

無断での転用等を禁ず
巻末の開示事項をご参照ください



グローバル・マクロ・リサーチ 世界各国・地域の債務の持続可能性

2021年6月



EXECUTIVE SUMMARY

分析対象となる最も脆弱なエリアの選択 // 3

- 我々は債務を3つの主要区分に分解したうえで、各区分について、主要国の中で債務比率が最も高い上位5カ国を分析しました。
- 世界の債務市場における米国の重要性に鑑み、各区分について米国の分析も含めました。

非金融企業部門 // 4

- フランスと日本が最も脆弱な国として突出していますが、両国の間には大きな違いが存在します。
- 日本においては、数十年にわたる債務縮小を経ても非金融企業部門は多額の債務を抱えているものの、中央銀行による異例の金融緩和が常態化しています。
- フランスにおいては、100ベースポイントの金利急騰でも、企業の支出と投資が大幅に縮小することが見込まれます。

家計部門の債務 // 8

- カナダとフランスが最も脆弱な国として突出していますが、両国は出発点が大きく異なります。
- カナダにおける家計の重い債務負担、フランスの消費者における金利変動に対する高い感応度を踏まえると、200ベースポイントの金利急騰が生じた場合はいずれも深刻な打撃を受けると考えられます。
- 米国消費者の債務は耐性を発揮する可能性があります。特に、パンデミックの中で債務縮小が進捗したことを鑑みると住宅ローン以外の債務はそうした見込みが高いと言えます。

一般政府債務 // 10

- イタリアとスペインはいずれも過去の危機の影響により過剰債務を抱えており、最も脆弱な国として突出しています。
- 両国が自力で脆弱性を大きく改善できるかは不透明です。
- 米国政府債務は当面は持続可能であるものの、連邦準備銀行による政府債購入プログラムに大きく依存しています。

結論 // 11

- 我々の分析ではユーロ圏のいくつかの国が脆弱な国として突出していますが、パンデミックを受けて実施されたユーロ圏共同債の発行が財政統合と長期的な解決策に向けた一歩になる可能性があります。
- また、その結果として欧州中央銀行（ECB）が米連邦準備銀行（FRB）と同様のサポートを提供できる可能性があります。
- フランスとカナダが複数の区分にまたがって最も債務比率が高く、我々は両国について最も大きな懸念を抱えています。



前回のレポート『低利回りの時代（THE AGE OF LOW YIELDS）』で概説したとおり、中央銀行は債券買い入れ策を用いて今後相当期間にわたり利回りを歴史的に低い水準に抑制するだろうというのが我々の基本的な予想です。ただ、その予想が間違っていた時はどのような事態になるのでしょうか？我々は、予想外の金利上昇による各主要国の利払いに対する影響を分析しました。どの国が、そしてそれらの国のどの債務区分が、金利上昇に対して最も脆弱かを判定するというのが我々の狙いです。

分析対象となる最も脆弱なエリアの選択

各国における債務の持続可能性を評価するために、我々は債務を「非金融企業部門の債務」「家計部門の債務」「一般政府債務」という3つの主要区分に分解しました。各区分について、主要国の中で債務比率が最も高い上位5カ国を抽出しました。理論的にはそれらの国が最も脆弱であるはずですが、また、米国の規模と世界の債務市場における重要性を鑑み、米国も分析対象に含めました。そのうえで、4つのシナリオを想定して各区分についてストレステストを実施しました。1つ目のシナリオではフォワードカーブに織り込まれている金利の推移を想定し、残りの3つのシナリオでは、イー

ルドカーブがその推移よりもそれぞれ100ベースポイント、200ベースポイント、300ベースポイント一律に上昇した場合を想定しました。

国によって分析手法に矛盾が生じないように、対GDP債務比率のデータと金利タイプは国際決済銀行(BIS)のものを使用したほか、政府債務の満期構成と平均利率はブルームバーグのデータを使用しました。また、平均金利、可処分所得その他のデータは各種政府機関から収集し、金利とフォワードレートはすべて2021年4月23日時点のものを使用しています。

