



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.  
Economic Research Group (New York)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

July 21, 2011

## <FOCUS>

### 政府債務問題～燃る本末転倒のリスク

- 連邦政府の債務上限引き上げと債務削減を巡る政府・議会の交渉期限が差し迫っている。デフォルト回避の期限は8月2日とされ、法的措置に要する時間も踏まえると、今週が実質的なデッドラインであるが、本日21日時点では目立った交渉進展の動きはない。
- 政府・議会は事態打開に向けた交渉を重ねており、一両日中に合意形成がなされる可能性もあるが、来年の大統領選を控え、財政健全化を巡る対立構造が深まるなか、一步間違えれば、最悪の事態を迎える可能性もゼロとは言えない状況にある。
- 一方、足元の政府債務を巡る混乱は極めて政治的色彩が強く、財政政策の観点から捉えた場合、必ずしも本質的な議論とは言えないことも事実である。まず、債務上限自体はさほど本質的ではないように思われる。債務残高の増加と債務上限引き上げはこれまでも繰り返されてきたことであり、金融危機後の経済を持続的な回復軌道に乗せることが最優先されるべきこのタイミングで財政政策の焦点とすべきものではない。
- 他方、財政健全化そのものは本質的な課題だが、あくまで中長期的な課題として取り組むことが肝要である。金融危機後、大幅なマイナス成長に陥るなかで歳入も急速に落ち込んだが、その後の景気回復により税収は改善傾向にある。名目成長を確保して歳入増を図りつつ、中長期的な財政健全化策の策定に取り組むことが必要な政策と考えられる。
- 今後の債務問題を巡る政府・議会間の協議の展望は読み難いものの、債務削減と債務上限引き上げについてギリギリまで交渉を続け、仮に妥結できない場合には、当面の債務上限引き上げだけについて合意し、デフォルトという最悪の事態は回避することとなろう。
- 万が一、一時的にせよデフォルトが生じる事態となれば、その潜在的リスクは巨大でありテールリスクとして注意が必要であろう。一方、デフォルトを回避するものの、大幅な債務削減について合意できない場合にも格下げの可能性は燃り続ける。AA格付けにとどまれば、長期金利の上昇幅も急激なものにはならないとみられるが、市場の信任が損なわれれば不連続な急騰を示すリスクが当面残存することとなろう。政治的な思惑を背景に政策論議が迷走する結果、金融市場の動揺を通じて経済が混乱に陥るといふ本末転倒のリスクを一刻も早く払拭することが求められる。

<FOCUS> 政府債務問題～燃る本末転倒のリスク

見えないデフォルト回避に向けた協議の行方

連邦政府の債務上限引き上げと債務削減を巡る政府・議会の交渉期限が差し迫っている。デフォルト回避の期限は8月2日とされ、法的措置に要する時間も踏まえると、今週が実質的なデッドラインであるにも関わらず、本日 21 日時点では目立った交渉進展の動きはない。

金融市場は、米国のCDSスプレッドが50bp強にとどまるなど、平静を保っているが（第1図）、水準自体は徐々に上昇してきている。FRBも万が一に備え臨戦態勢に入りつつある<sup>1</sup>。

政府・議会は事態打開に向け最大限の努力を重ねており、一両日中に合意形成がなされる可能性もあるが、来年秋の大統領選を控え、財政健全化を巡る対立構造が深まるなか、一步間違えれば、最悪の事態を迎える可能性もゼロとは言えない状況にある。

