

## 国家債務危機：発生要因・顕在化プロセス・経済的帰結

岡地 迪尚<sup>\*1</sup>

### 要 約

近年、先進国を中心に高い公的債務が問題となっている。しかし、その発生要因、危機の顕在化プロセス、および経済的帰結に関して、未だ統一的な見解が形成されているとは言い難い。本稿では、国家債務危機に関する議論を体系的に整理した上で、日本の財政構造に即した将来の政策対応について考察した。とりわけ、既存文献では記述が乏しい財政ファイナンスの具体的な波及メカニズムについて詳述を試みた。また、学術的に主流である支払い意思に基づく債務不履行モデルの理論的限界についても批判的に検討した。

キーワード：国家債務危機、債務不履行、財政ファイナンス

JEL Classification：H63, F34, E63

## I. 公的債務の現状

近年、先進国を中心に高い公的債務が問題となっている。図1は公的債務のGDP比を主要な国や地域、グループ別に表している。この図が示すように、近年では高インフレの影響で債務のGDP比の上昇のペースは緩やかになっているものの、趨勢としては増加基調と言える。とりわけ先進国で高い水準となっている。この高い公的債務残高の影響により、近年でもいくつかの国や地域で、経済的影響がみられた。

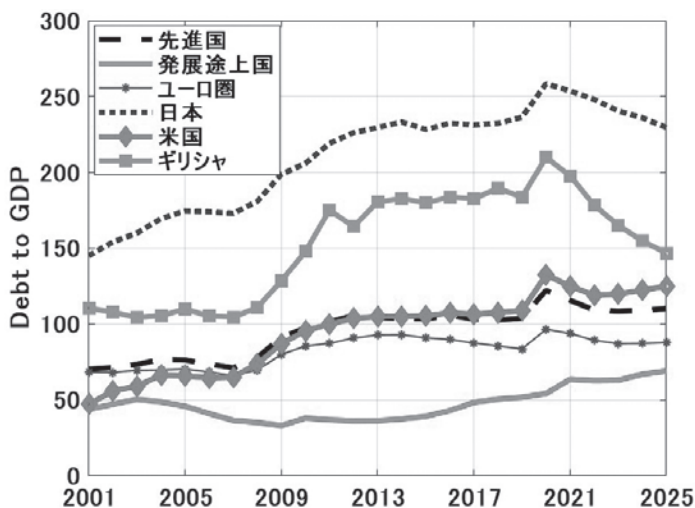
記憶に新しいものとして、2010年代初頭には、南欧諸国で国家債務危機が顕在化した。中でも、深刻であったギリシャではピーク比でGDPが25%以上下落、失業率も25%以上となった。その後、コロナ禍における財政拡張を経て、近年再び財政の持続可能性が問われる事態が散

見される。具体的には、2022年の英国において、トラス政権（当時）が財源の裏付けを欠いた減税政策を打ち出したことで市場の信認を失い、金利急騰と政権崩壊を招いた。また、フランスにおいても2024年辺りから、財政悪化と政治的不透明感から、対独スプレッドは高止まりした状態が続いている。米国でも恒常的な財政赤字が続いており、2025年にはつなぎ予算の不成立による政府閉鎖が発生した。同国では、債務上限問題の政治利用が常態化しており、テクニカル・デフォルトのリスクも排除できない状況にある。

我が国においても、対GDP比で高水準の公的債務を抱えている点は周知の通りである。長期間にわたる異次元の金融緩和により、これま

\*1 東京大学総合文化研究科准教授／東北大学政策デザイン研究センター客員准教授

図1 公的債務残高の推移



（出所）国際通貨基金（IMF）「World Economic Outlook（WEO）」データベース  
より筆者作成

で利払い費は低位に抑制されてきた。しかし、「金利ある世界」への回帰に伴い、長期金利は数十年ぶりの高水準を記録しており、借換債の発行が進む中で利払い負担の増大が懸念される。加えて、高市政権下での積極財政路線も、財政の硬直性を高める要因となり得る。

このような現状にあるものの、高水準の債務に対する政策的含意については、学術的なコンセンサスが形成されているとは言い難い。債務の持続可能性や債務の膨張の帰結、あるいは積極財政の是非を巡り、財政再建派と積極財政派の間で議論は平行線を辿っている。

こうした現状に鑑み、本稿では、公的債務が累積していった場合の帰結、国家債務危機が発生する経済的条件とメカニズム、そして危機の経済に与える影響の整理・検討を行う。これらの知見を体系化することは、不確実性の高まる現在のマクロ経済環境において、適切な財政運営を考察する上で重要な意義を持つであろう。

これから議論に入る前に、国家債務危機の定義について述べておく。その定義は「政府の債務返済能力の喪失、あるいはその意思を放棄し、経済に深刻な混乱が生じている状態」となる。

具体的に挙げると、債務不履行・債務再編、市場へのアクセスの喪失、リスク・プレミアムの急騰、高インフレ、となろう。これらの具体的な内容については後で詳述する。

本稿の構成は以下の通りである。第Ⅱ章で危機の発生条件を整理する。第Ⅲ章では危機の顕在化プロセスと、緊縮・不履行・財政ファイナンスの各メカニズムを詳述する。第Ⅳ章では先行研究とアルゼンチンの実証分析から各政策の経済的影響を考察し、第Ⅴ章で全体を総括する。

## Ⅱ．国家債務危機はどのような経済環境の下で起きるのか

この章では、国家債務危機はどのような経済環境の下で起きるのかについて考察していく。これについてまとめているのは、意外と多くない。一番網羅的なのは、Reinhart and Rogoff (2009) の this time is different であろう。彼女らの書籍では、19 世紀の初頭からの経済危機を網羅している。書籍の中で、経済危機が起きる原因として、いくつか挙げている。主なものは、コモディティに依存した国がコモディティ価格の下落に直面する場合、銀行危機から金融システムを救うために政府への債務の付け替えをする場合、資本流入とサドンストップが起きる場合、過去の債務不履行履歴などから信任の低さに起因する債務不耐性などである。

また、計量分析を用いたアプローチとしては、Manasse and Roubini (2009)<sup>1)</sup> は分類回帰木 (Classification and Regression Trees: CART)

を用いてあらゆるマクロ変数から、債務不履行を起こす要因となる変数を推計した。それによると、債務不履行を引き起こす原因として、対外債務総額の GDP 比が 50% 以上、短期債務の外貨準備比が 134%、インフレ率が約 10% 以上であることが、経済のファンダメンタルズとして、債務不履行を引き起こす経済的環境であることを示した。しかしながら、これらの分析は主に自国通貨建てで起債ができない、いわゆる原罪 (original sin) を抱える新興国を対象としたものであり、日本のような先進国にそのまま適用するには限界がある。

以上のように、特に先進国の事例を含めて危機の要因を十分に網羅・体系化したものは見当たらない。そこで本節では、複数の主要文献を総合的に検討し、債務危機の発生要因を表 1 のように整理した。

表 1 国家債務危機の起きる条件

|                  |             |                           |
|------------------|-------------|---------------------------|
| A. ファンダメンタルズの脆弱性 |             |                           |
| 1.               | 脆弱な経済構造     | 外国通貨建て、経常赤字、低い外貨準備、高い債務残高 |
| 2.               | 拡張的財政       | 需要の下支え、社会保障費、軍事費、ポピュリズム   |
| 3.               | 構造的ショック     | 交易条件の悪化、成長率の悪化            |
| 4.               | 隠れ債務・偶発債務   | 粉飾決算、地方政府の救済、公的資金注入       |
| B. 流動性の枯渇と市場の失敗  |             |                           |
| 5.               | 世界的な流動性ショック | 米国金利の上昇、Risk-off の動き      |
| 6.               | スピルオーバー     | 危機の伝染、ポートフォリオ・リバランス       |
| 7.               | サドンストップ     | 資本の急激な流出、国際収支危機           |
| 8.               | 自己実現的パニック   | 入札不調、売買アルゴリズム             |
| C. 政治・制度的要因      |             |                           |
| 9.               | 政治的混乱       | 政治的混乱、政権の統治能力喪失           |
| 10.              | 返済意思の欠如     | 政権交代による前政権の債務否認、政治的判断     |
| 11.              | テクニカル・デフォルト | 送金ミスや制裁による事務的不履行          |

(出所) 筆者作成

1) 類似の研究として Manasse et al. (2003) がある。

本表では、危機の要因を A・B・C の3つのカテゴリーに大別し、さらに詳細な項目へと分類した。まず、(A) ファンダメンタルズの脆弱性は、債務危機が発生するための基礎的条件と位置づけられる。経済構造や財政規律に脆弱性を抱えている状態である。この前提条件が存在する場合に、(B) 流動性と市場の失敗が危機を顕在化させるトリガーとして機能する。世界的な金利上昇や突発的な資本流出などがこれに該当する。他方、(C) 政治・制度的要因は、純粋なマクロ経済指標とは異なる次元、すなわちガバナンスや制度の欠陥に起因するものである。なお、これらの要因は独立しているわけではなく、相互に関連している点に留意が必要である。例えば、(C) の政治的混乱が経済政策の停滞を招き、(A) のファンダメンタルズを悪化させ、最終的に (B) のサドンストップを誘発するといった複合的な経路も十分に考えられる。

ではそれぞれの項目について考察していく。(A) のファンダメンタルズの脆弱性は、(1) 脆弱な経済構造、(2) 拡張的財政、(3) 構造的ショック、(4) 隠れ債務・偶発債務に分類されよう。第一に、脆弱な経済構造は、債務危機を誘発しやすいマクロ経済的な脆弱性である。具体的には、対外債務における外貨建て比率の高さ（原罪）、慢性的な経常収支赤字、外貨準備高の不足、そして過大な公的債務残高などが挙げられる。これらの要素は、外部ショックに対する耐性を低下させる要因となる。

第二に、様々な要因による財政支出の拡大である。まず、景気後退期における景気の下支えとしての国債増発が挙げられる。好例としては、コロナ禍における経済対策として各国が行い、債務が著しく増加する要因となった事例が挙げられる。また、構造的な要因として、社会保障費の増大がある。特に欧州諸国において顕著であり、英国の国民保健サービス（NHS）に見られるような公的医療・年金制度の維持コストは、財政の硬直性を招く主要因となっている。加えて、近年の地政学的リスクの高まりを

受けた軍事費の拡大も、新たな歳出圧力として顕在化している。また、選挙サイクルにおけるポピュリズム的な歳出拡大圧力もリスク要因である。拡張的な財政運営を志向する政治勢力の台頭が予測される段階で、市場は財政リスク・プレミアムの上昇を要求し、実際の政策実行を待たずして国債価格の下落を招くケースも散見される。

第三に、外部環境の急変や経済成長の停滞といった実体経済への構造的な要因である。まず、一次産品価格の変動リスクが挙げられる。資源の輸出に依存している国々においては、国際商品市況における価格下落が、直ちに財政の悪化へと直結する。また、交易条件の変化も競争力を左右する。2001 年のアルゼンチン危機の事例では、ブラジルなどの競合国の通貨安などを背景に、相対的に自国の交易条件が低下したことが、経済失速の一因となった。さらに、経済成長率の低下は、債務の対 GDP 比を分母と分子の双方向から悪化させる。そして、成長鈍化は分母である GDP を収縮させるだけでなく、税収不足を通じて分子である債務残高をも増大させるため、財政の持続可能性を損なうメカニズムとして作用する。

