

国際通貨基金

危機に学ぶ：現時点での教訓

作成者：調査局、金融資本市場局、戦略政策審査局

承認者：オリヴィエ・ブランシャール、ハイメ・カルアナ、レザ・モガダム

2009年2月6日

- **目的**：本稿は、規制、マクロ経済政策、安定化のための国際金融制度の3つの側面に沿って、今回の金融危機から得られると見做す教訓を要約したものである。主眼は、この危機に関する短期的な対策もしくは長期的な影響ではなく（これについては他の報告書で取り上げる必要がある）、危機の予防にある。ただ、危機の再発を完全に防ぐことはそもそも出来ないという点は留意しておく必要がある。本稿の基となる分析は、個別に発表予定の3本の関連スタッフペーパーに詳述されている。
- **原因**：市場の失敗の根底には、長期にわたる高成長と低水準の実質金利とボラティリティが育んだ楽観主義とともに、以下の面での政策の失敗があった。
 - ▶ 金融規制—金融イノベーションが急進展した裏でリスクが集中し、インセンティブが損なわれていることに気付くべきであったが、そうした備えが来ていなかった。
 - ▶ マクロ経済政策—金融システムと住宅市場におけるシステムック・リスクの蓄積に注意を払わなかった。
 - ▶ 国際金融制度—監視体制が分立し、脆弱性と連鎖性の高まりを把握する能力の不備が助長されていた。
- **教訓**：最も基本的な教訓は、歪んだインセンティブと現代金融システム内の相互連関が組み合わさり、マクロ経済に大きな影響を与え得るという点である。必要なのは、こうした影響を理解して、これにできる限り適切に取り組むことである。
 - ▶ **金融規制**：規制の対象範囲を拡大し、その範囲も柔軟に見直されるべきである。そのため、金融システムにおける各金融機関の重要性とそれに付随して必要とされる監督の程度を見極めるのに十分な情報開示が求められるべきである。マクロプルデンシャルなアプローチに基づく規制と報酬体系を設計すべきである。これによりプロシクリカリティ（景気循環の増幅効果）を抑制すること、市場決済の仕組みや会計規則をより頑健なものにすること、リスクの性質と所在に関する透明性を高めることで市場規律を高めること、さらにはシステム全体の流動性をより適切に管理することが期待できる。
 - ▶ **マクロ経済政策**：中央銀行はより広範なマクロプルデンシャルな見方を採り、政策決定にあたっては資産価格の変動、信用バブル、レバレッジ、システムック・リスクの増大も勘案すべきである。大幅な不均衡や巨額の資本移動に対し予防的な政策対応をいつ、どのような形で実施すべきかについても再検討する必要がある。
 - ▶ **国際金融制度**：専門的な知見が縦割りの仕組みの中で蛸壺化してはならない。また、上級政策立案者は早期警戒作業などを通じ、世界的な安定化促進努力に関わっていかなければならない。金融規制での協力、特に複数国にまたがる銀行の破たん処理についての協力は喫緊の課題である。危機によって打撃を受けた国の資金調達や保険のニーズに対応できなければ、脆弱性が高まり、さらに深刻な結果を招くことになろう。この課題に対しては、ガバナンス改革がカギを握る。

I. 市場の失敗の概要

1. **問題**: 今回の金融恐慌の原因は、過去7年間にわたる低金利と世界的な高成長にまで遡る。一つにはマクロ経済の要因が挙げられる。つまり、低金利によって、世界中の投資家は利回りを求めて信用力の劣る商品に投資し、高成長と低水準のボラティリティによって将来のリスクを過度に楽観視するようになった。他方では、需要への対応もあって、金融システムが新たな仕組みを開発し、新商品を考案した。こうした商品は既往の商品よりも高いリスク調整済み利回りを提供するとみられたが、実際には外見よりもはるかに高いリスクを抱えていた。こうした背景の中で、楽観主義が蔓延し、デューディリジェンスにおける格付機関への外部依存が進み、金融セクターでは目先の利益に基づいた報酬制度によってリスク志向が加速し、結果、市場によるチェック機能が働かなくなってしまった。

2. **解決策**: およそ回避できない危機などないように見えるが、それは後知恵に過ぎない。良き時代が続くと信じ、過度の楽観主義に陥る事態はいずれまた繰り返されるだろう。さらに、すべての解決策にはコストを伴う。また、規則を設けても必ずそれを回避する仕組みが考案されることを覚悟しておかなくてはならない。それでも、ニューディール政策によって導入された預金保険制度やマクロ経済運営によって戦後それなりの安定がもたらされたように、新たな政策の枠組みや制度は少なくとも次のパラダイム・シフトが起きるまでの間は危機の可能性を緩和することができる。単なる責任追及に終わらせず、今回の危機で政策立案者が迫り来る脅威を防ぐことができなかつたのはなぜかと尋ねることは有用である。今回の危機から得られる教訓に共通する要素があるとすれば、それは仕組みがバラバラであり、それらを統合する努力がなされなかつた、という点である。

