

## 国際金融安定性報告書(GFSR) 2009年 9月 要旨

異例の政策対応と実体経済の改善の兆しを受けて、システムそのものを脅かすようなリスクは大幅に後退している。世界経済は危機を脱したとの確信が深まり、これが金融市場の回復を支えている。しかしながら、銀行が苦しい状況にあり、家計も金融機関もレバレッジを低下させなければならない状況が続く限り、実体経済と金融部門の間の悪循環が再燃するリスクは残っている。ソブリン・リスクの程度を示す指標は半年前に比べ低下しているが、財政当局への金融リスクの転嫁と景気刺激策に伴う財政負担に伴い、民間部門のクラウディングアウトと財政の持続可能性への懸念が高まっている。こうした脆弱性があるため、金融仲介機能を強化し、金融システムを健全化し、公的部門が負ってしまっている私的なリスクをゆくゆくは減少させていくことが重要である。公的な支援をはずすに当たっては、支援の撤回が早すぎて二次的な危機を惹起させるおそれと、遅すぎて金融財政面での信認に悪影響を与えるおそれの両者に十分配慮する必要がある。また、安心感に浸ってしまうリスクも今やある。そうなれば、銀行システムの問題が解決されず、重要な規制改革が先送りになるか弱められるおそれが生じる。政策当局は将来的な規制の枠組みを速やかに明示し、システムック・リスクの蓄積を抑え、期待を安定させ、信認を確実にすべきであり、そのことを通じて持続的な経済成長を促すことが出来る。

### 先行きの見通し

2009年4月の『国際金融安定報告書(GFSR)』公表時に比べ、金融システムの短期的な見通しは改善し、極端なテール・リスクは後退した。金融市場は回復し、エマージング市場のリスクは減少し、銀行も資本調達に成功し、ホールセールの資金調達市場も動き始めた。とはいえ、与信市場は回復しておらず、経済回復は緩やかなものに留まると予想される。第一章では与信市場の機能が十全に回復するための道筋を示し、回復の足かせとなる短期的なリスクを検討する。このリスクには国による資金調達の拡大圧力も含まれる。また、第一章では経済回復を確実にし、金融システムに対する異例の公的支援を解消するに当たって当面必要な政策対応について検討する。金融の形を変えるための中期的に採りうる政策手段についても検討する。

極端なシステムック・リスクは後退したが、関係者が銀行システムの健全化の進展状況を甘く見ているのではないかと心配される

極めて重要な論点は、金融システムが経済回復を支えるのに十分な与信を供給できるか否か、という点である。銀行のバランスシートは資本調達努力と好調な収益により直近では改善している。しかし、債権内容の悪化により銀行バランスシートが引続き悪化圧力にさらされるとの根強い心配がある。我々の分析では、2010年末までに発生すると予想される銀行の損失と現時点までの損失処理状況とを比較すると、米銀は予想損失の半分以上についてすでに認識を完了しているが、景気局面の違いもあって欧州の銀行の進捗状況はそこまで至っていない。

好調な収益により自己資本レベルは改善しているが、向こう18ヶ月に発生すると予想される損失を利益で完全にカバーすることは難しいと思われる。加えて、定常的な収益レベルは危機後においてはかつてに比べ低下すると予想される。不良債権に積極的に対応することで、収益は改善し、融資量の拡大を支えることが出来る。現在検討中の銀行規制の厳格化により純利益は低下し、より高い自己資本と流動性の維持が要求されることとなろう。

#### エマージング市場の信用リスクは低下したが、脆弱性は残存している

エマージング市場のテール・リスクは後退したが、これはIMF資金の拡大を含む強力な政策対応のおかげである。欧州のエマージング地域の金融ストレスはかなり低下したが、依然大きな脆弱性を抱えている。西欧の銀行は欧州のエマージング地域での信用状況の悪化を吸収するだけの体力はあるようだが、この地域の回復を支えるには資本が不十分かもしれない。中核的な市場の安定化とポートフォリオ投資の流入回復で、なかんずくアジアとラテン・アメリカの状況は改善している。エマージング市場での発行債券への資金流入は回復しているが、優良な借手に傾斜しており、欧州のエマージング地域を中心に、多くの企業は相当な借り換えリスクに直面している。金融面の政策は銀行、企業、家計のバランスシートの秩序だった調整を促すべきである。国境を越えた銀行資金の流れを維持、あるいは場合により拡大するような仕組みを広げていくことも有用である。

#### 与信市場の機能低下により、ごく弱い民間資金需要にさえ応えられないおそれがある

銀行のレバレッジ解消圧力と証券化市場の不全により米国、欧州のいずれにおいても今後、2009年、10年の両年にわたって銀行与信が低下し続けることが我々のシナリオで予測される。予想される公的、民間部門の借入需要と比較すると、民間資金需要が弱い場合でも資金供給が不足するおそれがある。この結果、貸出金利が上昇し、景気回復を支えるのに必要な資金供給も制約されるかもしれない。資金供給の制約がどの分野で発生するおそれが高く、目標とされる低金利の維持に必要な資金

