

検証「オバマノミクス」

～米国経済を再生できるか



経済調査部門 土肥原 晋

doihara@nli-research.co.jp

1——矢継ぎ早の経済危機対策を発表

1 | 大恐慌以来の経済危機

全米経済研究所（NBER）が、2007年12月のリセッション入りを発表、その後、2008年10-12月期のGDPが前期比年率6.3%減と26年ぶりの落ち込みを見せるなど、今回のリセッションが、戦後最長の16ヵ月を超えて「大恐慌以来の長期不況」となる可能性は一段と強まっている。

グリーンズパン前議長の「百年に一度の金融危機」発言が一人歩きしたこともあって、大恐慌との比較が多用され、昨年9月の大手金融機関の破綻や、その後の株価急落、さらに記録的な経済指標の悪化は大恐慌以来とも言える様相を整えつつある。特に、リセッションの起因となった住宅市場では、戦後では前例のない大幅な住宅価格下落が進行中であり、住宅市場の悪化が金融危機を深め、個人消費や設備投資の急激な悪化を招いている。こうした状況下、シティ、AIG、GM等、問題を抱えたビッグビジネスの行方は、依然、混沌としており、株価は一時12年ぶりの安値に下落した。

もっとも、1929年の株価クラッシュ後に訪れた4年間に渡る大恐慌では、GDPは3割弱、生産

は4割弱の縮小、失業率は25%に昇り、一万行に迫る銀行破綻が生じた。株価は1929年のピークから1/6となったが、そうした状況と比較するならば、現状は、なお、バーナンキFRB議長の「その深刻さに於いて大恐慌とは比較にならない」との表現が使えるようだ。

実際、今回のリセッションが大恐慌の43ヵ月に比肩する長期不況になるとの予測が一般化しているわけではない。2月末にオバマ大統領が提示した予算概要では、2010年の成長率は3.2%と楽観的なものであり、併記されたブルーチップ誌の見通しも2.1%と恐慌を予想しているわけではない。ただし、不透明要素も強く、ひとたび経済危機への対応を間違えれば、大恐慌に一段と接近する可能性もあり、予断を許さない状況が続いている。

2 | 景気対策法

(1) 大恐慌を前例に“大胆・迅速”な景気対策

大恐慌以降の米国で生じたリセッションは今回を含めると13回を数えるが、いずれもそれほど長期間とならなかったのは、大恐慌の教訓が生かされている証左とも言える。大恐慌に陥った要因としては、株価クラッシュにもかかわらず、フーバー大統領が小さな政府、財政均衡、金本位制等に固執し、僅かな減税を除いて確固たる景気対策を採らなかった点が指摘されており、その後、1933年に就任したルーズベルト大統領のニューディール政策によって息を吹き返した経緯がある。

オバマ大統領が教訓としているのは、これら大恐慌の先例と、日本のデフレ時の対応とされ、「大胆な対策を迅速かつ継続的に実施する」ことが重要として、景気対策を最優先した。その結果、就任から1ヵ月後の2/17には「景気対策法」(American Recovery and Reinvestment Act of 2009) に署名、同法案の成立を見た。し

かし、大統領の積極的な関与や、共和党サイドへの様々な妥協にも係わらず、共和党員の賛成票は、下院ではゼロ票、上院でも3票に留まるなど、今後の議会運営の難しさを示した。

(2) 公共投資に「目新しさ」も

成立した対策法の総額は7872億ドルでこれまでで最大規模、議会では雇用創出を重視したとし、350万人の雇用創出を見込む。ただし、オバマ大統領の説明では、GDPギャップが1兆ドルであるのに対し、対策法では向こう2年間での出費を想定しているため、財政投資の乗数効果を考慮しても需要不足は埋まらない。

内訳では、全体の65%が歳出・公共投資、35%が減税に充当するとされるが、全体を財政投資、助成金、減税に分けると別表のようになる。

[図表-1] 主要な歳出項目の一覧表 (億ドル)

