

**International Department Working Paper Series 00-J-5**

**米国における財政収支・連邦債務構造の動向**

**内田浩行**

hiroyuki.uchida@boj.or.jp

**日本銀行国際局**

International Department

Bank of Japan

〒103-8660 日本橋郵便局 私書箱 30 号

本論文の内容や意見は執筆者個人のものであり、日本銀行あるいは国際局の見解を示すものではありません。

# 米国における財政収支・連邦債務構造の動向

2000年11月

内田 浩行\*

## 【要旨】

米国の財政収支は、98年度に黒字に転化した後は着々と改善を続け、先行きの見通しも度々上方改訂されている。これに伴って米国債市場も縮小を続け、今後10年間に国債市場がなくなってしまう可能性も議論されている。本稿では、こうした薔薇色にも見える米国財政および米国国債市場の現状と大統領選挙の影響も含めた先行きについて、社会保障信託基金の扱いを巡る米国財政の仕組みと連邦債務の構造に着目する形で検証を行い、そのインプリケーションを考察する。

現在見通されている先行きの財政黒字は、かなりの部分がベビーブーム世代の将来の引退に備えた社会保障信託基金の積立て（Off-Budgetの黒字）に過ぎない。しかも、同基金はこのまま追加策を講じなければ最終的に破綻すると予測されているが、現在のところ有効な解決策は打ち出されていない。

連邦債務には縮小が懸念されている「民間投資家保有の市場性証券」以外にも、社会保障信託基金等が保有する「連邦政府保有の非市場性証券」、「NY連銀保有の市場性証券」、「民間投資家保有の非市場性証券」などが存在する。こうした連邦債務全体の残高（グロスベース）についてみると、高水準横這い後2007年度以降は増加に転じることが予想されている。この中で、今後縮小・消滅の可能性が囁かれている債務は連邦債務全体のうち「民間投資家保有の市場性証券」のみであり、一方で、社会保障信託基金の運用目的のために政府が発行する非市場性証券は将来に向けた積立て増加と共に今後急激に増加する。

民間向け市場性証券の減少は社会保障信託基金の運用制限に依る面があり、

---

本論文中における意見等は、全て筆者の個人的な見解によるものであり、日本銀行および国際局の公式見解ではない。

\* 日本銀行国際局総務課兼国際調査課（E-mail: hiroyuki.uchida@boj.or.jp）

政府が同基金向けに発行する非市場性証券の代り金が市場性証券の削減に使われることは、いわば連邦政府債務全体が拡大基調にある中で市場性債券から非市場性債券への振替に過ぎないとの見方もできる。逆に将来ベビーブーム世代の引退に伴って社会保障信託基金への債務返済が嵩んでいく過程では、逆方向の振替が発生する可能性がある。

こうした観点から米国大統領選挙における共和党、民主党それぞれの経済政策案をみると、Off-Budget の黒字（社会保障信託基金の積立て）は債務削減以外には用いないように温存する方向で一致している。しかし、On-Budget の黒字については、減税か支出増かの相違はあっても、ほぼ全額費消してしまうとの見通しが大勢であり、これまでよりも拡張的な財政政策に転じる可能性がある。

上記の連邦債務の構造を前提とすれば、Off-Budget の黒字（社会保障信託基金の積立て）を民間向けの市場性証券の削減に充当するという現在の両候補の基本線が崩れない限り、民間向けの市場性証券は現在の見通しと然程変わらない程度まで減少していく可能性が高い。

民間向けの市場性証券の減少・消滅テンポは、社会保障信託基金の積立ての運用対象を国債以外へ拡大する様な改革が行われれば、スローダウンする。社会保障信託基金の将来的な財源不足への対応として、こうした提案は共和党の政策リストに含まれているほか、過去にもなされてきた。しかし、政治的な配慮による資金運用の歪みに伴うマクロ的資本効率の低下、資金運用リスクの上昇に伴う公的資金に対する信認低下などの懸念から反対論も根強い。

## 1. はじめに

米国の財政状況については、98年度に財政収支が約30年振りに黒字に転化した後は着々と改善を続け、先行きの見通しも上方改訂が繰り返されている。これに伴って米国債市場の縮小の動きも着々と進行し、市場では今後10年間の間に国債市場がなくなってしまう可能性も真剣に議論されている。こうした中、11月に実施される大統領選挙でも、そうした大幅な黒字をどのように使うかが争点のひとつとなっている。

本稿では、こうした薔薇色にも見える米国財政および米国情債市場の現状と大統領選挙の影響も含めた先行きについて、社会保障信託基金の扱いを巡る米国財政の仕組みと連邦債務の構造に着目する形で検証を行い、そのインプリケーションを考察する。

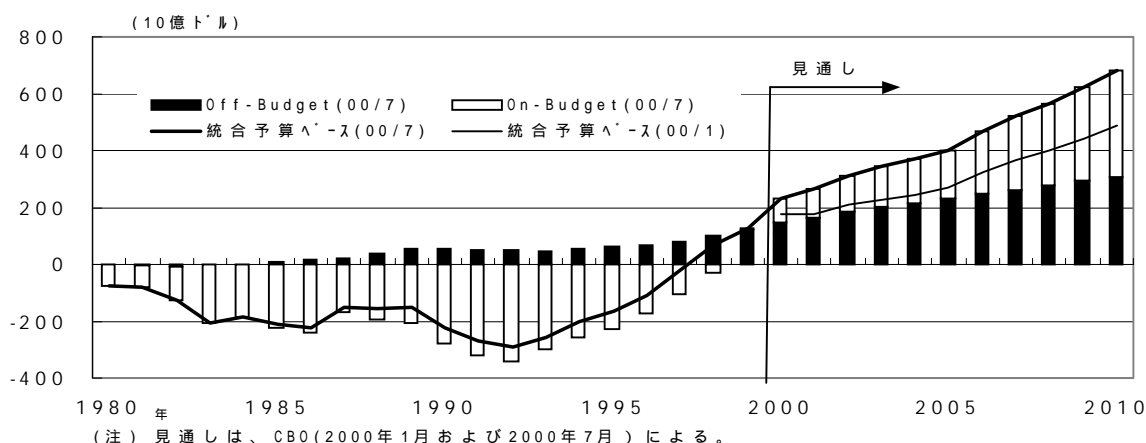
## 2. 米国財政収支の見通しと大統領選挙の影響

本章では、米国財政収支に関するCBO (Congressional Budget Office) の見通しを概観し、その実現可能性を吟味した後に、予算制度上の問題として社会保障信託基金の将来に向けての積立てが財政黒字として認識されていることを示したうえで、新大統領の下での政策によりCBO見通しがどの程度影響を受けるかを検証する。

