

# コロナ危機後の欧米を中心とする 財政悪化とリスク評価

2021年 3月31日

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 橋本 将司

# 目次

---

(参考) 各国の略称	P3
1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観	
(1) 各国の財政支援策の規模	P4
(2) 財政赤字と政府債務	P5
(3) 財政収入と支出	P6
(4) 個別国の財政赤字と政府債務	P7
(5) 個別国の感染率と財政出動	P8
(6) 個別国のインフレ率と債務者格付け	P9
(7) 個別国の2025年IMF見通し	P10
2. 米国の財政見通しとリスク	
(1) 米国の財政政策によるコロナ対策	P11
(2) 米連邦政府財政収支の見通し	P12
(3) 米連邦政府財政収入・支出の内訳	P13
(4) 米連邦政府債務残高対GDP比率の見通し	P14
(5) CBO財政見通し試算の前提	P15
(6) 浮上する積極財政論	P16
3. 欧州の財政見通しとリスク	
(1) 欧州の財政収支の見通し	P17
(2) 欧州の政府債務残高の見通し	P18
(3) 欧州委員会財政見通し試算の前提	P19
(4) 独仏伊西の財政収支・政府債務見通し	P20
(5) 欧州連合各国の債務残高見通しとリスク評価	P21
(6) 欧州復興基金の政府債務持続性への影響	P22
(7) 安定成長協定の財政規律要件適用は一時停止	P23
まとめ	P24
主要参考文献	P25

## (参考)各国の略称

- 本文中で使用する各国やグループの略称はIMFによるものに基づき以下の通り(但し第3章での欧州連合加盟国の略称は欧州連合によるものを使用)。各グループを構成するうち国のうち、本稿で採り上げる国は以下の通り当方で選定。

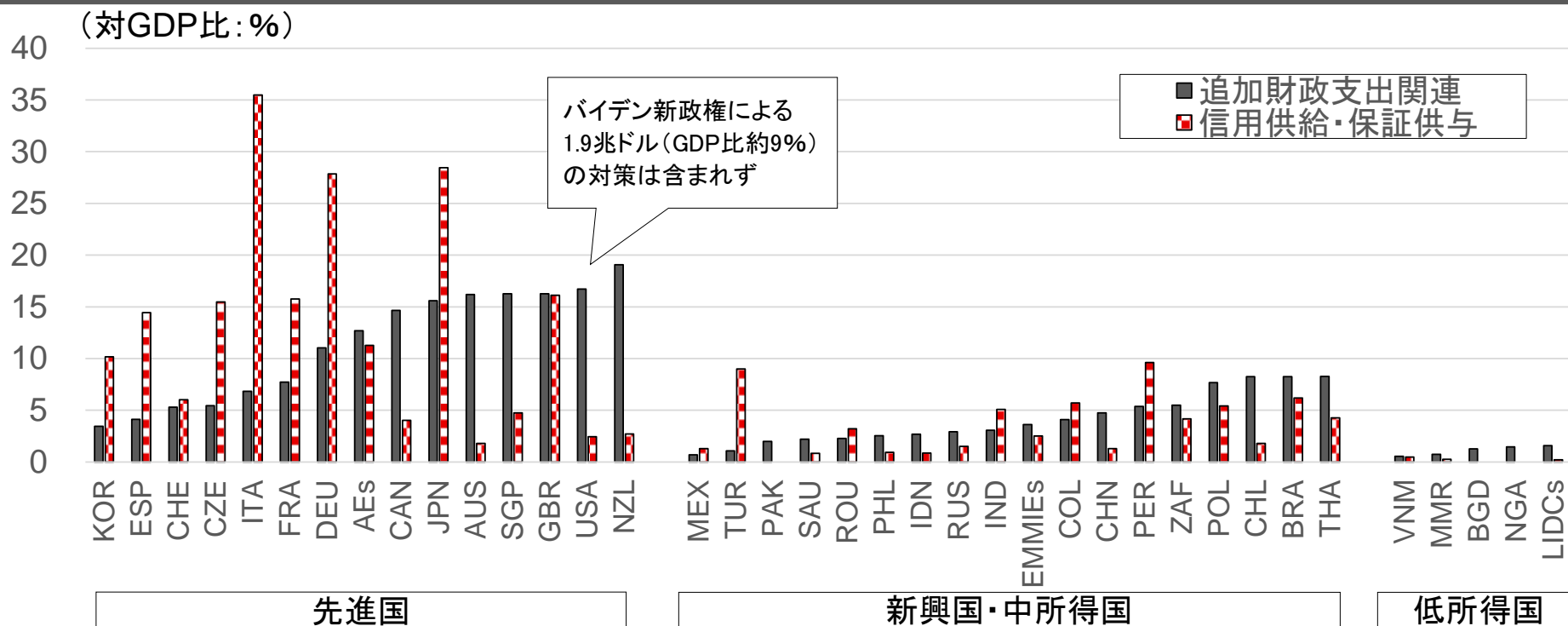
各国・グループの略称					
先進国全体(35カ国)	AEs (Advanced Economies)	新興国・中所得国全体(40カ国)	EMMIEs (Emerging Market and Middle Income Economies)	低所得途上国(40カ国)	LIDCs (Low - Income Developing Countries)
オーストラリア	AUS	ブラジル	BRA	バングラディッシュ	BGD
カナダ	CAN	チリ	CHL	カンボジア	KHM
スイス	CHE	中国	CHN	ラオス	LAO
チェコ	CZE	コロンビア	COL	ミャンマー	MMR
ドイツ	DEU	ハンガリー	HUN	ナイジェリア	NGA
スペイン	ESP	インドネシア	IDN	ベトナム	VNM
フランス	FRA	インド	IND		
英国	GBR	イラン	IRN		
ギリシア	GRC	メキシコ	MEX		
香港	HKG	マレーシア	MYS		
アイルランド	IRL	フィリピン	PHL		
イスラエル	ISR	パキスタン	PAK		
イタリア	ITA	ペルー	PER		
日本	JPN	ポーランド	POL		
韓国	KOR	ルーマニア	ROU		
ニュージーランド	NZL	ロシア	RUS		
ポルトガル	PRT	サウジアラビア	SAU		
シンガポール	SGP	タイ	THA		
米国	USA	トルコ	TUR		
		南アフリカ	ZAF		

(資料)IMFより国際通貨研究所作成

# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(1)各国の財政支援策の規模

- 2020年初に始まった新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受けて、各国政府は各種感染対策や公衆衛生措置に加え、景気の急激な落ち込みを回避するため、家計や企業への所得補填・補助金や減税などによる追加財政支出を実施。合わせて、感染抑制策で打撃を受けた企業向けや金融市場安定のための信用供給・保証供与策を実施。2020年末時点のIMFの集計によると、世界全体の財政支援策は、追加財政支出関連が7.8兆ドル、信用供給・保証供与が6兆ドルで、合計約14兆ドル、世界の名目GDP比で13.5%に及んでいる(以下本稿では名目GDPの名目は省略)。
- 財政支出額で見ると、最も支援規模の大きい米国や日本などが対GDP比で15%を超える対策を実施。先進国は、感染率が高い国が多く、対策資金の調達余力もあるため、対策規模はGDP対比で見ても大きいものとなっている。新興国・中所得国や低所得国など、所得水準が低い国の場合、資金調達余力が限られることなどから、経済対策規模は小さくなっており、一部では十分な対策が行えないケースもある模様。尚、米国は2021年に1.9兆ドル(対GDP比約9%)の追加対策を決定。

各国による新型コロナウイルス対策のための財政支援策の規模(2020年12月末時点の対名目GDP比)

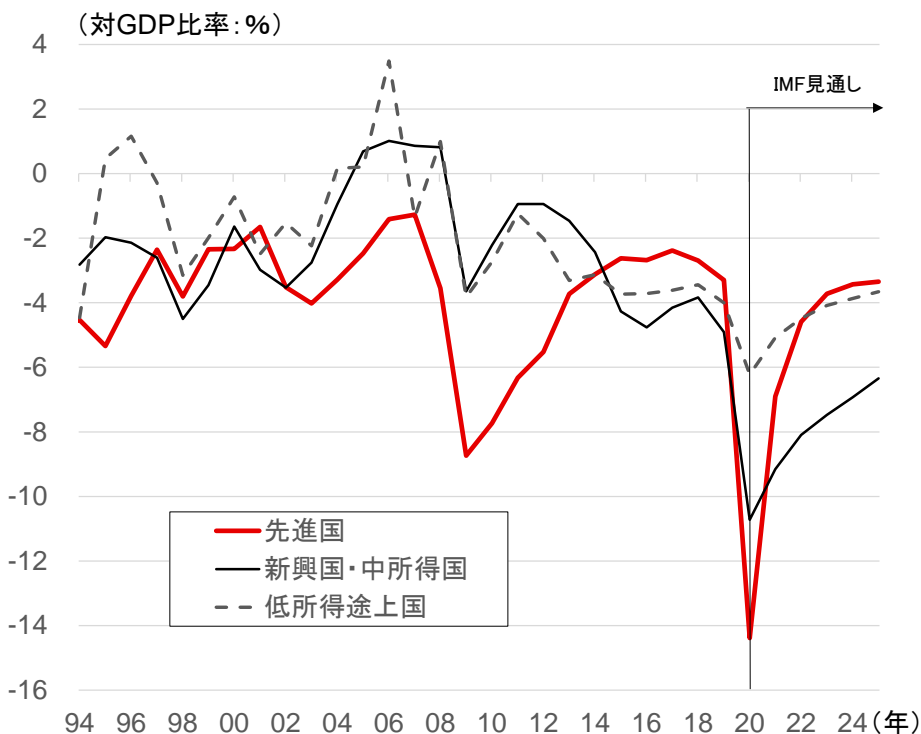


(資料)IMFより国際通貨研究所作成

# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(2) 財政赤字と政府債務

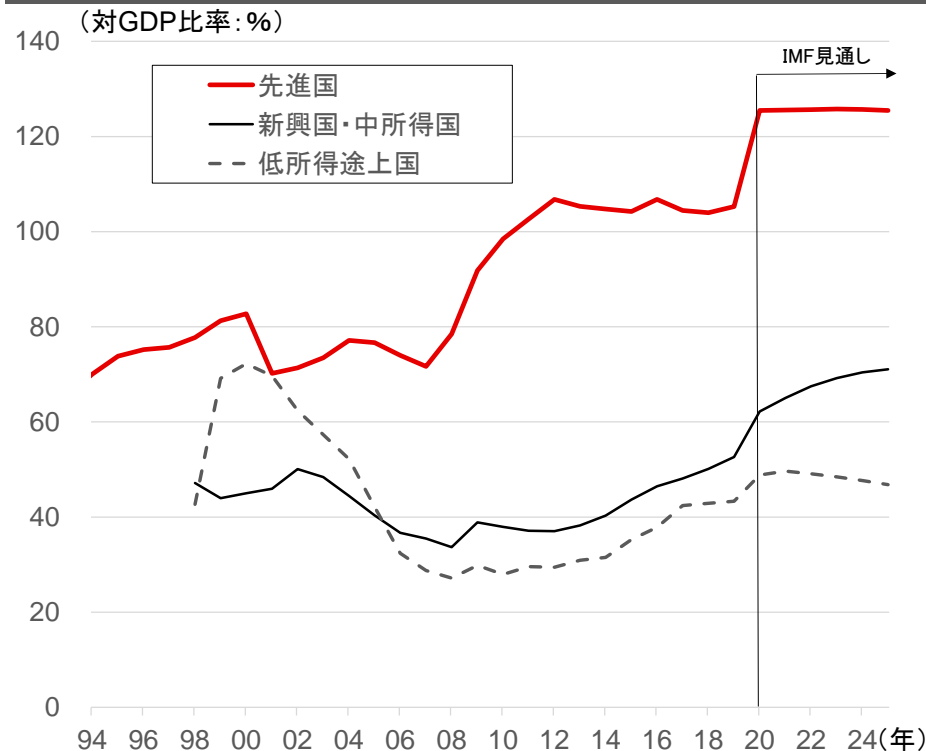
- コロナショックへの対応や景気支援のための財政支出拡大、減税・景気落ち込みによる財政収入の減少から、先進国、新興国・中所得国、低所得途上国共に2020年は財政赤字が大幅に拡大。特に先進国の財政収支対GDP比率は、▲14%近辺へと大きく悪化した。一方、新興国・中所得国や低所得途上国の財政赤字拡大は、前ページでもみたように財政支出拡大が小さかったことなどから、先進国よりも限定的となっている。IMFによれば、2021年以降は、コロナショック対応のための財政政策による対応が一段落して来ることなどから、財政赤字幅はコロナショック前の水準へ向けて回復する見通し。特に先進国は急回復するのに対し、新興国・中所得国は、相対的に鈍い戻りが予想されている(背景は次頁参照)。
- 一般政府のグロス債務残高の対GDP比率は、コロナショックで急上昇した。IMFによれば、2019年以前でも相対的に高水準であった先進国は120%を上回り、その後は高止まりする見通し。新興国・中所得国と低所得途上国も、債務比率は小幅に切り上がり高止まりが続く。新興国・中所得国は、その後の財政赤字の縮小が鈍いことから、2021年以降も緩やかに上昇。

