

金融市場における最近の混乱からの教訓

共同声明

コペンハーゲン（デンマーク）、2007年9月10日

（要旨）

世界的過剰流動性に象徴される世界的な不均衡(global imbalance)が、その調整される過程で、リスクの価格が上方に修正されることは不可避であった。リスクの価格が上昇すれば、返済能力の低い借り手が債務の一部を返済できなくなってしまうことは明らかだった。

アジア、オーストラリア・ニュージーランド、ヨーロッパ、日本、ラテンアメリカ、およびアメリカ合衆国の各 Shadow Financial Regulatory Committees（以下、SFRC）は、今回の共同声明において、金融インフラストラクチャーに潜む重要な問題点を確認し、次のような提言を行う。

1. 最近の金融市場における混乱の主要な問題点は、金融媒体会社 (Conduits) もしくは特別目的投資媒体 (SPV) と、その設立母体である投資銀行や商業銀行との関係にある。これらの銀行は明示的・暗黙的な保証を通じて支援を行っている。金融媒体会社や特別目的投資媒体の活動は極めて複雑であり、また不透明なものである。
2. 新しい形態の貸出では、クレジット・スコアリング・プログラムを用いて貸出リスクの分析・評価を行い、また外部の格付け機関が代行するケースが多い。しかし、格付け機関は、分析・評価の誤りにより生じる損失に対して責任を負うわけではない。証券化に対する投資家の信頼を回復するため、貸出を行う主体 (Loan originator) は、証券化を引き受ける業者 (Underwriting staff) の実績を長期にわたって把握しなければならない。また、融資担当者 (Loan Officer) が借り手の破綻による損失の一部を負担するような繰延給与体系の構築も視野に入れるべきである。SFRC は、規制当局や業界団体に対して、リスク評価の外部委託により生じるインセンティブ問題の速やかな解決をもとめる。
3. 金融市場における最近の混乱は、バーゼル の実施に対して、大きな疑問を投げかけている。バーゼル におけるリスク管理手法、いわゆる“標準的手法 (Standardized Approach)” が、格付け機関から提供される格付けに過度に依存している点について、バーゼル銀行監督委員会は再検討すべきである。さらに、高度なリスク管理技術を持つ大手銀行に対して、自行の内部リスク管理モデルの利用を認めている、いわゆる“先進的内部格付手法 (The Advanced Internal Ratings Based Approach)” についても再検討する必要がある。金融市場における最近の混乱によって、これらの手法が不完全にそして不十分にしか機能していなかったことが明らかになり、そして銀行がさらされているリスクの大きさ (risk exposure) を過小評価していたことが明らかになった。SFRC は、バーゼル委員会に対して、金融市場における最近の混乱から観察された事象を利用し、追加的な定量的影響度調査 (QIS) を実施することを強くもとめる。

金融市場における混乱の背景

世界金融市場における最近の混乱は、米国におけるサブプライム・モーゲージの焦げ付きを引き金としている。この問題は、これまでのマクロ経済政策や金融市場の安定化、金融規制のあり方について疑問を投げかけている。金融市場における最近の混乱が引き起こした不確実性に対して適切な対策を講ずるためには、現在の状況に至るまでの問題の進展を理解する必要がある。

世界経済は、長期にわたる低金利環境と十分な流動性の供給による恩恵を享受してきた。その背景にあるのは、中国や他のアジア諸国における高貯蓄率や、日米欧における低く安定的なインフレ率などである。加えて、いくつかの主要国は、持続不可能と思われるほどの低金利政策と通貨安政策を続けた。このようなマクロ経済環境は、これまで経験した苦難や高い利回りを実現するための努力の記憶を風化させ、低い信用リスク・プレミアムの状況を支えてきた。

このような経済環境は、信用リスクの取引を可能にする革新的な金融商品の発達を促した。集団投資を可能にする仕組みや証券化商品は、世界中に存在する投資集団への信用リスクの配分を可能にした。商業銀行および投資銀行は、金融派生商品の市場創設に加え、特別目的投資媒体（以下、SIVs）を立ち上げた。SIVs は債務担保証券（CDO）のような非標準形のデリバティブを保有し、ヘッジ・ファンドのような投資家に対してコマーシャルペーパー（CP）を発行して資金調達を行った。ヘッジ・ファンドと、SIVs の一形態である金融子会社が新しい金融商品の主要な買い手であり、トレーダーであった。効率的にリスクを緩和する SIVs の機能によって信用コストは低下し、企業や家計は借入を増やしていった。その結果、資産価格、とりわけ住宅用不動産価格は急上昇する一方で、企業と家計はレバレッジを高めていった。

