

# 経済レビュー

## 米国の財政赤字は長期的に維持不能 ～財政再建を怠ればソブリン危機発生も～

### 【要 旨】

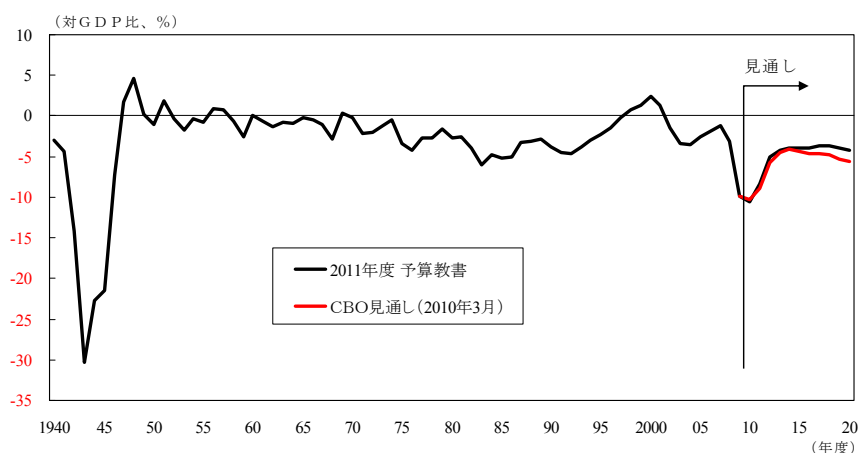
- ◇ 米国の財政赤字は未曾有の水準に拡大している。赤字は長期的にも高水準が続く見込みで、この結果、議会予算局の最新の見通しでは連邦債務残高の GDP 比は上昇を続け 2025 年度には第 2 次大戦直後の既往ピーク（109%）を更新、2035 年度には 185%に達すると予想している。このように、現状のままでは債務の拡大に歯止めがかからず、米財政は長期的に維持不能な状況に陥っていると言えよう。
- ◇ 財政赤字拡大は、短期的には戦後最悪の景気後退の影響が大きいですが、大型減税の実施や戦費拡大などで既にブッシュ前政権の時から拡大方向に転じていた。長期的には高齢化進展や医療費高騰による医療・社会保障費の増加が赤字拡大の主因となっている。
- ◇ オバマ政権は財政再建のために、①Pay-As-You-Go 条項復活、②裁量的支出の 3 年間凍結、③富裕層への増税、④医療保険改革、⑤財政委員会設置などの取り組みを打ち出しているが、財政赤字を長期的に維持可能な水準に削減するには不十分であるとみられる。
- ◇ 当面は民間の資金需要が弱く、資金の安全な避難先として米国債に一定の需要が見込まれることもあり、財政危機が発生する可能性は低い。しかし、経済が正常化した後は金利上昇や経済成長力低下等財政赤字の負の面が表面化し、金融市場では徐々に不安が高まろう。債務膨張に歯止めを掛けられなければ、長期的には米国債の調達難という形で財政危機が発生する可能性がある。その際は、金利上昇、ドル安、過酷な財政再建による厳しい景気後退などが予想される。

## 1. 米国の財政赤字はアンサステイナブル

グローバル金融危機による厳しい景気後退に陥った世界経済は、各国政府の積極的な財政政策等によりようやく回復に転じた。しかし、その過程で各国の財政状況は大きく悪化し、ドバイ、ギリシャなどではソブリンリスクの高まりによる信用不安が広がった。

