

みずほ米州インサイト

2009 年 6 月 29 日発行

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～

<要旨>

- ・ オバマ政権は、不良資産救済プログラム（TARP）を中心に金融安定化対策を推進している。公的資金による民間企業救済への批判が高まる中、大手金融機関の返済資金を中小金融機関や自動車業界への救済資金にリサイクルする形で、政府は 7,000 億ドルの TARP 公的資金枠の増額を極力回避するものと予想される。
- ・ 金融安定化のための「信用緩和」の実施に伴い、FRB の資産は急拡大している。財務省は補完的資金供給プログラム（SFP）を通じて FRB の資産拡大をサポートしている。
- ・ TARP および FRB の信用緩和等の金融安定化措置の合計は 4.6 兆ドルに及ぶが、財政収支への影響は限定的である。金融安定化措置の多くは投融資や保証の形態をとっており、現在価値ベースの補助金コストとして財政収支に計上される。金融安定化措置は 2009 年度の連邦財政赤字を 7,270 億ドル拡大させるが、2010～2014 年度の 5 年間累計では投融資の回収等により 756 億ドルの赤字削減要因になると見込まれている。
- ・ オバマ政権は、環境・エネルギー、医療、教育分野への長期投資と財政再建の両立という野心的な政策目標を掲げている。「任期中の財政赤字半減」は、必ずしも高いハードルではないが、政府の役割を巡る民主・共和両党のイデオロギー対立は医療保険制度改革など長期的な財政再建に不可欠な立法措置の議会審議にも影を落とすこととなろう。
- ・ 巨額の財政赤字の継続に加えて、TARP のファイナンスや SFP の実施により国債発行は急増している。国債需給をみるうえでは、TARP の執行状況、中国をはじめとする BRICs の外貨準備の運用多様化、FRB の信用緩和の出口戦略が注目される。
- ・ 今後、米国の財政政策の焦点は、危機克服から財政健全化への方途を示す出口戦略に移る。オバマ政権の財政政策は、目標設定としては国際通貨基金（IMF）の「4 つの条件」を満たしていると考えられるが、目標達成は多くの困難を伴う。今後、医療保険制度改革など財政再建に大きな影響を与える政策課題について期待値を下げないような運営を行うとともに、より厳格な財政規律の復活を実現し、出口戦略を市場にアピールしていく必要がある。

本誌に関するお問い合わせ先
みずほ総合研究所（株） 政策調査部
主任研究員 西川珠子
Tel (03) 3591-1310
E-mail : tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

みずほフィナンシャルグループは
「お客さま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、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データ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。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

目次

1. はじめに	2
2. 米政府による政策対応	2
(1) 2008 年以降の政策対応のレビュー	2
(2) 金融安定化プラン (FSP) の概要	3
3. 今後の対策の焦点	5
(1) 金融機関への公的資金注入　ストレステストの結果	5
(2) 自動車業界支援策	8
(3) 「資金のリサイクル」で TARP 増額は回避	11
4. FRB による金融安定化措置	12
(1) 信用緩和の導入と FRB のバランスシート拡大	12
(2) FRB の金融安定化措置と連邦財政の関係	14
5. 金融安定化措置の総額と財政負担	15
(1) 金融安定化措置の総額	15
(2) 財政収支への影響	15
6. オバマ政権の財政政策運営	17
(1) 保守的な財政推計	17
(2) 野心的な政策目標	19
(3) 財政再建の鍵を握る議会	21
(4) PAYGO ルール復活による財政規律の強化	22
7. 急拡大する連邦政府債務残高	23
(1) 乖離する財政赤字と連邦政府借入	23
(2) 今後の国債需給の注目点	25
8. 問われる危機対応からの出口戦略	26

1. はじめに

米国の財政赤字が急拡大している。景気低迷による税収の落ち込みと、景気・金融対策費用の拡大が背景にある。2010年度(2009年10月～2010年9月)の予算教書¹によれば、2009年度の財政赤字は1兆8,410億ドル(対GDP比12.9%)、10年度も1兆2,580億ドル(同8.5%)と過去最高水準が続く見込みとなっている。米国債の発行も急増しており、金融市場では財政悪化がドル資産離れの誘因として強く意識されている。

本稿では、米国の金融安定化対策について、金融安定化プログラム(FSP)の中核である不良資産救済プログラム(TARP)を中心にレビューし、追加的な公的資金の必要性について検討する。次に連邦準備制度理事会(FRB)の金融安定化措置と連邦財政の関係について整理する。さらに、これらの金融安定化対策が財政収支に与える影響を整理し、「任期中の財政赤字半減」というオバマ政権の財政健全化に向けた公約の実現可能性および危機対応からの出口戦略のあり方について展望する。

2. 米政府による政策対応

(1) 2008年以降の政策対応のレビュー

サブプライムローン問題に端を発する経済・金融市場の混乱に対し、米政権は矢継ぎ早の政策対応を打ち出してきた。ブッシュ政権下では、2008年2月成立のESA(Economic Stimulus Act of 2008: 2008年景気刺激法)による家計・企業向け減税、同年7月成立のHERA(Housing and Economic Recovery Act of 2008: 2008年住宅経済回復法)による住宅ローン差し押さえ対策など、住宅市場の崩壊に対処する景気対策が先行し、財政出動による金融市場・金融機関への介入を極力回避する方針を維持していた。

しかし、9月15日のリーマン・ショック後、対策の主軸は公的資金による金融対策にシフトした。個別金融機関向けのケースバイケースの対応を経て、包括的対応として10月に成立したEESA(Emergency Economic Stabilization Act of 2008: 2008年緊急経済安定化法)で創設された不良資産救済プログラム(Troubled Asset Relief Program、以下TARP)では、金融安定化のために7,000億ドルの歳出権限(公的資金枠)が財務省に付与された(法執行から2年間の時限措置)。

2009年1月に発足したオバマ政権では、TARPによる信用収縮対策を柱とする包括的な金融安定化プラン(FSP, Financial Stability Plan)を発表した。さらに、「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、需要創出のための減税・公共投資を盛り込んだ7,872億ドル(GDP比5.5%)という史上最大規模のARRA(American Recovery and

¹ オバマ政権発足後初となる2010年度の予算教書は、2009年2月26日に基本方針が示され、5月11日に省庁別予算の詳細などが公表された。2009年度の財政赤字は2月発表時点の1兆7,520億ドルから890億ドル上方修正された。

Reinvestment Act of 2009: 2009 年米国再生・再投資法)を就任 1 ヶ月足らずでスピード成立させた(図表1)。

図表 1 2008 年以降実施されている主な政策対応

	対策と概要	総額 (億ドル)	2008年GDP比 (%)
ブッシュ政権			
2008年2月13日	ESA (Economic Stimulus Act of 2008: 2008年景気刺激法) 成立 所得税還付および設備投資減税	1,680	1.2
2008年7月30日	HERA (Housing and Economic Recovery Act of 2008: 2008年住宅経済回復法) 成立		
	FHA (連邦住宅局) による住宅ローンの借り換え保証	3,000	2.1
	Preferred Stock Purchase Agreements GSE (政府支援機関) 2 社 (FHA、Fannie Mae) の優先株購入 (注1)	4,000	2.8
2008年9月29日	Temporary Guarantee Program for Money Market Funds: MMF保証プログラム 導入 (注2) MMFの基準価格が1ドルを下回った場合に元本を保証 (為替安定化基金から拠出)	-	
2008年10月3日	EESA (Emergency Economic Stabilization Act of 2008: 2008年緊急経済安定化法) 成立		
	TARP (Troubled Asset Relief Program: 不良資産救済プログラム)創設	7,000	4.9
	預金保護上限の引き上げ (10万ドルから25万ドルへ) (注3)	-	
	個人向け減税および法人向け減税の延長	1,104	0.8
2008年10月14日	TLGP (Temporary Liquidity Guarantee Program: 一時的流動性保証プログラム) 導入 FDIC (連邦預金保険公社) が金融機関の新規債務を保証 (2009年10月31日発行分まで)、 無利子預金を全額保護 (2009年12月31日まで) (注4)	-	
オバマ政権			
2009年2月10日	FSP (Financial Stability Plan: 金融安定化プラン) 公表 TARPを活用した包括的な金融安定化の枠組みを設定	-	
2009年2月17日	ARRA (American Recovery and Reinvestment Act of 2009: 2009年米国再生・再投資法) 成立 勤労者世帯・住宅一次取得層向け減税、インフラ整備、環境・教育・医療分野への重点投資	7,872	5.5

- (注) 1. 当初各社に 1,000 億ドルずつ。2009 年 2 月 18 日、金融安定化プラン (FSP) のもとで包括的な住宅取得支援策 (MHA, Making Home Affordable Plan) が発表された際、2,000 億ドルずつに引き上げ。
2. 当初は 3 ヶ月間の時限措置だったが、2008 年 11 月 24 日に 2009 年 4 月 30 日まで、2009 年 3 月 31 日に 2009 年 9 月 18 日まで延長。
3. 当初は 2010 年末までの時限措置だったが、2009 年 5 月 20 日に 2013 年末まで延長。同時に FDIC の財務省からの借入枠も 300 億ドルから 1,000 億ドルに引き上げ (2010 年までは必要に応じ 5,000 億ドル)。
4. 当初債務保証は 2009 年 6 月 30 日までだったが、2009 年 3 月 18 日に延長。
- (資料) 米財務省、ホワイトハウス等よりみずほ総合研究所作成

(2) 金融安定化プラン (FSP) の概要

オバマ政権が発足まもない 2 月 10 日に発表した金融安定化プラン (以下 FSP) では、包括的な金融安定化措置が 6 つの枠組みに整理され、EESA により財務省に与えられた 7,000 億ドルの TARP の公的資金枠が個別のプログラムに配分されている(図表2)。

TARP は、根拠法である EESA では「金融機関からの不良資産の買い取り」のための支出権限とされているが、買い取り価格の決定が困難であること等から、資本注入が先行して実施された。現在では、資本注入、融資、保証および不良資産買い取りのための官民共同投資プログラム (PPIP) 等の広範なプログラムから構成されている(図表3)。

金融機関や自動車業界支援のために巨額の血税を投入する TARP の運用に当たっては、納税者等への十分な説明責任が求められており、不良資産救済プログラム特別監察局 (The Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program,

SIGTARP)、議会監視委員会 (Congressional Oversight Panel, COP)、政府説明責任局 (Government Accountability Office, GAO) が、運用監視と効果の検証を行っている。SIGTARP の四半期報告によれば、TAPR 資金枠 7,000 億ドルのうち、2009 年 3 月末時点で 5,905 億ドル (資金枠の 84%) が配分され、残りは 1,095 億ドルとなっていた。Citigroup や Bank of America に対する連邦預金保険公社 (FDIC) の保証や、不良資産を買い取る官民共同投資プログラム (PPIP) への民間拠出分など、財務省以外の資金も加味した TARP の各プログラムに関与する政府・民間資金の規模は最大 2.5~3.0 兆ドルと、歳出規模 3 兆ドル超の米連邦予算に匹敵する規模に達している。