- **金融規制**: 多種多様な金融機関が行っている活動は、類似した内容でも異なる規制を受けていた —— 極端なケースでは同一グループ内で単一の当局の監督下にある場合であってもそのようなことが起きていた。その結果、規制の裁定が働く機会が生まれてシャドー・バンキング・システムの成長が促され、複雑さを隠れ蓑にした過度のレバレッジが発生した。
- **マクロプルデンシャル政策**: マクロ経済と金融の安定は一般的に切り離して扱われてきた。前者はインフレを低水準に安定的に推移させることと成長に主眼を置き、後者は正規の銀行セクターをしっかりと監督することに主眼を置いてきた。しかし、いずれの政策立案者もシャドー金融セクターにおけるリスク上昇の影響が拡大していることに目を向けることはなく、貸出の伸び、レバレッジ、住宅価格の全般的な趨勢がシステム全体を犠牲にするテールリスクの原因となっていることを理解することもなかつた。
- **国際金融制度**: 今回の危機により、監視体制が専門知識毎に分断された縦割り型であること、政策に関する話し合いが多くフォーラム（国際決済銀行（BIS）、G8やG20など、金融安定化フォーラム（FSF）、IMF）に分散していること、各国金融規制当局間の協力体制が限定的であること、資金調達や流動性のニーズに取り組むための二国間、地域間、多国間の仕組みが連関無く動いていること、そして世界の枢要な政策当局が共同してことに当たることが出来なかつた点が浮かび上がってきている。。

II. 金融規制と監督

3. システムの欠陥：証券化資産や複雑な商品に対する市場の信頼は実に多くの仮定を積み重ねた上での虚構であった。その仮定の連鎖は商品を組成するまでの複雑なプロセスの長さにも匹敵するものであった。市場規律崩壊の一方の端には、商品を転売するに当たってリスクを選別しようという動機をほとんど持たないローン・ブローカーやローン・オリジネータがおり、もう一方の端には取得資産の質を評価するにあたって、自身のデュエリジェンスよりも格付機関による楽観的な統計分析に依存した最終投資家がいた。こうした新たな有価証券が銀行のリスクを分散させてくれるだろうという思い込みは、中核的な銀行システムに繋がった事業体にリスクが集中しているというより重要な事実を目を向けなかった。市場も規制当局も、誤ったインセンティブ、情報ギャップ、融資のプロシクリカリティ、リスクの集中、という問題を認識することができなかった。

4. より広い意味での教訓：より重要なのは、規制も監督も個別金融機関中心になり過ぎていて、システム・リスクまで見通すことができなかった点である。特に、政策立案者は、規制の枠外にある「つぶすには大き過ぎる」金融機関における暗黙のモラルハザード（これが過度のリスク負担を促した）や、相互関連性が強過ぎてつぶせないような金融機関が実際倒産した場合の副次的影響を見落とした（結果として、リーマン・ブラザーズの倒産後には前例のない市場混乱が発生した）。同様に、レバレッジの解消（たとえ必要なものであっても）と資産の投売り処分は、経済システムや金融システムへの打撃を拡大する要因となった。

規制の範囲

5. 問題：投資銀行、住宅ローン・ブローカー／オリジネータ、ヘッジファンド、証券化ビークル、その他の民間資産プールを含むシャドー・バンキング・システムに対する規制は長い間、雑多な当局のもとでの軽い規制のもとにおかれ、総じて健全性の観点からの監督は行われてこなかった。これは、金融イノベーションが市場規律の下で大きく発展できるように、厳しい規制と監督下に置くのは預金保険の対象となる預金機関だけに限定するべき、との思想を反映したものであった。しかし、市場による規律がうまく働かなかただけでなく、監督当局が情報を持たないシャドー・システム内の関連会社に銀行がリスクを押し付けることで自己資本比率規制を回避した結果、規制も有効でなかった。今回の危機発生時にはシャドー・システムが正規のバンキング・システムと同じ規模に成長しており、シャドー・システムの規模だけを考えても、シャドーシステム内の大規模な破綻はもともと選択肢としてはあり得なかったことが了解される。結果として、モラルハザードによる巨額のコストを納税者が負担することになった。

6. 解決策：経済全般へのリスクとなるすべての活動は、投資銀行あるいは特別投資ビークルが発行したモーゲージ CDO であっても、保険会社が販売したクレジット・デフォルト・スワップであっても、その種類にかかわらず、システムの安定化を図るための広範な権限を備えた規制当局により活動が網羅的に把握されるべきであり、そのために規制と監督の範囲を拡大すべきである。また、そうして拡大されたすべての対象機関には開示義務を負わせ、システム・リスクに対する各金融機関の関与の程度を見極め、それに応じた健全性監督を実施するために必要な内容の開示を強制すべきである。次に、金融システムからみて重要なすべての金融機関には（資本、流動性、破たん処理、早期介入などからなる）健全性に関する規制が適用されるべきである。監督の程度の差異化を図る際には、イ

