

テーマ：進め！不良債権処理

発表日：2009年6月25日（木）

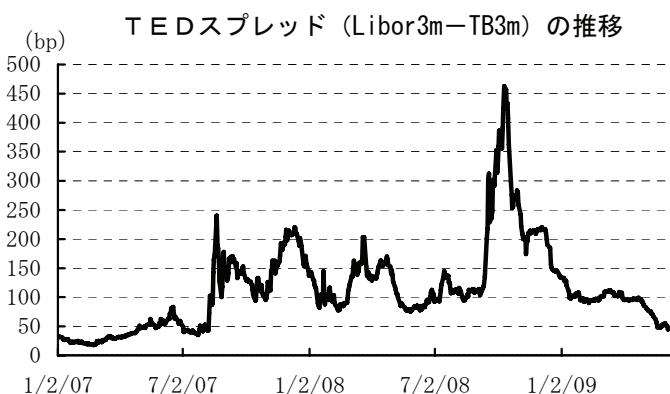
～自主性に任せては心許ない欧米金融機関のバランスシート改善～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

景気回復で薄らぐ金融不安

世界的に景気回復期待が強まっている。実際、国毎に多少のばらつきはみられるものの、在庫調整の急激な進展により、景気は循環的な回復局面に転じ始めていると判断される。同時に、金融不安は急速に後退しているようにも見える。少なくとも、短期金融市場などにおける極度の緊張状態は、相当程度緩和したようだ。金融市場における緊張緩和の背景には、ファンダメンタルズの改善に加え、米国を中心にさまざまな金融対策が採られたことによる、状況改善への期待が挙げられる。筆者は、MarketWatching「世界は混乱から脱出したのか」（09/4/20）において、世界経済が循環的な回復局面に入りつつあることと同時に、その加速力や持続力には懐疑的で、自律的で本格的な回復局面への移行には金融機関のバランスシート改善が必要条件であると述べた。そこで、本稿では回復が期待されているもう一つの問題、金融不安について考察する。



出揃った金融対策

米FRBは5月7日にストレステストの結果を公表した。これによって、米国における金融機関の改善措置策がほぼ出揃ったと言える。

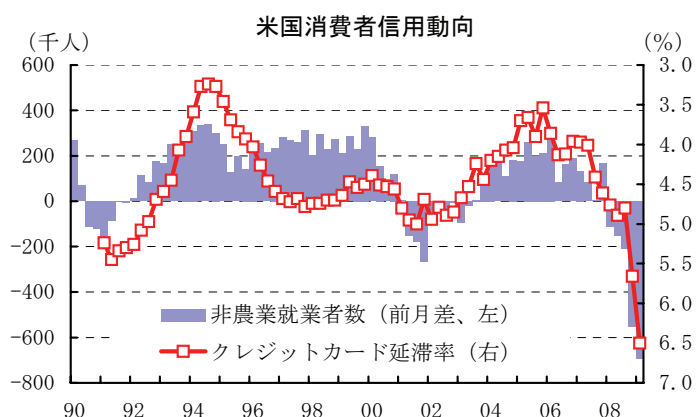
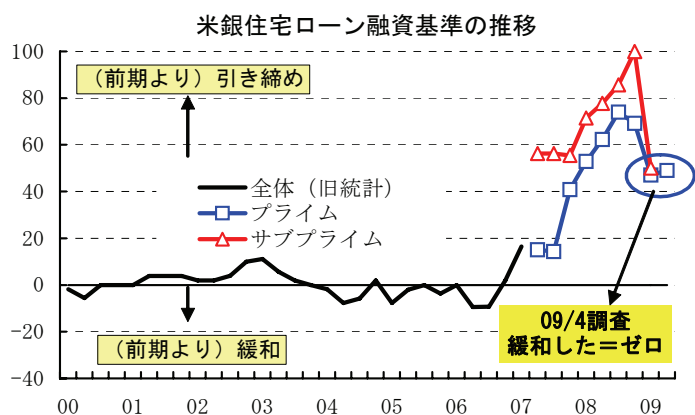
昨秋のリーマンショックを受け、米政府は難産の末「金融安定化法」を成立させ、総額7,000億ドルに及ぶ不良債権買取のための資金を確保した（不良資産救済プログラム：TARP）。しかし、実際にはTARP資金は不良債権買取ではなく、金融機関への資本注入が中心となった¹。資本注入は、主に金融機関が発行する優先株などを政府がTARP資金で買い取るという形を取った。こうした資本注入によって期待される効果は、主に以下の3点が上げられる。

- ① 資本注入を受けた金融機関は、自己資本が大きくなるため、経営不安が後退する。これにより、当該金融機関への取り付け騒ぎなどが回避される他、株式市場やその他信用市場における当該金融機関の信用が回復、市場全体の安定にも寄与すると期待される。
- ② 金融機関は自己資本比率規制などにより、自己資本の大きさによって貸出額の大きさが決まってくる。自己資本が拡大すれば、それに応じて貸出も増加する余地が生じる。企業や家計の資金需要に応じる余地が拡大すれば、景気浮揚効果も得られる。
- ③ 不良債権などの損失処理を行う場合、自己資本が減少する。すなわち、自己資本が大きくなれば、不良債権の処理能力も拡大する。

