

活用されている FDIC 保証債の実情と今後の展望

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 連邦預金保険公社 (FDIC) がクレジット市場における機能回復を目的として導入した「債務保証プログラム(Debt Guarantee Program、DGP)」が活用されている。08 年 10 月 14 日～09 年 3 月 4 日までに銀行が新たに発行した公募債の 3 分の 2 以上が DGP を通じた FDIC 保証債であった。バンク・オブ・アメリカや JP モルガン・チェースといった大手銀行持株会社が発行体の中心であるが、最近では共同発行の仕組みを活用する中小金融機関もある。
2. FDIC は、2009 年 3 月、DGP の適用期間などを延長する改正規則(拡大 DGP)を公表した。保証期間などを延長する一方、その恩恵を享受するには、従来の保険料に加えて、加算保険料を課すだけでなく、FDIC 保証を付けない債券の発行要件を緩和した。その狙いは、金融危機への緊急措置的対応から、FDIC 保証債に依存しない資金調達体制へのスムーズな回帰を促すことである。
3. FDIC 保証債の活用に必要な一定の評価がなされるなかで、足元では大手金融機関が FDIC 保証を付与しない債券の発行に軸足を移している。背景には、TARP 資金の返済モチベーションや政府による補助金の性格が強い DGP に制約条件が付与される可能性などが挙げられる。FDIC 保証債の手数料が金融機関の信用リスクを考慮せずに低く決められていることなどから、DGP は英国の同様なスキームに比べて富の移転効果が大きいとする指摘もある。補助金効果の恩恵を最も享受している金融機関が最近でも FDIC 保証債の発行を継続している状況を鑑みるに、こうした金融機関が正常な資金調達体制にスムーズに移行できるのか、注目されよう。

I. FDIC 保証債活用の実情

2008 年 10 月、金融機関の信用力低下によって円滑な資金調達が困難になったクレジット市場の機能回復を目的として、連邦預金保険公社 (FDIC) が導入した、銀行が発行するシニア無担保債務を FDIC が保証する「債務保証プログラム (Debt Guarantee Program、

DGP)¹が活用されている。2008年10月14日～2009年3月4日までに銀行が新たに発行した公募債（ただし、2012年6月30日までに満期を迎える債券）の3分の2以上は、FDIC保証債であり、それ以外の発行は相対的に小規模であった²。トリプル A 格を取得できる FDIC 保証債は、機関投資家や国富ファンド（SWF）、大手銀行などが幅広く投資していると見られるほか、ピムコのパンドやヴァンガードのトータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンドなど、主要運用会社のファンドにも組み込まれており、債券市場でのプレゼンスを確立している。

1. 大手金融機関が発行体の中心

もともと、発行体別に見た場合、DGP に参加している金融機関数と比べると、実際に FDIC 保証債を発行しているプレイヤーは、大手を中心とした一部の金融機関にとどまっている（図表 1）³。例えば、2008年12月末時点には、総資産100億ドル以下の預金保険対象金融機関4,457社がDGPに参加しているものの、実際にFDIC保証債を発行したのは全体の約1%に当たる46社に過ぎなかった。また、2009年3月末時点における債務残高3,363億ドルのうち、同100億ドル以下の預金保険対象金融機関が発行したFDIC保証債は僅か14.25億ドルであった。

2009年4月20日時点におけるFDIC保証債の主な発行体を見ると、100億ドル以上の発行残高を抱えているのは、バンク・オブ・アメリカ（445億ドル）を筆頭に、GEキャピタル、JPモルガン・チェース、シティグループ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスの6社である。このうち、貯蓄金融機関持株会社であるGEキャピタル⁴を除く5社は大手銀行持株会社である（図表2）。中小金融機関がFDIC保証債を発行する場合、FDICへの保険料に加えて支払う引受手数料が割に合わないこと、中小金融機関の多くが債券発行よりも預金や連邦住宅貸付銀行のローン（advance）を中心とした資金調達を行っていることなどがFDIC保証債の活用が広がっていない理由として考えられる。

