

国際金融安定性報告書 (GFSR) 2009年4月

要旨

世界の金融システムは依然厳しいストレスにさらされており、危機は家計、企業、先進国と新興市場国の銀行部門へと拡大した。経済活動の縮小による資産価値の低落が銀行のバランスシートを直撃しており、銀行は資本不足に陥る懸念から新規融資にも一層慎重になっている。与信の伸びは鈍化、あるいは縮小に転じており、経済活動に下方圧力を加えている。民間部門による大幅な調整努力と巨額の公的支援の実施により、安定化の兆候も見える。しかし、この改善傾向を維持し、金融機関に対する信認を回復し、市場の状態を正常化するには、確固たる効果的な政策対応と国際協調に向けての今一層の行動が必要である。金融システムと世界経済の間の悪循環を断ち切ることこそが最重要の課題である。国際金融システムのデザインの再構築のための努力が行われており、持続的な経済成長を促すための頑健で安定した基礎がこれにより整うことが期待される。

金融セクターを回復させるには多面的な政策対応が必要である。即ち、銀行と企業の資金調達環境の緩和、銀行のバランスシートの回復、国際資本移動（特に新興市場国への流れ）の回復、危機対応の措置の副作用を抑えることが必要である。これらをすべて遂行するには、困難な状況下での政治的な決意と国際協力の一層の強化が必要である。4月はじめのG20首脳会議の成果に見られるように、危機に対決する国際的な決意とコミットメントは進んでいる。

銀行のバランスシート上の不良資産を完全に浄化し、リストラを進め、必要なら資本増強を行わなければ、銀行の問題が解決せず、実体経済を圧迫し続けるリスクが残る。いくつかの前提をおいているが、我々の試算では、米国内での貸出しに伴う危機開始以降2010年までの累積損失見込みは2兆7千億ドルと、2009年1月の改訂国際金融安定報告書(GFSR)で推計した2兆2千億ドルから拡大している。この増加の大部分は経済見通しの悪化に伴うものである。今回のGFSRでは損失見込みの推計対象を他の先進市場での融資に伴うものにまで拡大した。推計のベースとなるシナリオはより不確実な情報を含むが、推計では総損失は4兆ドルに達し、そのうち約三分の二が銀行部門の負担になるという結果が出ている。

インターバンク市場の状況はここ数ヶ月でいくばくかの改善を見せているが、資金調達環境は依然厳しく、長期資金の再調達時における市場アクセスは低下している。多くの市場で政府保証付の長期資金の調達が可能となっているが、銀行の資金

繰りは依然厳しい。その結果多くの一般企業は銀行からの運転資金の調達が出来ず、相当高い金利を支払わないと長期資金が調達できない状況に直面している。

資産価格の低落に伴い、銀行以外の多種多様な金融機関が厳しい状況にさらされた。年金基金では、保有資産の価値の減少に加え、債務の割引現在価値の算定の基礎となる国債金利が低下したため、積立て不足が拡大した。生命保険会社も保有株式と社債で損失を被り、規制上の所要自己資本の余裕がかなり減少してまうケースも生じた。こうした困難に直面した多くの金融機関はリスクを慎重に管理して対応したように見受けられるが、将来の金融環境の悪化の可能性を十分わきまえず、多くのリスクを負った金融機関もあった。

外国市場からの撤退は全体としてのレバレッジの縮小ペースを上回るスピードで進行している。この結果、対外借入の急減がいくつかの新興市場国の危機の悪化をもたらしている。外国人投資家や外国銀行による資金の引揚げと輸出市場の崩壊により、新興市場国の対外借入状況が悪化しており、緊急の対応が要請される。新興市場国の資金の再調達需要は 2009 年中で約 1.6 兆ドルと大きい。その大半は金融機関を含む企業部門にかかるものである。資金流入の予測は極めて難しいが、現時点では 2009 年中の新興市場国の純資本流入はマイナスと予想しており、その水準が今後、危機以前のレベルに戻ることは考えにくい。多額の資本流入に依存してきた新興国の経済は弱含んでおり、民間資金の流入減少を補填する公的な支援の重要性が増している。

先進国では下方スパイラルを止めるため、巨額の財政支援や流動性供給のための様々な対策等、未曾有の措置が採られている。しかしながら、信認を回復し、景気回復を阻害している金融市場の不透明感を払拭するには、果敢な政策対応をさらに採る必要がある。しかし、金融上のリスクを民間部門から公的部門に移転する上で、いくつかの問題点がある。対策が意図せざる歪みをもたらす可能性も引続き心配であるし、無制限の銀行支援を含む措置に伴う短期的な財政コストが、人口高齢化に伴う長期的な財政圧力と相俟って、いくつかの先進国で政府債務の負担の大きな上昇をもたらすおそれがある。当局が銀行に地元（国内）貸出しへの傾斜を要請し、消費者にも国内製品へ支出を要請することで、ホームバイアスが生じている。