ンセンティブを強く考慮すべきである。たとえば、長期的視点にたった経営判断、強力なガバナンスおよびリスク管理プロセス、取引所取引の安全を高める資本規制や安定した決済システムなどの重視である。規制の基準と規制を施行するための監督プロセスも強化されるべきである。また、規制が選択的に回避されることを防ぐため、規制内容や監督プロセスは取引を行う金融機関の種類ではなく、取引の内容とリスクに着目して策定されるべきである。最後に、時間の経過に伴う金融システムの変容に対応するために、規制の「範囲を弾力的に」する必要もある。

市場規律

7. **問題:** 今回の危機に至る過程で、取引相手方や担保の評価にあたってのデューデリジェンスが機能していなかった。株式や債券に投資する機関投資家は購入した資産の性質を厳密に問うことなく、代わりに信用格付に過度に依存した。問題の一端は、投資家が一そして規制当局も一格付機関内の利益相反の増大を見落としたことにあった。仕組み金融商品の多額の手数料と低水準のリスクスプレッドによって評価が甘くなった。平行して、格付機関は格付を最大限に引き上げるための仕組みについてのアドバイスを売っていた。このプロセスを後押ししたのが格付の利用者であった。つまり、そうした利用者は、格付が流動性もしくは時価評価に関するリスクではなく、デフォルトリスクのみに関連していることを理解していなかった。大量に積み上がった複雑で流動性に欠ける資産に関して「モデルから算出した」楽観的な公正価値を受け入れ、テールリスクを過小評価したことに見られるように、大規模で相互連関性の非常に強い金融機関が「つぶすには大き過ぎる」と見られることで、市場規律は後退を余儀なくされた。

8. **解決策:** 解決には、格付機関の利益相反を減らすこと、投資家、特に大手金融機関にデューデリジェンスを奨励することが必要である。商品に格付を与える一方でその商品の仕組みに関して組成者にアドバイスを与えることは禁止され、手法の開示拡大も義務付けられるなど、格付機関にはすでに一定の措置が課されたが、これに加えて、健全性規制での格付の利用を減らす措置や、仕組み商品のための別個の格付基準を導入する措置なども可能であろう。システムック・リスクへの関与の程度やレバレッジ・レシオに応じて（銀行だけではなく）グループ全体の所要自己資本比率を高めるといった方法などを通じ、金融機関の巨大化を阻止することも検討されるべきであり、そこまで行かなくとも巨大機関については健全性監督を強化すべきである。最後に、システムの重要な銀行も破たん処理の対象になりうるとの認識を強めるため（今回の危機ではそのような銀行はひとつとして法的管理下に入っていない）、法的管理下においても銀行が重要な機能を遂行できることを担保するとともに、早期介入を促す仕組みや事前の損失分担ルールを確立することが重要である。

プロシクリシティ

9. **問題:** 様々な規制とインセンティブの効果により、危機以前には信用バブルが拡大し、現在はバブルの崩壊を加速される恐れがある。

- **健全性規制:** 貸倒引当金に関する規制の大方は後ろ向きである（もっぱら、予想される損失ではなくすでに発生した損失に基づいている）。この結果、リスクの認識が遅くなる一方景気上昇局面では過大なリスクテイクを可能にする。このため、自己資本が景気循環の影響を受けて大きく変動し、それ故に貸出も景気サイクルに合わせ大きく変動し

てきた。バーゼルⅠⅡなど、規制当局の最近のイニシアチブもはリスク感応度が高く、プロシクリカリティを増大させている可能性がある。

- **報酬**：稼得した年間利益に基づいて従業員の報酬を決める方法が広く採用されているが、これも同様にプロシクリカルな効果を持つ。景気拡大局面でレバレッジや高リスク商品を利用して高利回りを追求したトレーダーやファンドマネージャーには今回の危機の直前まで多額の報酬が支払われたが、景気下降局面で今後発生してくる損失の責任を問われることはなかった。最高経営陣も法人の有限責任に守られ、倒産の影響をフルに受けることはなかった。
- **会計処理**：時価会計は、本質的に金融活動のプロシクリカリティを増大する。つまり、景気拡大局面では資産価格の上昇によって、銀行の純資産が増加するため、銀行は新たな負債や資産を引き受けることによって余剰資本を活用する誘引を生じさせる一方、景気後退局面では逆の事態となる。今回の危機では市場流動性が悪化したため意味のある市場価格の代わりに清算価格や推定価格の利用を余儀なくされ、金融セクターの状況がさらに深刻になった。

