

世界の債務の潮流：原因と結果

Simona Mocuta
Chief Economist

Elliot Hentov, Ph.D.
Head of Macro Policy Research

Aditya Patel, CFA
Research Analyst, Investment Strategy & Research

世界の債務は過去4年間にわたり、過去に例を見ない速度で急増しています。新型コロナウイルスによる景気後退の影響を和らげようと、各国政府が債務による積極的な財政支出を行ったことが原因です。

こうした債務の返済はますます重荷になっています。例えば米国では、連邦債務だけで2020年以降に50%超増加し、利払い費は今や連邦歳入の20%近くを占めています。米国だけではありません。カナダや英国、そして新興国市場まで世界中で、財政の持続可能性に関する懸念が高まっています。

「Focus on Fiscal (財政にフォーカス)」シリーズでは、このような財政的背景が今後数年間に経済や投資家にもたらすであろう、深刻な影響について考察します。金利の上昇、インフレ圧力の持続、成長の鈍化などは、追跡すべき主要なリスクの一部です。当シリーズでは今後も、世界的なマクロ経済のトレンドを探るとともに、国別の状況にも焦点を当てる予定です。

世界の債務が急増

新型コロナウイルスのパンデミックをきっかけに生じた世界的な財政拡大の津波は、その後の景気後退の程度を和らげ、期間を短縮するのに寄与しました。財政拡大はインフレ上昇の原因にもなりましたが、効果はネットでプラスであると一般的には考えられています。危機対応策が廃止されると、財政が縮小し、成長にとって逆風となります。これは好ましいことではありませんが、リスクは低下します。是正措置を先送りにして、将来的に財政や物価の安定が脅かされるよりは、先に小さなコストを支払って、財政をより持続可能な軌道に乗せる方が好ましいからです。財政政策の選択は、長期金利の形成に大きな影響を与えることから、金融市場にとって大きな重みがあります。

棚卸し：ここまでの過程を振り返る

経済政策には意図的にも内容的にも必ず意味がありますが、中には意図したものではなく、後から振り返って初めて認識される結果もあります。それこそがまさに、政策が過剰になる危険をはらんでいる理由であり、正確かつリアルタイムの「ストップ」シグナルがないことが原因です。政策決定者は最終的に過去の失敗から学んだ教訓を理解し、今後はそれを回避したいと思うあまり、多くの場合、正反対の方向で新たな失敗を犯してしまうのです。政策の振り子が揺れるのはそのためです。

現在も例外ではありません。米国では世界金融危機（GFC）の前と後に犯した2つの大きな政策ミスが、危機をさらに悪化させました。危機の前には、借り入れ環境が非常に緩くなっており、融資基準は緩和され、リスク管理も十分ではありませんでした。危機後には、民間企業が大規模かつ広範囲にわたってレバレッジ解消を余儀なくされ、それと同時に貸し出し基準が一気に厳しくなったため、財政政策は慎重過ぎる対応となりました。危機直後の初期対応に続いて是正的な財政縮小が行われましたが、これは対応としては早過ぎたものであり、経済がしっかりした足場を取り戻さないうちに実施されました。2014年までに米国の財政赤字は国内総生産（GDP）比2.8%まで縮小し、2015年にはさらに縮小して同2.4%となりました。これは2003～2005年の水準や、1980年代や1990年代前半の標準的な水準も下回るものでした¹。その結果、GFC後の回復は必要以上に長期化し、非常にゆっくりした足取りとなりました。

