

米国財政の持続可能性と金利動向

中長期的な懸念は残存も、長期金利は安定的に推移

調査部 総括・市場調査チーム
エコノミスト

嶋中由理子

080-1069-4638

yuriko.shimanaka@mizuho-rt.co.jp

- 米国の金融市場では、財政の持続可能性への関心が徐々に高まっている。背景には、債務上限問題や予算審議を巡って、中長期的な財政悪化に対する懸念が徐々に意識されたことがある
- 2023年度の財政赤字はコロナ禍以降過去最大となった。金融引き締めによる金利上昇で公的債務の利払い負担が増加しており、赤字の拡大要因となっている
- 米国財政は中長期的な悪化が見込まれるも、インフレが収束し、政策金利が3%台まで低下すれば、持続可能な範囲内。タームプレミアムが抑制されることで長期金利は安定的に推移しよう

1. はじめに～米国金融市場では、財政の持続可能性への関心が徐々に高まる

米国の金融市場では、財政の持続可能性への関心が徐々に高まりつつある。背景には、コロナ禍以降に米国債の発行額が急激に増え、発行残高が増加の一途をたどっていることがあるだろう。昨今、債務上限問題や予算審議を巡って、議会運営を巡る混乱が続く中、中長期的な財政悪化に対する懸念が徐々に意識されている。

米国債に対する大手格付け会社のコメントをみても、各格付け機関は米国の中長期的な財政悪化や、議会運営を巡る混乱に伴う債務支払い能力低下（財政計画がまとまらないなど）を懸念視しているよ

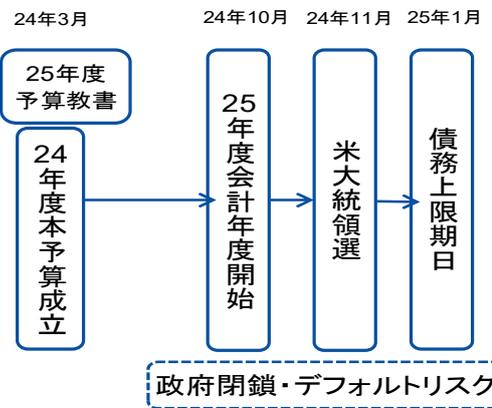
図表 1 米国債に対する格付け機関の動向

	米国格付け（格付け日） アウトLOOK（効力発生日）	格付け会社のコメント
S&P グローバル・ レーティング	AA+ (2011/8/5) 安定的 (2013/6/10)	・財政赤字削減計画が中長期的な債務構造の安定に対して不十分、債務上限問題を巡る政治的混乱 (2011/8/5) ・財政悪化リスクの後退から、見通しは「安定的」に (2013/6/10)
フィッチ・ レーティングス	AA+ (2023/8/1) 安定的 (2024/3/1)	・今後3年間に予想される財政悪化、高水準かつ増加しつつある政府債務負担、過去20年間のガバナンスの低下（債務上限を巡る対立） (2023/8/1)
ムーディーズ・ インベスターズ・ サービス	Aaa (1949/2/5) ネガティブ (2023/11/10)	・財政赤字高止まりと債務支払い能力の低下（議会内で二極化が継続し、支払い能力低下を遅らせるための財政計画がまとまらない）。一方で米国の信用力・経済力は高い (2023/11/10)

(注) コメントについては、報道ベースの内容を、筆者による要約の上、要点のみ抜粋・省略している

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 2 米国予算・議会運営の先行き



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

うである（図表1）。これらの懸念は、従前より指摘されてきたことであるが（2011年8月に格付け会社S&P（現S&Pグローバル・レーティング）が史上初の米国債格下げを実施）、特に昨今その傾向が強まっている。昨年以降を振り返ると、2023年5～6月には、米国債務上限問題を巡る与野党協議が難航してデフォルト（債務不履行）に陥る「Xデー」への警戒感が高まった。最終的には、債務上限停止法案が成立（6/3）してデフォルトは回避されたものの、その後格付け会社フィッチ・レーティングスは米国債格付けを1段階引き下げた（「AAA」→「AA+」）（8/1）。

