

米国の赤字財政の現状と問題点

〔要 旨〕

米国の1975財政年度の財政収支じりは、戦後最大、最長の景気後退を背景に、既往最大の赤字を計上、さらに76年度も引き続き巨額の赤字を計上する公算が大きいとみられている。

もっとも米国においては、財政赤字はこの両年度に限られたものではなく、1960年度以降ほぼ一貫して赤字発生を余儀なくされている。かかる慢性的赤字の基本的背景としては、①ケネディ政権下において、雇用、設備に余裕のあった当時の経済環境を背景に完全雇用と成長重視の財政政策が打ち出され、しかもそれがある程度効を奏したことにより財政赤字に対するタブーが弱められたこと、②社会福祉関係支出の増勢が加速、そのほとんどが抑制不可能な支出として定着したこと（財政硬直化現象）、③このような社会福祉関係支出の増加をまかなうために十分な新規増税（高福祉・高負担の原則）が見送られたこと、などがあげられる。

1960年代以降の財政赤字をファイナンスするためにとられた手段は巨額の国債増発であったが、このような国債増発は結局のところマネー・サプライの過大な増加を通じてインフレ高進の原因となり、金融政策に大きな負担をかけることになった。

こうした過去の苦い経験からみて、1975、76両年度の巨額の財政赤字ファイナンスの問題に直面して、現在政策当局、金融市場関係者らが最も懸念しているのが、財政資金と民間資金との競合の問題である。財政資金と民間資金との競合問題が生ずる場合には、これに対して連邦準備制度が追加準備金を供給しないかぎり金利の上昇を招来するが、これが民間の投資意欲に悪影響を与えることになれば、財政支出ないし減税の景気刺激効果が民間の投資削減と相殺し合って、結局財政による景気刺激効果がそれほど期待できなくなる。また、逆に競合を懸念して連邦準備制度が過度に準備金の供給を行えば、インフレの禍根となりかねない。これまでのフィスカル・ポリシー論においては、概して財政支出の実体経済面に与える影響に重点がおかれ、これが金融面へ及ぼす影響についてはどちらかといえばやや過小評価されていたきらいがあった。その意味でこの際財政政策のあり方を実体、金融両面から総合的に振り返ってみる必要があるといえよう。

〔目 次〕

はじめに

1. 米国の赤字財政の現状と背景

- (1) 歳出・歳入の動向
- (2) 新しい財政理論と財政政策
- (3) 米国の予算制度と財政赤字

2. 財政赤字ファイナンスと国債管理

(1) 財政赤字ファイナンスの現状

(2) 国債管理政策

3. 財政赤字ファイナンスの問題点

- (1) 民間資金需要締め出しのメカニズム
- (2) 当面の見通し

む す び

はじめに

フォード大統領は戦後最長にして最大の不況を克服するため、1975年3月29日、総額228億ドルにのぼる減税法(Tax Reduction Act of 1975)に署名した。これに対しては、同法成立直後から、①減税幅が当初フォード大統領の提案した160億ドルから議会審議の過程で大きくふくらんだ結果、財政赤字幅が大きくなりすぎたこと、②経済指標の一部に好転気配がみられる段階での減税実施はタイミングとして遅きに失しており、景気回復を急激なものとするおそれもないではないこと、などからインフレ再燃を警戒する声があったが、インフレ再燃を警戒する声は時とともに強まりつつある。

米国においてこのようにインフレ再燃警戒論が主張されているのは、フォード大統領が議会に対し財政支出の抑制を懸命に訴えているにもかかわらずその実があがらず、1976年度の財政赤字が700億ドル近くになるとの見方も多く(議会が決議した歳出限度は3,670億ドル、赤字上限は688億ドル)、1975年度分の赤字額約440億ドルと合わせると、1975、76両年の財務省による資金調達必要額はかつてない膨大なものとなり、連邦準備制度は金融市場が過度にひっ迫することを避けるため、マネー・サプライを大幅に増加させざるをえなくなるのではないかと不安に基づくものである。

以下、米国の財政赤字の現状とその背景をさぐり、さらにこうした財政赤字とそのファイナンスに絡む問題点を検討することとする。

1. 米国の赤字財政の現状と背景

1975年度に続き1976年度も巨額の財政赤字の発生が予想されているが、米国においては財政赤字はなにもこの両年度に限られたものではなく、1961年度以降はほぼ一貫してほとんど毎年赤字が発生している(第1表)。このように財政赤字が続いた基本的背景としては、

第1に、ケネディ政権下において完全雇用と成長重視の財政政策が主張され、しかも「赤字の中の大減税」という積極財政がある程度効を奏したことにより、財政赤字に対するタブーが弱められたこと(この過程で後述の完全雇用黒字の概念が重要な役割を果たした)、

第2に、1960年代半以降からのベトナム戦争のエスカレーションと同時に、社会保障拡充への要請が強まったことから、「大砲もバターも」というかたちで歳出が増大、ベトナム戦争終了後も社会福祉関係支出の増勢が加速する一方、その増加分のほとんどが抑制不可能な支出として定着してしまったこと、

第3に、このような社会福祉関係支出の増加を相殺するに十分な新規増税——いわゆる高福祉・高負担の原則——が見送られたこと、などが指摘されるが、これとともに米国の予算制

(第1表)

連邦予算規模の推移

(単位・億ドル)

	歳入	前年比 増減率	歳出	前年比 増減率	収支 じり
1960年度	925	16.7	922	0.1	3
61	944	2.1	978	6.0	- 34
62	997	5.6	1,068	9.2	- 71
63	1,066	6.9	1,113	4.2	- 47
64	1,127	5.7	1,186	6.5	- 59
65	1,168	3.7	1,184	- 0.1	- 16
66	1,309	12.0	1,347	13.7	- 38
67	1,496	14.3	1,583	17.5	- 87
68	1,537	2.8	1,788	13.0	-251
69	1,878	22.2	1,845	3.2	33
70	1,937	3.2	1,966	6.5	- 29
71	1,884	- 2.8	2,114	7.5	-230
72	2,086	10.8	2,319	9.7	-233
73	2,322	11.3	2,465	6.3	-143
74	2,649	14.1	2,684	8.9	- 35
75(速報)	2,809	6.0	3,251	21.1	-442
76(予想)	2,990	6.4	3,589	10.4	-599

(注) 年度は前年7月から当該年6月までの期間(たとえば、74年度は73年7月～74年6月)。

資料：1975年大統領経済報告。ただし、75年度計数は、政府発表の実績速報、76年度は本年5月末発表の政府見通しによる。

度が財政赤字を発生させやすい仕組みになっていて、
たことも見のがせない。

(1) 歳出・歳入の動向

(歳出の持続的拡大)

1961年度以降 1974年度までの間に歳出は 2.7 倍に増加し、なかでも教育・雇用対策費、保健費、社会保障関係費等の社会福祉関係支出はほぼ一貫して根強い増勢を持続、この間 4.5 倍にも達している(注1)。この結果、これら項目合計のウエイトは1961年度の30%から1974年度には49%にまで上昇、歳出拡大の主因となった(第2表)。なおこの間、国防費のウエイトは、ベトナム戦争拡大の時期(60年代後半)を除き総じて低下傾向にある。

加えて、実質的には州以下の地方政府による社会福祉関係支出に対する補助的性格が強い地方財政補助(grants-in-aid)が、1960年代央以降急テンポの増勢を持続している点も見のがせない(第3表)。

また、社会福祉関係支出の増加に関連して注目されるのは、これを別の角度からみると、軍人恩給費、社会保障給付などいわゆる「比較的抑制不可能な支出(relatively uncontrollable expenditures)」(注2)のウエイトが高まっていることである。

(注1) この間の事情は国民所得勘定ベースでみても明白であり、「国内移転支出(domestic transfer payments)」は1965年度の283億ドルから1974年度には1,013億ドルと著増を示している。

国内移転支出(国民所得勘定ベース)

(単位・億ドル)

	合 計	退職者・身体 障害者給付	入院・医療 補助保険	困窮者食 料切符	退役軍人 給付・保険	失業保険 給付	そ の 他
1965年度	283	202	—	*	47	25	9
70	548	356	67	6	69	30	20
71	674	424	74	15	80	56	23
72	757	479	83	18	88	65	25
73	867	585	90	21	97	48	25
74	1,013	691	109	27	104	54	27

(注) *印は50百万ドル以下。

資料：Special Analyses, Budget of the United States Government Fiscal Year 1976.

