

Market Insight

2026年10月5日（月）

米インフレリスクと財政支配の相克 米長期金利5%台高止まり「綱渡り」米金融財政政策

24年ぶり5.34%に上昇した米長期金利だが、1) 世界的な財政悪化懸念、2) Convexity（コンベクシティ）に絡む機械的な米国債売り、3) 中東紛争エネルギー発インフレ懸念、4) ハイパースケラー巨額AI（人工知能）社債発行「逆クラウドディングアウト」、5) AI・半導体需要による電子機器高騰とAIインフラ投資による電気料金上昇、6) 米景気の堅調一等の数多インフレ材料がひしめき高止まりが続きそうだ。

ユーロ枢軸フランスを襲う財政悪化と政治の混迷

「米FRBの利上げは連邦債務利払い費を増やし財政赤字を悪化させる一方、利払い費を抑えるべく金利を低く抑える『Fiscal dominance（財政支配）』に向かえばインフレリスクを悪化させる」一。「新債券王」の異名を取る債券ファンド「ダブルライン・キャピタル」創業者で著名投資家のジェフリー・ガンドラック氏が「綱渡り」の金融・財政政策を不安視する。

10月1日の米長期金利（10年債利回り）は米FRB高官らから利上げを急ぐ必要はないとの見解が相次ぎ、フランスの財政懸念から仏国債が売られリスク回避の米債買いに前日比0.04%低い5.24%で終えたが、朝方は一時5.34%と2002年以来、約24年ぶりの高水準を付けた。

齢（よわい）93歳ながら今も現役の「債券界のパフェット」と称される米資産運用大手ルーミス・セイレスのダン・ファス副会長は、1) 巨額の米財政赤字、2) 世界的な債務残高の膨張、3) 地政学リスク、4) AI（人工知能）企業の巨額社債発行による逆クラウドディングアウト等米長期金利の上昇に強い懸念を示し、あるヘッジファンド幹部によれば、「MBS投資家などが投資元本回収に要する実効デュレーション（平均残存期間）の欠点を補う曲線「Convexity（コンベクシティ）に絡む機械的な米国債売りに大挙、米長期金利の上昇に拍車をかけている」という。

米連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）等の政府系金融機関が保証する「エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）」発行残高が約10兆ドル（約1580兆円）と米国債の3分の1を占める規模に拡大し、機械的な売り一巡までに米長期金利が5.5%水準へ上昇リスクが見込まれる。

コンベクシティは長期金利の上昇と債券価格の変化を表すデュレーションの欠点を補う曲線であり、米長期金利が19年ぶりに節目の5%を超えたことで大量にMBSを保有するモーゲージ・ファンドなどがコンベクシティに絡む米債売りを余儀なくされ、売りが売りを呼ぶように米長期金利の上昇に拍車を掛けているというのだ。

しかも、米長期金利上昇を後押し要因に世界的な財政悪化と債務危機、とりわけユーロ枢軸フランスを襲う財政不安の嵐がある。ドイツに次ぐ経済大国ユーロ枢軸のフランスの公的債務は3兆5300億ユーロ（対GDP比117.5%）に達し、欧州マーストリヒト基準（GDP比60%以下）を大幅に超過し、将来のユーロ債務危機のトリガーになりかねないと懸念されつつあるのだ。

仏財務省によれば、今年6月末のフランスの財政赤字は約1070億ユーロに達し、当初予算の赤字をすでに約15%も上回り、政府が取り急ぎ財政「防火壁」を

構築すると共に何らかの経済成長の奇跡を起こさなければ、財政赤字は今年中にGDP比約6%に拡大する可能性が高く、26年末にはGDP比の財政赤字が約8%を超える危機的状況が懸念されている。

フランスの財政は26年の税込約3.7%増に対し歳出が5.4%増の典型的な財政赤字垂れ流し構図にあり、政権の短命化など政治の混迷がルコルヌ仏首相率いる現政権の増税や歳出削減策など財政再建策の足を引っ張る。何よりフランスは27年に大統領選挙を控え、莫大な国家債務をどう処理すべきか、左右の政治勢力が激しく対立する一方で仏中銀が26年の成長率予測を0.4%に下方修正する等、経済成長の低迷が自力の歳出削減や財政赤字削減を困難にしている。

極左政党「不服従のフランス」メラニョン氏らは、欧州中銀（ECB）等が保有するフランス国債（約5000億ユーロ）の「債務返済不履行（凍結）」を提案している。これは実質的な「徳政令」であり慎重論が多い一方、極右政党「国民連合」のルペン氏らは、財政赤字をGDP比3%以内に抑える「黄金律」の憲法明記など徹底した緊縮財政を主張している。いずれにせよ、「Grande Nation（グランデ・ネーション：偉大なる国）」フランスが直面する債務危機は、資本主義の根幹である私有財産権や欧州金融システムの信任を揺るがしかねない暗雲となって欧州経済全体を覆いつつ、世界的な長期金利上昇を後押ししそうだ。

