

米国財務省による金融安定化策 ～不良資産救済の行方～

国際局国際調整室 室長補佐
池田 洋一郎

1. はじめに

昨年9月15日のリーマン・ブラザーズ破綻を契機として崩壊の危機に陥った米国金融システムの安定を取り戻すため、米国財務省は10月3日に成立した「緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act)」によって支出権限を与えられた7,000億ドルの“軍資金”を元手に「不良資産救済プログラム (TARP: Troubled Assets Relief Program)」の実施を通じて金融危機対応に取り組んできた。ちなみに2001年9月11日の同時多発テロ以来米国が取り組んできたイラク、アフガニスタンにおける対テロ戦争の総費用が2009年3月末時点で8,080億ドル¹であることを考えると、米国が直面する「金融戦争」に勝利するために必要とされるコストが如何に莫大な金額であるかが見て取れる。

しかし、リーマン・ショックから約6ヶ月が経過した本年3月末に政府説明責任局 (GAO: Government Accountability Office) が TARP

資金の使用状況についてまとめたレポートによれば、TARPの約95%はその使い道が既に決定され、全体から「予想される支出」を差し引いた金融システム安定化のために今後新たに発生するニーズに対応できる資金は約1,000億ドルに過ぎないことが明らかにされている。

7年間以上にわたる対テロ戦争に要した経費にほぼ匹敵する巨額の軍資金はこの半年間の戦いの中で一体どのように使われたのだろうか？膨大な血税を投入して実行に移された作戦は所期の効果を発揮しているのだろうか？そして、今後更なる軍資金が必要となるのだろうか？

本稿ではこうした問題意識に立って、リーマン・ショック以降の米国財務省の金融システム安定化に向けた取り組みについて、本年3月末までに明らかになっている情報を元に TARP 資金の使途、成果、及び今後の見通しに焦点を当てつつ論じていきたい。なお、文中の意見、判断にわたる部分は筆者の個人的見解である。

¹ GAO report “Global war on Terrorism: Reported Obligations for the Department of Defense”

2. TARP 導入の経緯と目的

ベア・スターンズ救済（昨年3月）、GSE2社（ファニー・メイ、フレディ・マック）救済（昨年9月7日）、リーマン・ブラザーズ破綻（昨年9月15日）、AIGグループの実質国有化（昨年9月16日）、MMFの元本割れとCP市場の凍結（昨年9月17日）など、信じられない規模とスピードで勢いを増す“Financial Tsunami”に対して、これまでのケース・バイ・ケースのアプローチでは市場のコンフィデンスの回復に限界があると感じたポールソン財務長官（当時）は、金融危機の根本原因である不良資産（troubled assets）を金融機関のバランス・シートから取り除き、もって金融システムの安定回復を目指す「包括的金融安定化策」を9月20日に公表した。この目玉となったのが住宅ローン、RMBS（居住用不動産ローン担保証券）、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）を、米国で相当規模の業務（significant operation）を展開する金融機関から7,000億ドルを上限として財務省が買い取る措置だ。そして、ポールソン長官は対策を実行に移すために必要な立法措置を議会に対して求めた。

ポールソン長官の要請が法案として形になり議会下院に提出されるまでは僅か1週間というスピードであったが、同法案が成立に至る過程では「民主主義」の壁に直面した。即ち、中間選挙を1ヵ月後に控えた議員の多くが、血税を投入して金融機関を救済する法案に対する有権者からの猛反発を意識し、強い難色を示したのだ。この結果、下院での採択を翌日に控えた9月28日に民主・共和両党指導者間では法案可決に向けた合意がなされていたにも拘らず、翌日に同法案は賛成205票、反対228票であっけ

なく否決されてしまう。これを受け株式市場は恐怖感に支配され、ダウ工業株30種平均は前週末終値比777.68ドル安と史上最大の下げ幅を記録することになる。こうしたマーケットからの圧力に押された上院は法案の早期成立を目指し、下院が否決した法案に預金保険の限度額の引き上げや、幅広い減税策を加え10月1日に可決。10月3日には上院で可決された法案が263-171の賛成多数で下院でも可決され、同日ブッシュ大統領の署名を経て何とか成立に漕ぎ着けたのだった。こうした難産を経て7,000億ドルの歳出権限（内3,500億ドルは追加の議会承認が必要）を手にしたポールソン長官は、「TARP：不良資産救済プログラム」を実行に移していくことになる。

