

信頼か、 それとも破綻か：

世界的な債務の持続可能性をめぐる新局面



Special thanks

債務の持続可能性は、議論が尽きることのないテーマです。世界中の優れた経済学者たちが、生涯をかけてこのテーマに取り組み、質的・量的な厳密さをもって研究を重ねてきました。私たちはその研究成果に大いに依拠し、随所で引用しています。この場を借りて、債務管理に関する短期的リスクと長期的可能性について指針を示そうとする、広範な研究活動に感謝と敬意を表します。

また、ビジネスパートナーの皆様にも心より感謝申し上げます。Apogem、Candriam、MacKay Shields、Tristan Capital Partners、New York Life Investors、NYLI Multi-Asset Solutions の実務家の皆様は、優れた調査と建設的な議論を通じて本研究を豊かにしてくださいました。本研究における投資に関する示唆は、New York Life Investments プラットフォームの幅広さと深さを反映しています。

私たちは、親会社である New York Life Insurance にも感謝しています。特にアクチュアリー部門との連携により、長期的なテーマを検討する際の視野を広げることができました。

最後に、本プロジェクトにおいて綿密な調査とデータ分析で貢献してくれたローテーションアナリストの Ryan Thatch にも感謝の意を表します。

ニューヨークライフ・インベストメンツの グローバル・マーケット・ストラテジー

私たちのマーケット戦略チームは、マクロ経済とアセットアロケーションを結びつけています。ニューヨークライフ・インベストメンツのプラットフォームが持つ幅広く深いリソースと独自のリサーチを活用し、市場を動かす出来事や構造的なテーマ、ポートフォリオ構築に関する実践的なインサイトを提供することで、投資判断を支援しています。



ローレン・グッドウィン, CFA

チーフ・マーケット・ストラテジスト



ジュリア・ヘルマン, CFA

グローバル・マーケット・ストラテジスト



マイケル・ロガルボ, CFA

グローバル・マーケット・ストラテジスト

序章：
グローバルな債務持続可能性の
新たな時代

4

安全か後悔か：
債務持続可能性が残した遺産

8

・現状を支える柱

安息の地か、それとも地獄か：
債務管理の転換点

16

・債務持続可能性の柱を揺るがす変化

しなやかに耐えるか、崩壊するか：
債務持続可能性のための枠組み

22

米国
欧州
日本
中国

強気か弱気か：
債務管理の選択が、長期投資にも
たらす影響

36

・資本市場への影響
・長期的な資産配分のテーマ

序章： グローバルな 債務持続可能性の 新たな時代

“私たちはクレジットカード地獄を自分で作り出した
持っていないお金を使いまくる
私たちの信条は「全部使い果たせ」”

シャナイア・トゥエイン
(Ka-Ching!, 2002)

債務は物々交換の時代つまりお金が存在する以前から存在していました。

何千年もの間に、借りたり貸したりする行為は「信用」という仕組みに進化し、今では多くの面で世界経済の生命線となっています。

債務はあらゆるところに存在しており、それが「良い債務」か「悪い債務」かは、次の問いにどう答えるかによって決まります：

「その債務を返済できるのか、できないのか？」

この問いは、持続不可能な債務はいつか必ず清算の時を迎えることを示唆しています。

家計や中小企業にとっては、この仕組みは明確です。返済能力を超えて借入れを行えば、債務不履行、担保の差し押さえ、信用力の低下といった結果を招きます。

大企業は、公共および民間の信用市場を通じ、リストラックチャリングによって「延命と先送り（extend and pretend）」をするための追加手段を持っています。しかし、たとえ多様な債務管理手段を持っていたとしても、最終的には「代償を支払う時」がやってきます。

国家レベルになると話は異なり、債務の持続可能性はほとんど神話のような存在になっています。

社会は政府支出という見えない土台に依存しており、国家の債務は危機の際に急速に膨らみます。これは多くの場合、いみじくも家計や企業にとって、最も苦しい景気サイクルと重なることになります。

投資家たちは、持続可能な政府債務とそうでない債務を一貫して見分けようと試みてきましたが、成功していません。

さらに言えば、過剰なレバレッジが必ずしもデフォルトやその痛みを伴う結果につながるという証拠もまた、ほとんどありません。国家が大きく、かつシステム上重要であればあるほど、投資家たちは「それは今日の問題ではなく、明日の問題だ」と考える傾向が強くなるのです。

これまで多くの書籍、学術論文、そして金融ジャーナリズムの記事が、国家債務という「缶」をいつまで「蹴り続ける（先送りする）ことができるのか」を見極めようとしてきました。

そして、国家債務が世界経済の機能にあまりに深く浸透しているため、債務に関する議論は通貨の動きから金融システムの仕組み、さらには地政学に至るまで、あらゆる分野に広がります。まさに、非常に厄介な分野（運転するには非常に難しい車線）なのです。

国家債務の持続可能性の現実にはシンプルです：どれほどの規模であっても、需要があれば債務は持続可能です。

より具体的には、投資家が借り手（政府）が支払える金利でその債務に投資し続ける限り、国家債務は持続可能なのです。

戦後の時代において、国家債務に対する需要は概して強く、国家のデフォルトはますます稀なものとなっています。これは、旧ソ連での共産主義の崩壊、中国の台頭、ブレトン・ウッズ体制の金本位制の興隆と崩壊、そして世界的な債務水準の増大といった激動の経済変動を経てもなお、特筆すべき動態です。

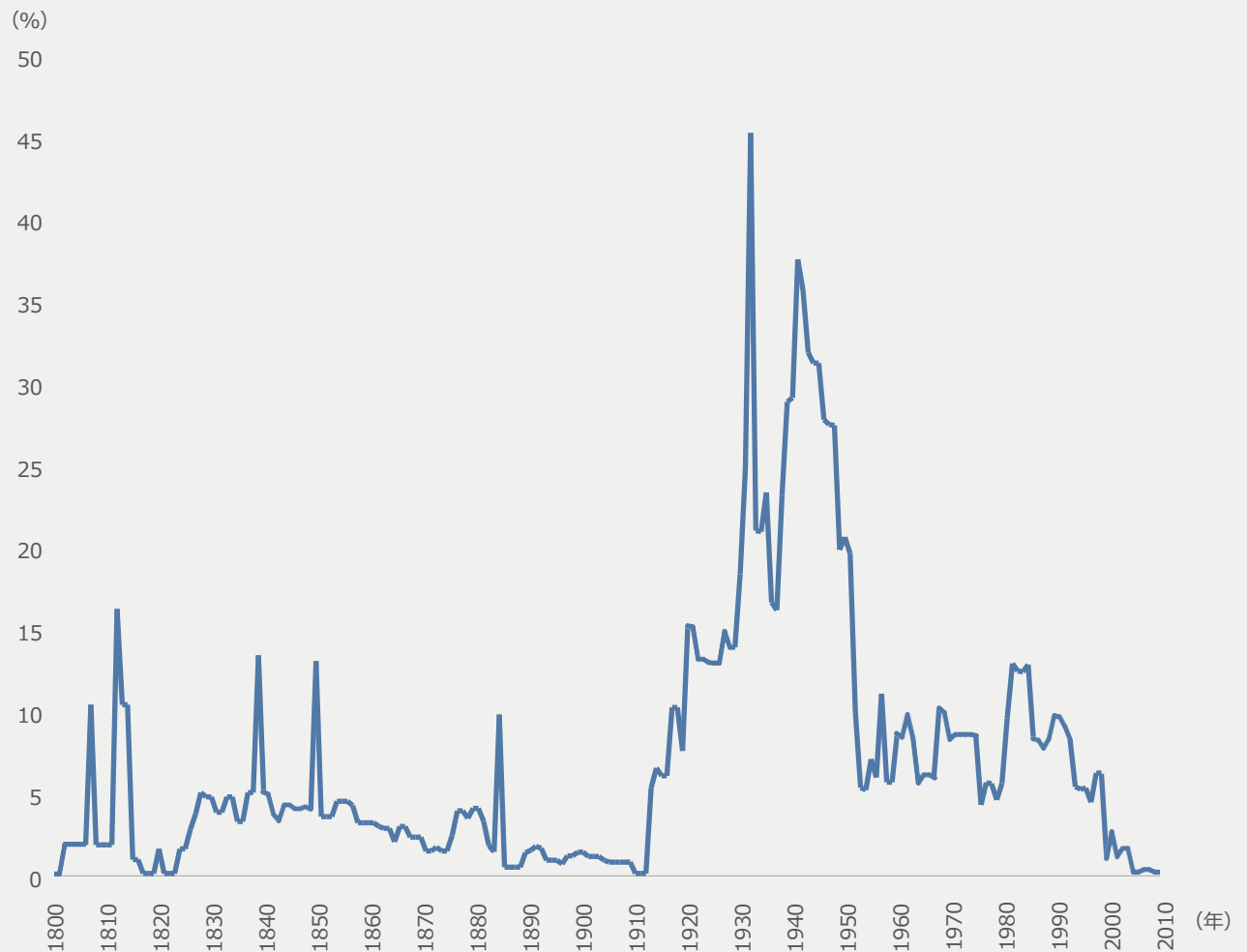
債務の持続可能性を支えているのは、米国の連邦債務と世界の貯蓄との間にある共生関係です。米国債は中程度のリスクフリー利回りを提供し、他国の過剰貯蓄の受け皿となってきました。

特に過去20年間においては、この米国債と世界の貯蓄との関係がグローバル化を可能にし、またその恩恵を受けてきました。世界が統合されるにつれ、基軸通貨（米ドル）に対する需要も広がってきたのです。

本レポートでは、こうしたダイナミクスについてさらに詳しく掘り下げていきます。

戦後の時代は、国家債務の持続可能性に向けた「正常化」時代を示す。

(グラフ) 対外債務デフォルトまたは債務再編中の国の割合 (1800年～2012年)



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、Carmen M. Reinhart および Kenneth S. Rogoff『This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly』（プリンストン大学出版、2009年）、Lindert and Morton（1989年）、Macdonald（2003年）、Maddison（2003年）、Purcell and Kaufman（1993年）、Reinhart, Rogoff and Savastano（2003年）、Suter（1992年）、および Standard and Poor's（各年）。

比較的持続可能な世界の債務環境は、70年以上にわたって続いてきましたが、私たちは今こそ、次の時代のグローバルな債務管理について新たな議論を始めるべき時だと考えています。

各国政府が国民に対して果たすべき責任は進化しており、高齢化社会、気候変動やテクノロジーへの適応、そして国家安全保障の定義の拡大といった要因が、近い将来、現状に変化をもたらすとみえています。

私たちは、米国、欧州、日本、中国を含む多くの主要経済国が、それぞれ経済の転換点に直面しており、それに伴って債務管理の在り方も問われていると見ています。

今後、各国が債務負担に対して取り得る選択肢——緊縮財政、経済成長の促進、インフレを伴う金融圧縮、金融工学——などは、いずれもグローバルな資産配分に対して大きく異なる影響をもたらす可能性があります。

これまでのところ、非常に長期的な視点を持つ投資家ですら、債務の持続可能性をどのように考慮すべきかに苦慮しており、多くは最終的に無視してしまう傾向にあります。

しかし私たちは、特定の国々が増大する債務負担にどのように適応していくかという点に、具体的な投資機会があると考えています。

また、世界的な債務管理のトレンドから新たな投資可能なテーマも見出せると見えています。

今こそ、次の時代のグローバルな債務管理について新たな議論を始めるべき時です。

安全か後悔か： 債務持続可能性 が残した遺産

ビッグマネーは世界中を駆け巡る
ビッグマネーは与え、奪う
ビッグマネーは好影響を与える
ビッグマネーは大きな過ちも犯す
ビッグマネーは強大な支配力を持つ
ビッグマネーは掌握する
ビッグマネーは冷酷さを持つ
ビッグマネーには魂がない

ラッシュ
(The Big Money, 1985)

債務は、それに対する需要がある限り持続可能です。主要経済国の債務管理が今後どのような姿になるのか、そしてそれが今後10年間の投資成果にどのような影響を与えるのかを考えると、私たちはまず、世界のリスクフリー金利の提供者であり、グローバル資本市場のダイナミクスに最も大きな影響を与える存在——つまり、米国から出発しなければなりません。

戦後の時代において、世界の債務・投資・貯蓄のダイナミクスは、グローバルな貯蓄の流れにおける共生関係によって動かされてきました。つまり、アメリカの「貯蓄不足（dissaving）」が、他の主要経済国の「過剰貯蓄（excess saving）」を可能にしているのです。言い換えれば、米国債や米国の資産は、世界の他の国々にとってのリターンの源泉となっているのです。

債務の持続可能性は、「貯蓄国」と「非貯蓄国」の共生関係から生まれる。

（下図）世界の貯蓄、債務、投資の流れ



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
図示目的のみ。

この相互依存的な構造の初期段階を見抜いた経済学者として知られているのが、イェール大学の経済学教授であったロバート・トリフィン博士です。トリフィン博士は、1959年から1960年にかけて、米国議会に対し、国際通貨制度における持続不可能な動向について警鐘を鳴らしました。

当時（金本位制下）、米ドルは金に裏付けられた通貨であり、貿易相手国によって外貨準備として保有されていました。トリフィン博士は、世界貿易が拡大するにつれて、ドルへの需要も増加するだろうと主張しました。

そしてこの需要に応えるためには、米国が世界に流動性を供給し続ける必要があり、それはすなわち米国は国内において貯蓄を蓄積する能力を制限されることを意味します。言い換えれば、世界の基軸通貨を提供するという役割を果たすためには、米国は恒常的に経常収支の赤字を出し続けなければならない、最終的にはドルと金の固定交換制度を揺るがすことになる、という矛盾が生じるのです。

この矛盾は後に「トリフィンのジレンマ（Triffin's Dilemma）」と呼ばれるようになり、1971年にブレトン・ウッズ体制が崩壊したことで現実のものとなりました。

