

## 要 旨

非金融部門 —一般政府、家計そして非金融企業より成る— における世界全体での債務は、世界 GDP の 225 パーセントにのぼり、現時点で過去最大になっている。そのうちの3分の2に当たる約 100 兆ドルは個人部門の債務であり、多くの文献で示されているように、これが過大な水準に至ると大きなリスクとなり得る。しかし、全ての国が負債サイクルの同じ局面にあるわけでも、また同じリスクに面しているわけでもないので、状況はかなり多様である。とはいえ、債務水準そのものが、弱々しい景気回復の妨げとなるような、前例のない民間デレバレッジプロセスを惹き起こす懸念がある。しかし、この「民間過剰債務」を解消するという課題は、名目成長率が低い現在の世界環境の中では容易なものではない。

このような情勢の中で、今回の「財政モニター」は、世界全体の債務の大きさとその組成を調査し、適正化を進めるのに財政政策がどのような役割を果たせるのかを問う。この分析は、先進国・地域のみならず、新興国・地域と低所得国をもカバーする広範なデータを駆使することで、従来の研究を越えるものである。いま一つの新機軸は、デレバレッジプロセスにおける財政政策の役割を分析するにあたって、民間債務と公的債務の間の連関を明示的にモデル化した分析枠組みを使っていることである。最後に、個別国のケーススタディは、経済への悪影響を最小化しつつ、デレバレッジを進めるために財政政策がなすべきこと、なすべきではないことについて、有用な識見を与えてくれる。

この分析から、民間債務が先進国・地域のみではなく、金融システム上重要な新興国・地域においても高いことが分かる。いくつかの先進国・地域は家計債務 —この問題の本来の源泉である— の削減に踏み込んでいるが、いくらかのケースでは、債務比率はなお上昇し続けている。さらに、いくつかの新興国・地域においては、緩めの金融環境の下で、非金融法人部門の債務が急激に増加してきた。過剰債務に関する歴史的な前例やさまざまな指標から見て、民間デレバレッジのプロセスが行き着くまでにはなおいくらかの時間を要するようであり、低い名目成長率ということを考慮すれば、それはなおさらである。銀行のバランスシートが十分に修復されていないことから、クレジットの効率的な

流れが阻害されて、デレバレッジへの逆風をより激しくし、その結果成長を弱めることにつながっている。弱いマクロ経済環境も一般政府のバランスシートを悪化させているが、それは、世界金融危機発生以来の公的債務増加のほぼ 50 パーセントがそのような環境に起因する先進国・地域においてよりよくあてはまる。ここ数年における金融深化と市場アクセスの改善によって、低所得国では民間および公的債務比率が高くなったが、債務の水準は概して低位にとどまっている。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が、これらの国々の多くで金融包摂を向上させるのに役立ってきた。

新しい実証データによれば、先進国・地域ならびに新興国・地域の双方において、金融危機が過剰民間債務に伴う傾向があるが、高い公的債務にもリスクがないとはいえない。特に、財政状態が悪い局面で金融危機に陥ると、その後に生じる景気後退が深く長くなる。なぜかという、危機に見舞われる前に財政緩衝装置が備わっていなければ、景気変動を緩和するような財政政策を行う能力が大きく削がれるからである。このことは、特に新興国・地域にあてはまる。これらの分析結果は、経済活動が上向きなときに、政府のバランスシートを強化することを推奨しており、それにあたって、自国の財政状況を評価する際に、金融循環に十分配慮し、適切な規制・監視枠組みを通して民間債務の綿密なモニターを確保することを勧めている。このことは、民間部門のレバレッジがここ数年来大幅に増加してきた新興国・地域にとりわけあてはまる。

効果的なデレバレッジは、堅調な成長と正常なインフレへの復帰がなければ非常に難しいことは明らかであるが、デレバレッジプロセスを進めるにあたって、財政政策に何ができるだろうか。過剰債務の泥沼にはまっている諸国における力強い成長への道は、銀行 —これがヨーロッパ数カ国においては最優先である— と民間部門特に中国の非金融企業におけるバランスシート修復に向けた果敢で迅速な行動を必要とするだろう。もちろん具体的な政策パッケージは、その国の状況と利用できる財政緩衝装置によって決まってくるだろう。概して、金融システムが厳しい圧力に曝されているところでは、根底にある問題を早急に解決することが不可欠である。非金融部門における問題がまだ銀行部門にまで拡散していないのであれば、民間債務の再構成に向けた政府主導プログラムという形での、適切に設計・目標付けされた財政介入 —これには、返済期限延

長に対する債権者への補助、債務保証、直接貸付、そして資産管理会社などが含まれる— が債務問題解決を進める誘因を創りだすだろう。これらの方策は、強力な債務超過・破産手続きに裏打ちされていなければならない。過去の経験が示すように、デレバレッジプロセス促進に向けた財政介入の設計のあり方が、そのコストを最小化し、モラルハザードを防いで、最終的な成功につなげるために重要になる。特にこれらの方策は、特定の部門あるいは個人に向けられていて、責任分担が含まれていなければならない。銀行の資本増強が必要なのであれば、民間部門主導で速やかに実施されなければならない。公的資金を保護するために、意思決定プロセスにおいて強固なガバナンスの原則が適用されなければならない。

財政余地が限られている現時点においては、バランスをとる兼ね合いは難しいが、行動を起こさなければ、公的債務の持続可能性の面からしても、失うところが多くなりそうである。しかし、財政政策単独ではうまくいかない。それは、信頼のおける枠組み内での補完的政策に支えられなければならない。具体的には、インフレーションがまだ目標値よりかなり低位にある諸国では、貨幣政策は緩和的なままにおかれるべきであり、同時に金融政策は銀行が損失を認知してバランスシートを改善する誘因を与えなければならない。構造政策も潜在成長率を高めることによって、時間の経過の中で予算制約を改善することができるだろう。これらの政策が適切に設計され信頼に足るものであれば、実際デレバレッジプロセスを進めつつ、成長を促し、インフレ目標を達成するための政策余地を拡げることができる。