

## REPORT III

# 2005年度予算教書に見る米国財政赤字の動向

経済調査部門 土肥原 晋  
doihara@nli-research.co.jp

### はじめに

ブッシュ大統領は2月2日、2005年度予算教書を議会に提出した。冒頭では、昨年同様テロとの戦争での勝利、国土防衛の強化、経済成長と雇用創出の3つの優先事項の推進のための予算案であることを強調しているが、最も目を引いたのは、財政赤字の急増であった。1月に発表されたばかりの議会予算局（以下CBOという）の赤字見通しを大幅に上回ったためでもある。一方で、財政赤字縮小の方策は景気拡大による税収増と国防・安全保障関連費を除いた歳出抑制という、新味に欠けるものであった。予算教書を中心に、今後の財政赤字の動向を探ってみた。

〔参考〕大統領より予算教書を受け取った議会は、上下両院での公聴会・審議を経て4月半ばに予算決議を行い歳出の上限を決定する。その後、6月末までに下院予算委員会・本会議を経て、上院で審議・議決され、新会計年度（10/1～）入りとなる。

### 1. 予算教書の概要

#### （1）国防支出優先のスタンスは強化

2005年度の予算教書で主要な提案として示されたのが、図表 - 1の骨子である。国防・安全保障を最重要視しているスタンスを前面に出し、

経済政策のプライオリティが高い。予算方針として、歳出面では、裁量的予算（一般・国防歳出等）を4%以下に抑えるとしているが、その中に含まれる国防省予算（7%増）国土安全予算（10%増）が優先されるため、その他の裁量的予算は0.5%増に抑制される。一方で義務的予算（社会保障等の制度支出）についても立法措置を講じて歳出増の抑制に努めるとしている。ただし、歳入面では、時限的に成立した現在の減税法の恒久化を提案している。こうした措置を考慮すると、財政赤字は5年後に名目GDP（以下GDP）比で半減すると計画している。

図表 - 2は、2005年度予算の具体的な見通しであるが、イラク関係の予算が計上されていないため、2005年度の財政赤字は前年度比で30%減と大きく減少している。国防・イラク関係費等を含む補正予算は、2003年度722億ドル、2004年度661億ドルに上っており、イラク動向次第では、2005年度の赤字も巨額なものになると考えられる。

図表 - 3は、現行法下の予算を遂行したケースとの差異を示したものである。国防・安全保障を除いたその他の裁量的予算については、減少見通しとしているが、国防予算の増加ペースが速く、裁量的予算全体では増加推移となる。加えて減税法の恒久化を見込んでいるため（後

図表 - 1 2005年度予算教書の骨子

国防・安全保障予算	<ul style="list-style-type: none"> <li>・テロとの戦いとアフガニスタ再建(12億ドル)</li> <li>・テロとの戦いの最前線にある国への支援(57億ドル)</li> <li>・国防能力強化のため国防省予算を7%増額(4020億ドル)</li> <li>・軍人給与(+3.5%)と2005年中の住居の改善</li> <li>・国土安全予算の10%増、FBI予算の11%増額(51億ドル)</li> <li>・輸送安全管理20%増(53億ドル)、沿岸警備9%増(62億ドル)</li> </ul>
経済と雇用創出の強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・裁量的予算を4%以下に抑制し、非安全保障費用を0.5%増に抑制</li> <li>・義務的支出増抑制の立法化を提案</li> <li>・歳出を抑制し、赤字を5年以内に半分(GDPの2%以下)にする</li> <li>・減税を恒久化し、景気回復を加速させる</li> <li>・新世紀の雇用のための総合的計画</li> <li>・国家エネルギー計画の提案、相互貿易協定の締結・強化、SECの強化</li> <li>・零細企業の資金調達支援により雇用創出に拍車(200億ドル)</li> </ul>
教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>・低所得者コミュニティの学校への資金支援</li> <li>・学生奨学金制度の推進・強化(借入れ限度の引き上げ他)</li> </ul>
環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カーボンリソースのための予算強化、ディーゼルエンジンの有害排気改善</li> <li>・希少種の保護、森林保全等</li> </ul>
健康・医療	<ul style="list-style-type: none"> <li>・200万人を限度に零細企業雇用の未保険者医療を支援</li> <li>・未保険の低所得者に税還付の医療保険を提供</li> <li>・2006年の薬事法実施まで、低所得者に処方薬費用の支援実施</li> </ul>
社会・コミュニティ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・服役者の社会復帰訓練、慈善金の税優遇措置</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>・退役軍人の医療補助の増額、HIV/AIDSへの予算措置(28億ドル)</li> <li>・経済協力(ミリアム・アガフを含む)への予算(2006年まで)</li> <li>・国際宇宙ステーションの完遂と月・火星への新宇宙計画への予算</li> </ul>

(資料) 予算教書、( ) 内は予算の規模

図表 - 2 予算教書の歳出入見通し

(FY)