図表 2 金融安定化プラン (FSP) の概要

1. 金融安定化基金の創設
… 資産1,000億ドル超の金融機関に対するストレステストの実施と資本注入
2. 官民共同投資ファンドの創設
… 民間部門の資金と価格決定機能を活用した不良資産の買い取り
3. 個人・法人向け貸出回復
… 資産担保証券の買い取りを通じた証券化市場の流動性向上による貸出拡大
4. 透明性・説明責任等の向上
… 公的資金に関する情報公開、救済機関に対する配当・役員報酬等の制限
5. 住宅対策 (差し押さえ回避)
… FRBによる住宅関連政府支援機関 (GSE) の債券およびGSEが保証する住宅ローン担保証券 (MBS) の購入、住宅ローン返済負担軽減、借り換え促進
6. 中小企業・地域向け貸出回復
… 中小企業庁 (SBA) ローン担保証券の買い取りを通じた証券化市場の流動性向上による貸出拡大

(資料) 米財務省 Fact Sheet よりみずほ総合研究所作成

図表 3 TARP 資金の当初配分状況 (2009 年 3 月 31 日時点)

プログラム	概要	(億ドル)	
		対策規模 総額	TARP 資金計画
① CPP (Capital Purchase Program)	2009/3/31までに532行に資本注入	2,180	2,180
② AIFP (Automotive Industry Financing Program)	GM, Chrysler, GMAC, Chrysler Financial向け緊急融資	250	250
③ ASSP (Auto Supplier Support Program)	自動車部品会社に対する政府保証	50	50
④ UCSB (Unlocking Credit for Small Business)	SBA (中小企業庁) ローン担保証券の買取	150	150
⑤ SSFI (Systemically Significant Failing Institutions Program)	AIG (American International Group) への資本注入	700	700
⑥ TIP (Targeted Investment Program)	Citigroup, Bank of America 資本注入	400	400
⑦ AGP (Asset Guarantee Program)	Citigroup, Bank of America 特定資産の保証	4,190	125
⑧ TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	ABS (資産担保証券) を担保とするNY連銀によるノンリコ-ション	10,000	800
⑨ MHA (Making Home Affordable Program)	住宅ローンの融資条件見直し (返済負担軽減)	750	500
⑩ PPIP (Public-Private Investment Program)	非流動資産 (legacy asset、ローンと証券化商品) の処分	5,000 - 10,000	750
⑪ CAP (Capital Assistance Program)	スレイトの実施、適格金融機関に対する資本注入	未定	未定
配分済TARP資金 計			5,905
新規アロケーションまたは既存アロケーションのための残余資金		CAP, AIFP, Auto Warranty Commitment Program等への追加資金	1,095
(備考) 金融機関への公的資金注入 (①CPP + ②SSFI + ⑥TIP)			3,280
自動車産業支援 (②AIFP + ③ASSP)			300
合計		24,675 - 29,765	7,000
		(参考: 兆円)	244.1 - 295.0
			69.4

(注) 対策規模総額は、FRB による融資や連邦預金保険公社 (FDIC) の保証、財務省以外の PPIP への拠出等を含む、財務省の公的資金以外の TARP に関連する措置の総額。

(資料) SIGTARP (2009)よりみずほ総合研究所作成

3. 今後の対策の焦点

これまで 7,000 億ドルの TARP の公的資金枠をめぐっては、増額の観測が絶えず、①金融機関への公的資金注入（Capital Assistance Program（CAP））、②自動車業界救済（Automotive Industry Financing Program（AIFP）および Auto Supplier Support Program（ASSP））の実施による増額の必要性が注目されてきた。

(1) 金融機関への公的資金注入 ストレステストの結果

金融機関への公的資金注入は TARP の中核的なプログラムとなっており、CPP、SSFI、TIP 合計で TARP 資金の半分に近い 3,280 億ドルが配分されていた（図表 3）。

ブッシュ政権下の 2008 年 10 月に導入された CPP では、公的資金注入の基準が明確でない点等が批判された。FSP では公的資金注入の透明性や監視を強める形で、「将来の想定以上の損失に耐えうるだけの十分な資本」という観点から金融機関の健全性を図るストレステスト（資産査定）を実施し、その結果に応じて資本注入を行う CAP の枠組みが創設された。CAP による公的資金の注入は新たに創設される金融安定化基金（Financial Stability Trust）で管理される。

FRB 等の金融監督当局は、大手金融機関 19 社（2008 年度末の資産規模 1,000 億ドル超）に対し、2009 年 2 月 25 日から 4 月末にかけて順次ストレステストを実施した。ストレステストでは、2009～2010 年の 2 年間を対象に、コンセンサス予想の平均であるベースラインの経済見通しよりも厳しい経済環境（「厳格シナリオ」more adverse scenario）のもとで、発生しうる損失額とそのバッファとなる自己資本の必要額を明確にし、各行に自己資本の増強を求めた（図表 4）。

図表 4 ストレステストの前提となる経済環境

	2009	2010
実質 GDP（前年比 %）		
ベースライン（注 1）	-2.0	2.1
厳格シナリオ	-3.3	0.5
失業率（%）		
ベースライン（注 1）	8.4	8.8
厳格シナリオ	8.9	10.3
住宅価格（前年第 4 四半期比 %）（注 2）		
ベースライン	-14	-4
厳格シナリオ	-22	-7
（参考）IMF		
実質 GDP（前年比 %）	-2.8	0.0
失業率（%）	8.9	10.1

（注）1. 2009 年 2 月時点の民間予測機関 3 社（Consensus Forecasts, Blue Chip, Survey of Professional Forecasters）の平均値。

2. ケース-シラー住宅価格指数（主要 10 都市）。ベースラインは 2 月時点の住宅価格指数先物価格と Blue Chip 調査の平均予測値から想定。

（資料）FRB（2009a）、IMF（2009a）

5 月 7 日に公表されたストレステストの結果によれば、「厳格シナリオ」下で 2 年の対象期間に発生しうる損失（forward-looking losses）は 5,992 億ドル（約 60 兆円）となっ

た。2年間の累積損失率は9.1%と1930年代の大恐慌時のピークより高い水準が想定されている。対象19社の2007年半ばから2008年末までの6四半期間の累積損失はおよそ4,000億ドルとされ、2010年までの推定損失とあわせると約1兆ドル、合併に伴う調整分650億ドルを除くと最終的には9,350億ドルとなる（FRB（2009b））。

2008年末での自己資本不足額は1,850億ドル、2009年第1四半期決算の影響等（1,104億ドル）を考慮した最終的な自己資本不足額は746億ドル（約7.4兆円）となっている。対象19社のうち、Bank of Americaなど資本不足とされた10社は、30日以内（6月8日まで）に具体的な資本増強計画（普通株の新規発行、優先株から普通株への転換、事業部門の売却等）を提示し、6ヶ月以内（11月9日まで）に計画を実施することとされている。

ガイトナー財務長官は結果発表時の記者会見で、資本増強のプロセスで政府が所有権を持つこともありうるとして、一時的な公的管理の可能性を示唆する一方で、議会への公的資金の追加要請については現時点では必要ないとの見方を示している。

以上の結果については、資本不足額をTARP残額（2009年3月末時点の未配分額で1,095億ドル）の枠内に納めることを企図した楽観的過ぎる内容との批判もある。2009年4月公表のIMFのGlobal Financial Stability Report（GFSR、IMF(2009b)）による試算とストレステストの結果を比較すると、2007～2010年の推定累積損失はGFSRが2兆7,120億ドル、ストレステストは9,350億ドル、2009～2010年の2年間の推定損失は各々5,500億ドル、5,992億ドルとなっている。必要自己資本については、GFSRの2,750～5,000億ドルに対し、ストレステストでは決算等考慮前でも1,850億ドルと少なくとも1,000億ドル近い差が生じている（図表5）。

図表 5 ストレステストの結果

	ストレステスト		GFSR	
	億ドル	損失率	億ドル	累積損失率
推定損失（2009～2010年） 合計	5,992	9.1%	5,500	
住宅ローン（第一順位抵当）	1,023	8.8%		8.4%
住宅ローン（第二順位/Junior抵当）	832	13.8%		
商工業ローン	601	6.1%		5.2%
商業用不動産ローン	530	8.5%		9.8%
クレジットカードローン	824	22.5%		14.2%
有価証券	352	n. a.		
トレーディング・カウンターパーティ	993	n. a.		
その他	837	n. a.		
資本以外の損失吸収源	3,629		3,000	
必要自己資本額（2008年末時点）	1,850			
2009年第1四半期決算等	1,104		2,750～5,000	
自己資本不足額	746			

（注）GFSRの累積損失率は2007～2010年を対象。商工業ローン=corporate、クレジットカードローン=consumerとした（ストレステストの「その他」にはクレジットカード以外の消費者ローンを含む）。

（資料）FRB（2009b）、IMF（2009b）

図表 6 ストレステストと IMF の GFSR 試算比較

		ストレステスト	GFSR
対象機関		資産1,000億ドル超の19社	米市場発生分
累積損失	対象期間	2007年半ば～2010年	2007～2010年
	金額	9,350億ドル	27,120億ドル
必要自己資本	算定基準	Tier1/リスクウェイト資産 (T1C/RWA)	有形普通株式株主資本/有形資産 (Tangible Common Equity, TCE/TA)
	基準値	Tier1/RWA 6%以上	TCE/TA 4% (金融危機前の水準)
		Tier1普通株/RWA 4%以上	TCE/TA 6% (1990年代半ばの水準)

(注) 1.Tier1 は普通株や一部優先株などから構成される中核的自己資本。
2.リスクウェイト資産は、リスクに応じて一定の掛け目を乗じて算出した資産。
3.TCE は優先株、無形資産を除く自己資本。
4.GFSR の必要自己資本額は、TCE/TA=4% (金融危機発生前の水準) の場合 2,750 億ドル、同 6% (1990 年代半ばの平均水準) の場合 5,000 億ドル。
(資料) FRB (2009b) 、IMF (2009b)

このため、ストレステストは総じて「甘い」との批判も一部にあるが、両者は対象機関、対象資産 (GFSR の方がより広範な証券化商品を含むとされる)、必要自己資本算定の基準値が大きく異なる (GFSR の方が保守的) 点に注意が必要であり、単純に比較はできない (図表6)。なお、GFSR はベースラインの推定損失であるのに対し、ストレステストは経済環境が悪化したと仮定した場合の「what-if シナリオ」における推定損失という性格の違いがあるが、実際には IMF の 4 月時点の経済見通しはストレステストの厳格シナリオに近い内容になっているため、前提条件は似通ったものとなっている。

