

要旨

世界の公的債務のダイナミクスは 2025 年に何ら実質的な改善が見られなかった。ここに来て、中東での戦争の勃発が、すでに緊迫していた世界情勢に新たな財政圧力の源泉を追加する形となった。紛争の影響は、世界に広がっている。エネルギー供給が混乱し、金融環境がタイト化し、各国政府は価格急騰からの自国民の保護と財政余地の温存との間で選択を迫られている。財政に対する紛争の影響は、極めて非対称的である。エネルギー輸入国、とりわけ低所得発展途上国でコストが最大となる一方、潜在的な受益国の範囲は過去のエネルギーショックの時よりも狭い。湾岸地域の主要な輸出国自体が紛争によって直接影響を受けているためだ。

1 年前に経済見通しの支配的な要因となっていた政策の不確実性の急激な高まりは、ピーク時から後退したものの、基調的な財政的・地政学的圧力は低下していない。世界経済は底堅さを示したが、財政状況は悪化した。世界の政府総債務残高は 2025 年に対 GDP 比で 94% 近くにまで上昇し、現在の軌道では、2029 年までに 100% に達することになる。これは、第二次世界大戦直後を除いて、かつてなかった水準である。

世界の債務水準の高さだけでなく、現在の財政状況が示唆する今後の債務動向もまた中心的な懸念事項である。金利の上昇と、財政ニュースに対する市場の感応度の高まりは、こうした動向に順応する余地が狭まっていることを示唆している。世界の財政ギャップ（すなわち基礎的財政収支の予測と債務比率の安定化に必要な水準との差）は、ほとんど消失しており、10 年前には GDP の 1% 以上あったクッションが、今日ではほぼゼロに減っている。こうした変化は、構造的な悪化を示している。つまり、一部の主要国を中心に、恒久的な社会保障支出の拡大や、歳入の減少につながる政策選択が行われたことを反映している。債務のダイナミクスが改善した国でも、多くの場合、公的債務の水準はコロナ禍下のピークを引き続き上回っている。さらに、各国政府が満期を迎えた債務を今日の高い金利で借り換える中、利払い費はわずか 4 年に対 GDP 比 2% からほぼ 3% へと急拡大している。借入コストは高止まりすると見られており、脆弱な基礎的財政収支状況と債務返済負担の増大の組み合わせにより、油断の余地はない。

米国は、ほぼフル稼働状態にあるものの対 GDP 比 7~8% の一般政府赤字を計上している。財政健全化計画の目処はなく、総債務は 2031 年までに対 GDP 比 142% に達すると予測されている。中国の短期的な財政拡張は、デフレ圧力を受けた国内需要の下支えを目的としたものだが、財政赤字を対 GDP 比 8% 近くまで拡大させ、大幅な赤字が続くことによって、債務は 2031 年までに同 127% に膨れ上がると見られている。世界の財政課題は、この 2 か国にとどまらない。日本では、インフレ率の上昇と GDP 成長、基礎的財政赤字の縮小により債務のダイナミクスが改善しているが、ソブリン債の利回りが過去最高水準に上昇し、他国への潜在的な波及効果を生んでいる。欧州では、欧州連合（EU）のいくつかの加盟国が、防衛支出拡大に対応するために、財政赤字に関する EU ルールの免責条項を発動している。こうした支出は恒久的なものとなる

第1章 財政政策に圧力：高水準の債務、高まるリスク

可能性が高く、財政余地が限定的な国が直面する財政面のトレードオフを浮き彫りにしている。新興市場国とフロンティア市場国は、ドル安が支えとなり、2025年に概して有利な市場アクセスを享受したが、低格付けの借り手については発行量が半減し、年限が大幅に短期化しており、債務水準が高止まりしている。世界の最貧国では、利払い費が歳入に対して史上最高水準に達しており、一部の国は援助額の減少によって生じた資金不足を埋めることができなくなっている。中東での戦争は、世界的な金利上昇やドル高、エネルギー価格の急騰を通じて、金融や一次産品価格の負のダイナミクスを助長し、新興国市場と発展途上国におけるマクロ経済圧力に拍車をかける恐れがある。

財政見通しは、2025年4月の「財政モニター」以降、さらに悪化している。3年先の世界の「有リスク債務」は、今や対GDP比117%に達し、予測中央値と右尾の差は約20ポイントとなっていて、下振れリスクが高まっていることを示している。いくつかの悪化要因が財政見通しの重石となりかねない。中東における紛争は、食料・燃料価格の上昇や金融環境の引き締め、経済活動の低下、防衛支出の拡大を通じて、財政を一層ひっ迫させる恐れがある。紛争が長期化するシナリオにおいては、世界の「有リスク債務」がさらに4ポイント上昇する可能性がある。それとは別に、AI関連の資産評価の調整が起こり、例えば米国の株価が20%下落して世界の金融環境に波及効果を及ぼすような場合には、世界の「有リスク債務」がさらに2.4%上昇する可能性がある。