第一章で取り上げるこれらのリスクは、公的部門が直面するここ半世紀で最も困難な課題といえる。以下では、金融セクターと実態経済の間の負の連環を阻止するために我々が必要と考える要素を提起する。

推奨される当面の政策

政策対応が迅速に策定され、予定通りに実施されたとしても、レバレッジの縮小過程は長期の、痛みを伴うものとなり、経済の回復にも時間がかかるであろう。レバレッジの低下と経済の縮小により米国、英国及びユーロ圏で与信の伸びが低下し、特に直近ではマイナスに転じると見込まれ、その回復には数年かかるものと予想される。

こうした困難な状況下では、すでに導入された対策を強力に実施するとともに、必要に応じより断固たる政策を採る必要がある。しかし、いくつかの目立ったケースで投入された税金が不当に使われているとの認識が広まり、そうした政策対応に対する国民の期待が裏切られ、政治的な支持も失われつつある。政府が問題解決のために十分な資金を投入できないという危険にはかなり現実味がある。しかも、政治的な反応がどう転ぶか不確実なため、秩序だった問題解決のために建設的に関与する意欲を民間部門は失うかもしれない。従って、信認の回復のためには当局が明確で一貫した信用できる対応をとることが重要である。過去の金融危機の経験に照らせば、銀行システムが完全に正常化するには数年かかり、金融危機を伴う場合には景気後退も深刻かつ長期にわたる。（2009年4月世界経済見通し、第三章を参照。）また、同じく過去の危機の経験から、政策対応が不明確で早期かつ強力に実施されない、あるいは問題の根本に向けられていない場合には、経済の回復はさらに遅れ、財政面でも経済活動の低迷の面でも、負担がより大きくなることが明らかになっている。

危機が世界全体に広がっているため、危機の影響を受けた国が協調して対応することで、個々の国の政策対応の効果を強めることが出来る。最近の G20 サミットでの協調と協力の動きをさらに強化する必要がある。特に金融部門の政策において、各国の政策が他の国に好ましからざる影響を与えないようにすることが大事である。特に、不良資産対策を含む銀行システムの問題への対応を各国が協調して行えば、信認の回復を促し、規制の回避や競争上の歪みを抑えることが出来よう。

過去の GFSR でたびたび提言され、2009年2月の G7 コミュニケで明確に確認された三点は依然、重要である。即ち、（1）銀行システムに流動性が十分供給されること、（2）不良資産を認識し処理すること、（3）脆弱だが存続可能な金融機関の資本を増強する一方存続不可能は銀行は早急に処理すること、である。一般論で言えば、第一の点については中央銀行が対応し、後の二点は政府の責任で対応すべきである。第一の点については事態は前進しているが、後の二点にかかる対応は断片的かつ後追的であるように見える。各国は、最近、不良資産に対処し、今後の経済の一層の低迷に対しても銀行が対応できるかを評価し、必要な資本増強の規模

を確定する対策を表明している。これらの対応は歓迎すべきものであり、詳細が明らかになるにつれ、不確実性と民間部門の疑念は減っていくだろう。過去の経験に照らせば、金融セクターの脆弱性に対処するためには、なお一層効果的かつ強力な政策対応が必要であろう。

銀行の健全性の評価と資本増強を急ぐべきである

必要な資本増強の規模を確定するには、銀行の長期的な健全性を評価すべきであり、このためにはこれまで被った損失だけでなく、将来の損失見込みも適切に評価すべきである。西側の銀行システムが全体としてどの程度の規模の資本増強を必要とするかを見るために、銀行部門の 2009 年から 2010 年にかけての要償却額とその間の収益を勘案した例示的なシナリオを二種類作成した。この試算には様々な前提を置いており、その中にはかなり不確実なものもあるため、ここで算出された所要資本の規模は問題の深刻さを示す程度のものであり、理解する必要がある。最初の試算では有形普通株式株主資本 (Tangible Common Equity: TCE) を有形資産 (Tangible Assets: TA) で除したレバレッジが危機以前の水準に戻るとの想定を置いている (TCE/TA が 4%)。このレベルに到達するためでも、必要な増資額は米国の銀行では約 2,750 億ドル、ユーロ圏の銀行で約 3,750 億ドル、英国の銀行で約 1,250 億ドル、それ以外の先進欧州地域の銀行で約 1,000 億ドルに及ぶと見られる。二番目の試算ではレバレッジは 1990 年代半ばの水準に戻ると仮定する (TCE/TA が 6%)。このより厳しい前提では、必要な資本増強の額は米銀で約 5,000 億ドル、ユーロ圏の銀行で約 7,250 億ドル、英銀で約 2,500 億ドル、先進欧州地域の他の銀行で約 2,250 億ドルに達する。こうしたおおまかな試算が示していることは、資本増強の必要性は損失の補填だけでなく、資産評価と資本の質が不確実なため、市場がより厳しいレバレッジと自己資本比率の水準を要求していることから生じているという点である。TCE/TA 比率を用いることが適切かどうかについてはここでは深入りしないが、優先株式を普通株式に転換する (その結果損失を吸収できる資本が増加する) ことや、一定の不良資産にかかる追加的な損失を政府が補填することを約束することによっても、所要資本増強額は低下する。米国においては近年の優先株式の発行額は極めて大きく、これが普通株式に転換されれば、TCE/TA 比率を大幅に改善することが出来る。また他の国では一部銀行の特定の不良資産にかかる追加的な損失の大きな部分を政府が負担することを約束している。

