

# みずほレポート

2011年12月22日発行

オバマ政権の経済政策点検  
～「信任投票」では勝てない大統領の再選戦略～

みずほフィナンシャルグループは  
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」  
をめざします。

**Channel to Discovery**

本誌に関するお問い合わせは  
みずほ総合研究所株式会社 政策調査部 西川珠子  
tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp  
電話 (03) 3591-1310 まで

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、法務・貿易・投資等の助言やコンサルティング等を目的とするものではありません。また、本資料は、当社が信頼できると判断した各種資料・データ等に基づき作成されておりますが、その正確性・確実性を保証するものではありません。利用者が、個人の財産や事業に影響を及ぼす可能性のある何らかの決定や行動をとる際には、利用者ご自身の責任においてご判断ください。

## 要旨

1. 2012年11月に実施される米大統領選挙まで1年を切った。過去に再選された大統領の支持率や失業率などの経験則に照らすと、オバマ大統領の再選は微妙な状況にある。今回の大統領選挙の最大の争点は、低迷する経済情勢にある。今後、政権の評価を一新するような大型の施策が新たに打ち出される可能性は極めて乏しく、オバマ大統領の実績はこれまでに実施された景気対策と金融安定化対策の効果を中心に評価されることになる。
2. オバマ政権が実施した空前の規模の景気対策・金融安定化策は、リーマンショック後の景気の落ち込みを緩和し、金融市場のパニック収拾に一定の効果を発揮したと考えられる。しかし、信用バブルの反動に伴う信用収縮が長期化するなかで、家計のバランスシート調整を進展させるために不可欠な「雇用と住宅市場の回復」という有権者が切望する成果にはつながっていない。選挙戦のキャスティング・ボードを握る浮動州で失業率が高いことは、オバマ大統領に不利に作用する可能性が高い。
3. オバマ政権の経済政策運営の最大の問題点は、有効な住宅市場対策を打ち出せなかった点にある。金融安定化のために約7,000億ドルの公的資金枠が設定されたが、不良資産の買い取りや差し押さえ回避のための住宅ローン借り換えなど、住宅市場の安定化につながるプログラムは有効活用されていない。オバマ政権は、住宅市場という患部の止血に失敗し、景気対策の規模拡大で応急処置を続けた結果、財政負担を膨張させる結果を招いてしまった。
4. 経済政策運営の実績からみると、「現職が出馬する大統領選挙は再選是非の信任投票（オバマの実績を評価するか否か）」という伝統的な図式を覆せない場合、オバマ再選は難しいとみられる。オバマ政権は有権者の意識を「オバマと共和党候補の二者択一」にむけるべく、富裕層増税等による政府の所得再分配機能や規制の強化を通じた公平な経済・社会の実現を訴え、両党のイデオロギー対立を先鋭化し、政策運営の停滞を共和党に責任転嫁する再選戦略を選択している。こうした再選戦略は、再選の可否に関わらず、オバマ大統領の経済政策運営に対する歴史的評価を「二流の大統領」に陥れるリスクをはらんでいる。

(政策調査部 西川珠子)

## 目次

1. はじめに .....	1
2. オバマ政権の経済政策運営の概要と評価 .....	1
(1) 経済政策運営の展開 .....	1
(2) 景気対策の概要と評価 .....	4
(3) 金融安定化対策の概要と成果 .....	8
(4) 経済政策運営に対する総合評価 .....	14
3. 共和党候補の経済政策とオバマ大統領の再選戦略 .....	15
(1) 主要共和党候補の経済政策 .....	15
(2) オバマ大統領の再選戦略 .....	17

## 1. はじめに

2012年11月6日に実施される米大統領選挙まで残り1年を切り、1月3日のアイオワ州での共和党党员集会を皮切りに選挙戦が本格的にスタートする。2011年12月中旬時点でのオバマ大統領に対する支持率は43%（Gallup社調査）と再選条件とされる48%のボーダーラインを下回っている。また、11月の失業率は8.6%と、再選を果たしたなかで最も失業率が高かったレーガン大統領の実績（選挙前年の11月8.5%、選挙年9月7.3%）とほぼ同水準にある。こうした経験則に照らすと、オバマ大統領の再選は微妙な状況にあるが、共和党候補者選びは本命不在の状況が長引いていることもあり、世論調査ではオバマ大統領と共和党候補に対する支持はほぼ拮抗している<sup>1</sup>。

大統領選挙実施まで時間があり、現在争点になっていない新たな問題が浮上する可能性も十分あるが、現時点での最大の争点は低迷する経済情勢にある。景気が力強く拡大すればオバマ大統領に追い風が吹くが、それが困難である場合、どんな再選戦略をとりうるのか。本稿では、オバマ政権の経済政策運営の実績について、景気対策と金融安定化対策を中心に概要と成果を整理する（2節）。そのうえで、共和党候補の経済政策を概観しながら、オバマ大統領の再選戦略を分析する（3節）。

結論から言えば、大規模な財政出動にもかかわらず、オバマ政権は「雇用と住宅市場の回復」という有権者が切望する成果をあげられていない。「現職が出馬する大統領選挙は再選是非の信任投票」という伝統的な図式を覆せない場合、再選は難しいとみられるため、オバマ政権は有権者の意識を「オバマと共和党候補の二者択一」にむけるべく、党派対立を鮮明にする再選戦略を選択している。そうした再選戦略は、再選の可否に関わらず、経済政策運営に対する歴史的評価を「二流の大統領」に陥れるリスクをはらんでいる。

## 2. オバマ政権の経済政策運営の概要と評価

### (1) 経済政策運営の展開

オバマ政権前半（2009年1月～2010年11月の中間選挙まで）では、景気対策、医療保険改革、金融制度改革と、次々に歴史的な立法措置が成立した（図表1）。

就任1年目のオバマ政権は、「米経済は1兆ドルの需要不足に陥る可能性がある」として、政権発足後1ヵ月足らずで過去最大規模の景気対策「米国再生・再投資法（American Recovery and Reinvestment Act, ARRA）」を成立させるとともに、ブッシュ前政権下で創設された「不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）」を引き継いで金融安定化を図った。2009年6月までに大手金融機関は公的資金を返済するなど金融安定化には一定の成果が見られ、（事後的にみれば）同時に米国景気も底を打っていたが、雇用者数は減少を続け、オバマ政権の最優先課題は「雇用回復」となった。TARPの運用も、大手金融機関支援から、資産流動化や住宅市場支援に重点をシフトし、「Wall

---

<sup>1</sup> 各種世論調査の平均を算出している Real Clear Politics によれば、2011年12月20日時点の支持率はオバマ大統領、共和党候補ともに43.5%となっている。

Street（金融界）から Main Street（実体経済）へ」と経済政策運営の軸足を移す方針が明確にされた。

就任2年目の2010年1月の一般教書演説の内容も、減税等による雇用創出、5年間での輸出倍増計画など、実体経済の回復を促す措置を中心としたものだった。一方で、オバマ大統領は医療保険、金融規制、環境・エネルギーの「三大改革」の推進にも着手した。保険料補助や既往症による差別廃止により無保険者を削減する「医療保険改革法（Patient Protection and Affordable Care Act, ACA）」は、2010年3月に成立し、ジョンソン大統領の「1965年社会保障改正法（メディケア・メディケイド法）」以来の改革を進める根拠法が整備された。しかし、無保険者の削減は共同保険市場（exchange）が創設される2014年以降まで本格化しないほか、個人に医療保険加入を義務付ける条項を巡っては違憲判決が下される可能性（2012年7月までに連邦最高裁が判断）もあり、共和党は同法廃止を主張して骨抜きを図っている。大手金融機関の破綻処理を明確化、監督・規制強化を図る「金融規制改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）」も2010年7月に成立したが、銀行・持ち株会社の自己勘定トレーディング等を原則禁止する「ボルカー・ルール」等、重要項目の具体的な運用ルールの策定手続きは遅れている。環境・エネルギー政策では、連邦レベルでの温室効果ガス削減の数値目標策定や排出量取引（Cap and Trade）導入を盛り込んだ包括法案は廃案となり、環境保護局による排出規制強化で気候変動問題への対応を推進した。

これらの規制改革は、運用ルールの決定が規制当局に委ねられ、施行までに時間を要するため、短期的に目に見える成果が限定されてしまううえ、「大きな政府」に対する反発を醸成する副作用をもたらした。議会では党派対立の先鋭化と時間的制約により、本来注力すべき雇用対策の立法化は後手に回ってしまった。オバマ大統領は、就任当初の高い支持率から得られる政治資本（Political Capital）をこれらの改革で費消してしまい、景気

