

(参考仮訳)

国際金融安定性報告書 (GFSR) 2008 年 10 月

要旨

世界の金融市場の混乱は拡大しつつある。世界金融システムの信頼回復のためには国際的に整合的で果敢な政策がとられる必要がある。それなくしては、現在進みつつあるレバレッジ解消のプロセスが、無秩序で実体経済に大きなコストを伴うものになっていく虞がある。レバレッジの大幅な解消は必要かつ不可避であり、金融システムの秩序回復はいずれにせよ困難な課題になると見込まれる。このようないまだ先行きの見えない困難な現状を背景に、「金融安定性報告書 (GFSR)」では、最近の状況を概括し、現状において有用と考えられる政策的措置について考察する。

国際的な金融機関及び国際金融市場に対する信頼は大きく揺らいだ。金融システムの安定性に対する脅威は、9月に、いくつかの主要機関が破綻、もしくは破綻に近い状況に陥ったことで顕在化した。2008年10月の「世界経済見通し」では、世界金融システムにかかるストレスが世界経済成長の減速を深刻化し、回復を妨げる、と述べられている。さらに、金融システムと経済全般との間により深刻なマイナスのフィードバックが起こるリスクという、重大な虞がある。増大する損失、資産価格の下落、及び経済減速の深刻化により、金融システムの広い範囲で健全性への深刻な懸念が生じている。2008年4月のGFSRで述べたレバレッジ解消のプロセスは、加速しつつ次第に無秩序な様相を呈しており、金融機関の株価急落、資金調達コストおよびクレジット・デフォルト保護コストの上昇、資産価格の低落が起きている。その結果として、市場は資本や資金の提供、また資産吸収に対して消極的になり（またはその余裕がなくなり）、金融機関の突然死が起きている。金融機関の抱える問題の解決と、付随して生じた流動性逼迫に対応するため、断片的な介入が行われたが、背景にある広範な問題の本質に対処するものではなかったため、市場の信頼を回復するには至っていない。カウンターパーティーリスクに対する懸念の高まりから、世界短期金融市場はほぼ機能停止に近い状態に陥っている。第1章では、現在いくつかの国において検討されている、より総合的な政策的アプローチの基礎を提示する。またレバレッジ解消のプロセスがどの程度すでに進展し、さらにどの程度まだ必要とされているかについて分析する。さらに、現下の崩壊的なプロセスをとめるための包括的な方策を提示する。

影響を受けている国の政府当局が、整合的で一貫した対応を一致して公約することで、金融安定性の回復は前進する。具体的な方策はそれぞれの国によって当然異なってくるが、異常な状況下で信頼を回復するための施策を策定するにあたって、過去の危機の事例から導かれた以下の5つの原則が参考になるだろう。その原則とは、

- (1) 包括的で、時宜を得た施策を明確な形で発信すること。このような施策は、レバレッジ解消にともなうストレスに対応すべきである。即ち、アベイラビリティ、金利、期間の各面でバランスシート安定化に資するような資金調達の改善。財務基盤は健全であり存続可能な金融機関が十分な信用供与を行えていない場合にこれに対処する資本注入、秩序だったレバレッジ解消を促すための公的資金による問題資産の買い支え、といったものが含まれる。既存もしくは新たな規制の実施に当たっては、景気循環を増幅するような効果を生じないようにすべきである。施策の目的が明確であり、手続きの透明性が確保される必要がある。
- (2) 世界金融システムの安定化のため各国が統合的で一貫した政策を実施することで、その効果を最大化する一方、他国へのマイナスの影響を避けること。
- (3) 問題点を早期に捉え、迅速な対応を確保すること。そのためには、各国国内、また多くの場合、各国間において、緊密な連携が必要である。また様々な異なる政府当局が関連してくる可能性があるため、関係当局が果敢な措置を採るための枠組みも必要である。
- (4) 緊急の政府介入は一時的なものであり、納税者の利益が保護されること。政府の行動についての説明責任はすべての関係者にとって重要な点であり、施策に伴うロスが民間サイドでも負担され、利益が納税者に還元されることが政府による支援の条件とされるべきである。事態の緊急性と公的支援の必要性を認識しつつ、介入メカニズムは、モラルハザードを最小限に抑えるべきである。
- (5) 中期目標として、より健全で競争力があり、効率的な金融システムを目指すこと。この目標の達成のためには、存続不可能な金融機関の秩序だった処理と、個別国と世界レベルでの監督・規制の改善と市場規律の強化による国際的なマクロ金融の安定化枠組みの強化の双方が必要である。また同時に、市場規律の効果を改善するためのメカニズムも必要である。価格形成および信用の仲介にとって重要な資金調達市場および証券化市場の強化が必要であり、これには、中央清算機構を通じてカウンターパーティーリスクを引き下げることも含まれる。