従って、銀行システムを安定化させ、こうした不確実性を除去するためには、以下の三点が必要である。

- 銀行の健全性の認定と健全性回復のために必要な是正措置の策定に銀行監督当局がより積極的にかかわり、今後二年間に予想される損失見込みを織り込んだ所要資本増強額を確定させること。
- 銀行のバランスシートの毀損の程度を透明な形で開示させること。これは監督当局が統一基準のもとに念査したものでなければならない。
- 必要な資本の中身（有形固定資本であるべきか、Tier 1 で良いのか）と増資の達成期限を監督当局が明確に示すこと。

公的資本の注入には厳格な条件を付すべきである。監督当局は銀行の健全性評価にあたっては、資産償却と自己資本の額だけでなく、資金調達構造、ビジネスプラン及びリスク管理プロセスの頑健性、並びに報酬体系の適切さ、経営態勢の強さを確認する必要がある。過小資本に陥っているが存続可能な銀行については、公的な資本の注入によって民間からの資本調達を促し、市場の信認を得られるレベルまでに自己資本比率を回復することが出来るようにすべきであり、しっかりしたリストラが行われるようにすべきである。政府出資が存在する間は、銀行は注意深くモニターし、配当の支払いは規制されるべきである。経営陣の報酬体系や必要ならば経営陣更迭の可能性についても十分に検討すべきである。存続不可能な銀行は出来るだけ早急に処理すべきである。処理の内容としては、合併に加え、システム全体の安定を損なわない限りにおいて、秩序だった閉鎖も考慮に入れるべきである。

リストラにあたっては一時的な国有化も必要となるかもしれない。民間からの資本調達ができないという現状は、危機の程度が厳しく、政府がより大胆な対応を取る必要があることを示している。たとえ支配権の取得、あるいは100%の保有となるとしても、政府は普通株式の取得による公的資金の注入をためらうべきではない。これにより、政府による経営支配が必要となるかもしれないが、リストラの後、出来るだけ早く民間に戻すことを視野に入れて行うべきである。最重要な点は、銀行として機能するのに十分なレベルの有形普通株式株主資本を用意するという点である。なぜなら、将来の償却に向けてこうした形での資本を銀行が用意することを市場が要求しているからである。これまでの政府出資の大部分は優先出資という形でなされており、資本コストが高く、銀行が他の形で民間資本を調達する可能性を阻害しているおそれがある。この負担を引き下げのために、優先株式を普通株式に転換することが検討されても良い。将来当局による介入が行われる可能性がある、民間資本は慎重になるので、そうした不確実性を払拭するための明確なメッセージが必要である。銀行システム全般の危機の場合には、新規の債券保有者を優先し、既存の債券保有者を劣後させることは、既存の債券保有者の多くが経営困難に陥っている金融機関なので、かえってシステムを不安定化させるおそれがある。また、当局は、法的な条件を十分検討し、銀行に対する介入が信用事由として、クレ

ジットデリバティブの清算の発動につながり、その結果個別銀行に対する介入が金融機関や市場のシステム不安を惹き起こすことにならないよう、留意すべきである。

各国当局間の協力と整合性が重要である。規制の回避や競争上の歪みを避けるには、公的資本の注入にかかる原則を各国間で協調して設定することは極めて重要である。現時の政治的な状況の中では政策協調は困難ではあるが、自国の政策を他国で採られた施策と比較して提示することは有益であろう。

