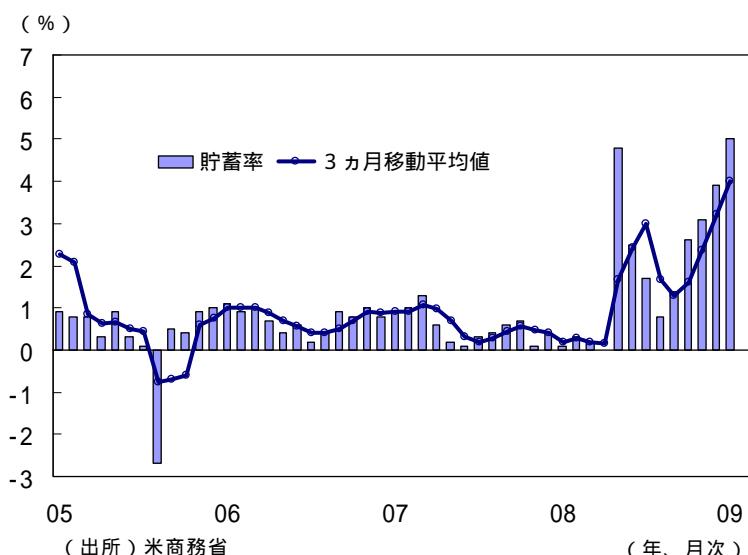


オバマ大統領の経済政策

Q 1 . 米国経済がますます悪化しているようですが？

- ・ 今の米国の景気の悪化の根源は、個人消費の低迷です。特に心配されるのが貯蓄率が上昇していることです。米国人は借金をして消費をする、ということがしばしば指摘されます。平均的にみれば、貯蓄率は 1%程度と低い水準で推移して、2005 年ごろは貯蓄率がマイナス、つまり、収入以上に消費を行なっていた時期もありました。
- ・ ところが、米国人が借金をせずに貯蓄を行なうようになり、それが消費を抑えて景気の悪化をもたらしているようです。彼らは借金を返済する事態に直面してしまったのです。いうまでもなく、住宅価格の下落がその原因です。
- ・ リーマンショックをきっかけに、もう一つ心配な動きが出てきました。それは、雇用環境が急速に悪化していることです。1 年前に 5.0% だった失業率が、今は 8.1% まで上昇しました。このままのペースが続けば、年内に 10% に上昇します。雇用環境の悪化は、所得を減少させ、個人消費を一段と下押しする懸念があります。
- ・ 米国経済は世界経済のエンジンです。米国の消費者が借金をしてまで消費を拡大していたおかげで、日本や中国は、米国向け輸出を拡大させ経済成長を続けることができました。しかし、米国の消費者が借金をしなくなったために、米国の輸入が減少しています。米国で起きた経済危機が、輸入の減少を通じて、世界経済に悪い影響を及ぼしている、それが、今の世界同時不況の原因です。

