■論 文――■

グローバル財政事情

～将来リスクに備える～

BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長

中空　麻奈

世界は大転換点にある。リスクは方々で大きく見えている。しかし、それでも金融市場を見ると、世界の株価は史上最高値を次々更新し、リスクがあるように見えない反応をしている。どちらが正しいのか。

トランプ大統領が登場し世界中に関税をかけることで自由貿易の礎が揺らぎはじめているのは事実だし、ドル覇権を米国が望まない結果、基軸通貨としてのドルの信任が落ちると考えられているのも事実である。脱炭素やDEIなどESG関連の発想に対する抑制が急速に高まり、その分野の促進についての疑念を高めているのも、また事実である。大学や移民に規制をかけ恐怖政治を進めていることや、共和党・民主党の溝が深く「つなぎ予算」を決められないことから、政府関係者のレイオフが進んでいることもある。こうした政策は一般的に経済成長を促す良い政策には思えず、心中落ち着かない。

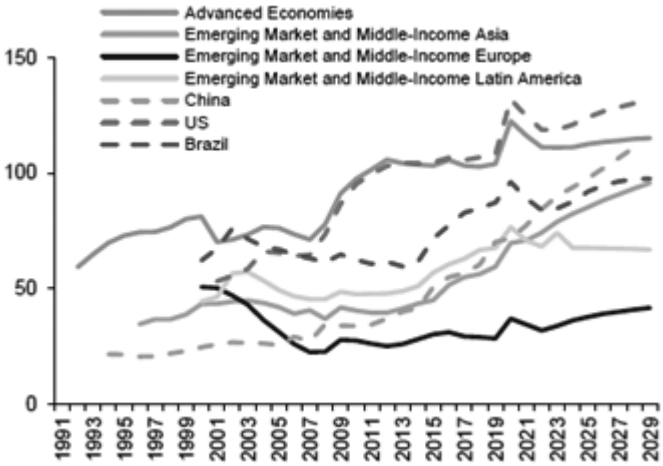
〈目　次〉

1．IMFの見通し
2．財政脆弱性ヒートマップ
3．債務動向のシミュレーション
4．結果からのインプリケーション
5．財政リスクは拡大

関税をかけたことで諸外国から米国への直接投資を促したこともそれなりの効果を発揮する。こうしたことから株価がさらに引き上げられている側面があり、つまり将来収益を先取りすることで、現状の活況な市場を支えている、と言える。株価はトランプ大統領が実施する規制緩和によりさらに下支えされるし、何より、世界にある過剰流動性（例えばシャドーバンクに保蔵される資産規模を見れば明らか）が株式市場をはじめ、金融市場を支えている、と言えるのである。

一方、欧州や日本においては少数与党が政権を担う結果、財政拡張の圧力が高まっている。米国とは多少背景が異なるが、SNSが政

（図表１）政府総債務、IMF予測（対GDP比）



（出所）IMF、BNPパリバ　注：地域はIMF分類

治の世界に大きな影響を持つようになったことがダイナミズムの変更に寄与したことも大きく、欧州や日本はハングパーラメントが定常状態になってしまった。フランスとドイツでは財政状況が異なるがゆえ、発現形態は異なっているものの、いずれもが財政政策を拡大方向に変更させたことで財政に重しがかかっているのは事実である。日本の政治も、石破首相の辞意表明後の混沌を見れば明らかだが、中長期的な視点で経済政策が取れる段階になっていない。

しかし、インフレと財政拡張による当面の景気改善の期待が大きいこともあり、株式市場はまだ上昇局面をつける公算も大きい。音楽が流れている間は踊り続けるのは常識だとしても、そろそろ“その後”のリスクの発現を見ておく必要があろう。現在シャドーバンクが取っているリスクがブラックボックスとなっていることが気になっており、最終的にはそこから世界を震撼させることが生じる可能性がある、と見ているが、その前に懸念しておくべきは着実に進行しているグローバルの財政膨張ではあるまいか。本稿ではグローバルに見た財政状況を捉え、今後どのようなリスクを見ておけば良いのかを整理しておくことにしたい。