「問題資産」への体系的な対処—資産管理会社の設立 vs 政府保証

各国の銀行システムによってその直面する問題およびその保有する問題資産の程度が異なることから、国によって様々な措置がとられてきた。最も重要なのは、適切なアプローチを選択し、そのための十分な資金を確保した上で、明確な方法で実行に移すことである。しかし、各国が異なる手法を採っていることから、資産評価と公的部門の負担する損失の度合いの決定にあたって、共通する原則に基づいて協調して行うことがますます重要である。英国では資産を銀行に留め置く一方、更なる損失の影響を緩和するための保証を付与するという手法が採られた。他方では、スイスが、問題資産を資産管理会社（AMC、いわゆる「バッドバンク」）に移管するという手法をUBSに対して採っており、またアイルランドもその方向へ向かっている。後者の手法の利点は、比較的透明性が高いこと、また、問題資産がAMCに移されれば銀行には優良資産部分のみが残されるため、この「グッドバンク」のバランスシートは問題のない状態になるということである。米国は、シティバンクおよびバンク・オブ・アメリカに対し、問題資産もしくは大きな損失のリスクを伴う資産に対する保証を提供すると同時に、官民協働での銀行からの不良資産買い取りを提案した。現在の提言は民間の参画を奨励するような政策を含んでいるが、銀行側が実際に不良資産を売却するに十分なインセンティブがあるかについてはまだ明らかではない。このように、各国の置かれた状況によって、適切なアプローチは異なるものとなりうる。

さらに、資産評価についての不透明性が依然として大きな問題であることから、各国政府は、流動性の低い証券化商品に対し、より現実に沿った評価を行うための手法を確立する必要がある。資産の売買が散発的にしか成立せず、市場価格が「投売り価格」になっている状況では、一定の経済見通しをベースに将来所得フローの割引現在価値として資産価値を評価すべきである。このような資産のなかには非常に複雑なものもあるが、基本的な評価手法について合意がなされることが望ましい。これにより、高すぎる評価を付与したり、国によって規制が異なる点を利用した規制回避や、競争にゆがみが生じるのが防止されよう。金融安定理事会（Financial

Stability Board) は、基準の設定にかかわる機関と協働し協調的アプローチを推進するのに適していよう。

銀行再建のための十分な流動性の供給

銀行の資金調達には依然厳しい状況が続いており、カウンターパーティーリスクが緩和され、流動性がどのように活用されるかについて銀行や出し手がよりはっきりと見通せるようになってはじめて、回復に向かうだろう。預金者保護や様々な銀行の負債保証のための施策がとられてきたが、こういった政府の支援なしには長期資金調達はほとんど不可能となっている。資金調達ニーズは依然として強く、各国の政策措置に関しては、その一貫性を高めることで、明確さと政策間の摩擦を改善する余地がある。従って、当面、中央銀行は銀行に対する十分な短期流動性の供給を、一方政府は負債に対する保証を続ける必要があるだろう。出口政策はいずれにせよ段階的に実施することが望ましく、現時点で出口政策を検討するのが時期尚早とは言えない。保障等の適用条件を徐々に厳しくし、価格を徐々に引き上げることで、銀行が民間市場からの資金調達にシフトするよう促していくことが重要である。

以上で述べた、先進国の銀行部門における三つの最優先課題に加え、新興市場国への危機の波及に対処すること、また金融における保護主義のリスクが緊急の政策的課題としてあげられる。

レバレッジ解消と先進市場投資家のリスク回避の高まりに対し、新興市場経済を十分保護することが重要

先進国の銀行部門における問題と世界的な景気後退は、いまや新興市場国に甚大な影響を与えつつあり、年間で新興市場国 GDP の約 1 パーセントに当たる規模の証券投資の流出が見込まれる。新興市場への純民間資本フローは 2009 年にはマイナスになる可能性があり、2010 年、2011 年においても流入は回復しそうにもない。

先進国・地域と同様、新興市場国・地域においても、中央銀行が銀行部門に対して十分な流動性を保証することが必要である。しかし、多くの場合、銀行の資金調達は近年海外からを中心に行われてきており、国内インターバンク市場は大きな役割を果たしていない。従って、中央銀行は、為替スワップや外貨売却といった手段を通じて外貨を供給する必要があるだろう。巨額の外貨準備がある場合にはそれを利用することも可能だが、先進国中央銀行とのスワップラインや IMF ファシリティの利用といった方法も考えられる。G20 サミットで IMF の融資可能資金の強化が合意され

たことは、金融危機の実体経済活動への影響を緩和し、特に発展途上国において貧困層への影響を抑えるにあたっての助けとなろう。さらに、IMFの融資プログラムが、他からの支援を促すきっかけとなる場合もある。

新興市場国・地域の対外負債に関しては、ロールオーバーリスクのほとんどが企業部門に存在していることから、政府による直接的な企業借入への支援が適切な場合もあるであろう。既に、銀行負債への保証を、輸出関連を中心に企業部門にも拡大している国もある。様々な施策を通じて貿易金融を支援し、貿易の流れを保つと同時に、実体経済への影響を最小限に留めるための政策を採っている国もある。さらに状況が悪化した場合には大規模なリストラが行えるように、非常事態に備える計画も必要である。