図表 1 . 米国の貯蓄率





Q 2 . オバマ大統領は、どのような経済対策を打ち出しているのでしょうか？

- ・ オバマ大統領の就任から 2 カ月が経過しました。この間、3 つの経済対策を実施しています。景気対策、金融安定化策、住宅市場対策です。
- ・ 景気対策は、総額 7,870 億ドルにのぼり、その内容は、政府による歳出増加と減税です。このうち、歳出増加については、公共事業の実施に加え、失業保険の拡充や地方政府への財政支援などが主な柱です。
- ・ 景気対策について心配されているのは、実施までに時間がかかりすぎることです。議会予算局の分析によると、2009 年は全体の 25%、2010 年も全体の 50% しか支出されないことが明らかとなりました。オバマ大統領は演説で、スピードを重視し来年までに 75% を実施すると述べていますが、逆にいえば、今年はあまり支出されそうもないといえます。景気対策の規模は大きいものの、足元の経済の落ち込みがそれ以上に大きく、支出のタイミングの遅れもあって、景気の悪化に歯止めをかけるにはやや力不足との受け止め方が広がっています。
- ・ オバマ新政権が打ち出した経済対策の 2 つ目は金融安定化策です。その内容は、金融機関の資産査定、不良債権買い取り策、住宅対策、F R B による貸し渋り緩和策の 4 つの柱から構成されています。
- ・ このうち、かねてより実施が求められていた不良債権買い取りの仕組みについては、官民共同ファンドの創設をうたったものの、具体策を示すことが出来なかつたため、批判が高まりました。
- ・ 逆に、注目されているのは、「ストレステスト」と呼ばれる資産査定の実施です。4 月末をめどにすでに始まっています。これにより、不良債権の内容がガラス張りとなることが期待されます。簿外にどれだけの資産を持っているのか、時価評価の対象外となる「レベル 3」と呼ばれる分類区分に、どれだけの不良債権を保有しているのか明らかになることが期待されます。また、景気の落ち込みにともない、不良債権の規模が今後どの程度拡大するのか目安が立てられます。
- ・ 経済対策の 3 つ目は住宅市場対策です。これは、金融安定化策の中で示していたものが具体化されており、住宅ローン債務者の債務免除が主な内容です。もともと、サブプライム問題でローン返済が困難となっているのは民主党の支持基盤でもある低所得層の人々が多かったため、ブッシュ政権の時代から民主党が強く求めながら、これまで手がつけられてこなかった問題です。そこによく手がつけられたことの意義は大きいといえますが、残念ながら、債務免除の規模が小さいため、どの程度効果をあげられるかは不透明です。



図表 2 . オバマ大統領の経済対策

< 景気対策 ~2/17成立 >

歳出
高速道路整備などの公共事業(1500億ドル) 失業保険の増額、州政府への財政支援など(3500億ドル)
減税
勤労者世帯向けの所得減税など(2870億ドル)

< 金融安定化策 ~2/10発表 >

金融安定化信託
資産の自己査定を実施 普通株への転換権付社債による追加資本注入
住宅対策
ローン債務の元本減免などによる差し押さえ抑制策(詳細は2/18発表)
不良債権処理の促進
不良資産買取のための官民ファンド創設(数週間以内に具体策決定の見込み)
融資拡大計画
F R B の消費者・中小企業向け融資拡大策の規模拡大(2000億ドル 1兆ドル)

< 住宅対策 ~2/18発表 >

政府系住宅金融機関が融資・保証した住宅ローン
低利型ローンへの借換えを促進(250億ドル)
民間金融機関が融資した住宅ローン
債務元本の減免・低利型ローンへの借換えを促進(500億ドル)
政府系住宅金融機関への資本注入枠拡大
フannie・フレディへの資本注入枠の拡大(1000億ドル 2000億ドル) フannie・フレディの資産規模の制限を緩和(8000億ドル 9000億ドル)

(出所)ホワイトハウス、議会予算局、米財務省

Q 3 . 金融の問題が長引いています

- ・ 世界最大の保険会社である A I G は巨額赤字を計上し、4回目の政府支援を受けました。金融大手のシティーグループやバンク・オブ・アメリカの経営不安も続いている。
- ・ 損失の拡大が止まらないその最大の要因は、保有する証券化商品の価格下落に歯止めがかからないことです。また、商業銀行部門では、クレジットカードなどの融資債権が景気の悪化により延滞率が上昇し不良債権化しています。
- ・ I M F の試算によると、こうした不良債権化するおそれのある証券化商品と融資債権の残高はおよそ 23 兆ドル(約 2,300 兆円)にのぼります。I M F はこれら資産の平均の損失率を 10% 程度と仮定し、米国の金融機関の損失が 2.2 兆ドルにのぼると分析していますが、民間金融機関では 4 兆ドル程度にのぼるとの見方も指摘されています。米紙ウォール・ストリート・ジャーナルは、過去の金融危機の経験則でいえば、最終的な損失額は最も悲観的な見通しをも上回るだろうと指摘しています。



- 金融機関の損失拡大に歯止めがかからないことから、金融機関同士の市場では、お互いが疑心暗鬼となり、正常な取引がなされておらず、金融市場の機能が低下しています。企業や消費者に対する融資の審査を厳しくするクレジット・クランチ（信用収縮）も深刻化しています。ヘッジ・ファンドは、金融機関からの借り入れを利用することにより、自己資本を上回る投資を行なっていましたが、今では、換金要求を受けて、株式や債券の処分売りを迫られています。金融の機能が低下したことが、経済全体に大きな下押し圧力となって負の影響を及ぼしているのです。

