

国債累積に潜む通貨暴落

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川 英治

(東京経済大学 経済学部教授)

新型コロナウイルス感染症の感染拡大は経済に甚大な影響を及ぼしている。その影響を少しでも和らげようと、日本政府は昨年より巨額の財政出動を実施してきた。そして、今年なってもその状況が続いている。そのため、財政赤字が拡大し、令和2年度の第3次補正後の予算において公債発行額が112.6兆円にも上り、その内、90兆円が財政赤字を資金調達するための赤字国債であった。残高ベースでは、令和3年3月末で普通国債が946.6兆円、財政投資融資特別会計国債等を含む内国債全体では1,074.1兆円に達している。日本のGDPがおおよそ550兆円であるから、GDPの2倍（2年分）に相当する。

そこで、今から10年ほど前に、ユーロ圏に属するギリシアで国債の借換が困難となる財政危機が起こると同時にユーロが暴落し、ユーロ圏を混乱させた例を思い出しながら、国債累積に潜む通貨暴落の可能性を考える。ギリシアは2010年から2015年までの間、三度にわたって財政危機に陥り、金融支援を受けた。最初の財政危機が起きた2010年にギリシアの一般政府債務残高の対GDP比率は146%と、日本の現状より小さかった。しかし、財政危機の都度、ユーロが円やドルに対して暴落した。通貨の減価は、輸出企業にはプラスとなるかもしれない。しかし、その国・地域の経済にとっては交易条件が悪化し、輸出した財と交換して輸入できる財の数量が減少するため、国際貿易において相対的に貧しい状況となる。

ギリシアで財政危機が発生した2010年5月よりおよそ半年前の2009年10月にギリシアで政権が交代した際に、前政権の財政上の統計処理の不備が発覚し、実際の財政赤字額が大きかったことが明らかとなった。それを受けて、投資家らが、ギリシア政府が発表する数字に対して信頼を置かなくなり、ギリシア政府が発行するギリシア国債に対する信認までもが失墜した。ソブリンリスクプレミアムの上昇によってギリシア国債の利回りが急上昇した。

さらにさかのぼり、2008年、金融機関がカウンターパーティリスクのために流動性危機に陥った世界金融危機時に、ギリシア国債の利回りが、欧州で最も安全な資産として評価されているドイツ国債の利回りとはほとんど変わらず、5%ほどと低かった。ギリシアのソブリンリスクがドイツとはほとんど差がないと投資家の間では認識されていた。しかし、それが2010年に

は10%を超え、2012年初めには30%近くに達した。これは、平時均衡と危機均衡との間の不安定な複数均衡の中で、平時均衡から危機均衡へジャンプした典型的な例であった。

通貨暴落は、変動為替相場制度下における通貨危機としてとらえられよう。通貨危機の説明の一つに為替相場決定のファンダメンタルズに焦点を当てるものがある。種々の為替相場決定理論を大きく分類すると、国際貿易面に焦点を当てた購買力平価説およびその発展形としてのマネタリーアプローチと国際金融面に焦点を当てた金利平価説およびその発展形としてのポートフォリオアプローチがある。財政赤字に関連付けると、前者は、財政赤字を資金調達するために発行された国債が中央銀行によって引き受けられ、その結果、貨幣供給が増大し、物価上昇そして通貨暴落が発生するというものである。一方、後者は、財政赤字を資金調達するために発行された国債供給残高が累積し、投資家にとっての最適国際分散投資比率である国債需要残高を超えて、国債供給過多となった状態で、投資家のポートフォリオ調整によって当該国の国債及び通貨が売られ、通貨暴落が発生するというものである。

さらに、金融機関が経営破綻するという金融危機や金融機関がドル流動性を調達することが困難になるという流動性危機において、政府が公的資金を投入して金融機関を救済すると、財政赤字が拡大し、上記の経路を通じて、通貨暴落が発生することもある。前者は、1997年のアジア通貨危機が一つの原因として指摘された。一方、後者は、2008年の世界金融危機時においてユーロが円やドルに対して暴落した際に指摘された原因である。

これらに対して、自己実現的投機によって通貨が暴落するという見方もある。投機家は、将来の減価を予想して投機対象通貨を売り浴びせるため、多くの投機家が同様の予想をもって同様の投機を行うと、そのタイミングで当該通貨が実際に暴落する。すなわち、通貨が暴落するという予想に基づいて行われた投機によって実際に通貨が暴落してしまうのである。換言すれば、「国債累積が通貨を暴落させる」という予想が「国債累積が通貨を暴落させる」ことを実現する。投機によって国債価格暴落や通貨暴落を類似の経済状況の国々に波及させるという伝染効果も自己実現的投機が一因となっている。

以上のように、財政赤字が国債発行によって資金調達され、その累積した国債残高が投資家にとって供給過多と認識されれば、国債価格が暴落し、ソブリンリスクプレミアム上昇によって金利が上昇する。同時に通貨が暴落することになる。それは、投資家による国債需要の急減によっても起こりうる。さらに、自己実現的投機や他国からの財政危機の伝染効果によって引き起こされるかもしれない。ギリシアの例では、政府財政当局に対する信認の失墜が財政危機をもたらし、ユーロを暴落させた。しかも、その予兆が見られず、平時均衡から危機均衡へ一気にジャンプした。同様のことが日本でも起こるかもしれないという懸念が杞憂であってほしい。