3. TARP 資金の活用状況

次ページの表1に今年3月27日時点のTARP資金の使途をまとめた。冒頭に紹介した通り、僅か半年足らずの間で使途の約95%が決まり、この内、予想される支出は約5,900億ドル、既に支出済の額が約3,000億ドルとなっている。主な使途について見ると、AIG、CITI等の金融機関への資本注入3,600億ドル（約51%）を筆頭に、金融機関以外の主体（例えばGM、クライスラー及びその関連会社、住宅ローンの返済に困窮している個人等）への融資等（1,949億ドル）と続き、当初予定されていた金融機関からの不良資産の買取は後述する「Public Private Investment Fund（09年3月23日詳細公表）」向けの拠出限度額1,000億ドルに留まる。つまり不良資産の買取は金額及び実施のタイミング双方の観点から主要プログラムとは位置付けられてはいない。一方「緊急経

表 1：不良資産救済プログラム基金（総額 7,000 億ドル）の使途
(2009 年 3 月 27 日時点)

施策名称	概要	支出上限	予想支出額	実際の支出額
① Capital Purchase Program	金融機関に対する資本注入	2,500 億 ^{ドル}	2,180 億 ^{ドル}	1,988 億 ^{ドル}
② Systematically Significant Failing Institutions	AIG グループへの資本注入	700 億 ^{ドル}	700 億 ^{ドル}	300 億 ^{ドル}
③ Targeted Investment Program	CITI グループ、Bank of America への追加資本注入	400 億 ^{ドル}	400 億 ^{ドル}	400 億 ^{ドル}
④ Automotive Industry Financing Program	GM、クライスラー等への緊急融資	249 億 ^{ドル}	249 億 ^{ドル}	245 億 ^{ドル}
⑤ Citigroup Asset Guarantee	CITI グループ保有の不良資産の価格下落リスクに対する保証措置	50 億 ^{ドル}	50 億 ^{ドル}	0
⑥ Bank of America Asset Guarantee	Bank of America 保有の不良資産の価格下落に対する保証措置	75 億 ^{ドル}	75 億 ^{ドル}	0
⑦ Homeowner Affordability & Stability Plan	住宅ローンの借り手救済策	500 億 ^{ドル}	500 億 ^{ドル}	0
⑧ Term Asset-backed Securities Loan Facility (TALF)	FRB による各種個人向けローンを裏付けとした ABS 担保貸付に対する支援	1,000 億 ^{ドル}	550 億 ^{ドル}	1 億 ^{ドル}
⑨ Unlocking Credit for Small Business	中小企業金融の円滑化	150 億 ^{ドル}	150 億 ^{ドル}	0
⑩ Auto Supplier Support Program	自動車部品メーカーの資金繰り支援	50 億 ^{ドル}	50 億 ^{ドル}	0
⑪ Public Private Investment Program	官民投資ファンドによる非流動資産の買取スキーム	1,000 億 ^{ドル}	1,000 億 ^{ドル}	1,000 億 ^{ドル}
⑫ Capital Assistance Program	ストレス・テストの結果過小資本が見込まれる金融機関への資本注入	規模未定	規模未定	規模未定
合計		6,674 億 ^{ドル}	5,904 億 ^{ドル}	3,034 億 ^{ドル}
	うち 資本注入 (① + ② + ③ + ⑫)	3,600+@ 億 ^{ドル}	3,280+@ 億 ^{ドル}	2,788 億 ^{ドル}
	うち 資産保証 (⑤ + ⑥)	125 億 ^{ドル}	125 億 ^{ドル}	0
	うち 資産買取 (⑪)	1,000 億 ^{ドル}	1,000 億 ^{ドル}	0
	うち 金融機関以外向け融資等 (④ + ⑦ + ⑧ + ⑨ + ⑩)	1,949 億 ^{ドル}	1,499 億 ^{ドル}	246 億 ^{ドル}

「緊急経済安定化法」の原文を見ると、その 101 条は財務省に与えた権限を下記の通り規定している。

－緊急経済安定化法(抄)－

Sec. 101 Purchases of Troubled Assets

(1) Authority.- The Secretary is authorized to establish the Troubled Assets Relief Program (TARP) to purchase, and to make fund commitments to purchase, troubled assets from any financial institution...