¹ ポールソン財務長官（当時）は、08年10月8日から同9日にかけて、「金融システム強化に向けて利用できる全ての手段を駆使するのが政府の方針だ」とし、「あらゆる規模の金融機関の資本増強を含め、最大限の効果を発揮するために与えられた全ての手段を活用する」と表明した。

以上のような主に3つの効果が期待されるところではあったものの、実際には顕著な成果は上がらなかったと判断される。そもそも、各金融機関がどれだけの資本を必要としているかが把握できていないため、資本注入を受けても、それで金融機能の回復に繋がるかどうかを市場は判断できなかった。また、貸し出しの改善にも繋がっていない。借り手の財務状況が悪化する中で金融機関は安易に貸出を増やすことはできず、一報で借り手の前向きな資金需要も盛り上がりには欠けている。貸し手である金融機関の慎重な態度には未だ改善は見られない。米銀への融資担当者調査によれば、今年4月の段階で企業や消費者向けの融資基準を3ヶ月前に比べて引き締めたと答えた銀行の割合は低下したものの（1月対比）、依然として融資基準を緩和したと答えた銀行はゼロとなっている。つまり、融資基準のハードルが上昇するスピードは鈍ってきたものの、ハードルの水準自体は低下していないため、引き続き借りにくい状況が続いているということだ。

一方、肝心の住宅ローン向け融資基準については、1月調査段階では融資基準を引き締めたとの回答割合は3ヶ月前に比べて低下したものの、4月段階では小幅ながら上昇に転じてしまった。加えて、ローン全体について、貸し倒れ率が上昇するとみている銀行の割合が増加する傾向にある。銀行の融資基準が緩和されるには、もう少し実体経済の改善がハッキリと見えてくる必要があると考えられる。実際、クレジットカードの延滞率については、足元まで一本調子で悪化傾向を辿っているが、過去のパターンから判断すれば延滞率が改善に向かうのは、就業者の減少幅が縮小に向かう時期と被ってくる。こうした傾向を当てはめれば、早くても米国の実質GDP成長率がプラスに転じると予想される今年7～9月期、遅ければ失業率が低下に転じるまで、金融機関が融資に前向きになることはないだろう²。



自律的な回復持続に必要な不良債権処理が進むか疑問は残る

ただし、金融機関の融資態度を左右するもう一つの要因があり、それが金融機関のバランスシート調整圧力だ。すなわち、バランスシートが改善すればするほど、銀行のリスクテイク能力も回復し、金融機能は正常化に向かう。逆に、バランスシートの改善が遅れれば、金融機関のリスク許容度は限定され、相対的にリスクの低い貸し手にしか融資できない状況が続く可能性が高まる。このような、金融機関のバランスシート改善には不良債権の処理が必要条件となる。この、不良債権処理を進める策として政府が3月末に打ち出したのが不良債権買い取り策である。また、不良債権処理に十分な資本を有しているかどうかを大手金融機関に調査した結果は、5月にストレステストの結果として発表された。

これら一連の不良債権処理策を受けて、金融不安はかなりの程度後退するとの期待が高まっている。実際、資本が十分であると指摘された金融機関では、政府から注入された資本の返済に動き、資本の更なる積み増しの必要性を指摘された金融機関においては、市場からの資本調達を進めている。

² 一般的に、雇用環境の改善は需給ギャップの縮小を待つことになり、概ね景気に半年から1年程度遅行する。これまでの米国における需要が住宅バブルなどによって嵩上げされていた可能性が大きいことを勘案すれば、かなりの程度の供給超過状態にあると考えられ、雇用環境の改善は過去と比べても遅くなる可能性が高い。

とはいえ、実際には不良債権問題はクリアしていない。すなわち、これらの策では不良債権の買い手を刺激しても、売り手となる金融機関の売却意欲が高まるとは限らない。比較的に有利な価格で不良債権の売却が可能とはいえ、簿価を上回る価格で落札、あるいは値決めされることは考えにくい。したがって、不良債権処理を行えば必ず簿価との差額分だけ損失処理を行う必要がある。こうした中で、足元で景気は徐々に持ち直すとの期待が強まっている。景気が持ち直せばローンの貸倒率は低下するほか、各種資産価格も持ち直す可能性が高まる。すなわち、景気回復が予想される状況下では、不良債権の内容も徐々に改善し、あわよくば自然減も期待されることとなる。したがって、不良債権の売り手となる金融機関側にとっては、不良債権を売却するにしても、その時期を遅らせれば遅らせるほど有利な価格水準で売却できるとの思惑が働きやすくなる。より有利な価格水準で不良債権を処理することは損失の縮小に繋がるため、当該金融機関の株主にとっても、経営者や従業員にとっても合理的な選択に見えるだろう。

したがって、現状の政策だけでは金融機関の積極的な不良債権売却を促すことはできない。むしろ、ストレステストの結果を受けて、“十分な備えはできている”という気分が蔓延すれば、却って不良債権の処理を遅らせかねない。とくに、景況感が改善しているなかでは、そのような判断に陥りやすい。

