

このように、今回の危機においては、大恐慌とよく似た現象が起きていることに加え、今回の危機固有のリスクを抱えており、危機が恐慌へと発展していくことのないよう、引き続き各国政府における緊密な連携と大胆な対応が求められる。

(注1) 33年3月、ルーズベルト大統領は、全国の銀行を4日間一斉休業させると宣言、その間に経営状態の調査を行い、支払い能力があると判断された銀行のみ業務を再開させた。

(注2) IMF (2009b)

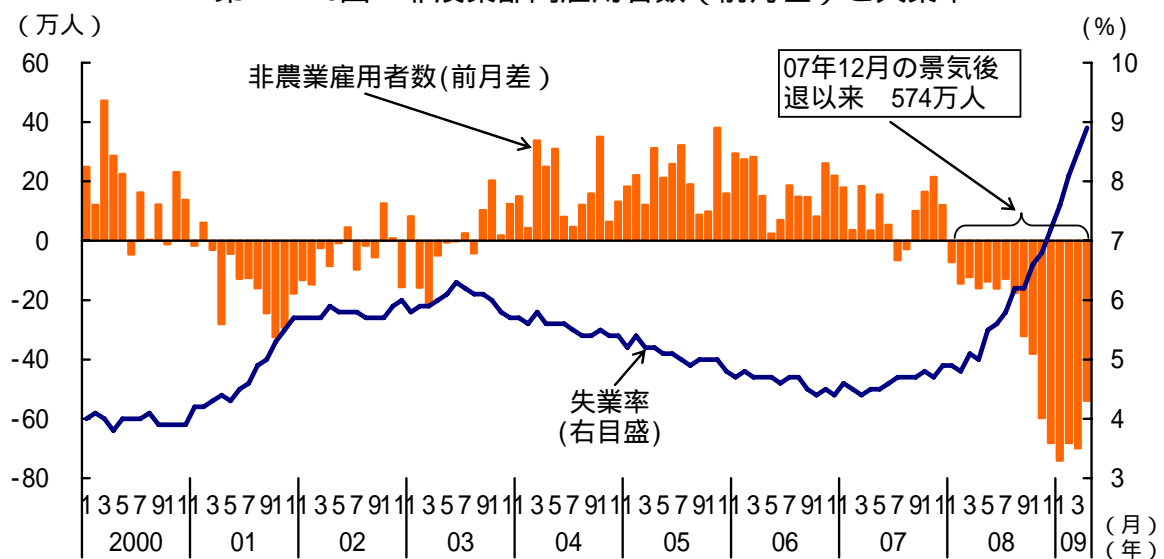
### 3. 雇用情勢の悪化と政策対応

#### (1) 第二次世界大戦後最悪となった雇用情勢

##### 歴史的な減少が続く雇用者数

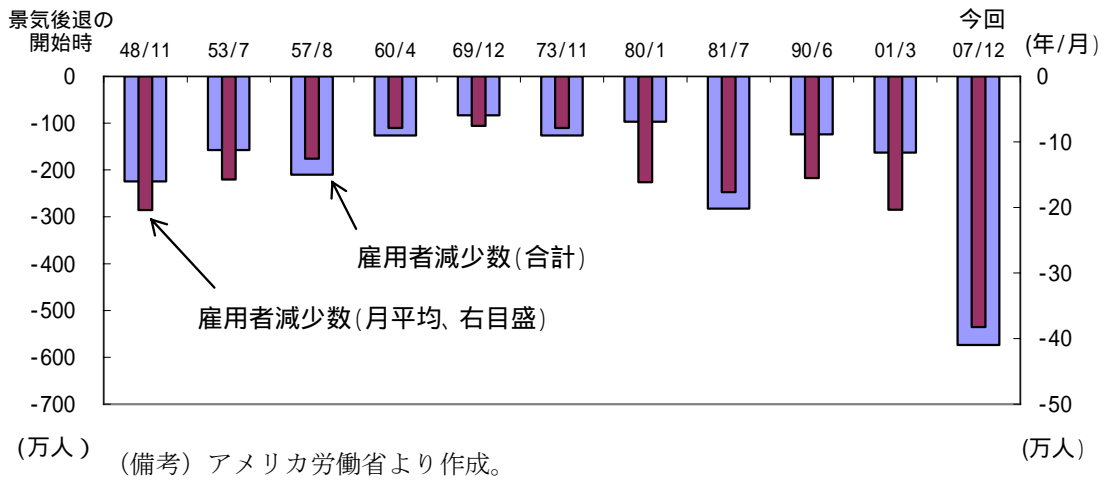
今回の景気後退では、非農業部門の雇用者数は08年通年で308万人減少し、第二次世界大戦後（以下、「戦後」という。）最悪だった1945年の275万人の減少を63年ぶりに更新した。雇用者数は、08年11月以来6か月連続して50万人以上減少しており、この6か月で約394万人の雇用が失われている。景気後退入り以来、既に月平均で38.3万人、合計574万人の雇用者が減少していることになり、戦後最長の16か月間にわたる景気後退となった80年代の景気後退期の282万人を大幅に上回っている。また、月平均の減少幅も80年代より10万人以上大きく、雇用情勢は戦後最悪の状況に陥っている（第1-2-20図、第1-2-21図）。

第1-2-20図 非農業部門雇用者数（前月差）と失業率



(備考) アメリカ労働省より作成。

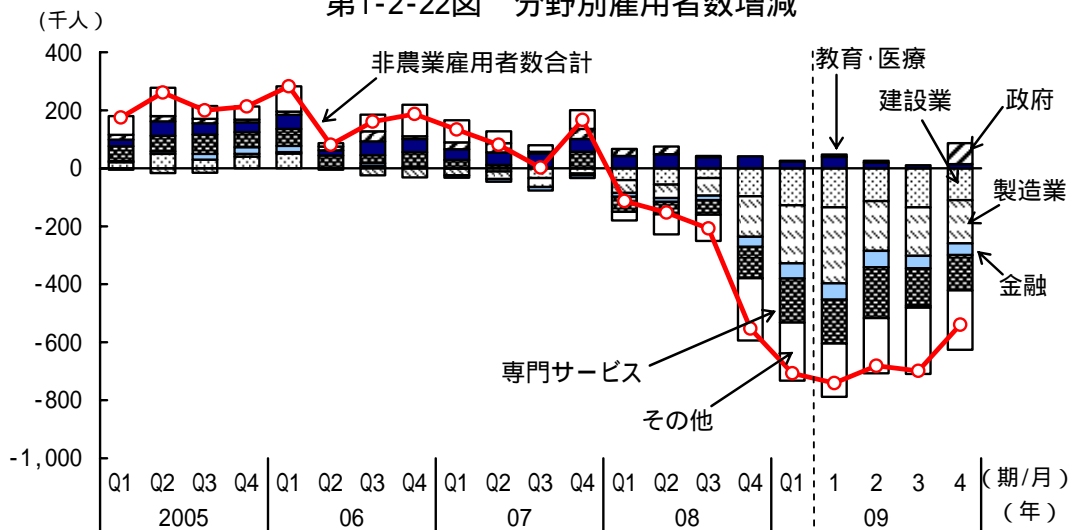
第1-2-21図 景気後退期における雇用者減少



### 雇用者数の減少が著しい分野

雇用者の減少を産業分野別にみると、08年に入り、製造業や建設業といった生産部門の減少幅の拡大に加え、堅調に増加してきたサービス部門の雇用者数も減少に転じた(第1-2-22図)。08年8月以前は、サービス部門における減少は、前月差10万人以下と比較的緩やかであったが、金融危機が発生した9月以降は、20~40万人の大幅な減少になっている。今回の景気後退で雇用が増加しているのは、「政府部門<sup>1</sup>」、「公益事業」、「教育・医療」という公的または公的規制下の分野にとどまっており、これらを除くほとんどの分野で雇用者数は減少している。なお、「医療」については、景気後退入り後も増加し続け、07年12月から月平均で3万人程度増加している。

第1-2-22図 分野別雇用者数増減



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。  
2. 四半期値は、各月の平均値。

<sup>1</sup> 政府部門の雇用者には、連邦政府、郵便、州政府、教員(州政府)、市町村、教員(市町村)が含まれる。

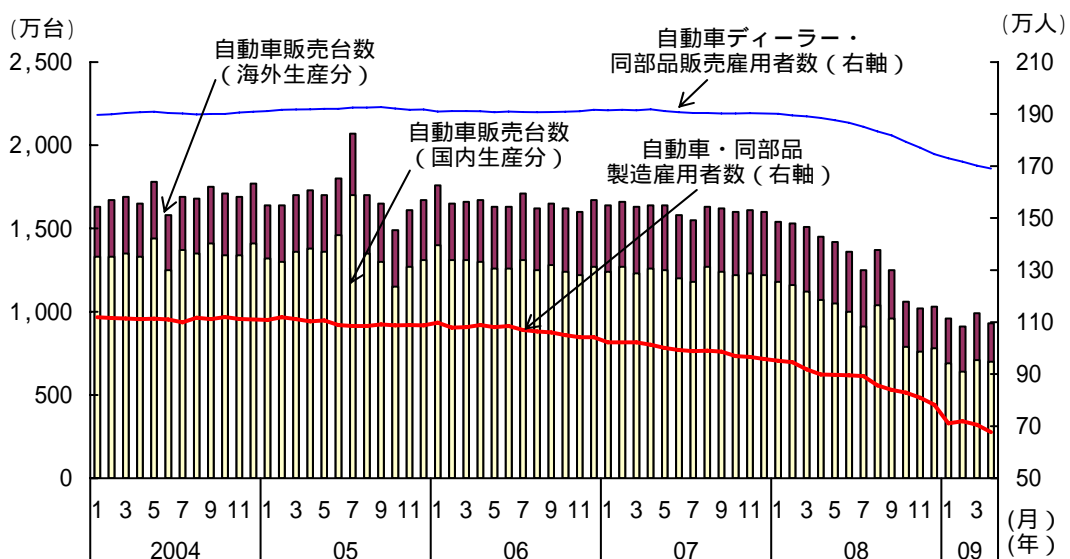
さらに、雇用者数の減少について詳細にみると、製造業、専門サービス業、建設業、小売業、金融業等で寄与度が高くなっている（第1-2-23表）。製造業では、07年12月～09年4月で163万人の雇用者が減少し、雇用者数は1,215万人となり、46年2月の1,192万人以来、約60年ぶりの低水準となっている。特に、製造業のうち、新車販売台数の急激な減少に伴い経営環境が悪化している自動車・同関連部品製造部門では、同期間で28万人の雇用者が減少し、景気後退入り以来の減少率が30%となるなど、落ち込みが際立っている。また、自動車関連の小売業である自動車ディーラー・同部品販売では、同期間で合計21万人の雇用者が減少し、自動車・同関連部品製造と併せた自動車関連部門全体の雇用者の減少は、合計49万人になり、雇用者全体の減少の約9%を占めている（第1-2-24図）。

第1-2-23表 注目すべき分野の雇用者数の増減（09年4月時点）

分野	07年12月から の減少幅 (万人)	07年12月の 雇用者数 (万人)	変化率 (%)
財生産部門	280	2,204	13
建設業	118	752	16
製造業	163	1,378	12
自動車・同部品製造	28	96	29
サービス部門	294	11,611	3
小売	74	1,557	5
自動車ディーラー・部品販売	21	190	11
公益事業	1	56	3
金融	43	824	5
専門サービス	133	1,811	7
人材派遣	83	258	32
教育・医療	59	1,857	3
政府	24	2,237	1

（備考）アメリカ労働省より作成。

第1-2-24図 自動車販売台数と自動車関連雇用者数

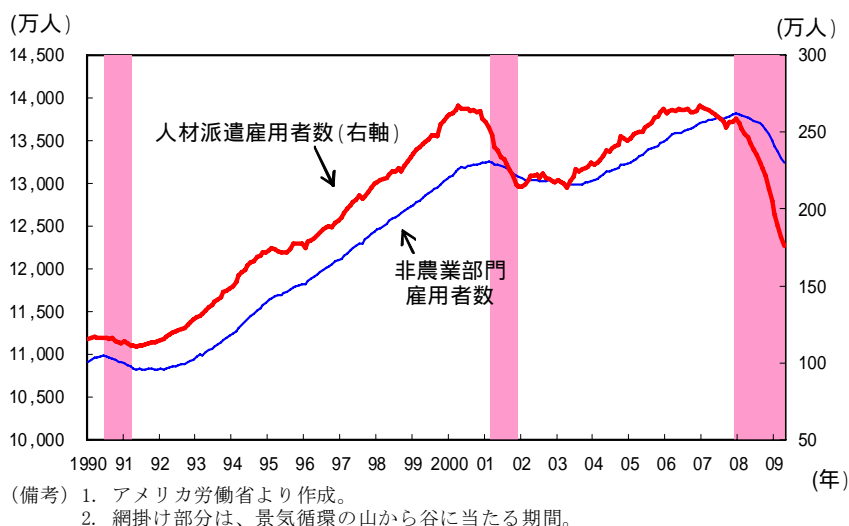


（備考）アメリカ労働省、商務省より作成。

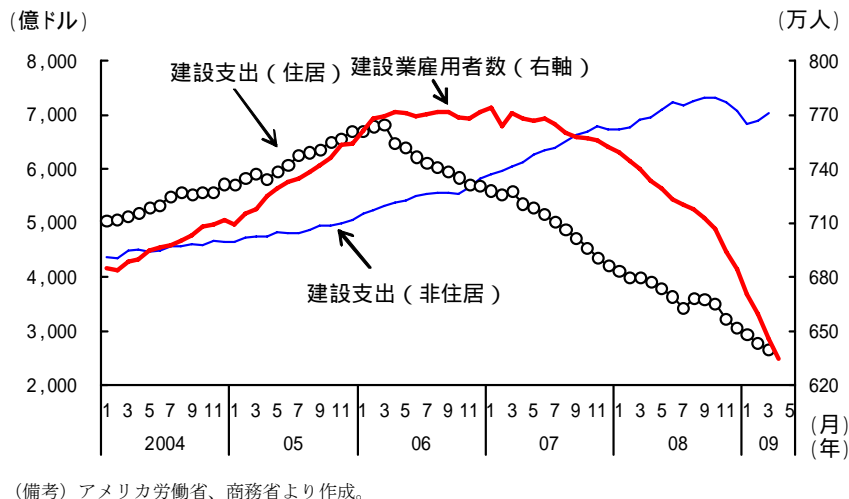
続いて、専門サービス業では、07年12月以降で合計133万人の雇用者が減少しているが、そのうち人材派遣業が82万人の減少と、専門サービス業全体の減少数の約3分の2を占めている。人材派遣業の動向は、常用雇用も含めた雇用全体の先行指標といわれているが、08年11月以降毎月6～9万人の雇用者の減少が続き、足元までの6か月間で46万人が減少しており、今後の雇用情勢の厳しさを示唆している（第1-2-25図）。

