

日米クレジット・クライシスの行方

発表日：2009年5月18日（月）

～流動性危機の沈静化vs信用不安の残存～

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

米国では、企業・金融機関の社債・CDSのスプレッドは縮小してきている。日本でも社債市場でも、日銀の社債買い切りの要因以外で、スプレッドの縮小が進んでいる。一方、信用面で、企業・銀行決算を受けて、再度緊張感が高まるという見方は根強い。確かに、信用リスクを軽視してはいけませんが、過剰反応してもいけない。景気後退期を抜ければ、信用リスクの悪化幅は縮小してくる。金融機関は、景気回復に乗りようとする企業活動にブレーキを踏むことなく、正常化後の姿を見据えながら収益力を高めることが課題になる。

信用リスクを緩和させたストレステスト

米国での主要金融機関 19 社に対するストレステストは、金融機関に対する不安解消には一役買ったようだ。大手金融機関の CDS スプレッドは、これまでの高止まりから、一転縮小へと導かれている（図表 1）。大手 6 社でみた各スプレッドのばらつきを依然として残しつつも、そのばらつき自体は減っていく傾向にある（6 社のスプレッドの標準偏差は低下）。

筆者は、ストレステストのお墨付きがどれほど長続きするかには疑問を持っているが、予想以上に金融市場の受け止めは良好であるようだ。理由は、%

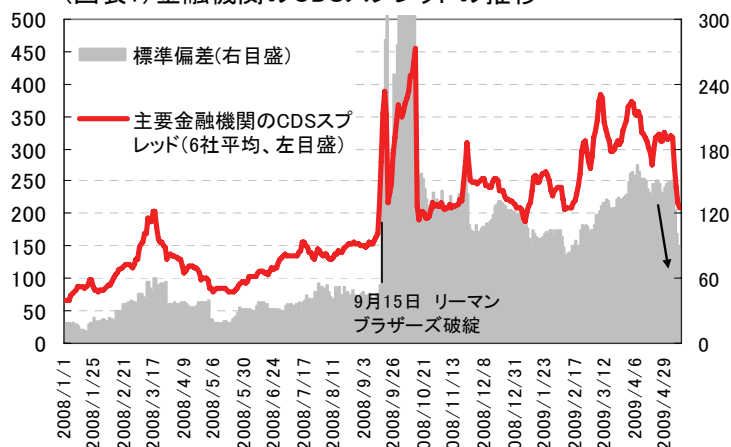
（1）不透明な損失リスクがストレステストで具体的な尺度を与えられたこと、（2）金融機関が自力増資をはじめ、公的資本であって民間資本であれ、資本増強に寄与したこと、（3）株式市場が恐れる国有化リスクの後退、が挙げられる。

実は、こうした信用リスクに関する緩和の流れは、徐々に金融市場全体に浸透しているとみられる。同じ CDS スプレッドでも、事業法人の分は 2008 年 12 月にピークをつけた後、2009 年 3 月上旬を二番目の峠にして低下傾向にある