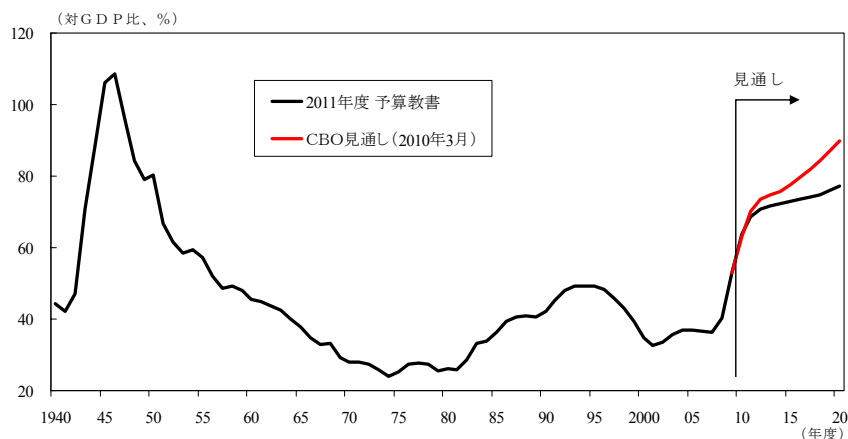
米国でも財政収支は大幅に悪化し、財政赤字は未曾有の水準に拡大した。米行政管理予算局（OMB）によれば、2010年度（2009年10月～2010年9月）の財政赤字は▲1兆5560億ドルに達し、GDP比では10.6%と平時としては過去最大となる見込みである（第1図）。また、連邦政府債務残高も9.3兆ドルに膨らみ、GDP比では63.6%と1951年度（同66.9%）以来の水準に上昇すると見込まれている（第2図）。

第1図：連邦財政収支の推移



(資料) 米行政管理予算局（OMB）、議会予算局（CBO）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：連邦政府債務残高の推移



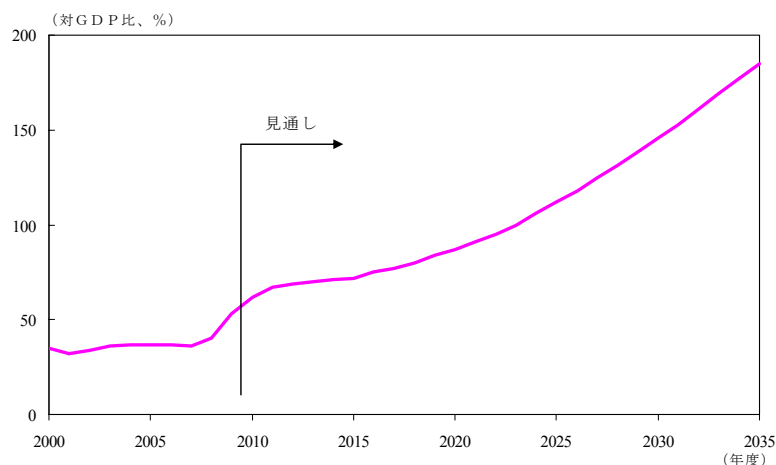
(資料) 米行政管理予算局（OMB）、議会予算局（CBO）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

財政の悪化は景気後退による一時的なものではなく、長期的に続く見込みである。2011年度予算教書によれば、景気回復に伴う税収増や景気対策の一巡による歳出減から、財政赤字のGDP比は2011年度から縮小に転じ2018年度には3.6%まで低下するものの、その後は再びジリジリと上昇し2020年度には4.2%に達する見通しである。また、2020年度の債務残高は18.5兆ドルと2010年度（9.3兆ドル）の2倍に拡大し、GDP比では77.2%と長期平均の40%を大きく上回ると見込まれている。

しかも、予算教書では前提の経済成長率が高めとなっていることなどもあり実態はさらに厳しいとみられる。議会予算局（CBO）の見通しでは財政赤字は予算教書より早く拡大に転じ2020年度にはGDP比5.6%に達する見込みである（前掲、第1図）。また、債務残高も予算教書を上回るペースで増加し、2020年度にはGDP比90%に達すると予想している（前掲、第2図）。なお、CBOの見通しにも前提が非現実的な部分がある。例えば、現在の法律はメディケア（連邦政府による高齢者・身障者を対象とした公的医療保険制度）の診療報酬の大幅削減を規定しているが、これまで議会は先送りの手続きを繰り返しており、事実上、凍結状態にある。しかし、CBOの見通しは現在の法律がそのまま履行されることを前提としているため、見通しでは診療報酬削減による赤字減少を見込んでいる。CBOは6月末に最新の長期財政見通しを発表したが、基本シナリオの前提条件をより現実的なものにした「代替シナリオ」では、債務残高のGDP比は拡大を続け、2025年度には第2次大戦直後の既往ピーク（109%）を更新、2035年度には185%に達すると予想している（第3図）。