### (1) 米国財政収支に関するCBO見通し

CBOの直近の見通し(本年7月)<sup>1</sup>によると、米国の統合予算ベースの財政収支(図表1)は、98年度に69年度以来の黒字を計上した後は急激に改善を続け、2010年度には6,850億ドル(GDPの4.4%)にまで黒字は拡大する見込み。CBO

(図表1) 財政収支の動向



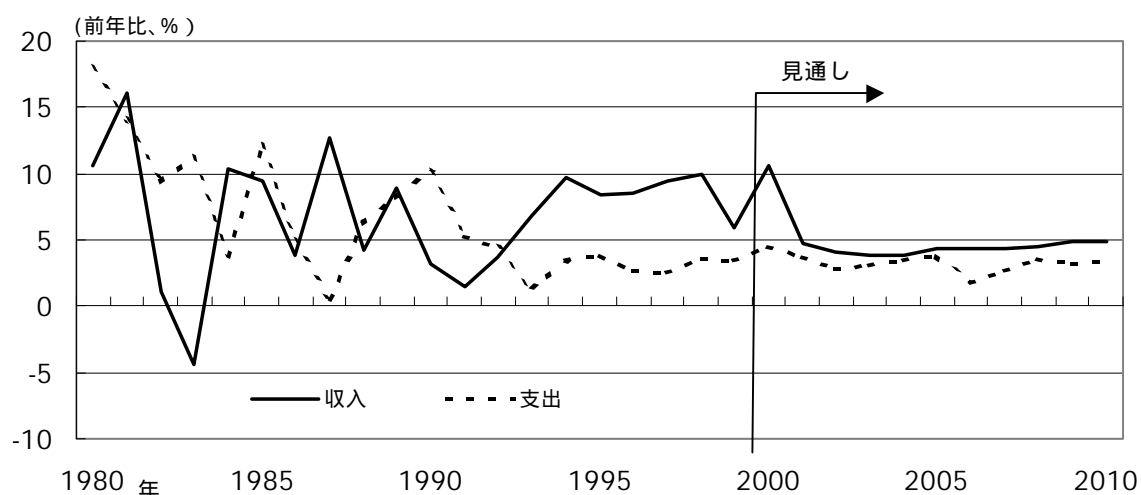
<sup>1</sup> 2000年度以降の裁量的支出は、インフレ見通しと同率で増加していくとの前提に基づく見通しを使用。以下同様。

の見通しは、好調な経済の推移を受けて、改訂の都度、上方修正されてきている。

CBO の見通しを、主に社会保障信託基金からなる Off-Budget とそれ以外の連邦政府機関の全予算を含む On-Budget に分けてみると(それぞれの概要については別紙参照)、以下のとおり。

- On-Budget の収支は、99 年度に 60 年度以来初めて黒字に転化し、その後黒字を急激に拡大させ、2010 年度には 3,770 億ドルに達する見込み。内訳をみると、収入が 90 年代の 10% 近い伸びから半分程度に減速するものの、支出をやや上回って推移する姿となっている(図表 2)。もっとも、こうした On-Budget の見通しについては、収入は景気の影響を受け変動し易い<sup>2</sup>一方、支出は 90 年代の抑制的な政策スタンスの維持を前提としていることに留意する必要がある。
- Off-Budget の収支は、社会保障信託基金の将来に向けての積立てが進む形で、83 年度以来黒字が拡大基調にあり、99 年度の 1,240 億ドルから 2010 年度には 3,070 億ドルに達する見込み。

(図表 2) On-Budget の収入および支出の伸び



(注) 見通しは、CBO(2000年7月)による。

## (2) CBO 見通しの実現可能性

こうした著しい改善見通しは、もとより様々な前提に立ったものであるが、経済見通しについては総じて控え目な前提となっていることから、今後更に上方改

<sup>2</sup> 本年 7 月の CBO の財政収支見通しが本年 1 月の時点から大幅に上方修正されたのは、景気見通しの上振れに伴って On-Budget の収入見通しが大幅に上方修正されたことが要因。

訂される可能性も高い。例えば、CBO の経済成長率見通しは、2001 年度から 2010 年度にかけて年平均 2.7%となっているが、これは 3.5%近傍と一般的に見積もられている米国の潜在成長率を下回っている(図表 3)。

—— 一部には、90 年代の収入の大幅な伸びを支えた株価の動向に注意する必要があるとの指摘がある。すなわち、仮に株価の調整が今後数年間にわたって続き、逆資産効果が長期間作用するようであれば、消費性向が低下し、成長への下押しが大幅になる可能性がある。さらに、こうした事態の下では、キャピタル・ロスが発生し、資産課税の税収減を招くので、経済成長率に対する税収弾性値が低下することとなり、この間の収入が一段と下振れる可能性もある。

(図表 3) CBO (本年 7 月) の経済成長率見通し

(実質 GDP、前年比、%)

|               | 1999<br>(実績) | 2000 | 2001 | 2001-2005<br>(年平均) | 2006-2010<br>(年平均) |
|---------------|--------------|------|------|--------------------|--------------------|
| 2000年7月時点     | 4.2          | 4.9  | 3.1  | 2.7                | 2.7                |
| (参考)          |              |      |      |                    |                    |
| 2000年1月時点     | 3.9(見込み)     | 3.3  | 3.1  | 2.7                | 2.8                |
| IMF (2000年9月) | 4.2          | 5.2  | 3.2  | n.a.               | n.a.               |

また、11月の大統領選挙の結果はCBOの見通しにも大きく影響を与えるが、その変化が顕れるのは、早くとも2002年度予算の執行が開始される2001年10月以降である。逆に言えば、少なくともそれまでの間は、CBOの見通しに沿って、財政状況が推移する可能性が高い。