欧州においては、域内の相互依存度が高いことから、先進国及び新興国の政策当局が協同して、相互に恩恵をもたらすような解決策を策定することが重要である。最近「デラロジュール・グループ」が公表した報告書は、EU内の協調及び協力を議論する第一歩として有益であろう。欧州新興市場国においては、満期を迎える債務のロールオーバーに関する懸念や、海外資金に依存した経常赤字の継続への対処が必要である。銀行部門の問題への対処にも協同してあたる必要がある。具体的には、本店と支店を含めたストレステストを協調して行うこと、ホームとホスト国の協力体制の強化、データの共有などがあげられる。また、家計や企業部門の債務返済から生じるストレスにも対処できるよう準備する必要があるだろう。西欧の銀行が東欧諸国に複数の支店を持っている場合には、共通の問題について関係監督当局が共同で議論を行うことにより、関係者すべてにとってよりよい結論に達することができよう。

近隣窮乏化政策を避けるための政策協調

国内での貸出を維持すべきとの圧力が、金融における保護主義につながる可能性がある。各国がそれぞれ自国の金融システムを守るためだけに政策を行えば、他の国に対してマイナスの影響を及ぼす可能性がある。銀行への支援の条件として、国内貸出を維持（もしくは拡大）することを当局が求めるケースがいくつもある。銀行がバランスシートのレバレッジ解消のために海外資産やリスク資産の売却を進める中で、このような政策は、海外への貸し出しをクラウドアウトする可能性がある。これは新興市場国にマイナスの影響を及ぼし、ひいては世界経済もその影響を受けることとなりうる。一方、最近銀行が海外支店に対して引き続き資金供給を行うことで合意に達したことは、心強いことである。

マクロ経済政策の整合性とそれによる補強

持続的な経済回復の基礎を築くためには、世界の金融システムを安定化させることが決定的に重要である。2009年4月の『世界経済見通し（WEO）』でも述べた通り、金融セクターを対象とした政策は適切な財政、金融政策で補強された場合、より効果的になるだろう。

相互補強的な財政、金融セクター政策の促進

経済活動の持続には貸出の伸びを回復させる必要がある。経済活動を支え、資産価値の下落を抑制することで財政刺激策は借り手の信用と融資の裏付けとなる担保価値を改善するはずであり、銀行のバランスシートを強化する金融部門の政策と合わせることで、信用拡大の回復を可能にするだろう。また、官民共同のインフラ投資プロジェクトのためのシードファンドを用意することで、借入需要を高めることも出来るであろう。

財政政策を行使する余力のある国に関しては、財政刺激策を市場が積極的に評価し、全般的な信頼回復に繋がる可能性がある。しかし、すでに巨額の赤字に苦しんでいたり、政府の政策決定がうまく機能していない国に関しては、市場は刺激策に対し厳しい見方をするかもしれない。銀行に対する明示的あるいは暗黙の公的支援が行なわれている国、中でも経済規模に対して金融システムが大規模な国については、支援の潜在的な財政負担について市場が危惧を抱いていることが明らかになっている。最近多少の改善を見せているとはいえ、国債利回りの上昇、クレジット・デフォルト・スワップのスプレッド拡大、あるいは通貨安はすべてこうした懸念を反映したものである。財政当局は投資家需要の許容する範囲内で国債の満期構成を伸ばして借り換えリスクを低下させるべきである。

現時点で景気刺激策が必要なのは明らかである。しかし、どのような財政刺激策をとるにしても、政府のバランスシート上に巨額の銀行システム支援に伴う偶発債務を抱えていることにかんがみれば、財政の持続性や政府の資金調達ニーズへの影響について十分な注意を払わなければならない¹。景気刺激策が財政目標の未達を意味する場合、財政刺激策と同時に財政赤字と政府負債の水準を引き下げる、現実性のある財政の中期的枠組みを示す必要がある²。そうした政策方針がなければ、政府の支払能力に対する信頼が失われるリスクがある。

¹第1章「Costs of Official Support, Potential Spillovers, and Policy Risks (公的支援の費用、潜在的な影響、政策リスク)」および第3章の囲み記事3.5を参照。

²2009年3月6日付、IMFペーパー、「The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis (公的財政の現状:2008年の金融危機後の見通しと中期政策)」を参照。インターネットの下記アドレスで入手可能:<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>

