

国際金融安定性報告書 (GFSR) 2008 年 4 月

要旨

過去 6 ヶ月の出来事は、世界の金融システムのもろさをあぶりだし、民間、公的機関の対応の有効性について根本的な疑問を提起した。事態はまだ流動的だが、2008 年 4 月の『国際金融安定性報告書 (GFSR)』は、金融システムが抱える脆弱性を分析し、暫定的な結論と政策上の教訓を示している。この分析からは主に以下のような点が明らかになっている。

- ・ さまざまな金融機関、すなわち銀行、モノライン保険、政府系金融、ヘッジファンドなどが積み上げたレバレッジの規模と、それが無秩序に解消されるリスクを関係者全体が見誤っていた。
- ・ 民間部門のリスク・マネジメントや開示、金融部門の監督規制もすべて、急速な金融イノベーションとビジネスモデルの変化に追いつけず、その結果、過度にリスクをとる姿勢や脆弱な引受態勢、満期ミスマッチ、資産価格インフレの余地が生まれた。
- ・ 銀行のバランスシートからのリスク移転が過大評価されていた。リスクが現実化するにつれ、それが巨大な圧力となって銀行のバランスシートに跳ね返っている。
- ・ 主要中央銀行が空前の介入を実施したにもかかわらず、金融市場は現在、マクロ経済環境への懸念の高まりや金融機関の資本基盤の弱体化、広範なレバレッジ解消などが重なり、なおも厳しい緊張状態にある。

ひと言で言えば、世界の金融システムは 2007 年 10 月の GFSR 発行以来、明らかに一段と厳しい圧力にさらされており、金融安定性に対するリスクは依然として高水準にある。金融システムに対する懸念は、信用の質の悪化やストラクチャード・クレジット商品の評価の低下、金融システム内の広範なレバレッジ解消に伴う市場流動性の欠如を背景にいちだんと強まっている。政策担当者が現在、直面している最大の課題は、今以上に厳しい調整が生じるリスクを和らげるための対策を直ちに実施する一方、現在の混乱の根本原因に取り組むことである。不測の事態への対応策や修復策の準備にも併せて着手しておくことが必要であろう。

第 1 章 ー 国際金融の安定に対するリスクの評価

第 1 章は、今回の金融危機が米国の信用力の低い個人向け住宅ローン (サブプライムローン) 市場にとどまらず、優良な居住用、商業用不動産市場や消費者金融、低格付けから高格付けの社債市場まで、いかに広がっていったかを詳述している。米国サブプライム市場の緩い与信基準を発端に、これを組み込んだストラクチャード・クレジット商品から生じた厄介な問題が米国でまず発生した。この意味で米国が震源地であるには違いないが、諸

外国の金融機関も影響を受けている。これには、世界中の金融状況がきわめて良好であったこと、リスク管理システムと監督態勢が国により程度の差こそ違え弱かったことが背景にある。住宅価格が相対的に高いか、企業や家計のバランスシートが大きく膨らんでいる先進工業国もリスクにさらされている。

新興市場国は今のところ、概ね堅調である。しかし、一部の国、特に国内の信用の伸びが海外の資金調達源によって支えられてきた国や、巨額の経常収支赤字を補填しなければならない国の場合は、信用収縮が起こった場合には打撃をこうむるおそれがある。債券市場でも先進国の市場混乱の影響が出ており、特に国外発行の社債の調達コストが上昇しており、金融状況がさらに悪化すれば、新興市場の資産に対する投資家のリスク許容度が急激に低下する可能性も否定できない。

信用の悪化と資産売却に伴う損失は、利益成長の低下とともに、銀行およびその他金融機関の双方のバランスシートに厳しい試練となっている。第1章は2007年10月のGFSRで分析したサブプライム関連損失を再び取り上げ、さらに深く掘り下げている。米国住宅価格の下落とローン返済の焦げつき増加を背景に、住宅ローン市場と関連証券の合計損失は予想されるプライムローンの悪化を含め、5,650億ドル前後に達する可能性があると予測している。これに、商業用不動産、消費者金融市場、企業に関連して米国で組成されたローンや発行された証券などを加えると、潜在的な累計損失は約9,450億ドルまで増加する。こうした推定値はエクスポージャーや評価に関する不確実な情報に基づいてはいるものの、償却額がさらに膨らみ、銀行の自己資本が圧迫される可能性を示唆している。加えて、モノライン保険会社を含む銀行以外の金融機関の損失を考え合わせると、レバレッジ解消が続くのに伴い、銀行システムにはさらに揺り戻しが襲う危険性がある。また、契約履行をめぐる訴訟の可能性も高まっている。