ストレステスト後は、経営者の報酬制限、外国人雇用の制限などの経営介入や、優先株の配当支払いなど、公的資金受け入れに伴う負担を敬遠する動きが強まっており、資本不足とされた金融機関は自力調達を進め、追加支援を要請したのは GMAC (75 億ドル) の 1 社のみとなっている。基準を満たした「健全行」は公的資金返済を進めており、ゴールドマン・サックス、JP モルガン・チェース等に加えて、18 億ドルの資本不足を指摘されているモルガン・スタンレーも含む 10 社が、6 月 17 日に合計 683 億ドルの公的資金を返済した。財務省によれば、このほか 22 社が 18 億ドルの公的資金を返済しており、6 月 17 日までの返済額合計は 701 億ドルに達している。ガイトナー財務長官は 5 月時点で今後 1 年間の公的資金の返済額について保守的に見積もって 250 億ドルとしていたが (Geithner (2009))、実績は想定を 451 億ドルも上回った。返済された公的資金は国庫に返還されることになるが、ガイトナー長官は、返済資金は総資産 5 億ドル未満の中小金融機関への資本注入が可能としており、返済資金は中小金融機関向けやその他の TARP プログラムの財源に充当される (図表7)。

金融機関への資金注入の今後については、①ストレステスト対象外の金融機関による申請、②厳格シナリオの想定以上の環境悪化による資本不足額の拡大可能性、が焦点となる。

①については、今回ストレステストの対象となった 19 社は米銀行持ち株会社の資産の

2/3、融資の 1/2 を占める（FRB（2009a））が、対象外の金融機関も CAP の申請が可能となっている。ストレステストと同様の「厳格シナリオ」を採用すると、中小金融機関 940 社の 2010 年までの推定損失は商業用不動産ローン関連中心に 2,000 億ドルにのぼり、全体の 67%にあたる 634 社では Tier1 普通株比率 4 % の基準を満たせないとの分析もある（Tamman and Enrich（2009））。相次ぐ大手金融機関の資金調達によって、中小金融機関の調達環境が悪化するおそれもあり、相対的に小口の公的資金申請は増加する可能性がある。

②に関しては、ストレステストの前提がすでにベースラインと化しつつあり、予断を許さない状況となっている。バーナンキ FRB 議長は資本増強の動きが加速していることについて、2～3 年で公的資金への依存が低下し、金融システムの健全性が回復することへの期待を表明したが、一方でストレステストでの損失見積もりは本来的に不確実であるとも認めている（Bernanke(2009d)）。

図表 7 金融機関への資本注入・返済状況

社名	資本注入 日付	(億ドル)	ストレステスト結果 資本不足額 (億ドル)	追加資本注入 (億ドル)
Bank of America	2008/10/28, 2009/1/9, 2009/1/16	450	339	
Citigroup	2008/10/28, 2008/12/31	450	55	
JP Morgan Chase	2008/10/28	250	0	
Wells Fargo	2008/10/28	250	137	
Goldman Sachs	2008/10/28	100	0	
Morgan Stanley	2008/10/28	100	18	
PNC Financial Service	2008/12/31	76	6	
US Bancorp	2008/11/14	66	0	
GMAC	2008/12/31	50	115	75
SunTrust Banks	2008/11/14, 2008/12/31	49	22	
Capital One	2008/11/14	36	0	
Regions Financial	2008/11/14	35	25	
American Express	2009/1/9	34	0	
FifthThird Bancorp	2008/12/31	34	11	
BB&T	2008/11/14	31	0	
Bank of NY Mellon	2008/10/28	30	0	
KeyCorp	2008/11/14	25	18	
State Street	2008/10/28	20	0	
MetLife	-	-	0	
合計		2,086	746	
公的資金返済 9社計		667		
ストレステスト対象外				
Northern Trust Corporation	2008/11/14	16		
公的資金返済 10社計		683		

(注) 1. 網掛け部分が公的資金を返済した 10 社。

2. Bank of America, Citigroup は、CPP および TIP を通じた資本注入。GMAC は AIFP を通じた資本注入。

3. GMAC の追加資本注入額は 2009 年 5 月 21 日発表。同日付けの Wall Street Journal 紙は、追加額は最大 140 億ドルの可能性もあると伝えている。

(資料) 米財務省、FRB（2009b）よりみずほ総合研究所作成

(2) 自動車業界支援策

金融機関と並び追加の財政負担の鍵を握るのが自動車業界である。自動車購入のほとんどが自動車ローンによるもので、自動車産業は製造業と金融業のハイブリッド的色彩が濃いため信用収縮の影響が大きく、最大手 GM と同 3 位のクライスラーは経営危機に陥った。

自動車メーカーおよび同部品業界に対する支援策としては、環境対応車生産のための低利融資制度等のほか、TARPを財源とする支援策として、①AIFP (Automotive Industry Financing Program)、②ASSP (Auto Supplier Support Program)、③AWCP (Auto Warranty Commitment Program)、の3つのプログラムが用意されている。これらのプログラムを通じて、短期的には突然の破綻を防ぐためのつなぎ融資が実施され、構造的にはより長期的な財務面の持続可能性を達成するための再建計画の遂行が求められている(図表8)。

ブッシュ政権では、資金繰りに窮したGM、クライスラーおよび関連金融会社(GMAC, Chrysler Financial Services)に対し、2008年末および2009年初にAIFPを通じた資本注入・つなぎ融資が実施され(計248億ドル)、この時点でAIFPの250億ドルの当初配分枠(図表3)を使い果たしてしまった。

オバマ政権では、ガイトナー財務長官とサマーズ国家経済会議(NEC)議長をヘッドとする大統領直属の自動車産業タスクフォースが創設された(2月20日)。さらに部品業界向けのASSP(最大50億ドル)、消費者向けのAWCP(最大11億ドル)の導入が決定され、支援対象は自動車メーカー本体から部品メーカー・消費者へと拡大した。

GM・クライスラーともに債務削減計画に債権者の合意が得られず、クライスラーは4月30日、GMは6月1日に連邦破産法11条の適用を申請し、法的整理により早期の経営再建を目指すこととなった。米政府は事業を継承する新会社に再建資金の追加支援を実施している(図表9)。

以上、自動車・同部品業界向けの支援策は、AIFP、ASSP、AWCPの3つのプログラムで合計861億ドルがTARPの公的資金枠から手当てされている。今後追加の財政負担が発生するかは、GM、クライスラーの再建計画の実施状況次第となる。あらかじめ利害関係者と協議する「事前調整型」の破産法活用により、クライスラーは申請から約40日で法的整理終了に漕ぎつけ、GMも同様に60~90日(8月末)までの早期の法的整理終了を目指す。米政府はGMに対し6月3日に実施した301億ドル以上の追加支援を行う予定はなく、7月10日までに新会社への優良資産の譲渡が承認されなければ、政府支援を打ち切るとして実質的に約40日後を法的整理の期限に設定しており、TARPを活用したGM・クライスラーへの直接的な金融支援は一山超えたといえよう²。両社が真の再建を果たせるか否かは、破綻によるブランドイメージ低下と燃費基準の強化³という逆風の中でいかに顧客満足度の高い車を販売できるかにかかっている。今後、自動車業界に対する政府の関与は、低燃費車への買い替え補助金や環境配慮型の新車開発のための減税措置といった側面支援にシフトしていくと考えられる。

² GM・クライスラーの破産法申請に伴い、自動車部品業界の経営は一段と厳しくなっている。2009年6月10日、米自動車部品工業会(MEMA)などは、政府に80~100億ドルの追加支援を要請したが、米政府は16日、追加支援をしない方針を示している。

³ 米政府は2009年5月19日、自動車の燃費規制に関し、ガソリン1ガロンあたりの走行距離を現行約25マイルから35.5マイルに引き上げる時期を、当初予定の2020年から16年に4年前倒しすると発表。

図表 8 TARP による自動車・同部品業界支援の枠組み

	導入日	概要	金額（億ドル）
AIFP (Automotive Industry Financing Program)	2008/12/19		800
自動車会社支援		GMおよびクライスラー向けのつなぎ融資	651
関連金融会社支援		GMACおよびクライスラー・フィナンシャル向け支援	149
ASSP (Auto Supplier Support Program)	2009/3/19		50
GM売掛債権		自動車部品会社のGM・クライスラー向け売掛債権保証	35
クライスラー売掛債権			15
AWCP (Auto Warranty Commitment Program)	2009/3/30	GMおよびクライスラーのリスト期間中に新車を購入する消費者向けの品質保証	11
合計			861

（資料）GAO(2009)よりみずほ総合研究所作成

図表 9 自動車業界支援（AIFP）の実施状況

日付	対象	金額（億ドル）
2008/12/29	GMAC LLC	50.0
2008/12/29	General Motors Corporation	8.8
2008/12/31	General Motors Corporation	134.0
2009/1/2	Chrysler Holding LLC	40.0
2009/1/16	Chrysler Financial Services Americas LLC	15.0
2009/4/22	General Motors Corporation	20.0
2009/4/29	Chrysler Holding LLC	7.8
2009/5/1	Chrysler LLC	30.4
2009/5/20	Chrysler LLC	7.6
2009/5/20	General Motors Corporation	40.0
2009/5/21	GMAC LLC	75.0
2009/5/27	New CarCo Acquisition LLC	66.4
2009/5/27	General Motors Corporation	3.6
2009/6/3	General Motors Corporation	301.0
合計		799.6
うち自動車会社本体向け		650.8
General Motors		498.6
Chrysler		152.2
うち金融会社向け		148.8
GMAC LLC		133.8
Chrysler Financial Services Americas LLC		15.0
うちGM向け		632.4
うちクライスラー向け		167.2

（注）1. 網掛け部分は金融会社向けの支援。

2. 2008/12/29 の GM 向けは GMAC 支援のための GM 向け融資で実質的に GMAC 向け。

3. New CarCo Acquisition LLC はクライスラーを継承する新会社。

（資料）米財務省「TARP Transaction Report」よりみずほ総合研究所作成

なお、これまでのプロセスでは GM・クライスラーの会社清算を回避しようとする政府の強い意思が窺われたが、再建が計画通りに進まず、最終的に清算となった場合には、年金給付の代行問題がクローズアップされてくる。会社清算に伴い年金基金の給付ができなくなると、年金給付保証公社（Pension Benefit Guaranty Corporation, PBGC）が年金給付を代行しなければならなくなる。PBGC は破産などに伴って積み立て不足を抱えた確定給付型年金が終了した際に、一定の限度内で年金給付を保証する業務を行う。PBGC によれば、およそ 90 万人が加入する両社の年金基金は 2008 年 11 月末時点で 290 億ドルの積

み立て不足に陥っている。自動車産業全体の積み立て不足額 770 億ドルのうち、PBGC が保証し給付を代行する部分は 420 億ドルにも上る。PBGC の基金は保険料を原資に運営されているが、2009 年度上半期は 335 億ドルと債務超過額は過去最大となっており、さらに自動車業界の年金給付を代行することになれば PBGC の財政を相当程度圧迫することになる。PBGC の運営が更に厳しくなれば、連邦政府に大きな財政負担が発生する可能性がある点には留意が必要である。

(3) 「資金のリサイクル」で TARP 増額は回避

以上、金融機関（支援額 3,280 億ドル）と自動車業界（同 861 億ドル）を中心に追加の政府支援の必要性を見てきたが、大手金融機関が返済した公的資金を中小金融機関や自動車業界向け支援にリサイクルすることにより、政府は 7,000 億ドルの TARP の公的資金枠の増額を極力回避するものと予想される。

