

# 経済レビュー

## 根雪化する米財政赤字とファイナンスリスク

米国の財政赤字が危機的な水準に拡大している。当面は高水準の赤字が続くことが避けられないものの、景気・金融システムが正常化した後は、財政再建が米国の最優先課題となることは間違いない。本稿では、オバマ大統領の予算教書をベースに、米国の財政収支の見通しと問題点についてまとめた。

### 1. 急拡大する米国の財政赤字

#### （1）近年の米国財政収支の推移

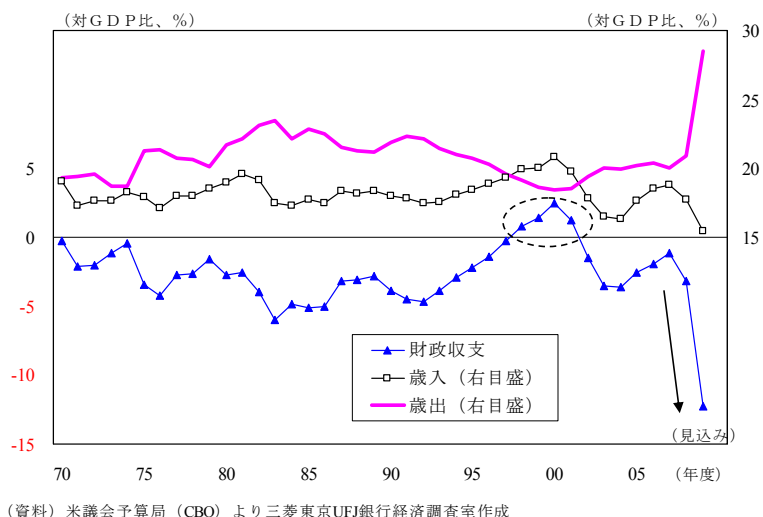
米国の財政収支は、僅か 10 年ほど前は黒字で推移していた（次頁、第 1 図）。1993 年にクリントン政権が発足すると、当時のルービン財務長官は、財政赤字削減、海外資本の流入により長期金利を下げ、民間投資を刺激して米国の成長力を高めるという経済戦略（いわゆるルービノミクス）をとった。そのために、CAP<sup>(注1)</sup> や pay-as-you-go<sup>(注2)</sup> などのルールを活用して財政規律を強化し、歳出の伸びを抑制した。歳出のうち、裁量的支出（国防費や一般経費など～毎年の立法措置で歳出額を決める）は、東西冷戦の終焉による「平和の配当」で国防費が抑えられたこともあり、GDP 比は大幅に低下した（次頁、第 2 図）。一方、義務的支出（社会保障費など～根拠法に則って毎年の歳出額が自動的に決まる）も医療費の拡大が続く中、全体では抑制に成功した（次頁、第 3 図）。さらに、1990 年代後半以降の IT バブルによる税収増も加わって、財政収支は改善が続き、1998 年度（1997 年 10 月～1998 年 9 月）には黒字に転換した。

しかし、2001 年にブッシュ政権がスタートすると、「財政黒字を国民に還元する」として大減税<sup>(注3)</sup> を実施。さらに、その後 IT バブル崩壊で景気後退に陥ったこともあり、歳入は大きく落ち込んだ。一方、歳出は同時多発テロを契機に国防支出が拡大に転じたこと、pay-as-you-go 等のルールが 2002 年 9 月末で失効したことなどから、それまでの抑制傾向が崩れた。この結果、財政収支は急速に悪化し、2002 年度には再び赤字に転落した。その後、景気回復や住宅

