

# オバマに何ができるか？

—経済政策を検討する—

柴田 徳太郎

東京大学大学院経済学研究科教授

「100年に一度」の世界経済危機が発生している。世界大恐慌以来の事態である。震源地は前回同様アメリカである。サブプライム金融危機が世界中に広がり、世界同時不況を引き起こしている。こうした状況下でオバマ新政権は誕生した。彼はアメリカ経済そして世界経済に何をもたらすことができるだろうか。

## 1. 景気後退の本格化

今、アメリカは本格的な景気後退に突入しつつある。NBER（全米経済研究所）は景気後退が始まった時期を2007年12月と認定した<sup>1</sup>。実質GDPの成長率（対前期比年率、季節調整値）は、07年第III四半期の4.8%から第IV四半期にはマイナス成長（0.17%）に転じた。08年前半には輸出増加、輸入減少、戻し税による消費の下支えなどにより成長率の回

復が若干見られたが（第II四半期：2.8%）、後半には再びマイナス成長に落ち込み、とくに第IV四半期の落ち込み（6.25%）は27年ぶりの大幅なものであった（図1、2）。

この厳しい景気後退は長期化する可能性がある。第1に、06年に始まった住宅建築の減退はしばらく続くことが予想される。中古住宅の在庫が積み上がっており、住宅ローンの融資条件が厳しくなっているからである。第2に、耐久消費財支出の減退が著しい。09年2月の新車販売台数は前年同月比約40%減の68万5,397台で、81年12月以来27年2ヵ月ぶりの低水準に落ちこんでいる<sup>2</sup>。証券化商品の不良債権化問題が住宅ローンから自動車ローンへと拡大しているため、自動車ローンの融資条件が厳しくなっているからである。第3に、民間設備投資も08年後半には減退し始め、第IV四半期の減退率は大幅（21.1%）であった。

このように、08年9月の投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻以降、アメリカの景気後退は本格化と長期化の様相を呈し始めている。その背後には、次のような事態が存在する。

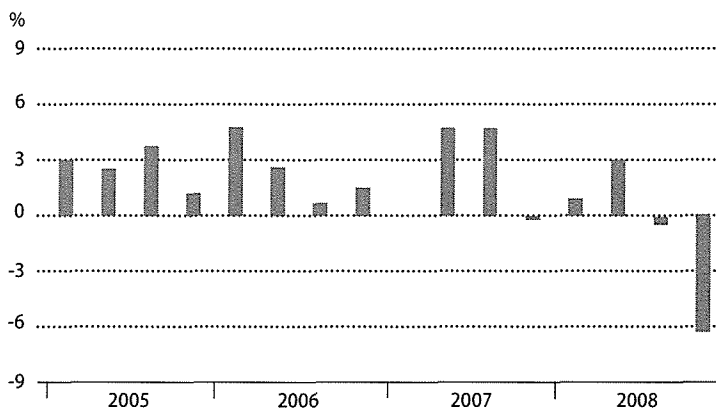
①住宅価格下落による負の資産効果。これまでアメリカの家計は、住宅価格の上昇に支えられて借金を増やし、住宅購入と消費を拡大してきた。高金利のクレジットカード債務を低金利の住宅ローンに借り換える手法が採用され、住宅ローンで借りた資金を消費に充てるということが行われてきたのである。

### しばた とくたろう

1951年生。東京大学経済学部卒。同大学院経済学研究科博士課程修了。経済学博士。専攻は、現代資本主義論、アメリカ経済論、制度の経済学。西南学院大学経済学部講師・助教授、東京大学経済学部助教授を経て、1996年より現職。

著書に、『資本主義の暴走をいかに抑えるか』（筑摩書店、2009年）、『現代経済学—市場・制度・組織』（共編著、岩波書店、2008年）、『大恐慌と現代資本主義』（東洋経済新報社、1996年）などがある。

