

# 第1章 危機の克服と金融システム安定化への新たな挑戦

## 国際金融安定性報告書（2010年4月）

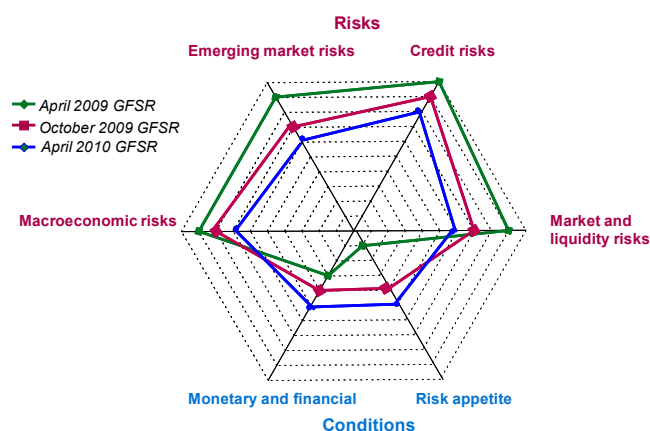
### 要点

- 景気が回復するにつれ、金融システムも世界的に健全性を取り戻してきた。しかし、金融システム不安定化のリスクは高止まったままである。
- 先進国の政府債務不履行リスク（ソブリンリスク）は金融システムの安定化を妨げ、新たな信用危機を生み出す可能性がある。
- 適切な財政再建戦略によりソブリンリスクの低下を図るとともに、今回の危機を克服し、スムーズなレバレッジ解消に向けて、健全な銀行が市場に資金を供給できる体制を確保する必要がある。
- 将来的には、金融規制改革を推進し、より安全、堅固、かつダイナミックなグローバル金融システムへ移行しなければならない。

2009年10月に国際金融安定性報告書がリリースされてから、景気の回復とともに国際金融システムは安定化にむかっている（図1）。しかし、景気回復の見通しは必ずしもさだかではなく、バランスシートも改善途上にあるため、金融システム不安定化のリスクは高まったままである。

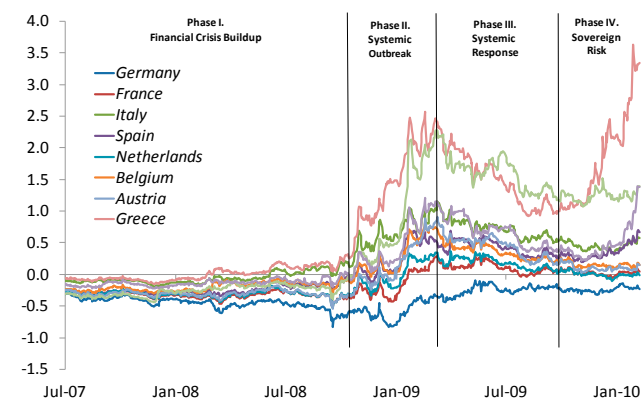
先進国のソブリンリスクは金融システムの安定化を妨げ、新たな信用危機を生み出す可能性がある。それが銀行であれ政府であれ、レバレッジを高めることはマーケットにとってマイナス要因であり、出口戦略の一環として流動性が減少しつつあるなかで、新たな金融システム不安が表面化してきている。当初、危機に見舞われた国々でソブリンリスクプレミアムが著しく上昇した。しかし、その後、長期的な債務負担能力に懸念がある国に対しての資金市場のプレミアムが上昇し、他国にも影響

Figure 1. Global Financial Stability Map



Source: IMF staff estimates.  
Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

Figure 2. The Four Stages of the Crisis  
(Ten-year sovereign swap spreads, in percent)



Source: Bloomberg L.P.

