
金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第4回会合 資料

「非伝統的金融政策」のフォローアップ

マクロプルーデンスに関する議論のキックオフ

2009年8月28日

株式会社野村総合研究所
金融フロンティア事業本部
金融市場研究室
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル



目次

0. 想定される論点

1. 先進国市場の概観

2. 「非伝統的」金融政策の現状

3. マクロプルーデンスを巡る動き

0. 想定される論点

■ 金融市場の安定化を踏まえ、「非伝統的金融政策」の見直しを巡る議論が活発化

<外部環境面>

- ・金融市場の安定化の兆しが拡大
 - －短期市場やCP・社債から、CD Sや株式へ拡大
 - －ただし、貸出は底入れといった程度の動き

- ・实体经济の底入れの動きが確認され始めている
 - －ただし、企業収益や設備投資が主導で、家計の動きは不安定

+

<政策対応面>

- ・中央銀行による資金供給の利用が頭打ちないし減少に転化
 - －ただし、米欧でのクレジット資産買入れは拡大

- ・政府当局による危機対策についても、利用が頭打ちないし減少に転化
 - －ただし、米欧で異なる面もみられる

0. 想定される論点

■ 「非伝統的」金融政策の見直しに関して以下の論点が考えられる(相互に関連)

1. 「信用緩和」の段階的解除

1. 内容・視点	<ul style="list-style-type: none">・金融市場の安定化に伴って、市場機能の回復を主眼とする「信用緩和」はその役目を終えるはず・特に、本来は中央銀行の役割と言えない領域からは優先して撤退すべき・もともと、金融市場の安定化が、実は自律的ではないリスクも存在
2. 具体的ポイント	<ul style="list-style-type: none">・クレジット資産買入れの効果をどう評価するか。解除条件や方法をどう考えればよいか— 逆に、現状以上に強化する必要のある領域はないか・個別金融機関に対する資金供与策をどうすべきか・日本の企業金融支援特別オペの意義や効果をどう評価するか。解除条件や方法はどうか

2. 「量的緩和」の見直し

1. 内容・視点	<ul style="list-style-type: none">・景気回復力が弱い場合は、「量的緩和」の継続も必要となりうる(「静かな時間軸政策」)・「量的緩和」の波及メカニズムや効果には議論が残る— 銀行中心の金融システムで銀行機能に支障がある場合の効果は限定的となりうる・金融市場での新たなバブルを招くリスクも残る— 国債だけでなく、株式、社債、為替、コモディティなどに影響・「量的緩和」の手段として、国債買入れは適切な手段か— 当該国のインフレや財政収支のリスクとの関係
2. 具体的ポイント	<ul style="list-style-type: none">・今回の「量的緩和」(ないしゼロ金利政策)の効果をどう評価するか。解除条件や方法をどう考えればよいか— インフレリスクだけを解除条件とすべきか・「量的緩和」を強化したケースでは意図や効果をどう評価するか・国債保有が増加することのリスクや対応策をどう考えるべきか

0. 想定される論点

■ 本パネルでマクロ・ブルーデンスに関する議論を行うことの意義

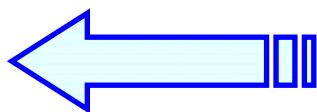
- (1) 米欧では具体案の提示を受けて、議論が本格化する(同時並行的な議論が可能)
- (2) 日本では、喫緊の問題がないとしても、以下の点からみて議論しておくことは重要
 - ① 国際的に活動するプレイヤーへの対応という点で、海外の動向への対応が必要
 - ② 監督の国際的な枠組みが、米欧の変化に応じて見直される可能性が存在
 - ③ 前回の金融危機の経験に基づく国際的な貢献が可能
- (3) 金融システムに関する中央銀行の役割を考えてきたので、その延長線上にある

<マクロ・ブルーデンス>

幅広い(グローバルな)市場やプレイヤーを高頻度でカバーすることにより、金融市場でのシステミックなリスクの集積を防ぐ。

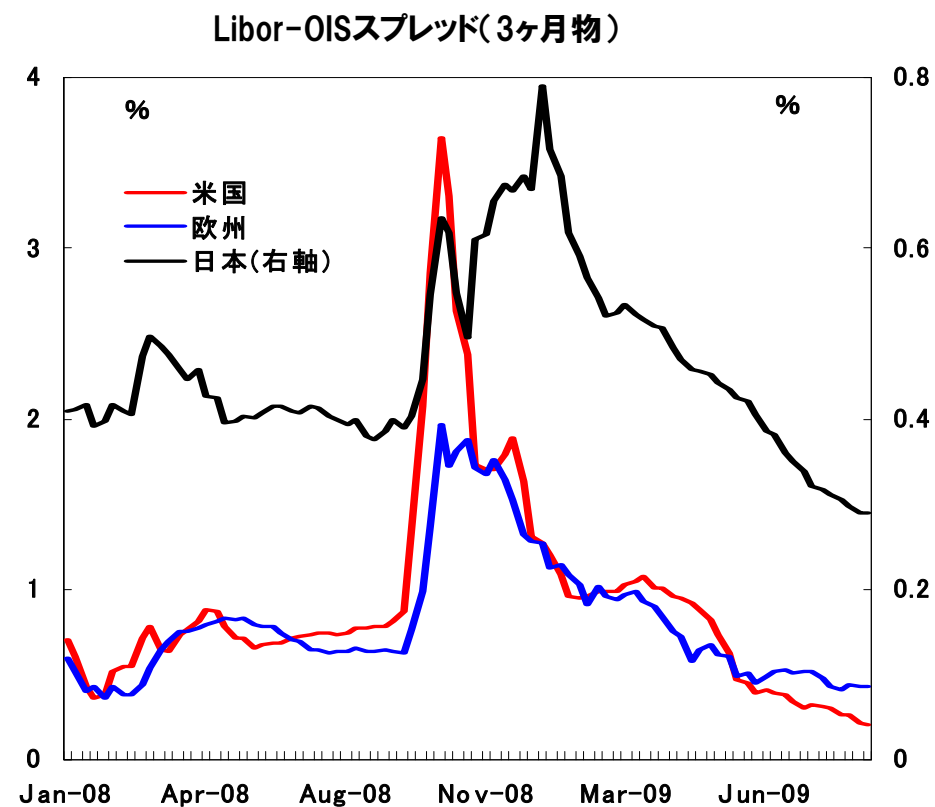
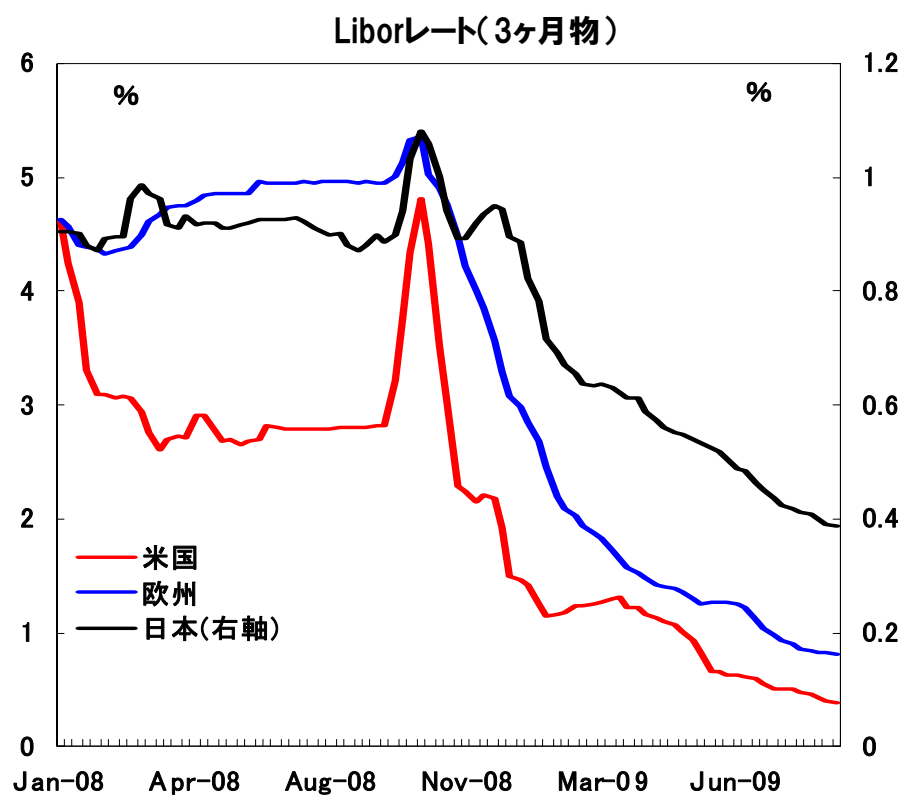
<金融危機を通じて認識された課題>

