

国際金融安定報告書(GFSR)、2010年10月

要旨

国際金融システムは依然極めて不透明な状況に直面しており、景気回復にとってのアキレス腱となっている。基本シナリオでは現下の景気回復過程は今後も持続するものと想定され、それに伴いバランスシートの改善が徐々に進んでいくと考えられるが、2010年4月の国際金融安定報告書(GFSR)公表の後、システムの安定化の動きは頓挫している。最近の欧州の国債市場の混乱は国際金融危機によりいかに銀行や国のバランスシートの脆弱性が高まったかを如実に示している。当局の断固たる対応により資金市場は安定化し、極端なシナリオが発現するリスク(テール・リスク)の可能性は軽減し、それに伴い金融市場の状況もこのところ好転しているが、市場は依然先行きが極めて不透明な状況にある。世界経済はほぼ従前の見通しどおりに拡大を続けており、エマージング諸国は特に力強い成長を続けている。先進国においても一時的な需要下支え策への依存から自律的な民間需要の回復への転換が進んでいる。しかしながら、国のバランスシートは成長率が低下すれば大きく悪化する状態にあり、債務の持続可能性の面で不安が残る。こうした中、当局は国際金融システムの安定を確保しつつ景気回復を妨げないよう、以下の重要な改革に取り組む必要がある。(1) 銀行部門が引きずっている問題を解決する。これには場合によっては資本増強も必要となろう。(2) 国のバランスシートのファンダメンタルズを改善する。(3) 公表されたバーゼル銀行監督委員会(BCBS)の改善案を

ベースに、規制改革の内容の一層の明確化・具体化を図る。

欧州の国債市場の混乱を契機に、国や銀行のバランスシートの脆弱性に市場が注目したことから、金融システムの安定化の過程は頓挫をみた。債務の持続可能性に関する従前からの懸念に加え、短期債務の借換えが集中していることと投資家層が限定されていることから、いくつかの欧州諸国は資金調達上の圧力にさらされた。こうした圧力が銀行部門に波及し、信用収縮、低成長、バランスシートの悪化という最悪のシナリオへの懸念が高まった。個別国レベルでも国際社会のレベルでもソブリンリスクの問題に対処し、金融システムの信認を強化すべく強力な対応がとられた。なかでも銀行のバランスシートの詳細な情報が開示されたことは極めて重要であり、その結果、資金市場は安定化し、リスクは低下した。しかしながら、市場のマインドは依然脆弱である。

本報告の第一章では先進国の直面する課題について検討する。先進国にとっての問題は、回復の弱さ、高い債務残高と多額の借換えニーズ、金融システムの不全が同居するなかで、どう対応すべきか、という点にある。本報告書での分析は、経済が徐々に回復するに従い民間も国もバランスシートの改善が進むとのシナリオを前提としている。政策面では、景気安定化策の遂行とともに枢要な銀行システムに残存する問題にも政策対応がなされると想定している。とはいえ、マクロ経済の下振れリスクの高まり、多額の国債発行圧力および資金調達面の困難化が複合して、巧みな政策対応なくしては切り抜けられないような困難な経済環境に直面する恐れ

もある。

欧州においては5月にかけてユーロ圏で急速に市場の混乱が拡大したが、協調支援体制の確立と厳しい資金事情に直面した国による大胆な財政改革策の公表により、混乱の抑え込みに成功した。しかしながら、市場は依然として高い債務水準、低成長の継続に伴う問題、国債借換えリスク、および政府債務の問題が銀行システムに飛び火するリスクを警戒しており、ソブリンリスクは高止まりしている。大手以外の銀行やソブリン・スプレッドの高い国の銀行では市場からの資金調達は制約されており、借り入れ金利も上昇にさらされている。市場機能を維持すべく各国でも国際的にも種々の支援策がとられているが、金融システムの回復を確固たるものにするためには強力な対策を続けることが必要である。