¹ 債務保証プログラム（Debt Guarantee Program）と決済性口座保証プログラム（Transaction Account Guarantee Program）の2つを合わせたプログラムが、FDICが2008年10月14日に公表した「時限的な流動性保証プログラム（Temporary Liquidity Guarantee Program）」である。TLGPは、1991年連邦預金保険公社改善法（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991、FDICIA）によって新たに加えられた連邦預金保険法（Federal Deposit Insurance Act、FDI Act）13条c項(4)(G)の規定に基づいて導入された。同項では、FDICがシステム・リスクの存在を認識した場合、FRBの同意文書およびシステム・リスクの存在を認める財務省の判断があれば、FDICがリスクの影響を回避したり、縮小したりするのに必要な措置を講ずることができる、と定められている。

² 出所はFDIC。

³ 一旦不参加を決めてしまうと、再度DGPに参加することが認められていない点、FDIC保証債を発行しなければ手数料が課せられない点などから、当面FDIC保証債の発行を計画していない金融機関も数多く参加していると見られる。

⁴ 連邦貯蓄金融機関のGEマネーバンク（ソルトレーク市、ユタ州）を保有している。

図表 1 FDIC の時限的な流動性保証プログラム (TLGP) 下における債務残高 (2009 年 3 月末現在)

発行体	発行体数 (社数)	参加金融 機関数 (*)	債務残高 (100万 ^{ドル})	発行可能額 (100万 ^{ドル})	発行可能額に 占める債務残 高(%)
預金保険対象金融機関					
総資産100億 ^{ドル} 以下	46	4,457	1,425	3,079	46.3%
総資産100億 ^{ドル} 超	20	104	58,768	297,058	19.8%
銀行及び貯蓄金融機関持株会社、預金保険対象外子会社	31	3,630	276,109	469,355	58.8%
合計	97	8,191	336,302	769,492	43.7%

(注) 1. 各発行体の TLGP における債券発行可能額は、2008 年 9 月末時点におけるシニア無担保債の残高をベースとしている。なお、同時点におけるシニア無担保債の発行残高がゼロであった場合には、当該発行体が抱えていた債務残高の 2% に設定し、計算している。

2. (*) は 2008 年 12 月 31 日現在。

(出所) FDIC 統計資料を基に野村資本市場研究所作成

図表 2 FDIC 保証債の発行残高

発行体名	(億 ^{ドル})
1 バンク・オブ・アメリカ	445.0
2 GEキャピタル	431.2
3 JPモルガン・チェース	398.7
4 シティグループ	346.0
5 モルガン・スタンレー	237.7
6 ゴールドマン・サックス	216.8
7 ウェルズ・ファーゴ	95.0
8 サントラスト・バンク	75.3
9 アメリカン・エクスプレス・バンク	59.0
10 PNC	39.0
11 リージョンズ・バンク	37.5
12 HSBC	26.8
13 ジョン・デール・キャピタル	20.0
14 キー・バンク	19.7
15 ソブリン・バンク	16.0
15 USバンコープ	16.0
17 バンク・オブ・ザ・ウェスト	10.0
17 ユニオン・バンク	10.0

(注) 2009 年 5 月 14 日時点。

(出所) ブルームバーグを基に野村資本市場研究所作成

2. 中小金融機関が FDIC 保証債を共同で発行する仕組み

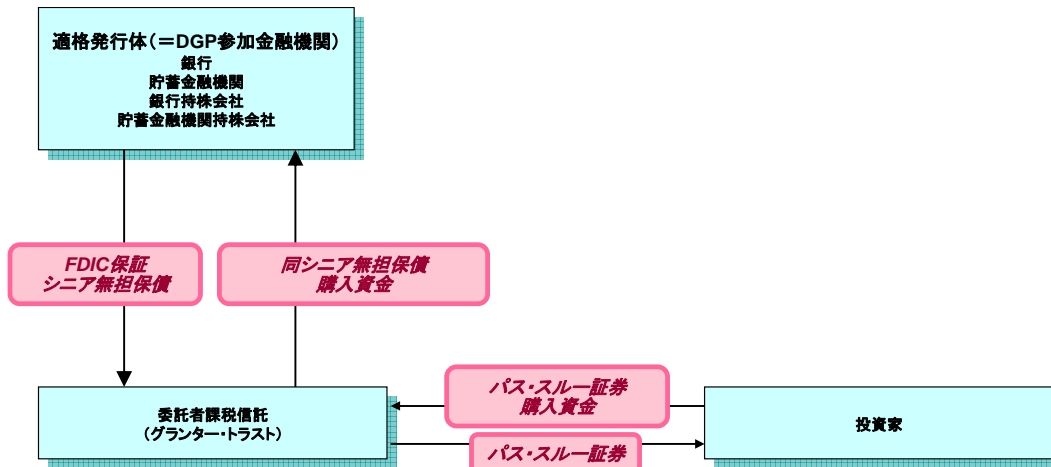
しかしながら 2009 年に入ると、FDIC 保証債を単独では発行しにくいコミュニティバンクなどが共同発行する仕組みをアレンジする投資銀行が出てきたことから、中小銀行による DGP の活用も見られるようになった。具体的には、①参加する金融機関が発行した FDIC 保証債を投資銀行がアレンジしたトラストにプールしたうえで、②トラストがプールをパッケージ化し、投資家に対してパス・スルー証券を販売する、といった仕組みである⁵ (図表 3)。

