

調査レポート

ベッセント長官が日本の金融・財政政策を気にする理由

～米国の国債市場が抱える潜在リスクと日本への示唆

調査部 研究主幹 中塚伸幸

○米国のベッセント財務長官が日本の金融・財政政策に「注文」をつける背景には、日本の政策動向が米国の国債市場に悪影響を及ぼしかねないとの懸念がある。

○そもそも米国の連邦政府の赤字は GDP の 6%程度で高止まりしており、フローの観点だけをとれば日本より状況は厳しい。特に、利払費が歳出の約 14%を占め、大きな負担になっている。財政赤字に加えて、米国債市場には調達の短期化、ヘッジファンドの保有拡大、民間起債との競合といったリスク要因もある。

○日本もいずれ利払費の増加に直面することが見込まれ、ベッセントの「正論」は傾聴に値するといえよう。

1. ベッセント長官は米国債市場への影響を懸念し、日本の政策に「注文」

米国のベッセント財務長官は 9 月の G20 財務相・中央銀行総裁会議後の会見で「日本はリフレ政策をやめるべきだ」と発言した。また、これに先立つ日銀・植田総裁との会談では「円安に対処するための断固とした市場・金融政策を支持する」と伝えた、と米・財務省が公表している。さらに、ニューヨークタイムズ紙は、ベッセント長官が 5 月の片山財務大臣との会食の場で「日銀が利上げすれば円安を是正できる」と大臣に伝えたと報じている。

米国政府が日本の経済政策に言及・干渉することは珍しいことではないが、ベッセント長官は日本の金融・財政政策に「注文」をつけている。これは、「米国債のトップセールスマン」を自認する財務長官が、日本の政策動向が米国債市場に悪影響を及ぼすことを強く懸念しているためと考えられる。それだけ米国の国債市場は不安定化リスクを内包しているということであり、実際、10 年債の金利は年初の 4.2%程度から足元は 5.2%程度まで上昇している。日本が円安是正のために米国債を売却するといったことは避けてもらいたく、日本はまずは自らの金融・財政政策によって円安に対処せよ、ということであろう。

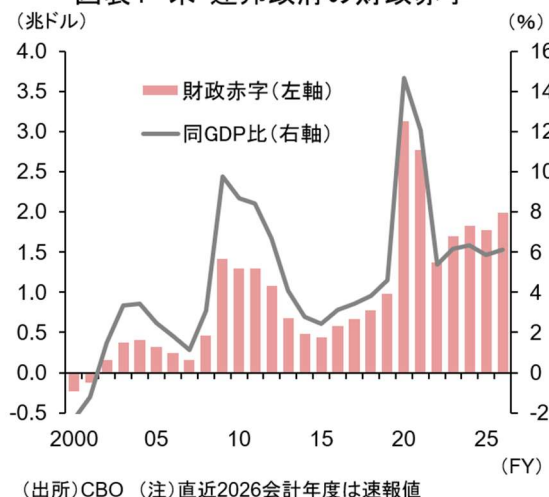
ベッセントが日本の政策を気にする背景にある、米国債市場のリスク要因について、以下に整理する。

2. 米国の連邦政府赤字は GDP 比 6%、日本よりも状況は厳しい

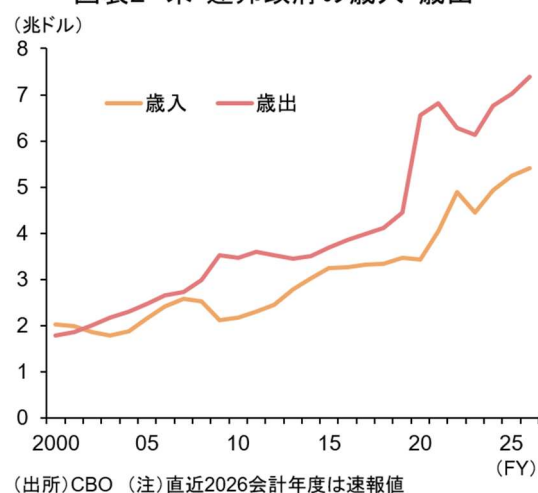
米国の財政状況は厳しい。今月公表された CBO の速報値では、2026 会計年度(25 年 10 月～26 年 9 月、以下、「年度」)の連邦政府赤字は約 2 兆ドル(1 ドル＝158 円換算で 316 兆円)と、前年比で 12%増加した(次ページ図表 1)。名目 GDP に対する比率では、26 年度を含めここ数年 6%程度の高水準が続いている。歳出はパンデミック対応で 20 年度と 21 年度に急増したあと、22 年度以降は縮小したが、24 年度以降は再び増加が続く。歳入も増加してはいるが、歳出増には及ばず、赤字が拡大している(図表 2)。

