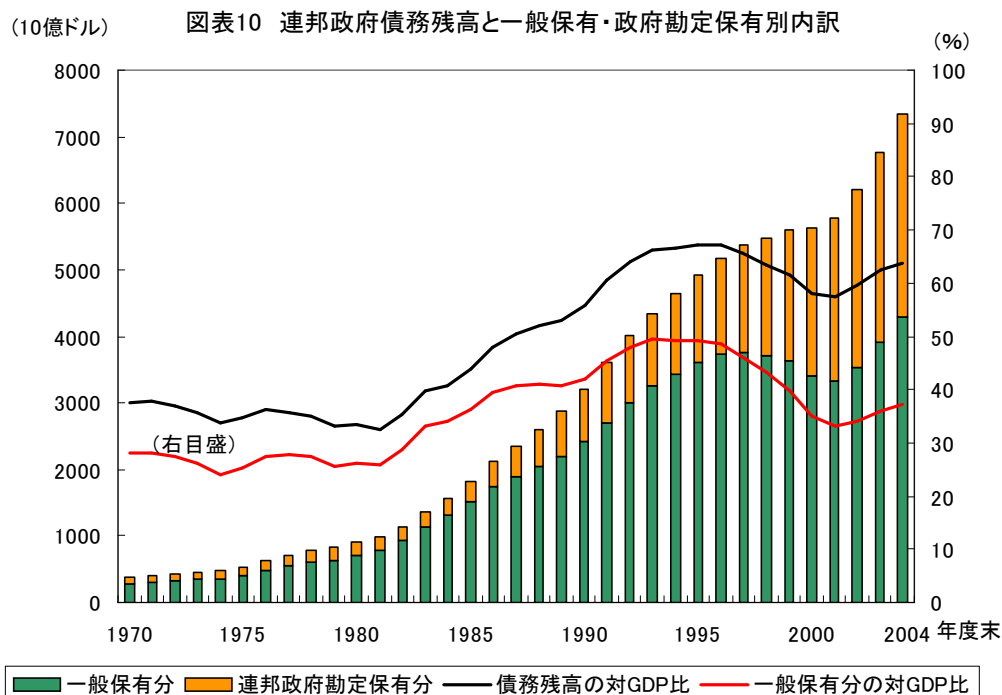


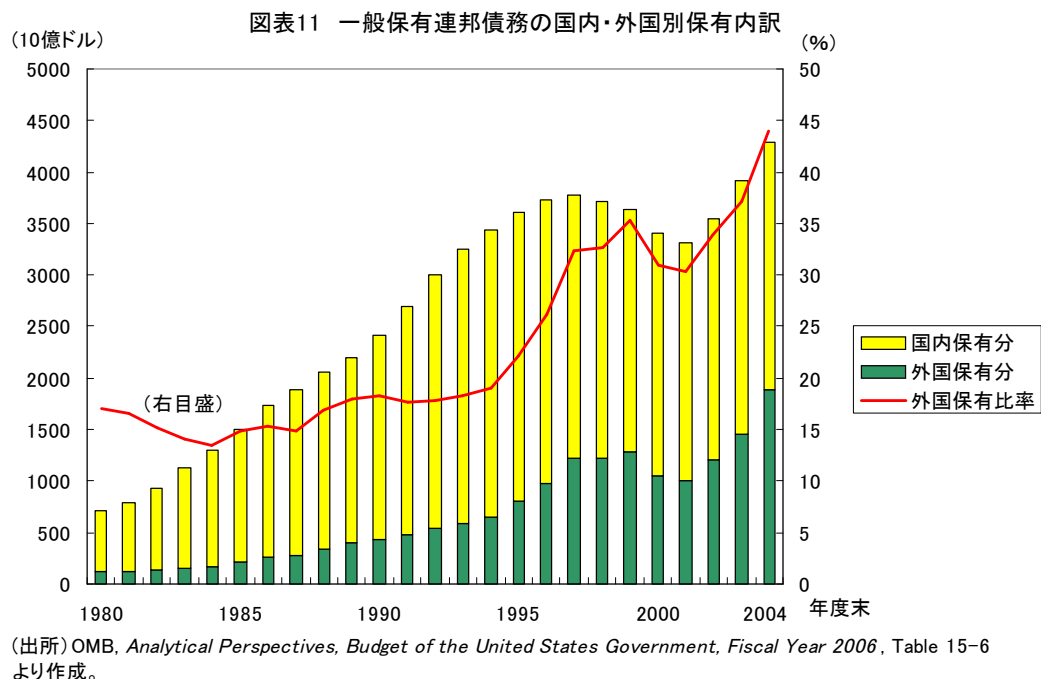
IV 財政赤字ファイナンスの変遷と近況

1970年代以来、米国政府の財政収支は98年度以降の4年間を除いて、ずっと赤字を続けてきた。財政赤字が存在する場合には、むろん収支尻を補填するための政府による借入が必要とされ、それとともに政府債務残高が膨らむことになる。連邦政府の負債には、財務省の借入れ分である公的負債のほかに財務省以外の政府諸機関の借入れに伴う代理負債もあるが、両者を合わせた政府債務残高が最も広い意味での国債残高に当たる、と考えてよい。その政府債務残高が80年代に入るととみに増勢を強め（82年度に1兆ドルを突破、90年度には3兆ドルを超えた）、残高の対GDP比も年々高まる方向をたどった模様が、図表10に示されている。

政府債務残高は、一般保有分と連邦政府勘定保有分に分けられる。80年代前半の残高増加について言えば、これも図中に描かれているように、原動力となったのは一般保有政府債務の方であった。レーガノミックスの実践に由来する財政赤字の急膨張を賄うためになされた民間投資家向け中・長期国債の大量発行が、その主因をなした。一般保有分の増加はその後も続いたが、80年代半ばからは政府勘定保有分も、それも一般保有分をしのぐ伸び足で増えるようになる。政府勘定保有残高の増加とそのシェアの高まり（80年代末には



