

米金融安定化法の「その後」はどうか 発表日：2008年10月6日(月) ～次は資本注入に動くはず～

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

金融安定化法の成立は、抜本的解決の第一歩である。今後、自己資本不足が同法と追加的な資本注入政策で解消され、前向きな信用拡大が起こることが期待される。一方、住宅価格の下落トレンドに歯止めをかけるのは時間を要する可能性が高い。景気循環は、住宅価格下落と必ずしも軌を一にはしないが、次に景気拡大が訪れたとしても、93年10月以降の日本がそうだったように、弱いペースになる公算が高い。

抜本的解決の第一歩

金融安定化法が10月3日金曜日に下院を通過した。9月29日月曜日に、一旦は否決された同法案は、早くも週末には修正案を盛り込んで成立した格好だ。否決はネガティブ・サプライズであったが、いずれにしても米国のスピード感には舌を巻く。

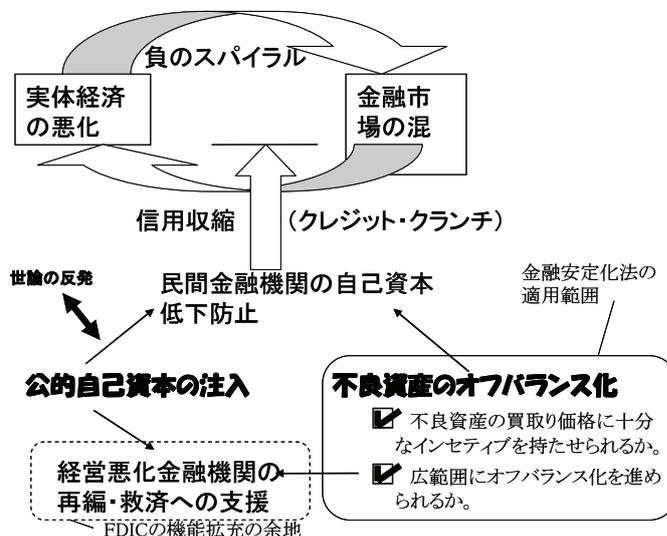
まず、同法案の評価であるが、筆者は抜本的な解決の第一歩として高く評価したい。明示的に公的資金を活用する道を開いたことは画期的である。詳細は割愛するが、同法案には今後変化する情勢で役立ちそうな武器がいくつも格納されている。同法案の問題点を列挙して、「限界がありますね」などと述べる平面的な論評はしたくない。むしろ、証券化バブルの崩壊は根深いだけに、変化していく情勢の中で、同法案にどういった追加措置を講じられるかが注目される。従って、本稿では、今後、米政府がどう対応すれば政策の有効性を高められるかを検討していくこととしたい。

不良債権問題の全体観を鳥瞰すると

金融安定化法の所期の眼目は、金融機関の抱える住宅ローン債権・証券化商品を政府が買い取って、金融機関のバランスシートから切り離すことにあった。金融機関がさらされている潜在的損失を確定して、自己資本の低下圧力を和らげることに意義があると考えられている。

では、この効果は、証券化バブル崩壊というマクロ経済的ショックの処方箋を鳥瞰したとき、どう位置づけられるのだろうか(図表1)。筆者の理解では、米国家計はサブプライムローンに象徴されるような過剰債務を抱えて、その返済圧力が先行きの総需要の吸収に影響することを懸念する。古今東西のバブル崩壊は、金融機関のバランスシート毀損を通じて、民間企業部門の投資行動や家計部門の消費活動を抑制させるデット・デフレーションであった。このデット・デフレーションを遮断するためには、外生的にリスクを取れる政府セクターが公的資金を動員して、金融機関の自己資本を下支えし、自己資本

(図表1)証券化バブル崩壊を封じる処方箋



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。

本不足が信用創造にブレーキを踏ませないようにするしかない。

10年前の日本の経験では、資本注入に併用して、対象銀行に中小企業向けの貸出拡大計画を課すことや、信用保証協会の特別保証枠を設けて融資拡大を支援する施策を採った。この鳥瞰図からシンプルに見渡すと、これからの金融安定化法の役割は、深刻なクレジットクランチを防止して、前向きな信用拡張にどのようなパスで支援できるかが評価のポイントになる。