これらガイドラインとなる原則を満たした上で、レバレッジ解消に関する 3 つの相互に関連する分野、即ち、資本不足、資産価格の下落およびその評価の不確実性、資金調達市場の機能不全、といった分野において明確な行動が必要とされる。レバレッジ解消のプロセスをより秩序だったものとするためには、これら 3 つの要素の間の悪循環を断ち切る必要がある。

資本について：GFSR では、銀行の自己資本比率を強化しつつ、民間セクターの信用を緩やかであれば拡大するために、世界の主要な銀行は今後数年でおおよそ 6750 億ドル資本を増強する必要がある、と推計している。

- ・多くの金融機関が、現在民間からの資本調達に直面していることから、存続可能な機関に対して政府当局が資本注入を行う必要がある。このためには多くの方策が考えうるが、納税者もいくらかのアップサイドを確保する一方、既存もしくは新規株主に対して、新たな資本提供を行うインセンティブを提供するものが望ましい。
- ・政治的な困難が伴うが、存続不可能な銀行を秩序だった方法で処理することで、十分な資本基盤を備えた競争的な銀行システムの確立にける政府の姿勢を示すことが出来るよう。

資産について：民間セクターがレバレッジ解消のためバランスシート資産の圧縮を行うにあたって、公的セクターのバランスシートを利用することで、銀行の資本毀損につながる虞のある投売りの価格での清算を防止することができよう。

- ・銀行が証券化資産もしくは問題資産を多く抱えている国では、政府がこのような資産を買い取るか、長期資金の提供を行うといったメカニズムが考えられる。これによりバランスシートの健全性への信頼が高まる。資産運用会社を設立することで、このプロセスを法的に明確かつ説明責任を明らかにした枠組みとすることができよう。
- ・時価評価のルールに関して判断の自由度を高めることにより、有価証券を投売りの価格で評価する圧力が緩和され、所要増資額の拡大を防ぐことが出来るかもしれない。ただ、こうした裁量が金融機関のバランスシートの信頼性を損なうことのないよう、緊密な監督と適切な開示を伴う必要がある。

資金調達について：市場性資金の調達、なかでも他国市場からの調達に依存する金融機関は、深刻かつ高まりつつある借り換えリスクにさらされている。そのため中央銀行は、これら機関の資金調達ニーズにこたえるため、ターム物資金拡大の様々な方策をさぐっている。既に実行された流動性供給に加え、資本拡充と資産価格支援のための上述の方策をとることで、市場の適切な機能と信頼回復のために必要な基盤は整うであろう。中央清算・決済機構などを通じた、カウンターパーティーリスク低減にむけての進展も助けとなる。しかし過去の危機の経験から、更なる施策が必要となる状況もあることが示唆される。極端な状況においては、

- ・個人口座に対する預金保護が通常範囲を超えて拡大することも考えられる。しかし、預金保護範囲の拡大、もしくは更に状況が悪化した場合における全額保護の適用は、一時的かつ緊急の措置として行われるべきであり、各国間で連携して行われるべきである。