	2004 (伸率)	2005 (伸率)	2006 (伸率)	2007 (伸率)	2008 (伸率)	2009 (伸率)	05~09計						
歳出	2319	7.5	2400	3.5	2473	3.0	2592	4.8	2724	5.1	2853	4.7	13043
裁量的支出	908	9.9	914	0.7	892	2.4	904	1.3	923	2.1	942	2.1	4576
国防予算	433	11.6	429	0.9	415	3.3	426	2.7	447	4.9	467	4.5	2183
その他	475	8.4	485	2.1	478	1.4	479	0.2	476	0.6	476	0.0	2393
義務的支出	1254	6.4	1308	4.3	1368	4.6	1441	5.3	1527	6.0	1612	5.6	7256
社会保障	492	4.7	510	3.7	529	3.7	552	4.3	576	4.3	608	5.6	2775
医療保険(Medicare)	266	8.1	290	9.0	336	15.9	372	10.7	393	5.6	418	6.4	1809
医療扶助(Medicaid)	183	10.9	188	2.7	198	5.3	213	7.6	232	8.9	251	8.2	1081
その他	314	5.4	320	1.9	305	4.7	305	0.0	325	6.6	335	3.1	1590
利払い費(net)	156	2.0	178	14.1	213	19.7	246	15.5	275	11.8	299	8.7	1211
歳入	1798	0.9	2036	13.2	2206	8.3	2351	6.6	2485	5.7	2616	5.3	11694
財政赤字	521	38.9	364	30.1	268	26.4	241	10.1	239	0.8	237	0.8	1349
オン・バジェット	675	25.9	543	19.6	470	13.4	466	0.9	487	4.5	501	2.9	2466
オフ・バジェット	154	4.3	179	16.2	202	12.8	225	11.4	248	10.2	263	6.0	1117

図表 - 3 現行法下の予算(ベースライン)との差異

(FY)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	05~09計
歳出		3	2	4	2	2	10
裁量的支出		4	8	9	10	12	43
国防省国防予算		9	17	26	36	49	137
本土安全保障費		1	2	4	5	6	18
その他		6	12	21	31	43	113
義務的支出		1	6	5	8	14	33
歳入	7		13	8	19	29	69
財政赤字(現行法下)	527	360	253	229	218	211	1270
財政赤字(05年予算教書)	521	364	368	241	239	237	1349
財政赤字の差異	6	4	115	12	21	26	79

(資料) 以上は予算教書、単位: 10億ドル

図表 - 4 予算教書の経済見通し

(CY)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	04-09平均
実質GDP	4.4	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1	3.5
同(CBO)	4.8	4.2	3.1	2.7	2.8	2.8	3.4
CPI	1.4	1.5	1.8	2.1	2.4	2.5	2.0
同(CBO)	1.6	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2	2.0
失業率	5.6	5.4	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3
同(CBO)	5.8	5.3	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3
10年国債金利	4.6	5.0	5.4	5.6	5.8	5.8	5.4
同(CBO)	4.6	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3

(資料) 予算教書、失業率・金利は年平均、単位: %

述) 財政赤字の見通しは、現行法下の見通し以上に悪化しており、赤字削減努力が成されたとは言い難い。

(2) 急拡大した財政赤字

2005年度予算教書で注目された財政赤字は、2004年度に5,207億ドルと、2003年度の3,753億ドルを大幅に上回り過去最高額を更新する。1月に発表されたCBOの2004年度の赤字見通し4,770億ドルや行政管理予算局(以下OMBという)が昨年7月に発表した赤字見通し4,750億ドルと比較すると450億ドル近く膨らんだ。このため、GDP比でも2003年度3.5%から2004年度は4.5%へと上昇するが、過去最高の83年度6.0%にはなお余裕を残している。

その後、2005年度以降の赤字は縮小に向かうが、2009年度でも2,371億ドルの財政赤字が残さ

れ、次期政権下でも赤字が解消されないことが示された。ブッシュ政権では財政赤字削減については、5年後に半分にするとの目標を掲げ、2008年度の赤字を2,390億ドル(GDP比1.7%)にすると説明している。しかし、目標とされた2008年度の赤字額は、昨年度の見通しの1,896億ドル(GDP比1.4%)から大幅に拡大し、赤字削減目標は、むしろ緩和されているのである(図表-5)

また、2月末には、CBOが予算教書の提案を含んだ2014年度までの赤字見通しを発表したが、それによると、減税恒久化の影響は、予算教書では表れなかった2011年度以降でより大きく、2011年度以降の財政赤字が急増する見通しが示された(図表-6)

図表-5 歳出入・収支見通しの過去1年間の変化

(2004/2 予算教書)		見通し							(10億ドル、%)
(FY)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
歳入	1853	1782	1798	2036	2206	2351	2485	2616	
	同伸び率	6.9	3.8	0.9	13.2	8.3	6.6	5.7	
	対GDP比	17.9	16.5	15.7	16.9	17.4	17.7	17.8	
歳出	2011	2158	2319	2400	2473	2592	2724	2853	
	同伸び率	7.9	7.3	7.5	3.5	3.1	4.8	5.1	
	対GDP比	19.5	19.9	20.2	19.9	19.6	19.5	19.5	
財政収支	158	375	521	364	268	241	239	237	
	対GDP比	1.5	3.5	4.5	3.0	2.1	1.8	1.7	