(注2) 「比較的抑制不可能な支出」とは現行法により政府の支出が義務づけられているか、その性格上支出額を裁量的に決定することが困難な支出であり、軍人恩給費、社会保障給付といった社会福祉関係支出の大部分、国債利払費、農産物価格支持費などの永続的計画および固定費と前年度以前の契約に基づく支出が含まれる(第4表参照)。

(第2表)

米 国 連 邦 政 府 歳 出 の 推 移

(単位・億ドル、カッコ内は構成比・%)

	1961 年度	1965 年度	1966 年度	1967 年度	1968 年度	1969 年度	1970 年度	1971 年度	1972 年度	1973 年度	1974 年度	増減率(年率・%)		
												1961~65 年度平均	1966~70 年度平均	1971~74 年度平均
国 防 費	474 (48.4)	486 (41.0)	559 (41.5)	691 (43.7)	794 (44.4)	802 (43.5)	793 (40.3)	768 (36.3)	774 (33.4)	751 (30.5)	786 (29.3)	1.1	10.3	- 0.2
社 会 福 祉 関 係 支 出	290 (29.7)	353 (29.8)	415 (30.9)	505 (32.0)	573 (31.9)	636 (34.4)	728 (36.9)	889 (42.1)	1,038 (44.7)	1,157 (46.9)	1,315 (49.0)	6.7	15.6	15.9
教 育・雇 用 対 策 費	12 (1.3)	21 (1.8)	41 (3.0)	60 (3.8)	70 (3.9)	69 (3.7)	79 (4.0)	90 (4.3)	117 (5.0)	119 (4.8)	116 (4.3)	10.1	30.3	10.1
保 健 費	9 (0.9)	18 (1.5)	26 (2.0)	68 (4.3)	97 (5.4)	118 (6.4)	131 (6.6)	147 (7.0)	175 (7.5)	188 (7.6)	221 (8.2)	17.6	48.7	14.0
社 会 保 障 関 係 費	212 (21.7)	257 (21.7)	289 (21.5)	308 (19.5)	337 (18.8)	373 (20.2)	431 (21.9)	554 (26.2)	639 (27.6)	730 (29.6)	844 (31.5)	7.4	10.9	18.3
軍 人 恩 給 費	57 (5.8)	57 (4.8)	59 (4.4)	69 (4.4)	69 (3.8)	76 (4.1)	87 (4.4)	98 (4.6)	107 (4.6)	120 (4.9)	134 (5.0)	1.1	8.8	11.4
そ の 他	214 (21.9)	345 (29.2)	373 (27.6)	387 (24.3)	421 (23.7)	407 (22.1)	445 (22.8)	457 (21.6)	507 (21.9)	557 (22.6)	583 (21.7)	10.6	5.2	7.0
合 計	978	1,184	1,347	1,583	1,788	1,845	1,966	2,114	2,319	2,465	2,684	5.1	10.7	8.1

資料：大統領経済報告。

(第3表)

地方財政補助(国民所得勘定ベース)

(単位・億ドル)

	合計	地 方 交付金 および 一般財 政補助	社会 保障 関係費	保健 費	教育・ 雇 用 対 策 費	運輸 費	地域 開発 費	そ の 他
1965年度	109	2	32	7	14	41	6	8
70	226	3	49	39	52	46	22	15
71	268	3	66	45	61	49	24	20
72	326	4	79	60	82	51	28	22
73	402	70	76	62	84	53	29	27
74	415	65	71	76	81	53	29	41

資料：Special Analyses, Budget of the United States Government Fiscal Year 1976.

このような「抑制不可能な支出」はいったん立法化されると、議会の審議を経ずに支出が自動的に決定される関係上、歳出削減の対象とすることがきわめて困難である。このため、歳出総額に占める「抑制不可能な支出」のウェイトは1960年代以来徐々に上昇を続け、1968年度には60%の水準に達し、さらに1974年度には72%にまで達してい

る(第4表)。しかも残余の「抑制可能な支出」の約3分の2は国防費で占められており、これも実質的には削減困難なため、裁量的に削減が可能な支出額のウェイトはきわめて低いことがうかがわれる。

このように社会福祉関係支出の増加は、法律を改廃しないかぎり「抑制不可能な支出」のウェイトを高め、それだけ歳出の膨張化傾向(注3)の抑制をますます困難にしている。

(減税措置と歳入)

米国の財政制度では、伝統的に個人所得税、法人所得税、社会保障税・社会保険、消費税がおもな財源(1974年度税収の約95%を占める)となっているが、後記のような積極財政下の減税措置(第5表)等を映じて、個人所得税、法人所得税の伸びは必ずしも十分ではない(第6表)。すなわち、歳入の大宗を占める個人所得税については累進税制度によっているため、経済成長とインフレにより名目所得が増加するとそれよりさらに速い

(注3) バーンズ連邦準備制度理事会議長は「歳出が1962年度に1,000億ドルに到達するのに200年近くを要したのに対し、わずか9年後の1971年度には2,000億ドルを突破、さらにわずか4年後の1975年度には3,000億ドルを突破することが確実視されている」と言明(1975年3月13日上院予算委員会での議会証言)。

(第4表)

比較的抑制不可能な支出の内訳

(単位・億ドル)

	1967年度	1968年度	1969年度	1970年度	1971年度	1972年度	1973年度	1974年度
永続的 (open-ended) 計画および固定費	568	648	745	842	1,001	1,143	1,334	1,508
社会保障および鉄道退職給付	225	248	283	313	372	416	507	576
連邦職員退職・保険給付	38	43	48	56	66	77	90	108
失業補助	28	29	29	37	66	75	57	65
軍人恩給	50	49	57	66	76	83	93	100
医療保険給付	46	72	89	99	112	134	141	172
住宅補助	3	3	4	5	7	11	16	18
その他の公的個人扶助	28	34	39	47	74	89	91	115
国債利払費	103	111	127	144	148	155	174	215
地方交付金	—	—	—	—	—	—	66	61
その他の永続的計画および固定費	47	62	69	76	80	104	99	78
前年度以前の契約に基づく支出	370	423	419	415	402	392	396	438
比較的抑制不可能な支出合計	937	1,072	1,164	1,257	1,404	1,535	1,730	1,945
(同上の歳出総額に占める割合・%)	(59.2)	(59.9)	(63.1)	(64.0)	(66.4)	(66.2)	(70.2)	(72.5)
比較的抑制可能な支出	662	735	701	733	737	811	764	772
国防費	461	527	526	518	518	535	526	530
非国防費	201	208	175	215	219	277	238	242

(注) 一部区分不可能な項目があるため、「比較的抑制不可能な支出」と「抑制可能な支出」の合計は第2表の歳出合計と一致しない。

資料: The Budget of the United States Government Fiscal Year 1976.