このように、現状のままでは債務の拡大に歯止めがかからず、米財政は長期的に維持不能（アンサステイナブル）な状況に陥っていると言えよう。

第3図：CBOによる連邦債務残高の見通し（代替シナリオ）

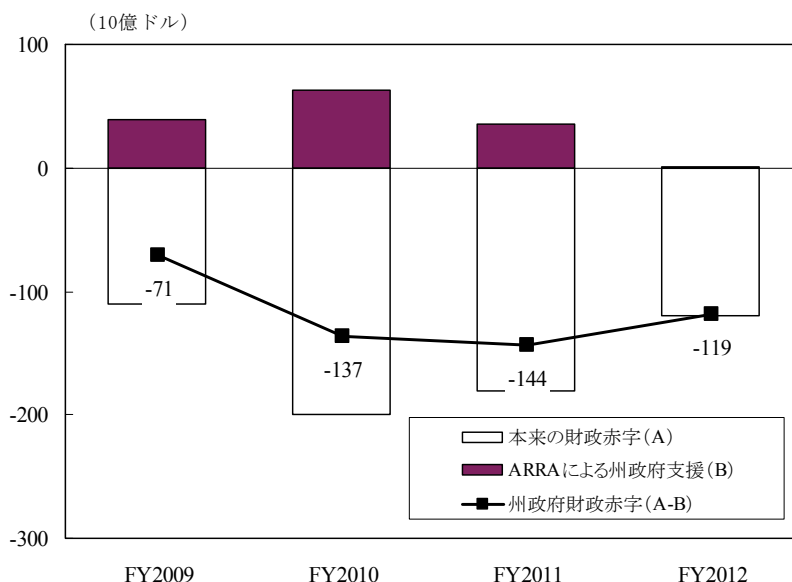


（資料）CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

財政状況は連邦政府に止まらず、州・地方政府レベルでも大きく悪化している。戦後最悪の景気後退により税収が記録的に落ち込んだため、巨額の歳入不足が発生。米国ではほぼ全ての州で均衡財政が義務付けられているため、州政府は支払い遅延や、教員・警察官の解雇などによる歳出削減などの措置をとっておりそれでも足りない場合は臨時基金（Rainy Day Fund）からの繰り入れで賄っている。こうした州・地方政府による歳出削減は景気を大きく圧迫しており、州・地方政府の雇用者数は今年に入って8.4万人減少している。また、GDP統計の政府支出（州・地方政府）は2008年10-12月期以降、2009年4-6月期を除いて減少が続いており、2010年1-3月期には実質GDP成長率に対して0.5%の押し下げ要因となっている。

しかし、それでも赤字の穴埋めは容易ではなく、米シンクタンクのCenter on Budget and Policy Prioritiesによれば州政府の財政収支は2012年度まで1000億ドルを超える赤字が残る見通しである（第4図）。景気回復により歳入は回復傾向にあるが、一方で、2009年2月に成立した景気対策（American Recovery and Reinvestment Act of 2009、ARRA）による州・地方政府への支援が2011年度以降減少するため、収支の改善は緩慢となる見込みである。オバマ大統領は、州・地方政府に対して追加支援を行う法案を通すよう議会に要請しているが、連邦財政の赤字拡大を嫌う議員の反対により、審議は難航している。

第4図：州政府の財政収支見通し



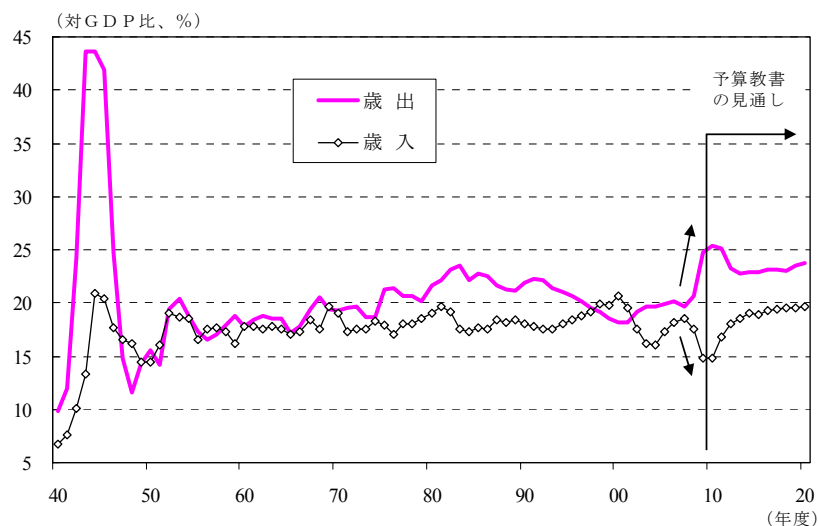
(資料) Center on Budget and Policy Priorities より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 財政悪化の背景