歳入・歳出の定義が異なるため日米の比較は難しいが、米国に近づけるために日本の一般会計の歳入から公債金と前年度剰余金受入を控除し、歳出から債務償還金を控除して収支尻を試算すると、24年度決算ベースで日本の中央政府(一般会計)の赤字幅はGDPの3%程度とみられ、かつ、足もとで比率は改善傾向にある。米国はGDPの6%という高水準の赤字が続き、改善の兆しも見られず、日本以上に厳しい状況といえるだろう。

図表1 米・連邦政府の財政赤字

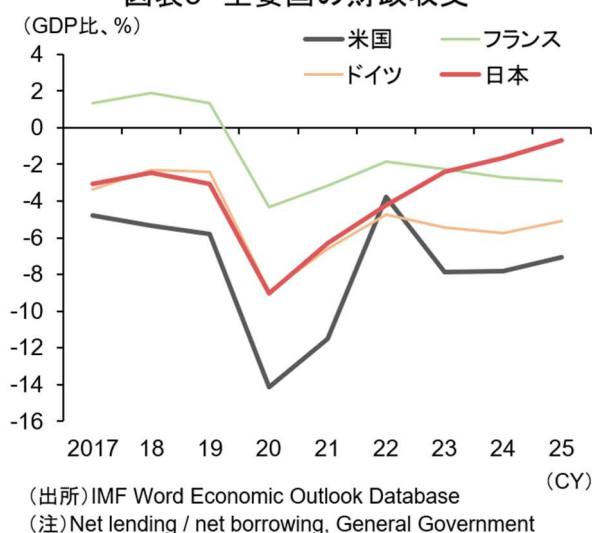


図表2 米・連邦政府の歳入・歳出

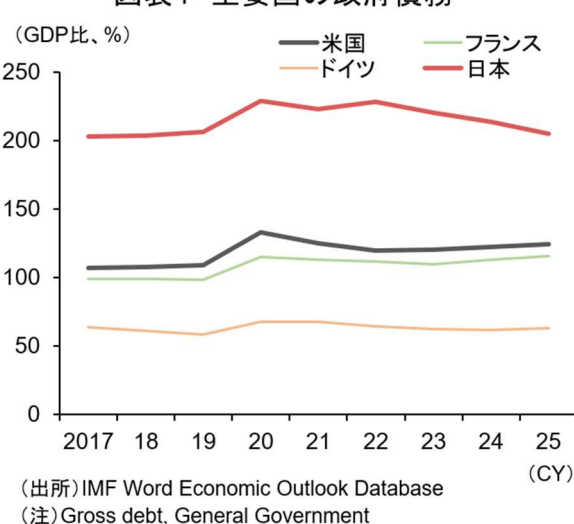


日米の中央政府の歳入・歳出構造の違いとしては、米・連邦政府の収支には日本では社会保障基金に相当する収支が含まれる点もある。具体的には、歳入にはペイロール税(日本の社会保険料に相当)が含まれ、歳出にはソーシャル・セキュリティ・ベネフィット(老齢年金給付等)、メディケア(高齢者医療保険給付等)などが含まれる。したがって、より平仄を合わせる形で比較するには、中央政府に地方政府と社会保障基金も加えた「一般政府」ベースで日米を比較することが適切である。この点、IMFの直近のWorld Economic Outlook Databaseに基づいて一般政府ベースの財政収支とグロスの政府債務を比較すると(図表3、4)、政府債務のGDP比率は日本が圧倒的に高い一方で、GDP比でみた財政赤字は米国のほうが日本より厳しい状況にあるといえる。

