

サブプライムローン問題の克服に挑む米国資本市場

関 雄太

■ 要 約 ■

1. サブプライム問題に対する米国市場関係者の対応は、民間金融セクターによるバランスシート健全化への取り組みと、政策当局による諸施策に大別される。
2. 金融機関は積極的にバランスシート調整に取り組んでいるが、資産売却や与信基準の厳格化が急激に起きることで、クレジット市場や短期金融市場に一時的な混乱が発生することも懸念されている。
3. 米国政府・議会は、主として景気対策や住宅金融政策の見直しに取り組んできたが、結局は実体経済への悪影響を止めることができず、経済対策と市場対策とをバランスよく講じることが迫られている。
4. 連邦準備制度（FRB）は、短期金融・インターバンク市場の安定性を維持するため、多くの流動性供給策を講じてきた。
5. 住宅ローンのデフォルト増大・不良資産化という根源的な問題への対応がないこと、また不良債権は一義的には民間金融セクターの負担によって処理するという枠組みが維持されたままでは課題である。
6. 今後は、単に公的関与の是非だけでなく、金融機関のカウンターパーティリスクや証券化など現代の市場環境を踏まえた対応策を議論していく必要がある。また、サブプライム問題の反省は、今後の米国の金融監督体制の見直し論議においても、影響を与えていく可能性が高い。

I 金融機関のバランスシート調整の成否

米国のサブプライム住宅ローン問題が、世界の金融市場を揺るがし続けている。本稿では、これまでの市場関係者の取組みを、金融機関と金融・財政当局とに大別して概観し、米国金融・資本市場が一連の信用危機を乗り越えるための課題について整理してみたい。

1. 金融セクターへのインパクト経路

まず、金融機関の財務状況と対応策に目を向けておきたい。金融機関に注目する理由は、言うまでもなく、複合的な金融業務を行ってきた欧米の大手金融機関が、証券化やデリバ

ティブ取引を通じて、不良資産問題と投資家の中間にいるからである。その一方で、米国政府・議会は、これまでのところ、金融機関が自助努力によってサブプライム問題を解決するよう、促してきた面がある。

また、米国株式市場においては、金融サービス業の時価総額が大きく、主要株価指数の算定上、最も影響があるセクターであることにも留意する必要がある。つまり、金融機関の業績やイベントが、市場全体のセンチメントに大きく影響しており、実際、2007年秋以降の世界の株価動向は、大手金融機関の決算や損失発表と密接に関係している。

金融機関の財務に対するサブプライム問題の影響を改めて整理してみると、概ね下記のような段階・ルートを進んでいる。

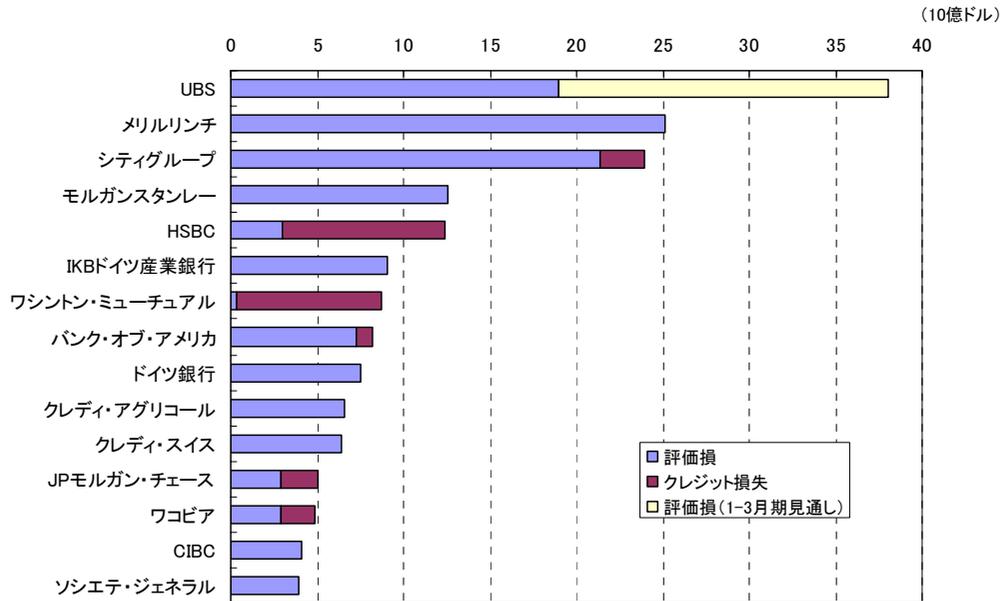
第一段階は、一連の信用危機の中で最も早くショックが表れた震源地ともいえる、サブプライム住宅ローンの延滞・デフォルト増加による影響である。この不良債権問題は、主として2007年4月に連邦破産法のチャプター11手続を申請したニュー・センチュリー・フィナンシャルなどのモーゲージ貸付会社、2008年1月にバンク・オブ・アメリカによる買収が決まったカントリーワイドなどの貯蓄金融機関、MBS（住宅ローン担保証券）ビジネスに注力していた投資銀行に対して大きな影響を与えた。また、MBSやMBSをパッケージ化したCDO（債務担保証券）に保証をつけていたモノライン（金融保証保険）の信用力低下も引き起こすこととなった。

第二段階は、後述するように、サブプライムMBSに関連した資産、とりわけCDOの評価損（Write-down）を通じた大手金融機関のバランスシートの悪化である。この問題は、潜在的にはかなり以前から懸念されていたものと思われるが、実際に2007年10月以降に顕在化した。とりわけ、UBS、メリルリンチ、シティグループといった世界最大の金融機関で大きな損失が発生し、自己資本比率が急に低下しはじめたことは、市場関係者を驚かせた（図表1、図表2）。

上記の2つのステージで共通なのは、あくまでも住宅ローン市場で発生したバブルと不良債権問題が問題の本質となっていることである。したがって、住宅ローンのデフォルトと住宅価格の下落による原債権の価値毀損が止まらない限り、損失は拡大してしまう。しかも米国ではMBS市場が著しく発達し、残高ベースで住宅ローンの50～60%が証券化されているため、世界中の投資家に損失が拡散してしまうということが明らかになってきた。

