

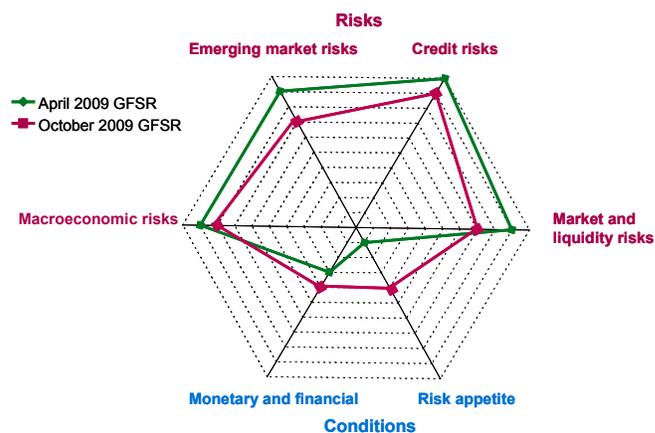
国際金融安定性報告書 (GFSR)、2009 年 10 月  
第 1 章要旨: 金融市場に依然として残る課題の解決に向けて

要旨

- 世界金融の安定化は進んでいるものの、依然としてリスクは高い。
- 世界レベルでの損失見込みは 3.4 兆ドルへと改善した。しかし銀行の損失の半分以上が未だ認識されていないなど、今後銀行の債権内容の悪化が考えられる。
- 政策当局者は数多くの課題を抱えている。なかでも経済回復を支えるに十分な与信の伸びの確保、適切な出口戦略の構築、莫大な公的借り入れから生じるリスクの管理などについては、早急の解決が求められる。

異例の政策対応と経済の改善の兆しを受け、世界金融の安定化は進んでいる。しかし、総体的なリスクは依然として高く、反転のリスクも引き続き高い (図 1)。2007 年~2010 年の危機に起因する世界的な損失は、我々の試算によるとおよそ 3.4 兆ドルに達する (前回の GFSR と比較し 6,000 億ドルの減少) が、これは概して証券価値の上昇によるものである。金融機関は引き続き、資本の回復、収益の強化、そして公的な資金協力からの自立、という 3 つの主要な課題に直面している。金融機関による証券の損失は減少を始めているものの、債権内容の悪化は今後数年に渡り、より多額の貸倒を引き起こすと見込まれる。2007 年中旬から 2009 年中旬の間で認識された銀行の融資及び証券の合計に対する損失は、1.3 兆ドルに上る。さらに 2010 年末までに実・潜在的損失 1.5 兆ドルが認識されると見込んでいる (図 2)。銀行の自己資本比率と見通しは前回の GFSR より著しく改善したものの、発生すると予想される損失を利益で完全にカバーすることは難しいと思われる。銀行は生き残るために十分は資本を有しているかもしれないが、引き続きレバレッジ解消圧力に晒されるだろう。定常的な収益レベルは危機後においてはかつてに比べ低下すると予想されること

Figure 1. Global Financial Stability Map



Source: IMF staff estimates.

Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

Figure 2. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region

(In billions of U.S. dollars unless shown)



Source: IMF staff estimates.

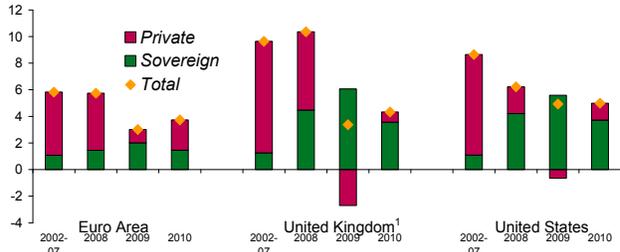
<sup>1</sup>Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.