図表 1： オバマ政権の経済政策運営にかかわる主な出来事

年月	出来事	主な内容
2009年1月	就任演説	景気・金融安定化対策、医療改革
2009年2月	「米国再生・再投資法（ARRA）」成立	過去最大の景気対策（10年間で7,872億ドル）
2010年1月	一般教書演説	雇用創出、輸出倍増計画、中低所得層支援
2010年3月	「医療保険改革法（ACA）」成立	無保険者削減（保険加入率81%→92%）
2010年7月	「金融規制改革法（Dodd-Frank法）」成立	大手金融機関の破綻処理明確化、監督・規制強化
2010年9月	「中小企業雇用法」成立	300億ドルの中小企業貸出基金創設等
2010年11月	中間選挙で民主党歴史的敗北	下院多数党は共和党へ、上院も安定多数喪失
2010年12月	「減税・失業保険再授権・雇用創出法」成立	主要景気対策の延長（10年間で8,578億ドル）
2011年1月	一般教書演説	法人税率引き下げ、政府支出抑制、技術革新・教育重視
2011年1月	「雇用・競争力大統領評議会」創設	GEのイメルトCEOを議長に指名し、親ビジネス路線強調
2011年8月	「2011年財政管理法（BCA）」成立	10年間で財政赤字最低2.1兆ドル削減
	史上初の米国価格下げ	S&P、AAAからAA+に格下げ。Moody'sも見通しは格下げ方向
2011年10月	3つの二国間FTA国内批准法成立	韓国、コロンビア、パナマとのFTA
2011年11月	合同委員会、財政再建策で合意できず	BCAのトリガー条項により1.2兆ドルの一律歳出削減へ

（資料）みずほ総合研究所作成

低迷とティーパーティー運動に象徴される「大きな政府」に対する反発により、2010年11月の中間選挙で歴史的な大敗を喫した。

オバマ政権後半（中間選挙～現在）の経済政策運営は、政府・上院と下院で支配政党が異なる「ねじれ状態」により、いわゆる Gridlock（立ち往生）に陥った。それでも、中間選挙直後は両党が歩み寄り、富裕層向けも含む減税の時限延長で妥協し、2010年12月にはARRAを上回る規模の景気対策「2010年減税・失業保険再授権・雇用創出法(Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010)」を成立させた。また、規制強化による「アンチビジネス」批判をかわすべく、2011年1月の一般教書演説では法人税率の引き下げを打ち出し、イメルト・GE（ゼネラル・エレクトリック）社CEOを議長に「雇用・競争力大統領評議会」を創設した。

しかし、共和党との融和ムードは長くは続かなかった。ティーパーティー運動の支持を受けた共和党新人議員が共和党指導部の妥協阻止を図るなど、共和党が右傾化している一方、民主党でも穏健派や財政保守派の議員が中間選挙で敗退しリベラル色が強まったことで、党派対立が先鋭化している。

中間選挙後、下院では議会を2週間ごとに1週間休会とする規則変更が行われ、議事進行が停滞する一因となっていることもあり、めぼしい立法成果は共和党のイニシアチブであった韓国等3カ国との自由貿易協定(FTA)国内実施法の成立などごくわずかである。政権前半の第111議会での立法成果(383本)とは対照的に、政権後半の第112議会の立法成果は歴史的な低水準になると予想されている(2011年11月末時点で62本)。

2011年春先以降は、民主・共和両党の「政府の役割・規模」を巡る神学論争が、連邦政府債務上限の引き上げを巡る混乱へと発展した。最終的には期限ぎりぎりの8月2日に「2011年財政管理法(Budget Control Act, BCA)」が成立し、10年間で最低2.1兆ドルの財政赤字削減(BCAでは9,170億ドルを措置)を条件に、赤字削減額にリンクする形で2.4兆ドルまでの債務上限引き上げを可能とすることで合意し、連邦政府債務の不履行(デフォルト)や政府機関閉鎖といった最悪の事態は回避された<sup>2</sup>。その後、オバマ大統領は年末に期限が切れる給与税減税<sup>3</sup>や失業保険給付の延長・拡大を中心とした4,470億ドルの追加景気対策「American Jobs Act」<sup>4</sup>(9月8日)、10年間で3兆ドルの追加的な赤字削減方針(9月16日)を相次いで発表した。そこでは、BCAを巡る駆け引きで一旦は取り下げられた富裕層向けを中心とする増税措置(10年間で1.5兆ドル)が盛り込まれており、年収100万ドルを超える富裕層の実効税率が中間所得層を下回るべきでないという「バフェット・ルール」が提示され、増税を受け入れない共和党との対立は決定的なものになった。BCAにより財政赤字削減策の具体化(既に措置された分を除く)を委ねられた財政赤

<sup>2</sup> 合意内容は、米政府の中長期的な債務の安定化に対し不十分であるとして、格付け機関スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は、8月5日に史上初めて米長期債格付けをAAAからAA+に引き下げた。

<sup>3</sup> 給与税は、労使が折半する社会保障財源で税率は12.4%。被用者負担分を6.2%から4.2%に引き下げ。

<sup>4</sup> 追加景気対策については、財源で折り合えず、規模を大幅に縮小し、給与税減税等を一時的に延長する内容の法案について最終調整中(2011年12月21日時点)。

字合同選出委員会（合同委員会）の協議は決裂し、11月23日の期限までに最低1.2兆ドルの赤字削減策を提示することができず、BCAの「トリガー条項」の定めにより、2013年1月から一律歳出削減が実施される。財政赤字削減について、オバマ大統領は「任期終了（2013年）までに財政赤字半減」を公約しているが、就任時（2009年度）の財政赤字が1.4兆ドルと極めて高水準であり、景気刺激策が終了すれば達成は容易と当初は考えられていたにもかかわらず、数次の財政出動により連邦財政赤字は3年連続で1兆ドルを超える水準が続き、目標達成は逃げ水のように遠のいている。

今後、選挙戦が本格化し、党派対立は一層激化することが予想されるなかで、政権の評価を一新するような大型の施策が超党派合意を得て新たに打ち出される可能性は極めて乏しく、オバマ大統領の実績はこれまでの景気対策と金融安定化対策の効果を中心に評価されることになる。以下では、この2点について実績・評価を整理する。

## (2) 景気対策の概要と評価

オバマ政権下では、2009年2月に成立したARRAをはじめ、2019年までの10年間で総額約1.7兆ドル（GDP比11.7%）、2011年度だけでみても6,400億ドル（同4.4%）もの巨額の景気対策が実施されている（図表2）。しかし、時限措置の度重なる延長により規模が膨張しているため、追加的な景気刺激効果は必ずしも大きくない。

ARRAは、①環境・エネルギー分野への重点投資による「グリーン・ニューディール」推進のほか、インフラ、教育、医療分野を中心とした政府支出、②失業保険給付期間延長

図表 2： オバマ政権の主要景気対策一覧

成立日	タイトル	概要	対策規模(億ドル)				
			2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	開始～2019年度
2009年（第111議会・第1会期）							
2月17日	American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (ARRA)	包括対策（注2）	1,849	3,994	1,344	361	7,872
6月24日	Supplemental Appropriations Act, 2009	自動車減税（注3）	10				10
11月6日	Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009	住宅減税、失業保険給付延長等		447	▲ 48	▲ 76	▲ 0
12月19日	Department of Defense Appropriations Act, 2010	失業者医療保険料補助		45	17	3	65
2010年（第111議会・第2会期）							
3月2日	Temporary Extension Act of 2010	失業保険給付延長等		86	▲ 61	▲ 63	▲ 136
3月18日	Hiring Incentives to Restore Employment (HIRE) Act	雇用減税		45	62	23	▲ 1
4月15日	Continuing Extension Act of 2010	失業保険給付延長等		156	19	3	182
7月2日	Homebuyer Assistance and Improvement Act of 2010	住宅減税延長			1	0	▲ 0
7月22日	Unemployment Compensation Extension Act of 2010	失業保険給付延長		85	247	2	339
8月10日	Education jobs and Medicaid funding bill	州政府雇用等支援			224	8	▲ 0
9月27日	Small Business Jobs Act of 2010	中小企業対策			854	▲ 110	20
12月17日	Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010	包括対策（注4）			3,742	4,229	8,597
計			1,859	4,859	6,400	4,381	16,949
2010年名目GDP比（%）			1.3	3.3	4.4	3.0	11.7

