

EUサミットによる危機対策を巡る議論の中で、EFSFによるレバレッジの活用が検討されているようだ。今回の金融危機の主因として米欧双方でのレバレッジ拡大があっただけに、公的当局がレバレッジの活用を図ることを批判的に評する報道もみられる。しかし、レバレッジの活用—あるいはリスクに即した資金調達構造の活用—は必要であるし、欧州危機への対策だけでなく、より広範に活用する可能性があるように思われる。さらに、潤沢な資金供給のような危機対策は、局面によって必要不可欠である一方、リスクに即した資金調達の選択を難しくする点で、金融機能を損なうという副作用を有する。

以下は、「「資本（エクイティ）の論理」の復活に向けて」と題して、筆者が本年初めに執筆したものを再掲したものである（出典は巻末をご参照下さい）。本年の金融システムや金融政策の展開についてはやや楽観的過ぎた面もあるが、問題の所在に関しては本年時点からあまり変わらないことが印象深く思える。

リスク特性に応じた政府の信用補完

ギリシャによる「財政粉飾」の公表を端緒として一昨年冬に浮上した欧州問題は、一年以上経過した本稿の執筆時点（1月末）でも出口が見えない。問題国政府は各々財政再建策を公表ないし導入してきたが、市場の懸念はむしろ悪化している。

その中で昨年5月にEU、域内各国政府、IMFの合意によって成立した欧州金融安定メカニズム（EFSM）も、「PIIGS」諸国の2年間に亘る国債の要借換え額に相当する7500億ユーロの資金供給力をもって市場を安定させると期待されたが、今や市場では規模不足との懸念が強まり、スキームの中心にある欧州金融安定基金（EFSF）の増強を巡って激しい議論が展開している。

そもそも、欧州問題のコアには財政赤字があり、EFSMへの信認低下の背景にも財政問題の「PIIGS」以外への拡大に対する不安がある以上、各国が中長期的な財政健全化を説得的に示さない限り、根本的な解決に結びつかない。

もっとも、この自明であるが実施の難しい財政面の対応を措いても、この問題には金融面から検討すべき課題もあるように思われる。特に、EFSFの単純な増額という処方箋は、市場の懸念との間で悪循環に陥るリスクを無視し得ない。実際、市場ではEFSF（またはEFSM）が問題国の国債残高をカバーする資金供給力を持つまで安心できないとの見方もあるが、「PIIGS」だけでも政府債務残高が約2.8兆ユーロ（2009年末）に達することに加え、債務問題国自体が増える可能性も考えると、ドイツやフランスのような国々が際限ない負担を増やすことは現実的ではない。

このグリッドロックを脱するためのオプションの一つは、信用補完をリスク特性に応じて組み立て直すことである。

EFSFは、EMU諸国による債務保証を裏付けにEFSFが債券を発行し、その資金を問題国に融資する仕組みである。この債務保証はEFSF債の元本を100%カバーする考え方に立っているが、融資を通じて事実上EFSF債に置き換わる債務問題国の国債は、仮に発行国が「破綻」しても元本が全て失われる訳ではない。例えば債務問題国の国債利回りには、仮に債務再編が行われても程度のディスカウントに止まるとの期待が織り込まれている。

だとすれば、少なくとも経済的には、EMU諸国は、このディスカウントに相当する部分を融資の期待損失（EL）としてEFSFに対して保証すれば、EFSF債の元本償還が事実上保全されることになる。この議論は、債務問題国による既存の国債の償還とEFSFからの借入れの返済との信用リスクが同じと仮定しても成り立ち、実際はEUやIMFと合意した経済プログラムの実施が条件付けられる後者の場合、信用リスクが幾分でも低下すれば、EL相当額をその分抑制できる。もちろん、これ以外に非期待損失（UL）に備える必要はあるが、実はEFSFに対するEMU諸国の保証はEFSF債の元本対比で既に「過剰担保」となっているので、この点はある程度対応済とも言える。