### (3) 社会保障信託基金の問題

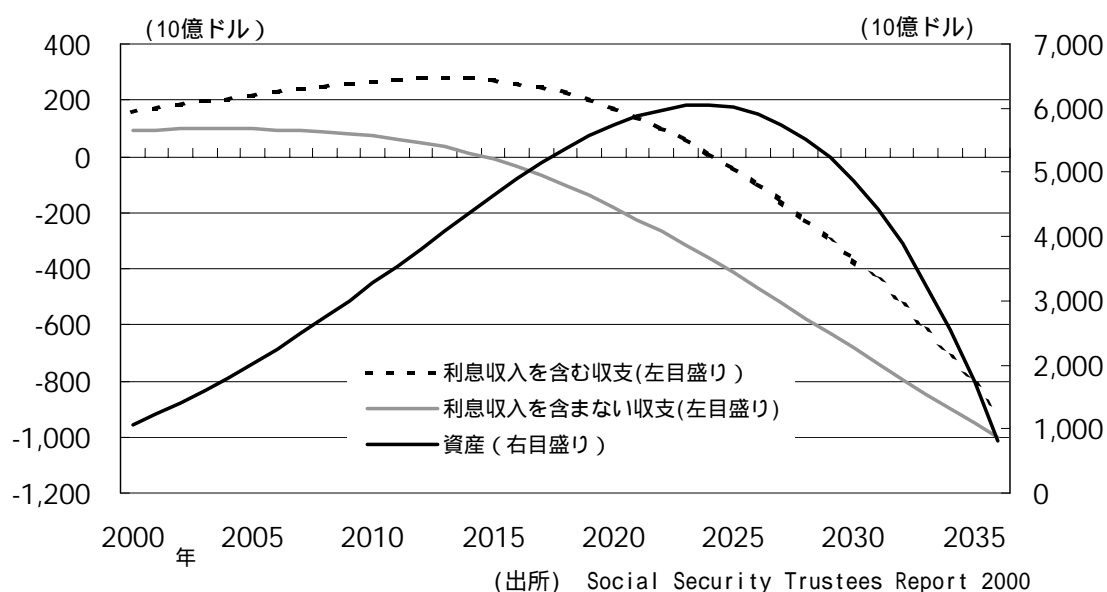
このように薔薇色にも見える統合予算ベースの財政黒字ではあるが、その内訳の半分以上が Off-Budget の黒字(社会保障信託基金の積立て)であることを勘案すると、その数字を額面どおり受け取るべきではない。すなわち、拡大基調にある Off-Budget の黒字は、ベビーブーム世代の将来に向けた年金の積立てであり、いずれは国民に返済されなければならない政府部門の負債に見合うものとなっているからである。

これに加えて、より仔細にみると、On-Budget の予想される黒字の中にも、社会保障信託基金以外の将来への積立て(公務員年金、医療保険<メディケア>、失業保険など)が含まれている。CBO の見通しによると、こうした積立ての累積は、2000年度から2010年度にかけて約9千億ドルとなっており、これは同期間中に見込まれる On-Budget の累積黒字額(2兆2,570億ドル)の約40%に達する。したがって、On-Budget の黒字といっても全額が純粋な意味での政府貯蓄に該当するわけ

ではなく、そのうち 4 割程度は将来的な負担への備えであることに留意する必要がある。

一方で、Off-Budget の黒字額自体も、長期的な収支を考えると全く十分なものではなく、将来の破綻に向けて何ら有効な手段が講じられていないのが実情である。すなわち、現在の制度を前提とすれば、2025 年頃には社会保障信託基金の資産は減少に転じ、2037 年頃には債務超過に陥ると見込まれている(図表 4)。

(図表4) 社会保障信託基金の収支および資産の見通し



#### (4) 大統領選挙の影響

CBO の見通しに対する大統領選挙の影響をみるために、選挙の争点となっている主要経済政策を比較すると(図表 5)、民主・共和両党の伝統的なイデオロギーを反映した減税と支出増に関する賛否という相違はあるものの、結局これまでよりも拡張的な財政政策になる可能性がある。

共和党は、「民間部門の活用を中心とした改革」を基本理念とし、財政黒字を国民に還元するべく大型減税を掲げ、社会保障制度の一部民営化を提唱している。これに対し、民主党は、Clinton 政権を引き継ぎ 2012 年までの民間保有連邦債務の解消にコミットする一方、「政府による中間層 (working family) 支援の充実」に力点を置いた支出増と減税を掲げ、共和党の提唱する社会保障制度の一部民営化には反対の意を表明している。

(図表 5) 共和党、民主党の主要経済政策の比較

|      | 共和党                 | 民主党                               |
|------|---------------------|-----------------------------------|
| 基本理念 | ・ 民間セクターの活用を中心とした改革 | ・ 政府による中間層 (working family) 支援の充実 |

|            |   |   |
|------------|---|---|
| 財政黒字の主要な用途 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 大型減税</li> <li>・ Off-Budget の黒字は留保</li> </ul>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 連邦債務を 2012 年までに解消</li> <li>・ 中間層を対象とした支出増と減税</li> <li>・ Off-Budget の黒字は留保</li> </ul>                               |
| 税制改革       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 所得税率引き下げと簡素化</li> <li>・ 10 年間で総額 1.3 兆ドルの減税</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 教育や退職資金のための中間層への控除拡大</li> <li>・ 10 年間で総額 4,800 億ドルの減税</li> </ul>   |
| 社会保障制度改革   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 社会保障税の一部を新設する個人貯蓄口座で運用(株式投資を含む)</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 連邦債務削減に伴う利払い負担軽減分を社会保障信託基金に充当</li> <li>・ 給付の拡大</li> <li>・ 社会保障信託基金とは別枠で貯蓄口座(Retirement Savings Plus)を創設</li> </ul> |
| 医療保険制度改革   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 非課税の医療貯蓄口座を拡大</li> <li>・ 低所得者への医療保険費用助成</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 処方薬を医療保険の給付対象化</li> <li>・ 全児童のカバー</li> <li>・ 医療貯蓄口座拡大に反対</li> </ul>  |

両党の政策が財政収支に与える影響をみると(図表 6)、Off-Budget の黒字(社会保障信託基金の積立て)は債務削減以外には用いないように温存する一方で、On-Budget の黒字をほぼ使い切ってしまう可能性が高い点で共通している。

(図表 6) 共和党、民主党による財政黒字の用途計画(2001 ~ 2010 年度累積)  
(10 億ドル)

| 共和党                                |        | 民主党                                |      |
|------------------------------------|--------|------------------------------------|------|
| 財政収支(統合予算 <sup>1</sup> -入、CBO 見通し) | 4561   | 財政収支(統合予算 <sup>1</sup> -入、CBO 見通し) | 4561 |
| 社会保障信託基金(Off-Budget)               | 2388   | 社会保障信託基金(Off-Budget)               | 2388 |
| On-Budget(1)                       | 2173   | On-Budget(1)                       | 2173 |
| On-Budget の用途                      |        | On-Budget の用途                      |      |
| 減税                                 | 1317.0 | 減税                                 | 480  |
| 支出増                                | 474.6  | 支出増                                | 705  |
| 医療保険制度の充実                          | 198.3  | 医療保険制度の充実                          | 340  |
| ヘルスケアの充実                           | 131.9  | ヘルスケアの充実                           | 120  |
| 環境・エネルギー                           | 5.3    | 環境                                 | 120  |
| 教育                                 | 47.6   | 教育                                 | 115  |
| 国防                                 | 45.0   | 国防                                 | 100  |
| その他                                | 46.5   | その他                                | 90   |
| 利払い                                | 312.5  | 利払い                                | 253  |
| 行政改革による節減                          | 196.4  |                                    |      |
| 合計(2)                              | 1907.7 | 合計(2)                              | 1438 |
|                                    |        | 医療保険信託基金へ移転(債務削減)(3)               | 75   |
|                                    |        | 医療保険信託基金の黒字の Off-Budget 化(4)       | 360  |
|                                    |        | Surplus Reserve Fund (5)           | 300  |
| (1)-(2)                            | 265.3  | (1)-(2)-(3)-(4)-(5)                | 0    |