(2003/7 OMB見通し)		見通し						(10億ドル、%)
(FY)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
歳入	1853	1756	1797	2033	2215	2360	2480	
	同伸び率	6.9	5.2	2.3	13.1	9.0	6.5	
	対GDP比	17.9	16.3	16.0	17.2	17.8	18.1	
歳出	2011	2212	2272	2338	2452	2573	2706	
	同伸び率	7.9	6.4	4.2	5.1	5.2	4.5	
	対GDP比	19.5	20.6	20.2	19.8	19.8	19.8	
財政収支	158	455	475	304	238	213	226	
	対GDP比	1.5	4.2	4.2	2.6	1.9	1.6	

(2003/2 予算教書)		見通し						(10億ドル、%)
(FY)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
歳入	1853	1836	1922	2135	2263	2398	2521	
	同伸び率	6.9	0.9	4.7	11.1	6.0	6.0	
	対GDP比	17.9	17.1	17.0	18.0	18.1	18.3	
歳出	2011	2140	2229	2343	2464	2576	2711	
	同伸び率	7.9	6.4	4.2	5.1	5.2	4.5	
	対GDP比	19.5	19.9	19.7	19.7	19.7	19.7	
財政収支	158	304	307	208	201	178	190	
	対GDP比	1.5	2.8	2.7	1.8	1.6	1.4	

図表-6 CBOの財政赤字見通し

		見通し												(10億ドル、%)	
(FY)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	05-09計	05-14計	
(a) 04/2/27CBO予算 教書提案へ-ス	375	478	356	270	242	252	258	247	290	263	282	289	1378	2750	
	対GDP比	3.5	4.2	2.9	2.1	1.8	1.8	1.8	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6	2.1	1.8
(b) 04/1/26CBOの ライ	375	477	363	273	274	286	281	272	176	38	34	15	1477	2012	
	対GDP比	3.5	4.2	3.0	2.1	2.1	2.1	1.9	1.8	1.1	0.2	0.2	0.1	2.2	1.3
(a)-(b)の差異		0	1	8	2	33	34	23	26	115	226	248	274	99	737

## 2. 財政赤字増加の背景

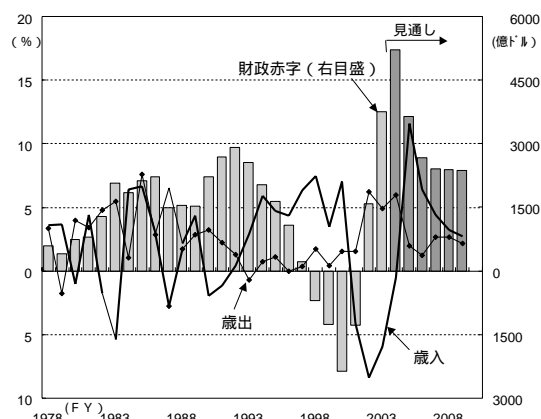
### (1) 景気上方修正でも拡大した財政赤字

ブッシュ大統領は、昨年“Jobs & Growth”という減税キャンペーンを全米で実施し、「減税により財政赤字が増加しても、景気が回復すれば財政赤字は減少する。財政赤字対策としても、減税政策は最善である。」と主張していた。減税政策は、ブッシュ政権の主張どおり景気を加速し、予算教書でも2004年の成長率は3.7%から4.4%へと上方修正された。しかし、一方で、2004年度の財政赤字は急拡大し、好調な景気により縮小されると主張されていた2008年度に至る各年度の財政赤字は軒並み拡大修正された。

### (2) 急低下した歳入と急増した歳出

財政赤字は2002年度(2001/10~)に赤字に転じた後、急速な拡大を見せたが、ブッシュ大統領の就任が2001/1月であることから、財政赤字は同政権とともに拡大してきたと言える。この年は、リセッションに加えて9.11テロ事件が起き、景気が急速に冷え込んだ年でもあった。ブッシュ大統領は、就任すると景気テコ入れのため公約でもあった2001年減税法を実施し、景気悪化と減税の影響により歳入は急低下した。一方、テロ事件の発生により国防支出等が急増したため、2002年度は、歳入減と歳出増が著し

図表 - 7 財政赤字と歳出入の伸び率推移



(資料) 見通しは予算教書、歳出入は物価調整後の前年度比。

い年となった。こうした状況は2003年度も続き、歳入が増加に転じるのは2004年度以降と見込まれ、さらに2005年度以降は、歳入が歳出の伸びを大幅に上回り、赤字が縮小に向かう構図としている(図表 - 7)

### (3) 今後も低迷する歳入見通し

2005年度にかけて回復した歳入が、その後伸び悩む見通しとなっているのは、減税法の延長の影響が大きい。減税法の延長の歳入面への影響は、5年間で1,316億ドルとなる。仮に減税の延長がなければ、歳入は、計算上は昨年7月のOMBの見通しから9%程度増えることになる(2005~2008年の歳入合計で比較)。なお、その他の計画も含めた予算教書提案全体の影響を見ると、5年間の合計で1,751億ドルの税収減にまでマイナスが膨れる(図表 - 8)。

次に、歳入項目別の動きを見ると、歳入面でいち早く回復を見せるのは、法人税(2004年度28%増)である。しかし、法人税の歳入面での構成比は9.4%(04年度)に留まり、また、歳入の中心である所得税の回復は05年度に持ち越されるため、04年度の歳入は、全体ではほぼ横ばいの見込みである。05年度は主要な歳入項目が回復を見せるため、歳入の伸びは13.2%と二桁に達する。金額ベースでも2000年度を抜いて過去最高額となるが、その後、伸び率では低下に向かう見通しである(図表 - 9、10)