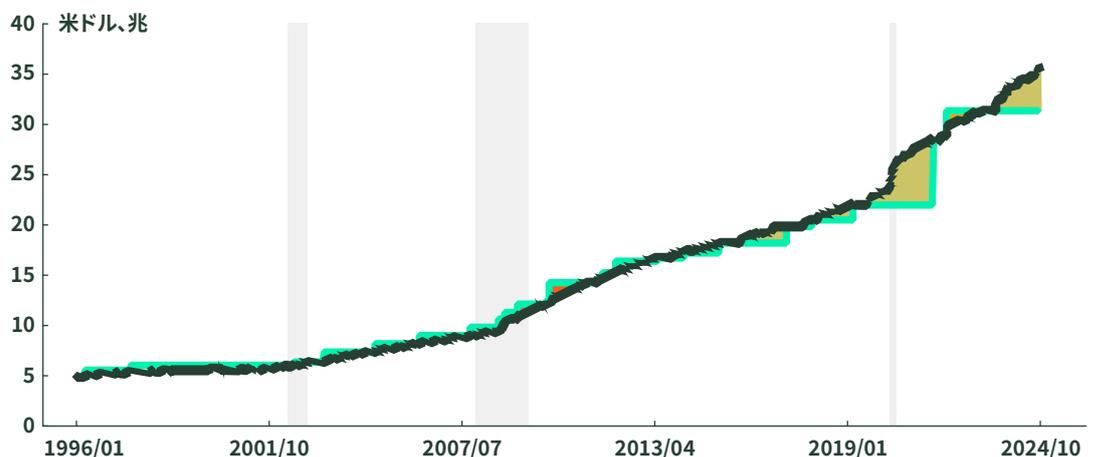
こうした背景の下、2017年の減税が実施され、現代貨幣理論が注目を集めました。これはパンデミックに対する無制限の財政対応を、正当化するのにも使われました。米国の財政赤字は、2019年のGDP比4.6%から2020年には同14.7%に急増しました。2021年には経済はすでに回復に向かっていたにもかかわらず、財政赤字は依然としてGDP比12.1%という水準にありました。

財政刺激策が、パンデミックの初期ショックからの速やかな回復の原動力となったことは間違いありません。米国の実質GDP成長率は2020年のマイナス2.2%から、2021年にはプラス6.1%へと飛躍的な回復を遂げ、実質家計消費は8.8%増という驚異的な伸びを示しました。数兆ドルに上る政府支援は、個人の貯蓄率をかつてない水準に押し上げ、極端なサプライチェーンの混乱に伴うインフレ効果をさらに悪化させました。財政対策はそれでは終わりませんでした。その根拠は時間とともに変化し、パンデミックに対する緊急支援から、サプライチェーン管理や産業政策へとシフトしました。

根拠が何であれ、財政政策は劇的な結果をもたらしました。2020年1月1日以降、米国の公的債務は52%増加し、対GDP比で105%から120%に跳ね上がりました（図表1）。公的債務が急増した結果、公共部門の赤字がますます増加する一方で、民間部門は大幅な黒字を生み出しています。