- (注) 1.対策規模の正の数値は財政赤字拡大要因、負の数値（▲表示）は財政赤字縮小要因。  
2.議会予算局（CBO）は、ARRA成立当初の対策規模を10年間で7,872億ドルと推計していたが、2011年11月時点で8,250億ドルに上方修正している。  
3.自動車減税については、2010年8月7日に成立した補正予算で、さらに20億ドルの支援が追加されたが、財源はARRAからの振り替えによる。  
4.2011～2020年度までの10年間の対策規模は8,578億ドル。

(資料) 議会予算局（CBO）、議会合同税制委員会（JCT）よりみずほ総合研究所作成



などのセーフティネット整備、③勤労世帯向け税額控除<sup>5</sup> (Making Work Pay Credit)、住宅減税<sup>6</sup>、法人減税などの減税措置、を実施する内容だった。2009 年央には、経営再建を目指す自動車業界 (GM、クライスラー) の側面支援の意味もあり、自動車買い替え支援法「Cash for Clunkers」が施行され、低燃費車への買い替えに対するリベート (値引き) 制度が導入された (ARRA 等個別対策の詳細は西川 (2010a))。

ARRA で導入されたセーフティネット整備や各種減税は時限措置であったが、雇用情勢や住宅市場の低迷が続き、景気は時限措置の失効に耐えられる状況ではなかったため、数次にわたり延長され、対策規模は上積みされていった。2010 年末には、ARRA を上回る規模 (10 年間で 8,578 億ドル) の「減税・失業保険再授権・雇用創出法」が成立したが、2001 年・2003 年に実施されたブッシュ減税 (所得税、キャピタルゲイン・配当税、遺産税の税率引き下げ措置) の延長が全体の過半を占めるほか、ARRA の失業保険給付、設備投資減税等、既存措置の延長が中心であった。給与税減税の実施など新たな措置も盛り込まれたが、同年末に失効した ARRA の勤労世帯向け税額控除の代替措置の意味合いが強く、全体として追加的な景気刺激効果は限定的な内容であった。

景気刺激策の効果に関する定量的な分析について、Matthews (2011) を参考に主要な分析結果を要約したものが図表3である<sup>7</sup>。オバマ民主党政権は、景気対策が大恐慌の瀬戸際から米国経済を回復へ導くうえで大いに有用であったと評価している。大統領経済諮問委員会 (Council of Economic Advisers, CEA) は ARRA の経済効果について、2011 年 1～3 月期の実質 GDP の水準を 2.3～3.2%、雇用者数を 240～360 万人押し上げる効果があったと試算している (CEA (2011))。

CEA は失業保険給付期間の延長の効果について、失業者の支出激減が回避され、対策がなかった場合に比べ 2010 年 9 月時点で GDP の水準を 0.8%、雇用者数を約 80 万人押し上げた試算している (CEA (2010))。2010 年 3 月に「雇用回復のための採用奨励法 (Hiring Incentive to Restore Employment Act of 2010, HIRE Act)」により実施された雇用創出減税<sup>8</sup>については、2010 年 2 月～10 月の間に、適格対象企業が採用した失業者は 1,060 万人 (8 週間以上就業していない失業者の 11.6%) に上ると財務省は分析している (U.S. Treasury (2010))。

党派的に中立な議会予算局 (Congressional Budget Office, CBO) も、CEA 同様に景気対策の効果を肯定的に評価しているが、推計結果はかなり幅がある。最も効果が発現する

<sup>5</sup> 勤労所得の 6.2%を税額控除。単身世帯は 400 ドル、夫婦合算世帯は 800 ドルが年間上限。

<sup>6</sup> ブッシュ政権下で 2008 年 7 月に創設された住宅新規購入者向けの税額控除 (7,500 ドル/件、15 年間で政府に返済) について、控除額を 8,000 ドルに引き上げ、返済条件を廃止した。当初 2009 年 11 月 30 日で失効する予定となっていたが 2010 年 4 月 30 日まで (60 日以内に契約完了) 延長。

<sup>7</sup> ここで取り上げられている 9 つの分析のなかで、効果がなかったとしているのは 2 つのみだが、リベラル系の Washington Post 紙の掲載記事であるため、景気対策に好意的な分析結果を多く選択するバイアスがかかっている可能性がある。

<sup>8</sup> 失業者 (8 週間以上就業していない者) を雇用した場合、給与税の雇用者負担分 (6.2%) を免除する措置 (2010 年末まで)。52 週間雇用を維持した場合、1,000 ドルの税額控除が認められる。

2010年には、四半期ベース（平均）で雇用を70～330万人、実質GDPを0.7～4.1%押し上げ、失業率を0.4～1.8%ポイント押し下げるとしている。

ARRA以外にも分析対象を拡大し、2010年前半までに成立した景気対策とTARPや金融緩和などの金融安定化措置の景気刺激効果を分析したBlinder and Zandi (2010)は、金融安定化策の影響の方が大きい、景気刺激策だけでも2010年の実質GDPを3.4%、雇用270万人を押し上げ、失業率を1.5%押し下げる効果があったとしている。

以上の分析では、過去の景気対策事例と独自のマクロモデルにより乗数効果（刺激策1単位あたりのGDP押し上げ効果）を推計し、今回の景気刺激策に当てはめてその効果を計測するモデル分析の手法を採用している。Matthews (2011)で紹介されているモデル分析は、いずれも景気対策の効果を肯定的に評価し、乗数効果は総じて政府支出（公共投資、州地方政府支援や失業保険給付等の移転支出）が減税を上回る結果となっており、景気後退期の裁量的な財政出動の有効性を主張するケインズ理論を支持する内容となっている。

モデル分析のアプローチは、複数の変数間の影響の波及を織り込むことができる（一般均衡）一方で、推定されたパラメーター（変数の影響）は過去のデータに基づいているため、今回のように前例のない対策の効果を測定することが困難な側面がある。これに対し、特定の変数に限定したものはあるが（部分均衡）、今回の景気対策が雇用等に及ぼした影響について直接検証した実証分析もある。Matthews (2011)では、州政府への財政支援と州別の雇用の因果関係に関するクロスセクション分析等、5つの実証分析が紹介されているが、州政府支援支出100万ドルあたりの雇用創出効果が6～8人とする肯定的評価から、州政府支援支出は州政府雇用を押し上げる一方、民間雇用がむしろ減少してネットでは効果がない、とするものまで、評価はさまざまである。

図表 3： 景気対策に対する評価

	論文名	概要	総合評価
モデル分析	CEA (2011)	ARRA について、雇用・GDP への影響を分析。2011 年 1~3 月期時点で、対策がなかった場合に比べ GDP の水準を 2.3~3.2%、雇用に 240~360 万人押し上げ（下限は乗数効果の推計結果を乗じた場合、上限は VAR モデルによる統計上の予測値と実績値の乖離）。乗数効果は、公共投資および失業保険等移転支出 1.5、個人向け減税 0.8、企業向け減税 0.1 等。	効果あり
	CBO (2011)	ARRA について、雇用・GDP への影響を分析。最も効果が発現する 2010 年は、四半期ベース（平均）で雇用に 70~330 万人、実質 GDP を 0.7~4.1%押し上げ、失業率を 0.4~1.8%ポイント押し下げ。乗数効果は、連邦政府の財・サービス購入 0.5~2.5、失業保険等移転支出 0.4~2.1、中間所得層減税 0.3~1.5、高所得層減税 0.1~0.6 等。	効果あり
	Blinder and Zandi (2010)	政策対応がなければ、2010 年の GDP は 11.5%、雇用 850 万人押し下げ。金融安定化策（TARP や金融緩和）の影響の方が大きい。景気刺激策だけで、2010 年の実質 GDP3.4%、雇用 270 万人押し上げ、失業率 1.5%押し下げ。乗数効果は失業保険等移転支出 1.61、インフラ投資 1.57、雇用創出減税 1.3 等。	効果あり
	Oh and Reis (2011)	OECD 諸国の国際比較を通じ、政府の直接支出より移転支出が景気対策の主流であることを指摘。2007~2009 年の米国の景気刺激策も移転支出が中心で、資産効果・総需要効果の双方を通じて比較的小さな刺激効果はあった。	多少効果あり
実証分析	Wilson (2010)	ARRA の州政府支援について、雇用への影響を分析。2009 年 7・8 月以降に統計上有意な雇用増効果が発生。初年度に 100 万ドル当たり 8 人（12.5 万ドル/人）の雇用創出効果。2011 年 3 月までに全体で 320 万人の雇用創出効果。	効果あり
	Feyrer and Sacerdote (2011)	ARRA の州政府支援について、雇用への影響を分析。100 万ドル当たり 6 人（17 万ドル/人）の雇用創出効果。全体の乗数効果は 0.5~1.0 と政府の想定より小さいが、効果は支出内容により大きく異なる。	効果あり
	Chodorow-Reich et al. (2011)	ARRA の州政府に対するメディケイド（低所得者医療保険）支援の効果を分析。メディケイド支出に対する支援が 10 万ドル増えた場合の追加的な雇用増は 3.8 人（年換算）。	効果あり
	Conley and Dupor (2011)	ARRA の州政府支援について、業種別雇用への影響を分析。政府雇用に 45 万人（中央値）押し上げた一方、民間雇用に 100 万人（同）押し下げ、ネットで見れば実質的に効果なし。	効果なし
	Taylor (2011a)	2000 年代の景気刺激策について、一時的・裁量的な財政政策は効果がなかったと結論。減税・移転支出は貯蓄増にまわり消費増につながらず、州・地方政府補助金も債務削減などにまわり政府支出増につながらなかったと分析。	効果なし