第三段階は、住宅ローン以外のクレジット商品の評価損を通じた影響である。この問題は、レバレッジドローンや商業用不動産ローンなど、プライベートエクイティファンドなどを相手にレバレッジの高いローンを貸し出していた投資銀行の経営に、打撃を与えている。また、広範な種類のクレジット商品の価値が低下することにより、保険会社など機関投資家にも評価損が発生する可能性が出てきた。その一方で、こうしたクレジット商品の流通市場は、概してMBSに比べ未発達であるため、時価評価が難しい。後述するように、そのことが問題を複雑化させている面がある。

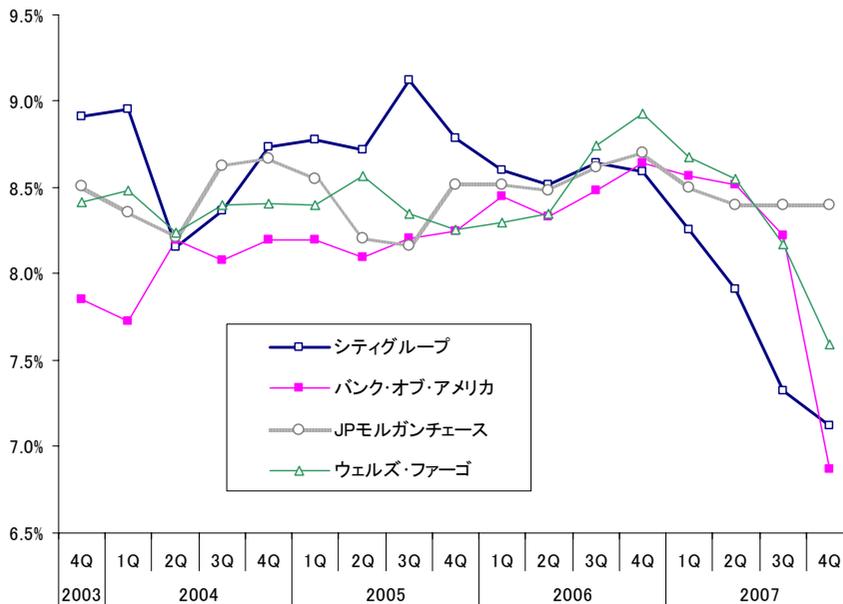
図表1 サブプライム関連損失の大きな金融機関



(注) 2008年4月10日までに開示された関連損失額

(出所) ブルームバーグ(2008年4月10日)から野村資本市場研究所作成

図表2 米国4大銀行グループのティア1資本比率の推移



(出所) 各社財務資料より野村資本市場研究所作成

第四段階は、実体経済の悪化に伴う金融ビジネス全般の収益性悪化である。サブプライム問題が実体経済に与えるインパクトには、①住宅価格下落に伴う逆資産効果（消費の減少）、②住宅投資・建設投資の停滞、③金融・投資活動による影響（評価損等による与信

行動の萎縮など)といったものが考えられる。現在までの経緯を振り返ると、まず一部の大手金融機関に対して③が発生し、次に①、②のルートを通じて、広範な金融機関に影響が発生するという順序をたどっている。時間を経るにつれて、評価損や不良債権(ノンパフォーマンスローン)が増加していくように見えるのは、このように、金融機関ごとにマクロ経済からの影響の受け方、タイミングが異なってしまうからである。

2. 評価損と CDO スーパーシニア

現在、米国金融機関にとって最大の課題は、資本不足を解消し、バランスシートの健全性を回復することである。具体的な方策としては、①資本の増強、②資産の売却、③与信基準の厳格化といった行動が予想される。

資本増強については、すでに、大手金融機関のいくつかは、アジア・中東の国富ファンド(ソブリン・ウェルス・ファンド)などからの調達を進めている(図表3)。しかし、評価損失の計上に歯止めがかからなければ、追加調達策を講じなければならないため、まず評価損の問題に区切りをつけることが必要となる。

評価損の源泉として注目しなければならないのは、ABS-CDOの保有残高である¹。例えば、シティグループの場合、07年第3四半期に約29.1億ドル、第4四半期に約181億ド

図表3 欧米主要金融機関の資本調達状況(2007年11月以降発表分)

金融機関	資本調達額 (10億ドル)	出資者
シティグループ	30.4	7.5 アブダビ投資庁(ADIA) 6.9 シンガポール政府投資会社(GIC) 5.6 キャピタル・グループ、クウェート投資庁、ニュージャージー州投資局、アルワリード王子(サウジアラビア)、サンフォード・ワイル氏、ワイルファミリー財団 10.4 一般投資家
UBS	28.0	11 シンガポール政府投資会社(GIC) 2 匿名(中東の投資家) 15 一般投資家
IKBドイツ産業銀行	13.4	ドイツ政府、銀行連合
バンク・オブ・アメリカ	13.0	一般投資家
メリル・リンチ	12.8	6.6 韓国投資公社、クウェート投資庁、みずほコーポ銀、TPGアクソンキャピタル、ニュージャージー州投資局、オラヤン・グループ、Tロウ・プライス 5 テマセック・ホールディングス 1.2 デービス・セレクトッド・アドバイザーズLP
ワコピア	10.5	3.5 不特定(米国の投資家) 7 一般投資家
ワシントン・ミュチュアル	10.0	2 TPG 5 機関投資家 3 一般投資家
ソシエテ・ジェネラル	8.8	一般投資家
ウェストLB	7.8	北ラインウエストファリア州政府、貯蓄金融機関、地方自治体
パークレイズ	7.8	3 中国開発銀行 2 テマセック・ホールディングス 2.8 一般投資家
モルガン・スタンレー	5.0	中国投資有限責任公司(CIC)
リーマン・ブラザーズ	4.0	一般投資家
カナディアン・インベリアル	2.9	李嘉誠氏、マニユライフ・フィナンシャルほか
HSBC	2.0	一般投資家
ナショナル・シティ	1.9	一般投資家
Etレード	1.8	ブラックロック、シタデル、その他
クレディ・スイス	1.4	一般投資家
ガルフ・インターナショナル	1.0	バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、UAE各国政府