(仮約)

(1) 権限：財務長官は、あらゆる金融機関から不良資産を購入する、あるいは購入資金を確保するために、「不良資産救済プログラム (TARP)」を創設する権限を与えられる。

つまり、法律上明示されている権限は「金融機関 (financial institution)」からの「不良資産 (troubled assets)」の「買取 (purchase)」である。なぜ、法律上は「金融機関」から不良「資産」を「買い取る」権限を与えられているに過ぎない財務省が資本注入、果ては金融とは無関係な GM 等の事業会社への「融資」へと使途を拡大出来たのだろうか？

(1) 資産買取から資本注入へ

「緊急経済安定化法」成立から 5 日後の 10 月 8 日、ポールソン長官は記者会見で、「緊急経済安定化法は 7,000 億ドルの公的資金を活用し、金融機関に資本注入する権限を財務省に与え

た」と明言し、G7 終了後の 12 日には、大手 9 行² に対して総額 1,250 億ドルの一斉資本注入を実施する旨を公表。それ以降現在まで計 532 の金融機関に対して総額 2,788 億ドルの資本注入が実施されている。

なお 3 月 27 日現在、この Capital Purchase Program に参加を申請し、現在財務省の審査結果を待っている金融機関数は全米で 1,190、さらにその前段階で所管監督庁の審査プロセスの途上にある金融機関数も 750 に上っており、資本注入プログラムは事実上 TARP の柱と位置付けられている。

ポールソン長官は不良資産の買取りよりも金融機関の資本強化が喫緊の課題であり、これを通じてより効果的に金融システムの安定を実現できるとの説明を繰り返しており、マーケットも当初はそれを好感した。しかし、果たして法律上の権限はどこにあるのだろうか？

同法における「定義」を定めた 3 条（下記参照）を見ると、財務長官は FRB の議長と協議の上、決定事項を書簡で議会の歳出委員会に送付すれば、「他のあらゆる金融商品（any other financial instrument）」を購入できるとされており、資本注入、即ち財務省が金融機関から優先株等を購入する権限は排除されていない、との解釈が可能となる。

－緊急経済安定化法(抄)－

Sec 3 Definitions

(9) Troubled Assets – the term “Troubled Assets” means ;

(A) residential or commercial mortgages and any securities, obligations or other instruments…

(B) any other financial instrument that the Secretary, after consultation with the Chairman of the Board of Governors of the Federal reserve System, determines the purchase of which is necessary to promote financial market stability, but only upon transmittal of such determination, in writing, to the appropriate committees of Congress.

(2) 金融機関から事業会社へ

では、金融機関以外の一般事業会社や個人への融資等については、法的な権限はどう規定されているのだろうか？財務省はこの点もこれまで明確な説明をしていないが、筆者が意見交換をした米国のある弁護士の見解では、上記と同じく「定義」について定めた 3 条を注意深く読むと「救済の相手は金融機関には限られない」との解釈が不可能ではないという。

－緊急経済安定化法(抄)－

Sec 3 Definitions

(5) Financial Institution- The term “financial institution” means any institution, including but not limited to, any bank savings association, credit union, security broker or dealer, or insurance company, established and regulated under the laws of the United States….

² ゴールドマンサックス、モルガン・スタンレー、JP モルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、メリル・リンチ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴ、ニューヨーク・メロン銀行、ステート・ストリート

即ち、この法律における「金融機関」とは、「あらゆる機関 (any institution)」を意味するとされ、それは銀行や貯蓄組合等を含むがそれに限らない (including but not limited to) とある。つまり自動車会社も個人商店も、この法律上は「金融機関 (financial institution) である」との解釈が成り立ち得るらしい…

一般事業会社に対する TARP 資金を活用した支援は、昨年末に破綻の瀬戸際に追い込まれた GM、クライスラー (両社で 174 億ドルの融資) を皮切りに、中小企業向けローンを裏付けとした担保証券の財務省による直接買入れ (150 億ドル)、そしてビッグ 3 の経営難のあおりを受けて資金繰りに陥った部品メーカーの売掛債権の保証等 (50 億ドル) と、拡大を続けている。

(3) ポールソン長官のレガシー

90 年代後半の我が国の経験が示すとおり、金融危機対応における最も重要且つ困難なポイントの一つは、なぜ (高額な給与をもらってきた) 金融機関の救済に血税が投入されなければならないのか、なぜ金融システムの安定が経済の安定に資するのか、等の点について議会及び納税者に対して丁寧且つ粘り強く説明し納得感を醸成することに時間を惜しむべきでないということである。一方で、米国の金融システムだけでなく世界中のマーケットに猛烈なスピードで伝染する金融危機に対処するには、臨機応変にスピード感をもって対応することも不可欠だ。

この点、ポールソン長官は、手続きの適正さや説明の丁寧さを求める議会と、対応の迅速さ臨機応変さを求めるマーケットの間で、問題解決に必要な手段を実行していかなければならないという難しい立場に立たされていたが、法案成立後僅か一週間で法の趣旨を「資産買取」か

