

# 第二次報告書

「開かれた金融力のある国」を目指して

平成20年6月12日

金融市場戦略チーム

## はじめに

昨夏来、国際金融市場において未曾有の混乱を引き起こしたサブプライムローン問題は、現在もなお収束していない。金融市場戦略チーム（渡辺金融担当大臣の私的研究会）は、この問題について、チーム発足来 2 ヶ月にわたり集中的に議論を行った。その結果は、11 月 30 日に第一次報告書としてとりまとめられた。第一次報告書では、この問題の原因分析を行うとともに、証券化プロセスにおける各当事者の問題点を抽出し、これらに対する対応策の提言を行った。

この第一次報告書を受けて、金融庁では、主として金融安定化フォーラム (FSF) や証券監督者国際機構 (IOSCO) といった国際的な議論の場で積極的な貢献を行った。その結果、後述のように、多くの点で国際機関や各国政策当局との間で同様の認識が得られ、我々の提言はその処方箋の中に反映された。

この間、サブプライムローン問題は深化し、広がりを見せていると言い得る。現時点で市場は極度に不安定な状況にはないが、今後については、なお注視が必要な状況にあると言える。第二次報告書では、第一次報告書以降の問題の広がりや深まりの状況をフォローアップするとともに、これまでにとられた処方箋や政策対応を整理し、その評価を行い、さらには今後のグローバルな金融市場に係るわが国としての留意点について指摘を行った。

## I グローバルな証券化市場における問題の広がり

当チームの第一次報告書が公表（11 月 30 日）されたのは、昨夏以降、一時小康を保っていた証券化商品市場が再び悪化する中、欧米の金融機関が巨額の損失計上を明らかにし、これに対応した増資が実施され始めた時期であった。12 月以降も、サブプライムローン問題は、一時的には小康状態を保つものの、基本的には深化・拡大する方向で推移してきていると考えられる。

すなわち、12 月に入ると、欧米大手金融機関において、SIV (Structured Investment Vehicle) をオンバランス化し損失処理を行う動きが現れるとともに、証券化商品に対する保証を行っていたモノライン保険会社という金融保険会社の経営問題が表面化した。

(注) モノライン保険会社のビジネスモデルは公共債の保証業務を基本としていることから、その経営悪化は公共債の調達コストの上昇により地方自治体の財政へ影響を与える

ことが懸念される状況にある。

格付会社は、モノライン保険会社に対し、格付けを維持するためには増資が必要としてきた。これまで各社において、一定の対応がなされたが、なお格下げの方向での圧力が続いていると言える。

また、年末越えを控えた資金調達を行う短期金融市場におけるタイト感も例年になく高まった。

1月以降、米国の実体経済の悪化を示す指標が相次ぐようになった。米国住宅市場の関連指標が軒並み悪化したことはもとより、雇用関係の指標も悪化した<sup>1</sup>。また、金融面でも、連邦準備制度理事会（FRB、Federal Reserve Board）シニアローンオフィサー調査（D. I.）でも「タイト（Tightened considerably）」となるなど貸し渋り懸念も表面化した。

証券化商品市場についても、広範な証券化商品において評価損失が拡大した。すなわち、デレバレッジの動きの加速や、潜在的に評価損失発生懸念のある資産をバランスシートから切り離す動きが見られる中、周辺の住宅ローン、商業用不動産担保ローン、カードローンの証券化商品やレバレッジドローン、さらには、政府支援機関（GSE、Government Sponsored Enterprise）が保証するモーゲージ債の価格が低下した。これにより、米国大手金融機関の2008年第1四半期決算においても、2007年第4四半期と同様、多額の損失計上を余儀なくされた<sup>2</sup>。また、金融機関全体でみたサブプライムローン関連の損失額の推計値も拡大した<sup>※</sup>。

（注）欧州においても、既に2007年第4四半期、2008年第1四半期において大手金融機関等による大規模な損失計上と増資が明らかにされているが、証券化商品について更な

---

<sup>1</sup> 実体経済：昨年より下降傾向にあったCB消費者信頼感指数（季調済、1985=100）は、今年に入り更に下降している（1月：87.3、2月：76.4、3月：65.9、4月：62.8、5月：57.2）。

また、2008年1月のISM景況指数（非製造業）は44.6とその景気後退・拡大の分岐点となる50を大幅に割り込んだ。その後、2月、3月のISM景況指数は、製造業・非製造業ともに50を割り込んでおり、4月、5月のISM景況指数は非製造業において50を上回ったものの、製造業においては依然として50を下回る状況が続いている。

住宅関係：民間住宅着工件数（対前月比を年率換算、季調済）は、2008年3月に▲13.8%と大幅なマイナスとなった後、4月には+8.2%とプラスに転じたものの、住宅購入価格上昇率（対前期比を年率換算、季調済）は、2008年第1四半期（2008年5月末に公表）に▲6.92%となるなど、2007年第3四半期にマイナス（▲1.88%）に陥って以降、下落率が膨らんでいる。

また、住宅販売件数は、新築が約60万件（2008年1月）から約53万件（同年4月）に減少する一方、中古は約490万件（2008年1月）から約500万件（同年2月）に一時的に上昇したものの、その後、約490万件（同年3月、4月とも）へと再び減少している。

雇用関係：2008年1月時点で4.9%であった失業率（除軍人、季調済）は、2008年2月には4.8%に低下したものの、2008年3月には5.1%と再び上昇し、4月には5.0%、5月には5.5%となっている。

また、非農業雇用者数（季調済）についても、2008年1月から5月にかけて、連続してその減少が公表された（合計で約32.4万人の減少）。

<sup>2</sup> わが国金融機関の2007年度決算の状況は後述18ページ参照。

る追加損失が生じるのではないかと懸念がなお残っている。

また、2月から3月にかけてデレバレッジの動きが証券化商品の一段の価格下落、追い証発生につながり、それがまたデレバレッジの動きを加速させるという形で、下方スパイラルに陥り、証券会社、ヘッジファンドの担保不足、流動性不足が意識された。こうした中、ヘッジファンドのカーライルキャピタルが破綻し、カウンターパーティリスクが懸念されるようになったことを契機に、証券担保ファイナンスに依存する資金調達構造を持っていたベアスターンズ社の資金繰りが急速に悪化し、経営危機へと発展するなど、米国の金融資本市場の緊張が極めて高まった<sup>3</sup>。

4月以降、証券化商品等の市場の緊張は比較的落ち着いた状態にある。しかし証券化商品のスプレッド幅は依然として本年1月頃の水準にとどまっていること、短期金融市場の金利が高止まっていること、住宅市場低迷が続いていること、小規模な金融機関の破綻が見られることなど、欧米の金融資本市場の状況については引き続き注視が必要な状況である。

※ 金融市場におけるサブプライム関連損失推計については、現在までのところIMFの9,450億ドルが最大となっている（ただし、必ずしも対象金融商品の範囲は、他の国際機関の試算と同一のものではない）。年明け以降の金融機関のサブプライム損失に係る主な発言等は、以下の通りである。

