

サブプライム対策 共同基金M-LECの評価 ～流動性対策としての有効性～

発表日：2007年11月9日（金）

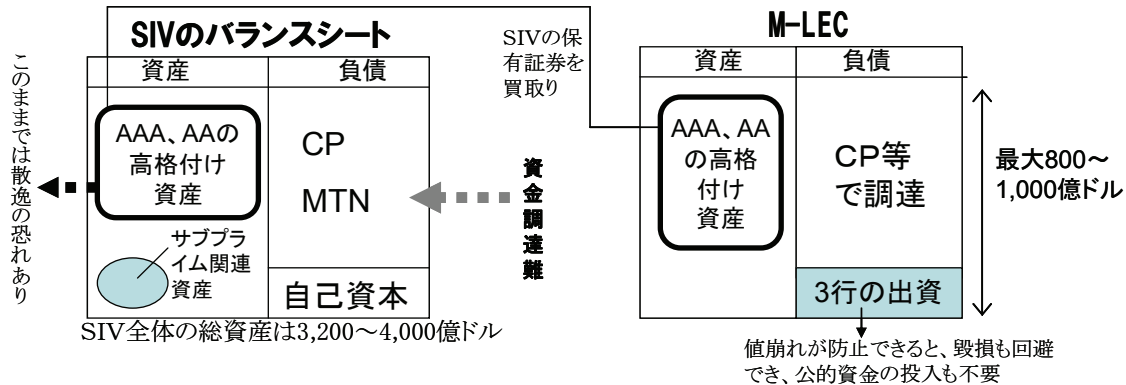
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

10月に米銀3行が共同基金M-LECを設立し、SIVから高格付けの資産に限定して買い取る方針を打ち出した。資産規模は800～1,000億ドルと、SIV市場の最大1/3に相当する。この仕組みは、市場の流動性危機に伴うSIV資産の散逸がスパイラル的に金融機関の損失を悪化させることを防ぐ目的がある。日本の場合、1993年の共同債権買取機構の経験があるので、しばしば機能が混同されてしまうが、M-LECは劣化した資産の買い支えや塩漬けといった目的ではない。誤解なしに考えると、この仕組みが流動性リスクがシステムティックに広がらないようにする一定の有効性を持ったものだとして理解できる。

高格付け資産を買い取り

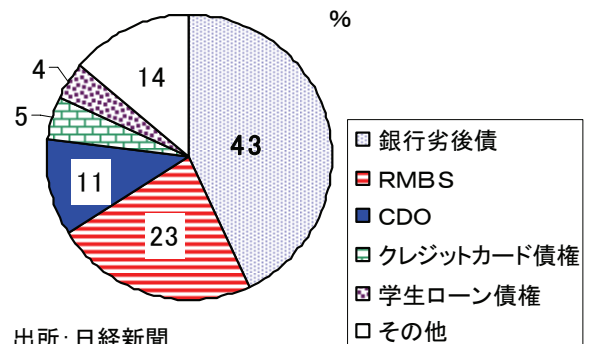
10月15日に、シティグループ、バンクオブアメリカ、JPモルガン・チェースの3行が、出資して共同基金M-LEC(Master Liquidity Enhanced Conduit)を設立し、サブプライム債権などを抱えたSIV(投資ビークル Structured Investment Vehicle)から保有資産を買い取ることを発表した。M-LECの設立は90日以内としており、早ければ年末にも設立される。

(図表1) 共同基金M-LECの機能



M-LECの仕組みは、3行が出資したファンドが市場から短期資金を調達し、SIVの保有資産を買い取る（図表1）。資産規模は、資金調達によって最大800～1,000億ドルにする目処を持っている。SIVの総資産規模が3,000～4,000億ドル（9月末3,200億ドル）なので、市場全体の最大1/5～1/3に相当するスケールになる。買取対象とする資産内容は、高格付けに限定され、かつ時価で買い取るとされている。S&PならばAAAかAA、ムーディーズならばAaa, Aaに限る。買取の対象とされるSIVの構成資産側の内容を見ると、4割が銀行の劣後債、その次に2割強がRMBS(住宅ローン債権)、1割がCDOになっている（図表2）。

(図表2) SIVの保有資産の構成



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。

眼目は流動性対策

M-LECの効果については誤解が多いように感じる。例えば、「買取対象が高格付けに限定される」ことに対して、BBB以下の低格付けを買わないと、値崩れしている市場の価格維持に貢献できないという見方がある。