1．IMFの見通し

過去10年間、世界の政府債務は持続的に拡大し、対GDP債務比率は新型コロナのパンデミック以降、新たに急上昇している状況にある。IMFは昨年の世界の債務が過去最大となる世界GDPの92.3%（100兆ドル）相当に達し、2030年までには100%近くへ拡大すると推計している（図表１）。IMFの債務リス

ク評価の枠組みによると、基本シナリオとショック・シナリオの間で今後３年間にわたり対GDP債務比率が20％ポイント乖離すると推定されており、これは過去の統計上、上位５％のショックに入る程のもの、である。

世界の債務拡大の大部分が先進国や主要新興国によるものである点は懸念すべきことと言える。これは国内外からの資金調達能力をある程度反映するものだが、そうした国々の大規模な資金調達ニーズや支出削減の難しさが財政の一層の脆弱性を物語っていると言える。

実際、過去３年間を振り返っても新興諸国ではなく先進諸国の財政動向に関連したある種のリスクオフが見られている。例えば英国の2022年のトラス・ショック、米国の債務上限をめぐる持続的な対立や昨年来継続しているフランスにおける財政見直しや債務をめぐる緊張などが挙げられよう。これらは全て債務の拡大に絡んでリスクが高まっている状況を反映したもの、である。

こうした多面的な問題に対処するため、各国の債務の推移について見ていくことにしたい。財政リスクは国ごとに異なり、様々な要因に起因しているが、こうしたリスクについて考えておく起点としたい。対GDP債務比率が過度に高く、短・中期的に債務の安定化に必要なレベルのプライマリーバランスの目標達成が難しいために、債務動向が懸念される国をあらかじめ見つけておくことは、すなわち債務状況のさらなる悪化につながるネガティブなショックが生じた場合、相対的に債券や通貨などの急変動やリスクオフのシナリオに直面しやすい国を特定しておくことにつながると言える。

２．財政脆弱性ヒートマップ

本項では、独自の指標からリスクが高い国々について見ていくことにするが、まずは先進国全体で債務状況を評価することから始める。

最初のステップはいくつかの項目を選び、債務面からのリスクの高い国を特定していくことである。８つの指標を使う。第一に、2025年の全体的収支と満期を迎える国債のIMF予想（対GDP比）、第二に、政府証券の償還までの期間、第三に、金利－成長率のIMF予想（2025から30年の％ポイントの差）、第四に、BNPパリバ証券の財政収支予想（対GDP比）、第五に、負債サービスの割合の2025年IIF予想（対輸出比）、第六に、公的債務比率の2025年IIF予想（対GDP比）、第七に、グロス対外債務比率の2025年IIF予想（対GDP比）、第八に、対外純資産（除く金）の2025年IIF予想（対輸入比）である。これら構造的な財政指標はそれぞれZ値化され、０から１の範囲で標準化されている。０は評価対象とする他の国と比べ、脆弱性が最も低く、１は脆弱性が最も高いことを示す、ものである。

これに従い、先進国のそれぞれについて財

（図表２）先進国の脆弱性ヒートマップ

	Gross financing need(1)	Average term to maturity(2)	R–G(3)	Primary balance(4)	Gross public debt(5)	Gross external debt(5)	International reserves(6)	BNPP fiscal vulnerability index(7)
US	34.8	5.8	-0.4	-6.7	122.5	92.9	0.8	0.76
France	15.1	8.3	-0.5	-5.0	116.3	254.0	10.1	0.67
Japan	33.0	8.6	-1.5	-2.8	234.9	113.0	30.7	0.64
Italy	14.2	7.0	0.5	-3.1	137.3	120.0	13.5	0.63
Canada	13.8	6.1	-0.6	-1.4	112.5	143.0	5.8	0.58
UK	12.2	13.8	-0.3	-4.0	103.9	283.0	5.8	0.56
Spain	11.7	7.7	-1.3	-3.5	100.6	160.0	6.3	0.55
China	N/A	6.1	-3.2	-8.1	96.3	13.2	18.5	0.51
Germany	8.1	7.1	-0.9	-2.2	65.4	148.0	9.1	0.50
Switzerland	1.3	11.0	-1.0	0.4	36.9	244.0	98.5	0.26
Sources	IMF	IMF	IMF	IMF	IMF	National central banks	IMF	BNPP