また、建設業では、06年初以降住宅着工件数が3年以上にわたって減少し、住宅市場の調整が長期化していることや、これまで堅調であった商業不動産向けなどの非住居向け建設支出も減少に転じたことを受けて、07年12月以降で合計118万人の雇用者が減少している。特に非住宅向け建設支出の雇用者数が減少に転じた08年11月以降、6か月連続で毎月10万人前後の雇用者が減少しており、他の分野と同様に金融危機発生以降、雇用調整が深刻化している（第1-2-26図）。

第1-2-25図 雇用者数に先行する人材派遣雇用者数の動向

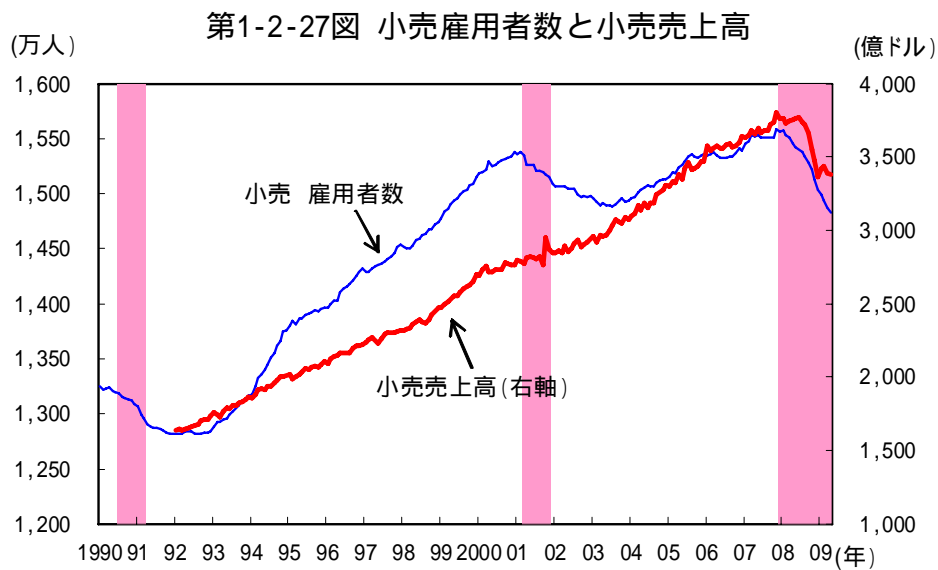


第1-2-26図 建設支出額と建設業雇用者数

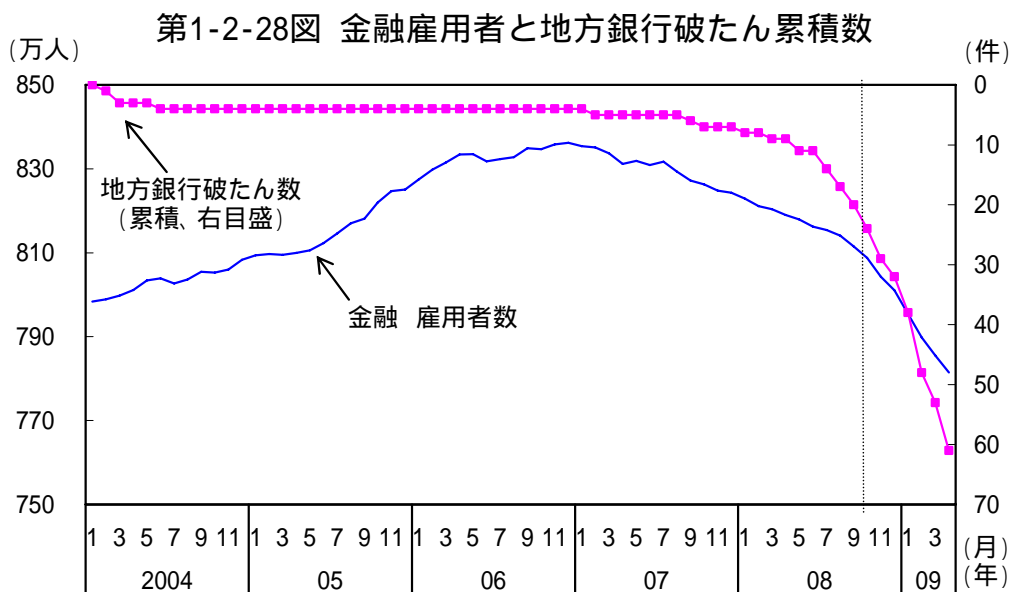


小売業では、08年1月以来、雇用者が一貫して減少しており、合計75万人減少している。小売売上高の動向をみると、08年8月以降、前年同月比でマイナスに転じ、更に11月から毎月▲8%以上となっている。同年11月以降、小売業の雇用者も売上高の減少幅拡大と合わせるように、減少数が拡大している（第1-2-27図）。

金融業では、07年12月以降で合計43万人減少している。金融危機が発生した08年9月以降だけでも合計30万人減少しており、減少ペースが加速している。また、金融業における雇用者数の減少ペースの加速は、地方銀行の破たん数の増加とも動きが整合的となっている（第1-2-28図）。



(備考) 1. アメリカ労働省、商務省より作成。  
2. 網掛け部分は、景気循環の山から谷に当たる期間。

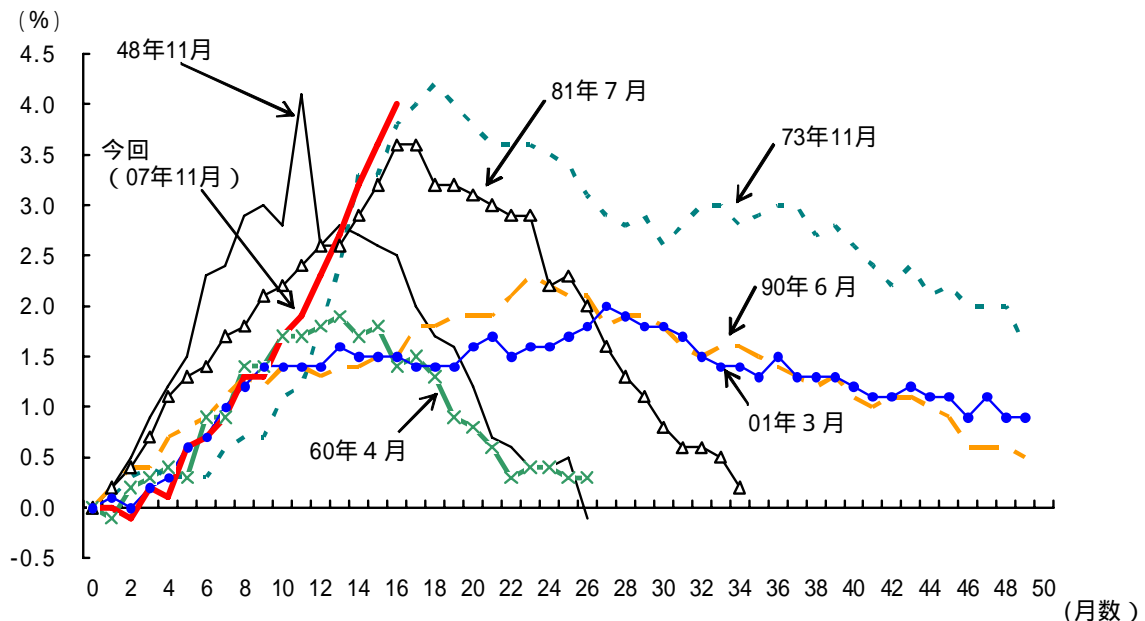


(備考) 1. アメリカ労働省、連邦預金保険公社 (FDIC) より作成。  
2. 地方銀行破たん数は、04年1月からの累積数。

## 急速に上昇する失業率

失業率は、07年においてはおおむね4%台後半で推移していたが、08年以降、急速に悪化した。09年4月には8.9%まで上昇し、S & L危機時の景気後退期（90年7月～91年3月）後のピークであった7.8%を超え、第二次石油危機後の景気後退期（81年7月～82年11月）後の83年9月に記録した9.2%以来の水準まで悪化している。今回の景気後退期における失業率の上昇速度を戦後の景気後退期と比較してみると、第一次石油危機後の景気後退期（73年11月～75年3月）と第二次石油危機後の景気後退期と同程度となっている。今のところ、雇用情勢には改善の兆しがみえないことから、上昇速度は40～50年代の景気後退期（48年11月～49年10月、53年7月～54年5月、57年8月～58年4月）を除くと最悪になる可能性がある（第1-2-29図）。

第1-2-29図 失業率の上昇速度

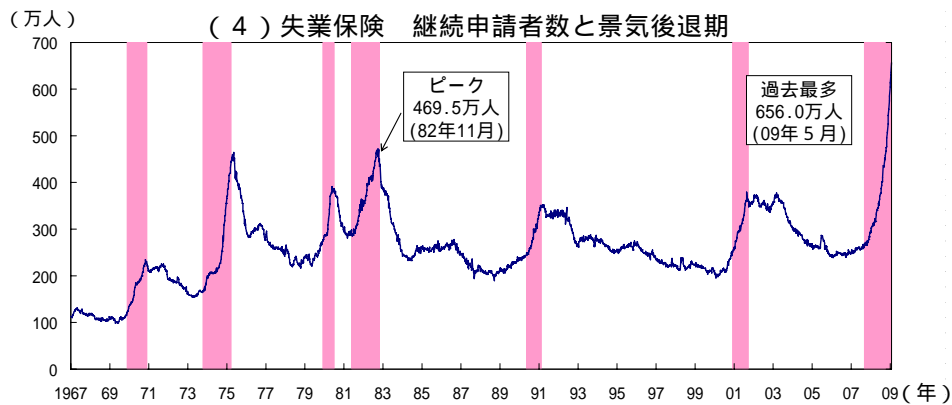
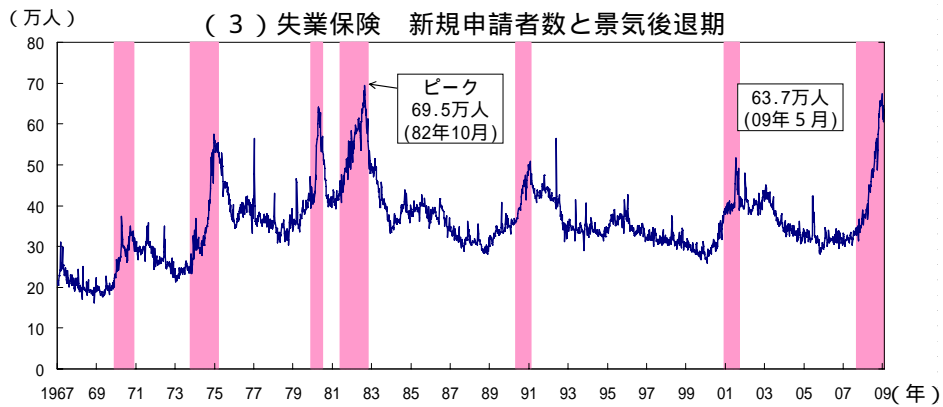
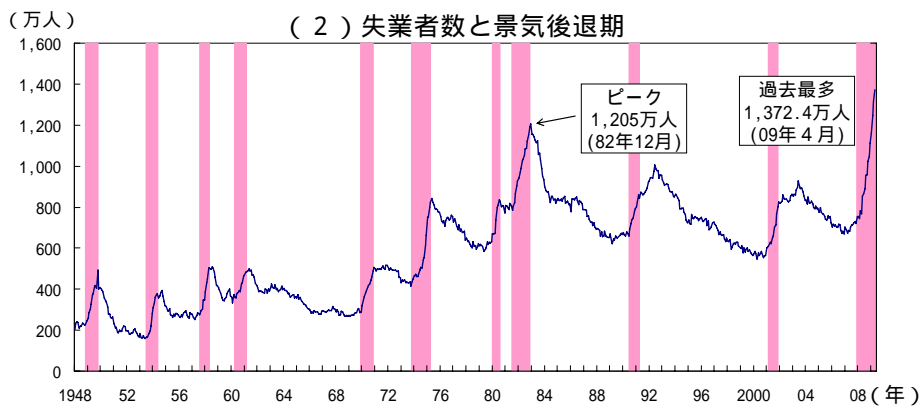
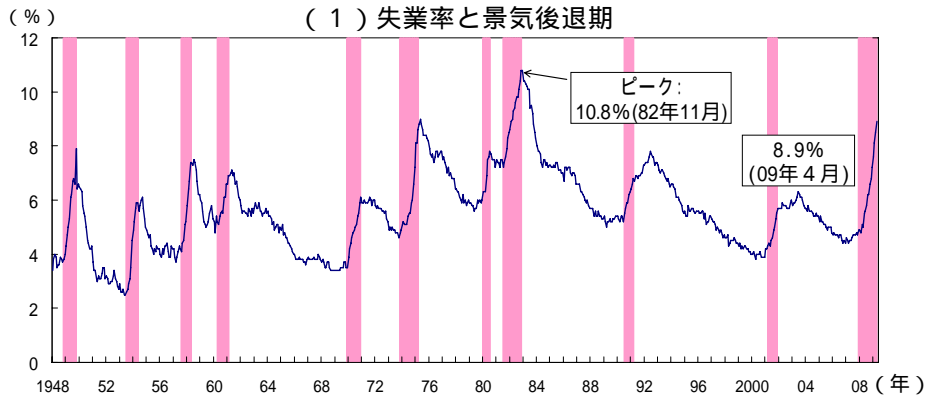