ペースで増加する傾向があるはずであるが、この間の減税実施により、歳入中のウェイトはさして増大していない。また、法人所得税のウェイトは1960～70年代を通じほぼ一貫して低下している(1961年度22.2%→1974年度14.6%)。一方、社会保障税・社会保険のウェイトは1960～70年代を通じ一貫して上昇、1968年度以降法人所得税を抜いて第2のウェイトを占めるに至っている(1961年度17.4%→1974年度29.0%)。しかし、歳出面の社会保障費の増加には及ばず、社会保障関係の収支は財政赤字を拡大する要因となっている。

(2) 新しい財政理論と財政政策

上記のような歳出、歳入の動向は、1960年代に入ってから基本的な財政理念(budget philosophy)の変化によるところが大きいとみられる。すなわち、1950年代の共和党政権下における経済の安定を目標とした消極的な財政政策から、民主党ケネディ政権の登場に伴う成長指向型の積極財

(第5表) 1960年以降の主要減税措置

1964年	(総額115億ドル、対GNP比率1.8%) ・個人所得税減税92億ドル(所得税額の19.4%) ・法人所得税減税23億ドル
1969年	(総額149億ドル、対GNP比率1.5%) ・個人所得税、法人所得税等の減税 ＜実施は70年＞
1971年	(70年以降3か年間で総額260億ドル*) ・個人所得税減税(71年実施)89億ドル(所得税額の10%)等 * 1969年減税法の改正
1975年	(総額228億ドル、対GNP比率1.5%*) ・個人所得税減税等(給付措置を含む)200億ドル(所得税額の約17%) ・法人所得税減税等28億ドル * 対GNP比率は経済教書で発表された75年のGNP政府見通し(14,980億ドル)に基づき算出。

政への変化がそれである。

(ニュー・エコノミックスの成長重視の積極財政)

1960年代以降の完全雇用、成長重視の財政政策

(第6表)

米 国 連 邦 政 府 歳 入 の 推 移

(単位・億ドル、カッコ内は構成比・%)

	1961 年度	1965 年度	1966 年度	1967 年度	1968 年度	1969 年度	1970 年度	1971 年度	1972 年度	1973 年度	1974 年度	増減率(年率・%)		
												1961~65 年度平均	1966~70 年度平均	1971~74 年度平均
個人所得税	413 (43.8)	488 (41.8)	554 (42.4)	615 (41.1)	687 (44.7)	872 (46.5)	904 (46.7)	862 (45.8)	947 (45.4)	1,032 (44.5)	1,190 (44.9)	3.7	13.1	7.1
法人所得税	210 (22.2)	255 (21.8)	301 (23.0)	340 (22.7)	287 (18.7)	367 (19.5)	328 (16.9)	268 (14.2)	322 (15.4)	362 (15.6)	386 (14.6)	3.5	5.2	4.2
社会保険税・ 社会保険	164 (17.4)	223 (19.1)	256 (19.5)	333 (22.3)	346 (22.5)	399 (21.3)	453 (23.4)	486 (25.8)	539 (25.8)	645 (27.8)	768 (29.0)	8.7	15.3	14.1
消費税	119 (12.6)	146 (12.5)	131 (10.0)	137 (9.2)	141 (9.2)	152 (8.1)	157 (8.1)	166 (8.8)	155 (7.4)	163 (7.0)	168 (6.4)	4.5	1.5	1.7
その他	38 (4.0)	56 (4.8)	67 (5.1)	71 (4.7)	76 (4.9)	88 (4.6)	95 (4.9)	102 (5.4)	123 (6.0)	120 (5.1)	137 (5.1)	7.5	11.1	9.6
合 計	944	1,168	1,309	1,496	1,537	1,878	1,937	1,884	2,086	2,322	2,649	4.8	10.6	8.1

資料：大統領経済報告。

展開の基盤となったのは、1946年に成立した雇用法(Employment Act)であり、より端的には「連邦政府が経済全体の活動水準、雇用水準を高く維持する責任を持っている(同法前文)」との同法の立法趣旨であったといえよう。

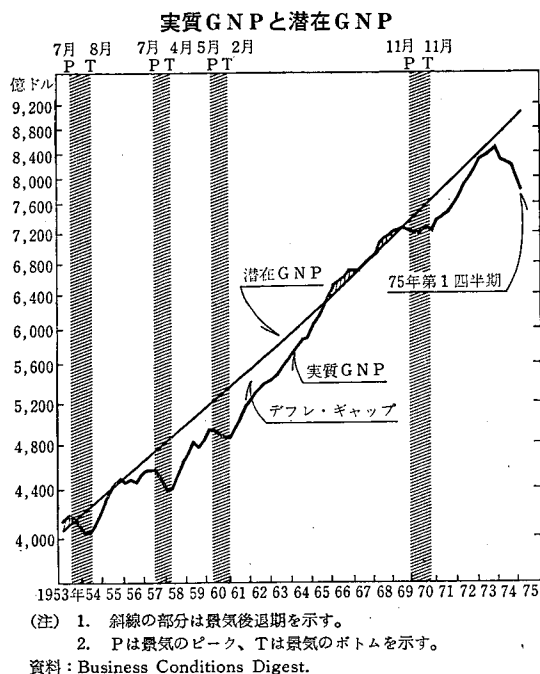
もっとも雇用法制定後も、1950年代の大半は伝統的に均衡財政重視の共和党政権下にあったため、財政政策が経済成長を促進するといった色彩は薄く、もっぱら景気対策の範囲にとどまっており、1953~54年の景気後退の場合にも、意図的な減税が行われてはいるものの、そのおもなねらいは累進所得税制と失業保険給付などの社会保障制度によるビルト・イン・スタビライザーの果たす役割を補完することにあった。したがって、現実には雇用法の精神に沿って財政政策の方向が、安定化から積極的に成長重視へ転換するに至ったのは、1960年代に入りケネディ政権が誕生し、ニュー・エコノミックス(注4)の信奉者たちが政策立案

に参加するようになってからである。このような政策理念転換の基本的背景は、失業率が1950年代後半に6%を超えるに至ったことから、単に景気の波をならすだけでは高雇用等の達成という観点からは不十分であり、経済活動の水準を潜在的成長力の天井まで高めて、失業率を当時の完全雇用目標であった4%以下に引き下げるべきであるとの社会的要請が強まったことである。すなわち、景気安定化政策で重視された財政のビルト・イン・スタビライザー機能は、これを政策担当者が財政的障害(fiscal drag)(注5)として問題視するようになったことにみられるように、むしろ現実の生産水準が潜在的な供給能力に達することを妨げる可能性があると考えられるようになった。このため、現実の経済活動水準を潜在的な供給能力(第1図)にまで引き上げることを目的に、拡大的

(注4) ケネディ、ジョンソン両大統領の下で、CEA委員長として、ニュー・エコノミックスを政治の場における実験に移すための強力な助言者であったウォルター W. ヘラーは、その著「New Dimensions of Political Economy(1966年)——政治経済学の新次元——」において、「今日、『知的革命』とか、『ニュー・エコノミックス』とか呼ばれているものは、新しい経済的真理の驚くべき発見があったからではなく、近代経済学が国民的思考および政策に迅速に、どしどし織り込まれていることを指している」と述べている。

(注5) 財政的障害とは個人所得税が累進制を採用しているために、税収の伸びが国民所得の増加率以上に増加し、それにより経済へ抑制的効果が生ずることを指す。

〔第1図〕



に財政を運営するように財政政策の方向が変化するに至ったのである。

また、このような政策目標の変更に伴って表面化してきたのが財政赤字拡大の問題であったが、ニュー・エコノミックスの信奉者たちが財政赤字に対するタブーを打破するために用いたのが完全雇用黒字(full employment surplus)^(注6)という概念である。すなわち、現在の財政収支が赤字であるとしても、その歳出・歳入予算の算出の前提となっている経済状況が不完全雇用状態であるならば、財政収支を均衡させることは完全雇用の達成に関して必ずしも望ましいとはみられず、完全雇用が達成され、それに見合う国民経済の規模になった場合、現在のシステムで財政に黒字が出

るか否か、もし出るならばその規模はどのくらいなのかということによって予算の適否を評価しなければならないというのがそれである。1960年代初に存在した米国の財政赤字は、当時の経済が6%を超える失業率にみられるように、不完全雇用状態であったがゆえに発生したものであり、雇用水準が完全雇用に達すれば当然相当大幅な黒字になっていたはずである、というのがニュー・エコノミックスの信奉者たちの見方であった。

したがって、潜在的な供給能力の限度まで経済活動の水準を上げるためには積極的な財政政策が必要であるとされ、そのための最も現実的な手段として減税措置が選ばれたのである。こうして1960年代前半に財政政策のねらいは単なる安定から成長へと変ぼうを遂げ、完全雇用黒字が少ないような予算こそが望ましいとされたため、いきおい現実には財政赤字の拡大をもたらすこととなった。

(ジョンソン大統領下の財政政策)