図表1
米国の債務は上限を超過：これが新たな標準となるのか？

- 債務上限の対象となる公的債務合計額
- 法定債務上限
- 上限を下回っている期間
- 上限を上回っている期間

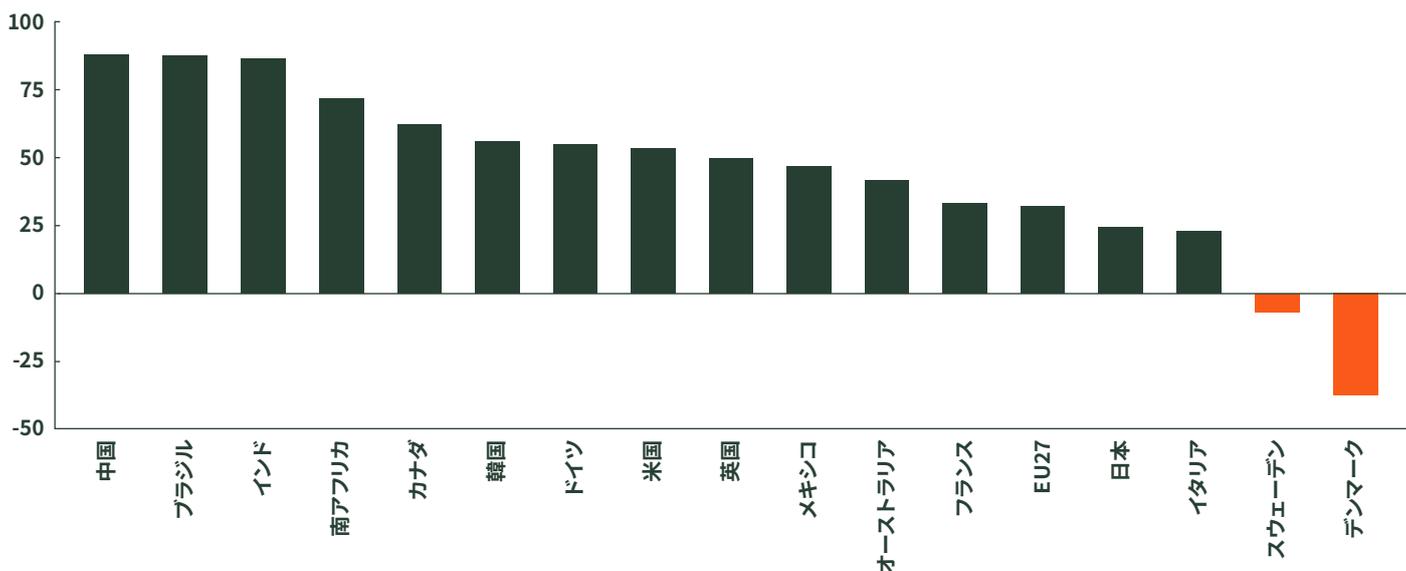


出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、米国財務省、2024年9月30日時点。

財政拡大の世界的潮流

このような財政状況は、米国だけの話ではありません(図表2)。英国の公的債務も同程度のペースで増加しており、韓国、カナダ、インド、ブラジルの公的債務は米国をさらに上回るペースで増加しています。一方で、日本とイタリアの公的債務の増加ペースは緩やかですが、これは主に、既存の債務残高が高水準であることによって、増加余地が限られているためです。その他、一部の北欧諸国はトレンドに逆行し、債務残高はパンデミック初期の増加を上回るペースで減少しています。