トリフィンのジレンマを元々は「通貨の問題」に関するものであったとするならば、今日の金融システムについては「財政的」な枠組みといった方がより適しているかもしれません。これを「ネオ・トリフィン・ジレンマ」と呼ぶことができます。

その仕組みはこうです：1970年以降¹、わずか4年を除いて、米国は財政赤字と経常赤字という「双子の赤字²」を恒常的に抱えてきました。この構造が連邦債務の累積を加速させています。これらの赤字を賄うために、米国財務省は米国政府の信用を担保に、政府債券を大量に発行しています。

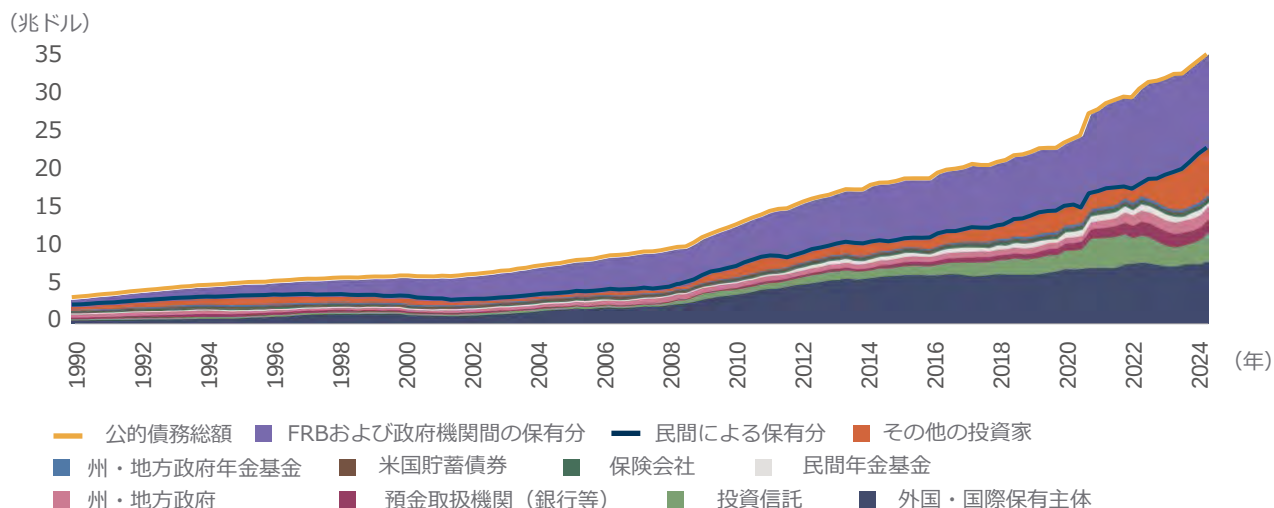
2011年、2023年、そして2025年に発生した信用格付けの引き下げにより、米国はAAA格付けを失いましたが、それにもかかわらず、これらの債券はグローバル金融システムの「無リスク資産」として扱われ続けています。

世界中の貯蓄主体——中央銀行から個人、機関投資家、企業の財務部門に至るまで——が、こうした米国債を大量に購入し、過剰な貯蓄（余剰資金）の受け皿として、安定した中程度のリターンを期待して保有しているのです。^{3,4}

外国人投資家は、米国の公的債務保有者のほぼ4分の1を占めている

（下グラフ）米国の公的債務の保有者別内訳

ニューヨーク連邦準備銀行によれば、外国による米国債の保有は、ほぼ等しく2つのセクターに分かれています。1つは主に中央銀行や政府系ファンドなどの公的セクター、もう1つは銀行、保険会社、ヘッジファンド、年金基金などを含む民間セクターです。また、外国および国際的な保有分には、米国企業のオフショア支店による保有も含まれます。



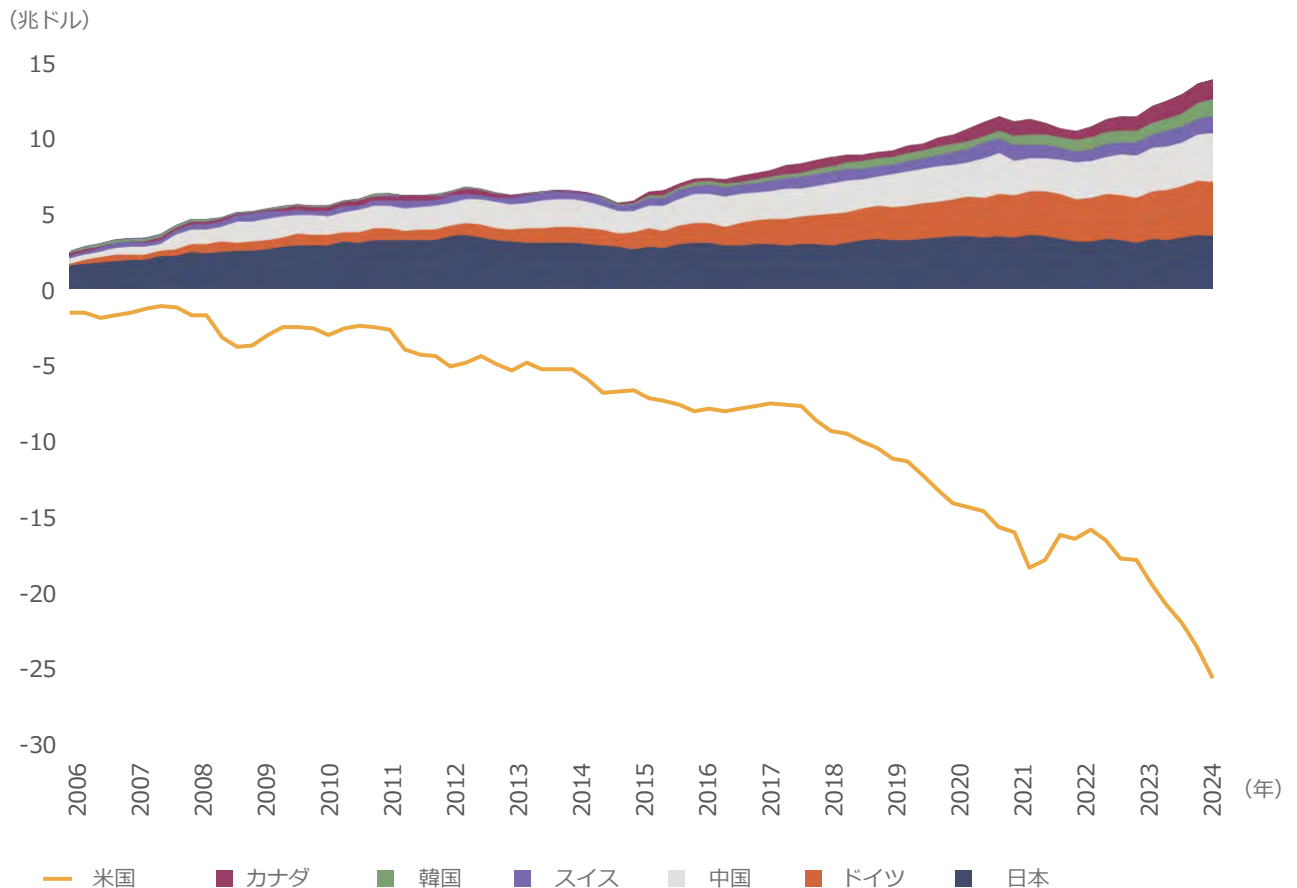
出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、米国財務省、Macrobond、2025年6月。民間による米国債保有とは、連邦準備制度理事会および政府内保有分を除いたすべての保有者によるものを指します。

1. 米国は1998年から2001年にかけて、連邦予算の黒字を計上していました。
2. 「双子の赤字（Twin deficits）」とは、財政赤字と経常赤字の両方を指します。財政赤字は、政府の歳入が税収を上回る状態。経常赤字は、輸出による収入よりも輸入に支出する金額が多い状態です。
3. 開放経済における貯蓄の恒等式は次の通りです： $S = I + (G - T) + (X - M)$ ；（貯蓄 = 投資 + （政府支出 - 税収） + （輸出 - 輸入））。米国は投資率が高い一方で、財政赤字と貿易赤字が深刻であるため、非常に低い（マイナスの）貯蓄率となっています。このマイナスの貯蓄を補うために、米国は債務発行によって資金を調達しています。こうした債務商品に対する需要は、連邦準備制度理事会、国内投資家、そして欧州諸国、日本、中国などの高貯蓄国の公的・民間部門によって支えられています。
4. たとえ過剰な貯蓄を抱えていても、欧州諸国や日本などの主要な貯蓄国もまた、自国の債務持続性に関する課題を抱えています。しかし、これらの国々は多くの場合、財政赤字を上回る貿易黒字を持ち、国内投資が相対的に少ないため、結果としてその貯蓄を米国に「輸出」する形となっています。

米国は世界最大の資本輸入国です

(下グラフ) 主要経済国の対外純資産ポジション (NIIP)

対外純資産ポジション (NIIP) は、ある国の対外金融資産と負債の差を測定するもので、その国が世界に対してどのような純金融ポジションにあるかを示す総合的な指標です。金融資産と負債には株式や債券などが含まれますが、NIIPがマイナスであればその国は純債務国、プラスであれば純債権国であることを意味します。



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、米国商務省経済分析局（BEA）、日本銀行、中国国家外貨管理局、スイス国立銀行、ドイツ連邦銀行、韓国銀行、カナダ統計局、マクロボンド、2025年6月。

もしトリフィン・ジレンマがこれほどまでに確実に国際金融システムの機能を支えてきたのだとすれば、なぜそれが「ジレンマ（板挟み）」とされているのか？このパラドックスは、実のところ「債務の持続可能性」に関する問いと同じです。

すなわち——この膨大な債務は、いったいいつまで世界の貯蓄者にとって利益となるのか、そしていつ、それが“システムを壊し始める”のか？

現状を支える3つの柱

「トリフィン・ジレンマ」が結局は基本的な需給ダイナミクスを反映したものとするならば、70年もの間それが継続してきたのには世界金融システムにある、互いに支えあう3つの特徴によるところが大きい。この構造的支柱があるからこそ、米国は継続的に赤字を出し続けながらも世界の投資家からの信頼を維持できたのです。

1

過剰な特権 (Exorbitant privilege)

ほぼすべてのコモディティ（商品）は米ドル建てで価格が設定されています。航空機も、製造者や購入者にかかわらず、米ドルで価格が決まり取引されます。世界の貿易の54%が米ドル建てで行われており、ユーロ圏内を除く国際決済の58%が米ドルで処理されていますⁱ。世界の外貨準備の57%が米ドルで保有されており、これは次に多いユーロの3倍に相当します。

これらの統計は、「過剰な特権」⁵——すなわち、米ドルが世界の基軸通貨として持つ特別な需要——が、いかに深く世界の金融システムに浸透しているかを示す氷山の一角にすぎません。

「過剰な特権」は、米国債への需要や債務の持続可能性に関する議論と切り離すことはできません。金融取引のあらゆる場面でのドルの優位性に対応するため、各国の中央銀行、多国籍銀行、企業は大量の米ドルを準備資産として保有する必要があります。そして、利息のつかない現金を保有する代わりに、世界中の関係者は一般的に米国債を愛好します。米国債は市場規模が極めて大きく、流動性が高く、歴史的にも安全な資産クラスとされており、短期国債は俗に「現金」と同等に扱われるほどです。

言い換えれば、「過剰な特権」の最大の恩恵は、米国債に対する構造的な需要であり、それによって米財務省は本来よりも低い金利で国債を発行することが可能になるのです^{6, ii}。全米経済研究所（NBER）に所属する経済学者による研究では、「過剰な特権」により、米国が持続可能に維持できる債務水準がGDPⁱⁱⁱの最大22%分も引き上げられる可能性があるとし唆されています⁷。

米国債だけがドルの支配的地位の恩恵を受けているわけではありません。世界最大かつ最も深い米国の資本市場全体^{8, iv}も、世界中の貯蓄を引きつけています。

5. 「過剰な特権 (Exorbitant Privilege)」という用語は、1960年に当時フランスの財務大臣であり後にフランス大統領となったヴァレリー・ジスカル・デスタンによって初めて使われました。彼はこの言葉を、米ドルが世界の基軸通貨として機能していることにより、米国が享受している特別な利点（優位性）を批判するためにこの表現を用いました。

6. 投資家は、米国債の流動性と安全性と引き換えに、一定の利回りを放棄しています。この放棄された利回りを「コンビニエンス・イールド（利便性利回り）」と呼び、同じ期間の投資適格社債と米国債の利回りの差を指します。