(出所) ブルームバーグ(2008年4月16日)より野村資本市場研究所作成

¹ ABS-CDOはRMBS(住宅ローン担保証券)などの資産担保証券をパッケージ化して組成されるCDOの一種で、複数のLBO向けローンを担保にしたCDOであるCLO(ローン担保証券)と区別するために用いられる。

ルの評価損を計上した。第3四半期の評価損が、証券化される予定のローンやレバレッジド・バイアウト（LBO）案件等へのブリッジローンから生じたのに対し、第4四半期の評価損の大部分が、CDO スーパーシニアトランチ（弁済順位最上位の債券）から発生した²。すなわち、証券化の途中で生じるストラクチャリング関連損失から、証券化された後の保有有価証券の価値毀損による評価損に変わったということである。

住宅ブームの最終局面では、サブプライムローンを証券化した MBS と、MBS をパッケージした ABS-CDO が大量に組成されており、証券化市場が無理なモーゲージ貸出を後押ししていた可能性が高い。一方で、CDO 引受ランキング上位のメリル、シティなどは、07 年前半に組成した CDO の相当部分を抱え込んだ可能性がある³とされる。保有証券の多くはトリプル A 格であり、市場環境が好転すれば売却するつもりだったと推察されるが、07 年 10 月後半以降は、格下げと参照価格の急落がトリプル A 証券にも波及してしまい、評価損に直面したと考えられる。

この問題の展望が不透明なのは、CDO 関連エクスポージャーが今後どのように処分されるのか、各行とも明確な方針を表明していないからである。保有を続ければさらなる評価損に直面するリスクもある一方、売却を急げば相当のディスカウントを覚悟しなければならない。

また、大手金融機関の多くが、CDO エクスポージャーについて、デフォルトリスクをヘッジするため、モノラインや保険会社との間でクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）契約を結んでいたことが指摘されている。米国会計基準では、CDS 契約をカウンターパーティの信用力に応じて再評価しなければならず、モノラインの格下げなどに伴って評価損に直面する可能性がある³。

3. 金融機関のバランスシート調整とクレジット市場の混乱

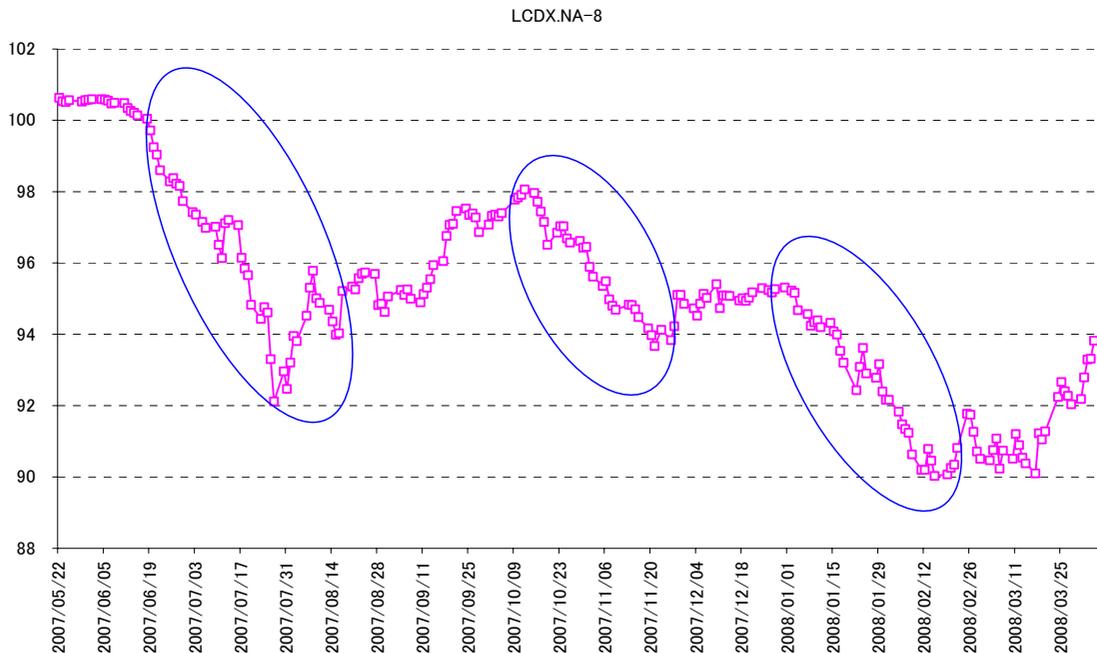
2008 年に入ってから、米国金融機関のバランスシート健全化へ向けた動きは急速である。その過程で、セカンダリー取引が事実上停止している ABS-CDO 以外のアセットクラスでの資産売却と、投融資基準の強化が目立ってきた。

こうした対応は、個々の金融機関レベルでは収益力回復のために不可欠であるが、短期間に急激な調整がなされると、セミマクロ的には混乱も生じる可能性がある。例えば、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）、レバレッジドローン（LBO 案件向けシンジケートローン）など、MBS 以外のクレジット商品のセカンダリー価格が、2008 年 1 月以降大きく下落している（図表 4）。原債権の延滞・デフォルト増や担保価値の下落が顕在化していないにも関わらず、突如として様々なクレジットのセカンダリー価格が下落を始めたことは、大手金融機関が関連エクスポージャーの処分・縮小を本格化した可能性を示している。

² 関雄太「シティグループの格下げとスーパーシニア問題」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号参照。