- ・ 一時的に、優先及び劣後借入債務を保護することも考えられる。理想的には、このような保護に関しては、手数料や適格性テストその他の基準により、それを受ける金融機関に何らかの負担を求めることが望ましい。

これらは施策の大きな方向性を示すものであるが、一部は当局によって既に具体化され実行に移されているものもあり、さらにいくつかのものが検討の俎上に上っているとの歓迎すべき様子も見られる。果敢に行動するとの当局の強い決意の発露、既に大幅なバランスシートの調整が行われているという点、世界的な監督枠組み見直しへの前向きな姿勢はいずれをとってもプラスの進展である。中期的にも、インセンティブと規制を調和する作業を各国で行っていくためのよい機会となるだろう。とは言え、現時点では、現下の混乱を收拾することに政策の力点はおかれるべきである。

第 1 章

これを背景に、第 1 章では国際的金融機関が負うこととなるであろう追加的損失を推計する。また、金融システム全体で必要とされるレバレッジの低下、資産の縮小、所要資本増強の規模も推計する。この分析は、金融の安定を確保し、厳しい金融引き締め政策を避けつつ秩序あるレバレッジ解消プロセスを実現するには公的資金が必要であると結論づけている。最大のリスクは金融システムと実体経済の間の負の循環が強まることである。

今回の金融危機の震源地は米国であるため、第 1 章では米国の先行きについてやや詳細に取り上げる。米住宅市場の悪化と全般的な景気減速が新たなローンの劣化を生んでおり、優良な居住用・商業用不動産、企業金融や消費者金融でも延滞が増加している。デフォルト（債務不履行）の割合がまだピークに達しておらず、最近のマーケットが明らかに危機に直面していることから、米国の貸付債権と証券化資産の実現損失額は、2008 年 4 月の「国際金融安定性報告書（GSFR）」に述べた水準を大幅に上回る 1 兆 4,000 億ドル前後に膨らむ可能性が高い。景気減速が広がりを見せるなか、金融機関は米国資産以外でも損失を抱えるようになるとみられ、一部の欧州諸国では住宅市場の軟調を背景にこうした問題が目立ってきている。

金融機関は、バランスシートでのこ入れに向けた資本増強を実施してきた。この努力は当初こそ実を結んだものの、金融機関の基本的な健全性への疑念の高まりを受け、今後の増資の余地は限られかつ高コストになってきている。こうしたことから第 1 章では、銀行セクターのレバレッジ解消は様々な経路を通じて起こると見ている。即ち、資産の売却や新規資産の伸びの抑制に加え、既往の歳入源が失われるため、銀行は、ビジネスモデルの抜本的な変更を迫られるであろうと指摘している。同じようなレバレッジ解消のプロセスは、

銀行以外の多くのヘッジファンドなどでも進んでいる。信用取引やレポ市場を利用して、レバレッジを効かせたポジションをとるのが非常に困難になっているためである。資金調達市場におけるストレスがMMFの解約を増加させ、法人企業の借換えリスクを増幅させている。広範囲に広がりつつあるこうした出来事は、1週間という期間内に、大規模な独立した投資銀行が米国の金融界から消滅したという事実により明らかにされている。長期的にどのような帰結となるかは必ずしも明らかではないが、金融セクターの統合が進み、新たなビジネスモデルが必要となる可能性が高い。また、企業は当面、レバレッジを減少させた経営を行うであろう。

かつては低リスク資産と考えられていたものの評価が揺らいだことで、自己資本が十分かどうかを判断するのが難しくなっている。第1章によると、大方の市場参加者、格付機関、規制当局は、自己資本はこれまで考えられていた以上に厚く取っておく必要があると認めている。さらに、所要資本は規制に基づく自己資本比率から機械的に算出するのではなく、将来に向けたリスク量の評価に基づくべきである。恒久的により高い資本比率を義務付けることにした場合には、それを強制する事で後退局面にある景気をさらに悪化させることのないように、時間をかけて導入すべきである。より高い自己資本比率を要求することで与信市場の正常化はさらに遅れることにはなるが、2009年末までには銀行部門における資本増強過程は、景気回復を支える程度に進展しているものと見込まれる。