### (1) 戦後最悪の景気後退

財政の悪化は、短期的には戦後最悪の景気後退の影響が大きい。景気悪化に伴う税収減で 2009 年度の連邦政府の歳入は GDP 比 14.8%と前年度（17.5%）から大きく低下し、1950 年度（14.4%）以来の水準に落ち込んだ（第 5 図）。一方、歳出は 7870 億ドルの大型の景気対策（前述、ARRA）により、州・地方政府支援や失業保険給付拡充、公共投資などを中心に大幅に増加し、GDP 比は 24.7%と前年度（20.7%）から 4.0%拡大した。この増加幅は朝鮮戦争時の 1952 年度以来の大きさで、この結果、財政赤字が一気に膨らんだ（第 5 図）。

第 5 図：歳入、歳出の対 GDP 比



(資料) OMB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (2) ブッシュ前政権のツケ

しかし、米国の財政収支は景気後退に入る前から既に悪化方向にあった。1998-2001 年度の 4 年間は黒字を計上したが、ブッシュ政権に替わった後、2002 年度には再び赤字基調に戻った。悪化の主な要因は次の 3 つである。一つは 2001、2003 年の大型減税実施である（第 1 表）。ブッシュ大統領は、個人所得減税、キャピタルゲイン・配当所得減税を中心とした減税を実施した。減税規模は 2001 年が 11 年間で 1.35 兆ドル、2003 年が同 0.35 兆ドル。両者を合わせた年平均の減税額は GDP 比約 1.5%である。この結果、歳入の GDP 比は景気後退の影響もあって 2000 年度の 20.6%から 2004 年度には 16.1%へ低下した（前掲、第 6 図）。次は、財源の手当てなしにメディケアが処方薬の費用をカバーする

ことを認めたことである。CBO などの試算では、これにより財政赤字が当初 10 年間は年平均で GDP 比 1/3% 拡大し、その後、拡大ペースは強まる見通しである。最後はイラク、アフガン戦争開戦である。現在までの戦費は累計で 1 兆ドルに達しており、CBO によれば、これら 3 つを合わせると債務残高を最大 GDP 比 4% 拡大させるとしている。

第 1 表：ブッシュ減税の概要

<p>◆ <u>Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001 (EGTRRA)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 個人所得減税           <ul style="list-style-type: none"> <li>・個人所得税率の段階的引き下げ</li> <li>・婚姻重課税の軽減</li> <li>・子供扶養税額控除の段階的引き上げ</li> <li>・個人退職勘定、401kへの非課税拠出限度額引き上げ</li> <li>・代替ミニマム税 (AMT) の時限的軽減措置</li> </ul> </li> <li>○ 相続税の段階的廃止</li> </ul> <p>◆ <u>Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003 (JGTRRA)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ EGTRRAの前倒し実施、拡充           <ul style="list-style-type: none"> <li>・所得税率引き下げ前倒し</li> <li>・子供扶養税額控除、婚姻重課税の軽減の拡充</li> </ul> </li> <li>○ キャピタルゲイン、配当所得減税           <ul style="list-style-type: none"> <li>・キャピタルゲイン課税の税率引き下げ</li> <li>・配当所得に対しキャピタルゲイン課税と同率適用</li> </ul> </li> <li>○ 企業向け減税           <ul style="list-style-type: none"> <li>・初年度特別減価償却の拡大</li> <li>・中小企業等の設備投資償却枠の引き上げ</li> </ul> </li> </ul>
--

(資料) 米議会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 医療・社会保障費の拡大

これに対して、長期的に財政収支を悪化させる主因が、高齢化進展や医療費高騰による医療・社会保障支出の拡大である。例えば医療費では 1975-2007 年のメディケアの患者一人当たり診療費は、一人当たり GDP の伸びを 2.3% 上回っている。この状況が続けば、メディケア、メディケイド（連邦政府と州政府による低所得層を対象とした公的医療保険制度）に係わる連邦支出は 2085 年には国民所得の 40% に達すると言われ、長期的に破綻が避けられない状況にある。また、社会保障支出も出生率低下と平均寿命上昇により高い伸びを続けている。医療・社会保障支出の合計は 2050 年までに GDP 比で 2 倍に膨らむ見通しだが、当初 20 年間はベビーブーマー世代の引退などの人口動態要因が主因、その後は医療費の高騰が主因になるとみられている。