EMU諸国が「損失」を想定した資金を拠出することは政治的に不可能という批判もあろう。しかし、これは「捨て金」ではなく、EMU

諸国は経済プログラムのガバナンスを通じてELを抑制しうる。さらにスキーム面では、問題国国債の再編を通じて超長期で返済させる部分を作り、これにEMU諸国によるEFSFへの債務保証を対応させれば、回収に時間を要するが実際に損失となる可能性を抑制しうる。こうして、現在のように100%の元本を債務保証する考え方に比べ、EMU諸国が少ない負担で同様な経済効果を発揮することが期待される訳であり、各国の財政負担を減らすだけでなく、債務問題国が増加した場合の対応の柔軟さを向上する上でも、その効果は小さくない。

信用補完をリスク特性によって再構築する考え方は、米国でのGSE改革を巡る現在進行中の議論において、一層明確に適用しうる。

Fannie MaeとFreddie Macの2社（狭義のGSE）は、米国住宅価格の大幅下落に伴い、モーゲージへの保証債権の質が毀損して経営危機に陥り、2008年秋に国有化された。その後も政府の住宅対策による与信条件緩和などにより状況は悪化し、米国政府が設定した出資枠からの公的資金投入を受け続けている。米国財務省はDodd-Frank法に基づき改革案を議会に示すよう求められているが、住宅問題が依然として景気回復の足かせである以上、また海外投資家が約8000億ドルものモーゲージ債（MBS）を保有する以上、GSEの機能を維持しながら改革を行うという難しい課題を抱えている。

問題の焦点は、MBSに対するGSEの保証をどのように支えるかという点である。ガイトナー財務長官はGSEの全債務を政府が保証すると宣言してきたが予算計上されておらず、巨額の財政赤字を抱える米国政府が6兆ドルを超える追加債務を抱え込むことは、欧州の債務問題国の国債発行残高をEFSFが全てカバーするのと同じように、現実的な選択策にはみえない。

しかし、GSE改革の場合には、公的資金によるGSEの自己資本増強というオプションが存在する。もちろん、これまでのようにGSEが債務超過を防ぐために「五月雨式」な公的資金投入を仰ぐのでは問題の解決に繋がらないが、住宅価格の先行き見通しに基づいて、MBSに対するGSEの保証のELとULを推計し、前者を適切な引当でカバーしつつ、後者に対する適切な自己資本を持つために公的資金を投入することが考えられる。実際、昨年9月の議会予算局（CBO）の推計によれば、住宅価格のストレスシナリオの下では4000億ドル程度の資本注入が必要とされ、それ自体決して小さな金額ではないが、元本100%の債務保証に比べて顕著に少ない公的資金で同様な経済効果が示唆されている。

リスク特性に応じた財政資金調達の組み立て

欧州のEFSFや米国のGSEに関する上記の議論は、既存の公的信用補完をリスク特性に即して再編成することに焦点があった。しかし、より広い視点からリスク特性に応じた公的債務の再構成と捉えれば、財政資金の調達自体にも応用することが考えられる。

国や地方政府では、税収でカバーし得なかった歳出を公債発行で賄うが、この公債は多くの場合は一般財源債であって、特定の用途とは対応関係を持たない。これに対し、政府の事業や政策の特性に応じて、財源の調達手段を分けることが考えられる。

もちろん、事業や政策によっては直接の歳入をもたないとか政策的な所得移転の性格を有するために、税収のような一般財源を充てることが望ましいものも多いし、そもそも多くの事業や政策が外部資金で運営されるのは健全な事態ではない。

しかし、事業や政策には、ある種の社会資本整備のように、少なくとも最終的には特定の歳入原資を持つものも確かに存在する。従って、全ての歳出を一律の公債発行で賄うのではなく、特定可能な事業や政策は、特別に超長期の償還期間をもつ手段や、投資家も事業収益の還元を受けられる手段、あるいは他の国債に劣後する手段つまり、証券化などで「資本(エクイティー)」とされるものに類似した手段といったリスク特性に応じた資金調達手段で賄うよう再編成することが考えられる。

このような対応は、ソブリンリスクが国や地方政府の徴税能力や公債消化の安定性といった定量化の難しいポイントで評価されるだけに、もともと不安定になりやすいリスクプレミアムを安定化させること期待される。また、対象となる事業や政策に対して、一般国民に加えて金融市場という別な立場のガバナンスが加わることで、公債発行による一元的な資金調達に比べて、結果的に低コストでの資金調達が可能となることも展望される。さらに、仮に財政危機に陥った場合にも当該国やその地方政府の機能が大きく損なわれることを防ぎ、民間経済活動にとって必要な事業や政策を公的部門が継続しうるようにする上でも意味を持ちうる。