- ✓ より幅広い市場やプレイヤーへのカバー
- ✓ 高頻度で詳細な情報の収集と分析
- ✓ リスクの集積に対する迅速で有効な対応



1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

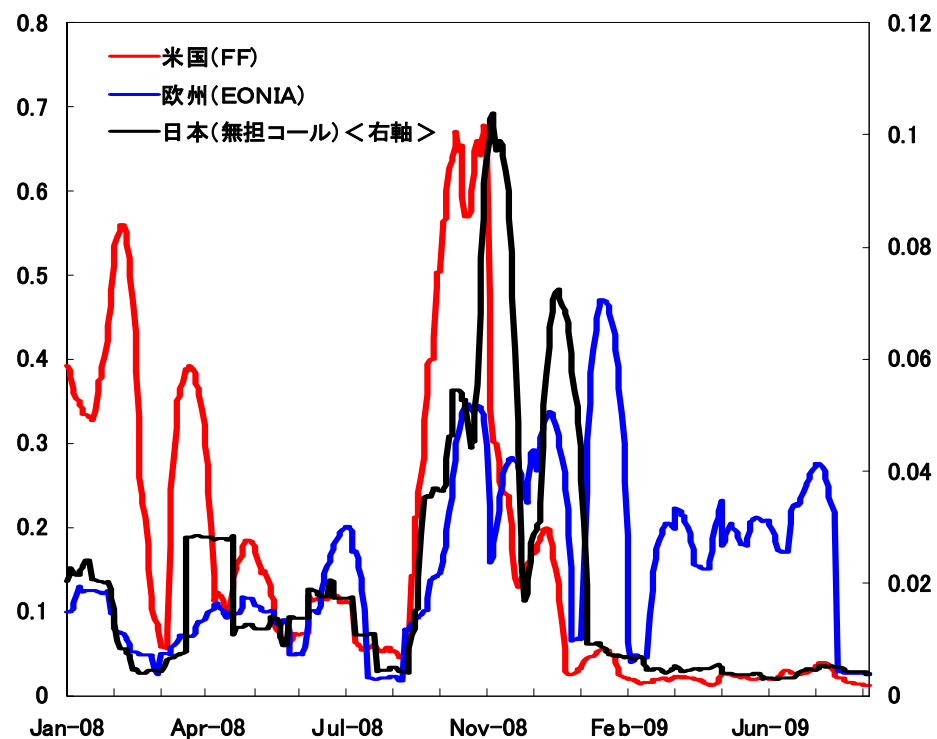
■ 短期金融市場



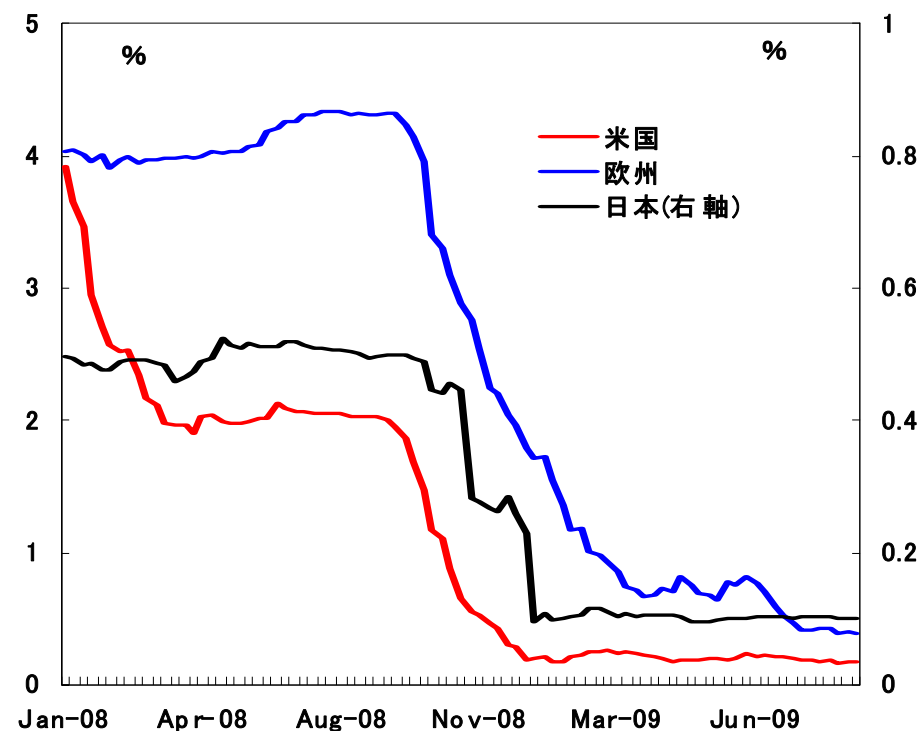
1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

■ 短期金融市場

政策目標金利のボラティリティ(標準偏差・8週移動平均)



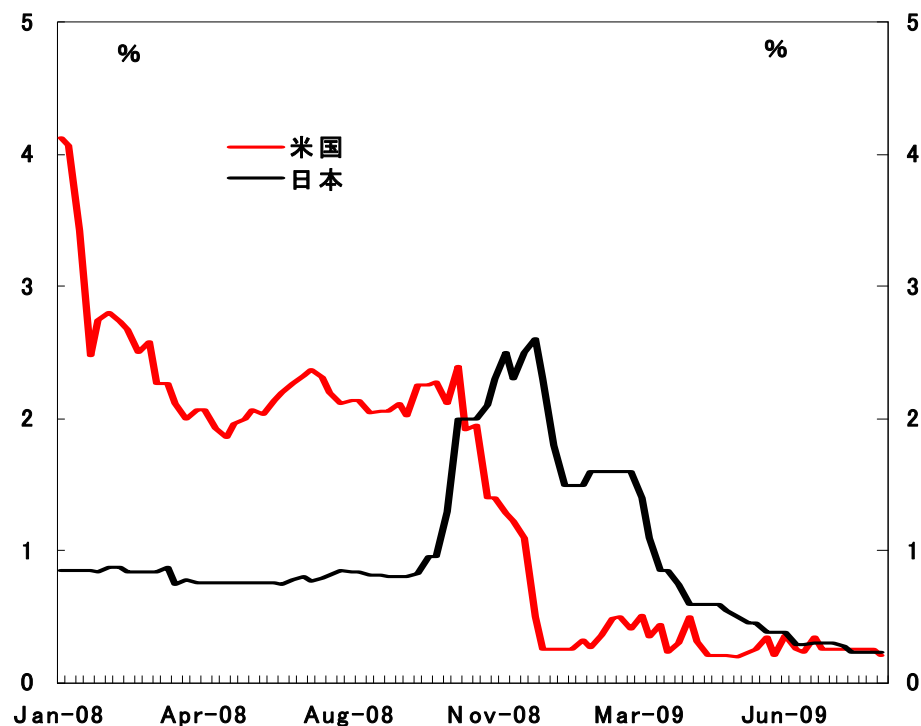
OISレート(3ヶ月物)



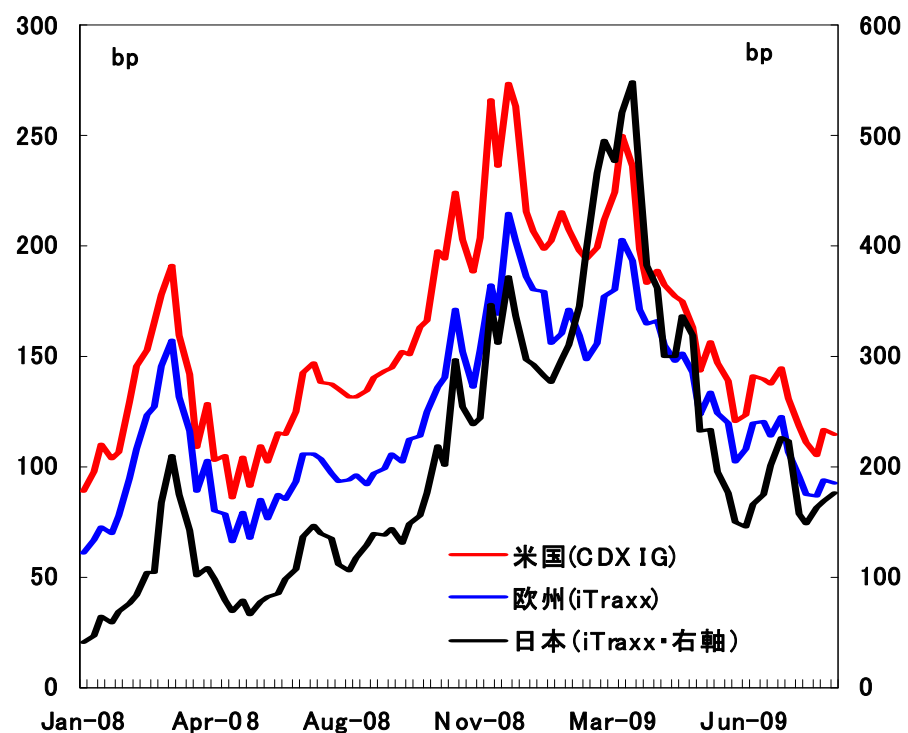
1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

■ クレジット市場

CPLレート(3ヶ月物)



