

米財政悪化を受けた米国債券市場の見通し

【ポイント】

1. 米財政状況は戦後最悪の水準にある。中長期的に財務改善を実行できるかが重要であるが、懸念材料は多く、引き続き財政問題に焦点が当たり続けるだろう。
2. 米財政と長期金利の水準に明確な関係は見られないが、財政の悪化／改善はイールドカーブの形状をスティープ化／フラット化させる傾向がある。
3. 2010年の米国債の供給は、ネット発行額が高水準で推移し、供給デフレーションが伸びると予想されることから、安定消化への懸念が燻り続けるだろう。

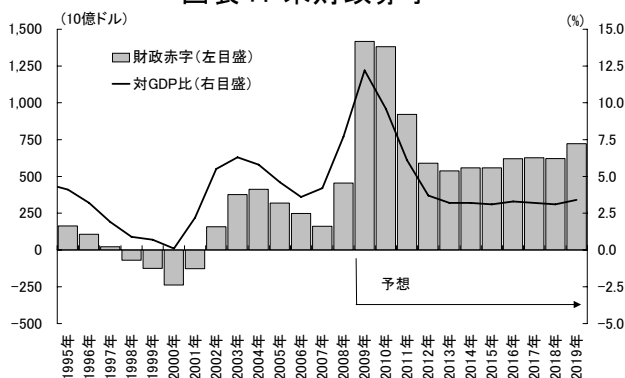
1. 米財政赤字の現状と今後の見通し

リーマン・ショック以降の景気悪化を受けて、各国政府は金融機関や自動車メーカーなどの一般企業に対する支援のための財政支出を拡大した。米オバマ政権においてもブッシュ政権時の総額 7,000 億ドルに加えて、雇用確保と景気下支えのため政権発足時に 7,870 億ドルの景気対策を決定した。これにより、米財政収支は悪化の一途を辿り、CBO（米国議会予算局）によれば、2009年時点で財政赤字は 1 兆 4,000 億ドルを超え、財政赤字の対 GDP 比は 12% 台に達する見込みである（図表 1）。2012 年以降、米財政赤字は 5,000 ～ 7,000 億ドル水準に改善し、対 GDP 比も 3% 台への改善が見込まれているものの、今後の景気動向、税収の減少、医療制度改革等の懸念材料から、その改善の行方には不透明感が残っている。

同様に、米政府債務残高（2009年 11 月末時点）は 12 兆ドルを超え、債務残高の対 GDP 比は 90% 台まで悪化している（図表 2）。OMB（米行政管理予算局）の予想によれば、2012 年に米政府債務残高は 16 兆ドルを超え、債務残高の対 GDP 比は 100% 近辺に達する見込みである。このように米財政状況はフローの財政収支、ストックの政府債務残高の両面から戦後最悪となる水準に悪化している。

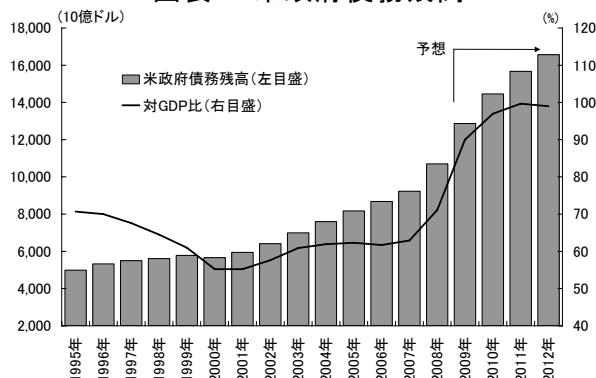
このような米財政悪化を受けて、米国債のトリプル A 格からの格下げの可能性すら議論されるに至っている。現時点において、米国の資金調達能力や債務水準の反転可能性から格下げの可能性はほぼないと考えられるが、市場の不安心理は残り、今後も米財政問題に

図表 1. 米財政赤字



(資料)OECD, CBO(米国議会予算局)

図表 2. 米政府債務残高



(出所)米財務省, OECD, OMB(米行政管理予算局)