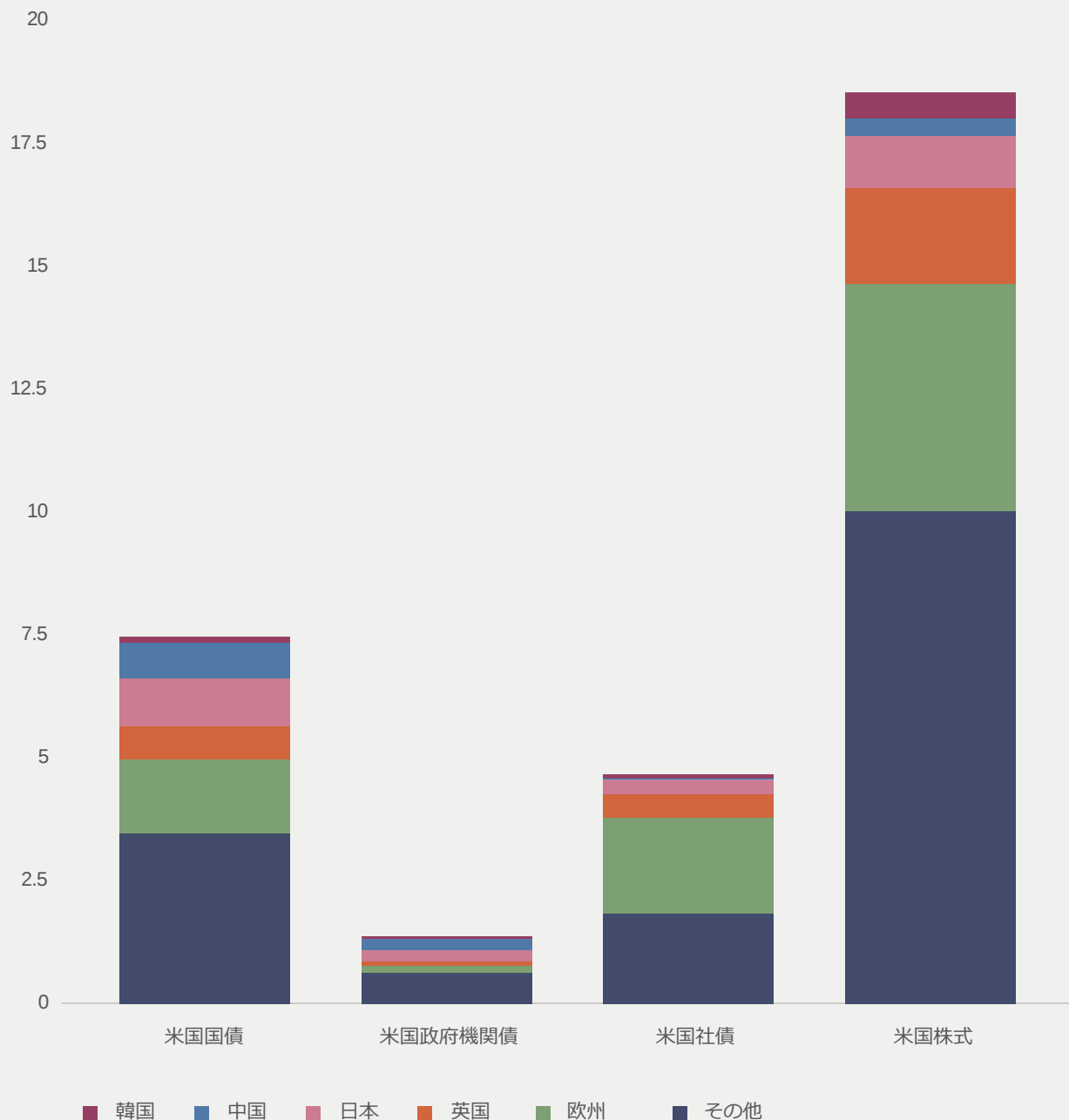
7. ラッファー曲線の理論によれば、債務残高がGDPの100%を超えると経済成長は鈍化するとされています。しかし、全米経済研究所（NBER）の研究によれば、「過剰な特権」によって、米国が持続可能に保有できる公的債務の上限はGDPの122%まで引き上げられる可能性があります。2024年第4四半期時点で、米国の公的債務残高はGDPの121.85%に達していました。

8. 2024年時点で、米国株式市場は世界の株式時価総額115兆ドルのうち42.6%を占めており、これは次に大きい市場である欧州連合（EU）の3.9倍に相当します。また、米国債券市場は、世界全体の発行済み証券総額140.7兆ドルのうち39.3%を占めており、こちらもEUの2.1倍の規模です。

米国の金融商品に対する外国人投資は、国債にとどまりません。

(下グラフ) 長期証券における外国人保有総額：米国国債、政府系機関債、企業の社債および株式

(兆ドル)



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、米連邦準備制度理事会（FRB）、米国財務省、Macrobond、2025年6月。すべての証券は現在の市場価値で報告されています。

米国国債（Treasuries）：米国財務省が直接発行する債券で、財務省短期証券（T-bills）、中期証券（notes）、長期証券（bonds）を含みます。

米国政府系機関債（U.S. agency bonds）：ファニーメイ（Fannie Mae）、フレディマック（Freddie Mac）、ジニーメイ（Ginnie Mae）などの米国政府機関および政府支援企業（GSE）が発行または保証する債券で、住宅ローン担保证券（MBS）などの義務も含まれます。

米国社債（U.S. corporate and other bonds）：米国企業およびその他の団体（地方自治体など）が発行する債券です。国別保有には、中央銀行、政府系ファンド、民間銀行、保険会社、ヘッジファンド、年金基金による保有が含まれます。

米国株式（U.S. corporate stocks）：米国企業が発行する株式で、所有権を表します。上場企業および非上場企業の普通株式および優先株式が含まれます。

支出の質 (Quality of spending)

理想的な世界において、米国は国内成長と世界経済全体の供給能力を支える高品質で生産性の高いテクノロジー、インフラなどに対する投資を行うために財政赤字を活用するでしょう。世界中の貯蓄が米国市場に流れ込んでいることを踏まえると、米国連邦政府は事実上、世界の貯蓄者に代わって投資を行っているとも言えます。

しかし現実には、米国の公共支出は逆に非効率化が進み、投資収益率は時間とともに低下しています⁹。それでも、米国の潜在成長率は約2.0%と、欧州や日本の約1.0%と比べて高く、主要な貯蓄国（経済）と比べて、依然として相対的に生産性の高い投資機会を提供しています。

また、米国は民間部門を「クラウドディングアウト（民間排除）」からうまく守っている点でも優れています。クラウドディングアウトとは、政府証券の金利が上昇することで、民間資本のリスク調整後の魅力が低下したり、過剰な公共支出によって経済の潜在成長が抑制され、全体の投資能力が制限されたりする現象です。

逆に、生産的な公共支出によって民間投資を促すことで、民間部門を「クラウドイン（呼び込み）」することも可能です。政府の政策が明示的に民間部門をクラウドインさせる必要はありませんが、金利、インフレ、税制、規制などの安定性を含む「建設的な運営環境」を提供することが、民間部門が自律的に成長するためには不可欠です。

9. これは直接的に証明するのが難しい。というのも、財政政策が経済成長に与える効果を測定する主要な指標である「財政乗数（fiscal multiplier）」は、各政府の介入ごとに異なり、国や時間軸をまたいで比較することができないためです。広い視点で見ると、主要経済国では、時間の経過とともにGDP成長率が連邦政府債務の増加率に対して鈍化している傾向が見られます。

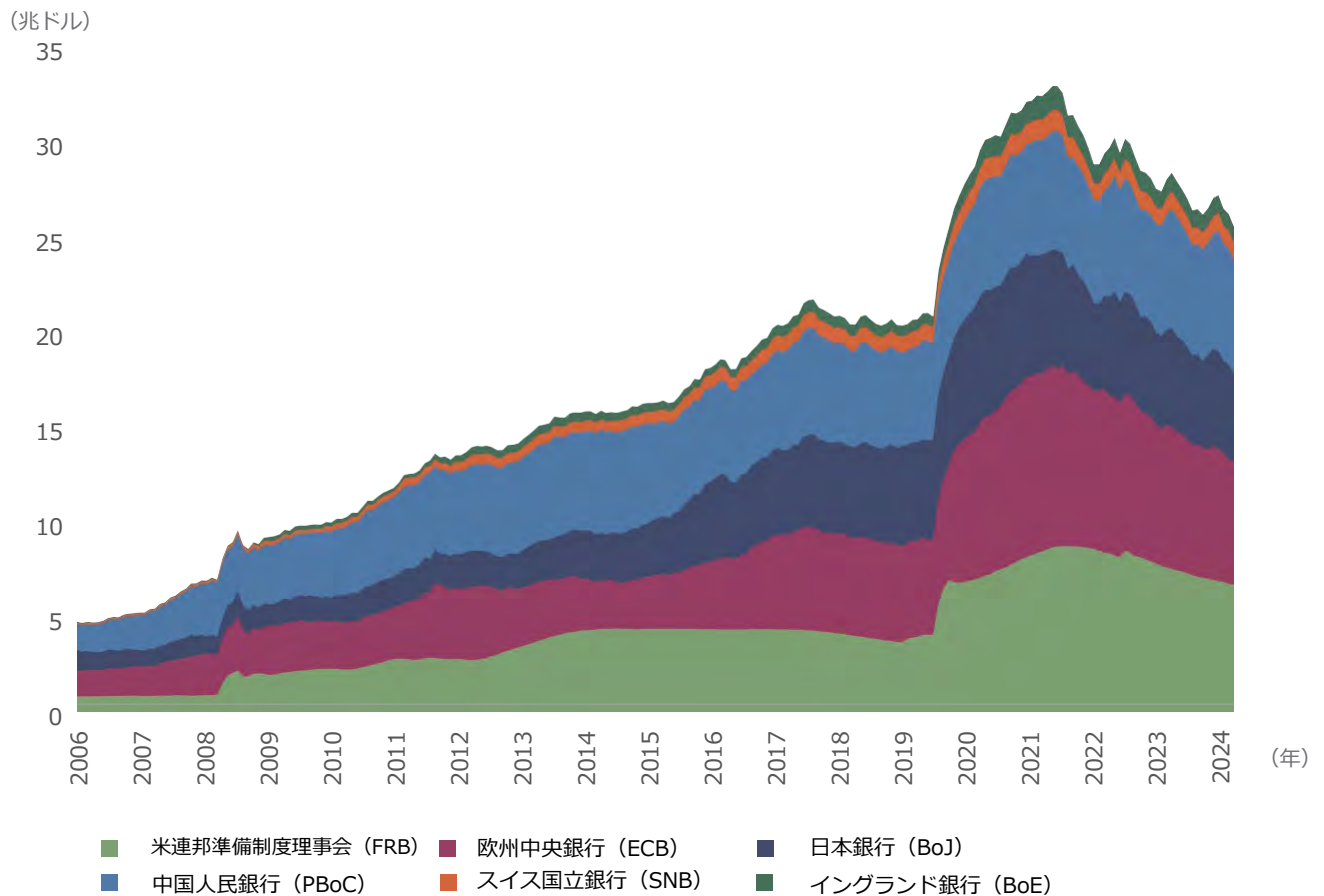
中央銀行による下支え（Central bank backstop）

現在の市場における中央銀行の重要性を考えると、その役割のいくつかが実は比較的最近になって確立されたものであることを忘れがちです。たとえば、量的緩和（QE）を最初に導入したのは2001年の日本銀行でしたが、世界の中央銀行が政府債券の大規模購入を本格的に始めたのは、2008年の世界金融危機（GFC）以降のことです。

当時、金融システムや銀行システムの崩壊が迫る中、各国中銀は市場の安定を図るために行動を起こしました。

その結果、金融市場は安定しましたが、中央銀行のバランスシートは2006年の約5兆ドルから2022年にはほぼ34兆ドルにまで膨れ上がりました。こうした債券購入プログラムは、ストレス時に国債利回りを抑えるのに役立ってきましたが、現在では中央銀行が公的債務の大部分を保有しているため、「今後どれだけの債務を吸収できるのか、あるいは吸収すべきなのか」という問いが、債務の持続可能性を巡る議論の中心となっています。

中央銀行の覚醒：世界金融危機（GFC）以降の政府債務の吸収主体 （下グラフ）中央銀行のバランスシート合計



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行（BoJ）、イングランド銀行（BoE）、スイス国立銀行（SNB）、中国人民銀行（PBoC）、Macrobond、2025年6月。



安息の地か、 それとも地獄か： 債務管理の転換点

金が物を言う。
——それを証明しているのは俺たちさ。
金の力に限界なんてない。
金が語る、金が全てさ。

ザ・キンクス
(Money Talks, 1974)

トリフィンのトレードオフは持続し得る…

私たちは、世界の貯蓄と米国のリスクフリー債務（米国債）が共生関係にあるという見解に基づき、両者の関係が維持される限り、米国財務省の債務は持続可能であると考えています。

現在の債務均衡が続くためには、以下の条件が必要です：

1. 米国政府が債務返済に対する「完全な信認と信用（full faith and credit）」を維持すること
2. 他の主要経済圏が引き続き貯蓄超過の状態にあること

これらの条件が整っている限り、政府債務が増え続けたとしても、世界的な債務危機への懸念が高まるとは限りません。

問題は、これらの要因のいずれかが他方にも変化を強いる可能性があるという点です。

もし米国の政策が、明示的または暗黙的に米国債保有者の信頼を損なうようなものであれば、世界の貯蓄者は、もはや「リスクフリー資産」とは見なされない米国債への投資を減らす動機を持つこととなります。つまり、貯蓄資金が自国に戻る可能性があるのです。

逆に、主要な貯蓄国が自国での貯蓄や投資を増やすことを選択すれば、米国債は重要な需要源を失うこととなります。

いずれの場合も、投資家を引きつけるために米国債の利回りは上昇せざるを得ず、それは場合によって米国にとって支払い不可能な水準になる可能性があります。

連邦準備制度理事会（FRB）が需要の下支えとして介入することは可能ですが、仮にそのような介入が続けば、最終的にはインフレを引き起こし、投資家の信頼を損ない、金利上昇、さらなる信認の低下、という悪循環に陥る恐れがあります^{10, V}。

このような大きな変化が一夜にして起こることはないでしょう。

米国の資本市場の深さや、世界中の米国債および米ドル資産の多様性を考えると、米国債の信用保証や米国資産への国際的な投資が混乱すれば、すべてのグローバルな関係者にとって甚大なコストが生じる可能性があります。

私たちの見解で、より現実的な展開として考えられるのは、支出ニーズの増加や優先順位の変化によって、現状を支える柱が徐々に削られていくというシナリオです。

その柱とは、以下のようなものです：

- 過剰な特権（exorbitant privilege）
（米国の債務に対する強い国際的な需要）
- 政府支出の質
- 中央銀行による支援の的確な活用

10. 政府証券の金利上昇は、中央銀行の支払い義務がその保有資産からの収益を上回るため、中央銀行の収益性を損なう可能性があります。現時点では、中央銀行の業務運営能力に影響は及んでいませんが、投資家の信認低下を招き、それがさらに金利上昇を引き起こす可能性があります。