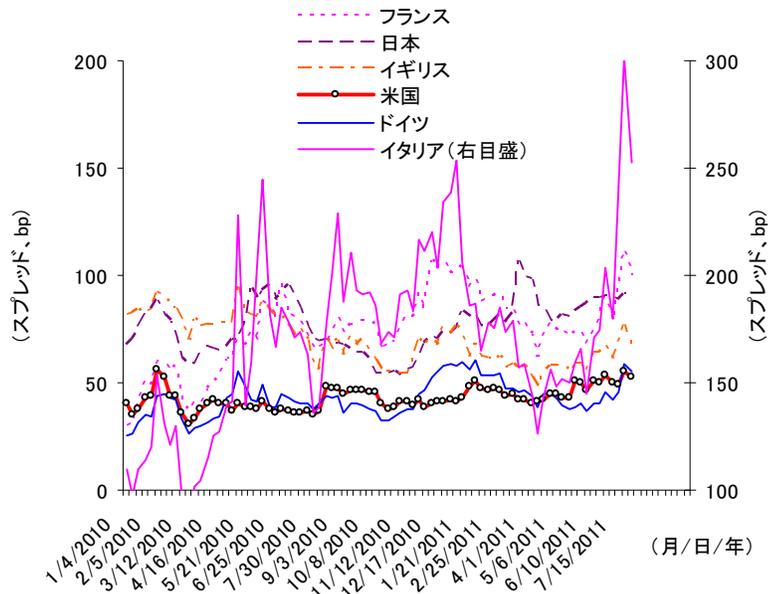
本当は本質的でない債務上限問題

一方、足元の政府債務を巡る混乱は極めて政治的色彩が強く、財政政策の観点から捉えた場合、必ずしも本質的な議論とは言えないことも事実であろう。

政府債務の問題は、デフォルトを回避するために必要な債務上限引き上げという短期的な問題と、中長期的に如何に財政健全化を図るか、という二つに分けて考える必要があるが、まず、債務上限自体はさほど本質的ではないように思われる。

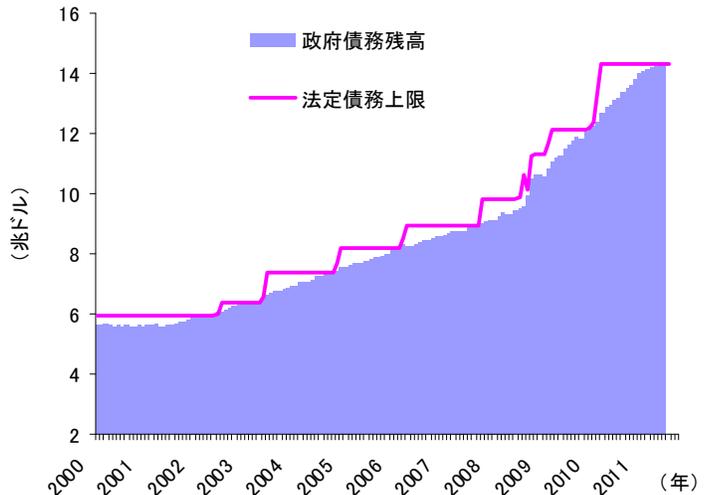
もちろん、野放図な財政支出拡大に歯止めをかける枠組みとしての意義はあるほか、財政状況が厳しいことには変わりはないが、財政ポジションはストック・ベースにせよ、フロー・ベースにせよ、金額ではなく、経済規模（名目GDP）対比でみるのが妥当であろう。債務残高の増加と債務上限引き上げはこれまでも繰

第1図: 主要5カ国のCDSスプレッドの推移



(注) 5年物。直近データは7月21日午後3時時点。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 政府債務残高と債務上限の推移



(資料) 財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> ロイターによると、プロッセラー・フィラデルフィア連銀総裁は20日、FRBは有事対策 (contingency planning) モードに入っていると発言している。

り返されてきたことであり（前頁第2図）、金融危機後の経済をしっかりとした回復軌道に乗せることが最優先されるべきこのタイミングで財政政策の焦点とすべきものではない。

### 財政健全化は中長期の課題

他方、財政健全化そのものは本質的な課題であることは言うまでもない。ただ、バーナンキFRB議長も繰り返し述べているように、あくまで中長期的な課題として取り組むことが肝要である。

名目GDP成長率と歳入の関係をみると（第3図）、金融危機後、大幅なマイナス成長に陥るなかで歳入も急速に落ち込んだが、その後の景気回復により税収は改善傾向にある。名目成長を確保して歳入増を図りつつ、中長期的な財政健全化策の策定（歳出抑制・税制改革）に取り組むことが必要な政策と考えられる。

また、米国の租税負担率は主要国のなかでは相対的に低いほか、人口動態の強さも失われたわけではなく、財政健全化に向けた政策対応の余地は残っている。来年の大統領選に向け、税制や社会保障制度の見直しを含めた財政健全化策を国民に問う選択肢もあるように思われる。