### 3. オバマ政権の赤字削減への取り組みは不十分

オバマ大統領は財政を立て直すために次のような取り組みを実施、提案しているが、赤字を長期的に維持可能な水準まで削減するには不十分とみられる。

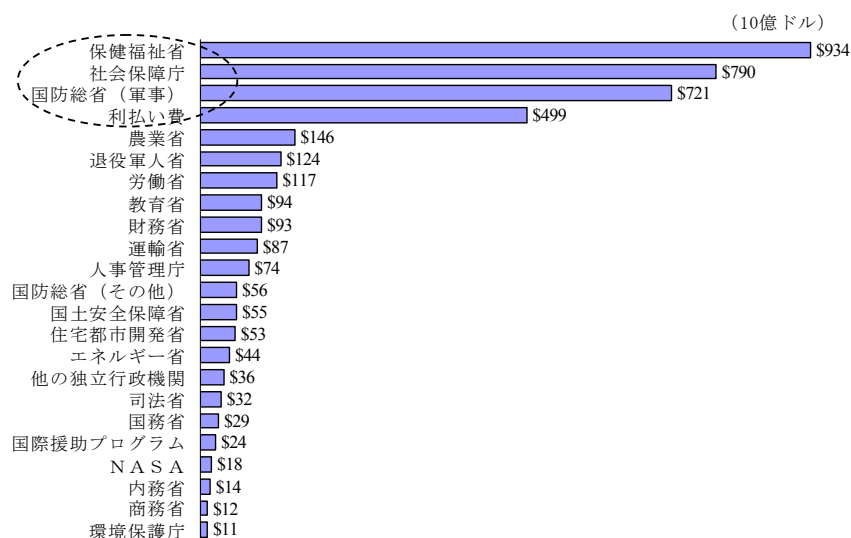
#### ① Pay-As-You-Go 条項復活

今年2月、Pay-As-You-Go 条項が復活した。これは1990年代の財政収支改善に効果を発揮したルールだが、2002年9月末で失効していた。内容は、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の）を増加する場合、それに見合った増税、歳出カット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ものである。但し、景気対策等の緊急的支出や、今年末で期限切れとなるブッシュ減税の一部延長を例外扱いとするなど、抜け穴も少なくない。

#### ② 裁量的支出の3年間凍結

オバマ大統領は2011年度の予算教書で、安全保障関連を除いた裁量的支出（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もの）の伸びを2011年度から3年間凍結し、その後7年間はインフレの範囲内に伸びを抑えることを提案した。政権では10年間で2500億ドルの赤字削減効果があるとしている。但し、歳出全体の4分の3は医療、社会福祉、国防、利払い費が占めており、凍結の対象となる支出は6分の1に過ぎないため、財政収支の改善効果は限られるとみられる（第6図）。

第6図：歳出の内訳（2011年度）



(資料) OMBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ③ 富裕層への増税

ブッシュ前政権が実施した 2001、2003 年の減税は今年末で期限切れを迎える。オバマ大統領は、年収 25 万ドル（単身世帯は 20 万ドル）以上の富裕層に対してのみ減税を打ち切り、増えた歳入は財政赤字削減に当てる方針を示している。これにより 10 年間で 6780 億ドルの赤字削減を見込んでいる。

### ④ 医療保険改革

長期的な財政収支の改善には医療支出の伸びを抑えることが不可欠である。このため、オバマ大統領は医療保険改革を内政の最重要課題として取り組んできたが、今年 3 月末にようやく医療保険改革法が成立した。これにより、CBO では当初 10 年間で財政赤字が 1430 億ドル減少すると試算している（第 2 表）。しかし、財政赤字の規模に対して削減額が小さい上、実現性を疑問視する声も少なくなく、医療費抑制には今後、一段の対策が求められている。

