

リサーチ TODAY

2012年1月17日

## ソブリン債とはなにか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

ソブリン債とは政府が発行する債券で、従来それはリスクフリーとみなされた。もちろん、全ての国が発行するものがリスクフリーとは考えられていなかったが、少なくとも先進国であるOECD加盟諸国の発行する国債はリスクフリーとされ、BIS等の規制においてもリスクウェイトがかからないものとされてきた。そもそも、ソブリンとは「最高」を意味する言葉であっただけに、リスクフリーとされるのは当然でもあった。しかし、2010年以降の欧州債務危機はそうしたリスクフリー概念を根本から揺るがすものだった。

実際に、ギリシャ国債の保有者が50%の債務減免を余儀なくされる状況や、イタリア・ポルトガル等の国債価格が大幅に減価し、その結果、金融当局が当該国債の価格下落を勘案したストレステストを各国金融機関に課す必要が生じたなかでは、バーゼル規制上で国債のリスクウェイトをゼロのまま済ませることが妥当かとの議論も生じうる。投資家の間では欧州のPIIGS諸国と国際的な超有力企業の信用度とどちらが高いのかとの素朴な議論も生じている。現実には、グローバルな投資家のなかには、国債のように倒産法制が十分でない債券よりも、倒産法制があって一定の債権回収可能性もある社債のほうが投資しやすいとの意見を示す者も出てきた。

今日、金融学者のなかには、ソブリンの概念を一まとめでなく、区分して議論すべきとの見方も存在する。英国の有力な金融学者のグッドハート氏は、ソブリンsovereignを「full sovereign(完全なソブリン)」と「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」とに区分して議論すべきとの見方を示している。ここで、「full sovereign」とは、自国通貨を発行することができる国・政府で、その結果、政府債務を自国でマネタイズして通貨調整を行うことも可能となる。もちろん、完全なソブリンが運用を誤れば、通貨価値の下落やインフレを招くことになるが、経済の調整に対する自由度を持つことになる。ここでのマネタイゼーションの可能性はあくまでも極端なものであり、経常収支が黒字であれば、日本のように国内での貯蓄余剰を活用し自国内でのファイナンスが可能になる。

一方、「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」は、通貨を発行できない国・政府を指し、ユーロ加盟国がそれにあたる。ユーロ加盟国の場合、国債を発行しても、それを中央銀行が自由裁量でマネタイズすることができない。また、通貨調整も十分に行うことができない。つまり、ソブリンの重要な要素の一部が充たされていないと考えられる。

教科書的に経常収支は以下の恒等式(ISバランス(貯蓄投資バランス))を満たす。第二次世界大戦後、債務危機ケースの大半は経常収支、すなわち対外バランス悪化によるものだった。ここで経常収支(CA)は、

$$\begin{aligned} \text{経常収支(CA)} &= (\text{国内貯蓄} - \text{国内投資}) + (\text{税収} - \text{政府支出}) \\ &= \text{国内貯蓄余剰(不足)} + \text{財政黒字(赤字)} \end{aligned}$$

となる。

筆者は下記のように、ISバランスをベースにソブリン危機の4類型を示してきた。そして、ユーロのPIIGS諸国の場合は、アルゼンチンと比べても通貨調整を行いにくい分、問題が大きいとしてきた。

■図表:ISバランスの4類型と金融危機

	国内純貯蓄	財政収支	経常収支	備考
米 国	赤字	赤字	大幅赤字	「双子の赤字」だが、基軸通貨で、「full sovereign(完全なソブリン)」
日 本	大幅黒字	赤字	黒字	「full sovereign(完全なソブリン)」
2001年アルゼンチン等、途上国危機	赤字	赤字	赤字	通貨調整あり、ただし、「sovereign」自体に議論
ユーロの PIIGS	赤字	赤字	赤字	通貨調整困難で、「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」

(資料) みずほ総合研究所

同様に、先の「full sovereign(完全なソブリン)」と「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」とに区分して考えれば、自国で通貨を発行できる米国、日本、アルゼンチンは「full sovereign(完全なソブリン)」である一方、自国で通貨を発行できないユーロのPIIGSは「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」となる。また、ドイツも定義上は「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」となる。

ただし、「full sovereign(完全なソブリン)」であっても、経常収支が赤字で自国にてファイナンスができないなかでマネタイゼーションに過度に依存すれば、通貨価値が下落する。経常収支赤字でファイナンスの安定度が低下する国の政府は、「full sovereign(完全なソブリン)」とは言いにくい。例えばアルゼンチンのケースは「full sovereign(完全なソブリン)」に当てはまりにくいだろう。ただし、米国のように、自国内でのファイナンスができなくても、「基軸通貨の特権」での資金調達が可能となる国の政府は「full sovereign」とみなされやすい。

国家の存続が国債市場の評価に左右される「ソブリン・ワールドカップ」の状況が見られる今日においては、その評価の基準となるルールが国家にとって極めて重要となる。しかも影響が大きく及ぶルールには、バーゼル3のようなグローバルな規制に止まらず、ボルカー・ルールのような個別国の規制も含まれる。各国当局はいまや規制を巡って生存競争をしているようなものだ。我々は従来の「通説」「常識」とは異なる状況が生じていることに強い関心を払う必要がある。

昨日も「TODAY」で触れたが、1月12日に日本の金融庁と日銀は、米国が公表している銀行の自己資金取引を大幅に制限するボルカー・ルール案について、日本国債を適用除外とするように求める要望書を米金融当局に送付したと発表した。ボルカー・ルール上、銀行が自己資金で売買できる有価証券は米国債等に限定されており、日本国債にも同ルールの適用除外を求めるものだ。

日本にとっても、国債の安定という最大の国益を守るための対応は重要なものである。日本としては、今後、国債のリスクウェイト議論が生じた場合、円の性格がユーロとは大きく異なること、しかも国内貯蓄を背景に国内ファイナンスが安定していることなどから、日本の国債が依然リスクフリーの要件を認すことを理論的な観点からも主張する必要がある。同時に、日本政府は自らの財政規律を示しつつ、国内での信認を確保することが肝要である。