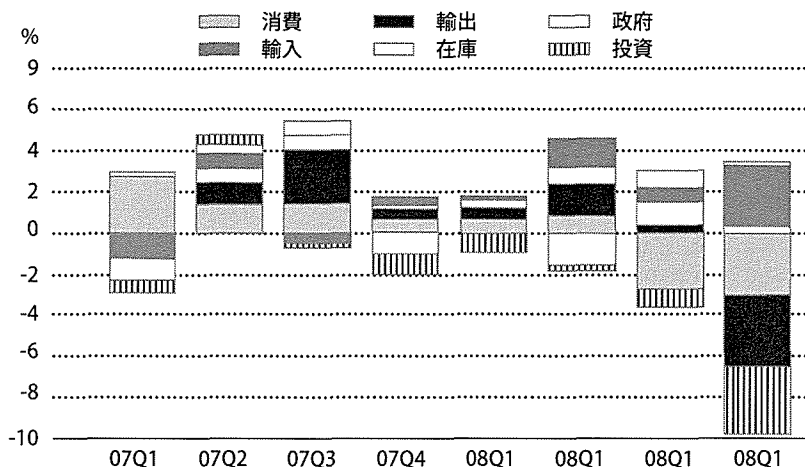
図1 実質GDP成長率



注) 対前期比年率

出所) セントルイス連銀, National Economic Trends, 03/02/09

図2 実質GDP成長率への各項目の寄与度



注) 対前期比年率

出所) セントルイス連銀, National Economic Trends, 03/02/09

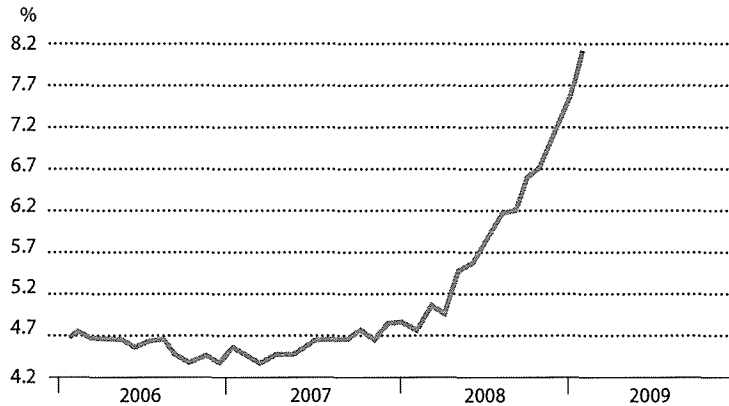
だが、家計が保有する純不動産価値（不動産価値－住宅抵当債務）は、07年以降の住宅不動産価値下落と08年半ばまで続いた住宅抵当債務拡大により急速に下落している。下落率は07年が17.3%、07年末－08年9月末が14.3%であった。ローンの担保となる住宅の純価値が減少し続ければ、消費の力強い回復は困難となる。

②雇用の削減。金融部門の人員削減が他の部門にも広がり、消費の削減要因となっている。金融部

門の雇用は07年7月－09年2月に40万人（4.8%）削減され、非農業部門就業者数も07年12月－09年2月に438万人（3.2%）減少している。失業率も07年5月－09年2月に3.6%上昇し、8.1%に達した（図3）。これは83年12月以来の高水準であった。

③輸出の減退。08年第Ⅲ四半期までは輸出の増加と輸入の減少が景気の下支えを行っていたが、リーマン・ブラザーズの破綻以降の世界金融危機、世界同時不況の深刻化によって、第Ⅳ四半期には輸

図3 失業率



出所) セントルイス連銀, *National Economic Trends*, 03/06/09

出の大幅な縮小 (23.6%) が起こっている。

④不良債権の累積。リーマンの破綻以降、金融機関の損失が急速に拡大しつつある。損失は住宅ローン関連の証券化商品にとどまらず、その他の金融資産 (商業不動産担保証券、クレジットカード債権、高利回り社債、貸付債権担保証券など) にも広がっている。08年10月の時点でIMF (国際通貨基金) は全世界の金融機関の損失を1兆4,050億ドルと推計し<sup>3</sup>、BOE (イングランド銀行) は2.8兆ドルと見積もっている<sup>4</sup>。11月に発表されたみずほ証券の試算は、5.8兆ドルという格段に厳しいものであった<sup>5</sup>。IMFやBOEのデータをもとにアメリカ金融大手が適用している時価評価を当てはめて厳しく見積もった結果である。内訳はアメリカが4.4兆ドル、ヨーロッパが1.4兆ドルである。この見積もりが正しいとすると、アメリカの損失は対GDP比で約30%となる。この損失の規模は、日本のバブル崩壊による金融機関の損失約89兆円 (91-03年: 対GDP比約20%) を大幅に上回ることになる。損失の拡大は自己資本を減らすことになるので、信用収縮を通じて実体経済悪化の要因となる。