（出所）IMF Fiscal monitor、IIF、BNPパリバ

政脆弱性ヒートマップを策定した（図表２）。

悪い順に、米国、フランス、日本、イタリアとなる。そこでこの四ヵ国に焦点を絞り、見ていくことにする。

■３．債務動向のシミュレーション

現状の債務状況に問題がある四ヵ国の将来像について検討したい。まず基本シナリオだが、これは2025年と2026年についてのGDP成長率、インフレ率、市場金利、為替レートに関するBNPパリバ証券の予想値をベースに構築したものである。それ以降は内生的に決まるように設定する。これに、今後10年間の対GDP総債務比率の代替的な推移を四つの異なる側面から試算を加える。

① GDP成長率の低下シナリオ：貿易の縮小、生産性の悪化、不確実性の拡大を反映し、基本予想よりも成長率が恒常的に50bp低下する

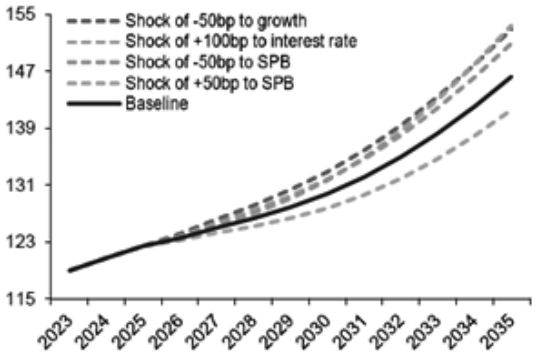
② 市場金利が上昇するシナリオ：市場金利が基本予想よりも100bp上昇する

③ プライマリーバランスの赤字が大きくなるシナリオ：構造的プライマリーバランスの赤字が対GDP比で基本予想より50bp拡大する。これは財政赤字の推移が基本予想を恒常的に上回ることを意味する

④ プライマリーバランスの赤字が小さくなるシナリオ：財政健全化策が功を奏し、構造的プライマリーバランスの赤字が対GDP比で基本予想より50bp縮小する

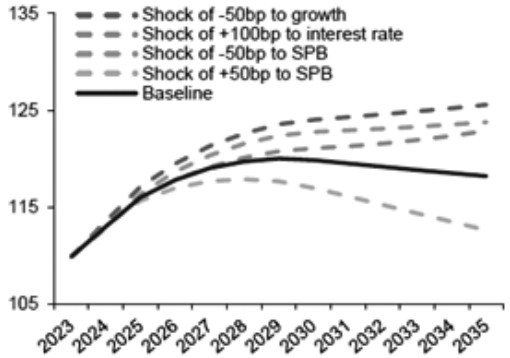
これらの予測には、欧州委員会の債務持続可能性モデリング手法を用いている。また、各国を公平に比較できるようGDP債務比率に関してはIMFのデータを用いている。このデータでは、地方の債務や政府機関の債務を含め、全ての債務がカバーされる。

