

国際金融安定性報告書

リスクテイク、流動性、影の銀行部門：行き過ぎを防ぎつつ、経済成長を支えるためには

2014年10月

要旨

危機の勃発から6年経過したが、世界経済の回復は依然、先進国の緩和的な金融政策に依存しており、金融政策による需要の下支え、企業設備投資の促進とバランスシートの修復の支援が重要な役割を果たしている。経済活動を支えるのに緩和的な金融政策が依然必須とされるのは、それが経済活動におけるリスクテイクの活発化を促し、家計が実質消費を増やし企業が投資と雇用の拡大に前向きになることを後押しするからである。しかしながら、長期に金融緩和を続けると過剰な金融面でのリスクテイクを助長する可能性もあり、投資をよりリスクの高い資産に向かわせ、バランスシートのレバレッジを高める誘因となる。このように、金融緩和策は経済的なメリットと金融不安定化のデメリットとの間のトレードオフに直面することとなる。本レポートで示すように、いくつかの国では経済的なメリットが明確に現れてきている反面、市場リスクや流動性リスクが高まっており、金融不安定化防止の観点からは何らかの対応が必要とされる状況になってきている。

金融安定性を維持し実体面と金融面のリスクテイクのバランスを改善するには、金融政策の実体経済に及ぼす効果を高める政策を通じ経済活動におけるリスクテイクを活発化させるとともに、適切なマクロプルーデンス政策により行き過ぎた金融活動を抑制することが最良の選択肢である。

実体面のリスクテイクは活発化しているが改善は一様ではない

2014年10月公表の世界経済見通し（WEO）では、世界的な景気回復は本年、若干足どりを強め、2015年においても回復傾向は維持されると予想している。これは先進国における緩和的な金融政策が引き続き景気を支えるとともに、緊縮的な財政政策からくるマイナスが収まっていくことにもよっている。しかしながら、世界を見渡すと成長は必ずしも強固なものとはなっておらず、景気の下ぶれリスクは高まっている。民間需要の回復は確実なものではなく、また銀行や企業の財務状況の修復も完了しておらず、その結果企業心理も消費者心理も多くの面で弱含んでいる。マインドの弱さがリスクテイクの低迷につながっており、先進国では企業収益が比較的順調に伸びるとともに極めて低利での資金調達が可能であるにもかかわらず、企業は設備投資の拡大に慎重である。バランスシート修復の進行と金融政策の効果もあって、実体面でのリスクテイクも積極化しており設備投資も先行き明るさが見込まれるが、各種の障壁もあって地域間の見通しには格差が見られる。

明るさが見られるのは米国で、過去の景気回復期に比べると弱めとはいえ企業設備投資は拡大傾向にある。設備稼働率は危機前の水準に近づいており、銀行も融資条件を緩めており、企業も株式の買い戻しではなく新規投資に資金を向け始めている。他方、ユーロ圏では企業設備投資は依然弱含んでいる。設備稼働率は危機前の水準を下回り、銀行の貸出態度の厳格化傾向は最近になってようやく止まったに過ぎず、経済政策面での不確実性も依然高い状況にある。一部の新興国では輸出の伸びが鈍化している一方、与信の拡大が鈍化している国もある。これらの国では非金融大企業の設備投資が2013年に軒並み低下した。

WEOでは米国が経済成長の回復をリードすると予想する一方、ユーロ圏での成長阻害要因が除去されるのには時間がかかり、日本の成長も緩やかなものにとどまると見ている。新興国ではマクロ政策による景気下支えの余力が国・地域によって異なり、対外的な脆弱性を抱える国では特に限定されるだろう。

潤沢な資金が国際金融不安定化リスクを高めている

景気回復を支え、実体面のリスクテイクを促すためにとられてきた金融緩和策は金融面のリスクテイクの拡大も助長してきた。この結果、資産価格は上昇し、スプレッドは圧縮され、ボラティリティも記録的な水準まで低下してきており、ファンダメンタルズからの乖離が見られる状況が多く現出している。今回の特徴はその同時多発性にある。即ち、こうした事象が多く国の幅広い種類の資産において同時に発現しており、極めて異例の展開を見せている。