マクロ経済へのフィードバックの及ぼす影響に対する懸念も強まっている。自己資本の余裕が減少し、銀行の損失の規模と配分に関する不透明感が通常の信用サイクルのダイナミズムと重なって、家計の借入や企業の設備投資、資産価格に重くのしかかり、ひいては雇用や生産の伸び、バランスシートに跳ね返ってくるおそれが強い。しかも、金融システムにおける証券化とレバレッジの進展度合いからみて、今回は過去の信用サイクルよりこの動きが激しい公算が高い。現在の市場の混乱は単なる流動性の問題ではなく、バランスシートに深く根ざした脆弱性と資本基盤の弱さを反映しており、その影響はより広く深く、また長期化するおそれが強い。

マクロ経済政策は、経済の下振れリスクを阻止するにあたっての最初の対応策であるが、政策当局はより広範な政策を動員する必要がある。最重要課題は、金融システムの中核に

ある大手金融機関がバランスシートを修復し、多少のコスト高もいとわず増資を行い中期的な資金を確保することである。これにより信認を強化し、これ以上信用仲介が損なわれるのを防ぐことが出来る。すでに政府系ファンドを含むさまざまな投資家から資本が流入しているが、金融機関の資本基盤を回復するには今以上の資本注入が必要になるであろう。

主要中央銀行による強力な金融緩和に加え、金融市場には、その円滑な機能を確保するためにさまざまな期間物での流動性が注ぎ込まれている。一部のケースでは中央銀行が共同で行っているこうした措置に加え、公開市場操作の強化も併せて行われている。今後の課題としては、与信規律の低下に金融政策がいかに係わったかを再検証するとともに、中央銀行として、グローバル化が進んだ昨今の金融システムにおいて流動性の逼迫を緩和するための効果的な手段を整備する必要がある。しかし、一部の先進国の政策当局にとっての当面の優先課題は、モラルハザードと潜在的な財政コストの両方を最小限に抑えつつ金融システムの安定を損なう要因を除去することである。今後は根本的な原因の究明に加え、将来、同じような危険が増大する可能性を抑えるために民間部門のインセンティブと報酬体系の改革を図ることも重要である。

第2章—仕組み金融：評価と開示の問題

新しい複雑な仕組み金融の商品や市場、ビジネスモデルが広く浸透したため、金融システムは資金調達の混乱と信認の低下に見舞われた。第2章は、この一連の金融手段がどのように、またなぜ金融の安定性にそれほどの悪影響を与えたのかをやや詳しく検証している。特に、組成時点およびそれ以降のストラクチャード・クレジット商品の評価と会計処理が金融システムの安定にどう影響したかを分析している。ストレス下にある市場や底の浅い市場での資産価格形成が銀行のバランスシートに及ぼす影響についても述べている。これらの商品の組成や評価の方法については信用格付機関が引き続き大きな役割を果たしていることを踏まえ、この章では格付けの実務がどのようになっているのかを検証し、格付機関が採用しているモデルの改善を検討すべきだと指摘している。

評価と会計処理にかかる問題を捨象しても、ストラクチャード・クレジット商品のビジネスモデル自体に欠陥があったと考えられる。これらの金融商品はストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）やコンデュイットなど、銀行の関連簿外組織が資金を調達し保有していた。第2章の第2部は、そうした法人組織を設立するうえでの事業面、規制面でのインセンティブと、銀行のリスク管理システムの面からみたリスク対応の失敗を検証している。すなわち、個別的に設定されたリスク管理における連結範囲が結果的に狭すぎて、リスクを適正に評価することができなかつたのである。資産と負債の満期ミスマッチは銀行業務に共通の特徴だが、これらの高レバレッジのSIVとコンデュイットでは極端

な満期ミスマッチが生じていた。しかも資金調達をホールセール市場に大きく依存しており、誤ったインセンティブと透明性の欠如が重なり問題を引き起こした。これは同時に、リスクを実際に負っている組織でリスクが認識され十分な資本が充当されたならば、SIVやコンデュイットによる証券化手法は少なくとも現在の形態では、ビジネスモデルとしては成り立ちにくいことを示している。

第3章—市場と資金調達の流動性不足：民間のリスクが公的リスクになるとき

金融危機がSIVとコンデュイットの資金調達問題から、広範なインターバンクの流動性減少へと進んだため、銀行内の流動性リスク管理システムにも影響が及んだ。第3章は、市場の流動性（僅かしか価格変動を惹き起こさず資産を売買できる性質）と資金調達の流動性（健全な金融機関が期日どおりの支払いを遂行できる能力）の関連性を検討している。それによると、一部の新しい金融手段は、市場の流動性不足が資金調達の流動性不足を招き、またその逆も生じさせるような負の「流動性スパイラル」の可能性を高めたと考えられる。米国でも他の先進国でも、資金調達と市場流動性の関係が危機の時期に強まったとの見方が実証分析で裏付けられる。2007年の夏以前はこうした関係は全くといっていいほど見られない。一部の新興市場国の国債価格と米国の資金調達市場との相関は、危機の際に目立って高まっており、危機の際には市場間の連動性が極めて高くなるが見て取れる。