図1：分析対象の絞り込み¹

非金融企業の債務		家計の債務		一般政府債務	
国	対GDP債務比率	国	対GDP債務比率	国	対GDP債務比率
スウェーデン	173.2	オーストラリア	122.6	日本	235.1
フランス	169.4	カナダ	110.3	イタリア	171.8
中国	163.1	スウェーデン	93.1	フランス	134.2
カナダ	131.2	英国	88.8	イギリス	133.7
ユーロ圏	114.8	米国	69.4	スペイン	131.9
日本	114.2	フランス	67.3	カナダ	113.5
スペイン	104.8	日本	64.3	ユーロ圏	112.2
米国	82.0	ユーロ圏	61.5	米国	109.9
英国	77.9	スペイン	61.2	ドイツ	76.9
イタリア	74.6	中国	61.0	中国	60.9
オーストラリア	74.1	ドイツ	57.7	オーストラリア	59.9
ドイツ	64.0	イタリア	44.4	スウェーデン	40.3

¹ 出所：Insight、BIS。2020年12月31日時点のデータ

非金融 企業部門

将来の金利

	対GDP債務比率	フォワードレートと一致	フォワードレート +100ベースポイント	フォワードレート +200ベースポイント	フォワードレート +300ベースポイント
スウェーデン	173.2%				
フランス	169.4%				
中国	163.1%				
カナダ	131.2%				
日本	114.2%				
米国	82.0%				

- 持続可能
- 雇用および投資の一定の縮小
- 雇用および投資の著しい減少
- 強制的な債務縮小・債務不履行

最も脆弱な国

フランスと日本：
理論上は似ているが、現実は大大きく異なる

一見したところ、少なくとも対GDP比の利払いを比較すると（図2および3を参照）、フランスと日本の非金融企業は極めて似通った状況にあることを示しています。いずれの国も、対GDP比で見た非金融企業の利払いは長年にわたり減少傾向にあります。しかしながら、深く掘り下げて見ると著しい違いが浮上します。

図2：フランス非金融企業対GDP比の利払い率²

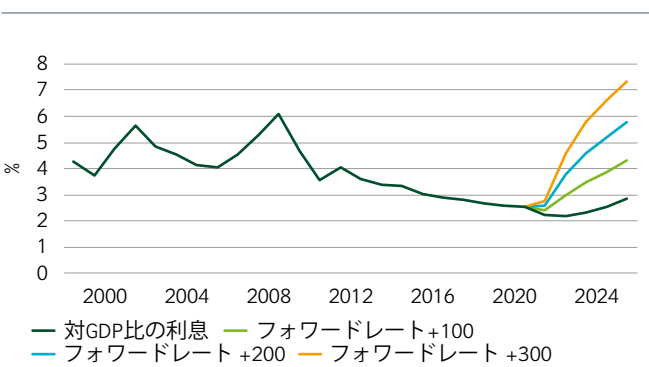
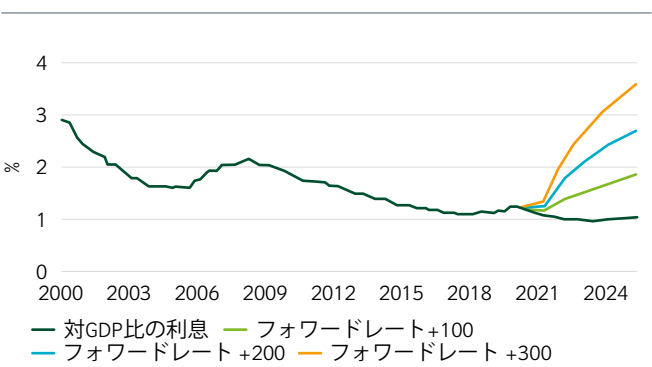


図3：日本非金融企業対GDP比の利払い率³



日本の金利は数十年にわたり極めて小さい変動を保っており、日本の実効金利は2002年以来100ベースポイントの範囲内で推移しています。

^{2, 3} 出所：Insight、ブルームバーグ。2021年4月23日時点のデータ

日本企業は数十年にわたり債務を縮小させてきた

対GDP比で見た日本の非金融企業の債務は世界でも高い水準にありますが、日本は独特な道筋を辿ってきました。日本は、今日の非金融企業の対GDP債務比率が1997年当時よりも低い唯一の国なのです。1990年代後半から2000年代初頭にかけて企業は、国が銀行業界の危機に時間をかけて対処するなか着実に債務縮小を進めました。したがって、金利の低下というよりもそうした債務縮小過程の結果として対GDP比利払い率は低下してきたのです。日本の金利は数十年にわたり極めて小さい変動を保っており、また日銀もイールドカーブを明示的に操作するなか、日本の実効金利は2002年以来100ベースポイントの範囲内で推移しています。