図表3 主要国の財政収支



図表4 主要国の政府債務



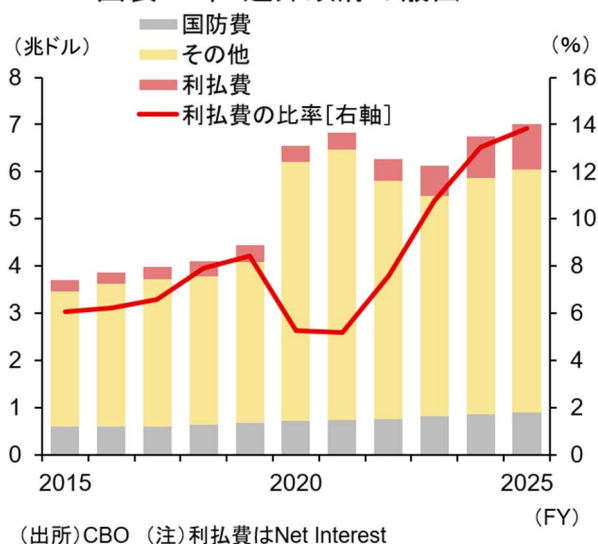
3. 米国は利払い負担が極めて大きい

財政収支の悪化は主要先進国に共通する傾向であるが、特に米国の状況が厳しい理由として、利払費負担が非常に大きいことがある。22 年以降の長期金利上昇に伴って利払費は急増しており、25 年度の利払費 (Net interest) は歳出全体の 14% を占め、国防費よりもウェイトが高くなっている (図表 5)。利払費は 22 年度から 24 年度まで 3 年連続して前年比 30% 以上の伸びであり、25 年度も 10% 増、26 年度は若干定義が異なる Net interest on public debt の速報ベースで 11% 増と、依然として高い伸びが続く。

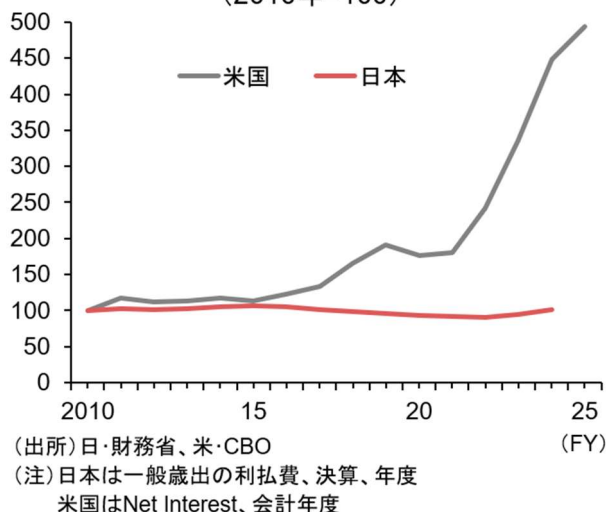
日本の一般会計の利払費 (決算ベース) は 24 年度まで 7~8 兆円ではほとんど横ばいであるのに対し、米・連邦政府歳出の利払費は急激に増加しており、大きな違いがある (図表 6)。これは、日本の場合は超低金利が長く続き、その間に調達した債券のウェイトが高いため、債券残高で加重平均した実効金利が低い (25 年度末の加重平均金利は 0.98%) のに対し、米国では金利水準自体が日本より高いうえに、22 年以降急激に長期金利が上昇したことが影響している (米国債の加重平均金利は 26 年 9 月末で約 3.5%)。

ただし、日本の場合も、10 年債の市場金利はすでに 3% 程度まで上昇しており、今後、これに伴う利払費の増加は避けられない。24 年度までの決算ベースでは図表 6 のようにほぼ横ばいであるが、当初予算ベースでは利払費は 24 年度の 9.7 兆円から 26 年度には 13.0 兆円へと 2 年間で 3 割以上増加しており、借り換えの進展に伴ってさらに増加していくものと見込まれる。

