

CMBS 市場の崩壊とシティグループ救済策の効果¹

関 雄太

■ 要 約 ■

1. 米国大手金融機関の財務は、2008年秋のCMBS（商業不動産モーゲージ担保証券）などモーゲージ関連資産の流動性・価格の低下と、問題資産買取プログラム（TARP）の変更により、大きな影響を受けることになった。
2. 最も深刻な影響を受けたのがシティグループである。シティはまた、メガバンクグループからの脱落、資産リスストラの遅れ、グループ再編の遅れといった問題から株価下落などの苦境に直面し、政府から優先株出資とロスシェアリングによる問題資産の保証を中心とする支援を受けることとなった（2008年11月23日に発表）。米国政府は後に、シティに対して行った救済策を「ターゲット投資プログラム」として制度化した。
3. 2009年に入り、シティグループは、米国リテール証券部門スミスバーニーとモルガンスタンレーのジョイントベンチャー方式による統合、非中核事業をシティ・ホールディングス傘下にまとめ分離する策など、グループ再編策を相次いで発表している。
4. シティグループを巡る一連の経緯からは、大型・複合金融機関の資産劣化進展と対応・救済の難しさがわかる。金融危機に対して、ケース・バイ・ケースで、また不良債権問題の出口を示さずに臨んできた米国政府は、発想の転換を迫られる可能性が高い。

I 2008年終盤に激動したCMBS市場

2008年後半にグローバル規模で展開した信用危機の影響は、いまや世界のマクロ景気・実体経済に及んでいる。したがって、個別のアセットクラスや金融機関の問題を解決することが、必ずしも危機脱出につながるとは言えなくなっているが、米国の金融セクターで発生している問題のつながりを理解しておくことが、市場参加者や政策担当者がアクションをとるうえで、依然として重要であることは間違いあるまい。本稿では、商業不動産モーゲージ担保証券（CMBS）と大手金融機関の代表としてシティグループに焦点をあて、問題の連鎖について改めて整理してみる。

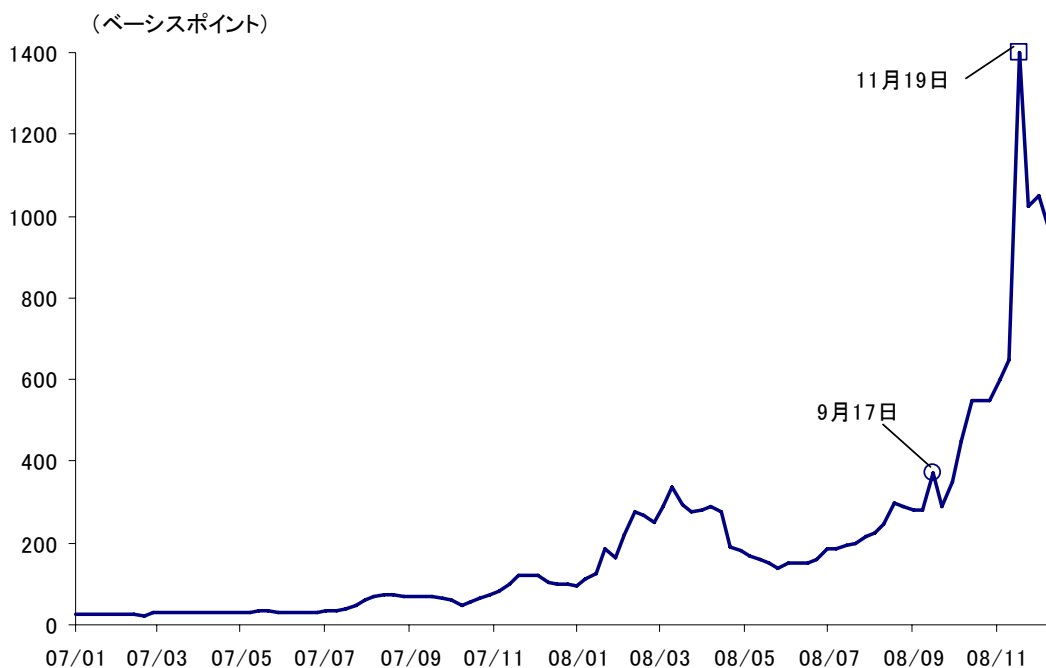
¹ 本稿は2009年1月23日時点の情報に基づく。

まず CMBS は、混乱が続いた米国のクレジット市場の中でも、昨年、最も激しい動きを見せたアセットクラスである。米国の市場参加者の行動変化が、最も顕著な形で表れたといってもよい。