(出所) OMB, *Historical Tables, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2006*, Table 7.1
より作成。

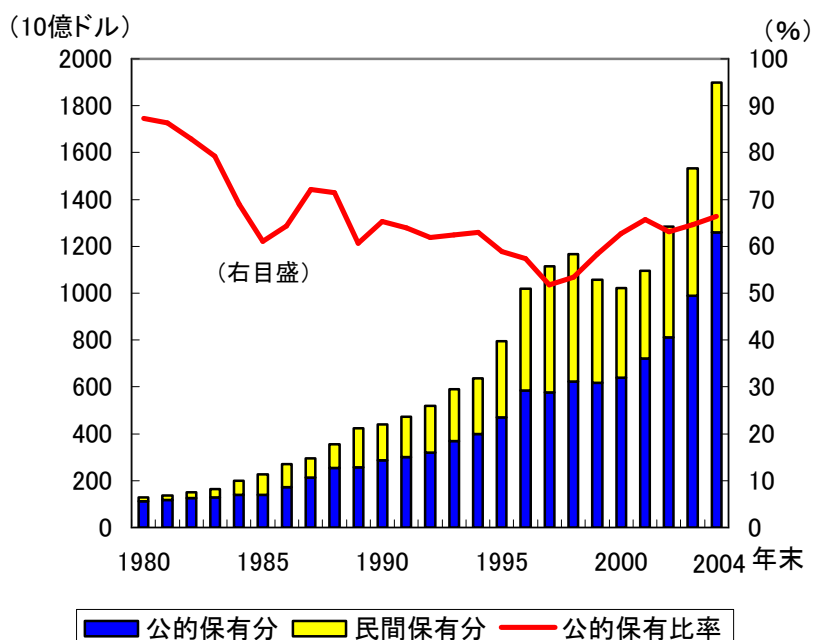


17%前後だったが 90 年代初には 25%に) は、83 年の年金制度改革によって社会保障年金信託基金の収支が大幅に改善し、その黒字を活用した非市場性の国債購入が急増したことによるものであった。関連して述べておくと、当の年金改革は、20 年以上も先のベビーブーマー退職時代を見通して年金積立金の蓄積を図る目的で断行された。それゆえ、改革を機に信託基金の黒字が一般会計勘定の赤字補填に費消されてしまう危険が問題視され、その結果としてオン・バジェットとオフ・バジェットの区別した取り扱いが制度化されるところとなった。ただし、信託基金の黒字がまるごと国債購入に充当されてきた事実が教えるように、資金の流れに留意すれば両者は必ずしも実質的に分離されてきたわけではなかった²⁰⁾。

一般保有政府債務残高の保有主体にみる特徴的な変化ということになるが、80 年代半ばから外国保有分が目立って増え始めた。84 年度末には 2,000 億ドルに届かなかったものが、90 年度末には 4,400 億ドルに。この 6 年間で 2.5 倍にという増加率は、国内保有分のそれを優に上回ったので、外国保有比率も大幅な高まり (13%→18%) を記録した (図表 11)。これが意味するのは、アメリカの財政赤字ファイナンスが海外資金に依存する傾向の進展にほかならない。