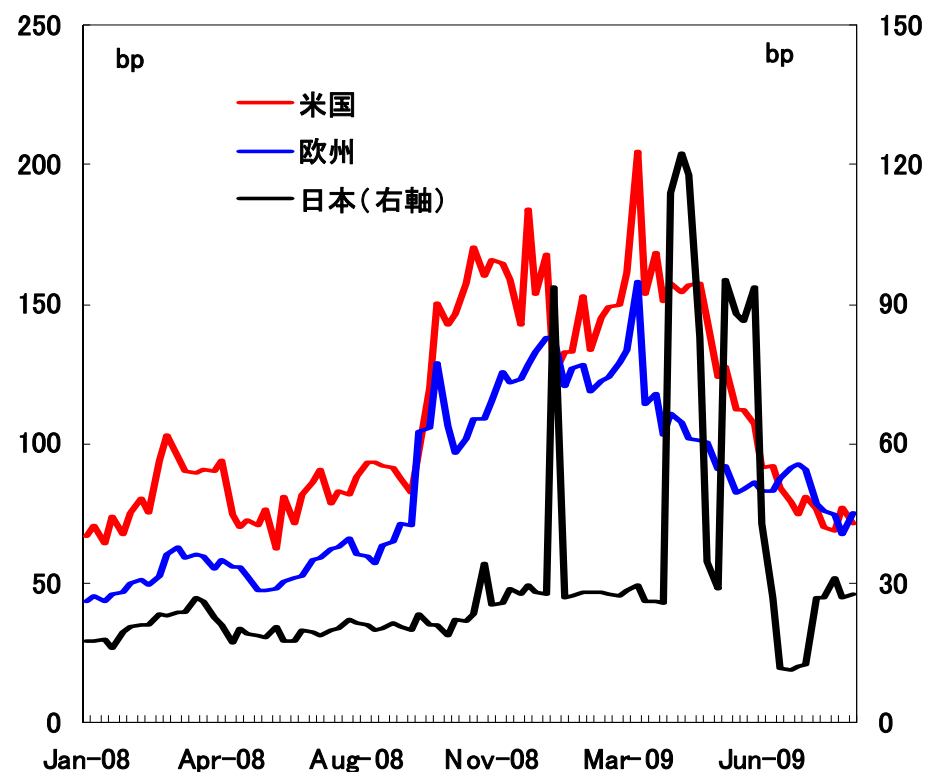
CDS スプレッド インデックス(日米欧)



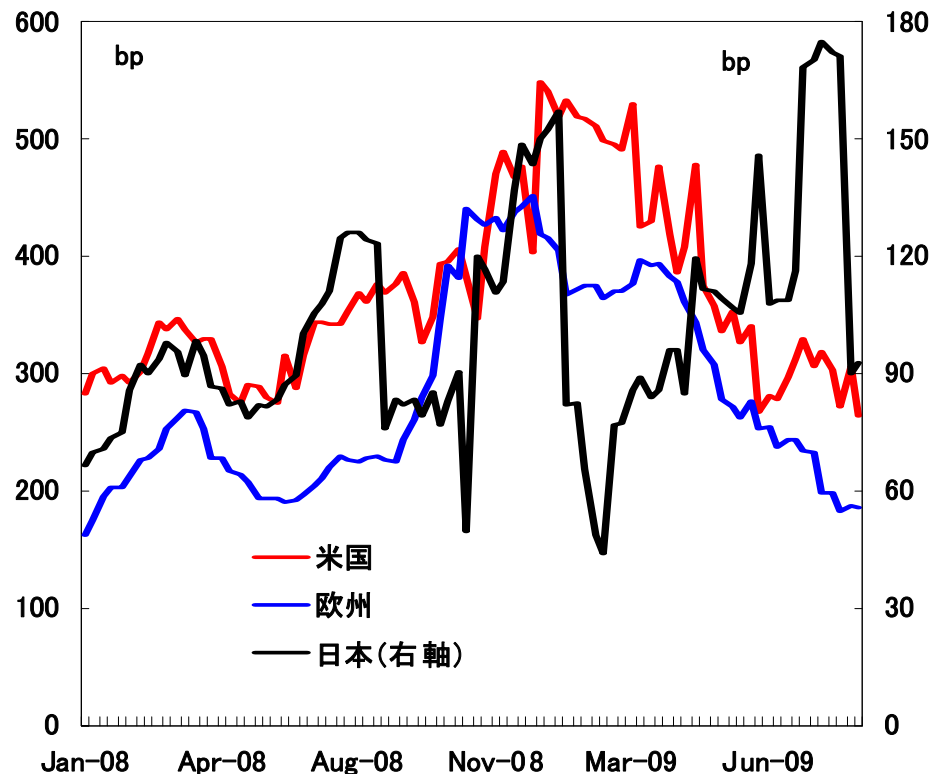
1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

■ クレジット市場

社債の対国債スプレッド(日米欧・AAA格)



社債の対国債スプレッド(日米欧・BBB格)

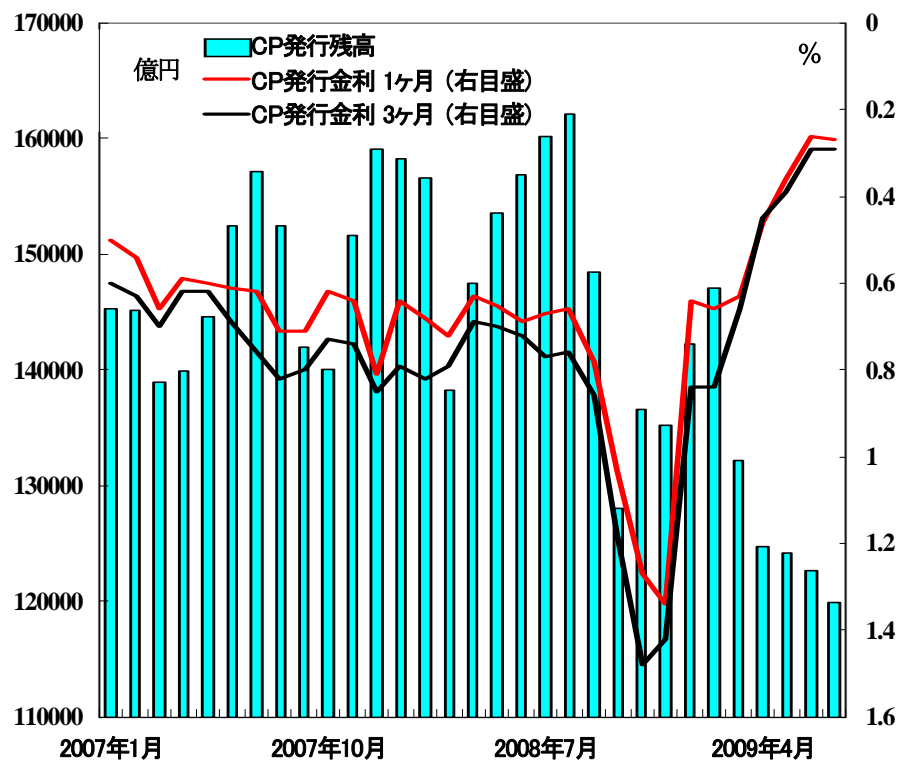


1. 先進国市場の概観

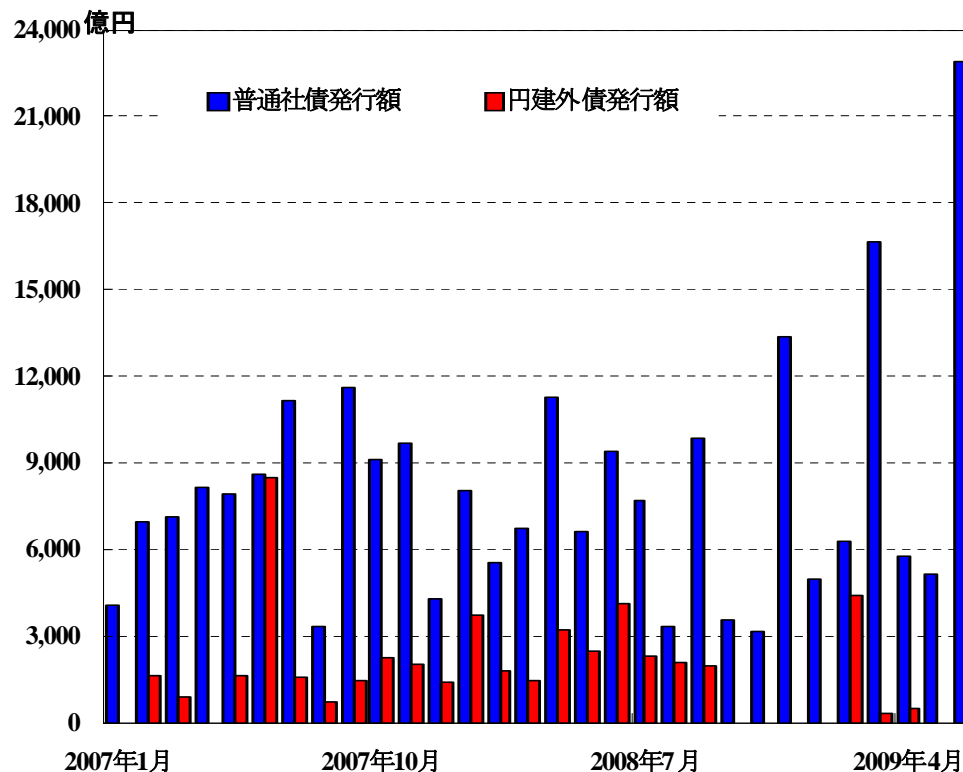
資料：日本銀行、日本証券業協会

■ クレジット市場(日本)