<sup>2</sup>Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

から、銀行の資本と収益能力を高め、融資量の拡大を支えるために、積極的な対応が必要となる。

弱い経済活動と家計のレバレッジの解消の影響により、民間信用に対する需要が抑制されるとともに、銀行とノンバンク金融機関双方の融資能力が引き続き不全であることから、主要国の民間信用の伸びが引き続き縮小している（図3）。しかしながら、公的部門の赤字が急増しており、借入に対する全体的な需要はそれ程急速に減少しているわけではない。結果、与信の制約が起こる可能性がある。こういった状況を改善するには、中央銀行による支援の継続が求められる。

Figure 3. Growth of Nonfinancial Sector Debt: History and Projected Borrowing Needs (In percent)



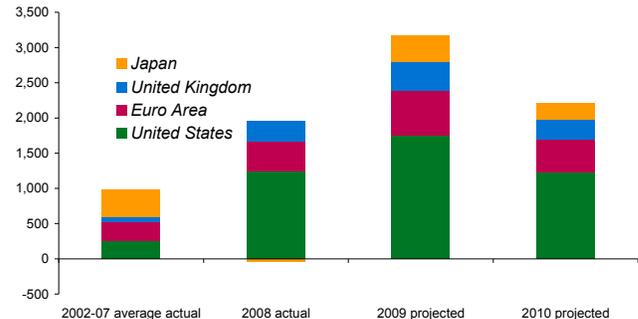
Source: IMF staff estimates.

Note: Data for 2002-07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

<sup>1</sup>There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

強力な政策対応の結果、エマージング市場のテール・リスクは後退した。中核的な市場の安定化とポートフォリオ投資の流入回復で、なかんずくアジアとラテン・アメリカの状況は改善している。しかし企業部門に関しては、今後2年間で4,000億ドルの外貨建て債務の借り換えの必要に迫られていることから、企業部門の借り換えリスク及びデフォルトリスクは引き続き高い。この状況は、景気後退と数度に及んだ大規模なデフォルトにより企業収益の急激な悪化に悩む、欧州のエマージング地域で最も顕著に見られる。しかしこれは、アジア及びラテン・アメリカの多額の借入を有する小規模企業にとっても憂慮すべき事態である。海外資金及び対外借入に大きく依存する国が最も脆弱な立場にある。

Figure 4. Net Sovereign Debt Issuance in Mature Markets (In billions of U.S. dollars)



Source: IMF staff estimates.

Note: Numbers are converted to U.S. dollars at current exchange rates. Net issuance includes bonds and bills.

### 民間リスクの公的なバランスシートへの転

化が起こっている。政府が中期的な財政持続性及び期待の安定に強い姿勢で臨まない限り、これにより長期金利に上向きの圧力がかかる懸念が生じている。2010年～2012年の純公的債務の発行は、2009年の予測より減少すると予測されるものの、多額の財政赤字が引き続き存在することから（図4）、2002年～2007年平均を依然として大きく上回ることになるだろう。過去のパネルデータの分析によると、財政赤字のGDP比1%の恒常的増加が、長期的金利の10～60ベーシス・ポイントの増加を引き起こす。

システミック・リスクは後退したが、政策上の課題は大きい。政策当局は以下の事項に取り組む必要がある（1）経済回復の兆しを支えるために十分な信用の伸びを確保す

る (2)適切な出口戦略を構築する (3) 公的なバランスシートの圧力に連関するリスクを管理する (4) 将来のシステミックリスクの減少ために 規制と市場動向のバランスを維持する。中期的には、政策当局者は市場規律の回復、システム上重要な金融機関によるリスクの解決、マクロプルーデンス政策のアプローチの確立、そしてクロスボーダーな金融機関に対する監督の強化、などに取り組むことが求められている。

国際金融安定性報告書 (GFSR) 2009年10月

第2章 要旨：証券化市場の再出発：政策提案と落とし穴

ジョン・キフ (John Kiff)、ジョディ・スカルラータ (Jodi Scarlata)、アンドレアス・ジョブスト (Andreas Jobst)、マイケル・キッサー (Michael Kisser)