第 2 表：医療保険改革の収支（億ドル）

費用	9380	収入	10800
メディケイド対象拡大	4340	無保険者への罰金	170
取引所の保険加入者への補助金	4640	保険を提供しない企業への罰金	520
中小企業への税額控除	400	高額保険への課税	320
〔ネットの費用〕	〔7880〕	その他	480
		歳出削減 ～メディケア支払いの抑制など	5110
		歳入増加 ～高所得層、医療業界への増税など	4200
財政赤字削減	1430		

（資料）CBO より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ⑤ 財政委員会の設置

オバマ大統領は財政再建のための超党派の委員会設置を提案した。しかし、今年 1 月に上院が、法的拘束力の強い委員会を議会内に設けることを否決したため、2 月に大統領令を発令して政府内に超党派の委員会（National Commission on Fiscal Responsibility and Reform）を設置した。同委員会は、2015 年度までにプライマリー・バランスを均衡させるための提言を盛り込んだ報告書を今年 12 月 1 日までに提出することを義務付けられている。前述のように財政赤字の GDP 比は 2020 年度でも 4% を超える見通しで、政権が長期的に維持可能とする 3% へ赤字を減らすことは同委員会に委ねられた形となっている。しかし、両党の意見が大きく隔たり最終報告の提出が危ぶまれる上、委員会提言の法的拘束力が弱いため、財政再建に大きな成果を挙げることは困難視されている。

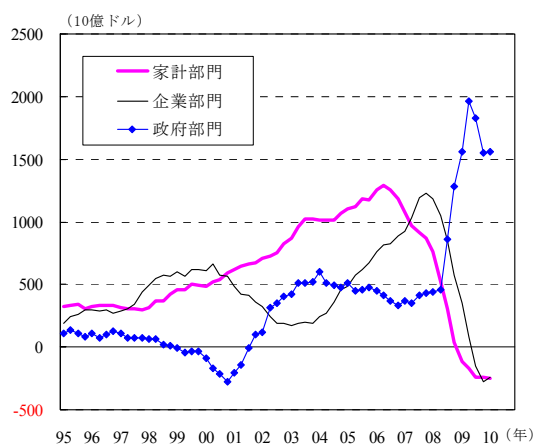


#### 4. 財政再建を怠れば米国でも危機発生の可能性

今後、財政再建にもたつき、高水準の財政赤字が続いた場合、米国でもギリシャのような財政危機が発生するのだろうか。

短期的には、財政危機が発生する可能性は低いとみられる。景気が本格回復する前のデフレギャップが大きい間は、財政赤字は生産・雇用を増やし、所得を増加させ、民間の支出を回復させることで正当化される。また、民間の資金需要が弱いことから民間と資金を奪い合うこと（クラウドニング・アウト）もない（第7図）。むしろ性急な赤字削減は景気二番底のリスクを招くことになる。また、財政状況は将来的には非常に厳しいものの、今のところ債務残高のGDP比は日本や南欧諸国などを下回っていることから、当面は資金の安全な避難先（safe heaven）として、米国債には一定の需要が見込まれよう（第3表）。

第7図：非金融部門の債務残高（年増）



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：主要先進国の財政バランス

	財政赤字 (2010年)	政府債務残高 (2009年、クロス)
Australia	-5.0	15.5
Sweden	-3.3	40.9
Spain	-10.4	55.2
Ireland	-12.2	64.5
United Kingdom	-11.4	68.2
Germany	-5.7	72.5
Portugal	-8.8	77.1
France	-8.2	77.4
Canada	-5.3	82.5
United States	-11.0	83.2
Belgium	-5.1	97.3
Greece	-8.1	115.1
Italy	-5.2	115.8
Japan	-9.8	217.7

（資料）IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

しかし、経済が正常化した後は、クラウドニング・アウトにより金利が上昇し経済成長力の低下や利払い費増加で財政見通しがさらに悪化するなど、財政赤字のマイナス面が徐々に表面化する結果、金融市場で不安が高まることが予想される。財政赤字の拡大、政府債務残高の膨張に歯止めを掛けられなければ、長期的には米国債の調達に支障が出ることも否定できない。米国には基軸通貨国という他国にない強みがある一方、米国債調達の約半分を海外投資家に依存するという弱みもあり、米国とてファイナンスリスクと無縁ではられない。