ガイトナー財務長官は、ストレステスト結果発表後の記者会見で追加の TARP 資金を議会に要請する必要はないと発言していた。確かに、公的資金の返済を表明した金融機関 32 社の返済額 701 億ドルが、自動車関連の追加支援 561 億ドル（当初配分 300 億ドルを上回る分）を上回り、単純計算では TARP 資金枠は依然 1,235 億ドル残されている（図表10）。

TARP に関する今後の注目材料は、①CAP による中小金融機関への公的資金注入、②GM およびクライスラーの再建計画遂行状況、③7 月以降本格稼動する予定の官民共同投資プログラム（PPIP）であろう。すでに TARP 資金 750 億ドルが配分されている PPIP に関しては、金融機関側にとって不良債権を売却するインセンティブが弱い点等からどの程度の規模で実現するか不透明感が強いが、仮に追加があるとしても残された TARP 資金の範囲内で対応することとなろう。2009 年後半に米国景気が最悪期を脱して回復にむかうという景気回復シナリオに依存する部分も大きい。公的資金による民間金融機関や自動車産業の救済は、行き過ぎた政府の介入であるとして世論の懸念も高まっており、共和党も批判を強めていることから、政治的にも TARP 増額は困難であろう。（図表11）

図表 10 自動車追加支援・公的資金返済考慮後の残された TARP 資金

① TARP 資金枠		7,000 億ドル
② 当初配分額		5,905
③ 未配分 TARP	① - ②	1,095
④ 自動車追加支援		561
⑤ 残された TARP 資金	③ - ④	534
⑥ 金融機関公的資金返済等		701
⑦ 残された TARP 資金	⑤ + ⑥	1,235

- (注) 1. 「自動車追加支援」は、総支援額 861 億ドルから当初計画 300 億ドルを控除。
 2. 「金融機関公的資金返済」は 2009 年 6 月 17 日時点までに返済した 32 社合計。
 (資料) 米財務省「TARP Transaction Report」よりみずほ総合研究所作成

図表 11 TARP 公的資金枠の運用状況 (2009 年 6 月 19 日時点)

(億ドル)

プログラム	総額	TARP 資金		
		計画	支出済	支出済 構成比%
① CPP (Capital Purchase Program)	2,180	2,180	1,294	18.5
② AIFP (Automotive Industry Financing Program)	250	250	800	11.4
③ ASSP (Auto Supplier Support Program)	50	50	50	0.7
④ AWCP (Auto Warranty Commitment Program)	未定	未定	11	0.2
⑤ UCSB (Unlocking Credit for Small Business)	150	150		
⑥ SSFI (Systemically Significant Failing Institutions Program)	700	700	698	10.0
⑦ TIP (Targeted Investment Program)	400	400	400	5.7
⑧ AGP (Asset Guarantee Program)	4,190	125	50	0.7
⑨ TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	10,000	800	200	2.9
⑩ MHA (Making Home Affordable Program)	750	500	177	2.5
⑪ PPIP (Public-Private Investment Program)	5,000 - 10,000	750		
⑫ CAP (Capital Assistance Program)	未定	未定		
配分済または支出済TARP資金 計		5,905	3,680	52.6
新規ﾌﾟﾛｸﾞﾗﾑまたは既存ﾌﾟﾛｸﾞﾗﾑのための残余資金	1,095	1,095		
合計	24,675 ~ 29,765	7,000	7,000	
(備考) 金融機関への公的資金注入 (①CPP + ②SSFI + ⑥TIP)		3,280	2,392	
自動車産業支援 (②AIFP+③ASSP + ④AWCP)		300	861	

(注) CPP の支出済 1,294 億ドルは、公的資金注入額 1,995 億ドルと返済額 701 億ドルの差額。

(資料) 米財務省「TARP Transaction Report」、GAO (2009) よりみずほ総合研究所作成

4. FRB による金融安定化措置

(1) 信用緩和の導入と FRB のバランスシート拡大

金融安定化プラン (FSP) の執行に当たっては、財務省のみならず FRB も重要な役割を担っている。FRB は、金融市場の安定化に向けて、積極的な政策金利の引き下げによる金融緩和 (FF レート : 5.25%→実質ゼロ (0.0~0.25%)) に加え、バーナンキ FRB 議長が「信用緩和 Credit Easing」と命名した非伝統的な金融政策の手法を導入してきた。

バーナンキ議長は信用緩和について、「FRB のバランスシートの資産の規模拡大と構成変更によって、伝統的な金融政策を補完する手法」と位置づけ、3 つに区分に整理している。すなわち、①金融機関向けの流動性供給、②主要な信用市場への直接資金供給、③長期証券の買い取り、である (Bernanke (2009a)) (図表12)。例えば、TARP の 1 プログラムであるターム物資産担保証券融資制度 (TALF、Term Asset-Backed Securities Loan Facility) は、資産担保証券 (ABS) を担保として NY 連銀が融資し、財務省が損失をカバーすることによって、ABS の原資産である消費者・中小企業ローン市場等に資金を供給するもので、②の区分に該当する。

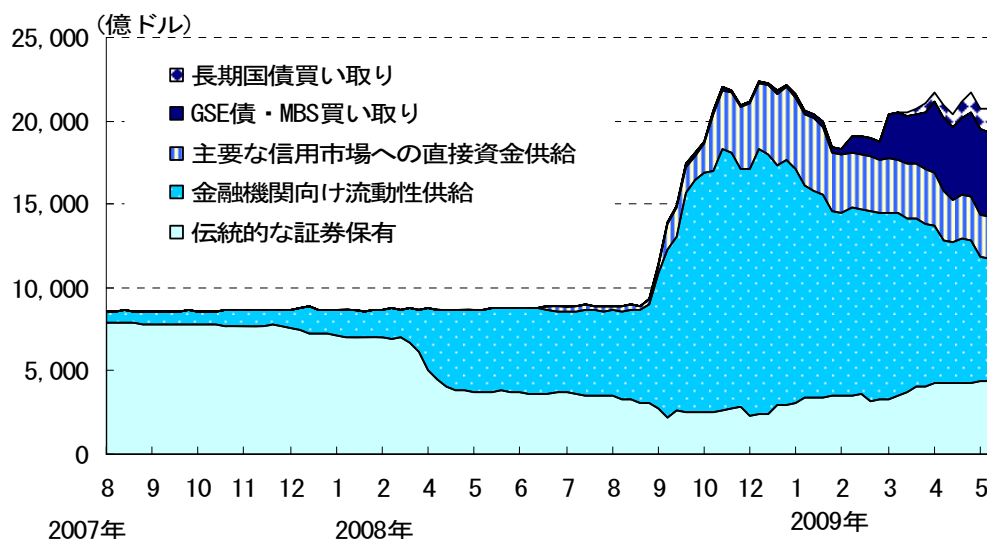
これらのプログラム実施に伴い、FRB のバランスシートは急拡大している。FRB の資産は 2008 年 11 月には 2 兆ドルを突破し、その後一時は金融機関向け流動性供給を中心に縮小したが、住宅関連 GSE 債、GSE が保証する住宅ローン担保証券（MBS）および長期国債の買い取り開始により再び拡大し高水準で推移している（図表13）。

図表 12 FRB による信用緩和

			導入	期限
①金融機関向けの流動性供給（最後の貸し手機能の強化）				
TAF (Term Auction Facility)	入札方式による預金金融機関向けターム物資金融資		2007/12	無期限
通貨スワップ協定	海外14中銀へのドル資金供給		2007/12	2010/2
PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	プライマリーディーラー向けの短期資金融資		2008/3	2010/2
TSLF (Term Securities Lending Facility)	プライマリーディーラー向けの米国債貸出		2008/3	2010/2
②主な信用市場への直接資金供給				
CPFF (Commercial Paper Funding Facility)	CPを買い取る特別目的のイカル（SPV）向け融資		2008/10	2010/2
MMIFF (Money Market Investor Funding Facility)	MMMF等からCP等を買取る特別目的のイカル（SPV）向け融資		2008/10	2009/10
AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)	MMMFからABCPを買い取る金融機関への融資		2008/9	2010/2
TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	AAA格の資産担保証券（ABS）投資家向け融資		2008/11	2009/12
③信用力の高い長期証券の買い取り（公開市場操作の強化）				
住宅関連GSE（政府支援機関）債の買い取り	ファニーメイ、フレディマック、FHLB（連邦住宅貸付銀行）が発行する債券の買い取り		2008/11	2009/12
GSE保証MBS（住宅ローン担保証券）買い取り	ファニーメイ、フレディマック、ジニーメイが保証するMBSの買い取り		2008/11	2009/12
長期国債買い取り			2009/3	2009/9

（資料）Bernanke（2009a）、FRB（2009c）、大島（2009）よりみずほ総合研究所作成

図表 13 FRB のバランスシートの推移（資産）



（注）1.金融機関向け流動性供給にはレポ、TAF、通貨スワップ、PDCF、TSLF、AIG 向け融資を含む。

2.直接資金供給には CPFF、TALF、MMIFF、AMLF、JP モルガンおよび AIG 向け融資を含む。

（資料）Carlson et al.、大島（2009）よりみずほ総合研究所作成

こうしたバランスシートの拡大により、①通貨供給の増加によるインフレ高進、②ABS など多様なリスク資産保有に伴う信用リスク増大、という副作用が発生することが懸念される。バーナンキ FRB 議長は講演で、バランスシートの緊密な監視の必要を指摘しつつ、資金供給は主に短期資金でありバランスシートは早期に縮小に向かうとして、いずれの懸念も大きくないとしている。①については、バランスシートの負債である準備預金は増加し、マネタリーベースは拡大しているが、銀行の信用創造が活発でないことから、M1、M2 などのより広範な通貨供給量の指標の伸びは低いものとどまっていると指摘している。また、②についても、融資の担保は高格付けの証券に限定しており、財務省の保証も付与されていること等を指摘し、信用リスクはきわめて低いと指摘している。加えて、連邦政府の財政の観点から見れば、FRB の資産拡大は歳出の増加をもたらすことなく金利収入を得ることができ、重要な歳入源となっている点を強調している (Bernanke (2009b))。

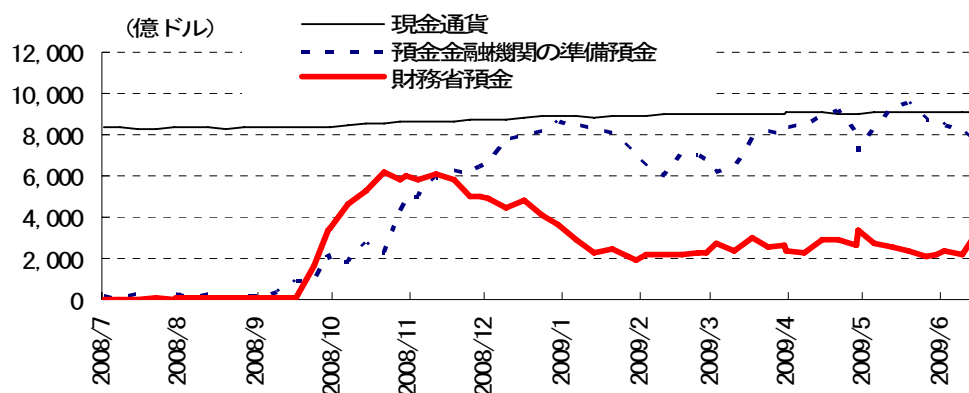
(2) FRB の金融安定化措置と連邦財政の関係

FRB が行う金融安定化措置については、バーナンキ FRB 議長も指摘するとおり、直接的には連邦財政支出には影響せず、証券保有による金利収入、各国通貨保有に伴う収入、各種融資の金利等が歳入増に寄与する。