1960年代の半ばになると失業率も当初の目標であった4%を切り、一応完全雇用が達成された。しかし、それとともに今度は社会福祉重視の理念が表面化することとなった。すなわち、ベトナム戦争のエスカレーションによる軍事費増大が続いている中で、「偉大な社会(The Great Society)」建設の方針が打ち出され、社会福祉関係支出が増えたため、いわゆる「大砲もバターも」というかたちで財政支出が拡大することとなった。

ちなみに、「偉大な社会」の建設は、1966年1月の経済報告においてジョンソン大統領が明らかにしたものであるが、「経済機会法(The Economic

(注6) 完全雇用黒字とは、完全雇用(定義:失業率4%)を想定した場合に見込まれる歳入から、失業保険給付を完全雇用水準に見合う支出額に調整した後の歳出を差し引いた収支である。なお、失業率4%の想定の下、生産性上昇率や労働人口増加率を勘案すると、各期間における実質成長率(潜在成長率)は次のとおりになるとされていた。

1952年第1四半期～62年第4四半期	3.5 %
62年第4四半期～65年第4四半期	3.75%
65年第4四半期～	4 %

Opportunity Act of 1964)」活用による貧困との戦い(The War on Poverty)を中心に、各種の立法および政策の総合的效果により国民生活の向上を図ろうとするものであった。

このような財政支出の拡大に伴い経済はしたいにインフレの様相を強め、景気の抑制が必要となってきたが、政府はベトナム関係特別支出の増加を相殺するいわば限界的調整を行うにとどまったため、完全雇用予算ベースでみても1966年度から1968年度にかけては財政収支が赤字を示現するなど(第7表)、財政は景気過熱を促進する一因となってしまう。なお、ジョンソン大統領は1966年1月の経済報告において増税の可能性を示唆し、1967年1月には実際に増税提案を行ったが、その後1年半近く歳出削減か増税かをめぐり議会での審議が難航、1968年6月ようやく成立^(注7)をみたもののタイミングを失する結果となった。

(第7表)

連邦完全雇用予算の推移

(単位・億ドル)

	歳入	前年比 増減率 %	歳出	前年比 増減率 %	収支じり
1960年度	1,024	n.a.	904	n.a.	120
61	1,094	6.8	957	5.9	137
62	1,159	5.9	1,049	9.6	110
63	1,217	5.0	1,113	6.1	104
64	1,255	3.1	1,156	3.9	99
65	1,247	-0.6	1,184	2.4	63
66	1,313	5.3	1,323	11.7	- 10
67	1,464	11.5	1,548	17.0	- 84
68	1,595	8.9	1,725	11.4	-130
69	1,914	20.0	1,862	7.9	52
70	2,075	8.4	1,958	5.2	117
71	2,128	2.6	2,088	6.6	40
72	2,248	5.6	2,284	9.4	- 36
73	2,472	10.0	2,538	11.1	- 66
74	2,822	14.2	2,673	5.3	149

資料：National Bureau of Economic Research.

(ニクソン政権下の財政政策)

1969年1月に登場したニクソン大統領は、ジョンソン政権の「偉大な社会」建設計画に対し、新連邦主義と呼ばれる国内政策を同年6月に打ち出した。その内容は、人的資源の開発強化のほか、地方交付金による福祉政策の地方分権化を骨子とするものであった。しかし、1960年代半以降の連邦政府の社会福祉関係支出の増加傾向は1970年代に入ってから一段と強まり、さらに1971年8月にはニクソン大統領による新経済政策の展開により、財政面では景気刺激に重点がおかれた結果、69年度に9年ぶりに黒字に転じた財政収支は、その後再び巨額の赤字を持続した。このような積極的赤字財政を展開するにあたって、従来均衡予算主義者であったニクソン大統領もニュー・エコノミックスによって導入された完全雇用黒字の概念を利用し、現実の財政収支が赤字であっても完全雇用ベースで均衡していれば、景気が完全雇用水準に近づくにつれ自動的に景気刺激効果が消滅することとなるので、景気中立的とみるべきであるとした。しかし、1960年代末から徐々にインフレが加速化し、それにより名目所得が水ぶくれしている状況下、累進税構造下にある個人所得税を通じ、歳入(したがって完全雇用歳入も)の方が歳出(したがって同歳出も)よりも高い伸びを示す関係にあったことに留意する必要がある。その点、ニクソン大統領が用いた完全雇用均衡の目標は、当時加速しつつあったインフレ率を前提とすれば、容易に完全雇用黒字が達成できるという意味で危険なものであったといえよう。

(3) 米国の予算制度と財政赤字

米国における予算作成の仕組みをみると、年初に大統領から議会に対して政府の財政方針を示し

(注7) 10%の付加税増徴を認めた1968年増税・歳出削減法で、注目されるのは1969年度歳出につき当初予算比60億ドル減の歳出限度枠(1,801億ドル)を設けたことである。もっともベトナム戦費、国債利払費、社会保障費、軍人恩給費については例外とされたため、結果的には歳出は1,845億ドルとなり限度枠を突破した。

た「予算教書」が提出されるが、実際の予算提出権は政府ではなく^(注8)、議会が各種の歳入・歳出案件を関係委員会において個々に審議し、そこで審議が終わりしだい本会議にかけることになっている。このため、議会審議の過程では予算全体の規模や歳入、歳出のバランス、さらにはその経済に与える影響などについてはこれまで必ずしも十分な配慮が加えられないうらみがあった。しかも各委員会で、増税、歳出抑制は政治的に摩擦が大きく不人気なためなかなか実施されなかった一方、压力団体の要求などもあってとかく歳出の増額修正が行われがちであった。

こうした予算制度上の仕組みに対しては、かねてから議会内外から問題視されていたが、ニクソン政権時代になって、政府の方針に反する歳出法案に対して大統領が署名拒否権をひん発したことや議会の予算審議遅延といった問題もあって、1972年末から本格的な予算制度改革作業が進められ、昨年7月12日「議会による予算と大統領の支出抑制規制に関する1974年法(Congressional Budget and Impoundment Control Act of 1974)」というかたちで、予算制度の改革が行われた。同法による予算制度改革の主要点は、①予算委員会および両院合同予算事務局を設置し、予算審議の一元化、効率化を図るとともに、議会として歳出、歳入総額の適正規模を決定すること、②財政年度開始までの間に予算審議を進捗させておくための財政年度の変更(1977財政年度以降新年度開始は10月1日、現行7月1日)および予算審議日程の設定、③大統領の支出削減ないし支出実行の繰延べの規制、などからなっている。同法により

1976年度予算について議会は3,670億ドルの歳出限度を設定、従来の野放しの状態に比べれば上限が定められたという点では前進をみたが、規模そのものは大統領提案を176億ドル上回っており、制度改革により歳出膨張傾向に歯止めがかかるか否かは必ずしも明らかでなく、むしろ今後の運営いかににかかっているといえよう。

2. 財政赤字ファイナンスと国債管理

上記のように1960年代以降、財政赤字をファイナンスするために巨額の国債が増発されることとなったが、注目されるのはこれらの国債が、新規発行は市中公募によって消化されたものの、その後市場を通じて連邦準備制度や外国中央銀行(外貨準備の運用のため米国国債を購入)などに売却され、米国内民間による国債保有残高はむしろ減少したかたちとなったことである。

またこれまでのところ、ネット総債務残高に占める国債のウェイトは戦後における民間債務の急成長から一貫して低下し(1945年末62%→1973年末14%)、国債残高の名目GNPに対する比率も戦後の経済規模拡大とインフレによる国債の実質価値の減価から戦後低下の一途をたどり、いわゆる国債負担は著しい減少を示している(第8表)。このため国債管理政策の役割もひところより小さくなってきてはいたが、大量の国債増発が避けられない状況下、今後は国債発行による金融市場へのインパクトが強まり、国債の市中消化をめぐる金融当局の市場運営は相当の困難に直面することが予想される。