CPの発行残高と発行金利(1ヶ月物・3ヶ月物)



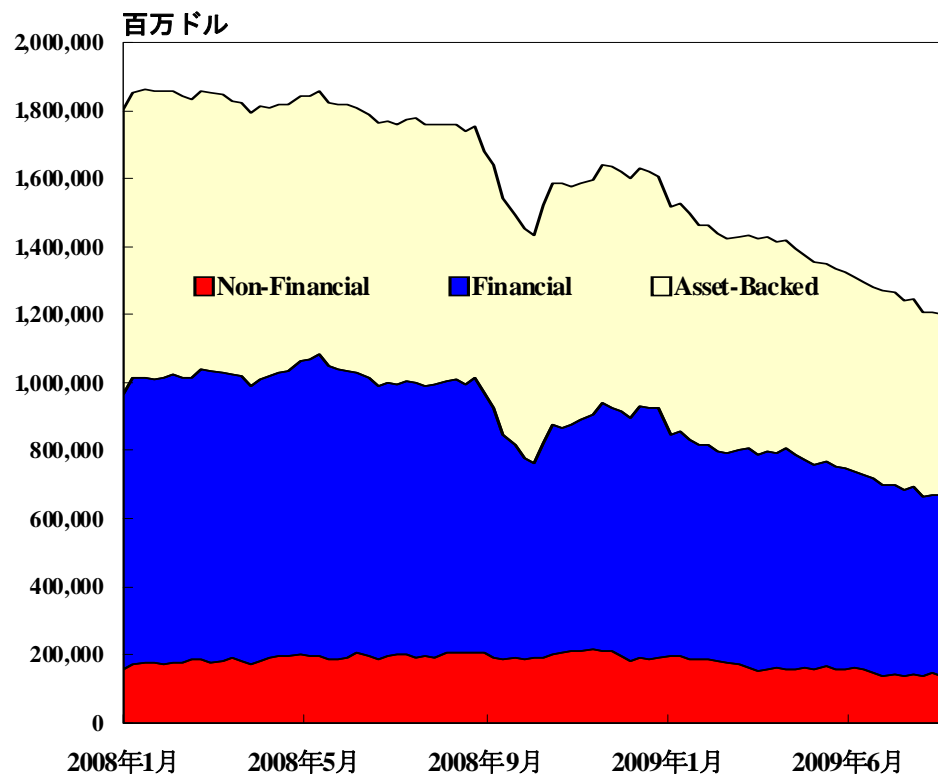
普通社債と円建外債の新規発行額



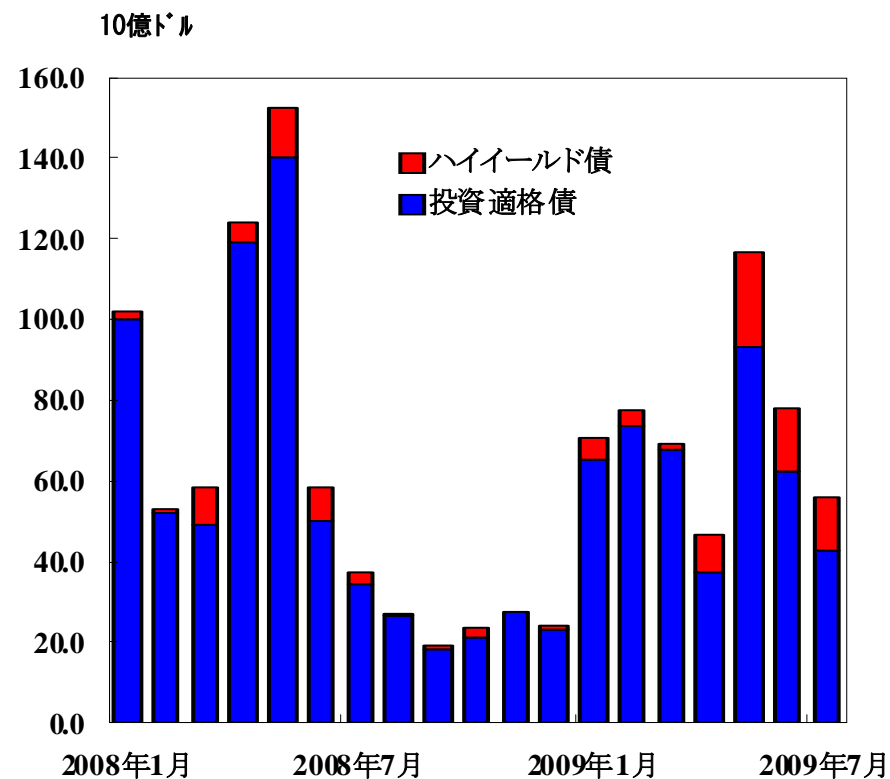
1. 先進国市場の概観 資料:FRB, SIFMA

■ クレジット市場(米国)

CPの発行残高(種類別)

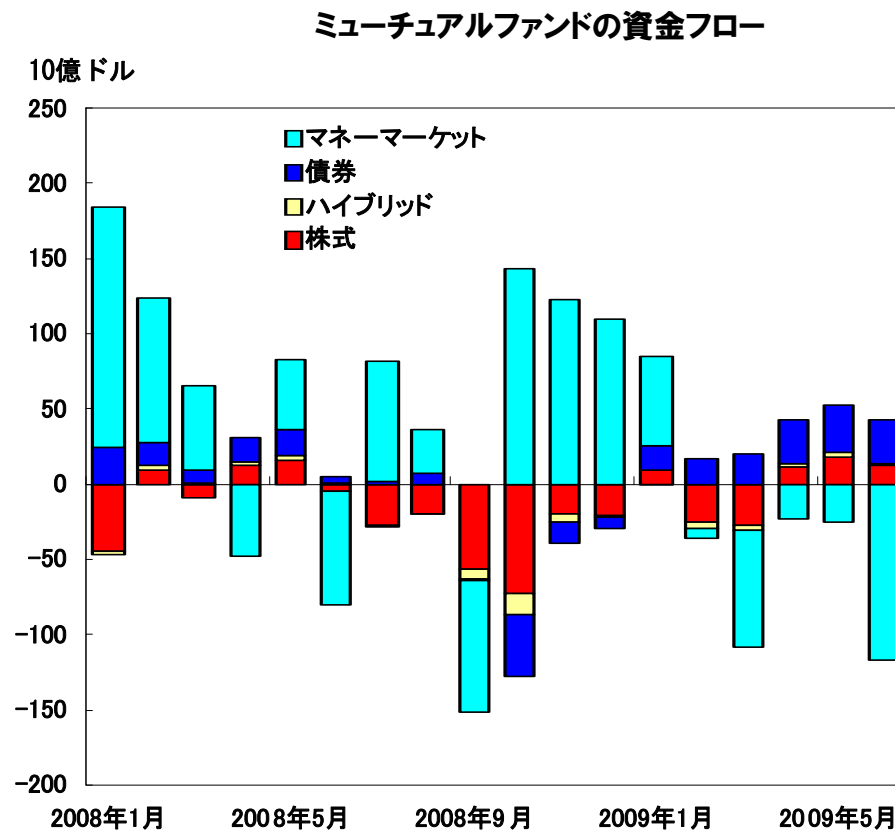
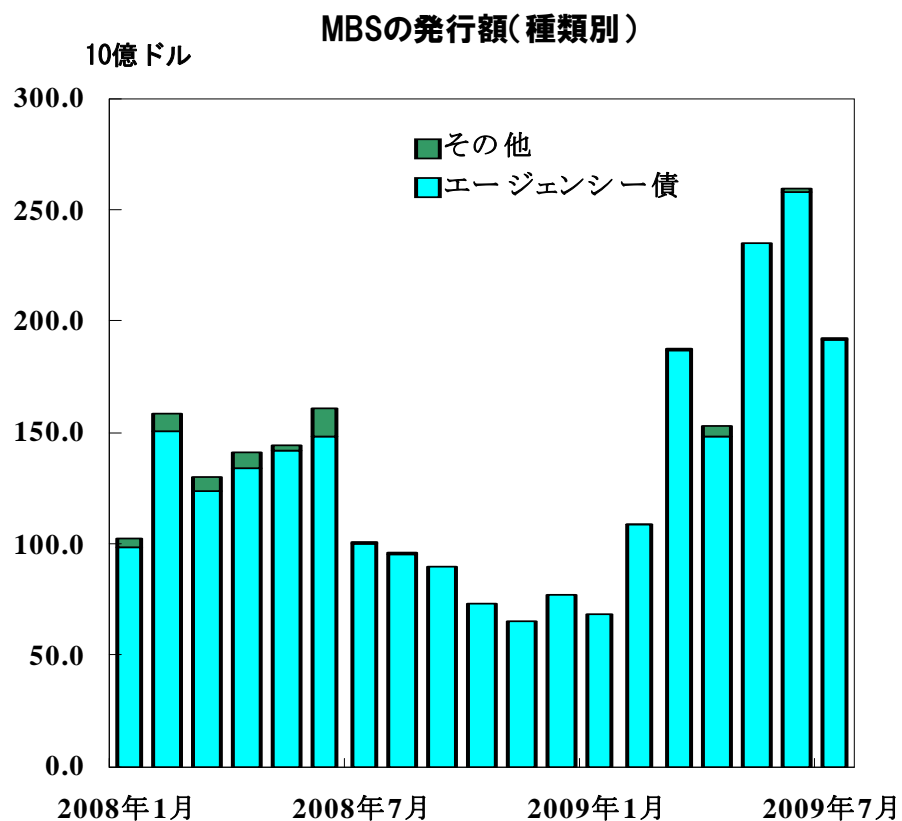