日本の非金融企業の債務はおよそ35%が変動金利であり、100ベースポイントの金利急騰が生じると対GDP比での利払い率は2011年以来的水準にまで上昇し、200ベースポイントの金利急騰は同利払い率を2001年以来的水準にまで押し上げると考えられます。つまり、いずれも企業に著しい影響が生じます。もっとも、日本では「異例の」金融緩和が長い間続き、今やそれが常態化しているため、いずれのシナリオも実現する蓋然性は低いと考えられます。

フランス企業は一貫して債務を増やしてきた

フランスでは、非金融企業は対GDP債務比率を1998年から2019年にかけてほぼ直線的に上昇させてきました。そして新型コロナウイルスの発生に伴い、企業が借入れを増やす一方でGDPは縮小したことから、同債務比率は急上昇しました。その結果、フランス非金融企業の対GDP債務比率は170%に達し、世界で最も高い水準となりました。もっとも、図2に示した通り、こうした債務の増加をよそに、対GDP比で見た利払い比率は、欧州中央銀行（ECB）による利下げなどを背景に逡巡しました。

また、フランス非金融企業の債務は、同国の大規模多国籍業によって押し上げられている可能性がある点を指摘しておきます。それら企業の多くは資金調達に際してフランス市場に頼り、そうして調達した資金を関連会社間ローンを通じて国外の子会社へ貸し出しています。我々は債務に焦点を当てているものの、場合によっては国外資産という形でそれらの債務を相殺する重要な資産が存在し得る点を忘れてはなりません。もっとも、仮にそうした国外資産が不振に陥ったとしても、国内企業は当該債務を弁済しなければならないのはもとより、追加融資を求められる可能性すらあります。

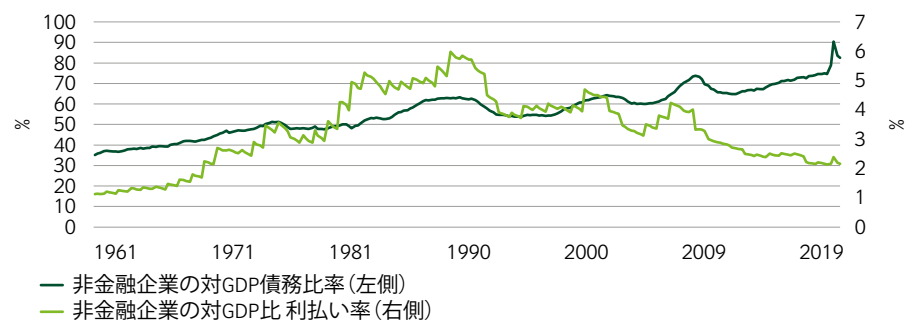
フランスの非金融企業の債務はおよそ45%が変動金利であり、100ベースポイントの金利急騰が生じると対GDP比での利払い率は世界金融危機以来の水準にまで上昇し、200ベースポイントの金利急騰は、同利払い率を前回債務不履行が連鎖的に発生した時に観察された水準に匹敵する値まで押し上げると考えられます。確かに、これはイールドカーブの平行移動を前提としており、非金融企業の債務に占める変動金利の大きな割合を踏まえると、その前提が成立するには、ECBは長期利回りの上昇幅と同じ分の利上げを実施する必要があります。金利が100ベースポイント上昇するごとに、企業の収益は約15%減少すると我々は試算しています。よって、100ベースポイントの上昇でも支出と投資を相当削減する必要が生じるでしょう。中央銀行の政策は日本ほど強力ではないものの、こうしたことからECBの異例の金融緩和を完全に解消することの難しさがはつきりとうかがえます。

米国は世界最大の企業債務市場であり、特別な注意を有する

米国の企業部門は世界金融危機後の金利低下を受けて債務を拡大させ、対GDP比で見れば非金融企業の債務はコロナ禍のさらなる借り入れ急増を経て80%余りと過去最高水準に達しています。純利益に対する債務比率も、2001年と2009年の景気後退時に付けたピークに匹敵する13倍と歴史的に見て高い水準にあります。

もっとも、金利が1980年当時の10%超から今日では2.6%にまで低下しており、全体の債務水準の増加はこれによって概ね相殺されています（図4参照）。企業の利払いがGDPに占める割合は約2.2%と、非金融企業の対GDP債務比率が今日の水準のおよそ半分であった1970年とほぼ同水準にあります。つまり、企業部門の債務残高は増大したものの、低金利の影響で過去の平均的な数値と比較すると極めて無理のない水準であると言えます。

