

Contents

特集：オバマノミクスの再検証	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Don’t flunk this one” 「欧州の銀行～しくじれないテスト」	7p
< From the Editor > 参院選後の政治情勢	8p

特集：オバマノミクスの再検証

今週 21 日、オバマ大統領は金融規制法案に署名し、1930 年代以来の抜本改革を成立させました。これで医療保険改革法案に続き、またまた「歴史的」な成果を達成したことになります。議会で長らく揉めていた「失業保険延長法案」も可決の見通しがつき、秋の中間選挙を前に着々と成果を積み上げている感があります。

ところが**政権支持率は低空飛行が続き、最近では「不支持」が「支持」を上回ることが珍しくありません**。景気回復の実感がなく、BP 社の原油流出事故が皆の心に重くのしかかっている現状では、無理からぬことかもしれません。が、より本質的な問題として、オバマ政権の経済政策が理解を得られていないことがあるように思われます。

政権発足から 1 年半、これまでの「オバマノミクス」を評価してみました。

悩み多き欧州版ストレステスト

今週 23 日、16：00GMT、日本時間では 24 日午前 1 時、欧州金融機関に対するストレステストの結果が発表される。**欧州各国の銀行は、景気低迷が予想以上に続いても耐えられる経営体力があるかどうか**。今週の市場は、その結果待ちで戦々恐々といったところだ。

考えてみれば、昨年 5 月に米国でストレステストが実施された時も、同様な不安心理があった。ところが蓋を開けてみれば、大手 19 行中の 9 行が健全経営との太鼓判を押され、残る 10 行も素早く自前で増資を果たしてしまった。懸案の金融安定化はすんなり果たされてしまい、むしろ経営陣の高額ボーナスの復活が物議を醸した。これらは、いかにも米国らしい展開であったと言えるだろう。

ところが欧州版のストレステストは、米国とはかなり様相が違う。しみじみ悩みが尽きないのである。

1. 銀行の数：米国は 19 行で良かったが、欧州では 91 行のチェックが必要になる。衆目の一致するところ、スペイン（27 行）の貯蓄銀行、ドイツ（14 行）の州立銀行などが要注意。
2. 検査主体：米国では米財務省と FRB の強力コンビが有無を言わず検査を行ったが、欧州で実務を担当するのは CEBS（欧州銀行監督委員会：Committee of European Banking Supervisors）という聞き慣れない特殊法人。スタッフの数はわずかに 20 人。FRB はストレシナリオとして 21p の文書を事前に発表した。CEBS のそれはわずかに 2p。
3. ソプリリスクの扱い：ギリシャ国債は、市場では実勢価格の 75%程度で取引されている。早い話が、「満額戻ってくるとは誰も思っちゃいない」。しかるに EU 加盟国の国債がデフォルトするとは表立って言えないので、割引率は 17%が予定されている。こんなことで、銀行の資産内容が正確に査定できるのか？
4. 検査後の手続き：米国の場合は、「自力で健全経営ができないなら、TARP 資金を強制注入する」という脅しがあった。しかし欧州の場合は、資本不足と認定された後の道筋がはっきりしない。仮に各国政府が銀行監督権を盾に、「わが国の銀行の健全性に瑕疵はない！」と言い張った場合、テスト自体が無意味になってしまう。

金融危機が起きてしまったら、何はさておき金融機関の経営の安全性を確保しなければならぬ。日本の場合、90 年代に銀行の経営不安が表面化したものの、対応は遅れに遅れた。小泉政権下の 2002 年になってようやく荒療治に踏み切り、竹中金融担当相の金融再生プログラムの下、不良債権を厳格に査定した。金融庁が大口融資先の経営状況にまで踏み込み、ダメなら産業再生機構に送り込む、ということまでやった。当時は悪評紛々たるものだったが、そこまでやるとさすがに信認が戻り、金融不安はそこがボトムとなった。