1.5兆ドルの国防費増額「軍拡時代」の債務危機

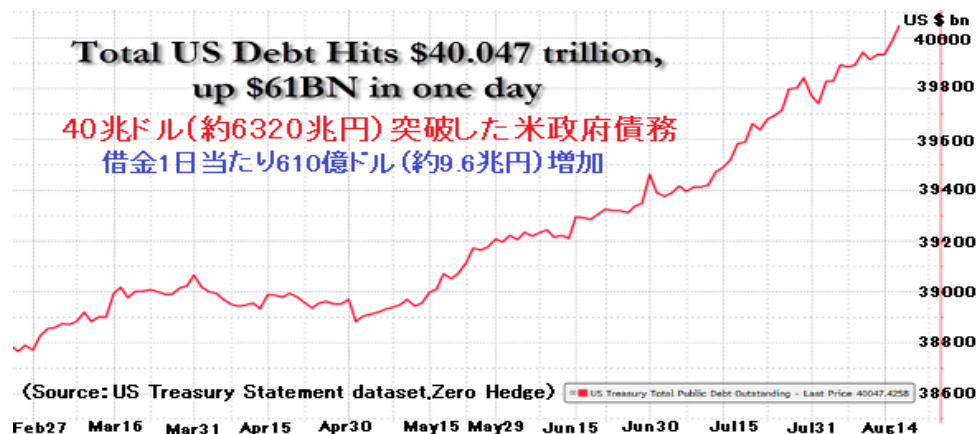
ある在NY国際金融筋によれば、「1980年頃の米連邦債務のGDP比率は35%、利払い費は歳出全体の約8%に過ぎず、希代のインフレ闘士ボルカー元議長は思う存分インフレ退治に精を出し政策金利は20%水準へと引き上げられた。だが、今や連邦債務は米GDPを上回る規模に膨らみ、利払い費は1.2兆ドルと国防費を上回り、社会保障費に次ぐ歳出項目となって否応なく米FRBには『財政支配』の影響が及ぶ」という。

改めて指摘するまでもなく、「財政支配」とは政府の巨額な債務や財政赤字が主因となって中央銀行が本来の目的である「物価の安定」に向けた自由な金融政策を行えなくなる状態を指し、例えば利上げの制限などが好例である。本来、インフレ抑制で利上げをすべきところ、政府が多額の国債を抱えていると利上げによって国債利払い費が急増しさらに財政悪化を招いてしまう。

つまり、財政悪化や国債暴落を避けるべく中央銀行が低金利の維持や国債買い支えのマネタイゼーションを余儀なくされ財政に服従する形になる。こうした事態は米国より日本の方が深刻であり、既に日銀は「財政支配」のもと低金利を続ける「金融抑圧」を強いられ久しい。

米FRBには日銀ほど「財政支配」の影響は及んでいないが、米非営利団体「責任ある連邦予算委員会（CRFB）」は『Don't Count on Growth to Fix the Debt（成長頼みの債務削減はあてにしない）』と題するレポートで、米連邦債務を対GDP比100%に抑え込み続けるには、年平均3.3%の実質GDP成長率が必要となると試算する。

これは米議会予算局（CBO）が予測する長期的な潜在成長率1.8%の約1.8倍に相



当する前例なき持続的高成長であり、非現実的ないわば「幻の高成長」と言っても過言ではないが、少しでも経済成長を促すべく「金融環境（Financial conditions）」を緩和的に維持するよう政治的圧力が加わることは言うまでもない。

もっとも、CRFBは経済成長だけで膨大な債務を削減するのは非現実的として『Don't Count on Growth to Fix the Debt（成長頼みの債務削減はあてにするな）』と題し、経済成長だけに頼るのではなく、社会保障制度改革や歳出削減、税制見直し等、財政健全化へ具体策と共に10年間で10兆ドルの赤字削減など数値目標を掲げて一刻も早く実行する必要があると警鐘を鳴らす。実際、財政再建策を講じなければ、米連邦債務のGDP比は現在の100%から2036年には122%へと上昇し、財政赤字はGDP比6.9%に達すると試算される。ベッセント財務長官が就任と共に目標に掲げた財政赤字の「GDP比3%」を10年かけて2036年までに実現しようとするれば、年平均4.4%の成長が必要と試算され、米財政収支の完全均衡を目指すには年平均7.2%という途方もない高成長が必要となる。

一方、ベッセント米財務長官は、今夏8月、主要20カ国・地域（G20）の会合に先立ち、「世界的な成長こそ、この巨額の債務に対処する方法だ」と述べ、テキサス州で開かれたイベントでも、「米連邦政府の歳出を抑制し、3%成長を実現すれば成長によってこの問題を克服できる」と主張する。しかし、過去の事例は経済成長を実現しても財政収支の改善につながらないケースが多いことを物語る。米国は2023年と24年に3%近い成長率を達成したが、年間の財政赤字が1.6兆ドル（約248兆円）を超え、政府債務は23-24年にそれぞれ約10%、7%増加し、経済規模に対する債務比率も上昇した。

1990年代後半、米GDP成長率は4%を超え、税収も増えて米財政収支は大幅改善し、赤字財政は黒字転換したが、クリントン政権の増税とポスト冷戦の「平和の配当」国防費伸び鈍化に依ったことは言うまでもない。しかし、現在は共和党主導のトランプ減税に加え、「力の外交」による戦争と軍拡時代へ逆行、トランプ大統領は1.5兆ドルの国防費を議会に承認するよう求め、実現すれば44%の歳出増となる。さらに、高齢化による大規模な社会保障給付への支出拡大が続く、超党派の米議会予算局（CBO）元局長で保守系シンクタンク「アメリカン・アクション・フォーラム」のホルツイーキン会長は「経済成長だけで財政赤字を克服することはできない」と断じて久しい。根強いインフレ懸念にハイパースケラー巨額AI社債発行による「逆クラウドディングアウト」財政との資金争奪戦など米長期金利は未だ5%台での高止まりが続きそうだ。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。