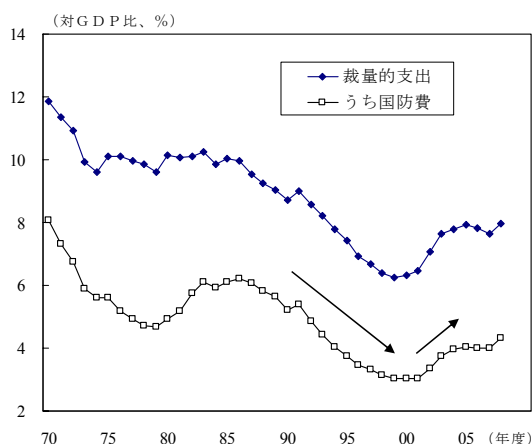
バブルによる税収増で2005年度から財政赤字は緩やかな縮小に転じたが、住宅バブル崩壊や金融危機による税収減により、2008年度の財政赤字は▲4590億ドルと4年振りに拡大した。

- (注1) 裁量的支出について、国防費、国際費、国内費のそれぞれに上限額を定め、上限を超過した場合は、超過分に対し当該経費を一律に削減するルール。
- (注2) 義務的支出について新たな支出を増やしたり、減税を行う場合、支出増、歳入減に見合った増税、歳出削減を同一年度内に実施しなければならず、実施されない場合は義務的支出全体を一律に削減するというルール。
- (注3) 「2001年：経済成長のための減税調整法(EGTRRA, Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001)」と、「2003年：雇用と経済成長のための減税調整法(JGTRRA, Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003)」。個人所得税率引下げ、遺産税の段階的廃止、贈与税率の引下げ、配当所得・キャピタルゲイン減税などが行われた。

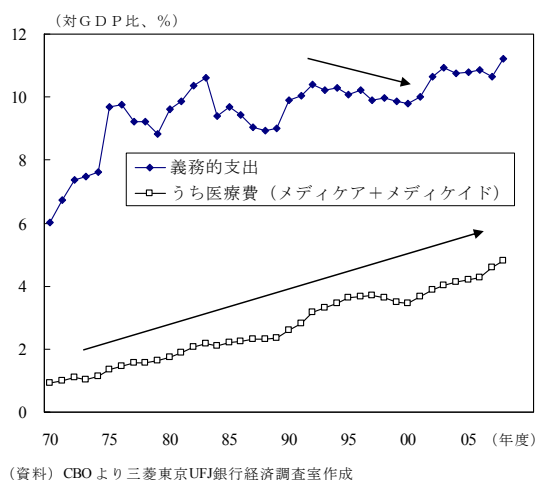
第1図：米国の財政収支



第2図：歳出のうち裁量的支出



第3図：歳出のうち義務的支出



## (2) 金融危機で赤字は未曾有の水準に拡大

金融危機が深刻化した昨秋以降は、赤字の拡大ペースが急加速した。今 2009 年度の前半 6 ヶ月（2008 年 10 月～2009 年 3 月）についてみると、歳出では、政府支援住宅金融機関（GSE～Fannie Mae, Freddie Mac）支援のコストが 600 億ドル、不良資産救済プログラム（TARP）の支出が 2900 億ドルに達し、歳出を大きく押し上げた（第 1 表左）。また、雇用情勢の急激な悪化により失業保険給付（第 1 表左の「その他」に含まれる）が前年の 2 倍以上に拡大したことも歳出の伸びを高めた。一方、歳入は、景気の悪化を反映して税収が急減。特に、法人税収は前年比▲56.6%と過去 30 年で最大の下落率となった（第 1 表右）。これらの結果、財政赤字は前年同期の 3 倍強に膨らみ、半年で 1 兆ドル近くに達している。

今後も、今年 2 月に成立した景気対策（「米国再生・再投資法」、American Recovery and Reinvestment Act）の影響で、歳出増加と歳入減少が続き、赤字は一段と拡大する見通しである。2 月 26 日にオバマ大統領が議会に提出した予算教書の概要<sup>(注 4)</sup>によれば、2009 年度の財政赤字は最終的に 1 兆 7500 億ドル、GDP 比 12.3%に達する見込みである（次頁、第 2 表）。これは、戦時を除けば過去に例のない巨額の赤字である。

(注 4) 予算教書は、大統領が議会に提案する予算編成の方針。米国では議会に予算編成権があるため法的拘束力はないが、大統領が法案に対する拒否権を持っていることもあって、議会の予算編成に影響力を行使できる。通常は 2 月の第 1 月曜日に議会へ提出することが義務付けられているが、今年は大統領就任 1 年目のため、まず概要が提出された。詳細については、近々に公表される予定である。