2024年度予算協議（米会計年度：2023年10月～2024年9月）を巡る与野党交渉の難航については、史上初の米下院議長の解任などの議会運営の混乱を経て、格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、米国債の格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた（11/10）。その後も、つなぎ予算の期日直前での成立や延長によって政府閉鎖が回避される事象が繰り返されたが、3月23日ようやく2024年度予算は成立した。

なお、3月11日に公表された2025年度（米会計年度：2024年10月～2025年9月）予算教書では、約7.3兆ドル規模の歳出が要求され、前年度対比で+4.7%増加する見通しが示された。一方で、大企業や富裕層への増税（収益10億ドル規模の大企業への最低法人税率を15%から21%へ引き上げ、所得上位0.01%の富裕層への最低所得税率25%を適用など）によって10年間で約5兆ドルの税収増を見込んでおり、10年間で財政赤字は約3兆ドル圧縮する見通しを立てている。ただし、例年の傾向からすれば、米国会で予算教書通りの予算が編成される可能性は低いとみられ、実際に財政赤字が圧縮されるかは不透明である。

米国の財政問題を巡っては、上下院ねじれ議会の中、2025年度予算についても引き続き与野党対立が続く構図は変わらないと予想される。2024年11月には米大統領選、2025年1月には債務上限期日が再び到来するなどの注目イベントを控え、財政問題は米国債市場で引き続き材料視されるだろう（図表2）。そこで本稿では、米国財政の現状について整理した上で、米長期金利の見通しについて考察する。

2. 米国財政の現状～金融引き締めによる金利上昇で公的債務の利払い負担は増加

（1）2023年度の財政赤字は約1.7兆ドルと、コロナ禍以降過去最大

まず、米国財政収支の現状について確認しよう（図表3）。米財務省によると、2023年度（米会計年度：2022年10月～2023年9月）の財政赤字は約1.7兆ドル（GDP比6.3%）と、コロナ禍以降で最大になった。財政赤字の主な要因として指摘されたのは、歳入の減少に加えて、膨張する公的債務と金利上昇に伴う利払い負担の増加である。特に、2023年度の純利払い負担（純金利支出）は6,593億ドルと2021年度の2倍近くまで増大している。

（2）金融引き締めによる短期金利上昇に伴い、公的債務の利払い負担は増加

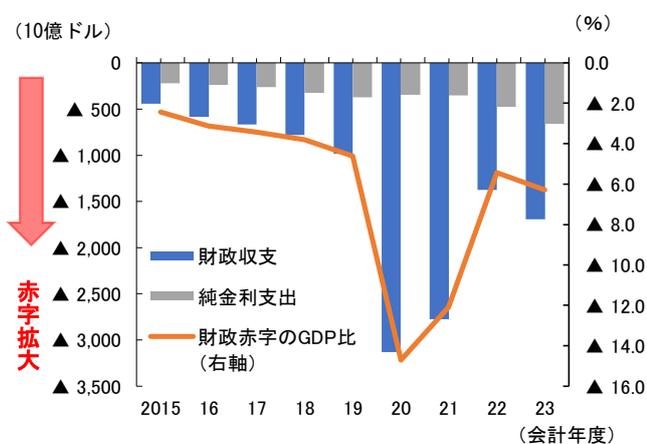
FRBの金融引き締めに伴い2022年以降の政策金利は、その間+5.25%Pt引き上げられたが、結果として、利払い負担は大きく増加した。政策金利の引き上げは、特に短期金利の上昇につながりやすいが、米国債の構成を確認すると、特に償還期間が1年以内の短期証券（T-Bills）が20%超のウェイトを占め、財務省借入諮問委員会（TBAC）が推奨する15～20%を上回っている（図表4）。したがって、米国政府債務の利払い費は、特に短期金利上昇の影響を受けやすい構造となっている。

実際、2024年2月末時点の公的債務の利払い費¹は、年間累積で1兆ドル超まで増加している。対GDP比でみると3%台半ばまで上昇しており、2022年初対比で+1%Pt超上昇したことになる（図表5）。