国際金融危機以降、信用供与のチャンネルとして資本市場の役割が高まってきており、リスクの源泉も影の銀行システムに比重が移っている。投資信託のポートフォリオに含まれる与信関連商品の比率は2007年比で倍増するなど上昇を続けており、世界の高利回り債の27%は投資信託が保有している。平行して、資産運用業界の集中が進んでおり、資産運用会社上位10社の運用資産は19兆ドルに達している。資産保有の集中が進み、ポジションの拡大と市場価格の上昇が限界に達しつつある中、投資家層の不安定さと脆弱な流動性構造などのため、主要な与信市場が過剰な反応を示す傾向が強まっており、市場リスクと流動性リスクが高まっている。

新興国は先進国による対外ポートフォリオ投資の受け皿としての役割が高まっており、その結果先進国で発生したショックの影響をより受けやすくなっている。こうした先進国と新興国のつながりの強化により、資産価格とそのボラティリティの動向が両市場において同調する傾向が強まっている。

このような与信市場の構造変化の下で、米国の金融政策が予想通り正常化に向かう中、何らかの対応をとらないと高水準の流動性リスクや市場リスクが金融不安定化につながる危険がある。与信市場が大きく反応することが非伝統的金融政策からのエクジットの過程に混乱をもたらす可能性があり、その結果、金融システムが経済の回復を十分に支えることが出来なくなる可能性もある。

こうした潜在的なリスクが与信市場では具体的にどのような形で現れるかを検討するためのシミュレーションを行った。市場の急激な調整が起こり、債券市場のタームプレミアムが過去の平均的な水準に戻り（100ベースス上昇）、信用リスクプレミアムの水準も正常化（信用リスクのプライシングは100ベースス上昇）した場合、世界全体で債券ポートフォリオの評価額は8%以上、3.8兆ドル強減少する。この規模の損失が短期間で発生した場合にはポートフォリオの調整や債券市場の混乱を引き起こし、世界規模で金融市場が混乱する恐れがある。

実体経済のリスクテイクを促進するため、銀行のビジネスモデルの転換をもたらすリスクを管理する必要

実体経済面でのリスクテイクの障害を取り除き、実物経済への信用供与の流れを強化することが、政策上の最大の課題である。国際金融危機時から見れば、銀行は大きな改善を遂げた。危機への対応はいくつかの段階を経てきた。銀行は第一段階では緊急に安定化を図ることに注力する必要があったが、第二段階では事業環境の変化や新たな規制の実態への対応を迫られることとなった。銀行は危機前に比べて自己資本を大幅に充実し、バランスシートの修復作業も加速させた。しかし、銀行毎を見ると改善の程度には差があり、持

続的な収益を生むビジネスモデルを確立するには一層の努力が必要な金融機関も多く残っている。

銀行によっては現状の利益水準では十分な自己資本余力を構築・維持しつつ借り入れ需要に応じていくことが出来ない懸念もある。大規模な金融機関では、株主が要求する資本コストに見合った利益を上げられていない資産が保有資産の約8割にものぼる。このことから明らかなように、利益率の低さは一部の銀行に限らず、広範に存在する問題である。銀行にとっては、今やビジネスモデルの抜本的な改革が必要な第三の段階に入りつつある。この中で、各行は既存業務の金利・価格体系の見直し、各種業務への自己資本の割り当ての変更、及び業務のリストラを組み合わせた施策をとるだけでなく、場合によっては特定の業務からの完全な撤退が必要となるかもしれない。

先進国の300行をサンプルにとった本報告の分析によれば、多くの銀行は必要な信用供与能力を備えているが、ユーロ圏を中心とした一部の銀行では銀行の長期的な存続に必要な利益水準を達成し、自己資本水準の引き上げを図るには貸出金利水準等の大幅な引き上げが必要と見られる。こうした金利等の見直しは各行が個別に行おうとしても、競争相手が追随しない限り実現困難かもしれない。この結果、与信の回復が最も必要とされている国であるにもかかわらず、銀行は借り入れ需要に十分応えることが出来ず、経済回復を阻害することとなる。

