

# market:update

金融経済の見通し

2024年3月11日

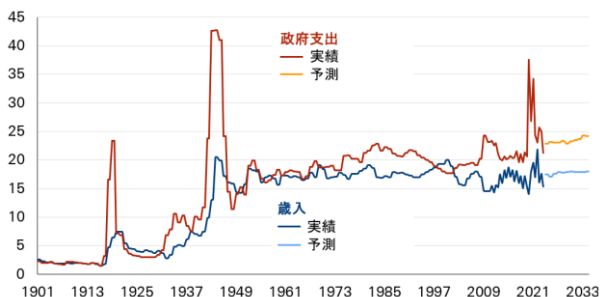
## 米国のインフレリスク

### 米国：パンデミックの余波

新型コロナウイルスのパンデミックは遠い昔のことのように感じられますが、マクロ経済への影響はいまだに残っているようです。例えば米国のパンデミック時の政府支出の規模は、第一次及び第二次世界大戦時に匹敵する水準でした。しかし、大規模な支出が発生した期間は、二つの世界大戦時には数年間継続した一方、新型コロナウイルス・パンデミック時は1年半程度という短期に限られたものでした。

### 米国：パンデミック時の財政政策は世界大戦時に匹敵

#### 米議会予算局（CBO）による予測（GDP比）



出所：Hall, G., & Sargent, T. J. (2022). Three world wars: Fiscal-monetary consequences, メッツラー；2024年2月現在

しかしながら二つの世界大戦後は、政府支出は歳入を下回り、その後の財政黒字は政府債務の削減に充てることができました。しかし今日、政府支出は依然として歳入を上回っています。米議会予算当局（CBO）は、政府支出が歳入を上回る状況が今後10年間は継続すると推計しています。

その背景としては、とりわけ、ここまでのところ増税が決定されていないことがあげられます。第一次世界大戦後は、財政赤字の約20%、第二次世界大戦後は約35%が増税で賄われました。

### 米国：財政赤字はどのように賄われたか？

単位：%

	増税	国債発行	実質的な中央銀行によるファイナンス
第一次世界大戦	20	73	7
第二次世界大戦	35	53	12
COVID-19	4	75	21

出所：Hall, G., & Sargent, T. J. (2022). Three world wars: Fiscal-monetary consequences, メッツラー

対照的に、パンデミック時の財政赤字は、これまで主に国債発行（約75%）と米連邦準備制度理事会（FRB）の危機対応ファシリティ（約21%）によって賄われてきました。中央銀行から大規模な政府資金調達をすることは、当然ながら高いインフレ・リスクをはらんでいます。そのため、FRBは国債を売却することでバランスシートを急速に縮小させています。しかし逆に言えば、これはますます多くの国債が市場に流通することを意味します。

興味深いことに、米国債市場は今のところ、国債の大量発行にうまく対応しているようにみられます。しかし、これは主に短期債が発行の中心になっていることが要因と思われる。

米国は政策金利が高く、金利カーブが逆イールドとなっているため、現在、短期国債市場で旺盛な需要がみられます。また、短期国債市場で入札が低調であっても、デュレーションが短いため債券価格への影響はほとんどありません。2月は、総額約1,860億米ドルの短期国債が発行された一方、5年、7年、10年米国債の発行額は約1,430億米ドルに過ぎませんでした。

長期国債に対する需要はむしろ低調なようです。米財務省も、不調な入札結果が長期国債価格の乱高下の引き金になることを懸念しているようです。

# market:update

## 米国：米短期国債の発行で債券市場の安定を図る 長期国債と短期国債の発行額 (10億米ドル、月次)



出所: ブルームバーグ, Metzler; 2024年3月1日現在

しかしこの金利と需要における傾向のデメリットは、米国政府が高い金利負担と金利リスクを負うことです。高い金利負担は、ひいては財政赤字を拡大させることとなります。

## 米国：インフレ・リスク

政府による高水準の利払いは、民間の家計や企業にとっての収入となり、消費が堅調である一つの理由であると考えられます。2月の小売売上高（木曜日）は、おそらく再び顕著に増加したのではないかと考えられます。そのため、最近の良好な経済指標と堅調な労働市場を背景として、消費者物価指数（火曜日）が市場予想ほど低下せず、高止まりする一因となっている可能性があります。特に今年は大統領選が行われる年でもあることから、FRBによる利下げは年内行われない可能性もあります。

パンデミック下の財政赤字は増税で賄われたのではなく、主に米国債発行で賄われたという事実は、特に財政赤字が継続するなかで多額の国債発行が行われていることを考慮すると、債券市場に乱高下のリスクがあることを意味します。しかし、何がその引き金でリスクが顕在化するかを予

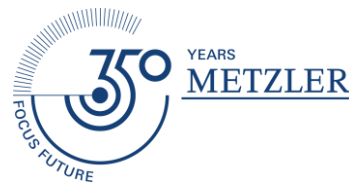
測することは困難であることから、現時点ではファンダメンタルズ上の弱点が指摘されるに留まります。FRBは、米国債市場の安定を保つため、債券市場に混乱が生じる場合は市場に介入する可能性が高いでしょう。

もしFRBが介入せざるを得なくなれば、FRBは米国債を買い入れしなくてはならないでしょうし、それはまた米ドルの重しになると考えられます。そうなってしまった場合、「ドルは我々の通貨だが、それはあなたたちの問題だ ("The US dollar is our currency, but your problem" 米ニクソン政権時の財務長官ジョン・コナリーが欧州の財務大臣グループに言い放った言葉)」が再現されることとなることでしょう。



Edgar Walli

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト  
エドガー・ヴァルク



# market:update

- 1) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8) 害について一切責任を負いません。
- 9) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W24-010