…しかし、債務の持続可能性を支える柱は、崩壊の危機にさらされている

柱が揺らぐ要因

1

「過剰な特権」が（自らの手で）揺らぎ始めている

ロシアはウクライナ侵攻後、厳しい制裁を受け、国際決済ネットワーク「SWIFT」¹¹から排除されました。これにより、ロシアが保有していたドル資産は事実上一夜にして無価値となりました。この衝撃の前後で、ロシアはドル準備を金と中国人民元に置き換えました。一方、中国もまた自国通貨のペッグ先であるグローバル通貨バスケットにおけるドル比率を着実に引き下げしており、ドル準備の保有を徐々に減らす余地を確保しています^{12,vi}。

これは、より広範な現実を示す最近の一例にすぎません。つまり、ドル¹³との取引が煩雑になればなるほど、ドルを回避する手段が奨励されるということです。そのため、地政学的リスクは「過剰な特権（exorbitant privilege）」を損ない、世界の貯蓄との共生関係を崩す可能性があります。とはいえ、米国債や米国の資本市場に代わる“現実的かつ実行可能な選択肢”が存在しない限り、このリスクが表面化するには相当な時間がかかると考えられます。

その代替手段（米国債に代わる存在）、すなわち米国債需要を脅かすより大きな地政学的リスクは、友好国、敵対国、あるいは技術革新のいずれからでも生じ得ます。以下にそれぞれの例を挙げます。

まずは「友好国」の例ですが、欧州が自らの貯蓄に対して持つ「コールオプション」です。現在、欧州のソブリン市場や広範な資本市場は統合されておらず、世界の貯蓄や協調的な投資の受け皿として理想的とは言えません。しかし、地政学的な緊張や米国債の信用に対する脅威が高まれば、欧州は信用市場の統合に向かう可能性があり、それは徐々に米国債に代わる貯蓄手段を提供することになります。これは、米国債需要の構造的な下支えを徐々に弱めることにつながります。

次に「敵対国」の例として挙げられるのは、中国が資本市場を自由化するという選択肢です。過去20年間、中国は輸出による利益を通じて安定したドル流入を得てきました。この資金流入により、中国は自国通貨の価値（為替レート）を管理し、資本取引を制限し、国内資本市場をほぼ外国人投資家の影響を受けない状態に保つことができました。

しかし、中国は輸出主導型の成長モデルが徐々に限界を迎えていることを認識しており、内需主導の成長への転換を模索しています。米-中間の貿易関係の分断や高関税政策は、この転換を加速させる可能性があります。

もし中国が資本取引の自由化、通貨の再評価または変動相場制への移行、市場の対外開放といった困難な改革に踏み切れば、「グローバル・サウス（新興国）」の多くの国々は、米ドルや米国債への過度な依存から脱却する好機と捉えるかもしれません。

最後に、技術革新も米ドルに代わる選択肢となる可能性があります。たとえば「ステーブルコイン」は、価値の保存手段として注目されている暗号資産です。暗号通貨の分散型の性質（非中央集権的な性質）を考えると、このような仕組みは真にグローバルなものとなり、（経済）制裁やドル依存を回避する手段となり得ます。

11. 国際銀行間通信協会（SWIFT）は、銀行や金融機関が利用する国際的なメッセージ通信ネットワークです。米ドルは、このネットワークを通じて処理される決済のうち、50%以上を占めています。

12. 2025年4月時点で、中国の人民元が連動している通貨バスケット（CFETSバスケット）において18.9%が米ドルで構成されていますが、これは2016年の26.4%から低下しています。

13. ドルとの取引が困難になる要因には、コストの高さ（強いドル、高額なヘッジコスト）や制約の厳しさ（制裁、国際決済や貿易関係からの排除の脅威）などがあります。

中国は米国債市場にどの程度の影響を与えているのか？

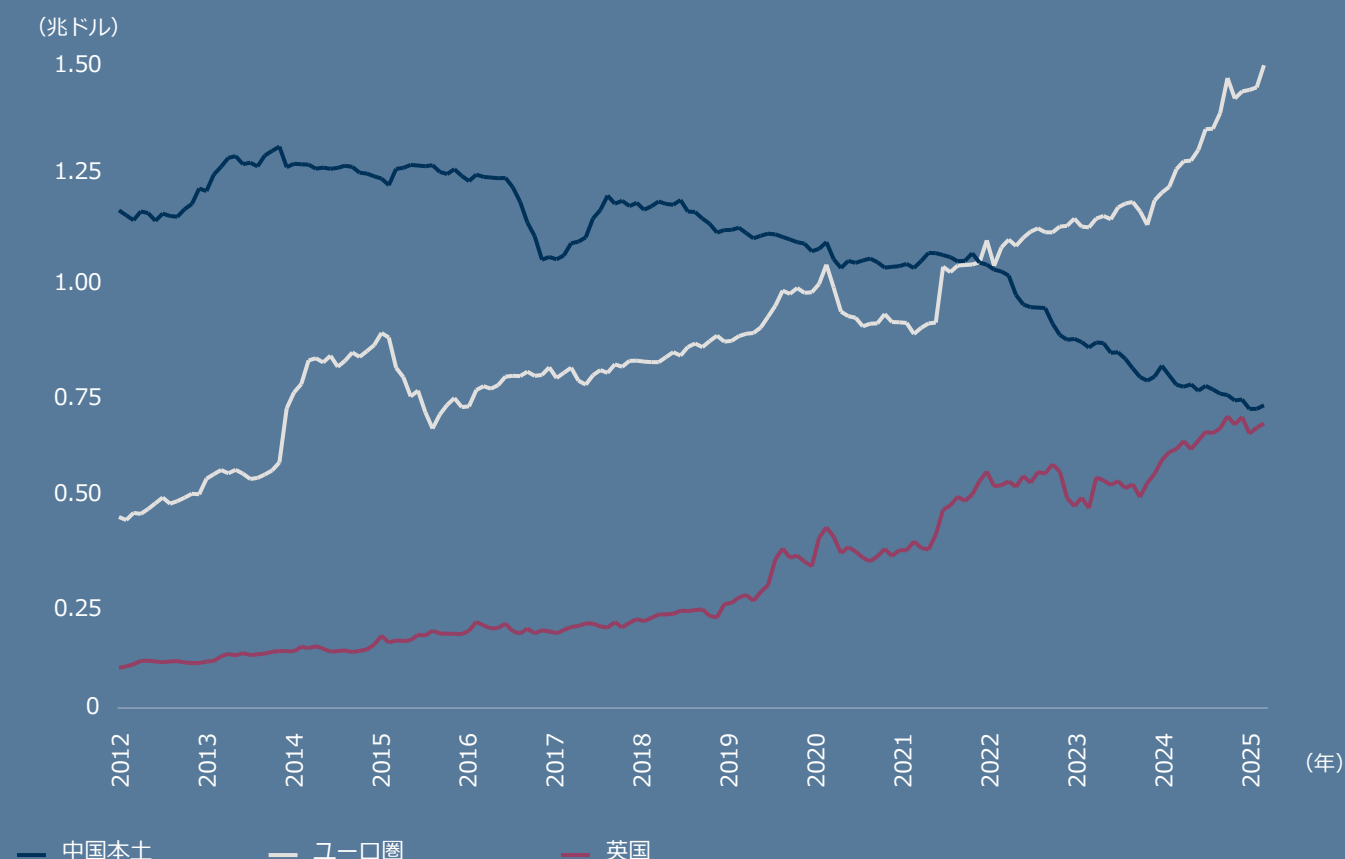
米-中間の地政学的緊張が高まる中、両国間の金融的な結びつきの度合いについても関心が高まっています。この文脈において、中国が保有する米国債を「売り浴びせる（dumping）」可能性が注目されていますが、私たちの見解では、これは過度に誇張されたリスクです。

2011年当時、中国は外国による米国債保有の30%を占めていましたが、現在では10%にまで減少しています。しかし、これは米国全体の観点から見るとわずかな変化にすぎません。中国はかつて米国債全体の9%を保有していましたが、今では2%にまで減っています¹⁴。そのため、仮に米中が経済的に切り離されたとしても、このインパクトだけで米国債の利回りを急騰させるほどの影響力はなくなっています。

さらに、この変化（中国の減少分）は他の国々によって補われています。たとえば、ユーロ圏は現在、米国債の8%を保有しており、これは外国による米国債保有の約38%^{vii}に相当します。また、英国もその一部を担っています。

中国による米国債保有の段階的な縮小は、欧州および英国による買いで補われている

（下グラフ）米国債の主要国別保有状況



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、米連邦準備制度理事会（FRB）、マクロボンド、2025年6月。国別の保有額には、中央銀行、政府系ファンド、民間銀行、保険会社、ヘッジファンド、年金基金による保有が含まれます。

14.ここで言及されている中国の米国債保有は、中国本土による保有分を指しています。米外交問題評議会（Council on Foreign Relations）のブラッド・セッツァー氏は、中国が近年、米政府機関債（U.S. agency bonds）やオフショアの保管機関を利用する傾向が強まっていることを示す証拠をいくつか提示しています。そのため、実際の米ドル準備やドル需要は、中国本土の米国債保有に示される数字以上に存在している可能性があります。ただし、中国の間接的な保有は推計値にすぎないため、本分析では中国による“直接保有分”に焦点を当てています。

投資家は今後ますます「質の高い支出」を注目・評価するようになるだろう

より生産的な政府支出は、債務の持続可能性を高める可能性があります。特に、その支出によるリターンが資本コストを上回る場合にはなおさらです。最近では、投資の効率性（効果の高い使い方）を見極めるうえで、市場の役割がますます重要になっています。

また、「高齢化社会」はすでに「超高齢社会」となりつつあり、多くの国にとって、年金や医療といった将来の財政負担がより近い将来に現れることが懸念されています。例えば、欧州の老年人口扶養率は2070年までに54%に達すると予測されており、これは日本より15～20年遅れている水準です^{vii}。米国行政管理予算局（OMB）や英国財政責任局（OBR）¹⁵も、今後50年間にわたる巨額の財政赤字予測の要因として、高齢化に伴うコストを挙げています^{ix}。

また、政府は急速な技術革新、特にAIが大規模に社会を変革する場合に備え、経済の適応を支援する役割をより積極的に担う必要があるかもしれません。これには、労働者の再訓練支援、雇用連動型の補助金、あるいは労働の大規模な代替（喪失）が進んだ場合にはベーシックインカム¹⁶の導入などが含まれる可能性があります。

このような枠組みにおいては、公共政策は民間投資をクラウドディングアウト（阻害するもの）ではなく、むしろ環境を整えることで民間投資を後押しする役割を果たしていると言えます。

各国は中央銀行による国債買い入れに頼らざるを得なくなるかもしれない

最終的に中央銀行は「最後の買い手（buyer of last resort）」として機能し、他の投資家が吸収しきれない政府証券を吸収する役割を担います。新たな投資の波は生産的である可能性がありますが、結局は財政支出の拡大を招き、中央銀行が過剰な政府債務の供給を吸収せざるを得ない状況が強まるおそれがあります。

支出二重の増加に加え、ドルに対する世界的な信認が脅かされる可能性もある中で、中央銀行にはすでに大きな負担がかかっています。中央銀行は、不況や危機の際に、家計や企業の経済的なダメージを和らげる役割を担うことが期待されています。

気候関連の事象はすでに、災害復旧や被害軽減（緩和策）に対する大規模な支出を各国に強いています。2023年には、自然災害による世界全体の損失額が2,800億ドルに達し、そのうち保険でカバーされたのはわずか39%でした^x。将来的なインフラ整備のための緩和・復旧コストは、数兆ドル規模にのぼると見込まれています。サプライチェーンの再構築と同様に、気候変動への適応は伝統的な経済合理性の観点からは「非効率」と見なされるかもしれませんが、長期的な脆弱性を軽減するためには不可欠です。

また、COVID-19からロシアによるウクライナ侵攻に至る一連の世界的ショックは、多くの国にとって「国家安全保障」の定義を拡げる契機となりました。戦略的レジリエンス（強靱性）には今や、医療、食料、半導体、重要鉱物資源へのアクセスも含まれています。その結果、コストが高くても、国内の供給能力を確保するためにサプライチェーンを再構築することが、政治的にも受け入れられやすく、必要性も高まっています。

このような変化にともなう投資は、政府、企業、そして家計にまで広がり、今後10年間にわたり構造的に支出を押し上げていくことが予想されます。

米国では「FRBプット（Fed put）」が効果的に機能しており、リーマンショック以降¹⁷、家計は債務を大幅に削減し、企業も景気循環に応じ債務を調整することができました¹⁸。このように、家計や企業の債務負担を軽減する一方で、その負担を中央銀行が引き受けるという構図は、それぞれが利用可能な債務管理手段とかみ合っていると言えます。

しかし、中央銀行による支援が過度に使われれば、インフレの加速、金利上昇、投資家の信認低下という悪循環を招く可能性があることは、すでに述べたとおりです。持続可能な債務管理のためには、慎重で節度のある中央銀行の姿勢が求められます。つまり、危機時には支援を提供するものの、恒常的に国債の「人為的な買い手」とはならないような姿勢が求められます。

15. 米国行政管理予算局（U.S. Office of Management and Budget）および英国予算責任局（UK Office for Budget Responsibility）。

16. ユニバーサル・ベーシック・インカム（UBI）は、国民に直接給付を行い、最低限の生活水準を確保することを目的とした制度です。

17. 家計債務の対GDP比は、2007年の101%から2023年には74%にまで低下しました。

18. 米国の非金融法人の債務対GDP比は、1970年代半ば、1990年代初頭、2000年代初頭、2010年代初頭、2020年代初頭にかけて減少しました。

より持続可能な債務への道筋

景気サイクルを通じた政府債務の管理には、常に柔軟性が求められてきました。今日では、政策の優先順位が変化し、従来の景気循環リスクに加えて構造的な不確実性が加わっているため、その柔軟性はより一層重要になっています。