社債発行額



1. 先進国市場の概観 資料:SIFMA

■ クレジット市場(米国)

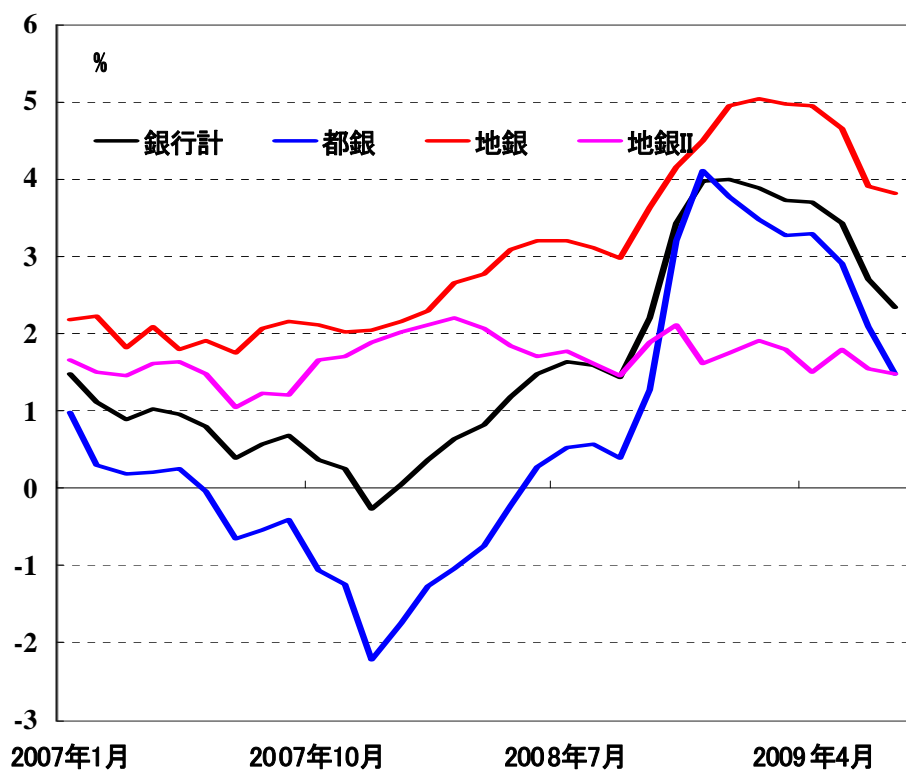


1. 先進国市場の概観

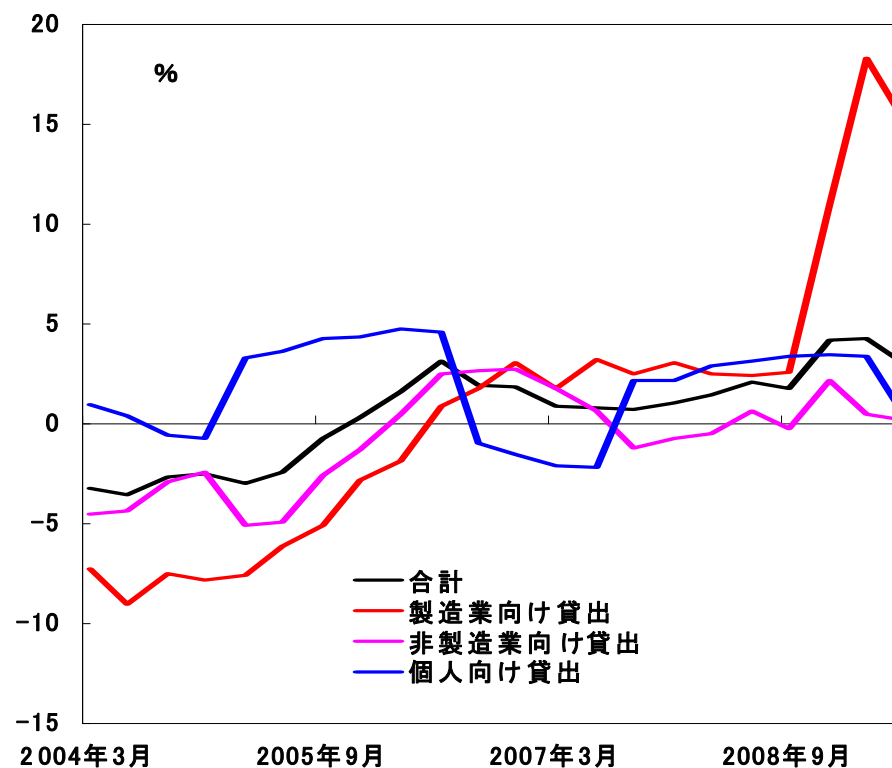
資料: 日本銀行

■ 銀行貸出(日本)

銀行貸出(前年比伸び率)



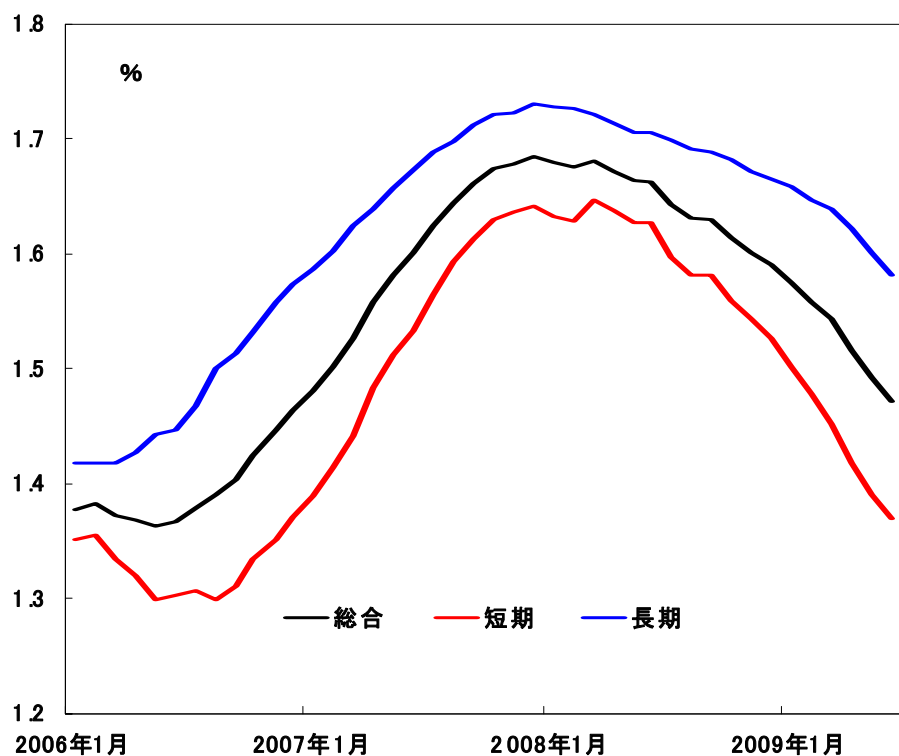
貸出先別銀行貸出(前年比伸び率)



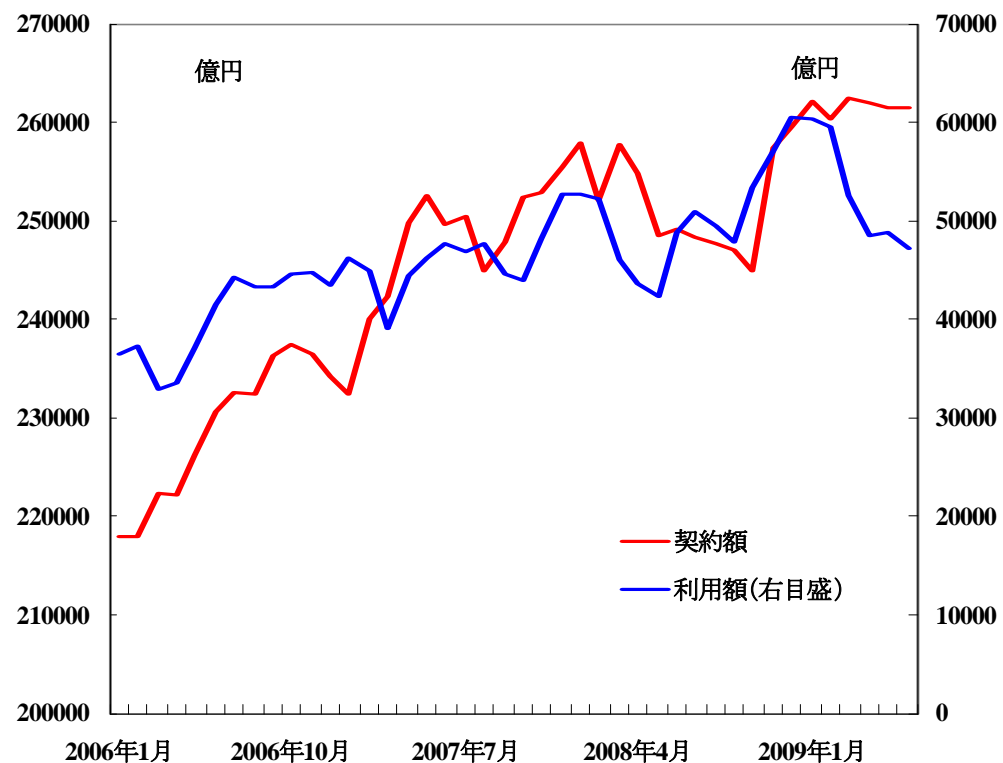
1. 先進国市場の概観 資料:日本銀行

■ 銀行貸出(日本)

