

## IMF の FSAP（金融セクター評価プログラム）のレビューについて

### 目次

- I. はじめに～金融システムの変化と新しいリスクに対応
- II. FSAP への各国当局などの評価、マクロ金融状況の変化
- III. FSAP の範囲
  - 1. FSAP が取り組むべき範囲
  - 2. 定量的なリスク分析手段の範囲
  - 3. 監督、金融セーフティーネット、分野横断的な課題
    - (1) 監督政策での課題
    - (2) 金融セーフティーネット
    - (3) 分野横断的な問題の扱い
    - (4) 気候変動、サイバーリスク及びフィンテックによるリスク
- IV. 定量的な分析手段の強化
- V. FSAP の牽引力を高める
- VI. FSAP への参加とコスト、IMF の資源
  - 1. 評価の実施状況と義務的評価の対象となるメンバーの拡大
  - 2. 超国家的な当局の FSAP への参加
  - 3. FSAP 実施のコストと IMF の資源
- VII. 結びに代えて

2022 年 8 月 12 日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

## IMF の FSAP（金融セクター評価プログラム）のレビューについて

### 要約

本稿では IMF が 2021 年に行った FSAP のレビューの概要を紹介する。FSAP は IMF メンバーの金融セクターを分析して金融安定リスクを評価するもので、国際金融危機後の 2010 年からは、グローバルな金融システムへの影響を考慮して SIFS（システム上重要な金融セクター）があるメンバーには FSAP への参加が義務付けられている。

FSAP をリスクベースにすることなどを図るためレビューでは、①金融安定評価の範囲、②定量的な分析手段の強化、③4 条協議との統合の強化や各国当局の関与などでの牽引力向上、④義務的な参加の対象メンバー、⑤FSAP に要する資源、の 5 点を検討している。

FSAP の金融安定評価は、リスク分析、監督、セーフティーネットという 3 つの柱に基づき、柔軟性を活用し、各国の状況を考慮に入れる。足元でのリスクの発生源としては、新型コロナショックの後遺症、NBF I の拡大、クロスボーダー及びセクター間での相互連関性があり、デジタル化のリスク（フィンテック、サイバーリスク）、気候変動の影響もある。

定量的な分析手段では、マクロプルデンシャルな分析枠組み、ストレステストなどをさらに強化する。リスクの複雑な相互作用を組み入れたモデルの開発や NBF I のリスク分析、部門間の相互作用と市場への影響に注目する。また、非金融セクターのリスクや相互連関性、マクロ金融相互作用（フィードバック効果）の分析の改善などにも注力する。

FSAP は強い牽引力があり、各国当局は FSAP の付加価値を認めている。FSAP の提言はメンバー諸国でかなり実施され、メンバー諸国での政策論議にも貢献をしている。FSAP と 4 条協議の統合を促すためには、分析手段の活用・普及やミッションへの相互参加が行われている。また、GFSR と FSAP の間でも分析結果の相互活用などが行われている。

頻度は低くして追加的なリスク許容度レベルの法域も参加することが提案され、従来通りのリスク許容度で 32 法域（今までは 29）が 5 年周期、リスクがより低い 15 法域は 10 年周期の評価対象である。なお、義務的な頻度は最低限で必要ならより早く評価できる。今までも義務付け対象ではないが G20 として参加していた国もあり、IMF の追加的な資源負担は対応可能だと考えられる。なお、通貨同盟に所属するメンバーなどで政策の委譲が行われることを踏まえ、超国家的な当局の FSAP への参加を明確化することが提案されている。

今後は、見直しを踏まえた FSAP が順次実施されていくことになるが、主要なメンバーの金融安定評価でどんな分析や議論が行われるかに注目していきたい。

## IMFのFSAP（金融セクター評価プログラム）のレビューについて

公益財団法人日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 佐志田晶夫

### I. はじめに～金融システムの変化と新しいリスクに対応

本稿では、IMFが2021年に行ったFSAP（金融セクター評価プログラム）レビューの概要を、ポリシー・ペーパー<sup>(1)(2)</sup>に基づいて紹介したい。FSAPはアジア危機後の1999年に確立され、IMFメンバーの金融セクターを分析して金融安定リスクを評価する。国際金融危機後の2010年に、グローバルな金融システムへの影響を踏まえてSIFS（システム上重要な金融セクター）があるメンバーの参加が義務付けられた。FSAPは世銀と協働で行われ、先進諸国はIMFが単独で評価し新興国・途上国は世銀と分担して金融安定を評価する。

FSAPは定期的に見直されており、前回（2014年）はマクロプルデンシャルな枠組みと政策、ノンバンク金融機関（NBFI）、相互関連性などの分析が強化された。今回は、FSAPの範囲や定量的な分析手段、牽引力、参加が課題としてとりあげられ（図表1）、リスク（脆弱性）の分析、監督、金融のセーフティーネットというFSAPの3つの柱にある柔軟性を活用してさらにリスクベースなものにすることが検討されている。

図表1：FSAPの課題～より安定的で持続可能な金融システムを目指して
<b>1. 範囲</b> 金融安定評価の範囲では、カスタマイズのために3つの柱の枠組みの柔軟性をさらに活用するなどリスクに焦点をあてたアプローチの強化を提言。気候関連金融リスクでは、重要性和認識の高まりによりFSAPでいっそう顕著な扱いを受けることを期待する。
<b>2. 定量的な分析手段</b> 相互関連性とマクロ金融フィードバック効果のモデル化、ノンバンクの対象範囲、マクロプルデンシャル政策の調整、気候変動と技術進歩に関連するリスクについての金融安定分析の開発などの改善を提言する。コアとなる定量的な手段の標準化によって効率性を高める。
<b>3. 牽引力</b> FSAPと4条協議の統合を深めて牽引力を高めるため、カントリーチームはリスク分析を支援する新しい手段を採用し、ミッション間の相互参加の増加を行い、FSAPのフォローアップを改善するといった運営上の対応処置を提言する。また、各国当局の見解を金融システム安定評価に反映させるなどにより牽引力を高めることを提案する。
<b>4. メンバーのFSAPへの参加</b> リスク許容度のレベルを追加してより低い頻度で評価を行う法域を特定する。追加的な義務的評価を行うことによるリスクベースアプローチの強化を提言する。また、超国家的な当局が評価に加わることを明確にする。

出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review—Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Box1より

1 IMF：“2021 Financial Sector Assessment Program Review—Towards A More Stable And Sustainable Financial System” Policy Paper, No. 2021/040, April 2021 を参照。なお、IMFのHPで“Financial Sector Assessment Program: Frequently Asked Questions” November 17, 2021 更新、なども参照した。

今回のレビューの主な提言をまとめると図表2の通りである。

- ①メンバー諸国の新たなリスクに注目し、システミックな重要性に基づいて対象範囲を設定する。
  - ②マクロ金融フィードバックやNBFIのリスク、相互関連性に対して定量的な分析手段を活用する。フィンテック、サイバーリスク、気候リスクなどの分析を強化する。
  - ③牽引力を高めるため、評価結果の活用を促し各国当局の反応の評価報告へ反映させる。
- 4条サーベイランスとの統合をさらに深め、ミッション間の連携を強化する。
- ④システム上重要な金融セクターがあるメンバーのFSAPへの参加の対象を追加する（合計29から47に増加）。ただし、リスクレベルに応じて異なる頻度（5年周期と10年周期）で実施することとし、メンバーの自発的な参加に必要なIMFの資源を確保する。