保護主義的な圧力や地経学的な分断によって、各国政府は引き続き、生産性に関する見返りが不確かな産業補助金や貿易関連支援を駆り立てられ、成長が予想を下回る場合に基礎的財政収支が債務の安定化に必要な水準に達しないリスクが高まる。国内の不安定性は、財政圧力を一層高める。各国内では、あらゆる所得グループで社会不安が高まっており、それは成長の鈍化や基礎的財政赤字の拡大と関係している。同時に、中央銀行の独立性に対する圧力は、明示的であれ暗示的であれ、インフレ期待を押し上げるとともに、高格付け国であってもリスクプレミアムを上昇させ、借入コストを抑制する信頼性を損なう可能性がある。

ソブリン債市場の構造も、脆弱性を増幅する方向にシフトしており、そうした変化は先進国で最も明白である。中央銀行がバランスシートを縮小する中で、(しばしばレバレッジのかかった)民間投資家が国債の限界的な買い手になっている。ヘッジファンドが金融仲介においてより大きな役割を果たすようになっており、ボラティリティが急上昇すれば急速に破綻しかねない取引を通じて債券発行を吸収している。反対に、主要新興国市場の一部のグループは、別の方向に向かっており、国内の投資家によって吸収される自国通貨建て発行に段々と依存するようになってきている(2025年10月「国際金融安定性報告書(GFSR)」)。米国債の供給増加は、米国債が伝統的に享受してきた安全性プレミアムを圧縮しており、それは世界全体で借入コストの上昇を招いている。一部の政府、特に米国などのシステミックな国の政府は、短期的な利払い費を管理するために、債務の満期構成も短期化しており、短期資金調達環境の急激な変化に対するエクスポージャーが高まっている。影響は世界に広がっている。供給を要因とする米国債

利回りの上昇は、外国の債券市場にほぼ 1 対 1 で波及し、対外資金調達に依存する国に不釣り合いに大きな影響を及ぼしている。

秩序立った財政調整の機会には狭まりつつある。債務負担が大きい先進国は、理想的な中期目標ではなく、具体的で適切に順序付けられた健全化策が必要だ。米国に関しては、歳入と歳出の算数を避けて通ることはできない。米国の債務軌道を安定化させるには、主要な社会保障給付プログラムに関する支出などの歳出、および歳入の両面で行動が必要になる。欧州諸国の政府は、支出優先事項の目に見える変化を通じて、防衛面でのコミットメントと高齢化関連の圧力の両立を図らなければならない。

新興国市場は、偶発債務に対処し、財政を疲弊させる燃料補助金を段階的に廃止し、信頼性のある中期的な財政計画の中心要素として課税ベースを拡大すべきである。中国に関しては、リフレッシュが持続的になるまで、消費の刺激と不動産部門の支援に特化した短期的な財政拡張を継続すべきである。中国の債務を安定化させるには、時間をかけた大幅な健全化や、税制・社会保障改革、地方融資平台（LGFV）の債務再編が必要になる。低所得国に関しては、国外からの援助が減っていることから、国内歳入動員が不可欠になっており、税務行政の改革を適切に実行することで顕著な成果が得られることをエビデンスが示している。

財政バッファがすでに枯渇していることを踏まえると、エネルギーコスト上昇に対する政策対応は、厳密に調整し、脆弱な世帯と存続可能な企業を対象を限定し、インフレ抑制のための金融政策の取り組みと整合的でなければならない。広範囲の価格補助金は、大きな財政コストを伴う場合や、終了が困難な場合、あるいは国内の価格シグナルを抑制して世界の一次産品市場に波及効果を与える場合には、避けるべきである。国内の燃料・ガス価格は、引き続き国際的な価格動向を反映し、的を絞った一時的な支援を実施する場合でも、需要の調整を後押しするものでなければならない。

すべての国グループにおいて、各国がエネルギー価格ショックの影響に対処する過程で、財政政策は、より将来を見据え、構造的に安定したものでなければならない。中央銀行の独立性と財政枠組みの完全性を守ることは、先進国にとっても新興市場国にとっても不可欠である。財政の現実についての明確なコミュニケーションと透明性の向上は、期待を安定化させ、必要な調整への支持を醸成する上で有用である。