（図表 2）。CDS スプレッドの縮小に対応して、社債のリスクプレミアムも同様に縮小している。

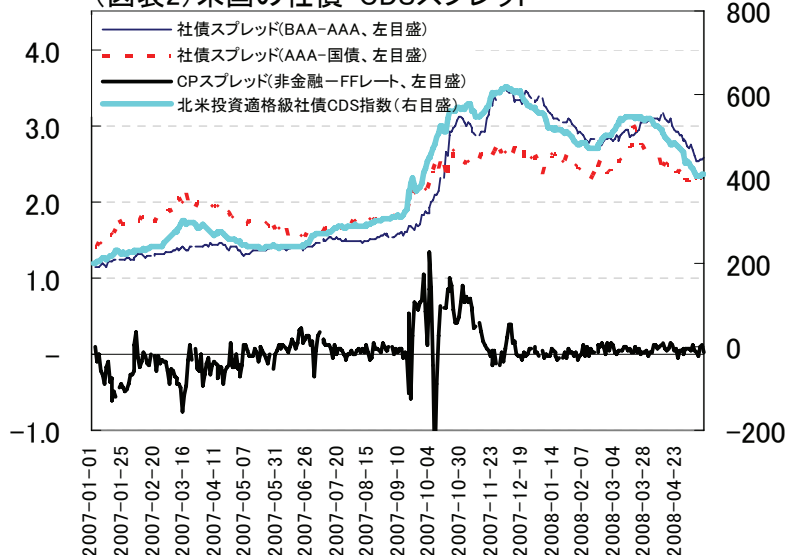
4 月 30 日にクライスラーのチャプター 11 申請があっても傾向は変わらなかった。個別企業のリスクが残存しても、ある程度のショックを吸収し得る頑健性を持ち始めていると考えられる。

(図表1) 金融機関のCDSスプレッドの推移



出所：Bloomberg。CDSはシティグループ、バンクオブアメリカ、JPモルガンチェース、ウェルズファーク、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーの6社の平均値。

(図表2) 米国の社債・CDSスプレッド



出所：Bloomberg

米信用緩和の効果

米国の信用危機がいくらか後退してきた背景には、ストレステストのような金融対策以外に、FRBの信用緩和の作用もあるだろう。FRBは、民間債務に対するリスクを吸収するために、モーゲージ担保証券（MBS）の買入れや、資産担保証券（ABS）を担保にしたターム物資産担保証券貸出制度（TALF）を積極活用している。特に、TALFは、自動車ローン、クレジットカードローン、消費者ローン、中小ビジネスローンなどを担保に最長5年間に資金を融通するオペレーションは注目される（4月に3年から5年に期間延長し、商業用不動産ローン担保証券を6月から含めるように拡充）。このオペに依れば、市場で売却しにくい資産担保証券でも、FRBの資金が利用できるうえ、ノンリコース・ローンの仕組みなので、仮に証券にデフォルトが起こったときでもオペの参加者が担保資産さえ手放せば、それ以上のロスを超え請求されないである（ただし、証券の格付けはAAA）。この仕組みは、信用リスクを財政資金で穴埋めするという恐るべきものである。ノンリコースのスキームは、日銀の資産担保オペよりも、買い切りに近い効果を持っている。

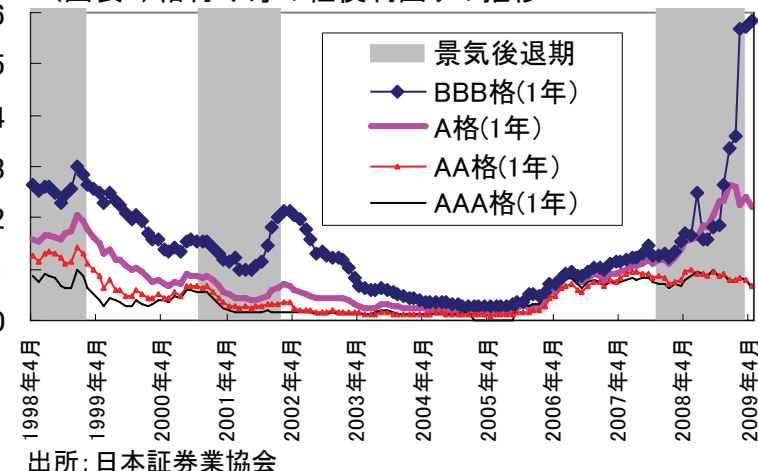
社債市場の信用リスクには直接的に、MBS買い切りやTALFは作用しないとしても、投資余力を失っていた投資家が、リスク許容力を高め、社債購入の流動性確保ができるという間接的な支援作用があるだろう。信用緩和の威力は、もともとの流動性拡大を、財政資金による信用リスクの肩代わりを通じて、社債など民間リスク資産の需要拡大に向かわせることである。

