

米ストレステストの疑惑を再検討

発表日：2009年5月12日（火）

～公的資金を歓迎しないセンチメントの増長～

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

ストレステストでは、悲観シナリオで5,992億ドルの予想損失が生じるが、10社が746億ドルの資本増強を行うことで対応できるという結果になった。個別金融機関の資産査定を行っても、マクロショックにさらされた危機時の潜在損失は必ずしもはっきり割り出せない可能性がある。資本増強を求められなかった金融機関でも、公的資金を返済しようとするところには、公的資金を歓迎しないセンチメントが垣間見える。それは潜在的な過小資本を温存するリスクを持っている。

ストレステストの信憑性は疑われている

5月7日に米金融当局によって実施された主要金融機関19社のストレステストの結果が公表された。ストレステストとは、日本流に言えば、銀行に対する特別検査の実施である。検査内容は、2009・2010年の2年間に亘り、景気が悪化するという悲観シナリオを「ストレス」にして、各金融機関の資産から生じる損失を割り出す作業である。悲観シナリオとは、2009年の経済成長率が▲3.3%のマイナス、失業率が8.9%、住宅価格が▲22.0%になるなど、悪化度合いがひどくなる想定である。金融機関が保有する各種資産の劣化度合いも、それが進む想定で計算をしている（図表）。ローンの予想損失率は9.1%と大恐慌があったときの割合を超えるとも説明されている。

そして、ストレステストでは、2010年末に最低基準の自己資本比率（コア自己資本6%以上、コア普通資本4%以上、BIS基準とは異なる）を維持できるバッファを確保できるかどうかをシミュレーションし、そのための必要増資額を計算している。個別に必要増資額を計算したところ、予想損失額は5,992億ドル（58.3兆円）に対し、19社のうち9社が増資を必要とせず、残りの10社が累計746億ドル（7.3兆円）の増資を必要とするという結果になった。この増資額は、民間からの自力増資か公的資本注入のいずれかを使って、1か月以内（6月8日まで）に資本増資計画を提出し、6か月以内の実

施を求められる。

このストレステストの結果は、一応の安心感を与え、米株式市場では好感されているようである。もしも、必要増資額が膨らんでいれば、自力増資をできない金融機関が、公的資本の注入に追い込まれて、実質国有化になるリスクがあったことが背景にあるだろう。民間増資であっても、仮に普通株の増資が増えれば、希釈化の副作用があったことも、必要増資額が746億ドルに止まったことに対する既存株主の安心感を醸成した。

（図表）ストレステストで見積もられた損失と必要増資額

<損失の内訳>

	億ドル	損失率	残高
モーゲージ（第一順位）	1,023	8.8%	11,625
モーゲージ（第二順位）	832	13.8%	6,029
商工ローン	601	6.1%	9,852
商業用不動産ローン	530	8.5%	6,235
クレジットカード	824	22.5%	3,662
有価証券	352		
トレーディング・カウンター・パーティ	993		
その他	837		
合計（悲観シナリオで生じる損失）	5,992		
A		7.7%	78,148
		A/B	B

<資本の備え>

Tier1 コア自己資本	8,367	10.7%	・・・6%以上（対リスク資産）
うちTier1 普通資本※	4,215	5.4%	・・・4%以上（対リスク資産）

※Tier1から優先株、子会社の少数株主持分、信託型優先証券を差し引いたもの

<必要増資額の計算>

バッファ	1,850（2008年末）
09年1-3月の資本増強額	1,104
追加すべき必要増資額	746 億ドル

出所：FRB

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。

だが、それとは反対に、必要増資額が746億ドルに止まったことには疑惑の目を注いでいる人も少なくない。疑惑とは、米財務省がTARPの公的資金注入枠として利用可能な1,346億ドルが最初に決まっていた、その範囲内にストレステストで求められる必要増資額746億ドルに人為的に抑え込んだのではないかという疑いである。

米財務省は、利用可能な公的資金枠を超える資本注入を行おうとすれば、議会の承認を新たに得なくては行けない。3月にAIG問題が発覚して以降、米国民が金融機関救済のために税金投入をすることに感情的な批判を向けている。こうした事情から逆算して、ストレステストは必要増資額をあらかじめ公的資金枠の範囲内に止めるような落とし所を探ったという見解である。

疑惑の見方を支える材料としては、2009年4月にIMFが「国際金融安定化報告」で不良資産の損失を27,000億ドル（263兆円）、2009・2010年にかけての必要増資額を2,750～5,000億ドル（26.8～48.7兆円）と弾いている。それほど変わらないタイミングで提出されたIMF試算が、ストレステストの結果と大きく乖離したことは、今回の資産査定への信憑性を疑わせる根拠になっている。