米国の場合は、リーマンショックの 8 か月後にストレステストを実施した。融資内容までは踏み込まなかったが、即座に大規模な資本増強を伴ったので市場の不安をぬぐい去ることができた。ブッシュ政権下で発足した TARP 資金 7000 億ドルは、めでたくその役目を終えて、今年 10 月 3 日に失効する 予定である。AIG に投入された部分などは戻って来ていないが、大手銀行や GM、クライスラーに投入された融資はほぼ全額が返済された。

米国版の金融安定化は、いわば「結果オーライ」であった。やはりこういう問題は、一気呵成に進めるほかはない。その点、欧州は機敏に動けない。だからこそ、ストレステストに懸念が集まっている。米欧の指導力の差が明暗を分けたといってい

最初の半年は良かったオバマノミクス

そもそも**オバマ政権は、リーマンショック以降の国際金融危機によって誕生した**といっても過言ではない。大統領選挙の2ヶ月前に発生した未曾有の事態を前に、米国の有権者は軍人出身のマッケインではなく、一貫して冷静さを失わないオバマを選択した。オバマ政権の最重要課題は、何はさておき「百年に1度」の経済危機への対応であった。

オバマ自身は、かならずしも経済に強い政治家であったわけではない。大学では法律を専攻し、職業としてはシカゴでの「コミュニティ・オーガナイザー」の経験があるくらいで、大学で経済学を勉強したり、企業の実務に携わったりといった経験は乏しい。

彼の著書『合衆国再生～大いなる希望を抱いて』(The Audacity of Hope)を読むと、憲法や宗教、人種問題については自分の言葉で深い洞察を語っているが、経済や外交については控えめな筆致となっている。これらの得意でない課題についてはオリジナルな見解は少なく、むしろ自分が見聞きした事実や他者の意見を多く紹介している。

経済問題について触れた第5章「再生のための政策」の中では、元財務長官のロバート・ルービン、カリスマ投資家のウォーレン・バフェットなどの有名人が登場する。オバマはこれらの「賢者」に教えを請い、彼らの口を通して望ましい政策が語られる。ルービンは自由貿易の重要性を説き、バフェットは富裕層に増税すべしと説く。前者はリベラル派を、後者は保守派を敵に回しかねない主張だが、オバマはみずからの身を安全地帯に置きつつ、「再生のための政策」としてこれらの意見を提示している。**彼自身が、「自由貿易」や「増税」の必要性を信じているかどうかは定かではない**。大統領になってからのオバマは、しばしば「レトリックは巧みだが、彼自身の信念がどうなのかが分からない」という批判を受けている。その指摘は、就任以前から当たっていたと言えるだろう。

実際にオバマノミクスを構築したのは、ローレンス・サマーズ NEC 委員長、ティモシー・ガイトナー財務長官などの経済スタッフたちであった。クリントン政権でも活躍したこれらの才能を使いこなしつつ、オバマは政権発足から**最初の半年で、大型景気刺激策、金融安定化、ビッグスリー処理という3つの課題を手際よく片付けてみせた**。

この間、オバマ個人のカリスマ性や演説能力などによるプラス効果もさることながら、不用意なエラーがなく、秘密も滅多に外に漏れないという「チーム・オバマ」の守りの強さが印象に残った。たとえトラブルがあっても動揺をあまり外に見せることなく、問題をソフトランディングしてしまうところにオバマ政権の強みがあるといえよう。

オバマノミクスは無謀な攻めへ

ただしこうした「守りの強さ」は、政権発足から半年を過ぎた頃から急速に失われ、その後はむしろ「攻めの無謀さ」が目につくようになる。2009年前半は「経済危機対策」という守りで成果をあげたのに、後半は「医療保険改革」という攻めに政治的資本を投下し、雇用対策や環境対策などの他の議題を停滞させた。このアンバランスさが、1年目のオバマノミクスの特色となった。

今から考えてみれば、金融安定化が果たされて国民の緊張が薄れるにつれて、オバマ大統領への追い風も弱まっていた。危機のお陰で誕生した政権は、危機を克服するにつれて浮揚力を失っていたのである。