政府の選択は、インフレ、金利、潜在成長率といった長期的な資本市場の前提に影響を与え、資産配分の在り方にも大きな影響を及ぼします。

以下では、主要国が今後採用する可能性の高い債務管理アプローチの例を4つ紹介します。これらがすべてではありませんが、現在の世界的な環境において、財政破綻以外の現実的な選択肢として最も関連性が高いと私たちが考えるものです。

各国には債務管理に関して選択肢がある

（下表）政府債務管理アプローチの例

 緊縮財政 政府支出の削減	 成長 生産性を高めて債務を削減する	 金融抑圧 インフレを利用して債務を実質的に減らすこと	 金融エンジニアリング 金融環境を操作・調整することによって債務管理を行う手法
緊縮財政（Austerity）は、単なる赤字（フロー）の削減にとどまらず、政府の総債務（ストック）そのものを引き下げることを目的とした、持続的かつ広範な歳出削減に焦点を当てています。	成長主導型の戦略（Growth-led strategies）は、投資と改革を通じてGDPを債務よりも速く拡大させることで、債務の持続可能性を改善するアプローチです。	金融抑圧（Financial repression）は、温和なインフレと金利の抑制を組み合わせた手法であり、多くの場合、規制と金融エンジニアリングの両方を通じて実施されます。このアプローチは、インフレによって債務の実質価値を目減りさせる（インフレで債務を帳消しにする）ものですが、「抑圧（repression）」と呼ばれる理由は、国内投資家に対して実質金利がマイナスとなる状況を強いるためです。	金融エンジニアリング（Financial engineering）とは、金利や債務商品を人為的に操作することで、金融環境を調整し、債務返済の負担を管理可能な水準に保つ手法を指します。このような操作を行う主体は、通常、中央銀行や財務省（または財務当局）です。
（事例） ユーロ圏債務危機の対応例： ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン （2011年以降）	（事例） 韓国（1997年以降）： アジア通貨危機からの回復を、急速な工業化によって実現 中国（2000～2021年）： 輸出主導型の成長により、国内の急速な信用拡大を相殺	（事例） 第二次世界大戦後から1970年代後半にかけて、米国と英国が主導したグローバルなアプローチ	（事例） FRBおよび日銀による量的緩和（QE） （2008年～2021年） 日銀のイールドカーブ・コントロール（YCC） （2016年～2024年） 米国財務省による国債発行の構成変更 （2023年）

出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。図示はあくまで参考目的です。

しなやかに耐えるか、 崩壊するか： 債務持続可能性のための 枠組み

お金、それは罪なもの
公平に分け合おうー
でも、俺の取り分には手を出すなよ

ピンク・フロイド
(Money, 1973)



私たちは、多くの主要経済国が債務管理において転換点に達しており、今後はより戦略的な政策運営が求められると考えています。政策選択肢の現実性を評価するために、私たちは現在の各国財政健全性とそれに対する潜在的なリスクを考慮した債務持続可能性のフレームワークを構築しました。

私たちは債務の持続可能性を、その中核となる3つの柱に基づいて整理しています。

- ・ 自国の債務に対する需要（米国においては「過剰な特権」）
 - ・ 政府支出の質
 - ・ 中央銀行による支援策（下支え）の使い方
- それぞれの柱には異なる独自の特徴があり、互いに補完しながら債務の持続可能性を強化するサイクルを生み出します（逆に損なうサイクルを生み出すこともあります。）

この見解には2つの注意点があります。第一に、このフレームワークの中では、政府債務の最適な規模や政府支出のペースについては議論していません。私たちの調査の結論は、債務水準そのものよりも重要なのは、以下の3点が維持されるかどうか、ということです。

- ・ 国が自国の債務に対する需要を喚起し、
 - ・ 民間投資を支える高品質な支出を行い、
 - ・ 中央銀行の支援策を慎重に活用すること。
- これが満たされれば、どのような債務水準でも持続可能であると考えています。

第二に、私たちは投資家であり、各国に対し政策提言を行う立場にはありません。むしろ、私たちの債務持続性分析は、各国が現実的に取り得る債務管理の選択肢を見極めるための判断材料を明らかにすることを目的としています。

「世界の債務持続可能性の評価」

債務に対する需要

政策の信頼性：

投資家の債務に対する需要は、政府の信用力に対する信頼、ならびに債務発行、利払い、国内外投資家の平等な取り扱いに関する一貫性と透明性のある政策に依存しています。

考慮すべき事項：

- ・中央銀行の独立性（法的および事実上の独立性）
- ・政権の種類を問わず、利子および元本の返済に対する明確な政策的コミットメント
- ・ソブリン格付けおよびクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の動向

利払い負担の許容度：

前述の通り、債務は、借り手が無理なく支払える金利で需要がある限り、持続可能です。

利払い負担の総額（これは金利と債務残高の両方の結果）は、借り手が返済できるペースを越えて増加してはなりません。

考慮すべき事項：

- ・政府歳入に対する利払いの水準およびその推移
- ・政府債務に対する実効金利

資本市場の厚みと流動性：

厚みと流動性の高い市場は、国債からプライベート・エクイティに至るまで、幅広く多様な投資家の関心を引きつけます。

考慮すべき事項：

- ・国債市場の回転率
- ・上場株式およびパブリック・クレジット市場の時価総額と取引量
- ・投資家が事前に合意された条件に基づいて利益を実現できる活発なプライベート市場

中央銀行のバランスの取れた活用

債務需要の健全なバランス：

最も持続可能な形では、国家の債務は家計、企業、金融機関、そして必要に応じて中央銀行など、幅広い主体によって保有されることです。

債務の大部分が国内で保有されている場合、外国資本の流出に対する脆弱性が低いため、より持続可能です。しかし同時に、外国人投資家はその国の債券市場に参加していない場合、それは外国からの信頼が欠如している兆候である可能性もあります。

考慮すべき事項：

- ・政府証券が、海外および国内の幅広い投資家によって保有されているかどうか
- ・中央銀行が政府証券の保有の大部分を占めるべきではない

中央銀行による買い入れの対象を絞った活用：

危機的状況以外では、中央銀行による継続的な買い入れは人為的な需要を生み出します。

考慮すべき事項：

- ・量的緩和や流動性支援は、危機および回復期にのみ使用されるべき
- ・中央銀行による継続的な買い入れプログラムは、構造的な需要不足を示唆

支出の質

民間部門の呼び込み：

生産的な政府支出は、民間部門の投資を支援するものであるべきで、少なくともそれを妨げるものであってはなりません。

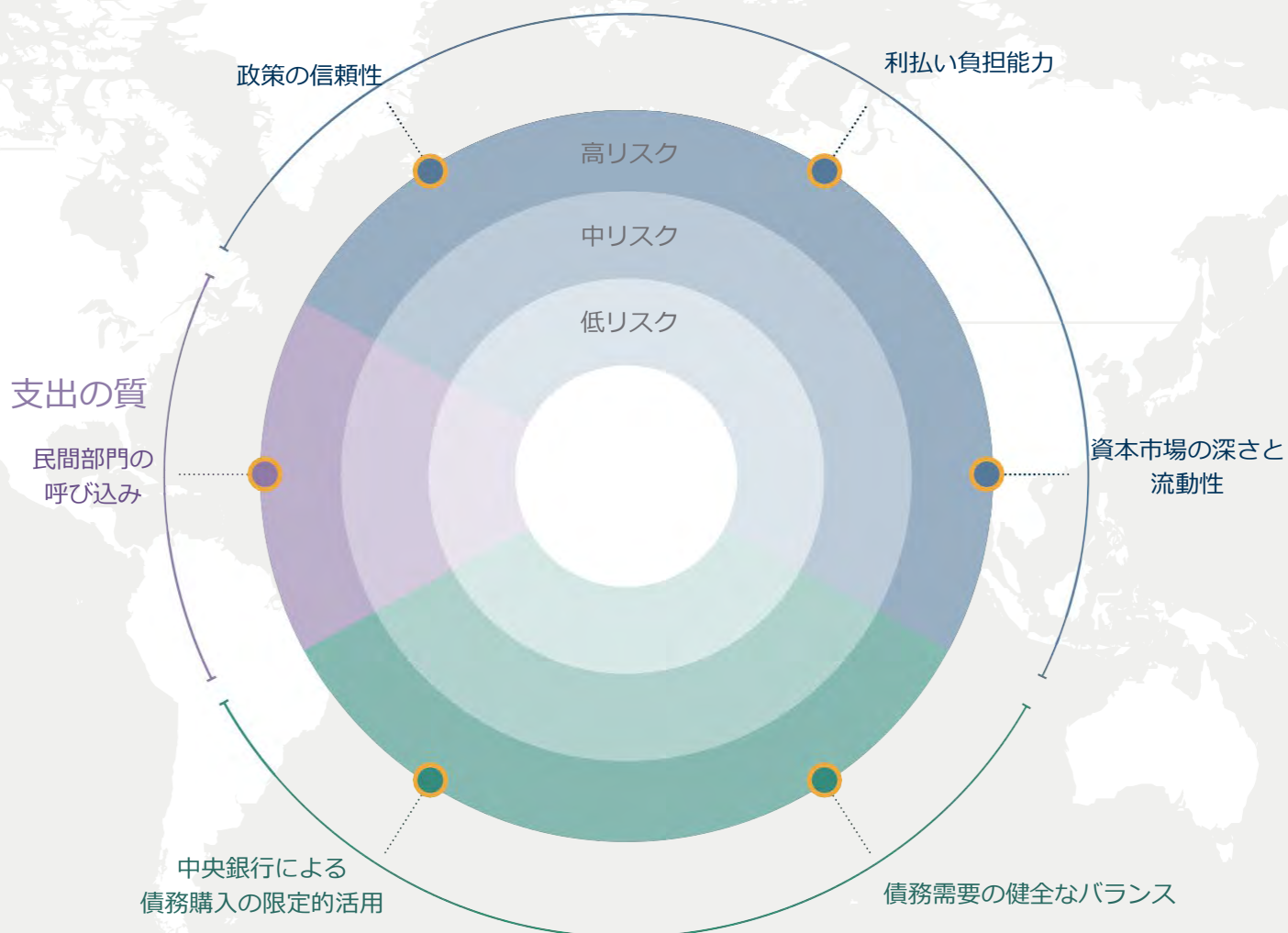
安定的で成長を促進する政策環境は、民間部門の活力を引き出すことができますが、過度な政府の借り入れは、その活力を阻害するリスクがあります。

考慮すべき事項：

- ・民間部門の信用（GDP比）が政府の債券発行を上回っているかどうか
- ・民間の「総固定資本形成」は、生産的な民間投資を測る指標となる

グローバル債務持続可能性フレームワーク

債務に対する需要



中央銀行のバランスの取れた活用

出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
※参考資料としての目的で提供されています。

このフレームワークを、次ページ以降で4つの主要経済国に当てはめて考察します。



米国



欧州



日本

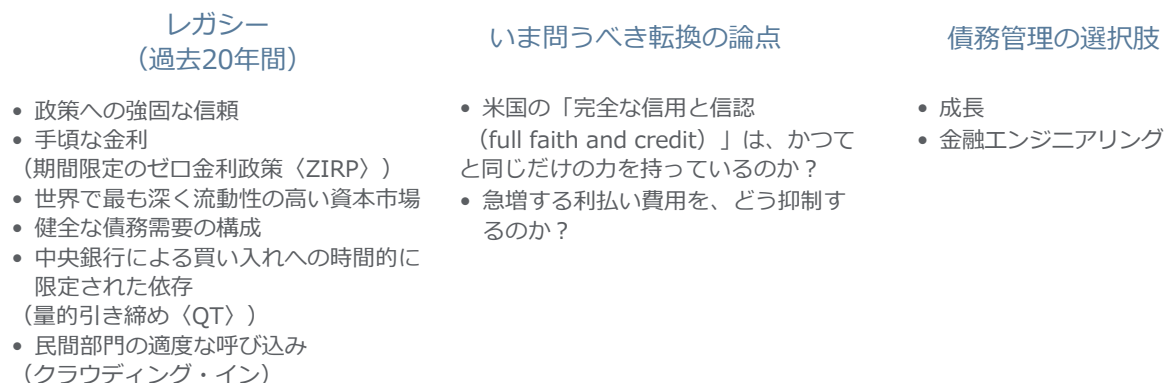


中国

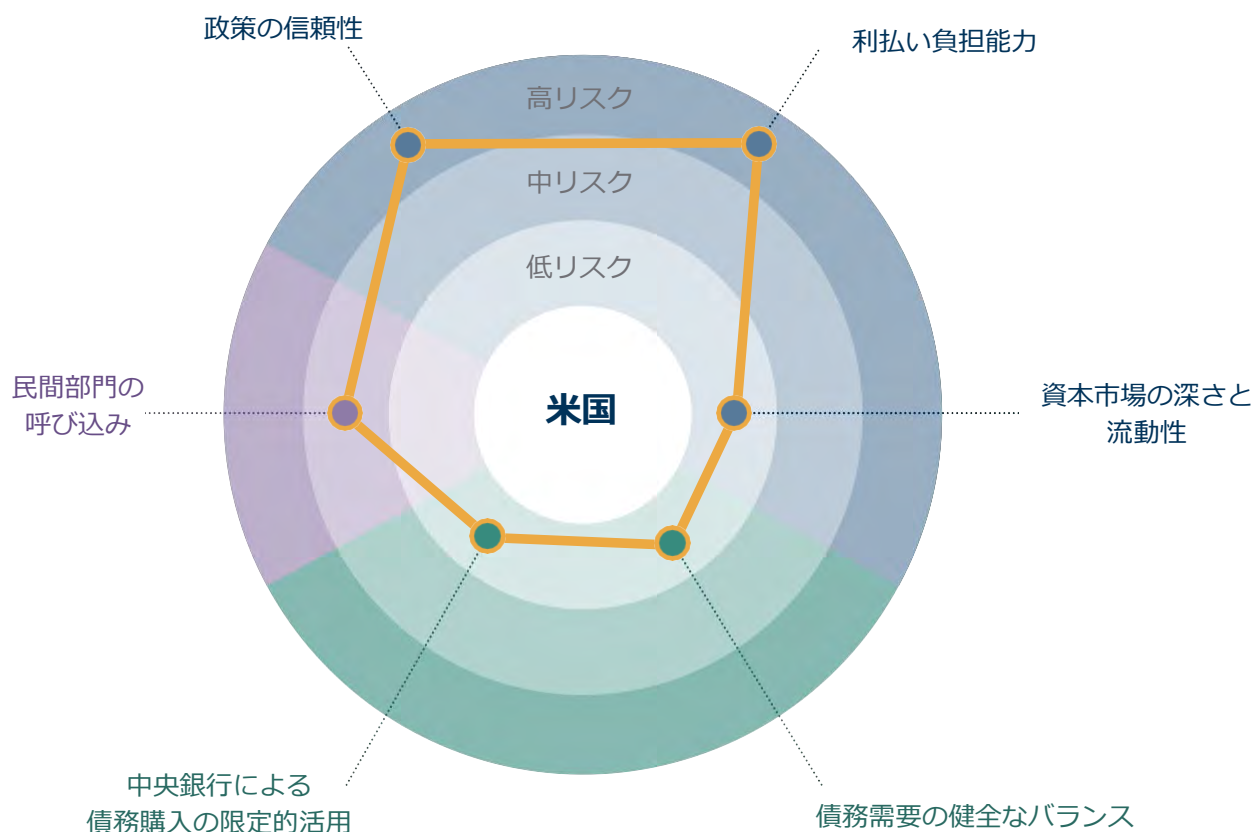
米国

米国の債務は、世界的な強い米国債需要が維持される限りにおいては持続可能です。しかし、政策の信頼性を回復し、急増する利払い費用に対処することが、目先の重要課題となっています。