例えば、シティグループ・グローバル・マーケットやドイツ銀行証券、JP モルガン証券およびブティック投資銀行のサンドラー・オニールは共同で、FDIC 保証シニア無担保債のプール (Pooled Funding Trust I、Pooled Funding Trust II) を 2009 年 2 月および 3 月にそ

⁵ この仕組みは、米国のトラスト型優先証券のプールと類似していると指摘されている。米国のトラスト型優先証券市場について詳細は、藤木宣行「米国のトラスト型優先証券市場」『資本市場クォーターリー』2003 年春号参照。

れぞれ1本ずつ立ち上げた。このうち、Pooled Funding Trust⁶ Iに参加したアクセス・ナショナル・コープ（アクセス・ナショナル・バンクの持株会社、2008年末の総資産7.0232億ドル、バージニア州）は同プールを通じて、2012年2月15日償還のFDIC保証債3,000万ドルを発行した。また、2009年3月には、ルナサント・コープ（2008年末の総資産39.64億ドル、ミシシッピ州）が、Pooled Funding Trust IIを通じて5,000万ドルを発行していた。

図表3 FDIC保証債の共同発行の仕組み



(出所) FTN Financial, "FDIC GUARanteed Debt Securities("GUARDS")Program(2009年1月)を基に作成

II. 2009年3月に公表された拡大債務保証プログラム（拡大DGP）

こうした状況の中で、FDICは、2009年3月17日、債務保証プログラム（DGP）の期間などを延長する改正規則（拡大DGP）を公表した。拡大DGPは、現在DGPに参加している金融機関が対象であり、既にDGP不参加を決めている金融機関は参加できない。DGPに参加している金融機関のうち、預金保険対象金融機関（IDI）は2009年4月1日以前におけるFDIC保証債発行の有無に関わらず、拡大DGPに自動的に参加できる一方、同日以前にFDIC保証債を発行していないIDI以外の金融機関が拡大DGPへの参加を希望する場合には、2009年6月30日以前にFDICの承認を得る必要がある。

拡大DGPの主要な内容は以下の通りである。

- ① FDIC保証債の発行期限を当初の2009年6月30日から2009年10月31日に延長する
- ② FDIC保証期限を当初の2012年6月30日から2012年12月31日に延長する
- ③ FDIC保証を付けない債券の発行条件を緩和する
- ④ 2009年4月1日以降発行されるFDIC保証債の発行に際しては、従来の保険料に加算保険料が加えられる

なお、各参加金融機関におけるFDIC保証債の発行上限額に変更はない。したがって、

⁶ "American Banker Community Banking"(2009年3月)によれば、約30行のコミュニティバンクが集まったと見られている。

参加金融機関は、これまでどおり 2008 年 9 月 30 日時点におけるシニア無担保債務のうち、2009 年 6 月 30 日までに満期を迎える債務残高の 125%に達するまで、FDIC 保証債を発行することが可能である。

1. FDIC 保証を付けない債券の発行条件の緩和

従来は、FDIC 保証債の発行額が FDIC により定められた上限額に達するまでは、基本的に FDIC 保証が付いた債券を発行することとされており、DGP に参加している金融機関が FDIC 保証を付けない債券を発行するためには様々な条件が存在していた。最大の条件としては、2008 年 12 月 5 日までに FDIC 保証を付けない長期債を発行する意思がある旨をあらかじめ FDIC に通知しなければならない点があった。

今回の規則改正によって、拡大 DGP に参加するすべての金融機関は、FDIC 保証が付かない債券発行を申請することが出来、仮に認められれば、償還期限が 2009 年 6 月 30 日以降であるとの条件を満たす限り⁷、短期債も含めて、通常の債券を発行することが可能となった。