(資料) Matthews (2011) および各論文 (参考文献参照) を基にみずほ総合研究所作成

このうち、ケインズ的（裁量的）な財政政策批判の急先鋒である Taylor（2011a）は、ARRA を含め 2000 年代に実施された一時的・裁量的な景気刺激策は効果がなかったと結論付けている。Taylor スタンフォード大教授は保守系の Wall Street Journal 紙でオバマ政権の景気対策を酷評する論陣を張っており、フォード、カーター両大統領の再選失敗は、ケインズ型景気対策の採用によるもので、レーガン、ブッシュ（子）の再選は恒久減税の実現によるところが大きく、「（一時的な）景気刺激策はワシントン（＝大統領・議会）の雇用喪失をもたらす」として再選可否を経済政策の類型によって整理している（Taylor（2011b））。

こうした批判に対する民主党側の反論の論拠の一つは、景気対策は一時的な移転支出や減税にとどまらず、環境・エネルギー分野への重点投資などにより長期的な成長を促進する措置も多く含むというものだった。しかし、太陽電池メーカー・ソリンドラ、蓄電装置メーカー・ビーコン・パワーなど、ARRA の融資保証プログラムの対象企業の相次ぐ破綻が共和党に格好の攻撃材料を与えており、オバマ政権は一層守勢に立たされている。

総じて見ると、オバマ政権の景気刺激策は金額的には巨額に上るが、既存対策の延長で規模が膨れ上がっていることや、最優先の雇用対策でも新規雇用創出より失業時のセーフティネット拡充が中心となっていることで、新規の需要創出効果は限定的なものにとどまっている側面がある。また、景気対策の定量的な評価は、オバマ政権自身が率直に認めているように「反循環的なマクロ経済政策の効果を評価することは、そうした政策が行われなかった場合の経済情勢を観察していないがゆえに、本質的に困難」（CEA（2011））であり、政治的な立場によって左右されやすい。

対策が実施されなかった場合という非現実的な仮定の世界との比較で政策対応を評価しても、失業率の明確な低下トレンドという結果を伴わない限り、オバマ再選にとって政治的に有権者にアピールする加点とはなりにくい。11月の失業率は8.6%と就任時（2009年1月）の7.8%を上回る。地域別にみると、過去の大統領選挙において支持政党が固定されていない浮動州10州<sup>9</sup>のうち、ネバダ州の失業率は全米一（10月13.4%）、フロリダも第6位（同10.6%）となるなど、浮動州（単純平均9.2%）の失業率は高い（民主党優位州は8.3%、共和党優位州は7.5%）。大統領選挙でキャスティング・ボードを握る州の失業率が高いことは、オバマ大統領にとって不利に作用する可能性が高い。

### **(3) 金融安定化対策の概要と成果**

#### **(a) 不良資産救済プログラム（TARP）の枠組みと成果**

オバマ政権は景気対策の遂行の一方で、ブッシュ政権下で創設された7,000億ドルの支出権限（公的資金枠）を財務省に付与する「不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief

---

<sup>9</sup> 浮動州にはさまざまな定義があるが、ここでは過去5回（1992～2008年）の大統領選挙で、一方の党候補の勝利が3回以下の州を指す。ネバダ、フロリダ、コロラド、ミズーリ、アーカンソー、ルイジアナ、オハイオ、ケンタッキー、テネシー、ウェストバージニアの10州。

Program、TARP)」を柱とした「金融安定化プラン」(2009年2月発表)の実施により、金融安定化を図った。

TARPは2010年10月3日(当初の2009年12月31日の期限を一度延長)で失効し、新規支出は停止しており、配分済の支出の執行、管理が行われている状況にある。公的資金枠約7,000億ドルのうち、2011年9月末時点の支出額は59%にあたる4,132億ドルで、既に2,880億ドルが返済されている(図表4)。TARPの最終的な財政負担については、当初は3,500億ドル前後に達する可能性が指摘されていたが、実際の支出額が抑制され、早期返済も進んだため、2012年度予算での推計によれば、最終コストは480億ドルにとどまると見込まれている。

具体的なプログラムについてみると、TARPは①金融機関支援(資本注入、債務保証等)、②自動車産業支援(緊急融資、資本注入等)、③資産流動化支援(証券化市場の支援、不良資産買い取り等)、④住宅市場支援(差し押さえ回避のための住宅ローン返済条件見直し等)の4つの柱で構成されている(各プログラムの詳細は西川(2009、2010a))。

TARPの根拠法である「緊急経済安定化法(Emergency Economic Stabilization Act of 2008、EESA)」は、不良資産化した住宅・商業用不動産関連の証券化商品を買取ることを主な目的とし、「財務長官が金融市場の安定を促すために必要と考える、あらゆる金融商品を購入する権限」を財務長官に付与する内容となっていた。しかし、不良資産の買

図表 4: TARP の枠組み

プログラム	概要	(億ドル)				
		当初計画 (2009/3)	配分額	支出額 (2011/9)	返済額	最終コスト (注3)
金融機関支援		3,405	3,203	3,129	2,492	▲ 10
資本注入プログラム (Capital Purchase Program, CPP)	707行対象に資本注入	2,180	2,049	2,049	1,849	▲ 60
地域金融機関支援 (Community Development Capital Initiative, CDCI)	地域金融機関向けの資本注入	-	6.0	2.0	-	-
集中投資プログラム (Targeted Investment Program, TIP)	Citigroup、Bank of Americaへの資本注入	400	400	400	400	▲ 70
資産保証プログラム (Asset Guarantee Program, AGP)	Citigroupの特定資産の保証	125	50	0	50	-
システム上重要な破綻金融機関支援 (Systemically Significant Failing Institutions, SSFI)	保険大手AIGへの資本注入	700	698	678	193	120
自動車産業支援 (注1)		300	818	797	373	200
資産流動化支援		1,700	271	181	15	0
官民共同投資プログラム (Public-Private Investment Program, PPIP)	官民共同の不良資産(貸出債権・証券化商品)買い取り	750	224	176	13	0
特殊資産担保証券貸出制度 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)	消費者・中小企業向け貸出の資産担保証券(ABS)等を担保とするNY連銀貸出	800	43	1	0	0
中小企業信用支援 (Unlocking Credit for Small Business, UCSB)	SBA(中小企業庁)ローン担保証券の買取、中小企業金融支援等	150	4	4	2	-
住宅市場支援		500	456	25	-	460
住宅ローン返済負担緩和プログラム (Home Affordable Modification Program, HAMP) など	住宅ローンの返済条件見直しなど	-	227	16	-	-
計		5,905	-	-	-	650
残余		1,095	-	-	-	-
合計 (注2)		7,000	4,748	4,132	2,880	480

(注) 1. Automotive Industry Financing Program (AIFP)、Auto Supplier Support Program (ASSP)、Auto Warranty Commitment Program (AWCP) の3つのプログラムの合計。

2. TARP総額7,000億ドルのうち、12億ドルは「住宅支援法(2009年5月20日成立)」により他のプログラム充当のため減額されている。

3. 2012年度予算教書(推計時点2010年11月末)による。▲表示は配当・利子収入等によりリターンがコストを上回ることを表す。最終コストの計の欄は単純合計、合計の欄はTARPの補助金コスト算出時の割引率の再推計による調整後の数値。

(資料) Office of the Special Inspector General for Troubled Asset Relief Program (SIGTARP) (2009、2011)