第 1 表：2009 年度前半（2008 年 10 月～2009 年 3 月）の歳出、歳入

【歳出】				【歳入】			
(10億ドル、%)	FY2008	FY2009	前年比	(10億ドル、%)	FY2008	FY2009	前年比
国防	293	317	8.1	個人所得税	504	426	▲15.3
社会保障	299	321	7.4	法人税	129	56	▲56.6
メディケア	185	205	10.8	社会保険料	429	430	0.2
メディケイド	99	116	17.0	その他	84	74	▲12.2
その他	453	546	20.5	合計	1146	986	▲14.0
(小計)	(1330)	(1505)	13.2				
利払い費	129	84	▲34.7				
TARP	0	290	-				
GSE支援	0	60	-				
合計	1459	1939	32.9				

(資料) 米財務省、CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. オバマ大統領の財政収支見通し（～2019年度）

### （1）任期1期目で赤字を半減、その後はGDP比で安定を見込む

ブッシュ共和党からオバマ民主党へ政権が交代したことにより、財政の姿も今後、変わることが予想される。以下、前述の予算教書をベースに概観してみよう。

オバマ大統領は、予算教書の中で、金融危機・景気後退からの早期脱却、長期的な経済成長の基盤作りのために、エネルギー、医療、教育、インフラ、安全保障などの分野への重点投資を提案している。一方、財政の健全化も重要とし、前政権から引き継いだ財政赤字（1兆3000億ドルとしている）を任期1期目で半減させることを表明している。

予算教書では2010年度から2019年度までの10年間の見通しが示されている。財政赤字は2010年度から縮小に転じるが、2010年度：1兆1710億ドル、2011年度：9120億ドルと、当面は1兆ドル前後の高水準の赤字が続く見通しである。その後、オバマ大統領1期目の最終年度となる2013年度には、財政赤字は5330億ドル（GDP比3.0%）まで減少し、2014年度以降はGDP比3%前後で安定する見通しとなっている。なお、連邦政府の債務残高については、2011年度末に10兆4360億ドル、GDP比で67.3%と1950年以来の水準まで上昇した後、GDP比は高止まりした状態が続くと見込んでいる（第2表）。

第2表：予算教書の財政見通し

【会計年度】	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2010-19
（10億ドル）												
歳入	2,186	2,381	2,713	3,081	3,323	3,500	3,675	3,856	4,042	4,234	4,446	35,250
歳出	3,938	3,552	3,625	3,662	3,856	4,069	4,258	4,493	4,678	4,868	5,158	42,219
財政赤字	1,752	1,171	912	581	533	570	583	637	636	634	712	6,969
政府債務残高	8,364	9,509	10,436	10,985	11,505	12,070	12,659	13,297	13,932	14,557	15,370	-
（対GDP比、%）												
歳入	15.4	16.2	17.5	18.7	19.0	19.0	19.1	19.2	19.3	19.3	19.5	18.7
歳出	27.7	24.1	23.4	22.2	22.0	22.1	22.2	22.4	22.3	22.2	22.6	22.6
財政赤字	12.3	8.0	5.9	3.5	3.0	3.1	3.0	3.2	3.0	2.9	3.1	3.9
政府債務残高	58.7	64.6	67.3	66.7	65.8	65.6	65.9	66.3	66.5	66.5	67.2	-

（資料）米行政予算管理局（OMB）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以上の見通しの背景にある主な政策は下記の通りである。予算教書では、これらの政策がとられなかった場合（ベースライン）に比べて、2010～2019年度累計の財政赤字が約2兆ドル縮小するとしている（6頁、第3表）。

## 〔予算教書で提案されている主な政策〕

### ○ 医療保険改革

オバマ大統領は、膨張する医療コストを抑え、医療保険のカバー率（米国では国民の約15%が無保険）を引き上げることを目指した「医療保険改革」のために6340億ドル（2010～2019年度の累計、以下同様）の基金を設けるとしている（第3表①）。コストの約半分は、メディケア、メディケイドの支出削減（第3表⑤）、残りは高所得者に対する税控除の制限（第3表⑥）で調達し、財政収支に中立な改革を目指している。