- (備考) 1. アメリカ労働省より作成。  
2. 各景気後退期のグラフは、景気の山を0か月目として作成。

## 過去最悪の失業保険継続受給者数と増加し続ける新規申請者数

失業率が急速に上昇する中、失業者数については、09年4月に1,372万人まで増加し、過去最悪であった1982年12月の1,205万人を超え、その後も更に増加を続けている。失業者の増加に伴って、失業保険の新規申請者数も増加し続けており、09年3月には67.4万人と過去最悪である1982年10月の69.5万人と同水準まで悪化した。雇用情勢の悪化が続く中で、失業保険の新規申請者数は更に増加し、過去最悪を更新する可能性も懸念される。また、失業保険の継続申請者数は、09年5月には635万人に達し、1967年の統計開始以来の最高申請者数を更新し続けている（第1-2-30図）。

## 第1-2-30図 失業関連指標と景気後退期



(備考) 1. アメリカ労働省、全米経済研究所(NBER)より作成。

2. 網掛け部分は、景気循環の山から谷に当たる期間。

## 過去最悪の長期間失業者数

景気後退の急速な深刻化とともに、失業期間の長期化が問題となっている。失業期間が27週間以上となる長期間失業者数は、景気後退入りした07年12月の131万人から09年4月には368万人（180%増）と過去最悪を更新しており、失業者全体の26.8%を占めるまでに増加している。過去の景気後退期と比較すると、長期間失業者数は、戦後最悪であった1983年を上回る水準になり、失業者に占める割合も戦後最悪を更新した。

## (2) 政策対応

### 失業保険の充実

失業保険は、多くの州において、給付期間が26週間、一週当たり平均手当額が300ドル程度とされてきたが、経済情勢の悪化を受けて08年6月に補正予算法（Supplemental Appropriations Act of 2008）が成立し、暫定的措置として13週間の延長給付が行われるようになった。その後、09年9月の金融危機発生以降、長期間失業者数が増加するのに伴い、議会の公聴会において州知事や労働組合関係者等といった幅広い層から受給期間終了者への支援の必要性が強調されたため、08年11月には失業補償延長法（Unemployment Compensation Extension Act of 2008）が成立し、失業保険の給付期間は46週に延長され、失業率の高い州では59週まで延長された。さらに、09年2月のアメリカ再生・再投資法において、給付期間延長の適用が09年12月31日までとなり、給付金額についても一週当たり25ドル増額されることとなった（第1-2-31表）。

第1-2-31表 失業補償法による失業保険の延長給付について

延長給付の内容	失業手当の受給期間が終了した者について、以下のとおり延長給付が行われる。 ・ 7週間の延長給付（法制定日（08年11月21日）以降の失業状態に対してのみ延長。 （これ以前の失業には遡及適用されない。） ・ 失業率が6%以上の州に対してのみ、上記7週間に加えて更に13週間の延長給付。 ・ 09年3月31日以降に本来給付が終了する者については、延長給付の対象としない。 （アメリカ再生・再投資法において、対象期間が09年12月31日に延長されるとともに、給付額を週25ドル増額することが示された。）
延長後の給付期間	(1) 失業率が6%を超えない州 (本来給付26週間) + (08年6月の延長13週間) + (08年11月の延長7週間) = 46週間 (2) 失業率が6%を超える州 (本来給付26週間) + (08年6月の延長13週間) + (08年11月の延長7週間) + (08年11月の延長13週間(高失業率州向け)) = 59週間

(備考)アメリカ労働省等より作成。

## 雇用対策とその効果

実体経済や雇用情勢の急速な悪化を受けて、オバマ大統領は雇用回復を政策課題の



最も重要なものの一つとして認識し、大統領就任前から自らの経済チームを中心にアメリカ再生・再投資計画の検討を行ってきた。その後、同計画を基にしたアメリカ再生・再投資法が大統領就任から1か月足らずの09年2月17日に成立した。同法は、環境・エネルギー対策、科学技術振興、医療対策、教育対策、インフラ整備等による雇用創出や需要刺激を目的としている。同法における雇用創出効果については、ローマー大統領経済諮問委員会（CEA）委員長らによる試算（09年1月9日）によれば、経済対策を行った場合は、行わなかった場合と比べて、10年10～12月期時点で実質経済成長率を3.7%上昇させ、雇用者数が367.5万人増加するとされている。また、議会予算局（CBO）の試算（09年3月2日）では、雇用者数が09年10～12月期に80～230万人、10年10～12月期に120～360万人増加することが見込まれている。（第1-2-32表）

第1-2-32表 景気対策の雇用創出効果

（1）オバマ政権（CEA委員長ら）による10年末までの雇用創出効果の試算

	直接効果 (A)	間接効果 (B)	総効果 (A + B)
エネルギー対策	30.5	15.3	45.9
インフラ整備	23.6	14.2	37.7
医療対策	16.6	7.8	24.4
教育対策	16.6	8.3	25.0
低所得者対策	14.0	40.9	54.9
州政府への支援	44.2	37.9	82.1
中間層への減税	0.0	50.5	50.5
設備投資減税	0.0	47.0	47.0
合計	145.6	221.9	367.5

（2）議会予算局（CBO）による効果試算（ベースライン比）

	09年 10～12月期	10年 10～12月期	11年 10～12月期
実質GDP（%）	1.4～3.8%	1.1～3.3%	0.4～1.3%
雇用（万人）	80～230	120～360	60～190

- （備考）
- （1）は、09年1月公表資料より作成。
  - （1）の直接効果は、政府による雇用や特定の活動に向けた減税・補助金等の効果、間接効果は、雇用拡大に伴う消費拡大の効果。
  - （2）のCBOは09年2月公表資料より作成。

### 雇用情勢の今後の見通し

現在のアメリカにおける雇用情勢と実体経済の関係をみると、雇用情勢の悪化→消費の減少→生産活動の低下→企業収益の低下→雇用環境の更なる悪化という悪循環に

陥っている。景気回復の明確な兆しがみえていないため、雇用情勢の底入れ時期を見通すことは難しい状況である。アメリカ経済に対する民間見通しの平均では、今のところ、09年7～9月期から実質経済成長率がプラスに転じることが見込まれているが、失業率については、民間機関の見通しでは、09年には9%台まで上昇し、10年1～3月期及び4～6月期には10%近くまで悪化、その後も9%後半に高止まりし、その後低下していくとされている（第1-2-33表）。失業率は通常、景気の動きに遅行した動きとなる。ITバブル崩壊後やS&L危機時の場合にも、景気が回復してからなお0.5～1%程度上昇した。このため、今回も景気回復期になっても、失業率が更に上昇し、過去最悪の10.8%（82年11月）、あるいはそれ以上となる可能性もあり、引き続き注視していく必要がある。

第1-2-33表 アメリカの失業率の見通し

	09年	10年	09年			10年			
			4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
連邦準備制度理事会（FRB）	9.2～9.6	9.0～9.5	-	-	-	-	-	-	-
議会予算局（CBO）	8.8	9.0	-	-	-	-	-	-	-
行政管理予算局（OMB）	8.1	7.9	-	-	-	-	-	-	-
ブルーチップ	9.1	9.7	9.0	9.4	9.7	9.8	9.8	9.6	9.5

（備考）FRB：09年5月21日公表の経済見通し、CBO：09年3月公表資料、OMB：09年2月公表資料、ブルーチップ：09年5月号より作成。

#### 4. 消費の減少

個人消費は、08年後半以降大幅な減少が続いていたが、09年に入り減少のペースは緩やかになっている。個人消費はアメリカのGDPの約7割、世界全体のGDPの約17%を占めており、その動向と背景を把握することは、アメリカ経済、さらには世界経済の動向をみる上で非常に重要である。以下では、個人消費の動向とそれに影響を与えている要因について検討する。

##### （1）個人消費の動向と内訳

アメリカ経済が減速し始めた06年後半以降も、景気を下支えする役割を果たしてきた個人消費は、07年末以降、エネルギー価格や食料品価格の上昇により、実質可処分所得が伸び悩んだことから減速した。その後、08年2月に成立した緊急経済対策法に

基づく個人への戻し減税<sup>2</sup> の効果により一時的に押し上げられたものの、減税の効果がはく落した08年6月以降は、大幅な減少に転じた。個人消費は、08年7～9月期には前期比年率▲3.8%、10～12月期には同▲4.3%と、1947年の統計開始以来初めて、2四半期連続で3%を超える大幅な減少を記録した。その後は消費の減少のペースは緩やかになってきており、09年1～3月期の個人消費は、前期までの大幅減の反動や特殊要因等の影響もあって、同1.5%とプラスに転じた（前掲第1-2-1図）。

消費の内訳をみると、消費支出が大きく減少し始めた08年6月以降、特に耐久財消費の減少寄与が大きくなっている。その中でも自動車や家具の落ち込みは大幅となっている。自動車については、所得環境が悪化する中で買換えのインセンティブに乏しく、また、信用収縮による自動車ローンの利用可能性の低下の影響もあって、新車販売台数は大きく減少している。過去10年間、自動車とトラックを合わせた新車販売は、年平均1,700万台程度で推移していたが、08年には1,310万台と16年ぶりの低水準を記録した。さらに、09年に入ってから、1,000万台を下回るレベルまで低下している。また、家具及び住宅設備については、住宅販売の低迷等により、前年比で08年10月以来減少傾向が続いている。

## （2）雇用環境の悪化

こうした消費の減少の背景には、第一に、雇用環境の悪化が続いているということがある。雇用環境については、時間当たり賃金は引き続き増加しているものの伸びが低下していることや、雇用者数の大幅な減少や、労働時間の減少が続いており、雇用者報酬は08年11月以降5か月連続して減少している。こうした雇用者報酬の減少は、可処分所得の減少を通じて消費の抑制につながっている。

また、雇用環境の悪化は、所得だけでなく消費者マインドの低下を通じても消費の下押し圧力となっている。失業率の上昇等に伴う所得の見通しの悪化は購買意欲の低下を招き、消費の減少を引き起こしていると考えられる。消費者マインドを表す消費者信頼感指数は、08年12月以降3か月連続で統計開始以来最低の水準を更新した（前掲第1-2-14図）。足元では将来の景気回復への期待から改善がみられるが、今後雇用環境が引き続き悪化すると見込まれることから、消費者マインドの改善が消費に与える影響は限定的なものとなる可能性が高い。

---

<sup>2</sup> 議会は、08年2月に、総額1,680億ドル、GDP比約1.2%規模の財政刺激策が盛り込まれた緊急経済対策法（Economic Stimulus Act of 2008）を成立させた。同法に基づき、08年4月から7月中旬までに、918億ドル（GDP比約0.6%）が還付された。

### ( 3 ) 金融面からの影響と家計のバランスシート調整

さらに、個人消費の減少の背景には、(i) 金融危機に伴う信用収縮によって家計が借入制約に直面していること、(ii) 住宅価格や株価の下落により逆資産効果が働いていること、(iii) 家計が過剰債務を解消するため、消費を抑制していることもあると考えられる。

#### ( i ) 家計の借入制約

家計の借入額については、08年秋以降、消費者信用残高が減少に転じている。この背景には、景気後退に伴い資金需要側の借入意欲が減退していることに加え、資金供給側の金融機関における貸出態度の厳格化（前掲第1-2-8図）の影響が大きいと考えられる。こうした貸出態度の厳格化により家計が借入制約に直面していることも、個人消費の減少につながっていると考えられる。

#### ( ii ) 逆資産効果

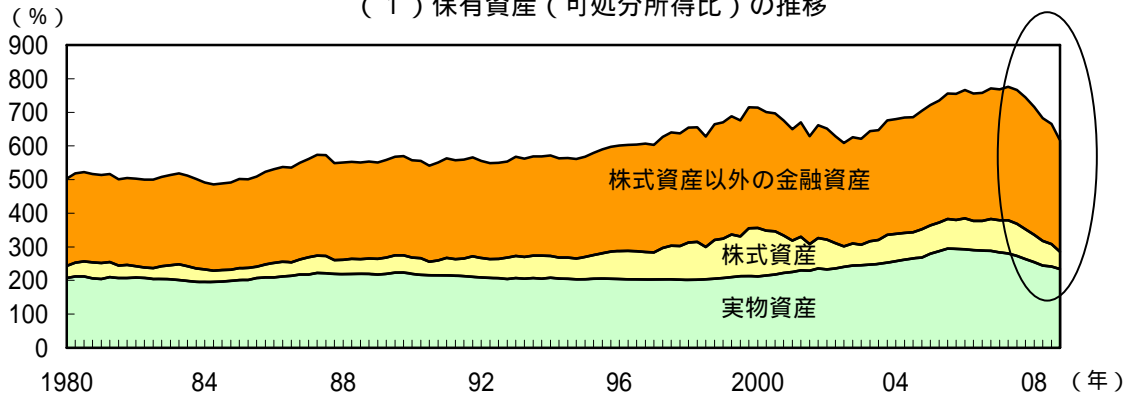
家計のバランスシートをみると、家計の保有資産残高は、住宅価格の低下や株価の下落の影響等を受け、07年7～9月期以降減少に転じ、08年10～12月期には、ピークから▲16%（約12兆6,800億ドル減）と減少している。可処分所得比でも07年4～6月期をピークに減少している（第1-2-34図）。内訳をみると、実物資産（住宅等不動産が約8割）と株式以外の金融資産（保険等）が、▲10数%程度の落ち込みとなっているほか、株式資産については、▲44%（約4兆3,500億ドル減）と大幅な減少となっている。こうした家計が保有する資産残高の減少は、逆資産効果を通じて個人消費の減少の一因になっていると考えられる<sup>3</sup>。