10. **解決策**：改革は以下の点をカバーすることになる。

- **健全性規制**：自己資本規制に関する枠組みにおいて高いリスク感応度を基本的に維持する一方で、景気拡大局面の最低所要自己資本額を引き上げ、景気後退局面でこれを取り崩すことによって、自己資本規制の持つプロシクリカリティを緩和することができる。こうした資本のバッファは義務的でなければならないが、所要の枠組みとパラメータに関する検討が必要である。銀行については、これを補完する措置としてレバレッジ・レシオを導入すべきであり、オフバランスシートのエクスポージャーをより敏感に把握すべきである。すでに発生した損失ではなく予想される損失を基に「景気循環全体を通じた引当て」を銀行が行うための国際的な枠組みが必要になるであろう。
- **報酬**：監督当局はリスク管理やガバナンスに関する総合検査の項目として、報酬制度を追加する必要があるかもしれない。報酬制度の評価を行うにあたっては、報酬がリスクに見合っており、企業の長期的存続可能性と整合的なものとするを目的とした新たな国際的ベスト・プラクティスを基に行うことが考えられる。当面の優先事項は、賞与を年間の成績や短期的な指標とリンクさせないようにすることである。具体的には、たとえば、賞与の支払いを繰り延べて、リスクが顕現化した時点での賞与削減を可能とするなどの方法がある。もう一つの選択肢としては、自己資本利益率ではなく中期の資産収益率に報酬をリンクさせて、景気拡大局面でのレバレッジ指向を相殺することがあげられる。
- **会計処理**：問題は透明性が高過ぎることではなく、不足していることであり、また、市場の一時的な流動性不足に対処するだけのために時価会計の流れを後戻りさせてはならない。必要なのは、価格の不確実性がどのような性質のものであるかを明らかにすることであり、その際には、流動性に欠ける市場と好況時の市場のいずれにおいても価格が正常な値から乖離する可能性を認め対称的な形で処理することが必要である。また、モデルに基づく価格評価のためのガイダンスや原則、算出された公正価値の分散に関する情報、価格の推移に関するデータなどの点の改善が考えられる。

情報ギャップ

11. **問題**：今回の危機によって、規制当局のみならず市場全体でも、潜在リスクの理解やデータについて大きな欠陥があることが判明した。十分に把握されていない潜在リスクには次のようなものがある。(i) オンバランスシートのトレーディング勘定におけるリスク（商品の複雑さを反映）とオフバランスシートのエクスポージャとのつながり（たとえば、特別目的ビークルへのリスク集中）。(ii) 複雑な仕組み商品に内在するリスク（こうした商品の価値は不十分な統計モデルから算出されることが多い）。(iii) 店頭取引商品の流動性リスクとカウンターパーティ・リスクを把握することの難しさ。(iv) 金融システム上重要な銀行以外の金融機関におけるレバレッジとリスク集中の程度。

12. **解決策**：開示強化のための詳細な推奨策の多くは『金融規制における教訓』に関するスタッフペーパーに網羅されている。しかし、概要を述べると、重視すべき点として、複雑な仕組み商品の組成手法、データ特性、評価上の留意事項についての透明性の強化、店頭デリバティブの市場や決済に関する情報の改善、規制当局がシステム全体のリスクを総合して評価することができるような形式での（オンバランスシートとオフバランスシートの）エクスポージャの報告が挙げられている。これによって、最終投資家は現時点で格付機関に依存しているデューディリジェンスの一部を自身で行なうようになり、格付機関自身もテールリスクの測定が改善できるであろう。

システム全体の流動性管理

13. **問題**：危機の進展に即応し、中央銀行は柔軟な対応を示し、オペにおいて満期の長期化、担保範囲の拡大、相手先の追加などを実施し、米ドル・スワップ・ラインを導入した。さらに、広範な民間有価証券に対する保証や直接購入といった手法も採られた。こうした行動が経済の崩壊の阻止にとって必須であったことは明らかだが、このような臨時の工夫は一連の懸念の原因にもなっている。そうした懸念は、市場のインセンティブを歪めるといったものから、リスクの高い民間セクターの債務によって中央銀行の財務内容が悪化するといったものや、政策シグナルが不透明になるというリスクが発生するとといったものにまで及んだ。新興市場の中央銀行は、必要な流動性サポートの供給が資本逃避を促すリスクにつながるという二律背反にも対応しなければならなかった。

14. **解決策**：システムへの流動性供給の運用枠組みは必要性に迫られ拡大したもののだが、その大半は維持されるべきである。しかし、臨時の措置の積み重ねから無理なく脱却する方法も確かに必要である。例えば、信用状況の悪化に中央銀行が影響される状況が長期にわたり続くと、中央銀行の政策選択に好ましくない影響が及ぶ恐れがある。中央銀行が買い取った資産をある時点で財政当局および/あるいは資産運用会社に移管する仕組みがいずれ必要になるであろう。予防的な観点から、短期金融市場のレポ取引のインフラ強化としてさらにやるべきこともある（例えば、中央決済カウンターパーティ・サービスの導入は重要である）。また同時に、良質な担保を保持するインセンティブを強化するための銀行規則の変更も必要になるであろう。

15. **結論**：前述の解決策は規制に関連しているようだが、何にもまして重要な点は、有効な規制は規則の問題であると同時に、金融市場の動向やインセンティブに対する有効な監視の問題でもある点である。金融市場は急速に進化するものであり、現行システムがそうであったように、既存の体制はすぐに時代遅れになる。規制によって、企業レベルやセ