貸出約定平均金利(国内銀行・新規・12ヶ月移動平均)



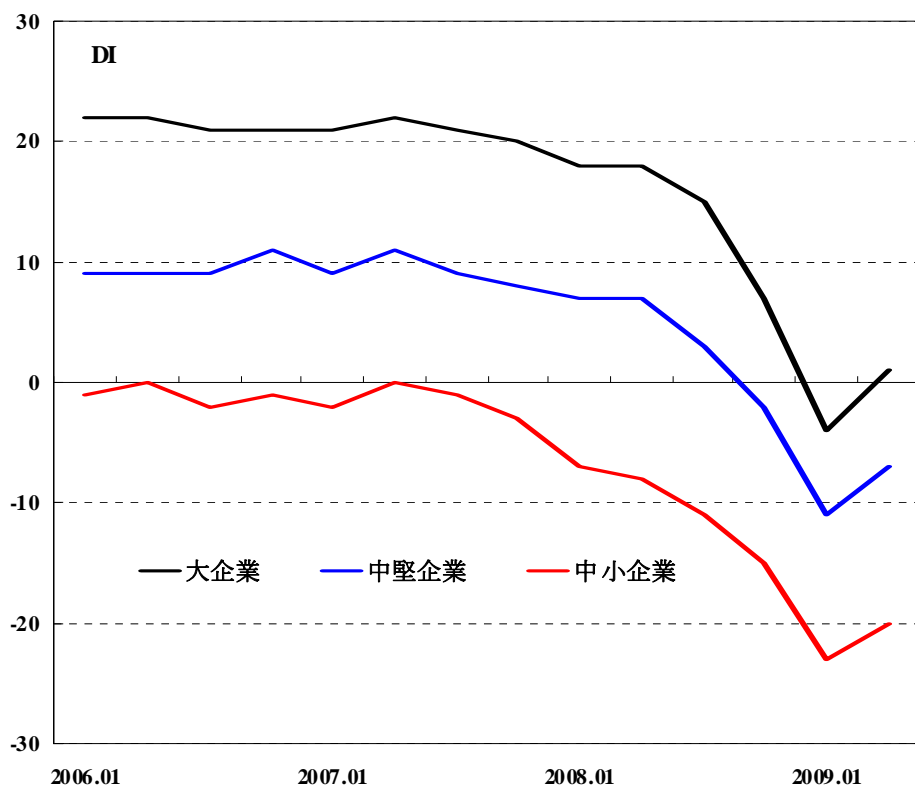
コミットメントライン(契約額と利用額)



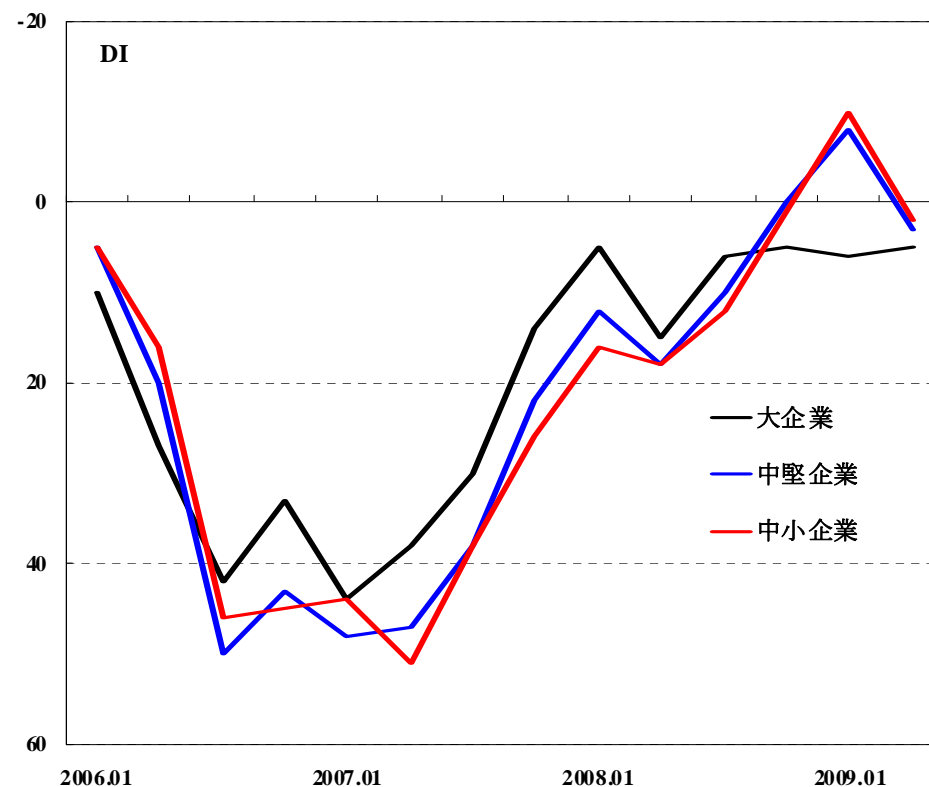
1. 先進国市場の概観 資料:日本銀行

■ 銀行貸出(日本)

企業の資金繰り判断DI(「楽である」-「苦しい」・短観)



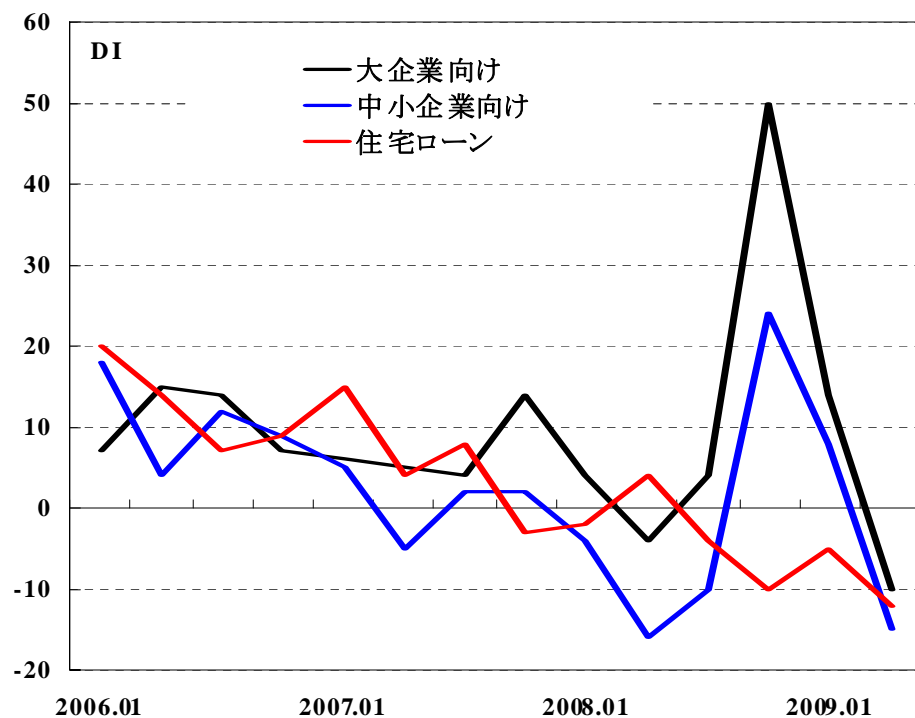
企業の借入れ金利判断DI(「上昇」-「低下」・短観)



