

## 米国債務上限問題とその影響

米国で政府債務の上限を巡る論争が続いていましたが、2023年6月3日に債務上限の停止法案が成立しました。これにより、米国債のデフォルトは寸前で回避されましたが、そもそもなぜ米国では債務上限が数年おきに問題となるのでしょうか。今回のニュース解説では、米国で債務上限が設定されたきっかけや、これまでの上限引き上げ論争の歴史を紹介した上で、今年の債務上限問題の経緯を振り返り、債務上限問題が及ぼしうる経済的影響を解説していきます。

### 債務上限問題の歴史

#### 1. 米国債務残高に上限が定められたきっかけ

米国において、債務残高に上限が課されたのは1917年の第二次自由国債法の制定が始まりです。それ以前は、国債の発行のたびに発行理由や満期、金利などの要件を議会が承認していましたが、第一次世界大戦に突入したことで、国債の発行プロセスを簡易化する必要が出てきました。そこで、この法律が制定され、議会による個別の国債の承認プロセスを簡略化するかわりに、全体の債務残高に上限が付されることとなりました。

この法律で対象となっている国債は、個人、法人、州政府、FRB、海外政府や外国銀行などが保有する国債に加え、公務員退職・障害者信託基金や社会保障基金などの信託基金の余剰金の投資用に連邦政府が保有している国債です<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 米国では、連邦政府が保有する信託基金の余剰金は、米国債に投資することが法律で定められています。この法律で連邦政府が投資用に保有する米国債も、上限が付される対象となっています。

そのため、米国の財政赤字の補填を目的とした国債発行や、信託基金の剰余金拡大による連邦政府保有分の国債の増加によって、債務残高は上限に近づいていくことになります。

上限に達した場合は、新規国債の発行ができなくなるため、政府の手元資金が底をつくと、国債の元利払いが滞るほか、社会保障などの給付金が一時停止する事態に陥る可能性があります。

#### 2. これまでの債務上限問題の経緯

この法律が制定されて以来100年ほどになりますが、債務残高は増加の一途をたどってきました。債務残高が上限に達するたびに、議会で上限の引き上げや停止の措置がなされ、その回数は100回を超えます。しかし、上限の引き上げを巡っては、与野党で財政政策を絡めた政治的対立に発展することが多く、上限引き上げ法案の成立に時間を要することもしばしばありました。特に、2011年の債務上限問題では、デフォルトに陥る期限寸前まで議論が難航したことで、格付け会

社のS&Pは米国債の格下げを実行しました。

債務残高が上限に達し、上限の引き上げや停止法案が成立するまでの期間は、財務省が「非常措置」とよばれる措置をとって手元資金の確保をしてきました。例えば、公務員退職・障害者信託基金、社会保障信託基金などの信託基金証券の早期の償還や再投資の停止、政府証券投資基金(G-Fund)への投資の停止、連邦政府の予算内での特別な資金繰り策の実施などの措置を通じて、デフォルトを回避してきました。しかし、これらの措置はあくまで一時的な延命措置に過ぎず、最終的には議会で債務上限の引き上げ、または一時停止の法案が成立して、難を逃れてきました。