しかし、SIV資産のうち、サブプライム・ローンを含んだRMBS、CDOは2~3%に過ぎない。M-LECが低格付けのRMBSやCDOを買い支えようとする、その損失はM-LECの出資金を毀損させる。巨額の公的資金を入れなければ、値崩れを防止できない。公的資金を入れようすると、責任論と相反して実行が困難になる。

誤解の出発点は、「信用リスクのある証券の買い支えではないか？」という先入観にある。問題の核心は、買い支えではない。現状、既存のSIVのバランスシートにサブプライム関連の資産（低格付けの証券）が部分的に含まれているために、SIVが発行するCPの資金調達が全体的に止まってしまっていることだ。これは、CPの買い手が、SIVの保有資産に対する強い不信感を持っていることに起因する。だから、SIVへの疑心暗鬼が金詰りを起こす。金詰りの状態は、資金の出し手がなくなる流動性危機なのである。

この金詰りを解消するにはどうすればよいか。それは、SIVの資産の健全性を市場全体に再認識してもらうことが重要だ。そのためには、SIVとは別に箱をつくって、既存のSIVから健全な資産だけを移し替える必要がある。その別の箱が、M-LECになる。従って、M-LECはBBB以下のような低格付けの資産を買ってはいけない。M-LECには高格付けの資産だけを購入しているという信認があるから、金融機関はM-LECの発行するCPなどの資金調達ができる。M-LECの役割は、SIVのバランスシートを濾過して、健全な資産内容につくり変えることである。SIVの資産は、M-LECによって健全な資産に限って買い取ってもらえるので、SIVを保有する銀行にとってはメリットは大きい。

筆者は、サブプライム問題とは、証券化市場でサブプライム関連債権を含んだ商品が存在することが、市場全体の不信感を呼んでいる問題だと理解している。例えて言えば、スープの中にゴミが入ったために、スープ全体が飲めなくなったようなものだ。スープが飲めるようにするには、スープを濾過して、資産内容の安全宣言をする必要がある。それがM-LECの眼目である。

流動性リスクが波及する下方スパイラル懸念

仮に、M-LECのようなフィルターがなかったとすると、どういった懸念が起こるのだろうか。

SIVの成り立ちは、資産側に銀行劣後債やRMBSのような長期資産を持ち、負債側ではCP、MTNのような短期調達でやりくりしている。運用・調達のミスマッチ構造がある。期日が到来したCPのロールオーバーができなければ、SIVは流動性不足に陥る。SIVの資金調達には部分的に銀行のバックアップラインが付いていて、CP調達は銀行が肩代わりすることになっている。ただし、その銀行も、SIVの資産側の時価が下落し、SIVの自己資本比率が一定水準よりも低下すると、資産を処分しなくてはいけなくなる。

さらに、SIVの弱点になっているのは、リスクが低い利回りも低い高格付けを多くもっている分、レバレッジを高めて収益を上げようとする構成になっていることだ。これまでCPの調達コストが割安であるという好条件を前提に、SIVはレバレッジを高くできた。だが、この状況は、調達コストが上昇したことで逆効果になった。SIVという仕組みは無期限に運用を続けなくてはならない性格によって、一旦高めたレバレッジを引き下げようすれば、資産を売却してバランスシートを圧縮するしかない。ところが、今のように資産を処分しようとしても処分価格が大きく下がっているときには、資産圧縮ができない。現在はシステムティックな流動性リスクに取り巻かれて、出口戦略が見つからないというのが実情だ。

今後、時間が経過して資産の投売りが始まると、高格付け資産まで時価下落して、高いレバレッジの脆弱さがあ

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。

だになることが懸念される。資金調達難に陥ったS I Vの清算が始まると、債券や証券化商品の値崩れに伴って、さらに他のS I Vが清算を余儀なくされる。市場全体が逆スパイラルのリスクを抱えている。先行きに到来するA B C Pの期日を勘案すると、2008年9月までにロールオーバーのタイミングが集中している。その時期までにS I Vの保有する高い格付けの資産を買い取って、資産の投売りのリスクを減圧させる必要がある。従って、3行が米財務省と連携するかたちでM-L E Cを設立して市場の機能不全を打開しようとした経緯なのだろう。

M-L E Cは、動くに動かせないS I Vの状況に対して、ひとつの活路を提供するような手段だと認識できる。放っておいたら大変なことになるので、M-L E Cの存在意義は大きいと理解できる。S I Vの保有資産がもっと大幅に値崩れし始める前に、仕組みが動き出すことが望まれる。

