

### 金融危機拡大から公的資金による対応へ

大手金融機関の破綻をきっかけに金融危機拡大への警戒が強まったが、政府による積極的な対応期待によって深刻な金融危機への警戒は一旦収束に向かい始めた。9月15日に米証券第4位のリーマン・ブラザーズが連邦破産法11条に基づく会社更生手続きの適用を申請した。同日、BOA(バンク・オブ・アメリカ)と米証券第3位のメリルリンチとの合併が発表された。翌9月16日にはAIG(アメリカン・インター・ナショナル・グループ)が損失の拡大、格下げによる追証の発生による資金繰りの悪化から破綻懸念が強まるもと、FRBの融資による救済が決定した。18日には主要6カ国中銀によるスワップ協定が決定された。さらに、同日夕刻には公的資金による不良資産買い取り機関構想が発表された。このような環境のもと、株式市場は急落後、急騰するなど、世界的に金融市場は不安定な動きを続けている。

### 想定外のリーマン破綻

リーマン・ブラザーズの負債総額は6130億ドル、資産規模は6390億ドルで2002年のワールドコムを上回る過去最大の倒産となった。これを受け15日のNYダウは500ドル以上急落した。BOA、バークレイズがぎりぎりまで買取交渉を行っていたが、リーマン・ブラザーズの保有する資産の買取後の価格下落に対して政府保証を受けられなかったため買取から撤退した(破綻後、リーマンの一部門をバークレイズは買取)。

ポールソン財務長官は政府によるリーマン救済は全く考えていなかったと発言した。3月に倒産危機に陥ったベア・スターンズは救済されたが、証券第5位のベア・スターンズよりも資産規模の大きかったリーマン・ブラザーズを救済しなかった背景としては、3月にベア・スターンズが救済された時には突然の流動性危機だったため破綻すれば金融のシステムリスクがあったこと、当時は救済の枠組みがなかったが今回は十分な流動性供給策が実施されていること、問題を認識してから半年過ぎておりリーマン・ブラザーズ自身、またその取引相手、市場に対応する時間的な猶予があったこと、等が挙げられよう。

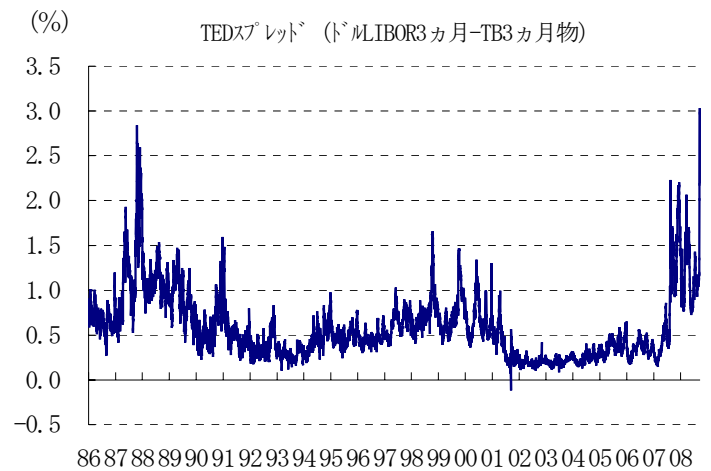
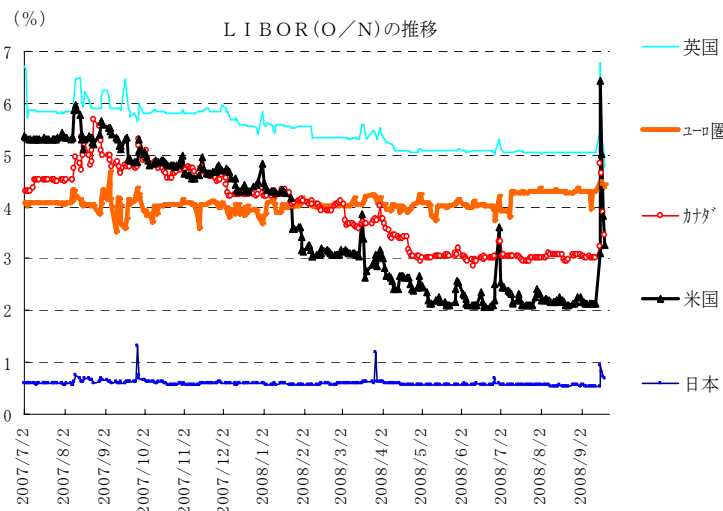
### AIGは救済