（図表３）米国の対GDP債務比率



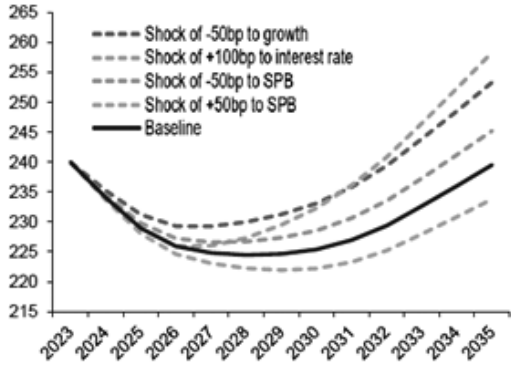
（出所）IMF、BNPパリバ

（図表４）フランスの対GDP債務比率



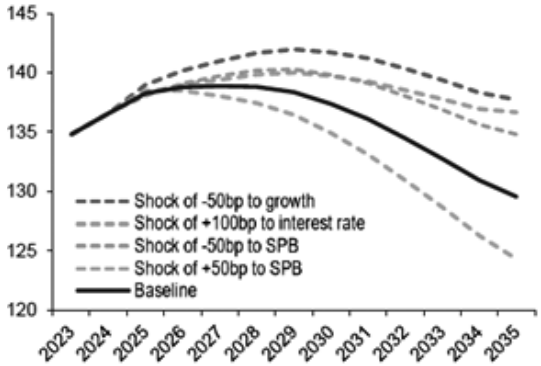
（出所）European Commission、IMF、BNPパリバ

（図表５）日本の対GDP債務比率



（出所）IMF、BNPパリバ

（図表６）イタリアの対GDP債務比率



（出所）European Commission、IMF、BNPパリバ

４．結果からのインプリケーション

まずは結果を見ていただきたい（図表３から６）。一見するだけで、形が相当異なることに気づくであろう。米国と日本はシナリオによらず、将来的に債務残高対GDP比が発散する格好になっているが、フランスはいくつかのシナリオでは収束し、いくつかのシナリオでは少しずつ悪化を続けることになる。イタリアはどのシナリオでも将来の債務残高対GDP比は収束することになっていることがわかる。

各国ごとに見ていくことにする。

①　アメリカ

アメリカの問題は、成長が加速し、赤字が

縮小するという明るい代替シナリオのもとでも対GDP債務比率が大幅に上昇する点で、評価対象国の中で際立っている（図表３参照）。プライマリーバランスの赤字が基本予想をたとえ上回るような財政健全化を図ったとしても、米国の対GDP債務比率は向こう10年間で146％前後へ24％ポイント上昇することになり、債務の拡大抑制の難しさを浮き彫りにしている。

米国は金利シナリオに最も敏感であることがわかる。これはGDPの100％を超えているだけの債務を保有しているだけに自明かもしれない。長期金利が恒常的に100bp上昇した場合、対GDP債務比率は2035年までに基本予想を７％ポイント上回る153％程度まで上昇する。プライマリーバランスの赤字を50bp削減すれば、債務比率は基本予想から５％ポイント低下し、上昇ペースが大幅に抑えられることになる。

現実味のあるシナリオはどれか、を考慮する上で米国の現在の状況を考えてみよう。FRBに対してトランプ大統領は金利引き下げを要求し続けており金利が急上昇する可能性は低いとも言える。ただし、関税政策を受けて、米国の物価は上昇しており、いずれは金利が上がる可能性は否定できない。低成長シナリオは十分に考えられるものの、株価上昇による資産効果もあり、ソフトランディングが順当だとすれば、当面はこのシナリオに甘んじる公算はそれほど大きくない。

対して、プライマリーバランスの赤字が大きくなるシナリオは可能性が大きいのではないか。米国には債務に関して法定上限ルールがあり、これが一定程度の債務膨張の歯止めになる、と信じられてきたのだが、法定上限ルールがあっても結局は米国の債務残高は右肩上がりに増え続けてきたのが実情だ。OBBB法案（一つの大きく美しい法案：One Big Beautiful Bill）をトランプ政権が通した時には、併せて法定上限が５兆ドル分引き上げられていたため、より拡張的な財政政策をバックアップすることになっている。議会で審議されている税制・歳出法案は主に従来の減税を延長し、いくつか新たな条項を加えるとともに一定の支出削減も盛り込んだものだが、連邦財政赤字は今後数年、GDPの約６％の水準にとどまると予想される。新たに大規模な収入（関税も含めて）がなければ、この水準はさらに拡大することになる。リスク要因としては、そうした収入が足りない他、一時的なものに終わること、である。ネガティブなショックが発生したり、貿易政策をめぐる不透明感がより長期的に成長に影響を及ぼすようなら、リスクはさらに赤字拡大の方向に傾くこともある。