第四の、隠れ債務や偶発債務については、様々なタイプがある。まず、前者については、2009 年のギリシャのケースが好例であろう。同国はユーロ加盟条件である「財政赤字対 GDP 比 3% 未満」を遵守しているように装うため、投資銀行と特殊な通貨スワップ契約を締結した。これは市場実勢よりギリシャに有利な為替レートを用いることで借入額を圧縮し、将来の未払い分をデリバティブ取引として処理することで、国の公式な債務統計から除外する手法であった。この粉飾が明るみに出たことで、市場の信認は崩壊し、巨額の債務危機へと発展した。後者については、2008 年のアイルランド危機に見られるように、国内金融機関の救済に伴い、政府が巨額の公的資金注入や債務保証を余儀なくされるケースである。これにより、本来は民間の債務であったリスクが政府のバランスシー

トへ移転し、財政状況を一挙に悪化した。このように、政府保証の対象となり得る領域は、潜在的なソブリン債務の一部として認識する必要がある。他にも、中国の融資平台は準公的機関による「暗黙の政府保証」付き債務は両方の側面を有している。融資平台の債務は公式な公的債務には計上されていない。しかし、事実上は地方政府が返済責任を負っていると見なされており、その巨額の潜在債務は財政リスクの不透明要因となっている。

(B) の「流動性と市場の失敗」は、必ずしも国のファンダメンタルズの悪化を前提とせず、短期的な資金繰りのショートや市場心理のパニックに起因する危機である。これらは主に、(5) 世界的な流動性ショック、(6) スピルオーバー、(7) サドンストップ、(8) 自己実現的パニック、の4点に分類される。

第一に、世界的な流動性ショックは、各国の経済状況とは無関係に、グローバルな金融環境の変化によって資金調達が困難になる現象である。現代の国際金融市場において、基軸通貨国である米国の金融政策は決定的な影響力を持つ。米連邦準備制度 (FRB) による金利引き上げは、新興国と先進国の金利差を縮小させ、新興国からの資金引き揚げを誘発する。また、地政学リスク等により投資家のリスク・オフ姿勢が強まると、資金はより安全な資産である米国債等へと移動する、いわゆる質への逃避が起きる。これらは国の返済能力の問題ではなく、一時的に資金へのアクセスが断たれる流動性の問題として区別される。

第二に、他国経済から負の波及効果であるスピルオーバーである。広義には他国への影響全般を指すが、危機管理の文脈においては、経済構造の類似性や地理的な近接性を背景に、投資家の警戒感が国境を越えて連鎖し、危機が伝染する現象として顕在化する。1997 年のアジア通貨危機はその典型である。また、2010 年代初頭の欧州債務危機においても、市場の不安心理が増幅されたことで、南欧諸国を中心にドミノ倒しの危機の連鎖が発生した。さらに、こ

のスピルオーバーを加速させる核心的なメカニズムとして、ポートフォリオ・リバランスが挙げられる。これは、グローバルな投資家がある国で巨額の損失を被った際、ポートフォリオ全体のリスクを低減させるため、あるいは損失補填のための現金を確保するために、経済的には無関係であるはずの他国の資産までも機械的に売却せざるを得なくなる。

第三に、サドンストップと呼ばれる資本流入の急激な停止・逆流である。経常赤字を海外からの資本流入でファイナンスしている国にとって、この現象は致命的となる。新規の資金調達が突然途絶えることで、輸入代金の支払いや外貨建て債務の償還が不可能となり、直ちに国際収支危機へと直結する。これは Calvo (1998) らが指摘するように、通貨の暴落と実体経済の急激な収縮を同時にもたらすプロセスである。

第四に、市場の失敗としての自己実現的パニックである。これは、ファンダメンタルズが決定的には悪化していないにもかかわらず、市場参加者のパニックや期待そのものが危機を現実化させるメカニズムである。例えば、国債の入札において「他の投資家も買わないだろう」という疑念が連鎖すると、実際に入札不調となり、金利が急騰する。結果として、本来なら返済可能であったはずの債務が、高金利による利払い負担の急増によって返済不能となり、投資家の予言通りに債務不履行が実現してしまうのである。また、近年では、高頻度取引等の売買アルゴリズムが市場の変動を増幅させ、このプロセスを加速させるリスクも指摘されている。

(C) の「政治・制度的要因」は、経済的な支払い能力や市場の流動性とは一線を画す、統治機構や政治的意思決定に起因する危機である。これらは、返済原資が存在していても債務危機が発生し得るという点で特異であり、主に (9) 政治的混乱、(10) 返済意思の欠如、(11) テクニカル・デフォルトの3点に分類される。

第一に、政治的混乱による統治能力の喪失である。内戦や政変により政府機能が麻痺し、債務管理が物理的に不可能になるケースが典型で

ある。これは発展途上国に限った話ではなく、先進国においても議会における党派的对立がきっかけとなることで、人為的な危機が引き起こされる場合がある。米国の債務上限問題がその最たる例である。政府に十分な資金調達能力があるにもかかわらず、議会が新たな国債発行や債務上限の引き上げを承認しないことで、支払不能に陥るリスクが定期的に市場を動揺させている。これは、政治的な膠着そのものが、国の信用力を毀損する要因となることを示している。

第二に、経済的な支払い能力は有しているものの、政治的理由からあえて返済を行わない「返済意思の欠如」である。具体例としては、政権交代に伴う前政権の債務否認が挙げられる。これは、新政権が前政権の積み上げた債務を「不当な借入」や「腐敗の産物」と断じ、自らの政治的正当性を主張して返済を拒絶するケースである。典型例としては、政府が債務の一部を不履行とした2008年のエクアドルの事例が知られている。また、有権者への迎合を優先し、対

外支払いを停止して国内の社会保障費等に予算を充当するという政治的判断が下されることもある。

第三に、事務的・制度的な障害によるテクニカル・デフォルトである。これは、債務者に十分な支払い能力と支払い意思があるにもかかわらず、送金システムの不具合、外部からの制裁、あるいは法的な差止命令によって、物理的に資金が債権者に届かない事態を指す。例えば、2014年のアルゼンチンの事例では、政府が利払い資金を米国の銀行に入金済みであったにもかかわらず、NY連邦地裁が一部のホールドアウトとの訴訟を理由に送金を差し止めたため、資金が凍結され不履行となった。また、2022年のロシアによる外貨建て国債の不履行では、政府に返済資金と意思があったものの、ウクライナ侵攻に対する制裁として主要銀行が国際銀行間通信協会（SWIFT）から排除され、海外のコルレス銀行等が送金処理を停止したことで債務不履行と認定された。

### Ⅲ．危機の顕在化プロセス

次に、本章ではソブリン債務危機が顕在化していくプロセスを概観する。その大まかな流れは図2に示す通りである。

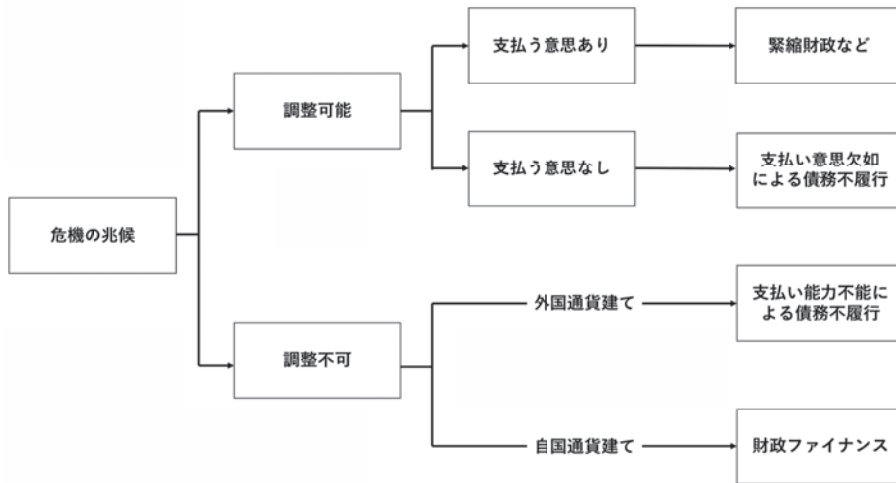
通常、危機の兆候としては、国債金利の上昇が先行指標として現れる。<sup>2)</sup> これは、金融市場が高い効率性を有しており、財政状況の悪化、政治的リスク、あるいは国際経済環境の変化といった新たな情報に対し、即時的かつ敏感に反

応するためである。すなわち、市場が政府の返済能力および返済意思を再評価し、投資適格性を問い直すプロセスが危機の起点となる場合が多い。

次に、金利上昇に対し、政府が信頼を回復するための調整が可能かどうか、最初の分岐点となる。この調整の成否は、市場の不信を招いた要因を解消、あるいは撤回できるかにかかっ

2) 金利上昇を伴わない、あるいは金利以外の形で危機が顕在化する例外的なケースも存在する。例えば、金融抑圧が行われるケースである。トルコの事例のように、本来であれば金利が急騰すべき局面において、中央銀行が国債購入などを通じて人為的に金利を低く抑え込む場合がある。この際、市場の警戒感金利には反映されず、代わりに行き場を失った資金が外貨や実物資産へと逃避し、急激な通貨安として危機が表面化した。他の例としては、1982年のメキシコの債務危機がある。当時主流だったシンジケート・ローンにはクロス・デフォルト条項が含まれており、一行の融資引き揚げが銀行団全体の一斉回収を引き起こす構造になっていた。

図2 危機が顕在化するプロセス



(出所) 筆者作成

ている。政府自身の政策やアナウンスメントが金利上昇のトリガーとなった場合、市場規律に従い、政策の撤回や修正を迫られることになる。例えば、2022年の英国トラス政権は、市場の急激な反応を受けて政策の撤回及び辞任に追い込まれた。また、イタリアのメローニ政権も選挙時の主張を現実路線へと修正した。これらは、政府が返済意思と能力を維持しているというシグナルを市場へ送るための不可欠な対応であった。また、通貨安の懸念が高まり、ヘッジファンド等の投機筋による通貨攻撃に直面する場合もある。これに対しては為替介入等の防衛策が必要となるが、外貨準備が不十分な場合、国際機関や他国中央銀行からの流動性供給の確保が生命線となる。なお、外部ショックへの対応として、一時的に金融抑圧も考えられる。これは、国内金融機関への国債保有要請や、中央銀行による買い入れを通じて、人為的にリスク・プレミアムを抑制する手法である。

これら短期的対応と並行して、中期的には緊

縮財政などの再建計画を示す必要がある（図2の後半の一番上の分岐に相当）。実現可能な計画を提示し、かつ返済意思が強固であれば、不連続的な債務不履行を回避し、緊縮財政を主軸とした再建プロセスへ移行する。しかし、調整能力があるにもかかわらず、政治的コスト等を理由に返済の意思を持たない場合、政府は戦略的債務不履行を選択することになる。