ところがオバマは野心的であった。経済危機からの脱出に目処がつくと、すかさず中長期の構造改革にも着手しようとする。ブッシュ前大統領がしばしば政策課題を「一点賭け」しがちであったのとは対照的に、オバマは取り組むべき課題を目一杯広げようとする。「大統領は、いくつものことを同時にできなければならない」という信念があるからだろう。

しかしこのような態度では、「大統領は、本当は何がしたいのか」が見えにくくなってしまふ。オバマはいろいろな課題について、それぞれいいことは言うのだけれども、本人が心の底からそう思っているのかどうか分からない。オバマ自身の優先順位が見えないのである。敢えて邪推を交えて言うならば、彼は自分が偉大な指導者として名を残すことが目的なのであって、個々の政策に対する関心はさほど深くないように見える。

医療保険の問題においても、実現に向けて多くのことを語ったが、どんな改革を目指しているのかという具体論が少なかった。争点となった公的保険制度（Public Option）についても、それが必要かどうかという彼自身の考え方はなかなか表明しようとしなかった。とにかく法案を通して、「自分はこれを実現した」と誇りたいだけなのであって、中身に対するこだわりは薄いのではないか。さらに言えば、オバマが医療保険改革を目指したのは、たまたま上院で民主党が60議席という安定多数を握っているから、今なら歴史的な偉業を達成できるかもしれない。クリントンが失敗したことを自分が達成できる、という個人的な功名心が動機だったのではないか、という見方もできる。

国民の側からみれば、雇用状況のような身近なところで経済が好転しておらず、さまざまな不満があるにもかかわらず、それらを放置して中長期の大きな課題に挑もうとする大統領は野心的に過ぎ、自分たちのことを分かってくれない指導者ということになる。特に2008年選挙でオバマを支持し、当選の原動力となった無党派層にとっては、オバマは所詮、リベラルな政策を追い求めて、「大きな政府」を目指す古いタイプの政治家に見えたのではないだろうか。

景気浮揚か、財政再建か、二兎を追うか？

金融危機の歴史をくまなく検証したケネス・ロゴフ教授は、「金融危機の後には財政危機が訪れる」と説く。この法則は日本でも欧州でも、そして米国でもきれいに当てはまる。

2010年の予算教書によれば、連邦政府の財政赤字は1.41兆ドル（09年度実績）1.55兆ドル（10年度予想）1.26兆ドル（11年度同）と3年連続で1兆ドルの大台を突破する見込みである。対GDP比の赤字の規模も、10%前後にまで膨れ上がる。これは対ソ冷戦のために軍事費が拡大したレーガン政権時や、イラク戦争と減税で赤字が拡大したブッシュ政権時をはるかに上回る水準である。

ただし「ケインズ政策・命」のオバマ経済チームとしては、これは**想定範囲内**であつただろう。バブル崩壊後に経済が極端に冷え込んでいる状態では、景気対策のための財政支出、税収の減少などを通し、民間部門の赤字を政府部門に移し変える作業が欠かせない。ここで出口政策を急ぐと、景気は再び悪化してもとの木阿弥となってしまう。

クリスティーナ・ローマーCEA 委員長は、2009年6月18日号の”The Economist”に「1937年の教訓」という論考を寄稿している。ルーズベルト大統領の1期目の経済パフォーマンスは良好で、GDP成長率は年平均9%、失業率も25%から14%に減少していた。しかし当時の政府は出口戦略を急いだために、1937~38年の不況を招いてしまった。重要なことは、短期の財政支出拡大と長期の財政再建を組み合わせることである。景気刺激策が終了する2011年には、GDP比2%程度の財政収縮が生じることも警戒すべきだと指摘している。

しかし国民の側から見れば、大規模な景気刺激が行われているにもかかわらず、雇用をめぐる状況はさほど改善していない。これでは、何のために巨額の資金を投入しているのかが分からない。さらに医療保険改革には、今後1兆ドルものコストがかかると言われている。そうすると、今まであまり考えていなかった財政赤字への懸念が強まってくる。長期金利はむしろ低下しているのに、「将来の世代にツケを回す」ことへの批難が強まるという構図がある。