ら「資本注入」へと大きく変更する等、その手法はマーケットをより意識したものであったとの印象を受ける。これは当時議会で共和党を中心に政府の資本注入による民間金融機関の経営介入に強いアレルギーを持つ議員が多数存在し、「資本注入」を法案の審議中に明らかにしてしまうと、成立が見込めなかったとの事情を考慮してのことかもしれない。しかし議会の側から見れば、ポールソン長官のこうした手法は一方的で一貫性と説明に欠ける強引なもの映ったのも確かであった。例えば、昨年 12 月 10 日に下院金融委員会で 5 時間に亘り行われた TARP の監督に関する公聴会では、法律成立から僅か一週間で TARP の目的を不良資産買取から資本注入へ変更したことへの批判が噴出している。また、TARP の 7,000 億ドルの資金枠のうち、残り半分の 3,500 億ドルの拠出権限を得るために必要な議会承認プロセスを通じて、同資金を住宅ローンの借り手の救済に使うべきこと、また救済を受けた金融機関に対する厳しい報酬・配当制限が課される等、議会 (特に下院で多数を占める民主党) の要望を数多く受け入れざるを得ない状況となった。

このように、当時の状況に鑑みればやむを得ざる選択であったとも言えるポールソン長官の手法は、財務省の「政治資本」を多く費消するとともに、

- ① 今後、議会から金融システム安定化のための必要資金の拠出権限を得ることがより一層困難になる、
- ② 限られた資金に支援を求めて殺到する様々な企業・業界に対し、支援の可否の線引きに係る合理的な説明がより一層困難になる、
- ③ 上記をクリアするために、支援を受ける金融機関に対して報酬制限をはじめとする懲罰的な条件を課さざるを得なくなり、必要な支

援を受ける金融機関から各種救済プログラムに参加するインセンティブを失わせる、等の後遺症を残し、後々、当局の手足を縛ることにもなった。

なお、オバマ大統領が2月10日に公表した「第二次金融安定化策」の柱の一つである住宅ローン借り手救済のための500億ドルの拠出は、金融不安の根本要因である住宅価格下落に歯止めをかけるという経済的意図とともに、ウォール・ストリート（金融業界）対メイン・ストリート（实体经济）の対立の構図を出来る限り和らげ、今後必要となる資金を議会に少しでも求めやすくする環境を醸成するという政治的意図も大きかったといえるのではないかと。

（4）不良資産買取への道

そもそもなぜポールソン長官は当初予定していた不良資産の買取を実施しなかったのだろうか？ 実際、昨年9月20日に公表された「不良資産買取のためのファクトシート」では、買取対象資産、対象金融機関、プログラムの有効期間が規定されると共に、具体的な買取手段としてリバース・オークション方式（価格競争入札により最も低い価格を提示した売り手から購入を決定する方式）も示されていたのだ。

計画が実行に移されなかった理由としては、買取価格の設定が困難であったことが指摘されている。即ちバランス・シートに計上されている価格よりも低い価格で売却すれば金融機関側に追加損失が発生するため、金融機関に売却するインセンティブがなくなる。他方、バランス・シートに計上されている価格より高値で売却すれば、金融機関側にはインセンティブはあるものの、政府、即ち納税者が将来二次ロス（買い取ったものを売却する際に発生する損失）を被る可能性が高まる、というジレンマの

中で、取引の成立を促す価格設定メカニズムのデザインが思いのほか困難であったということだ。日本の金融危機時のように対象となる不良資産がローンであれば、特別検査等を通じて横串の資産査定の方法を提示し資産の現在価値を算定することが可能であろう。しかし、米国で問題の Troubled Assets（Toxic Assets と呼ばれる）は多くの場合、多種多様なローンが細分化されて組み込まれ、且つ市場で流通することを前提に価格が決められていた証券化商品であるため、市場での取引が成立しない中での価格決定の困難さはローンの比ではない。

こうした事情から金融安定化策の柱として掲げられていた不良資産の買取は頓挫していたのだ。しかし、日本の経験が示すとおり、金融機関の資本強化のためにいくら資金をつぎ込んでも、保有する不良資産の価値下落リスクから解放されない限りバランス・シートへの信頼感は回復しない。結果、いつまでたっても民間からの資本調達はできず、公的資金を活用した資本注入がダラダラと続く、という罠にはまってしまう。

このような問題を解決するために、オバマ大統領・ガイトナー財務長官が「第二次金融安定化策」の柱として盛り込み、3月23日に詳細を提示したのが、「官民投資ファンド（Public Private Investment Fund）」を活用した、不良資産買取スキームである。

これらのファンドが買取る資産の規模は官民あわせ総額で最大1兆ドル規模とされており、うち財務省は TARP 資金を活用して最大1,000億ドルまでの拠出枠を設けていることは既に触れた。このスキームでは政府が民間からの出資者を募りつつ、ローンと証券化商品に分けて、不良資産買取ファンドをそれぞれ複数立ち上げることとされている。