信用、資金調達市場の機能回復のため、必要なら非伝統的な中央銀行政策も活用する

各国は景気後退に対する対策として、真っ先に名目政策金利を大幅に引き下げており、一部では政策金利がゼロに近付いている（あるいはすでに到達している）が、個人、企業向け貸出金利スプレッドは引き続き高水準にある。信用、資金調達市場の機能回復のためにいくつかの非伝統的な中央銀行政策が一部で採用されているが、さらにこうした政策を拡大する必要があるかもしれない。こうした政策手段の効果の検証は現時点では難しい。しかし、中央銀行のバランスシートを拡大し、その構成を変える動きが珍しくなくなっていることは明らかである。そうした政策手段の使用が拡大している中で、状況が改善した場合の適切な出口戦略についてもう少し考慮が払われても良い。政府は中央銀行のバランスシートの健全性とその全般的な独立性の両方につき安心を与えるべきかもしれない。

新興市場国の一部では為替レートへの影響を考慮する必要があるため、金利政策が難しくなっている。利下げが資本流出につながるとすれば、利下げ余地がないばかりか、利上げの必要さえあるかもしれない。財政政策同様、金融政策をどのように活用できるかは各国の事情が決めることになる。一部の国は外貨で流動性の供給を増やすことで為替レートへの圧力を緩和できるかもしれない。

より堅固な世界金融システムの構築

政策当局の当面の優先課題は現在の金融危機への対応である。同時に、長期的な観点からより堅固な金融システムを構築する取り組みも行われている。危機後に向けてより頑健で効率的な金融システムを構築することに加え、金融部門の政策の長期的な方向性を明確にすることは、短期的な不確実性を排除し、市場への信頼を改善させることに役立つことにもなる。下記の提言の多くは一見抽象的かもしれないが、実質的な意味を持つ。施作を適切に実施に移すには構造面の改革と資本、人員等の投入のあり方の大幅な変更が必要になると同時に、国際的な整合性が不可欠である³。

金融危機の結果、金融市場の形態と機能に関する大幅な変更が必要とされており、今後の金融システムでは危機前に比べレバレッジ水準が低下し、資金調達ミスマッチが緩和され、カウンターパーティ・リスクが下がり、金融商品の透明性が高まり、商品内容も単純化する特徴を持つようになることには疑問の余地がない。企業統治

³こうした趣旨の一連の政策提言については2009年2月4日のIMFペーパー、「Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management (金融機関と市場の将来的な規制と流動性管理に関する金融危機の教訓)」を参照。インターネットの下記アドレスで入手可能:<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>

と報酬の方針への徹底した配慮を含むリスク管理の改善を通じ、民間セクターはこの新しい環境に寄与する中核的な責任を負っている。

市場規律も公的な監視もシステミック・リスク蓄積の適切な評価とその抑制に不十分であったことから、金融規制・監視の強化が将来の危機を防止する重要な要素である。規制の改善を通じてどのようにシステミックリスクを特定、緩和するかに重点を置くべきである。

システミックリスクをすべて完全に排除しようとすることは不可能であるばかりか、経済成長を減速させ、創造性と革新性を阻害することになる。むしろ、今回の金融危機は金融システムを対象とする監視と規制に重点を置くべきことを証明している。同時に、金融政策におけるマクロ・プルーデントな枠組みを改善することにより、システミック・リスクを緩和することに寄与することができる。できるだけ金融安定性を強化する行動を取らせるように、民間金融機関を動機付けるような規制を目指すべきであろうが、民間金融機関にシステム全体の安定性という公益に十分注意を払うことは期待できないと認識すべきであり、規制の策定に当たっては、不安定性に関わる社会的費用を金融システム上重要な金融機関に負担させるような工夫を行なう必要がある。その実現のために、中央銀行、規制・監督当局の設立目的には金融安定性が含まれるべきである。どの規制当局が中心的な役割を果たすのかを明示した上で、システミックリスクを評価し、対応する明確な枠組みを取り入れる必要があるだろう。

システミックリスクの軽減を可能にするには、それらのリスクの定義と測定を改善させる必要があるだろう。第2章と第3章では、直接、間接に結びつきを観察することで金融システムにおいてどの金融機関がシステム的にみて重要かを判別する数量的な指標について論じている。こうした指標は、金融機関が「結び付きが強すぎて破綻させられない ("too-connected-to-fail") 」ようになることを防止するために追加的な資本規制を導入する際のひとつの出発点とすることができるかもしれない。正式に採用されないとしても、ここで提案した指標は政策当局にとって、金融機関相互のさまざまなリスク・エクスポージャーの規模を制限する指針となりうるだろう。言うまでもなく、こうした手法を導入する場合には、金融機関がこうした指標に抵触しない形で収益性のあるエクスポージャーを作ることが出来ないように、特に注意深い検討と適用が必要であろう。いずれにせよ、こうした手法に基づいた規制を実際導入するには、さらなる議論と調査が必要である。

