



債務の見方

債務が危険な水準に達する条件とは

簡潔な回答やシンプルなルールを期待しないでほしい。成長率、赤字、金利の予測は出発点に過ぎない

オリヴィエ・ブランシャール

債務が危険な水準に達する条件とは何だろうか。

この問いに答えるには、「危険」を定義する必要があるだろう。私は次のように定義したい。債務が危険な水準にある状態とは、現在または将来の政策のもとで、債務の対GDP比が着実に上昇し、ある時点でデフォルトに陥るリスクが無視できない時である。

そうと決めれば、取るべきアプローチは明快である。

債務比率の動向は3つの変数の変遷に左右される。すなわち、プライマリーバランス（利払いを除いた歳出と、歳入との収支）、実質金利（名目金利から物価上昇率を差し引いたもの）、そして実質経済成長率である。

2段階の考察

最初のステップとしては、足元の政策を鑑みながら以上3つの変数の見直しを立て、債務対GDP比の動向に与える影響を算出する。10年ほどの予想値は入手できるだろう。しかし、それでは不十分である。なぜならば、見直しに伴う不確実性も評価する必要がある。各変数の潜在的な結果の幅を求めなければならないからだ。

この作業は一筋縄では行かず、いくつか厄介な問題を解決する必要がある。例えば、景気後退のリスクは何か。その規模はどの程度になるのか。実質金利の上昇リスクはどの程度か。実際に上昇した場合、債務の満期は利払いにどう影響するのか。

新興市場国にしばしば見られるように、外貨が債務の一部を占めている場合には、為替レートの分布はどうなるだろうか。潜在的な債務の一部が実際の債務に転化する確率はどうか。例えば、社会保障システムに巨額の赤字が生じ、政府の支出で賄う必要が出る確率はどれくらいか。基調的な潜在成長率の分布はどうか。

この段階を踏むことで、現在から10年後までの債務比率の分布を割り出すとしよう。同比率が10年後に向かって着実に増大する確率が十分に低ければ、債務は安全だと判断しても構わない。そうでなければ、第2のステップとして次の一連の問いに答えなければならない。政府は対策を講じるか。政府が新たな政策やコミットメントを打ち出す場合、実際に実行される確率はどのくらいか。

この第2のステップは第1のステップよりも

遥かに難しい。なぜならば、政府の性質によって回答が変わってくるからである。連立政権の場合は、議会で単独過半数を制している政権よりも、強引な措置が取りづらいこともあるだろう。算出結果は現在の政権だけでなく、将来の政権にも、すなわち将来の選挙の成り行きにも左右される。国の評判も同様であり、国が過去にデフォルトに陥ったことがあるか、そうであればその時期と理由も勘案せねばならない。

困難な作業に聞こえるかもしれない。事実として困難である。立脚している仮定の多くには異論を挟む余地があると思うかもしれない。事実としてそうである。これはアプローチの欠陥ではなく、世界の複雑さを反映しているに過ぎない。だが、この作業を避けて通るわけにはいかない。実際にこの作業は、信用格付機関が行っているものと同じだ。プロセスの説明用語や、（完璧とは言い難い）格付けの基準が私と異なるかもしれないが、同じ作業である。格付けが下がれば、事実上の処罰が待っている。つまり、政府には、投資家に対して、高いデフォルトリスクを引き受けてもらう代償として高い金利を支払う必要が出てくる。

ルールを定めることの問題点

ここで最初の質問へ戻ろう。債務が危険な水準に達する条件とは何か。

これまで説明したプロセスからも、その答えが普遍的な基準値などではないことは明白である。債務残高と財政赤字の両基準値を組み合わせる、というわけでもない。

潜在的な金利の変動を考えればこれは自明である。1990年代前半以降の米国で見られたように、実質金利が4%ポイント低下した場合を想定してみよう。これは債務返済の実質的な費用が債務比率の4%に相当する金額だけ減少することを示唆しており、例えば債務の対GDP比が100%だと仮定すると、削減される返済費はGDPの4%に相当する。当然ながら、金利の低下は債務の動向にとって大きな追い風要因である。1990年代前半には危険だったであろう債務比率も、今では安全である見込みが大きくなるだろう。以上のことから、有効な変数は債務の対GDP比ではなく、返済費の対GDP比であるべきだ、と帰結したくなるところだ。確かにこれで一歩前進したことにはなるが、内在的な問題も付随し

てくる。返済費の変動幅は実質金利の変動幅に依存するが、この後者が非常に大きな幅をもち得る。実質金利が1%から2%に上昇すると、返済費は倍増する。その費用は低いかもしれないが不確実性を伴い、不確実性は債務の安全性を左右する。

現在、実質金利の長期的な低下がひとつの引き金となって、基準値の妥当性とEU予算規則の改革に関する議論が起きている。だが論点の範囲は遥かに広い。債務比率が等しく高い2国を比較しても、政権の種類や国債の通貨が異なっていれば、一方の債務は安全で、他方の債務は危険だということもあり得るからだ。

答えは普遍的な基準値などではない。

従って、一般的に安全な債務水準は分からない、というのがこの問題に対する私の回答である。国と時期を指定してもらえれば、上記のアプローチを用いて私の答えを提示しよう。そうすれば、私の想定が合理的かどうか意見を交わし合うことができるだろう。

だが、私にシンプルな法則を求めないでほしい。シンプルな法則はシンプル過ぎるからだ。マーストリヒト基準、または「ブラック・ゼロ」と呼ばれる財政均衡政策は、遵守さえできれば、持続可能性の確保につながるはずである。しかしそれでは、制限すべきでない局面で財政政策を制限するという代償を払うことにもなる。例えば、欧州連合では世界金融危機を受けて財政健全化が実施されたが、この健全化は規則を理由に行われたものであり、強力過ぎたためにEUの回復を遅らせたという点で、オプザーバーたちの意見はほぼ一致している。

また、複雑な法則も求めないでほしい。どんなに複雑にしても不十分だからだ。条件を追加するあまりに理解不能になったEULルールが未だに不十分だとみなされている事実やEULルールの歴史がこの点の証左である。☐

オリヴィエ・ブランシャールはピーターソン国際経済研究所のC・フレッド バークステン 上席研究員。過去には国際通貨基金(IMF)の経済顧問兼調査局長を務めた。