図4：金利の低下が債務水準の増大を相殺⁴



公開市場で取引されている企業債務への影響分析

米国企業債務の持続可能性についてストレステストを実施するに当たり、我々は公に取引されている社債市場を基にシナリオを設定しました。それらシナリオの保守的な性質を確保するために、米国10年国債のフォワードレートに125ベースポイントの信用スプレッドを上乗せしたものを使用しました（他方、2021年3月末時点のBloomberg Barclays US Corporate Indexのスプレッドは91ベースポイントです⁵）。また、2021年および2022年の正味借入実行額は5,000億ドルを、2023年以降は年間7,500億ドルを想定しました。

仮に2021年および2022年の経済成長に関する我々の予想が正しく⁶、そしてその後の名目成長率を4.5%とした場合、フォワードレートに基づく非金融企業の対GDP債務比率は2025年にはむしろ、コロナ禍前に観察されていた水準と同等の75%にまで低下すると予想できます。金利が100ベースポイント以上上昇した場合は、その追加的な金利負担を賄うために支出を調整して費用を切り詰めることを余儀なくされると考えられます。仮にその後も金利が上昇し続けた場合、債務返済に苦慮する発行体が増加することが見込まれます。また、急速な債務削減の動きから、債務不履行が相次ぐ恐れがあります。300ベースポイントの金利急騰が発生すると、米国企業の対GDP利払い率は世界金融危機前に観察されていた水準にまで押し上げられると考えられ、債務返済費用は、純利益の32%からおおよそ50%にまで上昇するでしょう。

⁴ 出所：Insight、ブルームバーグ。2021年4月30日時点のデータ

⁵ 出所：ブルームバーグ。2021年3月31日現在

⁶ Insightは2021年4月30日の時点で、米国のGDP成長率は2021年が6.4%、2022年が4.4%になると予想しています。

脆弱性はセクターによってばらつきが生じる見通し



石油・ガス：債務の利払い費用増加よりも収益に対する二次的影響の危険に主に晒されています。金利急騰が生じると経済活動は縮小することが予想され、それが需要の減退を招き原油価格は下落するでしょう。金利急騰の度合いが大きくなるにしたいがい、需要への打撃も大きくなることが見込まれます。



自動車：金利急騰からこのセクターが守られるであろう要因がいくつかあります。消費者に関して言えば、自動車販売の借入費用に対する感応度は消費者信頼感や雇用に対する感応度ほど大きくありません。他方、企業に関しては、車両の平均年齢が11年を超える水準にあることを踏まえると、車両の経年劣化が買い換え需要を支えることが見込まれます。深刻なシナリオ以外では、こうした要因が需要を下支えする見通しです。また、米国の大手自動車メーカーのネットキャッシュ手元流動性はプラス水準にあり、2023年までは借り換えの必要性が限定的です。



金属・鋁業：米国の発行体は基本的に鉄鋼価格とアルミニウム価格の影響を受け、これらの価格は自動車と建設業界からの需要に大きく左右されます。自動車需要が予想通り底堅く推移すれば、これが寄与してこのセクターは金利上昇から守られるでしょう。もっとも、米国の鉄鋼業界は生産能力の強化と企業買収の実施を目的に債務比率を引き上げてきました。したがって、金利が上昇する一方で需要がそれを相殺するに足るほど伸びないというシナリオには、このセクターは脆弱であると言えます。こうした点を一部補う要素としては、債務比率が高めの発行体を中心に、債務の返済期間長期化が積極的に進められてきたことが挙げられます。



公益事業とエネルギー仲介事業：金利上昇は公益事業およびエネルギー事業に悪影響を及ぼすことが見込まれます。いずれも継続的に多額の投資を必要とする資本集約型産業であり、債務による資金調達に著しく依存しています。金利上昇は、潜在的なプロジェクトの経済性と魅力を低下させかねません。金利急騰の度合いが大きくなるにしたいがい、打撃も大きくなります。



ヘルスケア：比較的低い債務比率と景気の影響を受けにくい需要動向に鑑み、このセクターの金利上昇に対する脆弱性はそれほど高くないと予想します。



ハイテク：低い債務比率を鑑みると、このセクターは借入水準自体の増加よりも金利上昇に伴う経済的リスクになによりも晒されています。金利上昇が響いて企業および消費者の支出が鈍化した場合、より裁量的な財・サービスを提供する企業は収益の伸びが減速する可能性があります。ただ、こうした逆風も対処可能な範囲にとどまる見通しです。



