



米国が債務負担から脱却できるとの考えは 希望的観測



マリン・ローゼングレン
投資適格債チーム

2025年7月

投資適格債チームのポートフォリオ・マネジャーであるマリン・ローゼングレンが、トランプ米大統領の「大きく美しい1つの法案」における財政リスクについて解説し、米国経済の潜在的な低迷が、財政比率や同国の債務状況の軌道にどのように深刻な影響を与えるかについて考察します。

ポイント

- ▶ 歴史的に見れば、米国は、トランプ大統領の「大きく美しい1つの法案」による基礎的財政赤字の状態でありながら、対GDP債務比率を安定化させるために必要な、年平均6.9%の名目GDP成長率を10年間の予算期間に亘って達成することは困難でしょう。
- ▶ 米国の人口増加の鈍化と労働市場からの団塊世代の退出は、力強い経済成長が必ずしも1対1で赤字を減少させるわけではないことを意味します。政府にとって最大のコスト要因（給付金制度）の増加は、構造的に収入基盤（税収）を上回るでしょう。
- ▶ 米国の債務持続可能性の背景にある成長リスクは、明らかに非対称であり、下振れ方向に傾いています。
- ▶ これは、イールドカーブのスティープ化圧力が持続することを意味し、成長率鈍化のいかなる兆候も、スティープ化の勢いを加速させる要因となるでしょう。

米国は、トランプ大統領の「大きく美しい1つの法案（OBBBA）」による基礎的財政赤字の状態にありながら、対GDP債務比率を安定させるために、10年間の予算期間に亘って、年平均6.9%の名目GDP成長率を達成しなければなりません。米国では過去40年間を見てもその水準の成長が安定的に達成されたことはなく、そのような名目成長が続いていた後には、数年間の急速な成長鈍化が伴っていました（図1）。これは、債務水準を現状のまま安定させるための成長目標が非常に高いハードルであることを示しており、ましてや政府の累積債務残高を超える成長を達成することは、より困難になることを示しています。

図1: 米国の名目GDP成長率（前年比）

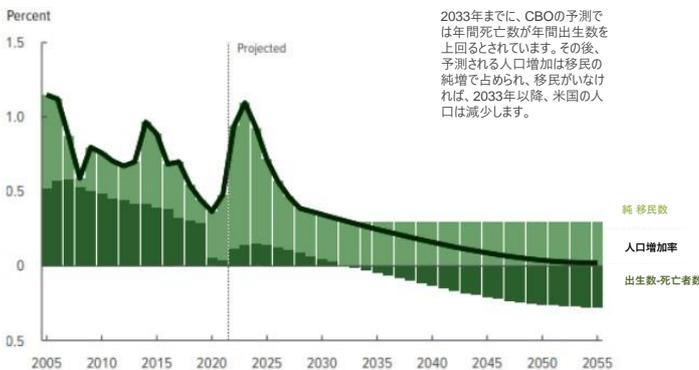


出所: ブルームバーグ、2025年7月時点

人口動態も考慮すべき重要な要素

米国では人口増加ペースが減速傾向にあります。議会予算局（CBO）の2025年人口動態見通しでは、自然人口増加率は2033年までにマイナスに転じる（つまり年間出生数が年間死亡者数を下回る）と予測しています（図表2）。この時点で、移民の純増がなければ、米国の人口は減少し始めます。これは、米国の潜在GDP成長率にもたらされるべく将来的なプラス要因を打ち消す重要な構造的要因となり、トランプ米大統領の積極的な反移民政策の下では尚更顕著となります。