一般に、スワップ・スプレッド（公社債のスワップ金利と同年限の国債利回りとの格差）の上昇は、債券の流通価格の下落もしくは市場流動性の低下を意味する。CMBS についてスワップ・スプレッドの動きをみると、2008 年 9 月半ばにいったん過去最高水準を更新した後、10 月から大きく上昇し、11 月半ばには 1400 ベーシスポイントという未曾有のレベルに達した（図表 1）。その後ピークは過ぎたものの、歴史的な高水準が続いている。プライマリー市場でも、7 月以降、米国で CMBS の新規発行はない状態で、通年では昨年の 20 分の 1 ほどの発行量になりそうである。

CMBS 市場の混乱は、2008 年 9 月 15 日のリーマン・ブラザーズによる連邦破産法 11 条（チャプター11）手続の申請をきっかけに始まった。リーマンは 2007 年にグローバル CMBS ブックランナーランキングで 3 位に入るなど最大手の一角を占めていたが、証券化市場の減速により、いわゆる在庫ローンを多く抱えることになった。2007 年 11 月時点の CMBS 関連資産の残高は 389 億ドルに達していた。また、2007 年 5 月には不動産会社 ティッシュマン・スパイヤーと共同で住宅 REIT 大手のアーチストーン・スミスを買収するなど、不動産のエクイティポジションも 128 億ドルあった（2007 年 11 月末）。結局、こうした多額の商業不動産関連ポートフォリオがバランスシートに残っていたことが、破

図表 1 CMBS のスワップ・スプレッド上昇
（10 年物トリプル A：週次ベース）



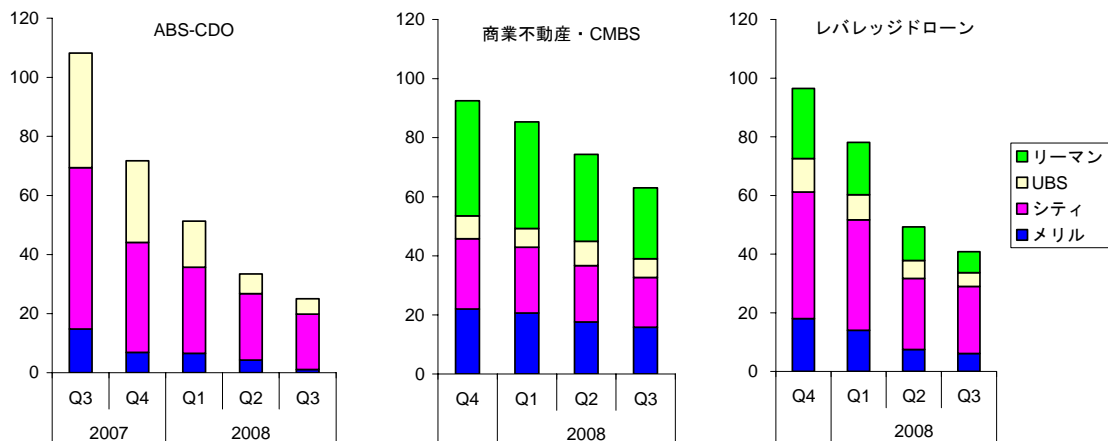
(出所) Commercial Mortgage Alert より野村資本市場研究所作成

縦前に支援パートナーが現れなかった要因のひとつとも言えるのだが、いずれにせよ、チャプター11 手続申請によって、約 300 億ドルもの CMBS 関連資産が放出される可能性が出てきた。