消費財セクター：生活必需品部門については、景気の影響を受けにくい需要動向に鑑み、金利が上昇しても影響は限定的になると我々は予想します。また大半の企業は、この3年のあいだ投入コストの上昇を価格に転嫁してきた実績があります。むしろ、コロナウイルス関連の需要増大による恩恵を受けた企業が、コロナウイルス感染拡大（パンデミック）前の水準に需要が戻ることで受ける影響の方が大きくなる可能性があります。対照的に、生活必需品以外の消費財部門は、+200ベースポイントや+300ベースポイントのシナリオの下では消費者が増加した金利コストへ資金を振り向けるために裁量的な購買を抑えるなか売り上げが萎み始め、債務比率の高いクレジットやキャッシュフローが圧迫されることが見込まれます。

家計の債務

	対GDP債務比率	将来の金利			
		フォワードレートと一致	フォワードレート +100ベースポイント	フォワードレート +200ベースポイント	フォワードレート +300ベースポイント
オーストラリア	122.6%				
カナダ	110.3%				
スウェーデン	93.1%				
英国	88.8%				
フランス	67.3%				
米国	69.4%				
米国住宅ローン					
米国住宅ローン以外					

- 持続可能
- 雇用および投資の一定
- 雇用および投資の著しい減少
- 強制的な債務縮小・債務不履行

最も脆弱な国 カナダとフランス： 出発点異なる

カナダの家計はこの25年間着実に債務を増やしてきました。その傾向は2000年代の不動産ブーム時に特に顕著になりました。より厳格なマクロプルーデンス政策が効果を発揮してコロナ禍前までは家計の対GDP債務比率は100%余りで安定していましたが、GDPの縮小と利下げ後の住宅購入増加が影響して、対GDP債務比率は110%余りと過去最高水準に達しています。フランスでは、1990年代後半にユーロ圏に参加して以来、家計の債務は定率的に増えてきましたが、増加ペースは世界金融危機の後減速しました。

図5：カナダ家計の可処分所得に占める利払い率⁷

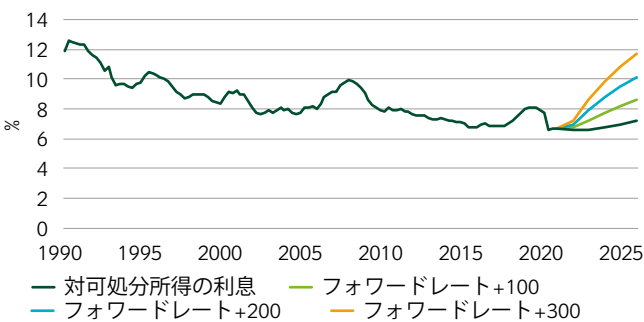
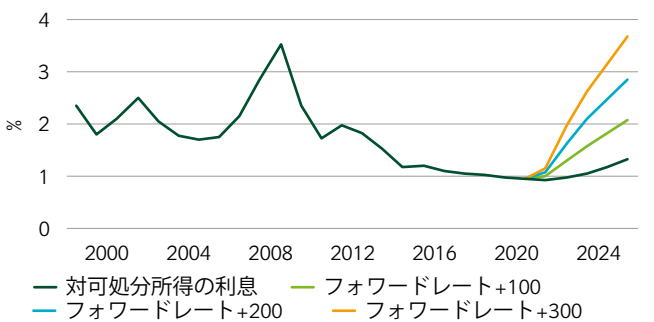


図6：フランス家計の可処分所得に占める利払い率⁸



カナダの家計は世界金融危機後に債務を増やしてきた

変動金利の債務と5年固定金利の住宅ローンの利用が大部分を占めるカナダ家計の大きな債務負担を踏まえると、カナダの家計は他の多くの国よりも金利に対する感応度が著しく大きいと言えます。仮に200ベースポイントの金利急騰が生じると、対可処分所得比で見た家計の利払いは、2019年に付けた前回のピークを2%上回る水準に達します。つまり、金利がフォワードレートよりも100ベースポイント高い水準に上昇しただけで、カナダの家計部門は顕著な圧迫を感じ始めることがうかがえます。金利急騰の度合いが200ベースポイント以上に達するという想定では、利払いは過去の景気後退時と同程度の水準まで押し上げられると考えられます。