調整が不調に終わり、あるいは返済能力が欠如した場合、その結末は債務が「自国通貨建て」か「外国通貨建て」かによって異なる。<sup>3)</sup> 外国通貨建て債務の場合、返済には当然ながら外貨が必要である。中央銀行は外貨を発行できないため、外貨準備が枯渇した時点で支払い不能に陥り、債務不履行となる。一方、自国通貨建て債務の場合、政府（および政府からの要請を受けた中央銀行）はマネタリーベースの供給によって名目上の返済を行うことが技術的に可能である。これは財政ファイナンスとなり、インフレを通じた実質的な債務削減を意味する。

3) 自国通貨建てであっても、保有主体が誰であるかは重要である。日本のように国債の多くを国内投資家が保有している場合と異なり、メキシコやブラジルなどの新興国では、自国通貨建て国債のかんりの割合を海外投資家が保有しているケースが多い。この場合、財政懸念が生じると、海外投資家は債券を売却するだけでなく、その代金を外貨に交換して持ち出す行動に出るため、債券価格の下落と通貨危機が同時に進行する双子の危機を招きやすい。

以上のプロセスにおいて、危機の深刻度は市場の予想に強く依存する。政府に調整能力と意思があると市場が信認していれば、リスク・プレミアムの上昇は一時的なものに留まる。投資家のリスク回避度の上昇やポートフォリオ・リバランスによる売り圧力があつたとしても、価格低下を好機と捉える買い需要が発生し、均衡へと回帰するからである。しかし、市場が調整不可能あるいは返済意思なしと判断した場合、売りが売りを呼ぶ展開となる。金利急騰が利払い費を増大させ、実際に返済不能に陥らせるという自己実現的な危機が発生するのである。

以下では、最終的な帰結となる3つの政策、すなわち緊縮財政・債務不履行・財政ファイナンスについて詳述する。

### Ⅲ－１．緊縮財政

市場に対して調整能力と返済意思を示すことができた場合、政府は速やかに具体的な財政健全化策を実行に移し、再び危機の兆候が表れないように予防線を張る必要がある。このフェーズにおいて求められるのは、単なる帳尻合わせではなく、持続可能な財政構造への転換である。

第一に、信頼に足る中期財政計画の策定である。市場の不信を払拭するためには、単年度の対応ではなく、複数年にわたる基礎的財政収支の黒字化目標や、債務の対GDP比の安定化経路を明示しなければならない。この際、議論になるのが、財政再建の構成であろう。Alesina et al. (2019) の研究が示唆するように、財政再建の方法には大きく分けて歳出削減主導型と増税主導型が存在する。一般に、公共事業の停止、公務員給与の適正化、年金・社会保障給付の抑制といった歳出削減は、政治的な抵抗が激しい。しかし、彼らの研究によると、歳出削減よりも法人税や所得税の引き上げによる増税の方が経済成長への負の影響が大きい。もっとも、日本をはじめとする先進国では、裁量的支出の割合が低く、歳出削減余地が小さい可能性がある。義務的支出を一層削減するとすると、国民からの反発は強くなり、実行力が弱まるかもしれない。

い。したがって、やはり増税を含めた議論となる。

第二に、計画の実効性を担保するための制度的枠組みの強化である。どれほど立派な計画を立てても、政権交代やポピュリズムの台頭によって容易に撤回されてしまえば、市場の信認を棄損することとなる。この問題を解決するためには、自らの手足を縛るコミットメント・デバイスが必要となる。具体的には、財政赤字や債務残高に法的拘束力のある上限を設ける財政ルールを導入や、予算編成プロセスから政治的バイアスを排除し客観的な経済予測と提言を行う独立財政機関の創設などが挙げられる。これらを通じて、財政運営の透明性と予見可能性を高めることが、リスク・プレミアムの恒久的な低下には効果的であろう。

第三に、財政面だけでなく、マクロ経済全体の構造改革である。債務のGDP比を改善するには、債務を減らすだけでなく、経済成長率を高めることが必要となってくる。したがって、規制緩和や成長が見込まれる産業への投資を通じて潜在成長率を引き上げることも併せて実行していくこととなる。また、その他の構造改革として、経常赤字を縮小させ対外ショックへの耐性を高めること、中央銀行の独立性を堅持し金融システムの安定を図ることなど、ファンダメンタルズ自体を強化する政策が、財政再建の両輪として求められる。

### Ⅲ－２．債務不履行

本節では、本稿の分析対象である債務不履行の概念を整理し、その発生メカニズムについて考察する。まず、債務不履行の定義を確認したい。広義には、民法第415条の規定から「債務者がその債務の本旨に従った履行をしない、あるいは履行が不能である状態」を指すが、政府債務の文脈ではより具体的に、「債務者が契約上の支払期までに元利金の支払いを実行しないこと、または債権者に不利益な条件での債務交換が行われること」と定義される。これには、支払不能に伴う典型的な債務不履行のほか、

2008年のエクアドルに見られたような、前政権の契約の正当性を否定して意図的に支払いを拒絶する債務不履行や、2012年のギリシャのように、実質的な元本削減（ヘアカット）を伴う劣後債への交換を債権者に強いる「事実上の債務不履行」も含まれる。

主権国家の債務不履行が企業の倒産と決定的に異なるのは、国際的な破産法体系や強制力を持つ裁判所が存在しない点である。そのため、一度債務不履行に陥れば、その解決は債務国と債権者の直接交渉に委ねられ、事態は長期化する傾向にある。2001年に債務不履行を起こしたアルゼンチンでは、最初の再編合意までに4年を要し、一部のホールアウト債権者との法廷闘争を経て国際金融市場へ完全に復帰するまでに15年の歳月を費やした。近年の事例である2020年のザンビアにおいても、再編合意までに3年超を要しており、主権債務の整理には膨大な時間的・経済的コストが伴うことが改めて示されている。

こうした主権債務の不履行を分析する上で重要な視座は、それが「支払い意思（willingness-to-pay）」の欠如によるものか、あるいは純粋な「支払い能力（inability-to-pay）」の欠如によるものかという峻別である。これは、経済理論上、政府支出の削減や増税といった徹底した財政調整を断行すれば返済が可能であるとされる局面においても、現実には政治的・社会的な受容性の限界が障壁となり、返済が困難となるケースが多いためである。実際、1997年のアジア通貨危機や2001年のアルゼンチン、2010年代の欧州債務危機が示す通り、緊縮財政の強行は激しい抗議行動や暴動を誘発し、政権の瓦解を招いてきた。

過去の歴史的検証からは、政府が自発的に債務不履行を「選択」するのではなく、回避努力

を尽くした末に「追い込まれる」という動学的なプロセスが浮かび上がる。例えば、2001年のアルゼンチン政府は、破綻直前まで「メガ・スワップ（短期債から長期債への交換）」による流動性確保や、IMFからの金融支援維持に奔走した。しかし、最終的にはIMFが求めた厳格な財政規律の遵守が国内政治的に不可能となり、支援打ち切りとともに債務不履行を余儀なくされた。ギリシャにおいても、トロイカ（欧州委員会、欧州中央銀行、IMF）の支援枠組みの下で度重なる緊縮策を受け入れ、ユーロ圏残留と秩序ある債務再編を模索した経緯がある。

また、債務不履行への至り方は、債務の通貨建てによって決定的に異なる。外国通貨建て債務に依存している場合、政府は中央銀行による財政ファイナンスという選択肢を持たない。図2に示す通り、外貨準備が枯渇し、かつ市場の信認喪失により外部資金の調達が途絶した時点で、政府は文字通り「支払い能力の欠如」に直面する。こうしたケースでは、当初は国際金融機関からの支援を背景に財政調整を試みるものの、国内経済の収縮に伴う税収減や政治的混乱が調整を妨げ、最終的には大幅な債務免除を求める結果となる。

このように、現実の経済事象を俯瞰すれば、多くの債務不履行は最終的に「支払い能力の欠如」という形で顕在化する。これに対し、経済学における国家債務危機の理論モデル化においては、主に「支払い意思」の有無による債務不履行という観点から分析が行われてきた。これは、図2に示した2種類の債務不履行の内、上の経路に相当するものである。そして、そのモデリングについては、主に2つの潮流がある。1つは戦略的債務不履行モデルとよばれるもので、もう1つは自己実現的な債務不履行モデルである。<sup>4)</sup> 経済学では、前者について

4) その他の債務不履行の概念としては、Grossman and Van Huyck (1988) による免責されうる債務不履行 (excusable default) と許されない債務不履行 (repudiation) がある。前者は、外部的なショック（大不況、商品価格の暴落、戦争など）により、国の返済能力が低下し債務不履行に陥った時は、不運とみなされ、政府に対する信用は落ちない。一方、後者の場合は、言い訳できない場合に債務不履行を選択すれば、政府に対する信用は落ちるというものである。

は盛んに研究されている。これは、Eaton and Gersovitz (1981) によって導入され、Aguiar and Gopinath (2006) や Arellano (2008) が定量的マクロ経済モデルを発展させた。そこでの基本的なモデルとしては、政府の意思決定として、

$$V(b, y) = \max \{V^{\text{repay}}(b, y), V^{\text{default}}(y)\} \quad (1)$$

と想定される。ここで、 $b$  は債務残高、 $y$  は GDP を表す。つまり上式が表しているのは、債務を返済する価値  $V^{\text{repay}}(b, y)$  と債務不履行を起こす価値  $V^{\text{default}}(y)$  を比較し、高い方を選ぶというモデルである。そして、債務を返済する価値  $V^{\text{repay}}(b, y)$  は

$$V^{\text{repay}}(b, y) = \max_{b'} \{u(y + b - q(b', y)b') + \beta \mathbb{E}_{y'|y}[V(b', y')]\} \quad (2)$$

として定式化される。一方、債務不履行を起こす場合の価値  $V^{\text{default}}(y)$

$$V^{\text{default}}(y) = \max_y \{u(h(y)) + \beta \mathbb{E}_{y'|y}[\theta V(0, y') + (1 - \theta)V^{\text{default}}(y')]\} \quad (3)$$

と定義できる。ここで、 $h(y)$  は債務不履行時の外生的な落ち込み考慮した上での GDP を表しており、債券を発行することで消費を調整することが出来ないため、生産＝消費となる。Aguiar and Gopinath (2006) はシンプルに  $h(y) = (1 - \delta)y$  と想定している。<sup>5)</sup> ここで、 $\delta$  は債務不履行を選択することによる外生的な GDP の落ち込みである。また、式 (3) において、 $\theta$  は債務不履行状態から、通常状態の経済

に回復できる外生的な確率を表している。多くのモデルでは、債務不履行から回復すれば、債務残高がゼロになると想定されている。この点と、債務不履行を選択する場合の GDP の落ち込みの低さ、近視眼的な政府（つまり、長期よりも短期を優先する度合いが高い）の仮定が、政府が自ら債務不履行を選択するインセンティブとなっている。<sup>6)</sup>