一方、リーマン破綻とほぼ時を同じくして、メリル・リンチがバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）と、ワコビアがウェルズ・ファーゴと合併することが決まった。メリル・リンチはサブプライム住宅ローンの 2 次証券化商品である ABS-CDO のエクスポージャーを抱え、多額の評価損に悩まされていたが、2008 年 9 月末までには処分をほぼ終えていた。しかし、商業不動産関連のエクスポージャー縮小はそれほど進んでいない状態で、バンカメとの合併前に処分を進めたいものと考えられた。ワコビアの場合も、CMBS 関連のエクスポージャーは開示していないものの、メリルと似た状況に立たされていることが想像された。すなわち、大手金融機関の一部が、サブプライム関連から CMBS 関連へと資産処理の重点を移そうとしていた矢先に、リーマン破綻が起きてしまったといえる（図表 2）。

他の市場参加者を見ても、大量の解約・換金請求への対応に追われるヘッジファンドや、モルガン・スタンレーのように、銀行持株会社の資格を得てレバレッジやリスク量を抑制しようとする投資銀行など、CMBS の大きな買い手となる投資家層は見当たらない状況であり、CMBS 市場の需給環境は大きく変わろうとしていた。

図表 2 大手金融機関の証券化・シンジケート関連エクスポージャー（10 億ドル）



(出所) 各社 IR 資料より野村資本市場研究所作成

II 問題資産買取の中止

こうした状況の中で唯一、期待を集めていたのが問題資産買取プログラム（TARP）、すなわち米国財務省によるモーゲージ関連資産の購入であった。TARP は、2008 年 10 月 3 日に可決した緊急経済安定化法（EESA）で与えられた権限に基づいて、財務省が住宅・商業不動産モーゲージのローン・証券をリバースオークション方式で買い取るという構想である²。しかし、10 月中旬になると、EESA の第一次予算 3500 億ドルが、金融機関の株式取得にも活用されることになり、大手行 9 社に対し先行的な資金注入が行われた。その後、公的資金を希望する地銀の申請が相次ぎ、また 11 月 10 日には AIG の救済策が再設計され、400 億ドルが優先株購入にあてられることが決まるなど、TARP の予算の多くが、金融機関の資本増強に使われはじめた。その一方で、問題資産を買取るオークションの実施要綱はなかなか示されず、特に 11 月 10 日に SIFMA（米国証券業金融市場協会）主催の会議に出席したニール・カシュカリ暫定財務次官補（TARP 担当）がオークションの準備状況を明かさなかったことは、市場関係者に不安を与えた。結局、11 月 12 日になって、ヘンリー・ポールソン財務長官は「モーゲージ関連資産の買取に TARP 資金を使うのは効果的なオプションではないと評価するに至った」とし、オークションを実施しないことを正式に表明した³。

この方針転換は、一部の投資家にとって、まったくの予想外ということではなかったと思われるが、実際に発表されると証券市場にはかなりの衝撃が発生した。12 日のニューヨーク株式市場ではダウ平均株価が一日で 4.7% も下落、CMBS 市場では、前述のようにスプレッドが一気に拡大し、いわば「底が抜けた」ような状況が発生した。さらに、サブプライム住宅ローン MBS やレバレッジドローン（企業買収案件向けシンジケートローン）の参照価格も大きく下落した。

III 追い込まれたシティグループ

各種のクレジット市場におけるセカンダリー価格急落は、2008 年 1 月後半から、ベア・スターンズが実質破綻に追い込まれた 3 月にかけての時期にも発生したが、買い手がつかなくなる「マーケット流動性の低下」という点では、今回の混乱の方がはるかに深刻であったと見られる。いずれにせよ、10 月以降に発生したクレジット市場の参照価格低下は、大手金融機関の 2008 年第 4 四半期決算に、評価損などの形で影響を与える可能性が出てきた。

中でも影響が甚大と思われたのは、2008 年 9 月末まで 4 四半期連続で赤字を計上、累計サブプライム関連損失が 650 億ドルを超えているシティグループである。シティの 9 月

² 関雄太「問題資産買取プログラム（TARP）の実効性を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照