財政支出・投資案件	約1900
送電網の近代化、バッテリー開発製造、エネルギー効率化策	300
インフラ整備 (道路、橋等)	290
医療記録のコンピュータ化	190
洪水対策、環境保全	180
治療法の研究・開発	85
輸送網の改善	84
高速鉄道への開発投資	80
公共の施設・住宅へのエネルギー効率化投資・支援	63
中・低所得層住宅の自然エネルギー利用支援	50
助成金等の支出	約3000
州政府医療補助への助成措置	870
地方の教育予算支援と学校施設の近代化	406
失業給付の期間延長	270
奨学金の税額増額	172
教育費の税額控除拡充	140
州政府公共サービス向け助成金	80
減税関連	約2900
単身者400ドル、夫婦800ドルまで2年間所得税額控除	1162
中所得層 (年収46700～70950ドル) のミニマム税 (AMT) 免除	698
一次住宅購入者への返済軽減措置	66
企業の設備投資の償却加速	51

(資料) 議会ファクトブック、WSJ他各種報道より作成

インフラ整備に関しては、道路・橋の改築等を中心に320億ドルを計画。州政府等の財政難で行き詰まっているプロジェクトの中で半年以内に発注が可能なものが640億ドルあるとされ、こうしたものを中心に発注し、速やかに経済効果を高めるとしている。オバマ大統領は「1950年代の高速道路投資以来、最大級の公共投資により、インフラ整備、学校・医療システムの近代化、高速・大容量ネットの整備等を行う」と表明した。大規模な財政投資は、賛否両論がある

ものの、50年ぶりともなる「目新しさ」もあって注目度は高い。

公共投資は、確実に支出されることに加え、乗数効果や雇用対策としての効果が期待され、先行きの景気回復への期待度を高める。一方、工事にとりかかるまで時間を要することから、より経済効果の早い減税や失業手当の増額等を併用したが、所得減税に関しては、大統領案の単身者500ドル、家族持ち1000ドルの税額控除がそれぞれ400ドルと800ドルに縮小されている。

(3) グリーン・ニューディールが目玉

歳出の中でも注目を集めているのが、エネルギー関連の支出だ。選挙中から、オバマ大統領は、今後10年で再生可能なクリーン・エネルギー開発に計1500億ドルを投資、500万人の新規雇用を創出するという「グリーン・ニューディール」構想を掲げており、就任早々、カリフォルニア州の自動車排ガス対策を是認する大統領令に署名、環境対策に冷淡だったブッシュ政権から大きな政策転換を図った。エネルギー支出には電気自動車のバッテリー開発、政府所有車のハイブリッド車化や省エネルギー住宅への改築支援等を含む。エネルギー項目中の最大の支出は、送電網の整備であるが、これには風力等の自然エネルギーを消費地へ送電可能とする意図がある。

(4) 色濃い中・低所得層と州財政の救済

中・低所得層への支援措置は、随所に散りばめられている。エネルギー分野では、公営住宅 (主に低所得層が入居) の省エネ改築や低所得層向けの省エネ住宅化に向けた支援は2～3割を占めるし、教育支出の中心は奨学金であり、ヘルスケアは大半が州への医療補助であるが、その中身は低所得層向けのメディケイドへの支援措置であり、ブッシュ政権との相違が際立つ。

もう一つの視点は、州財政への支援が厚いことである。インフラ整備を含め、上記の教育・ヘルスケアの項目では州への補助が過半である。

州財政の困窮で本来の支払いが滞っているもの等への助成金色の濃い内容とも言える。この点、州への配分をめぐる問題から配分不足を主張する州出身の議員を中心に総額拡大の主張も根強く見られた。