(注8) 米国では、憲法によって法案提出権は議員にのみ与えられるたてまえになっていることから、大統領が議会に提出する予算は、法的には議会の議決の対象とはならない単なる収入と支出の見積りにすぎず、原則として歳出については歳出委員会に属する各小委員会(農業小委員会、国防小委員会等13小委員会)が、歳入については歳入委員会(上院では財政委員会という)がそれぞれ予算関係法を提出することになっている。なお、予算関係法は政府各省庁に特定の計画を遂行する権限を付与する「授權法」と、これに基づき実際の支出(支払ないし融資)を行う権限(いわゆる予算権限)を付与する「歳出予算法」、および歳入に関する「歳入法」からなっている。

(第8表)

国債残高の推移と保有者分布

(単位・億ドル)

	総 額	前年度 末増 減 (一)	政府機 関・信 託基金 保有額	民 間 保有額	連邦準 備制度	連邦準 備制度 を除く 民間	名 目 G N P	民間保 有額の G N P に対す る比率 %
1961年度末	2,929	20	543	2,386	273	2,113	5,065	47.1
62	3,033	104	549	2,484	297	2,187	5,421	45.8
63	3,108	75	563	2,545	320	2,225	5,734	44.4
64	3,168	60	592	2,576	348	2,228	6,122	42.1
65	3,232	64	615	2,616	391	2,225	6,542	40.0
66	3,295	63	648	2,647	422	2,225	7,212	36.7
67	3,413	118	738	2,675	467	2,208	7,698	34.8
68	3,698	285	791	2,906	522	2,384	8,260	35.2
69	3,671	— 27	877	2,795	541	2,254	8,983	31.1
70	3,826	155	977	2,849	577	2,272	9,546	29.8
71	4,095	269	1,051	3,043	655	2,388	10,121	30.1
72	4,373	278	1,136	3,238	714	2,524	11,016	29.4
73	4,684	311	1,254	3,430	752	2,678	12,241	28.0
74	4,862	178	1,402	3,461	806	2,655	13,489	25.7

資料：Special Analyses, Budget of the United States Government Fiscal Year 1976.

償還にあてられ、国債残高は減少傾向を示した。しかし、

その後は増加に転じ、とくにケネディ政権になってから増勢が顕著となり、1961年度末から1974年度末までの13年間に1,933億ドル増加し、1974年度末には4,862億ドルに達している(第8表)。

これを保有者別にみると政府機関と信託基金(注10)の保有増が859億ドル、連邦準備制度の保有増が533億ドルあり(注11)、これを除いた民間(商業銀行、その他の金融機関、企業、個人等のほか外国中央銀行、州・地方政府を含む)

(1) 財政赤字ファイナンスの現状

米国における国債発行残高の推移をみると、第2次大戦中に戦費調達のための国債発行(注9)が巨額に達したことから、1945年度末には2,781億ドルに膨張したが、戦後の数年間は財政余剰が国債

保有国債は542億ドルの増加にとどまっている。

連邦準備制度を除く国債の民間保有分布をさらに詳しくみると(第10表)、この542億ドルの増加は外国・国際機関(ほとんどが外国中央銀行)および個人(注12)の保有増(それぞれ450億ドル、161億

(注9) 合衆国憲法は、連邦議会に対し、合衆国の信用において国債を発行する権限を付与している。1917年に、連邦議会は「第2自由公債法(The Second Liberty Bond Act)」を制定して、包括的に国債の種類別発行限度を規制することとした。その後1941年の同法改正に伴い、上記規制は全国債の発行限度の総枠(残高ベース)を規制する方式に改められ、現在に至っている。本制度は、国債が累増すると将来の償還や金利支払に伴う国民の負担を増大させるという観点から、これを国民の代表たる連邦議会の議決でチェックしようとしたものである。しかし、本制度が十分な歯止めとしての機能を果たしているかどうかについては、第9表にみられるごとく実際には発行限度がひんぱんに変更されていることからみてもかなり疑問といえよう。

(注10) 「信託基金(trust funds)」は、社会保障やハイウェイ建設のような特定目的および計画を遂行するため、信託された資金を經理するものであり、資金は受託者としての連邦政府により、収納され使用される。信託された資金は政府の一般目的のために転用することは許されず、余剰資金は国債等に投資され利子を獲得する。

(注11) 米国では連邦準備法第14条により連銀が国債を政府から直接買入れること(直接取得)は原則として禁止されており、市中公募の原則が確立されている。この結果、市場の諸条件を無視した国債の発行を自動的に抑制するというメカニズムを通じて、有力な歯止めの機能を果たしている。もっとも連銀は50億ドルの範囲内で国債の直接取得を行うことができるが(同条第3項ただし書)、これは1942年の戦時立法により例外的に認められたもので、実際には臨時的な性格のSpecial Certificate of Indebtedness(納税期の入金小切手取立てまでの立替えに利用される期間1日の特殊証券)購入に限られている。なお、米国の場合対政府貸付を認めた規定がなく連銀は対政府貸付を行うことができない。

(注12) 国債の個人保有分の約4分の3を占めているのは合衆国貯蓄債券(US Savings Bond)であるが、当該債券は譲渡禁止記名証券で市場性がなく、その意味では後述する国債管理の観点からはその動向は一応対象外といえよう。

(第9表)

戦後における法定国債発行限度の推移

(残高ベース、億ドル)

法律制定日	合 計	永久限度額 臨時限度額	
		永久限度額	臨時限度額
1945. 4. 3	3,000		
46. 6. 26	2,750		
54. 3. 28	2,810	2,750	60
56. 7. 9	2,780	2,750	30
57. 7. 1	2,750	2,750	
58. 2. 26	2,800	2,750	50
9. 2	2,880	2,830	50
59. 6. 30	2,950	2,850	100
60. 6. 30	2,930	2,850	80
61. 6. 30	2,980	2,850	130
62. 3. 13	3,000	2,850	150
7. 1	3,080	2,850	230
63. 3. 29	3,050	2,850	200
8. 27	3,090	2,850	240
9. 26	3,150	2,850	300
64. 6. 29	3,240	2,850	390
65. 6. 24	3,280	2,850	430
66. 6. 24	3,300	2,850	450
67. 3. 2	3,360	2,850	510
6. 30	3,650	3,580	70
69. 4. 7	3,770	3,650	120
70. 6. 30	3,950	3,800	150
71. 3. 17	4,300	4,000	300
72. 3. 15	4,500	4,000	500
10. 27	4,650	4,000	650
73. 12. 3	4,757	4,000	757
74. 6. 30	4,950	4,000	950
75. 2. 20	5,310	4,000	1,310
6. 30	5,770	4,000	1,770

資料：Statistical Appendix to the Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances for Fiscal 1974など。

ドル)に基づくものであり、一般の金融機関は、

商業銀行、相互貯蓄銀行、保険会社いずれも保有額を同期間中一貫して減少(それぞれ-93億ドル、-37億ドル、-56億ドル)させている。

したがって、1960年代末以降財政赤字ファイナンスのための国債増発分は、市中公募の原則に従って発行されたものの、貯蓄債券を除けば、結局連邦準備制度^(注13)と各国の中央銀行により市場経由で消化されたかたちとなっているといえよう。

(2) 国債管理政策

米国では国債の発行は市中公募を原則とするから、新規もしくは借換え発行に際して、財務省はなににもまして市中消化の円滑化を重視するが、そのときどきの状況に応じて、景気安定化、金利負担の極小化などの目的もあわせ考慮されてきた。

(ケネディ政権下における二重金利政策)

1953～60年のアイゼンハワー政権下では高金利政策が推進される一方、連邦準備制度はビルズ・オンリー政策^(注14)を続け、国債価格は市場の実勢にまかせるという方針が堅持された。しかし、1961年1月にケネディ民主党政権が登場するに至って、この方針は修正されることとなった。すなわち、民主党はかねてから共和党政権の高金利政策を批判していたが、政権を担当した当時、国内はちょうど1960年から始まっていた景気後退の最中であり、景気回復のためには低金利政策が望ましい環境下にあった。ところが対外面では、当時民間の短期資本の流出が大きく、それが国際収支赤字の大きな要因となっていたので、短期資本の