---

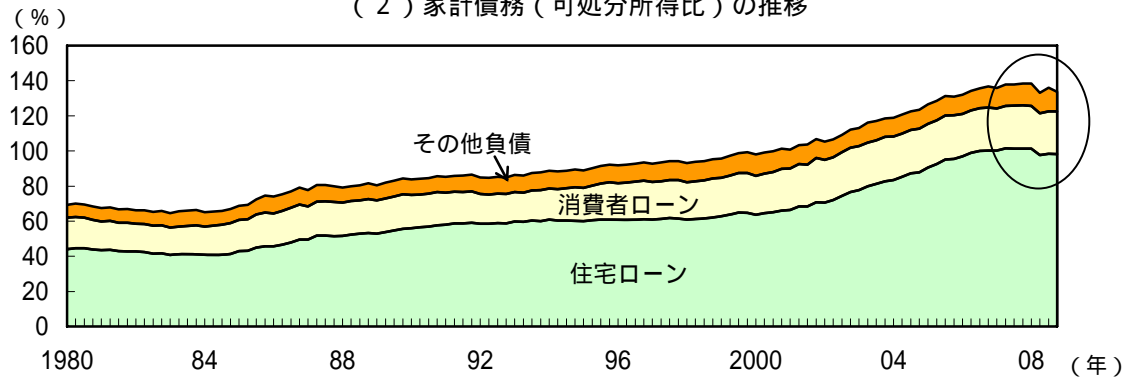
<sup>3</sup> 資産効果の消費に与える影響については、様々な議論があるが、住宅資産の増加に伴う限界消費性向は、推計値にばらつきがあるものの、1ドルの住宅資産の増加に対する消費の増加でみると多くは2～7セントの範囲内となっている（Belsky and Prakken (2004), Benjamin et al. (2004), Carroll et al. (2006)等）。また、株式資産の増加に伴う限界消費性向は、株価の10%の変化に対して0.3～0.7%の範囲内となっている（Ludwig (2004), Slacalek (2006), IMF (2002)等）。

## 第1-2-34図 家計のバランスシートの状況

(1) 保有資産（可処分所得比）の推移



(2) 家計債務（可処分所得比）の推移



(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。

### (iii) 過剰債務の解消

90年代終わり頃から住宅価格上昇に伴う借入可能額の増加や金融機関の貸出の積極化等を背景に、家計の借入れが急速に拡大したことから、家計の債務残高（可処分所得比）は急速に上昇し、07年には140%程度とわずか8年の間に40%も高まった。こうした債務残高の拡大は資産価格の上昇による担保価値増大等を前提としたものであったことから、株価や住宅価格の下落により、家計はバランスシート調整を迫られていると考えられる。

家計貯蓄率をみると、可処分所得の増加がみられない中、05～07年平均の0.5%から、09年3月には4.2%（09年3月）まで急速に上昇しており、過剰債務の圧縮に向けて家計が債務返済を行っていると考えられ、これが消費を抑制している可能性もある。

#### (4) 物価変動の影響

ガソリン価格や食料品価格の高騰は、08年前半までは家計の実質可処分所得の減少を通じて消費の下押し圧力となっていた。しかし、08年夏をピークに原油等の商品価格が急落したこともあって、PCEデフレーターは、10月から12月まで3か月連続で前月比でマイナスとなり、結果として実質可処分所得を増加させた。

消費者物価の内訳をみると、物価に対する影響が大きい原油価格の推移について、WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアイト）先物価格でみると、08年7月には、一時、過去最高水準となる1バレル当たり147ドルまで上昇した（第1-2-35図）後、世界経済の減速による原油需要の後退等から、急速に下落した。09年2月半ばには、終値で1バレル当たり34ドルまで低下したが、現在は60ドル台まで持ち直している。ガソリン価格に関しては、08年12月末の1ガロン1.6ドルを底に、09年4月末には2.0ドル台まで上昇している。

また、消費者物価指数のウェイトの15%を占め、変動の大きい食料品価格については、07年以降、新興国の需要の増大、バイオ燃料の生産による需要の増大、一部諸国における干ばつによる生産量の減少等により小麦、大豆、トウモロコシ等の商品価格が上昇したために、高い伸び率で推移してきた。しかし、消費者物価の食料品価格の前月比の伸びは08年8月に鈍化し始め、09年2月にはマイナスに転じている。

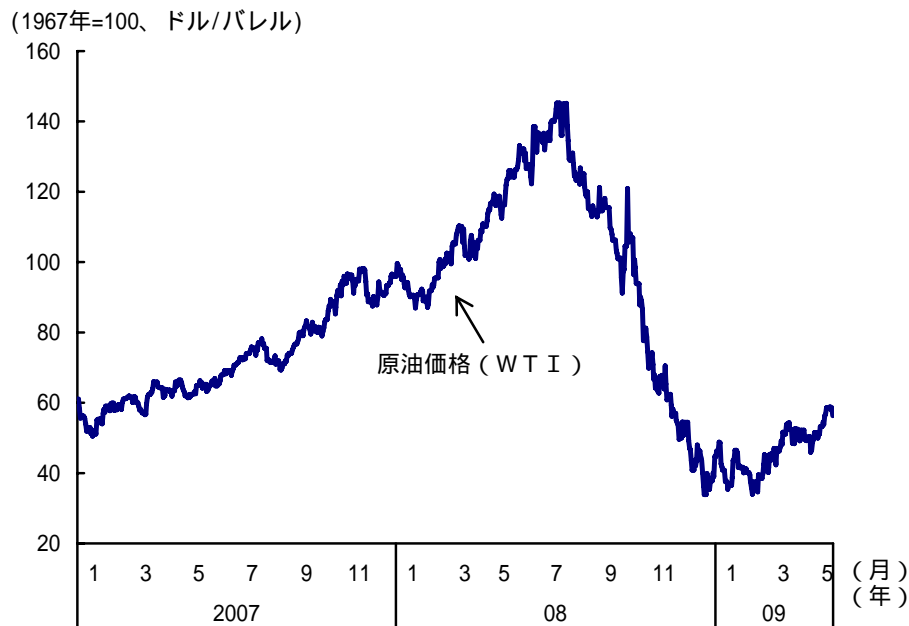
原油価格等のこのような動向を受けて、消費者物価の上昇率（総合）は08年秋以降低下し、09年4月には前年同月比▲0.7%とマイナスとなっている（第1-2-36図）。さらに、総合物価からエネルギー価格等を除いたコア物価について、コアPCE（個人消費支出）デフレーターの動きでみると、FRBが望ましい物価上昇率の上限としている前年比2%を04年4月以降上回っていたが、景気後退の進行に伴う需要低迷等によって08年12月以降、2%を下回って推移してきている。

今後の物価動向を展望すると、原油価格は2月中旬以降上昇傾向にあり、足元では60ドル台後半まで上昇しているが、他方、景気後退が深刻化する中で、GDPギャップが拡大しており、時間当たり賃金の伸びも低下していることなどから、コア物価の下落圧力はむしろ強まる可能性が高い。

こうした物価の下落は、実質個人消費に対して短期的にプラスの影響を与えると考えられる。しかしながら、更に物価が下落し続けることになれば、いわゆるデフレにつながる可能性もある。この場合、債務の実質価値が高まるとともに実質金利が高止まりすることから、投資や消費にマイナスの影響を及ぼすおそれがある。とりわけ、家計の債務残高が大きいアメリカでは、デフレは家計のバランスシート調整を困難な

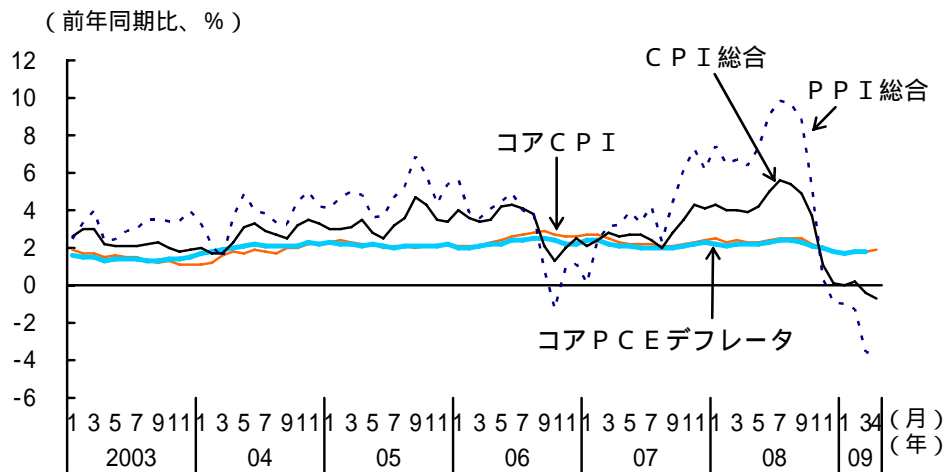
ものにし、消費にも大きな影響を及ぼすリスクがある。

第1-2-35図 原油価格と商品価格の推移



(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 商品価格指数はロイター・ジェフリーズCRB指数に基づく。

第1-2-36図 物価指標の動き



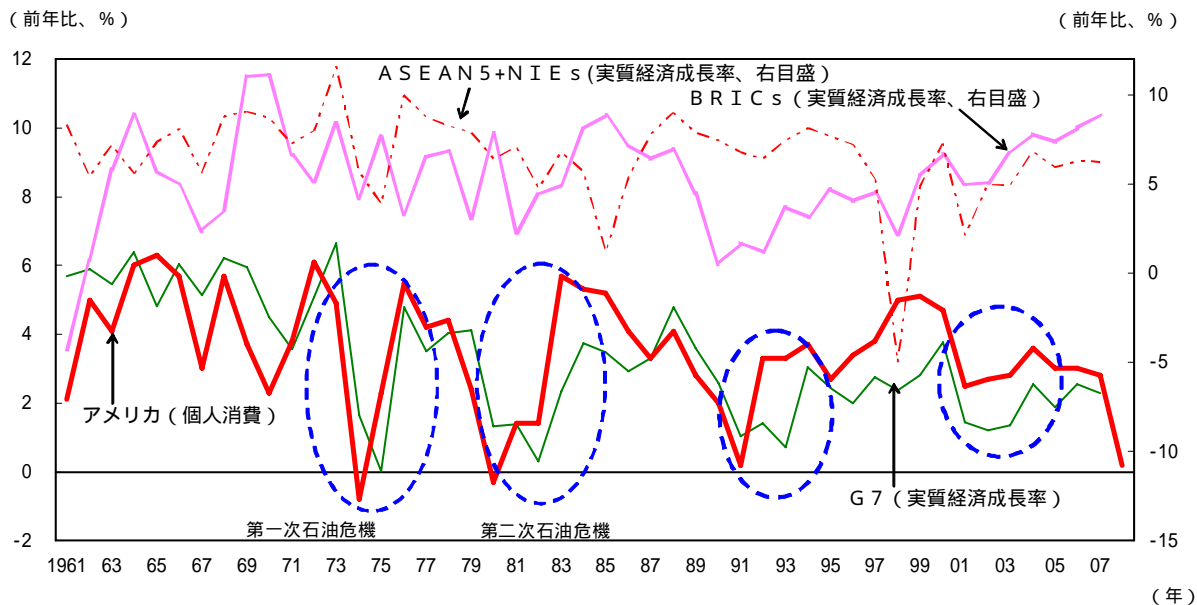
(備考) アメリカ労働省、商務省より作成。

### (5) 個人消費の先行き

個人消費の先行きについては、雇用情勢の急速な悪化や、家計のバランスシート調整から、10年までは本格的な回復に向かうことは難しいとみられる。このため、過去に世界経済の回復をけん引したアメリカの個人消費だが(第1-2-37図)、今回はその役

割を果たすことが期待できる状況ではない。

第1-2-37図 世界同時不況からの回復をけん引したアメリカの個人消費



(備考) 1. 世界銀行“WDI, GDF & ADI Online Databases”、アメリカ商務省より作成。  
2. 各地域のデータは、構成国の実質経済成長率の単純平均。

### コラム1-3：アメリカの貯蓄率の動向

08年後半以降、個人消費が大幅に減少した。この背景には、雇用者所得の減少に加え、貯蓄率の急速な上昇がある。貯蓄率は08年8月以降、わずか5か月間に0.8%から4.4%にまで急上昇した。引き続き雇用が悪化を続け、家計の所得環境が悪化すると見込まれる中で、家計の貯蓄率が今後更に上昇していくのかどうかは、今後の個人消費の動向をみる上で非常に重要である。

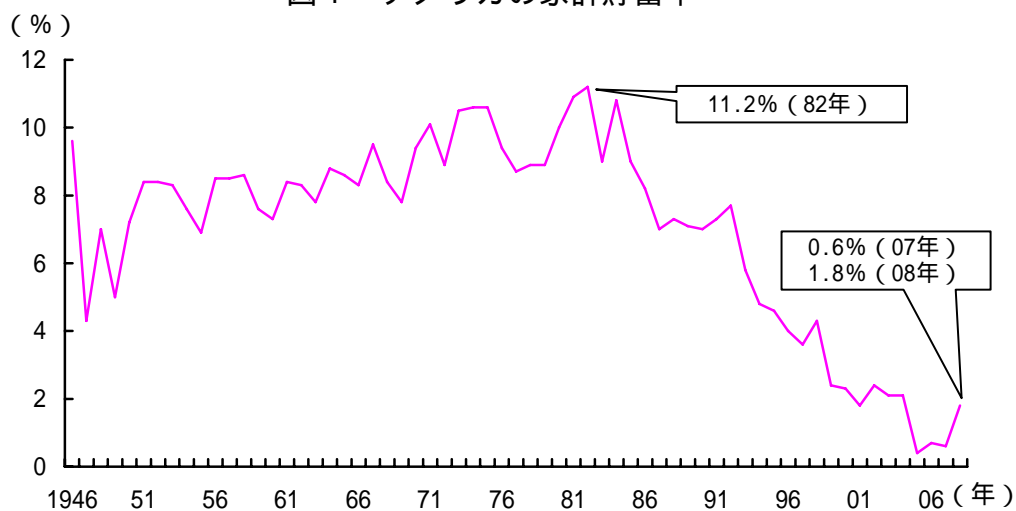
まず、アメリカの貯蓄率の長期的な推移をみると、貯蓄率は第二次大戦後から80年代初め頃まで緩やかに上昇し、82年には11.2%まで上昇した(図1)。その後は、金融自由化の進展等に伴って80～90年代の間一貫して下がり続けた。90年代後半には2%強で安定的に推移していたが、02年以降は一段と低下し、05～07年には平均貯蓄率が0.5%前後という非常に低いレベルにまで落ち込んだ。