(5) 懸念されたバイ・アメリカン条項

海外からの批判が強く、オバマ政権も反対を表明したバイ・アメリカン条項は、結局、最後まで残され、同法に基づき実施される建設プロジェクト、公共施設の建設補修等では、米国製の鉄鋼、生産物を用いることを義務付けられる。ただし、適用除外の対象として、①公共の利益に一致しないこと、②米国製品が十分な量または質的に供給できないこと、③国産品のコストが25%以上高いこと、④当条項は国際的な協定による義務下で整合的に適用される、等が付けられた。

特に、④の規定により、日本等の貿易協定のある38カ国からの輸入については対象外となり、制限を受ける主要な貿易相手国は中国、ブラジル、インド等となるが、それらの国からの輸入についても公の利益を勘案し、輸入可能となる。

なお、上記除外規定の実際の運用に当たっては、当該政権の裁量の余地が大きいとされる。オバマ大統領は後述の施政方針演説でも保護主義に反対する姿勢を鮮明にしており、裁量的には最も影響の少ない方法を模索することとなりそうだ。

3 | 金融安定策

オバマノミクスの第二弾は、金融安定化システムへの取り組みである。2007年のサブプライム問題に端を発した住宅金融を巡る問題は、昨年9月の金融危機を招き、景気後退を加速させた。信用不安の高まりから資金の流れに目詰まりが生じており、未だに景気回復への大きなネックとなっている。

(1) 金融安定化法

現在の行われている資本注入を中心とする金

融安定化策の中心にあるのは、ブッシュ政権下での金融危機時に誕生した金融安定化法であり、その経緯は以下のとおりとなる。

昨年9月の金融危機時には、住宅関連損失の大きい大手投資銀行等が市場の洗礼を受けた。まず、ファニーメイ等のGSE（政府支援機関）が政府の公的資金供給を受け、リーマン・ブラザーズは破綻処理に追い込まれる一方、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収、AIGについてはFRBの融資（850億ドルを上限）と政府の株式取得（約8割）により、政府管理下で再建を図ることとなった。この時、政府・議会は金融危機への対処策として、7000億ドルを上限に不良資産を買い取る金融安定化法を成立させた。

その後、ポールソン前財務長官は、金融安定化法による不良資産買取りを停止し、公的資本注入に充当すると発表、買取りを期待していたシティの株価が急落し、政府はシティへの資本注入と損失限度を保証する措置を取った。また、メリルリンチを買収したバンク・オブ・アメリカは想定外の損失を抱え、今年に入って、シティと同様の支援を受けた。結局、住宅価格が下げ止まらないうちは、追加の損失計上が続き、資産売却による金融市場への圧迫が続くため、その後も四半期決算を迎えるたびに損失拡大懸念が強まる事態が生じている。

(2) オバマ政権の包括的金融安定化策

ブッシュ政権下の金融政策では、そのブレが市場から批判を受けた。また、金融安定法下での資本注入だけでは、貸し渋り状況は一向に改善されず、新政権では、2/10にガイトナー財務長官が、新たな“包括的金融安定化策”を発表した。その中核は、不良資産の切り離しと、資本注入の二本立てであり、極めて基本的な対処法に行き着いたと言える。

その後の発表も加えた主な内容は図表-2のとおりであるが、①新規資本注入、②官民投資ファ

ンドを組成した最大1兆ドルの不良資産買取り、③貸し渋り対策としてFRBの信用収縮緩和策を拡大、④住宅ローンの返済負担を軽減、となる。

焦点の不良資産買取りでは、2月の概要発表から1ヵ月以上遅れて発表されたが、民間投資家の応札のもと、政府が1000億ドルの資金を拠出、最大1兆ドルの不良資産を買い取る。買取りに当たっては、ローンと証券に分け、ローンでは、FDIC（連邦預金保険公社）が投資額（官民半々）の6倍までの損失保証付き貸出しを行い、証券では同額までの貸付を行う。金額面の規模の不足や実際の運用面での効果に疑問の余地があるなど批判も多いが、9月金融危機以来、漸く不良資産の買取り策が提示されたことから、市場は歓迎の動きを見せている。

