

第二章：システミックな流動性リスク：
金融機関と金融市場の頑健性の向上を目指して

国際金融安定報告書(GFSR)、2010年10月

ジャン・ゴバット (Jeanne Gobat)、アレクサンドル・シャイヨー (Alexandre
Chailloux)、サイモン・グレイ (Simon Gray)、アンディ・ジョブスト (Andy
Jobst)、カズヒロ・マサキ (Kazuhiro Masaki)、ヒロコ・オオウラ (Hiroko Oura)、
マーク・ストーン (Mark Stone)

要点

- 今回の金融危機は、短期の市場性資金調達への依存度の高まりによって引き起こされたが、金融機関も金融規制当局もこうした流動性リスクの高まりについて十分に理解していなかった。
- レポ市場における担保評価の慣行を見直す必要がある。レポ取引におけるセントラル・カウンターパーティー (CCP) の一層の活用も推奨されるべきである。
- バーゼル銀行監督委員会の最近のプロポーザルは、銀行の流動性リスクに対するクッションを強化し、マチュリティのミスマッチを低下させることに資する。
- 流動性リスク管理のガイドラインは、何らかの形で、マチュリティの変換機能を有する銀行以外の金融機関も対象とすべきである。
- 新たな流動性リスク規制においては、クロス・ボーダーやクロス・カレンシーでの資金調達に関するリスクも十分に考慮されるべきである。

数多くの金融機関において短期の資金調達のロール・オーバーや新規調達が不可能となったという事態は、今回の金融危機の大きな特徴である。とりわけ先進諸国においては、銀行も銀行以外の金融機関も、資金調達における短期市場への依存度を高めてきており、こうした市場の流動性が枯渇した場合には重大なリスクに晒される構造となっていた。特に、レポ取引による有担保での資金取引は大幅に拡大し、これが円滑な資金調達市場を支えていた。一方で、大口の資金運用

主体に変化が生じていたこと——無担保の資金取引市場において中心的な役割を果たしている銀行以外の主体、例えば、マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド（MMMF）などが次第に主な資金の出し手となる一方で、伝統的にみればより安定した運用主体であった預金者は次第にそうでなくなってきたこと——は十分に認識されていなかったといえよう。また、クオリティの低い証券が有担保資金調達に担保として一段と活用されることに伴うリスクも過小評価されていた。さらに、今回の金融危機を通じて、規制当局も金融機関自身も、クロス・ボーダーでの資金調達に伴うリスクを過小評価していたことが明らかになった。本章は、このような認識を踏まえ、システミックな流動性リスクに対応するための包括的なアプローチを提示するものである。

政策提言

この章では、下記を含め、様々な政策を提言している。

- 政策当局は、有担保資金市場における担保評価や掛目の慣行を強化すべきである。特に、担保の売却に必要とされる期間についてより現実的な前提を置くことや、手元資金の急激な枯渇を避けるため、より頻繁に担保評価を見直すことが重要である。金融監督当局は、担保となる資産の市場価格が高いときに金融機関がこれに基づいて過剰な資金調達を行うことがないよう、市場参加者に対して、信用循環（クレジット・サイクル）を通じた形での担保評価を推奨すべきである。さらに、金融監督当局は、銀行が資金調達のための担保価格の算定に利用しているモデルを定期的に検証すべきである。
- マーケット規制当局は、レポ取引に伴うオペレーション・リスクやカウンターパーティー・リスクを削減するため、セントラル・カウンターパーティー（CCP）を一層活用するよう促すべきである。レポ取引に利用されるセントラル・カウンターパーティーは、その健全性を確保するため、最低限の規制に服すべきである。システミックな流動性危機の際には、適切に運営されているセントラル・カウンターパーティーに対しては、中央銀行による緊急の流動性供給が利用できるようにすべきである。
- マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド（MMMF）は、将来的には、市況に応じて純資産価額が変動するミューチュアル・ファンドとなるか、銀行として規制されるかのいずれかを選択すべきである。マネーマーケット・ミューチュアル・ファンドが定期的に市場価格で評価されるようになれば、こうしたファンドは投資リスクを伴うものであって、元本が保

証され、公的な預金保険制度に裏付けられた銀行預金とは異なるものであるという投資家の認識が高まるであろう。

- バーゼル銀行監督委員会によって提案された定量的な流動性規制について2010年9月に合意に至ったことは、流動性リスクの低減に向けての重要な一歩である。当該ルールは、銀行の流動性リスクに対するクッションを強化するとともに、資産と負債のキャッシュフローのミスマッチを低下させることに資する。
- 今回の金融危機で明らかになったように、銀行以外の金融機関もマチュリティの変換機能を通じてシステムリスクの増大に寄与しうるものであることを踏まえ、政策当局は、何らかの形で、バーゼル銀行監督委員会のルールを銀行以外にも拡大することを検討すべきである。これによって、より緩やかに規制されているいわゆる「シャドー・バンキングシステム」における流動性リスクの積み上がりを軽減することができるであろう。
- 政策当局は、将来のストレス時において、中央銀行間による為替スワップ・ラインが適宜利用可能となるよう検討すべきである。こうした取り組みに加え、新たな流動性規制においては、クロス・ボーダー、クロス・カレンシーでの側面が一層強調されるべきである。