図表2：FSAPに関するレビューの主な提言

図表2：FSAPに関するレビューの主な提言	
<b>I：範囲</b>	
I-1	新しく発生したリスクを捉え、システミックな重要性に基づいて範囲の優先順位付けをする。そのため3つの柱の枠組みの柔軟性を活用する。
I-2	直近の（規制）基準にもとづいた肯定的な包括的評価が利用できるなら、3つの柱の全てにわたる評価を維持した上で、金融安定評価を一つか二つの部門横断的なテーマについて構成する。
I-3	国際基準に対しては、リスクに焦点を当てたアプローチを使用する。
I-4	“実効的な破綻処理枠組みの主要な特性”をFSAPでの保険の破綻処理枠組みの評価及び単独での評価でのベンチマークとして承認し、保険部門の主要な特性の評価手法を承認する。
<b>II：定量的な分析手段</b>	
II-1	マクロ金融フィードバック分析及びマクロプルーデンシャル政策の調整、相互関連と伝播、NBFIに関する手段を強化する。
II-2	フィンテック、サイバーリスク及び気候リスク（データが利用できる限り）の評価方法を開発する。
<b>III：牽引力</b>	
III-1	金融システム安定性評価報告に当局の見解を要約した短い節を含める。
III-2	4条協議ミッションの責任者がFSAPの最終ミッションに参加
III-3	二者間サーベイランスで用いる安定性リスク分析手法を開発する。
III-4	4条協議の準備に早い段階から関与する
<b>目的IV：各国のFSAPへの参加</b>	
IV-1	SIFS（システム上重要な金融セクター）の特定に関する手法の改善（とりわけ、一定期間の平均値の使用、デリバティブの比重を落とす）を採用する
IV-2	低頻度で評価する追加の法域を識別するためにリスク許容度の水準を追加するなどにより、サーベイランスに関しリスクベースアプローチを強化する。
IV-3	求められた場合には、義務的な期限より前に評価を行うため、義務的な枠組みの柔軟性を活用する。
IV-4	自発的な評価に関する基準の精密性を高める。
IV-5	義務的な評価の対象となるメンバーが、金融セクターの政策を超国家的な組織に委譲している場合は、その政策に焦点を当てた超国家的なレベルの評価が行われる。評価が義務付けられる法域に対しては適切な手順での評価を続けるべきである。
IV-6	資源の制約を条件とした上で、テーマ的なトピックに関して地域に対する演習を実施する。

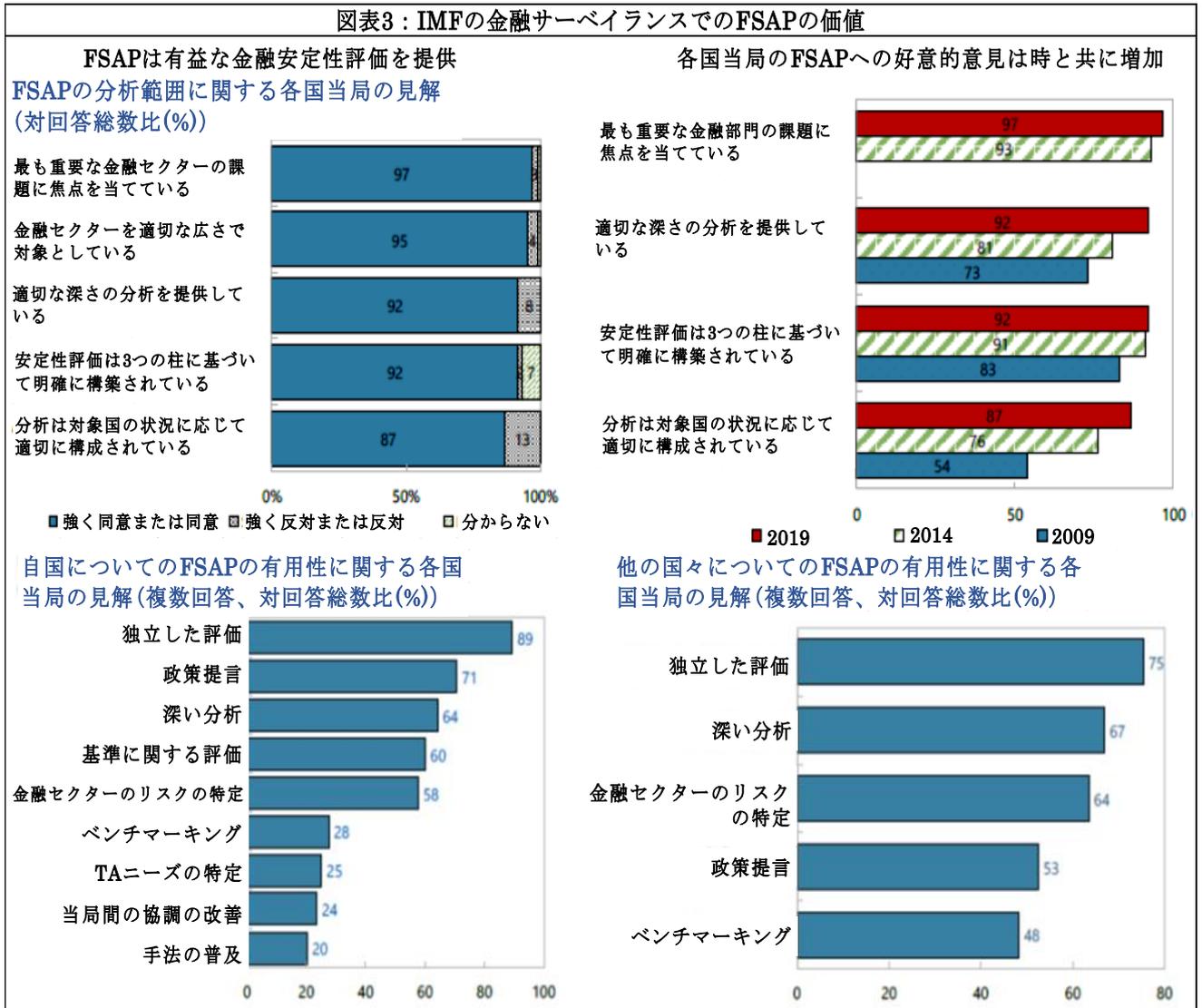
出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Table6より

以下では、ポリシー・ペーパーに基づいてFSAPへの評価や見直しの要点を紹介する。

2 今回のFSAPの見直しで主な検討対象とされた、定量的な分析（Quantitative Analysis）、牽引力（Traction）、範囲（Scope）については、それぞれBackground Paper（Policy Paper No. 2021/041～2021/43）が公表されている。

## II. FSAP への各国当局などの評価、マクロ金融状況の変化

各国当局及び IMF の理事会や各部門などの関係者に対する調査では、IMF のサーベイランスへの FSAP の貢献はかなり評価されている。FSAP は、最重要な課題に焦点を当てて各国の状況に応じた深さのある分析を提供する点に価値があり、調査結果は対象国それぞれにとってだけでなく、国際コミュニティにも有益なものだとされている。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure 1より

前回（2014年）のレビュー以降のFSAPでは、ノンバンクもストレステストの対象とすることや相互関連性の明示的な分析、各国のマクロプルデンシャル枠組みの検討が増えている。また、IMF理事会は2019年のAML/CFT戦略の見直しで、この問題をFSAPの一部とすることを決めている。なお、FSAPを補完しメンバーの金融安定への取組みを支援するために、IMFは低～低所得国向けのテクニカル・アシスタンスを強化している。

急速に変化するグローバルなマクロ金融状況から様々な問題が生じており、今回のレビューは FSAP をこうした変化に対応させようとするものである。取り組むべき課題には、パンデミックによる脆弱性の高まり、気候関連金融リスク、デジタル化の影響、規制改革の実施と残る課題（NBFI の規制強化、マクロプルデンシヤル政策枠組み）などがある。

レビューは、①金融安定評価の範囲の検討、②定量的な分析手段の強化、③4 条協議との統合と各国当局、理事会の関与などによる FSAP の牽引力向上、④義務的な参加の対象メンバーなどの検討、⑤FSAP に要する資源の検討、の 5 点を扱っている。