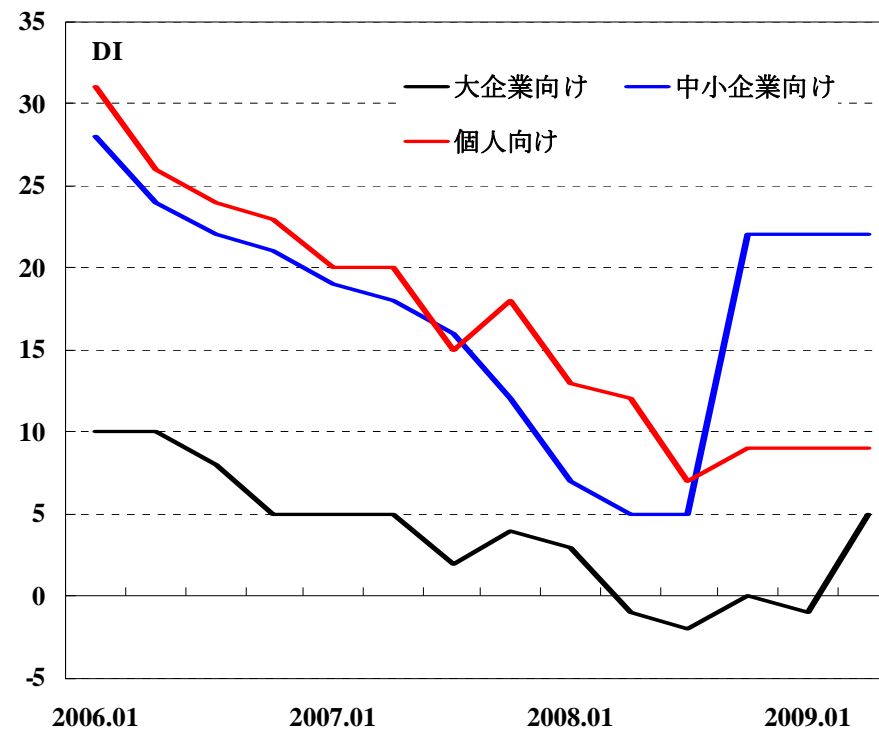
1. 先進国市場の概観 資料:日本銀行

■ 銀行貸出(日本)

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



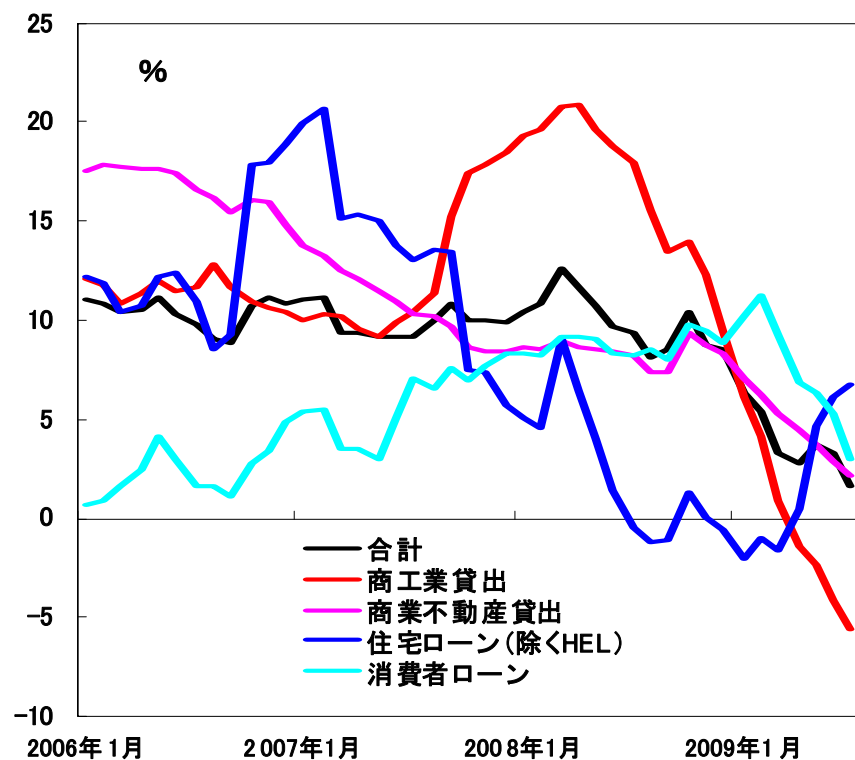
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



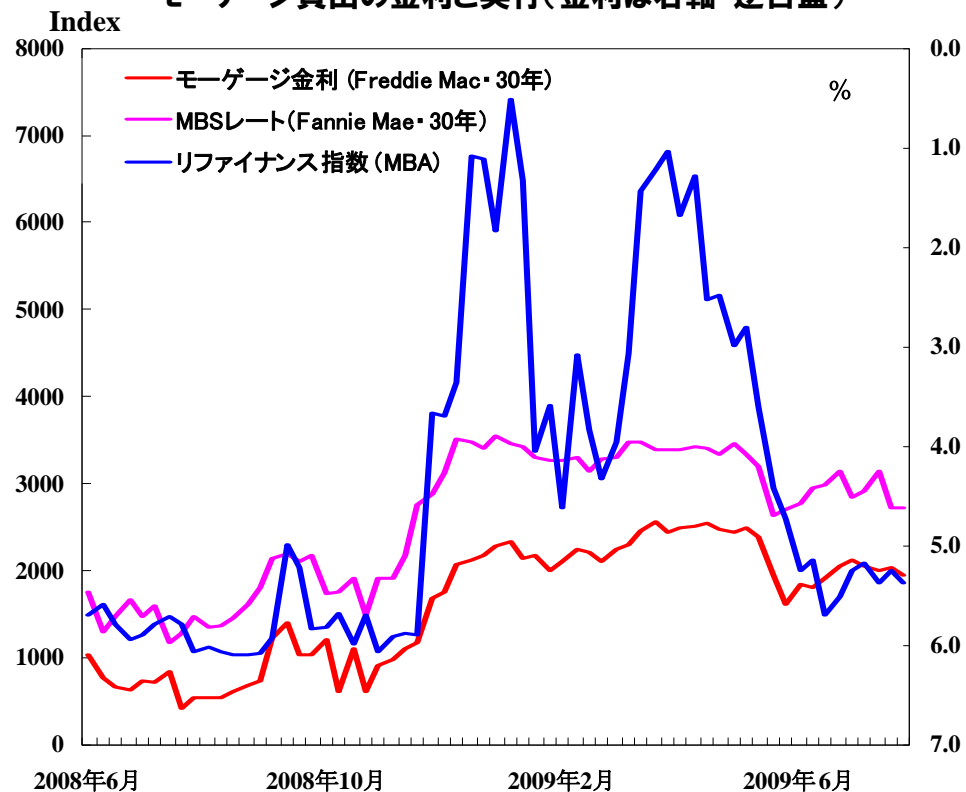
1. 先進国市場の概観 資料:FRB、Freddie Mac、MBA、Thomson Reuters

■ 銀行貸出(米国)

銀行貸出(前年比伸び率)



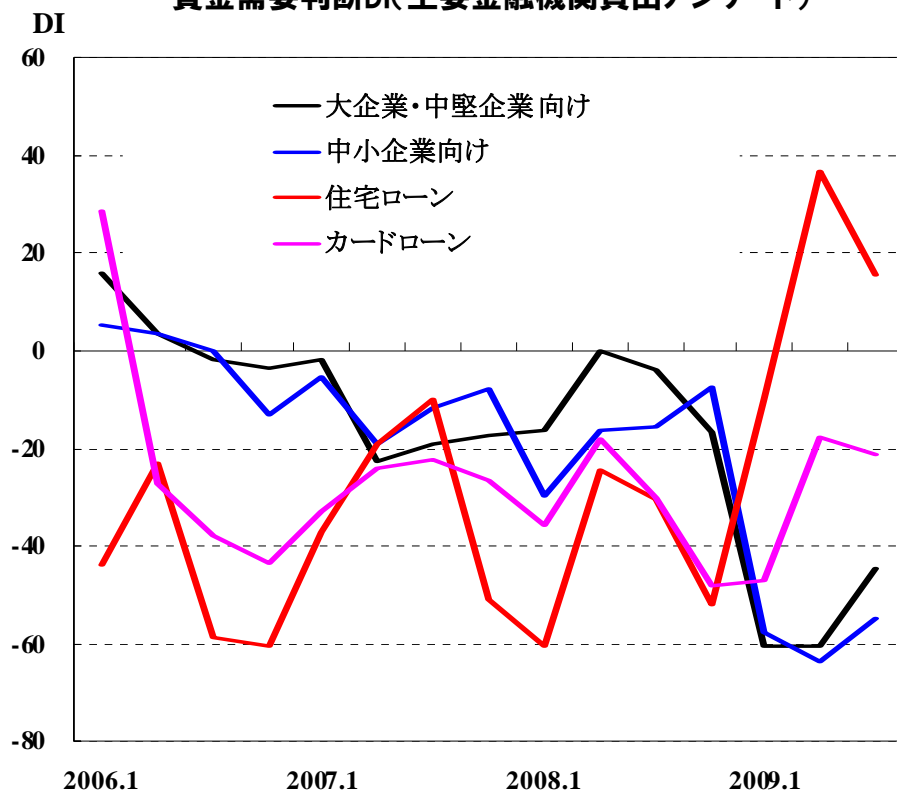
モーゲージ貸出の金利と実行(金利は右軸・逆目盛)