02年以降の貯蓄率の低下の背景には、アメリカの家計が債務(借金)を拡大して消費を増加させたことがある。アメリカの家計は、この間、所得の伸びを大幅に上回る借入れを続け、家計の債務残高(可処分所得比)は02年の1～3月期の105%から07年7～9月期の138%に上昇した。それまでも家計の債務残高は金融自由化等により上



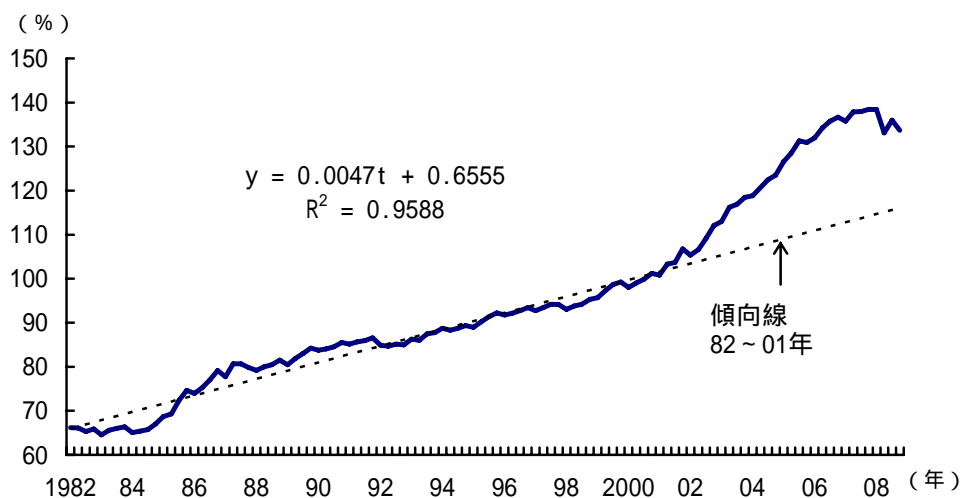
昇傾向にあったが、02年以降はトレンドから大きくかい離して異常な上昇を示しており、家計の返済能力から考えれば債務の過剰感は急速に高まった(図2)。こうした家計の借入拡大は、(i)資産価格の上昇により家計の借入制約が緩和したこと、(ii)サブプライムローン問題に象徴されるように、金融機関が十分なリスク管理を行わず、高レバレッジで資産(貸出)を拡大したことなどにより可能になったと考えられる。このような資産価格上昇や金融機関の高レバレッジに依存した債務の拡大は持続可能なものではなく、資産価格が下落し、さらに金融機関がバランスシートの健全化の過程で消費者向け与信を縮小し始めると、家計は直ちにバランスシートの調整を迫られた。

図1 アメリカの家計貯蓄率



(備考) アメリカ商務省より作成。

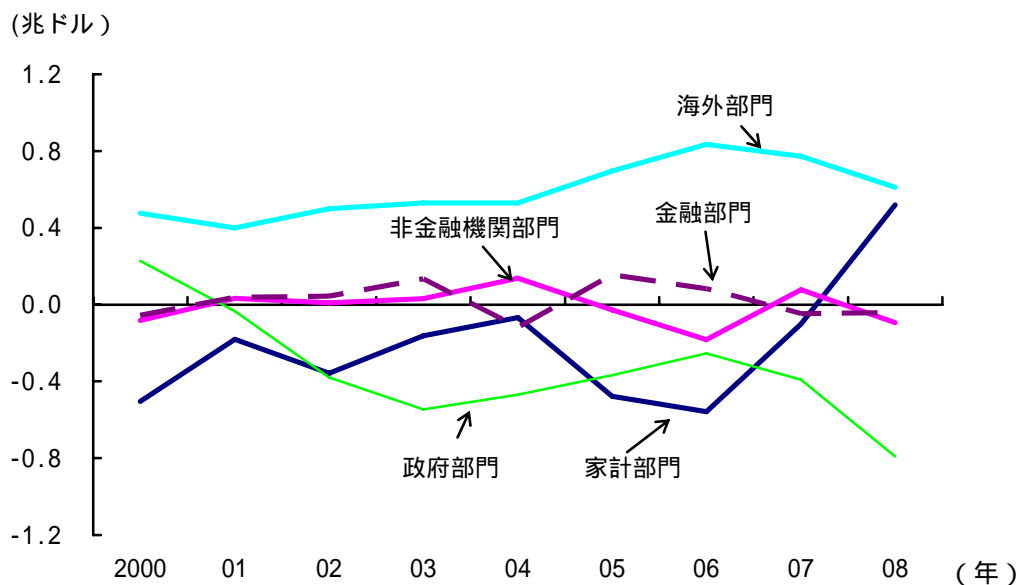
図2 家計の債務残高対可処分所得比とそのトレンド



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) “Flow of Funds”、アメリカ商務省より作成。  
2. tはタイムトレンド。

また、一国の貯蓄投資バランスの観点からみれば、こうした家計の借入拡大に伴う消費拡大は経常収支赤字の拡大に対応していた(図3)。すなわち、アメリカの消費拡大は各国からの資金フローで支える構造になっていたが、大幅な経常収支赤字それ自体も持続可能なものではなく、いずれ調整が必要とされていた。

図3 アメリカの部門別資金過不足の推移



(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B) “Flow of Funds” より作成。

それではこうした過剰消費の是正としての貯蓄率上昇はどこまで続くのか。家計の債務残高をトレンドの水準まで是正するという意味では、08年の債務残高はトレンドに比べて20%高いことから、これは貯蓄率に換算しても同じく20%分の上昇が必要となる。

こうした要因に加えて、短期的には、( )借りたくても借りられない(流動性制約)、(ii)将来への不安で消費せず貯蓄を増やす(予備的動機)、(iii)資産価格下落により消費を抑制(逆資産効果)などの要因がある。このため、現在の株価や住宅価格を巡る状況が変わらなければ、今後の貯蓄率の動向は、現在の4%から上昇していく可能性が高い。

## 5. 政策対応とその効果

金融危機の継続と景気後退の急速な深刻化を受けて、アメリカ政府は、経営の悪化

した個別金融機関への支援を断続的に行うとともに、09年2月には、包括的な金融安定化策を発表した。また、同月にはアメリカ再生・再投資法を成立させ、減税や政府支出によって短期的に経済成長や雇用を下支えするとともに、中長期的な成長力の向上も視野に入れた方策を講じた。一方、FRBにおいて、政策金利であるFFレートの誘導目標水準をほぼ0%まで引き下げるとともに、非伝統的手段を用いて金融市場への流動性の供給を拡充するなど、政策措置の強化を行っている。

こうした一連の取組により、信用収縮と景気悪化のスパイラル構造にどのような変化が生まれているのであろうか。以下では、政府・FRBによって実施されている金融安定化策、住宅対策、景気刺激策を概観するとともに、その進捗および効果等について検討する。

## (1) 政府による金融安定化に向けた取組

アメリカ政府は、金融システムの安定化が景気回復への前提条件になると認識しており、経営不安に陥った金融機関に対する公的資本注入等の個別的措置が度々行われるとともに、金融システム安定化に向けた包括的な施策が実施されている。

### 緊急経済安定化法(08年10月3日)に基づく取組

08年10月3日には、緊急経済安定化法(Emergency Economic Stabilization Act of 2008)が成立し、金融機関からの不良資産を買い取るための7,000億ドルのプログラム(TARP: Troubled Asset Relief Program)や、預金保険の補償範囲の一時的な引上げ等の施策が講じられた。その後、TARPについては当初の目的である不良資産の買取りには用いられず、金融機関への資本注入等に充てられることになった。同月28日には、資本注入プログラム(Capital Purchase Program)として、大手金融機関に対し総計1,250億ドルの資本注入が行われている。09年に入ってから、同プログラムにより、バンク・オブ・アメリカへの200億ドルの資本注入、シティ・グループ保有資産への損失補償、政府が保有するシティ・グループの優先株の一部普通株への転換、大手保険会社AIGへの約300億ドルの追加資本注入等、経営不安に陥った金融機関に対して個別に支援が行われている<sup>4</sup>。

---

<sup>4</sup> このほか、09年5月14日には、ハートフォード・フィナンシャル・サービシーズ・グループ等、大手保険会社が申請していた公的資本注入も仮承認されている。

## 包括的な金融安定化策（09年2月10日）

09年2月10日には、アメリカ財務省から包括的な金融安定化策（Financial Stability Plan）が発表された。同安定化策では、金融機関に対する財務状況の検査（ストレステスト）と資本注入の実施、不良資産買取りのための官民投資ファンドの設立、消費者・企業向けの貸出促進策の拡充、住宅の取得支援と差押え防止策等がその柱となっている（第1-2-38表）。

第1-2-38表 アメリカの金融安定化策  
（09年2月10日発表）

<p><b>1. 金融機関に対する査定と資本注入</b> 包括的なストレステストの実施 保有総資産額1,000億ドルを超えるすべての銀行に対し、包括的なストレステストを実施 資本支援プログラム ストレステストを受けた金融機関は、資本注入を受けることが可能（注1）</p> <p><b>2. 不良資産買取りのための官民投資ファンドの設立</b> 金融機関から不良資産を買い取るため、5,000億ドル規模の官民投資ファンド（将来的には1兆ドル規模に増額の可能性）のファンドを設立</p> <p><b>3. 消費者・企業向け貸出促進策の拡充</b> F R Bが実施予定のターム物資産担保証券貸出ファシリティ（T A L F：Term Asset-Backed Securities Loan Facility）（注2）を拡充 ・貸出総額の増額：最大2,000億ドル 最大1兆ドル ・対象範囲の拡大：商業用不動産ローン等にも拡大</p> <p><b>4. 透明性、説明責任の確保等</b> 資本注入を受けた金融機関に対し、(i)貸出の保持・拡大のための計画等の提出、(ii)住宅差押え緩和プログラムへの参加、(iii)配当（1株当たり四半期に1セントが上限）制限、(iv)経営者報酬の制限（年間50万ドル以下）等の実施を求める</p> <p><b>5. 住宅の取得支援と差押え防止</b> F R BによるG S E（政府機関）債及びG S E保証の住宅ローン担保証券（M B S）の買取り（総額6,000億ドル）の継続による住宅金利の引下げ 中所得者層の保有住宅の差押え回避のために500億ドルを充当 等</p> <p><b>6. 中小企業等への貸出拡大策</b> アメリカ中小企業局が保証する貸付の保証率引上げ（75% 90%）等</p> <p>（注1）総資産額1,000億ドル以下の金融機関は、規制当局の査定で資本注入を受けることが可能 （注2）F R Bが消費者・中小企業向けローンを担保とする資産担保証券（A B S）の保有者に対して、貸付けを行う制度</p>
--

（備考）アメリカ財務省資料より作成。

## (i) ストレステストの実施と資本注入

ストレステストは、資本注入の前提として、経済環境が現在想定されている以上に悪化した場合に、銀行が損失に耐えられるだけの余裕のある自己資本を有しているかどうかを検査する目的で実施された。アメリカ財務省及びFRBは、09年2月25日にストレステストの実施と資本支援プログラム(CAP: Capital Assistance Program)の詳細を発表し、資産総額1,000億ドル以上の主要金融機関19行に対し、財務状況の検査を行うこととなった。ストレステストを受けた金融機関は、CAPを通じて財務省による資本注入を受けることが可能となる。(第1-2-39表)。

ストレステストの結果は09年5月7日に公表され、09～10年において対象金融機関が被る予想損失額は、全体で5,992億ドルと推定された(第1-2-40表)。また、対象金融機関19行のうち10行については、合計で746億ドルの資本不足が指摘された。これらの金融機関は09年6月8日までに資本増強計画を明らかにし、同年11月9日までに資本増強を実行することを求められている。

第1-2-39表 アメリカの金融機関へのストレステスト(09年2月25日発表)

主要銀行に対し包括的なストレステストを09年4月末までに実施し、資本注入を行うプログラム

### 1. 目的

予測より困難な経済状況となった場合、銀行に耐えられるだけの自己資本のバッファがあるかどうか、金融監督当局が検査

### 2. 対象機関

保有総資産額1,000億ドル以上の大手銀行(19行)

\*上記銀行が、アメリカの銀行持株会社の総資産のおよそ3分の2を保有

### 3. 検査方法

今後2年間(09年、10年)における銀行の将来の損失と当該損失の吸収に利用可能な内部資金を見積り

検査は2通りのシナリオ(標準、悪化)に基づき実施

監督機関は銀行幹部とも議論し、必要な自己資本のバッファを決定

\*追加の自己資本バッファが必要な銀行は、アメリカ財務省に十分な資本額に見合う転換優先株を発行。アメリカ財務省は資本支援プログラムに基づき、資本注入。6か月以内であれば市場からの増資も是認。

### 4. 検査実施期間

遅くとも09年4月末までに完了予定

<参考>検査の前提となる経済見通し

(%)