不良債権処理が遅れた場合に想定される実体経済面への悪影響は、金融機能の回復が遅れることによる自律回復の遅れである。MarketWatching「世界は混乱から脱出したのか」(09/4/20)でも述べたように、足元における世界経済の回復の萌芽は、在庫調整の進展に伴う循環的な回復と需要の下げ止まりによるところが大きい。ただし、需要の持ち直しなどは、財政出動を伴う各種景気対策の効果によって押し上げられている側面がある³。なかでも、主要国の需要は悪化ペースが鈍化する程度にとどまっており、未だ浮揚感が得られていないが、これとて各種景気対策によって底割れを防いでいる側面が大きい。こうした循環的な回復力や各国で採られている過去最大規模の景気対策の効果は概ね一年程度で一巡し、その後は押し上げられた分だけ景気には一旦下押し圧力がかかる⁴。

日本の不良債権処理時よりも厳しい環境

ところで、6,000億ドルとも数兆ドルともいわれる規模の不良債権を実際に処理できるかといえ、難しいのではないかというのが率直なところだ。

参考として日本の不良債権処理の例を取れば、金融庁の指導の下、各金融機関は当時100兆円ともいわれた不良債権処理に必要な資本を公的資金などによって手当てした上に、積極的に処理していった。しかし、実際には、02年から景気が持続的に回復していく中で、不良債権であったはずのものが通常債権に“格上げ”されたり、資産価格の上昇によって処理が容易になった側面も大きい。このような実体経済の回復という側面支援がなければ、不良債権処理にはもっと時間がかかり、金融機能の回復は遅れ、景気の伸び悩みが続いていた可能性がある。すなわち、不良債権の迅速な処理には景気の持続的な回復が必要であり、景気が持続的に回復していけば処理を進める金融機関にとっても、あるいは借り手となる企業や消費者にとっても痛みは少なくなる。

ただし、当該国が自律的な回復軌道に乗ることは極めて難しい。不良債権処理に迫られる当該国は、バブル崩壊の傷を負っており、企業も消費者もバブル時代に生じたさまざまな過剰分を解消する必要がある⁵。一方で、金融機関は不良債権処理を優先せざるを得ないため、リスクテイク能力は限定的となり、貸し出しに抑制的な状況が続くことになる。すなわち、金融機能が十分に回復していないため、内需の回復力も乏しい状況が続く。したがって、景気は在庫調整の一巡による循環的なものか、政府による景気対策か、外需によって引き上げられるかしない限り浮揚は困難なうえ、外需や政府などによる“外部要因によるサポート”が無ければ失速してしまうような、極めて脆弱なものにとどまることになる。実際、90年代の日本経済は景気対策の効果が

³ たとえば中国における「家電下乡」や「家汽下乡」は、当該商品の購入に対し補助金を出すことによって消費を刺激している。

⁴ たとえば景気対策によってある四半期のGDPが1%押し上げられている場合、追加の押し上げ効果がなければ、1年後には押し上げられていた分だけ成長率（この例の場合では前年対比での成長率）は押し下げられる。

⁵ 過剰債務や過剰設備、過剰雇用など。

切れるごとに失速していったが、その背景の一つとして金融機関の不良債権処理が進んでいなかったことが挙げられる。逆に、2000年代に入って不良債権処理の進展を後押しした重要な要素の一つとして、外需の持続的な盛り上がりによる戦後最長の景気拡大があったと言える⁶。

このように考えると、欧米の金融機関における不良債権処理は、日本のそれとは異なり、極めて厳しい環境に置かれていることがわかる。不良債権処理をスムーズに進めるためには外部要因のサポートを受けた景気の持続的な拡大が望まれるところだが、欧米諸国にとっての外需とはアジアの需要であり、日本を含めたアジアの需要が欧米景気をサポートするほど強いとは考えにくいためだ。したがって、景気の持続的な回復が期待できず、欧米金融機関は景気が政府などによる景気対策によって押し上げられている向こう1年程度の間、不良債権処理を積極的に処理する必要がある。万一遅れることとなれば、景気対策の効果が切れた後は、景気は金融機能の回復による自律的な回復力を得ることなく、再び失速する公算が大きい。

これを避けるためには、欧米政府はより迅速な不良債権処理を求めるような対策を追加する必要がある。たとえば、ストレステストを繰り返し行うことによって、不良債権となりうる資産の処理が遅れている金融機関をあぶり出し、積極的に指導するなどの措置が必要になる⁷。また、金融機関のバランスシート改善をサポートするために、たとえば低金利状態を保つなどの政策的支援も必要である。ただし、最終的には金融機関の自主的な行動に任せる余地が大きく、決して楽観はできない。

⁶ ただし、その外需は欧米を中心とした住宅バブルによって嵩上げされた側面が大きい。

⁷ ただし、この点に関しても、金融機関は公的資本の返済を積極的に進めていることから、当局によるコントロールは却って難しくなっているとの指摘もある。