米国債の外国保有は、70 年代までは外貨準備の運用を目的に外国公的部門によってなさ

図表12 米国財務省証券の海外保有残高



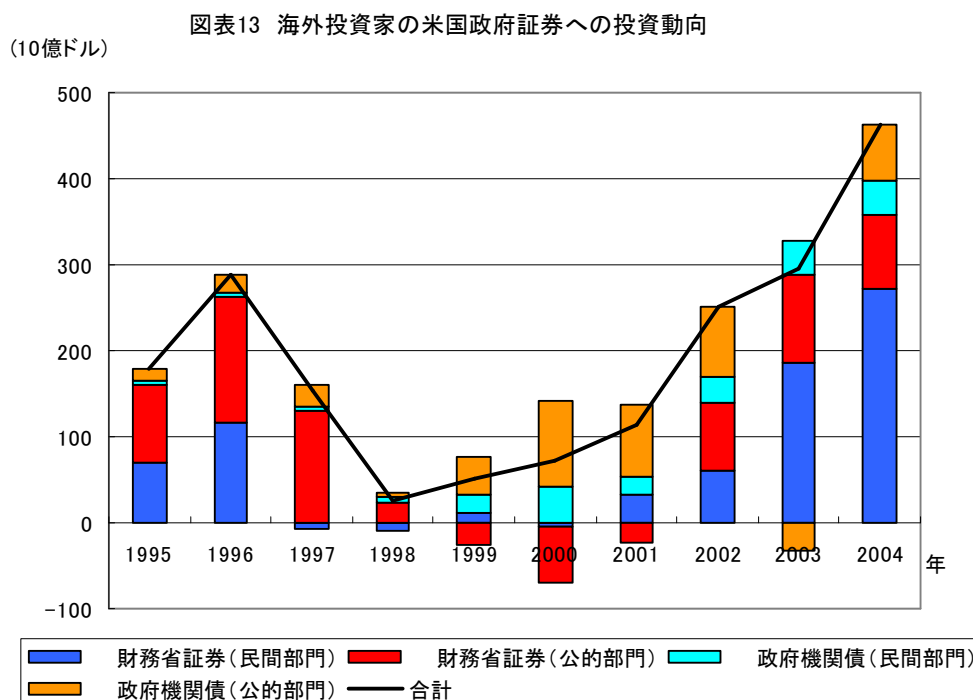
(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Historical Data*, September 21, 2005, L.107, より作成。

れているものが大部分であった。ところが、80年代に入ると、対外投資自由化の流れを背景に海外の民間投資家が対米証券投資を活発化させたもとで、米国債の外国民間部門による保有も年々増加し、85年末には外国保有全体の4割近くを占めるまでになった。ただし、プラザ合意(85年9月)を機にドル安が進みだすと潮目が変わり、ドル金融資産保有のメリットが薄れた海外民間資本は対米証券投資を手控え、過度のドル低下に対する不安が増した。86年後半からは、代わって外国公的部門が米国債購入を増加させるようになる。外国通貨当局のドル買い介入によって増えた準備資産の大半が米国債で運用されたためであったが、ブラック・マンデー(87年10月)後には、ドル買い支えの拡大を反映して公的資本流入がいつそうの増加をみた。図表12にある公的保有比率の変化には、こうした経緯が投影している。今は立ち入らないが、80年代前半の対米国債投資の主役を演じたのが日本の機関投資家であったことや、ブラック・マンデー前後のドル買い支えに最も大きく貢献したのが日銀であった事実が物語るように、80年代の米国財政赤字ファイナンスは日本の官民双方の働きに負うところが少なくなかった²¹⁾。

80年代末葉には、ドル相場の安定化を受けて海外民間主体の対米証券投資が再び上昇カ

ーブを描いた。米国債についても外国の公的部門とともに民間部門の着実な買い増しが続くようになったが、90年代半ばにいたって、民間部門の国債投資が一気に増勢を強めた（民間保有の残高は、94年末から97年末の間に2,360億ドルから5,381億ドルに、ほぼ倍増を遂げた。一般保有政府債務のうち公的部門を含む外国が保有する割合は、同じ期間に19%から32%に跳ね上がっている——前掲図表11&12）。そうした国債市場への海外資金の大量流入は、長期金利を低下させることを通じて、米国内投資資金を株式市場へと向かわせ、いわゆるニューエコノミーの開花を促す要因として作用した²²⁾。