^{7, 8} 出所：Insight、ブルームバーグ。2021年4月23日時点のデータ

フランスでは、家計の債務は控え目だが金利変動に対する高い感応度がこれを相殺

フランスでは、ECBが金融政策の目立った引き締めを行なってこなかったなか、家計の債務に係る実効借入コストは世界金融危機以降、安定して低下してきました。家計の債務自体は増加してきたものの、対GDP比67%とカナダより著しく少ない水準にあります。100ベースポイントの金利急騰が生じると、対可処分所得比での家計の利払い率は2011年に付けたピークに逆戻りすると考えられますが、これは基本的に、この10年間で低利回りがフランス経済にどの程度定着したかを示すメルクマー・ルとなります。GDPに照らすと、利払い率の上昇はGDPの約0.5%と比較的低くなり、フランスの家計は持続可能性がかなり高いことが窺えます。

しかしながら、フランスにおける家計の支出は金利の変動に対する感応度が他の国より高いことを示しています。よって、100ベースポイントの上昇でも消費は著しい影響を受ける公算が大きく、200ベースポイントにのぼる金利上昇時の消費の落ち込み幅は、景気後退時とほぼ同程度に達すると考えられます。つまりフランスは、家計の債務水準のみから窺える程度よりも金利急騰に対して脆弱であると言えます。

米国消費者信用は底堅さを発揮する可能性がある

米国家計債務の構成に鑑み、同債務は2つの区分に分解した方が有用であると考え、まずは住宅ローンに焦点を当て、次に住宅ローン以外の債務に焦点を当てました。

金利変動に対する米国住宅ローンの感応度は低い

米国住宅ローン市場は30年固定金利のローンが大部分を占めており、住宅ローンは金利に対して極めて低い感応度を有します。仮に金利がフォワードレートに織り込まれている道筋を辿った場合、平均金利は向こう5年間で3.3%の水準を保つと考えられます。金利が200ベースポイント上昇したとしても、全住宅ローンの平均金利が2018年時の水準に戻るのに5年を要します。同時に、既存の住宅ローン残高に係る平均金利は、1980年代初頭の12%から今日では3.7%に低下しており、過去の水準に照らすと持続可能性が極めて高まっています。

もっとも、金利急騰は新築住宅取得能力に影響を及ぼすでしょう。金利がフォワードレートよりも100ベースポイント以上上昇した場合、取得能力指数は世界金融危機前に観察された水準に戻り、そして金利の上昇幅が+300ベースポイントに達すると、住宅バブル時のピークと同じくらい住宅の取得が難しくなると考えられます。個人所得が急増しない限り、100ベースポイントから200ベースポイントの金利急騰でも住宅販売と住宅価格に著しい影響が生じ、その経済的影響は顕著になると予想します。

米国消費者はパンデミックのなか住宅ローン以外の債務を縮小させた

コロナ禍前、住宅ローン以外の消費者の借入れはGDPの19%と過去最高水準に達しましたが、パンデミックのさなか消費者は1,000億ドル余りのクレジットカード債務を返済しました。他の部門同様、平均金利はこの40年間で低下しましたが、その低下幅は他より小幅にとどまっています。消費者に関する名目金利は1981年から2019年にかけて7.8%低下した一方、連邦政府に関しては低下幅はおよそ13.5%に達します。もっとも、消費者債務の金利低下は債務増加を補って余りあり、対GDP比と対可処分所得比での利払い率は1960年代に観察された水準にまで低下しています。

消費者向け貸出金利の対米国債のスプレッドが一定だと仮定し、かつ消費者がロックダウン（都市封鎖）を利用してクレジットカードでの借入れを1,100億ドル余り減らしたことを踏まえると、対可処分所得比での金利コストはいずれの金利急騰シナリオの下でも2019年初めに観察された水準を下回ると考えられます。

2019年初め、実質個人消費支出は平均で2.2%を僅かに上回るペースで増加していましたが、債務不履行は比較的低い水準を保っていました。よって、仮に金利が200ベースポイント以上上昇すると消費にとってはやや逆風になると見込まれますが、著しい債務不履行リスクが顕在化する可能性は高くありません。

こうした分析を踏まえると、金利がフォワードレートを辿った場合やあるいは100ベースポイント上昇したとしても、消費者は自己の債務負担ならびに消費パターンを保てる見通しです。仮に金利が200ベースポイント以上上昇した場合、消費の伸び率は鈍化する公算が大きいものの、債務返済費用が最近の平均的水準を上回ったとしても、多くの債務不履行が連鎖的に生じる可能性が高くなるほどには至らないと考えられます。