このスキームのポイントとしては以下の3点が挙げられる。

- ① 民間投資家からの出資を促すため、ファンドはFDIC（預金保険公社）の保証やFRBからの借入等を活用してレバレッジをかけることができる。こうした借入等はノン・リコース形式（非遡及型）であるため、仮に買い取った資産の価値が大きく下落し二次ロスが顕在化した場合でも、投資家は出資額以上の負担を負うことは無い（即ち、投資家のインセンティブを引き出し易い）。
- ② 財務省がTARP資金を活用して民間投資家と同額の出資をするため、将来発生する利益・損失は投資家と政府（納税者）が折半する（投資家が将来投資収益を得ることについて、政府も同額の収益を得られるため、政治的な理解を得やすい）。
- ③ 価格決定に当たっては、複数の民間投資家、ファンド・マネージャーが入札により買取価

格を提示し、資産の売り手がその価格を受け入れた場合に取引が成立する。

上記①・②の通り、当スキームに買い手として参加する民間投資家に対するインセンティブ・メカニズムは盛り込まれているが、売り手側となる金融機関等についてはどうだろうか？ローンと証券のプログラムそれぞれについて考えて見よう。

【ローン・プログラム】

民間投資家が入札により価格を提示しても、その価格が現在バランス・シートに計上されている価格よりも低ければ、取引に応じた金融機関には減損が実現してしまう。足下景気は厳しい状況にあり各種ローンの延滞率も上昇傾向にあるが、「いつか景気が回復すれば借り手の状態も回復するに違いない…」との期待から、不良債権をバランス・シート上に残しておこうと

図1：官民投資ファンド（Public Private Investment Fund）のイメージ
レガシー・ローン・プログラム レガシー・証券・プログラム

民間出資者がFDICの監督の下運用		民間出資者(ファンド・マネージャー)が運用	
<資産>	<負債>	<資産>	<負債>
預金取扱い金融機関が保有する債権のプール (注) 国外資本によって保有される銀行は対象外。	FDIC保証債 担保 最大6倍のレバレッジ 120	様々な機関が保有する証券 (RMBS、ABS等) 担保 (組成当初トリプルA格だったRMBS、及び、現時点でトリプルA格のCMBS・ABS等が対象) ※レバレッジ比率は資産ごとに決定	FRBのTALFからの借入れ
140	財務省による出資 10 民間出資者による出資 10		財務省による優先債引受 10~20 財務省による出資 10 民間出資者による出資 10

財務省が5者を選定

(注) 表中の数値は、例として、民間出資者が10億ドル拠出すると仮定した場合の負担割合。

いう誘引も発生するだろう。こう見ると、ローン買取プログラムについては価格決定に係る基本的問題は解決されていないように見えるが、この点に対処すべく現在実施に移されているのが表1（不良資産買取プログラム基金の使用状況）の⑫に記載した「Capital Assistance Program」である。

2月10日にオバマ大統領より公表された「第二次金融安定化策」に盛り込まれた当プログラムは、総資産1,000億ドル以上の金融機関（19行）に対して、以下の二つのステップで資産査定を厳格化と自己資本の強化を促している。

- ① 金融機関に一定の経済状態を想定した「ストレス・テスト」を行わせ、その結果に対して監督官庁がレビューを行った上で、必要十分な資本の額を決定する。
- ② 金融機関は資本調達する期間として6ヶ月が与えられ、十分な規模の民間増資が出来ない場合には、財務省がTARP資金を活用して資本注入を行う。

厳しい将来の経済シナリオの下での厳格な資産査定を求められ、結果次第では国からの更なる資本注入と経営への介入が待ち受けているというシナリオは、金融機関に対して「レガシー・ローン・プログラム」に参加しない場合のトータル・コストを高め得る。この「ムチ」が「レガシー・ローン・プログラム」に金融機関を売り手として参加させるメカニズムと考え得る。

【証券プログラム】

- ① 多くの金融機関が時価会計に基づき保有証券化商品の減損処理を相当程度実行済みであること、
- ② 証券化商品に関する根本的な問題は流動性リスクの顕在化、即ち売りたいくても売却する相

手が存在しないという点であること、から、ローン・プログラムと比較して、売り手である金融機関や各種ファンドにも十分な参加意欲があるとの見方が多い。一方、本稿執筆中の4月2日、米FSAB（財務会計基準審議会）が時価会計の適用基準の緩和を決定し、2009年第一四半期決算からの適用も可能である旨を公表した。これにより、会計上必ずしも時価を反映させ市場価格の下落による減損を計上する必要がなくなる資産についても、上記プログラムを利用して売却することで減損が実現してしまうケースが出てくることが考えられる。このため、こうした動きは金融機関が上記プログラムへ参加する上でのディス・インセンティブともなり得る。