新規資本注入に関しては、資産規模が1000億ドル以上の銀行の資産査定を行い、資本注入を実施、同時に融資増加の計画を求める。

貸し渋り対策については、FRBの新融資制度を活用、金融機関から証券化商品を購入する投資家に融資、機能不全に陥った証券化市場の活性化とともに、金融機関はその売却資金で個人・企業向け融資を行う。

3/3、財務省とFRBは、家計、企業への融資を拡大するため、TALFと呼ばれる“トリプルA格のABS（資産担保証券）担保に最大1兆ドル（予定）に昇る貸出制度”を発表、3/25より運用を開始した。併せて、FRBのバランスシート拡大に備えた法整備を行う。

なお、今回、金融安定策が出揃ったことで、当面、その効果を待つこととなる。今後は、金融危機の防止に向けた金融規制改革が注目されることとなりそうだ。

4 | 住宅問題

住宅問題への対策は、2/18、オバマ大統領自身が発表を行った。今回の対策では、住宅価格

下落や差押えに直面した借り手の住宅ローンの条件緩和策が中心で、これらの措置により、差押え比率を抑制、住宅価格下落を軽減し、住宅市場のてこ入れを図る。

主な政策の骨子は、図表-2の通り四点あり、①借り換えが困難となった公社からの借り手を対象に、低利ローンへの借り換えを可能にする仕組みを導入。②民間ベースの住宅ローンを対象に、貸し手が利息を減額し、その費用を財務省が補填する。ローン返済額を収入の31%にまで減少可能とし、金融安定化プログラム（TARP）等から計750億ドルの公的資金を活用する。この時、債権者へのインセンティブとして1件あたり1000ドルを支給するなど、比較的細部まで詰められており、実効性が期待されている。

[図表-2] 包括的金融対策の概要

<p>1. 資本注入 (CCP)</p> <ul style="list-style-type: none"> ①包括的な資産査定を行い、必要な金融機関向けに新たに資本注入する。 →資産1000億ドル以上の大手銀行を対象に実施中。 ②追加の資本注入には、貸出し増加の条件を付す。 ③早期に民間資金に置き換えるよう促す。 ④TARPの残額は1096億ドル(3月末)。
<p>2. 不良資産買取り</p> <ul style="list-style-type: none"> ①不良資産をローンと証券に分け、財務省と民間投資家の折半で投資(PPIFs)する。 ②ローンはFDICが、証券は財務省が、それぞれ投資額の6倍、同額までの資金提供を行い、買取り後の資産処理は民間主体で行う。 ③財務省の資金は最大1000億ドル、不良資産買取り規模は、最大1兆ドル。
<p>3. 貸し渋り対策</p> <ul style="list-style-type: none"> ①FRBと協力、個人・企業向け融資を最大1兆円に拡大。 ②資産担保証券を有する投資家向けの融資を中小企業、学生ローン、自動車ローンに拡大。 ③3/3、財務省とFRBは家計、企業への融資を拡大するため、TALF(タム物資産担保証券 (ABS) ローン制度)を導入、3/25より運用開始すると発表。
<p>4. 住宅ローン対策</p> <ul style="list-style-type: none"> ①住宅価格下落で借り換え困難な公社借り手(4-500万人)を対象に、低利ローンへの借り換えを可能にする仕組みを導入。 ②合計750億ドルの公的資金を活用し、300-400万人に昇る危機に瀕した住宅所有者のリファイナンスを図る。 ③公社負担増に配慮し、フレディマック・ファニーメイへの公的資金注入枠を倍増し、各社それぞれ2000億ドルとする。

5 | 自動車会社の問題

GM等の自動車会社を巡る問題では、2/17に再建計画を政府に提出。当計画では、GMは、2011年までに最大166億ドルが必要とし、クライスラー社も追加の資金援助要請を50億ドルに拡大していた。なお、フォード社は今のところ、政府の資金援助を求めている。