（3）米国債発行計画は、各年限とも前四半期対比で増額も、当面の発行規模は維持

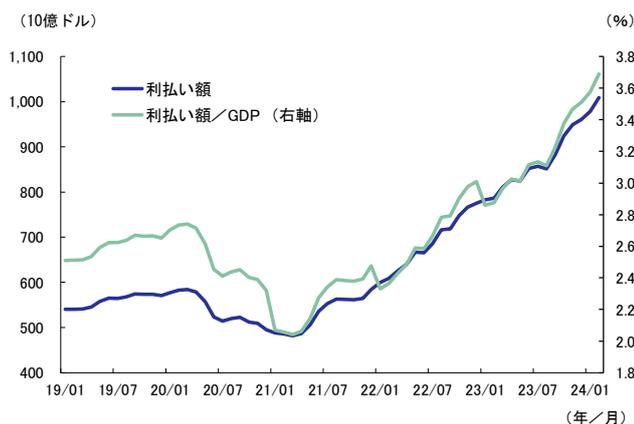
米国の財政赤字が拡大する中、米国債発行額は今後も増加する見込みである。1月末に公表された米国債の発行計画では、2024年2～4月期は前四半期対比で幅広い年限で増加する見通しだ（図表6）。他方、数四半期程度先の発行規模は維持するとの方針が同時に示されており、増発ペースが一層加速することは無さそうだ。2023年8月・11月の発行計画公表の際には発行額を段階的に増額する方針が示され懸念されていたが、今般の発表は短期的な米国債の需給面での安心材料といえるだろう。

図表 3 米国財政収支と純利払い負担



（出所）米国議会予算局（CBO）より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

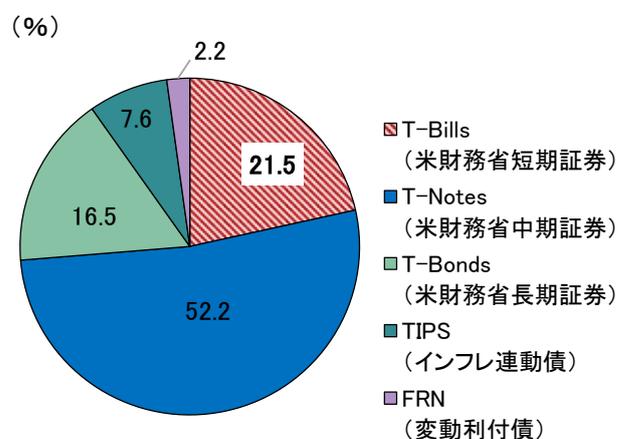
図表 5 公的債務の利払い費と対GDP比



（注）公的債務の利払い費は、月次の後方12カ月移動累積値。分母となるGDPは年間額。2024年以降のGDPは2023年のものを用いた

（出所）米国財務省、商務省より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表 4 米国債の構成



（注）2023年末時点での米国債割合

（出所）SIFMAより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表6 国債発行状況及び計画

		T-Notes					T-Bonds	
		2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年
23年	8月	45	42	46	36	38	16	23
	9月	48	44	49	37	35	13	20
	10月	51	46	52	38	35	13	20
	11月	54	48	55	39	40	16	24
24年	12月	57	50	58	40	37	13	21
	1月	60	52	61	41	37	13	21
	2月	63	54	64	42	42	16	25
	3月	66	56	67	43	39	13	22
	4月	69	58	70	44	39	13	22

（注）名目利付債の発行計画

（出所）米国財務省より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

3. 米国債務は中長期的に拡大も、当面、持続可能な範囲内。長期金利は安定的に推移

(1) 米国債務は中長期的に拡大も、政策金利が3%台まで低下すれば維持可能な範囲内

ここまで米国財政の現状について整理してきたが、最後に財政の持続可能性と米長期金利の先行きについて考察したい。

前提となる見通しとして、みずほリサーチ&テクノロジーズ²は、米国経済が2024年半ばにかけて景気減速となるものの、その後は緩やかに持ち直すと予想している。米連邦準備制度理事会（FRB）は、景気とインフレの着実な減速を確認した上で、2024年4～6月期より利下げを開始する見込みである。依然として労働需給のひっ迫や賃金インフレ圧力が残存する中、利下げペースは緩やかになるものの、2025年度にかけて政策金利は3%台まで低下すると予想する。