なお本スキームは5月中旬より暫定的に稼動する予定であり、これですぐやくTARPの所期の目的であった「不良資産救済」スキームも含めた金融システム安定化策が出揃った形になる。では、これらの金融安定化策はこれまで所期の効果を挙げているのだろうか？

4. TARP 資金の活用効果

米国政府がこれまで取り組んできた金融安定化策は、TARP資金を活用した金融機関等への資本注入や融資だけではない。例えばFDICによる金融機関の債務保証及び預金保護限度額の10万ドルから25万ドルへの引上げ措置、FRBによる資金供給や利下げ、及びCPや長期国債の買取等の非伝統的措置も活用した信用緩和策の実施、FHFA（米連邦住宅金融局）を中心とした住宅ローンの借り手救済策等が挙げられる。こうした対策が同時並行で実施され、それぞれは相互に深く関連している。また、2

月17日には総額7,872億ドルの経済対策を実施する権限を政府に与える「米国再生・再投資法 (American Recovery and Reinvestment Act)」も成立し、史上最大規模の景気対策も実行に移されている。さらにG7をはじめとする各国が実施中の金融対策・経済対策も米国の金融市場に大きな影響を与えているだろう。即ち、TARP実施の効果のみを取り出して計測することは極めて困難である。

一方で、法律成立までの紆余曲折からも明らかな通り、金融機関への血税の投入を柱とするTARPの実施に当たっては、マーケットはもとより、議会、メディア、国民等、幅広いステークホルダーに対して十分な情報公開、説明責任を果すことを強く求められるのも事実である。

こうした点を踏まえ、財務省は議会証言等の場で、下記の点に焦点を当ててTARP資金活用の効果を説明している。

(1) 金融機関の経営状況に対する信頼の回復

リーマン・ショック以降発生した最も急性の

危機はインターバンク市場の枯渇に見られる金融機関間の信頼喪失であり、これは大手金融機関のCDS (クレジット・デフォルト・スワップ) のプレミアム及び金融機関間の資金融通金利を示すLIBORの急騰に端的に現れていた。

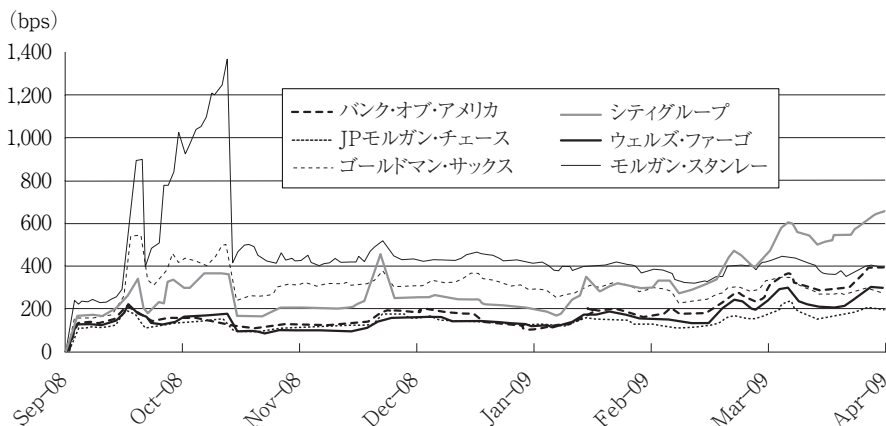
しかし、下記グラフ1・2が示すとおりショック発生から半年を経て、状況は落ち着きを取り戻しつつある。

(2) 各種ローン金利の低下

金融機関の信用の回復による資金調達コストの低減は企業・個人にも貸出金利の低下という形で恩恵が及んでいるのだろうか？ 次頁表2は社債及び住宅ローン金利の水準及び同年限の国債金利とのスプレッドについて、本年3月28日の水準を2ヶ月前の1月28日、TARP導入直後の昨年10月13日の水準とそれぞれ比較したものである。

