

IMF、世界的システミック・リスク管理のあり方の見直しを要請

IMF サーベイ・オンライン

2009年3月6日

- 市場規律と金融規制、金融イノベーションと高まるレバレッジに対処できず
- マクロ経済政策、システミック・リスク拡大に対応できず
- 世界的システミック・リスクの特定と対応には、国際的レベルでのリーダーシップが不可欠

現下の世界金融危機に関する初の包括的研究の中で、IMFは同危機から得た第一の教訓を検証、システミック・リスク管理のあり方の世界レベルでの見直しを求めた。責任を迫するのではなく、なぜ政策当局は迫り来る脅威を阻止することができなかったのか、その原因を理解することが有益である、と同報告書は述べている。「全ての教訓に共通して言えることは、細分化という問題に対処することができなかったということだ。」

IMFの政策諮問機関である国際通貨金融委員会（IMFC）の要請を受けて行われたIMFのこの度の研究は、主要20ヵ国グループ（G20）の、金融市場の規制改革や、IMFや世界銀行を始めとする国際金融機関の効率性の向上に向けた青写真の作成に反映されることになっている。G20各国首脳は、2009年4月2日にロンドンでサミットを開催する予定である。この度のIMFスタッフによる分析に関する協議の中でIMF理事会は、「政策当局による野心的な計画と協調行動の必要性も視野に入れながら、多岐に渡る是正が必要と考えている」ことを強調している。

危機は何故起こったか

何が誤りだったのかを理解することが、第二次世界大戦以降最悪の景気後退局面にある世界経済の安定回復のカギとなる。

「好況期における最大の失敗は、膨らみ続ける資産価格のバブルに潜む危険性を全体像から見なかったことにある。政策当局はパズルの自身のピースにしか注目しなかったため、より大きな問題を見過ごすに至った」と、IMFのレザ・モガダム戦略政策審査局長は指摘した。

IMFは、以下金融監視当局、政策当局、国際金融機関以上3レベルにおける失敗を指摘している：

- 金融監視当局は、リスク集中と金融イノベーションブームに潜む歪んだインセンティブを見極める能力を備えていなかった。市場規律も規制も、次々と生みだされるイノベーションや、長期に渡って拡大を続けてきたレバレッジに起因するリスクを押さえ込むことができなかった。
- 政策当局は、金融システム並びに住宅市場でのシステミック・リスクの拡大の原因

となった、増大するマクロ経済の不均衡を勘案しなかった。中央銀行は、高資産価格やレバレッジの拡大ではなくインフレ問題に主に注目し、また金融監督当局は、金融システムの影で膨らみ続けたリスクではなく正規銀行部門での問題に没頭した。

- 国際金融機関は、国際レベルにおける強制的な協力体制を促進することができなかった。このことにより、増大する脆弱性や国境を越えた影響を特定する能力がさらに低下してしまった。

緩やかな規制ではリスクを特定できなかった

IMFの金融規制に関する研究は、過去10年で金融システムが大きく拡大した状況や、低リスクでハイリターンに見える新たな金融商品が作られてきた様子を示している。このような事象は、金融市場の規律が無謀な振る舞いを一掃するとともに、金融イノベーションは、リスク集中でなくリスク分散につながるとする想定に基づいた、緩やかな規制に対する一般的に見られた信仰に起因するものだ。

これら想定は誤りであり、結果は特に住宅市場における巨大化した資産価格バブルと、正規銀行システム内外に蓄積された膨大なリスクとなった。「この度の危機で明らかになったことは、規制の適用の範囲は、規制監督者や管理者の監視の範囲外にあった機関や市場にまで、拡大すべきだということだ」とハイメ・カルアナIMF金融資本市場局長は指摘した。「我々は規制拡大を実行するに当たり、監督者が、システム・リスクを引き起こすほど巨大か或いは多国との経済的関係が深い金融機関を特定できるよう、十分な情報確保にむけた情報公開の強化、並びに、運営規制及び監督の強化、以上2本柱で取り組むべきだと考えている」