	(1) 標準シナリオ		(2) 悪化シナリオ	
	2009	2010	2009	2010
実質経済成長率	2.0	2.1	3.3	0.5
失業率	8.4	8.8	8.9	10.3
住宅価格	14.0	4.0	22.0	7.0

(注) 1. 実質経済成長率及び失業率の標準シナリオは、ブルーチップ等民間機関の見通し平均。

2. 住宅価格は、ケース・シラー価格指数(10都市平均)の10～12月期の前年比。

(備考) アメリカ財務省、連邦準備制度理事会(FRB)より作成。

第1-2-40表 ストレステストの結果（09年5月7日発表）

各金融機関19行における増資必要額		
(億ドル)		
対象金融機関	増資必要額	(参考)既公的 資本注入額
バンク・オブ・アメリカ	339	450
ウェルズ・ファーゴ	137	250
GMAC	115	50
シティ・グループ	55	450
リージョンズ	25	35
サントラスト・バンク	22	49
キーコープ	18	25
モルガン・スタンレー	18	100
フィフス・サード	11	34
PNCファイナンシャル	6	76
JPモルガン・チェース	0	250
ゴールドマン・サックス	0	100
USバンコープ	0	66
キャピタル・ワン	0	36
アメリカン・エクスプレス	0	34
BB&T	0	31
バンク・オブ・ニューヨーク	0	30
ステート・ストリート	0	20
メットライフ	0	0
合計	746	2,086

・09～10年における予想損失額は、合計5,992億ドル

・10行で増資の必要があり、増資必要額は、合計746億ドル

・増資の必要性を指摘された10行は、09年6月8日までに資本増強計画を明らかにし、同年11月9日までに実行しなければならない。

(注) 既公的資本注入額は優先株等での出資額。

(備考) 連邦準備制度理事会（FRB）"The Supervisory Capital Assessment Program : Overview of Results" より作成。

## (ii) 不良資産の買取りのための官民投資ファンドの設立

また、不良資産の買取策に関しては、09年3月23日に詳細が発表され、金融機関からの不良資産買取りのための「官民投資プログラム」（PPIP：Public Private Investment Program）が公表された。同プログラムでは、不良資産の買取規模は5,000億ドル（将来的には1兆ドル規模に拡大可能）とされ、銀行のバランスシートから不良貸出債権を取り除くための官民共同出資の不良貸出債権プログラム（Legacy Loan Program）と、FRBが実施する資産担保証券（ABS）貸出ファシリティにおける不良証券購入の拡大や民間投資家と連携した不良証券投資ファンドから成る不良証券プログラム（Legacy Securities Program）で構成されている（第1-2-41表）。

第1-2-41表 不良資産買取りのための官民投資プログラム

**不良資産買取りのための官民投資プログラム（PPIP）  
（09年3月23日発表）**

不良資産の買取規模：5,000億ドル（将来的には1兆ドル規模に拡大の可能性）  
08年10月に成立した緊急経済安定化法に基づく不良債権買取プログラム  
（TARP）の資金から750～1,000億ドルを支出

**1. 不良貸出債権プログラム（Legacy Loan Program）**

銀行から不良貸出債権を買い取る官民投資ファンド（Public-Private Investment Fund）を創設  
財務省が民間資本と同額の出資を行うとともに、FDIC（アメリカ預金保険公社）が官民出資額合計の最大6倍までの債務保証を提供  
FDICが官民投資ファンドの資金調達、業務等を監督  
資産買取りに当たっては、FDICが入札を実施し、最高価格を提示した投資家がプログラムに参加（財務省による出資やFDICの債務保証を受ける）

**2. 不良証券プログラム（Legacy Securities Program）**

- (i) **ターム物資産担保証券貸出ファシリティ（TALF：Term-Asset Backed Securities Loan Facility）の不良証券への拡大**  
資産担保証券（ABS）を購入する投資家に対する貸出プログラム（TALF）を、住宅ローン担保証券（RMBS）、商業用不動産ローン担保証券（CMBS）等を含む不良証券（AAA格に限る）の購入にも拡大
- (ii) **民間投資家と連携した不良証券投資ファンド**  
RMBS、CMBSを含む不良証券（AAA格に限る）を買い取る不良証券投資ファンド（Legacy Securities Investment Fund）を創設  
ファンドの運用を行うファンド・マネージャーを5社程度選定する予定（申請に基づき、09年5月15日までに選定の予定）  
財務省は民間投資家と同額の出資を行うとともに、出資額の50%相当額の優先債務を引受け（ファンド・マネージャーの要請により100%まで拡大可能）

（備考）アメリカ財務省資料より作成。

**(iii) その他の施策**

消費者及び企業向けの貸出促進策として、後述のターム物資産担保証券ローン貸出ファシリティ（TALF：Term-Asset Backed Securities Loan Facility）の貸出総額の拡大と、対象範囲の拡大を行っている。また、住宅取得支援及び差押え防止策として、FRBが実施する「GSE債及びMBS買取プログラム」の継続による住宅金利の引下げ、中所得者層が保有する住宅の差押えを回避するために500億ドルを充当するなどの措置を行っている。

こうした一連の施策の資金については、その多くが前述のTARP資金から支出されている。TARP資金（総額7,000億ドル）については、4月21日時点において、いまだ約987億ドルの使途未定額があるものの、今後想定される使途や金融危機が早々に収束しないリスクを考慮すれば、将来的には資金が枯渇する可能性もある（第1-2-42表）。追加資金の確保には新たな立法措置が必要となるが<sup>5</sup>、金融部門への度重なる支援に対する国民や議会の反発が強く、承認は困難な状況にある。

第1-2-42 表 TARP / 金融安定化プランの資金の使途

1. すでに金額が決まっているもの

使 途	金額 (億ドル)	備 考
例外的な救済措置	1,633	AIG 700、シティ・グループ及びバンク・オブ・アメリカ 525、自動車 408
資本注入プログラム(CPP)	2,180	大手金融機関への資本注入 1250
住宅対策	500	住宅ローン条件見直し等
消費者及び企業向け貸出イニシアティブ	700	TALF 200、TALFの対象資産拡大 350、中小企業向け信用市場対策 150
官民投資プログラム(PPIP)	1,000	不良証券に対するTALFの適用 250、その他 750
合 計	6,013	
残り資金	987	TARP資金の総額は7,000億ドル
資本注入資金の返還	250	保守的な推計

2. 今後金額が決まるもの

使 途	金額 (億ドル)	備 考
資本支援プログラム(CAP)		ストレステストの結果を踏まえた資本注入等
自動車会社への追加支援		GMの連邦破産法第11条適用申請に伴う支援等

(備考) ガイトナー財務長官議会証言(09年4月21日及び5月20日)等より作成。

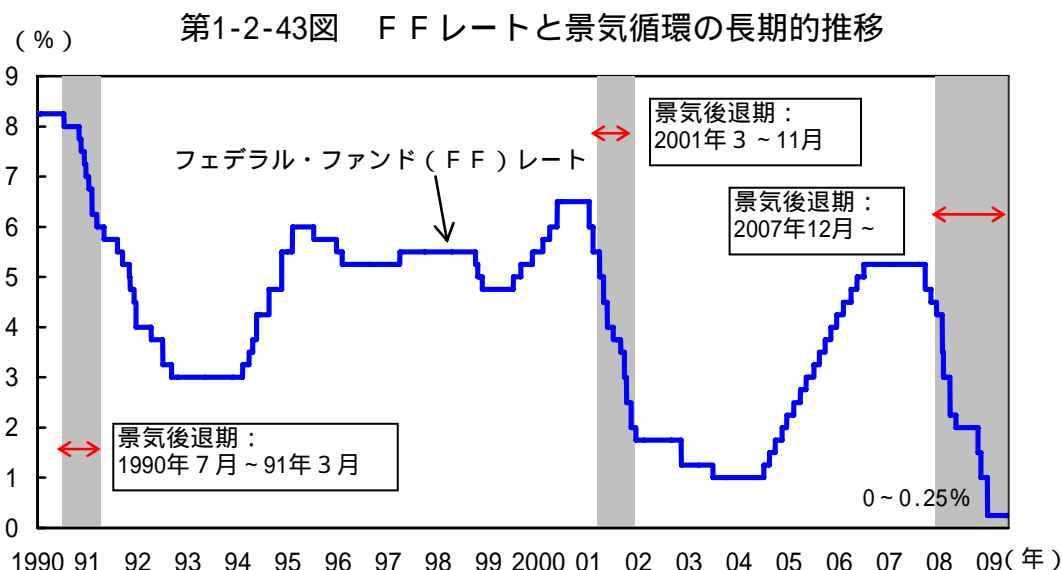
<sup>5</sup> オバマ大統領は、2月26日に発表した予算教書において、金融安定化のための追加的な資金として2,500億ドル(ネット費用のため、一時的な支出額は7,500億ドルと見込まれる)の計上を提案している。4月2日には、上下両院で来年度予算の大枠を設定する「予算決議」が可決され、歳出総額はおおむね予算教書に沿った内容となったが、金融安定化のための追加資金については、議会の反発もあり同決議に含まれていない。なお、4月29日に可決された修正予算決議においても、同資金は含まれていない。



## (2) FRBによる取組

### 事実上のゼロ金利政策を実施

金融政策面では、急速に深刻化する経済情勢に対応するため、FRBは08年12月15、16日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）の決定に従い、政策金利（FF金利）の誘導目標水準を、過去最低水準を更新する0～0.25%にまで引き下げ、事実上のゼロ金利政策に移行した（第1-2-43図）。09年3月17、18日及び4月28、29日のFOMCにおいても、FFレートの誘導目標水準は維持された。金融市場では、現下の経済情勢にかんがみ、10年に入るまではFOMCが利上げに転じることはないとの見方が大勢となっている<sup>6</sup>。



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会（FRB）、全米経済研究所（NBER）景気日付委員会より作成。  
2. 網掛け部分は景気後退期。

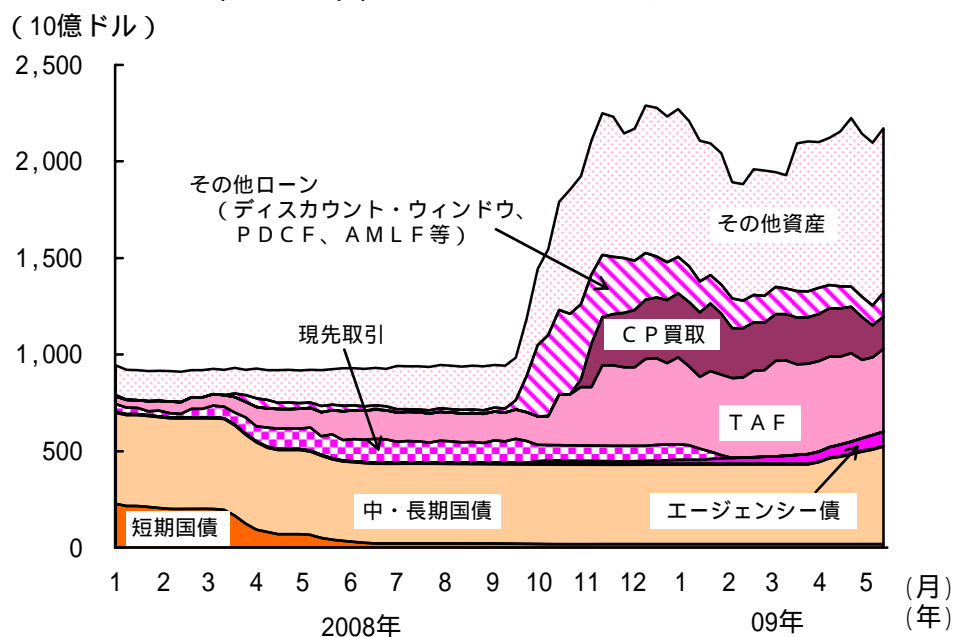
### 金融市場への流動性供給策

政府が個別金融機関への支援や金融システムの安定に向けた取組を行う一方、FRBにおいては、金融市場の機能回復のため、従来の伝統的な金融政策だけでなく、流動性の供給を行うなどの積極的な措置を講じている。金融市場の混乱に伴う流動性のひっ迫を受けて、08年9月の金融危機発生以前から窓口貸出における貸出期間の延長や適格担保の範囲拡大、プライマリー・ディーラー向けの新たな貸付制度（PDCF）：

<sup>6</sup> FFレートの先物金利の動きをみると、09年5月15日時点では、0.25%の利上げが行われるのは10年2月頃と見込まれている。

Primary Dealer Credit Facility) を創設し、短期金融市場への資金供給を行ってきた。08年9月以降の金融危機を受けて、短期金融市場における流動性が著しく低下する中、FRBは各種資産を担保として引き受け、バランスシートの拡大を通じて流動性の供給を拡大し続けている（第1-2-44図）。

第1-2-44図 FRBのバランスシート



(備考) 連邦準備制度理事会 (FRB) “Flow of Funds”より作成。

特定資産の買取措置として、FRBは、既にみてきたCPFF、TALFのほか、長期国債の買取り、GSE債及びMBS買取プログラム等を実施している。

### (i) CPFF

前述のとおり、新規発行が困難となっているCP市場において、CPを直接買い取る制度 (CPFF) を創設し、08年10月下旬以降、買取りを行っている<sup>7</sup>。このほかにも、CPを購入する金融機関や特定目的会社に対し融資を行う制度も設けており、縮小が続くCP市場の流動性の回復に取り組んでいる。

### (ii) TALF

ABS市場における流動性を回復するため、FRBは、08年11月に、新規に行われた消費者ローン (自動車ローン、クレジットカード・ローン、学資ローン、ホーム・

<sup>7</sup> FRBのバランスシート上のCP残高は09年5月13日時点で1,632億ドルとなっている。

エクイティ・ローン等) 及び中小企業向けローンを担保として発行されたABSの保有者に対して、最大2,000億ドルの融資を行う「ターム物資産担保証券貸出ファシリテイ」(TALF)を創設した。その後、貸出総額を2,000億ドルから最大1兆ドルまで拡大し、対象範囲も住宅ローン担保証券(RMBS)や商業用不動産ローン担保証券(CMBS)を含む不良証券の購入等にも拡大している。同スキームは09年3月より実施されており、4月末時点ではABSの新規発行額は増加に転じる兆しがみられるものの、金額的には相当低い水準にあり、市場の正常化にはしばらく時間がかかるものと考えられる。