³ 三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

図表4 レバレッジローンの流通価格調整：LCDX 指数（シリーズ NA-8）の推移



(注) 2007年5月22日から2008年4月7日のクロージング価格
 (出所) Markitより野村資本市場研究所作成

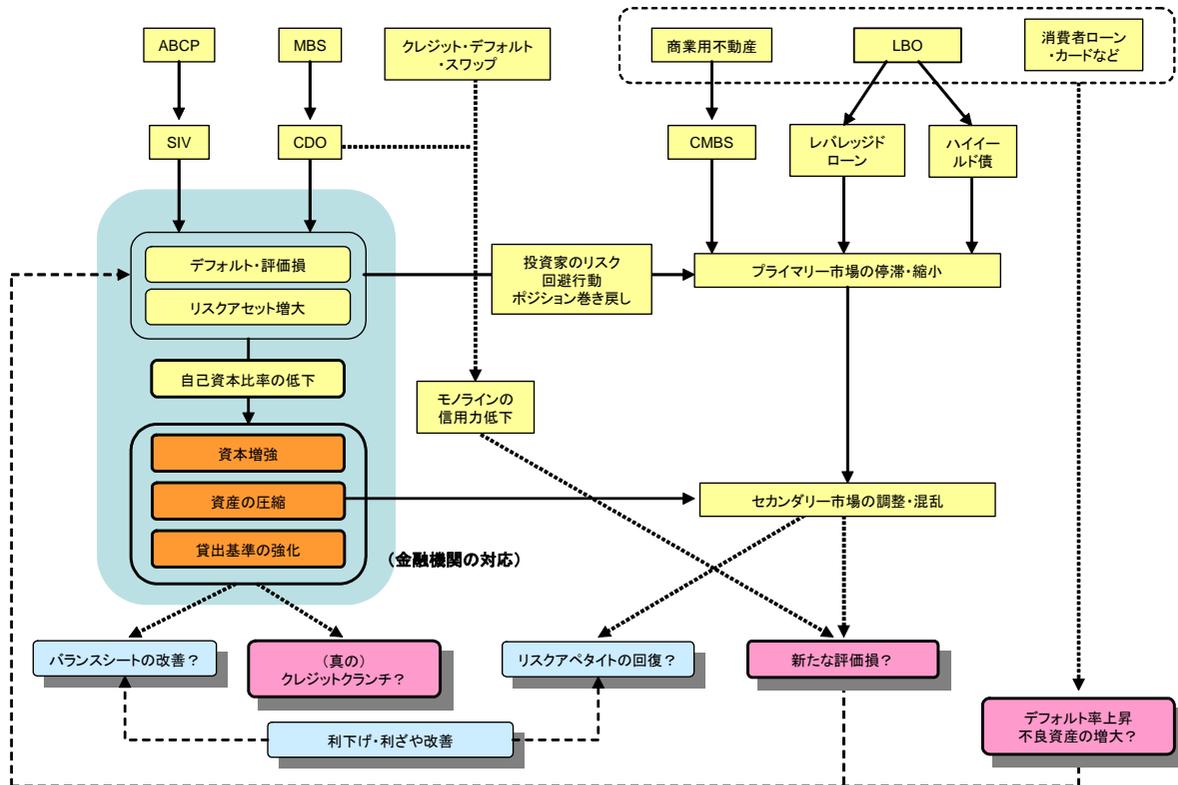
市場型金融の発展によるひとつの効果は、セカンダリー価格の下落によって、投資機会を狙う投資家の参入が促され、調整が早期に進むことだが、今回の場合、いくつかの難しい課題も表面化している。第一に、証券化とグローバル化が進展したクレジット市場では、多くの資産でセカンダリー価格の調整が同時に起きてしまう可能性があるということである。第二に、四半期毎の時価会計ルールが普及した金融セクターにおいては、クレジット商品の参考・参照価格が急速に押し下げられると、個々の金融機関レベルでは、売却しきれなかった保有資産について評価損を計上しなければならない可能性があるということである⁴。すなわち、バランスシート調整を急ぐことが、新たな損失を生んでしまうという、皮肉な状況の発生である（図表5）。

4. カウンターパーティリスクとベア・スターズ危機

上記以外にも、金融機関のリスク許容力が低下していることで、米国の金融・資本市場

⁴ FAS157号など米国における金融商品の公正価値測定基準をすでに採用し、金融資産をレベル1（活発に取引が行われている市場のクォートによって再評価）、レベル2（同様な金融商品の直近の取引価格を参考に再評価）、レベル3（観測できる参考価格がないためモデルを活用して再評価）に分けている金融機関においては、流動性が枯渇した資産をレベル3に分類する場合がある。この基準の採用により、再評価損失が急激に拡大する事態を避けられる可能性もあるが、市場関係者からは、恣意的な金融資産評価、透明性の欠如につながるという批判もある。

図表 5 米国金融機関のバランスシート調整とクレジット市場



(出所) 野村資本市場研究所作成

にはさまざまな影響が発生している可能性がある。

例えば、地方自治体などが発行し入札で金利が決まる入札方式証券（Auction Rate Securities：ARS）市場では、2008年2月以降、発行金利の急上昇と入札の不成立が相次ぎ、州政府や公立病院などの財政に打撃を与えている。この混乱の原因は、投資家の需要が弱い時に応札しARSを安定的に引き受ける役割を担っていた金融機関の体力が低下したためと言われている。他にも、カードローンや企業向けローンの与信基準が引き上げられるなど、住宅ローン以外でも貸し渋りが発生する可能性が指摘されており、実体経済への悪影響も懸念されている。

また、金融機関がカウンターパーティリスクを警戒するようになり、審査や追加担保の要求を強化するようになると、さまざまな金融取引が萎縮し、レバレッジの高いヘッジファンド等が破綻するリスクが高まる。こうした懸念が極端な形で現実化したのが、2008年3月半ばに発生したベア・スターンズの危機である。

ベア・スターンズは、ヘッジファンド向けに資金や証券を融通するプライムブローカー業務に注力していたため、証券貸借やレポ（買戻し条件付き売買取引）などの短期金融市場を通じて、数百社に及ぶヘッジファンドとの取引を日常的に行っていた。財政状態悪化という風評が立つ以前から、ベアの顧客の中で財務健全性の高いヘッジファンドは、ベア

