

米国証券化市場の正常化の道のりを支える TALF の概要

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 2008年11月に、ABS市場の回復を通じて、個人や中小企業に対する信用供与の改善を目的とする TALF の構想が発表された。しかし、証券化市場の発行額減少の経済への影響が深刻化する中、2009年2月に TALF は金融安定化プランの一つとして位置付けられ、3月には官民投資プログラムの一部とされた。それに伴い、支援対象や規模が拡大され、現在の TALF は証券化市場全体の正常化を支えるプログラムとなっている。
2. TALF は、適格担保の ABS を保有する投資家に対し、それを担保に FRB がノンリコースローンを提供するスキームである。TALF の借入金利は、通常時の水準よりも高いが、現在の市場金利よりも低く設定することにより、投資家が融資を受けて新規発行の ABS を購入するインセンティブを与えている。
3. FRB は融資の提供においてリスクを負うこととなるが、現在の TALF の融資枠全体の 2,000 億ドルのうち 200 億ドルは財務省の TARP から信用補完を受けているため、FRB の負担するリスクは軽減されている。
4. TALF の融資申込みは既に 2 回行われたが、合計 64 億ドルと想定された程は活用が進んでいない。利用を促すため、第 2 回目以降は中小企業の設備や在庫を担保とする ABS も適格担保に含まれ、さらに金融機関の不良資産問題の解決のため CMBS や民間 RMBS まで対象を拡げることが検討されている。今後、TALF の利用拡大を通じて、証券化市場の発行状況の正常化につなげることができるか注目される。

I 証券化市場の正常化に向けて拡充された TALF

2009年2月10日、ガイトナー財務長官は FRB（連邦準備制度理事会）、FDIC（連邦預金保険公社）、OCC（通貨監督局）及び OTS（貯蓄金融機関監督局）との金融安定化プラン（Financial Stability Plan）に関する共同声明の中で、同プランの 6 本の柱の一つに挙げられている TALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）の内容の拡充を公表し

た¹。TALF は、ABS（資産担保証券）の保有者に対して FRB が融資を提供する支援策であったが、その規模が 2,000 億ドルから 1 兆ドルに大幅に引き上げられ、融資の期間は 1 年から 3 年に延長されることが決定された。同日行われた上院銀行委員会の公聴会において、ガイトナー財務長官は、「消費者と企業に資金を供給する証券化市場の回復がなければ、いかなる金融回復策も成功しない」と発言しており²、証券化市場の回復を目的とする TALF の重要性が窺える。また、3 月 23 日には、金融機関の不良資産問題の解決を目的とする官民投資プログラム（Public-Private Investment Program）においても TALF が活用されることが発表されており、証券化市場の正常化に向けて TALF に対する期待は大きい³。

従来、米国の ABS 市場は、消費者及び中小企業向け債権のファイナンスにおいて重要な役割を果たしてきた。例えば、米国において消費者向け融資の 40% は、証券化によるファイナンスで賄われてきた⁴。しかし、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻後に信用収縮が急速に深刻化し、米国の ABS 発行額は 2008 年 1～8 月の月平均 103 億ドルから、10 月は 16 億ドル、2009 年 1 月には 5 億ドルまで急減している。こうした ABS 市場の混乱は、消費者や中小企業に対する信用供与の抑制を通じて経済活動を鈍化させる。FRB は TALF の導入公表時、「10 月以降、ABS の発行がほぼ完全に停止し、スプレッドは過去に経験したことがない水準に拡大している」と認識しており、TALF を通じて、消費者及び中小企業向け債権を裏付けとする ABS の発行を促し、市場に信用供与の余裕を与えることを目的としていた。その後、オバマ新政権の下で証券化市場の回復や金融機関の不良資産問題の解決が重要な政策となったため、2 月には金融安定化プランの一つとして、さらに 3 月には官民投資プログラムの一部として、支援対象の範囲や規模が拡大されることとなった。以下では、4 月 17 日時点の TALF の仕組みを説明している。

II TALF の概要—適格債務者へのノンリコースローンの提供

1. 基本的な構造

TALF は、ABS の保有者に対し、プライマリー・ディーラー経由で、それを担保として満期 3 年のノンリコースローンを提供するスキームとなっている（図表 1）。ノンリコースローンを申込みことができる適格債務者（Eligible Borrower）には、ABS を保有しており、米国法に基づいて設立され米国で実態のある活動を行っている企業や投資ファンド、あるいは外国企業の米国子会社や外国銀行の米国内の支店が対象となっている（図表 2）。