第3章では、先進国の大手銀行の流動性イベントに対する抵抗力が落ちていることを、最近の状況をもとに指摘している。良好な金融環境のもとでホールセール市場での調達に傾斜した結果、金融機関は自行の流動性リスク管理システムを過信し流動性環境の悪化に対し「不十分な保険しかかけない」ようになった。その結果流動性の問題が発生したときに中央銀行に大きく依存せざるを得なくなった。同様に、銀行の監督当局は「バーゼルⅡ」の導入に専ら精力をつぎ込んできたが、バーゼル委員会が流動性リスクの問題を再検証し始めたのはごく最近のことに過ぎない

資金調達市場における流動性の低下は、インターバンク短期金融市場の機能維持をめざした中央銀行による空前の介入をもたらした。第3章は、米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行の動きを中心に、こうした取り組みの効果を評価している。ECBの場合、比較的多様な担保プールを使って広範な取引当事者（カウンターパーティ）に流動性を供給できたことで、その流動性供給オペの有効性が高まった。FRBは、必要な銀行に流動性を供給するためにディスカウント・ウィンドウ（直接貸出）の貸出し対象先を拡大したが、直接貸出しの利用に伴うマイナスイメージを払拭する必要があった。ターム・オークション・ファシリティはディスカウント・ウィンドウよりは有効に機能し

ており、流動性圧力をさらに封じ込めるため、先ごろ追加的なファシリティが設定された。第3章は、緊急避難的な流動性支援の有効性をの実証的な検証を試みており、FRBとECBの措置は短期金利のボラティリティを低下させるのに有効だったが、スプレッド幅の縮小効果は小さいようだ結論付けている。

結論と政策のイニシアチブ

ここ数年の成長と繁栄は金融イノベーションの恩恵を十分に物語っているが、過去8ヶ月の出来事は同時に、そのコストも示した。信用リスク移転商品はリスクを広く分散するために編み出されたイノベーションだったが、必ずしもリスク負担能力のある主体にリスクを移転させるような形では活用されなかった。むしろ、予想外に大量のリスクが、名目的な分散先から銀行システムに還流していた。GFSRなどが新しいストラクチャード・クレジット商品の高レバレッジとリスク・テイクの高さに警鐘を鳴らしたものの、結果的に見ると銀行（およびその他金融機関）も大方の予想をはるかに超えるレバレッジを有していることが明らかになった。こうした新しい商品や技術に対する規制や監督も追いついていなかった。

以下、短期ならびに中期的な対応策を列挙する。「金融安定化フォーラム」、「ジョイント・フォーラム」、「バーゼル銀行監督委員会」などのグループやフォーラムは、独自の細かな基準や指針を並行して策定しており、それらは以下の対応策をより実務的な観点から掘り下げたものとなるであろう。

短期的な対応

目下の課題は金融危機の深刻さを和らげ、より早期に収束させることである。何よりも先進国の金融システムの不透明感を払拭し、信認を高めることを優先すべきである。公式な規制を必要とせずに民間部門が独自に実施できる対策はある。公共財的な性格が強く、民間部門のみによる対応が無理なものについては、公的部門の関与が必要になるだろう。

民間部門の貢献が有効と考えられる分野は以下のようなものである。

- ・ **ディスクロージャー**。特にストラクチャード・クレジット商品など流動性の低い資産について、エクスポージャーの多寡と価格の評価手法を適時かつ統一的に公表することは、規制金融機関のポジションに関する不透明感を払拭するのに役立つ。
- ・ **銀行のバランスシートの修復**。評価損を適切な推定額が判明した時点で速やかに計上することにより、銀行のバランスシートが浄化される。資本基盤の脆弱な金融機関は、た

とエコストが高くついても直ちに新たな増資と中期的な資金調達の道を探るべきである。

- ・ **全般的なリスク管理。** 金融機関が、損失と流動性不全を悪化させたとみられるリスク管理の不備を是正するための総合的戦略を発表すれば、効果があるだろう。金融機関のガバナンスとさまざまなリスクの統合管理は改善の必要がある。カウンターパーティ・リスクの管理も、対応すべき課題としてあらためて浮上している。過去 10 年にどれだけ進展したかを再検証し、依然として残る不備な点（例えば不十分な情報管理やリスク管理の体系などが考えられる）を是正する努力が必要である。
- ・ **役員報酬体系。** 預金金融機関の経営トップの経営を近視眼的にするようなインセンティブは是正されるべきである。理想を言えば、そうした規制金融機関における報酬は、早期にリスク管理の欠陥を是正し、十分な自己資本と流動性のバッファーを提供するとともに、システムック・リスクを軽減するため金融機関の長期的な存続可能性を高めるような意思決定につながるインセンティブとなるべきである。

