

第2章：プレス・ポイント

流動性リスクのシステミックな部分への対応

著者：Jeanne Gobat, Theodore Barnhill Jr, Andreas Jobst, Turgut Kisinbay, Hiroko Oura, Tiago Severo, Liliana Schumacher

国際金融安定性報告書(GFSR), 2011年4月

ポイント

- システミックな流動性リスクを軽減するためのマクロ・プルーデンス上の枠組みを構築すべき。
- 金融機関全体でみると流動性リスクが過小評価されがちなため、これを補正するためのマクロ・プルーデンス的なツールとして、個別金融機関のシステミックな流動性リスクへの寄与度を算定する方法を本章では三通り提案。
- 政策当局はシステミックなリスクを軽減するための複数の方法を併用することで複合的な効果を得られることも認識すべきである。Capital surcharge等のシステミックなソルベンシー・リスクを低減させるためのツールはシステミックな流動性リスクを軽減させる効果も有し得る。
- 流動性リスクにかかるディスクロージャーを強化すべきである。これにより、流動性リスクの管理状況を投資家も政策当局も評価しやすくなり、流動性リスクの発現を早期に認識できるようになる。
- 効果的な政策ツールと開示情報の改善により、公的な流動性支援をより効果的に実施できるようになる。
- 本章は、有担資金市場の市場インフラと市場慣行の改善、システミックな流動性リスクを拡大させるノンバンク金融機関の監視の強化等を提言した2010年10月のGFSRに続くものである。

今般の金融危機においてはシステミックな流動性リスクが中心的な役割を果たした。金融機関の資金調達市場の流動性が枯渇し、これに対処するため中央銀行は前例のないやり方で空前の規模の介入を余儀なくされた。本章では、システミックな流動性リスクの計測とその軽減のためにマクロ・プルーデンス上の手法の開発がさらに必要であることを指摘し、併せてその方法についてもいくつかのアイデアを提供している。

バーゼル III での流動性リスク管理のための新たな国際的な流動性基準の導入により銀行部門の安定性は高まり、これはシステム的な流動性リスクの軽減にも間接的には寄与するであろう。しかし、バーゼル III の中核的な思想は「マイクロ・プルーデンス」である。すなわち個々の金融機関が負う流動性リスクを制限しようとするものであり、システム的な流動性リスクを軽減することを目的として設計されてはいない。

これを踏まえ、本章ではシステム的な、すなわちシステム全体としての流動性リスクを軽減するためには、マクロ・プルーデンス上の枠組みを構築する必要があると論じている。そのためにまず優先すべきは、個別金融機関の流動性リスク管理のあり方が金融システム全体にどのような負の影響を及ぼし得るかを評価するための手法を開発することである。これにより、個々の金融機関が中央銀行や政府に及ぼしているコストを金融機関自身に負担させることが可能となる。こうしたコストの負担は所要自己資本の追加的な賦課、料金、税、保険料などの形でマクロ・プルーデンスの観点から課すことが出来る。

こうした手段をとるためには、システム的な流動性リスクとそれに対する個々の金融機関の寄与度を当局が信頼性をもって測定することが出来るということが前提となる。しかし、これまでのところ、システム的な流動性リスクや個々の金融機関の寄与度を計測する方法がないという問題があった。

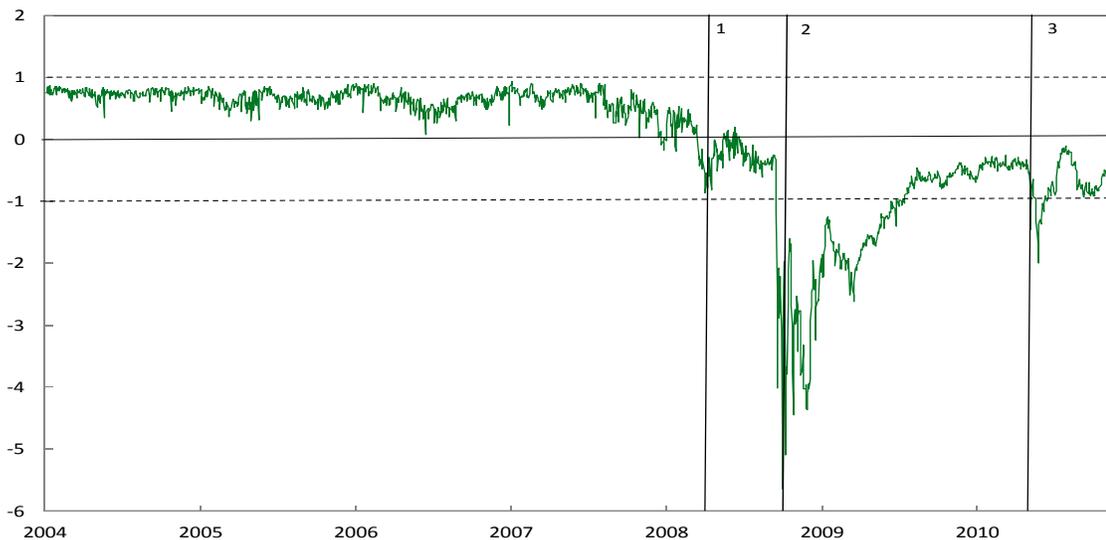
本章ではシステム的な流動性リスクの測定と、その軽減のためのマクロ・プルーデンス的なツールについて、以下の三つの方法を提案している。

