

米国の不良債権買取は救世主たりえるか 発表日：2008年9月22日(月) ～まだ残された公的資金活用の課題～

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

ポールソン財務長官が打ち出した不良債権買取制度は、株価に好反応を与えている。しかし、冷静に考えると、いくつかの課題がある。この制度が、大多数の金融機関に使われて、不良資産を広範囲にオフバランス化できるだろうか。それは、資産買取のインセンティブにかかっている。また、信用不安の火種は、金融機関の自己資本不足にある。この点は、究極的には公的資金を注入しなくては沈静化できないのではないか。

個別交渉から包括プランへ

米株式市場は、ポールソン財務長官の不良債権買取制度を好感して急上昇している。公的資金を使った不良債権の買取枠は、最大7,000億ドル(75兆円)というから凄い。この巨大資金は、金融機関の店頭で起こっている取り付け騒ぎを鎮めるために、銀行の窓口にうず高く積まれた「見せ金」に似ている。中央銀行には、古今東西、金融恐慌を落ち着かせる具体的手法として、店先に札束を積んで顧客をびっくりさせることが不安心理を忘れさせるために有効という口伝があると言われる。今回、豪腕のポールソン財務長官は、つい数日前にリーマン・ブラザーズ救済に公的資金を絞った対応から掌を返し、金融健全化の包括プランに打って出た。この采配は、個別交渉に行き詰まり、当局が連鎖危機の可能性に切羽詰まったことの証拠とも言えよう。

まず、スキームをつくる方針を確認しておこう。

- (1) 買い取り対象は、米国に本店を置く金融機関。外国金融機関は除く。
- (2) 買い取り資産は、住宅ローン・商業不動産ローン、住宅ローン担保証券(RMBS)などの証券化商品、金融市場の安定に必要と判断される資産。
- (3) 7,000億ドルは、資産買取のための資金調達に使う国債発行権限。
- (4) 買取価格は簿価ではなく時価。売却価格を入札し、最も安い札を選ぶ「逆入札」方式。
- (5) 買い入れの期限は2年間。債権の処分には期限を設けず。
- (6) 活動内容は、財務長官が当初、議会に3カ月以内に報告。それ以降は年2回報告。
- (7) 整理信託公社(RTC)に似た組織。ただし、買入制度のための独立した新機関は設立せず、財務省内に専門組織、特別基金設立を設ける。担当者は民間からスカウト。

これらを盛り込んだ法案は、上下両院で9月26日までに調整される見通しである。僅か1週間余りに大胆なプランを議会に通そうというのだから、そのスピード感には舌を巻く。

成功の鍵を考える

このプランの大胆さは、「公的資金投入」の心理的効果がキーポイントになって、楽観的観測を醸成させる点だ。筆者自身も、ポールソン財務長官のプランを高く評価して、金融危機の解決に大きく寄与することを願わずにはいられない。

反面、市場の見方が楽観しているときほど、分析者は冷静に仕組みの有効性を頭の中でテストしてみなくてはならない。そこで、この不良債権買入が成功する状況をイメージしてみたい。筆者は、成功の鍵は2つあって、ひと

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。見通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。

つは問題債権を抱えている金融機関が一斉に対象資産を売却すること、つまり問題債権が包括的にオフバランス化されることであると考え。そのためには、財務省の買取価格が、金融機関にとって売り渡しやすくなっている必要がある。例えば、時価評価が厳しすぎて、売却に伴って実現損が大きくなり、金融機関が二の足を踏むと、包括的なオフバランス化が成功しない。金融機関に売り渡しのインセンティブが強く働いていないとうまくいかない。

もうひとつは、資産を売却した金融機関の自己資本増強が重要になる。単にオフバランス化をしても、金融機関の自己資本は潜在的に低いままで、信用拡大には向かわない。先と同じ買い取り価格の問題であるが、仮に厳しすぎる時価評価で買取が行われると、金融機関の自己資本はかえって脅かされるし、そう考える金融機関はバランスシートから資産を切り離さないだろう。

望ましいのは、公的資金注入を併用して、自己資本増強の条件として、資産売却を加速することを求める方法である。もっとも理想的なのは、資産買取を簿価で行うことが最大の効果を発揮するのだが、それでは議会などからアンフェアという批判を受ける可能性がある。

こうした問題点は、茂木金融大臣がインタビューですでに指摘している。茂木金融大臣は「時価で買い取れば、金融機関に相当な損が出る。そうすると、そこへの資本増強をどうするかという問題が出てくる」と述べたそうである。米民主党のシューマー上院議員は、RTC型よりも、1932年に設立された復興金融公社（RFC）型の連邦政府機関を提唱している。RFC型ならば、民間金融機関の優先株を引き受けるかたちで資本増強ができるであろう。