短期的な公的部門による対策としては、以下の分野で期待される。

- ・ **対応の一貫性。** 監督当局は会計監査人とともに、世界的な金融機関の会計や評価の食い違いを最小限に抑えるため、透明性を高め、評価が困難な証券に対し共通のアプローチがとられることを促すことが出来る。監督当局は、規制下の機関が証券を評価する際に用いる評価モデルの信頼性を確認できる筈である。また、市場混乱期に、時価会計の厳格な適用を猶予することも、公式に認知する必要があるかもしれない。
- ・ **より集中的な監視。** 監督当局は、「パーゼルⅡ」の枠組みの「第一の柱」に含まれないリスクに対し十分な自己資本が積まれているかをより適切に評価する必要がある。銀行が適切なリスク管理システム（市場リスク、流動性リスクを含む）としっかりした内部統治機構を確実に整備するよう、さらに注意を払うことが望ましい。監督当局は、リスクの適切な管理や十分なコンティンジェンシー・プラン（非常時対応策）の策定が行われていると確認できない場合には、銀行が厚めの自己資本と流動性のバッファーを保持するよう要求すべきである。
- ・ **特別安定性報告書。** 不透明感を軽減し、否定的な世論の誤解を解く上で、特に流動性に乏しく評価の難しいストラクチャード・クレジット証券の現状に照らすと、特別安定性報告書を公表することも有効と考えられる。こうした報告書は、関連監督当局の情報を活用し、現在のリスクを客観的に評価し、関係各国の脆弱性改善に向けた取組みに焦点を当てることが出来る。
- ・ **問題金融機関への早期是正措置。** 公的部門は、苦境に陥った金融機関の緊張を早期に取り除く態勢を積極的に整えておくべきである。早い段階で確実に救済措置や介入を実施することが適切なケースも考えられる。
- ・ **不良資産のための公的措置。** 当局は、資産償却が破壊的な連鎖を惹き起こし実体経済に

重大な悪影響をもたらす場合、大規模な不良資産ストックに対処するためのコンティンジェンシー・プランを策定しておくことも考えられる。具体策は国やセクターによって異なるであろうが、不良資産の投げ売りが実際に回避された成功例に学ぶことも有用である。

新興市場国においては、先進国市場からの波及に対する抵抗力の醸成に政策措置の重点を置くべきである。具体的には、海外からの資金によって急速に与信が伸びている国の銀行は、資金供給が細った場合に備えた、様々な環境に対応できる現実的なコンティンジェンシー・プランを策定する必要がある。海外資金に依存してきた国は、国際的な流動性が乏しくなれば国内的圧力が増してくると考えるべきである。住宅価格が上昇している国の金融当局は、抵当権の執行の実施はどうか、法的な環境が住宅市場の過熱のスムーズな巻き戻しを許すかを再検証することも有用である。主要金融機関の健全性に対する不透明感は金融の不安定性を惹き起こすため、ほぼすべての新興市場国にとって、金融機関の開示内容が十分詳細で信頼できるものか、会計基準の枠組みが確実に金融機関の実態を表わすようになっているか、点検することが必要である。新興市場国の監督当局、規制当局、中央銀行は自らのコンティンジェンシー・プラン、特に流動性不全への対応を点検すべきである。また、そうしたプランと金融監督を連動させるため、外資系銀行の母国の監督当局とも対策をすり合わせる必要がある。

中期的な対応

中期的にはより抜本的な改革が求められる。政策当局は、特に金融イノベーションを過度に抑制したり現在の信用収縮の影響を増幅させるようなやり方で「規制に走る」ことは避けるべきである。その観点からは、バーゼルⅡの自己資本比率規制を厳格に適用することで銀行分野において相当の改善が図られる点に留意すべきだ。とは言え、特に仕組み商品や簿外組織の扱いに関してはより詳細に検証すべき点があり、規制の枠組みをさらに調整する必要がある。

今回の危機に果たした役割を考えると、仕組み金融と「オリジネート・トゥ・ディストリビュート」型ビジネスモデルについての詳細な検討に基づく見直しが必須である。注意すべきは、証券化そのものが問題ではないということだ。問題は複合的なもので、米国住宅ローン市場の融資基準が甘かったこと、証券化がより質の低い資産を担保にさらに複雑で理解しにくい構造を持つようになったことと、順調な金融環境を背景にリスクが十分に評価されなかったことなどが原因である。振り返ってみれば、こうしたリスクをカバーするのに十分な資本が用意されていなかったのである。第2章は、危機の背景となった仕組み金融の極端な伸びをもたらした歪んだインセンティブ構造をすべての面にわたっては分析