財政収支対名目GDP比率の推移



(資料)IMFより国際通貨研究所作成

一般政府グロス債務残高対名目GDP比率の推移

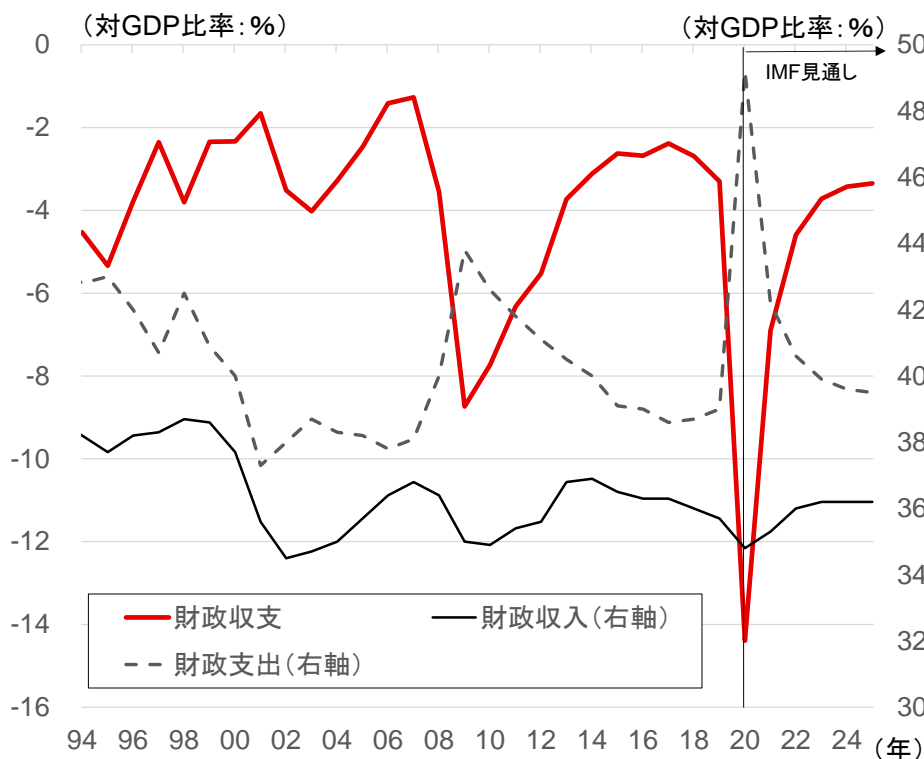


(資料)IMFより国際通貨研究所作成

# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(3) 財政収入と支出

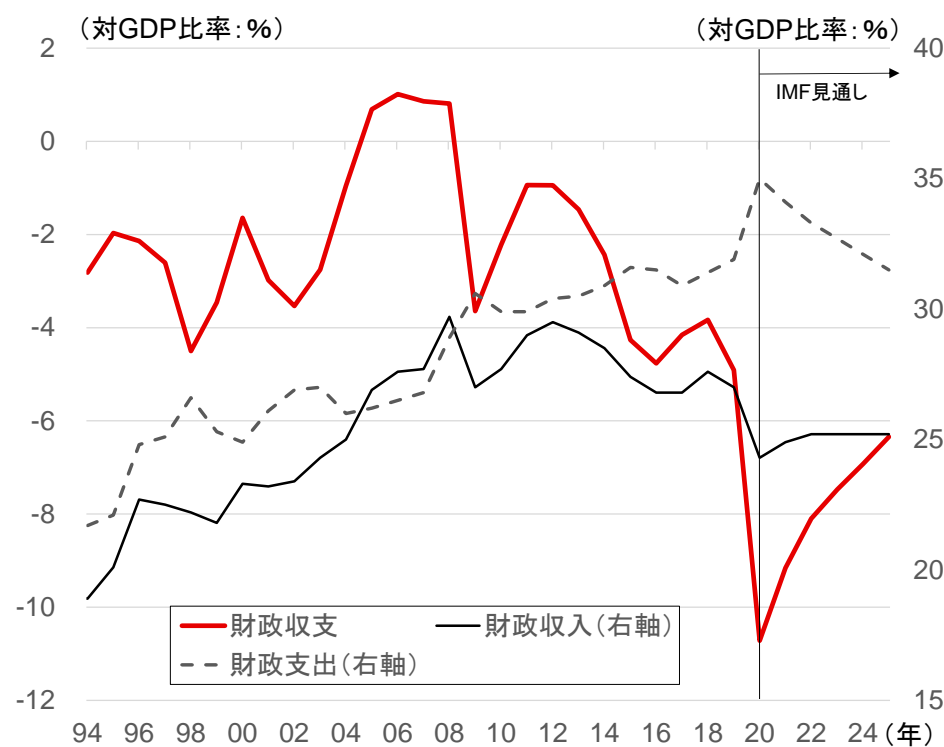
- コロナショック時の財政収支悪化の内訳を、財政収入と財政支出(それぞれ対GDP比率)に分けてみると、先進国は財政収入、財政支出共に悪化しているが、特にコロナ対策により財政支出が急激に増加していることが主因。これに対し、新興国・中所得国は、先進国に比べて財政支出の悪化は限定的で、財政収入の悪化も相応に影響。中国のように例外的に景気の落ち込みが限定的なケースもあるが、多くの新興国は景気が大きく落ち込み、税収が減少したと推察される。先進国のように、中央銀行が間接的に国債などの資産買入を行って側面支援する余地も限られていることから、必要なコロナ対策の余地が限定されてしまったケースも考えられる。
- 2021年以降は、先進国では財政収入・支出共にコロナショック前の水準へ概ね回帰すると予想されている。一方、新興国・中所得国は、財政支出は概ねコロナショック前の水準へ回帰するのに対し、財政収入が伸び悩み、財政収支の回復が鈍くなっている。

先進国の財政収支対名目GDP比率内訳



(資料)IMFより国際通貨研究所作成

新興国・中所得国の財政収支対名目GDP比率内訳

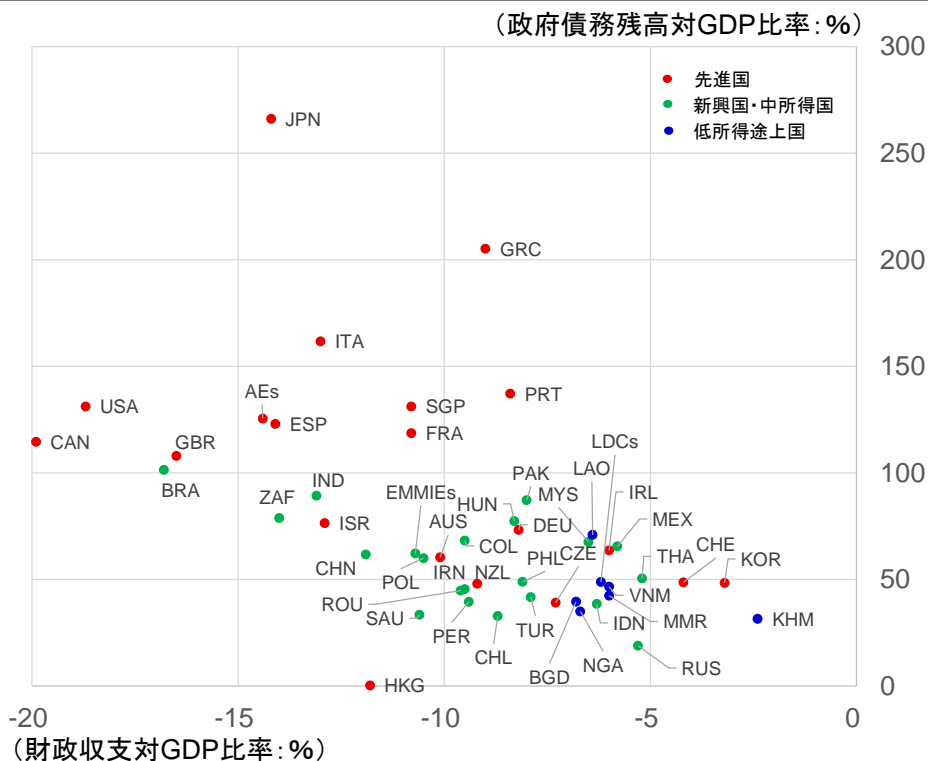


(資料)IMFより国際通貨研究所作成

# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(4) 個別国の財政赤字と政府債務

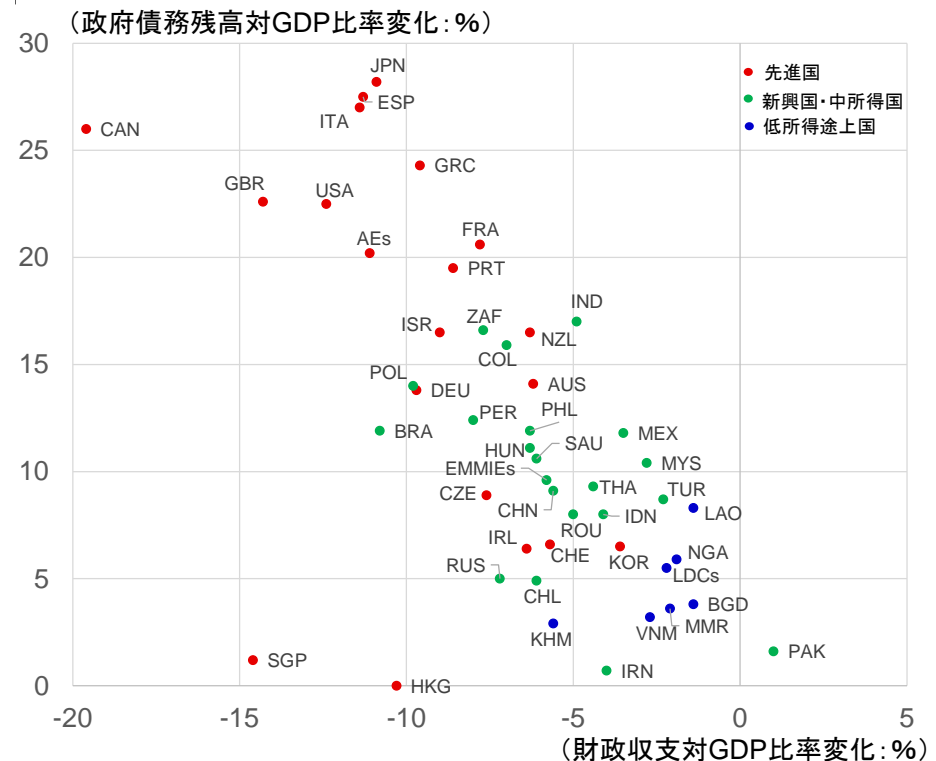
- 2020年の個別国の財政赤字と一般政府のグロス債務の対GDP比率をみると、財政赤字、政府債務共に総じて先進国の水準が高く、低所得途上国が低い傾向がある。コロナ以前の景気対策やコロナ対応も含め、先進国は、通貨や政府債務の信認が相対的に高く、財政赤字や政府債務に依存できる余力がある一方、低所得途上国は、そうした余力が小さいためと考えられる。
- 先進国では日本に加え、欧州債務危機で揺れたギリシアやイタリアが最も債務水準が高い第1グループ、次に米国や英国の他、スペイン、ポルトガルを含む第2グループ、そして債務水準が相対的に低いドイツやスイスなどドイツ圏の国々や、オーストラリア、新興国に近い韓国などを含む第3グループに分けられる。新興国の中ではブラジル、インド、南アフリカが、特に財政赤字、政府債務水準共に高く、要注意か。
- 2019年から2020年への財政赤字と政府債務の悪化度合い(2020年の対GDP比率 - 2019年の対GDP比率)をみると、コロナ対策を大きく行った先進国が総じて大きい。

各国の財政収支と政府債務残高の対GDP比率(2020年)



(資料)IMFより国際通貨研究所作成

各国の財政収支と政府債務残高の対GDP比率の変化(2019年→2020年)

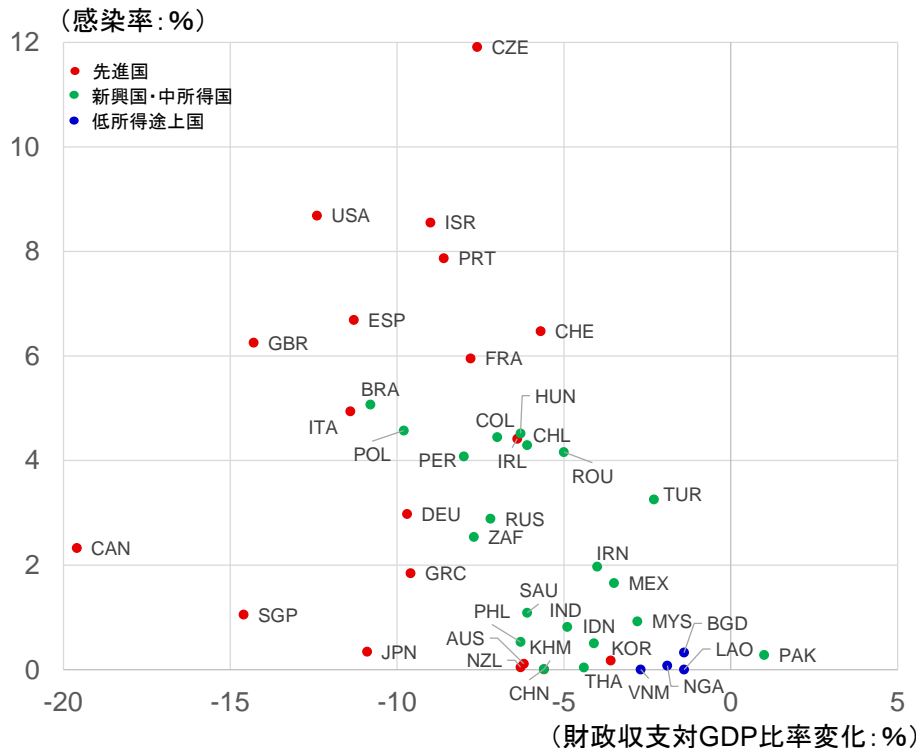


(資料)IMFより国際通貨研究所作成

# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(5) 個別国の感染率と財政出動

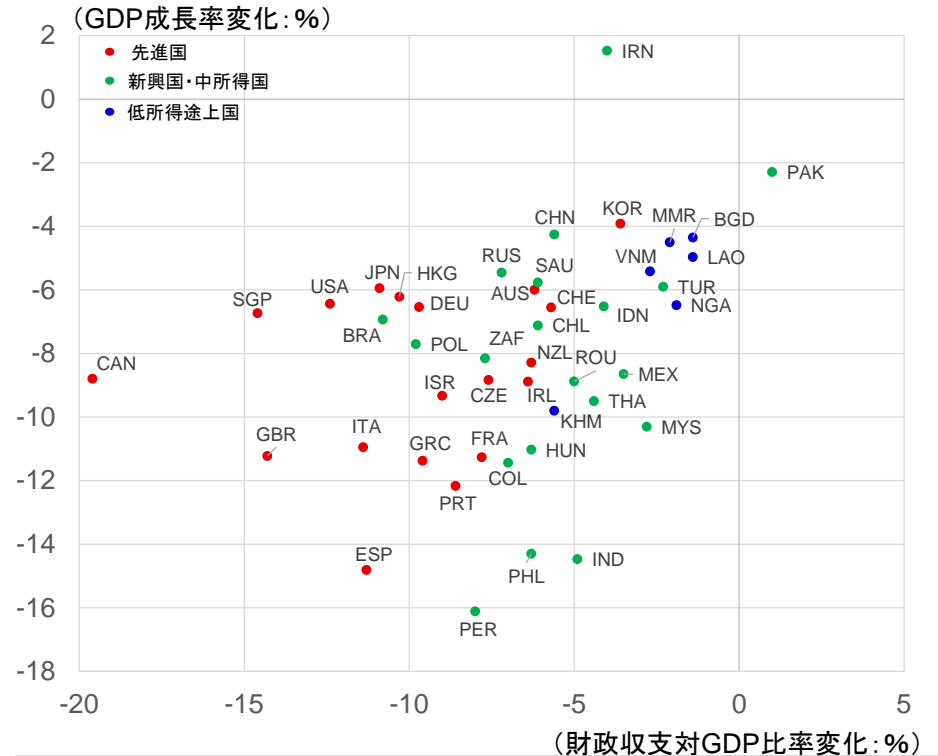
- 各国の財政出動(2019年→2020年財政収支対GDP比率の変化幅)とコロナウイルス感染率(2021年3月4日時点の累計感染者数／総人口)の関係を見ると、感染率の高い先進国を中心に財政出動が大きくなっており、緩やかな相関がみられる。但し、先進国の中には日本やカナダなどのように、感染率が比較的低いにも関わらず、多額の対策がとられている国もある。
- 各国の財政出動とコロナショックによる景気の落ち込み(2019年→2020年のGDP成長率の変化)の関係を見ると、こちらも緩やかな相関がある。但し、先進国は日米などのように景気の落ち込みが相対的に大きくない割に多額の財政出動が行われているケースもある。一方、新興国・中所得国では、ペルー、フィリピン、インドなど景気の落ち込みが大きいにも関わらず、財政出動が多く先進国よりも限られているケースがある。
- 総じて、感染率は先進国を中心に高いが、景気の落ち込みは新興国の中には先進国以上のところもあるなどバラツキがある。そうした中で、先進国は同程度の感染率や景気の落ち込みでも、新興国に比べて大規模な財政出動を行っている傾向がある。