長期的な課題としては、生産的な投資の余地を確保するために、社会保障関連支出の見直しが求められます。



債務持続可能性フレームワーク：米国



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
※参考資料としての目的で提供されています。

現在の米国の債務持続性

米国の債務持続性には、2つのアキレス腱があります。

第一に、国債の利払い費用が急速に手に負えない水準に達しつつあり、これは調達コストの上昇と債務残高の拡大の両方によって急激に増加しています。

第二に、近年、政策の信頼性が著しく低下していることです。これら2つは、米国の「過剰な特権（exorbitant privilege）」を脅かす要因となっています。

一方で、米国の債務持続性を支える他の柱は健全に見えます。資本市場は依然として世界で最も深く、流動性に富んでいます。債務の保有構成も、外国と国内の投資家によるバランスの取れたものとなっており、中央銀行の買い支えも継続的ではなく選択的に行われています。政策の不確実性があるにもかかわらず、民間部門の投資は堅調です。

今後の展望

米国資産に対する世界の投資家の信頼は、政策の不確実性によって揺らいでいます。このような環境が続けば、米国から緩やかに資本流出が進み、米国債への需要が低下し、金利が上昇する可能性があります。これにより、米国の債務持続性に対する懸念は一層深刻化する可能性があります。

米国の政策当局は、これまでの中程度の経済成長と強力な資本市場リターンという「レガシー」を維持したいと考えるはずです。こうした目標を支えるには、複数の債務管理アプローチを組み合わせることが有効です。

米国の債務持続性において最も緊急の課題は、利払い負担の急激な増加です。これを抑制するには、歳出削減によって財政赤字を縮小する必要があるかもしれません。

短期的には、連邦準備制度理事会（FRB）と財務省は、利払い負担の増加ペースを抑えるために、金利を抑制する手段を講じる可能性もあります。

中期的には、コロナ禍を経た現在の経済環境において、政策当局がやや高めのインフレ率を受け入れることで、債務の持続可能性を支える効果が期待されます。

長期的には、社会保障やメディケアといった必要不可欠な支出を抑え、生産的な投資に支出を振り向ける意欲が高まると考えられますが、それは政治的な機能不全や高齢化社会への対応という課題によって妨げられる可能性があります。

「緊縮財政だけは避けるべき」： なぜ米国は緊縮財政を選ばないのか、選ぶべきでないのか」

緊縮財政（Austerity）は、債務危機から国を立て直す手段としては優れた実績を持っていますが、私たちは緊縮財政が米国にとって現実的な選択肢だとは考えていません。

たしかに米国は連邦支出の削減を必要としていますが、真の意味での緊縮財政は、国内の政治的観点からも、また海外の資金提供者（貯蓄国）から見ても、容認されないでしょう。

少し歴史を振り返ると、米国はその債務に対する議論は多いものの、包括的な財政緊縮を試みたことはありません。唯一近い例を挙げるなら、レーガン政権下の「サプライサイド経済学」の実験でしょう。これは「減税によって経済活動が活性化し、その成果によって連邦支出を削減する」という理論¹⁹に基づいていました。しかし、減税は実行されたものの、支出削減は実現せず^{xi}、結果としてレーガン政権時代は、米国史上最も急速に連邦債務が増加した時期となりました²⁰。

現在、米国の債務残高はGDPの100%を超えており、これは経済成長の足かせになるとよく指摘される水準です^{xii}。しかし、与野党いずれも34兆ドルを超える債務残高への対応策を提示していません。これは、有権者が経済的痛みに対して極めて耐性が低いことを反映しているのでしょう。

さらに、米国が緊縮財政を採用することへの「海外からの暗黙の制約」もあると私たちは考えています。緊縮財政は国債の供給を減少させ、金利を押し下げる結果となり、米国債市場に依存する世界の資金循環に混乱をもたらすおそれがあります。また、米国政府の支出が縮小すれば成長への圧力も高まり、世界的に「低金利・低インフレが長く続く時代（lower for longer）」が再来する可能性もあります。さらに、魅力を欠く米国債市場は、「ドルの過剰な特権（exorbitant privilege）」を損ない、世界の投資家が資金を自国や他の地域に振り向ける動きを加速させ、ドルの世界的支配力の緩やかな低下を早める可能性もあるのです。

現在の米国政策に関する考察

2025年現在、米国の政策は、米国債需要やドルの支配的地位といった現状に対して、これまで以上に挑戦的、あるいは積極的な姿勢を見せているように見受けられます。私たちは、ドル依存から脱却しグローバルに分散する余地があると考えており、市場が突発的な政策変更に対する重要な「けん制役」として機能すると見ています。

米国の支配的地位に対する懸念は、特定の政権に限ったものではありません。ドルは依然として外貨準備、貿易、金融において他に類を見ない役割を果たしていますが、そのシェアは徐々に低下しています。この傾向は、より広範な進化を反映しています。たとえば、かつてドルへの依存度が高かった新興国は、地域貿易の統合や自国資本市場の発展を通じて、その依存度を低下させてきました。特にアジアでその動きが顕著です。私たちはこのような動きを懸念すべきものではなく、むしろ建設的なものと捉えています。

今日のグローバル経済は多様化しており、金融の仕組みが単一通貨の独占によって支えられる必要はありません。たとえその独占が、これまで安定性や国際的統合を促進してきたとしてもです。

仮に政策変更があまりにも急激に進められれば、米国債市場が“介入”することになるかもしれません。「Bond vigilantism（債券市場による自律的な監視）」という言葉は、市場の反発リスクを表していますが、それは同時に重要な“けん制機能”でもあると私たちは捉えています。

もし市場のシグナルを無視する政権があれば、投資家だけでなく有権者の信頼も損なう可能性があります。特に、米国が長年にわたり、住宅・株式・債券市場を通じて富を築いてきた国であることを考慮すればなおさらです。

政策変更のペースは極めて重要です。段階的な移行であれば、市場も順応する時間が得られ、混乱を伴う価格調整リスクを回避することができます。

19. サプライサイド経済学は、しばしば「トリクルダウン経済学」とも呼ばれます。

20. 1981年から1992年にかけて、レーガン政権およびジョージ・H・W・ブッシュ政権下で、米国の連邦債務は347%増加し、年平均成長率（CAGR）は13.3%に達しました。これは、他のいかなる政権よりも高い債務増加ペースであり、CAGRが9%を超えた政権は他に存在しません。その後、クリントン政権時代における予算均衡の達成は、緊縮財政的な歳出削減によってではなく、力強い経済成長、テックバブルに伴う税収増、冷戦終結に伴う国防支出の自然減といった要因によるものでした。

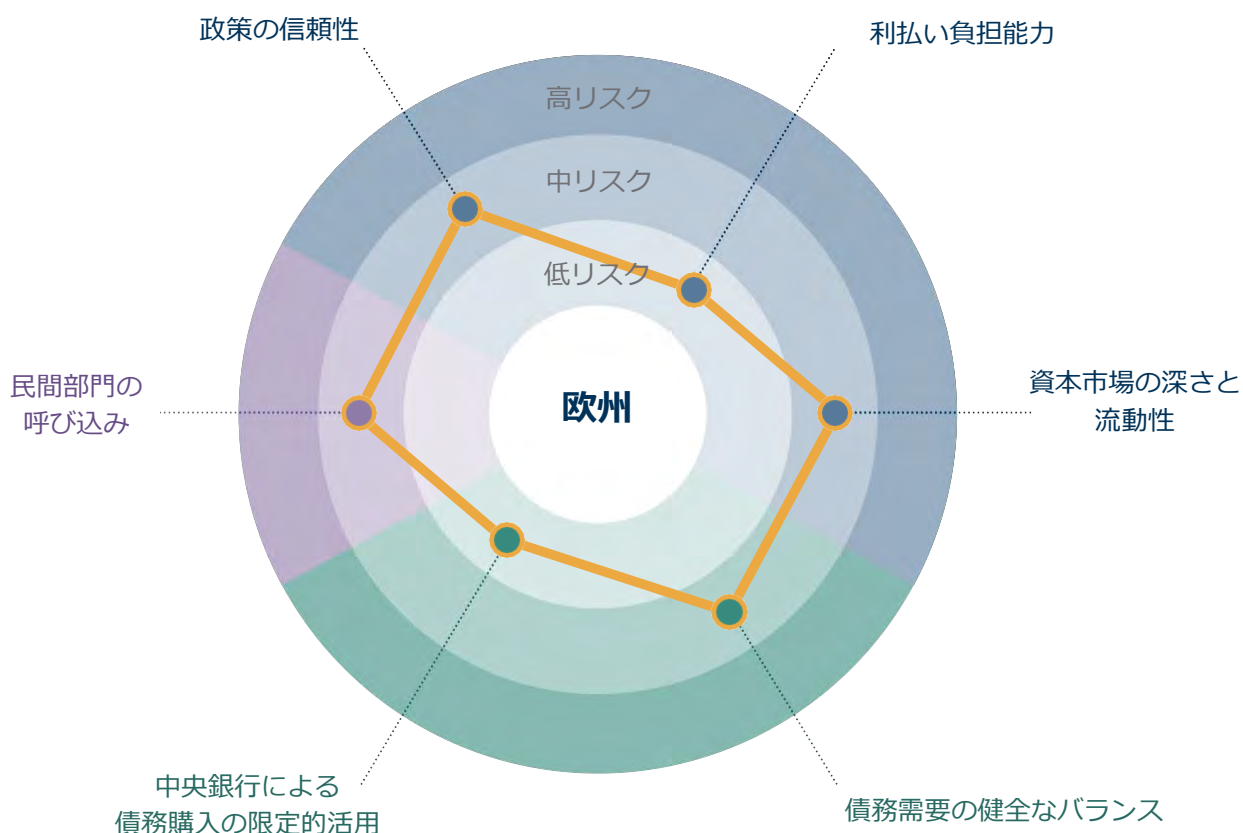


欧州

欧州は加盟各国ごとに債務管理へのアプローチは異なるものの、主要経済圏の中では最も財政余力（fiscal space）があり、その活用に対する意欲も徐々に示し始めています。これまで欧州では、債務危機の対応として緊縮財政が効果を発揮してきましたが、同時に経済成長の鈍化や慢性的な投資不足といった痛みも伴いました。今後は、インフラ、防衛、テクノロジー分野への支出拡大に向けて、インフレに対する許容度を高めながら、ゆるやかにシフトしていく動きが続くと予想されます。

レガシー (過去20年間)	いま問うべき転換の論点	債務管理の選択肢
- 政策への強固な信頼（ただし財政政策や資本市場の未統合という制約の中で） - 金利は抑制的（現在は一時的にマイナス金利） - 企業向け信用市場は大きいが断片的 - 国債需要の構成は中程度のバランス - 中央銀行の国債買入れへの依存は時間制限付き（量的引き締め=QT） - 公共投資の低迷が、国内の民間投資の低調につながっている	- 政策および資本市場において、欧州域内の統合はもっと進めるべきか、それとも緩めるべきか？ - 国内での政府支出および投資の拡大に対して、どの程度の許容度があるのか？	- 成長 - 金融エンジニアリング

債務持続可能性フレームワーク：欧州



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
※参考資料としての目的で提供されています。

現在の欧州の債務持続性

欧州では、加盟国ごとに財政運営のアプローチに幅がありますが、2011年の債務危機以降、全体としては債務管理におおむね慎重な姿勢を取ってきました。しかし、政策の信頼性、資本市場の深さと流動性、国債需要の構成、そして民間部門の生産性にとって障害となっているのが、資本市場の統合に伴う極めて大きな法的・財政的・政治的な困難です。

この市場の分断性は、信認の危機を引き起こす要因となってきましたが、それらは強力なリーダーシップ（たとえば、マリオ・ドラギによる「必要なことは何でもやる（whatever it takes）」発言）や、厳しい政策調整（2011年以降の緊縮財政によりギリシャ経済は4分の1縮小）によって乗り越えられてきました。