規制改革について重点分野になると見られるのは、金融システム上重要な金融機関と金融活動を取込む形での規制対象の拡大、過剰なレバレッジと景気循環増幅的な効果の抑制、市場規律の強化と情報不足への対応、国際間・業種間の規制の向上、そして金融システムの流動性管理の強化の5点である。主な教訓は次のようにまとめることができる。

金融システムにおいて重要な金融機関と健全性監督の規制範囲の定義

最近のG20コミュニケでも確認されたように、今回の金融危機は規制が金融システムにおいて重要な金融機関すべてを対象にする必要があることを示している。従来は、一部の中核的な大銀行だけが金融システムの安定上枢要であると見なされていたが、今回の金融危機は他のノンバンク金融仲介業者も金融システムにおいて重要となり、その破綻がシステムの不安定化要因となりうることを示している。金融システムの安定にとって重要か否かは、金融機関の規模ばかりでなく、その金融機関が他の金融機関とどれだけ複雑に結びついているか、そのビジネス・モデルが過剰なレバレッジという脆弱性を有しているか、あるいは資金調達構造のリスクがあるか等にも依存している。

システムック・リスクの把握を向上させるために、より広範囲の金融機関と市場に規制を拡大する必要がある。すべての金融機関を規制する必要はないが、健全性監督にはこれまで中核的な金融機関ではないと見られていた一部の金融機関（例えば、投資銀行）を含める必要があるだろう。さらに特定の活動（クレジット派生商品や金融保証など）は、法的にどう分類される機関が行うにかかわらず、規制当局の監視下におかれる必要があるだろう。

この場合、対象を二層に分けたアプローチが最も有効かもしれない。まず広範な対象に関して情報提供を義務付け、当該機関が金融システム上重要か否かを判断する材料を提供させる。その次の層では、より狭い対象に対し、健全性に関する規制と監視を行うもので、この層は現状の健全性監督の対象より拡大され、なかんずく金融システムにおいて重要な金融機関はすべて含まれるようにすべきである。これらの金融機関は金融システムにおける重要性のためにより厳格な監視をうける一方、その他の金融機関は引き続き支払・銀行システムへの参加者として、あるいは消費者・投資家保護の目的で監視されることになる。第2章と第3章で論じる手法は、金融機関の連関、つまり、第二層の監視の対象を見極めるための手法として利用できる。IMFはG20から金融システム上重要な金融機関をどう特定すべきかの具体的な定義を検討するように要請を受けているが、ここで紹介したような手法が今後さらに検討されることとなろう。

過剰なレバレッジの防止と景気循環増幅効果の抑制

システムックリスクの拡大と、その後の難しいレバレッジの解消を回避するためには、金融規制に対する新しいアプローチが必要である。どのように将来的にレバレッジを抑制し、企業行動そのものと従来の規制に内在する景気循環増幅的な効果を低下させるかの解決策を見出すことは依然として困難な課題である。規制は金融機関の健全なリスク・ベースの意思決定を促すべきであり、リスク・テキングをた

だ抑制することは世界経済に無益である。金融システムの安定性を促進し、規制を回避したり短期収益主義に傾斜することを抑止するような動機付けを規制は提供すべきである。とは言え、より厳格な基準は現状を悪化させないように段階的に取り入れるべきである。

資本規制と会計基準では、経済の上振れ局面においてリスクの蓄積が進み、リスクも過小評価されがちであることから、景気上昇期において資本準備を積み上げることを可能としかつ促すような規制や指導が取り入れられるべきである。こうした手法により景気循環を通じたリスクがより良く反映され、下振れ局面で損失を吸収するのに利用できる資本と引当金が増えることになる。理想的には、こうした反循環的な資本規制は裁量によるのではなく、自動安定化装置として規制の一部に取り込まれることが望ましい。これは必要に応じて監督当局が追加的な措置を講ずることを妨げるものではない。また、単純な指標に基づいたレバレッジの上限設定は、より包括的なリスクベースの自己資本比率規制に対する補完的な規制として有効かもしれない。

会計規則と資産評価の方法を強化し、景気循環を通じたリスクの変動を反映すべくより多くの情報を活用すべきである。これらの目的を達成するために会計基準の設定主体と健全性監督当局は協力すべきであり、特に、急速な信用拡大局面においてより多額の貸倒引当金の積み増しを許すことと、売買有価証券の資産評価が極めて不透明な場合の評価引当金や調整の手法を見直すことをはじめとした、公正価値会計が惹き起こしうる望ましくない変動を抑制する方法を検討することに重点を置くべきである。