米国で事業法人や金融機関の信用リスクが和らいできたことは、財務省とFRBの介入効果が作用している面は多分にあるだろう。

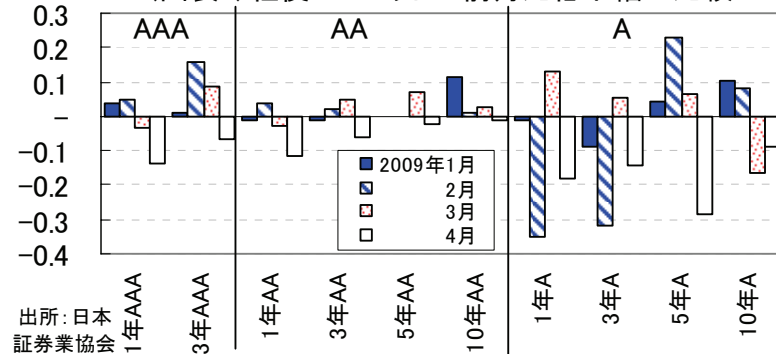
日本の金融市場における信用リスク

リーマンショック以降、米国発の金融不安は、日本にも伝播し、信用リスク懸念が高まった。日本の社債市場でも低格付けを中心に、信用スプレッドは急拡大し、そのレベルは過去に類をみないくらいに広がっている（図表3）。社債スプレッドの推移をみると、BBB格が6%近くの水準まで高止まっている一方、A格は限界的に低下してきている。AA格、AAA格も微妙にスプレッドがタイト化の方向にある（図表4）。こうした金利低下の傾向は、期日が短いほどに明確であり、日銀が2009年2月に開始した残存期間1年以内の社債買入れ（A格以上）も、その一因であると考えられる。もっとも、低下傾向が4月になって進んでいる状況から考えると、年度末を越えて、日銀のオペに依存しにくい年限において信用リスクの弱まっていることが窺われる。リスクに対する緩和傾向は、自律的に起こっている可能性がある。

（図表3）格付け毎の社債利回りの推移



（図表4）社債スプレッドの前月比低下幅の比較



信用リスクを巡って

マクロをみているエコノミストは、景気循環のボトムが2009年1～3月だったとみている人が増えているだろうが、まだまだ予断を許さないという見方も根強い。慎重論の根拠になるのは、（1）内需面での景気悪化は2009年中央にかけて進み、蓄積された損失に耐え切れずに、企業破綻が相次ぐ可能性が否定できないこと、（2）悪化した決算状況をみて金融機関の貸出態度がより厳格化する不安があること、の2つである。例えば、企業のデフォルト率も、公開されている2009年2月までは上昇していることが確認される。

このマクロとミクロとギャップについて、どちらが正しいかが問われるところである。筆者が、個別企業のリスクと景気後退期との関係でどのくらいオーバーラップするかに注目すると、両者は微妙に重なっている。社債利回りの上昇は景気後退期中で続いていても、景気拡大期に入ると低下している経験則が見て取れる（前掲図表3）。企業のデフォルト率でみても、同じような傾向がみられる。

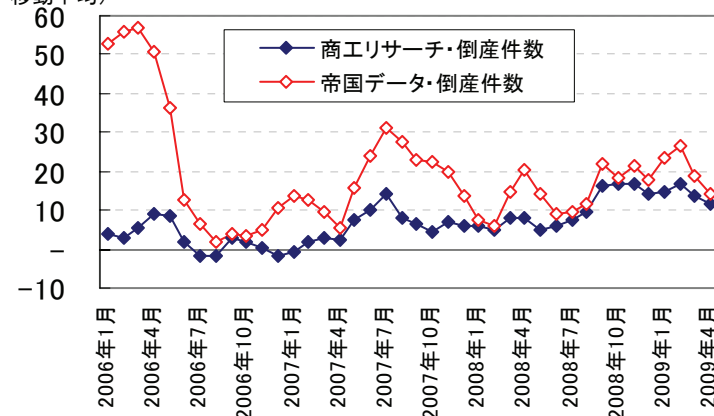
2002年1月からの景気拡大期は、実感として好況感はほとんど伴わなかったが、それでも金利上昇ペースは拡大期入り後、ゆるやかに低下に向かっている。この3月も心配していたほどに大型倒産が増えなかった（図表5）。