さらに、二大政党制を引く米国に起きがちである共和党と民主党の平行線の中、予算が通らないことで米国政府の財政コントロール力は削がれていると判断せざるを得ない上、その間の財政が弛緩することは必至。すなわち、プライマリーバランスの状況が悪化するケースは十分に想定されるものと言えるので

はないか。

② フランス

フランスのシナリオ別の債務残高対GDP比率を見て欲しい（図表４参照）。基本シナリオとプライマリーバランス改善シナリオの二つについては同比率が収束していく方向にあるが、その他三つのシナリオでは同比率は少しずつだが悪化することになる。

フランスの政治は脆弱である。少数与党でマクロン大統領の人気は凋落、支持を集めるのは極右RNを実質的に率いるマリーヌ・ルペン氏で、そのルペン氏は有罪判決で５年間公職に立候補することができないという悩ましさ。政治的合意形成が不可能に近い状態の中で、2024年に政府が予算案の可決に苦慮したという事実は、フランスの財政赤字削減の難しさを浮き彫りにし、財政問題が急激に表面化し得ることを改めて思い起こさせるものとなった。

2025年は企業への一時的な増税や中央政府レベルでの融資支出抑制の影響を主因に、政府は財政赤字をGDPの5.8%から5.4%に削減する目標を達成しようとしている。だが、欧州委員会の財政ルール目標をクリアするためには同比率は３％まで引き下げられなければならず、全く足りない。さらに赤字を縮小させる計画の信頼性を確保するには社会保障への余分な支出をなくす必要がある。定年が62歳から64歳に引き上げられる年金改革の決定をした際（注）には、会計検査院はそれでもなお年金制度の赤字が2035年時点では300億ユーロになると見積もっていたほどである。加えて医療制度の赤字は2024年時点の120億ユーロから2028年までに200億ユーロに拡大する見通しもある。

基本シナリオとしては、今後のフランスの予算が欧州委員会の財政ルールに従って調整されるも、名目赤字が3.5%と見込まれる2029年までプライマリーバランスの赤字が続くと考えている。このシナリオでいけば、2032年までに対GDP債務比率を安定化させることは可能であろう。

GDP成長率の変化に、フランスの財政は最も敏感に反応することも確認できよう。対GDP債務比率が2035年までに基本予想を７％ポイント上回り、118％前後に達する可能性がある。プライマリーバランス赤字拡大のシナリオでは次第に債務残高対GDP比率は増大していき、基本予想より３－４％ポイント高い水準となるであろう。赤字拡大のシナリオが現実のものとなれば、連れて金利も上昇する可能性があることにも注意が必要だ。フランスの財政状況が注目を集め、赤字拡大の影響を増幅させることで債務動向がさらに厳しいものとなるためである。

③ 日本

日本の財政見通しの悪化については、世界の投資家から見ても全く目新しい話ではない。しかも長期的な財政見通しは引き続き厳しく見える（図表５参照）。ここ数年間は、

名目GDPと税収はインフレの復活により力強く伸びている。日本銀行は量的引き締めを開始したが、そのペースはごく緩やかなものであり、これを引き続き慎重に進めると想定される。日本国債の平均償還年限は９年を超えていることを踏まえれば、市場金利の上昇が政府の債務返済コストに反映されるのもゆっくりということになる。

どのシナリオにしても、財政が大幅に悪化するのは４年程先のこと。そのため、対GDP債務比率は当面、引き続き低下する可能性が大きい。しかしその後はいずれにせよ発散していく。なお、最も反応が大きい代替シナリオを見ると、金利の上昇シナリオである。

人口の高齢化が引き続き、歳出拡大の要因が続くと見るべき中、少数与党政権は物価高対策として、家計への財政支援策を拡大する政治的な必要性に一段と迫られていることは見ておく必要がある。防衛費の増額を求める米政権からのプレッシャーもある。ポスト石破政権は、野党との連携を引き換えに多くの譲歩を余儀なくされると考えれば、相当のバラマキ政策が展開する公算も大きくなっている。こうした要素を考えれば、よほど税収が増えなければ、プライマリーバランスは今後数年間で黒字化しないのではなかろうか。そのため、対GDP債務比率は債務返済コストの増加と同様、この先数年かそれ以上、再び上昇する可能性が大きい。