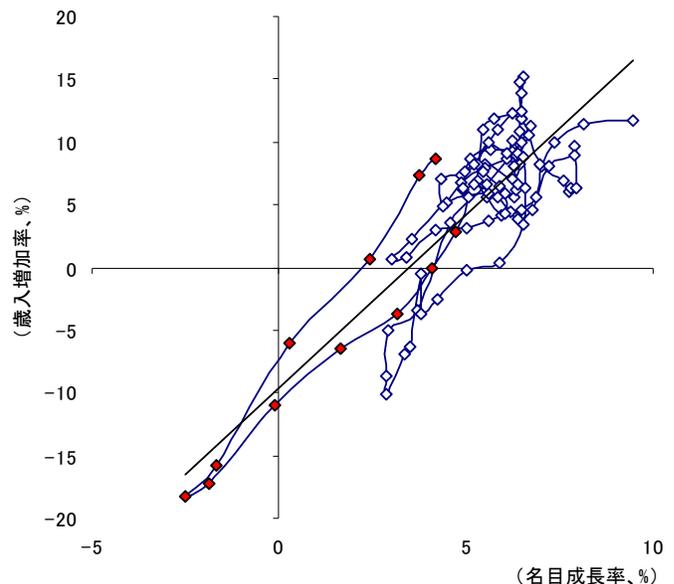
### 当面残存する金利上昇リスク

今後の債務問題を巡る政府・議会間の協議の展望としては、読み難いものの、債務削減と債務上限引き上げについてギリギリまで交渉を続け、仮に妥結できない場合には、当面の債務上限引き上げだけについて合意することで、デフォルトという最悪の事態は回避するというのが一般的な見方であろう。

当然だが、万が一、債務上限引き上げで合意ができず、一時的にせよデフォルトが生じる事態となれば、金利急上昇、金融市場の流動性枯渇、さらに欧州債務問題の悪化などを通じ、その影響はグローバルな景気悪化まで波及するリスクを内包している。あくまでリスク・シナリオではあるが、テールリスク<sup>2</sup>として注意が必要であろう。

一方、債務上限引き上げによりデフォルトを回避するものの、大幅な債務削減について合意できない場合にも、格付け機関による格下げの可能性は熾り続けることとなる。主要先進国の格付けとCDSスプレッドの関係からすると、1~2ノッチ程度の格下げでAA格付けにとどまるのであれば、CDSスプレッドの上昇幅は限られ、長期金利の上昇幅も急激なものにはならないとみられる（次頁第4図）。ただ、最近のイタリア・スペインの例にみられるように、市場の信任が損なわれれば不連続な急拡大を示すリスクが当面残存することとなる。

第3図：名目成長率と歳入の関係



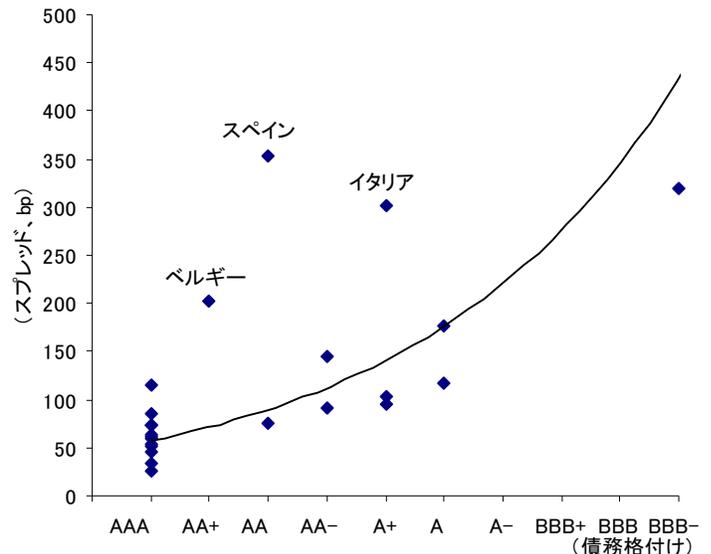
（注）ともに前年比ベース。2008年以降を赤色で表示。  
（資料）財務省・商務省資料をもとに三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>2</sup> 発生確率は低いが生じると巨額の損失をもたらすリスク。

上述したように、債務問題はあくまで中長期的な観点から取り組むべき課題であり、政策対応余地も一定程度残されている。一方で、大統領選を来年に控えて抜本的な政策合意が難しいタイミングにあることや、欧州債務問題をきっかけにソブリン・リスクや財政健全化への注目度が高まるなか、政策判断を誤れば、金融市場が大きく動揺しかねない状況が当面続くことが予想される。

政治的な思惑を背景に政策論議が迷走する結果、金利上昇を通じ経済・金融が混乱に陥るといふ本末転倒のリスクを一刻も早く払拭することが求められる。

第4図：格付けとCDSスプレッドの関係



(注) 格付けはS&Pによる自国通貨建長期債。  
CDSスプレッドは5年物。データは7月19日時点。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.