



米国の債務上限問題 ～2023年バージョン～



2023年1月30日



エリック・ウィノグラド

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
先進国マクロ分析ーディレクター

米国の債務上限をめぐる議論が再び熱を帯びてきた。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の基本的な考え方は、過去に何度も行われたように、議会が最終的に債務上限を引き上げるといものだが、2023年はそのプロセスがかつてなく混乱すると予想する。したがって、米国債が「偶発的なデフォルト」に至るリスクナリオがこれまで以上に懸念される。

先日、ジャネット・イエレン財務長官は、米国財務省が債務上限に達し、議会で債務上限の引き上げ法案が可決されるまでの間、債務の履行を臨時措置に頼らざるを得なくなったと発表した。あくまで「臨時」の措置ではあるが、債務上限の論議はあまりに頻繁に起こるため、当たり前のことだと感じる。しかしたとえ議会

が最終的に上限を引き上げるとしても、チキンレースが繰り返され、意図しない米国債デフォルトのリスクが高まるため、この議論は夏の間、金融市場を揺るがすと予想される。

そもそも債務上限とは？

おさらいになるが、債務上限とは、米国議会が財務省に借金をする許可を出すための法令による規則である。債務上限自体は、予算編成の過程で成立する政府の歳出計画とは何の関係もなく、2023年度予算は2022年末に成立済みだ。要するに、債務上限は、政府がすでに支出を約束しているものを使うことを承認する投票に過ぎない。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年1月19日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用する指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

トランプ前大統領の政権下では三度にわたり無事に債務上限は引き上げられた。しかし、民主党がホワイトハウスを奪還し、議会と立法府がねじれ状態になった今、予算編成の過程で支出削減が実現しにくく、議会が政権から支出削減を引き出さなくてはならない状況にある。

なぜ債務上限が問題なのか？

金融システムにおける米国債の役割は独特である。国債は一般に「無リスク」と見なされ、単なる投資にとどまらない使われ方をしている。国債は、よりリスクが高いと思われる投資に対するヘッジとして利用されている。また、銀行が資金を調達し、流動性を維持するための短期取引の担保としても利用されている。保険会社や政府機関、その他の大口の借り手は、大量の国債を準備金として保有している。

国債が無リスク資産ではなくなれば、金融システムの一部が予想不可能な形で崩壊する可能性がある。この予想不可能性こそが最大のリスクであり、実際、米国内債のデフォルトがたとえ短期間であっても、どのような事態になるかは想像し難い部分がある。投資家が真のヘッジ手段を奪われる前例のない事象である。

もちろん、債務上限が問題となるのは今回が初めてではない。2011年は、議会と政権がギリギリまで交渉を長引かせ、結果的に米国の国債が格下げされたことが、今回の事態と最もよく似た事例となる。

債務上限問題の緊張が本当に高まる時期の予想は難しい

政府の支出能力が枯渇する「機能急停止」の時期を事前に予想することは困難である。正確なタイミングは、今後数カ月間の政府の歳入の状況に左右される。ABは、この特別措置が第3四半期まで続き、議会がこの問題に真剣に取り組むのはそこからになると予想している。金融市場もおおむね同様の想定をしており、現在、夏までの資金調達市場には混乱は織り込まれていない。

交渉は非常に複雑なものになる

債務上限のやりくりの限界が近づくと、交渉の状況はどうなるのか？2011年よりもさらに厄介なことになると思われる。共和党の中には、歳出削減を実現するためにデフォルトのリスクを冒すことをいとわない考え方もある。そうしたグループはごく少数であるが、下院において共和党はごく少数の議席しか民主党を上回っておらず、妥協に反対するグループが大きな力を握ることが、下院議長 の地位をめぐる交渉でも明らかになっている。

このため、債務上限引き上げを承認するためには超党派の連立が必要となる可能性が高く、特に政府財源に関する問題では難航が予想される。最終的には、デフォルトの危機は米国議会にとって無視できない問題になるものの、交渉が妥結に至る交渉が時間切れとなり「偶発的デフォルト」に陥るリスクは無視できるものではない。

予想不可能なことがゲームの名前である

2011年には、債務上限をめぐる議論が夏まで長引き、金融市場は苦境に陥った。期限が近づき、投資家の警戒感が強まるにつれ、株式市場は15%以上下落した(米ドルベース)。特筆すべきことは、デフォルトへの懸念が高まりソブリン格下げのリスクが高まったにもかかわらず、投資家は逆に国債を購入し、国債利回りは低下した。株価の下落に対し、デフォルトが発生してもごく短期的であり、その悪影響は満期の長い長期国債よりも満期の短い短期財務省証券に影響を与える可能性が高いという考えにより、投資家は国債の購入に動いたのだ。

また同じようなことが起こるのだろうか？その予想不可能性こそが、投資家が念頭に置かなければならないことだ。最終的に議会は債務上限問題に解決をみるだろうが、その過程はスムーズにはいかず、債務上限をめぐる攻防は過去見たことのないシナリオに陥る可能性が高い。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。