今後の展望

欧州は全体として、これまで抱えてきた2つの相互に関連する「レガシー（遺産）」から脱却しようとしているように見えます。

それは、①貯蓄を国外に輸出し、国内への投資が相対的に少ないこと、②緊縮財政への依存です。たとえばドイツが最近、財政規律を緩和し、防衛やインフラ投資を拡大する動きを見せたことを皮切りに、欧州各国で防衛費増額の動きが広がっています。

しかし、投資と経済成長を促進するための包括的なアプローチには、より高度な資本市場の統合が必要になるかもしれません。そして、この統合を本格的に進めるためには、米国債の信用保証への信頼が揺らぐようなショックや、中国の強力な経済的対抗軸といった外部からの強い圧力が引き金になる可能性があります。

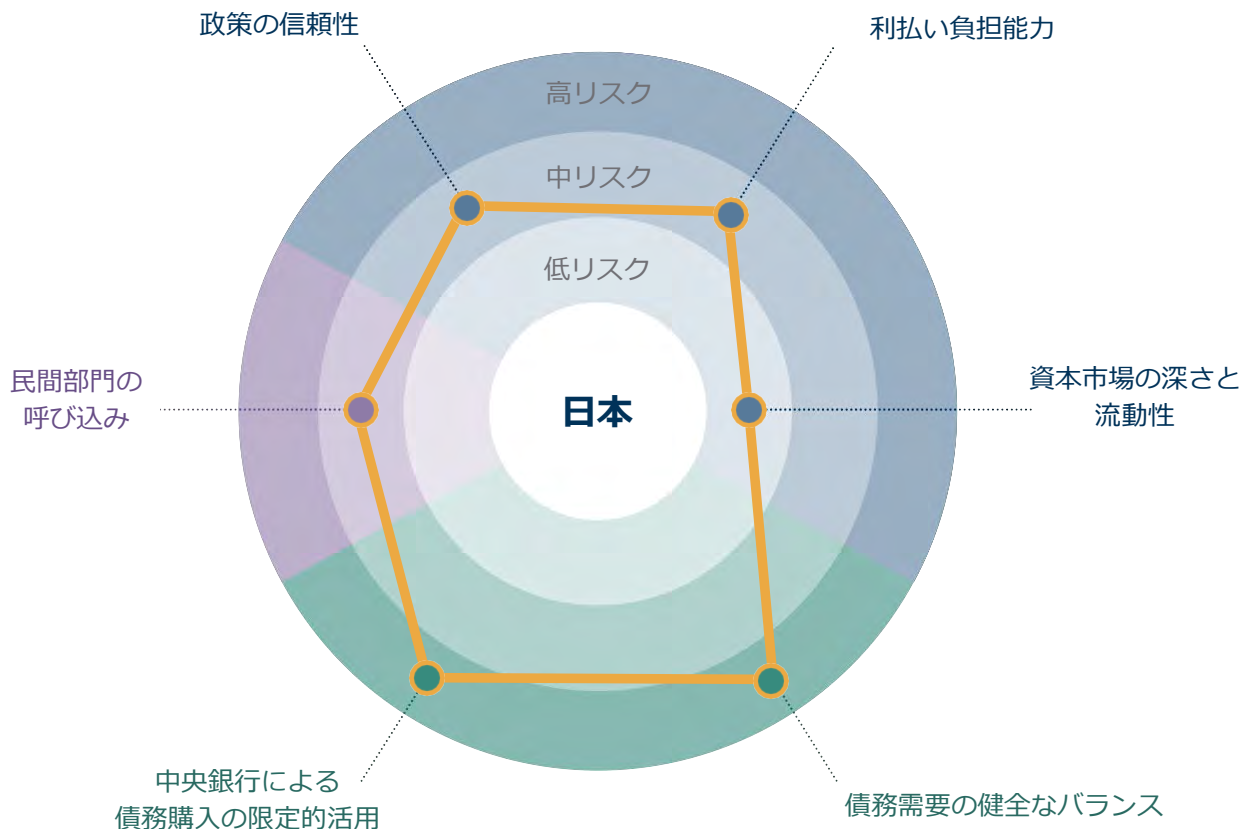
欧州の債務管理の進化は、今後、民間部門の活動を促進するための生産的な政府支出の重視を含むかもしれません。そして、それには中程度の財政赤字を容認する姿勢も求められるでしょう。米連邦準備制度理事会（FRB）と同様に、欧州中央銀行（ECB）も必要に応じて国債を選択的に購入しており、継続的な買い入れは行っていません。こうした的を絞った中央銀行の買い支えは、欧州が国内投資を拡大しつつ、中程度の金利上昇やインフレ、成長への移行に伴う混乱を抑えるうえで支えとなる可能性があります。

日本

日本が債務持続性に対する懸念に対して取ってきた対応は、自国の巨額な債務を自国内で保有することでした。これにより、デフォルト（債務不履行）のリスクは排除されましたが、その代償として長期的な経済停滞に苦しんできました。現在、日本はこの「過去のやり方」から脱却する兆しを見せていますが、真の解決策を見出すためには、財政政策や金融政策の枠を超えた取り組みが求められるでしょう。

レガシー (過去20年間)	いま問うべき転換の論点	債務管理の選択肢
• 未曾有の量的緩和（QE）とマイナス金利の導入により、政策の信頼性が問われている • 金利水準は抑制的（しばしばマイナス金利） • 資本市場の深さと流動性は中程度 • 国債需要の構成は中程度のバランス • 中央銀行への依存度は世界で最も高く、長期にわたる量的緩和 • 民間投資は低水準にとどまっている	• 持続可能とみなされる成長率はどの程度か？	• 成長 • 金融エンジニアリング

債務持続可能性フレームワーク：日本



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
※参考資料としての目的で提供されています。

現在の日本の債務持続性

日本ほど中央銀行のバランスシートを活用してきた国は他にありません。日本銀行（BoJ）は日本国債の半分以上を保有しており、20年以上続いた量的緩和（QE）政策を停止したのは2024年になってからです。日銀の存在感があることで、金利はゼロ近辺に抑えられ、デフォルト（債務不履行）のリスクは回避されています。

しかし、日本の構造的な低成長の背景には、

- ・ 政府による投資の不足、
- ・ 民間部門のレバレッジ（借入）への消極姿勢、
- ・ 非常に高齢化が進んだ人口構成、にあります。

しかし、パンデミック後のインフレ時代は、日本にとって「神風」とも言える好機だったかもしれませんが。輸入主導のインフレにより、数十年ぶりに賃上げ交渉が活発化し、日銀が政策の正常化に踏み出す環境が整いました。

今後の展望

日本の課題は、政策の正常化を継続し、自国の内発的な成長の強化によって、インフレと名目金利のプラス回帰の定着を正当化することにあります。

この目標に向けた政策アプローチのひとつは、財政政策や金融政策の枠を超えたものです。高齢化と人口置換率の急減という現実直面する中で、日本がある程度の移民受け入れに前向きになることは、もはや避けられないかもしれません。

日本の債務管理の優先事項は、基本的には欧州と似た方向性を持つと考えられますが、より急激な政策調整が求められるでしょう。日本は、従来の金融緩和に依存するアベノミクスではなく、インフラやテクノロジーへの直接投資を通じて民間投資を呼び込む、新たなアプローチが必要かもしれません。

日本はまだ実質金利がプラスの環境に戻っておらず、中央銀行への依存という強いレガシーを持つ中で、政策当局は「金融抑圧（financial repression）」を避ける配慮が求められます。つまり、「インフレはある程度容認するが、金利上昇は抑え、利払い負担が暴走しないようにする」というバランスです。

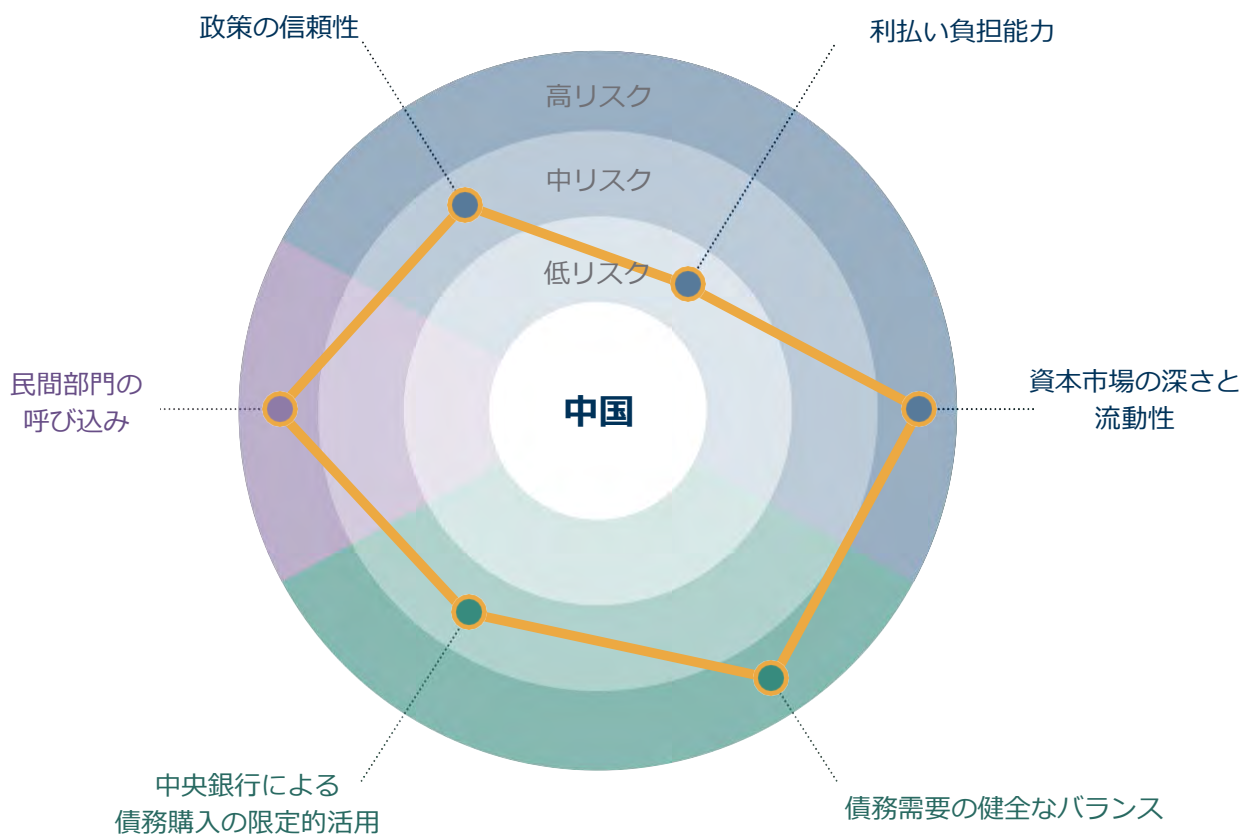
とはいえ、最近の民間部門改革には希望が見られます。企業が手元資金を投資に振り向けるよう促すインセンティブが導入されており、前向きな変化が始まっています。

中国

中国は資本取引が閉鎖されていることで、対外的なデフォルトのリスクを回避しています。しかし、構造的な成長鈍化が進む中で、慎重な政策運営を行わなければ、持続的なデフレ（物価の伸び悩み）スパイラルに陥るリスクがあります。緊縮財政と資本市場の自由化を組み合わせることで、中国は米国や欧州と本格的に外国資本を巡って競争できるようになる可能性があります。しかし、私たちは、自由化を伴わない緊縮財政こそが、最も中国が取り得る可能性の高い政策路線であると見ています。

レガシー (過去20年間)	いま問うべき転換の論点	債務管理の選択肢
- 政策の信頼性は中程度（インセンティブ（誘因）に基づくというより中央集権的） - 金利は許容可能な水準 - 資本市場は浅く、国内外投資家のための市場の深さと流動性が不十分 - 資本取引規制が厳しく、国債の需要構成は不健全 - 中央銀行への依存度が高い - 民間投資は高水準	輸出主導型経済から消費主導型経済へ、どのように移行すべきか？	- 緊縮財政 - 金融エンジニアリング

債務持続可能性フレームワーク：中国



出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
※参考資料としての目的で提供されています。

現在の中国の債務持続性

中国は依然として強い「統制型」の政策運営を維持しており、行動を促すために市場メカニズム（例：金利や税制）に依存するのではなく、資本の流れを直接的に誘導することが可能です（ただし、その効果は必ずしも完全ではありません）。

資本取引が閉鎖されているため、中国は対外的なデフォルトを容易に回避できます。しかし、外国人投資家の中国資本市場への参加が乏しいことは、非効率性の温床となっています。国内市場はしばしばファンダメンタルズではなく、政策の背景を反映して動いています。十分に機能する広範な資本市場が存在しない場合、民間部門は政策優先事項によって容易に「クラウディングアウト（排除）」されてしまいます。

今後の展望

中国は長らく、輸出と信用（借入）拡大に依存した経済モデルの見直しを迫られてきましたが、米国との緊張の高まりは、この構造的な転換の必要性をさらに加速させる可能性があります。

「高成長・高投資・高債務」という従来のレガシーから脱却するには、中国は米国・欧州・日本とは逆の方向、すなわち「より緊縮的な公共支出の管理・財政運営」へと舵を切る必要があります。この時に課題となるのは、政府支出の流れを抑制しつつも、日本のようなデフレ・スパイラルに陥らないようにすることです。

政府支出の抑制と輸出主導型成長の縮小を補う手段の一つとして、外国資本の導入が考えられます。もし貿易による外貨流入が、サプライチェーンの変化によって徐々に減少したり、あるいは米中間の禁輸措置などで急激に減少する場合、中国は外国からの証券投資（ポートフォリオ投資）の受け入れを拡大する可能性があります。

しかし、資本市場の自由化や資本取引の開放は、資本流出や通貨ショックを招くリスクがあり、中国はこの選択を引き続き回避すると予想されます。その結果、政府支出は抑制される一方で、それを補う手段が乏しくなり、中国の構造的な成長鈍化を裏付ける展開となる可能性があります。