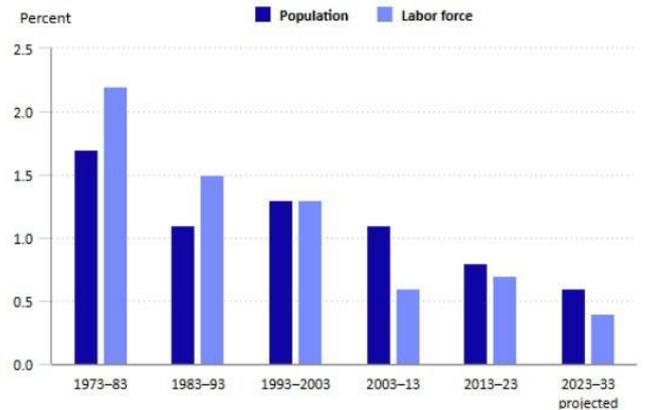
図表2: 人口増加とその要因



出所: 人口動態見通し（2025-2055）(Link)

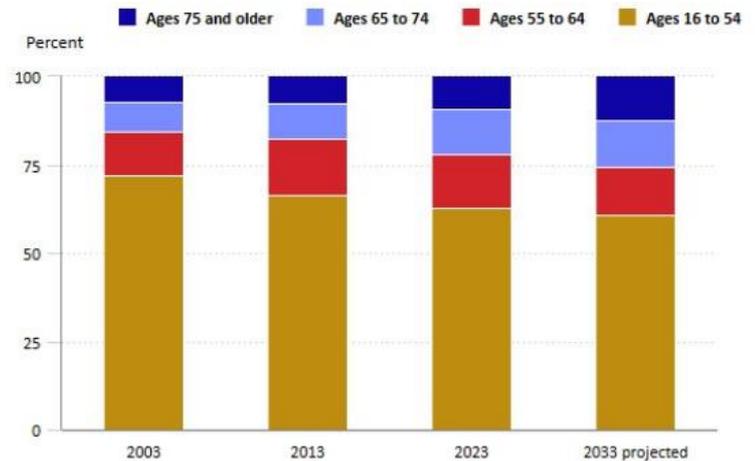
また、この先団塊世代が退職していくことから、今後10年間で労働人口の減速は人口減少ペースを上回ることが予想されます（図表3、4）。人口の構造的な高齢化は、潜在的な収入基盤（税収）の縮小と、必要な支出（給付金制度）の増加を意味します。言い換えれば、強い経済成長は、必ずしも1対1で赤字を縮小させるわけではありません。政府にとって最大のコスト要因の伸びが、収入基盤を構造的に上回るからです。実際、現役世代100人当たりの退職年齢者数を意味する「従属人口指数」は、2024年の35.8人から、2032年には42.0人に上昇すると予想されており、同年の社会保障制度が支払不能に陥るとされています（図表5）。

図表3: 人口と労働力の成長率（10年間の年平均成長率、特定期間および2023-33年の予測）



出所: 米国労働統計局-月次労働レビュー (Link)

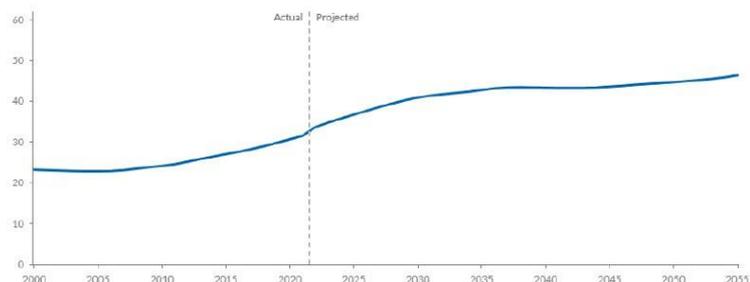
図表4: 総人口に占める年齢層の割合（2003年、2013年、2023年、2033年（予測））



出所: 米国労働統計局-月次労働レビュー (Link)

図表5: 現役世代に対する高齢者の比率「従属人口指数」は、今後30年間で26%増加する見込み

従属人口指数（25～64歳の100人当たりの65歳以上の人数）



Source: UN Population Division and U.S. Census Bureau • Embed • Download image

出所: 「米国の人口増加は鈍化している-連邦予算に与える影響」

わずかなミスも許されない - 実質非対称リスク

トランプ米大統領のOBBBAは、トレンドを上回る輝かしい成長が毎年続くとの想定の下、今後10年間で年間6.5～7.0%の対GDP財政赤字を目標としています。しかし、成長が鈍化した場合はどうなるのでしょうか。