2. 加算保険料の徴収

従来の DGP は、参加金融機関が支払う特別保険料を用いて運営されている。特別保険料は発行債の償還期間に基づき、1 年につき 50 ベーシス・ポイント（償還まで 180 日以下）、75 ベーシス・ポイント（同 181～364 日）、100 ベーシス・ポイント（同 1 年以上）の 3 段階となっており、FDIC は金融機関の信用リスク等に基づく預金保険料とは異なった算定を行なっている。

拡大 DGP では、2009 年 4 月 1 日以降満期 1 年以上の FDIC 保証債を発行する場合、或いは DGP を活用する場合には金融機関は従来の DGP 下における特別保険料に加算保険料が加えられた金額を FDIC に支払わなければならない。加算保険料は、預金保険対象金融機関か否か、発行時期や償還時期の違いなどに基づいて決められている（図表 4）。

FDIC が加算保険料を課すことを決めた背景の第一としては、預金保険基金（Deposit Insurance Fund, DIF）の減少が著しい点が挙げられる。2007 年 12 月末に 1.22%あった準備金比率（＝預金保険基金残高が FDIC 対象預金に占める割合）は、2008 年 12 月末に 0.40%まで急低下していた。2009 年入り後も、合計で 200 億ドル程度の資産を有する 33 の金融機関が破綻していることを鑑みると（2009 年 5 月 18 日現在）、2009 年も DIF の減少が続くと見られている。従来の特別保険料が TLGP 下で生じる損失をカバーするために独立して積み立てられている⁸ のとは対照的に、加算保険料が直接 DIF に積み立てられることとな

⁷ 従来は、FDIC 保証を付けない債券の発行が認められる場合でも、償還期限は 2012 年 6 月 30 日以降とする条件は満たす必要があった。

⁸ TLGP 下で積み立てられた基金が、TLGP で生じる損失を上回る場合には、剰余金は預金保険基金（DIF）に組み込まれることになる。逆に特別保険料が TLGP で生じるコストをカバーできない場合には、FDIC は、TLGP への参加状況に拘わらず、全預金保険対象金融機関に対して緊急特別保険料を課すことになる。

っているのは、銀行破たんが相次ぎ、DIF の減少が深刻化するなかで、少しでも事態を開きたい FDIC の思惑があると見られる。

第二には、銀行持株会社や貯蓄金融機関持株会社などが FDIC 保証債発行によって享受しているベネフィットが大きい一方、仮に DGP で生じた損失が FDIC の受け取る保険料を上回った場合には、持株会社に追加的負担を求められない不均衡を是正したい点がある⁹。非預金保険対象金融機関の加算保険料が預金保険対象金融機関の 2 倍とされているのはこのためと考えられる。

拡大 DGP 導入に伴い、今後の FDIC の軸足は、金融危機への緊急措置的対応から FDIC 保証債に依存しない通常の資金調達体制へのスムーズな回帰を促すことに移された。拡大 DGP が FDIC 保証債の発行期限や保証期限を当初より延長する一方で、この恩恵を享受するには、従来の特別保険料に加えて加算保険料を支払うことを義務付けた点、FDIC 保証を付与しない債券の発行条件を緩和した点などに FDIC の狙いが反映されている。

図表 4 拡大 DGP における加算保険料の概要

FDIC保証債	預金保険対象金融機関	非預金保険対象金融機関
2009年4月1日以前に発行されたFDIC保証債	加算保険料なし	加算保険料なし
2009年4月1日～2009年6月30日までに発行され、2012年6月30日までに満期を迎えるFDIC保証債	加算保険料なし	加算保険料なし
うち発行から1年未満で満期を迎えるか、転換されるFDIC保証債	加算保険料なし	加算保険料なし
うち発行から1年以上経過してから満期を迎えるか、転換されるFDIC保証債	10 ^ペ -シ・ポイント	20 ^ペ -シ・ポイント
2009年6月30日～2009年10月31日までに発行されたFDIC保証債	25 ^ペ -シ・ポイント	50 ^ペ -シ・ポイント
2009年4月1日以降発行され、2012年6月30日以降に満期を迎えるFDIC保証債	25 ^ペ -シ・ポイント	50 ^ペ -シ・ポイント