### (iii)長期国債の買取り

09年3月18日に公表されたFOMC声明において、金融市場の状況の改善を図るため、今後6か月間で長期のアメリカ国債を最大3,000億ドル買い取ることが発表された。この声明を受けて、市場ではFRBが実質的な量的緩和政策に踏み切ったとの見方から、アメリカ国債(10年債)の利回りは一時的に約3%から約2.5%に急低下し、他の2年債、5年債、30年債についても同様に低下の動きをみせた。しかしながら、足元では、長期国債の利回りは上昇しており、市場における財政赤字に対する関心や経済の先行きに対する楽観的な見方、質への逃避への巻き戻しなどを反映した動きと考えられる。

### (iv)GSE債務及びGSE保証住宅ローン担保証券(MBS)の購入プログラム

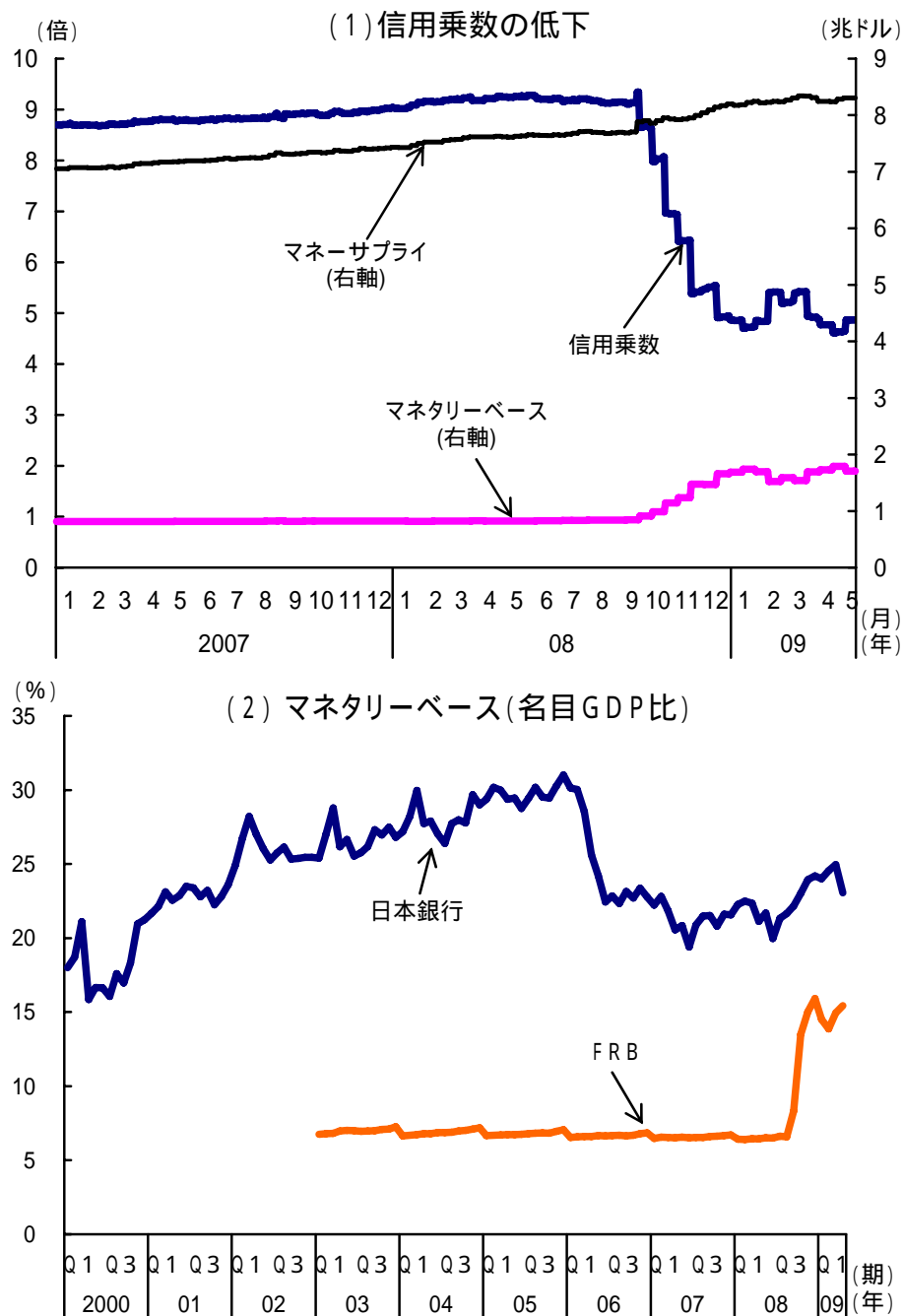
住宅ローン市場を支えるため、08年11月にGSE債務及びGSE保証住宅ローン担保証券(MBS)の購入プログラムを創設している。具体的には、GSE(ファニー・メイ、フレディ・マック及び連邦住宅貸付銀行)の債務を最大1,000億ドルまで購入することと、ファニー・メイ及びフレディ・マックが保証するMBSを最大5,000億ドルまで購入することを内容としている。さらに、09年3月には、GSE債務の購入を最大2,000億ドルにまで拡大する措置と、MBSの購入を最大7,500億ドルにまで拡大する措置が決定されている。

### FRBによる取組の効果

FRBによるこうした一連の措置は、個々の市場の流動性の改善に一定程度寄与していると考えられる。他方、マネタリーベースの拡大ほどにマネーサプライの伸びは増加していない。08年秋以降のFRBによる流動性供給策を受けて、アメリカのマネタリーベースは2倍に伸張しているのに対し、マネーサプライの伸びはマネタリーベ

ースの伸びの範囲内にとどまったため、信用乗数は大幅に低下している(第1-2-45図)。01年に量的緩和策を導入した日本においても、今回のアメリカと同様の事象が発生している。この背景には、資金の貸手である金融機関が、多数の損失計上によるリスク許容度の低下などにより貸出態度を厳格化していること、資金の借り手である消費者や企業においても、過剰債務の圧縮等を理由に資金需要が減少していることが考えられる。

第1-2-45図 信用乗数



(備考) 日本銀行、連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。

### (3) 調整が長期化する住宅市場への対策

今回の景気後退の一因となった住宅市場の調整については、07年以降、住宅保有者のローン返済支援等の対策が講じられてきたが、民間主体の自主的な対応が主だったものであったため、実効性に乏しいものとなった。さらに、住宅ローンの証券化事業等を通じて住宅保有を促進するGSEであるファニー・メイ及びフレディ・マックについては、MBSの価格下落と流動性の低下から経営不安に陥り、08年9月には、一時的に政府管理下に置かれることとなった。

さらに、住宅市場の調整テンポの加速を受けて、アメリカ政府は、FRBによる前述のGSE債務及びMBSの購入プログラムに加えて、09年2月10日の金融安定化策において住宅対策をその柱の一つとし、2月18日には住宅対策の詳細を発表した。新たな住宅対策（Homeowner Affordability and Stability Plan）では、最大400～500万人の住宅保有者に対するGSEを通じたローン借換え支援、GSEへの資本注入枠拡大やGSEが保証するMBSの買取りの継続等による住宅ローン金利の引下げ支援、住宅ローンの条件緩和の支援等から成る750億ドル規模の住宅所有者安定イニシアティブが打ち出された（第1-2-46表）。前述のとおり、住宅ローン延滞率や差押え比率は依然として上昇傾向にあるものの、これらの政策により、住宅ローン金利が08年秋以降大きく低下し歴史的低水準になるなど、住宅取得環境は改善している（前掲第1-2-11図、前掲第1-2-18図）。

第1-2-46表 アメリカの住宅対策（09年2月18日発表）

<p><b>1. GSE（政府系住宅金融機関）を通じた住宅ローンの借換え支援</b> 最大400～500万人の住宅所有者に対して、GSE 2社（ファニー・メイ、フレディ・マック）を通じた低利ローンへの借換え機会を提供</p>
<p><b>2. GSEへの信頼強化による住宅ローン金利の引下げ支援</b> 財務省によるGSEへの資本注入枠拡大 （各社1,000億ドルまで 各社2,000億ドルまで） 財務省によるGSE 2社保証のMBSの買取り継続 GSEのポートフォリオにおける住宅ローン保有額の拡大 （8,500億ドル 9,000億ドル）</p>
<p><b>3. 住宅所有者安定イニシアティブ（Homeowner Stability Initiative）</b> 最大300～400万人の差押えの危機に瀕している住宅所有者を支援するための750億ドルのイニシアティブを実施</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・住宅ローン条件緩和の支援（サービサーへの支援、借り手等への支援、住宅価格下落に対する部分的保証等）</li><li>・ローン条件緩和のガイドライン作成と資本注入を受けた金融機関におけるガイドライン利用の義務付け</li><li>・連邦住宅局における差押え防止の取組強化 等</li></ul>

（備考）アメリカ財務省資料より作成。

#### コラム1-4：アメリカの信用緩和と日本の量的緩和

世界的な金融危機の発生を受け、欧米の中央銀行は、政策金利の変更といった伝統的な政策手段の枠を超えて、いわゆる非伝統的な政策手段（unconventional measures）に踏み込んだ金融政策運営を行っている。

アメリカにおいては、FRBが、FFレートの誘導目標の変更といった通常の政策手段のほか、07年の夏からは、中央銀行の「最後の貸手」としての機能を拡充し、預金金融機関やプライマリー・ディーラーに対する窓口貸出を拡大してきたが、さらに、08年9月のリーマン・ブラザーズの破たん以降の世界的な金融危機の局面においては、コマーシャルペーパー（CP）や資産担保証券（ABS）等の市場に対する直接的な流動性の供給や、住宅ローン担保証券（MBS）や長期国債等の長期の証券の買取りに乗り出している（前掲第1-1-13表）。

こうしたFRBによる追加的な取組について、FRBのバーナンキ議長は、「信用緩和」（Credit Easing）と称し、01年3月から06年3月まで日本銀行において実施された「量的緩和」（Quantitative Easing）とは、概念的にも異なるものであるとの説明を行っている<sup>（注1）</sup>。FRBの信用緩和は、日本の量的緩和と同様に、中央銀行のバランスシートを拡大させるものであるが、量的緩和が中央銀行の負債項目である準備預金の量を目標としていたのに対して、FRBの信用緩和は、貸出、CP、国債といったFRBが保有する資産の構成や規模を変動させる点で異なっている。このため、信用緩和においては、量的緩和における超過準備額のように単一の政策目標があるわけではなく、個々の信用市場の状況に応じて、貸出や資産の買取り等の政策手段の選択や実施規模が決定されている。

このようなFRBと日本銀行におけるアプローチの違いについて、バーナンキ議長は、学説上の意見の対立に起因するものではなく、日米のそれぞれの時点における金融市場を取り巻く状況の違いによるものであるとしている。アメリカにおいては、様々な資産市場においてスプレッドが広がるなど、市場が機能不全状態に陥っており、その回復に取り組む必要があったことから、信用緩和のような個々の資産市場に働きかけるアプローチが採用されている<sup>（注2）</sup>。

また、日銀の量的緩和政策においては、併せて、量的緩和を消費者物価上昇率（前年比）が安定的に0%以上になるまで継続すると確約することで、民間部門の将来の短期金利の予想を低下させ、より長期の金利の低下を促す、いわゆる「時間軸政策」が採用された。FRBにおいても、信用緩和に加え、こうした市場とのコミュニケーションが重要な政策手段の一つであると認識されており、連邦公開市場委員会（FO

MC)の声明において、金融政策のタイム・フレームを示すような表現が盛り込まれるようになってきている。具体的には、08年12月のFOMCの声明において、「異例に低水準のFFレートがしばらくの間(for a while)維持される公算が高い」との表現が盛り込まれており、これにより、金融政策の将来の先行きについての市場の期待を形成し、より長期の金利水準に影響を与えることが意図されている。

なお、中央銀行によるバランスシートの拡大は、必要以上に長期にわたって持続させた場合には、インフレ期待を高めるリスクがあることに加え、FRBの信用緩和においては、信用市場の状況に応じて多様な資産を取得するため、中央銀行の資産劣化のリスクが大きい。信用緩和の実施においては、買取対象の資産を高格付けのものに限定するとともに、必要な場合には、FRBの貸出に対して政府による信用保護を提供するなど、FRBがとる信用リスクをできるだけ小さくするための措置が講じられているものの、資産の劣化に対する疑念は、究極的には、通貨の信認の問題へとつながるおそれがあることから今後も細心の注意が必要である。

こうしたリスクを踏まえると、FRBによる信用緩和はあくまで現在の金融危機下における非常手段であり、信用の流れが正常化し、経済が回復に向かっていることが確認された時点においては、速やかに解消することが求められる。また、解消時に、予期せぬ金利の上昇等、市場に不測の混乱を引き起こすことのないよう、事前に適切な「出口戦略」を示し、市場の期待を安定化させる必要がある。

(注1) Bernanke, B.S. (2009) "The Crisis and the Policy Response", Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London.