との取引を停止し、資金を引き出していたと言われている⁵。一方で、運用成績や信用度が低下し、マージンコール（追加証拠金の請求）や顧客からの解約請求に直面する可能性のあるヘッジファンドは、ますますベアにファイナンスを依存せざるを得なくなっていたと想定される。当然、ベアとしては、ファンド顧客に追加担保を拠出させたいところだが、各種のクレジット商品の価格が低下し、セカンダリー取引が急収縮している状態のため、容易には進まなかったであろう。逆に、ベア自体は、レポ市場で他の金融機関から短期資金のロールオーバーを拒絶され、あるいはマージンコールをかけられるという状況に陥ったのではないかと考えられる⁶。ニューヨーク連銀は3月14日に、ディスカウント・ウィンドウ（連銀が金融機関に直接資金を供給する制度）を通じて、JP モルガン経由でベアに緊急金融支援を行うことを発表した。結局は3月16日の夕方に JP モルガンが普通株1株当たり2ドル相当でベアを買収することが決定した。この発表とほぼ同時に、FRBはディスカウント・ウィンドウに適用する公定歩合を3.5%から3.25%へ引き下げ、流動性供給を行ったが、一連の決定は、週明けのアジア・欧州市場の不安を取り除くことが目的とみられた。

ベアを買収決定プロセスやその過程での規制当局の関与については、不透明な部分が多く、その後、買収条件が変更されたり、上院で公聴会が開催されるなど、さまざまな議論が起きている⁷。しかし、金融規制当局からしてみれば、ベア取引相手である多数のヘッジファンドを経由して、カウンターパーティリスクがばらまかれてしまう不測の事態を避けたかったというのが、JP モルガンとの合併に関与するひとつのモチベーションになっていたと考えられる。そうした意味で、ロバート・ルービン元財務長官が指摘したように、ベア・スターズ問題は現代の金融機関が相互に強い依存関係を結んでしまったこと（Too Interconnected）による新型の金融危機と見ることも可能である⁸。

5. 利ざや改善に期待する米国金融セクター

米国金融セクターが早期にバランスシート調整を成し遂げることができるかどうかは、以下の2つのファクターがどのように作用するかにかかっている。

第一の要因は、利下げによる資金調達コストの低減効果である。FRBは、2007年9月から2008年3月18日にかけて、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を合計で3.00%引き下げた。過去には、90年代初頭の不動産バブルの崩壊、2001～03年の景気後退期などに、利ざやの改善が米国金融セクターの収益力を押し上げており、今回も同様の効果が

⁵ “Hedge Funds, Once a Windfall, Contribute to Bear’s Downfall”, *Wall Street Journal*, 3/17/2008 は、シタデル、ルネッサンステクノロジーなどがベアから資金を引き出していたと指摘している。

⁶ JP モルガンによるベア合併が決まった後、証券取引委員会（SEC）は、3月13日の一日だけでベアの流動性プールが124億ドルから20億ドルまで急減し、14日には底をついてしまったことを明らかにしている。コックス SEC 委員長がバーゼル委員会に送付した書簡（<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-48.htm> : 2008年3月20日）参照。

⁷ 3月24日になって、JP モルガンは買収条件を変更すると発表し、1株当たりの買収価格を10ドルに引き上げ、また買収に先駆けて、株式発行済み株式数の39.5%に相当するベアの新規発行株式を引き受けるとした

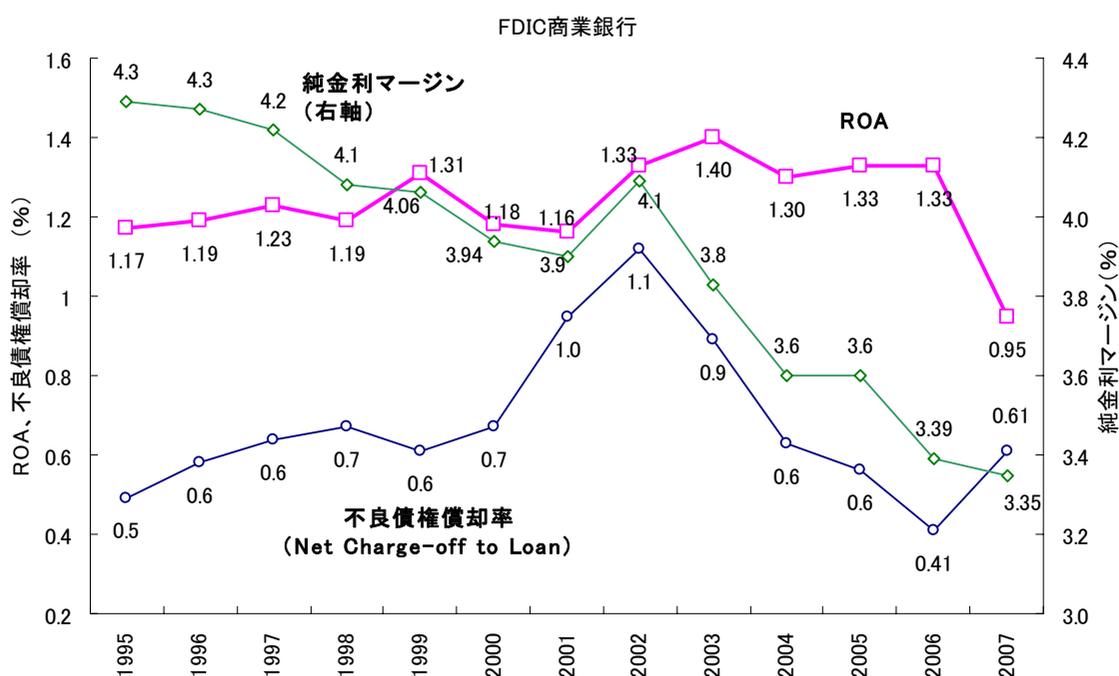
⁸ “J.P. Morgan Buys Bear in Fire Sale, As Fed Widens Credit to Avert Crisis”, *Wall Street Journal*, 03/17/2008

期待される。

一方で、第二の要因であるデフォルト率の上昇には注意しなければならない。米国金融市場では、2004年以降、利上げが行われている間にもデフォルト率が低下を続けた。多くの米銀が、純金利マージンの急速な縮小にも関わらず、ROA（総資産収益率）を低下させず、史上最高益を上げ続けたのも、このクレジットコスト低減効果によるところが大きい（図表6）。