図表5 米・連邦政府の歳出



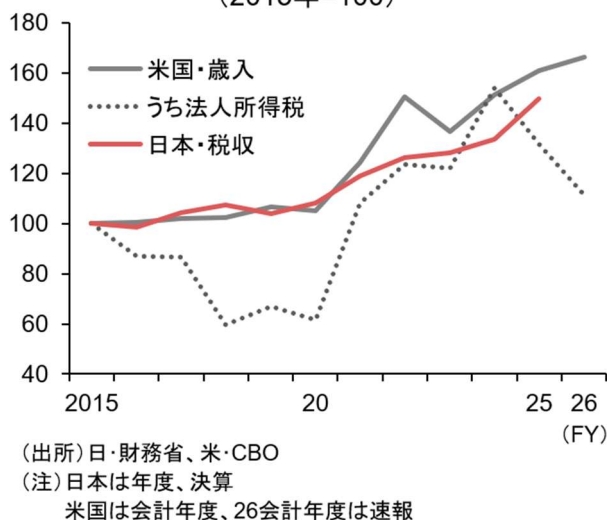
図表6 中央政府の利払費
(2010年=100)



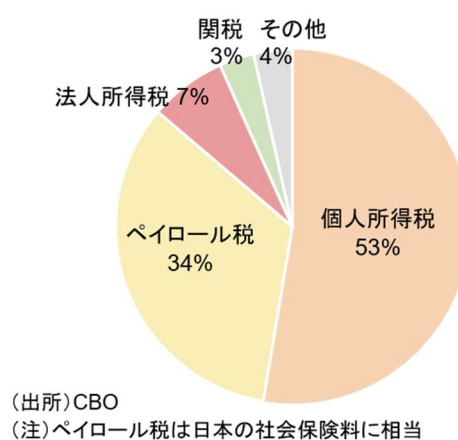
4. 法人減税が歳入の伸びを抑制

米・連邦政府の歳入は相応に増加している。特に、歳入全体の半分を占める個人所得税は 25 年度に前年比 9%増、26 年度も同 7%増と、着実に伸びている。一方、法人所得税は、歳入全体に占めるウェイトは 1 割以下であるが、トランプ政権による減税 (OBDD 法による一部設備投資の即時償却の恒久化等) により、26 年度は前年比で 16%も減少している (25 年度も、24 年度には災害等による前年の延期納付分があったことを調整した上でも、やはり減少)。即時償却によって投資が促進され、将来的に税収増となる可能性はあるが、少なくとも足元はトランプ政権の減税政策が歳入を抑えている面は否めない (図表 7、8)。なお、関税も、相互関税が違法とされ還付となったことから、26 年度は前年比 11%の減少となった。

図表7 税収等の推移
(2015年=100)



図表8 米・連邦政府の歳入構成
(2026会計年度)



5. 米国債市場の潜在リスク ～期間の短期化とヘッジファンドによる保有の拡大

上述の財政収支そのものの悪化に加えて、米国の国債市場には潜在リスクとなる構造的特徴がある。一つは、調達が相対的に短期化しており、借り換え対応のプレッシャーが相応に高まっていることである。米国債の平均残存期間は 5 年 11 カ月と日本の普通国債の平均残存期間 9 年 5 カ月に比べて短い。また、米国債のうち 1 年以内に償還される債券の比率は 26 年 9 月時点で 33%と、19 年の 27%から上昇しており (次ページ図表 9)、日本の普通国債の 13%と比べても比率は高い。IMF も、こうした調達短期化の潜在的なリスクを今年 4 月の 4 条報告で指摘している¹。

もう一つはヘッジファンドによる保有が拡大していることで、状況によってはそれが市場を不安定化させる懸念があると指摘されている。FRB は今年 6 月の論文で、国債全体のうちヘッジファンドが保有する比率は 23 年の約 4.5%から 25 年 9 月には約 8.5%に拡大しており、ヘッジファンドはレバレッジをかけた裁定取引が多いため、何らかのショックが起きた場合に市場の混乱を増幅させる可能性がある、と警鐘を鳴らしている²。