上記の見通しを踏まえて、今後の財政の持続可能性について考えてみよう。まず、短期の視点で見ると、2節で述べた、短期金利の上昇に伴う公的債務の利払い費の増加については、先行きのインフレ圧力が鈍化し、FRBの利下げが開始されるとみられる年後半は徐々に低下していくだろう。米国債の発行計画についても、当面数四半期程度は発行規模が維持される見込みであり、短期的な影響については懸念が少ないと考えられる。

次に、中長期的な視点でみると、バイデン大統領とトランプ前大統領のどちらが勝っても財政拡大が続くとの見方が広がる中、米国政府債務は中長期的に拡大していくことが懸念される。2月に公開された米国議会予算局（CBO）の見通しによると³、財政赤字は、2024年度は税制上の特殊要因の剥落により、2026～2028年度にかけてはトランプ減税の終了に伴い、一時的に赤字幅は縮小するものの、2034年度には約2.6兆ドル（2023年度対比約5割増）と中長期的に増大する見通しである。

2023年7月時点の試算になるが、CBOは公的債務のGDP比について、ベースライン対比で政策金利が上振れる「金利上振れシナリオ」と逆に下振れる「金利下振れシナリオ」、の2つの代替ケースについても試算している（図表7）⁴。これによるとベースラインのシナリオでは30年後の公的債務のGDP比が181%となるのに対して、金利上振れシナリオの場合は231%と指数関数的に増大する。

このように財政の先行き懸念は政策金利がひとつの鍵を握っているが⁵、みずほリサーチ&テクノロジーズの経済見通しに基づけば、米国財政は当面、維持可能であると考えている⁶。中長期的な米経済成長率が名目値で3～4%台で推移する中で、政策金利が3%台まで低下すれば、ドーマー条件⁷は満たされる（名目経済成長率>名目利子率）ことになる。

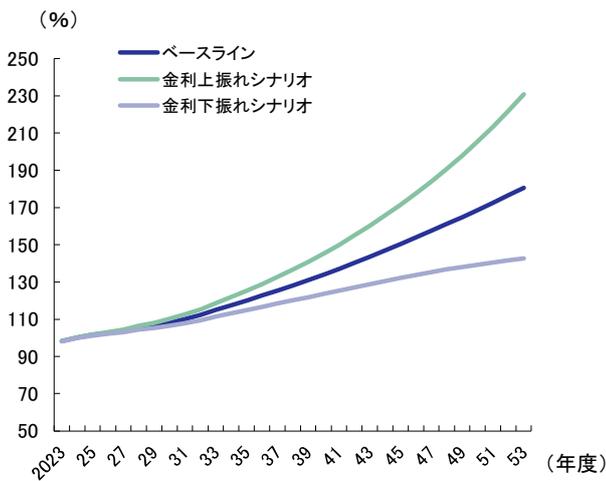
(2) 当面、タームプレミアムは抑制的に推移し、長期金利も安定的な推移を見込む

なお、米国債のタームプレミアムは、2024年度予算協議が難航した昨年10月にかけて、財政悪化懸念が意識されたことなどから急上昇し、約2年ぶりのプラス圏にまで上昇したが、足もとでは落ち着き、再びマイナス圏で推移している（図表8）⁸。米国経済がみずほリサーチ&テクノロジーズの見通し通り推移し、米国財政が維持可能な範囲内にあるならば、タームプレミアムは中長期的にも抑制的に推移するだろう。したがって、財政のリスクプレミアムは大きな押し上げ圧力にはならず、米長期金利についても、3%台後半から4%近傍での高止まりを見込む一方で、当面安定的に推移すると予想する（図表9）。