この度の研究では、修正を要する重要な弱点5点を示している：

- **第一に、規制の適用範囲は拡大される必要がある。** 経済全体にとってリスクとなり得る全ての活動に規制は適用されるべきである。一方、規制は金融市場のイノベーションに対応可能であるよう、引き続き柔軟であることが求められる。また、その対象は、関連組織ではなくその活動内容であるべきだ。リスク集中は規制の適用範囲を超えて拡大することがないようにしなければならない。システム上の安定の監督権限の明確化が重要な第一のステップであろう。
- **第二に、市場の規律は強化される必要がある。** 信用格付け機関の適正なリスク判断能力の欠如は批判の対象となっているが、各機関の利益相反を緩和し、投資家のデューデリジェンス（適正評価手続き）を改善するイニシアチブが現在行われている。その他の手段としては、プルーデンシャル規制の遵守具合の評価の際に格付けへの依存を減らすことや、仕組み商品導入の際にはより詳細な判断基準を導入することなどが考えられる。また、システム上重要な銀行の破綻処理の際は、早期介入を可能とする環境を整えると同時に、損失分担に関する予測可能性を向上させる、といったことが挙げられる。
- **第三に、規制と会計の景気循環の増幅効果（プロシクリシティ）は最小限に抑えるべきである。** 好況期に銀行に要求される資本金を増額することにより、減退局面に入った際、銀行が利用することができるバッファを作り出すことが可能となる。このことか

ら、前期ではなくサイクルを通して予想される損失を反映した引き当てに関する国際枠組みが必要である。また監督者は、過度のリスクテイク姿勢を誘発しないよう、定期的に報酬制度を検証する必要がある。最後に、好況期・不況期双方におけるミスプライスの危険性を踏まえ、会計規則の改善を求める意見もある。

- **第四に、情報のギャップは埋める必要がある。** 複雑な金融商品の評価するにあたり、より透明性を向上させることが必要である。市場外取引と簿外エクスポージャーに関する情報の改善は、規制当局がシステム全体のリスクに関する情報を集積し評価することを可能とする。このような手段はまた、市場規律の強化にもつながる。
- **第五に、中央銀行は銀行システムに対する流動性供給の枠組みを強化する必要がある。** また、短期金融市場を支えるインフラの改善も求められる。

マクロ経済政策はシステミック・リスクを考慮していなかった

現下の危機は、長期間に渡る堅調な世界経済成長と低金利の期間の後に起きた。この間投資家はより高いリターンを捜し求め、金融イノベーションによって生み出された、より高リスクな商品への需要が加速した。「危機の根底には、長期に渡る繁栄によってもたらされた楽観主義がある。この楽観主義により、本来細心の注意を払って行われるべき世界経済の評価が、慎重に行われなくなるという危険を生み出してしまった」とIMFのオリビエ・ブランシャール経済顧問兼調査局長は述べた。「規制と監督も機能せず結果、高レバレッジとリスク資産の拡大に拍車がかかった」

金融・財政政策は危機形成において、大きな影響を及ぼさなかったものの、現下の危機は、マクロ経済レベルでの政策当局に対する数多くの教訓を示している。

- **第一に、金融政策は、拡大するシステミック・リスクに対応するものでなければならない。** 政策当局は、マクロ金融の安定に集中すべきでありシステミック・リスクの拡大にこれまで以上に注目すべきである。もちろん、膨張を続けるバブルを特定し、さらにそれに対応するのは困難である。概して、金融政策は資産価格や与信の過熱といった問題に対し時宜を得た対策を行うことができない：有効な対応策は、プルーデンシャル規制である。しかし、プルーデンシャル規制が効力を発しなかった過去があり、今回も同様であった。これら経験を踏まえ、金融政策の責務に物価安定のみならずマクロ金融の安定を明らかに含めるべきだとする議論もある。
- **第二に、財政政策は好況期に、より強固に確立されるべきである。** 財政政策は危機形成の主な原因ではなかったものの、多くの国では好況期に公的債務返済や赤字削減を行わなかった。結果、これらの国は危機脱出のための能力が限られてしまっている。税制も近年、デットファイナンス（負債金融）を奨励するようなものであった。このような税制は変更することが有益であろう。IMFでは、主な国の財政余地、効果的な景気刺激策の策定、そして負債や偶発的債務の増加を踏まえた中期的財政のソルベンシーの確保に向けた詳細な分析を行った。
- **第三に、国際資本フローは全般的に有益だが、世界的不均衡は解決されねばならない。**