その点、同法は、金融機関が自ら申請して、不良資産を買い取ってもらうことで、間接的に自己資本低下を防ごうという意義がある。金融機関は、不良資産を売却してオフバランス化するところで、損失確定できるので、自己資本低下に歯止めがかかることになる。ただし、不確実なのは、金融機関のオフバランス化が広範囲に、かつ都合よく進むかどうか分からないところである。かつての米国の80年代後半のRTCの経験は、あらかじめ破綻したS&Lの不良資産に集約されていたので、そうしたプロセスを経なくてもよかった。それと比較すると、同法の買取りは、不良資産の集約という意味で少し長いプロセスを経なくてはならない。今の米国は、不良資産の買取価格に関して、制度を運営しながら工夫していく必要がある。

もうひとつは、金融機関の自己資本低下を防止する観点で、別途、民間同士の増資あるいは公的資本注入が必要になる。これは、潜在的に自己資本不足にさらされている現状では、前向きな信用拡張に踏み出せないの、今以上に資本を手厚くしなければならないという問題意識からだ。この点を指して、多くの論者が、前向きな信用拡張のために、公的資本注入が不可欠としているが、筆者も全く同感である。

米国景気悪化の行方

証券化バブル崩壊の悪影響を考えると、心配なのは、金融悪化→実体悪化→金融悪化という負のスパイラルに歯止めがかかるかという点である（前掲図表1）。日本の経験に照らすと、時間が経過するほどに傷口が広がるので、公的資金などの政策対応の必要規模が大きくなっていくと推察される。従って、公的資金を使って信用創造を支えることは、早ければ早いほど好ましいということになる。

もっとも、実体経済の先行きは、消費の最大の需要期であるクリスマス商戦に向けてあまり芳しいとは言えない。9月の雇用統計は、前月比▲15.9万人と減少幅が一段と拡大している（図表2）。おそらく、減税政策の息切れが信用収縮と相まって雇用拡大のエネルギーを奪っているのであろう。内訳をみても、小売部門の雇用減が拡大しているのが気になる。今年は金融機関の貸出態度が厳しくなっているため、昨年よりも消費者ローンの審査が厳格化されて消費を増やせない家計も増えると見込まれる。

こうした消費のダウントrendは、クリスマス商戦を経た後も続き、金融機関の決算などを間接的に下押しするだろう。政策対応としては、2009年1月の新大統領就任後に予定される追加的減税政策の行方に期待するしかない。少なくとも2009年上期中は、負のスパイラルへの歯止めはかかりにくいとみられる。

(図表2)雇用統計の中味(季節調整済・前期比増減)