世界的過剰流動性に象徴される世界的な不均衡(global imbalance)が、その調整される過程で、リスクの価格が上方に修正されることは不可避であった。そしてリスクの価格が上昇すれば、返済能力の低い借り手が債務の一部を返済できなくなってしまうこともまた明らかだった。このように考えると、米国におけるサブプライム・モーゲージ貸出の焦げ付きは当然の結末であったと言える。しかし理論的には、信用リスクを結びつけた金融商品（credit-linked instruments）に内在する信用リスクを、多数の投資家に移転すれば、焦げ付きの影響を弱めることができるはずである。

金融市場の構造的欠陥が当初の問題をさらに悪化させた場合、金融市場の安定は脅威にさらされ、経済成長や雇用にも悪影響が及ぶ。実際、金融市場の構造的欠陥が問題を悪化させたことを裏付ける事例が観察されている。さらに、サブプライム・モーゲージを原債権として発行された債券の 40% が米国以外の国に保有されているため、サブプライム・モーゲージ焦げ付きの影響は、特に欧州を中心として世界中に及んだ。例えば、ドイツの二つの銀行が設立母体となっていた SIVs も破綻に追い込まれ、有力なヘッジ・ファンドも巨額の損失を計上した。

損害を受けた銀行や投資家、モーゲージの借り手を無条件に救済する政策は、望ましくない結果を招く可能性がある。このような政策は、将来、救済された主体の過度のリスクテイクを引き起こしてしまう。また、救済の費用を負担しなければならない納税者のみならず、世界経済全体のリスクテイク意欲を過度に刺激し、金融危機が発生しやすい環境を作り出してしまう。

この共同声明では、金融インフラストラクチャーに潜む重要な問題点を指摘し、この問題点が今回の金融市場の混乱をいかに引き起こしたのか説明する。また、規制当局の適切な対応についても分析する。以下の諸点について議論を行う。

1. 金融媒体会社 (Conduits)と特別目的媒体 (SIVs)
2. リスク評価やデュー・デリジェンスを格付け機関やクレジット・ソコアリング・プログラムに外部委託することの影響
3. 金融市場における最近の混乱がバーゼル に与える影響
4. 欧州インターバンク市場における流動性の枯渇
5. 欧州および米国以外の国々への影響

1. 金融媒体会社 (Conduits)と特別目的媒体(SIVs)

最近の金融市場における混乱の主要な問題点は、金融媒体会社 (Conduits)もしくは特別目的投資媒体 (SPV) と、それらの設立母体である投資銀行や商業銀行との関係にある。銀行は明示的・暗黙的な保証を通じて金融媒体会社や特別目的投資媒体を支援する。金融媒体会社や特別目的投資媒体の活動は極めて複雑かつ不透明であり、この点が今回発生した問題の重要な要因である。

これまで金融媒体会社は、サブプライム・モーゲージもしくはその他のリスクの高い金融資産（企業買収ファンドに対する貸出など）を束にした証券化商品に投資する主体として効率的に機能してきた。資産担保証券から生じるキャッシュ・フローの切り分け(trenching)を行うのは投資銀行である。投資銀行は格付け機関から提供される格付けに基づいて収益の切り分けを行うが、格付け機関が評価に用いるモデルの有効性を検証することは、評価すべき金融商品が登場して間もないために困難であった。金融媒体会社は、通常、高度にレバレッジが効いた状態になっている。金融媒体会社にほとんど（あるいはまったく）自己資本を持たせない証券化の方法が、設立母体である銀行が自己資本比率規制を回避する手段として利用されている。さらに、金融媒体会社の負債のデュレーションは、資産のデュレーションよりも短い場合が多い。このミスマッチは、借換えリスク (rollover risk) を生んでいる。

金融媒体会社の債務は、主に年金基金や保険会社、ヘッジ・ファンドといった投資家によって保有されていた。金融媒体会社と設立母体である銀行とは、プット・オプションや保証などのメカニズムを通じてつながっている。資産の価値が大幅に下落した場合、金融媒体会社の残余リスクを商業銀行や投資銀行が抱え込むことになる。

現在のバーゼル のような規制体系と会計基準では、残余リスクを引き受ける主体がどの程度のリスクを抱え込んでいるのか十分に把握することができない。金融媒体会社が保有する資産に生じた不確実性は、一時的もしくは永続的に金融媒体会社への資金源を枯渇させてしまった。欧州では、証券化

証券のかなりの部分が商業銀行によって保有されているが、サブプライム・モーゲージの価値下落が銀行資産の質に対する不確実性を生み出し、インターバンク市場での問題を引き起こした。

これらの事実は、規制監督当局が、金融媒体会社の資産の質と透明性に注意を払うだけでなく、銀行および銀行システムに移転される債務やリスクについても注意を払うべきであることを示している。特に、銀行経営者や取締役は、信頼の置けるリスク管理システムを配置する責任を負わなければならない。この点を、規制監督当局は認識すべきである。