クター・レベルのリスクと、システム全体の危機というリスクのバランスをとる必要がある。結局、システムック・リスクの原因は、急激なレバレッジ解消、モラルハザードあるいは中核セクター（住宅市場など）の崩壊をもたらす外部効果にある。必要なのは、マクロプルデンシャルなアプローチによって企業間、セクター間、国家間の相互関連性や結び付きを理解することである。こうした取り組みにおけるFSFやIMFなどの機関の役割は第IV項で述べる。

III. マクロ経済政策

16. **マクロ経済環境**：今回の危機以前の数年間は高成長が続いた時期であり、成長率は史上最高水準を記録した。総じて見れば、成長は健全なものであったと言える。生産性の伸びは高く、インフレ率は大半の国で安定して推移しており、経済活動の拡大は経済の潜在能力の成長におおむね見合っていることを示していた。長期金利は低く、これはアジア諸国や石油余剰国の高い貯蓄率を反映していた。（それは米国への多額の純資本流入に対応していた。）短期金利も緩和気味の金融政策を反映して低水準にあった。しかし、振り返って見ると、こうした良好な状況がシステムック・リスクを増大させていたことは明らかである。将来に対する楽観主義が肥大して行き過ぎたものとなり、これが低金利と相俟って、株価から住宅価格に至るまで、あらゆる資産価格を押し上げた。金利が低く、ボラティリティも限られていたことから、利回り追求の気運が高まって、リスクの過小評価が一段とリスクの高い商品の開発と購入を促した。中央銀行はインフレと全般的な経済活動に関心を集中し、手遅れになるまでリスクの増大の意味するところをを十分認識していなかった。

金融・財政政策

17. **問題**：危機前は、マクロ経済界においてインフレ・ターゲット論の流行が広まった時期であった。一部の中央銀行は、金融政策をインフレの安定だけに集中させた。その他の中央銀行は全般的な経済活動にも重点を置いていた。資産価格の上昇あるいはレバレッジに注意を払っている中央銀行がほとんどなかったのは次の3つの理由からであった。第一に、中央銀行は付随するシステムック・リスクの増大を過小評価していた。第二に、かかるリスクの増大を抑えるのは健全性規制であると考えていた。そして第三に、資産価格高騰が反転しても、その時点で金利を下げれば経済活動への悪影響は防げると想定していた。その結果、リスクが多くてセクターで大幅に増大した。理論的には金融規制が適切に対応できるはずだったが、実際には膨大なリスクがシャドー・バンキング・システムの中で規制当局の監視をのがれ増大していた。そして最終的には、危機発生以降の大幅な政策金利引き下げによっても、経済の急落を食い止めることができなかった。

18. **解決策—金融政策**：システムック・リスクの増大が大幅な景気後退の前兆となり、規制がかかるリスクの増大を完全には阻止できないことを踏まえれば、金融政策当局が資産価格の動向、信用バブル、レバレッジ、システムック・リスクの増大を従来よりも考慮しなければならないことは今や明らかである。問題は、いかにかかるリスクの増大を特定し、それにどう対応するかということにある。今回ならびに過去の危機から学んだ重要な教訓は、すべての資産ブームが同じではないということである。特に、システムック・リスクに対する資産ブームの影響は金融セクターを巻き込んでいるか否か、そしてブームが金融セクター、住宅セクターあるいは法人セクターの高いレバレッジを伴っているか否かに大きく左右される。1990年代終盤のITバブルではレバレッジが限定されていたため、

バブルがはじけても、経済活動に対する影響は限定されていた。今回の危機がより深刻になったのは、資産価格の下落によって中核となる金融セクターの財務内容が打撃を受けたためである。

19. **解決策—財政政策**：今回の危機の形成過程で財政政策は大きな役割を果たしていなかった。多くの政府は現実に達成された以上に、高成長期の機会を捉え財政赤字と公的債務の削減に取り組むべきであった。とは言え、政府の支払い能力が懸念されることはなく、危機そのものも民間セクターで発生した。しかし、今回の危機は2つの重要な教訓をもたらした。第一に、多くの国で、歳入が高水準にあったブームの時期に財政赤字の削減が十分に進まなかったことから、今回の危機の対応する上での財政的な余力が限られてしまっている。第二の問題は税体系に関係している。大半の国の税制は、借入れ金利の費用控除、を認めることで、借入による資金調達を有利にするバイアスを生んでいる。レバレッジを高める方向でのこうしたバイアスにより民間セクターはショックに対して脆弱になっており、政治的には困難だが、こうしたバイアスを廃止する必要がある。

世界的不均衡

20. **問題**：世界全体では高い成長率を維持していたが、際立った不均衡も発生していた。最大の不均衡がいわゆる「世界的不均衡」である。すなわち、米国の巨額の経常赤字と中国を中心とするアジア諸国ならびに石油輸出国の巨額の経常黒字である。こうした不均衡拡大を受けて、IMFはシステミック・リスクと政策対応を評価するためにマルチラテラル・コンサルテーションを組織した。主な懸念は、投資家が翻意し、米国への多額の資本流入が突然反転してドルの価値を含めて無秩序な調整が起こるのではないかという点にあった。結局のところ、今回の危機は異なる形態をとった。致命的な要因となったのはレバレッジで、ドル相場は今のところ堅調である。それにもかかわらず、世界的不均衡はシステミック・リスクの増大に影響を与えた。つまり、世界的不均衡は低金利と、米国や欧州の銀行への多額の資金流入に寄与した。本稿で前述したとおり、この2つの要因によって、利回り追求の気運が高まり、借入が増加し、リスクの高い資産が作られた。