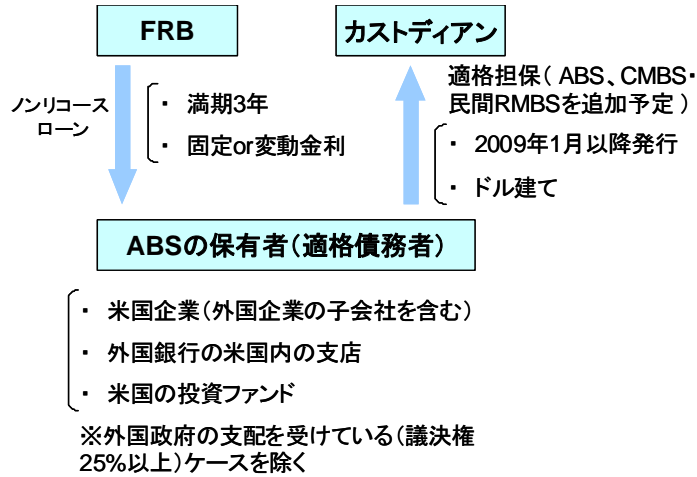
¹ 金融安定化プランについては、<http://www.financialstability.gov/docs/fact-sheet.pdf> 参照。共同声明については、<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg21.htm> 参照。

² 公聴会での発言については、<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg20.htm> 参照。

³ プレスリリースについては、<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg65.htm> 参照。

⁴ 注 2 参照。

図表 1 TALF の基本的構造



(出所) FRB、米国財務省の公表資料より、野村資本市場研究所作成

図表 2 ノンリコースローンの概要

実施期間	2009年12月31日まで(FRBが期限延長を行わない場合)
適格担保	複数のNRSROから最上位格付を取得しているもの(中小企業債権を除く) ABS(自動車ローン債権、クレジットカードローン債権、設備向け債権、ディーラー向け債権、教育ローン債権、住宅ローン保証債権、中小企業庁保証付の中小企業債権が裏付けとなっているもの) 2009年1月以降発行分のみ
適格債務者	適格担保を保有する米国企業、外国企業の米国子会社、米国の投資ファンド
融資方法	FRBが適格債務者に対し、ノンリコースローンを提供 ローンの満期は3年で、原則、固定金利(LIBOR3年物スワップレート+1%)と変動金利(LIBOR1ヶ月物+1%)から選択(保証付債権はスプレッドが軽減) 最低1,000万ドルから利用可能。借入時に手数料として0.05%を支払う
個別の融資上限	なし(総額は上限1兆ドル)
延滞の判断	適格担保からの収益減少による延滞は30日の猶予の上、他は即時延滞と認定
延滞時の対応	SPVに対し、先渡し契約に基づき、融資残高に未払利息を加えた価格で売却

(出所) FRB、米国財務省の公表資料より、野村資本市場研究所作成

適格担保 (Eligible Collateral) となる ABS は、複数の主な NRSRO (S&P、ムーディーズ、フィッチ) から最上位格付を取得し、2009 年 1 月以降に発行されたドル建て証券であることが求められる⁵。これは、サブプライム・ローン問題の要因として、証券化商品の格付におけるデフォルト率の見積もり等の誤りが指摘されているが、それが適切に修正された後に発行された新しい ABS を担保とするためと思われる。ここで、ABS の裏付け資産については、自動車ローン債権、クレジットカードローン債権、企業の設備 (Equipment) や在庫 (Floorplan) を担保とする債権、教育ローン債権、中小企業局 (Small Business Administration) 保証付の中小企業向け債権、あるいは住宅ローン保証債権 (Mortgage Servicing Advances) であることが条件となっている。

ノンリコースローンの上限は、適格担保の時価から担保の種類ごとに設定された一定割

⁵ NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) とは、全国的に認知された格付会社を指す。

合（ヘアカット率）を割り引いた金額となる（図表 3）。時価が額面金額を上回る場合は、額面金額の 110%と時価の低い方を基に計算される。ノンリコースローンの期間は 3 年であるが、担保の満期は 5 年以下と規定されている。ただし、教育ローン債権及び中小企業向け債権を裏付けとする ABS では満期の制限はなく、満期が 7 年を超える場合のヘアカット率は、政府保証付では 2 年超えるごとに 1%上乗せされ、それ以外では 1 年超えるごとに 1%上乗せされる。