3月末には、ガイトナー財務長官とサマーズ国家経済会議議長が率いる政府特別チームがこれ

を拒否したため、破綻懸念が強まった。オバマ大統領はGMについては根本的なリストラ策を条件に60日の猶予を、クライスラーについてはフィアットとの提携に向け30日の猶予を与えるとしており、この間、特に、無担保債務の削減と医療保険の拠出方法の見直しが焦点となる。オバマ政権ではプレパッケージ型の破綻・再建処理を視野に入れているとされ、成り行きが注目されている。

2——長期的な経済強化策を提示

1 | 施政方針演説でオバマノミクス全体像を提示

就任早々、経済危機対策に追われたオバマ大統領であるが、2/24、上下両院の合同会議で施政方針演説（一般教書に該当）を行った。米国の深刻な経済危機が「長期的な繁栄よりも、短期的な利益が優先され、将来への投資の代わりに富を増やすことを追求し、規制は短期的な利益のために骨抜きにされた」ことによって生じたとし、「そうした過ちを正す時が来た。今や大胆かつ賢明な行動が必要」とするなど、演説の大半は、経済危機からの再生策を解説し、国民の反対の強い銀行や自動車業界救済に理解を求め、さらに新たな米国の再建に向けてなすべきことを説いた。

具体的には、短期的に「雇用を一気に創出して融資を再開する」として“景気対策法”を成立させ、包括的金融安定策と住宅対策で足元の金融・住宅問題に対応する。一方、長期的な成長に向けて「エネルギー、ヘルスケア、教育、インフラ等への投資が必要」と主張した。また、議会に金融規制法の立案を急がせるとともに、過去、何度も先送りされてきた医療保険改革については、すぐにも検討を始めるとした。

ブッシュ減税への対応では、最富裕層の減税停止を表明し、財政赤字は4年後に半減させると

した。これまでの演説の集大成と言え、オバマノミクスの全体像を示した形である。

全体として、長期的な投資先には異論が少ないものの、短期的な景気対策や金融安定化策、中でも個別企業の救済策には反対が強い。施政方針には賛意を表しても、今後の予算具体化には様々な困難がともないそうだ。

2 | 予算概要

(1) 理想追求型の予算概要を提示

オバマ大統領は2/26、向こう10年間の予算概要を議会に提示。議会演説で表明したエネルギー、教育、ヘルスケアへの重点的な投資を行うオバマノミクスを、具現化したものと言えよう。国民皆保険に向けた医療改革の中心となる医療改革準備金制度の創設の一方、国防費はアフガン増派、イラク撤退等で一時的に拡大するものの、5年後の支出額は現行法に基づくベースライン見通しの20%減に抑制される。そのほか教育費の見直し等では削減予算を提示、差し引きで支出を相殺する「ペイゴー原則」を徹底させる。

また、歳入面では、2010年にブッシュ減税の期限切れを迎えるため、富裕層（家族25万ドル、単身者20万ドル超）の減税を停止する一方、年収25万ドル以下の家庭への減税維持を表明した。富裕層のキャピタルゲイン税や配当税も20%に戻すこととした。なお、エネルギー投資の果実として、2012年度以降、毎年800億ドル程度の収入増を見込んでいる。

企業に関しては、研究・開発投資減税の恒久化を図る一方、税制面の抜け道を塞ぐとして様々な強化を図る。最大のものは、タックスヘブンを利用した抜け道等国際関連の税制改革となりそうだ。なお、現行枠が7000億ドルとなっている金融安定法による支出が、2009年度に2500億ドル追加されているが、ガイトナー財務長官、バーナンキFRB議長とも、現在実施中の

資産査定の結果次第としている。

(2) 財政赤字は急拡大後、4年後半減を目指す

財政赤字は、景気対策法等で2009年度に1兆7520億ドル、GDPの12.3%と過去の赤字を大きく上回るが、2010年度は8.0%、その後、2013年度には3.0%に減少させるとしている。