³ <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1265.htm>

末時点のモーゲージ関連資産のネットエクスポージャーは、ABS-CDO で 187 億ドル、商業不動産・CMBS 関連で 169 億ドル、レバレッジドローンで 229 億ドルとなっている。3 つの資産合計の保有残高 585 億ドルから、仮に 20% の評価損が発生するとすると、再び 100 億ドル超の関連損失をまぬがれないことになる。改善傾向を示していた評価損が再び拡大する可能性がでてきたわけで、不採算資産（レガシーアセット）の処理を遅らせていたツケがまわってきた。

さらにシティは、他の観点でも、深刻な状況に立たされつつあった。第一には、メガバンクグループからの脱落という点で、これは 9 月危機の際にワコビアとの合併に失敗したことが大きく影響している。シティは、連邦預金保険公社（FDIC）の支援を得る形で、ワコビアの銀行部門を 22 億ドルで買収することを 2008 年 9 月 29 日に決めたが、その後、ウェルズ・ファーゴが公的資金を使わず、株式交換方式でワコビア全体を買収すると発表し、買収交渉からの撤退を余儀なくされた。その結果、米国内の預金量（2008 年 6 月時点データ）でウェルズ・ファーゴ（合併後のプロフォーマで約 6740 億ドル）が 2 位に浮上する一方、シティ（約 2189 億ドル）は 3 位の JP モルガン・チェース（約 6493 億ドル）から大きく引き離された 4 位となってしまった。そもそも、公的支援なしではワコビアを買収できなかったこと自体、シティの体力低下を示していたとも言え、9 月には株式時価総額でもウェルズ・ファーゴに抜かれることになった。

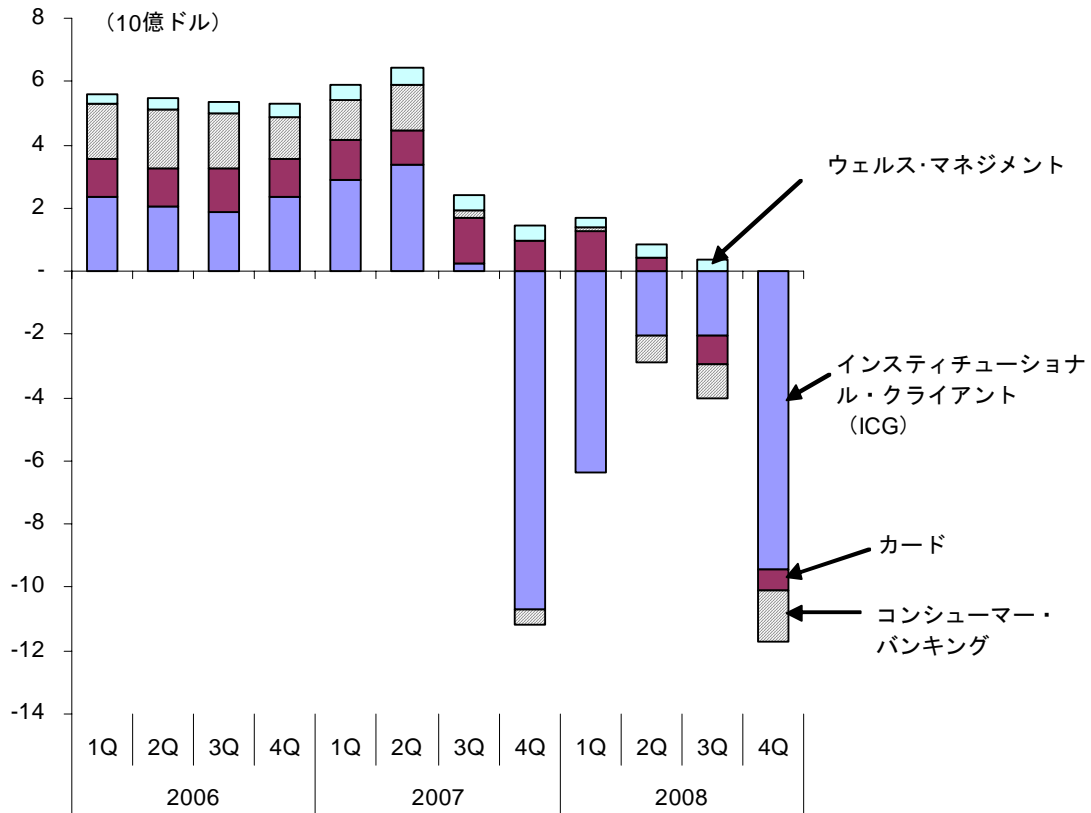
第二に、サブプライム関連以外も含めた資産リストラの遅れである。10 月 31 日に SEC に登録された 08 年第 3 四半期報告書（フォーム 10-Q）では、ABCP コンデュイットや SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）などに使われているシティの非連結 VIE（変動持分事業体もしくは特別目的事業体）資産残高が合計 3243 億ドルにのぼっていることが明らかになった。簿外 VIE にコミットメントを提供することによる最大損失可能性（Maximum Exposure）だけでも 1308 億ドルに達している。シティは、会計上はバランスシートの規模を 2007 年 9 月末の 2.36 兆ドルから 12 ヶ月で 2.05 兆ドルまで減らしていたわけだが、簿外の資産や各種のコミットメントの存在がリスク要因としてつきまとっていると考えられた⁴。