(出所 Bush、Gore 両候補それぞれの公式ホームページ)



もとより、両党の政策が実際に実施されるかどうかは、今後の景気動向にもよるほか、何よりも同時に行われる議会選挙の結果にも大きく左右される。新大統領と議会が異なる政党で占められることとなれば、新しい政策の実施には相当の困難を伴うとの見方が多い。こうした観点から大統領候補者を比較すると、議会選挙<sup>3</sup>で優位な立場にあると言われる共和党の候補者である Bush が新大統領になった場合の方が Gore に比べて政策が迅速に実施される可能性が高い。

### 3. 連邦債務の構造と今後の行方

本章では、米国連邦債務の構造を示すことで、現在縮小が問題となっている民間投資家向けの市場性証券の今後の動向は、社会保障信託基金向けの非市場性証券、NY連銀がオペのために管理する所謂 SOMA (System Open Market Account) が保有する市場性証券の動向と関連していることを明らかにする。

#### (1) 連邦債務の構造

連邦債務の構造をみると(図表7) 昨年末で約5兆7千億ドルの総残高のうち、海外通貨当局も含めた民間投資家が売買できる証券(図表中のシャドー部分「民間投資家保有の市場性証券」)は約2兆7千億ドル(99年度末)と約48%に過ぎないことがわかる。

(図表7) 連邦債務残高の構成

(会計年度、10億ドル、額面ベース)

|      | 連邦債務   |        |        |     |        |        |         |        |               |       |      | その他  | 連邦機関債 <sup>4</sup> |
|------|--------|--------|--------|-----|--------|--------|---------|--------|---------------|-------|------|------|--------------------|
|      | 有利子国債  |        |        |     |        |        |         |        |               |       |      |      |                    |
|      | 連邦政府保有 |        |        |     |        | 民間保有   |         |        |               |       |      |      |                    |
|      | 市場性証券  |        | 非市場性証券 |     |        | NY連銀保有 | 民間投資家保有 |        |               |       |      |      |                    |
|      |        |        |        |     | 市場性証券  |        | 非市場性証券  |        |               |       |      |      |                    |
| 1995 | 5000.9 | 4950.6 | 1320.8 | 1.5 | 1319.3 | 3629.8 | 374.1   | 3255.7 | <b>2884.8</b> | 370.9 | 23.3 | 27.0 |                    |
| 1996 | 5259.9 | 5220.8 | 1447.0 | 1.5 | 1445.5 | 3773.8 | 390.9   | 3382.9 | <b>3025.9</b> | 356.9 | 4.0  | 35.0 |                    |
| 1997 | 5446.3 | 5407.5 | 1598.5 | 1.3 | 1597.2 | 3809.1 | 436.5   | 3372.6 | <b>3001.9</b> | 370.7 | 5.6  | 33.2 |                    |
| 1998 | 5555.6 | 5518.7 | 1765.6 | 1.3 | 1764.3 | 3753.1 | 458.1   | 3295.0 | <b>2871.6</b> | 423.3 | 7.5  | 29.4 |                    |
| 1999 | 5685.2 | 5647.2 | 1989.1 | 1.1 | 1987.9 | 3658.2 | 496.5   | 3161.7 | <b>2735.4</b> | 426.3 | 9.0  | 28.9 |                    |

(出典 Treasury Bulletin)

<sup>3</sup> 大統領選挙と同時に実施される議会選挙は、上院は共和党が多数を引き続き確保する一方、下院については大統領選挙と同様に共和党と民主党が伯仲との見方が一般的。

<sup>4</sup> この連邦機関債は、全額政府出資の連邦政府機関(例えば、TVA<Tennessee Valley Authority>や輸出入銀行)の発行する債券を指し、連邦全国抵当金庫(FNMA)などの民間資本が導入されている連邦政府関連機関の発行する債券(いわゆる Agency 債)は含まない。

連邦債務は、「民間投資家保有の市場性証券」以外にも、様々なタイプの債務から構成される。主要なものを挙げると以下のとおり。

- 政府勘定向け非市場性証券(図表中の「連邦政府保有の非市場性証券」)

社会保障信託基金など政府が管理する信託基金<sup>5</sup>の余裕金は、原則として非市場性国債で運用されており、総額約 2 兆ドル(99 年度末)と、民間投資家向け市場性証券に次ぐ規模となっている。

- NY 連銀( SOMA: System Open Market Account )保有の市場性証券(図表中の「NY 連銀保有」)

NY 連銀は、オペのために市場性証券を保有しており(約 5 千億ドル<99 年度末>)、その残高は成長通貨供給の結果として過去 5 年間をみると年平均 6~7%のペースで増加してきている。

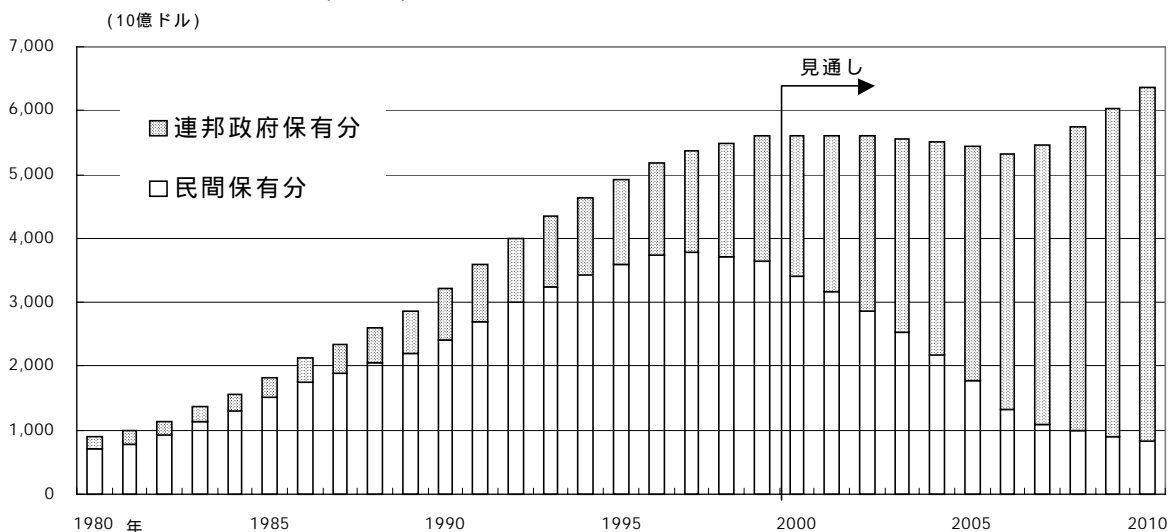
- 民間投資家向け非市場性証券(図表中の「民間保有の非市場性証券」)