	2007/5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2008/1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
非農業雇用者	162.0	107.0	57.0	74.0	81.0	140.0	60.0	41.0	-78.0	-83.0	-88.0	-87.0	-47.0	-100.0	-87.0	-73.0	-159.0
建設	-17.0	13.0	-24.0	-27.0	-16.0	-12.0	-57.0	-55.0	-39.0	-44.0	-39.0	-59.0	-38.0	-50.0	-23.0	-13.0	-35.0
うち住宅建設	-0.8	-0.8	-9.8	-7.9	-4.6	-11.4	-15.9	-11.3	-10.1	-14.9	-1.5	-11.6	-8.4	-10.5	-7.4	-4.9	-10.7
製造業	-12.0	-20.0	-6.0	-40.0	-22.0	-25.0	-3.0	-22.0	-35.0	-47.0	-46.0	-52.0	-21.0	-44.0	-40.0	-58.0	-51.0
うち輸送機械	-9.2	-4.5	-6.9	1.0	0.4	-16.8	4.2	-8.8	-6.6	-6.2	-23.1	-18.7	-0.2	-5.6	-0.6	-34.4	-18.2
卸売	11.9	18.3	10.7	6.4	8.5	14.2	5.2	-2.1	-5.6	-9.7	-3.3	-10.4	-5.5	-3.8	-17.0	-9.3	-4.1
小売	13.3	-16.4	5.2	13.2	-15.0	-18.2	44.0	-25.3	-15.6	-43.4	-27.4	-45.7	-23.9	-7.6	-21.8	-25.4	-40.1
情報	3.0	-4.0	-6.0	-3.0	7.0	-4.0	-5.0	-4.0	-4.0	2.0	-3.0	-6.0	-5.0	-5.0	-9.0	-5.0	-3.0
金融	7.0	-5.0	14.0	-19.0	-18.0	-11.0	-23.0	-8.0	-8.0	-13.0	0.0	-2.0	-3.0	-13.0	-7.0	-5.0	-17.0
不動産	-0.5	-2.5	-0.9	0.1	-4.1	-0.7	-12.0	-0.7	-5.0	-5.4	-1.0	0.7	0.7	-0.2	-2.5	1.1	-4.8
教育	1.9	24.7	9.8	18.6	-13.6	7.2	0.6	9.0	18.9	6.2	9	11.9	16.8	51.9	12.4	15.4	4.2
ヘルスケア	24.6	33.5	33.0	34.0	29.7	32.6	21.0	28.5	26.0	37.1	29.6	34.0	38.4	23.6	34.8	29.1	16.6
娯楽	53.0	33.0	15.0	18.0	58.0	52.0	24.0	7.0	9.0	16.0	16.0	14.0	-11.0	0.0	-24.0	-10.0	-17.0
政府	25.0	16.0	-32.0	42.0	15.0	35.0	16.0	55.0	3.0	26.0	15.0	24.0	52.0	10.0	39.0	31.0	9.0

出所:労働省

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。

焦点は不良資産の買取価格

米政府の不良資産買取りで最も焦点になるのは、買取価格が金融機関にとって好意的に受け止められるかどうかである。金融機関に不良資産買取りを申請させる十分なインセンティブがあるかどうかには大きな不確実性がある。

同法では、逆オークション方式で資産買取りを選び、応募を受けた物件の中から割安なものを政府が購入することになっている。11月頃から開始されるとみられる資産買取りのオークションは実際にやってみなければわからない面が大きい。個別性が強く時価評価のしにくい証券化商品も対象にしているため自ずと裁量的にならざるを得ないと考えられる。実務的な対処が、金融機関にとって優しい措置であることが望まれる。

現時点では、理屈の上でしか判断できないが、経営内容の悪い金融機関ほど、買取りの入札で資産売却ができずに、結果的に金融機関の間で、二極化が広がることが予想される。そうなると、自力で生き残れなかった金融機関を処理するために、FDICがオープン・バンク・アシスタンスのような非閉鎖型処理を中心に据えて、金融再編を加速させることが必要になる。筆者は、インディマック・バンコープに適用したような預金カット＝ペイオフを伴う処理は、あまり好ましくないと考える。なぜならば、預金カットをみた預金者たちが、金融機関から預金を引き出す行動が頻発し、結果的に問題金融機関の体力を弱らせるからだ。そうすると、将来的にFDICや救済金融機関が問題金融機関に対して再編を働きかけるにしても、その金融機関のフランチャイズ・バリューが事後的に低下してしまっていて、米政府にとって金融再編の機会損失は大きくなる。これは、公的資金の必要額が節約しにくいという結果を招くことになる。

今回の金融安定化法には、そうした金融再編を後押しする仕組みが組み込まれていて、FDICのファイナンスを無制限に広げる措置が講じられているほか、ペイオフの上限が10万ドルから25万ドルに引き上げられたことでFDICがペイオフコストの範囲内での融資限度も事実上引き上がることになる。

いずれ公的資本の注入に動くだろう

今後しばらくは、信用収縮に歯止めがかからず、銀行決算も厳しいとなるだろう。そうなると、早ければ年内のうちに、米政府は資本注入に動くべきだという論調に突き動かされる可能性がある。