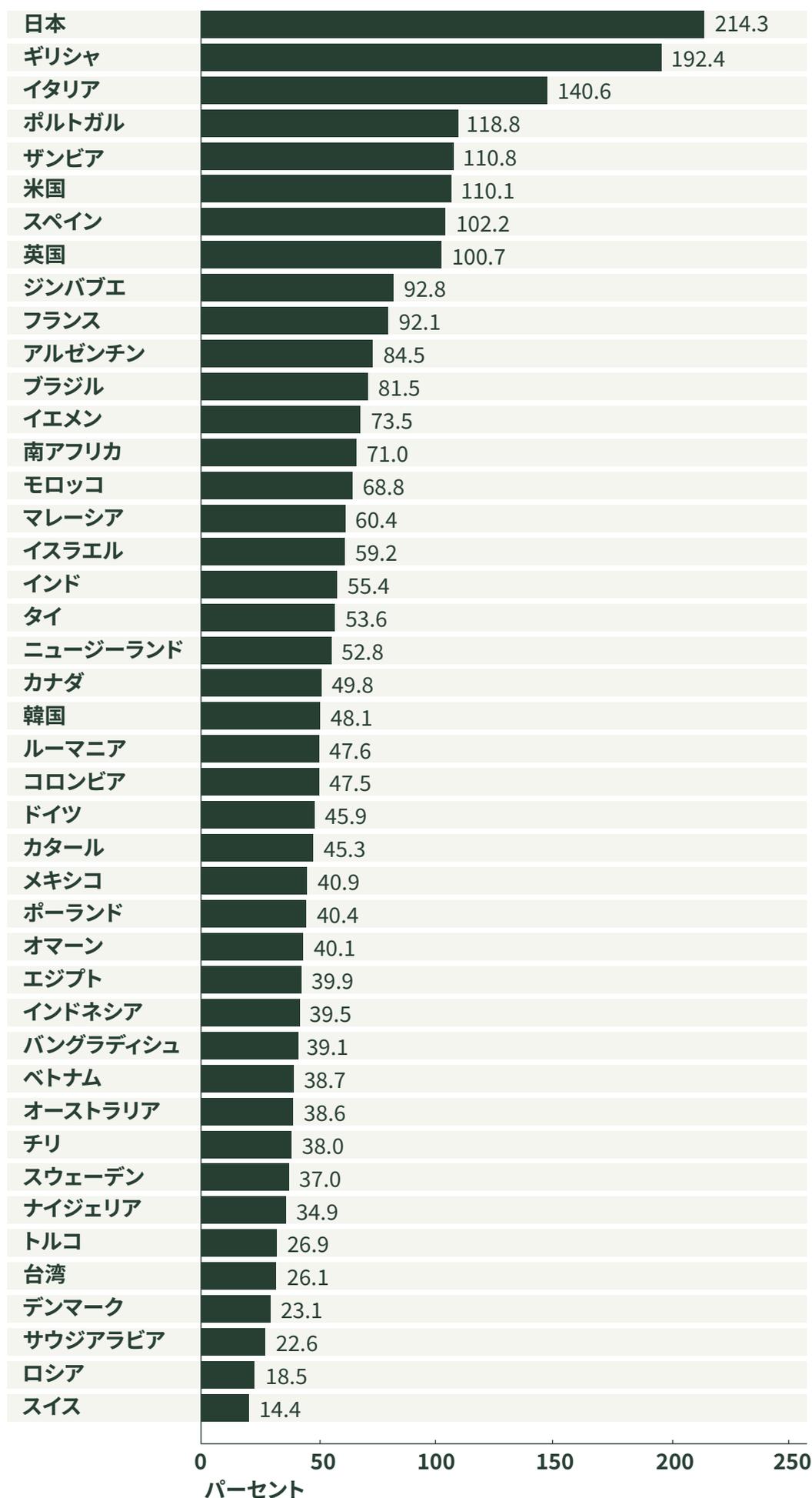
図表 2
世界各国の名目債務残高
変化の対比
2020年1月1日以降



出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、英国国家統計局 (ONS)、米国財務省、財務省 (MOF)、イタリア銀行、ブラジル中央銀行 (BCB)、韓国企画財政部 (MOEF)、カナダ財務省、メキシコ銀行 (BANXICO)、ルーマニア財務省、デンマーク国立銀行、ユーロスタット、フィンランド財務省、南アフリカ準備銀行 (SARB)、スウェーデン債務管理庁、ドイツ連邦財務省、フランス国債庁、オーストリア財務省、2024年9月30日時点。

しかし、名目債務残高の変化は、ストーリー全体の半分しか語っていません。累積債務は経年的な経済成長に対して評価しなければならず、一般的に対GDP比という形で把握されます(図表3)。韓国のように低水準のベースから急増している国は、イタリアのように高水準のベースから緩やかに増加している国と比べて、問題ははるかに軽微です。このレンズを通して見ると、米国は他の多くの先進国よりも深刻に見えます。それどころか、多くの新興国よりも悪い状況に見えます！