もともと、ニューエコノミー色を深めつつ20世紀末景気が長期化する中で米国財政の収支改善が進めば、早晩、状況の変化が起きるのは必定だった、と言わなければならぬ。事実、98年度に財政が黒字転換したのに伴って、市場性国債の発行残高は減少局面を迎え、国債市場縮小（ひいては消滅）の観測が強まるようになった²³⁾。そこで、海外投資家が資金を米国株式の取得にふり向ける動きに火がつき、また国債に代わる投資先として、「暗黙の政府保証」が成立しているGSE（政府支援機関）債に対する需要もにわかに高まることとなった。99年に外国の米国債投資が売り越しに転じ、代わって政府機関債——その大部分が連邦政府モーゲージプールとGSEの発行分——の急激な市場拡大がもたらされ

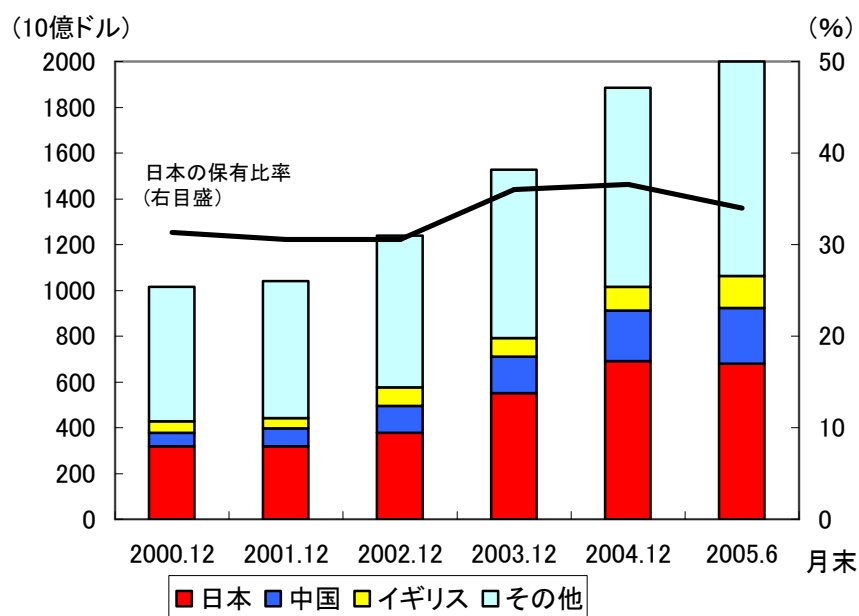


(出所 Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States, Historical Data*, September 21, 2005, F.107, より作成。)

たことを示す資料として、図表 13 を載せておく。なお、連邦抵当金庫（ファニーメイ）、連邦住宅貸付抵当会社（フレディマック）等の政府支援機関による債券の相次ぐ発行は、米国内の住宅投資を活性化させる有力な要因となった。IT バブル崩壊後の米国景気を支えたのが堅調な個人消費であったこと、そして住宅市場の好調に根ざした住宅の資産効果が個人消費の底上げに見るべき寄与をなしたことも含めて、念頭に置くべき周辺事情だと心得たい²⁴⁾。

さて、2002 年度に米国財政が再び赤字に転落するや、またしても光景は様変わりする。一時は 2010 年あたりに消滅するのではとの見方さえ広がった国債市場がたちまち息を吹き返す一方、GSE 債への需要は急減・不安定化の道に向かった（前掲図表 13）。再拡大し始めた国債市場については、そのテンポの速さとともに、外国保有比率の著しい高まりが注目される。市場性国債の年間発行純額の 5～10 割が海外投資家によって取得されたため²⁵⁾、一般保有政府債務残高に占める外国保有分のシェアは、01 年度末には 30%だったものが 04 年度末には 44%にまで急上昇した（前掲図表 11）。連邦政府勘定保有分も含めた国債発行残高全体をみても、2001 年末には 18%以下だった海外部門の保有比率が 04 年 9 月末には 25%を突破している²⁶⁾。米国債残高の 4 分の 1、市場性の国債に限れば半分近