い取り価格の決定が困難で、即効性のある対策としては実効性に乏しかったことから、TARP は「宗旨替え」を余儀なくされ、大手金融機関の資本注入（財務省による優先株等の取得）が先行して実施された。結局、大手行を含む 707 行に対して資本注入を実施した資本注入プログラム（Capital Purchase Program, CPP）の支出額は 2,049 億ドルと総額 4,132 億ドルの半分をしめ、その 8 割がストレステスト（資産査定）の対象となった大手金融機関 17 社（資産規模 1,000 億ドル超）を対象としていた。大手保険会社 AIG に対する支援（Systemically Significant Failing Institutions, SSFI）や Citigroup, Bank of America 向けの追加的な資本注入（Targeted Investment Program, TIP）等とあわせると、支出総額の 76%に相当する 3,129 億ドルが金融機関支援に充当された。

CPP の資本注入の 8 割を占めた大手金融機関 17 社は、優先株の配当負担（5%）や役員報酬規制など公的資金の受け入れに伴う政府の経営介入と「烙印（Stigma）」を回避するため、普通株発行や資産売却による自力調達を進め、2010 年 6 月末までに公的資金の 8 割を返済した。一方で中堅・中小金融機関（資産規模 100 億ドル未満）は「烙印」問題を敬遠して CPP を利用しにくくなったとともに、資本市場での自力調達が困難なため、未だ約 400 行が公的資金を返済できず、うち半数は配当支払いができない状況に陥っている。このため、中堅・中小金融機関に対し配当負担を軽減する資本注入の枠組みとして、TARP とは財源を切り離す形で 2010 年 9 月に「中小企業貸出基金」（Small Business Lending Fund, SBLF）が創設された<sup>10</sup>（SBLF の詳細については西川（2011））。SBLF による資本注入は、2011 年 9 月が期限となっていたが、基金総額 300 億ドルのうち使用されたのは 40 億ドル（332 行）にとどまり、うち半分が CPP からの乗り換え（137 行）で、新規の支援に対する貢献は限定的だった。

金融機関に対する支援については、大手向けの早期資本注入は、金融市場のパニック收拾に一定の効果をもったと考えられる。公的資金の早期返済が進み、配当収入などが発生することで、最終的には財政負担も発生せず、むしろ投資リターンが得られる見込みとなっている（保険大手 AIG 救済を除く）。一方で、中堅・中小金融機関の支援は、枠組みは用意されたものの、十分に機能していない。このため有権者には、「税金で大手金融機関だけが救済された」という印象を与える結果となってしまっている。

TARP の 4 つの柱のうち、①金融機関支援と②自動車産業支援については 2009 年末までに新規支出は終了し、オバマ政権は「Wall Street から Main Street へ」と経済政策の重点をシフトするなかで、消費者や中小企業の資金調達環境の改善に働きかける③資産流動化支援、④住宅市場支援に軸足を移す方針を示した。しかし、いずれも枠組みは用意したものの、有効活用にはいたらず、Main Street シフトは十分な成果をあげていない。

資産流動化支援のうち、本来の TARP の目的であった不良資産買い取りについては、官民共同投資プログラム（Public-Private Investment Program, PPIP）により、官民共同の

---

<sup>10</sup> オバマ大統領は 2009 年 10 月に SBLF 構想を発表したが、医療保険改革や金融制度改革の議会審議が優先され、SBLF の根拠法である「中小企業雇用法」の成立には約 1 年もの時間を要した。

投資ファンドを組成して不良資産化した住宅ローン・商業用不動産ローンの貸出債権および証券化商品を金融機関から買い取り、不良資産処理を促す枠組みが作られた。民間の運用マネージャーの参加により、政府による恣意的な不良資産買い取り価格の決定を回避することが期待され、構想発表時点では、PPIPは「TARPから750億ドルを拠出して最大1兆ドルの不良資産を買い取る」とされていた（PPIPの詳細については西川（2010b））。しかし、時価会計基準の緩和<sup>11</sup>により金融機関側の不良資産売却インセンティブが後退したことや、民間の運用マネージャーが情報開示・報告義務負担を敬遠したこと等から、プログラムは縮小・延期を余儀なくされ、買い取り対象も証券化商品に限定された。2009年末の期限までに8つのファンドが組成されたが、TARPからは74億ドルの出資（民間出資と同額）および147億ドル（官民出資合計額と同額）の貸出が実施され、PPIPの買い取り能力は294億ドル、証券化商品の買い取り額は231億ドルにとどまった<sup>12</sup>。

ターム資産担保証証券貸出制度（Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF）は、資産担保証証券（ABS）を担保にNY連銀が貸出を行い、財務省が債務保証を提供することで、ABSの裏づけである消費者ローン、中小企業ローン等の増加を促すプログラムである。TALFはNY連銀が最大2,000億ドルの貸出を行い、財務省が200億ドルまで損失をカバーする仕組みで、財務省は一時、NY連銀貸出が最大1兆ドル、債務保証を800億ドルまで拡大する可能性まで発表していた。しかし、実際のNY連銀貸出は、ピーク時でも711億ドルにとどまった<sup>13</sup>。

中小企業庁（SBA）が保証する中小企業ローンを担保とする証券化商品を財務省が直接買い取るプログラムである中小企業信用支援（Unlocking Credit for Small Business, UCSB）は、計画倒れに終わっている。SBA当初の構想では、150億ドルの証券化商品を買い取る予定であったが、実際の買い取り額は4億ドル弱にすぎない。

金融危機の震源である住宅市場に対しては、住宅ローン差し押さえを回避するための返済負担緩和プログラム（Home Affordable Modification Program, HAMP）を中心にTARPから456億ドル（HAMPは約半分の227億ドル）が配分されているが、2011年9月末時点の支出額はわずか25億ドル（同16億ドル）にとどまっている。米国景気低迷の背景にある家計部門のバランスシート調整の鍵をにぎり、有権者にとってもっとも身近で緊急性が高い住宅問題について成果をあげられていないことが、オバマ政権に対する失望を一層深めている。以下では、HAMPを中心に住宅市場支援策について補足する。

---

<sup>11</sup> 米財務会計基準審議会（FASB）は、金融資産の時価評価と保有債券の減損処理の基準を緩和するガイドランスを発行した（2009年4月）。

<sup>12</sup> 一部ファンドの投資終了などにより、買い取り能力と買い取り額は図表4と一致しない。買い取り額のうち、77%が住宅ローン担保証証券（MBS）、23%が商業用不動産ローン担保証証券（CMBS）。

<sup>13</sup> 2010年6月末のプログラム終了時点でのNY連銀貸出430億ドルに対し、43億ドルの債務保証が設定されている。これまでにデフォルトや担保の権利放棄は発生していないため、最終的な財政負担は発生しない見込みとなっている。

## (b) 住宅市場支援策の概要と成果

信用力の低い借り手向けのサブプライムローンの不良債権問題を契機に、米国の住宅価格は 2006 年春のピークから 3 割以上下落（S&P/ケース・シラー住宅価格指数 20 都市ベース）し、2009 年には一旦下落に歯止めがかかったものの、2010 年後半から再び下落に転じ二番底をつける展開を辿っている。住宅価格下落により、住宅所有世帯の 2 割超が、住宅ローン残高が担保価値を上回る債務超過状態（いわゆるアンダーウォーター）に陥っているとされる。米国の住宅市場では、価格急落により住宅需要・供給面の問題が組み合わさり、スパイラル的に住宅市場を悪化させる「ネガティブ・フィードバック構造」が形成され、回復を阻害している<sup>14</sup>。

オバマ政権は、ブッシュ政権から引き継いだ住宅新規購入者向け住宅減税を拡充・延長して需要刺激を図ったが、減税終了と共に住宅販売は失速し、減税効果は一時的なものにとどまった。2009 年 2 月には総合住宅対策「Making Home Affordable Program」を発表し、①TARP を財源とする HAMP、②住宅ローン借り換え促進プログラム（Home Affordable Refinance Program、HARP）、等の施策を打ち出した。2012 年までに 800～1,300 万件的差し押さえ発生（Congressional Oversight Panel（COP）（2010））が見込まれる状況下で、HAMP、HARP はそれぞれ最大で 400 万件的の支援目標を掲げていたが、現時点での利用実績は HAMP が約 72 万件<sup>15</sup>（2011 年 9 月末）、HARP は約 90 万件（8 月末）と目標には遠く及ばない。

HAMP や HARP などを通じた住宅ローンの返済条件の見直しや借り換えによる差し押さえ防止が機能しない原因は、制度設計上の問題点を含め数々指摘されているが、根底には住宅ローンの権利関係の利害調整が困難であるという問題がある。権利関係は、住宅ローン貸出を実行した貸し手と借り手の一対一対応ではなく、債権回収の実務を担うサービサー、返済順位が劣後する第二位抵当権者<sup>16</sup>、MBS の投資家<sup>17</sup>、住宅ローン保険提供者など、返済条件見直しや借り換えの障害となりうる利害関係者も含んでいる。特に、証券化されたローンでは、貸出債権を貸し手が直接保有する場合に比べ、返済条件の見直しが困難になる可能性が指摘されている<sup>18</sup>。

