局の課長補佐。財政モニターの作業のコーディネイトを担当する。ブラジル、ギリシャ、アイルランド、スペインなど先進国・新興市場国を幅広く担当した経験を有す。主な研究テーマは、財政制度、債務の持続可能性、財政・金融の相互連関性など。ボストン大学より博士号取得。