21. **解決策**：資金フローを急速に縮小すべきだというのが教訓であり得ないことはあきらかだろう。しかし、今回の危機は以前の危機の際の多くのエピソードと同様に、多額の資金流入の危険性を示している。かかる資金流入によって、過度のリスク・テイクつながり、国内の金融機関、家計、企業が為替リスクにさらされる可能性がある。また、資金流入によって為替相場は大きく上昇しがちで、その後為替相場は反転してバランスシートに大きな影響を与えることも多い。また、資金流入が需要や生産に拡大圧力を加えることもあり得る。金利を引き上げて経済活動を減速させようとする試みは国内資産の魅力を高める可能性があるため、こうした状況では金融政策はうまく機能しないことが多い。こうしてみると、今回の危機は2つの問題を提起している。第一に、大規模な不均衡にいつ、いかにして、貯蓄や投資に影響を与えるマクロ経済政策や構造政策を通じ対応すべきかという点を再考する必要がある。他の分野と同様に、ビナイン・ネグレクトの態度のもと事態を放置することは誤りであった。第二の論点は、大量の資金流入に伴うシステミック・リスクを緩和するために健全性措置が果たしうる役割である。たとえば、国内金融機関やその他の借手の為替リスクへのエクスポージャーを制限することなどがあげられる。

IV. 国際アーキテクチャーと IMF

22. **定義:** 本稿において、国際アーキテクチャーとは金融安定化ならびに財・サービス・資本の円滑な国家間移動を促す公式なメカニズムを指す。これには IMF も関わる以下のための組織も含まれる。

- サーベイランス—即ち、脅威の原因が外的ショック、政策、為替レート、資金フローあるいはデータ不備にあるか否かにかかわらず、対外的安定への脅威のモニタリング。
- 多国間協調—即ち、政策行動のための制度的な取決め。
- 金融規制—即ち、金融監督のためのベスト・プラクティスと国境をまたがる金融機関を巡る協力体制のための基本原則。
- 資金調達—即ち、流動性ニーズや調整ニーズに対応するための公的資源。

サーベイランス

23. **問題:** 最重要の論点は、危機発生の事前の警告が十分強力で明確なものであったかという点である。予測を伴う分析もあったが、警告は総じて散漫で具体性に欠けていたため、世界全体は言うまでもなく、国内の政策対応を引き出すこともできなかった。例えば、多くの機関は「リスクの集中」に注意していたが、リスクの集中が懸念される具体的な対象の名 (SIV) も具体的な政策対応 (オフバランスシート・リスクへの資本負荷) も示されておらず、何らかの対応が出来る性質のものではなかった。また、マクロ経済に深刻な影響がありうるとの示唆もなかった。IMF もこの点に関しては例外ではなく、IMF のサーベイランスはセクター全体の総合リスクならびに金融セクターを通じたフィードバック効果や他のセクターへの波及の重大性を大幅に過小評価していた。結果として、結論としては楽観的なメッセージとなり、特に米国や英国のように好調だった経済についてはその傾向が顕著となった。IMF は世界的不均衡についても警告を発していたが、シャドー・バンキング・システムに迫っていた危険との重大なつながりは見落としていた。2008 年初頭には、銀行の貸倒損失とそれが成長に与える影響について予見し、当時の一般的な見解とは異なる警告を発したが、これはすでに手遅れだった。

24. **解決策:** 早期警戒システムの統合的を高めかつ精緻化することで、各機関 (IMF、FSF、BIS など) に散在する知見をを集約し、理解が十分にされていない問題を掘り下げることができるだろう。IMF に関しては、各報告書 (世界経済見通し (WEO)、国際金融安定性報告書 (GFSR)、金融セクター評価プログラム (FSAP)、Article IV) に専門的な知見が散在しているが、金融セクターの問題を WEO と Article IV により反映し、FSAP を強化することが重要である。FSAP については、現在の総合的なアプローチに替わり、リスクに重点をおいたテーマ別評価を金融システム上重要となるすべての国に義務付けることに重点を置くべきである。また、リスクは主として成熟度の低い市場に存在するという暗黙の推測を捨てて、システムック・リスクのすべての源泉について先進国でも新興国でも同様にサーベイランスを行うべきである。この際にはとりわけ、国境を越えたやりとりや為替変動がシステムック・リスクに与える影響にも注目する必要がある。