個人貯蓄、地方公共団体、外国政府などを対象とした非市場性国債が発行されており、その残高は総額で約 4 千億ドル(99 年度末)程度となっている。

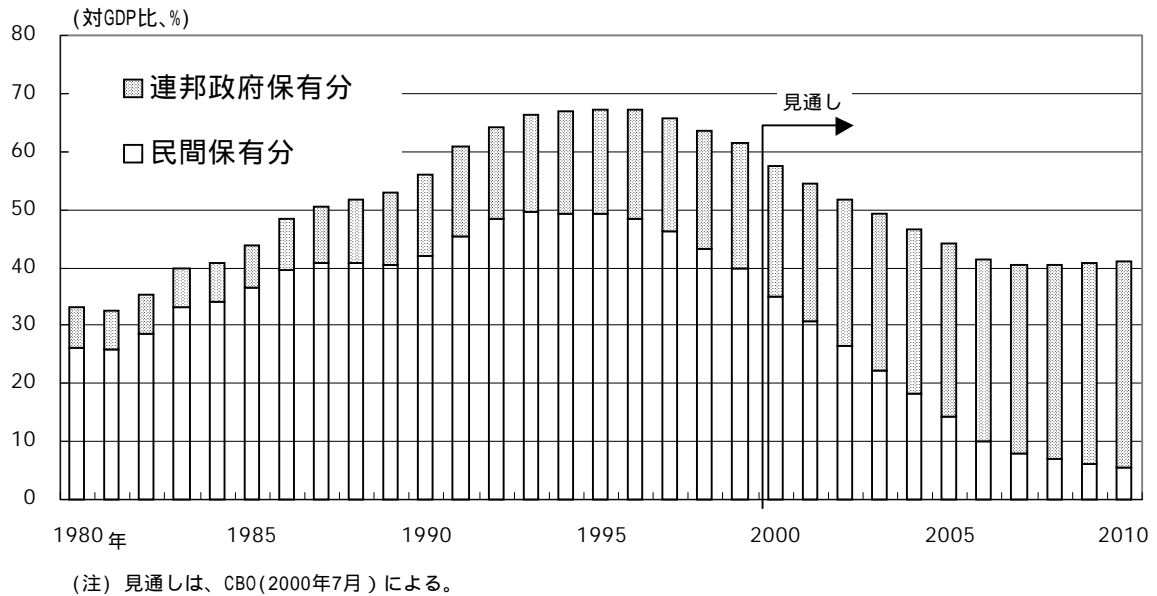
## (2) CBO による今後の連邦債務の見通し

CBO による連邦債務残高の見通し(図表 8)によると、連邦債務残高(グロスベース)は今後高水準横這いの後 2007 年度以降は増加に転じるが、その中で民間保有の市場性証券の減少とそれを上回る政府保有の非市場性証券の増加が見込まれている。

(図表 8) 連邦債務残高の動向(グロスベース)

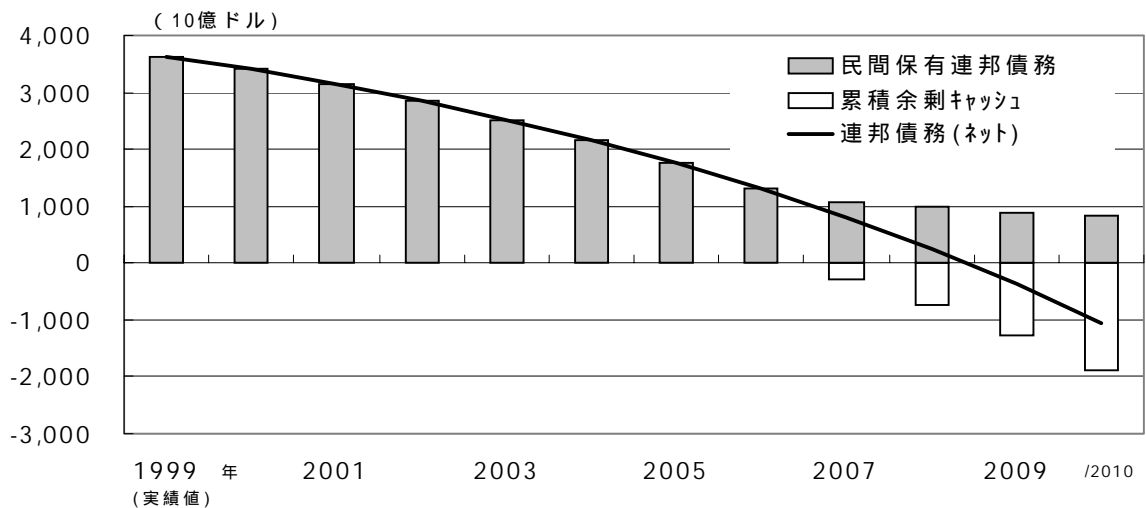


<sup>5</sup> 社会保障信託基金以外の信託基金は、すべて On-Budget に含まれている。



民間保有の市場性証券の減少見通しは、積極的な買戻しを行わずに、償還のタイミングにあわせた削減に止めるとの前提に立っている。実際には、2007年度以降は、償還を迎えていない証券が残ってしまう形となることから余剰キャッシュが蓄積する可能性が高く(図表9)買戻し等でより前倒して削減を進める余地がある。

(図表9) 民間保有連邦債務残高の見通し



こうした連邦債務の中の民間向けの市場性証券と政府保有の非市場性証券の構成逆転は、社会保障信託基金等政府の管理する信託基金の運用が主に非市場性国債によって行われている<sup>6</sup>ことと関連している。すなわち、こうした信託基金の余

<sup>6</sup> 例えば、社会保障信託基金については、社会保障法(42USC7§401(d))により、その余裕金の運用は米国債および政府保証債に制限されている。