財政危機は、財政運営に対する投資家の信頼が喪失された時に発生するが、それがいつ、どのような形で訪れるかは不明である。米シンクタンクの Committee for a Responsible Federal Budget は、財政危機発生の6つのシナリオを提示して

いるが、財政危機がゆっくり進むケース、危機が突然訪れるケース、調整インフレ策に走るケース、ドル危機が引き金となるケース、米国がデフォルト宣言するケースなどさまざまである（第4表）。米国では、途上国のようなデフォルトのリスクはほとんどないとみられるが、米国債のファイナンスに支障をきたすという形で財政危機が発生する可能性がある。

なお、財政危機が起きた場合の経済的な影響には共通点がある。米国でも、  
 i) 米国債投資家が米国の財政運営に対する信頼を失い、米国債の購入を大きく減らすか高いリスクプレミアムを求める結果、金利（国債利回り）が上昇する、  
 ii) 資本流入減少、資本逃避により通貨（ドル）安が進む、iii) 資金調達が困難となり、大幅な増税や年金・社会保障の削減など過酷な財政再建策が必要となる、  
 iv) その結果、金利上昇も相俟って厳しい景気後退に陥るが、景気対策のための資金調達が出来ず景気回復が遅れる、などが予想される。

第4表：財政危機のシナリオ

<p><b>① 漸進型</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・急激な危機が発生しないまま、財政赤字が高止まり。        ～クラウドファンディングアウトで民間投資抑制、経済成長力低下。        ～利払い費増加で経済成長に必要な歳出（教育、インフラ整備など）が制約され競争力低下。</li> </ul>
<p><b>② 政治リスク型</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・①の派生シナリオ。政治家が国民に不人気な財政再建策を回避。        ～ヘビーブーマーからの圧力で、歳出が将来の成長を高める費目から医療、社会保障費へシフト。</li> </ul>
<p><b>③ 突発型</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ある時点で突然、金融市場、米国債投資家が米国の債務返済能力に疑問を持ち、米国債購入を停止、もしくは極端に高いリスクプレミアムを要求。</li> </ul>
<p><b>④ 調整インフレ型</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・FRBの独立性が失われ、財政赤字のファイナンスを開始。インフレ加速の兆しが出ても利上げせず。</li> <li>・米国債投資家はインフレによる目減りを懸念し、米国債購入を削減、高いリスクプレミアムを要求。</li> <li>・インフレ期待の高まりによる金利上昇から、調整インフレ策（実質債務負担の軽減）は失敗。</li> </ul>
<p><b>⑤ ドル危機型</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・景気回復により経常赤字が記録的な水準に拡大。</li> <li>・対外債務の増大が資本流入の減少につながり、ドル暴落。</li> <li>・米国経済、世界経済のハードランディングに伴い、財政調整に迫られる。</li> </ul>
<p><b>⑥ デフォルト型</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・財政赤字継続による利払い費拡大などが限界に達し、政治家が財政再建に動く。        ～年金や医療費を削減。</li> <li>・国民が痛みに耐えかねて政策がUターン。</li> <li>・新政権がデフォルト、債務の一部免除（ヘアカット）を実施。米国債投資がストップ。</li> </ul>

（資料）Committee for a Responsible Federal Budget より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 5. おわりに

以上みてきたように、米国では現状のままでは長期的に維持不能な財政赤字が残る可能性が高く、財政危機を回避するには一段の取り組みが求められる。当面は前述の超党派委員会が12月1日までに提出する報告書の内容が注目されるが、国民的な合意形成による財政再建につながるかは悲観視されている。

過去、財政再建に成功した国では歳出削減が成功のカギを握った場合が多い。この点、オバマ大統領は裁量的支出の3年間凍結を提案しているが、既述のように裁量的支出が歳出に占める割合は小さく、赤字削減には義務的支出の抑制にまで踏み込むことが不可欠である。但し、高齢化が進展する中で医療・社会保障費を大きく削減することは政治的に難しく、歳出削減だけで財政を再建できるかは不透明である。このため、最終的には増税も財政再建のメニューに入ってくる可能性が高いとみられる。その際、オバマ大統領は企業や富裕層に対する増税だけで財政を再建する姿勢だが、厳しい財政状況を考えると中所得層にもある程度の負担増を求めることは避けられないとみられる。

(H22.7.2 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、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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