2009年の夏頃から、全米各地で「ティー・パーティー」と呼ばれる保守派の運動が広がり始めた。綱領も指導者もない自然発生的な草の根運動だが、反増税、反財政赤字を訴え、急速に勢力を伸ばしている。彼らの運動の盛り上がりは、米国民の中にある「大きな政府」への懸念や反発が、いかに根強いものかをあらためて知らしめた感がある。ティー・パーティー運動は、2010年11月の中間選挙でも相当な影響力を及ぼすと見られている。

オバマ政権は、さまざまな形で財政再建へのプレッシャーを受けつつある。しかるに早過ぎる出口戦略に踏み切ってしまうと、1930年代の大恐慌時代や、1990年代の日本と同じ失敗を繰り返すことになりかねない。

日本の経験に当てはめると、今の米国経済はちょうど2000年秋の情勢と重なってくる。当時、「オプチノミクス」による大盤振る舞いにより、景気は緩やかな回復途上にあつた。しかし、赤字国債の大量発行への批難が高まり（今に比べればはるかに少ない水準であつたが）、ときの森喜朗首相に対して加藤紘一元自民党幹事長は「（景気浮揚と財政再建の）二兎を追うべし」と迫った。いわゆる「加藤政局」の始まりである。

結果論になるけれども、この時点での財政再建の主張は早過ぎた。翌2001年になると、ハイテクバブルの崩壊に「9/11」事件が追い打ちをかけ、世界の景気は大きく崩れてしまう。ここで日本の経験から何らかの教訓を引き出すならば、経済政策はとにかく首尾一貫していなければならない。小涍流のケインズ政策でも、小泉流の構造改革路線でも、とにかく徹底するべきである。途中でブレることは最悪の結果を招く。

ということは、オバマノミクスも今は徹底して続けるべきなのだが、そのことは政治的に困難になりつつあるのが現状である。

相次ぐオバマノミクスへの異議申し立て

今やオバマノミクスへの異議申し立ては、内外で高まっている。先のカナダでの G20 会合では、成長重視を唱える米国は孤立してしまった。ドイツやフランスは言うに及ばず、カナダや英国までもが緊縮財政論の先頭に立った。米国大統領がサミットで孤立するのは、めずらしいケースといえる。

国内も同様であり、有権者の「反・大きな政府」機運に乗じ、共和党だけでなく民主党のブルドッグ派議員たちも「緊縮財政」を唱え始めている。大型景気刺激策が 7870 億ドル、その後の追加分を加えると 8620 億ドル、医療保険制度改革に 1 兆ドル、さらに補正予算も、となれば、今後の予算編成にブレーキがかかるのも当然だろう。

さらには政権内にも「異変」が生じている。これまでオバマ経済チームの一員として、ホワイトハウスで予算編成の実務を担ってきたピーター・オルザクが、OMB 局長を辞任することとなった。中間選挙前のスタッフの交代はめずらしいことではないが、今まで「部下の離反」が極端に少なかったオバマ政権としては目を引く人事である。オルザクは「財政タカ派」の一人であっただけに、サマーズ NEC 委員長との衝突が原因であったとの観測が流れている。先のマクリスタル司令官の更迭に見られるように、今まで「鉄の結束」を誇ってきた「チーム・オバマ」にも、そろそろ限界が見え始めたようだ。

それではこれからのオバマはどうなるのか。

6 月 15 日、オバマは BP 社の石油流出事故に関するテレビ演説を行い、BP に対して損害賠償を求めると同時に、「クリーンエネルギー政策の必要性」を訴えた。この辺がいかにもオバマ流で、自分に都合のいいストーリーを作っている。オバマはいつも大きな物語を語ろうとするけれども、国民の側はそれに食傷気味なのである。

オバマを当選させたのは、雄弁という「言葉の力」であったが、そもそも言葉とは行動と一緒にってはじめて信用を生み出すものである。国民が政権の成果を感じていない中では、いくら感動的な言葉を積み重ねても大統領への信頼は生まれまいだろう。