(注2) こうした個々の資産市場に働きかけるアプローチは、CP買取りによるCP発行残高の増加や、MBSの買取りを通じた住宅金利の低下に示されるように、市場機能の改善に一定の効果を発揮していると評価されている。

#### (4) 政府による景気刺激策の実施

##### 過去最大規模の景気刺激策の成立

急速な景気の悪化を背景に、08年11月の大統領選挙では経済問題が最大の争点となり、新たな景気対策、金融安定化策に有権者の関心・期待が集まった。こうしたことから、大統領選及び議会選挙に勝利した民主党においては、同年2月の総額1,680億ドル規模の緊急経済対策法(Economic Stimulus Act of 2008)に続く、更なる景気刺激策の検討が進められた。バラク・オバマ氏が第44代大統領に就任(09年1月20日)すると、1月26日には、景気刺激策となるアメリカ再生・再投資法(American Recovery and Reinvestment Act of 2009)の審議が早くも議会で開始された。同法は、上下両院の協議

会を経て、2月13日に議会で可決、同月17日に大統領の署名をもって、オバマ氏の大統領就任から1か月弱という異例の早さで成立した。

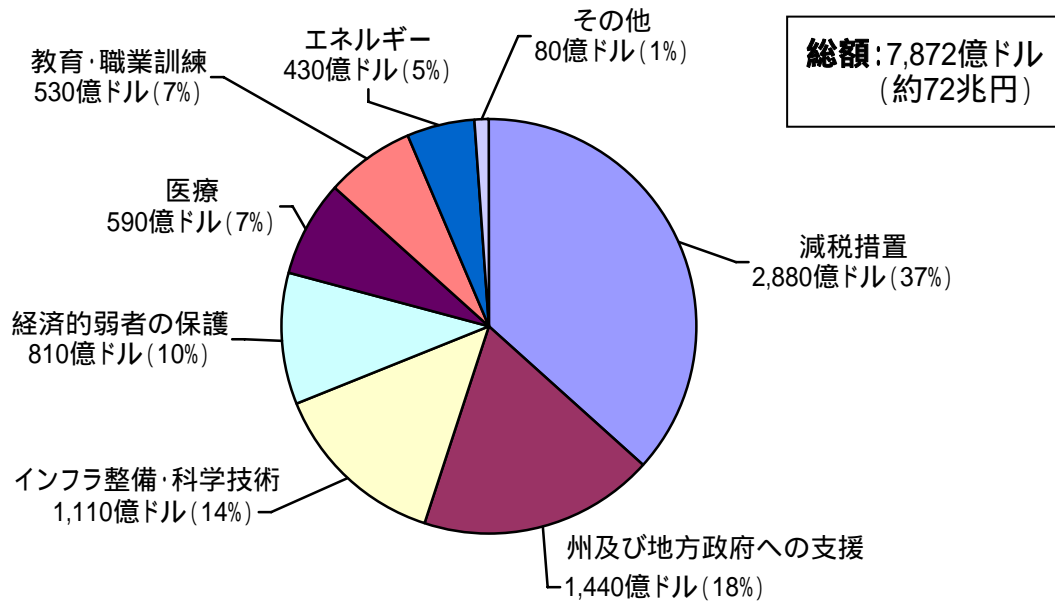
アメリカ再生・再投資法は、総額7,872億ドル（約75兆円、GDP比約5.5%）に及ぶ過去最大規模の景気刺激策であり、350万人以上の雇用の創出・維持、経済の急回復（jump-start）、将来における成長力の引上げなどを大きな目標に掲げている。その内容は、短期的な有効需要創出策として、勤労者向け減税や設備投資減税、中長期的な成長力強化策として、環境エネルギー対策や科学技術振興策、医療情報のIT化促進、さらには、双方にまたがる施策として、道路、橋梁の近代化や高速鉄道への投資といった公共投資等が盛り込まれている。また、経済的な弱者への保護策として、失業保険の給付期間延長の継続やフードスタンプ（食料引換券）の増額等も含まれている（第1-2-47表、第1-2-48図）。支出の内訳は、減税措置が2,883億ドル（約37%）、政府支出が4,989億ドル（約63%）となっている。

第1-2-47表 アメリカ再生・再投資法の内容（09年2月17日成立）

<p><b>1. 環境・エネルギー対策</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・新しい電力供給網、先端的な電池技術、エネルギー効率化への取組</li><li>・再生エネルギーやエネルギー効率化のための税制優遇措置</li><li>・連邦政府ビル、住宅の断熱化、エネルギー効率向上 等</li></ul> <p><b>2. 科学技術振興策</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・国立科学財団、NASA等における科学研究への投資 等</li></ul> <p><b>3. 医療関連支出</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・医療情報のIT化促進</li><li>・メディケイド（低所得者向け医療保険）維持のための州政府への支援 等</li></ul> <p><b>4. 教育関連支出</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・教員のレイオフ等を防ぐための州財政安定化基金の設立</li><li>・高等教育支出の税額控除及び奨学金の引上げ 等</li></ul> <p><b>5. インフラ整備</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・道路、橋梁の近代化、公共交通、高速鉄道への投資 等</li></ul> <p><b>6. 減税措置</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・労働者一人当たり最大400ドル（夫婦で800ドル）を減税</li><li>・特別償却の延長等による新規設備投資の支援 等</li></ul> <p><b>7. 経済的弱者への支援措置</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・失業保険の給付期間延長の継続</li><li>・フードスタンプ（食料引換券）の増額 等</li></ul> <p>規模：総額 7,872億ドル（約72兆円、GDP比5.5%）</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・内訳は減税 2,883億ドル（約37%）、歳出増4,989億ドル（約63%）</li><li>・09年度（09年9月まで）に総額の4分の1、10年度（10年9月まで）に総額の2分の1を執行する見込み。</li></ul> <p>（注）本法には、いわゆる「バイ・アメリカン条項」が盛り込まれており、プロジェクトの実施に当たっては、アメリカ国内で生産された鉄・鉄鋼及び工業製品の使用が義務付けられている（ただし、適用に当たっては、国際的協定の下でのアメリカの義務に整合的な方法で適用されるとの条件が付されている）。</p>
---



第1-2-48図 アメリカ再生・再投資法の内訳



### 景気刺激策がもたらす効果

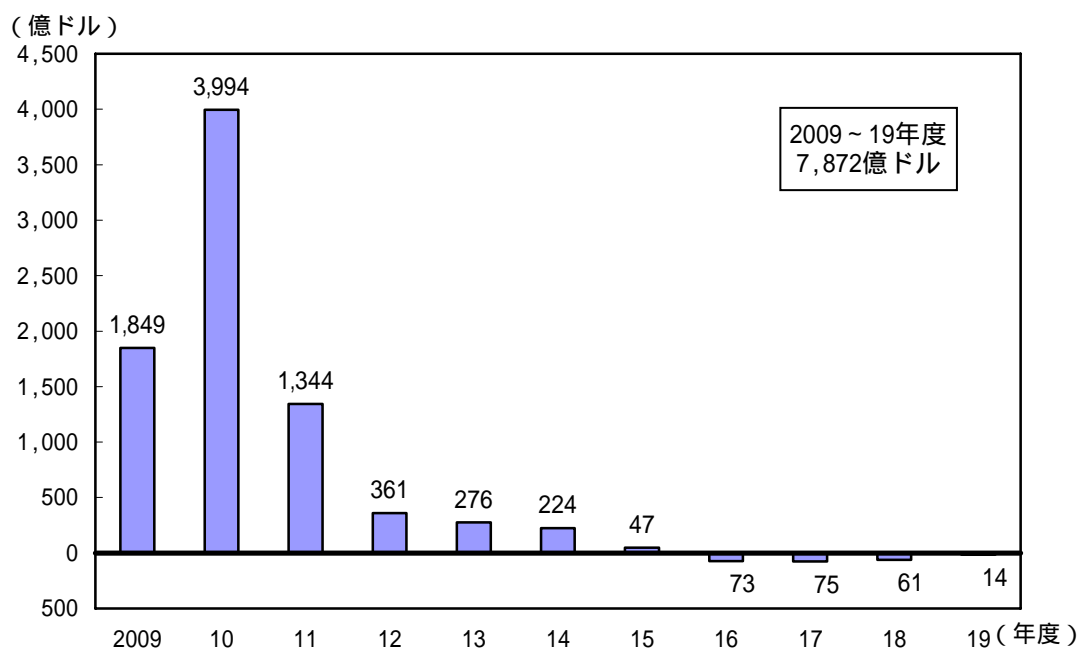
アメリカ再生・再投資法の効果について、議会予算局（CBO）の推計によれば、09年度（09年9月まで）に1,849億ドル、10年度（10年9月まで）に3,994億ドルが支出され、およそ1年半の間に総額の4分の3を執行する見込みとなっている（第1-2-49図）。CBOの予測によれば、同法による景気刺激策が実施されなかった場合のGDPギャップ（潜在GDPからの需要不足）は、09年度は▲7.4%、10年度は▲6.3%と、大幅なマイナスが見込まれるが、景気刺激効果が大きい場合でも、09年度は▲3.9%、10年度は▲3.2%のGDPギャップが残るとしている（第1-2-50図）。

今回の対策のうち、短期的に効果を発揮すると期待されているのが、減税措置である。減税規模は、09年度で約700億ドル、10年度で約2,100億ドルであり、他の施策と比較して大規模なものとなっている。このうち、所得税減税については、勤労者一人当たり最大400ドル（夫婦世帯で最大800ドル）となっており、2年間の総額では1,160億ドルが見込まれている。今回の減税は、08年に実施された戻し減税のように減税額を一括して還付する方法ではなく、2年間にわたって、毎月所得税額を減らす（又は還付する）方法が採られている。これにより、典型的な世帯では、09年度は毎月65ドル以上受け取ることができ、09年3月以降、税の還付措置が開始されている。こうした減税措置については、過去の例にかんがみれば、減税額のすべてが消費に回ることはなく、その一部は貯蓄や借金の返済に回るため、減税規模に比べて消費への効果は相対的に小さくなると考えられる。特に家計債務の水準が高く、家計がバランスシー

ト調整を行っている現状においては、消費への効果はそれほど期待できない可能性も高い。また、毎月減税を実施するため、個人が減税額を恒常的な所得とみなし、一括して還付する方式と比べて家計がより多くの額を消費に回すとの見方がある一方で、減税額の分散によって一度に受け取る減税額が少額となるため、消費者マインドの改善には寄与せず、減税が消費を促す効果は小さいという見方もある。

公共投資については、実施までに時間を要することが想定され、また執行期間も長期に分散されることから、減税のような即効性はそれほど期待できないと考えられる。今回の対策においても、CBOによれば、例えば道路建設については6年先まで相当額が財政負担として見積られるなど、概して執行期間が長期間にわたっている。他方、効果については、実行額の大部分がGDPに計上されることや乗数効果も期待できることから、減税措置に比べて相対的に効果が大きいと考えられる。

第1-2-49図 アメリカ再生・再投資法の進ちょく見込み

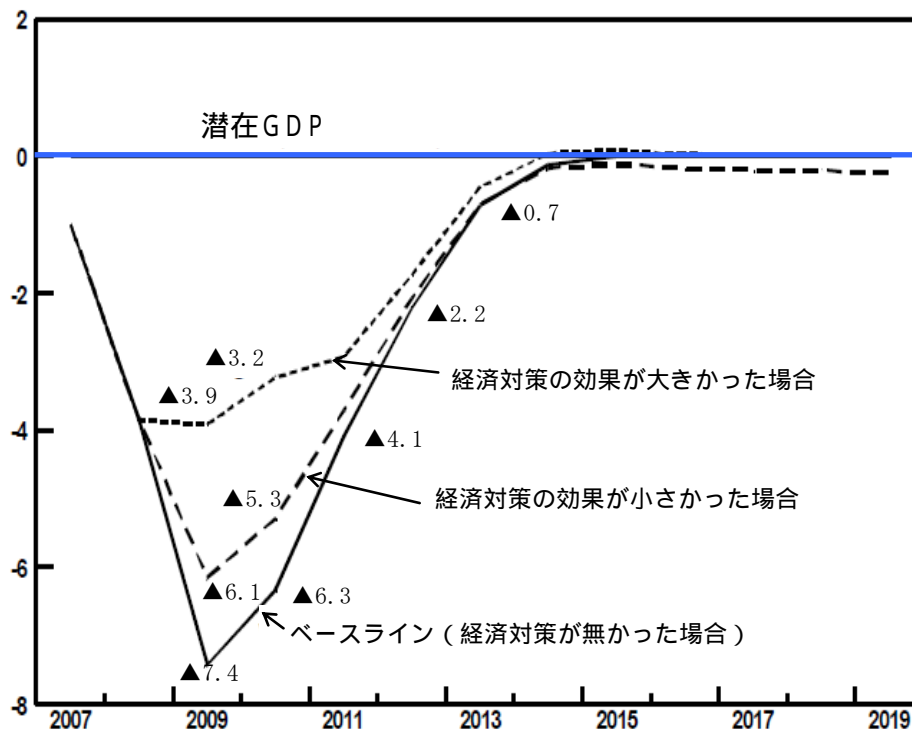


(年度)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
全体に対する割合 (%)	23.5	50.7	17.1	4.6	3.5	2.8	0.6	0.9	1.0	0.8	0.2
名目GDP比 (%)	1.3	2.8	0.9	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0

(備考) 1. アメリカ議会予算局 (CBO)、商務省より作成。  
2. 名目GDPは08年を使用。

## 第1-2-50図 GDPギャップ見通し

(各年の10～12月期時点、%)



- (備考) 1. アメリカ議会予算局 (CBO) より作成。  
 2. GDPギャップの見通しにおけるベースラインは、CBO“*The Budget and Economic Outlook:Fiscal Years 2009 to 2019*” (1月8日) に基づき作成されている。

### 景気刺激策の進ちよく

景気刺激策については、その実施が決定されてまだ間もないことから、現時点では、統計上の動きとしてその効果が明確には現れていない。政府の発表によれば、09年5月15日時点における進ちよく状況は、総額7,872億ドルのうち1,161億ドル分の支出に相当する事業が執行可能となっている。内訳を見ると、教育、医療、雇用等の分野の対応が先行している。例えば、失業保険の給付期間延長や給付の増額については、既にすべての州において実施されており、家計への移転所得は増加をみせている。これにより、雇用環境の悪化に伴う所得の減少を補完しており、消費を一定程度下支えしているものと考えられる。このほかの分野についても、本格的な効果の発現が今後期待されるところである。