新興市場は、当初は世界的な金融の動揺に対して全般的によく持ちこたえてきたが、最近では市場からの圧力がさらに高まっている。資金調達のコストが上昇し資金供給も制約されてきているうえ、株式市場では、高水準からではあるが大幅な調整がおきている。資本の流出が増大し、対外流動性がタイト化しており、いくつかのケースでは国内の流動性も逼迫しはじめている。新興市場の借り手と金融機関は今後、いちだんと厳しいマクロ経済環境に直面することになるだろう。政策当局者もまた、世界経済の成長の減速や、国内へのインフレ圧力の浸透が続くなかで困難な状況に直面しており、加えて信認の低下と流入していた資本の反転がおきている。このようなさまざまな状況が重なることにより、一部の新興国で国内の信用サイクルの下降過程が一層悪化するという重大なリスクにさらされている。

第1章ではこのほか、この章での分析及びこれまでのGFSRの結論を踏まえ、上記以外の具体的な政策提言も行っている。公的セクターが何をすべきかに焦点が当たってはいるが、金融仲介機能をより強固なものとするには民間金融機関が問題点を発見し、改善する上で重要な役割を果たす。民間金融機関にとっての重要な論点は次のようなものであるが、その実現に当たっては規制監督当局による支援も必要である。

- ・ 秩序あるレバレッジ解消プロセスを維持する。金融機関はまずバランスシートの強化を着実に継続し—これはできれば資産売却より新規資本の調達によって実現すべきであるが、2 番目に、ビジネスモデルに見合った十分な資金を確保する手立てを講ずるべきである。
- ・ リスク管理システムを強化する。全般的なリスク管理改善の一環として、金融機関は健全なリスク管理慣行を用い、リスク調整後ベースの収益にリンクした報酬制度を確立するよう努めるべきである。この際、長期的な報酬にウエイトを置くべきである。
- ・ 資産評価手法と報告システムを改善する。金融安定化フォーラム（FSF）の新たな開示ガイドラインを実施し、資産再評価の間隔の短縮と適時開示を実施することは、不透明感を払拭するとともに取引相手方の健全性にかかる情報を提供する上で重要な要素である。
- ・ 店頭商品のためのより優れた決済メカニズムを開発する。民間部門はカウンターパーティー・リスクの軽減に向けた清算・決済機関の設置に取り組んでいるが、特に、急成長を背景に決済問題への取り組みが急務となっているクレジット・デフォルト・スワップ市場について、この動きを加速させるべきである。カウンターパーティー・エクスポージャーにかかる所要資本の引上げは有力な施策でいくつかの規制当局が検討を行っている。

第 2 章

流動性リスクとソルベンシー・リスクが組み合わさって短期金利のスプレッド拡大と取引減少を生み出し、資金市場はかつてないほどの長期にわたり緊張状態が続いている。第 2 章では、銀行の資金調達市場が現在もなお銀行・準銀行間の流動性供給機能を果たせていないこと、また、それが金利を通しての金融政策伝播のチャンネルに及ぼす影響について深く掘り下げている。

第 2 章は最初に、短期金利決定の仕組みは、ロンドン銀行間出し手金利（LIBOR）と欧州銀行間出し手金利（Euribor）を含め、破綻してはいないものの、LIBOR は推定約 400 兆ドルの既存の金融デリバティブ契約の基礎になっているため、改善が望ましいと指摘している。本章の分析のほとんどは直近の LIBOR 金利の急激な上昇以前に行われたが、基本的な提言に変更は必要ない。第 2 章では、LIBOR とオーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）市場のスプレッド拡大の理由を検証し、2008 年早々から債務不履行への懸念が米ドルの LIBOR-OIS スプレッドに最も大きく影響するようになったとしている。為替スワップのスプレッドは Euribor-OIS とポンドの LIBOR-OIS スプレッドを説明しており、米ドルの流動性圧力が他の通貨に波及していることが示された。