図表3. 米国の不良債権～規模のイメージ

(兆ドル)

	不良債権化する懸念 がある資産の残高	I M Fによる損失予想	
		2008/10時点	2009/1時点
証券化商品	12	0.4	-
融資債権	11	1.0	-
合計	23	1.4	2.2

(注)住宅ローン、同担保証券、商業用不動産ローン、同担保証券など、金融危機による値下がりリスクや不良債権化するリスク高い資産の残高をI M Fが独自に推計。さらに、それぞれの金融商品ごとの損失率を試算し、全体の損失額を推計している。

(出所) I M F

	G D P	不良債権処理	対G D P比率
日本	500兆円	100兆円	20%
米国	1,400兆円	220兆円	16%
米国	1,400兆円	400兆円	30%

(注)米国 はI M Fの損失額試算、米国 は米大手金融機関の損失額試算による
為替相場を 1\$=100円として計算

Q 4. 何か有効な手立てはないのですか？

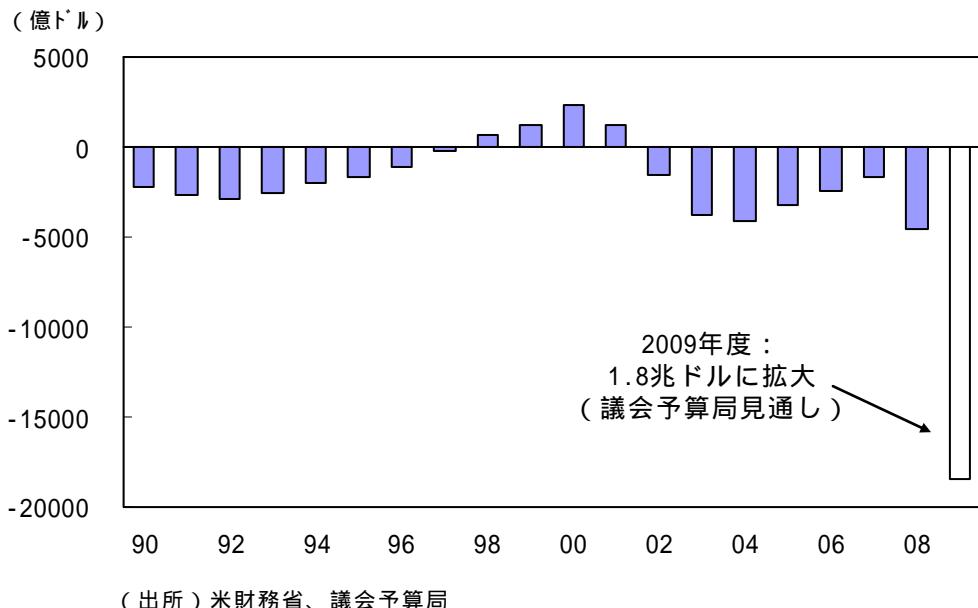
- オバマ政権のキーパーソンとみられているボルカー（新設ポスト、元F R B議長）は、就任以降議会証言などで、問題の解決のためには数兆ドルの財政資金が必要であるとくり返し述べています。金融システムの内部で、金融機関の



自己資本を上回る損失が発生し、そのことが経済の下押し圧力として働いている以上、最終的には政府の財政資金を投入して損失を処理するしか方法がないとの考え方です。

- ・ こうした考え方には、経済学者の間でも広く主張されています。戦後の 13 の主要な金融危機を分析した有力な研究によると、全ての金融危機は、財政資金を投入して損失処理を行ない、その結果、政府の債務残高が急増したことが示されています。
- ・ 米国の消費者が置かれている立場と関係づけて考えると、返済能力を超えて借り入れを行い、あてにしていた資産価格も下落してしまった結果、返済できなくなった部分が不良債権にあたります。
- ・ 今の米国は、金融機関が過剰に融資してしまった部分（消費者が過剰に借り入れしてしまった部分 = 過剰債務）を、消費者は貯蓄率を引き上げることで、金融機関は損失処理を行なうことによって債務調整を行なうプロセスにあると理解できます。
- ・ オバマ大統領はこうした現状を十分認識しています。米議会に提出した予算教書によれば、金融安定化のための追加資金として 2,500 億ドルを計上しました。昨年成立した金融安定化法で定められた 7,000 億ドルのうち、3,500 億ドルがまだ使われていませんので、今の時点では 6,000 億ドルの資金を確保しようとしているといえます。
- ・ かりに、6,000 億ドルで足りなければ、さらに、国債を発行して、不良債権処理のための原資を確保する必要がでてきます。つまり、米国の財政赤字は際限なく拡大する可能性があるといえそうです。
- ・ 国債の発行を円滑に行なうために、米国は、日本や中国との関係強化につとめています。ヒラリー国務長官は、最初の外遊先にアジアを選び、訪問先の中国で、米国債の購入に異例の謝意を述べました。それに呼応するかのように、温家宝首相は、先日の全人代閉幕後の記者会見で、今後も米国債を購入し続けると言明し注目されています。
- ・ また、F R B は 3 月 18 日に、一段の金融緩和策の手段として、国債の購入に踏み切ることを決定しました。この決定を受けて、米国債（10 年債）の利回りは 3% から 2.5% に急低下しました。金融安定化のためには、巨額の財政投入の必要があることから、長期金利の急騰とドル相場の下落が心配されますが、こうしたリスクを回避するための準備が行なわれているといえます。
- ・ 米政府が直面する最大の課題は、こうした追加の金融安定化策のために必要な財政資金の支出に対して、議会の支持をどのように獲得するかということです。昨年 9 月に金融安定化法がいったん否決されたような事態が今後再び繰り返されるおそれがあります。A I G 幹部に対して巨額のボーナスが支払われていたことは、国民世論を刺激し、金融機関救済への世論の反発を強めることになります。結果的に、金融危機の解決を遅らせることにならないか心配されます。

図表4 . 米国の財政赤字



Q 5 . 金融市場の動搖は、まだしばらく続く可能性が高いようですね

- 株式市場では、年初から 2 ヶ月間の株価下落率が、1896 年にダウ平均が算出されるようになって以来最大となりました。米国の株式市場では、1 月は新規資金が流入しやすく上昇しやすいことが、「ジャニュアリー・エフェクト」として注目されています。上がりやすい 1 月に低調だった年の年間騰落率はマイナスというのが定説のようです。今年の企業収益は今のところ増益が予想されているものの、経済が大幅なマイナス成長に陥る中で、本当に増益を達成できるのか危ぶむ見方も増えています。ウォール・ストリート・ジャーナルは、今後企業収益予想が下方修正される可能性が高いとしたうえで、ダウ平均は 5,000 ドルまで下落する可能性があると指摘しました。足元では、過度な下落の反動により、買い戻しの動きが優勢となっていますが、今年後半まで見通すと、まだまだ下値の余地が大きいといえるのではないでしょうか。
- かりに、株価が底入れするとすれば、金融の安定に目処が立った時といえるでしょう。本格的な回復までには時間がかかるても、最悪期は過ぎたとの期待が広がれば、潮目の変化も期待できます。当面は、不良債権買い取りの有効な仕組みがいつ打ち出されるのかが注目されます。
- 債券相場は、景気の弱さが支援材料となる一方、国債の発行増加が価格を下落させる要因（金利を上昇させる要因）となります。もっとも、中国が有力な買い手となることや、F R B による国債買い入れの実施が、金利上昇を抑制する要因となるでしょう。



- ・ 為替相場では不思議な現象がみられます。それは、金融危機の震源地である米国の通貨であるドル相場が底堅く推移していることです。これは、決済通貨としてのドルへの需要が高まっていることが背景にあります。
- ・ 逆に考えると、金融危機が最悪期を過ぎて、株価が底入れするまでは、ドルの底堅さが持続する可能性があります。逆に最悪期をすぎると、ドルのファンダメンタルズの脆弱さ、特に、財政赤字の拡大などが嫌気され、ドルはいずれ下落トレンドに転じる可能性がありますが、それまでは、なお、しばらく時間がかかりそうです。このため、ドルの底堅さも当面は維持されるのではないかでしょうか。

お問合せ先 調査部 細尾 忠生

E-mail : hosoo@murc.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、すべてお客様御自身でご判断下さいよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。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。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。