### ○ 家計向け減税の恒久化

2010年までの措置として景気対策に盛り込まれた「勤労者向け還付付き税額控除（Making Work Pay Tax Credit）」<sup>（注5）</sup>を恒久化する。これにより、税収は5260億ドル減少する見込みである（第3表②）。

（注5）夫婦合算納税者に最大800ドル、単身納税者に400ドルの税控除を認めるもの。年収15万ドル（単身者は7万5千ドル）を超えると控除額が漸減する。

### ○ 富裕層に対するブッシュ減税の停止

現行法では、前述のブッシュ政権下で行われた減税が2010年末に期限切れとなる。オバマ大統領は、このブッシュ減税を恒久化する方針である（予算教書のベースライン見通しはブッシュ減税恒久化を前提としている）。しかし、富裕層（夫婦で年収25万ドル以上、単身者で20万ドル以上）については減税を停止する方針で、この結果、歳入が6370億ドル増加すると見込んでいる（第3表⑦）。

### ○ 気候変動関連収入による歳入増

オバマ政権は、温室効果ガスの排出権取引による収入を6460億ドル見込んでいる（第3表⑧）。これを、上記の家計向け減税の恒久化と、エネルギー・教育分野への投資（第3表③の一部）の財源とする方針である。

### ○ その他

その他、税の抜け穴を塞ぐ歳入改革により3540億ドル（第3表⑨）、イラク駐留米軍の撤退による海外軍事作戦費の削減で1兆4900億ドル（第3表⑩）の赤字縮小効果を見込んでいる。

第3表：主な政策による財政収支への影響（10年間累計、10億ドル）

財政赤字増(+)/減(-)	
〔赤字を増やす政策〕	2,058
①医療保険改革	634
②家計向け減税	526
③エネルギー・教育分野等への投資	483
④その他減税	415
〔赤字を減らす政策〕	-3,761
⑤医療費抑制	-316
⑥高所得層に対する税控除の制限	-318
⑦富裕層に対するブッシュ減税の停止	-637
⑧気候変動関連収入による歳入増	-646
⑨歳入改革(税の抜け穴塞ぎ)	-354
⑩イラク駐留米軍撤退	-1,490
利払い費軽減	-311
財政赤字への影響	-2,014

(資料) Committee for a Responsible Federal Budget より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

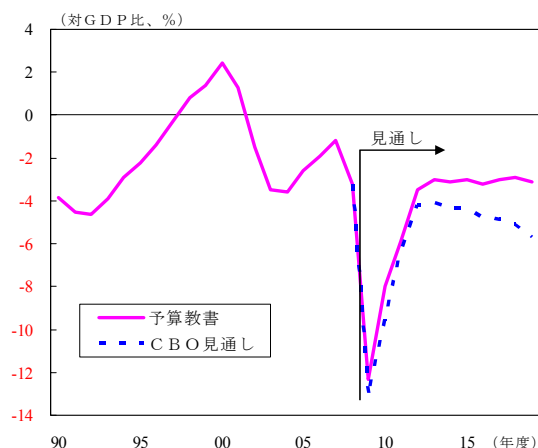
## (2) 議会予算局の見通しでは赤字は長期的に拡大へ

これに対して、議会予算局（CBO）もオバマ大統領の政策を前提にした財政収支見通しを公表している。それによると、財政赤字は今年度にGDP比13.1%に達した後、2013年度には4.1%まで縮小。その後は、予算教書が3%程度で安定を見込んでいるのに対して、再び拡大に転じる見通しとなっている（次頁、第4図）。2010～2019年度の10年間の合計で見ると、財政赤字は予算教書よりも2.3兆ドル大きくなっている。また、政府債務残高（GDP比）も上昇が続き、2019年度末には82.4%と予算教書を15%上回り、第2次大戦直後の水準に達する見通しである（次頁、第5図）。