裕金は、非市場性証券の発行を見合いとして政府部内を移動し、従来は信託基金以外の連邦予算、すなわち日本の一般会計予算に相当する連邦基金（Federal Funds）の赤字の埋め合わせに使われてきた。そして、98年度の財政収支（統合予算ベース）の黒字化以降は連邦基金の赤字の埋め合わせに止まらず民間保有の市場性債務の削減にも使用されている。CBO 見通しによれば、2001年度には連邦基金が黒字に転化するため、それ以降は信託基金の余裕金は民間保有の市場性債務の削減のみに充当されていく見込み。

このように考えると、現在市場を賑わせている米国債市場の縮小・消滅とは、連邦政府債務全体の残高が拡大基調にある中で市場性証券から非市場性証券への振替に過ぎないとの見方も可能。しかも、こうした振替の主因となる社会保障信託基金（Off-Budget）<sup>7</sup>の長期的な収支を考えると、その振替もあくまでも一時的な現象に過ぎない。すなわち、社会保障制度が大枠現状のまま維持されるとすると、ベビーブーム世代が退職年齢に達する2010年度頃より年金受給者が急増し、2025年度頃から社会保障信託基金の資産を取り崩すようになるため、非市場性証券の残高は増加から減少に転じる（前出図表4）。一方、On-Budgetでは、こうした非市場性証券の償還に伴う負担が急増することから、市場性国債を発行し民間から資金調達を行わざるを得ない状況となり得る。

### （3）SOMA の問題

既述のように、民間投資家が実際に売買出来る証券の残高は、NY連銀が管理するSOMAがオペ等のために保有する市場性証券の規模に大きく影響を受ける。NY連銀は、縮小する市場性証券市場の流動性を確保するために、本年7月にSOMAの国債保有ルールを変更した。新ルールでは、国債発行総額に対するSOMA保有比率にかかる上限が従来は一律35%であったのに対し、中長期債の比率が引き下げられる（2年債:25%、5年債:20%、10/30年債:15%）ほか、流通市場からSOMAが購入する米国債は残存期間の短い利付債が中心となる。

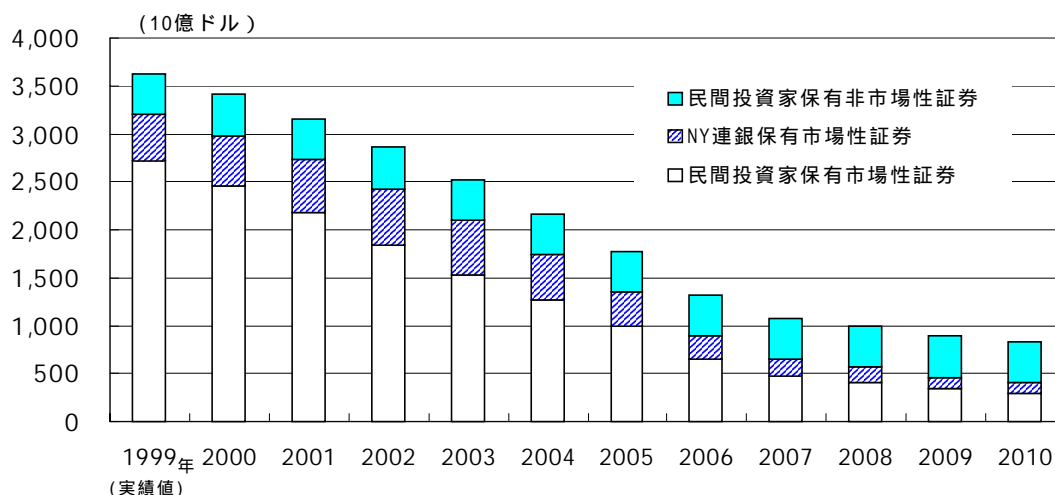
—— NY連銀は、この結果、残存期間別の1銘柄当たりのSOMA保有比率は、一定期間後、下表のとおりとなるとしている。

| 残存期間       | 1銘柄当たりのSOMA保有比率 |
|------------|-----------------|
| 1年未満       | 35%             |
| 1年以上2年未満   | 35%～25%         |
| 2年以上5年未満   | 25%～20%         |
| 5年以上10年未満  | 20%～15%         |
| 10年以上30年未満 | 15%             |

<sup>7</sup> CBO見通しによれば、連邦政府債務全体の残高に占める社会保障信託基金保有連邦債務の割合は、99年度の15.3%から2010年度には53.3%まで急上昇する見通し。

新しい SOMA の国債保有ルールを前提に、CBO の見通しの中で実際に民間投資家が売買出来る市場性証券の残高を試算することが出来る(図表10)。これによると、同残高は、2010年度には3,000億ドル程度と、99年度(2兆7,000億ドル)の1割程度まで縮小する。

(図表10) 民間投資家保有市場性証券の残高の見通し



- (注1) 民間保有の連邦債務残高については、CBO 見通し(2000/7)を使用。  
(注2) 民間投資家保有非市場性証券の残高については、99年度の実績値(4,260億ドル)で一定と仮定。  
(注3) NY 連銀保有分については、94~99年度の年平均増加率(6.6%)で増加していくと仮定。同時に、NY 連銀保有分は、同行の SOMA (System Open Market Account) 保有米国債のポートフォリオ運営方法に基づき、民間保有連邦債務残高(非市場性証券残高を除く)の27%を上限とすると仮定。

上記の試算は、SOMA の運営について、2003年度以降は国債オペ以外の手段で成長通貨の供給をせざるを得ないという想定を行っている。その場合のひとつの理論的な選択肢は、国債のみならず、Agency 債や安全性の高い民間債券を利用することである。実際、SOMA は現在でも Agency 債を保有出来ることとなっている(一時期に保有した実績もある)が、Agency 債に対する政府による暗黙の補助金の扱いが政治的に微妙な問題になっている中で、保有に踏み切るのは困難との見方も市場には存在する。これ以外にも、現在では公開市場操作の補完的な地位にとどまっている discount window が流動性供給の中心的な役割を果たす可能性も市場では議論されている。

#### 4. 次期大統領の政策運営と国債市場動向

本章では、いずれの候補が大統領となった場合でも民間向けの市場性証券の縮小は CBO の見通しと然程変わらない程度まで進行する可能性が高いことを簡単な試算で示した後、市場性証券縮小に影響を与え得る社会保障信託基金の運用対象拡大を巡る議論について論点を整理する。

### (1) 次期大統領の政策運営による影響

民間向け市場性証券の今後の縮小テンポに対する次期大統領による政策運営の影響をみると、多くの不確定要因がある中でも、Off-Budgetの黒字（社会保障信託基金の積立て）は債務削減に充当するために温存するという両候補の基本線が守られる限り、CBOの見通しと然程変わらない程度まで縮小が進む可能性が高い。すなわち、両候補ともに On-Budgetの黒字を使い果たし、Off-Budgetの黒字のみを債務削減に充てた場合の民間保有連邦債務の残高の推移を試算（図表11）すると、CBO見通しに比べて縮小テンポは鈍化するが、2010年度には9,350億ドルとなり、CBO見通し（8,300億ドル）と然程変わらない水準となる。

**(図表11) On-Budgetの収支はゼロで推移し、Off-Budget収支の黒字のみが債務削減に充当されると仮定した場合の民間保有連邦債務残高への影響**  
債務縮小のテンポは大幅に低下するが、2010年度にはCBO見通しとほぼ同程度の水準となる。

(10億ドル)

|          | On-Budget | Off-Budget | 民間保有連邦債務残高 |      |
|----------|-----------|------------|------------|------|
|          | 収支        | 収支         | CBO見通し     | 試算   |
|          | 仮定        | CBO見通し     |            |      |
|          |           | (1)        |            | (2)  |
| 1999(実績) | 1         | 124        | 3633       | 3633 |
| 2000     | 84        | 149        | 3409       | 3409 |
| 2001     | 102       | 165        | 3158       | 3158 |
| 2002     | 0         | 186        | 2854       | 2972 |
| 2003     | 0         | 202        | 2522       | 2770 |
| 2004     | 0         | 215        | 2165       | 2555 |
| 2005     | 0         | 232        | 1774       | 2323 |
| 2006     | 0         | 247        | 1315       | 2076 |
| 2007     | 0         | 263        | 1081       | 1813 |
| 2008     | 0         | 278        | 989        | 1535 |
| 2009     | 0         | 293        | 887        | 1242 |
| 2010     | 0         | 307        | 830        | 935  |

(注1) 政策変更は、2002年度予算から行われるとし、2000、2001年度についてはCBO見通しを使用。  
(注2) (当該年度の債務残高) = (前年度の債務残高) - (1) と仮定。  
(注3) On-Budget収支および債務残高の変化は、金利等その他の経済環境に影響を与えないと仮定。

このように On-Budgetの収支見通しが異なる中で最終的な債務削減のタイミングが然程異ならないのは、既述のようにCBOの見通しに余剰キャッシュを累積させつつ国債の償還の機会を待つという選択の余地があるためである。

## ( 2 ) 社会保障信託基金の運用規制

民間向けの市場性証券の減少は、社会保障信託基金の運用が限定されていることに起因する面が大きい。これを緩和することは、債務削減に充当するための資金の減少となり、市場縮小を遅らせる大きなインパクトを持つ。今回の大統領選挙で、共和党は、社会保障制度の一部民営化、すなわち、社会保障税の一部<sup>8</sup>を個人貯蓄口座に移し、株式投資を含めた運用を民間委託するとの提案を行っている。こうした共和党案に沿った制度改革が行われた場合の民間保有連邦債務の残高の推移を試算すると、残高はやはり着実に減少していくが、CBO 見通しに比べてそのペースは大幅に緩慢なものとなる（図表 1 2 ）。

**(図表12) 社会保障税の一部が個人貯蓄口座に移転されるとの共和党が実現された場合の民間保有連邦債務残高への影響**

（On-Budgetの収支については、ゼロで推移すると仮定）

債務残高は着実に縮小していくが、そのペースはCBO見通しと比べ大幅に緩慢なものとなる。

(10億ドル)

|          | On-Budget<br>収支<br>仮定 | Off-Budget |     |     |     |     |     | 民間保有連邦債務残高 |      |
|----------|-----------------------|------------|-----|-----|-----|-----|-----|------------|------|
|          |                       | CBO見通し     |     |     | 試算  |     |     | CBO見通し     | 試算   |
|          |                       | 収入         | 支出  | 収支  | 収入  | 支出  | 収支  |            |      |
|          |                       | (1)        |     |     | (2) |     | (3) |            | (4)  |
| 1999(実績) | 1                     | 444        | 321 | 124 | 444 | 321 | 124 | 3633       | 3633 |
| 2000     | 84                    | 479        | 330 | 149 | 479 | 330 | 149 | 3409       | 3409 |
| 2001     | 102                   | 509        | 344 | 165 | 509 | 344 | 165 | 3158       | 3158 |
| 2002     | 0                     | 537        | 351 | 186 | 450 | 351 | 99  | 2854       | 3059 |
| 2003     | 0                     | 561        | 359 | 202 | 471 | 359 | 112 | 2522       | 2947 |
| 2004     | 0                     | 585        | 370 | 215 | 491 | 370 | 121 | 2165       | 2826 |
| 2005     | 0                     | 613        | 381 | 232 | 514 | 381 | 133 | 1774       | 2693 |
| 2006     | 0                     | 639        | 392 | 247 | 536 | 392 | 144 | 1315       | 2549 |
| 2007     | 0                     | 666        | 403 | 263 | 559 | 403 | 156 | 1081       | 2394 |
| 2008     | 0                     | 694        | 416 | 278 | 582 | 416 | 166 | 989        | 2228 |
| 2009     | 0                     | 725        | 432 | 293 | 608 | 432 | 176 | 887        | 2052 |
| 2010     | 0                     | 758        | 451 | 307 | 636 | 451 | 185 | 830        | 1867 |

(注 1)政策変更は、2002 年度予算から行われるとし、2000、2001 年度については CBO 見通しを使用。

(注 2)Off-Budget 収入の試算は、当初の収入から個人貯蓄口座移転分を除いたものを指し、ここでは、CBO 見通しから一定割合で減少すると仮定（計算式 (2) = (1) × (2%/12.4%) ）。一方、支出については CBO 見通しと同じと仮定。

(注 3)（当該年度の債務残高）=（前年度の債務残高）- (3) と仮定。

(注 4)On-Budget および Off-Budget の収支および債務残高の変化は、金利等その他の経済環境に影響を与えないと仮定。

<sup>8</sup> 共和党は、現在のところ具体的な数値を明確にコミットしているわけではないが、一般的には、社会保障税率 12.4%のうち 2%ポイント分が個人貯蓄口座に移されると見込まれている。