一方、自己実現的債務不履行モデルは、戦略的債務不履行モデルの2つの価値関数に追加して、投資家による政府が債務不履行を選択するという予想の下で、政府が債務不履行を選ばない（つまり、債務を支払う）という価値関数  $V^{\text{self}}$  を導入する。 $V^{\text{self}}$  は次のように定義される。

$$V^{\text{self}}(b, y) = u(y - b) + \beta \mathbb{E}_{y'|y}[V(b', y')]$$

ここにおいて、投資家は政府が債務不履行すると予測しているので、 $V^{\text{repay}}(b, y)$  における国債の価格  $q(b', y)$  がゼロの場合ということに相当する。この価値が  $V^{\text{default}}(y)$  よりも高い、つまり  $V^{\text{repay}}(b, y) > V^{\text{default}}(y)$  の時、投資家が債務不履行すると予想したとしても、政府は債務を返済し、債務不履行を選ばないので、Cole and Kehoe (2000) の呼び方を借りると、安全地域 (safe region) と呼ばれる。一方、投資家が債務不履行をしないと予想しても、政府が債務不履行を選ぶ、つまり  $V^{\text{default}}(y) > V^{\text{repay}}(b, y)$  の時、政府は必ず債務不履行を選ぶので、この場合、債務不履行地域 (default region) となる。問題なのは、 $V^{\text{self}}(b, y) \leq V^{\text{default}}(y) \leq V^{\text{repay}}(b, y)$  となる場合である。この場合、投資家がどのよう

5) 他の主要な論文の想定では、Arellano (2008) は

$$h(y) = \begin{cases} \hat{y} & \text{if } y > \hat{y} \\ y & \text{if } y \leq \hat{y} \end{cases}$$

と想定されている。Chatterjee and Eyigungor (2012) は

$$h(y) = \max \{0, d_0 y + d_1 y^2\}, d_1 > 0$$

と想定されている。

6) このモデルをベースに、多くのモデルが発展してきた。例えば、債務再編を含むモデルは Benjamin and Wright (2009)、Yue (2010)、Asonuma and Trebesch (2016)。長期債は、Chatterjee and Eyigungor (2012)、Lorenzoni and Werning (2019)。供給側は、Mendoza and Yue (2012)。金融機関は、Gennaioli et al. (2014)、Sosa-Padilla (2018)、Roldán (2025) などである。

に予想するかが政府の行動に直結する。つまり、投資家による外生的な確率分布から実現される破綻か否かの予想の出現によって、政府が破綻か否かが決定される。破綻する（つまり  $q(b', y) = 0$ ）が出た場合、政府の価値関数は  $V^{safe}(b, y)$  となり、危険地域にいる場合、債務不履行価値よりも小さい。よって政府は破綻を選択する。一方、破綻せず債務を支払うと予想した場合は政府の価値関数は  $V^{repay}(b, y)$  となり、危険地域にいる場合、債務不履行価値よりも高い。よって、政府は債務を返済する。つまり、投資家の予想がそのまま政府の行動に直結するのである。したがって、このモデルは、自己実現的債務不履行モデルと言われる。

もっとも、戦略的債務不履行モデルであろうと自己実現的債務不履行モデルであろうと、債務不履行か債務を支払うかは政府の支払い意思によって選択される。すなわち、政府は返済に伴うコストと債務不履行に伴うコストを天秤にかけ、後者の価値が上回ると判断した場合に、自ら不履行を選択するという考え方である。そのため、理論モデルの構築にあたっては、債務不履行のコストが比較的低く見積もられていたりと、政府が近視眼的である、あるいは債務不履行後には債務が清算され直ちに市場復帰できるといった、強い仮定が置かれていることが多い。

現実の債務不履行を支払い意思の問題として扱う妥当性について、Panizza et al. (2009) は、外部的な金融情勢の悪化により返済が事実上困難となる支払い能力の欠如の側面を認めつつも、十分な財政調整（歳出の劇的な削減等）を遂行すれば返済自体は実行可能であるという意味において、やはり支払い意思の問題に帰着すると論じている。しかしながら、理論上必要とされる財政調整が、政治的・社会的な制約によって現実には遂行不能となる事例は多く、支払い能力の欠如による債務不履行に陥ったケースが多いのは先述した通りである。

Bi (2012) や Bi and Traum (2012, 2014) のように、支払い能力の限界を用いたモデルとして、債務の上限に着目した研究も現れている。Bi (2012) は、将来得られる最大基礎的財政収支の割引現在価値として債務の上限を定義し、債務残高がこの閾値を外生的に超えた時点で債務不履行が発生すると仮定する。しかし、このアプローチには理論的な課題も残る。もし政府が合理的ならば、外生的な債務の上限が存在することを知っているはずであり、そこに到達する前に予見的に緊縮財政を行い、債務不履行を回避するはずである。さらに、政府の財政運営を最適化行動として内生的に導出するのではなく、特定の財政ルールに従うと仮定することでこの問題を処理しているが、これはミクロ的基礎付けとしては不十分であり、主流の地位を占めるには至っていない。したがって、現実の危機を説明するために、支払い能力に起因する債務不履行をいかにして整合的にモデル化するかは、今後の重要な研究課題であると言える。

### Ⅲ－３．財政ファイナンス

自国通貨建てで国債を発行できる国においては、債務不履行に至る前に、財政ファイナンスという手段を選択する余地が残されている。すなわち、政府と中央銀行が一体となり、通貨発行権を行使して債務を処理する意思がある場合、財政危機の帰結は債務不履行ではなく、高インフレや金融抑圧という形で顕在化する可能性が高い。Reinhart and Rogoff (2011) も指摘するように、歴史的に国内債務の調整は、法的な債務不履行よりも、インフレ税や金融抑圧によって実質債務を圧縮する形で行われるケースが多い。

本節では、財政ファイナンスのメカニズムについて考察する。まず、その定義であるが、公的機関による統一的な定義は定まっていない。<sup>7)</sup> しかし、一般的には財政法第5条で原則

7) そもそも、財政ファイナンスという用語自体一般的であるかどうか、議論の余地があるところである。債務の貨幣化、などと言われたりもする。英語では“Monetary Financing”が一般的であるが、FRBの文書等では“Monetization of the debt”という表現も用いられるなど、定訳は存在しない。

禁止されている行為がこれに相当すると考えられる。同法では「公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない」と規定されている。<sup>8)</sup>したがって、これに該当する行為を財政ファイナンスと考えることができる。つまり、中央銀行に国債を直接引き受けさせる、もしくは政府は中央銀行から直接借り入れる、という行為が財政ファイナンスに該当する。しかし、形式的に市場を経由したとしても、実質的な効果がこれと同等であれば広義の財政ファイナンスと見なされる。本稿では、広義の財政ファイナンスを「中央銀行による国債購入が、形式的には流通市場を経由するものであっても、その購入規模や金利形成への関与の度合いにおいて、実質的に政府債務を中央銀行通貨によって恒久的にファイナンスするのと同等の経済的效果をもたらす状態」と定義する。

財政ファイナンスの態様は一様ではなく、その深化の程度にはグラデーションが存在する。表2では、中央銀行の独立性、市場規律、財政規律、およびインフレ圧力の4つの観点から、その状況を5つのシナリオに類型化した。

(A) 市場流通後に国債を購入するケースに

ついては、多くの中央銀行が日常的に行っている公開市場操作の範疇であり、通貨供給量の調整手段である以上、財政ファイナンスには該当しない。もっとも、イールドカーブ・コントロールのように、特定の金利水準での無制限購入をコミットメントした場合は様相が異なる。この政策下では中央銀行が価格決定権を掌握するため、市場の価格発見機能は著しく低下する。市場実勢より低い金利を人為的に維持することは、政府の利払い負担を実質的に軽減させる金融抑圧の性質を帯びることとなる。

(B) 次に、国債発行直後の即時買い入れが行われる段階に至ると、実質的な財政ファイナンスの様相を呈し始める。民間銀行が落札した国債を中央銀行が即座に買い取る際、有利な価格での転売が予見されるならば、民間銀行側において当該国債のリスクを精査するインセンティブは消失する。その結果、民間銀行は資金の最終的な拠出者としての役割を失い、単に中央銀行へ国債を流すための「トンネル機関」として機能することになる。日本においても、異次元の金融緩和の下で、新規国債発行額に匹敵、あるいはそれを上回る規模の国債買い入れが恒常的に実施されてきた。このような状況下では、市場規律が形骸化し、政府の財政規律も弛緩す

表2 財政ファイナンスの段階的分類

| シナリオ                      | 中銀の独立性   | 市場規律 | 財政規律  | インフレ圧力      | 財政ファイナンス    |
|---------------------------|----------|------|-------|-------------|-------------|
| (A) 流通市場での購入              | 維持       | 維持   | 維持    | 通常金融政策      | 該当せず        |
| (B) 実質的な即時引受・拡張的財政なし      | 維持       | 形骸化  | 弛緩    | 通常金融政策      | 形式的回避       |
| (C) 実質的な即時引受・拡張的財政あり・政策協調 | 維持（一時協調） | 機能低下 | 弛緩    | 中（対応可能）     | 境界領域        |
| (D) 実質的な即時引受・拡張的財政あり・財政従属 | 喪失       | 機能不全 | 極度の弛緩 | 高（制御困難の可能性） | 広義の財政ファイナンス |
| (E) 直接引受                  | 喪失       | 喪失   | 喪失    | 極大          | 狭義の財政ファイナンス |

（出所）筆者作成

8) ただし、同条但し書きには「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」とあり、例外規定が存在する。実際、借換債の一部については、国会の議決を経た上で日銀による直接引受が行われている。

る傾向にある。ただし、財源を国債の発行に依存した状態での過度な歳出拡大が行われず、供給されたマネタリーベースが中央銀行の当座預金に滞留している限り、直ちに高インフレへ直結するわけではない。

(C) さらに、政府が中央銀行による買い支えを前提に拡張的財政政策を行う場合、その性質が「政策協調」か「財政従属」かを慎重に区別する必要がある。前者は中央銀行の独立性が機能しているケースである。コロナ禍におけるパンデミック対応のように、未曾有のショックに対し、金融システム崩壊を防ぐべく一時的に政府と足並みを揃える場合がこれに該当する。FRB 等の対応もこの範疇と言える。この場合、ショック収束後の出口戦略への期待が維持されていれば、信認は保たれる。しかし、市場に「政府の財布代わり」と誤認されれば通貨信認は毀損するため、中央銀行は目的が金融システムの安定にあることを明確に発信し続ける必要がある。

(D) 一方で、一時的な対応を超えて中央銀行のファイナンスを前提とした歳出拡大が常態化すれば、政府支出の増加が直接的に総需要を押し上げ、マネーストックの増大を伴うため、インフレ圧力は不可避的に高まる。通常、インフレを抑制するためには中央銀行が金利を引き上げる必要がある。しかし、政府債務が累増している状況下では、金利上昇は政府の利払い負担を急増させ、財政危機を誘発しかねない。このジレンマのなかで、中央銀行が物価安定よりも低金利の維持による政府の資金繰りを優先せざるを得なくなる状態こそが「財政従属」である。市場がこの状況を見透かした場合、投資家はインフレによる実質価値の目減りや将来の価格下落を警戒して国債を市場で売却し始める。金利の急騰を防ぐため、中央銀行は受動的にそれらの国債を買い支えざるを得なくなり、結果としてさらにマネーが膨張するという悪循環が生じるのである。