を及ぼしかねない状況となった。（図2）。ソブリンリスクが銀行セクターに波及し、さらに経済活動を通して政府に悪影響が及ぶことになると、金融システムの安定性が損なわれかねない。

銀行業界は危機克服とレバレッジ解消にともなう課題に取り組んでいる。経済と金融市場の改善により、銀行の評価損は、2.8兆ドルから2.3兆ドルへ低下し、銀行の資本基盤も大いに改善した（図3）。しかし、いまだ資本不足に陥っている銀行があり業績悪化のリスクを抱えていることは、出口戦略を複雑にしている。脆弱な銀行への対策をあやまることは経済成長の阻害につながる。銀行は、ビジネスモデルを見直し、資本比率を高め、バランスシートの健全化に努めなければならない（図4）。

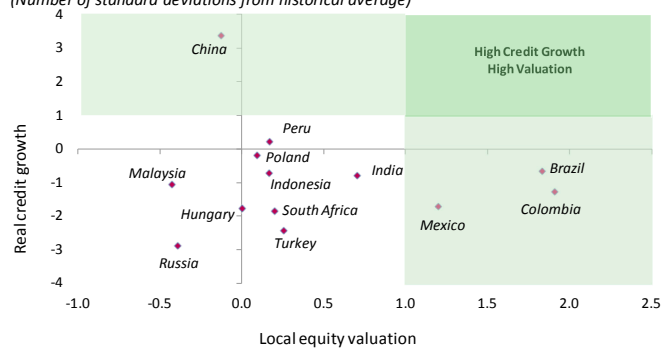
銀行がバランスシートの健全化を進め

るにつれて貸し出しは回復していくが、その回復は遅々とした表面的かつ不均一なものである。民間の資金需要の回復は弱いものの、公的部門の資金調達によって民間資金供給は逼迫する可能性がある。財政リスク管理を進めるとともに、銀行の貸付能力を高める政策により、資金の需給両面での問題を軽減すべきである。

世界経済が異なるスピードで回復するなかで、新興国の経済は安定性を脅かす課題に直面している。堅固な景気回復、為替高、および資産価格の上昇が予想される中、（日本を除く）アジア太平洋地域、及びラテンアメリカ諸国に投資資金が流入しつつある。さらに、主な先進国の低金利などの要因がこの動きを後押ししている。しかし、これまでのところ、少数の例外を除いて、資産市場が過熱気味であることを示す証拠はほとんどない。その一方で、新興国内外における流動性の高まりや急激な資金供給の伸びは、将来的にインフレと資産バブルを引き起こす可能性がある（図5）。政府当局は資本流入の高まりをうけて対策を採り始めているが、今後も警戒を続ける必要がある。

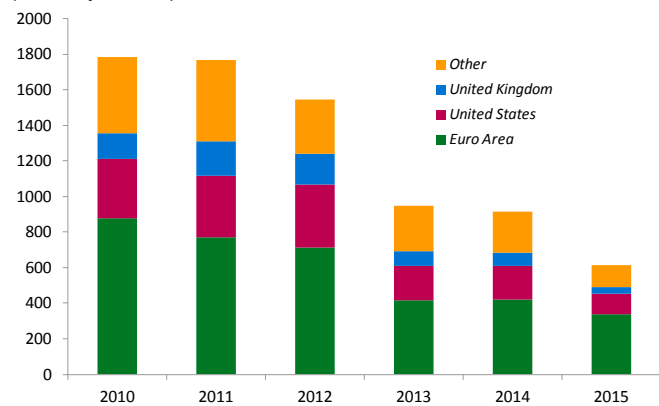
金融システムのリスク軽減をさらに推し進めるためには、政府当局がさらなる行動をとる必要がある。ソブリンリスクの管理を慎重に行う一方で、政府は中期的な財政再

Figure 3. Real Domestic Credit Growth and Equity Valuation  
 (Number of standard deviations from historical average)



Sources: IMF, International Financial Statistics database; and IMF staff estimates.

Figure 4. Bank Debt Rollover by Maturity Date  
 (In billions of U.S. dollars)



Source: Moody's.