多国間協調

25. **問題**：警告が発せられて問題が認識されてからも、協調行動のための枠組みやコミットメントが不十分であった。例えば、世界的不均衡の無秩序な解消は、実際にどのようなものとなるか（例えば、あらゆるドル資産からの逃避となるのか、もしくは民間のドル資産のみからの逃避がおこるのかなど）が明らかではなかったものの、長年にわたって大きなシステミック・リスクとして認識されてきた。IMFは2006年から2007年にかけて新たに導入されたマルチラテラル・コンサルテーションに基づく取り組みを進めたが、これも参加者から控えめな約束しか取り付けることができず、前述のとおり協調行動は達成困難だということが判明した。今回の危機についても、発生当初の政策対応は協調的どころか協力的でさえなかった。各国は自国の銀行を保証によって保護する方策を性急に打ち出したが、これは他国の銀行に取り付けが起るリスクを伴うものであった。米国の流動性供給は当初国内市場に絞られていたが、米国以外の金融センターにおいても同様にドル流動性が必要とされていた。また、負担分担メカニズムについて事前に合意がなかったため、国境をまたがる企業に倒産の兆しがみられると急いで国内資産を囲い込みが行われた。協力の必要性はようやく認識されたものの、議論の焦点については依然として合意に達していない。

26. **解決策**：世界経済のシステミック・リスクに対応するためには、リーダーシップが必要である。固定的な組織構造と形式主義的な手法からIMFこれまでこの役割を十分に果たしてきておらず、政策に関する話し合いはG8やG20といったグループやFSFなどより小規模で柔軟性のあるグループにシフトした。もっとも、こうしたグループには正当性やその後のフォローアップといった面で問題もないわけではないが、政策協調に適していることは明白である。IMFが世界の政策に関する話し合いやその行動の中心的役割を果たすのであれば、次の4点によって、オーナーシップや効率性に関する問題に取り組む必要がある。(i) クオータ（出資割当額）配分シェアのバランスの見直しを、直近の見直しで考えられた漸進的なプロセスよりも前倒しで行う。(ii) 世界における加盟国の位置づけをより正確に反映した総務会や国際通貨金融委員会（IMFC）への移行。(iii) IMFCメンバーである財務担当大臣や中央銀行総裁により確立されたフォーラムを提供することで、早期警戒システムや対応といった主要問題についての政策への関与と政治的正当性を強化。(iv) 説明責任やIMFのマネジメント選出のための開かれたシステムなど、ガバナンス改革を進めること。

金融規制

27. **問題**：平常時には、正式な覚書がなくても、各国規制当局間の情報共有や合同リスク評価メカニズムは十分に機能する。しかし危機の際には、介入基準の違い、リスクの重大さの違い（リスクによっては、大手外国銀行にとって軽微であっても、受入国にとっては重大なものである可能性がある）、解決手法やセーフティネットの違いによって、問題が発生する。最も深刻な問題は、国境を越えた解決策あるいは負担分担に関するルールが危機に先立って構築されていないことである。このようなルールあるいは協力方法がなければ、監督当局は納税者に対する義務から非居住者への債務を最小化、資産を最大限に管理する方向へ向かうことになる。例えば、アイスランド当局の監督下にあるアイスランドの銀行の支店が破綻の危機に直面した際、英国の銀行の債務が履行される保証がなかった

ことから、英国監督当局はアイスランドの銀行の資産囲い込みを行った。また、リーマン破綻の際も、非効率につながりうる選択的な米国外資産の囲い込みが行われた。

28. **解決策：**国際組織や国際行動規範を通じた監督当局の継続的な協調努力は確かに有益であり、IMFもこれに一定の役割を果たすことができるであろう。しかし、行動規範の統一は最終的に規制当局や監督官庁の役割を超えた政治的作業になるため、制度や法律といった背景要因を根本的に改善する必要がある。これは非常に複雑な課題だが、各国が財政コスト分担の問題を克服することは前進につながろう。今後の方向性の一つは、国境をまたいで事業を展開する銀行に関する国際憲章を作成し、複数の監督当局による合同リスク評価や是正措置、負担分担の手続きを詳細に規定することである。もう一つは、自国の監督当局と受入国の監督当局がこうした問題について合意を形成し、監督当局組織が裁定者としてこれらの合意（例えば、損失の負担分担は各国における銀行のエクスポージャの比率に応じるなど）を執行するという方法も考えられる。こうした取り組みに際しては、金融システムに関する活動に従事するオフショア・センターの機関も対象とすべきである。

資金調達

29. **問題：**常設のドル流動性ファシリティがないことが新興国のみならず世界中のインターバンク市場で痛感された。中央銀行間で二国間スワップ・ファシリティが設定された後も、市場への圧力が解消されるまでには数週間、新興国の場合は数ヶ月を要した。さらに、小規模な新興国では最近 IMF の資金の利用が進んでいるが、規模の大きな新興国については危機の際の資金調達や十分な流動性へのアクセスが依然として問題である。また、標準的な融資プログラムにおいて課される条件によって政治的負担が生じないような、十分な規模の保険ファシリティがないことも課題となっている。このような保険手段がなければ、新興市場国は外貨準備を過度に積み上げて自己防衛を図ることになり、これにより今後長年にわたって経常収支の状況が世界的に歪む可能性がある。