翌16日には、リーマンの破綻によって支払い負担が急増するAIGに対してFRBが850億ドルの貸し出しを行い救済することが決定された。FRBの既存の権限(13条3項)による期間2年の連邦融資となる。850億ドルの融資は子会社で完全に担保保全されていること、金利が3ヵ月LIBORに850bp上乗せされることから、損失になる可能性は小さい。また、米政府が79.9%の株式を将来保有することができる権利を持つ。ただし、直に株式を取得する訳ではない。普通株および優先株の株主への配当支払いへの拒否権を行使する権利を有する。GSEのような公的管理ではなく、国有化でもないが、今回の決定によってAIGの経営者は交代し責任を明確化するように、経営者、株主もある程度の責任をとらされることになった。

リーマン・ブラザーズが救済されず、A I Gは救済された背景としては、現状下でのA I Gの無秩序な破綻は既に深刻なレベルの金融市場の脆弱性を一段と悪化させ、借り入れコストの大幅上昇、家計資産の減少、経済活動の著しい鈍化に繋がること、A I Gは多くの企業や金融市場に幅広く関与していること、等があった。62兆ドルとみられる巨大なCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場で売り手として大きな存在となっていたため破綻すると、購入者も巨額な損失にみまわれる可能性や、A I Gが130カ国以上で保険を販売しているため、破綻すればグローバルに金融市場、経済に大きな悪影響を与えるリスクがあった。さらに、投資銀行と保険という業態の違いも大きい。リーマンは預金業務を持っていないため、家計への直接的な影響はでない。一方、保険会社の破綻は直接家計に影響するため経済への悪影響が大きくなるリスクがあった。11月に大統領・議会選挙を控え、一般市民への影響の大きさが政策対応で考慮された可能性が高い。

**損失規模は依然不透明なまま**

今回のリーマン・ブラザーズの経営破綻は当局が全ての大手金融機関を救済する訳ではないことを示した。これはモラルハザードを防ぐ効果が期待できる一方で、信用不安がある金融機関にからむ取引でのリスクプレミアムの上昇、経営不安から、投資家は疑心暗鬼の状態になり株が下落した。さらに、相次ぐ大手金融機関の経営悪化によって民間金融機関が他の金融機関への融資に慎重になったためL I B O Rが急上昇し、Ted スプレッドは1987年10月の水準を上回り過去最大となった。



**LIBORは落ち着き始めたが信用不安の残存によって高止まり**

銀行間の短期取引金利の上昇を受け18日に日米欧主要6カ国の中央銀行【FRB、ECB（欧州中央銀行）、日本銀行、BOE（イングランド銀行）、BOC（カナダ中央銀行）、スイス国立銀行】は米ドルスワップ協定を結んだ。日銀、BOEとBOCが新たにFRBとスワップ協定を締結し、日銀は600億ドル、BOEは400億ドル、BOCは100億ドルのドル資金を調達する。すでにFRBとの間で協定を結んでいるECBとスイス国立銀行は資金供給枠を拡大する。ECBは供給量をこれまでの最大550億ドルから同1100億ドルに、スイス国立銀行は同120億ドルから同270億ドルに拡大する。総額2470億ドルのスワップ協定となり、LIBORも落ち着き始めたものの、信用不安から高い水準にとどまっている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## リーマン、AIGが らみの損失拡大

リーマン関連の取引で世界的に損失が顕在化している。リーマン債によって一部のMMFが損失を出したことを受けMMFから資金が流出した（9月17日に過去最高の892億ドルの資金がMMFから流出したと推測されている）。リーマンへの投資資産が事実上凍結され、回収の目処が立っていないヘッジファンドもある模様である。