この結果、民間の保有する政府債務は2011年度にGDPの67.3%（2008年度は40.8%）にまで上昇する。現下の経済危機では、国債の需要は比較的高いものの、今後の景気回復時には阻害要因として浮上する可能性がある。

なお、予算策定の前提となる経済見通しでは、2010年の実質GDPを3.2%、その後3年間に渡って4%台の成長率を見込んだ。ブルーチップ見通し（2010年2.1%、その後3年間は2%台）との比較では楽観的だ。また、社会保障費の調整に使われるCPIや、利払い費算出に用いられる金利見通し等も、ブルーチップの見通しよりかなり低めに設定してある。

今後、議会ではこの予算概要を参照に予算案を策定、9月までに議決を行う。ただし、オバマ

大統領の考えが、随所に織り込まれた予算方針であるだけに、共和党の主張とは相容れず、今後、様々な修正が加えられることとなろう。

3—オバマノミクスは経済活性化できるか

1 | 景気対策法では雇用増効果を強調

景気対策法案の審議における下院民主党の趣意説明では、「①リセッションの早期終了と早期回復を目指す、②経済を強化のためインフラ整備や技術開発を支援、③州・地方政府の助成により、教育・健康・公共安全計画を促進、④困窮している低所得層を支援、⑤一時的な財政赤字拡大後、雇用増と生産・所得増による税収増が見込め、ネットの財政コストは小さい」としており、こうした主張の背景として、二つの計量的な研究例を挙げている。一つはローマーCEA委員長のグループによるもので、7750億ドルの景気対策を前提に、2010年末までに景気刺激策がない場合と比べ、失業率は1.8%低く、370万人の雇用を創出する。もう一つはザンディ氏（ム

[図表-3] 予算概要の歳出入の対前年度比伸び率 (%)

		⇒今回予算案										
対前年比伸び率 (%) (年度)		(見込) 2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
歳出合計		32.0	▲9.8	2.0	1.1	5.3	5.5	4.6	5.5	4.1	4.1	6.0
裁量的支出		14.1	7.0	▲6.1	▲2.2	1.1	1.2	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4
義務的支出		56.3	▲20.2	1.6	▲1.6	6.1	7.3	5.4	7.3	5.1	4.8	7.9
利払い費		▲45.1	18.0	72.6	33.6	14.8	9.2	7.4	5.9	4.6	4.6	5.4
歳入合計		▲13.4	8.9	13.9	13.6	7.9	5.3	5.0	4.9	4.8	4.8	5.0
所得税		▲16.4	10.8	17.2	12.1	8.8	7.2	5.8	5.7	5.8	5.7	5.9
法人税		▲45.7	34.5	36.0	22.2	12.2	2.2	7.6	4.2	4.2	4.9	5.0
社会保障・年金		(2008)	▲0.6	4.3	5.4	5.1	6.3	4.9	4.3	5.3	4.0	4.4
財政収支(10億ドル)		▲459	▲1752	▲1171	▲912	▲581	▲533	▲570	▲583	▲637	▲638	▲712
対GDP比(%)		3.2	12.3	8.0	5.9	3.5	3.0	3.1	3.0	3.2	3.0	3.1
期末総債務(前年比)		27.2	10.8	8.5	6.0	5.7	5.5	5.3	5.2	5.0	4.7	5.2
民間保有分(前年比)		(2008)	44.1	13.7	9.7	5.3	4.7	4.9	4.9	5.0	4.8	4.5
対GDP比(民間分%)		40.8	58.7	64.6	67.3	66.7	65.8	65.6	65.9	66.3	66.5	67.2

[図表-4] 予算概要における経済見通し (%)

(暦年、%)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
実質GDP	前年比	▲1.2	3.2	4.0	4.6	4.2	2.9	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
	同CBO見通し	前年比	▲2.2	1.5	4.2	4.4	4.1	3.5	2.8	2.5	2.3	2.2
	同Blue Chip	前年比	▲1.9	2.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
消費者物価	前年比	▲0.6	1.6	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
失業率	年平均	8.1	7.9	7.1	6.0	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
10年国債金利	年平均	2.8	4.0	4.8	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2