住宅ローンの延滞・デフォルトは2006年後半から増大していたが、その他のクレジット市場では、2007年前半まで、史上最低水準のデフォルト率が継続していた。この反動もあって、2008年は不動産関連を中心にクレジット市場全般でデフォルトの増大が予想されており、引当・償却コストの増大が、利ざや改善効果を相殺してしまうほどに大きいと、金融セクターの収益力回復は遅れることになる。

図表6 米国商業銀行の収益性推移



(出所) FDIC 資料より野村資本市場研究所作成

Ⅱ 政策対応の課題

サブプライムローン問題への対応に際して、米国の政策担当者が最重要視してきたのは、実体経済・景気への悪影響を食い止めることであったように思われる。FHA（連邦住宅局）の信用保証枠拡大などの住宅金融政策、所得税減税などの経済対策は、その一環である。それぞれの政策は景気対策としては一定の効果が期待されるものだが、金融・資本市場の混乱を沈静化する効果は持ち得なかったことから、時間の経過とともに、金融機関のバランスシート弱体化に起因するマクロ経済への悪影響が避けられない情勢になってきている。したがって、政策担当者が直面する課題は、景気対策と市場対策のバランスをどのようにとるか、金融機関の自助努力に依存してきた金融機能の回復をいかなる方法で支援するのか、といった点に移行している。

もうひとつ、信用危機の連鎖的波及を回避することも、政策担当者にとって重要な課題となってきた。すでに実施された施策には、①住宅金融政策の変更、②短期金融市場の安定性確保、③モノライン問題への取り組みなどがあげられるが、主な対応と今後の課題について、以下に整理してみる。

1. 借り手保護と住宅金融

米国住宅ローン市場で、2006 年前半には四半期で 20 万件前後だった差押件数は、2007 年第 3 四半期以降は 60 万件を超えている⁹。米国の議会・金融監督当局は、サブプライム住宅ローンが大量に貸し出された局面で、モーゲージレンダーや金融機関が、十分に変動金利（ARM）ローンのリスクを説明せず、返済が滞った時には抵当である住宅をすぐに差し押さえて処分すればよいと考えていた可能性が高いと見ている。住居を差し押さえられ、住処を失ってしまう借り手はサブプライム問題の被害者との認識が広がったことが、各種の借り手保護策の背景にある。もちろん、実際に差押・処分を行うにしても、全米主要都市圏で年率 10%前後のペースで住宅価格が下落している最中であり、大量の担保処分が住宅市場を混乱させることも予想されないわけではない。

借り手保護については、FHA 保証枠の拡大や、複数の金融機関が共同で実施する「Hope Now Alliance」プログラムによる変動金利ローン利用者の保護策などが打ち出されているが、タイミングや金額などの違いにより、保護される借り手とされない借り手が出てしまうなど、実効性が課題となっている¹⁰。また、住宅ローンの元利金がパススルーし

⁹ RealtyTrac 社調査による。

¹⁰ 例えば、HOPE NOW プログラム（財務省、住宅都市開発省、モーゲージ貸付機関、サービサーなどにより 2007 年 10 月に創設された）は、2008 年 1 月から 2010 年 7 月の間に金利のリセット（固定金利期間から変動金利期間への移行）が予定されるサブプライムローンの借り手に対して、固定金利ローンへの借り換えを促進するもしくは当初設定金利を 5 年間凍結するといった支援措置を導入すると発表した（2007 年 12 月 6 日）。しかし、借り手の分類や審査など、運営実務上ははっきりしない面があり、実効性を評価することは困難とされた。ちなみに HOPE NOW は、2008 年 1 月～2 月に約 31 万件的住宅ローンに対して支援措置を実施し、そのうちの約 17.2 万件がサブプライムローンだったとしている。

て支払われる構造となっている RMBS の一部では、借り手保護策によって、デフォルトや格下げが発生してしまい、証券化商品市場及び投資家にネガティブな影響がでてしまうことも懸念されている。

一方、2008年3月に導入されたファニーメイ、フレディマックなど GSE（政府後援企業）のバランスシート拡大容認、モーゲージの買取基準の緩和は、特に一次取得者向けの民間住宅ローン市場まで冷え込み始めた現状の打開になるのではないかと期待されている¹¹。ところが、GSE 各社の財務報告では、コンベンショナルな住宅ローンにも焦げ付きが増えてきたことや、GSE 保有のポートフォリオに価値毀損が起きていることが徐々に明らかになってきている¹²。確かに、サブプライム問題の原点をたどると、2003年以降に GSE のバランスシート拡大に歯止めをかけようとする動きが起きたことが、民間金融機関による MBS 発行急増を後押ししてしまった面はあるといえる¹³。とはいえ、GSE がこの局面で再び大きなリスクを抱えることが望ましいのかどうかは定かではなく、米国市場関係者は、長年議論してきた GSE を巡る課題に再び直面しつつあるといえよう。

2. 短期金融・インターバンク市場への対応

一連のサブプライム問題の中でも特筆すべきショックの一つに、2007年8月以降に起きた ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）市場の急収縮がある¹⁴。この原因となったのが、SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）である。SIV は ABCP 市場で調達した短期資金を、格付けの高い、しかし満期の長い RMBS や CDO に投資する特別目的会社という構造を有していたが、負債側の短期証券の信用補完措置として、伝統的な ABCP では通常備えられている信用供与枠ではなく、クッションとしてメザニン・エクイティ証券を発行する優先劣後構造をとるものとしていた。SIV は 2005 年半ば以降の ABCP 発行残高の急拡大に寄与したが、投資家が SIV の構造に着目し、ABCP の借り換えを拒否し資金を引き上げたのが、8月のクレジット危機の核心であった（図表 7）。

その後、世界で 30 社前後あるとされた SIV が、3000 億～4000 億ドルの保有資産を一斉売却することによる債券市場の混乱を食い止めようと、米国財務省と三大金融グループは、マスター・エンハンスド・リクイディティ・コンデュット（M-LEC）と呼ばれる基金を設立しようと検討を進めた。しかし、M-LEC が買い取る資産の規模や方法を巡って議論が混乱したことなどから、12 月半ばに計画は正式に中止された。結局のところ、長短ミスマッチ構造を抱えたまま「スーパーSIV」を作りだすことは、不健全であった可能性が高いと考えられる。