HAMP は、サービサーにインセンティブ<sup>19</sup>を付与し、返済条件の見直しを進めるプログ

<sup>14</sup> 住宅市場の低迷長期化のメカニズムや、政策対応とその問題点については服部（2011）に詳しい。

<sup>15</sup> 3 ヶ月の試行期間を経て、恒久的プログラムに移行し、延滞なく返済を続けている件数。試行プログラムの累積利用件数 171 万件的の 42%にとどまる。

<sup>16</sup> 米国の住宅ローンの 40%以上、HAMP 対象ローンの約 50%は第二位抵当権が設定されている（COP（2010））。

<sup>17</sup> MBS に証券化された住宅ローンの返済条件変更については、1 年以上の返済期間延長や元本削減を制限する規定が契約（Pooling and Servicing Agreements, PSAs）に設けられる場合が多い。

<sup>18</sup> 例えば、Agarwal et al.（2011）は、銀行が直接保有するローンは証券化されたローンよりも返済条件の再交渉が行われる可能性が高く、かつ再交渉後のデフォルト率も低いことを指摘している。

<sup>19</sup> 当初は恒久的プログラム成約 1 件当たり 1000 ドル、延滞なく返済継続が続いた場合 500 ドルだったが、2011 年 7 月 6 日以降は、試行期間開始時点の延滞日数に応じた可変制度（400～1600 ドル）等の変更が行われた。



ラムだが、参加は原則としてサービサーの自主性に委ねられている<sup>20</sup>。差し押さえ危機に瀕した住宅ローンが急増するなか、サービサーの処理能力は限界を超え、個別の返済条件見直しのような労働集約的な業務に対応しきれない状況となっており<sup>21</sup>、HAMPに参加するサービサーは当初の145社から112社に減少している(2011年9月末時点)。COP(2010)やOffice of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP) (2011)<sup>22</sup>は、HAMPの成果が期待はずれに終わっている主要な要因としてサービサーの問題を指摘している。

COP(2010)によれば、今回と同様、住宅価格が全米レベルで3割以上下落した大恐慌期には、1933年に「住宅所有者貸付公社 (Home Owners' Loan Corporation, HOLC)」(資本金2億ドル(2010年換算34億ドル))が設立され、不良債権化した住宅ローンを貸し手から買い取り、借り手に借り換えローンを提供(当初返済期間15年・金利5%)するなど、政府が住宅市場により積極的・直接的に介入した。HOLCによる借り換え実行件数は最終的に当時の住宅ローンの10%に相当する102万件(20万件が再デフォルト)に達し、HAMPの恒久的プログラムに引き直せば760~1,010万件規模の借り換えが実行されたことになる。COPは、大恐慌時と今日では経済状況や住宅金融システム、債務者の質<sup>23</sup>が大きく異なっており、HOLCのような大規模な介入が適切であるとはいえないものの、HOLCはピーク時には20,000人を採用して48州に展開し、借り手との個人的接触を重視する「ソーシャル・ワーカー」のようにサービサー業務を遂行した点を、サービサーの機械的対応が問題解決の大きなハードルとなっている今回との大きな相違点として指摘している。

なお、差し押さえ回避対策の一方で、金融規制改革法(Dodd-Frank法)により住宅ローン規制強化が実施されることで、新規の住宅取得者の借り入れ環境も厳しくなる方向にある。Dodd-Frank法では、消費者保護の観点から住宅ローンの情報開示を促進すると共に、返済能力に見合った貸出条件の確保や、必要書類、手数料、審査基準等についての最低基準の遵守を求めている。さらに、頭金20%以上等の定義を満たす適格住宅ローン以外の証券化については、証券化商品を組成する主体に対して原則的に5%以上の信用リスクを保持するルールを定める方針である(いずれも最終的な運用ルールは規制当局が決定)。サブプライムローン隆盛期に横行した返済能力を超えるずさんな貸出を防止するという正当な目的はあるものの、運用次第では住宅ローンの貸し渋りにもつながりうる。

---

<sup>20</sup> ファニーメイやフレディマックなど政府支援機関(GSE)が保有・保証するローンのサービサーはHAMPへの参加が求められている。

<sup>21</sup> 住宅ローンの差し押さえを巡る諸問題、サービサー業界の問題については小林(2010)。

<sup>22</sup> TARPの運用に当たっては、納税者への十分な説明責任が求められており、監督や監査を行う組織として議会にCOP、政府にSIGTARPが設置された。

<sup>23</sup> HOLCの対象となった住宅ローン残高の住宅担保価値に対する割合(LTV)が平均68.6%であったのに対し、2010年10月時点でHAMPを利用している住宅ローンの半数はLTV120%以上(アンダーウォーター)となっている。

#### (4) 経済政策運営に対する総合評価

オバマ政権が実施した空前の規模の景気対策・金融安定化策は、リーマンショック後の景気の落ち込みを緩和し、金融市場のパニック收拾に一定の効果を発揮したと考えられる。しかし、信用バブルの反動に伴う信用収縮が長期化するなかで、家計のバランスシート調整を進展させるために不可欠な「雇用と住宅市場の回復」という有権者が切望する成果にはつながっていない。対策が実施されなかった場合という非現実的な仮定の世界との比較で政策対応を評価しても、有権者にはアピールできない。

オバマ政権の経済政策運営の最大の問題点は、有効な住宅市場対策を打ち出せなかった点にある。住宅バブル崩壊後の信用収縮に対処するためには、金融面からの住宅市場対策が最も重要であると考えられる。確かに2009年2月に総合対策は打ち出され、不良資産の買い取りや差し押さえ回避のためにTARPだけでも当初は1,250億ドル(PPIP750億ドル、HAMP等500億ドル)の公的資金が用意された。しかし、PPIPの貸出債権の買い取りプログラムの断念やHAMPの利用実績の低迷が示すように、住宅市場に直接アプローチする施策は有効に活用されていない。2009年後半以降、景気・金融市場の安定化の兆しとともに、金融危機対応の出口戦略が議論されるようになると、オバマ政権はレガシー作りに力を入れ始めた。経済政策運営の軸足を「Wall Street から Main Street」にシフトし、資産流動化や差し押さえ対策を強化する方針を示しつつも、医療保険改革や金融制度改革が優先された結果、Main Street シフトは十分な成果をあげられなかった。

金融制度改革は、早期の危機探知や監督の死角排除、破たん処理手続きの明確化等による危機発生時の体制を整備する観点から、早期実現を目指す必然性は認められるものの、このタイミングで医療保険改革を急いだのは公約に固執し、優先順位を見誤った対応だったのではないだろうか<sup>24</sup>。この間に、PPIP や HAMP を中心とした住宅市場対策の問題点を検証し、条件設定の変更といった微修正ではなく、大胆なプログラムの見直しや有効活用されていない資金の再配分を検討すべきであったと考えられる。住宅ローンの延滞者に対する救済は、公平性・モラルハザード(倫理の欠如)の観点から抵抗が強いが、共和党系のエコノミストも積極的な介入を支持する提案を行っており<sup>25</sup>、議論の余地は残されていたはずである。

景気対策・金融安定化対策の評価を巡っては、民主党を中心に規模が不十分との議論がある一方で、共和党には介入しすぎたとの議論がある。最大の問題は、公的資金枠を有効活用できず、住宅市場という患部の止血に失敗したことにより、景気対策の規模拡大で応

<sup>24</sup> 医療保険改革については、ジョンソン大統領が64年の大統領選挙翌年内(7月)に「1965年社会保障改正法(メディケア・メディケイド法)」を成立させたのに対し、クリントン大統領は問題への着手が遅れたことが、改革失敗の原因と指摘されており、オバマ大統領が早期成立を急いだ背景にもなっていると考えられる。

<sup>25</sup> 例えば、ブッシュ前政権の大統領経済諮問委員会(CEA)委員長を務めたグレン・ハバード・コロロンビア大学経営大学院長らは、不良債権化していない全ての政府支援機関(GSE)の保証対象ローンについて、4%以下の低利ローンへの借り換えを可能とすることにより、最大3,000万件を救済し、1件当たり年間2,000ドルの返済負担軽減を図るプランを提案している(Boyce, Hubbard and Mayer (2011))。