流動性の余裕の向上と資金調達リスク管理の改善により、流動性リスクが景気循環の中で大きく変動する点を是正すべきである。景気下降時に問題となりそうな、調達資金の満期構成の状況と、資金調達先の安定度を好況時により精査しておく必要がある。

市場規律と情報不足への対応

金融危機で明らかになった情報不足に対応することが重要である。システムリスクを発見するのに必要な情報は収集されていないか、システムリスクを念頭に分析されていないことが多い。特に、金融システム上問題となりうる金融機関間の相互連関を検証するために必要なデータについては、金融機関相互のエクスポージャーに関する個別の情報を必要とするために、その傾向が強い。これらのデータを収集し、正確にエクスポージャーを測定するには技術的な問題があることも事実だが、多岐の業種にわたる金融機関について国内、及び外国からデータを収集することには法律上の障害もある。この分野での進捗には報告と定義の整合性と規制当局間、各国間のより広範な情報交換が必要である。

オフバランスシートのエクスポージャー、複雑な仕組み商品、派生商品、レバレッジ、国際／カウンターパーティ・エクスポージャーについての情報を改善し、早期警戒システムで使われる既存の指標を充実する必要がある。金融システムにおいて重要な金融機関については、資産の評価手法やリスク管理方法、及び（見直した上で）財務健全性指標のディスクロージャーを強化するとともに、政策当局はシステムミックリスクの評価態勢を改善すべきである。第2章と第3章の分析はこれらの要素が重要であることを示している。今回の金融危機ではデューデリジェンスの欠陥が危機の大きな要因となったが、信頼できる公開情報が広く入手可能になれば、投資家による適正なデューデリジェンスにも役立つであろう。

国際間、業種間の規制強化

国際間、業種間の規制強化には法律と組織の改善が必要であろう。不必要な規制の差異を減らして、国際的、地域的に重要な金融機関の監視に当たっての障害を排除する必要があり、早期是正処置、銀行破綻処理体制、国際的な金融機関に対する監督方法についてのすり合わせが必要である。複数国に跨って活動する金融機関に関しては、監督権限を有する各国の規制当局の中から監督を主導する当局を定めることが、有効な監督の実施のためには不可欠である。この主任監督当局は、一般的にはその金融機関の本部を所轄する当局が担当するのが適切であろう。各国は、迅速な対応を要する場合の連絡体制を確実にするために相手国との協調の強化に努めるべきである。緊急時の対応を策定するにあたっては関係当局すべてが関与すべきである。

金融システムの流動性管理の改善

金融システムの流動性管理に関しては、市場オペレーションの枠組みの柔軟性、重要な短期金融市場を支えるインフラの状況、そして国際的に流動性を提供するより優れた仕組みの必要性の面で、今回の危機は中央銀行にとって教訓となった。

金融機関の相互連関が金融システム上の問題を惹き起こす危険や、複数の金融機関が破綻するリスクを抑制するもう一つの方法として、多数の取引のネットティングを行い、個々の取引での相手方となることでカウンターパーティ・リスクを緩和する、清算・決済機構の設立がある。クレジット・デフォルト・スワップ市場においてこうしたサービスを提供しようとする最近の試みは望ましい。しかし、多数の清算機関の設立を認めることは出来高を分散し、ネットティングの機会を低下させ、期待されるカウンターパーティ・リスクの緩和効果を弱めることになる。競争的な環境はコスト削減を促し、リスク管理システムの弱体化につながる可能性がある。したがって複数の清算機関を認可する場合は、世界的に認められている基準に則った強力な監視を行なうべきであり、複数国と複数通貨にまたがった清算と決済が行われる

ようにすべきである。その構築にあつたての原則は囲み記事 2.4 にまとめられている。

これらの政策提言の多くはすでに国際的な場で議論されており、新しい、あるいは改訂された規制や監督指針の基礎となりつつある。金融安定化理事会は、その主要作業グループのもとに、ここで強調した分野を含む複数の分野で政策指針を提供するサブグループを設立している。バーゼル銀行監督委員会はバーゼル II の枠組みと流動性リスク管理の枠組みの変更を検討している。国際会計基準審議会

(IASB) と財務会計基準審議会 (FASB) はともに非流動的な資産の評価に関する指針を公表しており、今回の金融危機とその原因に照らし、会計指針と基準に対するその他の改訂を行なっている。その他の国際機関も指針とベスト・プラクティスを見直している。IMF も金融セクター評価プログラムを見直し、また多国間・二国間サーベイランスの改善を図ることとしている。IMF と金融安定化理事会による合同の早期警戒演習を通じてリスク評価の国際的な協働が強まり、システミックリスクの拡大を防止するためのより強力な政策提言が行なえるようになるであろう。