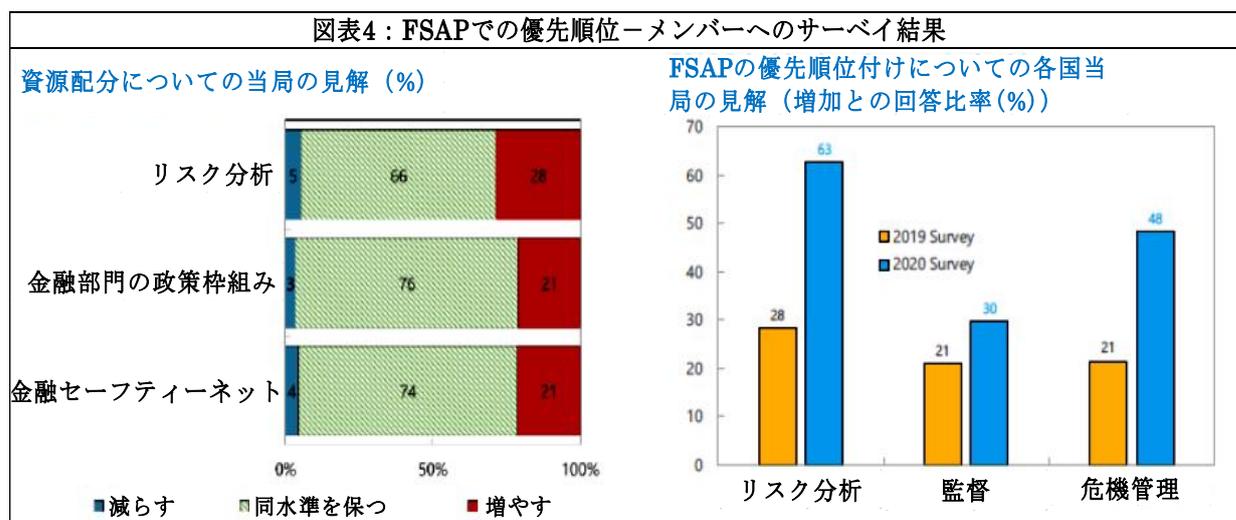
### III. FSAP の範囲

#### 1. FSAP が取り組むべき範囲

2009 年以降の FSAP の金融安定評価（FSA）は、リスク分析、監督、セーフティーネットという 3 つの柱の枠組みに基づいている。評価の対象範囲は、メンバー諸国の様々なリスクプロファイルと複雑な政策枠組み、政策実務などを考慮して決められる。

各国当局は、3 つの柱は FSA の対象範囲設定に有用であり、リスクベースな対応ができるとしている（図表 3 の左上参照）。メンバー諸国に応じたカスタマイズと優先順位付けへの満足度も高く、対象範囲の検討では 4 条協議チームと緊密な連携が行われている。

なお、メンバーの一部からは（その多くが 2014 年以前に FSAP を実施している）、評価は国際的な基準への依存が強いとの指摘があった。ただし、過半数（60%）のメンバーは国際基準への準拠性の評価は有用だと評価し、2019 年の調査では各国当局は、FSAP の 3 つの柱の全てに関心を高めている。FSAP では 3 つの柱の全てを対象とした上で、それぞれの中で取り上げるトピックの優先順位付けを検討すべきだろう。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review—Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure 2 より

各国に大きな影響を及ぼしたパンデミック・ショックは、金融システムの問題から発生したものではなく、例外的な政策手段が金融セクターへの影響を限定的にした。ただし、回復の遅れや時期尚早に支援が解消されると、銀行が抱える企業の信用リスクが高まるかもしれない。また、財政赤字拡大で政府部門へのエクスポージャーは増えている。加えて、流動性ミスマッチを含め NBFІ が直面するリスクが増大し、与信枠引き出しなどで資産運用会社と銀行部門との結びつきが強まっている。こうした点への注意が必要である。

今後の数年間は、新型コロナの影響や残存効果対応に応じた調整が必要である。リスク分析では家計と企業部門の脆弱性、銀行とソブリンの結びつき、金融システムの相互関連性や NBFІ の脆弱性からの金融安定へのリスクを深く分析する必要がある。金融システムの損傷が、破綻処理枠組み、セーフティーネットと危機管理を試すことになる可能性もあり、企業部門の債務再編の枠組みを検討する必要があるかもしれない。

なお、パンデミックのために非対面（リモート）で実施も行われたが、これは実地訪問でのミッションを補完するもので代替はできないと考えられる。IMF のスタッフへの調査によれば、当局との微妙な対話の難しさや機密データ共有への制約などで、リモートの活動は有効性が劣る面がある。スタッフからのコメントは、対象範囲に関する事前のミッションにはリモートも適切だが、主なミッションは実地で行う方が効果的だとしている。

なお、2014 年のレビュー以降、国際基準とセーフティーネットについての評価はよりリスクベースになっている。前回の FSAP で基準への準拠性が確認されていれば、焦点を絞ったレビューが活用できる。最新の基準によって行われた肯定的な包括的評価が利用できれば、1 つか 2 つのテーマに焦点を絞ることは有効だろう<sup>(3)</sup>。

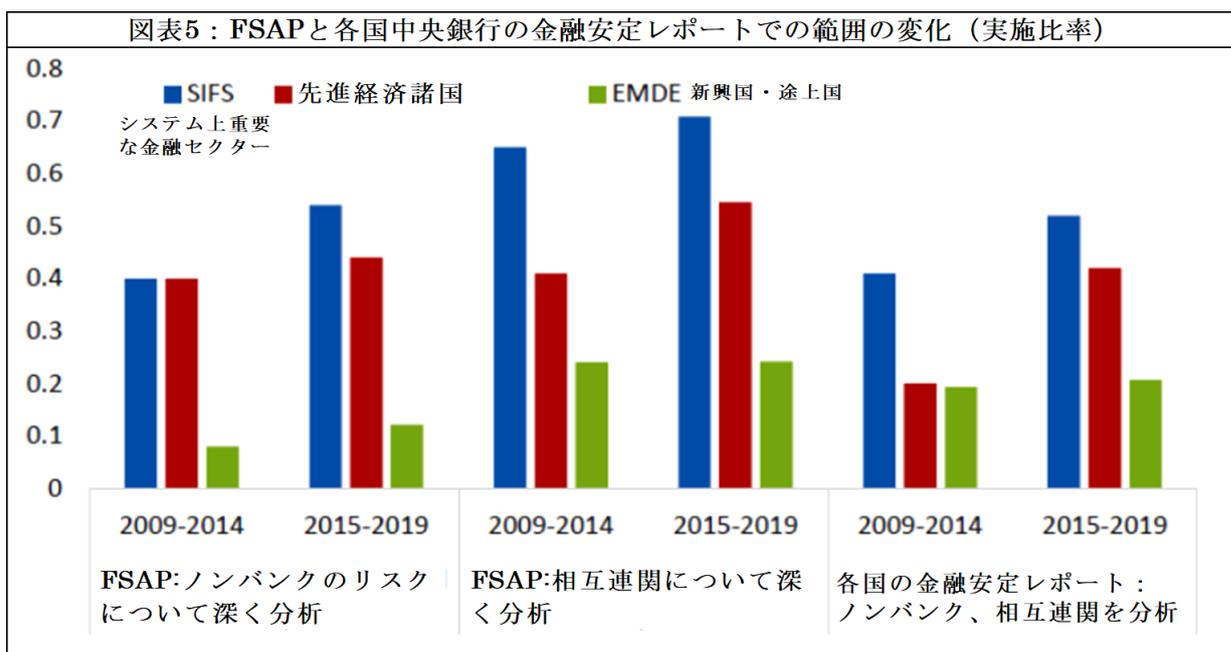
## 2. 定量的なリスク分析手段の範囲

2009 年以降の金融安定評価（FSA）は、金融状況の変化に応じて定量的なリスク分析の焦点をシフトさせている。足元では金融安定へのリスクの発生源として、NBFІ の資産、資金調達及び与信市場での拡大、クロスボーダー及びセクター間での相互関連性があり、加えてデジタル化に伴う新たなリスクがある。FSAP ではリスク分析のメニューを拡大し、NBFІ と相互関連性により焦点を合わせているが、これは各国の中央銀行が公表している金融安定レポートでの動きと同様であり、問題意識は共通しているものとみられる（図表 5 参照）。

