

リーマン破綻で急展開する金融再編

発表日：2008年9月16日（火）

～大手金融機関の破綻は先が見えないリスク～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

リーマン・ブラザーズがチャプター・イレブンを申請し、再建過程に移行した。その損失確定の余波が他金融機関に波及するリスクは予断を許さない。米財務省は、各金融機関との緊急会合を持って、破綻回避を模索したが、それには成功しなかった模様である。実際に金融機関を破綻させたことで、各種市場にリスクプレミアムが現出するのが怖い。また、バンクオブアメリカがメリルリンチを救済合併するという急展開もある。AIGは、NY連銀に緊急融資を要請している。

本当に起こってしまった破綻

全米4位の証券会社リーマン・ブラザーズが、連邦倒産法11条（チャプター・イレブン）の適用を申請することが決まった。法的には事業継続がされるとなっているが、管財人の管理の下で資産処分・取引に制限がかかる。日本法人は、資産保全のため一定期間の業務停止が行われる。早晚、保有資産の売却が進んで、事業解体へと向かう可能性がある。デリバティブの取引契約などではデフォルト扱いになり、広くポジションの清算が行われるだろう。

本当に破綻が起こってしまったので、金融市場では、社債のクレジット・スプレッドやCDSのプレミアムが拡大する可能性が心配である。破綻が大手の投資銀行（証券会社）であるのは実によくない。未知の破綻事例が顕在化することの悪影響は、誰もが想像しえない。これまでは、そうした破綻の有形無形の損害が広範囲かつ甚大に広がらないようにするために、米財務省が引き受け先を探していた。しかし、その交渉が失敗に終わったことで、金融市場は未知なるリスクにチャレンジすることを余儀なくされている。

各国中央銀行は、リーマン破綻が流動性リスクを高めることを警戒して、短期金融市場に大量資金供給を行っている。FRBにはすでにプライマリー・ディーラー向け貸出やTAF、TSLFのような資金供給手段を用意し、今回も万全を期する構えである。大手金融機関10社は、700億ドルの共同基金をつくり、資金繰りに滞りがないように、資金融通を行うことを決めている。

使われなかった公的資金

リーマン・ブラザーズ破綻は、救済交渉の過程で財務省が公的資金を使った支援に消極的だったからだと言われる。財務相が公的資金をためらった理由は、リーマン問題のタイミングの悪さと関係するだろう。9月8日には2つの住宅公社を政府管理の扱いにして救済が行われている。リーマン救済は、運悪くその直後だったので、住宅公社と同様には公的資金を出せなかった。財務省は、住宅公社救済は公的管理であり、リーマン救済は民間同士の処理に任せるという線引きをして、むしろ公的資金の活用に一定の節度を示したかったのだろう。

リーマンの経営悪化問題は、9月11日に韓国産業銀行による出資交渉が決裂したによって、端が開かれた。翌12日には、財務省がすみやかに主要金融機関を集めて緊急会合を開いている。そこでは、財務省がリーマン・ブラザーズの引き受け先を巡って激しい交渉が行われたと推察される。救済候補の金融機関は、その場で公的資金の援助を求めたが、財務省はそれに二の足を踏んだのだろう。財務省は、何でもかんでも公的資金というイメージが広がれば、11月に大統領選挙を控えて納税者の反感を買うと考えたに違いない。ベアー・スターンズ、住宅公社と相次

いで救済に公的資金が使われると、先行き民間金融機関がリスクを覚悟して経営悪化先を支援しなくなるという自助努力の欠如が起こるかもしれない。これはモラルハザードへの懸念である。そうすると、今後の金融機関の救済・処理の過程で、米政府が掲げてきた最小コスト原則もうまくいかなることが懸念される。

なぜ、交渉決裂になったのかは、いぶかしうところである。米当局が緊急会合を開く対応は、ちょうど10年前のことである。1998年9月にLTCM処理に、NY連銀のマクドナーが金融機関を集めて、14金融機関が奉加帳方式で36億ドルを負担した。そのときは、公的資金を使わない交渉が成功して、現在でもそのマクドナー氏の采配は伝説になっている。