今後もリーマンが絡んでいるデリバティブ取引での不履行、株式関連商品・不動産投資等の持ち高整理、CDS等の売却・デフォルトの発生に加えて、リーマン、AIGの両社が関連するCDOの格付けの引き下げ、両社の資産売却に伴う資産価格の下落、これらによる取引金融機関の損失拡大など先行き不透明感は払拭できていないため、信用不安が再燃し易い。米国商業銀行をはじめとする金融機関は、景気低迷に伴うプライム向け住宅ローン、消費者ローン、自動車ローン、商業不動産向けローンなどでの評価損の計上に加えて今回のリーマン・ブラザーズの破綻に伴う金融資産の価値下落による追加の評価損・実現損失の計上を迫られよう。このため、9月に続き、商業銀行の決算が発表される10月も信用不安がさらに強まる可能性がある。

## 現在の対応では金融 危機が長期化するリ スク

政府の金融危機への対応はリーマンが破綻してからの市場の反応をみて大きく変化した。16日のAIG救済後も信用不安が残存するもと、18日に米政府は公的資金を使用した一歩踏み込んだ政策を発表した。流動性の供給拡大策や空売り規制などの実施に加えて、ポールソン財務長官は「資本市場のシステミックリスクや緊張に対応するための措置」、「米金融機関のバランスシート上にある非流動性資産への対処を目的にした立法化を義務付ける包括的な取り組みについて話し合った」と公表した。

大恐慌以来最悪の金融危機が続くなかで、これまでのような個別企業ごとでの対応では11月の大統領選挙を前に景気が一段と悪化するリスクがあり、その場合与党の政策を支持している共和党候補者に不利になるため、今回のタイミングで提案されたと考えられる。

翌19日には金融安定化対策の大枠が発表された。主な内容は銀行や証券会社などの金融機関が保有する不良資産を公的資金で買い取るための新制度の創設とMMF市場の救済が柱。19日の株式市場がオープンする前に、MMFの払い戻しを保証するため、政府はESF（為替安定基金）を使って最大500億ドルの金融支援措置を取ることが明らかになった。FRBも政府を支援する形で新設したばかりの緊急融資制度を拡大するとしている。さらに、FRBは19日同国政府が発表した新たな金融安定化措置に基づき、銀行に対して子会社のMMFから資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）の購入を認めたと、銀行の自己資本比率には影響を与えないとしている。さらに、MMFの投資家を金融市場の混乱から守るため、FRBがABCP購入のための融資を銀行に提供する。FRBの声明によると、対象となるのは米国の企業が発行したドル建ての最高格付けを付与されたABCPである。この対象となるMMFが有するABCPの総額は約2300億ドルになる。

また、株価の急落に歯止めをかけるためSECが19日に金融株799銘柄の空売りを一定期間禁止すると発表した。空売り禁止の規則は即日発効し10月2日まで有効。さらに、今後空売り禁止の対象となる金融株を増やすなどの修正が加えられる可能性がある。

20日に米政府は米国で活動する内外金融機関から7000億ドルの不良資産を買い取る権限を付与するよう米議会に求めた。買い取る不良資産は、住宅ローンと住宅ローン担保証券、商業用不動産ローンの関連資産に加えて、バーナンキFRB議長との協議の上、金融市場の安定に必要と判断したその他の資産。21日には買取の対象が拡大され自動車、学資ローン、クレジ

ットカード債権も追加される見通しとなった。9月17日以前に発行・組成された証券などに限定される。この買取のため、国債発行限度を現在の10兆6150億ドルから11兆3150億ドルに引き上げる。米財務省が新たな権限を行使してから3カ月後に、長官は議会に状況を報告、それ以降は6カ月ごとの報告が義務付けられる。米財務省は不良資産を買い取るために専門家を雇い入れる予定だが、不良資産の買い取りは最も低い価格を提示した金融機関が対象となるように、入札方式で実施される。

今週中に下院で法案を可決する予定であるが、法案の成立は10月までかかる可能性もある。公的資金のコスト、買取方法の内容次第では製造業が基盤の地域選出の議員などから反対される可能性があるためだ。また、経営者の責任が不明瞭である点なども問題にされる可能性があり、予断を許さない状況である。