- 市場ベースのシステム的な流動性リスク指数 (SLRI)。これは金融市場がストレス下にあるとき、通常時に比べてスプレッドが拡大する点に着目している。金融機関は、相殺するポジションをとることでスプレッドを縮小するという（ほぼリスクフリーな）裁定取引を平時であれば行うことが出来るが、市場のストレス下では資金調達が難しくなることからそうした裁定取引を執行することが出来なくなる。下図は、金融危機時に国際的な資金市場の流動性が逼迫したことを示しており（指標が急激に低下している時期）、基準点（ゼロ）から標準偏差の2倍以上の乖離が生じた状態を、システム的な流動性逼迫の時期とした。
- システム的なリスク調整後流動性 (SRL) モデル。これは金融機関のバランスシートのデータと市場データを用い、金融機関のリスク量に基づく流動性リスクの先行指標を試算したものである。オプションの価格算定モデルと一般的な経済金融指標をもとに、いくつかの金融機関が同時に資金不足に陥る（すなわちシステム的な流動性問題が起きる）確率が計算でき、同時に個別金融機関の寄与度も算定できる。

- マクロ・ストレス・テスト（ST）モデル。これはマクロ経済環境や金融環境の悪化がどの程度、金融機関を債務超過状態に近づけ、資金調達を困難化させるかを評価することにより金融機関の流動性リスクへの影響を計測するものである。

上記のいずれの手法を用いても個々の金融機関の任意の時点でのリスクを算定することが出来る。また、ノンバンク金融機関のシステム的な流動性リスクへの寄与度を算出するなど、柔軟性を十分に有している。直近の金融危機についてこうしたモデルでリスクを算定してみると、個々の金融機関の流動性リスクを単純に足しあげたものに比べ、システム全体として資金不足に陥るリスクの方が大きく試算された。こうした試算結果は、流動性リスクのシステム的な特徴をマクロ・プルーデンスの枠組みの中で把握することの重要性を強く示唆している。

Figure. Systemic Liquidity Risk Index



Sources: Bloomberg L.P.; Datastream; and IMF staff estimates.
 Note: The dotted band depicts +/- standard deviation around the zero line. Dates of vertical lines are as follows:
 1—March 14, 2008, Bear Stearns rescue; 2—September 14, 2008, Lehman Brothers failure; and 3—April 27, 2010, Greek debt crisis.

上記の三つの手法とマクロ・プルーデンス・ツールを併用し、以下の二つの目標を実現すべきである。（１）個々の金融機関のシステム的な流動性リスクへの寄与度を計測し、（２）これを基に危機時にこれらの金融機関が中央銀行から受けることとなる流動性支援にかかるコストを間接的に計算する。こうした支援に対する適切な価格算定が出来れば、ストレス時に現実に必要な支援規模も小さくなり、たとえシステム的な流動性の不足が生じて、これが大規模なソルベンシー問題につながり、ひいては金融仲介や実物経済に及ぼす悪影響も軽減できる。

さらに本章では、システム的な流動性リスクに対する規制のあり方は、以下のとおり多面的であるべきとしている。

- 資金調達市場のインフラを改善し、その機能を向上させること。たとえば、2010年10月のGFSRでも提言したように、レポ取引の担保を中央清算機関に登録することなど。
- システミックな流動性リスクの一因となるノンバンクの金融機関に対する規制・監視を強めること。特に、銀行類似の活動を行うものの銀行より規制の緩い、いわゆるシャドー・バンク（ヘッジ・ファンドやマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド）に対する規制・監視を強めること。
- 国際的な協力を緊密化し、資金調達市場、及び金融機関の資産・負債の満期構成にかかる情報の開示を強化し、金融システム内の流動性リスクの高まりを適切に把握できるようにすること。
- マクロ・プルーデンス・ツールのより総合的な費用対効果の把握。たとえば、システミックなソルベンシー・リスクを低下させるためのSIFI（システミックに重要な金融機関）に対する課税や所要自己資本の追加的な賦課は、システミックな流動性リスクも低減させる効果も有し得る。この場合、システミックな流動性リスクを軽減させるためのツールへの依存度も低下することになるだろう。

