

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1939号 2008年09月22日(月)

《 buying up distressed assets 》

外国為替市場が常軌を逸した時、しばしばそれを収める役割を担うのが介入であるように、金融市場全体が混乱したときに市場にスタビライザーとして大きく登場したのは政府、今回の場合はアメリカ政府でした。

今の市場の関心は、先週の後半になって急遽米政府が検討を始めた「不良債権買い取り機構」が

1. 実際にどのようなものになり
2. どうワークし
3. ポールソンが「世界各国も同じような機構を作ることを要請する」と言っている中で、機構の世界的広がりがどうなるのか
4. それが世界の金融システムを劇的に安定の方向に向かわせることが出来るのか
5. その後のアメリカ経済や世界経済の推移はどう予測できるか
6. 一時的な不安定は収まっても、それは“市場”への不信として残らないのか

などに集中している。この機構設立の動きの中で、週前半に7%近く落ちたニューヨークの株価は週末二日間に完全に戻しているが、今週はこの新しい機構の実現度合い、効果を見定める動きとなろう。

実はこの機構設立話に先だっては、リーマン・ブラザーズを破綻に追い込み、AIGの政府救済に立ち至った後も動揺が収まらなかった市場に対しては、様々な手が打たれた。先進各国中央銀行は大量のドル資金を「協調して供給したし」、リーマンは見限ったもののAIGは助けて政府の存在感を示した。ブッシュ大統領も市場安定化への決意を示したし、ニューヨークのクオモ州司法長官は金融株の取引、特に空売りで法令違反がないか調査する方針を示した。カリフォルニアの公務員年金基金など運用サイドも金融株、特にゴールドマン・ザックスとモルガン・スタンレー株の「貸株禁止」に動き、そしてSECは幅広い金融株に対して空売り規制を実施した。

しかし一連の措置を凌駕して市場の関心を集めたのは、最初CNBCが報じた「RTC類似不良債権買い取り機構」の構想だった。CNBCは木曜日の午後、日本時間の金曜日早朝に「Washington is considering formation of a body to accept soured credit bets,

something akin to the Resolution Trust Corp., which was a key tool to liquidating holdings of failed savings and loans in the late 1980s and early 1990s.」と報じた。

筆者がこのニュースに接したのは金曜日の朝の早い段階でしたが、その時「RTC とは考えたものだ」と思いました。RTC は、1980年代に破綻が相次いだ貯蓄金融機関(S&L)の不良債権処理のため1989年に設立されたもの。この時の米貯蓄金融機関の破綻は、長短金利の長期逆転によって生じたと記憶しています。金利が低い短期資金を調達し、利鞘を載せて住宅ローンなどで長期運用していた貯蓄金融機関にとって、80年代の高率インフレに対処するための高い短期金利時代の持続は痛手だった。むろん、放漫経営も非常に大きな問題として指摘された。

RTC はこれらの貯蓄金融機関から不良債権を買い取って処理した。買い取りは割安な価格で進められた。この段階では金融機関に大きな損失が生まれる。これは金融機関には痛い。しかし金融機関がRTCに不良債権を売ってしまうために、その結果として金融機関の帳簿から不良債権が切り離される。ここがポイントです。切り離されるので、その後は不良債権をいつまでも抱えて時価会計での計上に頭を悩ますこともなくなる。つまり金融機関の健全性が前に出てくるのです。

確かモラル・ハザードを避けるために不健全な経営をしていた貯蓄金融機関の経営者を大規模に検挙し、そのかなりの数を牢獄に送った。

《 just two-and-a-half pages 》

財務省のHPには、なぜポールソンがそれまでに打った数々の措置では不十分で、不良債権の買い取り機構を作る構想まで持たざるを得なかったかについて「<http://www.treas.gov/press/releases/hp1149.htm>」に詳細な説明がある。ポールソンの認識は、

「**The underlying weakness in our financial system today is the illiquid mortgage assets** that have lost value as the housing correction has proceeded. These illiquid assets are choking off the flow of credit that is so vitally important to our economy. When the financial system works as it should, money and capital flow to and from households and businesses to pay for home loans, school loans and investments that create jobs. As illiquid mortgage assets block the system, the clogging of our financial markets has the potential to have significant effects on our financial system and our economy.」