(出所) FDIC”12 CFR Part 370 Temporary Liquidity Program”を基に野村資本市場研究所作成

Ⅲ. DGP 全体の評価と今後の展望

DGP 導入当初は、同プログラムが自主参加型であることから、その実効性を疑問視する向きもあったが、これまで見てきたように FDIC 保証債は確実に活用されており、この点においては一定の評価をすることができよう。

しかしながら、FDIC 保証債発行に際して、政府による補助金の様相が強いことから、今後議会が発行金融機関に対して何らかの制約条件を求める可能性を指摘する声もある¹⁰。そのため、金融機関の中からは、FDIC 保証債に比べて資金調達コストが高くても、FDIC 保証を付けない債券の発行を行い、DGP への依存度を下げる動きが目立つようになってきた。また、配当金支払いや役員報酬などの制限がかかる TARP 資金を財務省に早期に返済したいモチベーションが働いていることも、こうした動きを後押ししていると思われる。

実際、2009年4月2日以降（～5月14日までに）FDIC 保証債を発行した金融機関は、シティグループと GE キャピタル、US バンコプの 3 社だけとなり、これまで FDIC 保証債市場を牽引してきたゴールドマン・サックスや JP モルガン・チェース、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカといった金融機関は、資金調達手段を通常の債券にシフ

⁹ FDIC が追加的負担を求めることが出来るのは、預金保険対象金融機関に限られている。

トさせている。ゴールドマン・サックスは 2009 年入り後 FDIC 保証を付けない債券を 40 億ドル発行したのに加え、JP モルガン・チェースも 4 月に 30 億ドル（10 年債）、5 月に 25 億ドル（5 年債）の発行を行なった。ちなみに、JP モルガン・チェースの場合、米国財務省証券とのスプレッドが 10 年債で 350 ベーシス・ポイント、5 年債で 275 ベーシス・ポイントとなり、2 月に発行された FDIC 保証債（2 年債）のスプレッド、71.4 ベーシス・ポイントと比べて大きかった。

こうしたなかで、DGP を通じた納税者から金融機関への富の移転効果が、英国の政府保証債プログラムである 2008 年信用保証スキーム（2008 Credit Guarantee Scheme）と比べてはるかに大きく、推計 130~700 億ドル程度である、という指摘もある¹¹。この指摘は、主に以下のような米英のスキームの相違に起因する部分が多い（図表 5）。

第一に、政府保証債（米国は FDIC 保証債）を発行する際に支払う手数料体系の相違である。すなわち、米国では、FDIC 保証債発行の手数料は、償還期限および預金保険対象金融機関か否かなどの基準のみで決まり、発行金融機関の信用リスクなどは考慮されない。これとは対照的に、英国の信用保証スキームでは、2008 年 10 月 7 日までの 1 年間における 5 年クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の中央値に 50 ベーシス・ポイントを足したものが手数料として発行金融機関に課されており、市場金利の要素が盛り込まれている。

第二に、FDIC 保証債、保証を付けない債券のどちらを発行するかについて、金融機関による選択可能性が確保されているかどうか、という点がある。米国の DGP では、基本的に FDIC 保証債の発行額が上限に達するまで、保証がつかない債券の発行ができないとされているのに対し、英国では、個別金融機関がどちらの債券を発行するか選ぶ自由が確保されている。こういった点から、米国の仕組みは、英国に比べて補助金としての性格が強いとの指摘につながっている。

ちなみに、FDIC 保証債発行残高上位 6 金融機関におけるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）スプレッドの推移を概観すると、2009 年 2 月以降の GE キャピタルとシティグループのスプレッドの大きさが目立つ（図表 6）。とりわけ、GE キャピタルの CDS スプレッドは、2009 年 3 月初めに 1000 ベーシス・ポイント（bps）の大台に乗せた後、縮小しているとはいえ、5 月以降も 500、600bps 台の高い水準で推移している。CDS で見た信用リスクが目立って高く、補助金効果の恩恵を最も享受していると思われる 2 金融機関が、最近でも FDIC 保証債の発行を続けている状況がある。

こうした状況を鑑みるに、FDIC のベアー総裁が、FDIC 保証債の発行期限を 2009 年 10 月末から再度延ばすことはないとする¹²なかで、DGP の恩恵を多く享受し、他の資金調達手段をとり難い状況にある金融機関が正常な資金調達体制にスムーズに移行できるのか、注目されよう。