第三に、より根本的な背景として、グループ再編が遅れていたことである。2007 年 12 月に就任したヴィクラム・パンディット CEO は、ドイツのリテール銀行部門売却などを除くと、あまりドラスチックなグループ再編を行おうとせず、むしろ「グローバル・ユニバーサル・バンク・モデル」こそが生き残りのための戦略と主張してきたが、実際にはウェルズ・マネジメント以外の 3 事業部門が赤字に転落していた（図表 3）。株価下落を受け、11 月 17 日に社内向けに開かれたタウン・ホール・ミーティングでも、パンディット CEO は、第一次公的資金 250 億ドルを含む資本増強によって一年前よりも強固になった財務基盤を強調したが、収益性復活に向けた具体策は示せなかった⁵。

⁴ シティグループの VIE 資産について、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

⁵ タウンホールでのプレゼンテーション資料 <http://www.citigroup.com/citi/fin/data/p081117a.pdf?ieNocache=465> および <http://www.citigroup.com/citi/fin/data/spn081117a.pdf?ieNocache=485> を参照。

図表3 シティグループの事業セグメント別純利益推移



(注) シティグループの事業セグメントは2008年3月に再編成された。インスティテューショナル・クライアント・グループのコアプロダクトは、①証券・バンキングと②トランザクション・サービスである。08年第4四半期のウェルス・マネジメント部門の純利益は2900万ドル。

(出所) シティグループ IR 資料より野村資本市場研究所作成

2008年11月17日に5万人規模の追加人員削減が報じられ、さらに11月19日に簿外に残っていたSIV資産174億ドルを取得すると発表すると、シティの株価下落は加速し、9月末には20ドル前後だった株価は、その週の金曜日(11月21日)には終値ベースで3.77ドルまで下落した(図表4)。

図表4 シティグループの株価推移
 (配当遡及調整済み日次終値：06年12月29日～09年1月22日)



(出所) Yahoo! Finance より野村資本市場研究所作成

IV 追加的な公的支援とシティグループの再編

1. 第二次公的資金投入

結局、財務省、連邦準備制度（FRB）、FDIC は、金融市場安定化のため、シティグループに対して救済策パッケージを発動することを 2008 年 11 月 23 日に発表した。救済策のポイントはまず第 2 回目の公的資金注入である。2008 年 10 月 15 日に受け入れた 250 億ドルに加え、さらに 200 億ドルを優先株の形で受け入れることになった。両方が TARP 予算からの資本注入だが、一回目は「資本購入プログラム（CPP）」からの拠出、二回目は「システム上重要な金融機関が弱体化した際の救済プログラム（SSFI プログラム）」からの拠出となっており、発行条件がいくぶん異なるものとなっている⁶。

第二のポイントは、モーゲージ関連資産を中心に、3060 億ドルの不良資産をシティのバランスシートから事実上切り離し、政府とシティとの間で損失を分担するという点であ

⁶ 具体的には、SSFI プログラムによる優先株の配当率は年 8%とされており、CPP による優先株の配当率（最初の 5 年間は 5%、それ以降は 9%）よりも、高めに設定されている。