ーディーズのエコノミストでマケイン氏の経済アドバイザー)によるもので、7500億ドルの景気刺激パッケージを前提に、実施しない時よりも2010年までに失業率を2%低め、380万人の雇用を創出するとしている。

2 | 即効性に乏しい景気対策

しかし、景気対策の経済効果については、疑問の見方も多い。規模については、2年間のGDPの約2.8%に相当するが、実際は2年を超える複数年に渡る支出があり、単年度の効果は一層希薄化する。さらに、大統領自身が示したように1兆ドルのGDPギャップを前提とするならば、規模的には不足感が強い。

また、歳出内容が、減税、公共投資、州政府支援、省エネルギー投資等、総花的になったこともインパクトに欠ける。単身者向け年間400ドルの減税は、週給徴収額の減少方式(月当り40ドル強)で4月から始めたとしても減税感は薄い。財政支出は州財政の補填色が強く、雇用を維持する手段となっても、新たな雇用創出は望めない。350万人とされる雇用増は、財政支出対象産業への雇用増が消費に回り、関連産業の雇用増を幅広く見込むが、そうした波及効果を短期間で期待するのは無理が生じる。

加えて、執行面での遅れも懸念される。ブロードバンド整備費(70億ドル)やエネルギー関連支出(約400億ドル)は、短期の予算消化は困難とされる。こうした批判にオバマ大統領は、「歳出の75%は向こう1年半のうちに実施に移される」と強調した。結局、来年の景気下支えとなっても即効性は疑問とされ、早くも緊急追加策が必要との主張も聞かれる。

米経済では、非農業事業部門の雇用者が9月金融危機以降、3月までに403万人減と記録的な急減少を見せた。雇用減少は賃金所得を減少させ、個人消費を抑制し、さらなる雇用減を招くとい

う悪循環が生じている。

オバマ大統領は、こうした悪循環を断ち切るには政府が機能発揮することが必要だとし、景気対策法を成立させたのであるが、前記のように、エネルギーやインフラ整備向けの財政投資や減税など様々な手段を組み合わせたため、来年以降の景気下支えとはなっても、底割れした現在の景気への即効性は欠ける。4-6月期に入ってもこうした状況が持続すれば、より即効性のある景気対策が求められる可能性も出て来よう。

3 | 金融安定化策の遅れがブレーキに

景気対策と並ぶもう一つの主軸である金融安定化策の効果が未だに進展していないことも、深刻な経済の落ち込みを招いている大きな要因だ。米国の個人消費は、クレジットカード、ホームエクイティローン、自動車ローン等の借入れを前提にした消費構造となっている。今回の消費不況もこうした借入れ手段が、借り手の問題と、貸し手の問題の双方で目詰まりを起こしているのが主因と言える。

FRBでは、既にゼロ金利政策を取っているのに加え、住宅ローン関連証券の買取りや、資産担保証券を担保にした貸付制度を発表、さらに3月FOMCでは長期国債の買取りを決定、量的緩和政策の推進に加えインフレ目標政策等も検討している。しかし、シティやAIG問題を含め、不良資産問題の処理に向けた金融安定化策の効果に進展が見られない限り、貸し渋りの改善は難しい。オバマ政権の金融安定化策は、漸くスタートについたばかりであり、実際の運用に当たっては、今後、紆余曲折を経ることとなる。

半面、住宅問題については貸し手と借り手の双方への具体策が進行している。住宅市場は過去最悪の状態にあるが、一方では、住宅価格下落と金利低下を映じて住宅購入余裕度指数が急上昇するなど、購入環境に改善の動きが出てい