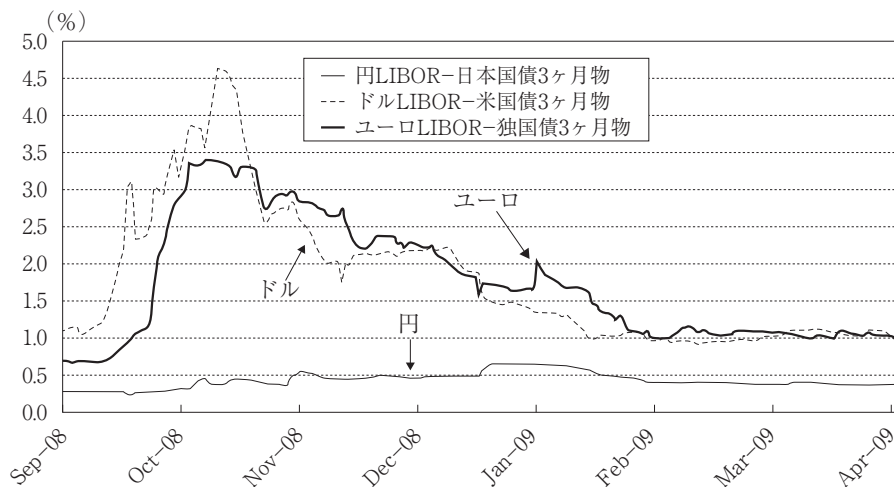
これを見ると、社債については、金利水準が昨年10月13日と比較すると低下しているが、足下やや上昇傾向にある。また社債と国債金利とのスプレッドは10月以降拡大しているが、足下拡大の幅がゆるやかになっている。一方、

グラフ1：米国大手6行のCDSプレミアムの推移



(出所) Bloomberg

グラフ 2： LIBOR の対 TB/FB スプレッドの推移



(出所) Bloomberg

住宅ローン金利については3月27日現在、30年固定金利が過去最低の4.61%を記録するなど、金利水準、国債金利とのスプレッドともに低下傾向にある。無論、こうしたクレジット市場の緩和傾向はTARPのみによってもたらされた訳ではなく、上記の様々な金融安定化策の複合的な効果であると言ったほうが妥当だろう。

(3) 貸出水準

議会が最も強く求めている指標が政府の支援を受けた金融機関の貸出の増加である。前述した昨年12月10日の議会下院金融サービス委員会での公聴会では、TARPの目的を不良資産買収から資本注入へと変えたことへの批判に加え、財務省が支援を受けている金融機関の貸出態度を把握していなかったことに批判が集中した。これを踏まえ、現在財務省はウェブ上に「Financial Stability.gov」という金融安定化策に関する専用ページを設け、金融機関の貸出し動向に係る調査結果を掲載している。以下のグラフ3はTARP資金より資本注入を受けた大手20行の昨年10月からの新規貸出実行額の推移を示したものである。

表 2：各種ローン金利の変化

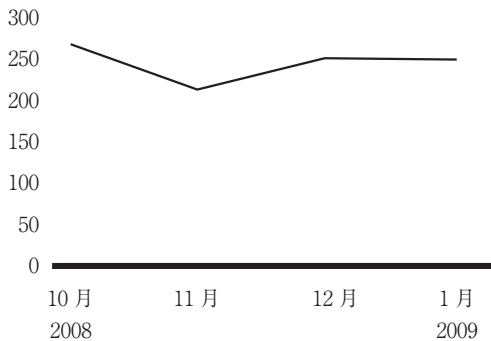
指標	2009年1月28日との比較	2008年10月13日との比較
社債金利 (格付け AAA)	38bp 上昇	84bp 低下
社債金利 (格付け BBB)	27bp 上昇	24bp 低下
社債と国債の金利差 (格付け AAA、10年物)	35bp 上昇	40bp 上昇
社債と国債の金利差 (格付け BBB、10年物)	24bp 上昇	100bp 上昇
住宅ローン金利(30年固定)	9bp 低下	143bp 低下
住宅ローン金利と国債の金利差 (30年物、コンフォーミングローン)	45bp 低下	33bp 低下

(出展) GAO Report Troubled Assets Relief Program March 2009

(注) bp=1/100%

グラフ 3：大手 20 行の新規貸出実行額

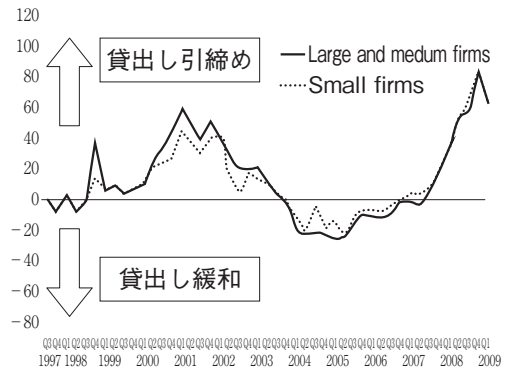
(10 億ドル)



出典：GAO analysis of Treasury loan survey data.