他方、財務省は、FRB のバランスシート管理を支援する一時的な措置として、2008 年 9 月に Supplementary Financing Program (SFP、補完的資金供給プログラム)を導入、短期国債を発行し、売却によって得た資金を FRB に預金している (図表14)。SFP は、信用緩和による預金金融機関の準備預金増加を一部吸収する機能を担っている (不胎化)。FRB への財務省預金は 2008 年 11 月のピーク時には 6,000 億ドルに達したが、2009 年以降は 2,000~3,000 億ドルレベルまで減少している。

FRB の金融安定化措置は歳出を通じて財政収支に影響を及ぼすことはないが、SFP 実施に伴い国債増発につながる。この点については、7. 連邦政府債務拡大の章で後述する。

図表 14 FRB のバランスシートの推移 (負債)



(資料) FRB ウェブサイトよりみずほ総合研究所作成

5. 金融安定化措置の総額と財政負担

(1) 金融安定化措置の総額

「連邦政府の金融安定化対策」の総額について、議会監視委員会（Congressional Oversight Panel, COP）は、財務省が支出する TARP、FRB の信用緩和措置、連邦預金保険公社（FDIC）の保証分（Temporary Liquidity Guarantee Program（TLGF）、図表 1 参照）等を合算して、2009 年 6 月 3 日時点で最大 4 兆 5,681 億ドル（約 438 兆円、対 GDP 比 32%）と算出している⁵（COP(2009b)）（図表 15）。

図表 15 金融安定化措置の総額（2009 年 6 月 3 日時点）

（億ドル）				
	財務省（TARP）	FRB	FDIC	合計
全体	7,000	24,407	14,274	45,681
支出	4,664	0	295（注 4）	4,959
融資	869	21,237（注 2）	0	22,106
保証（注 1）	925	3,170（注 3）	13,970（注 5）	18,074
未配分	542	0	0	542

- （注）1. 保証の多くは実行されないか、もしくは部分的にしか実行されないため、この保証額はエクスポージャーの最大値を意味する。
2. 2 兆 1,237 億ドルのうち、TALF 分が 7,200 億ドル。1 兆 2,912 億ドルが TAF、公定歩合貸出、PDCF、通貨スワップ、AMLF、CPFF 等による資金供給。
3. Bank of America および Citigroup 向け。
4. 2008 年第 3～4 四半期の銀行破綻に伴う預金保護のための支出。
5. 1 兆 3,970 億ドルのうち、PPIP 向けが 6,000 億ドル、TLGP 向けが 7,854 億ドル、Bank of America および Citigroup 向けが 125 億ドル。

（資料）COP（2009b）

(2) 財政収支への影響

ヘッドラインに現れる金融安定化措置の総事業規模は巨額だが、TARP をはじめとする今回の金融安定化対策の多くは、投融資や保証の形態をとっており、実際の財政収支に与える影響は限定的になる。投融資については将来のある時点では回収され、保証については実行されない可能性もある。最終的な財政負担は、投融資の配当・金利収入や回収率、保証の実行度合いに応じて変わるが、これらの現金流入の処理方法によって各年の財政負担の「見え方」も違ってくる。

TARP の根拠法である EESA 第 123 条は Federal Credit Reform Act⁶に基づき、投融資や保証について、市場リスクを反映した割引率で調整した現在価値ベースのネットの現金流入（流出－流入）を「補助金コスト（subsidy cost）」として財政収支に反映させるこ

⁵ なお、前出の SIGTARP が示した総額（最大 2.4～2.9 兆ドル）とは 1.5～2 兆ドル近い違いがあるが、SIGTARP の数値は、TALF 以外の FRB による資金供給拡大措置や FDIC 保証分など、自らの監視対象外の措置は含まない。

⁶ 貯蓄金融機関（S&L）危機による巨額の財政負担への対応のため、1990 年に成立した米連邦政府の信用に関する財政処理を改革する法。連邦政府による信用供与期間中の現金流入についてリスクフリー・レート（国債利回り）で割り引いた現在価値を算出し、その差額（流出－流入）を補助金コスト（subsidy cost）として各年度の財政収支に反映させる内容。

ととしている⁷。

2010 年度予算教書では、TARP の財政収支への影響について、2009 年度は 2,420 億ドルの補助金コストが発生し（現金流出超＝赤字拡大）、2010 年度は 190 億ドルのマイナスの補助金コストが発生する（現金流入超＝赤字縮小）と分析している（図表16）⁸。このうち、CPP などを通じた株式取得関連支出が 1,416 億ドル、AIFP や TALF など直接融資関連支出が 1,147 億ドルの赤字増要因となるのに対し、AGP など保証プログラムについては保証料収入が破綻時の保証請求を上回るため、10 億ドルの赤字縮小要因になるとされている。また、融資から得られる金利収入から国債の利払い費を控除したネットの金利収支は 175 億ドルの赤字縮小要因となる。

財政収支への計上は現在価値ベースでも、現実には TARP のための資金流出が発生するため、財政収支への影響とは別に TARP をファイナンスするための借入 3,655 億ドルが発生する。このため、TARP に係る連邦債務残高（国債発行）は 2009 年度 6,078 億ドル（対 GDP 比 3.8%）に達する。一方で株式等の金融資産も拡大するため、純債務残高（債務－資産）は 2009 年度 2,432 億ドル（同 1.7%）となる。

EESA 第 203 条は、実際の現金流入入によるキャッシュベースでも TARP の財政収支への影響を把握するよう求めているが、この場合 2009 年度は 6,078 億ドルの赤字拡大要因となる（TARP による連邦債務残高の増減と同額）。予算教書では、キャッシュベースを採用すれば 2009 年度に財政赤字が急増した後、急減するシナリオが描けるため、政府が赤字削減に成功したと見せかける「お化粧」効果が期待できるが、コストを正しく財政収支に反映できるのは現在価値ベースであると指摘している。

図表 16 TARP が連邦財政収支・債務残高に与える影響

		(億ドル)					
		2009	2010	2011	2012	2013	2014
リスク調整後の現在価値ベース							
TARPによる連邦財政収支への影響	①	2,423	-191	-46	26	29	21
TARPによる連邦政府借入への影響	②	3,655	-212	-198	-326	-267	-356
TARPによる連邦債務残高の増減	③＝①＋②	6,078	-403	-244	-300	-238	-335
TARPに係る連邦債務残高への影響	④	6,078	5,675	5,431	5,131	4,894	4,558
対GDP比	⑤	4.3%	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	2.5%
TARPに係る連邦政府の純金融資産	⑥	3,655	3,443	3,245	2,919	2,652	2,297
TARPに係る連邦政府の純金融債務	⑦＝④－⑥	2,423	2,232	2,186	2,212	2,241	2,262
対GDP比	⑧	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
現金流入ベース	⑨＝③	6,078	-403	-244	-300	-238	-335

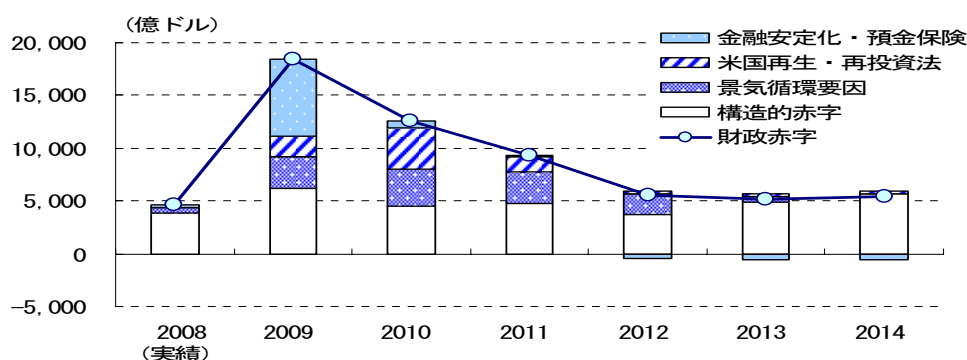
（資料）OMB（2009a）よりみずほ総合研究所作成

⁷ なお、住宅金融政府支援機関（GSE）2 社（ファニーメイおよびフレディマック）の株式購入については、取得時点で株式がプラスの価値を持ちうるか不明であったことから、キャッシュベースで歳出に計上されており、財政赤字拡大要因となっている。

⁸ なお、GDP 統計（National Income and Product Account）では投融资や保証などの金融取引は含まれないため、2009 年の GDP 政府支出額と財務省が発表する財政収支の歳出額は大きな差が生じることになる。

また、予算教書では、財政赤字から景気循環要因を除いた「構造的赤字」から、「金融安定化措置や預金保険支出」を除く「金融危機調整後の構造的赤字」を推計している。この「金融安定化・預金保険」要因には、TARP の補助金コスト 2,423 億ドルのほかに、銀行破綻に伴う連邦預金保険公社（FDIC）による支出、政府支援機関（GSE）の優先株購入（図表 1 参照）などを含んでおり、2009 年度には 7,270 億ドルの赤字拡大要因となるが、2010 年度には急激に縮小し、投融資の回収により 2010～2014 年度の 5 年間累計では 756 億ドルの赤字縮小要因となる。他方、米国再生・再投資法（ARRA）などの景気対策については、「金融危機調整後の構造的赤字」に含まれている。ARRA は 2009 年度 1,980 億ドル、2010 年度 3,900 億ドル、2011 年度 1,380 億ドルと赤字を大きく押し上げるが、2012 年度以降影響は大幅に縮小していく（図表 17）。

図表 17 財政赤字の要因分解



（注）「金融安定化・預金保険」の項には、TARP、銀行破綻に伴う連邦預金保険公社(FDIC)支出、政府支援機関（GSE）優先株購入等を含む。

（資料）OMB（2009a）よりみずほ総合研究所作成

6. オバマ政権の財政政策運営

「賢い政府」を目指すオバマ政権は、2009年2月24日の初の議会演説で、①金融危機克服、②環境・エネルギー、医療、教育の重点3分野への長期投資、③財政再建、を経済政策の3つの柱に据えた。財政再建については、「任期中に財政赤字を半減」することを公約している。

オバマ政権の財政政策の特色として、「保守的な財政推計」と「野心的な政策目標」の二点が指摘できる。「保守的な財政推計」により、想定以上に赤字が拡大してしまうリスクは低下するが、「野心的な政策目標」ゆえに財政再建にむけて多くのハードルが待ち受けている。

(1) 保守的な財政推計

オバマ政権では、財政見通しの推計を行う際の重要な特色として、「正式には政策決定されていないが近い将来実施可能性の高い支出や減税」について、政策変更を行う前の財

政見通しであるベースラインに前倒しで織り込んでいる点があげられる⁹。この結果、財政赤字は拡大しやすくなるため、政府の財政推計は「保守的」に作られていると評価することができる。