H20.1.17	バーナンキ FRB 議長	これまでのところサブプライム関連損失は <u>1,000 億ドル</u> と見ているが、今後、返済率や差押えの上昇を伴えば、 <u>更に損失がその数倍になりうる</u> と発言
H20.2.12	シュタインブリュック独財務相	サブプライム関連の損失は <u>4,000 億ドル</u> に達しうると考えていると発言(2/12 Financial Times 誌 報道より)
H20.3.3	ロワリー米財務省次官補	これまでに世界の金融機関が公表した損失額が <u>2,000 億ドル</u> を超えると発言
H20.3.17	シン IMF 西半球局長	世界の金融システムは、銀行、保険会社、ヘッジファンド、年金基金全体で <u>8000 億ドル</u> に上る損失に直面する可能性がある <sup>3</sup> と発言
H20.4.8	IMF	「世界金融安定性報告書」で、サブプライムローン問題による銀行、保険会社、ヘッジファンド等の損失は最大約 <u>9,450 億ドル</u> に上ると試算(銀行セクターは 4,400 億-5,100 億ドル)
H20.4.15	OECD	サブプライム関連の損失を <u>3,520-4,220 億ドル</u> と試算

<sup>3</sup> 同社を救済するため、JP モルガンが買収することとされ、その際、ニューヨーク連銀による融資が実施された。

## Ⅱ 問題解決に向けた取組み

### 1. 各国政策当局による取組み

上記のような問題の広がりを受け、各国政策当局において様々な対応がなされている。

#### (1) 米国

米国では、昨年末以降、政府による借り手救済策、景気刺激策、金融市場安定化策（流動性供給策）等の対応が相次いで表明・実施された。

#### ① 借り手救済策

昨年12月6日、米国政府が、民間金融機関団体、サービサー、カウンセラーといった関係者から構成される組織「HOPE NOW」によるサブプライムローンの借り手に対する救済策を発表した。これは、金利更改後に高金利での返済を余儀なくされる借り手<sup>4</sup>を救済するための措置であり、新たな住宅ローンへの借り換えや返済金利の5年間凍結を含む救済策を講じることとされており、今年以降金利更改を迎える180万人中（延滞者を除く）120万人がこの措置の対象となると推測されている。（注1）

また、4月9日に追加策として、米連邦住宅局の債務保証枠の一段の拡充策（注2）が表明された。

（注1）これらの救済策を含め、民間関係者において借り手救済への取組みが進められており、1月以降で40万人超のサブプライムローンの借り手が借り換え、凍結等の措置を受けている。

（注2）既存のFHA（Federal Housing Administration）融資保証プログラム（FHA Secure）について、返済遅延歴のある者に対しても適用可能とし、長期固定金利型の住宅ローンへの借り換えを可能とした。また、FHA Secureの対象枠を拡大し、変動金利型住宅ローンの借り手のうち、①2ヶ月連続で返済遅延した借り手等に対しLTV97%まで、②3ヶ月連続で返済遅延した借り手等に対し、LTV90%まで融資保証を供与することとされた。

これにより、昨年9月以降、約20万件的住宅ローンがFHA保証付住宅ローンへ移行している。

#### ② 景気刺激策

サブプライムローン問題が個人消費や住宅市場に与える影響などを考慮し

<sup>4</sup> サブプライムローン商品の多くは、2年間は低利・固定で、3年目以降変動金利に移行するものが多い。2008年に入ると多くのローンの借り手が金利更改期を迎え、延滞が増加するのではないかと懸念されていた。

て、1月18日にブッシュ大統領より総額1,500億ドルの減税（戻し減税1,000億ドルと設備投資減税500億ドル）や連邦住宅局及び政府支援機関が保証又は購入する住宅ローンの対象の拡大<sup>5</sup>を柱とする景気刺激策が発表され、本対策を盛り込んだ法案は、2月13日に成立した。これにより本年4月から最大で個人で600ドル又は夫婦で1,200ドル、加えて子供一人あたり300ドルの税の還付が行われている。

### ③ 金融市場安定策

#### （流動性供給手段の拡充）

サブプライムローン問題が顕在化した昨年夏以降、主として資産担保コモディティ（ABCP、Asset Backed Commercial Paper）市場において発生した流動性の問題については、中央銀行による大量の資金供給等により対応が行われてきた。その後、年末越え資金の調達を意識される中、短期金融市場の安定を図る観点から、12月12日に、FRBや欧州の中央銀行による流動性供給策として、欧州市場でのドル資金供給を円滑化するスワップ手法の活用、長めの資金を供給するタームオークションファシリティ（TAF、Term Auction Facility）の導入といった施策が導入された。

また、年明け以降、下記のようなモーゲージ市場の機能が低下し、前述のように一部証券会社の流動性が困難化するといった状況を受け、モーゲージ証券を担保に国債を供給するターム物債券貸出制度（TSLF、Term Securities Lending Facility）、プライマリーディーラーに中央銀行の資金を直接供給するプライマリーディーラー信用ファシリティ（PDCF、Primary Dealer Credit Facility）などの金融市場の安定化のための一連の流動性供給策が相次いで打ち出された。

5月2日には、短期金融市場金利が依然として高い水準にあるという状況を受け、通貨スワップ協定の規模拡大やTAF、TSLFの規模の拡大といった各国中央銀行による追加的流動性供給措置が発表された。

なお、3月のベアスターンズの救済策の実施にあたっては、ニューヨーク連銀が不良資産の受け皿会社に対し290億ドルの資金を供給するといった形で実質的な公的資金の活用とも言い得る大胆な措置を実施し、金融システムの安定確保への取組みを強化している。

#### （モーゲージ市場における流動性供給）

---

<sup>5</sup> 議会ではさらにFHAによる住宅ローン保証の拡大やGSEの監督体制の改革等を含む住宅関連法案が下院で可決され、上院においても現在審議されているところであり、7月までの成立が期待されている。

米国の金融市場では証券化市場が金融仲介チャネルの重要な一翼を担っている。しかしながら、サブプライムローン問題発生以降、この証券化市場の機能が大幅に低下している。

こうした状況の中、証券化市場の代表的な商品であるモーゲージ債の流動性が低下したことを踏まえ、GSE（ファニーメイ、フレディーマック等）による証券化商品の買取り拡充策（注）が相次いでとられた。

（注）GSEによる証券化商品買取り拡充策

H19. 12	ファニーメイ及びフレディーマックの資本増強が行われ、財務基盤が強化
H20. 2. 13	政府支援機関による買い取りが可能な住宅ローンの上限額を、一定期間に貸し出されたものに限り41万7,000ドルから72万9,750ドルへ引き上げ（前述②参照）
H20. 3. 1	政府支援機関の資産の買い取り総額の上限を撤廃、市場への流動性供与を促進
H20. 3. 19	連邦住宅貸付機関監督局（OFHEO、Office of Federal Housing Enterprise Oversight）及び政府支援機関が、資本規制を緩める（法律上の自己資本の1.3倍⇒1.2倍へ）ことで、MBS（Mortgage Backed Security）市場に最大2,000億ドルの流動性を供給するイニシアティブを共同で発表（これにより今年20兆円の購入・保証が可能）
H20. 3. 24	連邦住宅貸付銀行（FHLB、Federal Home Loan Bank）によるMBSの買い取り上限額が、2年間に限って資本量の300%から600%へ引き上げられ、住宅市場に1,000億ドルの流動性を供給することを発表