ストレステストの課題

ストレステストの結果だけをみて、疑わしいと批判するのは簡単であるが、そうした批判は、具体的な前提を置いて実践されたシミュレーションそのものに対峙する意見としては弱い。ストレステストは、内訳の19社の名称を開示し、それぞれの損失内容とリスクのバッファから必要増資額を求める根拠を示すものである。個別金融機関のデータがはっきり開示されていて、ストレステストには透明性を示すことで疑念を払拭しようとする構えが色濃い。「出来レース」批判の方こそ、先入観に基づく印象論という反批判を浴びそうである。

筆者は、ストレステストが損失を過小評価していると考えるが、それは査定そのものが「出来レース」であったからだとは考えない。むしろ、ストレステストの方法の中に、予想損失が大きくなならない構造があったという事情があったのではないかと感じる。

そもそも、個別金融機関の資産査定は、個別の資産案件の支払能力・担保価値の妥当性などを問うものである。そこで、一斉に150人の調査官が人為的に査定に手心を加えるのは不可能である。資産査定で、スキルの低い調査官が基準の異なる結果を出せば、査定チームのヘッドから叱られる。曖昧な基準で査定をすれば、金融機関側からもクレームが続出する。逆に言えば、個別の査定を通じて、金融機関を資本不足に追い込むという強制的な操作であっても、それは相当の腕力がないとできない。だから、実務的に資産査定を人為的に操作して、落とし所を決めて着地させるようなことは考えにくい。

むしろ、ストレスをかけても個別に査定する手順を踏めば、大きな損失ができにくい構図になっている可能性がある。生きている金融機関を相手に査定しているのだから、常識外れの結果を導けないということではないか。

よく知られていることであるが、資産査定の際に企業を、ゴーイング・コンサーンで捉えて価値を評価するか、清算価値を前提に評価するかで、予想損失の試算は大幅に異なる。ストレステストでは、時価会計で再評価していない点でも、評価額がゴーイング・コンサーンに近づき、清算価格とは乖離している公算が高いと理解できる。相対で行っている資産査定を一律に清算価値で行って、金融機関の負担額を算定する流儀には、非常識な面はある。

こうした方針の違いがあるので、資産査定をすれば、評価額は割高になる。バーナンキ議長は、5月11日の講演でストレステストについて説明し、民間試算にみられるような時価会計の計算方式や、清算価格での評価は採用しなかったと述べている。資産査定でも損失見積りに不確実さが残ることも付け加えている。

一方、そうした個別査定に基づく予想損失では対応できないリスクとはどういったものであろうか。それは、万が一、金融市場に大きなショックに見舞われて、システミック・リスクが顕在化したときに、それまでゴーイン

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。

グ・コンサーンの価値で評価していた資産価値が大きな目減りを起こすことである。市場がクラッシュしかけているとき、資産取引には流動性不足に起因するリスクプレミアムが拡大し、ローン債権は大幅な安値でないと換金できなくなる。清算価格という名前であっても、危機時の清算価格は、平時の清算価格を大きく下回る。もしも、危機時に備えるということであれば、ゴーイング・コンサーンの価値よりも割り引いた金額で引当金を積まなくてはならないだろう。

実は、金融機関のオフバランス化が不良債権処理に有効であるのは、バランスシートに隠れているゴーイング・コンサーンの価値と清算価値のギャップを解消することができるからである。官民ファンドのような再生・転売機能を有した機関に対して、グレー資産を売却すれば、清算価値よりもずっと高値で損失確定ができる。

また、IMFの試算[※]との乖離であるが、IMF試算は個別の資産査定ではなく、マクロ経済の状況などを勘案した全体的な推計であるという相違もある。生きた資産を俎上に載せて資産査定をしたものではない。筆者はマクロ推計が過大評価になるくらいを十分に承知しているが、それなりの合理性があるとも理解している。資産査定でミクロの評価を積み上げる方法では、ショックに伴い資産価値が清算価値に近づくケースを織り込みにくい分、マクロ推計には暗黙のうちに清算価値を織り込める点で優位性があるかもしれない。

これは、格付けの場合も同様であろうが、景気変動などのマクロショックが企業・金融機関に及んだときに、事後的に資産内容が急激に悪化して、一斉に評価が下がるというプロセスを思い出せば、個別査定方式には想定損失が過少になってしまうバイアスがあるだろう。つまり、マクロショックには、システミック・リスクのような相互作用があり、個別査定では十分に企業間のコリレーション作用を勘案できない可能性である。

なぜ、サブプライムを含んだ証券化商品が2007年に大きく値下がりしたのかを考えると、資産価値が格下げなどを媒介しながらコリレーションの作用で過度に値下がりした経験を思い出さずにはいられない。

※実は、IMFの損失規模自体が大きく変化する不安定なものだという問題もある。2009年4月に2.7兆ドルとされた試算値は、2008年4月には9,500億ドル、10月には1.4兆ドル、2009年1月に2.2兆ドル、そして4月に2.7兆ドルと大きく振れている。マクロの試算もこの程度のものである。