第 2 章ではまた、金融政策の金利を通じた波及経路が、危機によりどのような影響を受けたかを、銀行類似金融機関（near-banks）の事業の成長加速、より広範なホールセール資本市場の活用、安定した預金ベースから短期物による資金確保の比率拡大への動き、といった 3 つの長期トレンドに照らして検証している。これらのトレンドは金融政策の金利を通じた伝播を概ね安定化させてきたが、政策金利と貸付金利の安定的な関係は、ここ 1 年で、特に米国で急激に変化した。2007 年半ばから 2008 年 6 月にかけて、政策金利を基にした貸付金利の予測は米国およびユーロ圏いずれにおいても信頼性が悪化した。特に米国についてその傾向が強い。

第 2 章は以下のことを提言している。

- ・ *資金市場のインフラの改善*。特に LIBOR の算定については、対象銀行の拡大と銀行以外からの無担保ターム物資金にかかるサンプルの増加を図るとともに、取引量のデータを公表することで、ベンチマーク金利への信頼性が高まるとみられる。
- ・ *監督当局が信用リスク、流動性リスクの双方により注意を払う*。銀行間金利のスプレッド拡大は主に銀行の経営危機リスク（信用リスク、流動性リスクの両方を含む）によるものであることから、中央銀行の緊急流動性の利用をいくら拡大しても、インターバンク市場における資金調達の根強いストレスが和らぐとは考えにくい。民間機関によるカウンターパーティーリスクへの対処がますます困難になっていることから、公的機関がこれに取り組む必要がある。
- ・ *短期金融市場に対する限定的な間接支援*。金融政策伝播のためインターバンク市場の機能回復をめざす中央銀行の融資制度は、慎重に設計すべきである。市場参加者が自らの中で取引を始めるよう仕向け、そうすることで、極度の緊張状態が緩和したときには中央銀行が秩序ある撤退を行えるようにすべきである。来年から始まる欧州中央銀行の担保政策の変更は、その方向への第一歩である。
- ・ *中央銀行間の協調とコミュニケーションの促進*。最近の経験は、自国の短期金融市場に加えて適切に機能する為替スワップ市場が重要であることを示している。特に、直近の流動性逼迫に際して、外貨での資金調達需要に対して主要中央銀行は協調して対処に当たった。自らがとった措置やその理由を中央銀行間で定期的に連絡しあうことは不透明感の払拭につながる。また、オペレーションの手続きを引続き統一化させていくことも、この目標の達成に有効とみられる。

第 3 章

危機が始まって以降、時価会計慣行の役割に厳しい目が注がれている。第 3 章は、時価評価（FVA）手法の適用が現在の信用サイクルの進展と結末において、景気循環を増幅さ

せた可能性がないかについて検討する。

第3章では、代表的な種類の金融機関5社から実際のデータを集め、これを用いて最近の出来事を基にいくつかのショックのバランスシートへの影響についてシミュレーションを行っている。この分析によると、時価評価の適用により、バランスシート上の資産と負債の種類によっては、これらのショックがもたらす評価額の景気変動に伴う変動が増幅されることが裏づけられた。また、このシミュレーションは時価評価手法の修正の可能性の検証にも使われている。こうした修正は予想通り、評価額の循環的な変動を平準化するよう動いたが、同時に評価の公正価値からの乖離をもたらすことになる。しかし、流動性が極端に乏しい市場、もしくは過度に楽観的、悲観的な状況などでは、時価評価はやはり長期的なファンダメンタルズや対象とするキャッシュフロー、リスクを反映しない評価を生み出す可能性があるという点である。