対する注目は継続すると見込まれる。

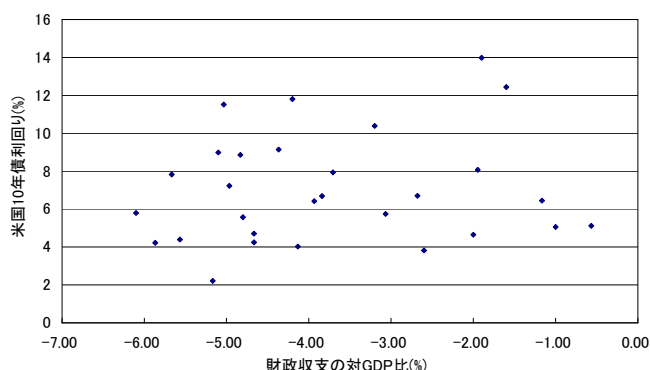
2. 米財政と長期金利の水準・イールドカーブの関係

一般的に財政収支の悪化は国債発行額の増加を通じて財政プレミアムを上昇させ、長期金利の上昇要因となり得るはずであるが、その影響はどの程度あるのだろうか。①財政と長期金利の水準の関係、②財政とイールドカーブの関係の2点について検討してみた。

まず、①財政悪化と長期金利の水準の関係を見るために、1980年以降の財政収支の対GDP比と米国10年債利回りの関係をプロットしてみたが(図表3)、現実には両者に明確な関係を確認することはできず、どちらかと言えば、財政悪化時に長期金利の水準は低く、改善時に高い傾向があり、財政プレミアムの上昇が長期金利の上昇につながっていない結果となった。このように財政状況の悪化が長期金利の水準に反映されない可能性として、将来のいずれかの時点において財政再建が実現されるという予想を反映しているとの考えや、市場参加者が債券運用に当たって念頭においているタイムスパンが短く、財政悪化を意識する必要がないという考えがある¹。これによれば、長期金利の上昇圧力は限定的となろう。実際、財政悪化が進むなかにおいても、長期金利は2008年以降、一時的な振れはあるものの、概ね3%台半ばを中心にレンジ推移が継続していた(図表4)。

次に、②財政悪化がイールドカーブの形状変化にどのような影響を与えるか、財政収支と米国2-10年債スプレッドの推移を見てみた(図表5)。両者の関係を見ると、財政悪化時にイールドカーブはスティープ化し、改善時にはフラット化している傾向があることがわかる。実際、2-10年債スプレッドは拡大基調が継続しており、2009年12月末時点においては2.7%程度とヒストリカル的に大きくスティープ化している状況にある。なお、回帰分析を行い、CBOによる財政収支予測を基に今後の2-10年債スプレッドを算出したところ、財政赤字の縮

図表3. 財政収支の対GDP比と米国10年債利回り



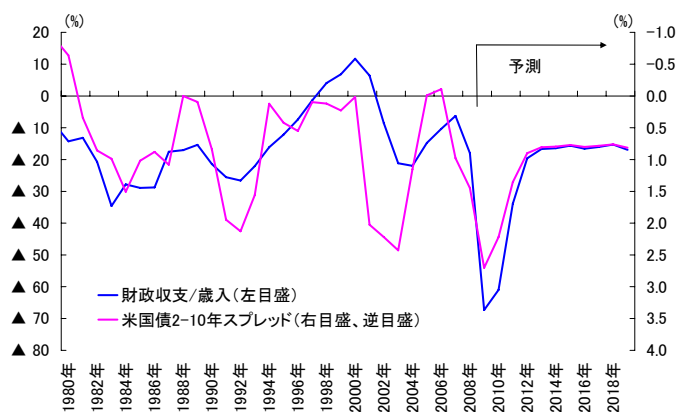
(資料) Bloombergデータを元に算出

図表4. 米国10年債利回りの推移



(資料) Bloomberg

図表5. 米財政収支と米国2-10年債スプレッド



(資料) Bloombergデータを元に算出、CBO(米国議会予算局)

¹ 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.03-J-7、2003年10月「財政のサステナビリティと長期金利の動向」