米国においては金融システムの安定化は進んでいるが、銀行部門では局所的には脆弱な部分も残っている。大幅な資本増強が行われ、これにより追加損失への備えも概ね整ったと見られるが、レバレッジの縮小を食い止め、場合により国内の規制強化に対応するためには追加的な資本増強が必要となるかもしれない。不動産部門が弱含んでいるのも懸念材料である。米国の銀行部門の資本需要が比較的少額ですんでいるのは政府支援法人（GSE）を初めとした政府の介入のおかげである、こうした支援がなければより大幅な資本需要が発生していたであろう。これはとりもなおさず、いかに多額のリスクが民間部門から政府部門に移転したかを示しており、公的機関の負担への対応の必要性をも示している。

短期的に見て、日本の国債市場に問題がおきる可能性は考えにくい。安定的

な国内貯蓄と大幅な対外経常収支の黒字のおかげで、国債消化のために国外資金はこれまで必要とされてこなかった。しかし、長期的に見れば、人口が高齢化し労働力人口が縮小するに従って、債券市場を支えてきた民間貯蓄の高さ、投資の国内バイアス、円資産に代わる代替資産の乏しさ、といった要素は弱まるであろう。

エマージング諸国は先進国の政府・銀行部門の問題に影響されることはほとんどなく、国際資本市場からの資金調達にも問題は生じていない。国際的な波及はもっぱらユーロ圏との結びつきが強い一部の地域に限られている。先進国の経済成長率が低下するなか、エマージング諸国は一般的に言ってファンダメンタルズも良好で潜在成長力も高いため、より魅力的な投資対象となってきた。先進国とエマージング諸国のこの相対的な関係が続く限りは、国際的な投資資産の配分はエマージング諸国向けへの傾斜を強めるであろう。しかしながら、受け入れ先の国にとっては、国内市場での超過需要やボラティリティの上昇の可能性など、巨額の資本流入に伴うマクロ経済金融リスクの積み上がりが懸念される。

リスクへの対応策

多くの先進国では低成長、政府債務の増嵩、依然として脆弱な金融機関の組み合わせがもたらすリスクに対応しなければならない。また、新たな金融規制の仕組みの基礎を築く必要もある。

銀行システムが引きずっている問題を解決すること。銀行部門への信認は完全には回復していない。明るい面をあげれば、銀行の規制上の自己資本比率は改善して

おり、不良債権の償却・引当ては世界全体では低下した。今次の危機に伴い 2007 年から 2010 年までの間で必要となる償却額の推定値は 2010 年 4 月の GFSR での 2.3 兆ドルに比べ、今回は 2.2 兆ドルと若干低下している。これは主として保有証券にかかる損失額が減少したことによる。加えて、銀行はすでに損失のかなりの部分を認識済みであり、これまで計上された損失と推定要償却額の差は約 5500 億ドルにまで縮まっている。しかしながら、銀行の当面の資金繰りへの対応は遅れている。今後 24 ヶ月間の銀行債の要借換額は 4 兆ドルにも上るため、銀行債への政府保証を含む金融システムに対する異例の支援措置の撤廃は慎重に計画し、進める必要がある。清算、資本増強、合併等による脆弱な金融機関のリストラないし処理は資金市場の正常化と銀行部門の健全性回復の上からも優先すべき課題である。こうした処理の推進のため、国、あるいは国際的な公的支援体制も必要に応じ備えておくべきであろう。

国のバランスシートのファンダメンタルズを強化すること。 短期的な課題としては、困難な事態に直面している国に対する十分なバランスシート支援体制を国際的に整備しておくことがあげられる。中期的には、財政の持続可能性を担保する方向へ国のバランスシート調整が進んでいることを示さなければならない。（2010 年 10 月の「世界経済見通し」および 2010 年 11 月の「IMF 財政モニター」を参照のこと。）市場環境の許す限り国債の満期構成を長期化する国債管理政策をとることで国債の借換リスクを軽減すべきである。公的偶発債務を価格機能を活用して管理・抑制する努力も進めるべきである。