急処置を続けた結果、財政負担を膨張させる結果を招いてしまったと考えられる。

### 3. 共和党候補の経済政策とオバマ大統領の再選戦略

#### (1) 主要共和党候補の経済政策

オバマ大統領が経済政策運営で十分な実績を上げられていないことは、共和党には格好の攻撃材料であり、大統領選挙を有利に戦える環境にある。しかしながら、共和党の大統領候補指名争いは迷走し、対抗馬を絞りきれない状況にある。ロムニー前マサチューセッツ州知事が安定的に 20%程度の指名支持率を維持しているものの、州知事時代の医療保険改革などリベラル色の強い政策実績や頻繁な方針転換、モルモン教徒であるという宗教上の理由等で保守派の支持を固められていない。バックマン現下院議員、ペリー現テキサス州知事、ケイン元ピザチェーン CEO など、「ロムニー以外の候補」を求める保守派が白羽の矢を立てた候補たちは、討論会での失言やスキャンダルにより大統領としての資質が疑問視され、次々に失速した<sup>26</sup>。そうしたなかで、ギングリッチ元下院議長が急浮上し、12月中旬時点の指名支持率（Gallup 社調査）では 26%とロムニー候補の 24%をやや上回っている。ギングリッチ候補は、下院議長時代の 1995 年に予算編成を巡ってクリントン政権と対立し、政府機関閉鎖を招くなど強引なイメージや、政策スタッフの一斉辞任など組織力の問題から緒戦は劣勢だったが、94 年選挙で 40 年ぶりに下院多数を奪還した手腕やディベートのうまさ再評価され、「妥当な候補（Plausible Candidate）」として、失速した他の候補から保守派の支持を取り込んでいる。

これまでに明らかになっている主要候補の経済政策の運営方針は、オバマ政権の需要面を重視するケインズ型経済政策から、供給面（サプライサイド）を重視するレーガン政権時代の経済政策（レーガノミクス）への回帰の方向でおおむね一致している。具体的には、医療保険改革法（ACA）、金融規制改革法（Dodd-Frank 法）、企業会計改革法（SOX 法）<sup>27</sup>などいわゆる Job-killing（雇用喪失につながる）規制の撤廃・見直しなど規制緩和や各種減税を通じ、個人の消費や企業の投資・雇用意欲を促進し、「小さな政府」の実現を志向する内容となっている。

主要 4 候補の主な経済政策提案をまとめたものが**図表5**である。ロムニー候補は、4 候補のなかでは唯一、フラット・タックス（所得税率の一本化）<sup>28</sup>を盛り込まず、全般に緩やかな税制改正にとどまっているほか、規制緩和についても Dodd-Frank 法の単純な撤廃ではなく、資本規制など一定の規制は必要であるとのスタンスを示している。ギングリッチ候補は、真の保守派を自認し、フラット・タックスと現行税制の選択性など大胆な税制変更

<sup>26</sup> ケイン候補は 2011 年 12 月 3 日に選挙戦撤退を表明。

<sup>27</sup> エネルギー大手エンロンの不正会計問題等を契機に成立した「2002 年サーベンス・オクスリー法」。企業会計、財務諸表の信頼性確保を目的としたものだが、内部統制報告書の作成の義務づけ規定などを中心に、コスト負担の大きさが問題視されている。

<sup>28</sup> フラット・タックスは、ペリー候補の経済顧問であるフォーブス氏が一律 10%を主張して 96 年、2000 年大統領選挙に出馬したが、支持は集まらず、共に予備選で大敗を喫している。

を打ち出し、SOX 法廃止の急先鋒であるなど規制緩和にも積極的だが、気候変動問題への対応や教育、科学技術など特定の分野では政府の役割が必要としている。他候補同様、ギングリッチ候補も憲法修正による財政均衡義務付けを支持しているが、財政均衡化については経済成長が最大の鍵であるとし、義務的支出の削減、無駄や不正の根絶、民間のベスト・プラクティスの活用による歳出削減を掲げているものの、具体的な数値目標は明確にされていない。一方、ティーパーティの支持を受けるペリー候補や、自由至上主義を掲げるリバタリアン党からかつて大統領選挙に出馬したポール候補は、フラット・タックス導入等税制の抜本改正、大幅な歳出削減、規制撤廃、一部政府機関廃止など、政府の役割を極力制限する主張を展開している。なお、各候補は全般にレーガン回帰を志向しているものの、レーガン政権では聖域化された国防費を歳出削減の対象とするか否かでは見解が分かれている。ロムニー候補は国防費削減に反対で、ペリー候補も歳出削減は非国防裁量的支出を中心とする方針である一方、ギングリッチ候補は一定程度の国防費削減は容認し、ポール候補は国防費削減に前向きである。

今回の共和党候補指名争いの討論会などでは、すでに選挙戦から離脱したケイン候補が個人所得税・法人税・(新設する)連邦売上税を一律9%とする「9-9-9プラン」を発表し、税制論議を活発化させたが、フラット・タックスは、逆進性が強く富裕層ほど恩恵が大きいほか、大幅な税収減につながる可能性も高い。さらに現行制度との選択制とする場合には、税制は簡素化ではなくむしろ複雑化するといった問題もある。財政赤字や、Occupy Wall Street (ウォール街占拠) 運動に象徴される格差拡大への対処が求められる状況下で、フラット・タックスは現実的な政策オプションとはいえない。

図表 5: 主な共和党候補の経済政策

		ロムニー (前マサチューセッツ州知事)	ギングリッチ (元下院議長)	ポール (下院議員)	ペリー (テキサス州知事)
キャンペーン・スローガン		Believe in America	21st Century Contract with America	Restore America	Cut, Balance and Grow
税制	所得税	将来的に税率引き下げ	一律15%(選択制)	フラット・タックス導入	一律20%(選択制)
	キャピタルゲイン・配当税	年収20万ドル未満撤廃	全面撤廃	キャピタルゲイン税撤廃	一部撤廃
	法人税率(現行35%)	25%	12.5%	15%	20%
歳出削減		歳出GDP比20%に抑制	無駄・不正根絶等	初年度に1兆ドル削減	歳出GDP比18%に抑制
医療保険改革法(ACA)		撤廃			
金融規制改革法(DF法)		撤廃(資本規制は支持)	撤廃		
企業改革法(SOX法)		中小企業負担軽減	撤廃(急先鋒)	撤廃	中小企業負担軽減
経済顧問		マンキュー・ハート大教授、ハーバート・ロビンソン大経営大学院長(共和党主流派)	未定(the best economic advisor I'll have is me)	ピーター・シフ(悲観論で著名な経済評論家)	スティーブ・フォブス(保守派NY経営者)
FRBに対する姿勢		役割拡大を批判		廃止(急先鋒)	役割拡大を批判

(資料) The Urban-Brookings Tax Policy Center(2011)、各候補者ウェブサイト、各種報道よりみずほ総合研究所作成

他方、オバマ政権の経済政策運営の最大の失点であると考えられる住宅市場対策については、各候補は具体的な対案の提示を避けている。共和党内では保守派を中心に、差し押さえを回避することで問題債権の処理が先送りされ、住宅価格の先安感が払拭されないために需要が上向かなくなるなど、政府による住宅市場への介入は、市場の自律的な調整の妨げになっているとの批判が根強い。ロムニー候補<sup>29</sup>やペリー候補は、景気が回復すれば住宅市場は回復するというスタンスにあり、ギングリッチ候補は「Dodd-Frank 法を撤廃すれば、一夜にして住宅市場は回復し始める」と発言している。ポール候補は住宅ローンの保証・買い取りを担う政府支援機関（GSE）廃止を掲げるなど、拙速に実施すれば住宅ローン市場に冷や水をあびせかねない主張を展開している。

以上のように、共和党候補の経済政策提案は、住宅市場を中心とした経済問題を克服するための具体的な処方箋を提示するというよりは、オバマ政権の経済政策運営を徹底的に批判し、そのアンチテーゼとして減税や規制緩和を通じ、伝統的に共和党が支持する小さな政府路線を（一部候補はやや極端な形で）推進しようとする内容になっている。