例えば TARP については、2009 年度は政策決定済みの 7,000 億ドルについて現在価値ベースの「補助金コスト (subsidy cost)」 2,600 億ドルを歳出計上しているが、2010 年度については、追加の金融安定化対策基金 2,500 億ドルを「placeholder」または緊急費用 (contingent reserve) として盛り込んでいる。緊急費用の計上方法は、政策決定済の TARP と同様、現在価値ベースの補助金コストである。投融資の回収率をおよそ 2/3 と想定、総支出の 33%にあたる 2,500 億ドルを補助金コストとして計上しており、キャッシュベースに引きなおすと約 7,500 億ドルになる (図表18)。

こうした保守的な扱いは、戦費にも適用されており、補正予算要求が出されていない 2011 年度以降についても国防省の海外有事活動向けに 500 億ドルが毎年計上されている。ブッシュ前政権では、予算発表時点で政策決定されていない戦費についてはあくまで補正予算で扱うという方針を貫いていた。結果として歳出のコントロールが困難になり財政赤字が膨らんだため、民主党議会が戦費を予算計上するよう求めてきた経緯があり、オバマ政権になって方針転換が実現した格好である。

他方、減税についても扱いが変わっている。従来、時限減税については、ベースラインでは根拠法の定める通りに失効するものとされていたが、オバマ政権は中間所得層向けの減税措置を延長する方針である。このため、ベースラインは、2001 年・2003 年に実施され 2010 年末に失効するいわゆる「ブッシュ減税」および 2009 年末に失効する代替ミニマム税 (AMT) 軽減措置¹⁰が継続する形で作成されている点に留意しておく必要がある。

図表 18 予算教書による連邦財政収支の見通し

	2008年度 (実績)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2010~2014	2010~2019
歳入	25,240	21,570	23,330	26,850	30,750	33,050	34,800	148,790	350,490
対GDP比 (%)	17.7%	15.1%	15.8%	17.3%	18.7%	18.9%	18.9%	17.9%	18.6%
歳出	29,830	39,980	35,910	36,150	36,330	38,170	40,160	186,720	421,570
対GDP比 (%)	21.0%	28.1%	24.4%	23.3%	22.1%	21.8%	21.8%	22.7%	22.5%
うちTARP		2,600	80	100	100	80	60	420	460
うち追加金融安定化対策費		2,500							
うち海外有事活動		1,417	1,300	500	500	500	500	3,300	5,800
財政収支	4,590	18,410	12,580	9,290	5,570	5,120	5,360	37,930	71,080
対GDP比 (%)	3.2%	12.9%	8.5%	6.0%	3.4%	2.9%	2.9%	4.8%	4.0%
TARPの影響		2,423	-191	-46	26	29	21	-161	-105
ARRAの影響		1,980	3,900	1,380	380	230	300	6,190	6,280

(注) 1.TARP の歳出増 2,600 億ドルに加えて、金利収入による歳入押し上げ効果が生じるため、ネットの財政収支への影響は 2,423 億ドルとなる。

2.2010 年度以降の TARP 支出は Home Affordable Modification Program 実施によるもの。

3. 2009 年度の海外有事活動 1,417 億ドルは、執行分 659 億ドルと提案分 758 億ドルの合計。

(資料) OMB (2009b) よりみずほ総合研究所作成

⁹ この項の議論は、安井 (2009) に詳しい。

¹⁰ 代替ミニマム税は、本来は富裕層の税逃れ防止のために設けられたが、基礎控除がインフレ連動でないため、中間層の納税負担が拡大しており、その軽減措置が毎年実施されている。

(2) 野心的な政策目標

財政赤字は 2009 年度の発射台が極めて高水準となるために、「任期中の財政赤字の半減」という公約は必ずしも高いハードルではない。予算教書では、2 月時点での 2009 年度見込み 1 兆 7,520 億ドルに対し、2013 年度に 5,330 億ドル（5 月改定時点では 1 兆 8,410 億ドル対比 5,120 億ドル）になる見通しが示されている。現実には半減以上の赤字削減が見込まれており、一見大幅な赤字削減を目指しているように見える¹¹。しかし、**図表 16**に示したように、景気循環、金融安定化要因を除いた構造的赤字からさらに景気対策（ARRA）要因を除いた 2009 年度の財政赤字は 6,184 億ドルであり、政策対応が一巡すれば赤字の水準は大幅に切り下がる。

2009 年度については、2009 年 5 月までの 8 ヶ月累計の財政赤字は 9,919 億ドルとなっているが、7 月にも行政管理予算局（OMB）が政府の改定経済・財政見通しを発表し、着地見込みが明らかとなる。前述の通り、2009 年度は緊急費用として金融安定化向け（2,500 億ドル）と海外戦費向け（1,417 億ドル）があらかじめ計上されている。金融安定化向けについては TARP 資金のリサイクルや政治的な困難さからみて、これ以上の公的資金は必要とならない可能性があり、結果として 2,500 億ドルのバッファを生む余地がある。一方、海外有事活動費（戦費）については、措置済みの第一次補正予算 659 億ドルに加えて、1,060 億ドル規模の第二次補正予算（両院協議会報告）を現在審議中であり、合計 1,719 億ドルと予算教書を 302 億ドルほど上回る可能性がある。オバマ政権のイラク戦線縮小方針からみて、9 月末までによほどの有事が起こらない限り基本的に金融安定化向けのバッファで吸収可能であると予想される。

2010 年度以降の財政再建の成否については、①政策変更前のベースラインと政策変更に伴う赤字削減効果、②政策効果については 2013 年度までの「公約対象期間」とそれ以降、に分けて考えておく必要がある。

まず政策変更前のベースラインについては、景気回復シナリオの妥当性が問題になる。

予算教書の景気回復シナリオは、2010 年の実質 GDP 成長率は 3.2%に回復し、その後も 4%成長を達成するかなり楽観的な内容となっている（**図表19**）。7 月発表の改定経済見通しは大幅に下方修正されようが、民間予想対比で楽観的な内容にとどまるとみられ、成長率の下振れによる歳入伸び悩みにより、財政赤字が政府の想定以上に膨らむリスクをはらんでいる。

¹¹ 2009 年 3 月 3 日のオルザグ行政管理予算局（OMB）局長の議会証言では、「オバマ政権就任時点での 2009 年度の財政赤字見込み 1.3 兆ドルを、2013 年度には 5,330 億ドルへと 4 年間で半減する」とされている（Orszag（2009））。

図表 19 財政収支見通しの前提となる景気シナリオ

	2008 (実績)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
実質GDP成長率（前年比％）							
予算教書	1.3	-1.2	3.2	4.0	4.6	4.2	4.2
議会予算局（CBO）	1.1	-3.0	2.9	4.0	4.1	4.0	4.0
民間（フルチップ・コンセンサス）	1.1	-2.6	1.8	3.4	3.4	3.0	3.1
失業率（年平均％）							
予算教書	5.8	8.1	7.9	7.1	6.0	5.2	5.2
議会予算局（CBO）	5.8	8.8	9.0	7.7	6.6	5.6	5.6
民間（フルチップ・コンセンサス）	5.8	8.9	9.5	8.1	7.1	6.4	6.5
10年債利回り（年平均％）							
予算教書	3.7	2.8	4.0	4.8	5.1	5.2	5.2
議会予算局（CBO）	3.7	2.9	3.4	4.0	4.6	5.0	5.0
民間（フルチップ・コンセンサス）	3.7	2.9	3.5	4.5	4.9	5.2	5.2
財政収支（年度）							
予算教書	4,590	18,410	12,580	9,290	5,570	5,120	5,360
議会予算局（CBO）	4,590	18,450	13,790	9,700	6,580	6,720	7,490

（注）1.財政収支以外は暦年ベース。

2.予算教書は5月、CBOは3月、フルチップ・コンセンサスは4月時点。

（資料）OMB（2009b）、CBO（2009）よりみずほ総合研究所作成

政策変更に伴う赤字削減効果については、①海外軍事関与の縮小、②医療保険制度改革、③連邦政府レベルでの温暖化ガス排出権取引導入、④中間層と富裕層間での所得再分配のための税制改革、の4つの分野に着目する必要がある（図表20）。

2013年度までの「公約期間」についてみれば、赤字半減のシナリオの成否は海外軍事活動次第といっても過言ではない。政策変更に伴う赤字削減効果として2010～2013年度までの4年間で5,610億ドルが見込まれているが、海外軍事関与の縮小で4,550億ドルと最大の削減が見込まれている。オバマ政権は軍事力に頼らない「スマートパワー」による外交を標榜しており、イラクからの撤退計画（2010年8月末までに10万人、2011年末までに残り3.5～5万人が完全撤退）を発表、対テロ戦の軸足をアフガニスタンに移し、同盟国との責任分担を重視する方針を示している。イラクからの撤退はイラク治安部隊による治安維持の成否次第で延期もありうるほか、アフガン情勢は長期駐留が避けられず、出口が見えない状況にあり、先行き不確実性は高い。

医療保険制度改革、排出権取引、税制改革については、海外軍事活動ほどの影響力はないが、2013年度までにそれぞれ1,300～1,500億ドル規模の赤字削減効果が見込まれている。財政収支への影響が大きくなるのはむしろ2013年度以降だが、政策変更のための立法措置はオバマ大統領の任期中に実現しなければならない。

オバマ政権は内政面では医療保険制度改革を最優先課題と位置づけている。改革では、全米5,000万人の無保険者をカバーする国民皆保険の実現、医療コスト抑制、医療の質改善、消費者の選択肢確保、という4つの課題に対処する改革を財政中立（財政収支に影響を与えない形）で実現することを目指している。予算教書では2019年までの10年間で6,350億ドル規模の医療保険準備基金創設を盛り込み、その財源としてメディケア（高齢者医療保険）・メディケイド（低所得層医療保険）支出抑制、年収25万ドル超の富裕層向けの所得控除や雇用主提供医療保険の非課税措置の縮小等の税制改革、薬価引き下げ等が検討されている。オバマ大統領は、政府主導で詳細にわたる医療制度改革案を提示して失敗

したクリントン政権と同じ轍は踏まないように、政府は大きな原則を示すにとどめて利害調整役を務め、超党派の改革を成立させようとしている。

環境・エネルギー分野に関しては、オバマ政権は「グリーン・ニューディール」を標榜し重点投資を行う方針だが、当分野は赤字削減にとっても重要な意味を持っている。政府は、連邦レベルでの温暖化ガスの排出権取引を導入し、政府が企業に排出枠を有償で割り当てること等により、5年間で2,310億ドル、10年間で6,240億ドルの歳入増を見込んでいる。

中間層と富裕層の所得再分配は、格差是正策としてオバマ大統領が公約しているものである。予算教書では、中間層・中小企業向けの減税を維持・強化（5年間で3,570億ドル、10年間で9,020億ドル）する財源として、富裕層向け増税（同1,960億ドル、6,150億ドル）や課税強化等の税制改革を行うことにより、所得再分配を図ることを想定している。