る。公表された方針によれば、当初の 290 億ドルまで損失はシティが負担するが、それ以上の損失については 90%を政府、残り 10%をシティが負担する。政府負担分については、最初の 50 億ドルは財務省（TARP）が負担、次の 100 億ドルは FDIC、さらに損失が大きくなる場合には FRB が融資を行うものとした。

第三のポイントとして、一種の「保証料」として、シティは財務省・FDIC に対し優先株 70 億ドルを追加発行するとともに、27 億ドルのワラント（普通株約 2.54 億株を対象、行使価格 10.61 ドル）を割り当てることとした。さらに、役員報酬についても、政府の承認を受けることが義務づけられ、かつ今後 3 年間にわたって、財務省・FRB・FDIC の承認なしに 1 株につき 1 セント以上の四半期配当ができないことになった。

総計で約 400 億ドル分の増資と同じ効果を持つ支援策が出たことで、シティの株価下落はいったん止まったが、その後も低迷が続いた⁷。これは、2008 年 12 月 19 日の S&P（スタンダード&プアーズ）による格下げ（長期カウンターパーティ格付けをダブル A マイナスからシングル A に 2 ノッチ引き下げ）の他、突出した公的支援にも関わらずシティの不良債権処理の見通し、将来像などが明らかになっていないことが影響したと思われる⁸。第二次の救済策パッケージには、①実質的に公的管理下に置かれたはずの 3060 億ドルの資産の具体的な内容が開示されていない（大半がモーゲージ関連資産とされるのみである）、②資産の今後の処分方針を誰が決めどのように実行していくかがわからない、といった点で不透明な部分も多く、また従来は破綻金融機関の吸収合併時に使われてきたロス・シェアリングが、健全金融機関に適用されたことも、危機対応における原則をわかりにくくした面がある⁹。

2. 財務省によるターゲット投資プログラム

財務省は批判に応えようとしたのか、シティグループに対して用いたスキームを制度化すべく、2009 年 1 月 2 日になってターゲット投資プログラム（Targeted Investment Program）のガイドラインを発表した¹⁰。ターゲット投資プログラムでは、金融市場安定化の観点から、ケース・バイ・ケースで TARP 資金を金融機関の持分に投資する。公的資金投入の判断基準には、①当該金融機関の不安定化が債権者・カウンターパーティの死活問題となるか、②ディストレスト資産・低流動性資産ポートフォリオに起因する信認喪失リスクが発生しているか、③当該金融機関と同様の状況に置かれている、あるいは当該

⁷ 約 400 億ドルの資本上の利益とは、①金融安定化法に基づく第二次公的資金 200 億ドル、②70 億ドルの優先株追加発行分のうち資本として計上される分 35 億ドル、③3060 億ドルの資産のリスクウェイトが 20%となることで積み増しから解放される資本 160 億ドルから成る。

⁸ “U.S. Ratchets Up Citi Oversight”, *The Wall Street Journal*, 12/17/2008 は、今後のシティへの監督強化を予想し、シティによる買収の噂があったシェビィ・チェース・バンク（メリーランド州）についても OCC（通貨監督局）が認可しなかった可能性が高いとしている（実際には、シェビィ・チェースはキャピタル・ワンに買収されることになった）。

⁹ “Citi Faces Pressure to Slim Down”, *The Wall Street Journal*, 11/25/2008 などは、今回のシティ救済策を決定する際、当局の間でかなりの論争があったことを示唆している。

¹⁰ <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1338.htm>

金融機関の影響を受ける金融機関の数と規模、④当該金融機関の財務状況に対する信認喪失が、クレジット市場や決済システムの崩壊、あるいは資産価格の不安定化などにつながる可能性があるかどうか（米国の金融・経済システムに対する重要性）、⑤当該金融機関が代替的な資本・流動性アクセスを有しているかどうか、が挙げられている。