建計画を策定することで債務負担の上昇をくい止め、あらたな信用不安を防ぐ必要がある。また、レバレッジスムーズな解消を促進するとともに、当局は不健全な金融機関を整理し、今回の非常措置に終止符を打ち、健全な金融機関が市場に資金を供給し続けることができる環境を整えなければならない。

**経済と金融システムの回復度合いに注意をはらいつつ、金融規制改革を早急に実施する必要がある。**。自己資本を強化することにより、銀行が新たな自己資本比率規制に適応することを助けることができる。政府が規制のあり方をより明確にすることで、金融機関の側でも、より確かなビジネスモデルを生み出すことができる。また、市場に規律を回復し、公的部門のバランスシートを健全に保つためには、“大きすぎて潰せない”銀行にどのように対処していくかという問題を解決しなければならない。

## 国際金融安定性報告書（GFSR）

### 第2章 システミックリスクと金融規制の見直し

執筆担当：Marco Espinosa, Andy Jobst, Charles Kahn, Kazuhiro Masaki, Juan Sole

#### 要点

- 今回の危機の経験を踏まえ、システミックリスク、つまり一つの金融機関が被ったダメージが他の機関に波及するリスクに対処するための金融規制の見直し案が多数提言されている。しかし、多くの提案は詳細が詰められていない。
- 第2章では、多くの提案の中から二つを取り上げて議論していく。一つは、当局にシステミックリスクを明示的に監視する権限を付与するという案、もう一つは、システミックリスクに及ぼす影響の大きさに応じて金融機関に対して追加的な規制資本を適用するという案である。
- 当局にシステミックリスクを監視する権限を付与するだけでは不十分であり、システミックリスクを軽減するためのツールが必要となる。こうしたツールなしでは、当局はシステミックに重要な金融機関に対して、より寛容な対応を行う傾向がある。
- 追加的な規制資本を必ず導入しなければならないわけではないが、もし、導入するとしたら、どのように追加資本の額を決めればよいか、現実的な方法を説明する。
- また、クロスボーダーでの金融機関の結びつきが追加的な規制資本に及ぼす影響を考慮することの重要性を示すとともに、各国の金融当局が連携して追加的な規制資本制度を設計する必要性を示す。

今回の金融危機をきっかけに、一つの金融機関が被るダメージが他の金融機関に波及する危険性が認識され、金融機関相互のシステミックな結びつきに対する監督と規制のあり方について活発な議論が行われるようになった。金融規制の見直しについて多くの提言がなされているものの、実行段階にまで踏み込んだ提案はあまりない。第2章では、システミックリスクに基づいた金融規制のあり方について、二つの提案に絞って議論を深めていくこととする。まずは、ユーロ圏、英国、米国などで構想が練られているように、当局にシステミックリスクを明示的に監視する権限を与えることで、これを軽減することが可能かどうか検証を試みる。次に、システミックリスクに応じた追加的な規制資本を算定する方法について提言を行う。

## 規制監督制度の設計

第2章では、往々にして見落とされがちなシステムリスクを監視する金融当局側のインセンティブについても分析を行う。当局は、金融機関を破綻処理すべき場合であってもこれを回避するインセンティブを有するが、ここではそういった“処理の先送り”について議論していく。“処理の先送り”の態様は、規制当局間の権限の配分のあり方によって異なるものである。

本章では、リスク軽減のための政策ツールを導入することなしに単に当局にシステムリスクを監視する権限を与えるだけでは、現行の金融規制監督がうまく機能しない原因となった当局側の消極的な姿勢を変えることは出来ないことを説明する。当局は、金融機関が債務超過に陥った場合であっても、当該金融機関の破綻処理を回避するインセンティブを有する。これは、当局は、自らが監督する金融機関を閉鎖することを強く嫌う傾向があることによるものであり、特に十分な時間さえあれば金融機関の経営状況が好転する可能性があると考えられる場合には尚更である。そのため、金融機関がシステムリスクに与える影響を制限する具体的なツールが存在しない場合には——規制当局間の権限の配分のあり方がどのようなものであっても——当局は、システムに重要な金融機関については、そうでない金融機関に対するよりも、寛容な対応を取りがちになる。これは、システムに重要な金融機関は他の金融機関に対してより深刻な悪影響を及ぼすと考えられるからである。

これらの理由から、システムリスクをより直接的に軽減するツールを考える必要がある。それらの手法としては、システムリスクをベースにした追加的な規制資本の導入、金融機関のシステムリスクへの寄与度に応じた課徴金の賦課、さらには、特定分野のビジネスの規模を縮小させること、などが考えられる。