各国の財政収支対GDP比率の変化(2019年→2020年)と感染率



(資料) IMF、ジョンズ・ホプキンス大学より国際通貨研究所作成

各国の財政収支対GDP比率の変化とGDP成長率の変化(2019年→2020年)



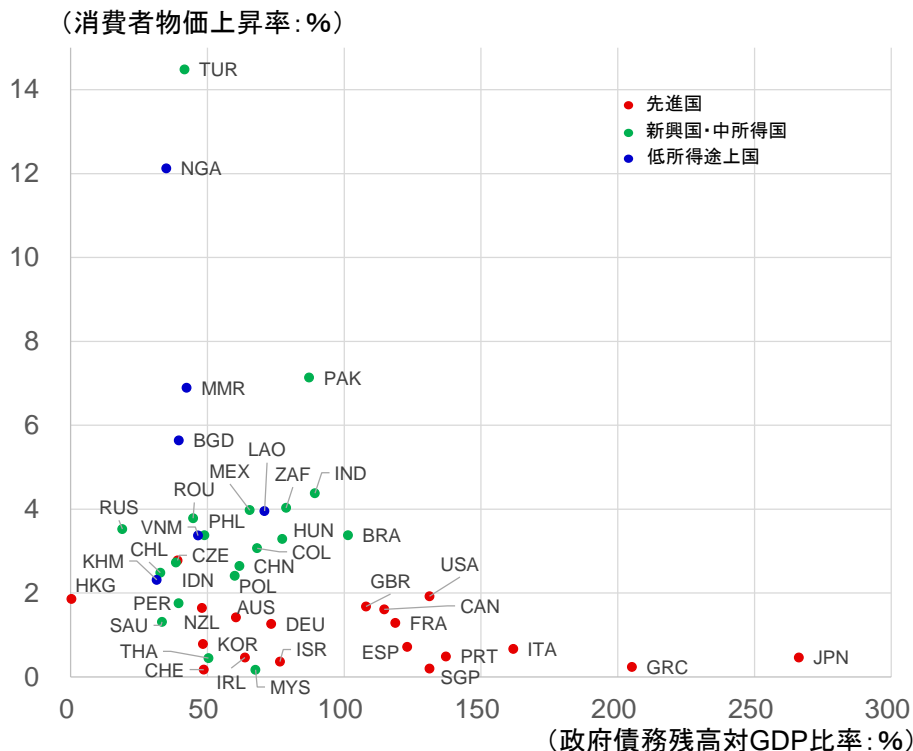
(資料) IMFより国際通貨研究所作成



# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(6)個別国のインフレ率と債務者格付

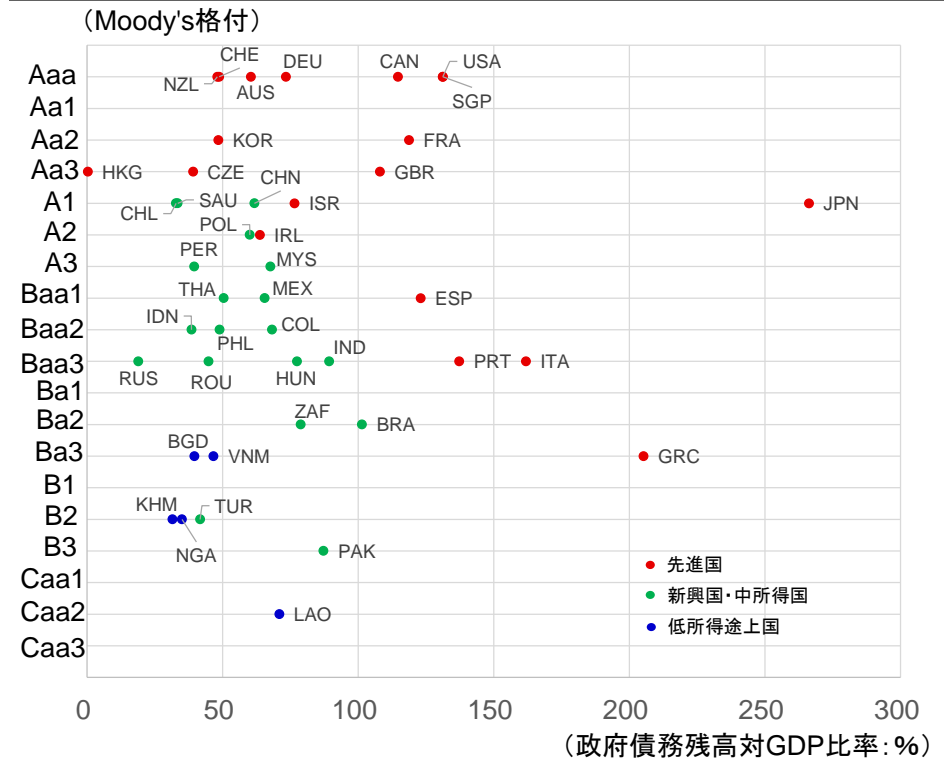
- インフレ率(消費者物価上昇率前年比の2018年～2020年の平均)が高いことは、一般に当該国政府の政策やその債務に対する信認が低い可能性を示唆するが、国別のインフレ率と政府債務残高対GDP比率の間に強い順相関はみられない。むしろ逆相関であるとも言え、先進国を中心に通貨や政策への信認が相対的に高い国が、逆に債務残高を増加させることができているとの解釈も可能(イタリアなどはECBの信認が背景か)。債務残高比率にかかわらず、総じてインフレ率は、先進国で0～2%、主な新興国・中所得国で0～4%にあるが、一部新興国や低所得途上国で4%以上の高い国がある。
- Moody'sによるソブリン債務者格付けも、米国やカナダなど比較的高い債務残高比率の国でも最高格付けを維持している。日本やギリシアなどの事例から、債務残高も一定の影響はあるとみられるが、債務者格付けは、債務残高のみならず、総合的な要素を考慮して決定されている。財政リスクは、債務残高だけでなく、当該国の全般的な経済ファンダメンタルズや、その背景にある各種政策・制度や政治体制などの総合的な安定度による部分が多い。

各国の政府債務残高対GDP比率と消費者物価上昇率(2018年～2020年平均)



(資料)IMFより国際通貨研究所作成

各国の政府債務残高対GDP比率とMoody's格付け(2021年2月5日時点)

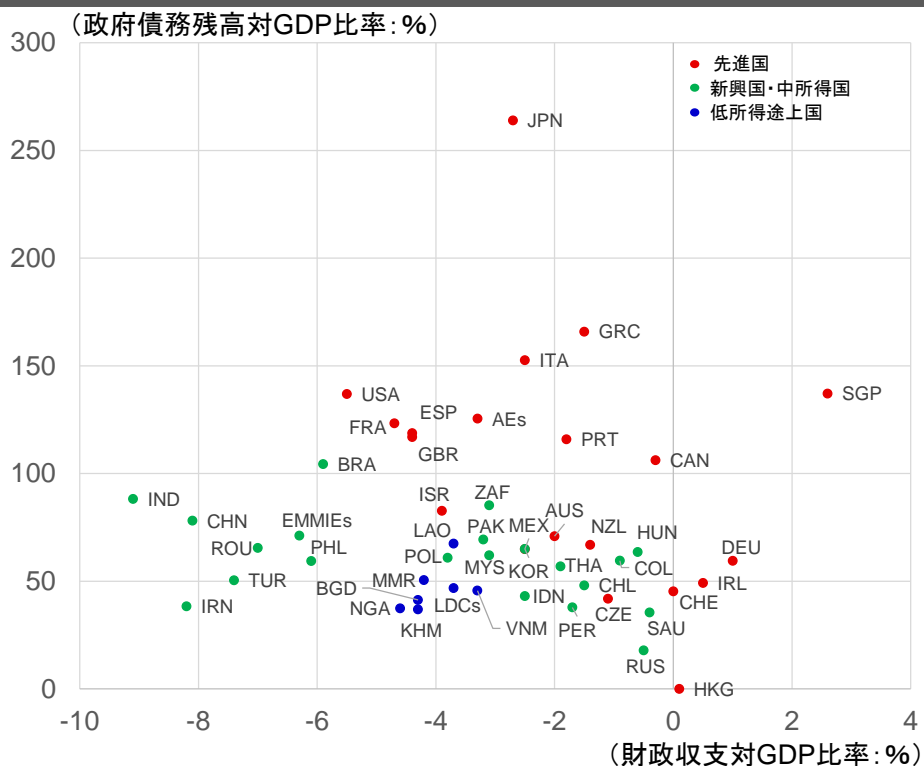


(資料)IMF、Moody'sより国際通貨研究所作成

# 1. 世界各国の財政赤字と政府債務の概観～(7)個別国の2025年IMF見通し

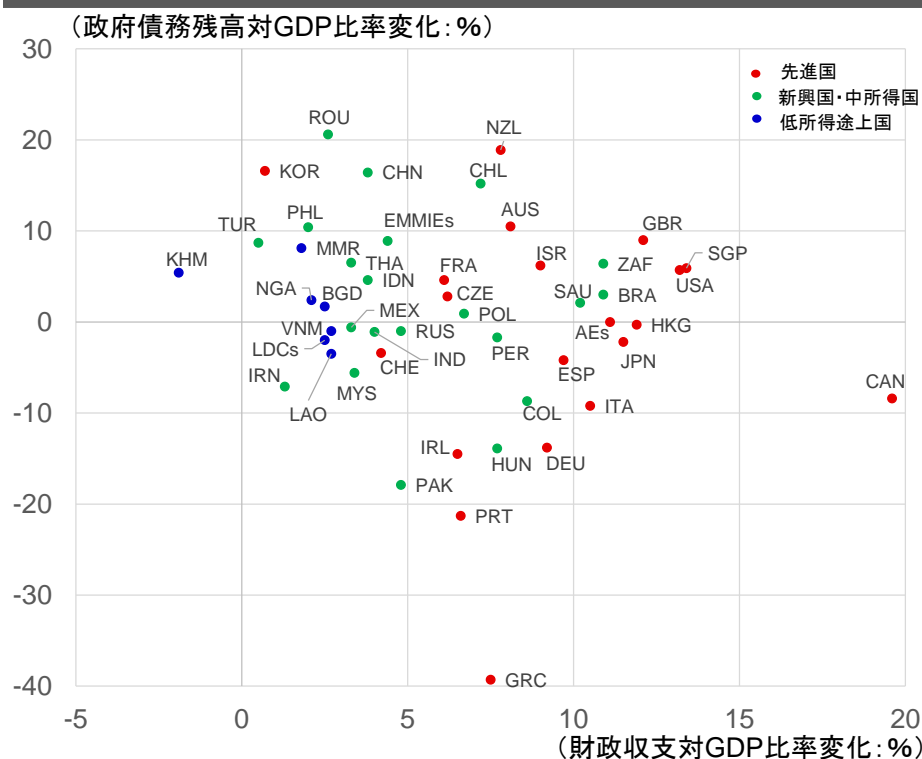
- IMFによる2025年時点の各国の財政収支及び政府債務残高の対GDP比率の見通しによると、財政収支は、コロナ対応の終了により総じて2020年比赤字幅は縮小しているが、多くの国は赤字状態に留まる見込み。
- 債務残高比率は、2020年に比べて2025年に悪化する国と改善する国がそれぞれ相応に存在するが、先進国や新興国・中所得国など特定のグループに改善や悪化が偏っている傾向はない。IMFによると、改善する国は、ギリシアなどのように財政状況は良くないが、経済支援策もあって市場の信認向上が進んで金利が低下し、利払い額が低下するもの、ドイツなどのように堅実な財政運営によるもの、日本のように金融政策の影響などから金利が低位に安定するものなどがある。
- 一方、悪化する国は、人口の高齢化に伴う社会保障関連支出の増加傾向によるプライマリーバランスの悪化の影響が大きい例などが挙げられている。世界全体としては、コロナショックにより底上げされた債務残高対GDP比率が大きく改善することはなく、高止まり傾向が続く見通しとなっている。

各国の財政収支と政府債務残高の対GDP比率(IMFの2025年見通し)



(資料)IMFより国際通貨研究所作成

各国の財政収支対GDP比率の変化とGDP成長率の変化(2020年→2025年)



(資料)IMFより国際通貨研究所作成

## 2. 米国の財政見通しとリスク～(1)米国の財政政策によるコロナ対策

- 米当局は、昨年新型コロナウイルスの国内での感染者・死者急増と、感染拡大抑制措置に伴う景気の急激かつ大幅な落ち込みに対応するため、昨年3月より大型の財政支援を開始。
- 今年3月にバイデン政権下で成立した約1兆9,000億ドルの対策を含めると、経済対策は6次にわたり、対策合計額は5兆ドルを超える規模となった。
- 主な対策内容は、現金給付や失業保険給付などによる個人向けに加え、景気落ち込みの打撃を受け易い中小企業向けの他、感染対策として医療関連などが目立っている。
- 大規模な経済対策により、米景気の見通しは一部でインフレが懸念されるほど改善し始めているが、後でみるように米国の財政赤字規模は未曾有の水準に拡大した。