図表14 財務省証券の外国保有状況

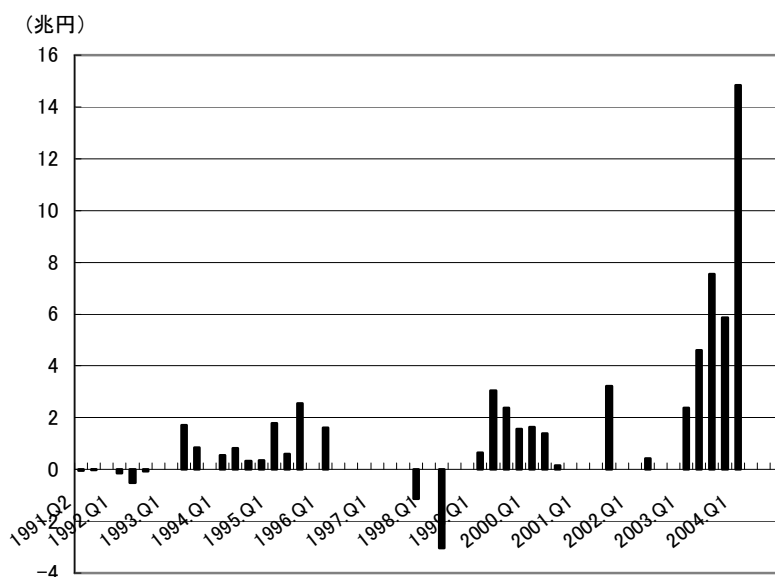


（出所） U.S. Department of the Treasury, “Major Foreign Holders of U.S. Treasury Securities, より作成。(http://www.treas.gov/tic/ticsec2.html)

く——いずれも異例の高い数値であって、アメリカの財政赤字ファイナンスが外国資金に依存する傾向のかつてない強まりを教えてやまない。

外国保有の中身に目をやると、際立っているのが公的部門による保有の拡大であって、公的保有比率は 65%前後の高みに達するまでになっている。ただし、外国公的部門による米国債保有の急増は、米国財政が赤字に再転落するのに先立って、より具体的には IT バブル崩壊と 9,11 テロ事件によって民間の対米投資（国債投資を含む）が急減をきたした時期に始まっていた（前掲図表 12）。投資国別のランキングをみれば、日本の比重が群を抜いて高く、05 年末時点では全体の約 37%を占めた。2 番手は中国の 12%だが、5 年間で倍増というシェアの拡大率が印象的である（図表 14）。日本を筆頭とするアジア諸国による米国債（および先述の GSE 債）取得の積極化も、やはり米国財政の赤字逆戻り以前から起きていた。実は 90 年代後半からヨーロッパの民間資本を中心に対米投資の順調な増

図表 15 日銀の外国為替市場介入実績



(注)米ドル売り・円買い介入をマイナス、米ドル買い・円売り介入をプラスで表した。一部、ユーロ売り・円買い介入を含む。

(出所)財務省「外国為替平衡操作の実施状況」より作成。(http://www.mof.go.jp/1c021.htm)

加がみられたが、アメリカの IT ブームに崩壊の兆しが見れるや欧州からの直接投資や株式投資はみるみる縮小し、代わってアジア諸国の公的機関による米国債投資の増加が目につくようになったの

であった²⁷⁾。

さらに言えば、日本や中国の通貨当局が米国債投資を拡大させたのは、「双子の赤字」再来の懸念から減価圧力に晒されるようになった米ドルを買い支えるための為替市場介入を繰り返したことで、外貨準備が急膨張をみたからであった。ちなみに、日本が 2001 年

後半から 04 年 1-3 月期までにおこなったドル買い・円売り介入は、合計 35.5 兆円にのぼった（図表 15）。03 年度には米国財政赤字の 3 分の 1、04 年度には実に 2 分の 1 にあたった、きわめて大規模な介入であった。

今日、米国財政がかつてなく海外からの資金調達に依存する度合いを強めている事実、そして財政赤字ファイナンスに占めるアジア諸国の公的部門の比重が著しく高まっている事実を確認した。これが含意するところを全面的に洞察しようとするれば、財政収支（＝政府部門の IS バランス）だけでなく企業部門や家計部門の IS バランスも含めたアメリカ全体の IS バランスの構造と動態、ならびに一国としてみた貯蓄不足（＝経常収支赤字）がどのように補填されているのかの実情に対する理解が欠かせない。財政赤字の外国によるファイナンスがアメリカの経常収支赤字ファイナンスの一環に組み入れられているケースでは、とくにそうであるし、昨今のような前者が後者の主役をつとめる場面となるとなおさらそうだと言わざるをえない。過去の諸局面それぞれで財政赤字が米国経済に対してもった意味、80 年代の双子の赤字と近年の事態との異同、今後の米国財政の行方等を考える上でも、IS バランスと経常収支赤字ファイナンスの分析が不可欠なので、それを意識しながら本章でさしあたり財政赤字ファイナンスの推移の一端を跡づけたものと了解していただきたい。