そうした見通しを踏まえると、2029年か2030年以降の債務状況は極めて危うい。政府が行き過ぎた財政刺激策を進めたり、大規模な自然災害により財政的支援の必要性が大幅に高まった場合には、信頼性の危機が生じるリスクも排除できない。

こうした状況にならないためには、ここ数年、日本の財政状況が改善することがわかっている間にこそ、経済成長率を定常的に１％達成できるような仕組みを作り、財政健全化の方向を整えておく必要があることは言うまでもない。逆に言えば、それができないようであれば、今後の日本の債務状況の改善には展望がなくなってしまいかねない。

④　イタリア

イタリアは財政脆弱国の４番目に当たるものの、これはこれまでの債務残高が大きいためである。肥大した債務と好ましくない人口動態、生産性の伸びの低さに起因する潜在的な成長見通しの弱さが重なったため、である。

引き換え、足元の状況は他の３国と異なり、堅調である。新型コロナのパンデミック以降、赤字を大幅に削減することができ、欧州の他の主要国とは異なり、プライマリーバランスの黒字を回復している。その上、この黒字は今後数年間、現在赤字の要因となっているNGEU（次世代EU）の融資終了や、パンデミック期間以前を上回る雇用率を背景に拡大する見通しだ。実際、イタリアの税負担が2019年以降、さほど変化していないことを

踏まえると、雇用の拡大はプライマリーバランスの黒字の増加につながるであろう。

言い換えれば、外的なショックがないかぎり、プライマリーバランスは改善方向にあると言うことになる。これは格付け機関にも認知されている、と見られ、イタリアの格付けは格上げモードにある。こうした明るさにもバックアップされ、対GDP債務比率が2025年から2035年までに８％ポイント低下すると見られる。ただし、潜在成長率が既に低く、債務負担が大きい現状を考慮すると、今後の債務残高対GDP比の推移は成長面のわずかな変化に大きく左右されることがわかる。つまり、イタリア政府は経済成長をうまく維持できるよう、気を払うことが肝要と言える。

５．財政リスクは拡大

債務や債務負担の拡大は今に始まったことではなく、財政懸念国として上記で検討した国々も直ちにリスクをもたらすわけではない。だが、これらは巨額の債務を抱える大国であるため、他の国々と比べ経済や金融資産がネガティブなショックに対しより脆弱である。近年の「財政トラブル」に見られるように、成熟国家でさえ予想外の突発的な出来事を引き金にして政府債務に対する懸念とリスクオフ心理の連鎖が巻き起こる可能性もあるのである。今回対象としなかった新興国まで含めれば、そのリスクは一層顕著になる。

世界の政府債務が記録的水準に迫る中、そうした脆弱性は増していると見られる。リスクは債務が縮小するより、拡大する方向に傾いている。

中期的に最大の懸念と考えられるのは、政府債務が全体的に拡大する中で、名目赤字が既にパンデミック以前を上回っていることである。債務やその返済コストの増大は公共投資を圧迫することがよく知られているが、気候変動がもたらす課題や緊急性を増す国防支出を考え合わせると、生産性を高める施策の余地は狭まっている。予算の優先順位を再考し、見直すべき状況かもしれない。財政に余裕がない状態で財政支出をしていかざるを得ないとなれば、財政の信頼性に対する懸念も生じかねない。各国はこのリスクをよく理解して財政運営をしなければなるまい。

(注) 2025年10月14日、フランスのルコルニュ首相は、2023年に実施した受給開始年齢引き上げ含む年金改革を凍結すると表明。内閣不信任決議を回避するため野党の要求に応じた格好で、結局年金改革が遅れることとなる。しかも、年金改革を講じてもまだまだ財政健全化には覚束なかったのに、2027年までに計22億ユーロが必要になってしまうことになった。