この段階において事態が収束するか、破綻的なインフレへ至るかは、政府の規律回復への「信

認」に依存する。成功の事例は、2010 年代の欧州債務危機におけるドラギ ECB 総裁（当時）の対応である。無制限の国債買い入れを示唆しつつ、対象国に財政健全化を強いる「条件付け」を行ったことで、規律への信認を繋ぎ止め、ユーロ崩壊を回避した。対照的に、規律が改善されないまま買い支えが続けば、実態は「広義の財政ファイナンス」と認定される。典型例は第一次世界大戦後のドイツ・ワイマール共和国である。形式上は民間銀行を経由していたが、実態は無制限の再割引による自動引き受けであった。1923 年のルール地方占領に際し、政府が労働者の賃金を財政ファイナンスで補償したことで、インフレは天文学的水準に達した。また、1970 年代の英国も、政府の拡張政策を中央銀行が追認し続けた結果、20%超のインフレとポンド危機を招き、IMF 介入による強制的な規律回復を余儀なくされた。

(E) 最後に、市場を介さず中央銀行が直接国債を引き受ける「狭義の財政ファイナンス」についてである。この段階ではもはや市場を介しているという抗弁も通用せず、通貨信認は完全に失墜する。民間投資家が市場から逃避し、中央銀行のみが唯一の資金源となる末期的状況である。2000 年代後半のジンバブエや、2010 年代からミレイ大統領就任までのアルゼンチンがその好例であり、マネーストックの爆発的増大によりハイパーインフレに陥った。

### Ⅲ－３－１．財政ファイナンスのインフレ波及メカニズム

本節では、財政ファイナンスがインフレを引き起こす具体的なメカニズムについて整理する。財政ファイナンスとインフレの因果関係を、現代の金融システムに即して詳細な波及経路として提示した文献はそう多くない。従来の議論の大半は、単純な貨幣数量説に基づき、貨幣供給量が増えれば物価は上がる、という直感的な理解や、歴史的経験則に依拠する形で、その結末を自明のものとして扱ってきたきらいがある。

確かに、歴史的なハイパーインフレの事例においては、「貨幣を刷る」という行為は比喻ではなく、文字通り中央銀行が紙幣を増刷し、それが公務員給与や政府支払いの形で現物として市中に散布されるプロセスであった。この場合、現金の過剰供給が直接的に通貨価値の希釈化を招くという理屈は明快である。しかし、現代の管理通貨制度において、貨幣の大部分は紙幣ではなく、中央銀行当座預金や銀行預金といったデジタル上の記帳として存在している。したがって、中央銀行が国債を引き受け、政府が支出を行うプロセスも、実際にはバランスシート上のデータの書き換えとして進行する。

貨幣がデジタル化された現代において、財政ファイナンスがどのような経路を通じて实体经济へ波及し、インフレ圧力を生じさせるのか。以下、そのプロセスを現代の金融実務に即して再定義する。

#### (a) 中央銀行による直接引き受けのケース

まず、最も基本的な形態である「中央銀行による国債の直接引き受け」のメカニズムを考察する。ここでは、政府が財政支出を拡大するために国債を100単位発行し、中央銀行がこれを直接引き受けるケースを想定する。

| 政府        |         |
|-----------|---------|
| 資産        | 負債      |
| 政府預金 +100 | 国債 +100 |

| 中央銀行    |           |
|---------|-----------|
| 資産      | 負債        |
| 国債 +100 | 政府預金 +100 |

上の表にあるように、中央銀行が国債を引き受けると、中央銀行のバランスシートの資産側に国債が計上され、負債側には政府が中央銀行に保有する口座である政府預金が増額される。政府側では、負債に国債、資産に政府預金が増上される。

次に、政府はこの調達した資金を用いて、民

間企業への支払いを行う。政府が小切手等で支払いを実行すると、民間企業はそれを取引銀行に持ち込み、自身の預金口座に入金する。これに伴い、民間銀行は中央銀行に対して代金の取り立てを行い、中央銀行にある政府預金を取り崩され、同額が民間銀行の当座預金へと振り替えられる。

| 政府       |         |
|----------|---------|
| 資産       | 負債      |
| 政府預金 ± 0 | 国債 +100 |

| 民間企業    |            |
|---------|------------|
| 資産      | 負債         |
| 預金 +100 | (純資産) +100 |

| 民間銀行      |         |
|-----------|---------|
| 資産        | 負債      |
| 当座預金 +100 | 預金 +100 |

| 中央銀行    |           |
|---------|-----------|
| 資産      | 負債        |
| 国債 +100 | 当座預金 +100 |

この結果、マクロ経済全体に以下の変化が生じる。第一に、民間企業が保有する銀行預金（100単位）の増加を通じた、マネーストックの直接的な拡大である。第二に、その裏付けとして中央銀行が供給する当座預金も同額増加し、マネタリーベースが膨張する。貨幣数量説である  $MV=PY$  に基づけば、貨幣の流通速度（ $V$ ）と実質 GDP（ $Y$ ）が一定であると仮定した場合、マネーストック（ $M$ ）の増加は、直接的に物価（ $P$ ）の上昇圧力となる。实体经济の文脈で言えば、政府が新たに創出した信用によって財やサービスを購入したことで、民間部門の手元資金が増加する。供給能力に余剰がない場合、この過剰な需要は物価上昇によって調整されるこ

となる。これが、財政ファイナンスがインフレを引き起こす基本的なメカニズムである。

#### ＜間接引き受け＞

次に、市場を経由した国債購入である間接引き受けのケースを考察する。結論から言えば、プロセスは複雑になるものの、最終的なバランスシートの変化は直接引き受けと全く同一となる。まず、政府が国債を 100 発行し、民間銀行がそれを購入する。民間銀行は、中央銀行に保有している当座預金を取り崩して国債代金を支払う。この時点で、中央銀行のバランスシート上では、民間銀行の口座から政府の口座へ資金が移動する。

| 政府        |         |
|-----------|---------|
| 資産        | 負債      |
| 政府預金 +100 | 国債 +100 |

| 民間銀行                 |      |
|----------------------|------|
| 資産                   | 負債   |
| 国債 +100<br>当座預金 -100 | 変化なし |

| 中央銀行 |                        |
|------|------------------------|
| 資産   | 負債                     |
| 変化なし | 政府預金 +100<br>当座預金 -100 |

次に、中央銀行が金融政策の一環として、民間銀行から国債を買い入れる。中央銀行は民間銀行から国債を受け取り、その代金として民間銀行の当座預金口座に 100 を振り込む。これに

より、民間銀行のバランスシートでは、保有していた国債が再び当座預金へと戻る。このプロセスを経た最終的なバランスシートは以下のようになる。

| 政府        |         |
|-----------|---------|
| 資産        | 負債      |
| 政府預金 +100 | 国債 +100 |

| 中央銀行    |           |
|---------|-----------|
| 資産      | 負債        |
| 国債 +100 | 政府預金 +100 |

このように、民間銀行は単なる仲介役となり、最終的な状態は直接引き受けの場合と完全に一致する。政府は新たな資金を手にし、中央銀行は資産として国債を保有している。

したがって、この状態から政府が支出を行えば、民間部門のマネーストックが増加する。すなわち、間接引き受けであっても、中銀が国債を買い支える構造があれば、貨幣数量方程式 ( $MV=PY$ ) を通じてインフレ圧力が生じるメカニズムは変わらない。<sup>9)</sup>

#### Ⅲ－３－２．インフレを増幅させるメカニズム

財政ファイナンスを起点として一度インフレが発生すると、それを鎮静化させることは容易ではなく、インフレ率は非線形に加速するリスクが高い。本節では、その増幅メカニズムと制御が困難となる要因を考察する。

制御不能な高インフレやハイパーインフレに至るか否かの重要な分水嶺は、経済主体がインフレヘッジのために自国通貨を忌避し、外貨や実物資産へのキャピタル・フライトを本格化さ

9) 日本銀行が 2010 年代以降に展開した「量的・質的金融緩和」においては、必ずしも高インフレは観察されなかった。これは、日銀の国債買い入れが主に既発債を対象としており、その裏で政府が大規模な財政赤字の拡大を持続的に行ったわけではないためである。日銀の買いオペによって民間銀行の当座預金は増加したものの、デフレ下における実質金利の相対的な高さや、民間部門の資金需要の乏しさから、信用創造は活発化しなかった。結果として、供給された資金の大部分は超過準備として中央銀行当座預金に滞留し、貨幣乗数が著しく低下したため、マネーストックの有意な増加には繋がらなかった。

せるか否かにある。<sup>10)</sup> 変動相場制を採用している場合、資本流出は急激な自国通貨安を招く。これは輸入物価の高騰を通じて国内物価を押し上げるコストプッシュ・インフレを引き起こし、さらなるインフレ期待上昇と通貨売りを招く悪循環を形成する。一方、固定相場制を採用している場合、通貨当局は為替レートを維持するために外貨準備の取り崩しを余儀なくされる。外貨準備が枯渇し、平価切下げに追い込まれば、外貨建て債務の実質負担が増加する。いわゆる原罪の問題を抱える新興国等においては、この為替相場の減価がもたらすバランスシート効果により、民間部門や政府の債務不履行が連鎖し、金融危機へと発展する可能性がある。

インフレが進行すると、通貨の価値保蔵手段としての機能も著しく喪失される。人々は、手持ちの現金価値が目減りする前に財やサービスを購入しようと急ぐため、貨幣からの逃避が生じる。これは、貨幣数量方程式 ( $MV=PY$ ) における貨幣の流通速度 ( $V$ ) の上昇を意味する。中央銀行がマネーサプライ ( $M$ ) の供給ペースを一定に保とうと試みたとしても、人々が貨幣を手放す速度 ( $V$ ) が加速することで、物価水準 ( $P$ ) の上昇率はマネーの増加率を大きく上回って加速することになる。

加えて、インフレ自体が財政状況をさらに悪化させる負のフィードバック効果も看過できない。主な要因は以下の3点である。第一に、歳入の実質価値の低下である。税額が確定してから実際に納税されるまでのタイムラグの間にインフレによって貨幣価値が低下するため、政府の実質的な税収が目減りする、いわゆるオリベラ・タンジ効果が発生する。第二に、金利上昇

による債務負担の増大である。インフレに伴う名目金利の上昇は国債の利払い費を急増させ、それが更なる国債増発を招き、インフレを加速させる。第三に、中央銀行および通貨への信認の毀損である。一度失われた信認を回復し、高止まりしたインフレ期待を再びアンカーすることは、政策的に困難を伴う。

ひとたびインフレが生じると、収束させるのは容易ではない。少なくとも財政ファイナンスをやめ、緊縮財政によって財政黒字にしない限り達成は難しい。現在、アルゼンチンにおけるミレイ政権が、インフレ退治に躍起になっているのは、財政ファイナンスの後遺症からの脱却が如何に難しいかを物語っている。現在、インフレ率がだいぶ収まるなど成果はあるが、緊縮財政でGDP成長率の低下、雇用の悪化などに苦しんでいる。

#### Ⅲ－４．日本の場合

図2のフローチャートに照らして、仮に日本国債に対する信認が揺らぎ、財政危機の兆候が表れた場合の政策対応を考察する。第一段階として、政府・日銀は市場機能の維持を試みるであろう。具体的には、政府・財務省による金融機関への国債保有継続の働きかけや、プライマリー・ディーラーに対する入札・落札への協力要請を行うことから始める。同時に、流通市場での金利急騰に対しては、日銀による臨時買入れオペレーションによって抑制が図られることになる。こうした措置は、前者の政府行動には金融抑圧の側面があり、後者の日銀行動には財政ファイナンスの色彩が濃い。したがって、市場の動揺を鎮めるためには、政府は中長期的