強気か弱気か： 債務管理の選択が、 長期投資にもたらす影響

諸君、借金をしなさい。
支払いは未来のあなたに任せよう。
きっと皆、同意してくれるよね。
—— 終わりの始まりとしては、なかなか良い滑り出した。

ジミー・イト・ワールド
(Place Your Debts, 2022)



世界の道筋は収束しつつある——ただし例外が一つ

今後、債務の持続可能性はどうなるのでしょうか？主要経済圏ごとに、これまでの債務管理の経緯、転換点、今後の選択肢における制約や志向を考慮すると、それぞれがたどるであろう債務管理の道筋が見えてきます。現在、明確な世界的な傾向が浮かび上がっています。米国、欧州の多くの国々、そして日本は、中程度で持続的な成長と長期的な投資を支える政策を通じて債務を管理しようとしています。これには、より建設的な官民の関係構築、適度なインフレに対する高い許容度、そして必要な場合に限った中央銀行のバランスシートの活用による市場安定化が求められるでしょう。

しかし、これは言うほど簡単ではありません。政治的・文化的な制約に加え、米国、欧州、日本は、第二次世界大戦後のような「金融抑圧（financial repression）」の時代に逆戻りしないよう注意する必要があります。債務全体の水準が重くのしかかる中では、投資家にインセンティブを与えるよりも、国内外の投資家を“管理”する方が容易になることがあります。金融抑圧の初期の兆候としては、目標を上回るインフレが継続することや、国内年金基金に一定量の国債保有を義務付ける政策などが挙げられます。

こうした滑走路（グライドパス）の中で、1つだけ重要な例外があります。それが中国です。中国は急速に先進経済へと進化しましたが、現在は潜在成長率の構造的な鈍化に直面しています。過剰債務を抱えた不動産市場は、短期的な痛みの源であると同時に、成長減速時に信用拡大へと向かう余地を制限しています。要するに、中国は他の主要経済圏が成長を促進する中で、何らかの形で継続的な緊縮財政を強いられる可能性が高いのです。このような債務管理の道筋の分岐は、米中がより包括的なデカップリング（分断）に近づいているという主張を補強する、説得力のある要素だと考えられます。

債務管理の違いから考えられる投資への示唆は、各国への投資または地域別アロケーションに対するシナリオ構築の助けとなります。

債務管理へのアプローチの違いは、アセットアロケーションへ大きな影響を及ぼします。

(下表) 国家債務管理へのアプローチと、資本市場への示唆

 緊縮財政 政府支出の削減	 成長 生産性を高めて債務を削減する	 金融抑圧 インフレを利用して債務を実質的に減らすこと	 金融エンジニアリング 金融環境を操作・調整することによって債務管理を行う手法
緊縮財政 (Austerity) は、単なる赤字 (フロー) の削減にとどまらず、政府の総債務 (ストック) そのものを引き下げることを目的とした、持続的かつ広範な歳出削減に焦点を当てています。	成長主導型の戦略 (Growth-led strategies) は、投資と改革を通じてGDPを債務よりも速く拡大させることで、債務の持続可能性を改善するアプローチです。	金融抑圧 (Financial repression) は、温和なインフレと金利の抑制を組み合わせた手法であり、多くの場合、規制と金融エンジニアリングの両方を通じて実施されます。	金融エンジニアリング (Financial engineering) とは、金利や債務商品を人為的に操作することで、金融環境を調整し、債務返済の負担を管理可能な水準に保つ手法を指します。
資本市場に対する示唆	資本市場に対する示唆	資本市場に対する示唆	資本市場に対する示唆
- 成長の鈍化：経済は縮小する可能性もある - デフレーションまたはデフレーション - 財政リスクの低下と成長の弱さから金利が低下 - 企業収益への圧力が高まり、バリュー株とディフェンシブ株が優位に - 高品質な債券への強い評価 - 景気の影響を受けにくい (非循環的な) 成長をもたらす資産クラス、特にプライベートマーケットに強力な投資機会	- 安定または加速する成長 - 適度なインフレ：インフレが高まっても市場が消化できるかどうかは、支出の生産性次第 - 金利の上昇：市場の反応も生産性に依存 - 企業収益の成長が加速：グロース株が輝き、小型株は景気循環の上昇で恩恵を受ける - 債券のトータルリターンは横ばい：利回り上昇による収益がバリュエーション低下を相殺。低格付け債がアウトパフォーム - プライベートマーケットは、高リターン環境における資産配分の正当性を示すには、流動性リスクプレミアムに見合う成果を出す必要がある	- 適度な成長 - 高インフレが継続 - 金利は人為的に低く抑えられる - 実質金利がマイナスとなり、特に現金を中心にあらゆる資産クラスのリターンが抑制される。運用を継続することが極めて重要。低リターン環境で成長を追求するため、リスク選好は高まる可能性がある - インフレが実質リターンを侵食する中、債券は価格が横ばいで推移し、長期的な弱気相場となる可能性 - プライベートマーケットは低金利の恩恵を受け、インフレを上回るリターンを生み出す可能性がある 金、商品、実物資産は重要なインフレヘッジとして機能	- 低金利を考慮すると成長には上振れバイアスがかかる - インフレの影響は不透明 - 低金利が継続 - 低金利は債券の評価額を支えるが、利回り獲得の余地は低下する - インフレリスクが、投資家をグロース株と配当株に誘導 - プライベートマーケットと実物資産は分散投資として有効

出典：New York Life Investments グローバル・マーケット・ストラテジー、2025年6月。
※参考資料としての目的で提供されています。

債務管理は長期的な資産配分に影響を与える

グローバルな債務管理の選択が積み重なることで、今後10年の投資家にとって明確な示唆が得られます：

1. 債務は、「投資家はその国の信用を、支払い可能な金利で引き受ける限り」持続可能です。したがって、各国の最優先の債務持続可能性の目標は、自国および外国の信用需要を保護し、育成することです。
2. ごく小規模な経済を除けば、外部デフォルトリスクは極めて低くなります。投資配分において重要なのは、債務の規模そのものではなく、「政府支出の質」と「意図的な債務管理」の在り方です。
3. 米国、欧州、日本は、そろって「成長を重視する姿勢」へと進んでおり、やや高めの金利やインフレを許容する方向に向かっています。これは私たちがすでに予想している、「中期的に中程度の金利が続く時代」、すなわち「長期低金利の時代」とは異なる構造的変化への移行を裏付けるものです。

転換点にどう向き合うか？

これまで長年にわたり議論されてきた「債務の持続可能性」というテーマが、いよいよ資産配分の判断に影響を与える時期に来ています。

私たちは今、グローバルな貯蓄と投資の流れに大きな変化が起こる可能性があると考えており、各国がそれぞれの債務負担にどう対処するかという点で、歴史的な転換点を迎えていると考えています。

各国が選ぶそれぞれの債務管理の方針と、それらが重なって生じる影響は、金利、インフレ率、経済成長率といった資本市場の長期的な前提条件や、グローバルなリスク選好、資産クラスを選択にも大きく関わってくるでしょう。

したがって、特に長期的な投資や負債を抱える投資家は、こうした影響を投資戦略に織り込む必要があると私たちは考えています。いまこそ、「これからの債務持続性の時代」がどのような形になるのか、自分なりの見通しを持ち、それに応じた資産配分を行うときです。

いまこそ、「次の債務持続性の時代」がどのような形になるのか、自分なりの見通しを持ち、それに応じた資産配分を行うときです。

発行者：NYLインベストメンツ・ヨーロッパ・リミテッド本資料は、NYLインベストメンツ・ヨーロッパ・リミテッドより提供されています。同社はアイルランド中央銀行により認可・規制を受けており、以下の業務を行うことが認められています：(i) オルタナティブ投資ファンド運用会社 (AIFM) として、AIFM指令 (Directive 2011/61/EU) に基づくオルタナティブ投資ファンドの運用(ii) AIFMD規則の第7条第4項で定義された、個別ポートフォリオ運用、投資助言、注文の受理および伝達といったサービスを、「MiFID規則」で定められた「プロフェッショナル・クライアント」に対して提供すること。なお、当社は追加で欧州経済領域 (EEA) 内の諸国にライセンスをパスポート (相互承認) しています。

英国および欧州の投資家の皆様へ本資料は、オルタナティブ投資ファンド運用指令および/または英国金融行動監視機構 (FCA) のConduct of Business Sourcebookで定義されるプロフェッショナル投資家を対象としています。英国では、本資料はNYLインベストメンツUK LLPによって発行されており、同社は英国FCAの認可と規制を受けています。欧州経済領域 (EEA) では、NYLインベストメンツ・ヨーロッパ・リミテッドにより発行されており、同社はアイルランド中央銀行の認可と規制を受けています。

韓国での配布について本資料の内容は、いかなる金融商品やサービスの販売・勧誘を意図したものではなく、あくまで一般的な教育的・経済的情報提供を目的とするものです。今後、商品やサービスを提供する場合は、韓国の関連法令に基づいて別途行われます。すべての商品・サービスが、すべてのクライアントや地域で利用可能とは限りません。

ドバイでの配布について本リサーチおよびその内容は、証券、ファンド、投資商品、または金融サービスの提供・勧誘を構成するものではなく、そのように解釈されるべきではありません。特に記載のない限り、本資料はいかなる規制機関や政府当局による審査を受けていません。本リサーチは、関連する法律や規制の制限内で提供されており、機密資料として情報提供のみを目的として配布されています。いかなる形式での複製も禁止されています。本資料の情報に基づいて行動するべきではなく、関連するすべての法律、規則、規制を自ら確認し、必要に応じて独立した助言を受けてください。本資料は記載された受取人の使用のみに限られており、他の人物 (従業員、代理人、コンサルタント等) に渡す、見せる、または転送することはできません。

当資料は、New York Life Investments (NYLIM) が作成した英語原文資料 “Trust or bust: the next era of global debt sustainability” を、機関投資家向けの一般的な情報提供のみを目的として、当社がAI翻訳ツールで翻訳した参考資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料は、投資助言の提供、有価証券その他の金融商品の売買の勧誘、または運用戦略への参加の提案を意図するものではありません。当資料は、NYLIMもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当資料の内容は作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。投資家が負担する費用や手数料は、投資対象商品、サービス内容、投資期間、市場環境などにより異なるため、事前に金額または計算方法等を表示することはできません。すべての投資にはリスクが伴い、元本欠損が生じる可能性があります。投資判断を行う前に、目論見書や金融商品取引法第37条の3に基づく情報をよくお読みください。

New York Life Investment Management Asia Limited

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第2964 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般的な開示事項 (ディスクレーマー)

この資料は、特定の日付時点での市場環境の評価を示したものであり、将来の出来事や将来の結果の保証を意図するものではありません。すべての投資には市場リスクが伴い、価値は変動します。分散投資によって損失が回避される、または利益が保証されるわけではありません。

ここに記載された情報は信頼できると考えられる情報源から取得したものです。その正確性は保証されていません。New York Life Investments は、本資料に記載されるデータや情報源を慎重に選定していますが、誤りや欠落が存在する可能性を排除できません。本情報は、リサーチや投資助言として読者が依拠すべきものではなく、またここで述べられている戦略が有効である保証もありません。法律で認められる範囲において、New York Life Investments、または関連するブティック、役員、取締役は、本資料の使用によって生じた直接的または間接的な損失について、一切の責任を負いません。

ここで述べられている意見は、New York Life Investment Management LLC に所属する投資チーム「Global Market Strategy チーム」のものであり、New York Life Investments 傘下の他の投資ブティックの見解を反映するものではありません。

いかなるブティックも、お客様の国でマーケティングが許可されていないファンドへの申し込みを受け付けたり、ライセンスがない、または適用除外がない限り、資産運用サービスを提供したりすることはできません。

New York Life Investments の書面による許可なしに、本資料の一部または全部をいかなる形でも複製したり、他の出版物で引用することは禁止されています。記載されている商標、ロゴ、ブランド名は、それぞれの所有者に帰属します。

「New York Life Investments」は、New York Life Insurance Company (所在地：ニューヨーク州ニューヨーク市 10010) に関連する特定の投資アドバイザーを表すサービスマークおよび商標名です。

(参考文献)

- i. Eswar Prasad: 『米ドルの役割の変化』ブルッキングス研究所、2021年
- ii. Arvind Krishnamurthy, Annette Vissing-Jorgensen: 『国債に対する総需要』Political Economy (政治経済学) 誌、2012年
- iii. Jason Choi, Duong Dang, Rishabh Kirpalani, Diego Perez: 『ドルの過剰特権と米国公的債務の持続可能性』全米経済研究所 (NBER) ワーキングペーパー第32129号、2024年
- iv. SIFMA (米国証券業金融市場協会) : 『2024年キャピタルマーケット・ファクトブック』2024年
- v. Ray Dalio: 『国家はどのように破綻するのか：大きな債務サイクルを乗り越える原則、我々が向かう先と取るべき行動』2025年
- vi. 中国外国為替取引システム (CFETS)、マクロボンド、2025年4月時点
- vii. 米連邦準備制度理事会 (FRB)、米国財務省、マクロボンド、2025年4月時点
- viii. Katalin Bodnár, Carolin Nerlich: 『高齢化がもたらすマクロ経済および財政への影響』欧州中央銀行 (ECB) オペレーショナル・ペーパー・シリーズ第296号、2022年
- ix. 英国予算責任局 (OBR) : 『財政リスクと持続可能性』2024年スイス再保険グループ (Swiss Re Group) : 『2023年、記録的な142件の自然災害が1,080億ドルの保険損失をもたらす』
- x. スイス再保険研究所、2024年
- xi. Steven Ricchiuto: 『信用サイクルの分解』Greenleaf Book Group Press、2023年
- xii. Austan Goolsbee: 『60年におよぶ税制改革データからみる高所得層向けラッファカーブの実証』Brookings Papers on Economic Activity、1999年

関連するインサイトや、グローバル市場の全体的なカバレッジについては、
以下をご参照ください：
newyorklifeinvestments.com/2025-megatrends



INVESTMENTS