米国の財政政策によるコロナ対策概要

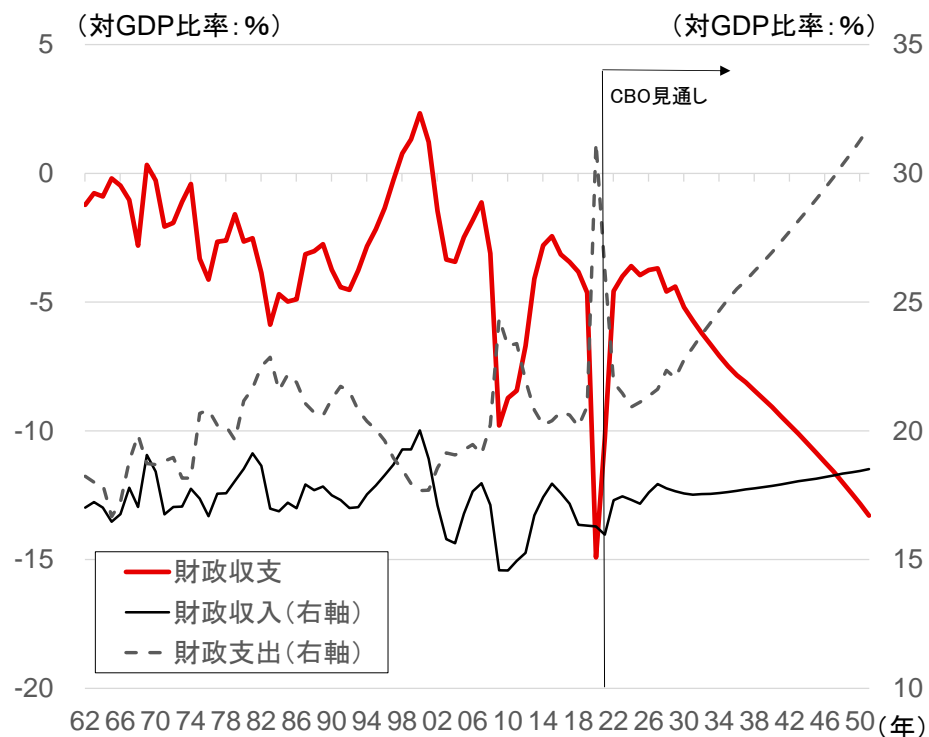
対策法案	成立	対策規模	概要
H.R. 6074, Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act, 2020	2020年3月6日	810億ドル	630億ドルの医療支援・研究支援や、30億ドルの州政府への支援など。
H.R. 6201, Families First Coronavirus Response Act	2020年3月18日	1,920億ドル	940億ドルの家計などへの減税、570億ドルのメディケア・メディケイド支援、50億ドルの失業保険給付の拡充など。
H.R. 748, Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act	2020年3月27日	1兆7,000億ドル	3,770億ドルの中小企業向けローン支援、2,620億ドルの失業保険給付の拡充、3,520億ドルの給与税の支払い繰り延べ、1,420億ドルの個人向け現金給付など。
H.R. 266, Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act	2020年4月24日	4,830億ドル	3,210億ドルの中小企業向け支援の拡充、1,000億ドルの医療向け支援など。
H.R.133, Consolidated Appropriation Act, 2021	2020年12月27日	9,000億ドル	3,250億ドルの中小企業向け支援の拡充、1,660億ドルの個人向け現金給付、1,200億ドルの失業保険給付の拡充、820億ドルの学校向け支援など。
H.R.1319, American Rescue Plan Act of 2021	2021年3月11日	1兆8,556億ドル	4,100億ドルの個人向け現金給付、3,500億ドルの州・地方政府向け支援、2,890億ドルの失業保険給付拡充、2,680億ドルの交通・インフラ、金融サービス向け支援など。

(資料)CBO、TAX FOUNDATION、各種報道より国際通貨研究所作成

## 2. 米国の財政見通しとリスク～(2)米連邦政府財政収支の見通し

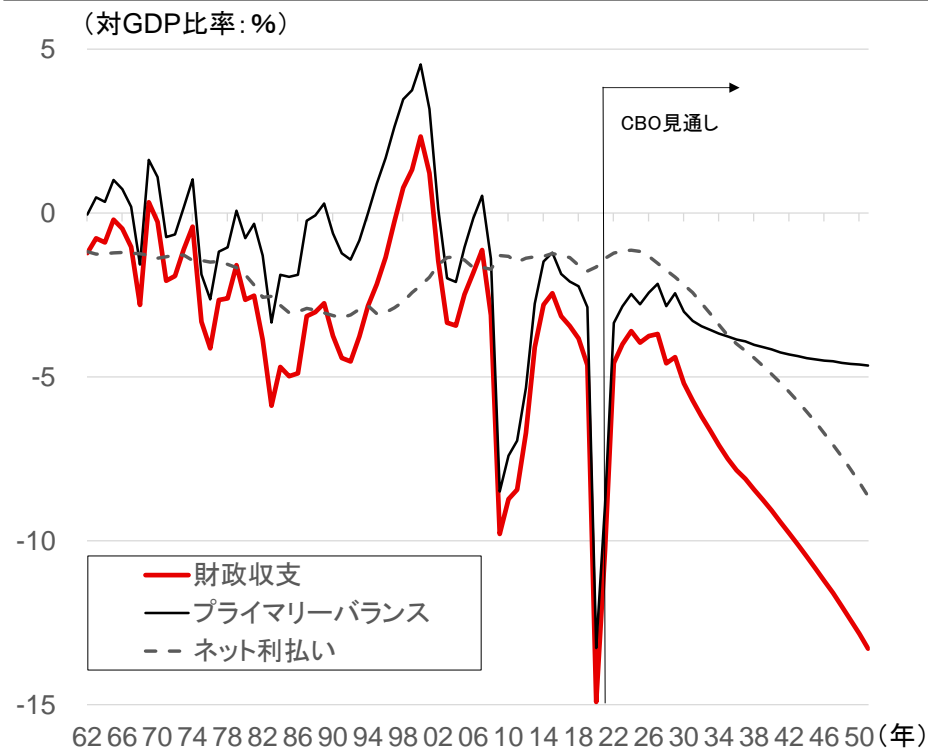
- 米連邦政府の財政収支は、コロナショックに伴う景気の落ち込みによる税収減に加え、感染対策など公衆衛生措置や景気対策のための財政支出の急増により、2019年の対名目GDP比▲4.6%から2020年に同▲14.9%まで赤字幅が拡大。米連邦議会予算局(CBO)による2020年1月12日時点での法制度が継続することを前提にした試算(ベースシナリオ)によると、2021年以降はコロナ対策関連の支出が減少することから、財政赤字も2020年代半ばに同▲3%台半ばまで縮小し、2030年代初頭に再び同▲5%台まで小幅に拡大する見通し。その後、2050年に向けては、財政収入の対GDP比は改善するものの、それ以上に財政支出の対GDP比が増加することから、2051年に財政赤字は、同▲13.3%まで再び拡大するとされている。
- 財政収支対GDP比率をプライマリーバランスとネット利払いに分けてみると、コロナショックによるプライマリーバランスの大幅な悪化が2021年以降に回復した後、2030年までは双方とも小幅な悪化に止まるものの、2050年に向かっては、両者とも悪化ピッチが加速し、特にネット利払いの悪化が顕著で、財政赤字拡大の主因となる想定。

米国連邦政府財政収支対GDP比率のCBO見通し



(資料)CBOより国際通貨研究所作成

米国連邦政府財政収支とプライマリーバランス対GDP比率のCBO見通し

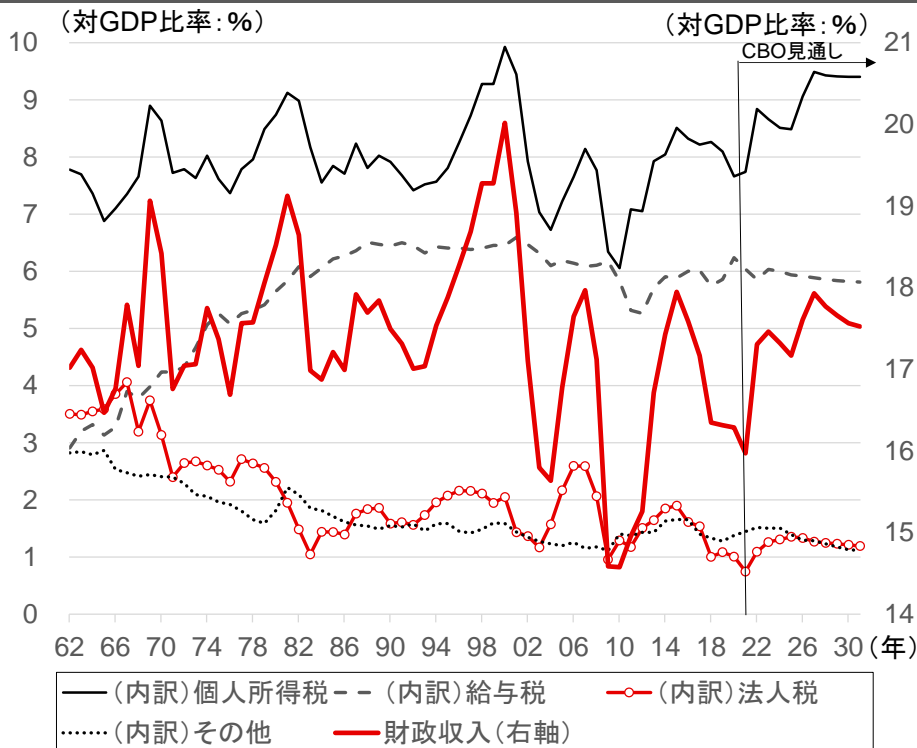


(資料)CBOより国際通貨研究所作成

## 2. 米国の財政見通しとリスク～(3)米連邦政府財政収入・支出の内訳

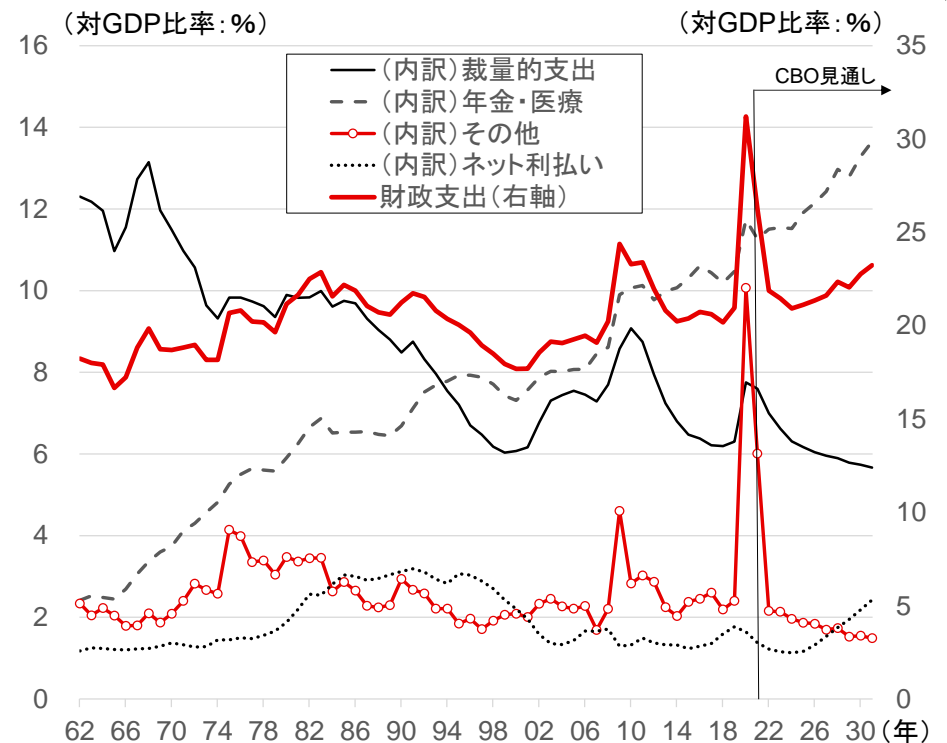
- CBOの試算による財政収入と財政支出の対GDP比の見通しの内訳を、2030年までについてみると、まず財政収入はコロナショックからの景気持ち直しにより、法人税や個人所得税による税収が回復。また、(インフレ率以上)の賃金・所得上昇により累進課税における適用税率が上昇して行くこと、さらに2025年以降は2017年のトランプ政権による一部減税措置が失効することからも、特に個人所得税による税収が増加し、財政収入改善の主因となる。
- 財政支出については、まずコロナショック対策関連支出により2020年に急増したが、2021年以降は正常化し急速に改善する。一方、人口高齢化による年金・医療関連支出が趨勢的に増加。利払い額は2020年代は前半を中心に安定が続いた後、同年代後半に小幅に増加することで、財政支出全体も緩やかに増加して行く。図表では示されていないが、2050年代に向かっては、利払い額の増加がより急ピッチとなり、財政支出もこれに沿って増加して行く見通しとなっている。