この章は全体として、時価評価の適用が進むべき方向ではあるが、一部の評価手法の極端な影響を和らげるため、時価会計手法の改善が必要であると結論づけている。今後の主な課題は、時価会計の枠組みが市場の規律と金融の安定性に寄与できるよう、その質を高めていくことである。評価に対する会計、監督、リスク管理上のアプローチを調和させ、これらが一体となってより安定した金融システムを構築していくようにすべきである。重要なのは、3つの観点からの評価方法の間で整合性を確保するため、それぞれの分野で既存の評価方法に修正を加えることである。

政策提言は以下のようなものである。

- ・ *評価に関する情報を選択的に追加する。* 会計評価自体についても、利用者がその金融機関のリスクを適正に評価できるよう、時価評価の幅、モデル化手法、前提条件などの追加情報を補う必要がある。
- ・ *資本バッファと引当金を引き上げる。* 資本を充実させ、将来を見通して引当金を計上することは景気下降期において有用性を発揮する。シミュレーションに基づく、深刻な景気後退でも十分な財務基盤を確保するために最悪のショックに対しても備えとすれば、良好な時期において、通常設定する所要自己資本の30～40%増しの自己資本を確保しておく必要がある。
- ・ *的を絞ったリスク開示を行う。* 金融機関は利用者によって異なるニーズに対応するため、よりの絞った報告を検討することが考えられる。対象によっては、より短い報告をより頻繁に行うほうが、より長い報告をより少ない頻度で行うより望ましい場合がある。

第4章

新興市場国は金融危機の矢面に立っているわけではないが、その余波に対する脆弱さを軽視してはならない。第4章は、新興国の株式市場を検証し、外部／グローバルな要因と国内／ファンダメンタルズ要因が株式市場のバリュエーションを動かしている度合いを分析している。それによると、グローバルな要因は国内のファンダメンタルズと同様、新興国の株式市場の動きに重要な役割を果たしている。またこの章では、さまざまな相関の尺度を用い、新興国の株式市場への波及の度合いが増しており、株価変動の伝播チャンネルの拡大がうかがえると述べている。これがひいては新興国の消費と投資に影響を与える可能性があるものの、こうしたマクロ経済と金融の結びつきは小さいとの結果が出ており、またその効果も時間を持って現れる。とはいえ、このことは、政策当局者は長期的な視点で自国の金融市場の耐久力を高める努力を行っていくべきことを示している。

具体的には、市場の耐性を高めるのに有効とされる中期的な標準的政策はよく知られており、一般に以下のようなものである。

- ・ 投資家の裾野を広げ、より多様化させる。長期投資が多い年金基金、保険会社などの機関投資家を含め、投資家の多様性を進める。
- ・ 価格発見を容易にする。価格公表の人為的な遅延や価格変動の制限を避けることにより、価格発見の障害を取り除く。
- ・ インフラ整備を支援する。国際的な最善慣行例（ベスト・プラクティス）に沿った法律、規制、監督ルールを採用する。
- ・ 証券取引所の円滑な運営を確保する。強化とイノベーションは適正な順序で行われる必要はあるが、株式及び新たな金融商品の取引に向けた機能性の高い証券取引環境とこれを支えるインフラも資本市場の育成に役立つはずである。

今回の危機から得られたいくつかの政策上の教訓は現在実行に移され始めているが、まだ多くの政策は策定、評価を経ないと実施に移される状況にはない。国際通貨基金（IMF）は、本報告書で取り上げたものも含め、いくつかの項目についての議論に活発に参加している。2008年4月のGFSRの政策提言のすべてをここで繰り返すことはしていないが、それらを実施する必要は変わりはない。IMFは、加盟国が自国の金融システムの健全性を高め、グローバルな金融部門のリスクに対する抵抗力を強めることができるよう、二国間サーベイランスと「金融セクター評価プログラム」、技術支援を通して今後ともFSFと協力し、進捗度をモニターし、加盟国を支援していく。