#### ④ 金融システムの安定確保に向けたさらなる議論

より抜本的な金融システム安定のための対応としては、金融機関等が十分な資本を持つことが重要である。わが国のような公的資金の投入については、モラルハザード等の観点から、米国内では消極的な見方が強い。一部識者が公的資金をめぐる積極的な議論を行っているが<sup>6</sup>、米国政府としては、民間金融機関が損失を速やかに開示・処理し、必要な場合には資本増強を行うなど民間による自主的な対応を求めるスタンスをとっている。こうした中、米国

##### <sup>6</sup>主な要人の発言

（3/12 講演会におけるリプスキーIMF 第一副専務理事の発言）

金融システムを守るため、公的資金の利用の可能性を含め、あらゆる選択肢をそろえておかなければならない

（3/14 講演会におけるルービン元財務長官の発言）

低所得者層が家を失わないためにも（住宅ローン分野に）公的資金を使うべきか検討する段階に入った

（3/14 講演会におけるサマーズ元財務長官の発言）

市場仲介者が望もうと望まなくても、私的、公的な方法を問わず、自己資本を緊急に増強する必要が出てきた

（4/8 マスコミインタビューにおけるグリーンズパン前議長の発言）

住宅危機の収束にむけて、公的資金を用いるべき

金融機関においては、2008 年第 1 四半期までで総額約 20 兆円超に及ぶサブプライム関連損失の開示と、(追加増資を含め) 約 12 兆円程度の資本増強などが公表されている<sup>7</sup>。

## (2) 欧州等

欧州では、国による金融機関に対する公的な介入が実施されているケースも見られる。イギリスにおいては、ノーザンロックに対する民間救済スキームが成就せず、2 月 17 日に同行の一時国有化が発表された。ドイツでは、2 月 8 日、大手州立銀行ウェスト LB が不良資産を切り離すために設立した特別目的会社を州政府が保証することが発表された。また、2 月 13 日、昨夏に経営難に陥ったドイツ産業銀行に対し、連邦政府からドイツ復興金融公庫を經由して資本注入を行うことが発表された。

また、昨年 12 月及び本年 3 月の 5 中銀の合意による中央銀行の流動性供給策に基づき、欧州の中央銀行(欧州中央銀行( ECB、European Central Bank)、スイス国民銀行( SNB、Swiss National Bank)) が FRB との通貨スワップ協定により短期金融市場にドルを供給した<sup>8</sup>。4 月 21 日には、イングランド銀行が、現下の金融市場の状況を踏まえ、銀行の保有する住宅ローン等担保証券と国債とのスワップを行う特別流動性スキーム(総額 500 億ポンド)を公表・実施した。

この他、欧州委員会は、2 月 27 日、金融機関に迅速な損失開示を求めることなどを盛り込んだ報告書を採択し、国際的な議論の場における欧州としての指針を示すなどの取組みも見られた。さらに 3 月 14 日には欧州連合の財務相理事会において、金融サービス規制・監督の手続きの強化や預金保険制度の機能強化をはじめとした金融安定化に向けた危機対応策等の工程表を承認した。

### (参考) 各国監督体制に関する議論

この間、今回のサブプライムローン問題に端を発する金融市場の混乱を教訓として、いくつかの国においては、金融監督体制の見直しの議論が開始されている。

#### ① 米国

米国では、3 月 31 日に金融監督制度改革のブループリントが発表された。そこでは監督制度改革に向けて、短期、中期、長期での政策目標がそれぞれ提言されている。

<sup>7</sup> 2008 年第 2 四半期以降も損失の開示や資本増強の動きが続いており、これまでのところ、世界の金融機関では、わが国を含め、総額 30 兆円超のサブプライム関連損失及び 20 兆円程度の増資が発表されている。

<sup>8</sup> 政策金利については、ECB がサブプライムローン問題の顕在化後も政策金利を据え置き続けている一方、BOE では、昨年 12 月以降、合計 3 回の金利引き下げを実施している。

短期における提言としては、i) 金融市場に関する大統領作業部会について、対象範囲の拡大など近代化を行うこと、ii) 住宅ローン組成者に関する連邦委員会の設置、iii) 非預金取扱金融機関へのFRB貸出標準化や検査・監督の必要性が唱われている。

中期における提言としては、貯蓄金融機関制度の廃止、州法銀行に対する連邦監督体制の一元化、決済システムの監督、保険・証券・先物規制の改革が提示されている。

その上で、長期における提案としては、現在の銀行、保険、証券、先物という業態別の規制から、政策目的別のアプローチとして、i) 市場の安定のための規制当局 (FRB)、ii) 健全性規制を行う当局 (OCC (Office of the Comptroller of the Currency)、OTS (Office of Thrift Supervision) 等)、iii) 行為規制を行う当局 (CFTC (Commodity Futures Trading Commission)、SEC (Securities and Exchange Commission) 等) に再編成する方向性が示されている。

## ② 英国

英国では、FSA (Financial Services Authority) が19世紀以来の取り付け騒ぎという事態に至ったノーザンロックの監督における問題点について内部監査を実施し、その結果を受けて、監督強化の方針が示されている。

すなわち、ノーザンロック銀行への十分な監督の欠如、職員リソースの不足、リスク情報の監督活動への活用の不徹底などの内部監査の指摘を受け、特に「影響の大きい金融機関」に対する監督について、定期的なレビューを行う専門家グループの設置、職員の増員、上層部の関与の拡大、流動性の重視等を行うこととされている。

## ③ ドイツ

ドイツでは、2月6日に、今回の問題を教訓として、銀行監督権限の変更について発表している。すなわち、将来的には、フランクフルトに多く位置する金融機関と日常のコンタクトが多い独連銀が、検査を含む日常の監督を実施し、連邦監督局 (BaFin) が法に定める行政権限を行使する、という形で権限を明確化するとの方向性が示されている。

## 2. 国際機関における処方箋の検討

当面、金融市場を安定させるため、1. で見たような各国による対応がとられる中、国際機関においては、今回の問題の再発防止策等を中心とする議論が展開されている<sup>9</sup>。

### (1) 金融安定化フォーラム (FSF、Financial Stability Forum)

FSF は、昨秋のG7において、今回の問題の原因分析や政策対応について検

<sup>9</sup> 米国においても、3月13日、大統領金融市場作業部会においてサブプライムローン問題を受けた再発防止策の提言も行われている。この中では、住宅ローン組成プロセスの改革、ストラクチャード・クレジット商品等の格付プロセスの改革、国際金融機関のリスク管理の強化、健全性規制の促進等が盛り込まれている。

討するよう求められた。2月のG7東京会合において、FSFからG7に対して中間報告、4月11日のG7ワシントン会合において本報告（「市場と制度の強靱性強化に関する金融安定化フォーラム報告書」）が提出された。この報告では、i）自己資本、流動性、リスク管理に関する健全性監督の強化、ii）透明性・価格評価の強化、iii）信用格付の役割、利用の変更、iv）当局のリスク対応力の強化、v）金融システムにおけるストレスに対応するための堅固な体制といった5つの主要な分野について多くの提言を行っている。