なお、歳入がマイナスの伸びに落ち込んだのは、レーガン政権以来、約20年ぶりのことである。この時も大幅な減税策がその後の歳入の伸びを圧迫し、1983年度にはGDP比6.0%に昇る記録的な財政赤字をもたらした。

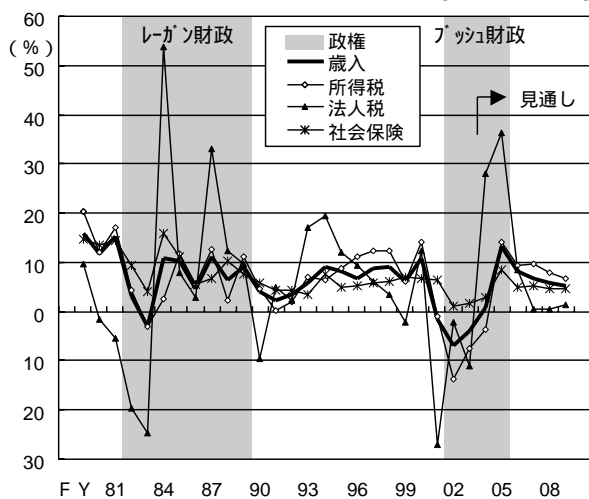
### (4) 抑制されない歳出増

歳出面で目立つのは国防費の突出である。2001年度3.7%増であった国防費は、ブッシュ政権以降、02年度14.1%増、03年度16.2%増、04年

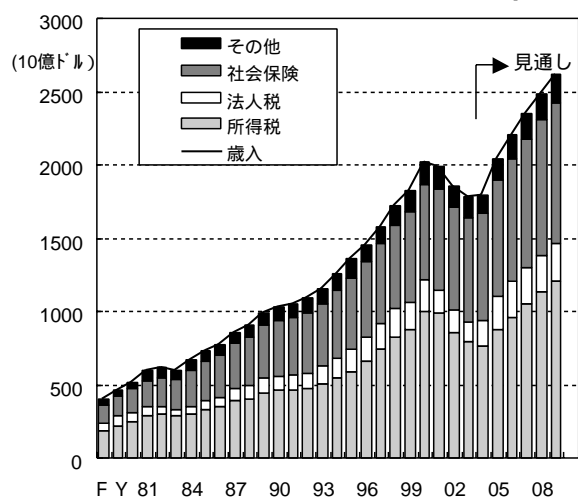
図表 - 8 歳入面における予算教書の計画

(年度、億ドル)	2005	2006	2007	2008	2009	05-09計
2001・2003年減税法の延長	118	260	263	257	418	1316
児童控除	22	89	90	90	83	375
マリッジ・ベネフィット関連	53	66	39	19	4	181
10%所得税の対象範囲	40	60	64	40	30	234
配当課税関連	5	5	5	6	173	152
キャピタルゲイン課税関連	-	-	-	53	74	126
中小企業関連	2	33	57	41	32	161
相続税の廃止と贈与税緩和	10	16	17	20	22	86
その他	4	92	29	118	192	434
予算教書提案の影響合計	121	352	292	375	610	1751
所得税への影響	185	357	244	286	492	1564
法人税への影響	83	19	32	73	100	104

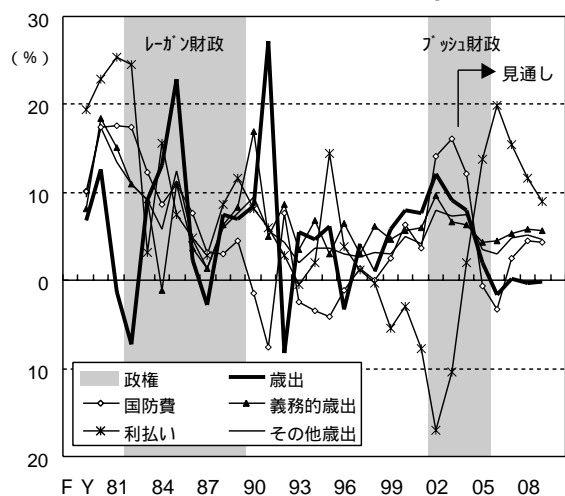
図表 - 9 歳入の見通し（伸率）（前年度比、%）



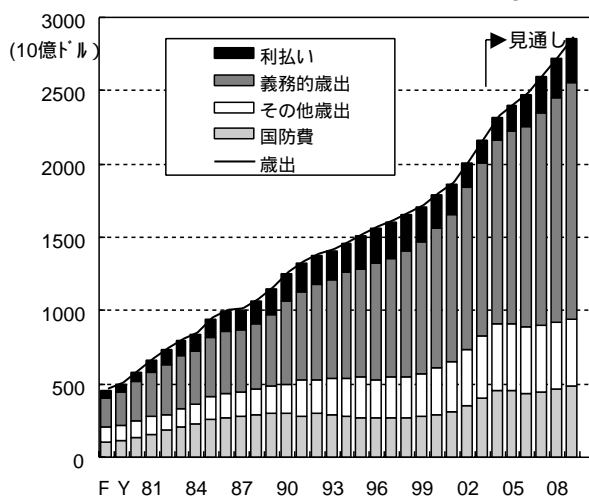
図表 - 10 歳入の見通し（金額）（10億ドル）



図表 - 11 歳出の見通し（伸率）（前年度比、%）



図表 - 12 歳出の見通し（金額）（10億ドル）



(資料) 図表 8 - 12 予算教書

度は12.0%増と急拡大している。05年度は0.7%減と減速するが、500億ドル超とも言われるイラク関連経費の計上が除外されており（今後、補正予算で織り込み予定）これを含めた05年度国防費の伸び率は4年度連続で2桁増となる可能性がある（図表 - 11）