規制改革の内容の明確化・具体化を図ること。金融改革プランの大部分は依然、未完成である。国際的な規則制定機関は国際金融危機の発生を助長した様々な要素のなかでも特に重要な点については対応策を示したが、改革の細部については未だに多くの点で合意できていない。「重要すぎてつぶせない」金融機関をどう扱うのか、監督当局のインセンティブや能力をどう強化するのか、マクロ・プルーデンス政策の内容はどうあるべきかなど、議論は収束していない。議論を前進させるためには各国が国益への執着を乗り越え、安定的で機能的な国際金融システムの構築という目標に向けて努力する必要がある。改革の内容を早期に確定できれば金融機関もそれだけ早く戦略やビジネスモデルを策定することが出来る。逆にそうした前進がなければ、不十分な規制が残り、金融の不安定性が再発する危険が高まる。

こうした努力の一環として、今般の BCBS による提案を IMF としても歓迎する。この提案により、危機前に比べて銀行資本の質、量の両面にわたり大幅な改善がもたらされる。特に、普通株式等の資本に占める割合が上昇することで損失の吸収能力が向上する。また、一部の無形資産や特定の勘定についてはその自己資本への算入が制限(15%以下)される。制限の対象となるのは繰り延べ税金資産、モーゲージ・サービシング・ライツ、金融機関への一定以上の出資及びその他の無形資産である。主として内部留保の積み増しにより新たな基準を達成できるよう、新規制には経過期間が設けられている。国際金融システムの安定化が進み世界経済の回復が確実になった暁には、無形資産の資本からの完全な排除と経過期間の短縮が検討されるべきである。これにより、将来発生するかもしれない損失を吸収する能力が高

まり、銀行システムがより頑健なものとなる。また、規制改革の全体像の確立を急ぐべきである。個別銀行の健全性を目的としたマイクロ・プルーデンス規制の充実だけでは不十分である。プロシクリカリティを緩和し、金融機関がシステミックな問題を引き起こすことを防ぐためのマクロ・プルーデンス的観点に基づく規制を導入すべきであり、その対象は銀行に限られないことに留意すべきである。

当局は借換リスクの軽減、バランスシートの強化、規制改革に向けた各般の努力を続けなければならない。過去三年のいくつかのエピソードに照らしても明らかのように、世界の金融システムは平穏な状況から突如として危機的状況に移行する可能性を秘めている。当局はあらゆる機会をとらえ、銀行システムの強化と資本の充実、「重要すぎてつぶせない」機関への対応、偶発債務の縮減、及び国の財政見通しの健全化に向けた努力を行うべきである。いまだに状況は安定化していないので、ここ両三年に導入された銀行支援策の中には継続する必要があるものもある。非伝統的な金融政策や金融部門にかかる異例の政策からの出口戦略の発動は状況がより確実になるまで延期する必要があるかもしれない。とはいえ、そうした異例の支援策を一時的なものにとどめることは重要である。そうした一時的な対策は金融部門を修復・改革し、バランスシートの強化と過大なリスクテイクの抑制のための適切なインセンティブを構築するという抜本的な対策の代わりにはならない。

エマージング諸国にとっては金融システムのリスクはむしろ過熱に伴うリスクのほうが大きく、政策課題も先進国とは異なる。相対的に経済が好調なことに伴うポートフォリオ投資の急激な流入に適切に対処し、金融システムの安定を保つこ

とが多く、国々にとっての課題である。伝統的なマクロ政策だけでは国によっては発生しうるインフレ圧力や資産バブルといったマクロ経済金融上の問題に十分に対応できない可能性があり、マクロ・プルーデンス政策も必要となるかもしれない。大幅で激しい変動を伴う資本流入への対処法はすでによく知られているところである。(2010年4月のGFSRの第4章、IMFスタッフポジションノート10/04を参照。)