これを受け、同G7会合において、優先順位に応じ、100日以内に実施すべき措置（損失の早期確定のための情報開示措置やストレステスト等リスク管理の強化等）と2008年末までに実施すべき措置の特定が行われた。また、FSFに対して、報告書に盛り込まれた実施内容を積極的にモニターすることも求められた。

（参考）

#### 【100日以内に実施すべき措置】

（金融機関に対して求められる措置）

- ・ 複雑で流動性のない商品に関し、リスクへのエクスポージャー、償却、公正価格の見積もりの徹底的かつ即時の情報開示。FSF報告に示された先進的な事例に倣ったリスクに関する情報開示（次回中間決算期）。
- ・ 当局の監督を受けつつ、厳格なストレステストを含め、リスク管理の慣行を強化、必要に応じ、その自己資本を強化。

（国際会計基準審議会などの会計基準設定主体に求められる措置）

- ・ オフバランス事業体に関する会計及びディスクロージャーの基準を改善。また、特に市場がストレス下にある場合の金融商品の評価について、公正価値評価のガイダンス向上のための取組みの迅速な開始。

（国際機関）

- ・ バーゼル委は、流動性リスク管理の改訂ガイドラインの発出、証券監督者国際機構は、格付会社のための行動規範の改訂。

#### 【2008年末までに実施すべき措置】

##### ①資本・流動性・リスク管理に関する健全性監督の強化

各国：バーゼルⅡの自己資本規制を適時に実施。

バーゼル委：複雑な仕組みの商品及びオフバランス関連会社に関して所要自己資本を引き上げるとともに、追加的なストレステストを求めるなどモニタリングを強化。

##### ②金融商品の評価基準の強化と透明性の強化

バーゼル委：オフバランス関連会社、証券化商品のエクスポージャー、流動性コミット

メントに対する情報開示を銀行が強化するために、銀行の価格付けプロセスの監督上の評価を改善する更なる指針の発出。

### ③格付会社の役割等の見直し

投資家：格付の利用に際しデューデリジェンスを改善。

格付会社：潜在的な利益相反問題への対処、仕組み商品に対する格付を通常の債券の格付と明確に区別、格付手法の情報開示の改善、証券化商品のオリジネーター・仲介者・証券発行者により提供される情報の質を評価するための実効性ある行動。

### ④リスクへの当局の対応力の強化

監督当局及び中央銀行：金融安定に対するリスクの評価を含めて、協力と情報交換を更に強化。国際的に活動する大手金融機関毎に、監督当局で構成される国際的なグループを設置。

市場監視当局：詐欺、市場操作及び相場操縦について調査し処罰するために、協力して迅速に行動。

### ⑤金融システムにおけるストレスへの対応

中央銀行：金融システムが緊張している期間、効果的に流動性を供給できる必要。

各国当局：体力の低下した銀行に国内外で対処するための枠組みを見直し、必要に応じ強化。国際的な危機管理計画に関する具体的な課題に対応するための小グループの設置（2008 年末までに第一回会合を開催）。

## （2）証券監督者国際機構（IOSCO、International Organization of Securities Commissions）

IOSCO は、ストラクチャード・ファイナンス市場において信用格付機関の果たした役割について分析するために、昨年春に、信用格付機関に関するタスクフォースを設置して以来、サブプライムローン問題を踏まえつつ、これまで議論を行ってきた。その議論の結果が、5 月 28 日に「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書」としてとりまとめられ、IOSCO 年次総会（パリ）において公表された。

本報告書においては、格付プロセスにおける品質と公正性、信用格付機関の独立性と利益相反の回避、信用格付機関の一般投資家及び発行者に対する責任といったストラクチャード・ファイナンス市場における格付機関の役割に関する分析が行われている。また、この分析を踏まえ、これまでの信用格付機関の基本行動規範<sup>10</sup> に対し、ストラクチャード・ファイナンスの格付けに関する利益相反の回避や透明性向上等の観点からの改訂を行っている<sup>11</sup>。

<sup>10</sup> 基本行動規範とは、信用格付機関が、自主的に自らの行動規範として採用・遵守するか、それができない場合、その理由を説明・開示することを期待するもの。

<sup>11</sup> IOSCO は昨年 11 月に「サブプライム危機に関するタスクフォース」も設置している。証券化商品の発行者

### (3) 国際通貨基金 (IMF、International Monetary Fund)

IMF は、4月8日に世界金融安定性報告書を公表した。上述のようにこの報告書では、世界の金融機関の損失推計が行われているが、いくつかの政策提言も行われている。ディスクロージャーの充実や資本調達必要性などのほか、金融機関による不良資産の処理が実体経済に深刻な影響を与える場合に備え、不良資産が大きく積み上がった際の危機管理計画の策定を各国当局に提言している点や、市場混乱期において時価評価を適用する結果、資産の売却が加速化されるという問題点について検証する必要性等に言及している。

## 3. 民間関係者等における取組み

サブプライムローン問題は、証券化市場に関係する様々な当事者における問題が顕在化した結果と言うことができ、第一次報告書においても、民間関係者等において対応すべき課題について多く指摘をした。これまで行われた民間関係者等における主な取組みとしては、以下のような点が挙げられる。

### (1) 格付会社

格付会社においては、独立性の確保・利益相反の回避の観点から、例えば、チェック機関の設置等の部内組織の見直し、社内規則上の禁止行為の明確化を実施・検討している。また、格付けの質の強化を図る観点から、第三者機関によるレビュー、格付けの継続的なモニタリングの強化の実施等をしている。さらには、透明性の向上を図る観点から、格付手法等への外部からのアクセスの改善、市場参加者との対話の強化の実施等をしている<sup>12</sup>。

---

による透明性の強化と投資家のデューデリジェンス等、サブプライム危機に関連する幅広い課題が議論され、本年5月29日に最終報告書が公表された。本報告書において、IOSCO としての今後の課題と対応が取りまとめられている。

<sup>12</sup> この他、格付会社の関連では、欧米当局において以下のような動きが見られる。

米国では、4月22日、SEC のコックス委員長が、以下の分野について、格付会社に対する規制の改正について検討中である旨の議会証言を行った。

- ・ accountability (格付実績の格付会社間の比較可能性の確保、証券化に関するコンサルティングサービスの同時提供禁止等)
- ・ transparency (裏付資産情報の開示、証券化商品の格付決定方法の開示の拡充)
- ・ competition (格付実績の比較可能性の確保、市場参加者のデューデリジェンスの促進を通じた競争促進、裏付資産情報へのアクセスの拡充)

また、欧州証券規制当局委員会 (CESR、The Committee of European Securities Regulators) は、5月19日、欧州委員会の依頼を受け、「信用格付機関による IOSCO 基本行動規範の遵守状況に関する第二次報告書及び仕組み商品に対する信用格付機関の役割に関する報告書」を公表した。同報告書は、当面の対応として、信用格付機関に対する国際的な行動基準を策定し、その遵守状況を監視する国際的な監視機構「モニタリング・ボディー」の新設を提案している。

なお、信用リスク以外の流動性リスク等に関する取組みについては、あくまで格付けは信用リスクを判定するものであるという基本を維持しつつ、市場ニーズに応じた試行的な取組みを検討している。