制度に関して不明の部分

不良債権買取について、ポールソン財務長官は、新制度をRTCになぞらえるが、よく考えるといろいろと戸惑ってしまう。RTCが設立された経緯は、基本的に破綻したS&Lの債権処理の出口戦略を目的としていた。1989年の創設から1995年の閉鎖まで、747の金融機関から受け取った4,810億ドルの債権を処分し、1,600億ドルのコスト

（財政負担は1,320億ドル）を支払ったとされる。S&Lの資産は、RTCが証券化などで付加価値をつけて売却したので、それで財政負担が間接的に軽くなったという副次効果もあった。対象債権は、基本的に破綻した金融機関の債権を引き継いだものなので、包括的に買い集めるプロセスを経ていない。

これに対して、不良債権買取制度は、出口戦略ではなく、生きている金融機関から値上がりしそうな証券化商品などを買い集めて、追加損失が出ないように手当することに軸足が置かれている印象がある。証券化商品を買収した後でどうするかという出口戦略はまったく見えない。証券化商品が複雑に組成されて、権利関係も絡み合っている。実務的に、不良資産の買取を行った後の対処についてイメージできているのだろうか。

もしも、単純明快に、証券化商品を塩漬けにする役割を不良債権買取制度に期待しているのならば、その効果は限定的かもしれない。値下がりしている住宅ローン債権を時価で集めるといった対応はすでに類似の対応が行われている。FRBは2007年12月からTAF、2008年3月からTSFLを導入し、金融機関の保有債券を資金化したり、国債に交換するような対応を実施している。この措置は、FRBのバランスシートを不健全にさせる代わりに、住宅ローン担保債権の値崩れを防止し、一定の成果を上げている。

不良債権買取制度は、そうしたFRBの対応よりも遥かに強力で効果的だと言えるのだろうか。むしろ、そうしたFRBの対応だけでは、値崩れを防止しえなかったと評価できるのではないだろうか。リーマン破綻は、そうしたFRBの市場介入策があっても起こってしまっているので、究極的には公的資金注入でしか、破綻防止ができないとも理解できる。

もうひとつ重要なのは、別のところで起こっている現在の混乱に手がつけられない点である。リーマン破綻は、CDS市場におけるカウンターパーティ・リスクの顕在化によって起こっている。CDSの спреッドが高まっているこ

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。

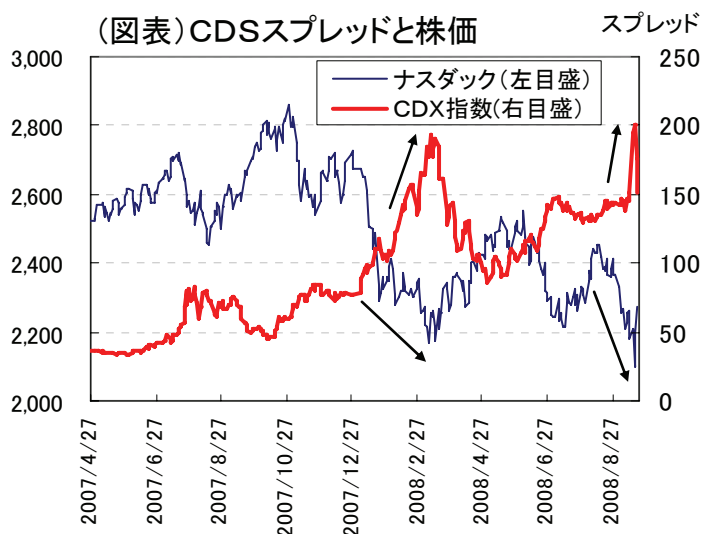
とは、株価下落にも反映しているだろう（図表）。この問題は、信用リスクの高まりであって、不良債権買取制度では手が届きにくい。不良債権買取制度は、中長期的に有効性が高いとしても、切迫した混乱を沈静化できないという限界はある。

信用不安の本質

すでにFRBは、インターバンクの金利上昇に歯止めをかけるために、大量資金供給を行っている。日銀も、FRBが各国中銀と連携をとったドル円スワップに参加し、ドル資金供給オペを実施することを決めている。こうした市場の資金逼迫に流動性供給を機敏に行い、金利急上昇を抑える対応は中央銀行の本来的な役割として重要だと考えられるが、もう一方で課題もある。流動性供給はあくまで市場の混乱をなだめる鎮痛剤であり、病気そのものを治療するものではない。病気は、不良資産をかかえた金融機関が、潜在的な自己資本不足に陥っていること

である。つまり、リクイディティの供給は、ソルベンシー（支払能力）の不足を補えないのである。おそらく、金融不安の下では、中央銀行の流動性供給と、政府の自己資本増強策は相補的に行われる必要がある。

今後はそこに具体的な手当てがなされるていくかどうか焦点になる。ポールソン財務長官の不良債権買取制度には仔細なところで限界が見えてしまうが、政策ツールとしては限界があるにせよ、金融システムを公的資金で救済するという明確なシグナルを出しているの、その点は高く評価してよいと考えられる。



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。