

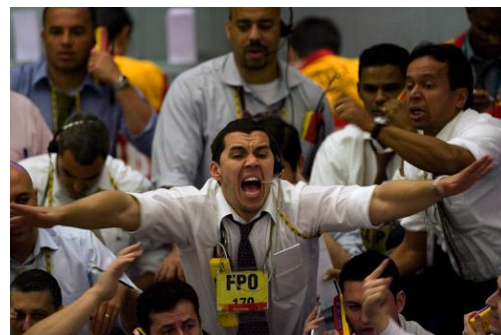
IMF サーベイ

国際金融安定性報告書

「安全」とみなされる資産の価格、上昇へ

IMF サーベイ・オンライン

2012年4月11日



ブラジル・サンパウロの証券取引所：世界危機と公的債務の拡大は、完全に安全な資産は存在しないことを示している。（写真: Sebastiao Moreira/EPA/Newscom）

- 「安全資産」の需要は高まるも、供給は減少
- 「安全資産の価格」上昇へ
- 適切な対策の段階的な実施が重要

安全とされる資産の価格は、金融市場の不透明性、規制改革、および先進国中央銀行の需要の拡大を背景に、その供給が減少する一方需要志向が高まり、上昇している。

国際通貨基金（IMF）は、最新の「国際金融安定性報告書（GFSR）」のなかで、国債を中心とした安全資産の需要が高まる一方その供給は減少しており、世界の金融の安定性にマイナスの影響を及ぼす可能性があるとの分析を示した。

その圧力による金融市場の不安定化を防ぐためには以下の対策が必要である。

- 資産全般の根底にあるリスクを基にした差別化の改善を、段階的に進める金融規制改革。
- 国債が安全資産であるという前提が危機にある国の政府は、債務を持続可能な軌道に乗せる必要がある。
- 透明かつ健全な手法に則った、民間部門による安全資産の発行の促進。

IMF は、世界経済危機と一部先進国の国債をめぐる懸念の高まりは、完全に安全とみなすことができる資産は存在しないことを示したと指摘した。

絶対的に安全という概念は、格付け機関の最高位格付けが暗黙の保証となり、金融規制と投資家の資産運用委託に組み込まれていた。これが、危機以前、安全に対する誤った認識を植えた。

需要志向は高まるも、供給は減少

危機以前の安全とされる資産への過剰な需要は、ブームに沸く新興市場国が積み上げた外貨準備を活用した、安全資産の大量購入を背景としたものだった。

IMFによると、今日、安全資産は、一段と多くの安全資産の保有を銀行に求めた新たな金融規制、OTCデリバティブ取引や中央集権化されたカウンターパーティーへのOTCデリバティブ移転にかかる担保の増強、中央銀行による国債の購入をはじめとする金融政策のオペレーションにおける安全資産の運用機会の増大などにより、需要圧力に直面している。

供給面では、一部先進国の高水準にある公的債務や赤字をめぐる懸念が、国債は安全との認識の後退を引き起こした。これまで実質的に無リスクとされてきた国が最近格下げされたことで、高格付けの資産もリスクと無縁ではないことが浮き彫りとなった。

債務が安全だとみなされる国の数が減少した。IMFは、安全資産の供給は、2016年までに約9兆ドル分（予想されるソブリン債の約16%）減少する可能性があるとの試算を発表した。また、民間部門による安全資産の発行も、米国の証券化をめぐる様々な問題により急激に減少した。

安全資産の不足は、最も安全とされる資産を筆頭に、価格の上昇を引き起こすことになろう。価格が上昇した資産を購入できない投資家は、よりリスクが高い資産で手を打たざるを得ないかもしれない。

さらに、資産のボラティリティの短期的な拡大と、流動的で安定した担保の不足を招く可能性もある。過度に高い担保が必要となった場合、資金調達市場は、質の低い担保を受け入れざるを得なくなり、結果、資金調達コストの上昇を引き起こす可能性もある。

銀行については、銀行規制におけるソブリン債の優遇措置により、レバレッジの更なる蓄積が起こる。資本比率の上方バイアスにより、ストレスの際の圧力に対処するためのバッファの規模の過大評価も引き起こす。現行の規制では、銀行が保有する自国政府が発行した国債（欧州連合の場合は、加盟国政府の国債）は、総じてゼロのリスクウェイトが適用される。リスクウェイトは、資産のリスク度を基にした、銀行の資本の量を定めるための調整指標である。リスクウェイトがゼロの場合、銀行は国債の保有にかかる潜在的損失をカバーするための資本を求められることなく、国債を持つことが可能となる。

供給・需要圧力の緩和に資する政策

IMFは、安全資産の市場圧力への政策措置は、一部の資産価格の不要なボラティリティの回避を念頭に、段階的に導入する必要があると述べた。

また、**需要面**の圧力の軽減には、根底的なリスクをもとに資産全体でより適切に差別化を行う、規制および政策措置を採るべきだと指摘している。リスクに基づく資産の分類は適切な間隔で見直しを行い、様々なリスクを適切に反映させる必要がある。なかでも、

- 銀行の**自己資本比率規制**については、国債にかかるリスクウェイトは、最終的には国の相対的な信用リスクをより正確に反映したものでなければならない。
- 銀行の**流動性規制**については、IMFは、今後導入される、流動性カバレッジ比率（LCR）の設定プロセスの一環として、ヘアカットとして知られる流動性資産のディスカウントの決定プロセスを、定期的に見直す必要があると述べた。
- **デリバティブ市場**に関しては、セントラル・カウンター・パーティ（CCPs）の規制担当者は、デフォルトファンド（清算参加者がデフォルトした場合の損失のカバーを意図したファンド）に、リスクベースの適切な評価に基づいた、十分に広範な受け入れ可能な担保を含めるべきである。

IMFは、中期的に政府債務の水準を引き下げ債務管理の強化を図る現実的な計画が、安全資産の供給の拡大につながると強調した。一方で、金融環境が許すならば、政府債務と赤字の削減ペースは当面、経済成長へのマイナスの影響に留意したものでなければならない。

民間部門は、再び安全資産の重要な発行体としての機能を果たすことができよう。例えば証券化などを通じ、様々な低格付債をプールしより高い格付けの金融商品とする際の監督を行うために、健全な改革と実効的な規制が必要だろう。

また、新興市場国が自国の金融インフラの改善を通じ、安全資産を発行する能力を構築することで、世界の安全資産市場の不均衡が緩和されよう。

「安全資産の価格」は確実に上昇するが、政策当局が自らの措置とその影響について理解することで、円滑な調整プロセスを確立することができる。