公的資金を使わないのはギャンブル

米財務省がストレステストで過少評価になりがちなことをあらかじめ読み込んでいたかどうかは、定かではない。それを議論することもあまり有意義ではない。むしろ、ストレステストに伴う資本増強が、仮にシステミック・リスクを十分な備えをしていない可能性をどう評価して、米金融システムの先行きを予想しておくべきかが問われる。

そのためには、今回の米主要金融機関に対するストレステストが実施されたのかという原則論に立ち返って考えることが必要であろう。一義的には、金融機関の経営に対する安心感を客観的に確保することが求められる。その安心感とは、景気などの前提が変わったとしても、揺るがないほどの手厚い自己資本がすでに用意されているというものである。セカンドベストとして、足りない自己資本（絶対安心のレベルに満たない分）は公的資本などを含めて増強することを考えていくのである。

筆者は、不良債権処理の基本形が（1）損失リスクのある不良資産を厳格に査定して総量を把握しておくこと、（2）損失拡大のリスクに対してはオフバランス化し、グレー部分には引当金を十分に積んでおくこと、（3）そうした手当てに対して、必要な自己資本を公的資本を含めて増強すること、の3つのプロセスを明確化することだと考える。米金融当局は、こうした基本形を正しく理解し、3月23日に官民投資プログラム（PPIP）を発表して（2）に備え、ブッシュ政権下でつくられた不良債権救済プログラム（TARP）で（3）ができる体制を採ってきた。そして、ストレステストは、3つのプロセスの（1）に相当し、三位一体の処理をワークさせる最終段階の手当てだったはずだ。

しかし、今回、肝心の（1）の部分がしっかりしていないという疑念が残ってしまったことは、結果的に、金融

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。

機関全体が抱えている潜在的な自己資本不足感を払拭できないということだろう。個別査定では表面化してこないような破綻損失の伝播といったシステミック・リスクには、まだ万全の資本増強ができていない可能性がある。

公的資金の代償

もうひとつ注目されるのは、19社のうち、必要増資を求められなかった金融機関のいくつかが、公的資金を返済する行動に出ようとしていることだ。それらの金融機関は自力増資をして、公的資金返済を急ぐ構えである。金融システム不安が完全に払拭できない限りは、あり余るほどの自己資本を抱えておくことにメリットは大きいはずである。しかし、そうした不安以上に、金融機関の経営者は公的資本を使いたくないという心理的抵抗が働いている。そこでは、経営者は公的資金の支援を受けている中で、高報酬を得ることが世論の餌食になることを恐れて、過小資本をいとわないと考えている可能性がある。マクロ経済動向次第で、資本状況が過少になる危険があるのに、経営者は公的資本注入という保険をかけないで済ませようとする一種のギャンブルに出ているのである。

セーフティネットのセオリーには、「完全なセーフティネットはモラルハザードを防止できない」というトレードオフの図式がある。公的資金活用で安全性を高めようというとき、モラルハザードを指弾すれば、セーフティネットは脆弱なものに変わってしまうというジレンマである。資本増強政策は、そうした罠に陥らないように、金融当局が政策の優先順位をはっきりさせ、目先のモラルハザードに経営者がたじろがないように利害調整をして、事態が紛糾しないように秩序を守らなくてはいけない。米国は、AIG問題が騒がれたせいで、この秩序を守ることに失敗した可能性がある。その失敗とは、金融機関の経営者が、「今の局面を過小資本でうまく乗り切れるかもしれない」と賭けに出ているのに対し、当局者も同じシナリオに乗ってしまう過ちである。運がよければ不良債権問題を乗り切れるし、運が悪ければ不良債権問題が再燃するという代償を支払うことになる。不良債権問題では、時間とともに傷口が広がる傾向があるので、手戻りが起こると公的負担は大きくなる。

もうひとつ、金融機関が潜在的な過小資本を十分に解消しないでも大丈夫だという賭けに出ている状況は、金融機関が能動的な信用拡張をためらうという副作用を持つ。マクロ的には、信用収縮が打開できずに、金融サイドから実体経済を支援するパワーが復活できないという効果をもたらす。現状、FRBがしたターム物資産担保証券貸出（TALF）を拡充し、民間の信用リスクを肩代わりすることで貸出支援をしている。モーゲージ、自動車など消費者ローンではそうした信用緩和がじわじわと効いている。これは、FRBや米政府が信用ロスを税金で肩代わりする代償を持つのだが、民間金融機関のリスクテイク能力が正常化しないのであれば、その帰結は税金による信用ロスの肩代わりが止められないということであろう。

今回のストレステストの評価をする場合、一連の米政府の不良債権処理政策の中で、必要とされる金融健全化のプロセスが足踏みしてしまったとみるべきではなかろうか。