信用供与の円滑化を図るに当たっては、存続不可能な銀行を円滑かつ速やかに市場から退出させることも対応策の一つとなる。これにより銀行過剰に伴う過当競争を軽減し、存続可能な銀行が借り入れ需要に対応しつつ自己資本の充実・維持を図ることが出来るようになる。銀行では金融商品の価格設定に当たって伝統的に内部相互補助が行われており、こうした悪弊を脱し、リスクを反映し規制に対応した価格設定を行うことで、より透明で弾力的な収益の確保を図るよう、監督当局としても銀行を指導していく必要がある。

特に欧州では、安全性の高い形での証券化を進めるなど市場を通じた借入を拡大することが信用供給の円滑化につながる。伝統的に銀行融資のウエートが高かった金融システムでは、こうした転換には時間がかかるであろう。また、ノンバンクが与信のオリジネーションに関与する際の障壁を除去するにはノンバンクに対する監督体制を充実させる必要がある。第二章でも議論するように、銀行からノンバンクに業務が移るなど、今後の金融システムの変遷に伴い生じうるリスクを監督当局は適切に把握し、リスクの軽減と管理に配慮する必要がある。

金融不安定化を防止する政策を通じ、実体経済でのリスクテイクと金融面でのリスクテイクのバランスをとることが必要

金融政策は物価の安定と（国によっては）生産活動の安定という中央銀行に課された使命を実現することに注力すべきである。金融不安定化をもたらすおそれのある金融面での行き過ぎに対しては、マクロプルーデンス政策がまず検討されるべきである。金融政策に内在するトレードオフを適切にバランスさせ、本報告が指摘する金融不安定化のリスクを軽減するには各種のミクロプルーデンス政策とマクロプルーデンス政策を有効に活用する必要がある。こうした政策により、景気状況が必要とする以上の金利引き上げを行う必要も薄れるであろう。また、これにより金融システム上重要な金融機関の健全性も向上し、資産価格や信用量が景気循環を増幅する形でプロシクリカルに動くことが緩和でき、ボラティリティが急騰して流動性が縮小する際の悪影響も抑えることが出来る。

有効なマクロプルーデンス政策の活用には三つの点が重要である。まず、金融不安定化のリスクの蓄積を政策当局が監視するためのデータが必要である。次にマクロプルーデンス政策手段を実際に活用できるよう、制度上の権限と調査分析能力を準備しておく必要が

ある。最後に、必要となったときに政策を**実行**する法的な根拠と、劣らず重要な点として、たとえ極めて不人気な政策であっても実行に移す**勇気**をもつ必要がある。こうした措置に関する効果的かつバランスのとれたコミュニケーションが必要だろう。

重大な懸念の一つは投資信託の市場流動性にかかわるもので、投資家に対し平時から約束している高い流動性を実現することと、危機時に資金の返還に応じる際の現金化に伴うコストの間に大きなミスマッチがあることである。ファンドの解約条件をファンドの保有資産の流動性にあわせて設定することで投資家が一斉に解約に走る誘因をなくし、このミスマッチを解消することを政策対応の目標とすべきである。具体的には、ファンドの基準価額の正確性を向上させること、投信の信託財産中の償還用現金準備を増やすこと、中長期債市場における流通市場の流動性と透明性を高めること、などが必要である。信託財産留保額の水準を残存受益者にとって有利なように設定することも一案ではあるが、適切な水準の設定が難しい点、また、この額を状況に応じて変動させると却って解約ラッシュを惹起しかねないので、留保額は出来るだけ固定したものとすべき点も考慮が必要である。解約を制限しうる仕組みは一部のインセンティブ上の問題の解決にはなるが、制限が課されることが予想されると解約の前倒しを引き起こす結果となったり、他の投信に解約ラッシュが伝染したりする恐れもある。