10) 現実のグローバル経済において完全な閉鎖経済を想定するのは非現実的であるが、理論的な思考実験として閉鎖経済モデルを検討する意義はある。閉鎖経済下では、国内の貯蓄は国内資産（主に国債）の購入に向かわざるを得ないため、開放経済下のような急激な資本流出によるインフレは発生しにくい。中央銀行が国債を買入れて市中銀行に流動性を供給し、銀行がその資金で再び国債を引き受け、政府が財政支出を行うという循環は、いわゆる金融抑圧的な環境下において、中央銀行が買い支えを続ける限り、資金繰りの面では持続可能に見える。しかし、このメカニズムで無制限に供給できるのは名目的なお金の「量」に過ぎない。インフレ等によって貨幣の「実質価値」が損なわれるリスクが存在する以上、実物経済における資源配分の歪みや信認の低下を招き、無条件かつ恒久的に継続できるシステムではない。

な財政健全化へのコミットメントを再提示し、日銀はあくまで金融システム安定化のための独自の政策判断であることを強調し、財政従属との懸念を払拭する必要がある。

しかし、市場の売り圧力が止まらず、図2における調整不可の経路を辿る場合、最終的な手段が検討されることになる。日本国債は自国通貨建てで発行されているため<sup>11)</sup>、債務不履行ではなく、中央銀行による流動性供給、すなわち財政ファイナンスによる解決が選択される公算が高い。むしろ、直ちに中央銀行による直接引き受けが行われるわけではない。当初は前述の(C)のシナリオのように、市場を経由した買い入れ等、実質的なファイナンスでありながら形式上は市場操作を装う手法がとられるであろう。そして、政府が必要な資金調達に窮すごとに、財政ファイナンスの度合いは高まってくると考えられる。もちろん、法的側面においても、財政法第5条本文では国債の中央銀行引き受けは原則として禁止されている。しかし、同条ただし書きには「特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」との例外規定が存在する。戦後、新規財源調達のためにこの条項が発動された前例はないが<sup>12)</sup>、危機的状況下においては、この例外規定に基づき、なし崩し的に直接引き受けへと移行する可能性は否定できない。

### Ⅲ－5. 小括

以上をまとめると、国家債務危機は、金利上昇に対する政府の調整能力と返済意思により、その展開が分岐する。十分な財政調整による信認回復が可能ならば、緊縮等の財政再建へ向かう。しかし、政治的理由等で調整不能場合、

結末は債務の通貨構成に依存する。外貨建て債務国は支払い能力の欠如により債務不履行に陥るが、自国通貨建て債務国は中央銀行による財政ファイナンスを選択しうる。これはインフレによる実質的な債務削減であるが、制御不能な高インフレを招くリスクを孕む。日本は自国通貨建てのため、危機時には債務不履行ではなく、この財政ファイナンスによるインフレ経路を辿る公算が高い。

そして、以上3点に緊縮財政、債務不履行・債務再編、高インフレに焦点を当てて説明してきたが、Reinhart and Rogoff (2013)によると、債務のGDP比を減少させる方法として、他にも経済成長と適度なインフレを伴った金融抑圧を挙げている。前者の経済成長は、平時における手法であるが、彼らは政治的に受け入れられやすいが実現性が乏しいと指摘している。例えば、我が国の場合では、第二次安倍政権下では「経済再生なくして財政健全化なし」のスローガンの下、積極的な財政政策と金融政策を行った。2013年からコロナ禍前の2019年までは、実質と名目の平均GDP成長率はそれぞれ、約1.0%・約1.8%と、アベノミクス以前の成長率よりは高まったが、目標である同2.0%、3.0%には届かなかった。債務が高い状態であると、経済成長率が低下するという研究（例えばReinhart and Rogoff (2010)<sup>13)</sup>）もあり、高い経済成長率のみによって、債務のGDP比を低下させていくのはハードルが高い。また、後者の金融抑圧については、国債の保有を金融機関に強制するなどすれば、資産逃避を起こすだろう。資本移動規制によって、制限するなども考えられるが、このような政策をとれば、平時とは言えない状況になる。現代においては、金

11) ただし、例外として国際協力銀行（JBIC）や日本政策投資銀行（DBJ）などの政府系金融機関は外貨建て債券を発行しており、これらには政府保証が付されている場合がある。

12) 借換債については、例外的に日銀による引き受けが行われている。また、1999年までは政府短期証券の引き受けが行われていた実績がある。

13) もっとも、この論文はHerndon et al. (2013)によって、集計ミスやデータの恣意的な除外があったことが指摘されている。また、因果関係が逆で、経済成長率が低下するから債務が高くなる、という方が適切であるという研究結果も報告されている（Panizza and Presbitero, 2014）。

融政策の枠組みの中で、緩やかに金融抑圧的な手法はとれるが、直接的な国債の保有を金融機

関に強制は難しいと考えられる。

## IV. 国家債務危機が経済に与える影響

本章では、緊縮財政・債務不履行・財政ファイナンスによる経済への与える影響をそれぞれ考察する。

### IV-1. 緊縮財政

危機の初期段階、すなわち市場においてリスクが意識され始めるものの、まだ政策的な調整余地が残されている局面においては、速やかな緊縮財政への転換が危機回避の鍵となる。一般的なケインズ経済学の枠組みでは、緊縮財政は総需要を抑制し、景気を悪化させると考えられる。しかし、財政状況が悪化している局面においては、逆説的に景気を刺激する可能性がある。これは非ケインズ効果と呼ばれる現象である。このメカニズムを支える実証研究は数多く存在する。Giavazzi and Pagano (1990) は、1980年代のデンマークとアイルランドの事例を分析し、大規模な財政引き締めを行ったにもかかわらず、消費や投資が活性化し、経済成長が加速したことを示した。その理論的背景について、Corsetti et al. (2012) は、財政政策の効果が、ソブリンリスクの水準や財政の持続可能性に対する市場の信認に依存することを明らかにしている。具体的には、財政赤字によりリスク・プレミアムが拡大している状況下での緊縮財政は、将来の増税懸念の払拭や財政破綻リスクの低下を通じて、リスク・プレミアムを大幅に低下させる。これにより、民間部門の資金調達コストが下がり、設備投資や消費が喚起されるため、緊縮による負の需要ショックが相殺、あるいは凌駕されるのである。Perotti (1999) も同様に、財政調整が金利低下を通じて民間需要をクラウド・インさせる効果を指摘している。し

たがって、危機の兆候が見られる初期段階において、果断に財政規律を回復させることは、国債金利の安定化を通じて、実体経済へのダメージを最小限に留める有効な手段となり得る。

ただし、緊縮財政の実施タイミングと環境には細心の注意が必要である。危機が深刻化し、極度の不況下においては、緊縮による経済への悪影響が強く出る可能性がある。Blanchard and Leigh (2013) は、世界金融危機後の分析において、深刻な不況期には財政乗数が従来想定されていたよりも高くなり、緊縮財政が予想以上の景気後退を招いたと指摘している。つまり、経済が深い危機に陥ってからでは緊縮のコストが甚大となるため、危機に至る前の段階、あるいは市場の信認が揺らぎ始めた初期段階での早期対応が不可欠である。表3には上記の議論をまとめている。

表3 緊縮財政の効果

| 危機の度合い | 緊縮財政の経済に与える影響 |
|--------|---------------|
| なし     | 負             |
| 軽度     | 正             |
| 深刻     | 負             |

（出所）筆者作成

### IV-2. 債務不履行

債務不履行を選択した（もしくはせざるをえなかった）場合、当該国はペナルティを負うことになる。その具体的なコストについて、Borensztein and Panizza (2009) は、外貨建て債務の債務不履行事例に基づき、定性的な観点から以下の4点に分類・整理している。(a) 資本市場からの排除と評判の毀損、(b) 国際貿

易への悪影響、(c) 国内経済および銀行システムへの波及、そして (d) 政治的コストである。以下、各項目の詳細を検証する。

第一に、(a) 資本市場からの排除と評判の毀損についてであるが、伝統的な財政破綻モデル (Eaton and Gersovitz, 1981 等) において、債務不履行に対する最大の抑止力は、国際資本市場からの排除であると仮定されてきた。すなわち、一度でも不履行を起こせば、投資家の信認を失い、長期間にわたり新規国債の発行が不可能になるというペナルティである。したがって、景気の振幅を国債の発行によって平準化するということができなくなる。また、市場復帰が可能となった後も、過去の債務不履行歴に対するリスク・プレミアムが上乗せされ、資金調達コストが高止まりすると考えられる。しかしながら、近年の実証研究によれば、市場の「記憶」は理論モデルが想定するほど長くはない。現実の事例を観察すると、債務不履行の発生から、何らかの形で市場アクセスを部分的に回復するまでの期間は、多くの場合短期間に留まっている (中央値で 1 年、第 3 四分位数で 2 年; Dias, Richmond, and Westfahl, 2024)。もっとも、同研究において新規借入れ額が対 GDP 比の 1% を超える状態を完全な市場アクセスの回復と厳格に定義した場合、その回復にかかる期間の中央値は 11 年へと大幅に長期化する。つまり、形式的な市場復帰を果たすのは早くとも、債務再編が完全に終了し、マクロ経済上有意な規模の資金調達を再び行えるようになるまでには、依然として相当な時間を要するというのが実態である。

また、要求されるリスク・プレミアムについても、過去の履歴よりは、その時点でのマクロ経済のファンダメンタルズに強く依存する傾向が見られる。とはいえ、危機の最中において外部資金調達が途絶することは、国家運営にとって大きな影響を与えることになることには変わりはない。

第二に、(b) 国際貿易への悪影響である。債務不履行を引き起こした国は、資本取引のみな

らず、実需の貿易取引においても制裁的な影響を受ける。Rose (2005) の実証分析によれば、債務不履行を起こした国は、その後約 15 年間にわたり二国間貿易額が約 8% 減少するとされている。その主たる要因は、貿易金融の収縮にある。輸入代金の決済に必要な信用状の発行が停止されたり、輸出企業に対する保証が受けられなくなることで、物理的なモノの輸出入が停滞するのである。また、債権者による海外資産の差し押さえリスクも、貿易活動を萎縮させる要因となる。

第三に、(c) 国内経済および銀行システムへの波及である。外貨建て債務の債務不履行であっても、その被害が対外的なものに留まることは稀である。まず、国内の民間銀行も資産運用の一環として外貨建て国債を保有している場合が多く、債務不履行による資産価値の毀損は銀行のバランスシートを直撃する。これにより自己資本比率が低下し、貸し渋りや場合によっては取り付け騒ぎといった金融システム危機を誘発しうる。さらに深刻なのは、通貨危機との連鎖である。債務不履行に伴うカントリーリスクの急騰は、自国通貨の暴落を招く可能性がある。これにより、外貨建てで資金調達を行っていた国内企業や銀行の実質債務負担が増加し、連鎖倒産が発生する。結果として、国内 GDP は大幅なマイナス成長を余儀なくされる。