このように、アメリカ経済は08年9月以降、恐慌と呼べるような深刻な事態に陥っているといえる。

## 2. オバマ新政権の経済政策

こうした厳しい経済情勢の中で、オバマは1月20日に大統領に就任した。オバマ新政権が打ち出した経済政策の柱は次の2つである。

①金融安定化策。2月10日にガイトナー財務長官は新たな金融安定化計画を発表した。ブッシュ政権が08年10月に成立した「緊急経済安定化法」(資金枠7,000億ドル) に基づき資本注入を実施したが、不良債権の処理は進まず、金融機関の財務内容の悪化は止まらず、貸し渋りが深刻化しているため、包括的な見直し案を打ち出したのである。この案には6つの柱がある。(1)金融機関への資本注入と財務状況の審査、(2)官民共同の不良債権買い取り基金設立 (5,000億ドル-1兆ドル)、(3)FRBによる消費者向け・企業向け貸出支援 (資産担保証券貸出制度: TALF) の拡充 (上限1兆ドル)、(4)公的資金の利用に関する透明性・説明責任・監督の強化、(5)住宅市場の支援・差押え回避、(6)中小企業・地域金融支援、である<sup>6</sup>。

(2)の「官民共同基金」による不良債権買い取り案は、根本的な弱点を抱えている。民間投資家はな

るべく安い価格で不良資産を買い取ろうとするであろうが、そうなると売却する金融機関の損失は拡大してしまうのでなかなか売りがたらないだろう。(1)の資本注入と審査に関しては、資産規模が1,000億ドル以上の大手金融機関を対象に健全性審査を導入する。資本注入は普通株に転換できる権利の付いた優先株の取得にする方針で、融資増加計画の提出を求める。これまで注入されてきた公的資金が経営者や従業員のボーナス支払いに使われ、不良債権処理に有効に活用されてこなかったことへの反省から、公的管理を強める方向へ一歩踏み出したといえる。

公的管理への踏み込みは、2月27日に財務省が発表した大手銀行シティグループへの追加支援策でもう一歩前に進むことになった。公的資金注入に見返りとして政府が現在保有するシティの優先株のうち、最大で250億ドルを議決権のある普通株に転換し、シティ株の最大で36%を政府が保有し、最大株主になることになった。シティは事実上政府管理下で、経営陣の大幅な刷新と厳格な資産査定に取り組むことになったのである<sup>7</sup>。

(5)の「差押え回避」に関して、オバマ大統領は2月18日に最大900万世帯を対象とする借り手救済策を発表した。その内容は、GSE（政府支援機関：ファニーメイとフレディマック）と民間金融機関へ追加的に公的資金を注入し、借り手の返済負担を軽減するというものである<sup>8</sup>。GSEへの公的資金注入枠は2,000億ドル増えて4,000億ドルとなり、民間金融機関への公的資金注入も750億ドルが予定されている。この借り手支援策も、08年7月に成立したGSE支援法（ローン借り換えを3,000億ドルまで政府が保証）の限界を打開しようとする政策である。

②景気対策。2つ目の柱は景気対策である。2月17日にオバマ大統領は「アメリカ再建・再投資法案2009」に署名し、同法は成立した。この景気対策の規模は7,870億ドル（対GDP比5.5%）で、向こう2年で350万人の雇用創出を目標にしている。3人の共和党議員の支持をつなぎ止めるために修正を余儀なくされ、下院案（8,190億ドル）や上院案（8,390億