市場機能に関する中央銀行の課題

本稿で述べてきたリスク特性に応じた資金調達の組み立ては、言うまでもなく証券化商品の基本原理である。また、自己資本によってULに対応するという考え方も、言うまでもなくパーゼル銀行監督委(BCBS)による様々な自己資本比率規制のコアにある考え方である。

このように金融関係者にとってごく常識的な考え方が公的債務という文脈で語られることが少ない点は大変興味深い。おそらく、当局にも市場関係者にも、米国の証券化市場に生じた様々な問題が金融危機とともに未だに鮮明な記憶として残っており、証券化商品の保有に対する自己資本の賦課などの形で規制強化が進む中で、リスク特性に応じた資金調達の組み立てを声高に主張することは政治的に難しいのであろう。

しかし、金融危機の中で明らかになった証券化市場の問題は、こうした考え方そのものではなく、情報開示と投資家行動、証券化ビークルへのガバナンス、組成者のインセンティブ、裏付け資産のリスク評価、当局の理解や監視など、証券化市場を形作る多くの要素の機能不全にあったことは明らかである。こうした違いを無視して基本原理の活用自体を放棄してしまうのは、「バスタブのお湯ごと赤ん坊を流す」というべきものであり、先に見たような有用なメリットを失わせることになる。

もっとも、リスク特性に応じた資金調達という考え方は合理的だが割に合わない、という理由で顧みられないのであれば、事態はより深刻かもしれない。これは、上記の財政問題に即して言えば、普通国債が極めて低利で発行しうるので、面倒でコストの掛かるストラクチャリングを行う理由がないという反論である。実際、先進諸国はこうした状況にあるだけでなく、EFSF債ですら、現行のスキームでも世界の投資家による積極的な入札を集めている。

その大きな理由は、先進諸国の中央銀行による潤沢な資金供給である。ここで、「超低金利政策」とせず、敢えて「潤沢な資金供給」としたのは、「潤沢な資金供給」が超低金利をもたらすだけでなく、クレジット・スプレッドを圧縮する信用緩和の効果も持つことを示唆するためである。

ECBによる巨額の資金供給も、FRBのいわゆるQE2も、日銀の包括緩和も、各々程度の差はあるが金融市場に残存するリスクプレミアムの圧縮を意図しており、その結果、欧州の債務問題国の国債を除けば、米欧日の短期金融市場や社債市場などでのクレジット・スプレッドは一律に縮小している。もちろん、これは資金の借り手による実効的な金利負担を抑制する上で意味のある政策であり、スプレッドの縮小は政策効果が発揮されていることを示す。しかし、リスクを適切に価格付けすることを困難にし、リスク特性に応じた資金調達を組み立てて難しくしていることも事実である。

この現象こそが、超緩和的な金融政策の弊害としてしばしば語られる「市場機能の低下」の本質である。従って、やや厳しく言えば、ECBが潤沢な資金供給を続ける限り、債務問題国には従来通り国債を発行するインセンティブがあり、リスク特性に応じた資金調達が見合わない以上、EMU諸国は国債の残高全体のマネージに悩まされ続けるリスクがある。米国のGSEを含む財政にも、あるいは将来の日本にも各々同様のリスクがある。

米国を含む証券化市場では、金融危機で露呈した上記のような機能不全に対し、時間は要しているが回復に向けた取り組みが続いている。これに対して先進諸国の中央銀行は、少なくともこれまで資金供給を増強する方向に動いてきた。

しかし、今年は、単に景気回復に伴う民間クレジット市場の活性化というニーズだけでなく、先進諸国が共通に抱える財政問題へのアプローチという観点からも、リスク特性に応じた資金調達の組み立て一劣後性をもつことでULや超長期の債務に対するバッファとなる「資本(エクイティー)」の活用新たな焦点が当たることが展望され、中央銀行の政策運営でもクレジットへの効果と副作用を巡る議論がウエイトを高めていくことが予想される。

出典

「次世代金融ビジネスの潮流2011」

(2011年:野村総合研究所刊) <22ページ~28ページ>

文責:井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のもではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします