

第 3 章 プレス・ポイント：

安全資産：金融システムの要か？

国際金融安定性報告書 2012 年 4 月

著者：Silvia Iorgova（チームリーダー）、Abdullah Al-Hassan, Ken Chikada,
Maximilian Fandl, Hanan Morsy, Jukka Pihlman, Christian Schmieder,
Tiago Severo, Tao Sun

ポイント

- 市場に歪みが生じていることで、金融市場で枢要な役割を果たす安全資産（米国債、ドイツ国債、場合によっては高格付社債）に負荷が強まっている。先進国における不確実性の高まり、規制改革、中央銀行による金融危機後の異例の政策措置が、安全資産に対する需要に拍車をかけている。
- 安全資産の供給は、公的部門及び民間部門の発行能力が低下しているため、減少している。その債務が安全資産とみなされる国の数は減少している。証券化をめぐる様々な問題により、証券化商品の安全資産としての役割も低下している。
- 安全資産の減少と需要圧力の増加は、国際金融システムの安定性にとってマイナス要因となる。安全資産の不足は、投資家の買い急ぎを招き、その価格を上昇させ、安全性基準の引き下げも余儀なくするだろう。また、短期的なボラティリティを一段と拡大させ、高品質な担保の不足にもつながろう。
- 安全資産市場におけるスムーズな調整には、より柔軟な政策の立案と実践が求められる。政策当局は、金融機関の健全性の確保と、そのために安全資産に対する需要が過度に性急に高まることによるコスト、とのバランスを取らなければならない。

世界金融危機および多数の先進国における財政の持続可能性に関する懸念の高まりは、絶対的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ている。これまで実質的に無リスクとされてきたソブリン債が最近格下げされたことにより、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になった。絶対的に安全という概念は、格付機関の最高位格付けに暗に含まれ、プルーデンシャル規制、機関投資家の資産運用基準に内包され、金融危機前に偽りの安心感を与えていた。資産の安全性は以前よりも適切に評価されるようになってきているものの、予定されている規

制改革や市場改革、中央銀行の危機管理戦略は、先行き不透明な状態が継続し、安全とみなされる資産の供給が減少していることも相俟って、安全資産の価格を、こうした歪みが存在しない場合と比べて、押し上げることになるだろう。

本章では、安全資産の様々な役割、規制・政策・市場から生じる歪みの影響、さらにはこれらに起因し今後問題となり得る点を検証する。需要面を見ると、不確実性の高まり、規制改革、及び中央銀行による危機関連の措置が、需要の押し上げ要因となっている。今般の危機以前の主な外部要因は、世界的な経常収支の不均衡であり、これが外貨準備や一部の政府系投資ファンドによる安全資産の購入を促していた。今後の焦点は、新たなプルーデシヤル規制による需要、OTCデリバティブ取引やそのセントラル・クリアリングへの移行に伴う担保需要、中央銀行のオペレーションに伴う需要の増加を満たすことができるかということにある。供給面では、財政に対する懸念からソブリン債は安全であるという認識が後退している。分析によると、2016年までに約9兆ドル分（ソブリン債の予想発行残高の約16%）が、安全資産とみなされなくなる可能性がある。民間部門による安全資産の発行も、証券化を巡る問題により証券化商品の安全性に問題が生じたため、減少している。

安全とされる資産の減少と安全資産に対する需要の増加が、国際金融システムの安定性にとってマイナス要因となる。安全資産の不足は、投資家の買い急ぎを招き、その価格を上昇させ、安全性基準の引き下げも余儀なくするだろう。また、短期的なボラティリティを一段と拡大させ、金融取引における「潤滑油」あるいは信用の代替りの機能を果たす、流動性があり価格が安定した担保の不足を招く可能性がある。

政策提言

政策対応は、安全資産の新たな、そしてスムーズでない価格調整から生じ得る金融システムの安定性に対するリスクを減ずるべく、柔軟かつ段階的に実施すべきである。

新たなプルーデシヤル・ルールは、安全資産となり得る資産のそれぞれの特性を十分に考慮すべきである。対象となる資産のリスク評価は、信用力ならびに流動性の観点に基づき、適切な間隔で行い、資産によって異なるものにすべきである。資産のリスク評価が個別に適切に行われていれば、市場情勢の悪化や格付けの引き下げにより、その資産が自動的に安全性の低いカテゴリーに振り分けられ、価格がいきなり下落するといったクリフ効果を回避することができよう。自己資本規制におけるソブリン債の扱いについて言えば、発行国の相対的な信用リスクをより正確に反映したリスクウェイトをいずれは適用する必要性があろう。流動性規制に関しては、流動性カバレッジ比率算定のため、対象資産のヘアカット率を定期的に見直していく必要があるだろう。

CCP のデフォルトファンドに安全資産を担保として差し出すことに伴う需要の増加圧力については、担保として受け入れ可能な安全資産のカバレッジに柔軟性を持たせることで軽減できよう。リスクに基づくヘアカットの設定や、受け入れ可能担保の最低基準を設けつつ、受け入れ担保対象資産の範囲を広げることで、CCP の健全性を犠牲にすることなく、特定の安全資産への過度の需要圧力を軽減することが可能となろう。