(注13) 米国では連邦準備制度が行う公開市場操作は、主として国債を対象として行われるため、連邦準備制度が保有する国債の規模と構成は公開市場操作によって変動する。このように連邦準備制度の国債保有額の増減は中央銀行として、ハイパワード・マネー(high-powered money)の供給調節機能を営むことから生ずるので、連邦準備制度の国債保有とそれ以外の民間国債保有とは国債の金融的側面を明らかにするためには、区別して考える必要がある。

(注14) 1951年3月連邦準備制度と財務省の間で、国債価格支持政策をやめることで了解が成立したが、その後1953年春以降、連邦準備制度による長期債市場への介入は投資家に不必要な思惑と混乱を生じさせ、債券市場の健全な発達を妨げるとの理由から、公開市場操作の対象を市場における短期の証券(事実上財務省証券)に限定する政策がとられることとなった。これがビルズ・オンリー政策といわれるものである。

(第10表)

連邦準備制度を除く国債の民間保有分布

(単位・億ドル)

	民間 合計	商業 銀行	相互 貯蓄 銀行	保険 会社	その他 企業	州・ 地方 政府	個人		外国・ 国際 機関	その他
							貯蓄 債券	その他 証券		
1961年度末	2,113	625	63	115	185	193	461	185	127	159
64	2,228	602	58	111	189	225	486	199	156	202
65	2,225	582	56	107	153	241	493	213	157	223
66	2,225	548	50	100	142	245	497	228	154	261
67	2,208	555	42	90	110	236	507	197	147	324
68	2,384	597	40	85	120	251	515	227	129	420
69	2,254	553	35	81	111	264	518	255	111	326
70	2,272	526	32	72	85	290	516	302	148	301
71	2,388	610	33	70	74	259	532	222	327	261
72	2,524	609	35	67	93	269	560	172	500	219
73	2,678	588	33	63	98	288	595	164	602	247
74	2,655	532	26	59	108	283	619	188	577	263

資料：Federal Reserve Bulletin.

流出を防ぐために短期金利は高く維持しておきたいという事情があった。そのため、ケネディ大統領は1961年2月2日の「経済の回復と成長」をうたった経済報告の中で、景気回復と国際収支改善という相反する二つの目標を同時に達成するため、短期金利の低落を抑えながら長期金利を引き下げるという金利政策(いわゆるオペレーション・ツイスト)を主張した。また2月20日、連邦準備制度でも、「国内経済上および対外収支上の諸条件に照らし」、それまで堅持してきたビルズ・オンリー政策を廃止し、長期債の買い操作と短期債の売り操作を随時行う方針にすでに切り替えていることを明らかにし、他方財務省も長期債の発行を手控え、短期債の発行を増加させる方針をとった。

(国債管理政策の後退)

その後、1960年代後半に入って米国のインフレーションが高進し、貿易収支を中心に国際収支の赤字が一段と拡大しはじめると、金利に対しイン

フレ期待が織り込まれるなどの事情が生じたため、景気調整策の観点から利子率の期間構造を政策的にコントロールすることのむずかしさが認識されるに至り、国債管理政策を景気調整策として積極的に用いることは事実上放棄された。したがって、発行国債の期間、利子率を操作するという点に関するかぎり、いまや国債管理政策は経済安定政策という高次元の問題ではなく、財政面からは単に金利負担極小化という国庫の会計管理の

問題に後退し、一方、金融政策の観点からは国債発行、償還操作に伴う金融市場へのかく乱的影響を極小化することが最大の関心事となった。この点で金融政策に関し問題になってくるのがいわゆるイーブン・キール政策^(注15)である。

とくに、財政赤字ファイナンスとの関連で注目されるのは、赤字の拡大に伴い国債発行がひんやりし、イーブン・キール期間があいつぐ状態になると、この間金融政策のコントロールが適切に行われにくくなり、過度のマネー・サプライが供給される危険のあることである。したがって、金融当局としてはできることならイーブン・キールに伴い金融政策が拘束されることを極力避けたいため、その手段として考えられたのが国債発行の入札制である。すなわち以前には、中・長期国債の発行は、表面価格、クーポン・レート等の発行条件を政府があらかじめ市場の実勢を勘案して決定したうえで公募するという形で行われていた。こ

(注15) イーブン・キール政策とは、中・長期国債発行期間における債券市場の混乱を防止する(たとえば、国債発行→証券業者の購入→証券業者の投資家への販売完了に見合う期間は、証券業者のキャピタル・ゲインないしロスになるべく少なくする)ため、国債価格を連銀のオペレーションによって維持する政策のことであり、通常この期間は2～3週間に達する。

のため、たとえば国債の購入者が購入申込みを行ってから代金の払込みを行うまでの間に国債の市場利回りが発行利回りと乖離する場合には、いやおうなしに一種のキャピタル・ロス(ないしキャピタル・ゲイン)をこうむるおそれがあった。これに対して、すべての国債を入札方式で発行するならば、国債購入者が自己の金利見通しに基づいて購入するわけであるから、キャピタル・ロス等への配慮もそれほど重視する必要がなくなり、イーブン・キールの負担が軽減するのではない(注16)との考えによるものである。こうした考え方に基づき、四半期ごと(2、5、8、11月)の財政

(第11表)

市場性国債の満期構成

(単位・億ドル)

	残高合計	満期別内訳					平均満期	
		1年未満	1年以上 5年未満	5年以上 10年未満	10年以上 20年未満	20年以上		
1946年度末	1,896	620	248	418	175	436	年 9	月 1
50	1,553	423	513	78	280	259	8	2
60	1,838	705	728	202	126	77	4	4
61	1,871	811	584	264	102	110	4	6
62	1,961	884	570	260	93	152	4	11
63	2,035	853	580	374	84	144	5	1
64	2,065	814	654	349	84	163	5	0
65	2,087	876	562	392	84	172	5	4
66	2,091	891	609	336	84	170	4	11
67	2,107	896	714	244	84	168	4	7
68	2,266	1,064	645	308	84	166	4	2
69	2,261	1,039	628	348	84	162	4	0
70	2,326	1,055	896	159	105	110	3	8
71	2,455	1,128	891	245	85	107	3	6
72	2,572	1,219	890	269	93	101	3	3
73	2,630	1,228	882	311	145	64	3	2
74	2,666	1,399	772	270	174	51	3	0

資料：大統領経済報告。

資金借換えにおいても、中期債については1972年秋、長期債については1973年初に入札制が全面的に導入されるに至っているほか、TBの定例発行等イーブン・キール操作とは関係なしに資金調達が行われるものがしだいに多くなってきている。

国債管理政策の後退に関して見のがせないのは、1960年代半以降における市場性国債の満期構成が着実に短期化していることである(第11表)。すなわち戦後まもない1946年度末における市場性国債の平均満期は9年1か月の水準にあったのが、1960年度末には4年4か月にまで短縮、その後1960年代前半は期限前借換え(advance refund-

ing)が行われたこともあってやや長期化の気配を示したものの、1960年代半以降再び短縮に向かい、1974年度末における平均満期は3年にまで短期化している。このような平均満期期間短期化の一因としては、上記のオペレーション・ツイストに伴う短期債発行増加の影響のほか、1918年以来長期国債(treasury bond)に対する支払金利は4¼%を超えてはならないとする規制(注17)が存在したことがあげられよう。すなわち、戦後における長期的な金利上昇傾向の下にあって長期金利は1965年以降4¼%を超えたため、財務省は長期債務の発行を手

(注16) 国債管理は、景気動向とは切り離して規則正しく単純化した原則のうえに行うべきであるとの立場はミルトン・フリードマンらのマネタリストたちの主張するところでもある。フリードマンらは、国債の期間別構成を変えることによって経済の安定を図ることは効果的でなく、また、どのタイプの国債の組合せが利子費用の最小化をもたらすかも、現在の知識では明らかにされておらず、そのような状態の下では、国債管理は証券市場に不確実性をできるだけ導入しないような規則正しい操作で行った方がよいと主張している。

(注17) 1971年3月以降、100億ドルまでは金利上限規制の対象外となった。また73年7月以降は、このほか政府機関、信託基金および連邦準備制度保有分について100億ドルまでを規制対象外に追加。