ノンリコースローンの申込日は毎月 1 回設定され、希望する適格債務者はエージェントの役割を担うプライマリー・ディーラーを通じて、希望の金額と金利（固定・変動）を FRB に伝えることになっている。借入は最低 1,000 万ドルから行え、現在の TALF からの借入金利は、原則として固定であれば 3 年の LIBOR スワップ金利+1%、変動であれば 1 ヶ月の LIBOR+1%に設定されている⁶。この水準は見直される可能性があるが、FRB によると、「通常時の金利水準よりは高いが、市場で取引されている金利水準より低く設定し、適格債務者となり得る投資家に対して新規発行の適格担保となり得る証券化商品を購入するインセンティブを与える」⁷という。また、FRB は手数料として借入額の 0.05%を徴収する。

これらの条件の下、適格債務者が FRB の指定するカストディアンに適格担保を差入れることにより、FRB からノンリコースローンが提供される。借入期間中、適格担保から得られるキャッシュ・フローは、速やかに FRB に支払われなくてはならないと規定され

図表 3 適格担保のヘアカット率

裏付け資産		ABS想定残存期間(年)						
原債権	種別	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	5-6	6-7
自動車ローン債権	プライム(リース)	10%	11%	12%	13%	14%		
	プライム(ローン)	6%	7%	8%	9%	10%		
	サブプライム(ローン)	9%	10%	11%	12%	13%		
	RV、二輪車	7%	8%	9%	10%	11%		
	商用車、公用車	9%	10%	11%	12%	13%		
	レンタカー	12%	13%	14%	15%	16%		
クレジットカードローン債権	プライム	5%	5%	6%	7%	8%		
	サブプライム	6%	7%	8%	9%	10%		
設備向け債権	ローン及びリース	5%	6%	7%	8%	9%		
ディーラー向け債権	自動車	12%	13%	14%	15%	16%		
	自動車以外	11%	12%	13%	14%	15%		
中小企業債権	中小企業庁保証付	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
教育ローン向け債権	民間	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
	政府保証付	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
住宅ローン保証債権	住宅	12%	13%	14%	15%	16%		

(注) 1. 満期 7 年超の教育ローン債権及び中小企業債権について、政府保証付の場合は 2 年ごとに 1%、それ以外の場合は 1 年ごとに 1%上乗せしたヘアカット率を適用。
2. CMBS 及び民間 RMBS は 4 月 17 日時点で、まだ適格担保とされていない。

(出所) FRB、米国財務省の公表資料より、野村資本市場研究所作成

⁶ 裏付け資産が中小企業向け債権の場合は、3 年の LIBOR スワップ金利+0.5%、変動であれば 1 ヶ月の LIBOR+0.75%。政府保証付教育ローンの場合は、1 ヶ月の LIBOR+0.5%。

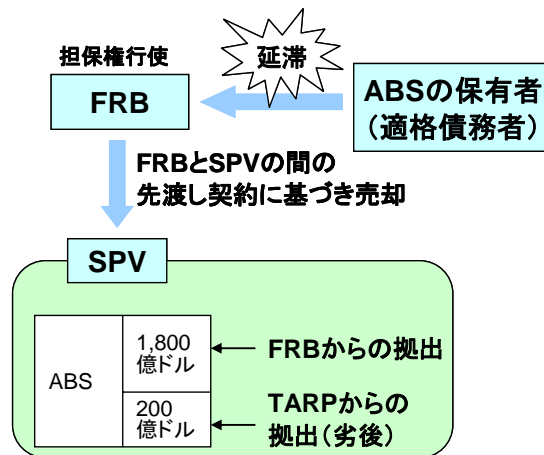
⁷ http://www.newyorkfed.org/markets/talf_faq.html 参照。