### システムリスクに応じた追加的な規制資本

システムリスクに応じた追加的な規制資本を必ず導入しなければならないというわけではないが、第2章では追加的な規制資本の算出方法を紹介する。ここで紹介する手法の前提にあるのは、追加的な規制資本の額は金融機関間のシステム的な結びつきの程度に比例したものでなければならないという考え方である。ここでは、以下の二つの方法について説明する。

○標準的アプローチ：金融当局が、相対的にみたシステム的な重要性に基づいて金融機関を格付けし、この格付けに応じて追加的な規制資本を賦課する。

○リスク配分アプローチ：信用リスク管理に関する学術的な成果を活用し、それぞれの金融機関がシステミックリスクに及ぼす追加的な影響と当該金融機関自身が経営困難に陥る確率に基づいて追加的な規制資本を算定する。

さらに、追加的な規制資本制度が有するプロシクリカリティ——景気悪化時に増加し、景気回復時に減少する傾向——を除去する方法についても論じる。システミックリスクに応じた追加的な規制資本は、リスクベースの自己資本規制一般と同様、こうした属性を有するものだからである。

本章は、クロスボーダーでの金融機関の結びつきが追加的な規制資本に及ぼす影響を考慮することの重要性を示すとともに、各国の金融当局が連携して追加的な規制資本制度を設計する必要性を示す。

## 国際金融安定性報告書（GFSR）

### 第3章 店頭デリバティブの安全性向上：中央清算機関（CCPs）の役割について

執筆担当：John Kiff, Randall Dodd, Alessandro Gullo, Elias Kazarian,  
Isaac Lustgarten, Christine Sampic, and Manmohan Singh

#### 要点

- 店頭デリバティブの中央清算機関（CCPs）の健全な運営と適度な規制は、ディーラーのカウンターパーティーリスクの軽減と少数の取引先の損失が業界全体に広がる制度上のリスクの最小化につながる。
- しかし、店頭デリバティブディーラーが契約を CCPs へ移管するのに要する費用は高くつく可能性があり、その場合には高額な担保が要求されるため、移行速度はゆっくりしたものとなるであろう。
- 店頭デリバティブ市場の特性を考えると、規制上の裁定行為を防ぎ、制度上のリスクとそれが他国へ波及することを緩和するためには、各国が密接に連携を取って規制と監督の枠組みを構築しなければならない。
- すべての店頭デリバティブ取引を記録したうえでしかるべき場所に保管し、詳細な取引先の個別データをすべての金融規制当局に公開する必要がある。

近年、店頭デリバティブ市場は非常な勢いで成長しつつあり、世界全体の発行額は600兆ドルに及ぶと推定される。金融危機の間、金融市場の抱える問題が深刻化し、二者間決済市場におけるカウンターパーティーリスクの大きさが明らかになるにしたがって、店頭デリバティブの一つであるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場は、注目を浴びるようになった。アメリカ当局は、特定の企業の破綻がもたらすドミノ効果をきちんと把握できない中で、リーマンブラザーズとAIGの処遇に関する難しい判断を下さなければならなかった。

CCPsは、店頭デリバティブ市場をより安全かつ健全で、さらなる透明性をもって運営すると同時に、制度上のリスクを緩和する役割を期待されている。この章では、CCPsのあり方について紹介し、店頭デリバティブのCCPsの健全な運営と適度な規制は、ディーラーのカウンターパーティーリスクの軽減と一つの取引先の損失が業界全体に広がる制度上のリスクの最小化につながることを示す。CCPsはすべての契約に係る情報を収集するため、透明性の向上にも資する。

しかし、**CCPs** は自らに係る信用と運営のリスクをヘッジすることはできないため、健全な財務状況を維持し、慎重なリスク管理と適度な規制の下に置かれなければならない。さらに、店頭デリバティブ市場の特性を考えると、各国が密接に連携を取って規制と監督の枠組みを構築しなければならない。そうすることで、規制上の裁定行為を防ぎ、制度上のリスクとそれが各国への波及することを緩和することができる。

また、多くの契約が **CCPs** に移行して初めて、個々の取引先及びシステム全体としてセントラル・クリアリングの利益に浴することが出来る。しかし、それを成し遂げるためには、多くの課題をクリアしなければならない。例えば、商品の規格化の度合い及び流動性を高めたり、多額の前払い資金やイニシャルマージンとして担保を用意する必要がある。