控えざるをえなくなったのである。

3. 財政赤字ファイナンスの問題点

巨額の財政赤字ファイナンスの問題に直面して、現在政策当局、金融市場関係者らが最も懸念しているのは、財政資金と民間資金との競合の問題である。民間の手元にアイドル・バランスが存在しているかぎり、財政赤字による追加的財政資金の調達はそのによって吸収され問題は生じないが、アイドル・バランスが解消するとともに財政資金と民間資金との競合問題が生じ、それに対して連邦準備制度が追加準備金を供給しないかぎり、程度の差はあれ金利の上昇を招来し、そのテンポが速ければ金利の影響を受けやすい民間の投資意欲に悪影響を与えよう。また、逆に競合を懸念して連邦準備制度が過度に準備金の供給を行えば、マネー・サプライの過大供給をもたらし、インフレの禍根となりかねないであろう。とくに、予想されているように今後景気が回復過程をたどることになれば、こうした民間資金需要と財政資金需要間の資金の奪い合いは顕著になってくるものといえよう。この点に関し、以下やや詳しくみることにしよう。

(1) 民間資金需要締め出しのメカニズム

財政赤字のファイナンスにあたり、マネー・サプライの増加を招かないかたち、つまり民間非銀行部門によって国債が直接引き受けられるかあるいは商業銀行によって国債が引き受けられても、準備金が追加供給されない場合には、金融市場において財政資金需要と民間資金需要との競合が生じ、これに伴う金利上昇から民間資金需要が締め出される(crowd out)可能性がある。また、そうなれば、資金調達難からひいては設備投資、住宅投資などの民間支出も抑えられる結果となり、そ

の意味では民間支出が政府支出によって締め出されることとなり、その場合は需要水準が総体としてみれば変わらず、財政による景気刺激の効果が生じない事態も予想されよう。ケインズが1930年代の不況克服のため赤字財政による景気刺激を説いて以来、この問題は近代経済学の論争点の一つ^(注18)といつてよいであろう。

1960年代において米国の経済政策の策定に重要な役割を果たしている大統領経済諮問委員会(CEA)の当局者たちのフィスカル・ポリシーについての考え方は、もっぱら財政赤字ファイナンスという金融的側面を捨象した実体経済面における乗数効果に重点をおいたものであった。たとえば1964年の経済報告付録Aは110億ドルの減税が300億ドルの総需要を創出する乗数効果を次のように述べている。まず、110億ドルの減税は第1次的に90億ドルの消費需要を生みだし、「さらに急速に規模は縮小していくものの、かわるがわる所得と支出を無限に創出し、何年かの後には結局消費支出の増加だけで180億ドルのGNPの増加が期待できる。さらに乗数効果はこれだけにとどまらず、増大する所得に対して設備、在庫、住宅建設、州・地方政府の支出計画が増大し、100ないし140億ドルのGNPの増加が追加されよう」としている。この分析においてCEAは減税を実施するにあたり必要な財政赤字ファイナンスについてはほとんど触れていない。また1968年の経済報告においても、増税がインフレ抑制策としてどのような効果を持つかを論じた際、増税の効果は減税の拡張的效果の反対(mirror-image)にすぎないとして、やはり実体経済面における乗数効果の説明にとどまっている。このように、金融的側面を捨象した場合、政府支出の増加は乗数的効果を持って景気を刺激することが想定されるが、金融的側面

(注18) 論争の経緯を手ざわよくまとめたものとしては「セントルイス連銀月報」1970年10月号、「The Crowding Out of Private Expenditures by Fiscal Policy Actions」を参照。

を導入するとその効果は減殺される事態^(注19)が生ずることが予想されるのである。

(2) 当面の見通し

米国の景気は本年第2四半期(4～6月)に底入れを完了、現在では個人消費の回復を中心に、緩やかな回復過程に入りつつあるものとみられる。もっともこの間、住宅投資は最悪の状態は脱したもののほかばかしい回復を示しておらず、設備投資は設備稼働率が低水準に落ち込んでいることが響いて著しく沈滞しており、これらを映じて企業の資金需要も鎮静したまま推移している。このような状況下、今後明年にかけて多額の財政赤字の資金調達に米国経済に対しどのような影響をもたらすかが当面の問題となろう。

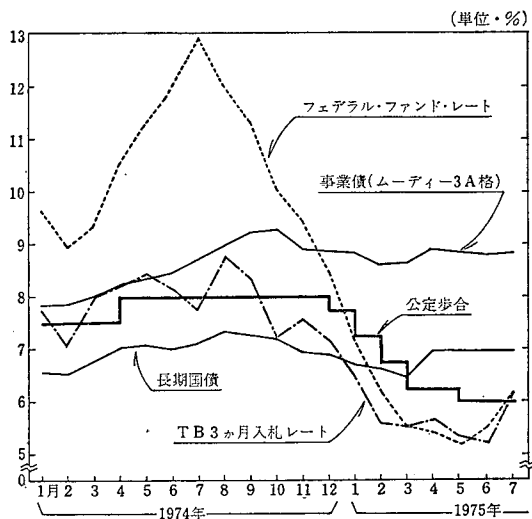
これについては多面的な要因が影響し、現在は不確定要因も多いため見通しはむずかしいが、これまでとはかなり事情を異にすることになるとうみられる。ちなみに1975年度(74年7月～75年6月)の財政赤字の資金調達については、①景気が停滞期にあり、民間企業の短期資金需要や個人の消費資金需要が沈滞していたこと、②デフレ・ギャップが存在しているもとで、財政支出と民間支出が実体面で競合することがなかったこと、③連

邦準備制度も不況対策の観点からマネー・サプライの管理を弾力的に行ったこと(マネー・サプライ M_1 は年初のほぼ横ばいから、6月には多額の財政支払いが響いて年率10%強程度の伸びに上昇)などから、金利に上昇圧力が加わった点は認められるが(第2図)、その他の点ではさしたる摩擦は生ずることなくすんだようにみられる。

しかし、景気の回復に伴い今後企業、消費者の資金需要が増加してくれば、民間資金需要との競

〔第2図〕

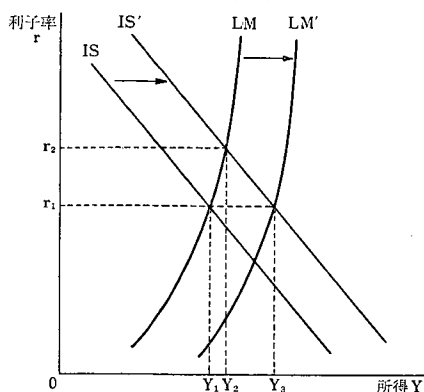
米国の主要金利推移



(注19) 従来財政による民間支出の締め出しの問題を論ずるにあたっては、理論的枠組みとしてIS-LM分析(ヒックス—J. R. Hicks—が導入)が用いられてきた(下図参照)。

下図において、LM曲線は通貨需給の均衡がもたらされる所得と金利水準の組合せを表わしており、同様にIS曲線は実物面における貯蓄・投資の需給が均衡する所得と金利の組合せを表わしている。したがってIS、LM両曲線の交点は通貨・財双方の需給、すなわち体系全体が均衡する所得と金利の組合せを示すこととなる。財政支出増大の効果は、IS、LM各曲線のかたちによって異なる。一般的にはLM曲線の傾斜が小さければ小さいほど、IS曲線の右方シフトによる所得拡大効果が大きいこととなるが、逆に左図のように傾斜が大きい場合には、政府支出の増加によりIS曲線は右側にシフトするが、その効果はもっぱら利率の上昇($r_1 \rightarrow r_2$)に吸収され、所得の変化($Y_1 \rightarrow Y_2$)はごくわずかにすぎないものとなる。

IS-LM 分析からみた締め出し効果



このような場合には、政府支出を増加させても民間投資は強く抑えられてしまう。したがって、中央銀行によるハイパワード・マネーの供給→信用膨張(monetary expansion)などによって、LM曲線を右側にシフトさせないかぎり、所得の大幅増加($Y_1 \rightarrow Y_3$)は達成されないこととなる。このような場合、所得の大幅増加は政府支出の増加によってもたらされるというよりは、財政赤字ファイナンスのための信用膨張、つまり拡張的金融政策によってもたらされるというべきであろう。