小に伴い、同スプレッドはフラット化に転じ、2012年以降には1%を下回る水準まで縮小する見通しとなった。

以上のように、定量的なデータからは、①財政と長期金利の水準の関係は希薄であり、②イールドカーブは財政悪化時にスティープ化し、改善時にフラット化する可能性が高いという関係が見て取れた。なお、ここでは財政面に焦点を当てて長期金利の水準及びイールドカーブとの関係を考えてみたが、長期金利の変動要因としては成長率とインフレ期待の比重が大きいと考えられることや、イールドカーブの形状変化の要因としては特にFRBによる金融政策の影響を強く受けることに留意する必要があるだろう。

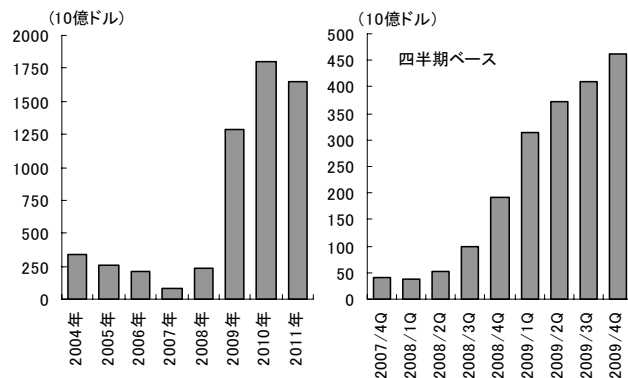
3. 2010年の米国債の供給見通し

2010年も引き続き財政赤字のファイナンスのため米国債発行が継続するが、注目点としては、①ネット発行額の推移、②供給デュレーションの長期化が挙げられる。

①ネット発行額については（図表6）、2009年は前年比1兆ドル増加の1.3兆ドル程度になった模様だが、2010年は1.8兆ドルにさらに増加し、2011年になって減少に転じると予想されている。四半期ベースで見ると、2008年後半から増加傾向となり、現状は4,500億ドル程度となっているが、2010年中は概ね現状レベルの発行が見込まれており、需給悪化が意識される展開が継続するだろう。

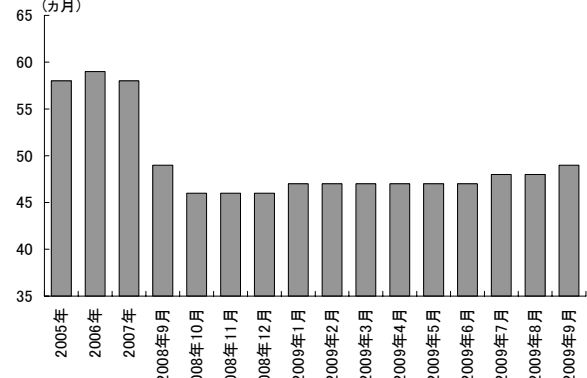
次に、②供給デュレーションの長期化については（図表7）、現在、米国債の平均償還年限は短期国債の大量発行を受けて50ヵ月程度まで短くなっているが、米財務省の借入諮問委員会は借換えリスクの抑制を目的に、平均償還年限を2010年末までに60ヵ月超、5～6年かけて72～84ヵ月まで長期化するよう提言している。2009年後半、国債入札額は10年、30年の増額幅が3年、5年、7年に対して大きくなっていることから、米財務省は今後も金利動向に注意を払いつつ意図的に平均償還年限を長期化すると見込まれる。このため、仮にネット発行額が増加しない場合でも、中短期金利と比較して長期金利には上昇圧力が掛かりやすく、2010年中、イールドカーブにはスティープ化圧力が掛かる場面がありそうだ。

図表6. 米利付き国債発行額(ネット)



(資料)米財務省、各証券会社(2010～2011年予想)

図表7. 米国債平均償還年限



(資料)米財務省

4. まとめ

米財政改善は中長期的な課題であり、その改善に至る道筋は紆余曲折が見込まれる。仮に財政改善が先送りされれば、投資年限の短期化や入札不調による長期金利の上昇、インフレの進行、最終的には米国からの資本逃避やドル安の進行など、市場からの圧力が高まる可能性もあろう。

(資金債券グループ 大泉 洋栄)