(注) こうした中、一部格付会社においてコンピュータプログラムミスによる複雑な金融商品の一つである CPDO (Constant Proportion Debt Obligation) の格付けの誤りを指摘されたことを契機として、格付会社のあり方や格付けの信頼性が一段と問われている。

## (2) 国際金融協会 (IIF、Institute of International Finance)

IIF<sup>※</sup>では、4月9日に公表した中間報告の中で、今般の金融市場の混乱の教訓として主要金融機関のリスク管理や情報開示等に関するベスト・プラクティス (最良慣行) 構築に向けた提言がなされている。今後、本年6月末までに最終的な報告書が公表される予定である。

※ IIF は、1980年代の債務危機を契機として1983年に民間金融機関等により設立された国際的組織。70カ国以上から約375社が加盟している。なお、わが国からも11社の金融機関等が加盟している。

## 4. わが国における取組み

上述のように、金融庁においては、第一次報告書を受け、国際的な議論の場において、組成・転売型モデル (OTD、Originate to Distribute) の土台の強化、証券化商品の組成・販売に係る情報伝達の重要性、格付会社や会計に関する諸問題について積極的な提言等を行い、多くの提言が処方箋の中に反映された。

また、金融機関のサブプライム関連商品の保有額について、当局として統一的な基準によりとりまとめた計数をいち早く開示するなど積極的な情報発信にも努めてきた。

第一次報告書で掲げた諸提言に関する対応として、金融庁や関係者において以下のような取組みが行われているが、当チームとしては、第一次報告書で指摘した取組みが更に推進されることを期待している。

### (1) 市場分析体制の充実と国際的な連携強化

今回の危機は市場発の21世紀型危機とも評し得るものであり、市場からの情報を的確に監督に活かしていくことが重要である。これを受け、金融庁においては、来事務年度より「監督企画参事官」室の設置を予定しており、態勢整備が進められている。内外における金融市場の連動性が深まり、コングロマリット化の進展などの業態間の垣根が低くなっている中で、監督対応に

においてもグローバルかつグループ全体を包摂する視点で対応することが重要である。

また、この間、各国金融監督当局との連携強化に向け、MOU (Memorandum of Understanding) の締結の拡充や定期協議の開始・継続的な実施が行われている。この間、サブプライムローン問題に関しても金融庁・財務省と欧米の金融当局との間で積極的な情報交換が行われてきたが、引き続き、さらなる連携強化に向け、継続的な取組みが必要である。

## (2) 追跡可能性 (Traceability) の確保

第一次報告書では、サブプライムローン問題が拡大した大きな要因の一つとして、証券化という金融技術の普及に伴って原資産のリスクが分散した結果、リスクの所在や規模の特定が困難となるという、いわゆる「リスク所在の不確実性」が指摘され、考えられる問題点として、証券化商品の組成者（アレンジャー）や販売者（ディストリビューター）の情報収集、分析、伝達の態勢、販売態勢に問題はなかったか、という疑問点が提起された。また、わが国の対応として、証券化のプロセスに関与する個々の当事者が必要な情報を適切に提供していくことが求められるべきであり、その上で、追跡可能性 (Traceability) を確実に担保するための仕組みづくりについて、民間金融実務を踏まえ、関係者の間で実効的な方策の検討がなされることが望まれる、とされた。

これを受け、金融庁においては、4月2日に「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を改正し、金融商品取引業者が証券化商品を販売する際の情報伝達等に関する留意事項を設けた。これにより、販売会社が原資産等のリスクに関わる情報を確保・提供し、追跡可能性 (Traceability) の改善を図ることを目指している。また、本監督指針の改正を受け、日本証券業協会においては、「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を発足させ、情報伝達に関する自主ルール及び証券化商品に関する情報開示の統一フォーマット作りに向けた検討を開始している<sup>13</sup>。

こうした当局及び自主規制機関の取組みが相俟って、証券化商品の追跡可能性 (Traceability) の改善、ひいてはわが国証券化市場の透明性・公正性の向上のために大きな前進がなされることが望まれる。

## (3) 早期警戒制度の充実等

ベアスターンズ社の経営悪化時に見られたように、証券会社・投資銀行においては、市場環境激変時において急速に流動性や健全性の状況が悪化する

<sup>13</sup> 本検討については、FSF 報告書においても言及され、その検討を「歓迎する」とされているところ。

ことがある。わが国においては、これまで預金取扱金融機関に関して流動性の状況や健全性の状況を考慮した早期警戒制度を活用していたが、今般の状況を踏まえ、金融商品取引業者について、自己資本比率の急減や保有株式・債券等の価格の急激な変動に対してアラームラインを設け、基準に該当した場合に深度あるヒアリングを行い適切な監督につなげる早期警戒制度を4月2日に導入した。

#### (4) プリンシプルの提示と最良慣行の模索

証券化商品の情報開示について、自主規制機関等による自主ルールおよびベストプラクティスの構築が非常に有効であるが、日本証券業協会においては、「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を開催し、情報開示等に関する議論が行われている。

また、4月18日には、ベターレギュレーションの取組みの中で、金融庁と金融機関との間で共有された14項目にわたるプリンシプルが発表された。この中でも、リスク管理の重要性や情報提供の重要性が指摘されており、各金融機関や業界団体においては、こうした方向で自主的な改善努力を続けていくことが望まれる。

### Ⅲ 今後の課題について

#### 1. わが国不良債権問題の教訓

わが国は、90年代以降、不良債権問題への対応に取り組んできた。この解決にはかなりの時日を要したが、解決の過程において、様々な教訓を残したと考えられる。今回のサブプライムローン問題は、証券化市場発の危機であり、必ずしも日本の不良債権問題と同じではないが、バブルの崩壊に端を発し、金融機関のソルベンシー、金融システムの安定、実体経済への影響へと問題が展開していったという点で、わが国の教訓が活かされる点もかなり多いと考えられる。

(1) 教訓の第1点目は、わが国では、バブル崩壊から公的資金による本格的なセーフティー・ネットの構築まで長期間(7~8年)を要したため、不良債権問題が深刻化したことである。

銀行等の出資により設立された住宅金融専門会社が融資の焦付きから債務超過に陥り、国費を投入してこれら进行处理することとなったが、金融機関等への責任追及が不十分といった理由等から、国費投入による処理は、国民

の間で強い抵抗が生じ、以後の本格的なセーフティー・ネットの整備が困難になった。

このため、公的資金による本格的なセーフティー・ネットは1998年になって漸く整備されることとなり、この問題が正常化するまでの銀行における不良債権処分損は92～04年で96.4兆円に達することとなった。

わが国においては、この経験から現在は相当程度整備されたセーフティー・ネットが構築されているが、金融システム安定確保の観点から、将来の金融市場・金融システムの状況を視野にいれつつ、自国のセーフティー・ネットの整備状況を常に点検し、必要に応じて早め早めに改善をしていくことが各国金融監督当局に求められていると言える。

(2) 教訓の第2点目は、流動性危機の背景には、ソルベンシーの問題があるということである。

すなわち、1997年11月、これまでデフォルトがおきないという前提で運営されていたコール市場で戦後初のデフォルトが発生すると、これを契機としてソルベンシーの問題への疑心暗鬼から短期金融市場が混乱し、結果的には3つの大手銀行と1つの大手証券が破綻することとなった。