---

3 レビューのレポートではシンガポールの事例を紹介している。シンガポールは 2013 年の FSAP で銀行、保険、証券と金融仲介者の基準評価を含む金融システムの包括的な評価を行い、結果は肯定的なものだった。このため、重大なリスクの増加や枠組みの弱化的ないことを踏まえて 2019 年の FSAP では、金融システムのクロスボーダーな結びつきと金融イノベーションから生じる課題の 2 つのテーマに焦点を当てた。なお、レポートは強い金融の結びつきがあるが超国家的な当局が存在しない地域に対する検証についてもテーマ・アプローチは有用だと論じている。

図表5：FSAPと各国中央銀行の金融安定レポートでの範囲の変化（実施比率）



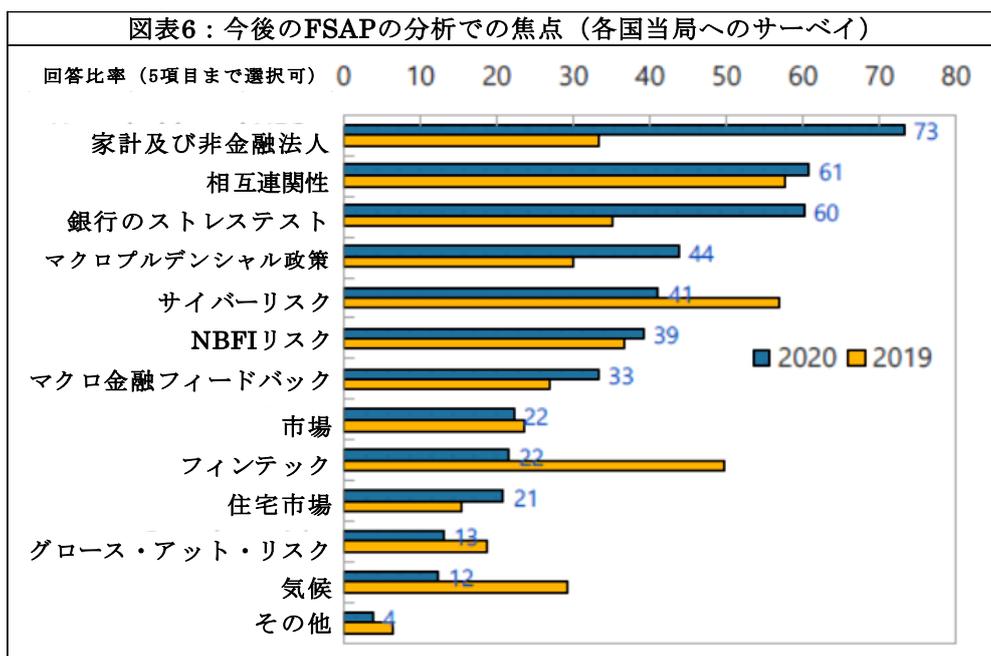
出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure 5より

データの質とアクセスの改善によって定量的なリスク分析の広がりや深さは向上しているが、課題は残っている。例えば、各国当局と金融機関毎の監督上のデータをストレステスト用に共有することでFSAPのストレステストはより深く詳細で頑健になったが、データアクセスの手順次第では（データルームでのみ利用可能など）コストが高くなりかねない。また、相互連関性や金融市場間の伝播の評価でデータギャップが制約になっている。

2019年と比べて2020年の調査では、各国当局は新型コロナで生じた危機を踏まえて家計と非金融法人の脆弱性評価、相互連関性、銀行のストレステスト、マクロプルデンシャル政策により注目するようになっている（図表6）。また、IMFのスタッフは銀行とソブリンの結びつきによるリスク、気候変動や技術変化（サイバー事象を含む）も、更なる分析が有用だと考えている。

今後はリスク分析の優先順位付けをすることがさらに重要になるだろう。FSAPで銀行のストレステストを含むコアとなるリスク分析を継続することには大きな価値があるが、同時に、新たなリスクと共にリスク分析を行うことが望ましい領域が拡大している。

資源の制約を考慮に入れて適切なバランスをとるために、スタッフはコアとなるリスク分析用具の効率性を改善し続けている。いくつかの試験的な取組みの実施と厳格な優先順位付け及びテーマ・アプローチの組み合わせは、資源への大きな影響なしにリスク分析の範囲を管理するために有用なものだと考えられる。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure6より

### 3. 監督、金融セーフティーネット、分野横断的な課題

#### (1) 監督政策での課題

2014年のレビュー以降のFSAPではマクロprudential政策の扱いが増加し、一般的には政策の制度的基盤、当局の運営能力、リスク分析から優先的な行動への対応付けの3点を評価している。メンバーへの助言のための手法として、支払い能力、流動性及び相互関連性の分析が活用されているが、技術的な課題が残っている。今後は、こうした分野でのストレステストの活用が広がるとみられる。ストレステストにマクロ金融フィードバック効果が補強されればバッファの規模や政策措置の効果の事前評価に利用できる。

国際的な規制改革は実施が進んできたが新しい課題も生じている。改革の進展は国や分野によってばらつきがあり、注意をし続ける必要がある。国際基準についての評価では、監督当局の独立性、資源、説明責任に弱さがあることが多く、法律上は枠組みが近代化されても実際の適用が限られていることもある。多くの国で、関係者への懸念や複雑なコンゴマリット構造などによるコーポレートガバナンスでの弱点がみられる。

国際基準は今後も変化が続くため、健全性監督の有効性評価は重要である。デジタル化やNBFIの役割拡大でシステミック・リスクの新しい伝播経路が生まれており、これに対処する基準の見直しや新基準の開発が行われるだろう。例えば、パンデミックでの市場混乱の教訓に基づく投資ファンドへの規制の強化が考えられる。国毎にリスクが変化することもあり、各国固有の特質をFSAPでの評価に組み入れる必要がある。また、今後の数年間は、新型コロナへの規制上の対応と出口戦略が評価に影響を及ぼすだろう。

## (2) 金融セーフティーネット

危機管理、セーフティーネット及び金融機関の破綻処理の枠組みは、金融安定枠組みの極めて重要な構成要素である。FSAP は、監督上の介入、破綻処理、預金保険と緊急流動性支援など各国の金融セーフティーネットの頑健性の評価で中心的な役割を担っている。

金融セーフティーネットの評価では、国際金融危機後に進化した国際基準を指針とする。FSB は“金融機関の破綻処理枠組み主要な特性 (Key Attributes : KA)”を採用、当局が秩序立って納税者を損失に晒さず金融機関を処理するためのコアとなる要素を設定している。また、2014 年に改訂された国際預金保険協会の“実効的な預金保険制度のためのコアとなる諸原則”は、預金保険枠組みの設立や改正のベンチマークを提供している。

新型コロナ危機では金融セーフティーネットの望ましい設計に大きな変化は生じていない。早期介入枠組みは、監督当局に迅速な是正措置と弱点発生の監視を求めている。是正措置は、過度のリスクテイクを抑制し、資本と流動性のバッファの復元と長期的な存続可能性確保を目指すべきである。新型コロナ危機はその影響と回復速度について不確実性が伴う。このため、当局は資本の再構築などは時間をかけて行うべきかもしれない。

同様に、パンデミックが続く間は、業務上の困難や資産評価の不確実性により、銀行の破綻処理の開始は実行が難しいかもしれない。ただし、政策的支援の解除後に問題が発生したら介入できるように、破綻処理枠組み強化や運営能力の向上、破綻処理計画の更新を続ける必要がある。信認を支え、伝播リスク軽減への支援を確保するため、預金保険枠組みの運営上の準備と能力及び緊急流動性支援枠組みを確実なものにすべきである。

## (3) 分野横断的な問題の扱い

システミックな流動性の評価では、複数の金融機関が同時に流動性の問題に直面するリスクを検証し、金融システム全体の相互関連性を通じた増幅効果を分析する必要がある。リスクは金融システムの構造に依存し、金融・資本市場が発達したシステムでは資産と資金調達市場の同時的混乱でリスクが発生する。一方、銀行が支配的で金融市場が未発達なら、資本流出などによる経済からの流動性の流出でシステム全体の流動性不足が生じる。

データの制約と方法論的な問題によりシステミックな流動性の定量的分析は不十分で、多くの FSAP ではリスクの性質と主な市場と市場参加者、健全性規則、リスクモニタリングと中央銀行の流動性支援を定性的に扱っている。定量的な評価も行うことが望ましいが、流動性ストレステストは今のところ銀行に焦点を合わせている。これは市場活動に基づくデータや銀行と NBFIs の両者を対象とするデータが欠け、複雑な相互関連性や主な参加者の極端なストレスシナリオでの行動のモデル化に方法論的な困難があるためである。

システミックな流動性はいくつかの法域で主要なマクロ金融上のトピックであり、4条協議の対外セクター評価にも関連する。コロナ危機に際して主要な中央銀行は、流動性供給でシステミックな流動性ショックの影響を軽減したが、小規模な開放経済では十分な準備通貨がないと外貨流動性ショックを十分には軽減できない。金融安定リスクが対外バランスの困難をもたらす要因の一つだとされれば4条協議の外貨準備評価の対象になる。

#### (4) 気候変動、サイバーリスク及びフィンテックによるリスク

気候変動、サイバー、フィンテックからのリスクが重要性を増している。中央銀行と金融規制当局は、金融安定とグリーン投資がもたらす機会への気候変動の影響に、より注意を向けている。また、デジタル化と金融サービスとインフラの相互関連性の指数関数的な拡大は、サイバーセキュリティの問題による金融安定リスクを大幅に高めている。フィンテックは潜在的な成長と貧困の削減を支援できるが、消費者と投資家、そして金融安定、発展と健全性（インテグリティ）にリスクをもたらしかねない。

この問題に取り組むには3つの柱にわたるアプローチの組合せが必要になる。第1の柱のリスク分析に気候変動とフィンテックの影響に関する長期的なシナリオを含めることや、第2の柱では基準設定主体の検討を踏まえて、リスクに対処するための新しい基準と指針に基づく包括的なアプローチを開発することが必要だろう。また、フィンテックの支払い業務での役割拡大とサイバーリスクを考えれば、市場仲介者と金融市場インフラのオペレーショナル・レジリエンスをFSAPで入念に検証する必要がある。

様々な課題に対処するため、専門家との協調とIMFでの人的資本への投資が求められる。気候変動分析では気候科学者や災害リスクの専門家との協調が必要であり、サイバーリスクとフィンテックでは技術の専門家とセキュリティ／法律の執行機関と協働する必要がある。限られた専門性を補うには外部専門家との協力や専門家の採用、トレーニングによるスタッフの技能強化が必要である。

将来のFSAPは、各国の状況に応じて伝統的な問題と新しい課題のバランスをとらなければならない。今後の5年間には、金融セクターのデジタル化の動きと気候変動対応の政策的取組みが増え続けるだろう。基準設定主体は新しいリスクを基準と指針に組み入れるために努力し、リスク評価の分析枠組みは初期段階ではあるが急速に発展している。一方で、伝統的なマクロ金融リスクと既存の基準の評価は主要なトピックであり続ける。

最近のFSAPでは、外部の専門家との協働により試験的に新しいリスクを対象としている。こうした試みはFSAPで用いられる評価技術の開発に役立ち、関連するFSAPで問題をより深く検証できるようになるだろう。金融資本市場局全般やIMF／世銀の政策プロジ

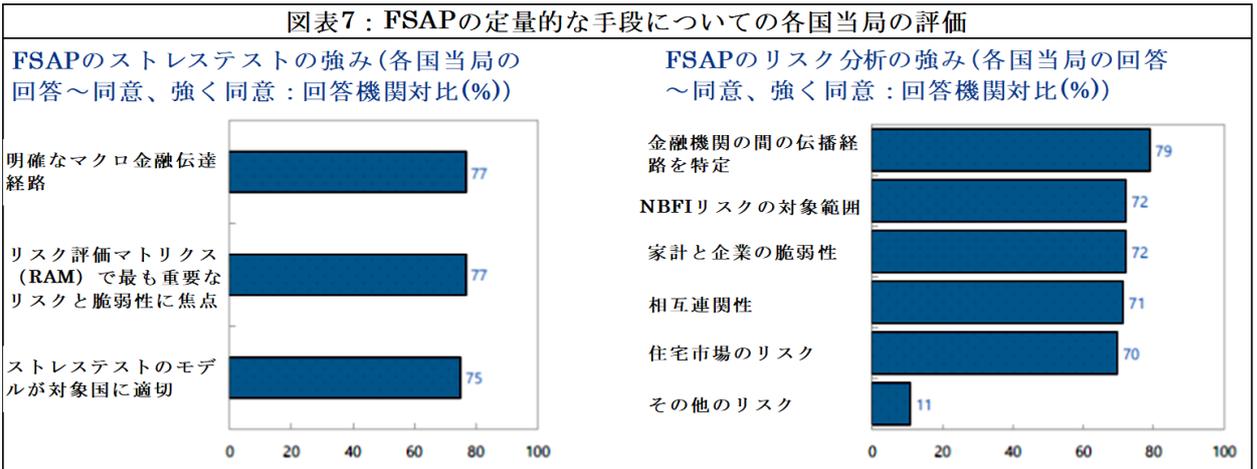
エクト、テクニカル・アシスタンス、主要レポートなどにより、そして基準設定主体及び中央銀行と金融規制当局と共に更なる試験的な経験を重ねることで、FSAP チームが扱うトピックの対象範囲を広げることができる。

#### IV. 定量的な分析手段の強化

マクロプルデンシャル・ストレステストは、システム全体レベルのリスクを測り、軽減措置を提案するための主要な手段となってきた。定量的な手段は状況の変化に適応しており、ストレステストは、以前は個々の金融機関の強靭性を主に扱っていたが、国際金融危機によってマクロプルデンシャルなストレステストが重視されるようになった。このため、システム全体により焦点を当てて幅広い脅威を扱うように枠組みが拡充されてきた。

2014年のレビュー以降をみると、リスクの定量的な分析手段は金融安定リスクと脆弱性の変化に適応してきている。IMFのスタッフは、NBFiの脆弱性や非金融セクター、住宅市場のリスク、銀行だけでなくNBFiと非金融セクターをも対象とした相互関連性を調査するモデルなどで定量的な手段を拡充してきた。

また、金融セクターと実体経済の双方向でのフィードバック効果の説明に努め、加えてグロースアットリスク (GaR) や構造 VAR モデル、DSGE モデル、マクロ金融リンケージのエージェントベースモデルなど様々なアプローチを開発してきた。マクロプルデンシャル政策の理解が深まるにつれてFSAPでは、マクロプルデンシャル政策手段の量的な調整を掘り下げて探求するようになっている。各国当局はこうしたFSAPの分析用具に対する評価を表明している (図表7)。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure7より