ドル）と比べて縮小を余儀なくされたが、08年2月に成立したブッシュ政権の景気対策の5倍近い規模に達している。

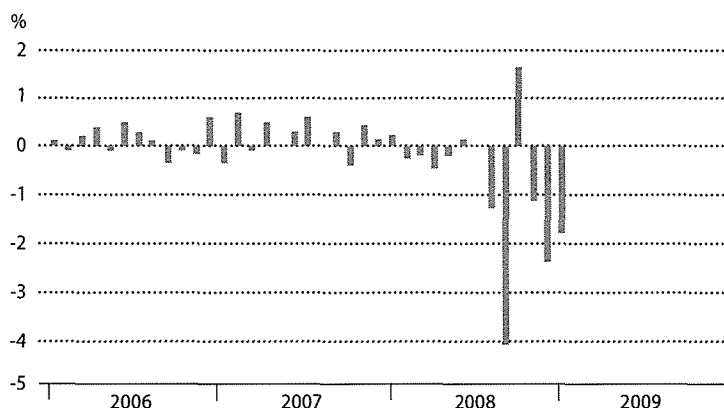
その主な内容は、減税34.1%（うち個人向け30%、企業向け4.1%）、州・地方支援23.7%（メディケイド支援11.1%、教育・職業訓練8.3%などを含む）、健康8.2%、弱者救済7.6%、インフラと科学への投資6.8%、交通運輸6.1%、エネルギー対策6.2%、環境2%などであった<sup>9</sup>。減税の柱は中間層の所得税減税で、独身者は当初計画の500ドルが400ドルへ、夫婦は1,000ドルが800ドルへ圧縮された。

この大型景気対策は当然、連邦財政赤字の拡大を招く。この問題にどう取り組むのか。オバマ大統領は2月26日に予算教書を議会に提出した。景気対策や金融安定化策に伴う支出増（自動車会社への支援を含む）により、09会計年度（08年10月-09年9月）の連邦財政赤字は1兆7,520億ドル（対GDP比12.3%）という1945年以来の高水準になる見通しを示した。その後、4年の任期内に財政赤字を少なくとも半減させる目標を表明し、任期最後の13年度には財政赤字を5,330億ドル（対GDP比3.0%）に減らす意向を示している。

歳出面では、イラク撤退で対テロ戦の関連予算の削減を見込んでいる。また、国民皆保険をめざす医療制度改革に向け、10年間で6,338億ドルを確保する方針を明記している。財源の半分は増税、残りの半分は制度の効率化で賄う予定である。増税は、ブッシュ政権時代に実施されてきた富裕層向け減税の打ち切り、年取20万ドル以上の個人および25万ドル以上の夫婦への増税、所得税控除の上限引き下げなどが考えられている<sup>10</sup>。

財政政策全体としては、国防費の削減も含めてブッシュ政権の取ってきた路線から方向転換する方針が読み取れる。財政の所得再分配機能を回復し、福祉国家的な要素を拡充しようとしている。この予算案が共和党の抵抗を受けてどのように実現されていくのか、財政赤字削減の見通しが予測通りに進むのか、が今後の焦点であろう。もしも、財政赤字の未

図4 工業生産増加率



注) 対前月比  
出所) セントルイス連銀, *National Economic Trends*, 03/02/09

曾有的の拡大が抑えられなければ、長期金利の上昇とドルの下落というやっかいな問題をかかえこむことになる。

### 3. オバマに何ができるだろうか？

オバマ新政権は発足したばかりであるが、次々と新しい政策を打ち出し始めている。現時点で今後を占うのは困難であるが、ローズヴェルト政権と比較しながら、将来の予測を試みてみよう。

まず第1に、オバマ政権は、不良債権処理問題に関してローズヴェルト政権よりもはるかに困難な事態に直面している。ローズヴェルトが政権についた1933年3月は銀行恐慌第3波の時期で、多くの銀行が次々と倒産し、彼は就任早々全国的な銀行閉鎖を宣言した。そして、3月9日に制定された緊急銀行法に基づき、10.4億ドル(対GDP比1.8%)の公的資金をRFC(復興金融公社)を通じて営業再開を認められた銀行に注入し、事態を收拾した。公的資金注入は議決権付き優先株購入によって行われ、政府は議決権の行使により無能な経営者を退陣させ、減資により株主責任を問うことも可能となった。RFCが解散した1957年までに全累積購入額は12億ドル