第三章：ソブリン信用格付の活用と濫用

国際金融安定報告書(GFSR)、2010年10月

ジョン・キフ (John Kiff) 、アリソン・ホランド (Allison Holland) 、
マイケル・キッサー (Michael Kisser) 、シルヴィア・ノヴァック (Sylwia Nowak) 、
サミーア・サアブ (Samer Saab) 、リリアナ・シューマッハー (Liliana Schumacher) 、
ハン・ヴァンデル・ホルン (Han van der Hoorn) 、
アン＝マーガレット・ウェスティン (Ann-Margret Westin)

要点

- ソブリン信用格付は金融の不安定化を激化させるという、意図せざる効果を持ってしまった。これは、格付が様々な規制・規則や契約・規範に組み込まれているため、格付の引下げが引き金となって金融市場を不安定化させる直接間接の波及効果を及ぼすことがあるためである。
- 金融市場の規制・規則における格付への依存は縮小すべきであるが、それが意図せざる悪影響をもたらすことのないように注意を払う必要がある。
- 格付機関が必要な格付の変更を先延ばすことのないようにすべきである。先延ばしは、かえって価格等の急激な変動(cliff effects)を引き起こす恐れがある。
- 格付機関は国の債務の構成や偶発債務の内容に注意を払うべきであり、国の側でもそうした情報をより積極的に提供すべきである。

格付は債券市場で重要な「認証」機能を果たしており、様々な規制・規則や契約・規範に組み込まれている。その結果、格付変更が引き金となって投資家が当該証券の売買を急ぐことから、格付の引下げは市場を不安定化させる直接間接の波及効果を及ぼす可能性がある。最近の金融危機でも、ストラクチャード金融商品の格付の急激な引下げに伴ってこのような現象が見られた。

直近でも、いくつかの国について、バランス・シート悪化に伴い格付の引下げが行われたことから、格付機関のありかたと格付手法が再び注目の的になっている。格付自体がすべての問題の根源という訳ではない。一般的に言って、格付は

ソブリン債務のデフォルトの事前予想としてはかなり確度が高いといえるが、国の債務の構成や将来債務についてより注意を払えば格付の精度をさらに向上することが出来よう。

主要な格付機関は債券の発行体が格付費用を負担する仕組みのもとで運営されているが、この仕組みには潜在的な利益相反の可能性があり、発行体がより高い格付を求めて格付機関を取捨選択できる点についての懸念が表明されている。しかしながら、投資家側が格付費用を負担してもやはり利益相反の問題は発生し得る。例えば、格付の低下により証券を売却処分せざる得なくなることを回避するため、投資家が格付機関に格付の引下げを行わないように圧力をかける可能性がある。

政策提言

この章では下記の政策を提言している。

- 格付変更と債券の売買判断が直結してしまうような規則をなくす方向で当局は努力すべきだ。当局は引続き格付への依存を低めるべく努めるべきであり、規制や規則、あるいは中央銀行の適格担保のルールで格付が使用されている場合には、格付の利用をやめるか代替手段を検討すべきである。また、投資管理業における内部的な限度管理や投資方針などを含む民間契約における格付の利用についても、機械的な格付の利用を避けるように当局としても指導すべきである。とは言え、小口の専門的な技量に乏しい投資家や金融機関が格付への依存を続けることは避けられないだろうという点は、当局としても認識しておくべきである。
- 格付機関が透明性、ガバナンス、利益相反の防止等、運用面の改善を図るよう、当局として働きかけ続けることは重要である。特に、バーゼルⅡの標準的手法での利用が認められる格付機関については格付の妥当性の検証を要求すべきであり、その検証は金融機関が内部格付を使用する際に要求されるものと同程度の厳しい基準によるべきである。
- 格付機関が格付の急激な引き下げを避けようとするあまり、自らの分析が示す必要な引き下げを遅らせることがないようにすべきである。格付変更の遅れは、かえって価格等の急激な変動 (cliff effects) を誘発する恐れがある。

- 国の側でも、市場参加者が格付に頼らず自ら信用分析が行えるよう、適時適切なデータの公表を行うことも有用である。その中には偶発債務の開示も含まれるべきである。この面では、IMFは各国が財政リスク報告を作成・公表することを推奨している。