要点

- 健全な証券化は重要なメリットをもたらす。信用配分の効率性を高め、信用リスクを銀行セクターからより多様な投資家へと移転させ、潜在的な最終投資家に合わせてリスクとリターンをより精密に調整するというメリットである。
- 証券化の再出発に失敗すれば、銀行への資金調達圧力は長引き、与信は減少し、その穴埋めを中央銀行と政府が担い続けるという犠牲を払うことになる。
- 健全な証券化の新たなモデルでは、過去の「食欲な (high octane)」市場を捨て去り、金融商品の複雑さやレバレッジを高めずに貸し手の資金需要を確実に満たす市場を創設すべきである。
- 持続可能な証券化の再出発に向けては、所要自己資本の増強、オフバランス事業体の会計基準の強化、所要留保、開示要件の強化といったさまざまな提案があり、いずれも正しい方向への動きである。
- しかし、これらの提案をすべてまとめて実施した場合、提案の相互作用によって証券化の再出発にコストがかかりすぎる可能性がある。このため、提案の実施前には影響分析を行い、健全な証券化を妨げるのではなく育成する組み合わせを確保すべきである。

2005～2007年の証券化の急増は、さまざまな分野からのインセンティブのずれによって生じた。発行体と格付機関は相互に影響し合って証券を過大評価し、規制間・会計間の裁定によって不適切な投資の仕組みや商品の組成が促され、目先の実績を重視する報酬制度によって発行量は増加した。投資家の多くも、自らの証券化ポジションに適切な注意を払わなかったが、これはそのために必

要な情報が自由に得られなかったためでもある。こうした欠点が、借り手の債務不履行の増加やプライシング不能などの形で一気に露呈すると、証券化商品の価格は急落、発行量は激減し、2008年、2009年は市場の大部分が事実上の機能不全に陥った。

本章は、民間企業を発行体とする証券を対象とする証券化市場の勃興と没落を検証し、持続可能なベースでの再出発に向けたさまざまな取り組みを評価している。これらの提案は、効率的なリスク配分を妨げ、市場の規律を乱し、引受・監視基準の両方の緩みを招いてきたインセンティブのずれと規制間の裁定機会を是正することをめざしている。議論されている提案は、所要自己資本の引き上げ、資産のオフバランス化に対する会計基準の厳格化、オリジネータの所要留保（retention requirements）の引き上げ、開示要件の強化などである。

特に本章では、オリジネータが「もっと痛みを肌で感じる」よう最低5%の留保を定めた所要留保を導入し、必ず誰かが誠意をもって引受と監視の責任を果たすという、米国と欧州で提案されている取り組みを評価している。また、経済状況や貸出債権の質、デフォルト確率が変わると、証券化商品のオリジネータもローン審査のインセンティブを変えるため、広範囲にわたるインセンティブの整合を実現するには弾力的な実施が必要であることも本章から明らかである。

### **政策提案**

本章はいくつかの政策提案を行っている。その中にはすでに検討中の活動もあり、また過去のGFSRの提案を土台にしたものもある。

- 諸政策により、「レート・ショッピング」を促すインセンティブならびに格付に関連する規制要件間の裁定を促すインセンティブを減らすべきである。その方法としては、格付機関に手法の開示や格付実績データの公表を求めること、規制面で格付けへの依存を減らすことなどがある。
- 所要留保は、金融商品の種類やその潜在的リスクならびに将来の経済状況に合わせて調整すべきである。そうでなければ、政策立案当局は結果の相当部分をカバーする次善の留保スキームを選択すべきである。
- 財務諸表の開示と透明性は、特にオフバランスシートのエクスポージャーに関して強化すべきである。ただし、開示は関連性のきわめて高い情報を中心

に行い、関連性のないデータの開示によって証券化事業者や投資家に過度な負担がかからないようにすべきである。

- 証券化事業者の報酬は長期的展望に立って改訂すべきであり、最近の証券化関連の会計基準変更はこの目標に沿った動きである。
- 証券化商品は流動性を改善させるために単純化、標準化し、価格が実際の取引をもっと反映するようにすべきである。

本章の重要なメッセージは、こうした対策は個々には正しい方向をめざしているが、実施前に相互の影響を慎重に検証すべきだという点にある。こうした対策を組み合わせることで持続可能な証券化を確実に促すためには、影響分析を行う必要がある。

国際金融安定性報告書 (GFSR) 2009年10月

第3章 要旨：金融危機時の市場介入：有効性と出口戦略

エフィ・プサリダ (Effie Psalida)、ワウター・エルゼンバーグ (Wouter Elsenburg)、  
アンドレアス・ジョブスト (Andreas Jobst)、カズヒロ・マサキ、シルヴィア・  
ノヴァク (Sylwia Nowak)