エマージング諸国は国内金融市場の整備を進めるべきである。それにより、増加した資本流入を吸収し、安全かつ効率的に国内に資金仲介をすることが出来るようになる。

第2章 システミックな流動性リスク

今次の危機の特徴は主要な資金市場における流動性供給の深刻かつ長期にわたるシステミックな混乱であった。すなわち、短期資金への新規及び借換需要が市場、国の如何を問わず、長期にわたってすべての金融機関において充足することが出来なくなったことである。第2章ではこの経験を振り返り、資金調達が困難になった原因を特定している。具体的には、新たな資金供給源となった主体が安定供給先として機能しなかった点、有担取引(レポ取引)が拡大したが特に仕組み債については担保評価が好景気を反映して甘くなり掛け目の設定も不十分だった点、クロス・ボーダーでの短期借り入れによってファイナンスされた外貨建ての長期資産への投資が拡大した点、関連する市場インフラの弱さ、カウンターパーティーに関するリスク情報の不足、などがあげられる。中でも、銀行とノンバンクの短期資金市場取引の間

の連関の強さについて、市場関係者がほとんど意識していなかった点が重要である。このため、市場の安定化のために、中央銀行はノンバンクにも流動性を供給し、受け入れ担保の種類を拡大し、外国との外貨スワップラインを締結するなどしなければならなかったが、これらにはモラルハザードの問題が内在しており、その点については未だ十分な対応が取られていない。

システミックな流動性リスクの解消は困難である。どの程度のシステミックなリスクがあるかを判断するのは難しい上、資金市場は制度的な特徴が違う様々な市場で構成されており、しかも様々な金融機関が複数の市場で複雑に絡み合いつつ取引することで成り立っている。第2章では金融機関及び市場の両面からシステミックな流動性リスクの問題を分析している。現在俎上に上っている改革案は、BCBSの案に代表されるように、個別銀行における流動性準備の積み増しと資産負債のミスマッチの軽減を図るミクロの監督規制が中心となっている。個別の金融機関における流動性準備の積み上げは有用ではあるが、システム全体の流動性枯渇への備えとはならない。システミックな流動性不足に対しては、市場や金融機関を支えるために中央銀行が最後の貸し手としての役割を果たすことは避けられないであろう。しかし、中央銀行に過度に依存することなく、モラルハザードの問題を回避するためには、流動性リスクへの対応の枠組みの構築に当たって銀行などの流動性・満期変換機能を果たす上で重要な金融機関に対し、平時において、何らかの形でシステミックリスクに対する保険負担を求めることが重要である。適切な保険システムの構築にはシステミックな流動性リスクを正確に計測することが必要であるが、現状

では、そういったリスクの計測やモニターを適切に行うためのデータが大幅に不足しており、この点への対応が求められる。

個々の金融機関のレベルでの対応を通じシステム的な流動性リスクの軽減を図ることも対策の一部には違いないが、資金市場の改善も必要である。レポ市場などの有担市場の機能強化はシステム的なリスクを低減させ、流動性の制約が金融機関の破綻につながることを回避するのに役立つ。担保評価ルールと掛け目の設定方式の改善、及びセントラル・カウンターパーティー（CCP）の使用はいずれもリスクを軽減する上で有用である。マネーマーケット・ミューチュアルファンド（ MMMF ）の取り付けの防止を目指すことも必要である。本章では、 MMMF について元本保証を行わず、市場環境に応じ元本が変動することを投資家が理解することが重要だと指摘している。こうした商品設計の変更は資金環境が安定しているときに慎重に導入する必要がある。さもないとそうした変更が取り付けを誘発してしまう危険がある。銀行について提案されている改善策（流動性準備の積み増しと満期変換の抑制）は MMMF の流動性リスクの低減にも有用である。元本保証を廃止しない MMMF については預金受け入れ金融機関と同様の規制を課すことが是非必要である。