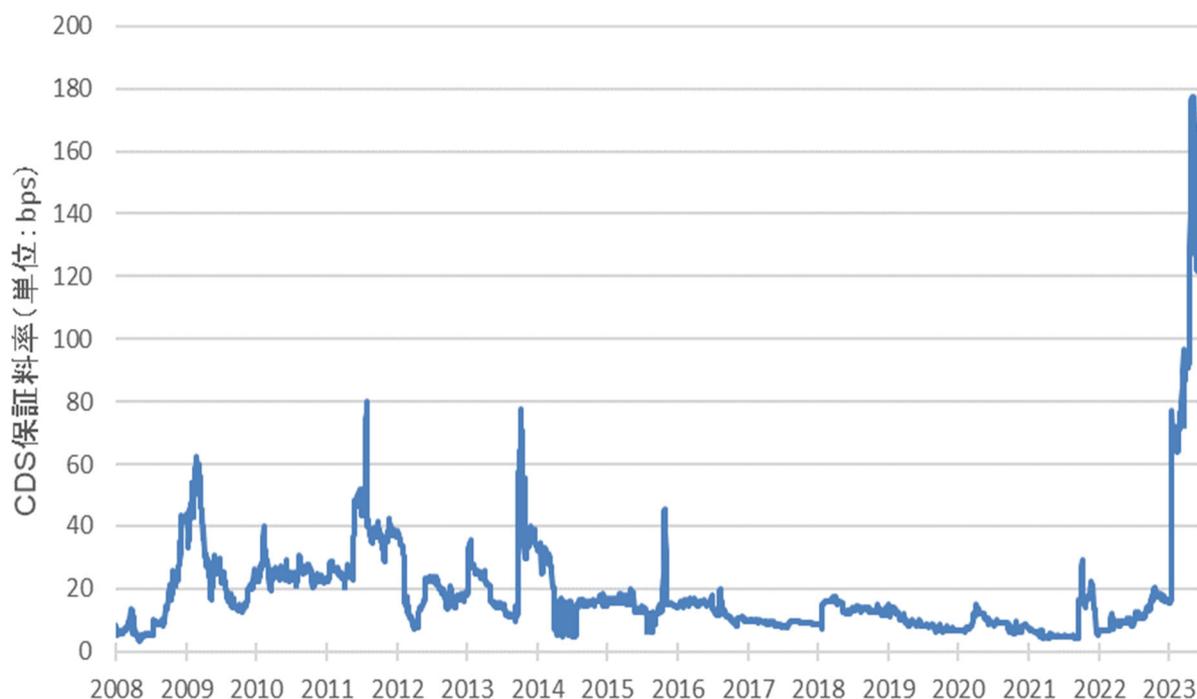
ここまで、債務上限問題の歴史について見てきましたが、次節では今年の債務上限問題の経緯を詳しく解説していきます。

### 今年の債務上限問題について

今年1月、米国の債務残高が2021年12月に制定された、31.4兆ドルの法定上限に達したことが明らかになりました。デフォルトを防ぐために、米財務省は公務員退職・障害者信託基金への投資の停止などの非常措置を講じて資金繰りを行っていました。しかし、その非常措置での資金繰りにも限界があり、米財務省のイエレン長官は、6月1日にもデフォルトの可能性があると指摘しました(その後6月5日に修正)。

このように、米国債のデフォルトリスクが高まる中で、与野党はそれぞれ独自の上限引き上げ案を主張してきました。バイデン大統領率いる与野民主党は、無条件での債務上限引き上げを求めています。一方、マッカーシー下院議長率いる野党共和党は、気候変動対策への支出削減や低所得層向けの公的医療保険「メディケイド」の受給要件を厳しくするなど、歳出削減策を盛り込

図表 1 米国債 1 年物 CDS 保証料率の推移



(出所) Bloomberg より NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することをご遠慮ください。

んだうえでの上限引き上げを主張しました。両者は幾多の交渉の場を設けてきましたが、期限が近づくまで合意に至ることはありませんでした。

これらの事態を受けて、市場でもデフォルトリスクへの懸念が高まっていました。アメリカ国債のデフォルト発生時に損失を補填する、1年物CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の保証料率は、5月12日に177.62bpsを記録し、過去最高となりました(図表1)。CDSの保証料率には、原資産となる債券のデフォルトリスクが反映されています。今回のCDSの保証料率の上昇からは、米国債デフォルトへの市場の懸念が、過去にないほど高まっていたことが読み取れます。

また、5月下旬になると、格付け会社のフィッチは、米国の信用格付けを最高位の「AAA」から格下げ方向で見直す可能性のある「ネガティブ・ウオッチ」に指定しました。

期限が差し迫る中、5月27日に両者は痛み分けの形で、債務残高の法定上限を25年1月まで停止する基本合意に至り、6月3日に法案が成立しました。妥結案では、気候変動対策への支出や、メディケイドの受給要件は維持されることとなり、低所得層向け食糧支援の支給厳格化などの歳出削減策が盛り込まれることとなりました。また、上限停止の期間が25年1月までとなったのは、24年11月の次期大統領選で、債務上限問題を争点としたくないという両者の思惑があったものと見られています。

ここまで今年の債務上限問題の経緯を見てきましたが、なぜ今年は議論がこれほど膠着し、CDSの保証料率が過去最高を更新するなど、市場の危機感も例年より大きくなったのでしょうか。次節では、考えられる理由を解説します。