というものだ。その通りだろう。市場もそれを知っているから、AIGを助けても株価が上がらなかったのに、この話が伝わったら株価は上昇に転じた。つまり、買い取り機構とは、「illiquid mortgage assets」(流動性を失ったモーゲージ資産)を金融システムから政府

管掌下に置くと言うことである。これは抜本的な解決策に近い。

ポールソン米財務長官やF R Bのバーナンキ議長は今週末、議会幹部やホワイトハウスにこの RTC 型不良債権買い取り構想に関して、一連の説明を行っていると言われている。財務省の HP には、「<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1150.htm>」があり、このファクト・シートが議会に提出された案文の主要部分でしょう。

これを見ても短い。議会提出文は「A4 の紙二枚半程度」だったと言われている。複雑にいろいろ書き込まずにシンプルなものにしておいて、市場環境が変わったときには柔軟に対応できるようにしよう、という狙いがあるようだ。

- 1 . 不良債権買い取りの限度額は厳格に 7 0 0 0 億ドル (7 5 兆円) とする
- 2 . 住宅ローン、商業用ビル・ローン、さらに「こうしたローンをベースにしたり、それから派生した証券やその他金融商品」の「売買、および保持」に関して、財務長官に大きな自由裁量を与える
- 3 . 不良資産を買い取るためにアセット・マネージャーを雇い入れるが、買い取りの対象になる不良債権は 2 0 0 8 年 9 月 1 7 日以前にオリジネートされたもの
- 4 . これに関連して、国債発行限度額を 1 1 兆 3 0 0 0 億ドルに引き上げる

などを内容としているようだ。「今週中の決着を目指したい」としている。ホワイトハウスとは連携が取れているとして、議会はどうか出るのか。どうやら、ポールソンとバーナンキはAIGを救済した後も動揺が続き株価が急落したことに伴って、「不良債権の切り離しがなかった場合の非常に暗いアメリカ経済予測」を関連議員に開示したらしい。それはその場にいた人が、「そんなことになるくらいなら、買い取り機構もやむを得ない」と思わざるを得なかったほど暗い内容だったと言われている。つまりポールソンはあえて機構が出来なかった場合の、アメリカ経済が先行き抱えることになる危機を喧伝したということだ。

今のところ、議会民主党議員の反応は「共和党案には多くの欠陥がある。しかし、(今の金融市場の抱えている)問題は素早く解決する必要がある」(リード民主党上院院内総務)というスタンスなようだ。民主党としては、政府案に「住宅ローン設定者の救済案」を入れたいようだ。また「納税者の権利保護」も民主党はテーマとして入れたい意向と言われる。

同じように政府による民間救済への態度変更を余儀なくされたという点では、ブッシュ大統領も同じだろう。リーマンを突き放してみたものの、AIGを救済しても収まらなかった市場を見て、またポールソン財務長官の説明もあって、20日には「何千億ドルもの資金が危険にさらされる。しかし、何もしないことで(経済が打撃を受ける)リスクの方がはるかに大きい」と述べて財務省案に公的に賛意を表している。

一方民間からは、特に銀行業界などから財務省案に対して、「全住宅ローン関連資産に関して時価会計原則 (mark-to-market accounting rules) の一時的停止」を求める考え方も示されている。こうした民主党や民間からの要望を入れながら、かつ政府資金を使った大規

模な民間救済に関連して、「誰に責任を取らせるのか」という議論も続く中で、新しい構想がまとまっていくだろう。こうした議論が続く間は、先週は「5日間のうち、4日間で350ドル以上の高下を記録した」といったニューヨーク株式市場の混乱状態は多少落ち着く可能性がある。

ポイントは、異常に拡大しているリスク資産と財務省証券などを中心とする安全資産の金利差が縮小に向かうのか、今まで誰も手を出さなかった金融商品に売買が戻るのかなど、市場の安定度、安心度の回復がどの程度進むのかでしょう。またポールソンはこの買い取り機構のコストに関して

「Mr. Paulson said on Fox News Sunday this is a "humbling time" for the U.S. and that the true cost of his proposal "will be determined by how quickly the economy recovers and how quickly housing prices stabilize."」