しようと試みてはいないが、当面の政策提言をいくつか提起することは出来る。

民間部門が以下の方向に動くことは有効と考えられる。

- ・ **仕組み金融商品の一部要素の標準化。**これは、リスクに対する市場参加者の理解を深めるのに役立ち、より流動性の高い流通市場の育成を促し、評価の比較可能性を促進することになる。また標準化は、この種の店頭取引商品に付随するカウンターパーティ・リスクを集約し共同で負担する清算機関の育成を促す可能性がある。
- ・ **組成時点とそれ以降の透明性。**原資産の詳細と、前提条件の変更に応じて評価がどう変わるかという感応度（センシティブティ）について、十分かつ包括的な情報を適時に得られれば、投資家は証券化商品のリスクをよりの確に判断することができる。
- ・ **格付けシステムの改革。**2006年4月のGFSRでは、ストラクチャード・クレジット商品について他とは異なる格付け表示を与えるべきと提言した。また、こうした新たな表示が意味のあるものなるには、仕組み商品の格付けの下方遷移の可能性についての情報も追加する必要がある。この結果、格付けされた証券の規制、監督面での取り扱いを再考することも必要となろう。
- ・ **透明性と開示。**オリジネータたる金融機関は投資家に対し、簿外の関連組織にかかる本体に影響する主要リスクを集計されたレベルで適時かつ定期的に開示すべきである。これには、金融機関が保険などの信用リスク軽減手段をどの程度利用しているか、また、特に簿外組織が経営困難の場合にスポンサーにどの程度のリスクが生じるかについての情報が含まれていなければならない。より一般的には、基準策定者や規制当局は、開示慣行（時期や内容）を国際的に収斂させていくことを検討する必要がある。

公的部門は、基準の適用が金融システムに影響をもちうる以下の分野について検討すべきである。

- ・ **時価会計の適用のあり方。**公正価値が一定以下になることが引き金となって資産の強制的な売却が進んでしまう現象について、詳しく検討する必要がある。公正価値の低下に対して直ちに売却に動くのではなく、評価をもたらした要因についての検証をまず行うように仕向けることも有用であろう。こうした公正価値の「トリガー」が規制、監督指導において義務付けないし奨励されているケースは検証を行うべきである。監督当局は公正価値の評価方法、特にマーク・トゥ・モデルの利用について、信頼すべき公正価値が適用されているかを検証する立場にある。会計基準の策定者は、会計の慣行と指導において金融安定性への影響を考慮することがますます必要になるだろう。
- ・ **SIV、コンデュイット設立のインセンティブ。**基本的に、バーゼルIIにおいてはバーゼルIに比べ、規制上の必要資本を低く抑える目的でこうした簿外組織へのリスク移転を促すようなインセンティブは少ない。しかし今後、各国の監督当局はバーゼルIIのより厳格な適用を目指す必要があり、その際にはリスク移転と自己資本軽減のための条件に

ついてより強い指導を行うことも一案である。会計基準の策定者は、監督当局と連携して連結会計基準を再点検し、簿外の活動とリスクに関する透明性の欠如をもたらしかねないインセンティブに対応すべきである。

- ・ **住宅ローンのオリジネータに対する監視の強化。**米国では、望ましい貸出慣行に関する2006年、2007年の銀行指導文書を、その他金融機関の住宅ローン・オリジネータにも適用することを検討すべきである。多様な規制組織に細分化されている状況が是正されれば、銀行監督当局間の連携の効率性は高まるだろう。オリジネータが組成するローンの金融債権をオリジネータの元に残しておくメカニズムの創設を検討することも考えられる。

今回の危機の一因となったもうひとつの欠陥は、金融機関の流動性管理の分野にある。さまざまな要因が重なって、異常な流動性の動きに対して金融機関が十分な自己防衛策を用意しない傾向が助長された可能性があり、これは是正すべき状態といえる。

金融機関にとって今回の危機は、以下のような多くの重要な教訓をもたらした。

- ・ **流動性リスクの管理。**金融機関は自らの市場リスク・モデルの中で大幅な価格のジャンプ（「ギャッピング」）と極端な相関の動きを織り込む必要がある。これは可能なら通常モデルの中に取り込むことが望ましいが、より長期にわたる流動性不足とコンティンジェンシー・プランを併せることでストレステストの確度も増すであろう。組織内の流動性リスクをどう管理しているかについて、投資家により高い透明性を提供することも考えられる。
- ・ **複雑なストラクチャード証券の流動性に関するより現実的な前提条件。**今回の危機では、流動性を確保するための担保として、金融機関がきわめて複雑な構造を持つ証券に依存していたことが問題となった。担保として利用可能な流動性の高い資産をバランスシートに保有することで金融機関は困難な時期でも資金調達がしやすくなるだろう。