### なぜ今年の債務上限問題は例年より大きな問題となったのか

大きな原因は、ねじれ議会と与野党での強硬派の存在にあると言われています。22年11月の

中間選挙で、野党の共和党が下院で過半数を獲得し、連邦議会はねじれ議会の構図になりました。そのため、上下両院での法案通過のためには、与野党の歩み寄りが必要となりました。しかし、両党とも党内に強硬派が存在し、強硬派の議員たちは妥協を認めない姿勢であり、歩み寄りは難しくなっていました。

特に、共和党内のフリーダム・コーカスと呼ばれる保守強硬派の30人ほどの議員らは、歳出削減を巡って民主党を強く非難していました。

マッカーシー氏は、歴史的接戦となった今年1月の下院議長選で、フリーダム・コーカスに対し、債務上限引き上げの際には必ず歳出削減策をセットにすることを約束して、ようやく下院議長に選出された経緯があります。共和党は、435議席中222議席という僅差で下院の過半数の議席を保持しているため、党内の造反をできるだけ少なくしたいマッカーシー氏は、フリーダム・コーカスの意見を軽視できない状況だったと考えられます。

ここまで、今年の債務上限問題の経緯を振り返ってきました。今年も、期限寸前で上限停止法案が成立しデフォルトは回避されました。しかし、財政赤字の解消や政府保有分の国債残高が減少しない限り、債務は増加していくため、債務上限問題は今後も数年おきに問題となります。では、実際に債務上限問題がきっかけとなって米国債が格下げされたり、デフォルトに陥ったりした際には、どのような影響が考えられるのでしょうか。次節では、債務上限問題の経済的影響について解説します。

### 経済への影響

本節では、1. 上限引き上げが期限直前までもつれた結果、米国債の格下げが行われた2011年の金融市場の動向と、2. デフォルト発生時に考えられる影響、の2つを解説していきます。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

## 1. 2011年の債務上限問題と格下げの影響

2011年は、今年と同じように債務上限引き上げ交渉が難航していました。デフォルト直前で上限引き上げ法案は成立したものの、その3日後にS&Pが米連邦政府の中期的な財政の安定確保への姿勢が不十分であることを理由に、米国の長期ソブリン格付をAAAからAA+に1ノッチ引き下げました。さらに、米国債の保有比率が高かった保険会社やファンド、連邦政府の保証を受けている政府関連機関、連邦政府と財政上の関わりが強い州や自治体の地方債などを格下げしました。これらの格下げを受けて、翌週の世界の株式市場は全面安となりました。ただし、この時の米国債の利回りは低下(価格は上昇)しました。これは、米国実体経済の悪化や欧州のソブリン危機などへの懸念があったため、格下げされてもなお米国債が安全資産と見なされたことで、米国債に資金が流入したためだと見られています<sup>2</sup>。

## 2. デフォルト発生時の影響

万一、米国債のデフォルトが発生した際には、金融市場に大きな混乱が生じる可能性が指摘されてきました。

米議会の動向がマーケットに大きな影響を与えるケースとして、2008年の金融危機の際にTARP(不良資産救済プログラム)が9月29日に米下院で否決された事例があります。TARPは、サブプライム・ローン関連の問題に起因する不良債権を、財務省が買い取ることで金融機関等から問題資産を切り離すプログラムでした。この否決の翌日には、金利が急騰し、株式相場は大幅に下落する、といった金融市場の混乱が生じました。結果的に否決から4日後の10月3日にTARPが可決されましたが、今回の債務上限引き上げの合意が期限までに得られなかった場合、一時

的であっても同じような混乱を生じる可能性が指摘されていました。

### まとめ

債務上限は1917年に制定されて以降、政治的な駆け引きの手段として使われてきました。これまでの歴史でも、債務上限引き上げ交渉が難航することは多くありましたが、最終的には交渉がまとまり、引き上げや一時停止に至っています。今年も例外ではなく、最終的に民主・共和両党が妥協し、歳出削減と合意に至り、デフォルトは回避されました。

しかし、債務上限問題は財政赤字の解消や政府保有の国債残高の減少がない限り、数年おきに繰り返し問題となります。債務上限問題はマーケットへの影響も大きいため、引き続き注視する必要があると言えるでしょう。

— 次号のお知らせ —

次号は

**6月26日(月)**

発行予定です。

<sup>2</sup> 詳細は神山(2011)「米国債格下げと短期金融市場への影響」野村資本市場クォーターリー2011Autumn

### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
  - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
  - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
  - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
  - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
  - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
  - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
  - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)