第3章 格付

最近のソブリン信用リスクの上昇と過去二、三年の仕組み債の格付変更の経緯をみても、格付機関が金融システムの安定に重大な影響を及ぼすことが見て取れる。格

付が提供する情報は金融システムの安定を阻害するものであろうか、あるいは問題なのはむしろ格付情報の活用の仕方であらうか。第3章ではソブリン格付けに焦点を当て、この問題を検討する。

格付はいくつかの金融規制の中でその利用が強制されている。なかでもバーゼル II の自己資本比率規制の標準的手法での使用はよく知られているところである。年金基金、保険会社、投資信託など多くの民間金融機関も投資判断に当たって格付や格付をベースとした指標を用いている。中央銀行も担保適格か否かを債券の格付で判断している。格付の変動に応じ資産構成を調整する行動は、(例えば投資適格未滿への)格付の引き下げが対象債券の強制的な売却やいわゆる Cliff (断崖)効果による価格の急落などを引き起こすことから、市場を攪乱させる恐れがある。本章の分析でも格付は国債価格に影響しており、格付が投資適格レベルより低下するときに大きな「断崖」効果が発生することが確認される。また、実際の格付の引き下げが行われるまでもなく、格付の中期的な見通しの公表、あるいは短期的な「ウォッチリスト」への掲載による事前の警告は実際の格付引き下げ以上の情報効果をもち、市場価格に大きなインパクトを与えている。

正確性という観点からは国債格付けは概ね良好な結果を残している。1975年以降のデフォルトをおこした国をみると、いずれもデフォルトの前年には投資適格未滿の格付を付与されており、格付機関が用いている段階的な指標は有効であることを示唆している。とはいえ、銀行システムに対する偶発債務にみられるように、国のリスクは最近多様化しており、ソブリンリスクに関する公開情報が増えること

は格付機関にとっても投資家にとっても有用であると思われる。

格付の変動に応じて投資ポートフォリオを変更するコストを懸念する投資家の要請に応え、格付機関は景気循環に伴う格付の変動を避けるような格付手法を開発してきた。しかしながら、こうした手法による格付の時間的な平準化は特定時点の情報をそのまま反映させた格付に比べ、かえって格付の景気変動との連動を高める可能性があり、実際、ある格付機関が採用している方式の下では、そうしたプロシクリシティが現実には生じているようである。景気サイクルに対し相対的に安定的な(‘through-the-cycle’)格付を付与する方式の下では、信用の劣化が一時的なものかより永続的なものか、また引き下げ幅が1ノッチを超えるかを見極めてから実際に格付を引き下げている。しかし、このやり方では格付の引き下げが遅行し、その結果として信用の劣化を増幅するといった現象がしばしば発生する。

格付及び格付機関が金融システムの安定に対して及ぼしうる副作用を軽減するため、以下のような対策を本章では提言している。

- 第一に、規制監督当局は、いわゆる「断崖」効果による急激な変動が起こる可能性が強い種類の規制における格付の利用を廃止し、投資家が自ら分析・判断することを奨励すべきである。同様に、中央銀行は信用リスクを伴う債券を担保として受け入れる場合には、信用分析を行う部門を自ら設置して、これを行うべきである。
- 第二に、バーゼルⅡの標準的手法のもとで引き続き格付を利用するのであれば、内部格付を利用する銀行と同様の厳しい監督を格付機関に

対して行うべきである。すなわち、信用リスクにかかる計量値の報告、格付モデルの過去データへのバックテストによる検証、事後的な正確性のテストなどが義務づけられるべきである。

- 第三に、有利な格付を付与してくれる格付機関に格付を依頼しようとする‘rating shopping’など、発行体が格付費用を負担する慣行に伴う利益相反の問題を防止するため、投資家に対する情報開示を充実すべきである。利用者による格付の費用負担は、格付情報の入手を制限することが困難なことや、入手困難な私的な情報を集約して判断するという公共財的な側面が格付にはあるため、持続的なビジネスモデルとしては成り立ちにくい。従って、発行体の費用負担により生じる利益相反を抑止する方が適当であり、暫定格付の開示や格付費用の負担方法の公開が望ましい。