また、金融規制、監督当局は流動性管理にかかる課題と監督指導を再点検し、他の規制面での改善点と併せ、さらに積極的な役割を果たす必要がある。

- ・ **現行の流動性にかかる国際的なガイダンスを強化する。**バーゼル委員会の流動性作業部会はすでにこの分野における現行指導をどう強化するかについて検討を始めており、迅速な検討が望まれる。国際的に活動する銀行が複数の通貨で世界的に資金調達を行っている点を踏まえれば、流動性管理に関し各国がより統一的なアプローチをとる必要性が示唆される。
- ・ **最良慣行（ベスト・プラクティス）をモニターする。**流動性管理の「ベスト・プラクティス」（バーゼル委員会、ジョイント・フォーラム、国際金融研究所の事例など）の達成状況をモニターする方法があれば、金融機関間のおちこぼれを防ぐことが出来るかも

しれない。達成度が不十分であれば、監督当局自身が銀行に適切な流動性管理システムを構築させ、十分な流動性バッファとしっかりしたコンティンジェンシー・プランを確実に作成させる、といったバーゼル II の「第二の柱」のようなシステムが必要となる。

金融当局も危機に鑑み、自らの業務慣行を見直す必要がある。今回の出来事はインターバンク市場に空前の流動性注入と、これまで採用したことのない市場操作を強いる事態を招いた。中央銀行は、金融危機の際に、インターバンク市場の機能を改善し流動性の適切に配分する上で有効であった政策手段を共有すべきである。具体的には以下のような政策手段が考えられる。

- ・ **担保範囲の拡大。**中央銀行が臨機応変に対応するためにはより広範な担保を受け入れられるようにしておく必要があり、複数の中央銀行でそうした担保が利用できるようにしておくように予め合意しておくことも有用である。ただし、中央銀行は自らのバランスシート上に過度の信用リスクや流動性リスクを抱え込まないよう、担保の評価方式を確立しておく必要がある。
- ・ **広範なカウンターパーティ・グループ。**中央銀行は平時から広範な銀行と取引関係を確立しておき、これらの銀行が非常時に中央銀行の流動性にアクセスできる仕組みを作っておくことが重要である。市場の混乱時に取引相手方のグループを変更することは、例えば新規に特定の担保が利用可能になった特定の銀行に関し、救済措置が必要になったためだと受け止められかねない。
- ・ **流動性供与の満期構造。**償還期限を変えて流動性を提供できる市場操作手続きがあれば有効と考えられる。しかし、中央銀行のバランスシートの満期構造を変更する際には、その金融政策の戦略との整合性を示すコミュニケーション必要である。
- ・ **金融監督当局間の連携強化。**中央銀行や金融機関の監督当局は、流動性や支払い能力の不全を予測する能力を高めるため、相互の連携や情報の共有をさらに強化するのが有効である。中央銀行は、取引先となりうるカウンターパーティの健全性を独自に判断できるよう、個々の銀行の情報を継続的に入手しておくべきである。
- ・ **監督の責務と執行。**監督当局は十分な法的権限と資源を与えられていなければならない。例えば、金融機関が複数の当局の規制・監督に服する場合には、監督規制が曖昧になり、より甘い規制に流れるおそれもある。このため、単一の金融機関に対する監督と規制の執行の責務は単一の当局に帰することが望ましい。また、こうした当局間で国境を超えた情報の共有と連携を強化すべきである。

以上をまとめると、民間の市場参加者と公的部門がさらに注意を払うべき分野は数多くあ

るということである。国際通貨基金（IMF）においても、金融危機と中央銀行の流動性管理のためのベスト・プラクティスをより積極的に推進する余地がある。これらの課題についてはIMFの「金融部門評価プログラム（FSAP）」が取り上げており、今後、IMFの二国間、多国間の政策助言に盛り込むべくいっそうの努力が払われる予定である。

今回の金融危機はまだ解消しておらず、今の教訓がすべてではない。しかし、一部の課題は緊急に取り組む必要がある。何よりも金融機関への信認を取り戻すことが最優先である。この他の問題については、規制や監督上の慣行が思わぬ結果を招くことのないよう、さらなる分析と検証が求められよう。