図表 20 財政収支に影響を与える政策要因

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2010～2013	2010～2014	2010～2019
政策変更前のベースライン	16,170	12,700	10,430	7,610	7,430	7,880	38,170	46,060	93,230
対GDP比%	11.4%	8.6%	6.7%	4.6%	4.2%	4.3%	6.0%	5.7%	5.1%
政策変更	2,240	-120	-1,140	-2,040	-2,310	-2,520	-5,610	-8,130	-22,150
準備基金									
医療保険改革	-	-	-	-	-	-	-	-	-
財源（注1）	-10	-40	-180	-480	-590	-880	-1,290	-2,170	-6,350
気候変動				-770	-770	-770	-1,540	-2,310	-6,240
金融安定化追加資金	2,500								
家計・企業向け減税	280	450	400	850	910	960	2,610	3,570	9,020
その他税収措置		-30	-200	-330	-380	-400	-940	-1,330	-3,510
義務的支出関連	80	130	90	40	-40	-100	220	120	430
裁量的支出関連	-370	-270	-860	-1,100	-1,140	-1,150	-3,370	-4,520	-10,590
うち海外有事活動	-400	-570	-1,070	-1,400	-1,510	-1,570	-4,550	-6,120	-14,770
高額所得層税制		-10	-280	-470	-560	-650	-1,320	-1,960	-6,150
信用・その他間接的な金利の影響	-250	-420	-330	-270	-240	-210	-1,260	-1,470	-1,890
利払い費		20	50		-90	-200	-20	-230	-3,220
政策変更後	18,410	12,580	9,290	5,570	5,120	5,360	32,560	37,930	71,080
対GDP比%	12.9%	8.5%	6.0%	3.4%	2.9%	2.9%	5.2%	4.8%	4.0%

（注）医療保険改革の財源は、メディケア（高齢者医療保険）・メディケイド（低所得層医療保険）費用抑制、富裕層向け所得控除制限、その他税制改革等。財政赤字削減効果（10年間で6,350億ドル）と同額の改革を実施し、財政中立とするため、政策変更の合計数値（2兆2,150億ドル）には加算しない。

（資料）OMB（2009b）よりみずほ総合研究所作成

（3）財政再建の鍵を握る議会

米国においては、行政府が提示する予算教書はあくまで方針であり、予算編成の権限は議会が握っている。また、医療保険等の義務的経費や税制の大きな政策変更は議会による個別立法によらなければならない。

米議会は、オバマ大統領就任100日にあたる4月29日、予算の大枠を固める2010年度予算決議を可決し、予算審議が本格的にスタートした。ブッシュ共和党前政権と民主党議会の「分割統治」時代とは異なり、行政府・議会とも民主党が占めていることから、予算教書と予算決議の内容の隔たりは小さい。予算決議では、2009年度の財政赤字見込み1兆6,930億ドル（対GDP比12%）を「2012年度までに半減、2014年度には2/3（対GDP比3%）に縮小」させる大統領方針に沿ったシナリオを描いている。

しかし、共和党のバイナード下院内総務は、予算決議の内容を「大きな社会主義政府へ

の前進」であると批判している。上下両院を民主党が支配しているとはいえ、上院でフィリバスター（議事進行妨害）を排除できる絶対多数の 60 議席を確保してはいないほか、民主党が一枚岩でない争点も多いため、予算審議がスムーズに進むとは限らない。

2010 年度の予算決議の注目点として、医療保険改革を財政調整措置（budget reconciliation）の対象としたことがあげられる。これにより、上院ではフィリバスターを排除できる 60 票に満たなくとも、単純過半数である 51 票の賛成多数を持って法案可決が可能となる。また財政調整措置とは別に、議会では個別の医療保険改革法案を審議しており、議会民主党指導部は、遅くとも 8 月の夏季休会入り前に包括的な改革法案を下院で可決し、10 月には大統領署名を得て成立させたい考えである。しかし、公的保険導入による皆保険とするのか否かという根本的な論点について、民主党内部ですらコンセンサスができていない。財政中立で国民皆保険を目指す改革の実現には大きな困難を伴う。

政府が歳入源と見込む排出権取引についても、下院では温暖化対策法案（American Clean Energy and Security Act of 2009）を可決したが、上院では民主等側にも反対議員が多く、年内の法案成立は厳しい状況となっている。中間層減税・富裕層増税による所得再分配をめぐっても、共和党側の抵抗は根強いほか、排出権取引による歳入増を勤労者向け税額控除に振り向ける位置づけとなっており、実現は容易ではない。

公的資金による金融機関や自動車業界の救済を経て、「政府の役割」をめぐる民主・共和党のイデオロギー対立はむしろ先鋭化しており、長期的な財政再建のために必要な立法措置の議会審議にも影を落とすこととなろう。

(4) PAYGO ルール復活による財政規律の強化

オバマ政権は、政策課題ごとの赤字削減策と同時に、財政規律の強化により財政赤字削減を確実なものにすることを目指している。具体的には、新たな義務的経費（公的医療保険や社会保障年金等）および減税の実施には財源を義務付ける PAYGO（Pay-As-You-Go）ルールを厳格な形で復活させることを求めており、2009 年 6 月 9 日には議会に立法措置を要請した。

PAYGO ルールは、ブッシュ政権下では行政措置として義務的経費のみを対象とし、減税は対象外で実施されてきたほか、2007 年には議会上下両院の議事規則としては存在していた。今回のオバマ政権の提案は、より厳格に財政中立を求めており、①PAYGO ルールに抵触する措置が決定された場合は、自動的に特定の義務的経費をカットすることに加え、PAYGO ルールの適否について②ベースライン対比で判断する¹²、③法案ごとではなく、年度ごとに判断する、④各年度の累計ではなく単年度での財政中立を求める（議事規則では 6 年間および 11 年間の累計で判断していた）、といった内容となっている。

¹² 6.(1)の項にあるように、2010 年度の予算教書では、時限減税の延長がベースラインに織り込まれているため、ベースライン対比で PAYGO ルールの適否を判断するのであれば、時限減税分の財源は新たに確保する必要はない。

厳格な PAYGO ルールの適用は、1990 年代の米国の財政赤字削減に奏功したと評価されている。PAYGO ルールの復活は、長期的に財政の持続可能性を回復させようとする米国政府・議会の意思を示す財政健全化への出口戦略としても重要である。

7. 急拡大する連邦政府債務残高

(1) 乖離する財政赤字と連邦政府借入

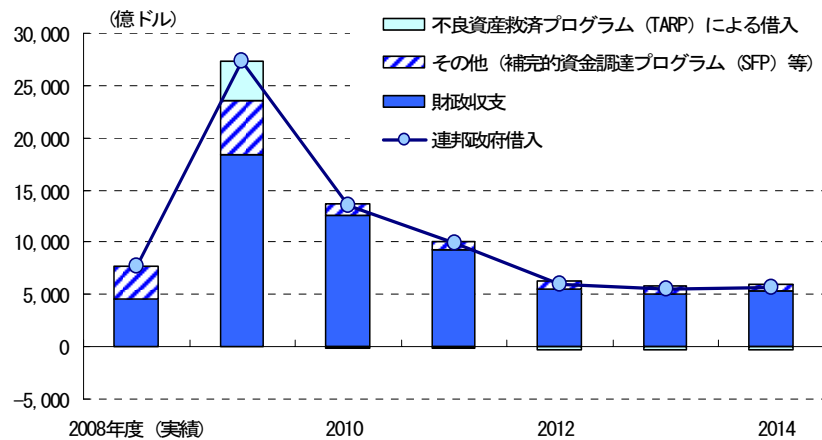
巨額の財政赤字に加えて、TARP のための資金調達や FRB の資金供給を支えるための補完的資金調達プログラム (SFP) が実施されていることから、連邦政府の民間部門からの借入・債務残高は急増している。2008 年度 (2007 年 10 月～2008 年 9 月まで) の連邦財政赤字は 4,590 億ドルであったが、SFP を主因に連邦政府の借入額は 7,676 億ドルに急増している (図表21、23)。

2009 年度についても、TARP による借入が 3,655 億ドル、SFP 等その他要因による借入が 5,221 億ドル発生するため、連邦政府借入額は 2 兆 7,286 億ドルと 1.8 兆ドルの財政赤字を 8,876 億ドルも上回る状況が続く。この結果、連邦政府債務 (民間保有分、以下単に連邦政府債務) は 8 兆 5,310 億ドルに増加し、対 GDP 比では約 60%と金融危機前の 40%前後の水準から急上昇、2011 年度には 70%台と第二次世界大戦後以来の高水準に達する見通しとなっている。過去 20 年間を見ると、財政赤字と連邦政府借入 (= 政府債務増減額) はほぼ同じトレンドをたどっており、財政赤字と連邦政府借入の拡大ペースがこれほどまでに乖離するのは例のないことである (図表22、23)。

連邦政府債務急増の一方で、TARP を通じた投融資により連邦政府の金融資産 (貸出債権や株式) も両建てで増加している。2009 年度までの予算教書では、債務しか記載されていないのに対し、2010 年度予算では連邦政府の財政状況を正確に把握するためには金融資産を考慮した純債務でみるべきであるとしている。特に SFP については、国債発行額 (負債) と同時に FRB への預金 (資産) も増えるため、純債務の増加にはほとんど影響しない。しかし、図表 15 ですで見たとおり、TARP の公的資金枠を活用した金融資産の増加規模は 3,000 億ドル程度にとどまり、TARP に係わる連邦政府の純債務 (債務－資産) は各年度 2,000 億ドル規模で推移する。予算全体で見ても、2009 年度の連邦政府債務 8 兆 5,310 億ドルに対し、金融資産は 1 兆 4,994 億ドルにとどまり、純債務は 7 兆 320 億ドルと極めて高い水準となることに変わりはない (図表23)。

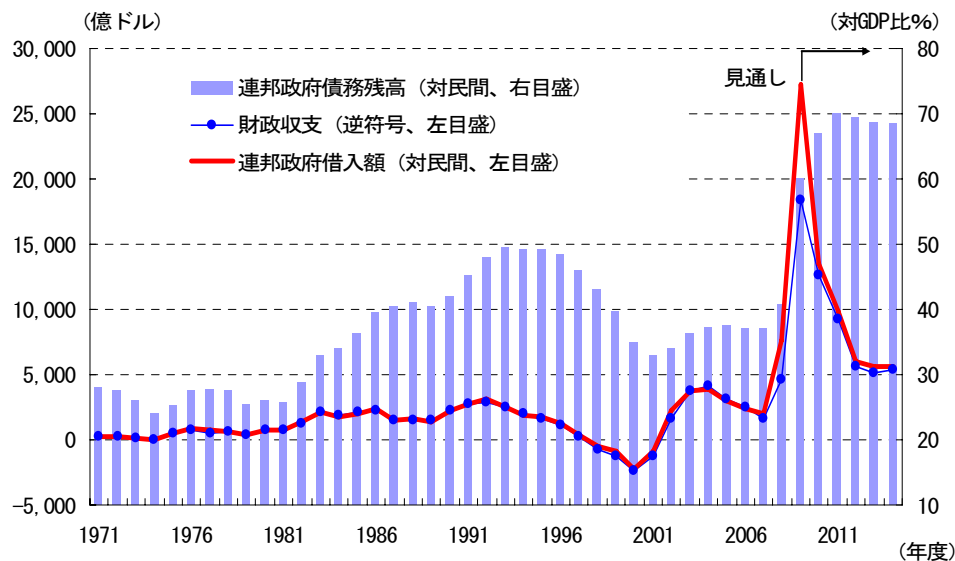
政府債務の拡大が金利に与える影響について、IMF は「政府債務対 GDP 比率が 100% 以下である場合、10%ポイント比率が上昇すること自体は、数ベーシスポイント (1/100%) の金利上昇しかもたらさない」としている。IMF の予測では、2014 年の米国の政府債務 (民間保有分に政府保有分も加えた合計) は 106.7%と 100%を上回ってしまう。このレベルに達すると、先進国といえども国債の借り換えリスクが高まることなどから、債務比率を速やかに危機以前の水準まで引き下げる必要があると IMF は警告している (IMF(2009c))。