第四に、(d) 政治的コストである。Borensztein and Panizza (2009) は、債務不履行の発生が財務大臣の更迭や政権交代の確率を有意に高めることを実証している。本稿は経済的波及効果に主眼を置くため政治的影響の詳述は割愛するが、債務不履行を起こした当事国が被る政治的打撃は極めて大きい。同研究によれば、債務不履行前後のデータが存在する 19 カ国中 18 カ国で与党連合が得票率を減少 (平均 16 パーセントポイントの低下) させている。さらに、全 22 事例の半数 (50%) において、債務不履行発生年または翌年に行政トップが交代した。これは Frankel (2005) が報告する平時における交代確率の 2 倍以上という極めて高い水準で

ある。

一方、国内債に対する債務不履行は、対外債務の場合に比べて、国内経済により深刻な影響を及ぼす公算が高い。その主な波及経路としては、金融システムの不安定化、逆資産効果による消費の減退、そしてそれらの相互作用によるGDPの大幅な落ち込みと、中長期的な税収の毀損が挙げられる。とりわけ深刻なのが金融システムへの打撃である。これについては Gennaioli et al. (2014) の分析が詳しい。彼らは、銀行が自国国債を資産として大量に保有している状況下での債務不履行が、銀行のバランスシートを毀損し、金融仲介機能を麻痺させるメカニズムを実証した。これは Brunnermeier et al. (2016) などが指摘する「ソプリン・銀行間の負の連鎖 (Doom Loop)」として知られる。国内債が債務不履行となれば、それを安全資産として保有していた国内銀行の自己資本は大きく毀損する。これにより銀行の信用供与能力は著しく低下し、最悪の場合には連鎖的な支払い不能状態に陥る。結果として、企業の外部資金調達が厳しく制約され、実体経済の生産活動が収縮することになる。

また、家計も国債を直接、あるいは投資信託や年金を通じて間接的に保有しているため、国内債の債務不履行は家計部門の金融資産の実質価値を大幅に毀損することを意味する。この逆資産効果は、将来不安の増大と相まって家計の消費を強く抑制し、それが企業の売上減少と雇用悪化を招くことで、マクロ経済全体の不況を深刻化させるという収縮スパイラルを引き起こす。

このように、同じ債務不履行であっても、その対象が国内債であるか対外債であるかという点や発生時の条件によって、実体経済に与える影響は極めて異質的である。債務不履行の形態や波及経路によって経済的損失の規模が大きく異なるという事実は、Trebesch and Zabel (2017)

や De Paoli, Hoggarth, and Saporta (2009) などの先行研究によっても実証的に示されている。

### Ⅳ－３．財政ファイナンス

財政ファイナンスのマクロ経済的影響を直接的に分析した文献は、比較的限られている。<sup>14)</sup> 定性的な議論として、Turner (2015) は財政ファイナンスの経済的有効性を認めつつも、それに伴う甚大な政治的リスクを警鐘している。すなわち、一度その手法が実行可能であると認識され、法的あるいは慣習的な歯止めが取り払われれば、政治的な力学によって過剰な貨幣発行が常態化する危険性があるという指摘である。この懸念は歴史的教訓からも裏付けられる。Sargent (1982) は、歴史上のハイパーインフレーションがどのように終息したかを分析し、以下の３点をその要件として挙げている。(1) インフレの主因は政府支出を賄うための中央銀行による貨幣の増発にあり、その抑制には、政府が中央銀行への依存を断ち、税収と健全な国債発行によって財政を運営するという信認可能なコミットメントが不可欠であること。(2) 中央銀行が政府から独立し、財政赤字のマネタイゼーションを禁じる制度的・法的裏付けを持つこと。(3) 政府のレジーム転換に対する確固たる信認が形成されることで、民間のインフレ期待が低下することである。

一方、定量的なアプローチとしては、Galí (2020) がニューケインジアン・モデルを用いて、財政ファイナンスがもたらす景気刺激効果を示している。同研究によれば、貨幣発行を伴う財政拡張は、通常の公債発行による拡張的財政政策よりも大きなマクロ経済効果を生み、とりわけゼロ金利制約に直面していない平時においてその効果が顕著になるとされる。もっとも、同分析は一回限りの政策介入を想定したものであり、Galí 自身も結語において、同政策を多用した場合には深刻なインフレ・バイアスを招き、

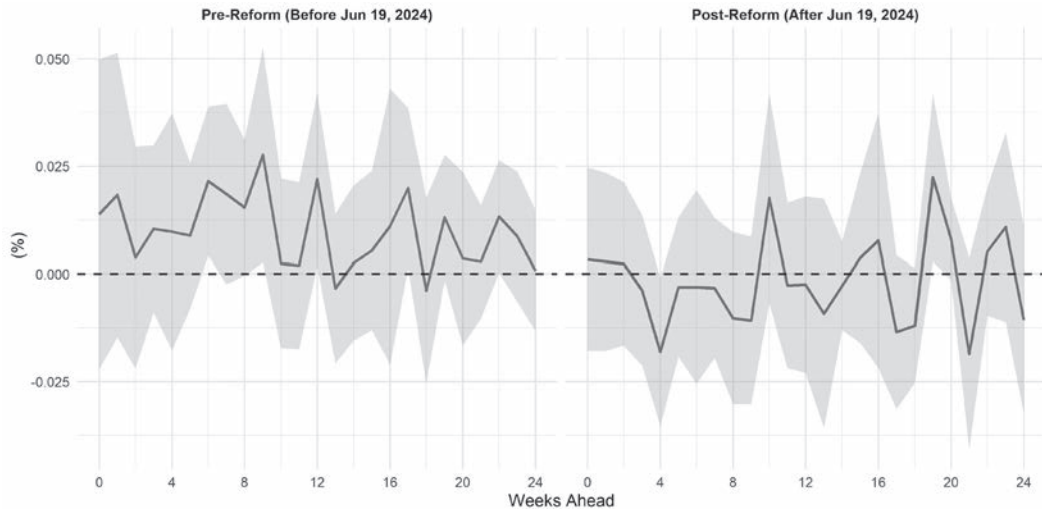
14) ベースマネーとインフレーションの基本的な関係については、Sargent and Wallace (1981) による「マネタリストの不快な算術 (Some Unpleasant Monetarist Arithmetic)」を参照されたい。

結果として政策の有効性を損なう危険性があると付言している。同様にニューケインジアン・モデルを用いた English et al. (2017) の分析においても、財政ファイナンスの高い景気浮揚効果と、それに伴うインフレ・リスクに関して同様の結論が導き出されている。

しかしながら、財政ファイナンスのマクロ経

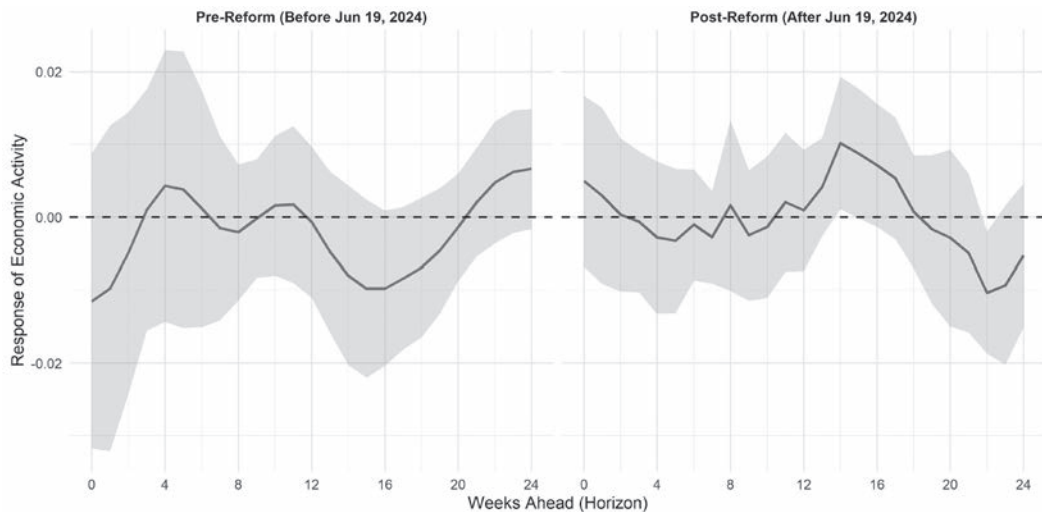
済的影響を厳密なデータに基づいて検証した実証分析は依然として限られている。この点を踏まえ、筆者が現在進行中の別稿では、アルゼンチンを対象に、状態依存型ローカル・プロジェクションを用いて、マネタリーベースの1%の外生的な拡大がインフレーションおよび経済活動指数に与える動学的な影響を推計している。

図3 マネタリーベースショックからCPIへのインパルス応答関数



(出所) 筆者推計

図4 マネタリーベースショックから経済活動指数へのインパルス応答関数



(出所) 筆者推計

分析に際しては、ハビエル・ミレイ大統領が就任し、財政ファイナンスの停止を伴う経済改革法案が可決された2024年6月を境に、サンプルを2つのレジームに分割した。すなわち、財政ファイナンスが恒常化していた「2013年から2024年5月までの期間」と、それが停止された「2024年6月以降の期間」である。

まず、図3に示されたマネタリーベース・ショックからCPI変化率へのインパルス応答関数を確認する。ミレイ政権以前のレジームにおいては、マネタリーベースを1%増加させると、CPI変化率に対して恒常的に正の有意な影響を与えていることが観察される。これはインフレ率に対する影響であるため、累積インパルス応答として見た場合、物価水準そのものに対する押し上げ効果は極めて大きいと評価できる。さらに留意すべき点として、同期間中のアルゼンチンでは広範な価格統制が敷かれていた。仮に価格メカニズムが正常に機能していたならば、マネー増発によるインフレ圧力は推計値よりもさらに大きく顕在化していた可能性が高い。一方、ミレイ政権期のレジームにおいては、マネタリーベース・ショックがCPIに与える影響は概ね剥落している。この背景として、同期間中のマネタリーベース増加の主因が外貨準備の積み増しに起因しており、マネーサプライの膨張を伴う信用創造に繋がっていないため、インフレ圧力への波及が遮断されている

ことが挙げられる。

次に、図4のマネタリーベース・ショックから経済活動指数へのインパルス応答関数を考察する。ミレイ政権以前のレジームでは、ショック発生直後（約3週間）に負の影響が観察された後、一時的な持ち直しを見せるものの、約3ヶ月先にかけてゼロ近傍で推移し、最終的には明確な下押し圧力へと転じている。向こう半年間の累積的な推移を総括すれば、財政ファイナンスを伴うマネタリーベース・ショックは、実体経済に対してむしろ負の波及効果が大きかったと結論付けられる。これに対し、ミレイ政権期のレジームでは、応答は概ねゼロ近傍を推移している。インフレの抑制には成功している一方で、外貨準備蓄積に伴うマネタリーベースの増加が、経済活動に対する明確な刺激効果として顕在化するには至っていない。この結果については、経済改革の本格的な始動（2024年6月）から2026年4月現在に至るまで、いまだ2年弱しか経過しておらず、実質GDPや生産活動への構造的な影響を評価するには期間が十分ではないことが一因として考えられる。もっとも、マクロ経済学における貨幣の中立性の観点に立てば、純粋なマネタリーベースの変動が実物変数たる経済活動に対して持続的かつ大規模な影響を与えないこと自体は、理論的にも標準的な結果であると解釈できる。