第3章では、ディーラーを二者間の取引から **CCPs** へ移行させる方法について提案する。一度に制度を変更することでかかる費用を考えると、強制的に **CCPs** へ移行することはあまりのぞましくない。新たなシステムの構築やルール作りといった基盤整備にも時間がかかる。しかし、**CCPs** への移行がなかなか捗らない場合には、強制せざるを得ないかもしれない。実際にはデリバティブディーラーは **CCPs** を通じて決算する方向へ進みつつあるように見受けられるが、当局の判断に応じて徐々に行政命令によって移行を促す必要がある。

## 政策提言

この章ではいくつかの政策提言を行っており、それらの多くは立法及び規制にかかるものである。主な提案としては、

○グローバルな監視枠組みを作るにあたっては、最低レベルを引き上げたうえで条件を平等化し、規制上の裁定行為が行われる余地を排除しなければならない。また、当局はコンティンジェンシープランを立てておき、**CCPs** が機能不全に陥った場合には、各国と共同して対処できるような権限を有していなければならない。

規制当局は **CCPs** がリスクを軽減できる機能を有し、関連するマーケットの一体性を確保するとともに参加者の利益を守ることができる運営機能が備わっていることを保障する必要がある。また、支払・決済システム委員会と証券監督者国際機構が作成しているスタンダードに沿うものかどうか確認する必要がある。



○効果的な規制と監督のために、当局は明確な法的根拠に基づいて **CCPs** を規制しなければならない。制度的に重要な **CCPs** に対しては、当局は制度上のリスクに関する規制にも責任を持つ必要がある。

○中央銀行は **CCPs** が流動性不足に陥った際には、十分な資金を供給できる体制を整えておく必要がある。

## 国際金融安定性報告書 (GFSR)

### 第4章 世界的な流動性の高まり：“流入”経済の影響と政策オプションについて

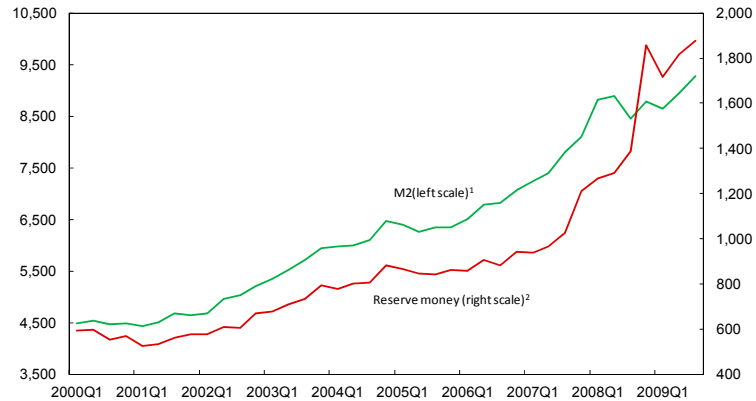
執筆担当：Effie Psalida, Annamaria Kokenyne, Sylwia Nowak, and Tao Sun

#### 要点

- 世界中の豊富な資金が高金利と高成長の国へ集中することで、それらの国の当局者はいくつかの課題に直面している。資本の流入から得る利益は多岐にわたるものの、急激な流入はインフレーションと不動産バブルを引き起こす。
- グローバルな資金の流れは、受け入れ国の株価を引き上げ、実質利子率を引き下げる。柔軟な為替制度を導入すればこれらの効果を弱めることが出来る。
- 資本流入国は急激な資本流入に対処するためにいくつかの選択肢がある。基本的には、いくつかのマクロ経済政策を組み合わせることで資本流入に対応する。例えば、より柔軟な為替制度を導入したり、プルーデンシャルな規制を強化するといった政策がある。
- これらの政策が急激な資本流入による影響を弱めるのに不十分であるものの、流入が一時的なものである場合は、資本規制を導入することも考えられる。資本規制の効果の有効性については様々な検証結果が寄せられているものの、政策手段を補完する役目を果たすことが可能であり、特定のタイプの資本の償還を伸ばすことはできる。
- いくつかの国で資本規制が急激な資本の流入に対処するうえで有効であったとしても、他の国で同様な結果が得られる保証は無い。

第4章では、豊富なグローバル資本の移動を分析し、高利子でかつ高成長を達成している国々に急激にそれらの資本が流入していることを示す。国内の資金に加え G4 諸国（ユーロ圏、日本、英国、米国）が、金融緩和政策を敷いていることが資本流入国の通貨切り上げや資産価格の高騰につながっている可能性があることがわかる（図1）。

**Figure 1. Global Liquidity**  
(In billions of U.S. dollars; GDP-weighted; quarterly data)



Sources: Datastream; IMF, International Financial Statistics database; and IMF staff estimates.