今後の作業でスタッフは、マクロプルデンシャル・ストレステストの枠組みをさらに強化することに注力していく。作業を行うに当たっては、優先すべき領域についてのスタッ

フの評価と関係者の評価を指針とし（図表 6 参照）、以下の点に集中して取り組む。

- ・支払い能力、流動性及び伝播リスクの相互作用。システミック・リスクをより把握するため、様々なリスクの複雑な相互作用を組み入れたモデルを開発。
- ・ノンバンク金融セクターのリスク。NBFI のリスク分析をよりマクロプルデンシャルにするため、部門間の相互作用と市場への影響により注目していく。
- ・非金融セクターのリスク。非金融セクターの状態と銀行のバランスシートの健全性の関係を分析するモデルの開発を計画中。
- ・相互関連性の分析。金融業態間や部門間のつながりをさらに含めるように相互関連性の範囲を拡張できる。これにはデータアクセスの問題への対処が必要になる。
- ・マクロ金融相互作用。今まで GaR や DSGE モデルはマクロシナリオの構築に主に使用され、金融と経済のフィードバック効果を測るためのストレステストと合わせた利用はされていなかった。構造 VAR とエージェントベースモデルの利用により、金融機関毎のストレステストの結果をマクロ金融動向に統合できる可能性がある。
- ・循環的な評価と政策的助言は、早期警戒指標とマクロプルデンシャル・ストレステストに依拠している。ストレステストはバッファの規模や政策措置の事前評価に情報を提供できる。マイクロデータを利用した分析手段は借手ベースの措置の調整に活用できる。

定量的な分析手段の強化を標準化や自動化での効率化によって補完することで、質を落とさずにコストが抑えられる。より効果的な定量的な手段の利用には、データ制約の緩和が求められ、データ制約の問題には利用可能性とアクセスがある。各国当局と国際機関はデータの収集に多大な努力をしてくれているが、新たなリスクに関するデータなどの収集などは、まだ十分にできていない。データのアクセスでは、多くの各国当局が監督上の機密データを共有するようになっているが、取引データなどでは、大量データの処理などでの技術的な問題もある。

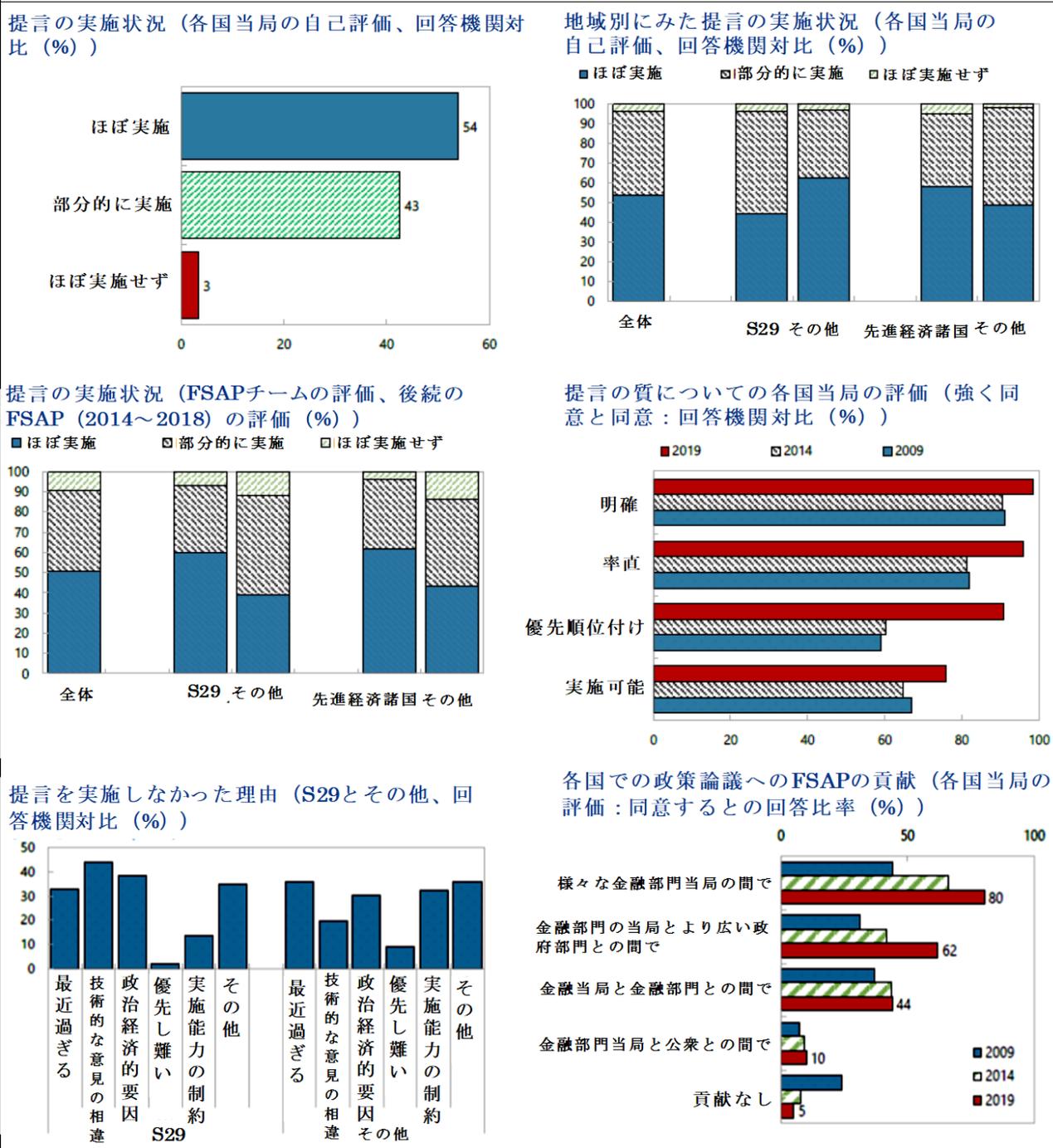
## V. FSAP の牽引力を高める

FSAP には強い牽引力があり、近年ではさらに高まっている。各国当局は、独立した評価や深い分析、明快な指摘事項と重要な政策提言などの点で FSAP の付加価値を認めている（図表 8 参照）。FSAP の提言はメンバー諸国でかなり実施されるようになっており、メンバー諸国での政策論議にも重要な貢献をしている。

各国当局のほぼ 95% が提言を部分的あるいは完全に実施したとしている。ただし、4 条協議ミッションの責任者は、提言のほぼ 4 分の 3 が部分的またはかなり実施されたとの評価である。実施されない理由には法令改正への政治経済的な制約や技術的な異論、実施能力での制約がある。FSAP チームとの意思疎通の質や対象範囲、焦点の当て方は、各国当

局が評価している。なお、金融システム安定性評価（FSSA）報告書がより公表されるようになったことで、公衆のFSAPへの関心の高まりがみられる。また、提言への各国当局の当事者意識をさらに高めるには当局の見解をFSSAに反映することが有用だろう。

図表8：FSAPでの提言に対するIMFメンバーの対応



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review—Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure 8より

レビューのために行われた調査では、FSAPと4条サーベイランスの統合に関する見解

は回答者によってやや分かれている。全体では3分の2が十分または適切に統合されているとし、4条協議の責任者などは90%が適切、各国当局は70%以上、FSAPチームの評価もこれに次ぐものである。ただし、理事からは適切との回答が半分に止まる。