CBOは、差のほとんどは景気の見方の違いによるものとしている。実際、前提となる経済見通しは、（ともに2月の景気対策の効果を織り込んでいるが）予算教書の方がCBOよりも楽観的である。なお、予算教書の見通しは、民間平均（Blue Chip）と比較しても、見通し期間（2010～2019年度）の前半を中心に楽観的となっている（次頁、第4表）。

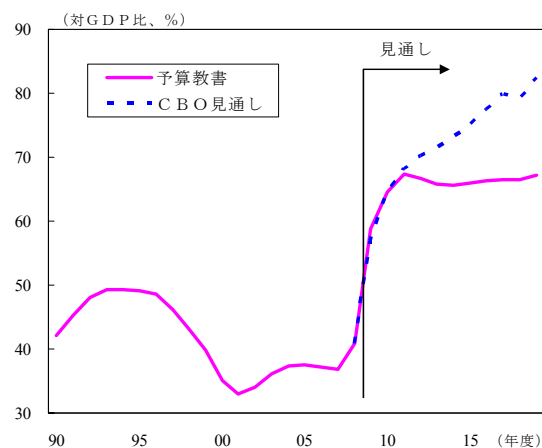


第4図：財政赤字の見通し



(資料) OMB、CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：政府債務残高の見通し



(資料) OMB、CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：政府と議会予算局の経済見通し比較

(年、%)	2009	2010	2011	2012-15 <sup>※</sup>	2016-19 <sup>※</sup>
[名目GDP]					
予算教書	0.1	4.3	5.5	5.4	4.4
CBO	▲ 1.5	3.8	4.5	4.5	3.9
Blue Chip	▲ 1.2	3.1	5.1	5.2	4.9
[実質GDP]					
予算教書	▲ 1.2	3.2	4.0	3.6	2.6
CBO	▲ 3.0	2.9	4.0	3.6	2.3
Blue Chip	▲ 2.6	1.8	3.4	3.1	2.6
[CPI]					
予算教書	▲ 0.6	1.6	1.8	2.1	2.1
CBO	▲ 0.7	1.4	1.2	1.2	1.9
Blue Chip	▲ 0.7	1.6	2.1	2.4	2.5
[失業率]					
予算教書	8.1	7.9	7.1	5.3	5.0
CBO	8.8	9.0	7.7	5.6	4.8
Blue Chip	8.9	9.4	8.1	6.6	5.5
[財務省証券利回り(3ヶ月)]					
予算教書	0.3	1.6	3.4	4.0	4.0
CBO	0.3	0.9	1.8	4.0	4.7
Blue Chip	0.3	0.9	2.8	3.8	4.2
[10年国債利回り]					
予算教書	2.8	4.0	4.8	5.2	5.2
CBO	2.9	3.4	4.0	5.1	5.6
Blue Chip	2.9	3.5	4.5	5.1	5.4

(※) Blue Chip は2011-15年、2016-20年の平均

(資料) OMB、CBO、Committee for a Responsible Federal Budget、Blue Chip Economic Indicators より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 現在のオバマ政権の政策では財政再建は難しい

このように、予算教書は前提となる経済見通しが（今後数年を中心に）甘めとなっており、それだけ景気が下振れる可能性も高い。景気下振れの場合は、追加景気対策の実施や税収回復の遅れから、オバマ大統領の赤字半減計画も達成が難しくなる。

また、予算教書を見る限り、全体として赤字削減への取り組み姿勢が弱いとの印象を拭えない。歳出抑制のために 1990 年代の pay-as-you-go 条項の復活が提案されるなど評価できる面もあるが、一方で、民主党の伝統である「大きな政府」への志向も垣間見え、赤字が見通し以上に膨らむリスクを孕んでいると言えそう。