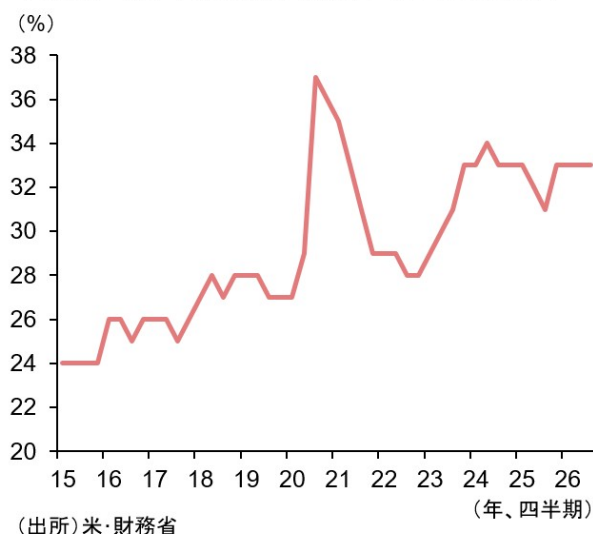
¹ IMF, "United States: 2026 Article IV Consultation," April 2026

² Phillip J. Monin, "Decomposing Hedge Funds' U.S. Treasury Exposures," FEDS Notes, June 22, 2026

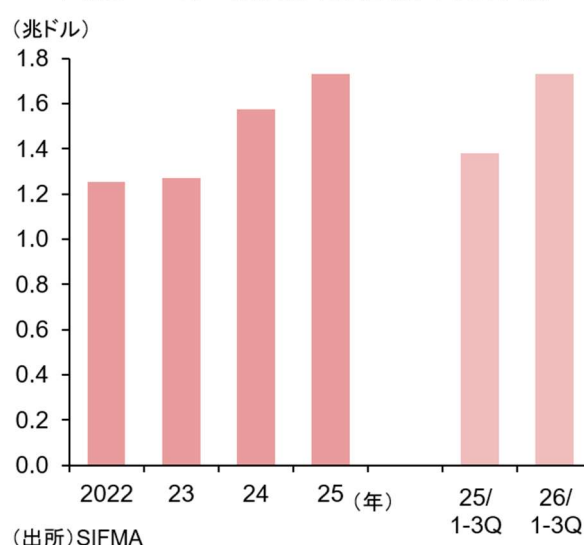
6. 民間の投資適格社債との競合

米国債市場に影響を与える要因としては、民間の投資適格債の起債が増加していることも挙げられる。ハイパースケーラーによるデータセンター建設資金の調達などにより、投資適格社債の発行額は 24 年以降に急増しており、26 年も第 3 四半期までの累計額で前年比 25% 増と、すでに 25 年通年の実績と同水準に届いている(図表 10)。こうした投資適格債は比較的安全な資産として米国債と競合するため、国債の需給を緩ませる要因になり得る。実際、FRB のウォーシュ議長は 9 月 FOMC 後の会見で、長期金利上昇の要因として、強い景気、地政学的要因とともに、「資金調達の競争(competition for capital)」を挙げている。

図表9 米国債:残存期間1年未満の比率



図表10 米・投資適格社債の発行額



7. 日本への示唆 ～「正論」は傾聴に値する

ベッセント長官の「注文」は、内政干渉ともいえるが、しかし正論である。背景にある米国の状況を整理したが、米国側の事情を抜きにしても、日銀の利上げと財政規律の維持は円安是正の点から日本に必要なことと思われる。特に、財政運営においては、足もとはインフレによる税収増に加えて、過去の低利調達の恩恵に負う部分が大きく、現状約 1% の実効金利はいずれ 3% 程度に上昇する。そうなれば、利払費は今よりも 20 兆円膨らむ。さらに、防衛費や社会保障費の拡大などが見込まれる中、来年度からの食品消費税減税の財源も明らかになっていない。ベッセント長官の「助言」は真摯に受け止めるべきであろう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。