30. **解決策：**流動性にたいする全般的な保険の必要性は、仮定のものではなく現実に示されている。中央銀行間のスワップ・ファシリティは一握りの国に限られているため、対象を拡大した持続的な保険機構を提供することが望ましい。強力な政策的枠組みを備えた国に対して IMF がアクセスし易い予防的信用枠を提供すること、もしくは最近導入された短期流動性ファシリティ（SLF）の条件を修正してその用途を予防的な状況にまで拡大することは大きな動きになるであろう。SLF の事前資格基準を満たさない国の場合、アクセスし易い予防的なスタンドバイ取極の用途を拡大することも可能であろう。また、危機の早い段階で IMF 融資が急増したことから、IMF の融資能力に対する問題も提起された。IMF によるプログラムが金融システムの安定化要因としての信頼を維持し続けるためには、こうした不安を早急に払拭する必要がある。

危機からの現時点での教訓：主な推奨策

危機からの現時点での教訓：主な推奨策			
金融規制と監督			
規制と監督の範囲	市場規律	プロシクリカリティ	情報格差
<ul style="list-style-type: none"> すべてのシステミック・リスクと機関の把握 システムの安定性監督のための権限の明確化 システミック・リスクへの関与の程度を見極めるための情報開示とその段階に応じた監督 インセンティブ・ベースの監督。例：システムにとってより安全な取引や決済を優遇するためのキャピタル・チャージ 金融機関ベースではなく活動ベースの規制 時間の経過に伴う変容に対応するために対象範囲の弾力性を維持 	<ul style="list-style-type: none"> 格付機関の利益相反を減らす 投資家にデューディリジェンスを奨励 健全性規制遵守のための格付への依存度を弱める 仕組み商品のための別個の格付け基準の導入 金融機関の巨大化の阻止と監督強化 法的管理下においても、システム上重要な銀行が主要な機能を遂行できるよう担保する。早期介入を促す仕組み、事前の損失分担ルールを確立 	<ul style="list-style-type: none"> プロシクリカリティを緩和する所要自己資本額。銀行のレバレッジ・レシオを補充措置として導入。「景気循環全般を通じて引当金を積む」 規制当局の監督に従ったリスクベースの報酬モデル：年間報酬を年間業績と切り離す、或いは、自己資本利益率ではなく資産収益率とリンクさせる 時価会計での価値の分散及び価格の推移に関する補足データ、モデルに基づく価格評価のためのガイダンスの提供。景気拡大局面と景気後退局面を同じように扱う 	<ul style="list-style-type: none"> 複雑な商品の評価に関する透明性 店頭デリバティブ市場と決済に関する情報の改善 システミック・リスクの評価を可能にするためにオンバランスシートとオフバランスシートの双方のエクスポージャを報告 <p>システムの流動性管理</p> <ul style="list-style-type: none"> 臨時的な措置からタイムリーに無理なく脱却するための計画 短期金融市場のレポ取引のインフラと良質の担保を保持するインセンティブを強化
マクロ経済政策			
金融政策		財政政策	世界的不均衡
<ul style="list-style-type: none"> 価格の安定だけではなく、マクロ金融の安定性を義務付ける リスクテイク、フィナンシャル・レバレッジに関する経済全般の趨勢に対応し、システムの危機の副次的影響に取り組む 		<ul style="list-style-type: none"> 危機に対応する財政余地を拡大するために好況時に黒字を拡大する 資金調達の状態に関して中立的な税制を目指す 	<ul style="list-style-type: none"> ビナイン・ネグレクトを避け、マクロ政策と構造政策の双方を利用して貯蓄と投資に影響を与える 健全性措置を利用してシステミック・リスクを抑える
国際金融制度と IMF			
サーベイランス	多国間協調	金融規制	資金調達
<ul style="list-style-type: none"> 適切な早期警戒システムと具体的な政策対応 金融セクターの問題を WEO と Article IV により反映 リスクベースのテーマ別 FSAP を金融システム上重要なすべての国に義務付ける 先進国についても新興国についても同様に、国境をまたぐ資金フローや為替のミスアライメントを含めた、システミック・リスクのすべての源泉に注目 	<ul style="list-style-type: none"> 協調行動へのコミットメント：世界経済のシステミック・リスクに対応するための中心的機関 クオータ配分シェアの見直しおよび理事会と IMFC における代表性の改善 IMFC の政策関与の強化 IMF の説明責任の向上 IMF の理事選出について開かれたシステムへの移行を図る 	<ul style="list-style-type: none"> 行動規範の国際統一を図る。具体的には、 国境をまたぎ事業を展開する銀行に関する国際憲章、もしくは リスク評価に関する自国と受入国の合意、および監督当局組織による執行 	<ul style="list-style-type: none"> 強力な政策枠組みを備えた国に対し、アクセスし易い予防的信用枠の提供によって資金を供与 その他の国に対しては、アクセスし易い予防的スタンバイ取極の用途を拡大 IMF の安定化要因としての信頼を維持するため、十分な融資可能な資金を迅速に確保