この点については、まず、金融機関の経営トップが自らのグループのリスク管理やガバナンス強化に責任を持って主体的に取り組むことが重要である。

また、今回、一部金融機関において流動性リスクが顕在化したのが、流動性リスク管理の高度化が重要であると同時に、金融機関の健全性状況の把握とりわけ市場ストレス時における健全性状況の把握（ストレステスト）を金融監督当局は的確に実施すべきであろう。

(3) 教訓の第3点目は、資産査定の対象資産に対する適切な評価を行うためには、共通の尺度が必要ということである。

わが国では、1998年に、自己資本比率に応じて当局が命令を発する早期是正措置の導入に併せて、自己資本比率の正確性確保の観点から、資産査定と償却・引当ルールの様組みが定められた。

これにより、はじめて、金融機関の財務内容の実態を正確かつ比較可能な形で把握できるようになり、ディスクロージャーによる市場からの規律付けや、当局による実効性の高い検査が可能となった。

今回の問題では、これまでオフバランスであったSIVがオンバランス化され多額の損失を計上するといった事例があり、これを契機にSIVの連結のあり方に対する関心が高まっている。また、証券化商品の市場価格の把

握が困難な状況における時価評価の困難性が、指摘されている。

会計基準設定主体をはじめとする関係者においては、財務報告に対する市場の信頼性の維持・向上に向け、SIV等の連結のあり方や、流動性が不足している金融商品の適切な評価と開示のプラクティスについて、実務家や規制当局等の意見を踏まえつつ、早急に議論・検討を進めることが期待される。

- (4) 教訓の第4点目は、早期発見・早期認識により資産超過の状況で対応が可能であれば国による資本注入が可能であり、破たん処理を行うよりも国民負担が少なく済むことである。

わが国では、資本注入として約12.4兆円の公的資金が用いられたが、これまでのところ額面にして約8.8兆円を回収、約1.3兆円の利益を上げている。

他方、破たん処理に要したコストを全体として見れば、預金保険料と併せれば、およそ18.6兆円が金銭贈与として用いられそのうち10.4兆円が国民負担として確定している。

このような経験やその間のモラルハザードや経営責任等についての様々な指摘を踏まえ、現在のわが国の信用秩序維持政策では、一方でモラルハザードを防止し、他方でシステミックリスクを回避するとの観点を考慮したものとなっている。

(注) 即ち、通常は、小口預金者を保護するとともに預金取付けを防止するために、1人当たり1,000万円までの預金を保護することとしている一方、個別金融機関の危機がシステミックリスクにつながる惧れがある場合には、この定額保護制度の例外措置が設けられている<sup>14</sup>。

このような点に加え、巨大複合金融機関(LCFI、Large and Complex Financial Institution)はデリバティブ市場等グローバルな金融市場において大きなプレゼンスを有しており、その健全性の低下や経営の破綻は世界の金融市場に大混乱を引き起こしかねないことに鑑みると、健全性を大きく損なう前の適切な対応(危機予防)、危機管理が重要であることは言うまでもない。こうした認識の下、金融システム安定のための真摯な対応が各国当局には求められていると言える。

## 2. これまでの政策対応や処方箋に対する評価と課題

<sup>14</sup> この例外措置では、モラルハザードを回避するとの観点から資産超過の場合と債務超過の場合で対応を分け、①資産超過の場合には公的資金による資本注入、②債務超過の場合には、預金全額保護及び一時国有化のスキームが用意されている。

現在も、グローバルな金融資本市場の混乱は収束したとは言えず、今後の事態の推移については、わが国としても十分注視していく必要がある。

この混乱を收拾するにあたっては、一義的にはそれぞれの金融機関の一層の努力が重要であり、また、それぞれの金融市場、金融機関について責任を有する監督当局が、必要に応じて適切な処方箋を速やかに講じるべきである。また、第一次報告書で指摘したように、この問題は市場発のグローバルに波及した 21 世紀型の危機であり、これに対する対応については監督当局間の連携を一層密にしていく必要がある。

また、FSF や IOSCO により提示された政策課題については、我々の第一次報告書における指摘と問題意識を共有するところが多く、基本的に評価したい。この FSF 報告書等の問題意識を踏まえ、金融庁としてわが国金融機関のリスク管理の強化等に引き続き積極的に取り組む必要がある。なお、これらの政策課題について、当チームとして、今後留意すべきと考える事項は以下の通りである。

- (1) FSF の報告書においては、それぞれの政策課題について、実施主体及び実施時期を明示するとともに、フォローアップを行うこととしており、これらの的確な実施が重要である。

FSF 報告書の中において、今後の提言に委ねられている事項等については、金融庁をはじめわが国関係当局として、積極的に議論に参画していくべきである。

また、同報告書において、機関投資家や投資家など民間主体に対して取り組みを求めている事項<sup>15</sup>も存在する。これらについては、それぞれの投資家（や場合によっては IIF や業界団体など民間金融機関の集まり）において、速やかに適切な対応がなされることが求められる。

- (2) 当チームでは、問題の早期発見・早期対応が重要と第一次報告書でも主張してきたところである。そうした観点から、損失の早期確定や開示に重点を置き、現在の市場の状況と関連するリスクを多く抱える金融機関に対して先進的な開示を奨励する FSF 報告書を評価する。

また、わが国においては、先進的な開示事例を踏まえ、監督当局より世界に先駆けて預金取扱金融機関のサブプライム関連商品や証券化商品等の保有状況が集計・公表<sup>16</sup>されている。各国当局においても、同様の取り組みが

<sup>15</sup> 例えば、ベストプラクティスの構築や証券化商品のリスク分析のあり方の見直し等について言及している。

<sup>16</sup> この他、6月6日には、サブプライムローン問題により内外の金融機関が損失を被ったことを踏まえ、各金融機関に対するヒアリングやFSF等の国際的枠組みにおける検証などを通じて得られたリスク管理上の留意点

行われることが期待される。

この関係で、IMF の世界金融安定性報告書 (GFSR、Global Financial Stability Report) 等において現状の時価評価を巡る問題点が採り上げられている<sup>17</sup>が、こうした問題点に対し、例えば時価会計凍結といった措置を採用することは損失処理を先送りするだけで市場の早期安定につながるとは必ずしも言えず、慎重な検討が必要である。

(注1) わが国金融機関について見ると、FSF 報告書発表後に行われた 2008 年 3 月期決算発表では、開示内容の大幅な充実が図られている。

(注2) 2008 年 3 月末のわが国預金取扱金融機関のサブプライムローン関連商品の保有額等は以下の通り。

大手行等：簿価約 9,330 億円、評価損益約▲1,230 億円、実現損益約▲6,520 億円  
(主要行、農林中央金庫、新生銀行、あおぞら銀行、シティバンク銀行、新たな形態の銀行、外銀信託等。)