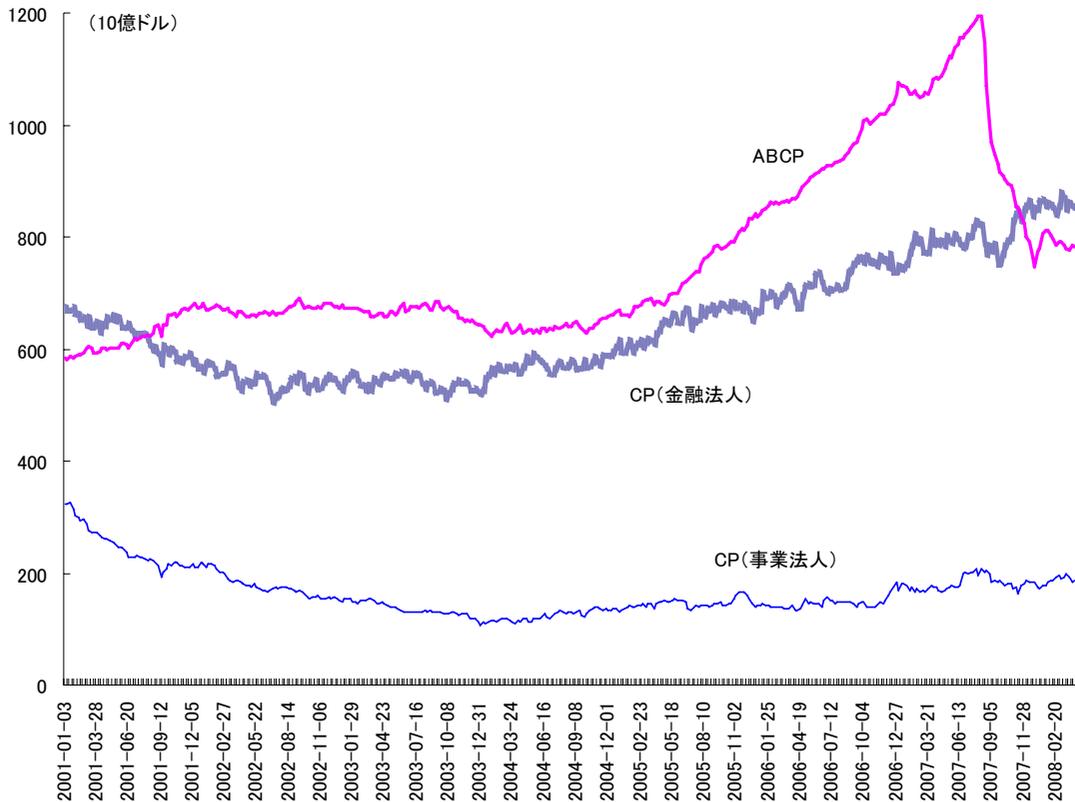
¹¹ 連邦住宅貸付機関監督局（OFHEO）の 2008 年 3 月 19 日プレスリリース参照
<http://www.ofheo.gov/newsroom.aspx?ID=422&q1=1&q2=None>

¹² “Fannie Mae Has \$3.55 Billion Fourth-Quarter Loss”, *Bloomberg*, 2/27/2008 など参照。

¹³ 関雄太「ファニーメイの会計不正問題と GSE 改革の展望」『資本市場クォーターリー』2005 年春号参照。

¹⁴ 関雄太「サブプライム問題から ABCP 問題へ」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

図表7 米国コマーシャルペーパー市場：種類別残高の推移
(季節調整済、週次、2001年1月3日～2008年4月9日)



(出所) FRB 資料より野村資本市場研究所作成

一方、短期金融・インターバンク市場の信用収縮については、FRB が積極的な対応を行ってきた。FRB は公開市場操作、ディスカウント・ウィンドウに加え、まず 2007 年 12 月にターム・オークション・ファシリティ (TAF) 制度を導入し、地区連銀に口座を有する全ての預金金融機関に対し、幅広い証券を適格担保に貸出を行うこととした。また、2008 年 3 月には、ターム・セキュリティ・レンディング・ファシリティ (TSLF) と呼ばれる新たな流動性供給手段を導入し、プライマリー・ディーラーを対象に GSE 債、GSE の発行する MBS 及びトリプル A 格付けの民間 RMBS を担保に 28 日間米国債を貸し出すものとした¹⁵。TSLF は、証券会社の資金繰り支援効果を狙うとともに、GSE の保証が付くプライムローン MBS でもセカンダリー価格の下落が見られ始めたことに対応したものと見られている。

FRB はさらに、3 月のベア・スターンズの危機に際しても積極的な流動性供給を行うとともに、同月 16 日には、新たにプライマリー・ディーラー向けのオーバーナイト担保貸付制度 (プライマリー・ディーラー・クレジット・ファシリティ) を創設すると発表した¹⁶。

¹⁵ <http://www.newyorkfed.org/markets/tslf.html>

¹⁶ <http://www.newyorkfed.org/markets/pdcf.html>

これらの措置によって、FRB は、流動性危機が連鎖的に発生することを抑えこむとともに危機対応においては「最後の貸し手」としての役割を果たす決意を示したといえる。

しかし、短期金融市場では、ABCP 市場を中心に、2 月後半から再び収縮が目立ってきており、一方で追加的な施策を打つ余地は限られつつある。金融機関のバランスシート改善が明確な形で見えてこない限り、ベア同様の流動性問題が浮上するリスクは払拭できず、今後も予断を許さない状況が続く可能性が高い。