米国連邦政府財政収入と主な内訳の対GDP比率見通し



(資料)CBOより国際通貨研究所作成

米国連邦政府財政支出と主な内訳の対GDP比率見通し

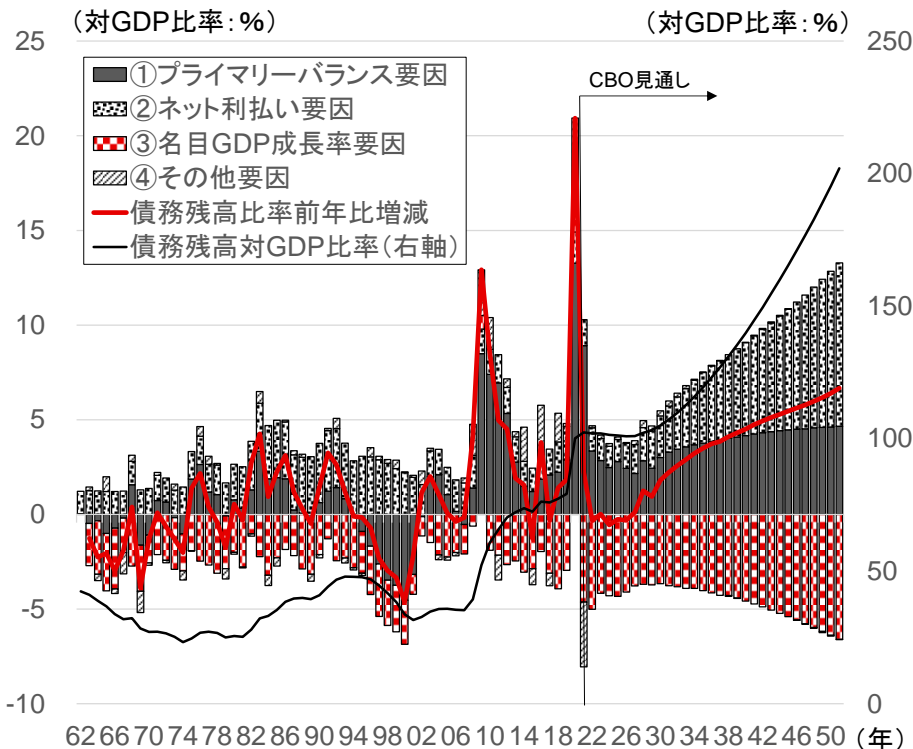


(資料)CBOより国際通貨研究所作成

## 2. 米国の財政見通しとリスク～(4)米連邦政府債務残高対GDP比率の見通し

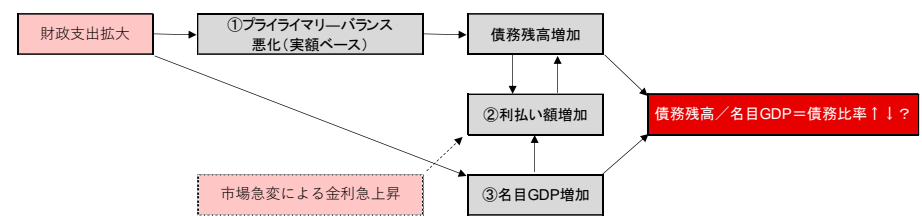
- 一般に政府債務残高の対GDP比率が先行き発散せず、国内貯蓄対GDP比率などで決定される一定の水準以下に維持できると見込まれれば、政府債務は持続可能であるとされる。米連邦政府債務残高の対GDP比率は、コロナ対策に伴う財政赤字の急拡大を受けて、2019年の79.2%から2020年に100.1%へと急上昇した。CBOの試算によると、同比率は2030年時点でも105%と2020年代は概ね横ばい推移となるが、2030年以降は再び上昇基調となり、2051年に202%へ達するとされている。
- 同比率の前年比増減を、①プライマリーバランス要因、②利払い要因、③名目GDP成長率要因、の3つに要因分解すると、2020年代はコロナ対策の一服で①が一旦減少に向かい、②も低金利継続で低位安定する。一方、2030年代以降は、高齢者数増加による社会保障支出の増加から①が緩やかに悪化し始めると共に、債務の増加傾向も受けて金利が次第に上昇して②が大きく上昇。同比率は上昇するとされている。今後10年程度は同比率は比較的安定するものの、高止まりが続けば、2030年頃より次第に利払い負担が上昇、同比率の急上昇や財政運営の柔軟性喪失に至る可能性をCBOは指摘している。

米国連邦政府債務残高対GDP比率と前年比増減の内訳のCBO見通し



(資料)CBOより国際通貨研究所作成

財政支出拡大の政府債務残高対名目GDP比率への影響の波及経路



(資料)国際通貨研究所作成

政府債務残高対GDP比率の要因分解

$$\Delta \left\{ \frac{B(t)}{Y(t)} \right\} = - \frac{PB(t)}{Y(t)} + i(t) \times \frac{B(t-1)}{Y(t)} - g(t) \times \frac{B(t-1)}{Y(t)}$$

債務残高対GDP比率増減      ①プライマリーバランス要因      ②利払い額要因      ③名目GDP要因

$$= - \frac{PB(t)}{Y(t)} + \{i(t)-g(t)\} \times \frac{B(t-1)}{Y(t)} \Rightarrow PB(t)=0, i(t)<g(t) \text{ ならば、債務残高対GDP比率は低下}$$

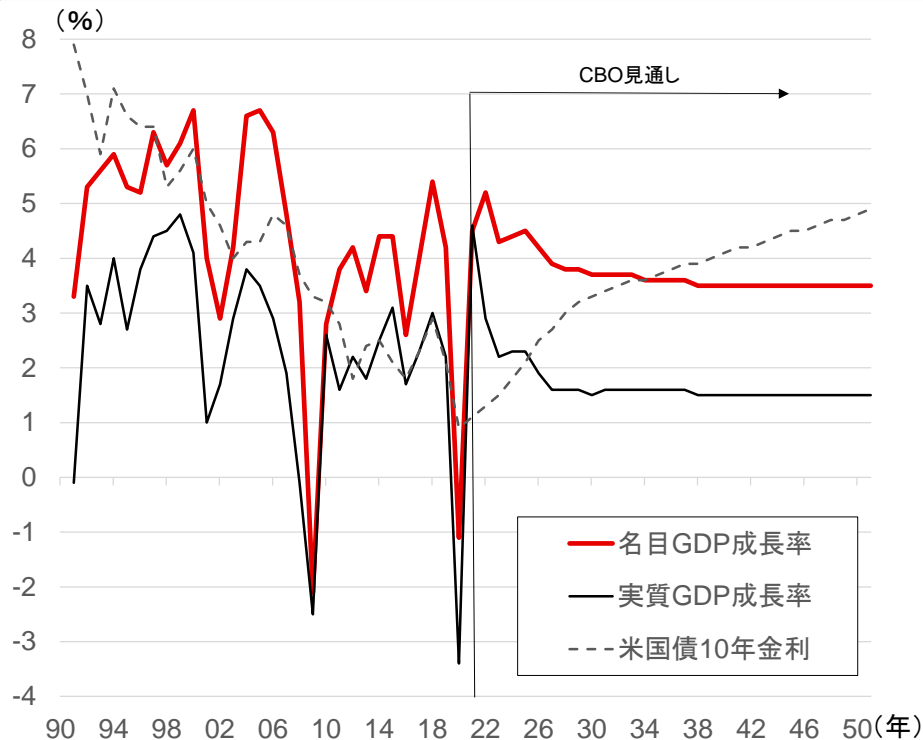
Y(t): 時点tの名目GDP, B(t): 時点tの債務残高, PB(t): 時点tのプライマリーバランス, i(t): 時点tの金利, g(t): 時点tの名目GDP成長率

(資料)伊藤(2015)などより国際通貨研究所作成

## 2. 米国の財政見通しとリスク～(5)CBO財政見通し試算の前提

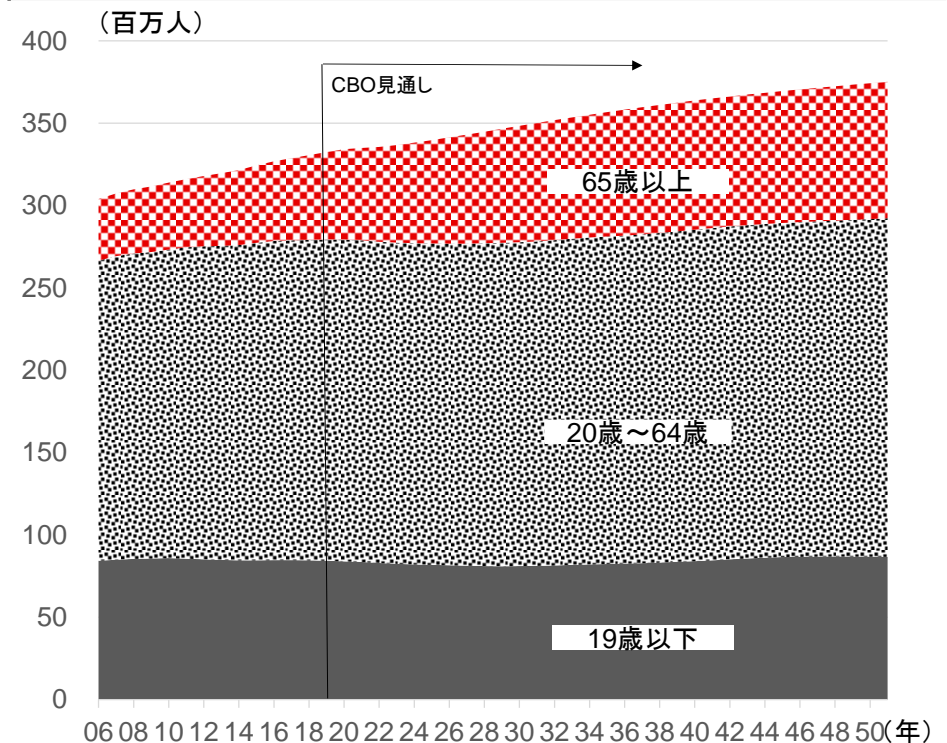
- CBOの財政見通し試算の前提となる主な経済ファンダメンタルズは、コロナショックによる落ち込みの反動から2020年代前半にかけて、名目GDP成長率が前年比+4%台、実質GDP成長率が同+2%台で推移するものの、その後2050年までの長期では、名目GDP成長率が同+3.5%、実質GDP成長率が同+1.5%に収斂して行く想定。潜在成長率も2050年に向けて前年比+1.5%に収斂して行くとしており、実質GDP成長率はこれに沿って行く形。長期的にインフレ率は2% (=3.5% - 1.5%)で推移。
- 10年金利は2020年の0.9%を底に緩やかに上昇し、政府債務残高の増加を主因に2030年時点で3.3%、2051年には4.9%まで上昇すると想定。当面10年金利は名目GDP成長率を下回って推移するが、2035年に逆転する見通しとなっている。政府債務の増加によるリスクプレミアムの増加などから、金利<名目GDP成長率が維持できなくなるという厳しい試算となっている。
- 米国の総人口も移民流入を主因に増加を続けるが、65歳以上の人口のシェアは、2020年の16.4%から2051年に22.1%まで上昇し、社会保障支出の増加要因、すなわちプライマリーバランスの悪化要因となる。

CBO試算の前提の米国経済成長率・金利動向



(資料)CBOより国際通貨研究所作成

米国の人口構成の推移



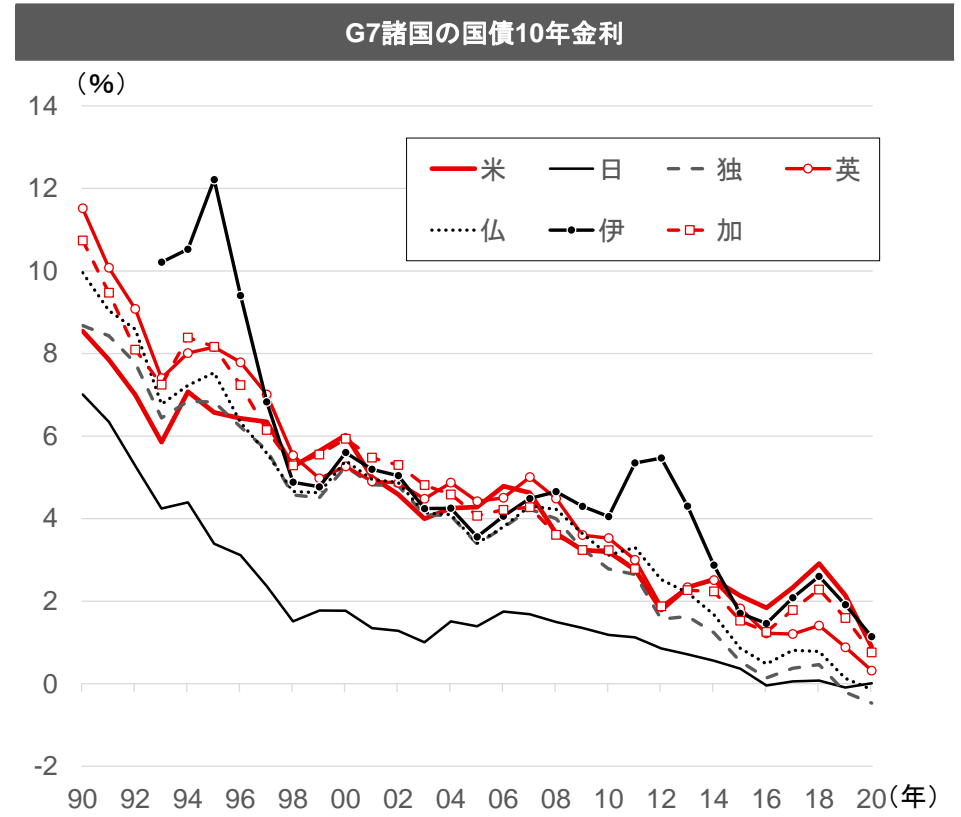
(資料)CBOより国際通貨研究所作成

## 2. 米国の財政見通しとリスク～(6)浮上する積極財政論

- 以上みたCBOなどの厳しい財政見通しにもかかわらず、米有識者の間ではむしろ積極財政論を唱える向きがある。まず、コロナショックという危機への対処が最優先ということもあるが、現在の低金利環境が先進国共通の構造的な現象との認識の下、金融緩和余地に限界のある金融政策よりも、財政政策が景気安定策でより大きい役割を担うべきとして、金融・財政政策の位置づけを見直すべきとの意見をサマーズ元財務長官などが提案している。構造的な低金利で、P14左図の②利払い要因が低位安定するのであれば、財政拡大により①プライマリーバランスが悪化するものの、それ以上に③名目GDPが増加すれば、債務残高対GDP比率は低下することになる。インフラや人材(教育＝格差是正)、研究開発への投資により、米経済の潜在成長率を引き上げることができれば、さらに③が増加し得る。
- 一方、構造的な低金利は、新興国の中間層増加などによる世界的な貯蓄増加などがあげられているが、正確な要因は明らかではない。市場混乱から金利が急上昇すれば、以上の議論は成り立たず、政策に対する市場の信認維持は重要と言える。