たとえ小さなことであっても、「自分はこれをやった」「あなたの暮らしには、こんなプラスがあった」という事例を示さない限り、支持率の改善は期待できないのではないだろうか。その意味では、雇用対策のように国民に身近なところで目に見えるところで、着実に成果を挙げることが肝要だといえるだろう。

結論としてオバマは、「マネージャーとしては優秀だが、リーダーとしては大風呂敷に過ぎる」ところがある。つまり、「着眼大局」という点は良いのだが、「着手小局」を実践しなければならぬ。実務能力の高さを考えれば、それは決して不可能なことではないだろう。求められるのは、彼自身の手法の「チェンジ」である。

こんな本が出ましたので、ご紹介まで。筆者は第5章を担当しています。種明かしをしますと、今週号の内容は一部、本稿が下敷きとなっております。どうぞよろしく。

『オバマ政権はアメリカをどのように変えたのか～支持連合・政策成果・中間選挙』

吉野孝 + 前嶋和弘編著 (早稲田大学・日米研究機構)

<http://www.amazon.co.jp/gp/product/4887139934>

単行本：238 ページ 出版社：東信堂 (2010/07) 価 格：2730 円

プロローグ：吉野孝

第1章：オバマ支持連合の政策選好：政権運営へのインプリケーション 飯田健

第2章：オバマ政権と連邦議会：100日と200日とその後 松本俊太

第3章：オバマ政権のメディア戦略と世論：「ゴーイング・パブリック戦略」の終焉？前嶋和弘

第4章：特使外交：問われる司令塔機能 高畑昭男

第5章：経済危機対策：1年目の経済施策を振り返って 吉崎達彦

第6章：人権関連政策：「脱人種」路線をめぐる 渡辺将人

第7章：医療保険改革：対立を超えて歴史的立法の実現へ 武田俊彦

第8章：オバマ政権1年目の評価と中間選挙 吉野孝

< 今週の”The Economist”誌から >

"Don't flunk this one"

Leaders

「欧州の銀行～しくじれないテスト」

July 17th 2010

* 今週7月23日には欧州91行へのストレステストの結果が発表されます。鬼が出るか、蛇が出るか。”The Economist”誌は相変わらず辛辣です。

< 要約 >

2009年の米国のストレステストは、ウォール街のパニックを終わらせる効果があった。連銀は各行の不良債権を精査し、足りない銀行には資本増強を強制し、公的資金も入れた。

欧州もまた7月23日にそのひそみに倣う。だが米国のそれが軍隊式だったのとは違い、欧州では混乱した状況で行なわれる。残された日数は少ないが、規制当局の努力が続く。

ストレステストは確かに必要だ。銀行はお世辞にも透明なものではない。自動車会社の貸借対照表に穴が空いても、それで工場が消えるわけではない。銀行も同様で、規制当局が極秘裏にダメな銀行と接したがるのも無理からぬところがある。しかし既に広範囲に信認が失われている状態では、すべてを明るみに晒すほかはない。日本では2002～03年にゾンビ銀行が不良債権を公表した。そして米国ではそれが昨年だった。

欧州もまた同様な地点にある。国際的な借り入れができなくなっている銀行もある。南欧の問題債権を有しているのではないか、バブル期に貸し過ぎたのではないかといった懸念があるからだ。そして「伝染」の懸念が他行の借り入れコストを上げる。欧州大陸の銀

行は間接金融主体なので、信認が回復しないと貸し渋りが起きる。そのため各行は、中央銀行や政府に債務繰り延べを迫る。これでは景気の二番底も恐れなしとはいえない。

仕事量は膨大だ。欧州の銀行システムは米国よりずっと大きい。ウォール街は19行だったが、今度は91行がテストされる。政治事情が困難に輪をかける。米連銀のような単一機関がなく、テストは欧州委員会、ECB、それにCEBSという特殊法人により実施される。

一貫性や信頼性は犠牲になりそうだ。ドイツの銀行は政府の支援があるからなおも低利借入れが可能であり、テストは大丈夫とのお墨付きを得ている。テストはまた、銀行の試算査定の課程で、ソブリン・デフォルトの問題をごまかしてしまうかもしれない。しかも米国と違い、欧州では資本の定義を緩くしたが、市場の見方はそれとは真逆である。