¹⁰ “Loan Program’s Scarlet Letter”, The Wall Street Journal, 2009 年 4 月 30 日

¹¹ “The Financial Sector Bailout” Chapter 15, *Restoring Financial Stability*, Viral V. Acharya & Matthew Richardson

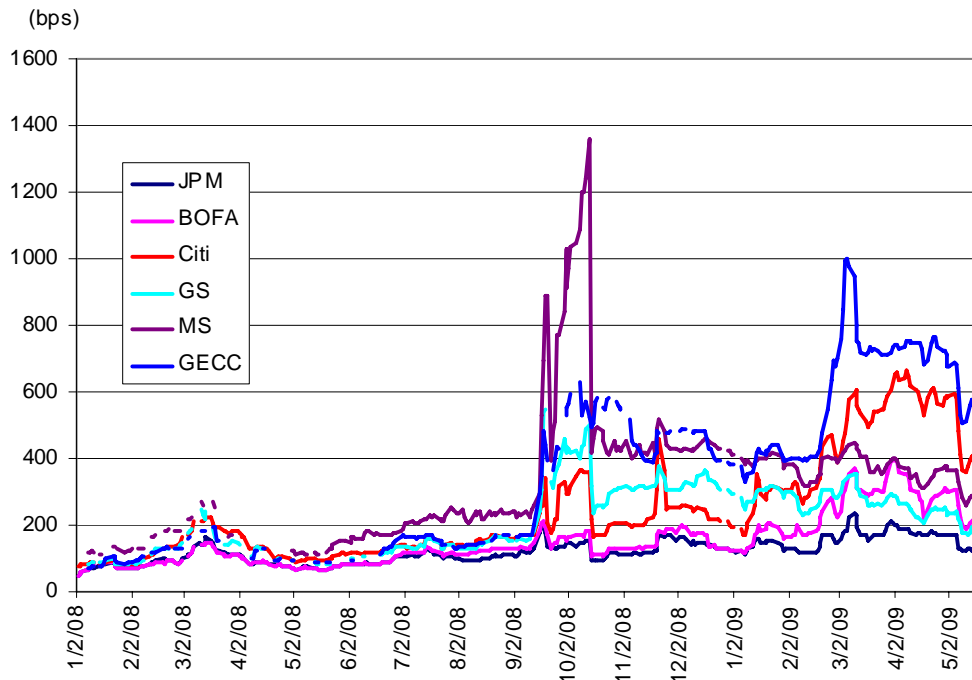
¹² 2009 年 4 月 27 日、ニューヨーク・エコノミック・クラブでの発言による。

図表 5 米英の債務保証プログラムの比較

	米国	英国
プログラム名	債務保証プログラム (Debt Guarantee Program)	2008年信用保証スキーム (Credit Guarantee Scheme)
運営主体	連邦預金保険公社 (FDIC)	財務省債務管理局 (Debt Management Office)
保証、非保証の選択可能性	基本的にはFDIC保証債の発行上限額に到達するまで、非保証債の発行が制限される	財務省から適格金融機関とみなされた場合、政府保証が付いた債券を発行する選択肢を有する。
保証対象	新規に発行するシニア無担保債 (但し、償還まで30日以下の短期債は除外)	新規に発行するシニア無担保債
発行期限	最長で2009年10月31日まで	2009年4月9日まで(但し、財務省の裁量で延長余地あり)
保証期限	最長で2012年12月31日まで	最長で2012年4月13日まで
手数料	債券の償還期限により、以下の保険料を支払う。 180日以下：1年につき50 ^{ベース} ・ポイント 181日～364日：1年につき75 ^{ベース} ・ポイント 1年以上：1年につき100 ^{ベース} ・ポイント ※傘下の預金保険対象金融機関の資産が当該持株会社の連結資産の半分に満たない場合には、さらに10 ^{ベース} ・ポイントが加算される。 ※図表5で示したように、加算保険料が加わるケースもある。	年間50 ^{ベース} ・ポイント+2008年10月7日までの1年間における5年クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) スプレッドの中央値。

(出所) 米 FDIC および英財務省債務管理局の資料を基に野村資本市場研究所作成

図表 6 主要な FDIC 保証債発行体の CDS スプレッド推移



(注) 2009年5月18日までのデータ。
(出所) ブルームバーグ・データを基に野村資本市場研究所作成。