報道資料

国際金融安定性報告書(GFSR) 2008年4月

第2章:仕組み金融——評価と開示の問題

要点

- ・ 現在の金融危機では、仕組み金融商品の評価と開示の欠陥が状況をいちだんと悪化させ、問題を長引かせる一因となっており、それが資金調達の困難と信認の危機を招いている。
- ・ 多くの場合、投資家はこの複雑な仕組み商品に組み込まれたリスクを過小評価し、十分なデュー・デリジェンス(必要な審査)を怠り、信用格付機関の評価に過度に依存していた。
- ・ 金融機関にとってのリスク連結の範囲(すなわち金融機関の活動のリスク評価を行う範囲)は、ストラクチャード・インベストメント・ビークル(SIV)やコマーシャルペーパー(CP)コンデューイットなど、簿外組織に対するエクスポージャーを十分に取り込んでいなかった。
- ・ 政策提言は、金融イノベーションや市場の円滑な機能を妨げることなく、会計と規制の枠組みにおける欠陥と矛盾を是正することをめざすべきである。

2007年7月末に始まった金融危機は、新しい複雑な仕組み金融商品とこれを支える市場、ビジネスモデル、規制環境が抱える欠陥をあぶりだした。危機は、金融資産の会計評価と簿外リスクを含む金融機関のエクスポージャーに大きな疑念を抱かせ、その結果、カウンターパーティ(取引相手方)とそのバランスシートの健全さについても長く不透明感が生じることとなった。

本章は、金融不安の要因となっている2つの点を取り上げている。まず、仕組み金融商品の評価と会計実務を検証する。第二に、これらの商品の急拡大を促した事業面、規制面のインセンティブについて、金融機関のリスク管理実務の観点から取り上げる。さらに本章では、信用格付機関がこうした商品の格付けと組成に大きな影響力を及ぼしたことから、格付けを付与する際の手法についても検証している。

本章は、これらの分野の各々で矛盾と潜在的な欠陥があることを浮き彫りにしている。第一に、時価会計についてみると、資産の評価額が一定以下になると資産を売却しなければならないような枠組みが(金融機関自身の方針か公的な規制によって)ある場合、時価会計の適用が資産価格をさらに下落させる原因となりうる点が最近の経験から明らかになった。第二に、金融機関がSIVやCPコンデューイットなど、簿外の法人組織を設立したものの、それに伴うリスク

に対応していなかった。銀行のリスク管理において連結の範囲が明らかに狭すぎ、リスクが投資家と規制当局には不透明なままだったため、リスクを適正に評価できなかったことが判明した。「バーゼルⅡ」の自己資本比率規制はこうした規制面の欠陥の多くに対応できているが、まだ一部に不十分な点が残っている。さらに、時価会計の「トリガー」とバーゼルⅡ規制はともに景気循環に対してそれを増幅する動きを示し、さらにそれらが相互に補強しあうため、結果的に景気後退をさらに深刻化させるおそれがある。

本章では政策的含意とともに民間自身が取り組むべき点についての提言を行っている。その一部はすでに検討が進んでいるが、まず、**民間部門については以下のようなものがある。**

- ・ **一部の証券化商品の標準化**は、投資家のリスクへの理解を深め、流通市場の育成を通じて流動性を促進することにつながる。標準化は、この種の店頭取引商品に付随するカウンターパーティ・リスクを集約し共同で負担する清算機関の育成を促す可能性がある。
- ・ 格付機関は、**ストラクチャード・クレジット商品には異なる格付けシステムを採用することに加え**、格付けが前提条件に応じてどう動くのかを示す分析情報を投資家に提供すべきである。
- ・ **商品組成時点での透明性**が必要である。これには投資家が商品のリスクをよりよく理解するための原資産の内容、評価の前提条件、前提条件が変更された場合の効果などに関する十分で分かりやすい情報の提供が行われるべきである。
- ・ **簿外組織のリスクを抱えている金融機関は、定期的かつ適時に、集計されたレベルでのリスクの開示を行うべきである。**開示情報は信用リスク、市場リスク、流動性リスクの量と変動可能性、及びリスクの時間的な変遷を含むべきである。

公的部門の分野では以下のようなものがある。

- ・ **時価会計の適用についての実務面での弱点に対応しなければならない。**評価額が一定基準を下回ることが強制的な売却につながるような行動ルールは見直すべきである。こうした公正価値の「トリガー」が規制、監督指導において義務付けないし奨励されているケースはその妥当性につき検証を行うべきである。
- ・ **一層のルールの調整と、注意深い適用を通じ、「バーゼルⅡ」の枠組みの欠点を補完することが出来る。**本章は、市場の監視と投資家と監督当局への信頼できる情報提供を定めた「第三の柱」をより重視することと、信用リスクの簿外への移転と偶発的なクレジット・ラインのリスク・ウェイトの点検について、それぞれ「第二の柱」と「第一の柱」のもとで監督当局に対し有効な指針を示すことを提言している。