地域銀行：簿価約 540 億円、評価損益約▲10 億円、実現損益約▲460 億円

協同組織金融機関：簿価約 320 億円、評価損益約▲10 億円、実現損益約▲280 億円  
(信金中央金庫を含む信用金庫、全国信用協同組合連合会を含む信用組合、労働金庫連合会を含む労働金庫、信農連、信漁連。農業協同組合等は含まれていない。なお、農林中央金庫は大手行等に含まれている。)

合計：簿価約 1 兆 190 億円、評価損益約▲1,250 億円、実現損益約▲7,250 億円

(注3) この他、FSF 報告書における先進的開示事例を踏まえたわが国預金取扱金融機関の証券化商品等の保有額等については以下の通り。

合計：簿価約 22 兆 7,930 億円、評価損益約▲9,830 億円  
実現損益▲約 1 兆 4,530 億円

(3) FSF 報告書では、国際的に活動する金融機関に対する監督にあたっての連携強化の枠組みとして、International Colleges of Supervisors (カレッジ) の設置が提言されており、わが国金融市場にとって特に影響の大きい金融機関に関するカレッジが設置される場合、わが国としてもできる限りこれに参加することが望まれる。

また、国際的な危機管理計画に関する具体的な課題に対応するための枠組みとして、関係の深い監督当局・中央銀行による小グループの設置も提言されており、これらに対しては、わが国における金融システム安定化の取組みに関する教訓を踏まえ、わが国の当局も、様々の分野においてその議論に積極的に参画することが必要である。

---

を踏まえた監督指針の改正案の意見募集が開始された。

<sup>17</sup> IMF が公表した GFSR において、短期的な公的部門に期待される対策として、「市場混乱期に、時価会計の厳格な適用についてある程度幅を持たせることも、公式に認知する必要があるかもしれない」との記述が盛り込まれている。

また、一部報道によると、一部の民間金融関係者が時価評価の問題点について指摘している。

(4) FSF 報告書において、「脆弱な銀行に対応するための国内的及び国際的枠組みを明確化し強化すべき」ことが指摘されている。これまでも個別の金融機関への対応等において、一定の公的関与が実施されているが、今後の状況の推移によっては、必要に応じて公的関与の強化を検討することも必要と考えられる。

金融システム安定のためのセーフティー・ネットを構築するにあたっては、前述のように日本の教訓を踏まえることも有益である。また、今回の問題は世界の金融システムの中核である欧米金融市場において広範に波及した問題であり、世界経済に与える影響が極めて大きい点に留意すべきである。

(5) IOSCO 報告書では、今回のサブプライムローン問題も踏まえ証券化商品の格付に対する投資家の信頼を回復する観点から、格付機関の基本行動規範の改訂版が公表されている。格付機関においては、こうした基本行動規範の改訂を踏まえた早期の取組みが求められるとともに、今後、投資家に対する適切な説明責任を果たしていくことが求められている。

### 3. グローバルな金融市場に係るわが国としての留意点

上記で見たように、サブプライムローン問題を契機とするグローバルな金融市場に関する今後のリスクや政策対応について引き続き注視する必要がある。と同時に、グローバルな市場において現在進行している諸動向について、わが国として関心をさらに深め、わが国経済の成長に活かしていくという視点を持つべきであろう。

(1) 国際金融市場においては、原油価格、食料価格の上昇を背景とするマネーフローの大きな変化、国際マクロ経済における構造変化が進行している可能性があり、こうした状況にわが国としての確に対応していく必要がある。わが国は非資源保有国であり、食料自給率も低いなど、上記のようなマクロ経済の変化に対し大きな影響を受ける経済構造を有していると言える<sup>18</sup>。また、少子高齢化の進展、累増する財政赤字などの構造的な問題に直面するとともに、アジアの中で台頭著しい中国、インドと競争をしていかねばならな

<sup>18</sup> 交易条件の悪化で海外に流出する金額は 07 年度 21 兆円に対して、対外純資産から得られる海外からの配当・利子など所得（純受取）は 19 兆円である。わずかこの 4、5 年におきた交易条件の悪化が第一次石油危機以降定着した経常黒字の累積効果の果実である投資収支黒字を打ち消すほどになっている。

い立場にある。こうした中で、わが国が今後一人当たりの GDP で見た世界で有数の経済大国としての地位を確保していくにあたっては、付加価値の高い製品を作るとともに、1,500兆円というわが国の個人金融資産の有効活用やわが国金融資本市場の競争力強化を行う必要がある。

この10年間世界の金融のグローバル化でおきたことは金融資産のなかで預金の占める割合が低下し、株式時価総額の増大が著しかったことである。欧米の例をみると、金融市場の開放性を高めることで外国資本の流入増と、それと同時に自国資本の対外投資を増加させ、それを通じて内外経済活動の活発化と収益力増大を図り、株式時価総額を増やすことで金融資産を増やしてきたと言える<sup>19</sup>。

わが国として金融力を高め、東京をアジアの金融センターにすることで、貯蓄から投資へ流れを作り、国民の金融資産を増やしていくことは、生活水準の向上につながる<sup>20</sup>。また、内需をいかに創出し、アジア経済、世界経済へ貢献していくのかという視点も重要である。こうした観点から、金融・資本市場競争力強化プランで掲げた施策を速やかに実施<sup>21</sup>するとともに、競争力を阻害しかねないような規制等があればこれらを不断に見直すなど、わが国経済の競争力を高めていく必要がある。

## (2) ソブリンウェルスファンド (SWF、Sovereign Wealth Fund) について

グローバルな金融市場において SWF の存在感が高まっている。サブプライムローン問題との直接的な関連においても、大規模な損失を被った欧米金融機関の増資(約20兆円)の約3割を引き受けている。

SWF の明確かつ公式的な定義は存在しないが、例えば①政府が保有者で、②外貨資産により積み立てられ、③正味資産を有しており、④リスク資産を含め長期的な運用を行うことができること、といった特徴を抽出することができる。

SWF は産油国を中心に昔から存在してきたが、近年その数と資産が急増しており、その規模は、(情報開示が行われておらず正確な規模は不明であるが)2.5兆ドルから3.0兆ドル程度と言われる。

SWF をめぐる動向については、国際的にも注目されており、当チームにおい

<sup>19</sup> この10年間に限れば世界の金融資産は90兆ドル増額したが、これは日本が戦後60年かけて貯蓄から蓄積した個人金融資産残高約1,500兆円(15兆ドル)の6倍に相当し、時間と金額の両面から日本と欧米を比較すると欧米は日本の36倍のスピードで資産を蓄積したという計算も成り立つ。

<sup>20</sup> 1930年代のわが国においては、直接金融が産業資金供給の大宗を担っていた歴史があることに留意。

<sup>21</sup> 6月6日にはプロ向け市場の創設や上場投資信託(ETF、Exchange Traded Fund)の多様化、ファイアーウォール規制の見直し、銀行等の業務範囲の拡大、課徴金制度の見直し等を盛り込んだ金融商品取引法等の一部を改正する法律案が成立した。

ても関係者からのヒアリングを実施するなど調査分析を進めてきた。

わが国にとっては、(i) SWF がグローバルな金融市場の安定や世界経済に与える影響や留意点は何か、(ii) (既存の) SWF に対して、わが国としてどのように対応すべきか、留意点は何か、(iii) わが国として、SWF を設立することについてどのように考えるか、など様々な視点から本問題を考えることができる。