図表3
中央政府の債務水準の
比較



出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、IMF、2024年10月1日時点。

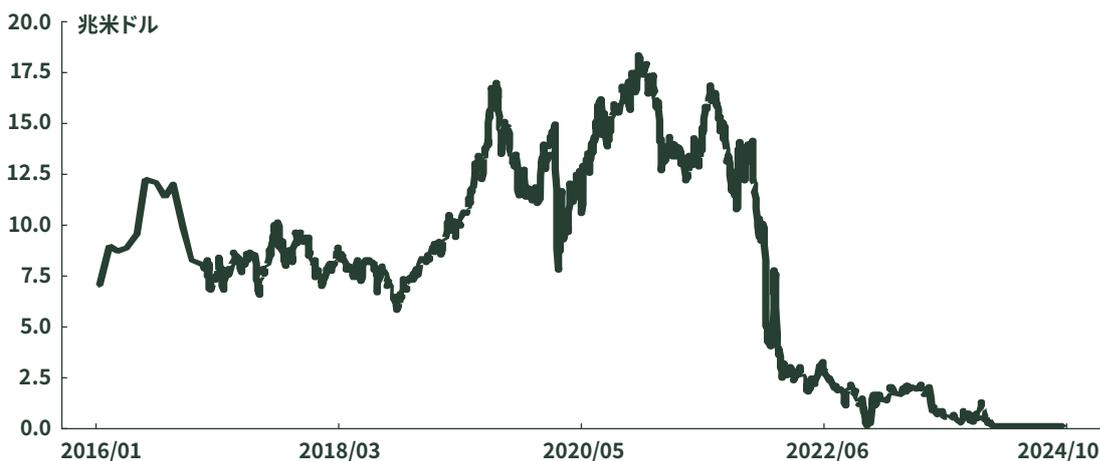
各国政府と投資家は どこへ向かうのか？

財政拡大は歓迎されましたが、持続可能ではありませんでした。図表3は、各国の財政余力の幅を表しています。ますます多くの国で、財政赤字を減らし、債務の累積を遅らせるための是正措置が必要となっています。当然ながら、フランス、英国、日本、米国など、世界各国の選挙において、財政軌道がより中心的な争点となっています。

ここ数年の債務の急増に伴い、債務返済コストが急増しています。債務力学を考えると、この傾向は今後も続くと思われます。パンデミック当初の刺激策は超低金利（一部の国ではマイナス金利）下で行われたため、たとえ足元の水準から若干の利下げが行われたとしても、借り換えコストは増加するからです。例えば、米国の政府歳入に対するネット利払い費の割合は20%を超え、1980年代のピークを上回る見通しです。日本の金利も上昇傾向にあり、2020年のピーク時には世界全体で17兆ドルを上回っていたマイナス利回りの債券は、もはや日本市場の特徴ではなくなっています（図表4）。

図表 4
マイナス利回りの債券
は、今や消えつつある

■ ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合マイナス利回り債券指数の時価総額（兆ドル）

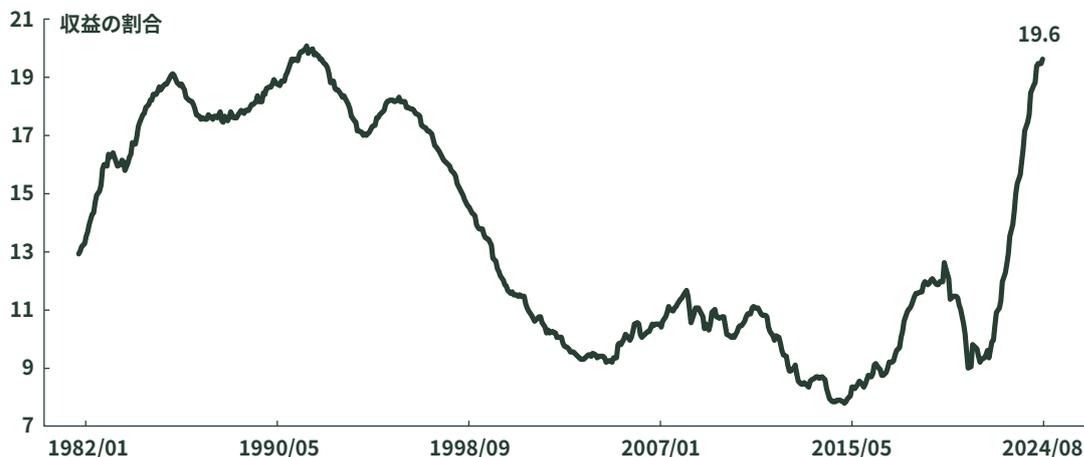


出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、2024年10月7日時点。

財政回帰のプロセスは、すでに始まっています。フランスと英国では増税が予定されています（今後のFocus on Fiscalの記事でこの話題について取り上げます）。米国の選挙結果は米国の財政政策に影響を与えるでしょうが、現時点では財政赤字削減に真剣に対処する政策が提案されていないとしても、いずれ何らかの増収策が必要になるはずです。特に、米国の財政赤字を押し上げる要因として、義務的支出と利払い費の割合はますます大きくなっており（図表5、6）、歳出面で対応できる余地は限られています。