ている。

2. TARPによる信用補完

ABSを担保とするノンリコースローンには、担保から当初想定されていたキャッシュ・フローが得られないというリスクが存在する。TALFから融資を受けた適格債務者は毎月返済を行うことになっており、延滞については、①適格担保であるABSからのキャッシュ・フローが不十分なために生じる利払いの遅延については30日の猶予期間を経た上で、②担保に問題がないにもかかわらず利払いが遅延した場合は即時、延滞と判断され、適格債務者の承諾を得た上でFRBは担保権を行使する。担保権を行使した場合、FRBはTALFのために設けていたSPV（特別目的事業体）に対し、予め締結していた先渡し契約に基づいて差押えした適格担保を売却し、融資を回収する⁸。SPVにはFRBから最大で1,800億ドルが貸し付けられる予定であるが、信用補完としてSPVの発行する劣後債200億ドルが米国財務省のTARP（Troubled Asset Relief Program）により購入されることとなっているため、SPVで生じる損失が200億ドルに達するまで、FRBは適格担保の信用リスクを負担しない構造となっている（図表4）。

図表4 延滞時の対応



※金融安定化プランとして、TARPの拠出額1,000億ドル、FRBの融資額9,000億ドルへと、上限の引き上げが発表されている

(出所) FRB、米国財務省の公表資料より、野村資本市場研究所作成

⁸ ただし、定められた期限までに担保譲渡の承諾通知を行わないと、FRBの融資はリコースローンとなる。

III TALF の利用状況と今後の注目点

TALF の第 1 回目の融資申込みが 2009 年 3 月 17 日～19 日に行われ、自動車ローン ABS の 19 億ドル、クレジットカードローン ABS の 28 億ドルの合計 47 億ドルの申込みがあった。市場では、日産自動車とフォード・モーターによる、それぞれ 13 億ドルと 29.5 億ドルの自動車ローン ABS や、シティバンクによる 30 億ドルのクレジットカードローン ABS など、適格担保となり得る ABS を中心に新規発行が行われ、発行額合計が 80 億ドルに上ったという⁹。2008 年 10 月から TALF の開始までの間、ABS の発行が停滞し、クレジットカードローン ABS に至っては全く発行されなかったことを鑑みると、発行状況は幾分改善したようにも見える¹⁰。

しかし、当局や市場は当初想定した程は活用されていないと見ている。3 月 17 日、18 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）でも、TALF の融資申込み状況が低調であることや、その背景として利用者に対する情報開示の強化といった政策の実施が投資家に懸念されている可能性があることが指摘されている¹¹。さらに、4 月 7 日に実施された第 2 回申込みでは、第 1 回目を大きく下回り、自動車ローン ABS の 8 億ドル、クレジットカード ABS の 9 億ドルの合計 17 億ドルに留まっている。第 1 回目同様に教育ローン債権や中小企業債権は利用されず、第 2 回以降適格担保に追加された企業の設備や在庫向け債権などを担保とする ABS に対する融資申込みもなかった。TALF の融資枠は、官民投資プログラムでの利用もあって合計 1 兆ドルまでの上限引き上げが発表されているが、これまでの利用額は合計 64 億ドルと、伸び悩んでいる。

その一方で、先述したように、TALF には低い借入金利による高い期待収益率という、利用を促すためのインセンティブが付されている¹²。そのため、TALF の適格担保となっている ABS に投資するファンドを組成する動きも見られる¹³。

金融機関の不良資産問題の解決のため、官民投資プログラムの一部として、GSE 発行以外の民間 RMBS（住宅ローン担保証券）や CMBS（不動産ローン担保証券）、CLO 等を適格担保の対象とする可能性も示されている。今後は適格担保の範囲の拡大や、投資家の政策に対する懸念の解消を通じて、TALF の利用を拡大し、証券化市場の発行状況の正常化につなげることができると注目される。

⁹ Nancy Leinfuss, “Asset-Backed-Fed’s TALF plan spurs \$8 bln in sales”, *Reuters*, 3/20/2009 参照。

¹⁰ Maya Jackson Randall, “Bernanke, Dudley Defend TALF In Joint Letter”, *Dow Jones Newswires*, 4/8/2009 参照。

¹¹ FOMC の議事録については、<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090408a.htm> 参照。

¹² FRB が TALF に付したインセンティブについては、関雄太、小立敬、神山哲也「米国証券化市場の回復の鍵とその可能性」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

¹³ 適格担保を対象としたファンドの組成については、Joseph Checkler, “Princeton Advisory Group Launching TALF-Focused Fund”, *Dow Jones Newswires*, 4/8/2009 参照。