財政赤字や財政政策に関する最近の当局者・有識者の発言(概略)	
発言者	発言内容
イエレン財務長官	政府債務の長期的な方向性は懸念材料だ。しかし、今は財政支出により、長期失業者や中小企業倒産の急増回避など、米経済への長期的な打撃を最小限に止めるよう努めた方が、結局政府債務問題にも長い目でプラスとなる。また、インフラや人材、研究開発などにも十分な投資を行い、米経済の成長力と競争力を高めることも重要だ。現在金利は歴史的な低水準にあることを想起すべきだ。金利の低下傾向は2008年の金融危機前から先進国で共通にみられており、今後も続いて行く構造的な現象と考えている。債務残高の対GDP比率は上昇しているが、利払い額の対GDP比率が低下していることは重要だ。債務の持続性の監視においては、様々な指標を考慮するが、特にこの利払い額の対GDP比率は有用と考えている。
サマーズ元財務長官	過去数十年米国を含む先進国の長期金利は、政府債務の増加にもかかわらず低下傾向が続いて来た。その要因は必ずしも明確ではないが、金利の低位安定が続くのであれば、景気安定化策としては、政策発動余地に限界がある金融政策よりも、財政政策をより活用すべき。金融政策への過度の依存は、資産バブルなど金融システム不安にもつながり得る。低金利環境下では、財政拡大によるGDPの成長が、債務残高や利払い額の増加を上回ることも可能だ。低金利環境下では、財政拡大による民間投資のクラウディング・アウトも起こり難い。債務の監視策としては、実質利払い額対GDP比の2%以内を目途として提案。

(資料)各種報道などより国際通貨研究所作成



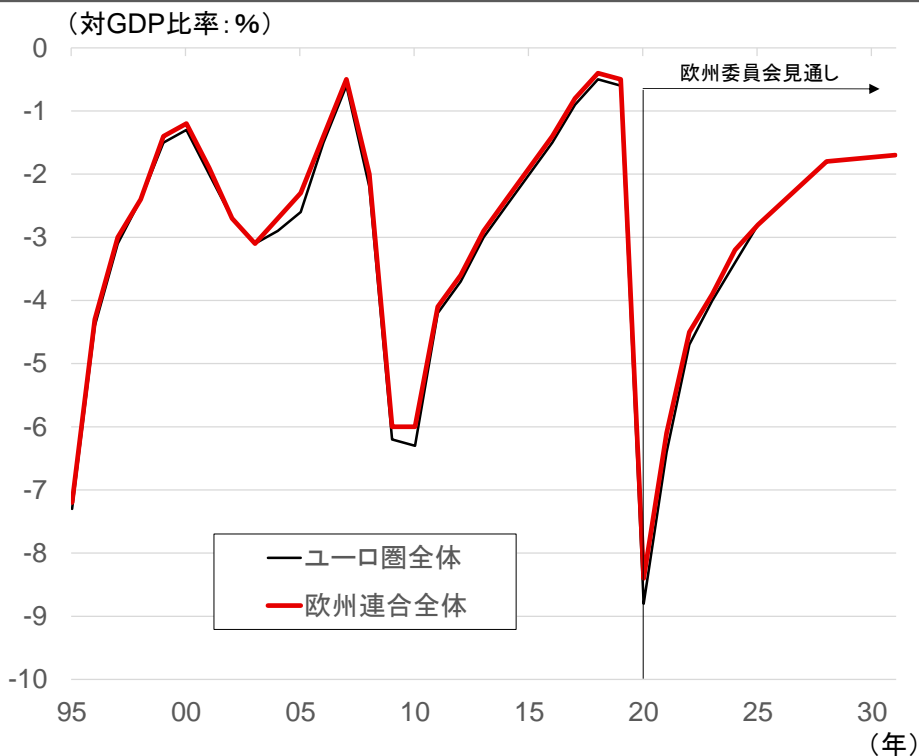
(資料)Bloombergより国際通貨研究所作成



### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(1)欧州の財政収支の見通し

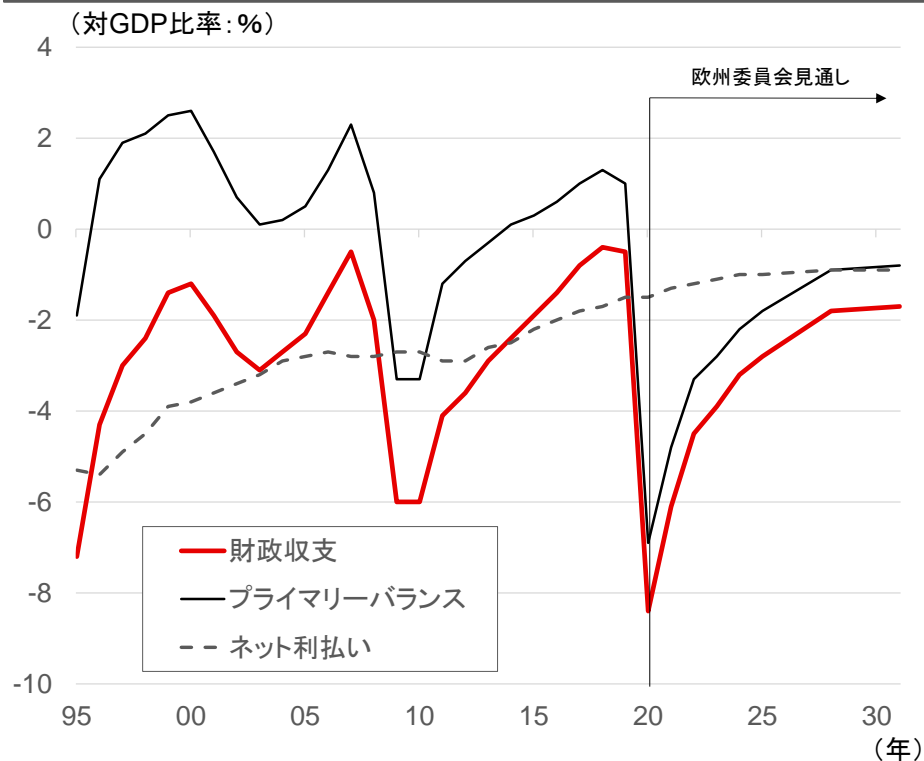
- 欧州連合加盟国全体(27カ国)、及びユーロ圏全体(19カ国)の財政収支対GDP比率は、コロナショックによる景気落ち込みを受けた景気対策や、ウイルス感染対策など公衆衛生措置などによる財政支出の急増を主因に、2019年の▲0.5%、▲0.6%から、2020年にそれぞれ▲8.4%、▲8.8%へと大幅に悪化した。欧州委員会の2020年秋の試算(ベースシナリオ)によれば、コロナ関連支出の一巡により、その後両者とも2025年には▲2.8%、2031年にはさらに▲1.7%へと改善する見通し。
- このうち欧州連合全体の財政収支対GDP比率の推移を、プライマリーバランスとネット利払いに要因分解すると、まず2020年の悪化やその後の急回復は、コロナ関連支出の増加と一巡を受けたプライマリーバランスの悪化とその後の改善によるもの。プライマリーバランスは、2030年時点では人口高齢化による顕著な悪化は想定されておらず、緩やかな改善傾向を維持。また、ネット利払いについても、低金利継続との前提から、ごく緩やかな減少傾向が維持され、財政収支全体の改善につながると思われる。

欧州連合全体及びユーロ圏全体の政府財政収支対GDP比率の見通し



(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

欧州連合全体の政府財政収支とプライマリーバランス対GDP比率の見通し



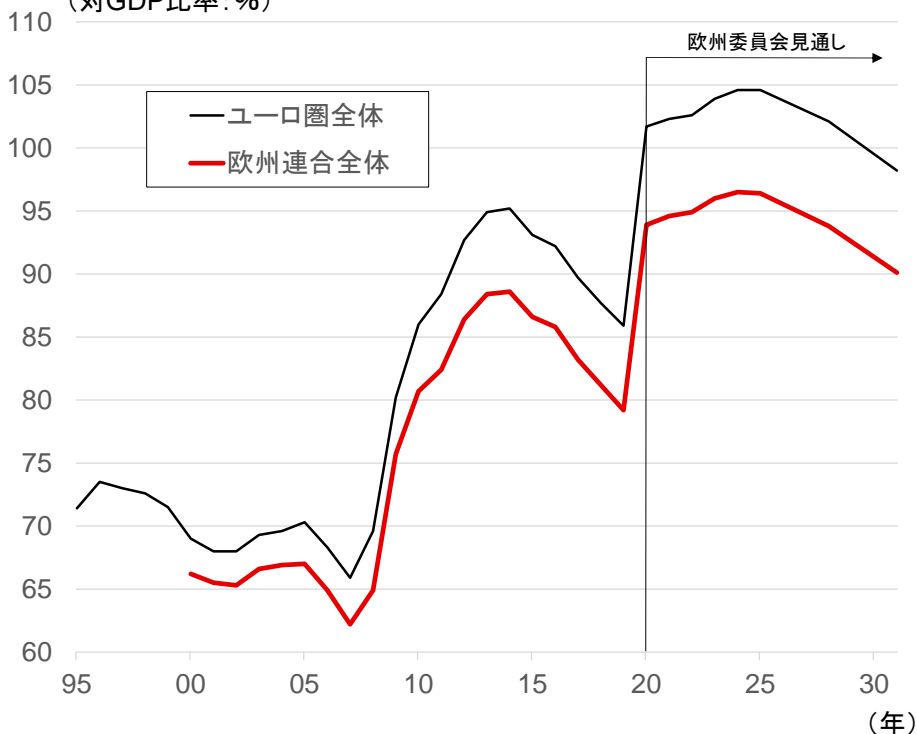
(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(2) 欧州の政府債務残高の見通し

- 欧州連合全体と、ユーロ圏全体の一般政府債務残高の対GDP比率は、コロナ対策による財政収支の悪化により、2019年の79.2%、85.9%から2020年にそれぞれ93.9%、101.7%へと急上昇した。欧州委員会の試算では、同比率は2024年にそれぞれ96.5%、104.6%でピークを打った後、2031年に90.1%、98.2%まで緩やかに低下すると見込まれている。但し、依然としてコロナショック前の水準はおろか、欧州債務危機時のピークも上回ったままであり、高止まりが続く。
- 米国のケースと同様に、政府債務残高対GDP比率の前年比増減を、①プライマリーバランス要因、②ネット利払い要因、③名目GDP成長率要因、に要因分解すると、2021年以降①は減少傾向となるが、2020年代前半はまだ一定の赤字規模を維持して同比率押し上げ要因となることを主因に、同比率は緩やかな増加傾向が続く。その後2020年代後半以降は、①がさらに減少し、②も低金利の継続を前提に安定推移するため、両者の合計が③による同比率押し下げ要因を下回って来ることから、同比率は緩やかに減少に転じる構図。

欧州連合全体及びユーロ圏全体の政府債務残高対GDP比率の見通し

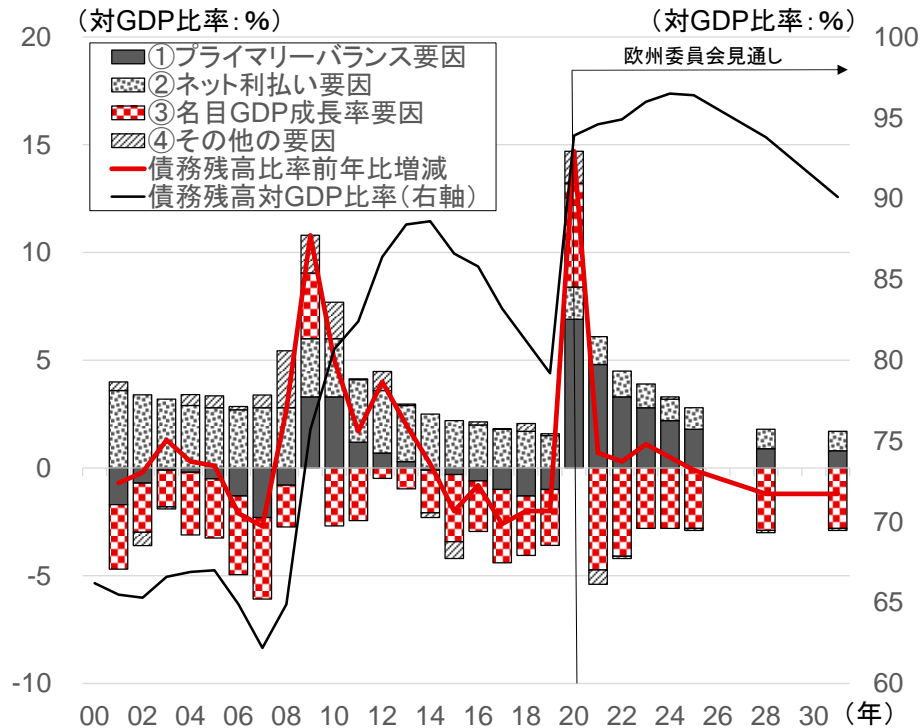
(対GDP比率: %)



(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

欧州連合全体の政府債務残高対GDP比率と前年比増減の内訳の見通し

(対GDP比率: %)