図表5
米国政府の金利費用は急増

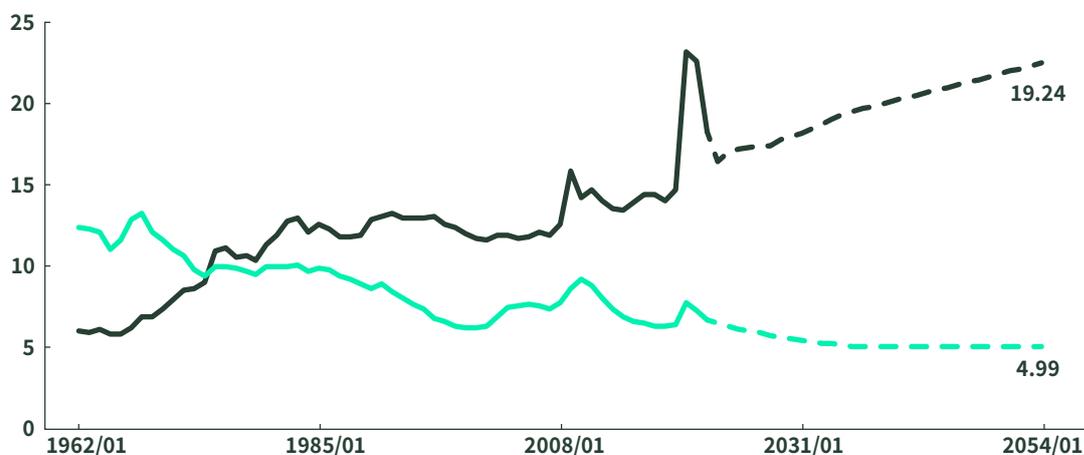
■ 米国連邦予算におけるネット利払い費の歳入に対する割合



出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、米国財務省、2024年10月1日時点。

図表6
非裁量的支出が米国の財政赤字を押し上げている

■ 裁量的支出 (GDP比)
■ 義務的支出 (GDP比)



出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、議会予算局 (CBO)、2024年10月7日時点。

各国経済への影響

要するに、今後は多くの国で財政政策が経済に対して、中期的に軽度の足かせになると予想されます。

この点に関して短期的には、中国は例外です（あくまで短期的な話です）。中国の政策当局は最近、不振にあえぐ経済を支えるという短期的な命題を掲げていると見られ、先日の金融刺激策に続き、大規模な財政刺激策を打ち出すと広く予想されています。ただし、すべての財政刺激策が同じとは限りません。過去の経験則から考えても、大きければ良いというものではないことは明らかです。

欧州に目を向けると、ユーロ圏は債務の持続可能性が国によって異なり、また財政ルールが財政政策の有効性を制限しているために、特殊な課題を抱えています。ウクライナ侵攻後に国際競争力が低下したことを考慮すると、欧州はこれらの問題に直接対処するためにも、強制力があり、的を絞った財政政策を展開する必要があります。

通貨、すなわち為替レートは、市場が各国の財政や債務の持続可能性を評価する際の卓越したメカニズムです。最近では、英国のトラス首相が出した予算案にまつわるミニ危機が記憶に新しいはずですが、「誰もがやっている」世界では、投資家の差別化能力はいくらか鈍っています。

債務の価格

迫り来る財政縮小や、民間投資が抑制される(クラウディングアウト)リスクといった、「マクロ」的代償はさておき、投資家は、これらの債務の、実際の価格はどれくらいなのかという問題にも直面しています。すべての条件が同じであれば、これほど大量に債務が供給されると、市場の混乱を抑えるためには利回りを上げる必要があるように思われます。ステート・ストリートは最近、債務供給の増加により米国の長期利回りは95bp押し上げられると推定しました。