ただし、足元の米国経済を巡る不確実性は引き続き大きい。3月FOMC（3/19・20）では、5会合連続

で政策金利が据え置かれ、政策金利見通しは「年内3回利下げ」が維持されるなど、比較的ハト派な内容となったが、労働需給の引き締まりが依然として解消されない中、2月CPI（3/12）は市場予想を上回るなど、インフレ圧力の根強さも残存している。こうした中、金融市場もボラティリティが高い状況が続いている。中長期的な財政の持続可能性が、何らかのショックをきっかけとして、ひとたび警戒されれば、リスクプレミアムの上昇を通じて長期金利が押し上がる可能性には引き続き留意が必要であるだろう。

図表7 公的債務のGDP比の見通し（CBO）



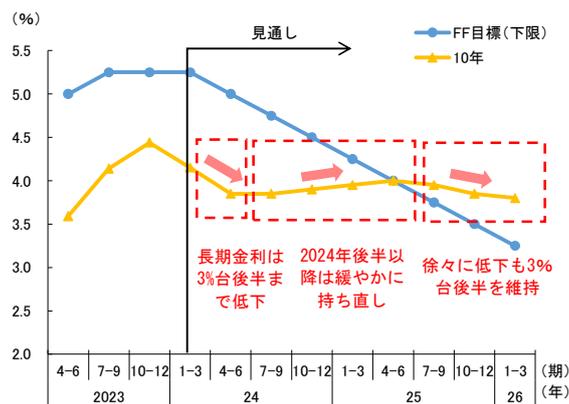
(注) 公的債務のGDP比。CBOによる2023年7月時点見通し。試算文末脚注4をご参照
 (出所) 米国議会予算局（CBO）より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表8 米国債のタームプレミアム



(注) NY連銀公表のACMモデルに基づくタームプレミアム(10年)
 (出所) NY連銀、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表9 米国金利の見通し



(注) 10年は米国債利回り（四半期平均）。長期金利見通しは予測レンジの中央値を示す。FF目標は四半期末値。見通しは、みずほリサーチ&テクノロジーによる2月時点予測
 (出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

[参考文献]

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) 「2024・2025年度 内外経済見通し～世界経済はソフトランディングもその後の回復ペースは緩慢でリスクは残存～」、2024年2月27日

嶋中由理子 (2023) 「米長期金利は低下後、再び3%台後半へ～米国債市場はデフォルト回避も財政リスクは残存～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2023年7月4日

¹ 純利払い費ではなく、公的債務にかかる利払い費。

² 見通しの詳細については、みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) をご参照。

³ なお、3月11日に公表された予算教書では、今後10年間で約3兆ドルの財政赤字の縮小を見込んでいるが、前述の通り、予算教書通りの編纂がなされる可能性は低く、ここでは2月のCBO見通しを引用している。

⁴ 金利上振れシナリオは2023年7月時点のベースライン対比で、平均の公的債務金利が段階的に毎年5bpずつ上振れるシナリオ。金利下振れシナリオはベースライン対比で段階的に毎年▲5bpずつ下振れるシナリオ。

⁵ 2/4 にパウエル FRB 議長が、財政健全化が緊急の課題であると警戒感のある発言をするなど異例の事態になっている。

⁶ みずほリサーチ&テクノロジーズの政策金利見通し (2024年2月見通し) はCBOの2023年7月ベースラインに概ね近い形となる。一方、CBOの2024年2月見通しの政策金利見通しは、みずほリサーチ&テクノロジーズ2月見通しより高い政策金利見通しを置いている。

⁷ ドーマー条件とは、名目経済成長率が名目利子率を上回れば、財政は持続可能であるという理論。米国債の短期比率が相応に高いこと等を踏まえて、ここでは政策金利を利子率の変数として考えている。

⁸ なお、嶋中 (2023) では、米国債のプレミアムを、NY連銀公表のタームプレミアムとみなして、財政のリスクに焦点を当てて考察している。

[PR] YouTube® 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中! (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ (登録無料) では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メルマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。