る。ただし、こうした動きを景気の先行き不透明感と住宅ローンの貸し渋りが阻害している。住宅対策が効果を高めるためにも、米政府は速やかに金融安定化策の効果を示す必要がある。

4 | 景気の本格上昇は、家計のバランスシート調整後に

当研究所の2009年の米国経済見通しは3.0%減と前記の市場見通しより低めに設定した。仮に、有効な金融安定化策が打たれたとしても、これらは景気回復の前提条件であって、実際の景気が回復するには、今回のバブル崩壊による経済危機の中で、深く傷付けられた家計のバランスシート調整の進展が必要となるからである。住宅バブルの崩壊で、限度一杯まで借り入れを行っていた家計へのダメージは大きく、これまでのリセッションとの比較でも、消費関連指標の悪化が目立つのが特徴となっている。

コンファレンスボード消費者信頼感指数では、金融危機の影響を受けた9月の61.4から、2月には25.3へと1967年の統計開始以来の最低値に下落した。消費の冷え込みは、製造業にも波及し、企業センチメントを示すISM指数も一時28年ぶりの低水準に落ち込んだ。景気の後退が止まらず、雇用の記録的な悪化に繋がっている。

一方、資産価額の下落はなお持続している。家計の抱える各資産について、それぞれのピーク時から金融危機直後の昨年末までの減少を見ると、株式（44%減）を含む金融資産では19%の減少、住宅資産は16%減となっており、全体では16%の目減りとなる。

なお、実額ベースでの家計資産の目減り額は12.7兆ドルであるが、半面、負債は2008年10-12月期に、統計開始以来、初めての減少と、調整が始まったばかりである。このことは、借り入れ担保余力が急減したことを意味しており、これまでのホームエクイティローンに代表される借入金に依

存した消費構造からの転換を迫られている。

今後、貸し手に対する諸政策が奏功し、貸し渋りが解消されたとしても、借り手の家計では、バランスシート調整が続くため、しばらく景気の牽引役にはなれず、そのため、急速な成長率の回復も見込み難いと思われるのである。

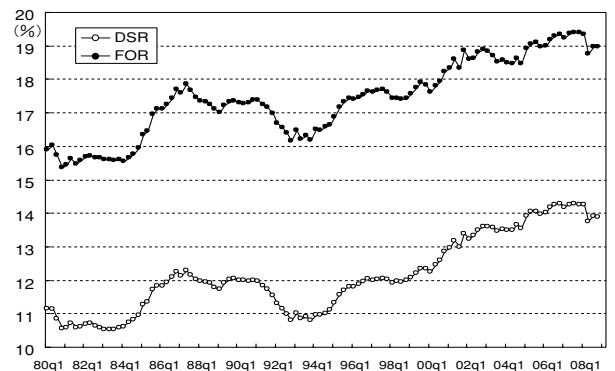
5 | おわりに

金融危機から半年を迎え、オバマ大統領就任から2ヵ月となる。この間、オバマ政権は矢継ぎ早の危機対応策を打ち出した。しかし、最優先した景気対策は、来年以降の景気には投資額に見合った効果は期待できると思われるが、即効性には乏しく、規模的不足感も強い。

また、足元の経済・金融危機を乗り越えることが先決であり、現状での政策の失敗は、危機をさらに深め、来年の回復をも危うくする。特に、金融安定化策については、不良資産問題についての対応が急がれており、政府発表の対応策の実効性が注目される。

もっとも、景気対策と金融安定化策によって、足元の経済・金融危機を乗り越えられたとしても、上述のように、ダメージを受けた家計の修復には時間を要する。オバマノミクスが効果を発揮し、景気と雇用を回復させるのは、来年後半へと先送りされる可能性が強いと言えよう。

[図表-5] 家計の金融支払い負担 (対可処分所得比)



(資料) FRB, DSR: デット・サービス・レシオ=住宅ローンと消費者信用の返済負担、FOR: 金融支払い負担=DSR+自動車リース料・家賃・保険料等、いずれも可処分所得比 (%)