## V. 終わりに

本稿では、高水準の公的債務が累積した現状を出発点とし、国家債務危機が発生する条件、その顕在化プロセス、および最終的な政策的帰結がマクロ経済に与える影響について包括的に検討した。危機の発生メカニズムは、マクロ経済の脆弱性にとどまらず、流動性ショックや政治的要因など多岐にわたる。危機が顕在化した

際、初期段階での的確な緊縮財政は信認回復を通じて負のショックを緩和し得るが、調整に失敗すれば債務不履行や財政ファイナンスという甚大な代償を伴う。債務不履行、とりわけ国内債の不履行は、銀行システムを巻き込む「負の連鎖」を引き起こし、深刻な経済収縮を招く。一方、自国通貨建て債務国が選択し得る財政

ファイナンスも解決策とはならない。アルゼンチンを対象とした実証分析が示す通り、規律を欠いたマネタリーベースの拡大は恒常的な高インフレを招き、实体经济に対しても明確に負に作用する。高債務時代においてマクロ経済の安定を維持するには、安易な貨幣増発への依存を排し、持続可能な財政運営と中央銀行の独立性に基づく「信認可能なコミットメント」を絶えず確保することが何よりも肝要である。

国家債務危機という多次元的な事象に対し、従来の経済学的な分析は依然として発展の途上にある。今後はコンピュータの計算能力を武器に、現実には潜む非線形な複雑性を維持しつつ、危機発生時に即応できる動的な分析ツールの開発が求められる。理論上の抽象論から脱却し、複雑系としての危機の本質を捉えた具体的な政策実装を模索することこそが、今後の経済学が果たすべき重要な責務であると言えよう。

## 参 考 文 献

- Aguiar, M., & Gopinath, G. (2006). "Defaultable debt, interest rates and the current account". *Journal of International Economics*, 69 (1), 64-83.
- Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2019). *Austerity: When It Works and When It Doesn't*. Princeton University Press.
- Arellano, C. (2008). "Default risk and income fluctuations in emerging economies". *American Economic Review*, 98 (3), 690-712.
- Asonuma, T., & Trebesch, C. (2016). "Sovereign debt restructurings: Preemptive or post-default". *Journal of the European Economic Association*, 14 (1), 175-214.
- Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012). "Measuring the output responses to fiscal policy". *American Economic Journal: Economic Policy*, 4 (2), 1-27.
- Benjamin, D., & Wright, M. L. J. (2009). "Recovery Before Redemption: A Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations". Unpublished manuscript
- Bi, H. (2012). "Sovereign default risk premia, fiscal limits, and fiscal policy". *European Economic Review*, 56 (3), 389-410.
- Bi, H., & Traum, N. (2012). "Estimating sovereign default risk". *American Economic Review*, 102 (3), 161-166.
- Bi, H., & Traum, N. (2014). "Estimating fiscal limits: The case of Greece". *Journal of Applied Econometrics*, 29 (7), 1053-1072.
- Blanchard, O. J., & Leigh, D. (2013). "Growth forecast errors and fiscal multipliers". *American Economic Review*, 103 (3), 117-120.
- Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). "The costs of sovereign default". *IMF Staff Papers*, 56 (4), 683-741.
- Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Trebesch, C., & Vayanos, D. (2016). "The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies". *American Economic Review*, 106 (5), 508-512.
- Calvo, G. A. (1998). "Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops". *Journal of Applied Economics*, 1 (1), 35-54.
- Chatterjee, S., & Eyigungor, B. (2012). "Maturity, indebtedness, and default risk". *American Economic Review*, 102 (6), 2674-2699.
- Cole, H. L., & Kehoe, T. J. (2000). "Self-fulfilling debt crises". *The Review of Economic Studies*, 67 (1), 91-116.

- Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A., & Müller, G. J. (2012). "Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability". *The Economic Journal*, 123 (566), F99-F132.
- De Paoli, B., Hoggarth, G., & Saporta, V. (2009). "Costs of sovereign default". *IMF Staff Papers*, 56 (4), 683-741.
- Dias, D. A., Richmond, C., & Westfahl, G. (2024). Duration of capital market exclusion: An empirical investigation. Finance and Economics Discussion Series 2024-093. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Eaton, J., & Gersovitz, M. (1981). "Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis". *The Review of Economic Studies*, 48 (2), 289-309.
- English, W. B., Erceg, C. J., & Lopez-Salido, D. (2017). Money-Financed Fiscal Programs: A Cautionary Tale. Finance and Economics Discussion Series 2017-060. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Frankel, J. A. (2005). "Contractionary Currency Crashes in Developing Countries". *IMF Staff Papers*, 52 (2), 149-192.
- Galí, J. (2020). "The effects of a money-financed fiscal stimulus". *Journal of Monetary Economics*, 115, 1-19.
- Gennaioli, N., Martin, A., & Rossi, S. (2014). "Sovereign default, domestic banks, and financial institutions". *The Journal of Finance*, 69 (2), 819-866.
- Giavazzi, F., & Pagano, M. (1990). "Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries". *NBER Macroeconomics Annual 1990*, 5, 75-111.
- Grossman, H. I., and Van Huyck, J. B. (1988). "Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation". *American Economic Review*, 78 (5), 1088-1097.
- Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2013). "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff". *Cambridge Journal of Economics*, 38 (2), 257-279.
- Jordà, Ó. (2005). "Estimation and inference of impulse responses by local projections". *American Economic Review*, 95 (1), 161-182.
- Lorenzoni, G., & Werning, I. (2019). "Slow moving debt crises". *American Economic Review*, 109 (9), 3229-3263.
- Manasse, P., & Roubini, N. (2009). "Rules of thumb" for sovereign debt crises. *Journal of International Economics*, 78 (2), 192-205.
- Manasse, P., Roubini, N., and Schimmelpfennig, A. (2003). "Predicting Sovereign Debt Crises". *IMF Working Paper*, WP/03/221.
- Mendoza, E. G., & Yue, V. Z. (2012). "A general equilibrium model of sovereign default and business cycles". *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (2), 889-946.
- Panizza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009). "The economics and law of sovereign debt and default". *Journal of Economic Literature*, 47 (3), 651-698.
- Panizza, U., & Presbitero, A. F. (2014). "Public debt and economic growth: Is there a causal effect?" *Journal of Macroeconomics*, 41, 21-41.
- Perotti, R. (1999). "Fiscal policy in good times and bad". *The Quarterly Journal of Economics*, 114 (4), 1399-1436.
- Ramey, V. A., & Zubairy, S. (2018). "Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from US historical data". *Journal of Political Economy*, 126 (2), 850-901.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of*

- Financial Folly*. Princeton University Press.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). “Growth in a time of debt”. *American Economic Review*, 100 (2), 573-578.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). “The forgotten history of domestic debt”. *The Economic Journal*, 121 (552), 319-350.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2013). “Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten”. *IMF Working Paper*, WP/13/266.
- Roldán, F. (2025). “The aggregate-demand doom loop: Precautionary motives and the welfare costs of sovereign risk”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 17 (3), 160-204.
- Rose, A. K. (2005). “One reason countries pay their debts: Renegotiation and international trade”. *Journal of Development Economics*, 77 (1), 189-206.
- Sargent, T. J. (1982). “The ends of four big inflations. In R. E. Hall (Ed.)”, *Inflation: Causes and effects* (pp. 41-97). University of Chicago Press.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). “Some unpleasant monetarist arithmetic”. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 (3), 1-17.
- Sosa-Padilla, C. (2018). “Sovereign defaults and banking crises”. *Journal of Monetary Economics*, 99, 88-105.
- Trebesch, C., & Zabel, M. (2017). “The output costs of hard and soft sovereign defaults”. *European Economic Review*, 92, 416-432.
- Turner, A. (2015). “The case for monetary finance – An essentially political issue”. *16th Jacques Polak Annual Research Conference*.
- Yue, V. Z. (2010). “Sovereign default and debt renegotiation”. *Journal of International Economics*, 80 (2), 176-187.

## Appendix A：アルゼンチンの財政ファイナンスの実証研究のフレームワーク

本稿の実証分析では、マクロ経済変数に対するショックの動学的な波及効果であるインパルス応答が、経済のレジームによってどのように変化するかを捉えるため、Jordà (2005) が提唱し、Auerbach and Gorodnichenko (2012) や Ramey and Zubairy (2018) らによって非線形モデルへと拡張された「状態依存型ローカル・プロジェクション (State-Dependent Local Projections: SD-LP)」を用いている。

標準的なベクトル自己回帰 (VAR) モデルでは、分析期間を通じてパラメータが一定であることを前提としており、レジームチェンジを伴う非線形な動学変化を捉えることが構造上難しい。これに対し、ローカル・プロジェク

ション手法は、各予測ホライズン（期先）において独立した単一方程式を直接推計するため、VAR モデルのような誤定式化によるバイアスの増幅を防ぐことができる。さらに、状態を示すダミー変数を組み込むことで、極めて柔軟に状態依存的なインパルス応答を推定することが可能となる。本稿で推定する基本モデルは以下の通りである。

$$y_{t+h} = I_{t-1} (\alpha_A^h + \beta_A^h x_t + \Gamma_A^h X_t) + (1 - I_{t-1}) (\alpha_B^h + \beta_B^h x_t + \Gamma_B^h X_t) + u_{t+h}$$

ここで、 $y_{t+h}$  は  $t$  期から  $h$  期先の応答変数、 $x_t$  は  $t$  期におけるショック変数、 $I_{t-1}$  は経済の状態を示すダミー変数、 $X_t$  はコントロール変数

のベクトルである。

本推計における最大の関心事は、ショックの波及効果を示す係数  $\beta_A^h$  および  $\beta_B^h$  である。本稿の文脈においては、 $I_{t-1}$  を用いて期間を分割す

ることにより、2024年6月以前の財政ファイナンス期における波及効果（ $\beta_A^h$ ）と以後の財政ファイナンスを行っていない時期における波及効果（ $\beta_B^h$ ）を個別に導出している。

## Appendix B：データの出所

本稿の実証分析に用いた各変数のデータ出所は以下の通りである。

- 政府債務残高対GDP比（Debt-to-GDP ratio）一般政府のグロス債務残高対GDP比（General government consolidated gross debt as a percentage of GDP）。国際通貨基金（IMF）「World Economic Outlook（WEO）」データベースより取得。
- 経済活動指数（EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica）アルゼンチン国家統計センサス局（INDEC: Instituto Nacional de Estadística y

Censos）の公表データを使用。

- 消費者物価指数（CPI）Alphacast 社が提供する高頻度コア CPI データ（High frequency CPI, core data）を使用。
- 為替レート アルゼンチンの経済メディア「Ámbito Financiero」（ambito.com）が提供する日次ヒストリカルデータを使用。
- 外貨準備、マネタリーベース、財政ファイナンス、不胎化 アルゼンチン中央銀行（BCRA: Banco Central de la República Argentina）通貨統計部（Gerencia de Estadísticas Monetarias）の公表データより取得。