3. モノライン・保険規制

モノラインは、地方債や ABS の元利支払を保証する保険会社であり、近年、ABS 分野の保証を拡大していたため、サブプライム問題による信用力低下が懸念されている。モノライン大手 4 社 (MBIA、アムバック、FSA、FGIC) のトリプル A 格付けが失われた場合、米国地方債市場に深刻な影響が発生する可能性がある。また、既発地方債のセカンダリー価格下落・格下げによって、格付け基準で運用ポートフォリオを制限されている地方債ファンドや免税 MMF が、保有証券の一斉売却あるいは損失計上を迫られると、地方債を保有する個人投資家は、直接投資と地方債ファンド・免税 MMF 経由の両方で打撃を受けてしまう。この連鎖反応が金融市場の不安材料となってきた。

2008 年 1 月以降、ニューヨーク州のディナロ保険監督官の対応などが報じられているが、モノライン問題が、米国の保険監督行政が抱える問題を浮き彫りにしてしまったことは注目されよう。連邦レベルで保険業界を監督・規制する機関がないことが、モノラインの ABS 保証業務へのシフトをモニタリングできていなかったことと関係しており、また、誰がこの問題の解決策を主導するのかが見えなかったことが金融市場の不安を増幅していた可能性もあるからである。その一方で、モノライン問題の焦点は信用格付けの維持にあり、ソルベンシー不足や契約者保護ではないから、従来 of 公的支援がなじみにくい問題でもある。

さらに、民間レベルで可能なモノライン問題の対応策として提唱された、①パークシャー・ハザウェイなど信用力の高い会社が再保険の形態で地方債を保証する、②モノラインを会社分割して再資本化する、といった案では、地方債市場は保護できるが、ABS 市場の信用力低下はかえって加速してしまい、金融機関の評価損にもつながるというジレンマが生じる。実際には、多様なアイデアを組み合わせるしか解決法はないと思われるが、その結果、不安を払拭するまでには相当の時間がかかるものと予想されよう。

III 今後の展望

上記のように、事態は依然として流動的で予断を許さない。米国資本市場には、金融セクターと短期金融市場を中心に、さまざまな混乱の要因があるものと見るべきであろう。

これまでに採られた政策的対応が十分な効果を発揮したとは言いがたい理由として、サブプライム住宅ローンのデフォルト増大・不良資産化という根源的な問題に対応していないことがあげられる。また、住宅ブームの反動による不良債権は、一義的には民間金融セクターの負担によって処理するという枠組みを維持する限り、時価会計による評価損拡大リスクとカウンターパーティリスクを払拭することもなかなかできないであろう。金融セクターにおける制度的な行動制約条件と、不確実性の高まりが、市場参加者の不安定な行動にもつながっているといえる。

何らかの公的関与によりこの悪循環を断つべきであるという声は、どちらかという日本や欧州で高まっているが、米国の政府・議会による具体的な動きはまだ見えていない。今までのところは一般の預金者や MMF の投資家に直接的な危機が及ぶのを避けてこられたこと、2008 年が大統領選挙の年であることなどを勘案すると、公的関与によって信用危機に楔を打ち込むような政策の実現は、すぐには難しいのではないかと思われる。

また、一連の信用危機とグローバルに拡大した証券化市場との関連を考えるならば、単に公的関与の是非だけでなく、どのような仕組みを用いるかも論点になる。例えば、アメリカン・エンタープライズ研究所やクリストファー・ドッド上院銀行委員長が示唆したような、1933 年に設立された連邦住宅保有者ローン公社 (HOLC) に似た公的機関を創設し、モーゲージ債権者と債務者の間に立って住宅ローンの借り換えを促進するという構想は、リファイナンス時のヘアカット (債権買取時のディスカウント率) はどのように算出するのか、セカンドモーゲージ (第二抵当順位のローン) の取り扱いはどうするのか、など課題も多いが、一方的な借り手保護システムではなく、MBS 投資家に予測可能性と流動性を与える効果が期待できる¹⁷。また、マーティン・フェルドスタイン教授 (ハーバード大学) は、政府が新規発行の 2 年物財務省証券を原資に、(借り手の申請によって) 住宅ローンの額面 20% の弁済を支援する (借り手は 15 年で返済) ことにすれば、新たな機関を創設するための手続や公的資金を投ずることなく、MBS 市場におけるデフォルトの拡大に歯止めをかけることが可能と提案している¹⁸。いずれの提案においても、モラルハザードを起こさない範囲で借り手の救済を図ると同時に、証券化商品の投資家の間に一種の安心感を醸成し、不確実性を除去しようというのが狙いと考えられる。

さらに、サブプライム問題が深刻化する以前から検討が進められていた米国の金融監督体制の見直しについては、2008 年 3 月 31 日に、米国財務省が「現代化された金融規制構造のためのブループリント (青写真)」と題した 218 ページに渡る提言書を発表した¹⁹。ブループリント策定の主たる背景は、米国資本市場の国際競争力低下への懸念であり、決してサブプライム問題ではなかったが、一連の信用危機の中で、モーゲージ・ブローカー

¹⁷ Alex J. Pollock "Crisis Intervention in Housing Finance: The Home Owners' Loan Corporation", American Enterprise Institute Financial Services Outlook, 12/31/2007 及びにクリストファー・ドッド上院銀行住宅都市委員長がハリリー・リード院内総務に対して送った書簡 (http://dodd.senate.gov/multimedia/2008/012308_ReidLetter.pdf : 2008 年 1 月 22 日) 参照。

¹⁸ Martin Feldstein "How to Stop the Mortgage Crisis", *Wall Street Journal*, 3/37/2008

¹⁹ 小立敬「米国財務省が明らかにした金融規制改革の構想—競争力強化の観点からの規制構造改革案の提示—」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

やモノラインなど、米国の金融監督体制が連邦と州、銀行・証券・保険などの業種ごとに分かれていることにより、モニタリングができなかったり、拡大を止められなかったという問題が認識されつつある。2001～2002年のエンロン・ワールドコム事件の反省が、サーベンス・オクスレー法の制定や公開会社会計監督委員会（PCAOB）の創設につながったのと同様に、サブプライム問題が、金融監督機関、格付け、証券化商品に関する情報開示、会計基準、流動性管理といった米国の金融制度・市場インフラの改革の契機になる可能性も高く、引き続き、今後の動向が注目されよう。