第3章 プレス・ポイント

住宅金融と金融安定 — 基本への回帰？

著者：Ann-Margret Westin (チーム・リーダー), Dawn Yi Lin Chew, Francesco Columba, Alessandro Gullo, Deniz Igan, Andreas Jobst, John Kiff, Andrea Maechler, Srobona Mitra, Erlend Nier

国際金融安定性報告書(GFSR)、2011年4月

ポイント

- 将来の住宅バブル再発を避けるため、政策当局は安定した住宅金融制度を構築・維持するためのベスト・プラクティスを考えるべきである。我々の実証研究が示すところでは、以下の三つの分野がベスト・プラクティスとして重要である。
 - 1) 政策当局は住宅金融における融資（オリジネーション）の健全性を重視すべきであり、そのためにはリスク管理の向上、貸出基準の適正化、実効性のある監督に注力すべきである。
 - 2) 政府の住宅金融への関与のあり方については、意図せざる影響が出ないように慎重に検討する必要がある。実証研究の示すところでは、政府の住宅金融への関与が、今回の危機の形成過程において、金融システムの安定性に大きな影響を及ぼした。
 - 3) 民間の証券化ビジネスにおいてモーゲージのサービサーを含む金融機関のインセンティブと投資家の利益との整合性を確保すべきである。
- 住宅金融のシステムを新たに構築しようとしている国は、しっかりした規制と実効性のある監督、及び透明性の確保を基本とすべきである。こうした点は、政策当局が住宅金融制度の形成に関与する余地が大きい新興市場国において特に重要である。
- 米国の住宅金融制度には特異な点がいくつかあり、改革が必要である。我々は最近出された米国政府の改革案を歓迎する。

本章ではいくつかの代表的な先進国と新興国の住宅金融制度を分析することで、住宅金融制度の安定と広義的には金融システム全般の安定性を高める上で、どういった要素が重要かについて考察している。住宅価格の大幅な下落が金融システムの安定性に及ぼした影響の大きさが国により異なる点は留意すべきである。こうした差は、政府の関与のあり方を含む住宅金融の構造が国により大きく異なることが一因になっている。

本章では、特に、一部の先進国における住宅金融の特徴が、今回の金融危機において、金融システムをより不安定化させた点について検証している。

本章にある多数の国の時系列データを用いた実証分析では、住宅ローンの膨張と住宅価格の急激な上昇との間に強い相関があることを示している。また、住宅金融の制度上の特徴が住宅ローンと住宅価格に及ぼす影響についても分析している。たとえば、今回の危機に至る過程では、特にいくつかの先進国において、政府の住宅金融への関与が住宅価格の上昇と住宅ローンの膨張を増幅した。また、平均的には、政府の住宅金融への関与が強い国ほど事後の住宅価格の下落も大きい。

加えて、他の多くの研究でも指摘されているとおり、先進国においては借入比率（loan-to-value ratio）が、住宅価格ならびに住宅ローンの伸びと高い相関を有している。しかし、こうした相関は、新興国の直近までのデータを含めた計測では認められない。これは新興国においては、規制対象外の金融機関による貸出が大きく、与借入比率規制が厳格には機能していないためかもしれない。

本章では、住宅金融制度の安定性を確保するためのベスト・プラクティスとして以下の三点をあげている。（1）リスク管理の向上、貸出基準の適正化、より実効性のある監督、（2）政府が住宅金融へ関与する場合の影響についての慎重な検討、（3）民間の証券化ビジネスにおける金融機関のインセンティブと投資家の利益との整合性確保。

本章では、新興国の政策当局が住宅金融制度の制度設計を行う際に留意すべき追加的なベスト・プラクティスについても触れている。とりわけ、住宅ローンの適正な貸出基準を確保するためには、すべての住宅ローンの貸出機関（オリジネーター）に対してしっかりした規制と監督を行う仕組みを確立すべきとの提言を行っている。住宅ローン商品の特徴とリスクを消費者に教える信用調査機関の整備も重要である。

最後に、こうしたベスト・プラクティスの考え方に則り、米国の住宅金融制度改革についても具体的な提言を行っている。米国の制度は、多くの面で特異な仕組み

を有しており、抜本的な見直しが必要である。米国政府が最近公表した住宅金融改革案は正しい方向への第一歩として歓迎すべきものである。

米国の住宅金融制度改革は、規制、監督、消費者保護の面で現在欠けている点を是正すべきである。政府の関与はより明確に規定され、透明性も高められるべきであり、政府予算においても政策コストの内容が適切に示されるべきである。また、住宅金融市場での競争条件の公平を確保するために、政府支援法人(Government Sponsored Enterprises)の役割も見直すべきである。また、適正なインセンティブのあり方も通じて、「安全な」プライベートラベルの証券化商品の組成を促すべきである。こうした改革は、米国の金融システムに望ましい影響を大きく与えると同時に、国際的な金融システムの安定にも寄与するであろう。