と述べている。「いかに素早くアメリカ経済と住宅価格の回復・安定が実現するか」が鍵だと。また懲罰の対象に、報酬が著しく高かった米金融機関のトップを据えるなどのアイデアなどに関しては、過大な報酬が支払われたことを認めながら、「any reforms to those practices should come later. "In order to have this program work, we don't want to make it punitive"」と述べている。

《 If a financial institution has business operations... 》

この不良債権買い取り機構の対象には、アメリカ国内で営業する日欧など外国銀行も含まれる見通しである。これに関連してポールソンは以下のように述べている。

「"If a financial institution has business operations in the United States, hires people in the United States, if they are clogged with illiquid assets, they have the same impact on the American people as any other institution"」

これは海外の金融機関も大きなオペレーションを行っており、アメリカで雇用をもたらしていて、流動性を失ったローン関連資産を持っていれば、買い取り機構の対象とする、ということです。ということは、アメリカの納税者のお金で外国金融機関を助ける行為ともなる。

しかしそれは議会からも問題視される可能性があるが、そこでポールソンは「世界各国（の政府）にも似た制度を導入するよう強く求めている。いくつかの国は前向きな意欲を示しており、取り組むと思う」とも語る。今朝の朝日新聞や日経新聞もこれを報じているが、朝日新聞によると日本の金融庁の担当者は、「正式な要請は受けていない」と述べている。

日本の金融機関は、相対的にはアメリカでの住宅ローン市場への進出はまだ規模が小さ

いと考えられるので、「米国と同じ買い取り制度の導入」と言われても、「現時点では否定的」というのが当たっているだろう。しかしポールソンが強烈に求めてきた場合には、日本の新政権は検討を余儀なくされるかも知れない。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|----------|---|
| 9月22日(月) | 7月全産業活動指数
8月全国スーパー売上高
8月コンビニエンスストア売上高
自民党総裁選投票開票
国際原子力機関(IAEA)理事会(～26日) |
| 9月23日(火) | 東京市場休場(秋分の日)
公明党党大会
国連総会(日本は全ての核保有国に核軍縮を求める決議案を提出する方針) |
| 9月24日(水) | 7～9月法人企業景気予測調査
臨時国会召集(～11/30までの68日間)
衆参両院で首相指名選挙実施・組閣
独9月IFO景況感指数
米8月中古住宅販売
バーナンキ米FRB議長が公聴会で証言(米議会合同経済委員会) |
| 9月25日(木) | 8月企業向けサービス価格指数
8月貿易収支
野田日銀審議委員 北海道釧路市に出張(金融経済懇談会に出席・会見)
新首相が国連総会出席で訪米(～26日)
米8月耐久財受注
米8月新築住宅販売件数
米シカゴ連銀総裁開会挨拶(シカゴ連銀の会議で)
ウォーシュ米FRB理事講演
米下院金融サービス委員会公聴会(ポールソン財務長官・ロックハート連邦住宅金融局局長らが証言)
米・インド首脳会談(ホワイトハウス) |
| 9月26日(金) | 9月都区部・8月全国消費者物価指数
米4～6月GDP(確報)
米4～6月個人消費(確報) |

米 4~6 月コア PCE (確報)

米 9 月ミシガン大学消費者信頼感指数 (確報)

米セントルイス連銀総裁講演

米大統領選挙第 1 回候補者討論会 (ミシシッピ州オックスフォード)

9 月 27 日 (土)

中国国慶節 (9/27 ~ 10/5)

まだ市場は「機構」の話に集中して、経済指標を見る余裕はないかも知れない。しかしポールソンが言っているように、結局はアメリカ経済、世界経済がどう回復するかが課題であって、あくまでも機構は経済が回復して初めてワークする。そういう意味では指標の動きは重要だ。いずれも機構設立以前の数字になるが。

世界の株価は、特に週明けから暫くはまだ上げ基調を続ける可能性が高い。外国為替市場でも「risk-take」の動きが出てくる可能性がある。問題はその後でしょう。市場経済に大きく介入した政府がどのように足を抜いていくのか、その過程でどういう監視態勢の残すのか、市場のワーキングはその時変わるのか。既にウォール・ストリート・ジャーナルには、「ヘッジファンドが商売の仕方を変えている」という報道があった。世界の数カ国で実施されている空売り規制は続けるのか、それともまた許されるようになるのか。