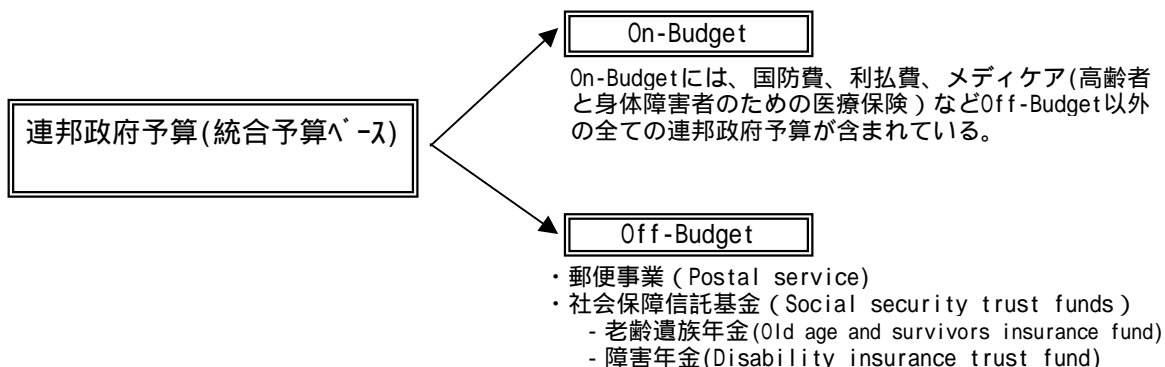
こうした運用規制の緩和の議論は過去にも繰り返されてきたが、実現の可能性は高くない。すなわち、昨年も Clinton 大統領から、「将来の財政黒字の一部を社会保障信託基金の財源に充当し、かつその 25%以下を株式投資する」との方針が表明されたが、資金運用が政治的な配慮から歪められ、マクロ的資本効率が低下する惧れがあること、運用リスクの上昇から、国民が将来の年金受給に疑問を呈し、公的年金に対する信認を後退させかねないことなどの問題から反対論も根強く、社会保障信託基金による株式投資はこれまで認められていない。

以 上



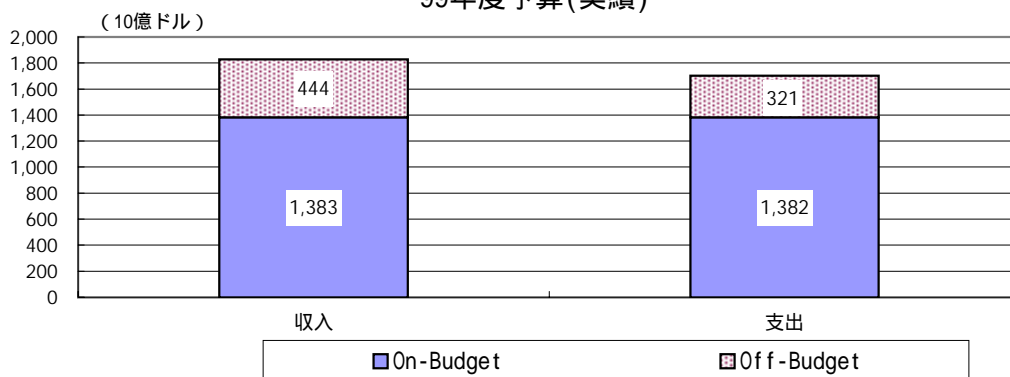
## 連邦政府予算の概要 (On-BudgetとOff-Budget)

連邦政府予算は、主に社会保障信託基金からなるOff-Budget とOff-Budget以外の連邦政府機関の全予算を含むOn-Budgetに分けられ、米国の財政収支は、通常、この両者を合計した統合予算 (Unified Budget) ベースの収支を指す。

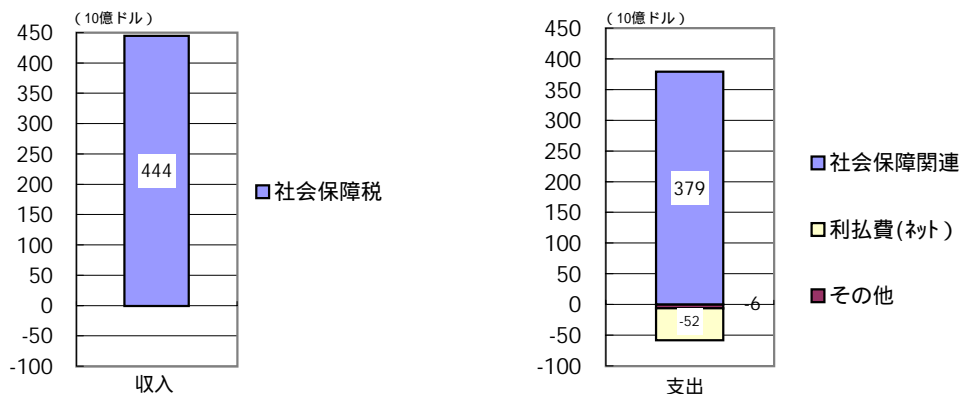


Off-Budgetの規模は、99年度予算で見ると、収入、支出ともにOn-Budgetの1/4程度。また、郵便事業は、一定のサービスにかかる料金収入は支出額の控除項目として計上されており、99年度予算では、Off-Budgetの支出全体 (3207.78億ドル) の約0.3% (10.21億ドル) に過ぎず、Off-Budgetは実質的には社会保障信託基金を意味すると見なすことが可能。

99年度予算(実績)



Off-Budgetの内訳



(注)米国の会計年度は、10月1日から翌年9月30日までとされ、年度末の属する年をもってその年の会計年度の呼称としている。したがって、現在は、2001年度予算の執行が開始されたところ。

## 【主要参考文献】

- 浅見敏彦編著、『世界の財政制度』、金融財政、1986年  
行天豊雄/黒田眞編著、『日米経済問題 100のキーワード』、有斐閣、1992年  
日本銀行国際統計研究会、『海外経済指標の読み方』、東洋経済、1993年  
山口光秀/島田晴雄編著、『アメリカ財政と世界経済』、東洋経済、1994年  
佐瀬隆夫、『現在のアメリカ経済』、千倉書房、1996年  
浜田恵造編著、『国債』、大蔵財務協会、1997年  
日本証券経済研究所、『図説 アメリカの証券市場』、1998年  
杉本和行編著、『図説 日本の財政』、東洋経済、1999年  
経済企画庁、『年次世界経済報告』、平成7年度、平成8年度  
*Anne-Marie Meulendyke, U.S. Monetary Policy and Financial Market, 1998*  
*Goldman Sachs, Bush versus Gore: A Budget Referendum, 2000*  
*Prosperity for America's Families, The Gore-Lieberman Economic Plan*  
*Renewing America's Purpose, Addresses Policy of George W. Bush*  
*Office of Management and Budget (OMB), Historical Tables*  
*Congressional Budget Office (CBO), The Budget and Economic Outlook*  
*The 2000 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-age and*  
*Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds*  
*US Treasury Bulletin*  
*Federal Reserve Bulletin*