合を生ずることなく財政資金が調達されるかどうかは疑問であろう(注20)。ちなみに、マネー・フロー表により、米国の非金融部門の資金需要をみると、1973年1,874億ドル(うち政府97億ドル)、1974年1,757億ドル(同120億ドル)であり、政府の資金需要は100億ドル前後にとどまっていた。これに対して今後76年にかけては、76年度(75年7月～76年6月)の財政赤字幅が政府見通しでは約600億ドルに達するとみられている(第1表)ため、マネー・フロー・ペースでみた政府の資金需要もほぼこの赤字に見合った膨大な額にのぼるものと予想される。そうなれば、民間資金需要のかなりの減少を見込むか、連邦準備制度の追加的資金供給を前提としないかぎり、これまでのように巨額の財政資金需要が摩擦なく市場で消化されることはむずかしいものと考えるべきであろう。とくに、景気回復が本格化するとみられる1976年に入れば、金融市場における政府、民間の資金需要競合の事態が鮮明化する公算が大きく、限界的資金需要者である住宅金融にしわがよるだけでなく、バーンズ連邦準備制度理事会議長やサイモン財務長官などが懸念しているように金利上昇に伴い、長期的に拡大が望まれている民間投資までも抑制されることが現実のものとなるのが考えられよう。ま

た、そうした事態になれば、連邦準備制度に対してマネー・サプライの拡大を要求する声が強まらざるをえないであろう。

こうしてみると、今後の財政赤字ファイナンスに関して、連邦準備制度が厳しい立場に立たされることが十分予想されよう。現にバーンズ連邦準備制度理事会議長は議会証言(注21)において、1975年4月から1976年3月までの1年間の M_1 (現金+要求払預金)の伸びの目標を当面5～7.5%に置くとの意図を明らかにし、同時にこれをいつまでも続ければインフレ圧力を招くであろうとして、先行き目標伸び率の引下げを示唆しているが、また一方では巨額の財政借入れが金利の高騰を招く場合、中央銀行がマネー・サプライを当初の目標どおりに調節することがきわめて困難なことも認めている(注22)。このように、財政赤字の巨額化が予想される1976年度については、連邦準備制度が財政資金調達による民間資金需要の締め出し(注23)、それともインフレ促進の懸念のある目標を超えるマネー・サプライの供給かの苦しい選択を迫られる危険が大きい。

なお、連邦準備制度は本年に入ってから資本市場、なかんずく長期金利の動向にこれまでよりも一段と配慮する姿勢を強めており、買オペによる

(注20) 1975、76年度財政赤字ファイナンスの動向が米国経済にどのような影響を与えるかについて、各紙の論調をみると、たとえばウォール・ストリート・ジャーナル紙の社説は2月初の1976年度予算教書提出以来、一貫して過大な財政赤字の危険について論陣を張っており、とくに3月13日、4月2日の社説においては、“Crowding Out”の見出しの下に財政資金と民間資金の競合問題を正面から取り上げている。また、ジャーナル・オブ・コマーシズ紙も3月4日号の社説において、モルガン・ギャランティ・トラストがその月報(1975年2月号)において1975、76年度の財政赤字ファイナンスについて楽観的な見通しを述べたことを鋭く批判、モルガンの見通しが実現することは即インフレーションを招くことにほかならないと述べていたのが注目される。このように米国経済界においては減税による景気刺激を歓迎する一方、財政赤字ファイナンスに対しては警戒的な見方をする向きが多い。

(注21) 1975年5月1日、上院銀行・住宅・都市問題委員会における証言。

(注22) 1975年5月6日、米国経営評論家年次総会においてバーンズ議長は「中央銀行の政策機能と市場維持機能とが衝突する場合、市場維持機能を優先せざるをえない」旨述べている。

(注23) 4月24日、国債管理に関する両院経済合同委員会において、ハンフリー委員長(上院議員)は財務省が巨額の財政赤字をファイナンスするため、長期資本市場から借入れを行わないと有力議員に誓約することを拒否している旨明らかにした。すなわち、ガードナー財務次官の名で出された財務省の回答によれば「長期資本市場から資金調達を行わなければ、国債全体の満期構成がさらに短縮されることは避けられない。また短期金融市場はこれ以上の財政資金調達が行われれば金利の激変が避けられない状況に立ち至っている。したがって財務省としては、今こそ長期資本市場からの資金調達をまったく見合わせるべきであるとのハンフリー委員長の見解に同意することはできない」としている。

資金供給操作においても短期の財務省証券からより長期の国債に重点を移していること^(注24)が注目されるが、長期国債の買オペにより長期金利の上昇を食い止めることがいかにむずかしいかは、1960年代のオペレーション・ツイストの経験からも明らかであり、バーンズ議長など米国金融当局もかかる長期国債の買オペは一時的効果(ephemeral influence)をもたらすにすぎず、長期金利引下げのためには高水準のインフレーションを抑えることが大前提であるとしている。

む す び

財政赤字による景気刺激策については、完全雇用状態に近づけば近づくほど実体経済面で直接的に民間と政府との間で人的、物的資源利用についての競合が生じ、財政の景気刺激効果が民間支出への抑制効果によって減殺される面もあることは周知のところであるが、これまで検討してきたように金融面を通じてさらに下記のような影響が生ずることとなる。

イ. マネー・サプライの拡大が行われないか、十分でない場合には、金融市場での財政資金調達、①民間の資金調達を困難にする、②金利の上昇を通じて投資採算の悪化を招き投資意欲自体を抑制する、という二つのルートを通じて民間支出を削減する。

ロ. 財政赤字に対して、それを吸収するだけ十分にマネー・サプライの拡大が図られる場合には、財政赤字の規模いかんによってはインフレをひき起こす。

このように赤字財政政策には大きな問題点があるが、現代の政治経済体制の下では、財政に対す

る国民の需要は一段と拡大、かつ多様化しており、そのため国民経済に占める財政のウェイトは高まりつつあるし、また景気調整のための財政政策展開の必要性も引き続き大きく、財政政策は今後も重要な役割を持ち続けるであろう。問題なのは、その場合長期的にみて高福祉・高負担の原則が貫かれるかどうかであり、歳入増加の道を講じないで、安易に高成長・高福祉を目指して財政支出の増加を認めることである^(注25)。また社会保障関係支出の増大等によって歳出の硬直性が高まっている現在、節度を失った財政拡大は容易に財政赤字の巨大化を招来し、これが金融政策の負担となってはね返り、マネー・サプライの過大な増加とそれに伴うインフレの高進をひき起こす危険があるということである。その意味でこれまでみてきた1960年代以降における米国財政の慢性赤字は、その典型的事例を供しているように思われる。1973、74年の平時としては異例のインフレ高進を経験し、国民の関心が成長から物価安定に移行してきている現在、ニュー・エコノミックス以降の財政政策の理念について、新たな観点から再検討を加えるべき時期に来ているともいえよう。いずれにせよ、これまでのフィスカル・ポリシー論においては、概して財政の実体経済面に与える影響に重点がおかれ、これが金融面へ及ぼす影響についてはどちらかといえばやや過小評価されていたきらいがあり、その意味ではこの際財政政策のあり方を実体、金融両面から総合的に振り返ってみるとともに、政策遂行にあたっては、現実の実体経済、金融市場の動きを見きわめながら、弾力的かつきめ細かな運営を行う必要がある。

(注24) 上述の1975年5月1日の議会証言においてバーンズ議長が明らかにしたところによれば、2月末以来連邦準備制度は財務省、政府機関の長期債券(coupon issue)を25億ドル近く購入済みである。

(注25) アッシュ前行政管理予算局長官は、7月28日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙において、「現在米国財政にとって最大の問題は、安易な社会保障の拡充等に伴う移転支出の増大であり、従来のすう勢が持続すれば米国経済の衰弱要因となりかねないほか、社会的公正をも著しく損なうことになる」との警告を発している。