図表 21 連邦政府借入の要因分解



(資料) OMB (2009b) よりみずほ総合研究所作成

図表 22 乖離する財政収支と連邦政府借入額



(資料) OMB (2009b) よりみずほ総合研究所作成

図表 23 予算教書による連邦政府借入・債務の見通し

	2008年度 (実績)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
財政収支	4,590	18,410	12,580	9,290	5,570	5,120	5,360
連邦政府借入	7,676	27,286	13,505	9,912	5,953	5,587	5,678
連邦政府債務 (民間保有分)	58,030	85,310	98,820	108,730	114,680	120,270	125,950
対GDP比 (%)	40.8%	59.9%	67.1%	70.1%	69.6%	68.7%	68.5%
連邦政府純債務	52,970	70,320	82,490	91,540	97,100	102,220	107,570
対GDP比 (%)	37.2%	49.4%	56.0%	59.1%	59.0%	58.4%	58.5%

(資料) OMB (2009b) よりみずほ総合研究所作成

(2) 今後の国債需給の注目点

当面の国債需給を見る上では、供給面では TARP の執行状況、需要面では BRICs の動向が注目され、FRB の信用緩和も需給両面から影響を及ぼす。

まず供給面では、TARP については、官民共同の不良資産買い取りプログラム (PPIP、750 億ドル) や中小企業向け貸出 (UCSB、150 億ドル)、ターム物資担保証券融資制度 (TALF、800 億ドル配分のうち支出済は 200 億ドル) など、配分済ではあるが実際に支出がされていないプログラムの執行状況によって国債発行額も影響を受ける。FRB の信用緩和は、多くは 2009 年末～2010 年初に終了する時限措置となっている。信用緩和の解除が進めば、SFP の規模も縮小し、財政赤字と政府借入額 (国債発行) の拡大ペースの乖離も縮小することとなろう。

需要面では、中国をはじめとする BRICs (ブラジル・ロシア・インド・中国) の外貨準備の運用多様化と、FRB の長期国債買い入れの二点が注目される。2009 年 3 月末時点での国債発行残高 (民間保有分) 6 兆 2,977 億ドルのうち、海外勢は 51.8%にあたる 3 兆 2,652 億ドルを保有しているが、BRICs は海外保有分の 32.8%にあたる 1 兆 711 億ドルを保有している。特に中国は世界最大の米国債保有国 (7,679 億ドル) であり、ガイトナー財務長官は 2009 年 6 月の訪中時に「財政赤字半減」を対中公約するなど、米政府は米中経済関係の焦点であった人民元の過小評価問題を棚上げしてでも、米国債の安定消化を図る意向を示している。中国側も、米国債の大量売却に踏み切る等の措置をとれば、ドル安を招いて一層外貨準備のドル資産が目減りするジレンマを抱えており、短期的にドラスティックな政策変更を行うことは困難ではある。しかし、中国、ロシア、ブラジルは国際通貨基金が発行する IMF 債 (IMF の特別引き出し権 (SDR) 建てになる見込み) 購入の意向を表明しており、その一方で米国債購入を手控え、ドル資産偏重の外貨準備の運用を多様化していく方針であり、その影響を注視しておく必要がある。

FRB の長期国債の買い入れについては、長期債利回りの上昇傾向を受けて、買い入れ増額や期間 (2009 年 3 月の開始から 6 ヶ月間の 9 月まで) の延長に対する観測が浮上している。6 月 23、24 日の FOMC (連邦公開市場委員会) では、買い入れ増額・延長を見送る一方で、「必要に応じて信用・流動性プログラムを調整する」とした。FRB が徐々に信用緩和の解除に向かう中で、長期国債についてのみ信用緩和を強化する措置はとりにくい。バーナンキ議長は、長期国債買い入れの効果について、「長期金利低下効果がある」と指摘しているが (Bernanke(2009c))、FRB の買い入れ額が膨らむほど、財政規律を損なう恐れも生じてくる。信用緩和に伴う FRB の資産拡大を、SFP を通じた短期国債売却代金の FRB への預金で財務省がサポートしながら、FRB が長期国債を買い支える構図は、財政政策と金融政策の一体化につながり、財政規律と中央銀行の信認双方にとって望ましくない影響をもたらさう。バーナンキ FRB 議長は、財政の長期的な持続可能性回復に取り組まない限り、金融安定化も健全な経済成長も達成することはできないと指摘している (Bernanke(2009e))。財政健全化にむけた具体的な出口戦略との兼ね合いの観点からも、

金融市場の著しい混乱の再発などがない限り、大規模な買い入れ増額や期間の延長は現状では見込みにくい。

8. 問われる危機対応からの出口戦略

今後、米国の財政政策の焦点は、金融危機の克服から財政健全化への方途を示す出口戦略に移る。景気に最悪期を脱する動きが見られるとともに、金融機関や自動車業界に対する政府の介入とその結果生じた巨額の財政赤字に対する世論の見方も厳しさを増しつつある。2009年6月13日に開催されたG8財務省会合も、共同声明で出口戦略検討の必要性を強調している。

IMFは、政府債務の返済能力に対する信認は景気回復の前提条件であるとして、財政政策の出口戦略について、①景気刺激策は財政赤字に恒久的な影響を与えない、②景気回復後の財政健全化を約束する、③構造改革は成長促進的な内容とする、④人口高齢化に直面する国は医療・年金改革に明確な戦略を提示する、という4つの条件を挙げている（IMF（2009c））。特に、米国に関しては、2010年度予算教書について、（ベースラインに織り込まれた）国防費や減税の想定、厳格なPAYGOルール of 復活目標等を肯定的に評価する一方で、経済見通しは過度に楽観的である点を警戒し、政府想定どおりの債務水準を達成するには、課税ベースの強化や連邦消費税の導入等の歳入増加措置が必要であると指摘している。また長期的な義務的経費の抑制のために、オバマ政権の医療保険改革への取り組みに強い期待を表明している（IMF(2009d)）。

オバマ政権の財政政策は、①ARRAやTARPなど景気対策・金融対策の影響は2011年度までで一巡する、②2013年度の財政赤字半減目標を明示している、③環境・エネルギー、教育への長期投資を盛り込んでいる、④包括的な医療保険制度改革を目指していることから、目標設定としてはIMFの出口戦略の4つの条件を満たしているように見える。

しかし、本稿でみてきたように、これらの目標の達成は容易ではない。公約である「任期中の赤字半減」が達成されたとしても、景気循環要因や金融危機要因を除いた構造的赤字は2013年度以降、再び拡大に向かう（図表17）。米国財政の持続可能性に対する懸念がドル資産離れを招く事態を回避するためにも、オバマ政権は医療、環境など長期的な財政再建に大きな影響を与える政策課題について期待値を下げないような運営を維持するとともに、より厳格なPAYGOルールの復活をはじめとする財政規律の強化を着実に実行し、出口戦略を市場にアピールしていく必要がある。医療保険制度改革法案の成否は、財政健全化への出口戦略の最初の試金石としても極めて重要である。

[参考文献]

安井明彦 (2009) 「オバマ政権の財政政策」 (外国為替貿易研究会『国際金融』1199号 (平成21年4月1日))

池田洋一郎 (2009) 「米国財務省による金融安定化策」 (財務省広報『ファイナンス』2009.5)

大島洋平 (2009) 「FRBの信用緩和策について」 (財務省広報『ファイナンス』2009.5)

Bernanke, Ben S., 2009a, “The Crisis and the Policy Response,” At the Stamp Lecture, London School of Economics, January 13, 2009

——, 2009b, “Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet,” At the National Press Club Luncheon, National Press Club, February 18, 2009

——, 2009c, “The Federal Reserve's Balance Sheet,” At the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Markets Symposium, April 3, 2009

——, 2009d, “The Supervisory Capital Assessment Program,” At the Federal Reserve Bank of Atlanta 2009 Financial Markets Conference, May 11, 2009

——, 2009e, “Current economic and financial conditions and the federal budget,” Before the Committee on the Budget, U.S. Senate, D.C., June 3, 2009

Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB), 2009a, “The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation,” April 24, 2009

——, 2009b, “The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results,” May 7, 2009

——, 2009c, “Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet,” June 2009

Carlson, John, Haubrich, Joseph G., Cherny, Kent, and Wakefield, Sarah, “Credit Easing: A Policy for a Time of Financial Crisis,” *Economic Trends*, Federal Reserve Bank of Cleveland, February 11, 2009

Congressional Budget Office (CBO), 2009, “A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook,” March 2009

Congressional Oversight Panel (COP), 2009a, “Assessing Treasury's Strategy: Six Month of TARP,” *April Oversight Report*, April 7, 2009

——, 2009b, “Stress Testing and Shoring Up Bank Capital,” *June Oversight Report*, June 9, 2009

Geithner, Timothy F., 2009, Statement before the Senate Banking Committee, May 20, 2009

Government Accountability Office (GAO), 2009, “AUTO INDUSTRY, Summary of Government Efforts and Automakers' Restructuring to Date”, April 2009

- International Monetary Fund (IMF), 2009a, *World Economic Outlook*, April 2009
- , 2009b, *Global Financial Stability Report*, April 2009
- , 2009c, “Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis,” IMF Staff Position Note, A Staff Team from the Fiscal Affairs Department, June 9, 2009
- , 2009d, *2009 Article IV Consultation with the United States of America*, June 10, 2009
- Office of Management and Budget (OMB), 2009a, “Analytical Perspectives,” *Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2010*
- , 2009b, “Updated Summary Tables,” *Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2010*, May 2009
- Orszag, Peter R., 2009, Testimony before the Committee on the Budget, U.S. House of Representatives, March 3, 2009
- Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP), 2009, *Quarterly Report to Congress*, April 2009
- Tamman, Maurice and Enrich, David, 2009, “Smaller banks face losses: Study of U.S. lenders shows potential for deep hit on commercial property”, Wall Street Journal, May 20, 2009
- Treasury Department, Office of Financial Stability, *TARP Transaction Reports*, June 23, 2009