それなのに、今回は肝心の交渉が財務省の躊躇によって最後にもつれた。図式を整理してみると、交渉はゲームに例えられる。プレーヤーは、530億ドルの不良債権を抱えるリーマン・ブラザーズから、できるだけ優良資産だけを買取りたいという救済金融機関と、できるだけ不良資産も含めて買い取ってほしいと考える財務省である。両者には2つの動機が隠れている。ひとつは、リーマン・ブラザーズが最悪の事態を迎え、破綻扱いになったときに二次損失が広範囲に拡散することを恐れて、丸く治めたい財務省・金融機関の動機と、もうひとつは、損失穴埋めになるべく公的資金を使いたくない財務省の動機である。わかりやすいのは、図式を、ハイジャックが人質をとって警察と身代金を要求している交渉に置き換えて考えることである。警察＝財務省は、なるべく身代金を支払わずに、人質の解放（民間の救済合意）を実現したいと考えている。犯人は、なるべく人質には危害を加えずに、身代金がほしい。こうした交渉は、非ゼロ和のチキンゲームである。チキンゲームで両プレーヤーが利得を最大化する戦略は、相手に人質解放の意図が乏しいと信じさせて、相手を弱気にさせることである。人質ゲームが悪い流れになったのは、両者の戦略が、最悪の事態が近づくまで問題解決の手の内を明かさず、解決を遅らせようという動機を持っていることだ。相手の妥協点が読めないときに、チキンゲームでは、最悪の事態が本当に起こってしまう。

今回、リーマン・ブラザーズが救済されなかったのは、財務省が民間金融機関の苦しい台所事情を読みきれなかったのか、あるいは民間金融機関が、財務省が公的資金を使いたくないという強い意志を読み切れなかったのか、どちらかであろう。

ベアー・スターンズのときとの相違

2008年3月には、米証券会社第5位のベアー・スターンズが救済された。このときは、JPモルガン・チェースが合併に名乗りを挙げ、FRBから290億ドルの特別融資を原資にして再建を決めた。この290億ドルの融資にはJPモルガンへの損失補てんの約束があったとされ、これは間接的な公的資金による救済であったという見方がある。今回、米証券会社第4位のリーマン・ブラザーズの救済に、公的資金が使われないのは、なぜかという疑問が出てくる。

今回と3月危機との相違点は、まずベアー・スターンズの資金繰り難が突然表面化して、先が見えないリスクであったことである。市場の流動性リスクは、突然死によってデフォルトが起これば、急拡大する特性がある。システムミック・リスクを遮断するために、中央銀行が資金提供することは、「最後の貸し手」ルールに適合する。建前は、ソルベンシー（支払い能力）の保全ではなく、リクイディティ（流動性）の提供なのである。

また、金融システム問題が、当時はサブプライムローンの劣化によるモーゲージ関連の証券化商品の損失であったのが、現在はマクロ問題に変わってきている。米国の雇用悪化が、個人の債務負担能力を低下させ、商業用不動産も景気悪化を受けて値下がりを行っている。リーマン・ブラザーズが保有するCMBS（商業用不動産担保証券）の下落も、じりじりと悪化する地価・景気の影響で損失を広げた側面がある。こうした場合、リーマン・ブラザーズを公的支援で救済すると、今後、マクロの悪化を原因に、経営悪化金融機関を次々に政府が救済していかなくてはならなくなる。傷口が広がり過ぎたときにも、公的資金が封印されるという困難が付きまとう。

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。

相次いで進んでいく金融再編

驚くべき展開は、リーマン救済の候補として名前が挙がったバンクオブアメリカが、米証券会社第3位のメリルリンチを救済合併することを決めたことだ。バンクオブアメリカは、リーマン・ブラザーズの有力引き受け先とみられていただけに、急転直下という印象が強い。これは、リーマン・ブラザーズの救済が何らかのかたちで一段落しても、次に問題視されるかもしれないという不安があって、先手を打って守りに入ったという解釈が成り立つ。市場全体が疑心暗鬼に包まれたとき、実体面で状態が悪化していなくても、悪い噂が危機の連鎖反応を起こす可能性がある。従って、ベアー・スターンズ、リーマン・ブラザーズと続き、さらにその次とされないように金融再編が進んでいくのだと考えられる。

同じタイミングで、保険会社大手のAIGも、FRBに緊急融資を申し込んだとされる。こうした金融機関の対応は、金融不安の第二幕（住宅公社問題を入れると第三幕）を先んじて予想するから、自らがセカンドベストの戦略を能動的に採ろうということなのだろう。

今後、FRBが利下げに踏み切るとか、財務省などの主導によって公的資金を活用する別の仕組みが、危機封印のために動員される可能性がある。