IEO（独立評価室）などのレポートは、統合は強固だがさらに改善の余地があるとしている。FSAPは4条サーベイランスより包括的で深い金融セクターの分析を提供できるが、頻度が低いため急速に変化するリスクの特定には不向きな面があり、4条協議はより高い頻度でリスクを詳しくみることができる。

両者の統合を高めるために金融資本市場局では、4条チームの金融安定リスク分析を支援する簡略化した分析用具（公表データを用いるようにして簡略化した銀行のストレステストなど）の開発と普及を行っている。新型コロナウイルスによる非金融法人のリスクの上昇に対しては、非金融法人向けのストレステストを開発中である。

統合を促すためにミッションへの相互の参加が増えてきており、FSAPミッションの責任者は、FSAPが実施される年の4条ミッションに参加している。4条ミッションの責任者がFSAPの最終ミッションへ参加してFSAPの指摘事項と提言に関与することにより、両者の統合をさらに支援できるだろう。

FSAPとGFSR（国際金融安定性報告書）との統合では、両者の分析アプローチの共有がなされてきている。FSAPは4条協議への情報提供を主に行い、GFSRは多国間サーベイランスに焦点を当てるが、両者は主要な政策及び分析のトピックと分析用具に関して頻繁な相互交流がある<sup>4</sup>。

TA（テクニカル・アシスタンス）との統合では、FSAPは評価が実施された後のTAをどうするかについて重要な役割を持っている。FSAPが有用なTAへとつながった事例がいくつかあり、FSAPは政策改革をどう進めるかを含め、金融セクターへの提言についての包括的なアプローチを提供する。こうしたアプローチは、TAが構造的なベンチマークと結びつけられることが多いIMFのプログラムの対象の国でとりわけ役に立つ。

## VI. FSAPへの参加とコスト、IMFの資源

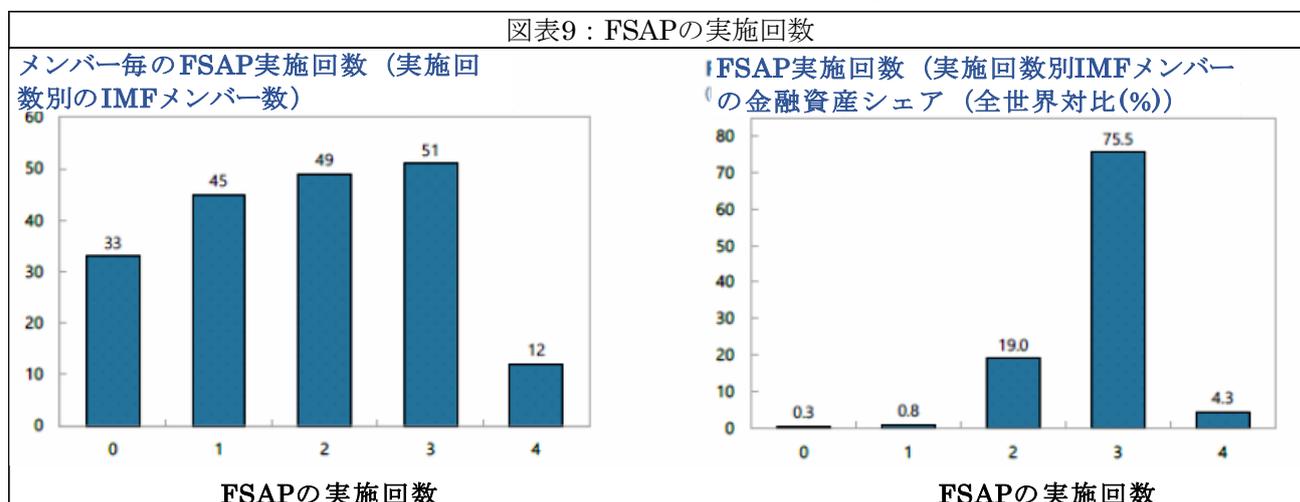
### 1. 評価の実施状況と義務的評価の対象となるメンバーの拡大

FSAPのメンバーのカバレッジは幅広いが、グローバルな金融安定にシステム上重要な

---

4 レポートではその一例として、2019年のフランスのFSAPが2019年4月のGFSRが取り上げた銀行のドル資金調達の問題をフォローアップし、フランスのFSAPの企業の脆弱性分析を2019年10月のGFSRでフォローアップされたことを紹介している。なお、GaRの利用は両者での分析用具の共有の事例である。

法域に焦点を当てている。2020 年末時点では合計 373 の評価を完了し、157 メンバーを評価し、その金融資産は世界全体の 99.7%になる。また、評価が義務とされるシステム上重要な金融セクター（SIFS）がある 29 メンバー（S29）の金融資産は、世界全体の 95.3%に相当する。2 回以上の評価が行われたメンバーは 112 である。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure12より

金融安定評価は 2010 年に SIFS のあるメンバーに 4 条サーベイランスの一環として義務付けられた。対象となる金融セクターのシステム的な重要性の評価には、規模、相互関連性に基づく指標による方法が採用され、25 セクターが特定されて最初の評価が行われた。国際金融危機に続いた欧州債務危機によって他国への波及につながる相互関連性の重要性が認識されて、2013 年に SIFS の特定にネットワークベースアプローチが採用され、結果として SIFS ではデンマークなど欧州の 4 か国が追加されて 29 になった。

その後のスタッフの分析では、各国間の相互関連性を重視し循環的なリスクよりも構造的なリスクに焦点を当てる特定方法は引き続き概ね適切である。ただし、結果の頑健性を高めるためなどの理由で、使用するデータの処理と選定についての修正（5 年間の平均値を用いる、デリバティブのウェイトを外すなど）を行っている。

スタッフからは、サーベイランスのリスクベースアプローチを強化するため、追加的なリスク許容度レベルで評価の頻度が低い法域を特定することが提案されている。これによると、従来通りのリスク許容度では 32 法域が 5 年周期の評価の対象になり（ギリシャ、インドネシア、ポルトガル、サウジアラビアが加わりポーランドは除外）。リスクがより低い 15 法域（ポーランドを含む）が 10 年周期の金融安定評価の対象になる（図表 10）。なお、義務的な評価頻度は最低限であって必要ならより早く評価を行うことはできる。ちなみに S29 のリストに入っていなかったインドネシア、サウジアラビア、南アフリカは、G20 メンバーのコミットとして自発的に 5 年毎に参加していた。

図表10：FSAPへの参加が義務になる47のIMFメンバー		
5年周期		10年周期
Australia	Japan	<b>Argentina</b>
Austria	Korea	<b>Chile</b>
Belgium	Luxembourg	<b>Colombia</b>
Brazil	Mexico	<b>Czech Republic</b>
Canada	Netherlands	<b>Hungary</b>
China	Norway	<b>Malaysia</b>
Denmark	<b>Portugal</b>	<b>New Zealand</b>
Finland	Russia	<b>Peru</b>
France	<b>Saudi Arabia</b>	<b>Philippines</b>
Germany	Singapore	Poland
<b>Greece</b>	Spain	<b>Romania</b>
Hong Kong SAR	Sweden	<b>Slovakia</b>
India	Switzerland	<b>South Africa</b>
<b>Indonesia</b>	Turkey	<b>Thailand</b>
Ireland	United Kingdom	<b>United Arab Emirates</b>
Italy	United States	

(注) 太字はS29から新しく加わったメンバー。緑はG20としてのコミットメントで参加していたメンバー。オレンジは10年以上参加していなかったメンバー。ポーランドは10年周期に頻度が低下。