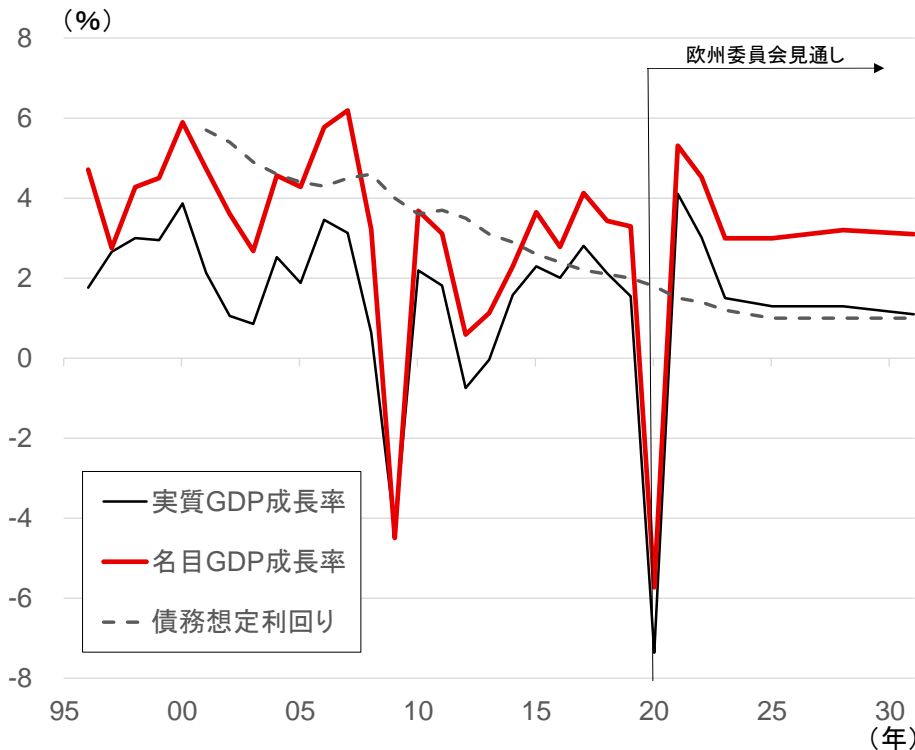


(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(3) 欧州委員会財政見通し試算の前提

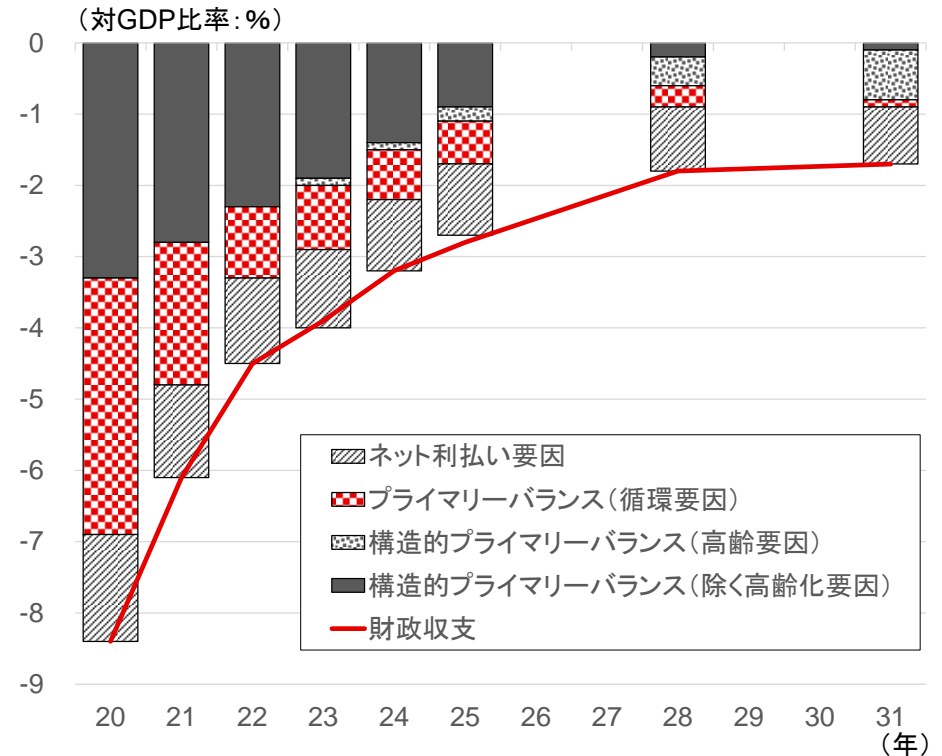
- 欧州委員会の財政見通しの前提となる欧州連合全体の主な経済ファンダメンタルズをみると、名目GDP成長率、実質GDP成長率は、2021年にコロナショックの反動から、前年比+5.3%、同+4.1%まで上昇するものの、その後2030年にかけて、それぞれ同+3%前後、同+1%台前半へ収斂する。実質GDP成長率は概ねユーロ圏の潜在成長率での推移となり、インフレ率は欧州中央銀行(ECB)のインフレ率目標である2%以下かつ2%に近い水準に収斂すると想定されている。政府債務の想定利回りは、2020年の1.8%から、2025年以降の1.0%へと緩やかに低下し、低位での安定が続く。2030年まで名目GDP成長率を大きく下回ることとなり、債務残高対GDP比率の低下要因となる。
- 欧州連合全体のプライマリーバランスの2020年以降の見通しの要因分解をみると、2020年代前半にかけては、財政による景気自動安定化作用の巻き戻しなど循環要因の減少やコロナ対策の終了(高齢化要因以外の構造的要因の減少)が、全体を減少させて行く模様。社会保障支出など高齢化要因は、2023年から徐々に増加するが、2030年までではまだ影響は小さい。

欧州委員会財政見通しの前提となる欧州連合全体のマクロ経済動向と利回り



(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

欧州委員会見通しの前提となる欧州連合全体のプライマリーバランス要因分解

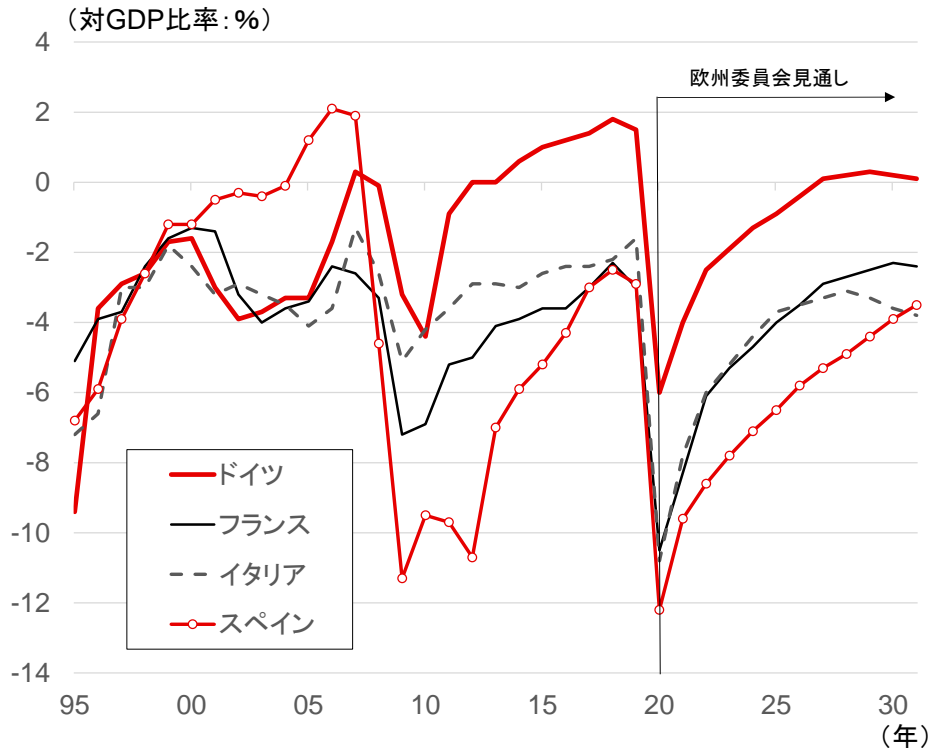


(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(4) 独仏伊西の財政収支・政府債務見通し

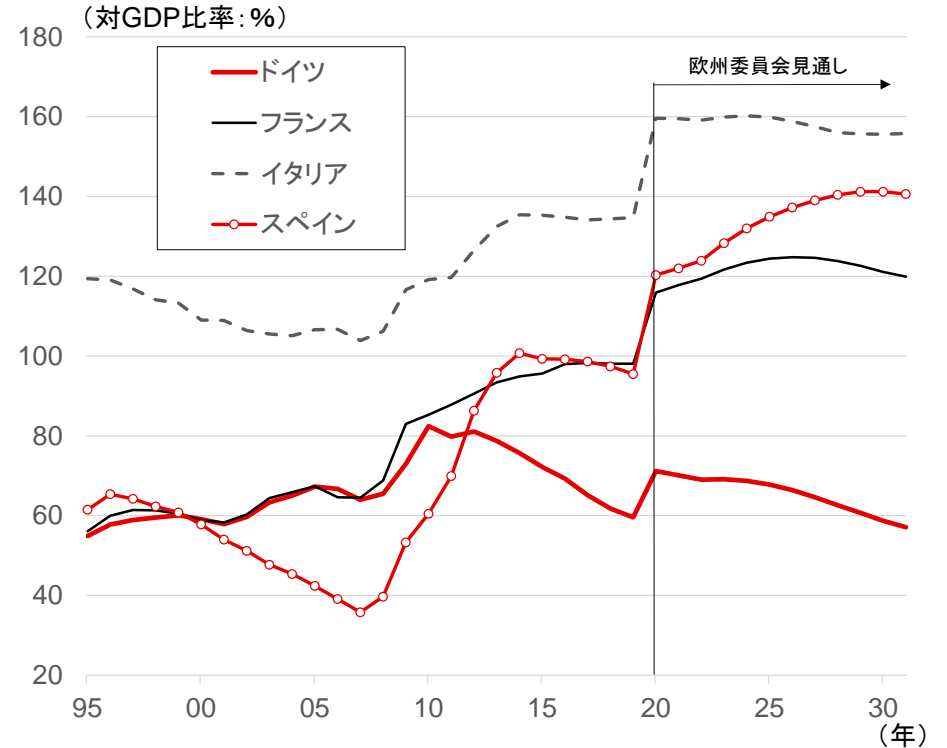
- 独仏伊西の主要4カ国(欧州連合全体の政府債務残高に占める4カ国の比率は2020年時点で72.2%)の財政収支対GDP比率の見通しをみると、まず独はプライマリーバランスの黒字を2020年代後半に達成。利払い負担も小さく、コロナショック前の時点で財政黒字であったことから、2020年代後半には財政黒字を回復。債務残高対GDP比率も2021年以降早くも低下し、2030年以降にはコロナショック前の水準を回復する見通し。
- 仏は、利払い負担は然程大きくないが、構造的なプライマリーバランスの赤字が一定規模存在することを主因に、コロナショック後も財政赤字基調となり、債務残高対GDP比率は高止まりする見通し。伊は、プライマリーバランスの赤字幅は仏西よりも小さいが、高い債務残高水準から金利負担が大きく、財政赤字基調が続く、債務残高対GDP比率は2030年までほぼ現行の高い水準で推移の見通し。西は、プライマリーバランスの赤字幅が4カ国の中で最も大きく推移することを主因に財政赤字幅も相対的に大きい状態が続く、債務残高対GDP比率は2030年代に向かって緩やかながらさらに上昇の見込み。

独仏伊西の財政収支対GDP比率見通し



(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

独仏伊西の政府債務残高対GDP比率見通し

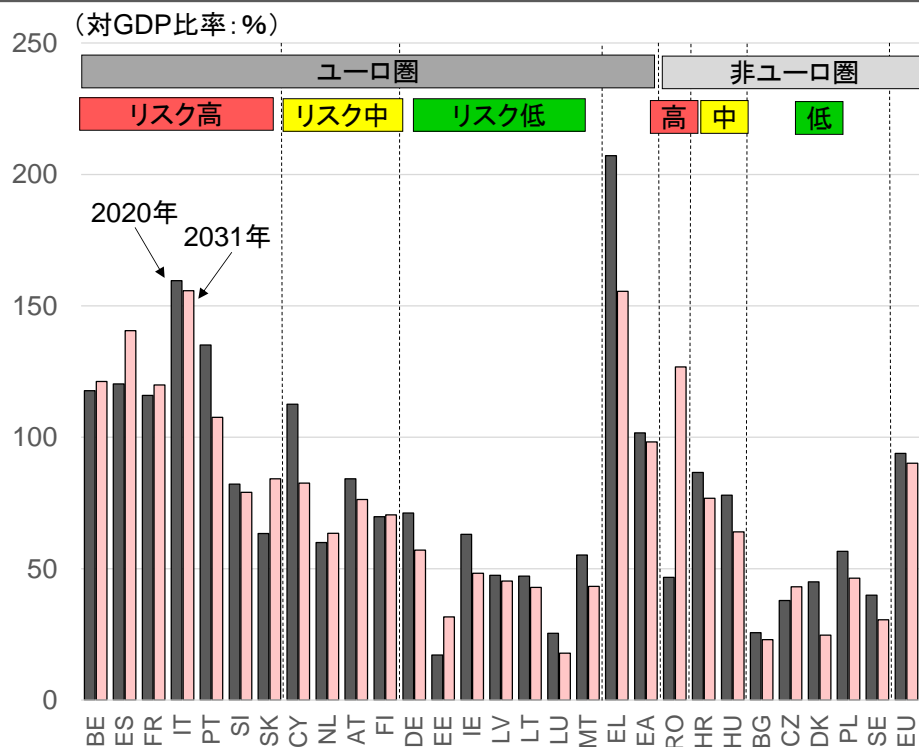


(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(5) 欧州連合各国の債務残高見通しとリスク評価

- 欧州委員会は、“Debt Sustainability Monitor”により定期的に加盟各国の政府債務の持続可能性について、短期(今後1年程度)、中期(今後10年程度)、長期(今後50年程度)の時間軸ごとにリスク評価を実施。ここでは、そのうち前ページまででみて来たベースシナリオに基づいた政府債務残高対GDP比率の見通しと各種リスクシナリオによる影響なども勘案した中期のリスク評価を紹介する。ここでリスクが高いという場合、債務の持続性が低いというよりは、様々な不確定要因やリスクシナリオに対する脆弱性が高いことを意味する。
- ユーロ圏では、イタリアやスペインなど7カ国が、非ユーロ圏ではルーマニアのみが、それぞれ高リスク国とされた。高リスク国は、債務残高対GDP比率が高いため金利負担も高く、プライマリーバランスの赤字幅も相対的に大きい国が多いため、コロナショック後の債務残高対GDP比率の低下ピッチが遅く、2031年時点で、2020年よりもむしろ上昇している国も少なくない。ギリシャは、政策公約を順守することによる経済支援により債務の持続性が担保されるため、リスク評価の対象外とされている。

欧州連合加盟各国の政府債務残高の対GDP比率(2020年→2031年)



(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

欧州委員会による欧州連合加盟各国の中期政府債務見通しのリスク評価

		ユーロ圏			非ユーロ圏			
ベルギー	BE	高	フィンランド	FI	中	ルーマニア	RO	高
スペイン	ES	高	ドイツ	DE	低	クロアチア	HR	中
フランス	FR	高	エストニア	EE	低	ハンガリー	HU	中
イタリア	IT	高	アイルランド	IE	低	ブルガリア	BG	低
ポルトガル	PT	高	ラトビア	LV	低	チェコ	CZ	低
スロベニア	SI	高	リトアニア	LT	低	デンマーク	DK	低
スロバキア	SK	高	ルクセンブルグ	LU	低	ポーランド	PL	低
キプロス	CY	中	マルタ	MT	低	スウェーデン	SE	低
オランダ	NL	中	ギリシャ	EL	—	欧州連合全体	EU	—
オーストリア	AT	中	ユーロ圏全体	EA	—			