ガイドラインにはこの他、法的根拠やガバナンス等に関する記述があるが、ターゲットとする金融機関の範囲やプログラムの運営方針はやや漠然としており、不良資産の査定や処分に関する記述もない。シティ救済について、後追い気味に制度的な裏付けをつけたという面が強いと考えられたが、早くも 1 月 19 日には、二番目の案件として、バンク・オブ・アメリカに対するターゲット投資プログラムの適用が発表された¹¹。この案件では、バンク・オブ・アメリカが買収先のメリル・リンチから継承したモーゲージ関連の問題資産約 1180 億ドルに、財務省・FDIC・FRB がロス・シェアリングによる保証を行い、その代わりにバンク・オブ・アメリカの優先株 200 億ドルを取得する。シティ、バンク・オブ・アメリカというトップ行に、二度にわたる公的資金投入が行われたことは、米国の金融危機・不良債権問題の根深さを象徴していると思われるが、今後ターゲット投資プログラムがさらに活用されるのかどうか注目されよう。

3. モルガン・スタンレー・スミス・バーニーの誕生

2009 年 1 月 13 日になると、シティグループは傘下のスミス・バーニー証券を事実上モルガン・スタンレーに売却すると発表した。この計画によれば、モルガン・スタンレーとシティが、米国リテール証券事業を行うジョイントベンチャー（JV）を設立し、モルガン・スタンレーが 51%の持分と、残りの持分を数年後にシティから購入できるオプションを取得する。JV に移管されるスミス・バーニーは、モルガン・スタンレーのリテール部門よりも収益・人員規模が大きい。したがって、JV の設立時点では、モルガン・スタンレーからシティへの支払いが発生し、その対価はキャッシュで 27 億ドル相当になる。

新会社「モルガン・スタンレー・スミス・バーニー」は、ファイナンシャル・アドバイザー（FA）数で約 2 万人超、預かり資産で約 1.8 兆ドル、680 万口座、1000 店舗という大型リテール証券会社となる。米国のリテール証券最大手のメリル・リンチは、2009 年 1 月 1 日にバンク・オブ・アメリカとの合併を完了したが、合併前のプロフォーマではウェルス・マネジメント部門の勢力は、FA 数約 2 万人、預かり資産で 2 兆ドル強としている。統合後の姿はまだ見えてこないが、モルガン・スタンレー・スミス・バーニーが、新生メリルと肩を並べるウェルス・マネジメント企業になるのは間違いない。

米国では、このディールは、シティが大掛かりなグループ再編に向け、第一歩を踏み出したことを意味すると見られた。シティグループが大量の損失を計上し続ける中で、シティのヴィクラム・パンディット CEO はスミス・バーニーの売却はない、と公言し続けてきたが、2 回目の公的資金注入後は事情が大きく変わり、前提条件なしのグループ再編

¹¹ <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1356.htm>

策を検討しなければならなくなったものと考えられる。また、2009年に入ってから、役員賞与の返上やロバート・ルービン取締役（シニア・カウンセラー）の退任、ウィン・ビショフ会長の退任などが相次いで報じられたことは、米国政府・世論のシティ経営レベルに対するプレッシャーが強まっていることの証左ともいえる。

スミス・バーニーは、サンディ・ワイル氏が率いた旧トラベラーズのリテール証券部門として成長し、シティグループ誕生以降はプライベートバンク部門とともにグローバル・ウェルス・マネジメント部門を構成した。メリル・リンチ同様、2000年代にはフィー型サービスへの移行を進め、FA一人当たり顧客資産、FA一人当たり収益などの指標では、メリル・リンチと肩を並べる存在だった。スミス・バーニーは、金融危機発生後も比較的安定した収益を保ち、グループの中では気を吐く存在だったが、銀行部門との連携・協働が伝統的にうまくいっていないことが指摘され、直近ではシティのCFOを経由してGWM部門長となったサリー・クロウチェック氏が経営幹部間の意見の相違などを理由に退社するなど、若干の混乱も見られていた。スミス・バーニーのダイベスティチャーによって、シティは、米国内リテールでは当面、伝統的な銀行業務に回帰することになる。

ちなみに、一方のモルガン・スタンレーは、2008年9月半ば以降の金融危機で株価を大きく下げ、銀行持株会社への転換、三菱UFJフィナンシャルグループからの出資受け入れなど、大きな意思決定を次々と迫られた。2008年11月決算をとりまとめて新年度に入ったこと、株価の動きがやや堅調になってきたことなどから、前向きな改革を検討するだろうといわれていた。

モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門は、旧ディーン・ウィッター証券の人員がかなりの部分を占め、伝統的にはメリルやスミス・バーニーに比べ富裕層顧客の取り込み、フィー型サービスへの取り組みが弱いとされてきた。また、シティやメリルが2005～06年に行った資産運用部門の売却にも追随せず、「オープン化」も一段階遅れているように見られてきた。近年は、生産性の向上とアドバイスカの強化につとめてきたが、メリルに追いつくことができないまま、2008年9～11月期には金融危機の影響で業績を大きく低下させている。スミス・バーニーとの統合によって、富裕層顧客向けのウェルス・マネジメントを一段と強化したいものと見られる。

スミス・バーニー再編のニュースが流れた後も、シティの株価は冴えない展開が続いた。①グループ再編を急がねばならないほど状況が悪いという連想が広がったこと、②スミス・バーニーの事実上売却といってもJV方式では現金は一部しか入ってこないこと、③ウェルス・マネジメント部門以外のセグメントの収益性が悪化しているため、将来像が見えなくなってきたこと、などが嫌気されたものと考えられる。

結局、2009年1月16日に前倒しで発表されたシティの第4四半期決算は82.9億ドルの赤字となった（2008年通年では187億ドルの赤字）。同時に、グループを「シティコープ」と「シティ・ホールディングス」に分割し、中核事業をシティコープ傘下に、①個人向け証券・資産運用（日興コーディアル、日興アセットを含む）、②消費者金融、③スペシャル・アセット・プール（問題資産）を非中核事業と位置づけてシティ・ホールディン

グス傘下に再編する策が示され、グループの事実上の解体が始まった¹²。将来のグループ資産は約 1.1 兆ドルと、現在の半分ほどの規模まで縮小するとしている。

V 問題資産買取プログラムの復活はありえるのか

上記のように経緯・背景をたどっていくと、シティの苦境と、TARP のオークション中止には深い関係があるようである。もちろん、オークションには、反対論が多い、準備に時間がかかる、利益相反の回避などの要件を担保することが難しい、11 月初旬の大統領選挙の影響で政治的空白期間に陥っていた、などの諸課題もあったわけで、オークションさえ実施していればシティへの追加支援を避けられたとも言いがたい。しかし、結局は公的資金でシティの問題資産に保証を付けるという、政府にとって皮肉な展開になったことは事実で、金融機関ではなく金融システムを守るという狙いとは反して、個別事案の救済に終始している面がある。ターゲット投資プログラムでは、ケース・バイ・ケースを正当化・制度化してしまったが、危機対応策の一貫性や公平性あるいは順序付け（シークエンス）といった点では、まだ課題が残っているというべきであろう。

また、CMBS 市場とシティグループをめぐる混乱からは、市場参加者全体が金融機関の資産内容に不信感を募らせている結果、マーケット流動性が低下し、損失を通じてソルベンシー（資本充実度、債務弁済能力）も低下するという悪循環が見えてくる。資産のクオリティに不安がある状態では、たとえ FRB が資金供給を支え、財務省が公的資金を注入しても、意図した効果はなかなか発揮されない可能性がある。

おそらく、単純な資産買取とシティ救済策は、どちらも金融機関からの問題資産切り離しを狙いながら、後者の場合、政府がワラント・優先株を保有するため将来のキャピタルゲイン捕捉の余地がある（納税者負担の最小化）という点であろう。ところが、レガシーアセットの評価・処分を市場メカニズムを活用しながら進めるという TARP 本来の意義は失われ、むしろ問題資産を市場から隔離する効果を生んでいるように見えるのは、気になるところである。2009 年 1 月に始動したオバマ新政権が、マーケット流動性の低下、金融セクターのソルベンシーの低下という大きな課題にどのように立ち向かうのかが注目されよう。

¹² 沼田優子「シティグループの解体とバンク・オブ・アメリカへの再公的資金注入」『資本市場クォーターリー』2009 年新春号参照。