問題なのは、11月に入ると米大統領選挙があり、ブッシュ政権は力を失っていくことだ。資産買取りの進捗が11月以降になって始まった後も、しばらく様子見の時間があることを勘案すると、新しい金融再生プログラムへの取り組みは2009年1月に新大統領が就任した後だと予想される。この場合は、新しいプログラムは金融安定化法と全く別の内容の法律ができるというよりも、当初から財務長官の裁量で活用できる2,500億ドル（最大7,000億ドル）の流用というかたちで、金融安定化法に仕組みが追加され、公的資本注入に道が開かれる可能性がある。

なお、金融安定化法には、すでに政府が金融機関の株式引き受け権を取得する規定がある。この規定は、元来、資本注入を狙ったものではないが、場合によっては資本注入に転用することも視野に入れている可能性はあるとも考えられる。もしかすると、緊急事態ということで、次期政権でもポールソン財務長官が続投をしながら、公的資金の活用に大きな裁量を奮うこともあるかもしれない。

とは言っても、米国民の中での税金投入に対するアレルギーが根強い。こうした社会心理に対して大統領選挙が終わっても、米政府は何らかの説明責任が求められるだろう。日本の経験では、住専問題の後1995～1997年は税金投入に反発の強い世論があったが、1997年11月以降は風向きが変わった。今後、シンボリックは金融破綻が起これば、米世論も変わることが予想される。ただし、このことは決して歓迎できることではない。大型金融破綻などの事態深刻化で世論が動かされるとき、必要とされる公的資金の必要額は膨らんでいると考えられるからである。

むしろ、現在は、国民にダメージが広がっていないからこそ反発が強いというジレンマに直面していると理解すべきだろう。新大統領がそうしたジレンマを心得て、最悪を事前に回避することを企図してどう克服するかが2009

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。

年早々の課題になる。そこが、資本注入へ道が開けるかどうかの正念場である。

また、公的資本を金融機関に入れようとするときのポイントは、米政府が自己資本不足にストップをかけて反転させるという説得力のあるアナウンスメントを行うことだろう。そのときには、海外から協調増資を募ることで、米国の公的資金の使用額を節約できる。さらに、各国に対しては、ドル価値の維持をアピールする上でも極めて有用である。

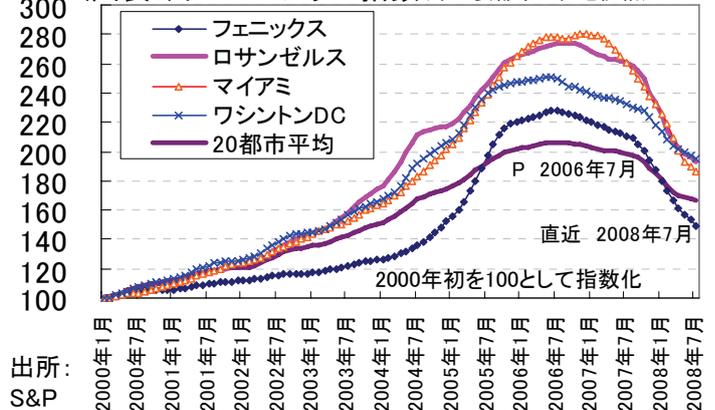
住宅価格下落は数年続きのか

公的資金の投入が、前向きな信用拡大を生み出して、米個人消費が拡大トレンドに向かったとしても、住宅価格の下落はそう簡単には止まらないだろう。住宅価格下落は、証券化商品の値下がりを助長し、金融機関のバランスシートの不安定要因として数年は継続すると予想される。