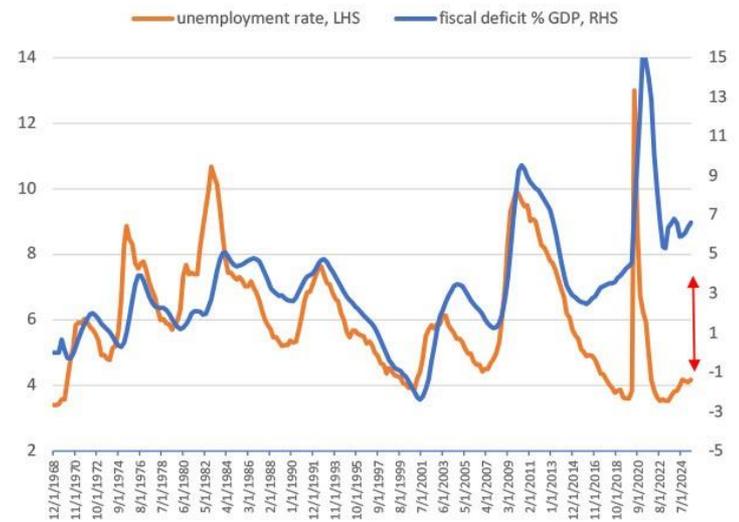
CBOのデータによると、過去40年間で、GDP成長率が低迷した年の潜在GDP成長率の平均は-0.8%でした。これは、予算や追加的な支出に変化を加えない場合、既に基礎的財政赤字を対GDP比4%に押し上げることになります。このこと、つまり、米財政状況と景気循環増幅性の度合いに真の危険性が潜んでいると言えるでしょう。景気が好調で失業率が低いときに、GDPの7%近い財政赤字であることは、景気後退が発生した際に財政赤字が急拡大し、政策対応の余地が制約されることを意味します（図表6）。景気後退時でありながら、財政政策によって経済を刺激するための余地がほとんど残されていないということです。

米国の財政状況は、確かに経済成長のパフォーマンスにさらされていますが、リスクは非対称であり、下振れ方向に大きく傾いているとみています。予算においては既にトレンドを上回る成長が前提とされているため、目標を上回る財政拡大はそれほど大きく織り込まれていませんが、いかなる経済的低迷も、財政比率や米国の債務状況の軌道に深刻な影響を与えることになります。

確かに、米国では、生産性を向上させるAIブームや規制緩和が潜在的な利益をもたらすとの見方がありますが、これは予算の裏付けとなる成長の前提に織り込まれていると言えるでしょう。

この時点で、トランプ米大統領が財政政策のためにできる最善策は、関税に関するTACO（Trump Always Chickens Out = トランプはいつも怖じ気づいてやめる）姿勢を回避し、影響を与えるために十分なその追加的な歳入を確実にすることです。現状、2025年6月に発生した関税収入を年率換算すると、予算の収支に対してGDPの約1%に相当する2,450億米ドルの追加歳入が見込まれます。財政予測ではこの増収分を計上していますが、ここからさらに関税が引き上げられれば、財政見直しへの恩恵は続くでしょう。

図表6: 財政政策の景気循環増幅性の度合い



出所: ブルームバーグ、2025年7月時点

市場にとって何を意味するのでしょうか

市場は一見したところ、トランプ大統領のOBBBAの成立にともなう財政リスクを軽視しているように見受けられます。米国が財政のジレンマから容易に脱却できるとの主張も多く聞かれますが、これには同意しかねます。米国の債務持続性の背後に潜む成長リスクは、明らかに非対称であり、下振れ方向に傾いています。これは、イールドカーブのスティープ化圧力が持続することを意味し、成長率の鈍化のいかなる兆候であっても、スティープ化の勢いを加速させる要因になるとみています。当社では引き続き2年債/30年債のイールドカーブのスティープ化を選好し、200bps近い利回り差になることを予想しています。

特に記載のない限り、すべてのデータはブルームバーグです。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、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、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management