一般政府債務

	対GDP債務比率	将来の金利			
		フォワードレートと一致	フォワードレート +100ベースポイント	フォワードレート +200ベースポイント	フォワードレート +300ベースポイント
日本	235.1%				
イタリア	171.8%				
フランス	134.2%				
英国	133.7%				
スペイン	131.9%				
米国	109.9%				

- 持続可能
- 雇用および投資の一定の縮小
- 雇用および投資の著しい減少
- 強制的な債務縮小・債務不履行

最も脆弱な国

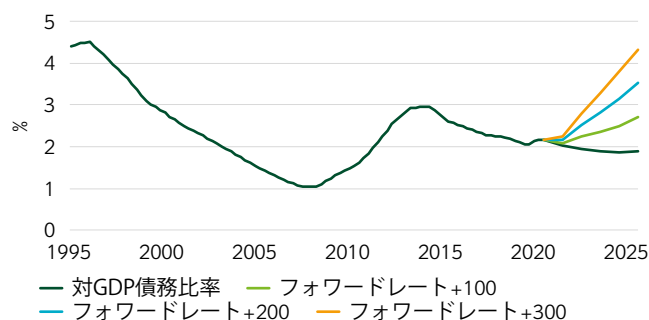
イタリアとスペイン： 従来からの過剰債務は両国の根深い問題

欧州ソブリン危機の間、イタリアとスペインでは対GDP債務比率が著しく上昇しましたが、状況はコロナ禍によって一段と悪化しました。今後数年、経済活動が持ち直すなかいずれの国においても対GDP債務比率はピーク時から低下することが見込まれますが、コロナ前の水準を上回る状態が続き、両国とも金利急騰に対して脆弱になるでしょう。

図7：イタリアの対GDP債務比率⁹



図8：スペインの対GDP債務比率¹⁰



イタリア

イタリアでは、残存期間の短い債務は比較的無理のない水準であり、また概して満期間近のクーポンはフォワードレートよりも高く、おそらく債務を順次借り換えることが可能であるため、短期的にはあまり影響を受けません。イタリアの借金は日本に次いで2番目に多い一方、この債務負担の維持は、現在の金利であれば実のところ比較的余裕があります。それどころか、100ベースポイント金利が上昇してもそれほど苦慮することなく対処できることが見込まれます。しかしながら、過去の経験に鑑みると、200ベースポイント以上の金利急騰が生じた場合は厄介な問題に発展し、政府の負担も危機的に増大する公算が大きいと考えられます。

スペイン

スペインでは、コロナ禍において国の借金が著しく増加しGDPの130%に達しました。こうした多額の借金を踏まえると、対GDP比の利息は金利が顕著に上昇すると劇的に変動し、仮にフォワードレートよりも200ベースポイント高い水準に金利が上昇すると、対GDP比の利払い率は欧州債務危機時につけた2013年および2014年のピークを突破すると考えられます。金利がフォワードレートを迎えるか、あるいは上乗せ幅が100ベースポイントにとどまればスペインは自国を支えられる一方、金利の上昇が200ベースポイントに近づくと、より深刻な緊張状態が顕在化することが見込まれます。

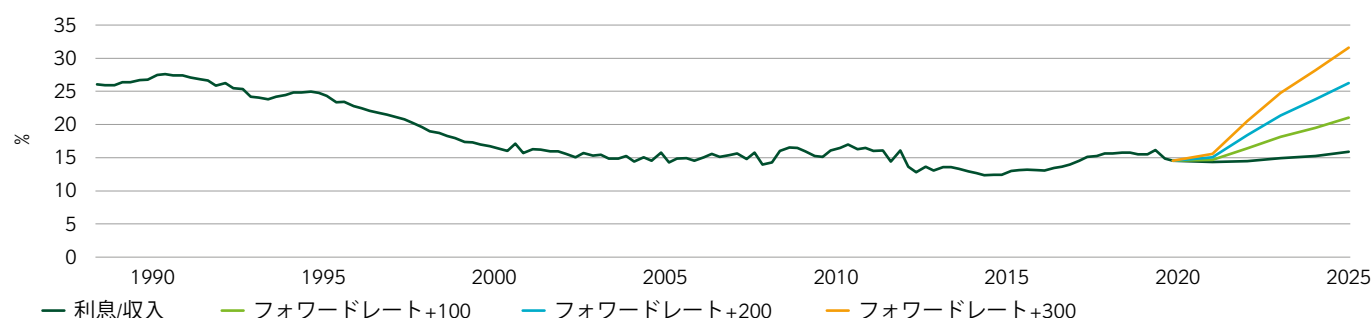
^{9, 10} 出所：Insight、ブルームバーグ。2021年4月23日時点のデータ