多くの問題が積み残されたままに市場は展開する。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日の関東地方は台風の影響で荒れるのかと思ったら、台風がそれたので色々なことが出来た日となりました。久しぶりに富士山の山麓を歩いたり、走ったりしましたが気持ち良かったです。日曜日は午前中は狭山にお墓参りに行きましたが、たまたまドッグ・コンテストが何か大きな催しが行われていて、墓参りの車も多く、結構混んでいました。

そして夕方。雨は日中から降っていたのですが、午後 7 時前からの雨は凄かった。たった 50 メートルくらいを歩いただけなのに、靴からズボンの裾までびしょになってしまいました。NHKBS の「新 BS ディベート」の収録で渋谷の NHK に出掛けたのですが、あまりにも濡れてしまったので、到着してメイクをしている間も、その後も私がしたことといえば、ドライヤーを二つ借りてずっとズボンの下半分と靴を乾かすことでした。

濡れて寒気がするままスタジオで 3 時間以上の収録をするのは身体のために良くない、と思ったからです。ドライヤーは普段決して使わないタイプですが、今回は致し方ない。使っていて「これは相当強烈」と思いました。ハンカチも乾かしましたが、ズボンも靴も結構素早く乾いた。ハンカチなど見る間にという印象でした。放送は

9 月 28 日午後 8 時 10 分から午後 9 時まで前半

午後9時10分から午後10時までが後半

となっています。テーマは「どうなる原油価格 広がる金融不安の中で」です。海外の論者が4人、スタジオが日本人3人と7人で論じたのでちょっと論点が行ったり来たりしてめまぐるしかったのですが、まあ面白かった。時間があったらご覧下さい。

それでは皆さんには良い一週間を。

(資料 <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1150.htm>)

September 20, 2008

hp-1150

FACT SHEET:

Proposed Treasury Authority to Purchase Troubled Assets

Washington ? The Treasury Department has submitted legislation to the Congress requesting authority to purchase troubled assets from financial institutions in order to promote market stability, and help protect American families and the US economy. This program is intended to fundamentally and comprehensively address the root cause of our financial system's stresses by removing distressed assets from the financial system. When the financial system works as it should, money and capital flow to and from households and businesses to pay for home loans, school loans and investments that create jobs. As illiquid mortgage assets block the system, the clogging of our financial markets has the potential to significantly damage our financial system and our economy, undermining job creation and income growth. The following description reflects Treasury's proposal as of Saturday afternoon.

Scale and Timing of Asset Purchases. Treasury will have authority to issue up to \$700 billion of Treasury securities to finance the purchase of troubled assets. The purchases are intended to be residential and commercial mortgage-related assets, which may include mortgage-backed securities and whole loans. The Secretary will have the discretion, in consultation with the Chairman of the Federal Reserve, to purchase other assets, as deemed necessary to effectively stabilize financial markets. Removing troubled assets will begin to restore the strength of our financial system so it can again finance economic growth. The timing and scale of any purchases will be at the discretion of Treasury and its agents, subject to this total cap. The price of assets purchases will be established through market mechanisms where possible,

such as reverse auctions. The dollar cap will be measured by the purchase price of the assets. The authority to purchase expires two years from date of enactment.

Asset and Institutional Eligibility for the Program. To qualify for the program, assets must have been originated or issued on or before September 17, 2008. Participating financial institutions must have significant operations in the U.S., unless the Secretary makes a determination, in consultation with the Chairman of the Federal Reserve, that broader eligibility is necessary to effectively stabilize financial markets.

Management and Disposition of the Assets. The assets will be managed by private asset managers at the direction of Treasury to meet program objectives. Treasury will have full discretion over the management of the assets as well as the exercise of any rights received in connection with the purchase of the assets. Treasury may sell the assets at its discretion or may hold assets to maturity. Cash received from liquidating the assets, including any additional returns, will be returned to Treasury's general fund for the benefit of American taxpayers.

Funding. Funding for the program will be provided directly by Treasury from its general fund. Borrowing in support of this program will be subject to the debt limit, which will be increased by \$700 billion accordingly. As with other Treasury borrowing, information on any borrowing related to this program will be publicly reported at the end of the following day in the Daily Treasury Statement. (<http://www.fms.treas.gov/dts/>)

Reporting. Within three months of the first asset purchases under the program, and semi-annually thereafter, Treasury will provide the appropriate Congressional committees with regular updates on the program.

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》