なお、今後の利払い費の増加は、財政赤字の拡大を反映したものであるが、10年債の金利想定は、05年度5.0%、07年度でも5.6%と5%台での安定推移を見込んでおり、これ以上の金利上昇があれば、利払い費はさらに増加しよう。

一方、太宗を成す義務的歳出は、社会保障関連の支出を中心としており、安定した伸びを見せているが、中期的にはベビーブーマーの引退に伴い支出の伸びが高まると予想されている。

ブッシュ政権の財政赤字対策で歳出抑制策の対象とされているのは、歳出から国防関連と義務的経費を除いたその他歳出が中心であるが、これだけでは、歳出全体の19.3%（05年度）と2割に満たない。金額でも4,630億ドル（05年度）と今年度の財政赤字予想額を下回っており、歳出面での赤字対策としては心もとない状況と言えよう（図表 - 12）

### 3. 財政赤字を巡る課題

(1) オン・バジェットでは、過去最高レベルに

連邦予算は、一般歳出入のオン・バジェットとオフ・バジェット（年金基金等の連邦政府の活動外の予算）に分けられ、オフ・バジェットの予算規模は、歳入でオン・バジェットの4割、歳出で2割に当たる。性格の異なる両者の区分は明確であるものの、86年度以降、オフ・バジェットに幾つかの社会保障基金（老齢・生存・障害保険基金と郵便基金等）が加わる一方、オン・バジェットにはなお多くの信託基金が入っている。

そうした中で、財政赤字となると合算されたベースで論じられることが多い。80年代半ばに財政赤字がクローズアップされた時は、オフ・バジェットの収支はようやく赤字から黒字に転換したばかりで、両者を厳格に区分する意味合いは少なかったが、それからほぼ20年たった2004年度、オン・バジェットの赤字は6,750億ドル（GDP比5.9%）過去最高とされる83年度のオン・バジェットの赤字2,080億ドル（GDP比6.0%）の3倍を超え、GDP比でも匹敵する水準に達した。一方、オフ・バジェットは1,540億ドル（GDP比1.3%）の「黒字」と大きく成長してオン・バジェットの赤字を減殺している（図表 - 2 参照）

問題なのは、このオフ・バジェットの余剰は年金基金等の余剰であり、当面は増加を続けるのであるが、その後、余剰が縮小して赤字に転じ、現行法下では再び均衡することはない点である。現時点におけるオフ・バジェットの余剰はその時のための備えであり、これを含めた財政赤字は、政府部門としてキャッシュフロー上の意味を成すものであっても、予算計画や目標にはなじまず、本来の主旨通り区分されるはずのものである。今回、ブッシュ政権の財政赤字削減の目標（5年後に1/2）とされた2009年度の赤字額は2,371億ドル（GDP比1.6%）であるが、この時のオン・バジェットの赤字は5,005億ドル（GDP比3.4%）と2004年度から26%減に過ぎない。

(2) 毎年繰り返される赤字の増額修正

毎年、予算教書には政治的なメッセージが込められるが、特に今年は大統領選挙の年でもあり、その傾向が強いとされる。

しかし、実現性については、非国防裁量支出が計画通り削減できるか疑問であるし、メインテーマである減税の恒久化についても、昨年ま

で、時限立法の制約付きで漸く成立した減税法が、なぜ今年度恒久化できるのか説得力に欠ける（実際には選挙を意識し合意の得やすい児童控除等で、限定的な期限延長が図られるものと思われる）。歳出項目の中で実現性が強いのは、ブッシュ政権が最もプライオリティが高いとしている国防・安全保障予算ぐらいとの見方もある。

また、赤字見通しについて留意すべきは、これまでの予算教書にも見られたが、直下の財政赤字が最大であっても、その後は減少見通しとしていることである。確かに、こうしなければ、国民・議会等に説明が付きにくいのであるが、実際には、毎年赤字は拡大しているため、予算教書の見通しは外れることが多いのである（図表 - 5 参照）。

選挙の年にはこうした傾向が顕著に現れる。大統領選挙を前にして歳出削減は持ち出しにくく、また、議会も選挙を控えて目立った予算の削減はしにくい。予算教書には様々な対議会戦略も盛り込まれている。

### （3）財政債務の積み上がりの影響

財政赤字の急拡大により、連邦債務の積み上げも急速である。03年度にGDPの36.1%だった債務は、06年度には40.1%と40%を超える見込みである。ただ、その後は、40%前後での横ばいを想定している。過去を遡って見ると、93年の49.4%をピークに低下し、01年度の33.1%をボトムに反転上昇している。ただし、信用市場との対比で見た連邦債務は03年度17.8%と対GDP比の半分程度に留まっており、現状では、過去に比べ信用市場に与える影響は大きくない（図表 - 13）。

また、利払い支出については、高金利債券の償還と40年来の低金利の恩恵を受け、03年度の歳出に占める割合は7.5%、対GDP比では

1.5%と歴史的に見ても低水準にある。赤字が急拡大する04年度もさらに低下する見通しであるが、その後は財政赤字の積み上がりと景気回復による金利上昇見通しにより、09年度には歳出シェアで11.2%まで上昇する見込みである。ただし、連邦債務の増加自体が金利上昇を加速する懸念があり、その場合、利払い費は調達額の増加と金利上昇の両面から影響を受けるため、予断を許す状況にはない（図表 - 14）。

### （4）外国に頼った資金調達構造

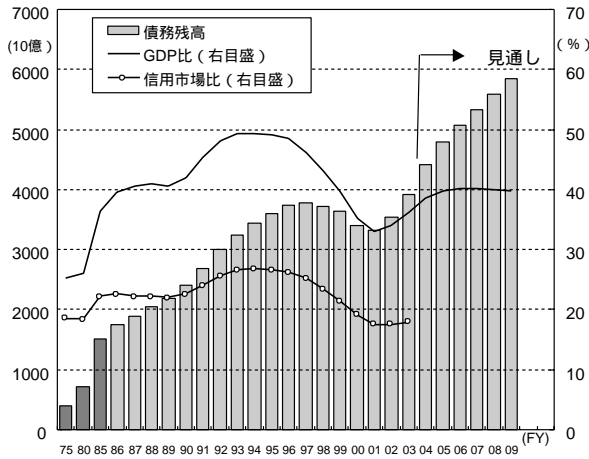
連邦債務残高の外国保有は約4割に

財務省の資金調達額は、ほぼ財政赤字を映じたものとなるが、近年、顕著な特徴となっているのが、外国からの資金調達の増加である。ここ10年間は、ネットの連邦債務の調達額が縮小する中、外国からの投資は急上昇を見せた。ただし、98年度以降の4年間は財政の黒字転換により新規債券の発行減もあって、外国からの投資は政府機関債等に流れたが、2002年度以降は連邦債務調達額の急増に伴って再び急増し、2003年度は財政赤字の7割を外国からの投資で賄った。

これをストックベースで見たのが図表 - 15である。90年代前半は連邦債務に占める外国保有比率は18%前後での推移を続けていたが、95年度に22.2%と20%ラインを超えると、99年度の35.3%まで一気に急上昇した。その後は低下したものの、2003年度には37.3%と99年度を上回っている。こうした外国からの資金は、米国経済とドルへの信頼の上に成り立っている。財政赤字が野放図に拡大するのであれば、金利上昇とドル下落懸念から一時的にドル離れする可能性を抱えており、大規模な移動が生じたときの市場への影響が懸念されよう。

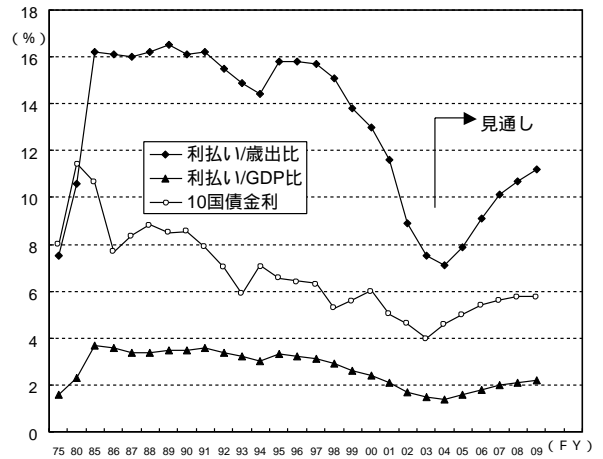
なお、国債市場における外国保有シェアは非常に高いが、これは、国債金利が他の債券金利

図表 - 13 連邦債務残高の推移



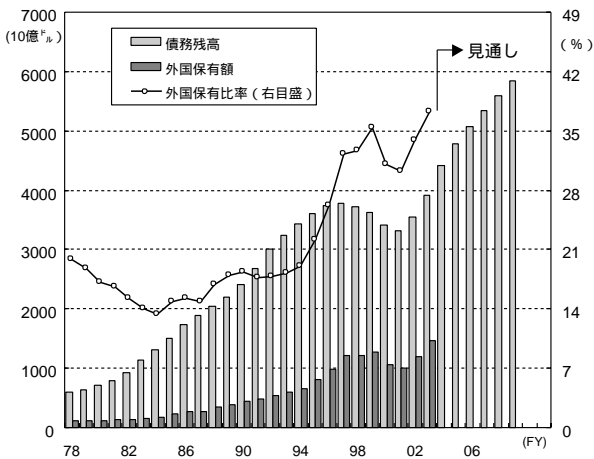
(資料) 予算教書

図表 - 14 政府利払い費の推移



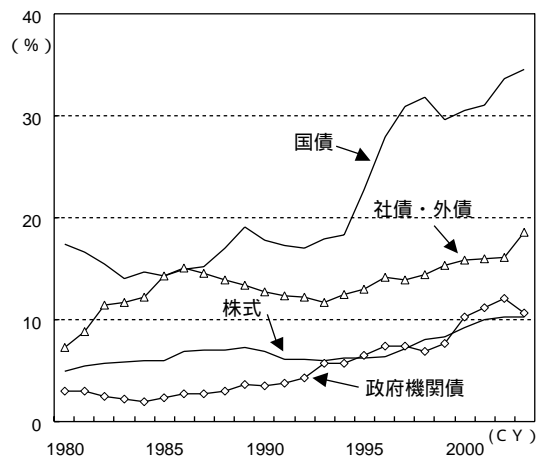
(資料) 予算教書

図表 - 15 連邦債務の外国保有状況



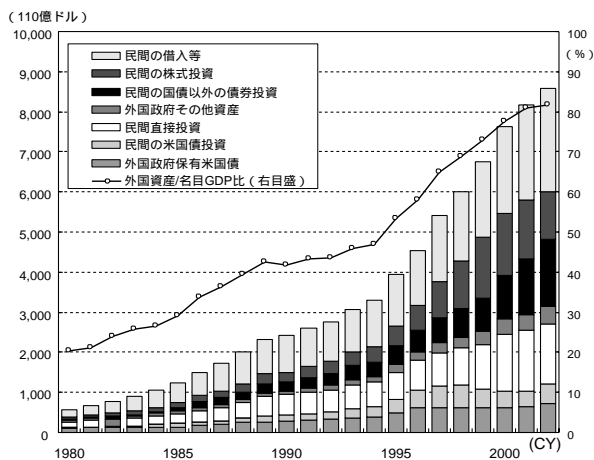
(資料) 予算教書

図表 - 16 米証券市場別の外国保有シェア



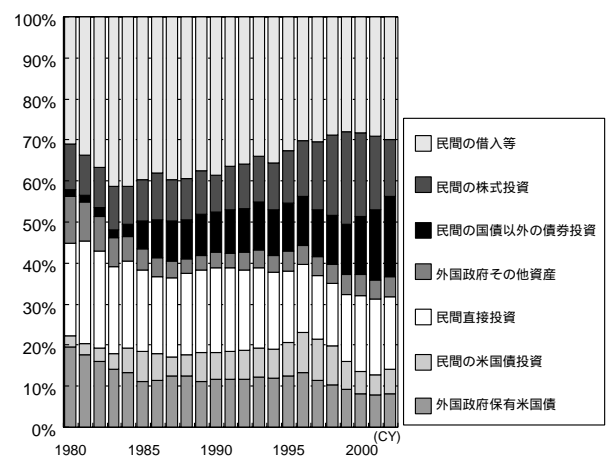
(資料) FRB、2003年のみ9月末。

図表 - 17 外国保有資産残の内訳と推移



(資料) 商務省

図表 - 18 外国保有資産別の構成比



(資料) 商務省



より低いため、米国内の投資家にとっては金利面での魅力に乏しいのに対し、外国投資家にとっては、内外金利差と為替動向による面もあるが、国債市場自体が政府という最高格付けの単一の発行人で構成され、信用リスクの懸念が少ないためと思われる。また、社債等と比較すると海外から投資するにあたって情報を取得し易いことも挙げられよう。このため、他の米国の証券市場と外国保有分の割合を比較して見ると、国債市場に於ける外国保有シェアが他の市場を大きく上回っているのが実情である（図表 - 16）

なお、この点に関しては米国でも懸念する見方があり、2月の下院予算委員会では、「昨年度の財政赤字の7割が外国にファイナンスされたのは驚きであり、売却時の悪影響や税金による利払いの海外流出が懸念される」との意見が表明されたのに対し、グリーンSPAN議長は、「連邦債務の外国保有比率が大きくても、米国では、他にも複数の相互に関連する証券市場が存在しており、市場全体からみればその影響は小さい。また、保有証券も、FRBのコントロール下といえる短期物に片寄っている。確かに一定の比率を超えれば問題であろうが、現在は問題ない」と回答し、将来の問題との見方を示

した。

外国保有資産中の国債シェアは低下

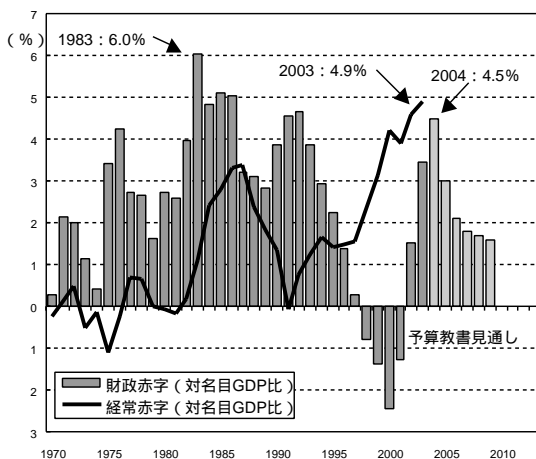
一方、米国における外国保有資産の推移を見ると、資産全体が増加を見せる中で国債への投資は比較的緩やかである。国債市場に於ける保有シェア上昇は、98年度以降の一時的な国債市場縮小によるところも大きい（図表 - 17）

さらに、外国資産全体の構成比で見ると、国債の比率は、80年初以降20%前後で推移していたが、90年代後半に20%を割り込んだ後、低下し、2002年は14.2%に留まる。因みに、増加資産としては、90年代後半は株式、近年は国債以外の債券の増加が急であった。国債市場に於ける外国シェアは上昇しているが、外国保有資産中の国債保有比率は、長期的に見ると低下しているのが実情である（図表 - 18）

#### (5) 外資流入にも懸念材料

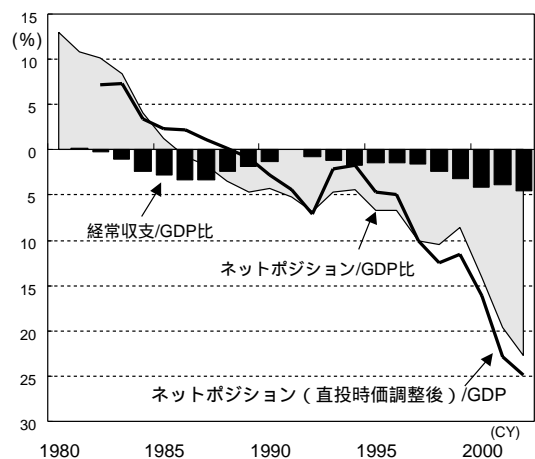
このように外国資産を呼び込んだ背景は「双子の赤字」の拡大に求められよう。図表 - 19は、「双子の赤字」をGDP比で見たものであるが、90年代後半に経常赤字が急増した様子が窺われる。この時期は、米国経済が「ニューエコノミー」と呼ばれる極めて強い成長を見せた時期であったが、日本を初め海外経済は、米国ほどの高い成長下にはなかった。そのため、米国では

図表 - 19 「双子の赤字」の推移



(資料) 予算教書、経常収支は暦年、財政赤字は年度。

図表 - 20 ネットポジションの推移



(資料) 商務省

輸入ほど輸出が伸びず、経常赤字が拡大したのであるが、半面、資本の流入により、金融勘定（日本の資本収支に外準勘定を加えたものに相当）は大幅な黒字となった。

一方、90年代後半には財政収支が黒字に転じたため、資本の流入は、M&Aや株式・債券市場等に流入し、市場の活況に貢献した。しかし、財政収支は2002年度に赤字に転落すると、その後も急速に悪化し、2004年度は経常赤字により流入する資金をほぼ吸収してしまう規模に拡大する見通しである。前述のように、外国資本は国債市場を選好する傾向が見られるため、国債市場が膨張すると他の証券市場への資金流入が細る懸念が生じる。

さらに、こうした外国資本の流入が、年々米国の債務として積み上がっていることも忘れてはいけない。図表 - 20は米国の対外純債務（ネットポジション）の推移をGDP比で見たものであるが、2002年にはGDP比で 25%に近づいていることから、2003年の経常赤字を考慮すれば、現在はほぼ 30%と見てよいであろう。こうしたネットポジションの悪化自体、ドルへの信認を揺るがすものと言える。現状では米国経済が世界経済の中で相対的に強い成長下にあるものの、こうした状況がいつまでも続くわけではない。ドルへの信認が揺らぐ状況となれば、経常赤字のファイナンスには一層の高金利を必要としよう。

#### おわりに

米国では、「双子の赤字」のうち、財政赤字の拡大に関しては、経済への弊害が大きいとして、否定的な見方が強い。このため、80年代に「双子の赤字」が大きな問題になって以降、様々な財政赤字抑制策が取られてきた。特に、85年のグラム・ラドマン・ホリングス法（6年

後の均衡予算を規定）は著名であるが、その後修正され、90年および93年には包括予算調整法等が成立し、裁量的歳出の上限設定や義務的歳出の支出制限（ペイ・アズ・ユー・ゴー方式）等が規定された。しかし、こうした規定にはリセッション時や戦時に於ける適用除外条項があり、ブッシュ政権になってからは、リセッションと戦時対策優先により財政赤字が急速に膨れた。この点、テロ事件を介在した戦争とリセッションが財政赤字に与えた影響は大きい。

現在の「双子の赤字」の状況は、20年前のレーガノミクスによる財政赤字拡大の時期を想起させ、財政赤字対策は仕切り直しの状況にある。確かに、前述の通り近年の米国経済の拡大や金利の低下により、財政赤字の信用市場への影響度は、今のところ80年代の「双子の赤字」ほどではない。そのためもあって、当時と最も異なるのは、レーガン政権と議会・FRBが鋭く対立した財政赤字に対する危機意識の剥落ではないだろうか。2月に行われたグリーンズパン議長の議会証言では、議会に歳出の抑制を求める一方、ブッシュ大統領の減税政策の恒久化には理解を示すなど、昨年議証言で減税が直ぐに必要かどうかは疑問とした発言とは対照的であった。今年が大統領選挙の年で思い切った削減策が取りにくい状況もあろう。

しかし、一定の規律を欠いたままの放置が続けば、さらに悪い状況に陥るのが、財政赤字の常である。本来、そうなるからでは手遅れなのであるが、今回の予算教書を見る限り、金利が上昇し景気に赤信号が灯るまで財政赤字が拡大すると見た方がより現実的に思える。米国経済が高金利下で打撃を受け、外国資産が多額の為替損を被った80年代の「双子の赤字」の再来を避けるためにも、財政赤字の拡大には早期の歯止めが必要であろう。