要点

- 危機介入の長期的効果を総合的に評価するには時期尚早だが、本章の実証的分析は、危機介入の発表が金融市場の動揺を落ち着かせるのに有効に機能していることを示している。
- 市場の鎮静化を図るといった短期的な目標でみた場合、流動性支援の発表は危機の初期段階で最も有効であり、その後の段階では銀行の資本増強と当局による資産買い入れが有効だった。
- 長期的な有効性については、我々の最初の結論として、一部の金融商品の市場価格が安定し始めたこと、公的部門による異例の危機対応策に反応して債券発行が上向いていることを挙げる。
- 危機介入からの撤退は、金融機関と市場の健全性に対する信頼の持続的回復を手がかりに行うべきである。撤退の開始時期だけではなく、プロセス全体がどのように設計されているかなど、撤退について明確に公表することが市場の安定を維持し、期待値を管理するうえで重要である。

本章は、今回の金融危機に際して主要先進国の当局が発表し、実施した介入が、動揺した市場を落ち着かせ、金融の安定を回復するうえでどの程度有効であったかについて評価している。また、対象市場に対するこうした介入の長期的影響についても暫定的に検証しているほか、時期や順序、市場の歪みの問題に触れることでこれらの危機介入策からの撤退についても論じている。

本章は主に3つの論点について述べている。

危機介入策の発表は、市場を落ち着かせるのにどのような効果をもったか？

銀行セクターのストレスが和らいでいること、最も傷ついた債券市場に一定の自律機能が戻ってきたことは、大恐慌以来という金融部門への徹底した公的介入がシステミック・リスクの懸念を抑えるのに役立っていることを示す明るい兆しである。危機への政策対応は迅速であり、ある程度は金融市場の鎮静化と市場機能の回復に有効に機能した。

分析は、先進 13 カ国の過去 2 年間（2007 年 6 月～2009 年 6 月）における政策発表の事象研究に基づいている。この事象研究の結論は、資金調達の流動性が最も懸念された今回の危機の初期段階のように、市場の不透明感やカウンターパーティ・リスクが高い環境では流動性支援が金融市場を落ち着かせるのに最も有効だったということである。

危機が流動性の危機から支払能力の危機に移っていくと、銀行の資本増強や当局による資産買入れの発表が最も有効であった。こうした対策が信用リスク軽減の一助になったためである。

#### **危機介入の長期的効果は何か？**

長期的な有効性を総合的に評価するには時期尚早だが、有用な暫定的評価を下すことができる側面はいくつかある。本章では、当局が影響を及ぼそうとしている金融商品の発行量と全般的な価格動向を見ることで、長期的な有効性を検証した。特定の政策介入を長期的な有効性と関連づけることは、途中の出来事やその他のかく乱要因のためにきわめて難しいが、最初の結論として、一部の市場価格が安定化していること、ならびに債券発行額が上向いていることを挙げる。

#### **公的部門は危機対応策からいつ、どのように撤退すべきか？**

一般に、中央銀行と政府による金融システムへの危機介入からの撤退は、金融機関と市場の健全性に対する信頼の持続的回復を前提に行うべきである。国によって経済・金融情勢が異なるため、公的部門が危機の間に実施した措置をいつ、どの手順で解除すべきかについて共通の枠組みは存在しない。

とはいうものの、いくつかの一般原則は適用できる。

1. 危機対応策解除の時期と方法についての戦略には、市場の期待値の管理ならびに、出口戦略の開始時期と執行方法の双方についての周知徹底が盛り込まれなければならない。
2. セクター間の場合でもクロスボーダーの場合でも、裁定機会の回避を計画することが重要である。例えば、銀行の債券発行への政府保証については、可能であれば各国が協調して解除することが望ましい。
3. 政府の金融部門対策については、金融市場を大きく歪め、政府に多額の偶発債務をもたらす支援策からの出口戦略を最優先とすべきである。とはいえ、この決定の時期と手順は、金融市場の状況、特に市場の流動性不足や脆弱さの程度との兼ね合いを見ながら判断する必要がある。