2. リスク評価やデュー・デリジェンスを格付け機関やクレジット・スコアリング・プログラム外部委託することの影響

伝統的な貸出では、管理職が融資担当者の持つリスクの分析・評価能力を厳しく監督している。また、融資担当者は、社内での評価や経歴に傷がつくことを恐れて適切な分析・評価を行う。極端に不良な貸出の多い融資担当者は、いずれ銀行業界から去ることになるだろう。

新しい形態の貸出では、貸出リスクの分析や評価は、クレジット・スコアリングを用いたり、外部の格付け機関が代行する機会が多い。貸出の焦げ付きは、通常、貸出の後、タイムラグを経てからしか発見できないため、融資担当者は、実行した貸出の質ではなくて量によって評価されることになる。このような評価体系は、サブプライム・モーゲージのようなリスクの高い貸出については明らかに不適當である。デュー・デリジェンスの外部委託は、証券化商品の組成段階において、貸出を行う主体に誤ったインセンティブを与えてしまう。リスク評価やデュー・デリジェンスを外部委託してしまうこうした方法が、現在多発している証券化関連の問題を引き起こしている。貸出期間の早い時期にデフォルトが発生する例外的なケースを除き、貸出を行う主体よりもむしろ投資家が、引受業務のミスによって生じる損失を被ることになる。

証券化に対する投資家の信頼と規律を回復するため、貸出を行う主体（Loan originator）は、証券化を引き受ける業者（Underwriting staff）の実績を長期にわたってきちんと把握しなければならない。また、融資担当者（Loan Officer）が借り手の破綻による損失の一部に対して責任を負うような繰延給与体系の構築も視野にいれるべきである。SFRC は、規制当局や業界団体に対して、リスク評価の外部委託により生じるインセンティブ問題の速やかな解決をもとめる。

3. 金融市場における最近の混乱がバーゼル に与える影響

先進各国では、バーゼル を 2007-2008 年に導入する。バーゼル では、バーゼル における自己資本比率規制の問題点を解決すべく、より詳細で適切な信用リスク量の計算方法を導入するとともに、その他のリスクについても定量的評価を義務付けている。このように、バーゼル ではより適切なリスク管理・運営を実行する責任を銀行に対して負わせている。

これまで実施された一連の定量的影響度調査（QIS）を含め、この 10 年間、バーゼル 導入に向けて綿密な準備が行われてきた。しかし、金融市場における最近の混乱は、バーゼル において柱となるべき項目の精密性と実用性に対して疑念を抱かせる。“標準的手法（Standardized Approach）”では、格

付け機関から提供される格付けに過度に依存している傾向がある。しかしここ数ヶ月間、格付け機関から提供される格付けの下方修正に遅れが目立つため、外部機関から提供される格付けに依存したりリスク管理手法は疑問視されている。例えば、特別目的媒体が発行する AAA 格のシニア・トランシェが一夜にして 17 段階の格下げになった。このような格付け修正の遅れは、格付けの変更は市場によるリスク評価に遅れるという調査結果と整合的である。

格付け機関から提供される格付けを自己資本比率規制に利用すると、銀行監督の責任までもも転嫁してしまうことになる。上述したように、デュー・デリジェンスの外部委託は、誤った評価によって損失が発生することに対して責任を負わない主体へ、リスク評価業務をアウトソースしてしまうことを意味する。バーゼル銀行監督委員会は、標準的手法 (Standardized Approach) が格付け機関によって提供される格付けに過度に依存している点を再評価すべきあり、また、金融監督当局が自らの入念なリスク評価によって補完するよう主張すべきである。また、バーゼル銀行監督委員会と規制当局は、彼らと格付け機関の間に発生するインセンティブ問題を理解することも重要である。現在の報酬体系では、証券の発行体が格付け機関に対して手数料を支払う。このような報酬体系では、格付け機関が顧客である証券発行体の財務状況の脆弱性を明らかにしようとするインセンティブが働かない。

金融市場における最近の混乱により、大手銀行が利用している内部リスク管理モデルが不完全でかつ不十分にしか機能していなかったことが明らかにされ、そして銀行がさらされているリスクの大きさ (risk exposure) が過小評価されていたことが明らかとなった。こうした事実は、内部リスク管理モデルが過去の金融危機のデータを用いて推計できていないことの問題点を反映しており、バーゼルにおいて利用が認められている大手銀行の内部リスク管理モデルでは、“めったに発生しない” イベントを捉えることが難しいことを意味している。SFRC は、バーゼル委員会に対して、金融市場における最近の混乱から観察された事象を利用して、追加的な定量的影響度調査 (QIS) を実施することを強くもとめる。