を確保するためにどの分野で公的な支援が必要かがこうした分析を通じ明らかになる。

### 公的部門への民間リスクの転嫁については、注意深い管理が必要である

金融システムの救済と景気刺激策によってリスクの公的なバランスシートへの転嫁が起こっており、その結果、公的債務の発行が記録的なレベルに上昇し、金利を上昇させ、回復しつつある景気を阻害するおそれが指摘されている。与信能力がごく弱い民間資金需要さえも十分満たせず、しかも財政の悪化が国の信用力を落とすことも懸念される。こうしたリスクに対処するため、金融システム安定化のための政策や偶発債務をも勘案した中期的な財政健全化政策を策定すべきである。

### 信用供与能力を維持し景気回復を支えるために、金融機関の一層のリストラが必要である

信用供与能力が問題となることを考えれば、銀行のバランスシートから不良債権や流動性に問題のある債権を切り離し、証券化市場を回復させることに全力を傾注すべきである。多くの国では、流動性支援や資金調達支援措置を完全に撤廃するには、より抜本的な金融改革と弱い銀行の処理が必要である。そのため、銀行資本の増強とバランスシートからの不良債権の除去に向けて今一層の努力が必要である。銀行の状態を把握し、存続可能な銀行の資本増強とそうでない銀行の慎重な処理を実施するための政策を策定するために、公的なストレス・テストは重要な手段となりうる。しかしながら、ストレス・テストにおける個別銀行の結果を公表するのは、資本不足への対応方法も同時に公表できる場合に限るべきである。もっとも、結果を公表しないからといって必要な資本増強手段の整備が行われない、といったことがあってはならない。

### 証券化市場の回復と再開にはインセンティブ構造が最も重要である

信用仲介回復の重要性に鑑み、第二章では民間証券化市場の役割とその再開のための方策を検討する。新たな規制の導入と民間における慣行の改善を組み合わせ、市場参加者のインセンティブを適切に方向付け、再びシステム的な不安定性を惹起することのないようにすべきである。こうした規制と市場慣行の再設計に当たっては、銀行システム外にリスクを移転するメリットと借手が調達先を多様化するメリットは維持されるべきである。

本章では、頑健な民間の証券化市場を構築するにはいくつかの政策対応が必要であると論じている。具体的には、格付け機関に対する監視、会計慣行、資本規制、証

券化商品にかかるオリジネーターの一部保有義務などでの対応が必要である。こうした対応においては、国内の各規制当局間、及び国際的にも協調が必要である。本章では、こうした協調が行われない結果生じうる危険の例として、オリジネーターに課される保有義務と資本規制の影響を分析しており、不適切な規制の導入は借り手の審査やモニタリングを弱めたり、あるいは逆に、証券化を困難にするほどコストを高めてしまう可能性を示している。新たな規制の効果を事前に慎重に検討することで、規制相互間の影響と、予期しない悪影響が生じる危険が予め評価できる。

本章では、融資のキャッシュフローをプールして債券を発行するが、発行体のバランスシートに負債が残るカバードボンドにつき、その利点とコストを検討する。この方式は、発行体が融資を審査・管理するインセンティブを高めるというメリットをもつが、発行体のバランスシートに保持されたままであるため、自己資本を積むことが要求され、証券化の利点が削られる面もある。しかしながら、投資家に債券を売ること、資金仲介が行われるという資本市場型金融の利点は享受できる。比較考量すれば、カバードボンドという証券化モデルも、適切な法律と規制の下、奨励されるべきであると本章では結論付けている。

## 金融システムの回復と改革に必要な施策

資金調達・信用市場の機能不全への政策対応は未曾有のもので、確定的な長期的評価を下すことは未だ困難であるが、これまでの状況を見る限り、総じてプラスの評価が出来る。第三章では、政策公表の際の市場安定化効果を含め、伝統的な政策と非伝統的な政策のごく短期的効果とより中期的な効果について検証する。

### 非伝統的な政策の中でも効果には差があった

本章では13の先進国が発表した施策の効果を検討した。流動性維持のための施策はリーマンの件が発生する前にはかなり効果があったが、いくつかの国で金融危機が流動性リスクよりもむしろ破綻のリスクであると認識されるようになった後は効果は減殺した。これに対応し、公的資本の注入の発表はリーマン後において銀行のデフォルトリスクを低下させる効果が大きく、また同様に、資産買取の発表も効果が大きかった。もう一つの重要な結果としては、自国の金融機関や市場を対象として採られた対応も、他国への大きな波及効果が生じており、時に自国への影響以上の影響を他国に及ぼした。このことは、政策対応における協調がいかに重要かを示している。

こうした政策対応の長期的な効果を評価するには時期尚早ではあるが、とりあえずの経過をみると、いくつかのファシリティーは資金調達と証券発行を効果的に下支えしたと評価できる。具体的には、いくつかの国で導入された銀行債務に対する公的保証、米国のターム物資産担保証券貸出制度（TALF）に伴う流通市場のスプレッド縮小と消費者信用の資産担保証券の発行拡大、欧州中央銀行のカバードボンドの買い切り措置によるスプレッドの縮小と発行活発化などがあげられる。