に達したが、未償還で残ったのはわずか2行の500万ドルに過ぎなかった。公的資金投入による不良債権処理は成功したといえる<sup>11</sup>。

これに対して、「緊急経済安定化法」(08年10月)の公的資金枠7,000億ドル(対GDP比4.9%)のうちほぼ半分はすでに銀行、保険会社、自動車会社などの救済に使われており、追加で7,500億ドル規模の公的資金が必要となっている。合計すると公的資金の規模は対GDP比で10%を超える水準に達するが、これで十分であるかどうかは不明である。しかも、これまで金融機関に投入された公的資金は議決権の付かない優先株購入の形式なので、不良債権処理につながっていない。今後は、取得優先株の普通株転換を通じて公的管理下に置き、どこまで不良債権を有効に処理できるかが焦点となる。90年代の日本の経験からも、不良債権処理が進まなければ、景気対策も有効には機能しないであろう<sup>12</sup>。

第2に、景気回復の実現という点からもオバマ政権は厳しい状況に直面している。ローズヴェルトは景気が底を打った後にフーバーから政権を受け継いでいる。工業生産は1929年7月-32年7月の3年間に半分以下(46%)に落ちこんだ後、緩やかな回復に向かっていた。これに対して、オバマは景気後退が本

格化し始めた時点でブッシュから政権を受け継いでいる。工業生産の本格的な落ち込みは08年秋に始まっている(図4)。住宅建築、耐久消費財支出、設備投資の減退が本格化する中で、景気対策によって経済の落ち込みを緩和することはできても、本格的な景気回復を実現するのは困難な仕事である。

第3に、ローズヴェルトのニューディール政策も、景気回復の実現という意味で成功を収めたわけではなく、制度改革の面で成果を上げたと評価すべきである。アメリカの名目GDPは1941年になって初めて1929年の水準を超えることになった。戦時経済への突入後に初めて大不況を克服することができたのである。しかし、ニューディール期の制度改革は戦後アメリカ経済繁栄の基礎を造ったという意味で重要である。①「規制と救済」の金融制度確立、②福祉国家への転換、③労働法の制定、などがその主な内容である。

この点から言えば、オバマ政権も制度改革によってアメリカ資本主義の不安定性と不公正をどこまで正せるのかが評価の分かれ目となるであろう。焦点は次の3つである。①規制緩和と証券化の結果、不安定で不公正なものになってしまった金融制度の規律を建て直すこと。②国民皆保険制度の確立や累進税制の復活などによって福祉国家を再建すること。③自由放任主義に代わる資本主義のモデルを打ち立てること。②と③に関しては「アメリカ再建・再投

資法案2009」にその萌芽が見受けられる。こうした方向転換が、共和党の抵抗や様々な利益集団の介入に直面する中で、実現されていくのか否かが今後の注目点である。■

《注》

- 1 NBER, Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity, Version of December 11, 2008
- 2 米調査会社オートデータが3月3日に発表した数値。
- 3 IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008
- 4 BOE, *Financial Stability Report*, October 2008
- 5 シニアクレジットアナリスト石原哲夫氏の推計による。ダイヤモンド・オンライン 2008年12月9日
- 6 US Department of Treasury, Fact Sheet, Financial Stability Plan
- 7 US Department of Treasury, Treasury Announces Participation in Citigroup's Exchange Offering, February, 2009
- 8 White House Blog, *New York Times*, Feb.18, 2009
- 9 The Stimulus Plan: How to Spend \$787 Billion – The New York Times HP
- 10 The President of the United States, *A New Era of Responsibility, Renewing America's Promise*, Feb. 26, 2009
- 11 拙著『資本主義の暴走をいかに抑えるか』第四章、ちくま新書、2009年4月刊
- 12 前掲拙著、第六章を参照されたい。