こうした見解は、マクロの世界で失業率にみられる現象である。失業の増え方（フロー）はマクロの景気循環に連動するが、失業率（ストック）では増加がなくなると上昇を続ける。失業率が遅行指標なのではなく、ストック指標だから遅行する面がある。つまり、企業のデフォルトリスクは依然として大きい、その変化率としては緩和していくと考えられる。

もうひとつ、信用リスクに関して、低格付けの企業リスクは依然として高いという問題がある。これも、景気悪化の最終局面ないし景気拡大期の前半につきものである現象と捉えられる。すなわ

ち、こうした局面では、同一業界において、景気循環の改善に合わせて、波に乗れる企業と、反対に波に乗れずに格差が広がる企業が現れるはずである。低格付けの金利上昇は、その格差拡大を反映していると説明できる。

前年比%（3か月移動平均）（図表5）企業の倒産件数の伸び率



出所：帝国データバンク、商工リサーチ

流動性リスクの変化

リーマンショック以降の問題は、先行きに何が起こるか見えなくなる危機であった。この危機感は、企業や金融機関の資金調達を切迫させて、スプレッドの拡大を生じさせた。

ところが、政府・日銀の金融対策は、そうした不安感に先んじて手を打ち、年末・年度末の資金繰り不安を緩和させてきた。製造業では、2009年3月には在庫調整を進捗させ、4～6月の目処も見えてきて、資金繰り不安の動機はやや後退しているだろう。他の事業法人にも、先んじて資金調度を急いだ先が、無限大の不安から予想の範囲内の不安に移行していることを背景に、潜在的なキャッシュの必要水準を落としていくと考えられる。

筆者は、企業破綻や融資困難化というリスクは、それが起こったならば大変なことになるが、そのリスクの増長は止まってきている問題ではないかと考える。リスク・ウェイトをゼロにするのは間違いであるが、最悪期を抜けたつある可能性は少なくないともみている。

金融問題の課題はどうか

日米で社債スプレッドなどの動向に少しずつ変化がみられていることは、正常化の後での展望を少しずつ視野に入れなくてはならないということだろう。危険度が大きいときは、みんながキャッシュを手厚く持ちたがるが、危険度が低下すれば厚めのキャッシュが要らなくなってくるといえるであろう。

例えば、銀行であれば、危機感を背景にした資金需要がなくなれば、今度は経済成長の裏づけのある資金需要は何かという課題が大きくなっていく。マクロの視点でみて、2009 年央までの設備投資は期待できないので、経済成長に資する資金需要を探すことはより困難になっていく。政府が行っている金融対策にしても、アクセルを吹かせることはかなり素早かったと思えるが、今後、それが過剰になってしまう弊害を先行きどのように抑えていくかが問われる。

もうひとつ、異なる論点を提示すると、今こそ前向きな金融の役割が重要である。現在は流動性リスクが緩和しているが、企業倒産などの信用リスクは残存している。月々の経済情勢が改善しているのを、金融機関が前向きに支援することが景気回復力を押し上げることになる。逆に、金融機関がリスクテイクに過敏になって、過去の決算状況などを参考に信用リスクを上方修正すると、月々で改善している企業活動を反対に抑制してしまう。金融機関が掘り起こすべき資金需要は、当面の苦しい企業の台所を支えることによって、しばらくしてそれが企業の大きな収益拡大に結び付くような融資機会である。