供給面での政策対応は、需要が高まっている安全資産の価格上昇圧力を抑制する。政府の信用力の改善、資金調達コストの低下、及び経済成長力の強化のためには、政府債務残高の削減、その債務管理の改善、より優れた金融インフラストラクチャの導入に向けた戦略が必要である。民間部門も、安全資産の重要な供給源であり、より健全で、カバードボンドにみられるよう練られ規制された枠組みにより証券化市場の回復を促すことで、安全資産を供給できよう。また、新興国が自国の金融インフラストラクチャの改善を通じ、安全資産を発行する能力を高めていくことで、国際的な安全資産市場の不均衡が緩和されよう。

第4章 プレス・ポイント
長寿リスクの財務的影響
国際金融安定性報告書 2012年4月

著者：S. Erik Oppers (チーム・リーダー), Ken Chikada, Frank Eich, Patrick Imam,
John Kiff, Michael Kisser, Mauricio Soto, Tao Sun

ポイント

- 人々の寿命が延びていることはとても望ましいことであり、長寿の実現で個人の厚生は高まっている。しかし、寿命の長期化は、社会保障や公務員年金制度を通じて政府、確定給付年金を支給する企業、終身年金を販売する保険会社、確定給付年金を持たない個人、それぞれにコスト増大をもたらす面もある。
- 人々が想定以上に長生きすること（いわゆる長寿化リスク）の金融面への影響はかなり大きい。平均寿命が現在の予想より3年延びると、すでに大きい人口高齢化に伴うコストが2050年までにさらに5割も増大する。
- 金融面への影響の大きさと、その対応策が効果をもたらすまでに時間がかかることを考えれば、長寿化リスクに今からもっと対処していく必要がある。
- 長寿化リスクの影響を緩和するには定年の延長（法制化するか自主的であるかを問わず）、年金積立金の増額、及び年金支給額の削減の組み合わせが必要である。
- 政府としては、(i)長寿化リスクが財政に与え得る影響を認識し、(ii)政府、民間の年金運営者、個人の間より適切なリスク分担のあり方を構築し、(iii)長寿化リスクの移転のための資本市場の発達を促し、(iv)長寿化に関する情報と老後の生活設計の教育を充実させる、ことが必要である。

本章では人々が想定以上に長生きするという長寿化リスクが、金融面でかなり大きな影響をもたらし得る点について取り上げる。本章ではまず長寿化リスクを定義し、リスクの規模とそれが財政や企業のバランスシートに及ぼしうる影響を推計する。

今後何十年かにわたって人口が老齢化するにつれ、経済全体の中での老人による消費の比率は上昇し、公的部門や民間部門にとって負荷となっていくであろう。政府

も民間の年金運営者も高齢化に伴うコストについて準備はこれまでもしてきた。もっとも、こうした対応は、過去において常に寿命の延びを過小評価してきた人口動態の将来推計をベースにしたものである。

こうした想定を超えて人々が長生きする場合には、政府や確定給付年金の運営者にとっては、社会保障費や年金支給負担が想定外に増大することになる。また、個人にとっても、長寿化による恩恵もある一方で、老後の生活資金が枯渇し得るという金銭的なリスクが生じる。こうしたリスクは徐々に蓄積していくものであるが、早期に対応をとらないと、すでに問題を抱えている民間や公的部門のバランスシートに大きな負荷を与え、他のショックに対する脆弱性を増し、金融全般の安定性にも悪影響を及ぼす恐れがある。

長寿化に伴うリスクを十分に認識している政府や年金運営者はごく少数である。実際にそれを計測した場合、その規模は大きい。本章では、2050年まで平均寿命が現在の基準推計より3年（過去の過小推計分に概ね相当）延びた場合には、高齢化に伴うコストがさらに5割拡大すると推計している。また、米国の民間企業年金データに基づく試算例では、3年の寿命の延長に伴い年金債務が9パーセント上昇する。年金債務の残高は大きいため、この場合、企業は単年度の年金積立分の何倍にも相当する金額をさらに年金基金に拠出する必要があることになる。

長寿化リスクに対応するには様々な手段をとる必要がある。第一に、政府は高齢者社会保障制度と公務員に対する確定給付年金制度を通じて、大きな長寿化リスクを抱えていることを認識する必要がある。第二に、長寿化リスクは個人、年金運営者、政府の間で適切に分担されるべきである。第三に、資本市場を活用し、長寿化リスクを年金運営者からリスクをより吸収できる主体に移すこともできる。本章では、最近拡大しつつあるこのリスク移転市場の取引を取り上げ、その機能の改善策についても論じる。

予想寿命の長期化に合わせ、定年を引き上げていくことも必要不可欠な対策である。政府が定年延長を法制化することも可能だが、個人が定年を先延ばしにするような誘因を設けることもできる。定年延長は老後のための生活資金を蓄積する期間を延長する効果と、蓄積した生活資金の使用期間を短縮させるという二つの効果を持つ。長寿化とその資金面への影響についてより充実した教育を行うことで、個人の認識を高めることができる。年金支給の柔軟性を高めることも重要であり、年金掛け金の増額や定年延長ができない場合には支給額を引き下げざるを得ない場合もあろう。

長寿化リスクについての認識をより高め、その緩和策は今から着手すべきである。対策が効果を発揮するまでには時間がかかり、対策が遅れるほど効果的な対応がより難しくなる。人口の高齢化とその追加的なリスクである長寿化に対応していくことは、民間ならびに公的部門のバランスシートの持続可能性についての信認を回復させるために必要な取り組みの一部である。