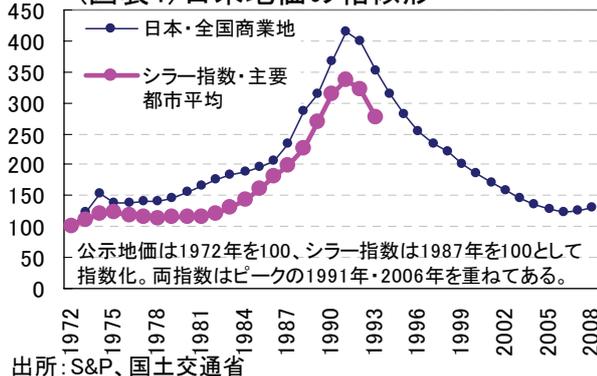
ケース・シラー指数を使って、現在（2008年7月）のピーク比下落幅を確認すると、20都市の平均では▲19.5%であった。都市別にみても、ピークが高かった地域では3割強の下げ幅を記録している（図表3）。

不気味なのは、米国住宅価格の下落は、日本の地価下落のデータを重ね合わせてみて、異様に似ている動きになっていることである（図表4、5）。この兆候は、住宅価格下げ止まりまでに相当の時間を要することを示唆する。もちろん、日米を完全に同列視することはできない。今後の米国は、人口増加が進み、過去90年代の日本は人口増加率が急速に低下したという相違がある。その点で米国が日本と全く同じようにはならないという見方もできるが、人口要因を除いたところで、日本と同じような引力があることには留意しなくてはならない。

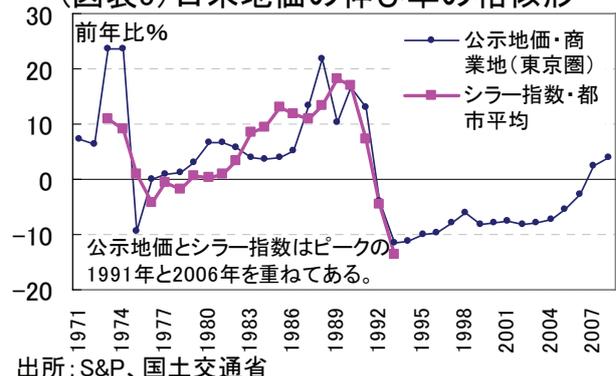
（図表3）ケース・シラー指数（米主要都市の住宅価格）



（図表4）日米地価の相似形



（図表5）日米地価の伸び率の相似形



FRBの対応

現在、金融安定化法が通過したので、FRBが利下げに踏み切るのではないかとする観測が強い。

筆者は、仮にFRBの利下げが行われたときには、準備預金に付利をする仕組みが流動性供給に大きな威力を発揮すると期待する。準備預金にFFレートの誘導目標と同じレートの金利が設定されると、インターバンク金利にフロアーができて、FRBが無用の資金吸収をしなくてもよくなるので、流動性供給の威力は格段に高まり、利下げとセットで手厚い資金供給を実施するとみている。これは、金利をプラスに

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。

据え置いたまま、日本と同じような量的緩和政策に道を開く仕組みである。

その一方で、FRB がFF レートをプラス域に置きながら、日本が実施したような明示的な量的緩和政策、つまり量的ターゲットを設定するところまで踏み出すかどうかはわからない。筆者は、所要準備に対する積み上を含めてターゲット目標を追加することの必然性はないと考える。むしろ、短期金融市場の過剰流動性を増やそうとすればするほど、ターム物金利までイールドカーブを押し下げる作用が強まることをFRB がどう考えるかである。これは金融緩和効果ではあるが、金利機能を部分的に麻痺させる危険な措置でもある。

デット・デフレーションは尾を引く

筆者の予想では、数年間、住宅価格が低迷するとしても、米国景気は循環的に回復局面に戻ることがあり得ると考える。日本の場合でも90年代を通じて資産価格の下落は続いていたが、1993年10月から循環的な景気拡大に転じている。これは、原油反落や在庫調整の進捗が生み出す短期循環である。

ただし、米国が次に景気拡大するときには、金融機関の潜在的なダメージが残されたまま、規模の小さな景気回復を迎えることになろう。金融機関の債務問題が回想されなくても、景気回復は起こるが、その浮揚力は債務問題にエネルギーを吸収されながらの弱々しいものになってしまう。2009年中の米国経済も、成長率は相対的に低いまま推移する可能性がある。