報道資料

国際金融安定性報告書 (GFSR) 2008 年 4 月

第 3 章：市場と資金調達における流動性不足：民間のリスクが公的リスクになるとき

要点

- ・ 今回の金融危機では、資金調達圧力と市場流動性への圧力の間で複雑な結びつきが生じている。これらは互いに影響しあい、「流動性不足」の悪循環を生んでいる。
- ・ 多くの金融機関はホールセール・ファンディングに依存しているため、ここ何年かの良好な金融環境を背景に、流動性リスクの管理に油断が生じていた。金融機関はシステム全体が流動性不全に陥った時のために万一の準備を怠り、緊急の流動性需要への対応は中央銀行の介入に期待する暗黙の依存が生じていた。
- ・ この問題に対応するため、金融機関は流動性リスクの管理にもっと本腰を入れなければならない。特に、ストレステストをより厳しい条件で行う必要があり、監督当局は大手金融機関に対しては、相当期間ホールセール市場を利用できなくても存続できるような体制を築くよう要求すべきである。
- ・ 中央銀行は、流動性の配分とインターバンク市場の機能を改善するため、適切にイノベーションを実施してきた。今回の危機は、中央銀行が幅広い担保を受入れ、さまざまな満期の流動性を、広範なカウンターパーティに提供できなければならないことを浮き彫りにした。

金融危機が SIV とコンデュイットの資金調達問題から、広範なインターバンクの流動性減少へと進むにつれ、いくつかの銀行内の流動性管理が不十分であることが判明した。その間、資金調達市場の流動性が減少したため、一部の中央銀行はインターバンク短期金融市場の緊張緩和に向けて空前の介入を余儀なくされた。

第 3 章は、市場の流動性（僅かの価格変動しか惹起せず資産を売買できる性質）と資金調達の流動性（健全な金融機関が期日どおりの支払いを遂行できる能力）の関わりを検証している。また、いくつかの中央銀行が実施した政策介入についても検討している。これらの分析からいくつかの政策的な含意を得ている。

目下の課題は金融危機の長期化を防ぎ、深刻さを和らげることである。何よりも先進国の金融システムの不透明感を払拭し、信認を高めるための対策を優先すべきである。規制の変更を必要とせず民間部門が実施できる対策はある。公共財的な性格が強く、民

間部門のみによる対応が困難なものについては、公的部門の関与が必要になるだろう。

民間部門の対策が有効と考えられる分野は以下のようなものである。

- ・ コンティンジェンシー・プランを改善した上で、長期にわたって資金調達の流動性不足が続くとの想定でより極端なストレステストを実施する必要がある。金融機関は流動性リスクの管理方法を、投資家とカウンターパーティにより高い透明性を持って提供すべきであり、特に簿外組織に対する暗黙の貸出し枠について明らかにすべきである。
- ・ 金融機関は全般的な流動性リスク管理戦略を開示すべきである。例えば、ホールセール市場で資金調達を行わない場合でも自身が存続できる目標期間と、その土台となる前提条件を説明することも考えられる。
- ・ 担保に利用できる流動性の高い資産の保有を増やすことで、金融機関はストレス時でも多様な資金調達手段を得ることが出来る。また金融機関は、キャッシュフローのミスマッチや資金調達先の集中を慎重に管理する必要がある。

公的部門の対策が検討されるべき分野は以下の通りである。

- ・ 銀行が適切な流動性リスク管理システムと強力な内部統治機構を構築するよう、監督当局はさらに注意を払うべきである。監督当局は、リスクが十分に管理されていないと判断される場合、自己資本と流動性のバッファーを高めるよう要求すべきである。
- ・ 流動性管理のための健全な実務の定着を促進することは、一部金融機関の欠点の是正に役立つだろう。進展が不十分であれば、旧来の流動リスク対応策（例えば、流動資産の最低保有量の設定）が必要となる場合もある。
- ・ 危機への緊急対策として、中央銀行は広範な担保を受け入れ流動性を注入する必要がある。しかし、中央銀行が過度の信用、流動性リスクを負わないため、担保の評価基準を確立する必要がある。
- ・ 中央銀行は平時から広範な取引銀行との関係を確立しておき、そうした銀行が緊急時に流動性を受けられるようにしておくべきである。
- ・ 中央銀行は、さまざまな期間の流動性を供与する柔軟性をもたねばならない。
- ・ 中央銀行は、取引先となりうるカウンターパーティの健全性を独自に判断できるよう、個々の銀行について十分な情報を確保できるようにすべきである。監督当局間で国境を超えた情報共有と連携を強化することも必要である。