ペロシ下院議長は声明で、「金融市場への対応を迅速にするために、民主党はブッシュ政権と協力していく」としたが、「民主党は住宅の差し押さえの抑制などを求めている方針」としており借り入れ側の救済策も加えようとしている。バイナー下院共和党院内総務は今回の提案を検討しているとしながらも、それを支持するかどうか明言せず、「米国民はわれわれが置かれている状況に怒っており私もそうだ。納税者を保護するためあらゆる措置を取る必要がある」とした。シューマー上院議員は米議会が早ければ26日に法案を可決する可能性があるが、納税者が株主や債券保有者などよりも優先されることを確実にするため納税者の保護を盛り込む必要があると指摘するなど、審議が遅れるリスクがある。

## 財務省が不良資産を 買取へ

今回の金融安定化措置は金融市場を短期的に安定させるとみられることから、短期的な対策としては評価できよう。それでも問題点が多数あり今後の対応を誤れば、不良資産の買取策が機能しないリスクがある。まず、破綻した金融機関からの買取ではないため、財務省に非常に低い価格で売却されれば、金融機関の損失が拡大し業績が悪化する。このため、不良資産の売却が進まない可能性がある。また、政府が不良資産で複雑な仕組み債を入札の結果高値で買取れば、住宅ローンの差し押さへの増加や不動産価格の下落に歯止めがかかるまで、損失が拡大し、財政赤字の増加に繋がるリスクがある。不動産市場を改善させ、住宅ローンの差し押さを減少させる必要があることから、財政による不動産市場の下支え、失業率の上昇に歯止めをかけるための景気対策、借り換え促進策・不履行対策を行う必要がある。

RTC（整理信託公社）は破綻したS&Lを国有化しその財産処分を行った。1995年末までに900億ドルの公的資金が投入されたといわれるが、住宅ローンそのものだったため資金の回収も容易だった。しかし、今回買い取るのは複雑な証券化商品であり、回収には時間がかかろう。さらに、銀行はオフバランス化した巨額な債権を抱えており、買取に必要な資金が7000億ドルを上回るリスクがある。

当社では2009年半ば頃までは住宅価格の下落が続くと予想しているが、少なくともそれまでは今回の金融不安は続く可能性が高い。損失の拡大が続き、融資が引き締められた状態が持続し、金融機関の破綻が起きる可能性があるため業界再編が続くと予想される。今回の対策では資本不足への対応がないため、抜本的な解決策にはならないだろう。このため、信用不安は再び強まり、今後も追加の対策が必要となる可能性が高い。米国商業銀行をはじめとする金融機関は、景気低迷に伴うプライム向け住宅ローン、消費者ローン、自動車ローン、商業不動産向けローンなどでの評価損、売却損の計上によって、資本不足に陥るリスクがあり、公的資金による資本注入が必要となる可能性もある。

## 金融逼迫で景気に下振れリスク

今回の混乱拡大を受け実体経済の下ぶれリスクが強まった。質への逃避による長期金利の低下、景気低迷懸念によるエネルギー・商品価格の下落といったプラス面があるものの、LIBORの上昇によって、これが基準金利になっている家計、企業の借り入れ金利が上昇した。さらに、株価の下落など金融市場の混乱によって、信用コストが上昇し、米国を中心に各国で金融が引き締まったことから、世界経済へのマイナスの影響は回避できず、世界景気の減速感が一段と強まろう。

今後の政府対応による金融市場の反応次第で悪影響が大きくも小さくもなるが、資本不足に陥る可能性が高いとみられ、カウンターパーティーリスク、業績悪化から与信管理の厳格化が続き、信用コストを押し上げるとみられる。このため、消費、投資は抑制され2008年10～12月期以降の成長率が下ぶれると予想される。このような状況のもと、利下げが実施される可能性が高い。信用不安によって過去のような利下げ効果が期待できないものの、銀行の利ざや拡大、ドル安効果による景気下支え効果が期待できるためだ。また、景気対策としては新政権発足後に税還付、インフラ投資などの財政政策が行われると予想される。ただし、これらの政策が実施されても、政策のタイムラグなどから2009年前半にかけて景気低迷が続く公算が大きい。