一般的に財政赤字が問題となるのは、財政赤字が名目GDPを上回って増加し、債務比率が上昇した場合です。米国では、家計と企業のバランスシートは強固であり、税負担が増加してもそれを吸収する余地はあります。しかし、増税は政治的に人気のある処方箋ではありません。財政赤字を削減するための是正措置を講じない場合、増加し続ける債務供給に対応するには、近年、海外からの需要が発行ペースに追いついていないため、国内の投資家層からの参加が増える必要があります。こうした買い手が利回りの上昇を要求し、財政再建への圧力が高まる可能性があります。

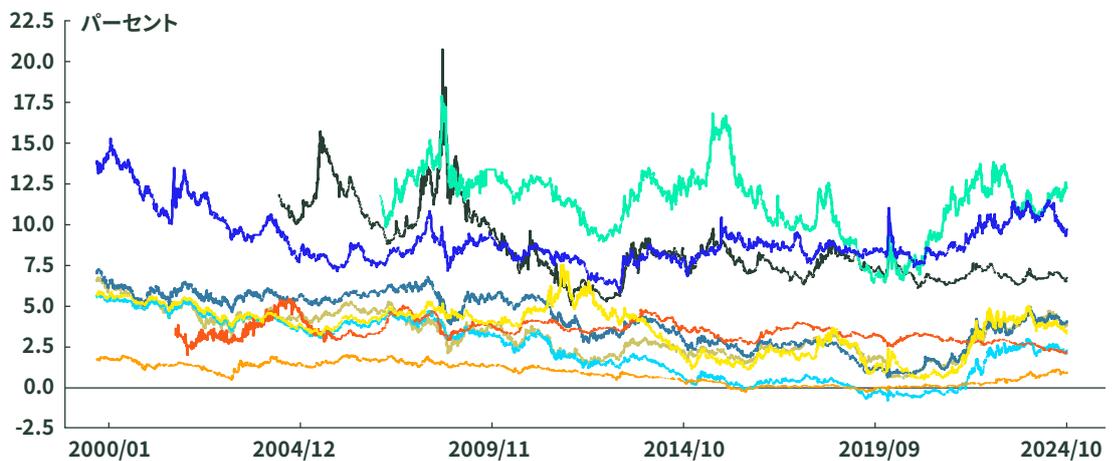
これに代わる唯一の可能性は生産性が奇跡的に伸びて、名目GDPが年間の財政赤字を大幅に上回って成長し、結果的に債務比率が低下することです。技術革新によって、こうしたことは可能かもしれませんが、そうした結果を狙うことは、政策立案者の仕事ではありません²。

利回りを抑制する要因

利回りは2022年に急上昇しましたが、その後、10年ほど前の水準に戻っています。これは不完全な調整にすぎず、長期的に再び上昇することは避けられないのでしょうか。

図表 7
世界各国の国債利回り

- インドネシア10年国債利回り、インドネシア証券取引所
- ブラジル10年国債利回り、マクロボンド
- 南アフリカ長期国債利回り、マクロボンド
- 米国10年国債利回り、FRB
- ドイツ10年国債利回り、マクロボンド
- 日本10年国債利回り、マクロボンド
- オーストラリア10年国債利回り、マクロボンド
- 中国10年国債利回り、マクロボンド
- イタリア10年国債利回り、マクロボンド



出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス、インドネシア証券取引所、債券市場協会 (BMA)、米国財務省、2024年10月1日時点。

利回りを押し下げる長期的要因のいくつかは、根強く残っています。世界的な人口動態の悪化に伴って今後の成長が鈍化すれば、必然的に実質利回りは抑制されます。低成長の世界では、高金利で実行できる経済投資は限られます。従って、供給の増加で利回りに上昇圧力がかかるかもしれませんが、他の条件がすべて同じであれば、成長が鈍化すると民間セクターの債務需要が減退し、利回りへの下方圧力となります。これが、低成長環境では「クラウドディングアウト」効果が低下するという論拠です。

人口動態も、投資需要やポートフォリオの嗜好という形で利回りに影響を及ぼします。高齢化する投資家層は（すべての条件が同じであれば）債券商品を選好し、配分を増やす傾向があります。実際に、供給が増えれば需要も増加します。