*公的な支援措置を撤回するには時期尚早であるが、縮小廃止に向けた戦略は必要である*

これまで採られてきた非伝統的な施策を完全に撤廃するには時期尚早であり、いくつかの国では今後支援の増額すら必要となるかもしれないが、導入された施策をどのように、またどのような順序で縮小廃止するのかを検討し、明確にしておくべき時期に至っている。廃止のタイミングを計る上での一つの難しさは、たとえある施策があまり利用されていなくても、その施策の存在自体がある種の機関や投資家に対する保険となって信認の強化に役立っている可能性がある点にある。

第三章では非伝統的な施策を縮小廃止していくうえでの手法とタイミングに関連して考慮すべき点を概観している。一般的に言って、あるファシリティーのコストを徐々に引き上げるか、利用可能額を徐々に引き下げていくことで縮小していくことが出来れば、民間のこうしたファシリティーへの依存を段階的に引き下げていくことが出来る。高額、あるいは効果に比べコストの高い施策がまずは縮小廃止の候補として検討されるべきであろう。また、金融市場を歪ませる影響が強い施策も同様に縮小廃止の候補である。今回の金融危機の国際的な広がりとういられる非伝統的な政策の内容に照らせば、施策の縮小廃止が他国に及ぼす影響にも注意する必要がある、特に銀行債務に対する公的保証の廃止に関しては、市場間の裁定が働きやすい国々の間での調整は有益であろう。縮小廃止の戦略を明確に市場に伝えることは非常に重要である。この場合、具体的な日時でなく市場の状況を示す指標をベースに「道程標」を示すほうが、市場の期待に対して働きかける上で効果的かもしれない。これまでに政策当局が経験したことのないような課題であるだけに、市場の反応を見定めるための多少の実験も適当かもしれない。たとえ一旦廃止したファシリティーを必要に応じ復活させたとしても、それをもって政策の後退と判断してはならない。

*不透明さを払拭し、信認を強化するためには、将来の金融システムの規制体系についての明確なビジョンが必要である*

非伝統的な施策からの脱却に向けての明確な戦略とともに、システムリスクに対処するために今後採るべき金融規制の改革を明示することで、金融システムに対する信認は強化される。最近テール・リスクが低下していることをもってより頑健な金融システム構築に向けての努力を緩めてはならない。理解しやすい全体像を示し、民間部門が対応への準備を始められるようにする必要がある。

システム的な危機再発の可能性を大幅に減少させるような規制環境の改革が優先されなければならない。これは資本、引当、流動性の各面におけるバッファーをどの程度引き上げるかを定めるだけでなく、多くの国でシステム上重要な位置を占める金融機関に広範な公的支援を行ったことを踏まえれば、どのように市場規律を復活させるかが重要である。金融システムの持つプロシクリカリティを除去し、損失や流動性の枯渇に対応するバッファーを備えるのに寄与する提案はすでにいくつか俎上に上がっている。しかし、金融機関が「つぶすには大きすぎる」ことにならないようにするための、資本規制上の重課、保険プレミアム、監督・破たん処理スキーム、競争政策などの面での困難な課題が今後控えている。システム的に重要な金融機関や市場の定義の検討をG20の負託を受けてIMF、金融安定理事会(FSB)、国際決済銀行(BIS)が行なっているが、早期にその方向性が明らかになることでこうした作業は前進するであろう。システム的な機関の定義が固まれば、システム的なリスクに対する限界的な寄与に対し重課か負の誘引を算定し、適用していくべきである。

*国際的な政策策定においてマクロプルーデンスの観点が必要であり、これにより市場規律を回復し、金融面での統合の利益を維持すべきである*

さらに、統合されたマクロプルーデンス政策の枠組みのなかにこうした個々の政策を位置づけ、国内金融機関も国際的な金融機関も共に健全に活動できるようにすることが次なる課題である。個別金融機関に対する健全性監督とマクロ経済政策が複合的に景気循環を増幅するような作用をもたらし、レバレッジとシステムリスクの増大を助長したとの認識が今や定着している。金融政策、財政政策、金融監督政策のいずれに携わるものも、自らの政策対応がシステムリスクの増大に寄与してしまった点につき、再考する必要がある。

政策面での協調と整合性確保は、国内に留まらず国際的に追求されるべきである。金融機関や市場が国境を越えてつながっている中で、政策当局が他国への影響を考慮せずに単独でことに当たることはもはや不可能である。しかし、危機の洗礼を受け、外的なショックから自国経済を守るために金融機関を規制で囲い込み、国際金融市場から隔離させようとする国が出てくるおそれがある。むしろ必要なことは、

マイナスの波及を限定し、金融面での統合の利益を享受できるようにすることであり、金融機関の母国監督当局と進出先当局のそれぞれの役割を明確にしておくことである。各国当局がこの困難な課題に挑戦するに当たり、IMFとしてはサーベイランス活動と国際的なマクロ金融的な連関の分析を通じ、その作業を支援することが出来よう。