例えば、医療保険改革である。医療費は、社会保障費と並んで一貫して経済成長を上回るペースで拡大を続けてきた（前掲、第 3 図）。今後も、高齢化の進展などで、何も手を打たなければ支出は一段と拡大する見通しだ。長期的に財政の健全性を維持するためには医療費削減は避けて通れない問題だが、オバマ大統領の医療保険改革案では、医療費削減により得た財源をそっくり医療保険のカバー率引上げなどに使う計画である。これでは歳出の拡大傾向に歯止めをかけるのは難しい。さらに、医療保険改革の費用の見積もり（見通しの最終年度の 2019 年度で 960 億ドル）も、大統領選挙期間中に示していた金額（年平均 1170 億ドル）を下回っており、改革の結果、収支が赤字となる可能性もある。

歳入面でも、予算教書には、富裕層を除いたブッシュ減税の継続や、勤労者に対する減税拡充などが盛り込まれている。しかし、富裕層に対する増税だけでは財政収支を改善できないとの指摘も多く、現在の危機的な財政状況を考えれば、勤労者向け減税の恒久化などは時機を得た政策とは言えない。

また、米国では予算権限を持つのは議会である。民主、共和両党とも、個別の歳出削減に対しては抵抗が強く、大統領が強い指導力を発揮しなければ、歳出増、減税項目だけが法案化され、歳出カットが先送りされる結果、赤字が拡大するリスクがある点にも注意が必要だ。

### 4. 財政再建を急がなければ長期金利上昇で成長力低下も

以上から、財政赤字は予算教書の見通しを上回る可能性が高いとみられる。その場合は、長期金利高騰、ドル急落という形で市場から財政再建を促されることになる。

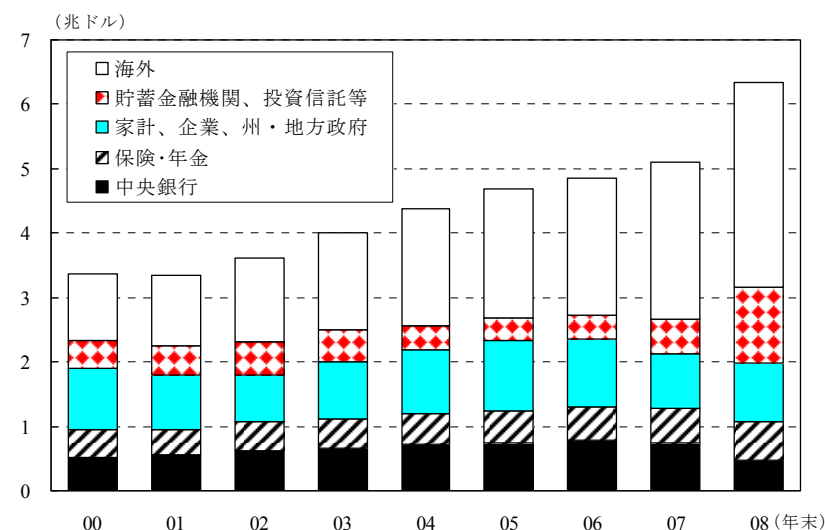
仮に予算教書の財政収支見通しが達成されたとしても、市場金利が高騰する可能性はある。予算教書では、今後、政府債務残高が第 2 次大戦直後以来の高水準に膨らみ、GDP 比で高止まりが続く見通しとなっている。米国では既に財



政赤字のファイナンスの半分強を海外に依存しているが、債務の増加分を国内だけでファイナンスするのは難しく、今後、海外への依存度が一段と高まることは避けられない情勢だ（第6図）。現在は、民間の資金需要が弱いこと、米国債に対して「質への逃避買い」需要が強いこと、連邦準備制度理事会（FRB）が長期国債を買い入れていることなどにより、何とかファイナンスできているものの、景気が回復に転じればこれらの要因はすべて剥落する。その時、財政健全化の道筋が見えなければ、海外からの米国債投資（資本流入）が細り、長期金利には大きな上昇圧力がかかろう。

これを放置すれば、米国経済の中期的な成長力を弱めることになりかねない。結局、オバマ大統領は方針を転換し、財政の早期健全化に向けて政策を強化せざるを得なくなる可能性が高いとみられる。

第6図：投資主体別の米国債保有残高



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(H21.4.27 山中 崇 takashi\_2\_yamanaka@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませ、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1