米国の持続可能性はFRB次第である面が大きい

米国では、連邦政府の借金が劇的に増えましたが、この大部分を中央銀行の買い入れが吸収しており、政府が抱える債務と支払う利息を減らしています。過去1年で米連邦準備銀行は米国債の保有高を2.2兆ドルから5兆ドル近くにまで増やしました。連邦準備銀行による大量の米国債の保有が寄与し、連邦政府の金利感応度は緩和されています。ただ、金利感応度が完全に解消されているわけではありません。連邦準備銀行が米国債発行残高の約20%を保有しているため、対GDP比の利払い率は、200ベースポイントの金利急騰・シナリオの下での本来の水準よりも1%近く低い水準にあります。

米国債務の持続可能性を評価するに当たっては、FRBが政府の歳出を今後も支えると想定することの適否が問題になります。政治家らは、債務水準や利息の支払いを制御するために緊縮財政に舵を切るよりも、財政当局のニーズに直接的に応える中央銀行総裁を任命しようと模索するでしょう。連邦準備銀行の米国債保有を無視した場合、100ベースポイントを超える金利急騰が生じると対税収比の米国利払い率が著しい圧迫を受けます（図9参照）。これにも拘わらず、少なくとも向こう5年間は、金利が急上昇するという想定でも増税の実施や量的緩和策を多用し続けることができる米国の能力に鑑みると米国はかなり柔軟に対応できる様子です。

図9：米国の対税収比利払い率¹¹



結論

我々がこの分析に着手した時、我々の見立てが誤っていたときにどのような事態になるか、つまり、利回りが著しく上昇した場合の事態と、そうした想定が示現した場合どこに脆弱性が存在するかを掘り下げるという点を目標に掲げました。ところが、分析を終えるに当たり、低金利政策がどれだけ深く根付いており、中央銀行がこの異例の金融緩和を解消することがどれだけ難しいかという点に一層気付かされることになりました。

日本など一部の地域では、異例の金融緩和がほぼ間違いなく常態化しています。その他の地域では、利回りの顕著な上昇に伴う経済的帰結それ自体の影響で、期間の長い利回りの管理に中央銀行が利用できる重要な手段である量的緩和策による追加刺激策が必要になることが見込まれます。

ユーロ圏では、イタリアやスペインなどの国における従来からの過剰債務が、おそらくそれら個別の国だけでは対処でき

ない根強い問題になっています。もっとも、パンデミック中に欧州委員会は、ユーロ圏共同債の発行を通じて資金の大部分を賄うという画期的な刺激策に乗り出しました。これが財政統合強化の足掛かりになり、いずれユーロ圏全体の持続可能な未来に繋がるかもしれません。この点については『EU: Integration or Disintegration』にて詳しい考察を加えています。

結局のところ、債務比率が高い部門がいくつもあると、ある部門から債務負担を他の部門へ移転することに制限が生じるため（この10年のあいだスペインの家計と政府債務に生じたように）、そうした国は、債務比率が高い部門が一つしかない国よりも金利上昇時の悪影響が大きくなることが見込まれます。こうした点を踏まえ、イタリアやスペイン、日本よりも、フランスとカナダの債務の持続可能性について我々はより強い懸念を抱いています。

寄稿者



スコット・ルースターホルツ
ポートフォリオ・マネージャー
インサイト・インベストメント



サイモン・ダウン
シニア・ライター
インサイト・インベストメント

¹¹ 出所：Insight、ブルームバーグ。2021年4月23日時点のデータ

<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に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ので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.85%（税抜3.5%）
 - 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.70%
 - 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率2.035%（税抜1.85%）
 - その他費用・・・上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。
- ※ 上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。
- ※ 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、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

<ご留意事項>

- 当資料はインサイト社およびそのマクロ見通しの紹介を目的として、インサイト社が作成した資料をBNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性・完全性について保証するものではありません。
- 当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに今後変更されることがあります。
- 当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。
- ファンドに生じた損益は、すべて受益者の皆様に帰属します。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第406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
一般社団法人第二種金融商品取引業協会