最後に、インフレ対策を重視するあまり、ほとんどの中央銀行はバランスシートを大幅に縮小し、債券保有を削減しています。これを量的緩和（QE）への回帰を妨げていると見るべきではありません。債券利回りが予想外に急上昇すれば、量的引き締め（QT）が後退し、再びQEが台頭する可能性は十分にあります。

結論

今後どのような財政政策が取られるかによって、投資家への影響は大きく異なる可能性があります。財政再建によって短期的な成長が抑制されるシナリオでは、リスク資産は短期的に大幅なアンダーパフォームに見舞われるかもしれませんが、それが長期的に続くとは限りません。対照的に、生産性が向上して公的債務比率が横ばいになれば、リスク資産はプラスの実質リターンを提供し続ける可能性があります。債券保有者の実質リターンはマイナスになると思われます。債券利回りの上昇を抑えるために、財政抑制が実施された場合も同様です。

脚注

- 1 マクロボンド、米国財務省、2024年9月30日時点。
- 2 債務水準が上昇する背景には、テクニカルな要素もあります。他の条件がすべて同じとすると、債務の対GDP比が上昇した場合、国債市場の混乱を抑えつつ、同時に民間投資の抑制を回避するためには、より多くの準備金が必要となります。2019年のようにレポ金利／SOFR（担保付翌日物調達金利）

が急騰すると、システム内の流動性の急増という影響が予想されることから、そうした金利急騰が再び起こる可能性は低いと思われます。米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き下げることによって、供給の増加に対応するのは容易になると思われますが、インフレが再燃するリスクを伴います。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、過去40年以上にわたり、各国政府や機関投資家、金融プロフェッショナルの皆様へ資産運用サービスをご提供しています。厳密なリサーチや分析、厳しいマーケット環境における経験に基づいたリスク考慮型アプローチをもとに、アクティブからインデックス戦略まで幅広く、コスト効率に優れたソリューションを提案いたします。インデックス運用とETF運用の先駆者として、投資における新しい世界を常に切り拓き、世界第4位の資産運用会社¹として、約4.73兆ドル²を運用しています。

¹ Pensions & Investments Research Center, 2023年12月末時点。

² 2024年9月末時点、ETFの運用資産総額1兆5,156.7億米ドルを含み、そのうち約825.9億米ドルは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー（「SSGA FD」）がマーケティング・エージェントのみを行っているSPDRの金の資産です。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

ssga.com

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの明示的な書面による同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、コピー、送信したり、その内容を第三者に開示したりすることはできません。

この資料に記載されている見解は、2024年10月15日までの期間におけるSimona Mocuta, Elliot Hentov, Aditya Patelの見解であり、市場およびその他の状況に基づいて変更される可能性があります。そのような見解に関する記述と見なされる可能性のある特定の記述が含まれています。そのような記述は将来の業績を保証するものではなく、実際の結果または展開は予測と大幅に異なる可能性があることにご注意ください。

提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購

入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

すべての情報は、特に記載がない限りステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズから提供されており、信頼できると考えられる情報源から取得されていますが、その正確性は保証されていません。このような情報に基づく現在の正確性、信頼性、完全性について表明または保証するものではなく、また、そのような決定に対する責任もありませんので、そのような情報に依拠すべきではありません。

過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。投資には元本損失のリスクを含むリスクが伴います。

一般に、債券は、株式に比べて短期的なリスクおよび変動が少ない

ですが、金利リスク（例えば金利上昇局面では通常は債券価格は下落します）、発行者のデフォルトリスクおよび信用リスク、流動性リスクならびにインフレリスクを有しています。これらの影響は通常は長期債について述べられています。債券が満期前に売却され又は償還された場合には、大きな利益または損失を伴う可能性があります。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法およびその他日本の法令に基づく開示資料ではありません。また投資の勧誘等を目的とするものではありません。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第345号 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

© 2024 State Street Corporation.
All Rights Reserved.
ID2473650-7356683.1.1.APAC.
RTL 1124
Exp. Date: 10/31/2025