これらの欠点を直そうにも手遅れだ。といてテストを帳消しにすることもできない。テストが成立するためには3つのことが必要となる。まず通らない銀行が出ること。「100%安全」では、質問が甘かったことになる。幸い、テストは最終局面で厳しくなった模様。

第2に、ソブリン・デフォルトのリスク計算は政治的に不可能だとしても、各行の資産内容は細部まで公開されるべきである。サブプライムのとときと同様、リスクを過小申告する銀行があるかもしれない。投資家がもっとも懸念するスペインでは、公的負債は小さいものの、貯蓄銀行が救済可能かという懸念がある。スペインは欧州の新救済基金を利用できるとはいえ、規制当局と政治家は言葉だけでなく行動で支援を示さねばならない。

最後にストレステストは上手に演出されなければならない。米国のテストは厳密であり、規制当局の技術を見せつけた。欧州は何はさておき、91行の結果公表で混乱してはならない。各国政府が結果に知らん振りしたり、不良行への資本注入を渋ったりするのは論外である。テストは単に不要だった、というのみならず、ヤブヘビにもなりかねない。

< From the Editor > 参院選後の政治情勢

あらためて7月11日の参院選の結果を振り返ってみると、「合計121議席のうち、二大政党が足して90議席台を取る」という構図はまったく変わっていないのですね。みんなの党の躍進が目立ったり、共産・社民党の退潮があったりしましたが、やはり国会の主役は二大政党。そして有権者は、「参院選では与党にお灸を据える」傾向がありますから、なかなか衆参で多数を持つ安定政権はできにくいのです。

2001年参院選：民主26議席 + 自民64議席 = 90議席

2004年参院選：民主50議席 + 自民49議席 = 99議席

2007年参院選：民主60議席 + 自民37議席 = 97議席

2010年参院選：民主44議席 + 自民51議席 = 95議席

とはいえ、せっかく「2013年夏まで選挙がない」状況があるのに、ここで政争に明け暮れたり、無為に過ごしたりするのももったいない話です。これはもう二大政党による大連立しかないのではないかと。そこでこんな提案を考えてみました。

- (1) 民主党と自民党は、向こう2年間の期限を切って連立政権を組む。議席的には十分過ぎるので、2大政党のみの連立とする。これは超安定政権となる。
- (2) 優先する政策事項は、景気回復、財政支出削減、行革および公務員制度改革、年金制度改革などの4~5項目に絞り込む。向こう2年を「経済成長と財政再建のための特別期間」と位置付け、増税以外のあらゆる手段を取る。
- (3) それ以外の政策課題はすべて「凍結」する。どの道、参院を通らない法案は成立しないのだから、郵政見直し、高速道路無料化など、昨年の総選挙における民主党マニフェストはほとんどお蔵入りとする。子ども手当は今の金額で固定する。
- (4) 税制については、とりあえず法人減税をこの秋を目処に実施するが、消費税については議論を行なうにとどめる。
- (5) 2年後の2012年夏になったら連立は解消。2013年夏に予想される衆参ダブル選挙に向けて、二大政党がヨードンで競争する。

このプランの最大の長所は、「とにかく2012年夏まで選挙を気にしなくて良くなる」ことです。向こう2年間、心置きなく経済政策に専念できるのであれば、これは日本経済にとって滅多にないチャンスというもの。ついでに言えば、「あんなこと約束しなきゃ良かった」と、今では後悔しているマニフェストも棚上げできてしまう。

でも、今の民主党首脳部が上記の条件を呑めるかと言えば、そこは限りなく難しい。党内もしばらくは収まらないでしょう。ここは誰かが水面下で動かねばならない。坂本龍馬が登場するとしたら、今をおいてほかにないのです。薩長同盟が必要なことは、あの当時は誰もが分かっていた。でも、「アイツが言うなら仕方がない」と思わせることができたのは、ただ一人龍馬だけであった。さて、どうでしょう。

* 次号は2010年8月6日(金)にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com