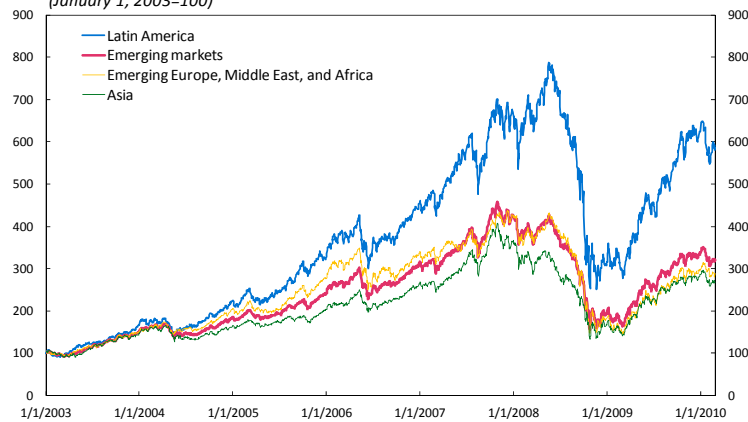
<sup>1</sup>Sum of GDP-weighted M2 for the euro area, Japan, the United Kingdom, and the United States.

<sup>2</sup>Sum of GDP-weighted reserve money for the euro area, Japan, the United Kingdom, and the United States.

また、世界的な流動性の高まりと資本流入国における株価などの資産価格、外貨準備高、及びポートフォリオインフローの間に密接な関係があることをつきとめた（図2）。

**Figure 2. Emerging Markets Equity Indices**

(January 1, 2003=100)



Source: Bloomberg L.P.

急激な海外からの資本流入に対処するには、いくつか選択肢がある。急激な資本流入に係るリスクを軽減するための政策としては下記のようなものがある。

○より柔軟な為替制度を採用する。特に為替レートが過小評価されている場合には有効である。変動為替制度を採用すれば、急激な資本流入に対してバッファーを築くことができ、国内の資産価格上昇のプレッシャーを和らげることが出来る。

○外貨準備を増やす（不胎化するか否かは場合による）

○インフレーションの見通しに応じて金利を引き下げる。

○全体的として緩和的なマクロ経済政策を採っている場合には財政引締めを行う。

○金融システムにおけるプルーデンシャルな規制を強化する。

もし状況が許せば、資本流出の規制をはずすことも有効である。どの組み合わせが有効かはそれぞれの国の事情によって異なる。

これらの政策が急激な資本流入による影響を弱めるのに不十分であるものの、流入が一時的なものである場合は、資本規制を導入することも考えられる。しかし、資本の流入が長期にわたる場合は、より根本的な調整を迫られる。経済サイクル全般に対応する綿密なマクロ経済政策が、資本流入の急増及び突然の引き揚げの影響を軽減することができる。

資本規制の効果については賛否両論である。流入の量は減らせないものの、特定のタイプの資本の償還を伸ばすことはできるという検証結果もあり、その場合には金融政策の裁量を増やすことが出来る。ここでは、いくつかの国で過去に採られた資本規制の概要について取り上げる。

いくつかの国で資本規制が急激な資本の流入に対処するうえで有効であったとしても、他の国で同様な結果が得られる保証は無い。もし、ある国で資本の流入に対する規制が行われ、その試みが成功すると、その分の資本が他国に向かい、それらの国でも資本規制が行われるようになる。多くの国が資本規制を導入した結果、個々の国で必要なマクロ経済の調整がなされず、グローバルな需要の不均衡が継続し、景気の回復も遅れることとなる。