## (2) オバマ大統領の再選戦略

通常、現職大統領が出馬する大統領選挙は、再選是非の信任投票であるといわれ、「オバマか、共和党候補か」ではなく、「オバマの実績を評価するか否か」が問われる。

経済政策運営の実績から見た場合、従来どおりの信任投票の図式が維持される限り、オバマ大統領の再選は困難であるとみられる。オバマ政権は、過去最大規模の景気対策や金融安定化策を発動したものの、雇用や住宅市場の回復といった有権者が実感できる成果を実現できていない。特に選挙のキャスティング・ボードを握る浮動州での高失業率は、オバマ大統領にとって痛手である。医療保険改革や金融規制改革など歴史的な立法成果をあげてはいるものの、大規模な景気対策・金融安定化対策への批判とあいまって、大きな政府に対する反発を一層高める副作用をもたらしている。経済面での実績評価が好転するためには、現状 8.6%の失業率が、選挙当日まで明確な低下トレンドを維持することが不可欠で、就任時の 7.8%を下回っていることが望ましい<sup>30</sup>。しかし、住宅市場の回復見通しが立たず、家計のバランスシート調整局面が続くうえに、ARRA など過去の景気対策終了の反動や（図表 2）、財政管理法（BCA）で合意された歳出削減<sup>31</sup>が 2012 年度（2011 年 10 月～2012 年 9 月）から景気下押し要因として作用するほか、欧州債務危機が一段の景気下ぶれリスクとなっており、こうした楽観シナリオは描きにくい。

<sup>29</sup> ただし、ロムニー候補の経済顧問であるハーバード氏は、積極的な住宅ローン借り換え支援策を提唱している（脚注 25）。

<sup>30</sup> なお、現職として大統領選挙に出馬し、再選を果たせなかった大統領の選挙直前の失業率（投票日前に明らかになっている 9 月分）は、フォード 7.6%（1976 年）、カーター 7.5%（80 年）、ブッシュ父 7.6%（92 年）。再選された大統領で最も高いのはレーガン 7.3%（84 年）。

<sup>31</sup> 合同委員会の決裂による 1.2 兆ドルの一律歳出削減は 2013 年 1 月から実施予定のため、選挙までの景気のパスには直接的には影響しない。

オバマ大統領も、これまでの経済政策運営への信任投票では勝算がないことを十分自覚している。2008年の大統領選挙戦では“**Yes, We Can.**”をスローガンに旋風を起こしたオバマ大統領は、今や“**We Can't Wait.**”をスローガンに掲げ、一切の増税に応じない共和党を富裕層の擁護者と位置づけ、経済政策運営の責任を転嫁しようとしている。富裕層増税等による政府の所得再分配機能や規制の強化を通じた公平な経済・社会の実現を訴え、両党のイデオロギー対立をあえて際立たせることで、有権者の意識を「オバマか共和党候補かの二者択一」に向けさせる再選戦略をオバマ大統領は選択している<sup>32</sup>。

この戦略が奏功すれば、共和党候補の資質が選挙結果に大きな影響を与えることになる。政府の役割を否定する極右的な政策を掲げるポール候補やペリー候補、逆進性の強いフラット・タックスを支持するギングリッチ候補と本選挙で戦うことになれば、無党派層の支持がオバマ大統領に向かい、再選の追い風になる可能性がある。穏健派のロムニー候補の場合、選挙戦はより厳しいものとなるだろうが、「中間層の立場に寄り添って、公平な経済・社会を実現できるのはどちらか」を有権者に選択させる図式にすることで、勝機はあるとオバマ政権は考えているとみられる。共和党候補にとっては「信任投票」の図式を維持することが望ましく、オバマ政権の政策運営に対する批判に注力している。こうした状況では、景気低迷の打開が期待できるような具体的な経済政策プランに関する論議が選挙戦を通じて深まることは期待しにくい。

オバマ大統領は、就任1年の節目のインタビューで「二期を務めた二流の (**mediocre**) の大統領よりも、一期限りでも本当に優れた大統領でありたい」と発言し、政治資本を使い果たすことを覚悟のうえで、医療保険改革や金融制度改革など、党派対立が激しい分野で改革を断行する決意を表明している。しかし、オバマ大統領が再選されなかった場合、二期目を失うという犠牲を払って成し遂げたはずの医療保険改革や金融制度改革などの経済政策運営でのレガシーは、共和党がホワイトハウス・上下両院を掌握すれば未完成に終わるか骨抜きにされてしまうおそれがある。選挙戦でイデオロギー対立を先鋭化させればさせるほど、共和党が勝利した場合の反動も大きくなるだろう。他方、オバマが再選を果たした場合でも、上下両院で共和党が多数党を握れば、何らかの妥協が不可欠になる。選挙期間中に対立姿勢を強めてしまえば、妥協の余地を狭めることになり、二期目に新たな成果を生み出すことは困難になる可能性が高い。オバマ大統領の再選戦略は、再選の可否に関わらず、少なくとも経済政策運営においては、自らの歴史的評価を「二流の大統領」に陥れるリスクをはらんでいる。

---

<sup>32</sup> 2011年12月6日のカンザス州 **Osawatomie** でのオバマ大統領の演説は、共和党の小さな政府路線を厳しく批判する内容で、公平な (**fair**) 経済・社会の実現に果たす政府の役割を大統領選挙の争点とすることを明確にした演説と位置づけられている。

[参考文献]

- 小林正宏 (2010) 「アメリカの住宅ローン差押停止問題について」 (住宅金融支援機構『季報住宅金融』冬号)
- 西川珠子 (2009) 「米国の金融安定化対策と財政負担～不良資産救済プログラム (TARP) を中心に」 みずほ総合研究所『みずほ米州インサイト』6月29日)
- (2010a) 「米国の金融危機対応の成果と課題～オバマ政権 1年間の総決算～」 みずほ総合研究所『みずほ米州インサイト』2月23日)
- (2010b) 「調整が続く米国の商業用不動産市場～不良債権問題の深刻度～」 (みずほ総合研究所『みずほ総研論集』II号)
- (2011) 「金融危機とアメリカの中小企業金融～資金調達環境の規模感格差の実体と企業金融支援策の効果～」 (渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融』、昭和堂、シリーズ アメリカ・モデル経済社会 第10巻)
- 服部直樹 (2011) 「米国住宅市場のネガティブ・フィードバック問題と政策課題～現地専門家へのインタビュー結果を踏まえた考察～」 (みずほ総合研究所『みずほレポート』12月1日)
- Agarwal, Sumit, Gene Amromin, Itzhak Ben-David, Souphala Chomsisengphet and Douglas D. Evanoff (2011), “The role of securitization in mortgage renegotiation,” *Journal of Financial Economics*, Volume 102, Issue 3, December
- Blinder, Alan S., and Mark Zandi (2010), “How the Great Recession Was Brought to an End,” July 27
- Boyce, Alan, Glenn Hubbard, and Chris Mayer (2011), “Steamlined Refinancings for up to 30 Million Borrowers,” September 1
- Chodorow-Reich, Gabriel, Laura Feiveson, Zachary Liscow, and William Gui Woolston (2011), “Does State Fiscal Relief During Recessions Increase Employment? Evidence from the American Recovery and Reinvestment Act,” August
- Congressional Budget Office (2011), “Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from July 2011 Through September 2011,” November
- Congressional Oversight Panel (2010), “A Review of Treasury’s Foreclosure Prevention Programs,” *December Oversight Report*
- Conley, Timothy, and Bill Dupor (2011), “The American Recovery and Reinvestment Act: Public Sector Jobs Saved, Private Sector Jobs Forestalled”, May 17
- Council of Economic Advisers (2010), *The Economic Impact Of Recent Temporary Unemployment Insurance Extensions*, December 2
- (2011), *The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, Seventh Quarterly Report, July 1 (and studies of previous periods)
- Matthews, Dylan (2011), “Did the stimulus work? A review of the nine best studies on the subject,” *Washington Post*, August 25
- Feyrer, James, and Bruce Sacerdote (2011), “Did the Stimulus Stimulate? Real Time Estimates of the Effects of the American Recovery and Reinvestment Act,” National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper* 16759, February

- Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP) (2009), *Quarterly Report to Congress*, April 21
- (2011), *Quarterly Report to Congress*, October 27
- Oh, Hyunseung, and Ricardo Reis (2011), “Targeted Transfers and the Fiscal Response to the Great Recession,” *NBER Working Paper* No. 16775, February
- The Urban-Brookings Tax Policy Center (2011), *Summary of Major Tax Proposals by GOP Presidential Candidates*, December
- Taylor, John B. (2011a), “An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s,” American Economic Association, *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 3, September
- (2011b), “Stimulus has been a Washington Job Killer,” *The Wall Street Journal*, October 4
- U.S. Treasury Department (2010), *Updated Estimates of Newly Hired Employees Eligible for the HIRE Act Tax Exemption*, December 8
- Wilson, Daniel J. (2010), “Fiscal Spending Jobs Multipliers: Evidence from the 2009 American Recovery and Reinvestment Act,” Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper* 2010-17, October