#### ((i) について)

SWF については、透明性が欠如しているとの批判があるほか、通貨の過小評価を継続するための道具として使われるといった不適切なマクロ政策への懸念、国際金融市場を不安定化させる懸念、政治的な意図が投資に反映される懸念などが存在する。こうした懸念を背景に、IMF において、組織構造、リスク管理、透明性及び説明責任などの分野における SWF の最良慣行の策定といった動きが見られる（本年 10 月に公表予定）<sup>22</sup>。

SWF は、基本的には、利益確保を目的とする長期投資を行っており、政治的な意図をもたず資本市場の論理に従って行動しているとのことであるが、こうした懸念にも配慮し、適切な対応が求められると考えられる。

#### ((ii) について)

(3) で述べるように、日本としては、少子高齢化社会が進展する中で、「開かれた国」として内外から多くの資金を集めることが出来る、魅力ある金融市場を構築することが喫緊の課題であると考えられる。こうした観点から、SWF 等が (i) で触れた原則・最良慣行を踏まえた上でわが国への投資を増やしていくことは基本的に歓迎されるべきである<sup>23</sup>。

また、SWF を含めた海外資本によるわが国への投資について、市場の公正性、透明性確保の観点から、執行体制の充実についても検討する必要がある。また、証券市場のグローバル化が進む中、SWF を保有する国も含めた世界各国の市場監視当局との間で適切な情報交換体制を構築するなど関係強化が求められると考えられる。

<sup>22</sup> 米国では、3月20日、アブダビ政府及びシンガポール政府との間で、SWF 及び投資受入国に関する政策原則について合意した。

<sup>23</sup> OECD において、G7 からの要請を受け、SWF からの投資受入国の指針を策定しているが、その中でも、① SWF は、投資国、受入国の双方に恩恵をもたらすものであり、SWF に対する公平な取扱いを求めること、② 安全保障の観点からの投資受入国の規制は無差別、透明性、予見可能性等の原則に従うべきことなどの考えが示されている。また、6月5日の閣僚理事会においても、投資国、受入国の経済発展に対する SWF の貢献を歓迎し、受入国は外国からの投資に対し、保護主義的障壁を設けるべきではないとの閣僚宣言が採択された。

((iii) について)

なお、わが国において、SWF を設立すべきかどうかという点については、(SWF という名称・定義を使うかどうかはともかくとして) 公的な政府保有資産はできる限り国民にとって有効な活用が目指されるべきであり、また、わが国の金融市場活性化にも繋がるという積極論がある一方、どのようにスキームを工夫しても公的色彩は残ることから、説明責任の問題や安全・安定運用の要請など、こうした基金の運用には種々の問題が残存する等の慎重論も存在する。したがって、この問題については、国民資産の効率運用の観点や金融資本市場の競争力向上の観点、国際金融市場における位置づけなど様々な観点からの議論が関係者によって深められる必要があると考えられる。

現在、様々な場において、SWF 設立に関する議論が行われているところであり、諸外国における既存の SWF の動向や SWF に関する国際的な議論等に関心をもってフォローしていくべきである。また、機関化が進む金融・資本市場においては、機関投資家のアセットマネジメント能力・態勢が市場の質やパフォーマンスに大きな影響を与えている。こうした認識を踏まえ、年金資産等を含め国の資産の運用の果実を現在・将来の国民が適切に享受できるよう、効率的な運用に向け、運用のあり方について、例えば年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF、Government Pension Investment Fund) の廃止・個人勘定方式への移行等も含めて抜本的に検討していく必要がある。

### (3) 対内投資促進について

わが国は、世界に「開かれた国」を志向し、対日投資の促進や金融・資本市場の競争力強化に懸命に取り組んでいる。このことは、少子高齢化が進展する中、経済の活性化や雇用機会の拡大等を通じて、わが国経済の持続的成長にも大きく貢献するものである。

一方で、最近、特殊法人等の民営化が進む中、業務や事業の公共性の観点から公的規制の必要性が唱えられ、その一つの手段としての外資規制の必要性が論じられることがある。

対内投資に関しては、各国でも、内外無差別の原則に立ちつつ、安全の確保や公の秩序に関する分野等において、国際的なルールに適合する形で、一定の制限が設けられているとされるが、このような制度の整備や運用に関しては、わが国が「開かれた国」でないとの誤解を与えることのないよう、配慮する必要がある。また、公共性を侵害しようとする主体が、必ずしも「外資」には限らず、「内資」による場合もあることを考えれば、外資規制の有効性には疑問があるとの指摘もある。

以上を踏まえると、対日投資に関しては、業務・事業の公共性の程度に応じた公的規制の要請に留意しつつ、対日投資の促進やわが国金融・資本市場の競争力強化といった大きな課題との整合性を十分に確保し、内外無差別の原則の下で、規制は必要最小限のものとすることが適当である。

また、これらの運用に当たって、予見可能性が低い場合には、投資先としての魅力を低下させる要素になると考えられるところであり、高い予見可能性を確保することが重要である。

さらに、今後、投資に関する制度の整備に当たっては、関係者にとってサプライズとなることのないよう、内外の市場参加者との十分な対話の中で検討が進められることが重要である。

経済財政諮問会議においては、2008年度内に外資規制の在り方について包括的に検討を進めるとのとりまとめが行われた<sup>24</sup>。こうしたことについて、省庁横断的に包括的な検討が行われることは極めて重要である。金融庁においても、これらの議論に積極的に参画するとともに、わが国が対日投資に関してオープンな姿勢であることを、対外的に明確に示していくことが重要である<sup>25</sup>。

## おわりに ～「開かれた金融力のある国」を目指して～

サブプライムローン問題の影響がどこまで及ぶのか等、今後のグローバルな金融市場の推移について見通すことは困難であり、今後とも高い警戒水準を維持しつつ、事態の推移を注意深く見守っていく必要がある。

また、前述の通り、新興市場国における経済成長、証券化商品等の金融商品に対する信頼が低下していることなどを背景に、実物資産に対する投資が活発化するなどの資金循環構造の変化の兆しが見られる中、マネーフローの大きな変化についても注視していく必要がある。

欧米金融機関の困難な状況は、しばらくの間続くとの見方もある中、わが国金融機関においては、相対的に影響が限定的であることもあり、国際的な金融市場の中で、金融仲介機能を果たしていく「攻めの姿勢」が求められているとも言える。

また、わが国経済の活性化のためにも、海外からの投資を積極的に受け入れ、活用していくべきである。こうした認識の下、金融・資本市場競争力強化プ

<sup>24</sup> 経済財政諮問会議「経済成長戦略」（2008年6月10日）

<sup>25</sup> このほか、経済財政諮問会議「経済成長戦略」では、M&A（買収のルール）の在り方を2008年夏までに整理・明確化するととりまとめがなされた。

ンに盛り込まれた施策を着実に実施し、引き続きわが国金融市場の魅力向上のための努力を行っていく必要がある。そして、金融行政をめぐる局面が変化中、人材、制度インフラ、金融サービスの質、市場のインテグリティ、金融監督態勢など様々な観点から世界の金融市場に伍して戦える「開かれた金融力のある国」を目指していくべきである。

以 上