4. 欧州インターバンク市場における流動性の枯渇

深刻な問題がユーロ圏や英国のインターバンク市場で発生した。欧州中央銀行による巨額な流動性供給にも関わらず、インターバンク・ローンのスプレッドは拡大し、米国市場のスプレッドよりも大きくなった。加えて、信用割り当ても観察された。

米国に比べて欧州のスプレッドが拡大した理由はまだ明らかではない。考えられる理由の一つは制度上の違いである。米国では、流動性不足の影響はコマーシャル・ペーパー (CP) 市場において特に深刻だった。一方、ユーロ圏における流動性不足の影響は、インターバンク市場の利子率に現れた。米国における流動性不足の影響は、銀行貸出よりも、ヘッジ・ファンドの資産担保 CP の借り換えに集中して現れた。2007 年 7 月時点で最高 2 兆 2250 億ドルあった米国の CP 市場は、9 月 6 日の時点で、約 3000 億ドル縮小した。この市場縮小の大部分は、サブプライム・モーゲージの金融媒体会社が資金調達に利用した CP 市場の縮小を反映している。ユーロ圏における定量的な影響や代替的な資金調達手段に関するデータはいまだ入手できていないが、欧州中央銀行により多額の資金が投入されたにもかかわらず、スプレッドは依然として拡大したままである。

インターバンク市場の利子率が依然として高いもう一つの理由として、ユーロ圏の一部の銀行の財務状況が悪化し、それらの銀行に高いプレミアムがついている可能性が考えられる。

ユーロ圏における金融システムのセーフティ・ネットを管理・運営する機関は、国際的に活動する銀行の債務超過問題を扱った経験がなかった。今回はじめて、債務超過で破綻寸前の銀行を適正かつ効率的に処理する能力が試されてしまったのかもしれない。個々の銀行の財務状況が明らかになり、セーフティ・ネットの運営機関が従うべき政策ガイドラインが確立されるまで、不確実性は払拭されないだろう。

ECB は 8 月 9 日だけで、1000 億ユーロ近い資金を供給した。しかし、将来支払い不能に陥りそうな銀行に対する無期限の貸出は、国際的に活動する銀行にモラルハザードを引き起こす可能性がある。

5. 欧州および米国以外の国々への影響

金融市場の最近の混乱が米国や欧州以外の国々に対して与えた影響は、今のところ限定的なものであるが、世界的なリスク・プレミアムの持続的上昇は、信用度の低い国々に影響を与えるはずである。これまでに発生した危機では、世界的な混乱が国際的な資本移動を実質的に妨げ、信用力の低い国々に対して深刻な影響を与えた。今回の混乱ではこのような事象はまだそれほど発生していないが、ユーロ圏の流動性不足がこのまま続くようであれば、国際的な資本移動が突然滞ってしまう可能性がある。当局はこの可能性を認識して、こうした国際金融市場の脆弱性を減らすよう努力すべきである。

特に、米国および欧州以外の多くの国々では、増大した不確実性が外国為替相場や株式市場のボラティリティを増大させ、信用スプレッドも拡大している。欧州のインターバンク市場で発生した流動性不足ほどではないものの、各国の中央銀行は状況を注視し、短期流動性に対する突発的な需要拡大にいつでも対応できるよう準備を整えておかなければならない。

インドネシアのような発展途上国では、国際資本移動の変調が外国為替市場および国債市場を不安定化させる危険があるし、間接的に産出量や雇用も不安定化させる可能性がある。そのような影響は発展途上国の資本自由化の流れを減速させてしまいかねない。

ラテンアメリカ諸国では、アルゼンチンやベネズエラでは国債スプレッドは 2-3%まで拡大したが、メキシコやブラジルの拡大幅は小幅である。一般的に、政府の健全な財政状況や経常収支の黒字、累積外貨準備は、不確実性に対する市場の調整を緩やかにするのに役立ってきた。国内の銀行システムが外国市場のリスクにさらされている程度は限定的である。仕組み金融商品に関連したリスクや、ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドのような高いレバレッジで運用する金融機関に関連したリスクも、相対的に小さい。

日本のインターバンク市場やコマーシャル・ペーパー市場は、十分な流動性が銀行システムに供給されているため、安定的に推移している。しかし、世界的な不確実性や緊張感の高まりは円キャリー・トレードの巻き戻しを引き起こし、日本の株価は大幅に下落している。

円キャリー・トレードの巻き戻しは最近の豪ドルの大幅な下落にも影響している。豪州では、仕組み金融商品およびヘッジ・ファンドが重要な役割を担っており、投資家が負っているリスクに関する不確実性や流動性に対する需要の拡大がインターバンク市場の金利を上昇させている。いくつかの銀行では、金融子会社に移した資産を再び自らのバランスシートにオンバランス化する動きも見られる。現先取引ならびに適格証券の範囲拡大を通じた豪州準備銀行による流動性供給は、今までのところ、信用市場の調整過程を緩やかなものとしている。