昨年 10 月から 11 月にかけて 21% 減少した後、11 月から 12 月にかけて 18% 上昇、1 月も同レベルを保っており、経済状況が顕著に悪化する中でも貸出を継続しているようにも見える。ただ、上記は新規の貸出額であるため、既存貸出の停止等は加味されていない。この点、FDIC が公表している全米の預金取扱金融機関の貸出総額の推移を見ると、08 年 9 月末の 7 兆 9,990 億ドルから同年 12 月末には 7 兆 8,750 億ドルと、1,000 億ドル以上低下している。また FRB が米国大手金融機関 60 行に対して四半期毎に実施する金融機関の貸出態度調査を見ると、グラフ 4 にある通り昨年内は一貫して貸出態度が引締められているが、足下やや緩和傾向にあることが分かる。

グラフ 4：米国金融機関 60 行の貸出態度



出展：FRB

なお、米国同様大きな金融危機に見舞われているイギリスでは、政府支援を受けた RBS や Lloyds TSB (HBOS を救済合併) に対して 2009 年、2010 年の 2 年間にわたり住宅及び中小企業向けローンの対前年度比増額の数値目標が課されている³。今後米国の金融機関の貸出態度の緩和が国民に実感されていかなければ、イギリスを倣った貸出し量に係る数値目標が議会からのプレッシャーによって課されることも考えられるのではないかと。

5. 今後の見込み

冒頭に触れたとおり、当初巨額に見えた 7,000 億ドルの TARP 資金も、その大半の使い道が既に決定され、今後新たに見込まれるニーズに対して使用可能な額は約 1,000 億ドルとなっている。一方、米国金融不安の原因は、経済状況の更なる悪化を反映して当初の証券化商品の価格下落と売却不可能性というマーケットリス

³ RBS は 2009 年に住宅ローン 90 億ポンド、企業向け 160 億ポンド、2010 年に更に 250 億ポンドの貸出増にコミット。

Lloyds Group は 2009 年に住宅ローンを 30 億ポンド、企業向けローンを 110 億ポンド増加すること、2010 年にさらに 140 億ポンドの貸出増にコミット。

ク・流動性リスクから、実体経済の悪化に伴う各種ローンの貸倒比率の上昇という信用リスクの顕在化へとフェーズを移しつつある。こうした中現在 TARP 資金に群がっている約 2,000 の中小金融機関に加え、上述のストレス・テストの結果更なる資本注入が必要となる大手行が現れる可能性は高い。また既述の GM、クライスラーについては、両社の持続可能性を確保できる経営再建策は未だ形になっていない。さらには運用環境の悪化に伴い保険会社も TARP 資金による救済を求め始めている。こうした潜在的なニーズに対して 330 億ドルという数字は全く無力に見える。

こうした中、2月26日に行政管理予算局(OMB: Office of Management Budget)が公表したオバマ政権初の「予算教書」の概要では、2009年度中(2009年9月まで)に必要な金融安定化向け資金として既述の7,000億ドルに加え更に7,500億ドルが計上されている。しかし AIG グループへのボーナス支払いを巡る問題を見れば明らかなおお、金融機関救済に対してこれ以上の血税を投入することへの議会及び世論の反発は極めて強い。実際4月2日に上下両院で可決された「2010年度予算決議(budget resolution)」では、上述の追加資金が削除されてしまっている。一方、金融システム安定化のために利用可能な資金は TARP だけではない。例えば FDIC (連邦預金保険公社) は財務省から TARP の枠外で必要に応じて資金融通を受けることのできるクレジット・ラインを無制限で利用できる権限を法律によって与えられている。ガイトナー長官は FDIC や FRB と連携しつつ議会の承認を迂回する形で必要な資金を金融システム安定化に用いることができる。

また、あまり光が当てられていないが、財務

省は3月20日までに約29億ドルの配当を被救済金融機関から受け取っている。即ち、今後金融システム安定化がもたらす果実は、貸出し増や金利低下の恩恵だけでなく、財務省が得る金利収入や配当収入といった形で納税者の懐に返ってくる。

今後オバマ大統領、及びガイトナー長官率いる財務省は、官民投資ファンドや住宅ローンの借り手救済策等、現在仕掛中の施策の着実な実施を通じて金融システムの早期安定化を目指すと共に、こうした取組みが納税者にもたらす様々な利益をあらゆる機会を通じて丁寧に説明することを通じて、前政権が「レバレッジ」を利かせ過ぎたために過少となった財務省の「政治資本」を回復していくことが求められるだろう。(了)

(参考文献)

- ・米国財務省ウェブサイト
<http://www.financialstability.gov/>
- ・GAO Report to Congressional Committees
“Troubled Assets Relief Program: March 2009 Status of Efforts to Address Transparency and Accountability Issues”
- ・JCIF レポート (2008年10月)「緊急経済安定化法成立までの経緯」