政策当局は、自国の経済の貯蓄と投資のバランスの建て直しにおいてマクロ経済政策と構造政策を生かすことが求められる。また、資本フローから派生したシステミック・リスクの緩和につながる規制を活用すべきで、例えば、国内金融機関や他の債務者の為替エクスポージャーに関する制限を課すことなどが考えられる。

国際協調の失敗

IMFや他の機関は政策当局に対し、高まりつつあった脅威に対する警告を発し協調的政策対応を促すことができなかった。警告は実は、複数回発せられている。例えば、IMFやその他の機関は、金融部門でのリスク集中や世界的不均衡の無秩序な調整の危険性を警告した。しかし、これら警告は聞き流されてしまったが、これは警告内容が緊迫感と具体性に欠けていたことをある意味反映しているといえる。

政策当局の側においても、世界的脅威に対する協調的政策に向けてのコミットメントが欠如していた。例えば、危機の拡大に対する初期の政策対応は、他国で銀行パニックを起こす危険性があったにもかかわらず、自国の銀行の保護を急ぐことであった。

国の預金保護計画は、国の単独での政策行動による意図しない結果を生じた多くの例の一つに過ぎない。一国の単独行動は他の国で問題を引き起こし、結果問題を大きなものとしている。

つまりこの度の危機により、より明確な政策メッセージと、金融経済全般での今以上の国際協調の必要性が明確になったと言える。IMFの分析によると、以下4分野における行動が必要となっている：

- **第一に、政策に関する警告はより焦点を絞った具体的なものであるべきである。** IMFは、金融安定化フォーラム（FSF）と新たな早期警報エクササイズ実施にむけ協働している。この早期警報エクササイズを通し、散在しているマクロ金融の専門知識をまとめ、主だった脅威について掘り下げることが図るとしている。概して言うならば、IMFの課題はマクロ経済・金融部門発展をつなぎ合わせ、国境を越えた波及効果も考慮した全体像のシナリオを作り上げることにある。
- **第二に、世界的なシステミック・リスク対応にはリーダーシップが必要である。** IMFやG7、G20やFSF、そしてOECDを始めとする様々な組織が指導者的役割を主張することができるが、どれひとつとして効果的だったとはいえない。ほぼ全世界にまたがる加盟国を有するIMFは、その独自の責務並びにマクロ経済と金融の一体化した専門知識を有していることから、特に世界レベルでの危機対応において指導的役割を担うに相応しいと考えられる。しかし、その官僚的な性質と厳格な権力構造のため、より小規模で柔軟なG20やFSFといったようなグループに、政策議論の場が移行している。しかし、これら小規模グループも各々正当性やフォローアップ能力の面で問題を抱えている。十分といえる世界的打開策には、専門知識、正当性、そして実効性の融合と、ハイレベルの政策担当者の議論の場の提供が必須である。IMFはこの点からその解決手段となり得るが、その為には、その意思決定が現在の世界経済の様相をより正確に反映しているよう、加

盟国のボイス（投票権）と代表権の再調整を更に推進しなければならない。

- **第三に、国境を越えた金融部門の問題解決に向けたルールが必要である。**これにより打開策として、近隣窮乏化の可能性を伴う一国の納税者の負担を最小限に抑える施策ではなく、協調の促進が期待される。
- **最後に、信頼性の高い世界的流動性の枠組みが必要である。**大規模な融資、または保険へのアクセスは、大多数の新興市場国にとって依然として課題である。IMFは現在加盟国のニーズに十分に答えることができるよう、その融資枠組みの見直しを行っている。さらに、IMFが必要とされている保険を提供することができなければ、将来加盟国は、国際収支の黒字や外貨準備を利用した自己保険という手段を選択する可能性がある。しかしこれは今後何年にも渡り世界貿易を歪めてしまうことになりかねない。

今後について

ここに提示された提言を実施することは、政治的にも技術的にも困難であろう。しかし現下の危機の規模を見れば、過去の過ちから学ぶことの重要性は明白である。また現在の断固とした行動と持続的な解決策にむけた流れを過小評価してはならない。2009年4月2日のG20各国首脳が集うサミットは、真の意味での前進を遂げる最初の機会だといえる。

「改革の課題は大きく、時として人々は非常に異なった見解をもってこの改革問題を論じる。しかし我々は、共通の打開策が真に求められていると理解している。我々はこの度のIMFの分析が、共有している問題の解決にむけた合意形成に寄与することを願う」とモガダム戦略政策審査局長は述べた。