(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(6) 欧州復興基金の政府債務持続性への影響

- 2020年7月の欧州首脳会議において、7,500億ユーロの欧州復興基金 (NextGenerationEU) の創設が合意された。同基金は、加盟国のコロナウイルス被害に対する支援や経済の復興を目的とし、EU名義の債券を市場で発行して資金調達され、償還資金もEU予算で賄われる。同基金の中でコアとなる「復興・強靭化ファシリティ」(RRF) 6,725億ユーロのうち、加盟国向け補助金となる3,125億ユーロは、各国の人口や一人当たり国民所得(の逆数)、失業率などに基づいて支給される。加盟国は、支援を受けるために、復興・強靭化計画を提出し、欧州閣僚理事会の承認を受ける必要がある。
- RRFによる補助金は、復興・強靭化計画に基づく追加支出に充当される場合、財政収支に与える影響は中立だが、既存の支出計画に充当される場合は、その分財政収支改善効果が発生し得る。また、その投資効果により中期的に加盟国の経済成長率が高まれば、債務残高対GDP比率の低下につながる。欧州委員会は、RRF全体により、2026年までに欧州連合全体の政府債務残高対GDP比率を1%引き下げる効果があるという試算を紹介している。

項目	金額
復興・強靭化ファシリティ (RRF)	6,725億ユーロ
うち加盟国向け融資	3,600億ユーロ
うち加盟国向け補助金	3,125億ユーロ
REACT EU (感染拡大の大きい国に対する医療・雇用支援など)	475億ユーロ
Horizon Europe (研究開発・技術支援)	50億ユーロ
InvestEU (経済の迅速な回復・民間投資助成)	56億ユーロ
Rural Development (地方開発)	75億ユーロ
Just Transition Funds (脱炭素支援など)	100億ユーロ
RescEU (災害や公衆衛生上のEU市民保護)	19億ユーロ
合計	7,500億ユーロ
うち加盟国向け融資	3,600億ユーロ
うち加盟国向け補助金	3,900億ユーロ

(資料) 欧州委員会、各種報道より国際通貨研究所作成

ユーロ圏								非ユーロ圏			
国名	金額 (億 ユーロ)	対 GDP (%)	シェ ア (%)	国名	金額 (億 ユーロ)	対 GDP (%)	シェ ア (%)	国名	金額 (億 ユーロ)	対 GDP (%)	シェ ア (%)
BE	59	1.3	1.8	FI	21	0.9	0.6	RO	142	6.7	4.2
ES	695	6.3	20.6	DE	256	0.8	7.6	HR	63	13.0	1.9
FR	394	1.7	11.7	EE	10	3.6	0.3	HU	72	5.4	2.1
IT	689	4.2	20.4	IE	10	0.3	0.3	BG	63	10.6	1.9
PT	139	7.0	4.1	LV	20	6.8	0.6	CZ	71	3.4	2.1
SI	18	3.9	0.5	LT	22	4.6	0.7	DK	16	0.5	0.5
SK	63	7.1	1.9	LU	1	0.2	0.0	PL	239	4.6	7.1
CY	10	4.8	0.3	MT	3	2.5	0.1	SE	33	0.7	1.0
NL	60	0.8	1.8	EL	178	10.8	5.3				
AT	35	0.9	1.0					合計	3,380	2.6	100

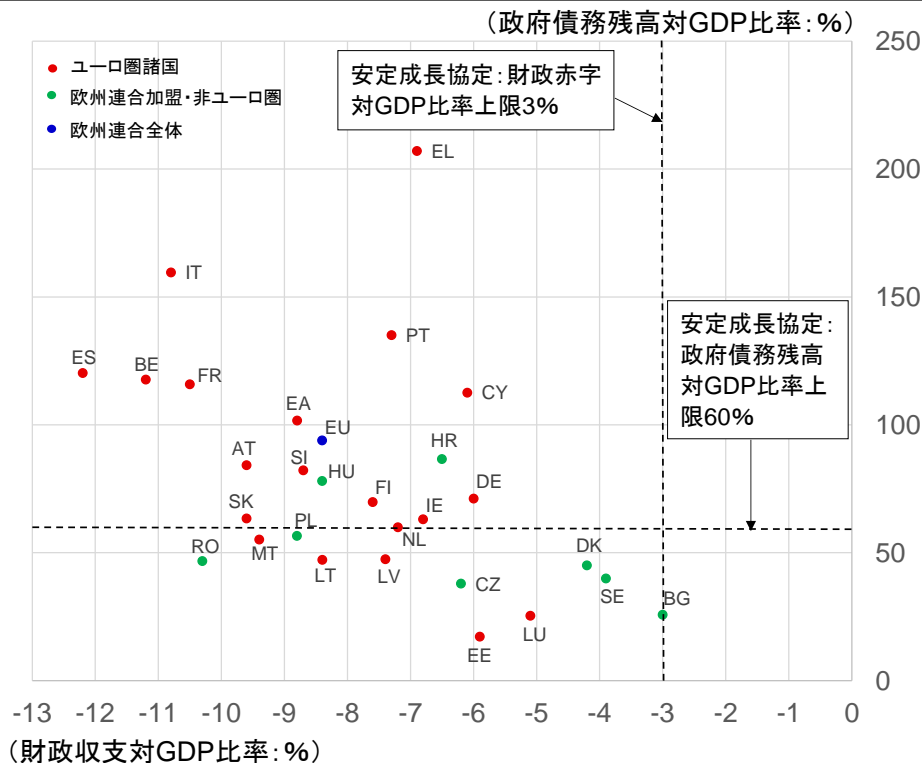
(注) 合計3,380億ユーロは現在価格によるもので、2018年価格に基づけば3,125億ユーロとなる。

(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

### 3. 欧州の財政見通しとリスク～(7) 安定成長協定の財政規律要件適用は一時停止

- 欧州連合は、加盟国に対し、安定成長協定(Stability and Growth Pact: SGP)に基づき、財政赤字の対GDP比率を3%以内、政府債務残高の対GDP比率を60%以内に維持することを求めているが、コロナショック対策のための財政支出の急拡大で、足元加盟国の殆どが両基準をオーバーしている状況。こうした中、欧州連合は加盟国のコロナ対応を優先させるため、2020年3月にSGPにおける一般免責条項を発動し、財政規律要件の適用を一時停止した。2021年3月3日に公表した新たな文章では、加盟国が時期尚早な財政支援の停止を行わないよう要請し、財政規律要件の適用の一時停止は、経済活動水準がコロナショック前の2019年時点の水準を上回るまで必要として、その再適用は2023年以降になるであろうと述べた。
- 2020年3月に欧州委員会は、一部加盟国の高止まりする債務残高や、構造的な低成長などの経済情勢の変化を受けて、EUの経済ガバナンスの見直しに関する文書を公表していた。財政規律要件の運用方法の変更など、今後の議論が注目される。

欧州連合加盟国の財政収支と政府債務残高の対GDP比率(2020年)



(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

欧州委員会によるEU経済ガバナンス見直しに関する主な論点

EUによる加盟国の経済・財政を監視するための枠組みは、全般的には債務の持続性向上やマクロ経済不均衡是正に効果を発揮して来たが、進捗は十分ではなく、加盟国の間で大きなバラツキがある。すべての加盟国の債務の持続性を改善しマクロ経済不均衡を軽減させ、新たな問題の発生も回避するために、こうした枠組みはどのように改善することが可能か？

景気拡大期の適切な財政赤字・債務削減努力は、景気後退期の財政政策の出動余地を拡大する。つまり、効果的な枠組みは、経済状況が良い時も悪い時も、反循環的(カウンター・シクリカル)であることを目指すべきであるが、実際にはしばしばそのようになって来なかった。長期的な債務持続性と短期的な経済の安定にも寄与する責任ある財政政策はどのように確立できるか？

構造的な低成長・低インフレ、ESGやデジタル化への対応など、今後の重要な課題に対処するための構造改革や投資について加盟国を動機付けし、同時に債務の持続性も担保するために、EUの監視の枠組みはどのように適切な役割を担えるか？

現状の監視の枠組みは、様々な弾力条項や裁量の余地が設けられていることなどから、複雑で透明性に欠けるとの指摘もあり、こうした問題にどのように対処が可能か？

加盟国の財政政策の枠組みを強化し、EUの財政ルールとの相互作用を改善する余地はあるか？

EUの経済ガバナンスの枠組みと経済通貨同盟を完成するためのより広範なアジェンダの間には具体的な関連性がある。経済ガバナンスの枠組みは、ユーロ圏全体の次元の問題や経済通貨同盟の深化に向けたアジェンダをどのように考慮に入れるべきか？

(資料) 欧州委員会より国際通貨研究所作成

## まとめ

- 新型コロナウイルス感染拡大への対応のための大規模な財政支援策により、先進国、新興国を問わず、財政赤字は2020年に急拡大し、政府債務残高は対GDP比でも未曾有の水準へ上昇。IMFによれば、世界全体では今後コロナ対応が一段落するに伴い財政赤字はコロナ前の水準へ縮小に向かうものの、2025年時点ではコロナショックによる債務残高対GDP比率の上昇はほとんど解消されず、世界経済は政府債務水準が高止まりし、次のショックに対しては脆弱な状況を余儀なくされる見通し。
- コロナ対策規模の対GDP比をみると、先進国>新興国・中間所得国>低所得途上国の順となっており、債務残高対GDP比率ももともと先進国は新興国に比べて高い傾向がある。インフレ率が低く、ソブリン債務者格付けも高いように、先進国は政策や政府債務に対する市場などの信認が相対的には高く、財政赤字や政府債務に依存できる余力がある一方、新興国などはそうした余力が限られており、同程度の感染率や景気の落ち込みでも、先進国の対策規模が大きくなる傾向があったと考えられる。
- 米連邦政府の財政収支も2020年に赤字幅が急拡大し、政府債務残高の対GDP比も100.1%へ急上昇した。現在の制度が今後不変とした場合の米議会予算局(CBO)による試算(ベースラインシナリオ)では、2030年頃までの今後10年程度は、社会保障支出増などによるプライマリーバランスの悪化が緩やかに止まり、金利の低位安定により利払い負担も限定的であることから、同比率は100%強で概ね横ばい推移するとされている。一方、それ以降になると、債務残高が増加し続けて行く中で、リスクプレミアムが次第に増加するなどして金利が上昇。2030年代半ばには金利が名目GDP成長率を上回り、利払い負担が増加することを主因に債務残高対GDP比率は2050年に200%近辺まで大きく上昇するという厳しい試算となっている。
- 欧州連合全体の財政収支も2020年に赤字幅が急拡大し、政府債務残高の対GDP比も93.9%へ急上昇した。欧州委員会による試算(ベースラインシナリオ)では、金利の低位安定により利払い負担が限定的であることを前提に、同比率は2020年代後半にかけて幾分低下するものの、2030年時点でも90%近辺とやはり高止まりする。国別では、独は2020年代後半には財政黒字を回復し、同比率も2030年にコロナショック前の水準へ低下する見通し。一方、プライマリーバランスの赤字幅の大きさや、高い債務残高に伴う利払い負担から、仏伊では同比率は2030年まで現行水準で高止まり、西(スペイン)は緩やかながらさらに上昇の見通し。欧州委員会は向こう10年程度の中期の政府債務の持続性に関して、ユーロ圏では仏伊西を含む7カ国、非ユーロ圏ではルーマニアのみを、リスクシナリオに脆弱という意味での高リスク国に指定している。
- 米欧の債務残高対GDP比率が向こう10年は高止まりも総じて横ばい推移に止まるのは、高齢化による社会保障関連支出負担がまだ緩やかに止まることもあるが、金利の低位安定から利払い負担が限定的であることが大きい。こうした先進国を中心とした構造的な金利・成長率・インフレ率の低位推移の下では、政策発動余地に限界が生じつつある金融政策よりも、むしろ財政政策を積極的に活用した方が、構造的な経済の低迷打破には有効で、結果的に債務負担も緩和されて行くとの主張も米国の学界などではみられている。もっとも、金利の低位安定の要因は正確には明らかではなく、その持続性は不透明な面もある。今後10年以内でも、不測の事態から金利の低位安定が崩れることになれば、米欧諸国の政府債務の持続可能性も揺らぎ始める可能性は否定できない。政策や制度に対する市場などの信認を維持することが円滑な政策運営にとって重要となる。この点、財政政策の活用余地に関するより踏み込んだ議論の進捗を見守りつつも、引き続き財政政策には慎重な運営が求められよう。また、生産性向上など経済成長力の底上げ(=返済原資創出)が、債務問題の地道な緩和策であることは言うまでもない。



## 主要参考文献

---

- 伊藤隆敏(2015)「日本財政最後の選択」 日本経済新聞社
- 橋本将司(2020)「未踏の領域に入る金融政策の現状と今後の展望」 国際通貨研究所 Newsletter No23
- 山口綾子(2020)「欧州復興基金(次世代EU)と次期EU多年度予算(2021-2027)」 国際通貨研究所 国際金融トピックスNo15
  
- CBO (2021) “The 2021 Long - Term Budget Outlook”
- CBO (2021) “The Budget and Economic Outlook: 2021 to 2031”
- CBO (2020) “Estimating the Federal Budgetary Effects of Pandemic - Related Legislation”
- European Commission (2021) “One year since the outbreak of COVID - 19 : fiscal policy response” Communication from the Commission to the Council
- European Commission (2021) “Report on Public Finances in EMU 2020” Institutional Paper 147, February 2021
- European Commission (2021) “Debt Sustainability Monitor 2020” Institutional Paper 143, February 2021
- European Commission (2020) “Economic Governance Review, Report on the application of Regulations (EU) No 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 and 473/2013 and on the stability of Council Directive 2011/85/EU” Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Central Bank, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions
- European Commission (2020) “Enhanced Surveillance Report Greece, November 2020” Institutional Paper 137, November 2020
- European Commission (2020) “Statistical Annex of European Economy Autumn 2020”
- IMF (2021) “Fiscal Monitor Update, Jan 2021”
- IMF (2020) “Fiscal Monitor, Oct 2020”
- IMF (2020) “2020 Article 4 Consultation – Press Release; Staff Report; And Statement by the Executive Director for United States”
- Jason Furman and Lawrence Summers (2020) “Discussion Draft; A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rate”
- Louise Sheiner, Kadija Yilla (2020) “Federal Debt Policy in an Era of Low Interest Rates : A Guide to the Issues” Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, The Brookings Institution

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

*Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)*

*All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.*

*Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan*

*Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051*

〒103-0027 東京都中央区日本橋本2-13-12 日本生命日本橋ビル8階

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>