出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Table4より

## 2. 超国家的な当局のFSAPへの参加

レビューでは、超国家的な当局のFSAPへの参加の明確化を提案している。いくつかの国は（通貨同盟に属しているなどの理由で）、金融セクターの監督を超国家的な当局に委譲している。自発的なFSAP評価では超国家的な当局を対象としたことがあり（東カリブ通貨同盟、ユーロ圏など）、超国家的な当局での評価の実施は効率性につながっている。例えば、東カリブ通貨同盟に関しては、超国家的レベルでのみ評価が行われた。一方、ユーロ圏では超国家的な評価を活用した上で、各国の評価では固有の問題と委譲されていない政策に焦点が当てられた。

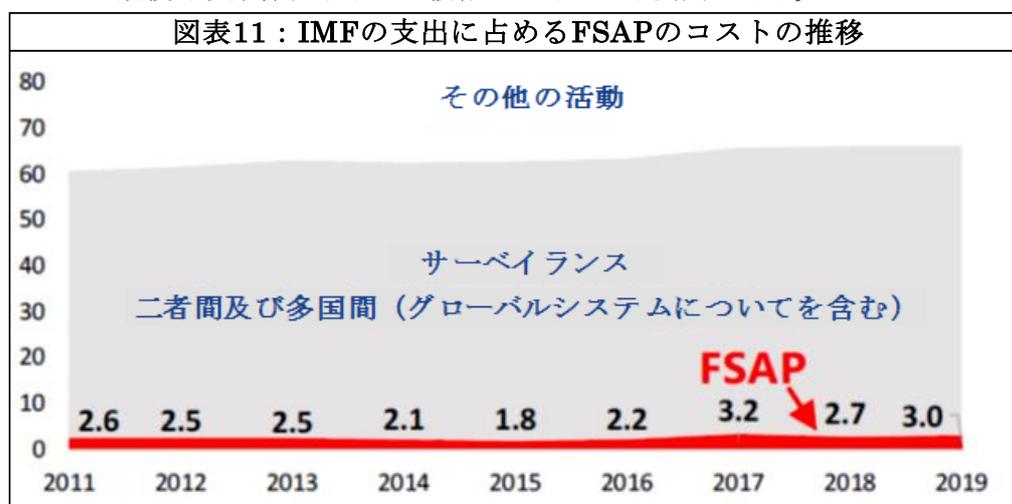
義務付けされたSIFSのあるメンバーの場合は、委譲された政策は超国家的な当局での金融安定評価を行うことを明確にすべきだろう。これは通貨同盟に参加しているメンバーのサーベイランスで共通政策を担当する機関との協議が別途行われ、4条協議の一部とされるのと同様である。現時点ではユーロ圏に属するいくつかのメンバーにSIFSがあり、銀行監督や破綻処理の権限を委譲している。

このため、超国家的なレベルでの評価はユーロ圏に適用される。ただし、ユーロ圏のメンバーは小規模銀行とNBFI及び市場に関する権限を維持しているため、個々のメンバー

の評価も続けるべきである。なお、金融面で強い結びつきがあるが超国家的な当局はない地域の場合は、テーマ的なトピックスとして地域レベルの実施を検討すべきだろう。正式な“地域 FSAP”を行うことは、ミッションのカウンターパートとなって提言のフォローアップに関与する超国家的な当局がない場合には難しい。

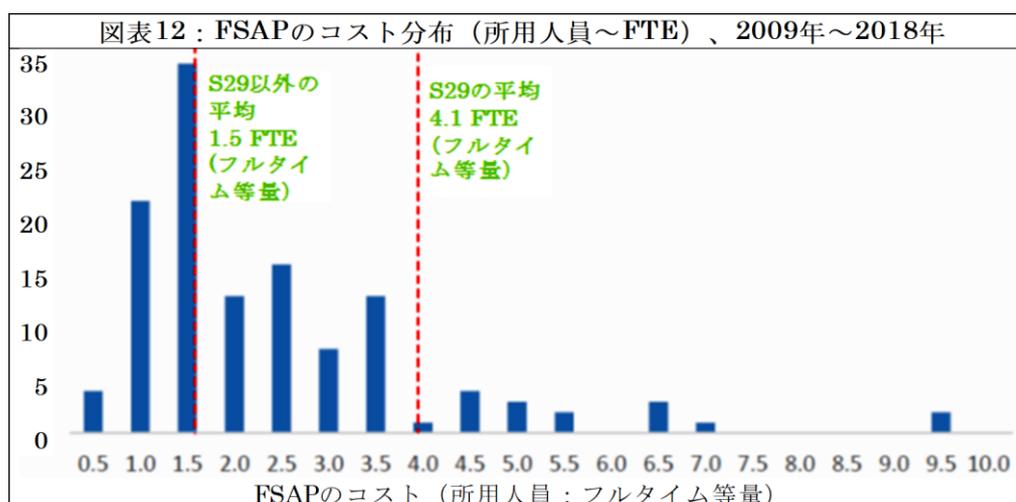
### 3. FSAP 実施のコストと IMF の資源

金融安定評価のコスト負担は概ね横ばいであり、IMF の直接支出の 2.5～3%で推移している（図表 11）。一方、各 FSAP のコストや所用人員はかなり様々であり（図表 12）、金融システムの規模や政策枠組みなどの複雑さがその主な要因である。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure 14 より

加えて、例えば業態別などで複数の金融監督当局がある法域に対する FSAP は、金融監督当局が単一の法域よりもコストがかかる。



出所：IMF"2021 Financial Sector Assessment Program Review-Towards A More Stable And Sustainable Financial System" Policy Paper, April 2021, Figure 15 より

各国当局側のコストも様々に異なり、規模と複雑さがその主要因である。3つの柱の内では2つ目の柱である金融監督に関する作業負担が大きく（約6割）、次いでリスク分析の負担が大きい（約25%）。SIFSがあるメンバーや先進諸国の当局の場合では、定量的な分析が多いことや金融システムの複雑さによって負担が重くなっている。

義務的な評価の対象となるメンバーを増やしてもIMFのコストは大きくは増えず、メンバーの自発的参加の機会を減らさずに管理できると考えられる。これは、インドネシアなど新しく5年周期の義務的な評価の対象となった国は従来から自発的な評価を行っていて、新しく10年周期での対象となった国のいくつかも、ほぼ10年周期で自発的な評価を行っていたためである。IMFの資源という観点からみて純増となるのは、ギリシャ、ポルトガル、ハンガリー、スロバキア、UAEである（図表10参照）。

## Ⅶ. 結びに代えて

FSAPを含むIMFの金融安定リスクの分析に対しては、国際金融危機の発生で批判が高まり<sup>5)</sup>、IMFは重要度が高いメンバーへのFSAPの義務化や分析の強化などの対応を行ない、その後もFSAPなどについての定期的にレビューを行って改善を図っている。

今回のレビューでは、グローバルな金融安定への重要性を踏まえリスクベースアプローチをいっそう進めることによるFSAPの強化を検討している。各国の状況に応じたリスク分析など対象範囲の柔軟性や定量的な分析手法の強化と普及は、メンバーからみたFSAPの有用性の向上につながるだろう。FSAPの提言を各国で実施していくことや各国当局とのやり取りの重視、GFSRや4条ミッションとの連携強化などによってFSAPが広く活用されていくことに期待したい。

今後は、今回の見直しを踏まえた内容のFSAPが実施されていくことになる。今年には英国、ドイツ、アイルランド、メキシコ、トルコなどがFSAPの対象である<sup>6)</sup>。主要なメンバーの金融安定評価でどんな分析や議論が行われるかに注意していきたい。

---

5 国際金融危機前のIMFのサーベイランス（GFSRやFSAPを含む）の問題点については、中林伸一：“G20の経済学”中公新書,2012年が、IMFのサーベイランスを評価したIEOのレポートを参照して詳細に論じている。

6 IMF: “Countries in the IMF Financial Stability Spotlight in 2022”, IMF Blog, February, 2022を参照。これによれば、ロシアも予定はされている。なお、日本の前回のFSAPは2017年だった。