一部市場の流動性の枯渇が他の市場に伝播する可能性に対しても、当局は万一の備えを準備しておく必要がある。先進国の場合は、二国間・多国間のスワップラインを取極めておくことで、市場ストレス時の外貨へのアクセスを保証し、過剰な相場の変動を予防する可能性がある。新興国については、大規模な資本流出が起こった場合には、市場の混乱を避け、市場の機能維持に注力することが適当な場合もある。具体的には現金準備の活用による債券発行の抑制、長期債の新規供給の絞り込み、及び一時的に短期債と長期債の入れ替え売買を行うことで長期債の残高を削減することなどが考えられる。緊急時にバイヤマルチの外貨スワップラインに加え、IMF融資など国際機関の活用も選択肢となる。過去の報告においても指摘されているように、新興国にあっては銀行の不良債権引き当てや資本準備が不十分な点など、自国の国内金融脆弱性への対応に主力を置くことが、金融安定性の確保につながる。

最後に、各国政府は財貨サービス市場や労働市場での強力な構造改革を進め、投資の利益率を高め、経済回復を持続的なものとする必要がある。

影の銀行部門の拡大、リスクと世界的な規制対応

第二章では影の銀行部門の問題を取り上げている。国際金融危機以降、先進国では狭義の各種指標は影の銀行部門の停滞を示す一方、（投資ファンドなどを含む）より広義の指標は引き続きその拡大が続いていることを示している。新興市場国では影の銀行部門は強い成長を見せており、拡大のペースは伝統的な銀行部門を上回っている。

影の銀行部門の具体的な態様は国により大きく異なるが、その成長を支えているのは共通の要因である。即ち、銀行規制の強化と潤沢な流動性の存在は、機関投資家のニーズ拡大と相俟って、あらゆる形での影の銀行部門の拡大をもたらしている。先進国の現下の金融環境は引き続き影の銀行部門の拡大を後押ししており、企業融資も伝統的な銀行部門からノンバンクにシフトが進んでいる。データ面の制約から総合的な評価は難しいものの、米国ではユーロ圏や英国に比べ、影の銀行部門は国内金融リスクにとってより重要な意味を持っていると見られる。

影の銀行部門の活動内容と活動主体に注目し、システミックなリスクに重点を置いたより包括的な規制監督の仕組みが必要となっている。その実現には、影の銀行部門に関するデータの充実が必須の要素である。

銀行におけるリスクテイクとガバナンス・報酬体系

第三章では、銀行のリスクテイク行動と銀行の所有構造、ガバナンスと報酬体系との関係を実証的に分析している。分析の結果では、経営陣から独立した取締役の任命、取締役会傘下のリスク委員会の設置、及び高い機関投資家の株主比率はいずれもリスクテイクの抑制につながっている。

経営陣の報酬の額とリスクテイクの間には明確な関連がみられないが、長期的な成果にリンクした報酬の割合が多いほどリスクテイクは小さくなる傾向が見られる。また、予想通りの結果ではあるが、金融環境が極端に悪化した場合には、破綻の可能性の高まりによるインセンティブ構造の変化のため、こうした関係が崩れることも認められた。経営が悪化した場合、銀行株主は（株主は有限責任なので）よりリスクの高い賭を指示する傾向にあり、その結果銀行の債権者や広く社会一般が、銀行が賭に破れた場合の被害を被ることとなる—もっとも債権者は事後的な救済を期待しているという面もある。

こうした結果を基に、本章では以下のような政策を提言している。なお、提言には既存の施策と重複するものもあるが、これまでは実証的な裏付けがなかった点を補強した提言となっている。経営陣の報酬に関しては、銀行のリスクテイクを（銀行債権者にとってのリスクという観点も含んで）より適切に反映させ、支給を一部繰り延べし、事後的な返還も可能とすること。取締役会に関しては、経営陣から独立させ、リスク委員会を設置すること。監督当局はリスクテイクに関する取締役会による監視が有効に機能している点を確認すべきこと。取締役会に社債保有者の代表を含めることのメリット（及び意図せざる副作用の可能性）も検討されるべきである。最後に、市場規律が有効に働き、説明責任が果たされるためにも、透明性の確保が極めて重要である。