誤解されやすい共同債権買取機構の逸話

民間出資でM-L E Cが設立されるという話を聞いたとき、瞬時に頭をよぎったのは1993年に日本で設立された共同債権買取機構のスキームである（図表3）。この仕組みでは公的資金を使わずに、民間金融機関162社が出資金72億円を拠出して、不良債権を時価で購入した。共同債権買取機構は、金融再生トータルプランで買取期間が延長されて2001年3月末までに累計5.8兆円の不良債権（簿価15.4兆円）を買い取ったが、担保不動産を処分したときに多額の二次ロスが発生して、参加する金融機関は損失負担を強いられた。共同債権買取機構は、不良債権処理を終息させるには力不足だったという評価である。結局、不良債権処理は、公的資金のバックアップを受けて最終処理をしつつ、銀行が十分に引当をするほかはなかった。公的資金を入れないで処理するには、不良債権の穴は大きすぎたのだ。

この逸話は、M-L E Cの話と似ているが、似て非なるものである。筆者は、よくよく考えて、そのことに気付いた。共同債権買取機構は、買取資産を集約し、少しでも価値を高めてクレジットリスクの穴埋めを減らそうという試みである。その脈絡で、1998年に金融再生トータルプランが立案され、公的サービサー機能の拡充ということでR C C（整理回収機構）がつけられ、その後、産業再生機構で事業再生を目指そうとした。

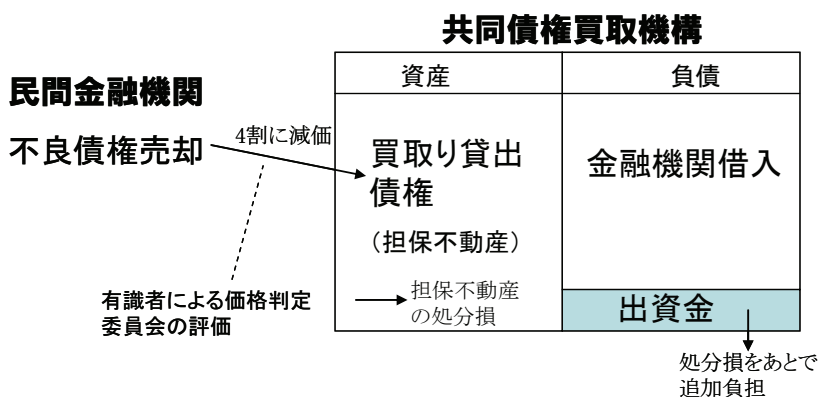
一方、M-L E Cは、買い取った資産の時価上昇を促したり、売却損の損失を確定させることが目的ではない。銀行等保有株式買取機構のような買い支えの機関とも違っている。M-L E Cの評価は、先入観が邪魔をして誤解させることが、往々にしてあるように思える。

クレジットリスクと流動性リスク

サブプライム問題が金融市場に与える影響には、クレジットリスクに起因する問題と、そこから派生した流動性リスクの問題がある。この2つは、混同されることが多い。

M-L E Cの役割にしても、高格付けの資産の投売りを防止することは、クレジットリスクへの対応ではない。サブプライム問題は、2008年末にかけて過剰債務者の破綻が増えていくことが別途懸念される。金融市場では、それに備えてリスクプレミアムが資金調達コストを押し上げるだろう。そうしたリスクは、M-L E Cのような手当て

（図表3）日本における共同債権買取機構のスキーム



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。

ではうまく解消できない。FEBの利下げは、マクロ経済環境の改善を通じて、信用リスクを軽減する間接的効果が期待される。また、金融機関の側では、サブプライム・ローンなどの潜在的損失を逸早く引当して、リスクの範囲を確定し、それを吸収するバッファーを備える必要がある。それらがクレジットリスクをじわじわと解消させる対応策になる。

流動性リスクは、サブプライム関連の損失の所在がわからずに、投資家が不確実な投資に二の足を踏むことで起こる。格付けに対する信頼感が低下したことも、それを高めた。流動性リスクは、短期的には中央銀行などが大量の流動性供給を行うことが必要だが、中長期的には信認の回復に向けた情報開示や規制・ルールの再構築が求められる。M-LECは、不完全情報に伴う「市場の失敗」を是正するための信認回復の手法である。金融市場に流通する証券化資産の中からサブプライム関連資産を除去することで、信認を回復しつつ、疑心暗鬼に伴う市場価格のスパイラル的下落を防止しようとするものである。