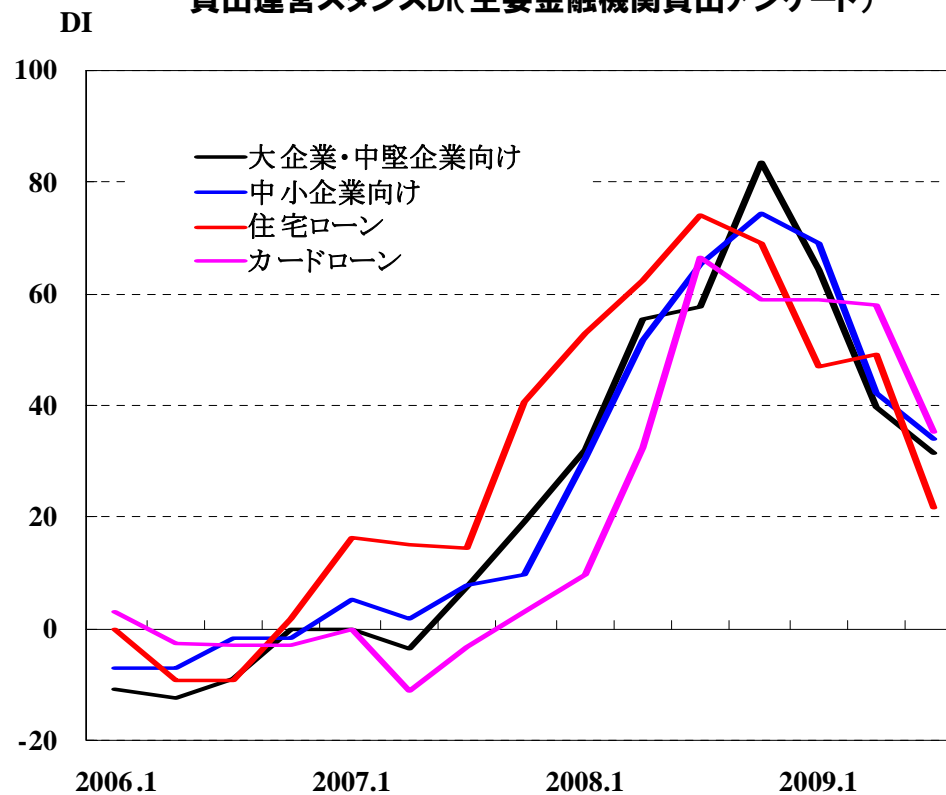
1. 先進国市場の概観 資料:FRB

■ 銀行貸出(米国)

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)

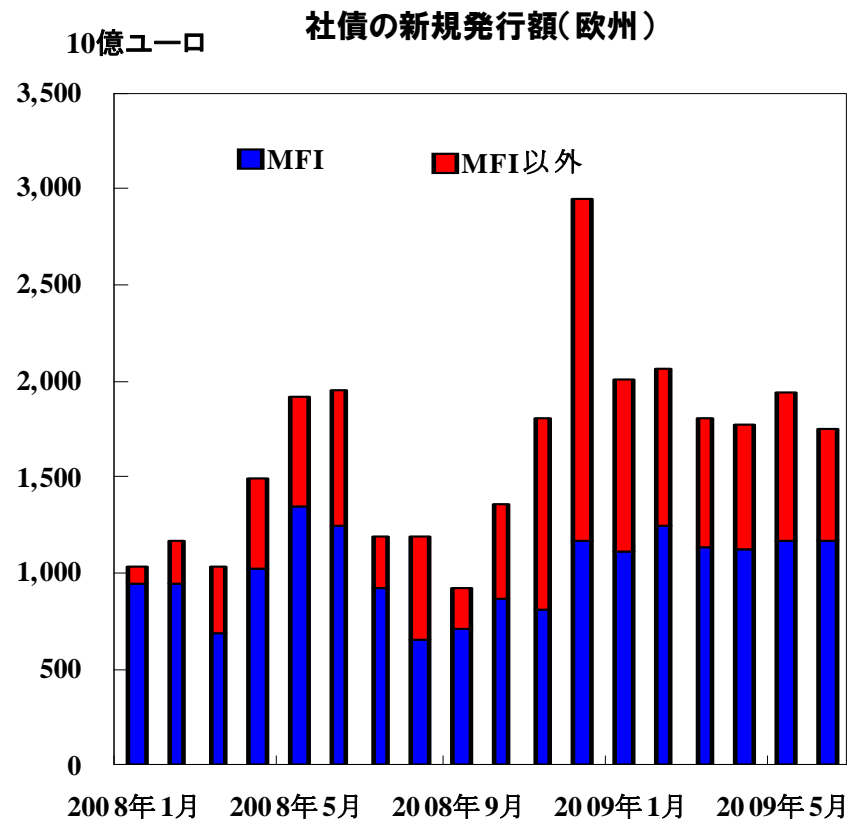
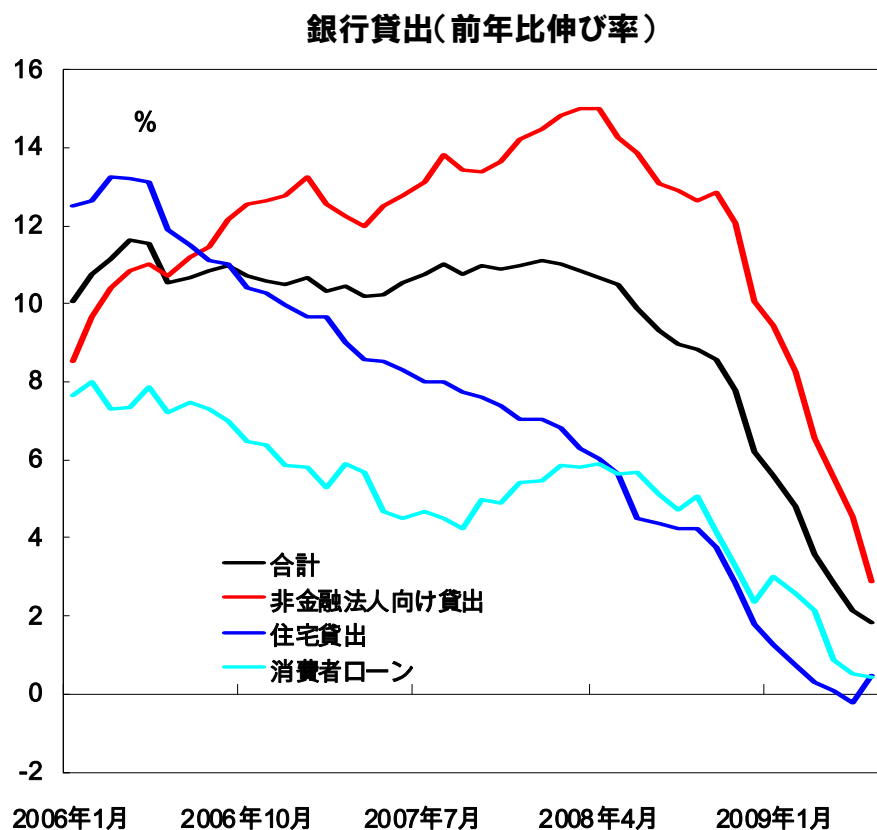


貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



1. 先進国市場の概観 資料: ECB

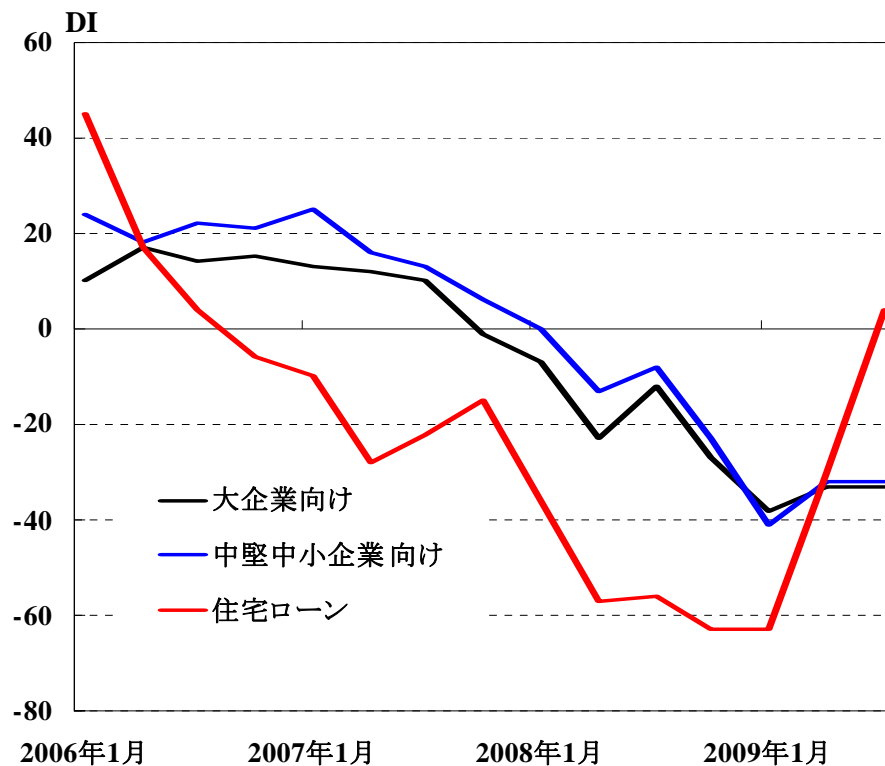
■ 銀行貸出(欧州)



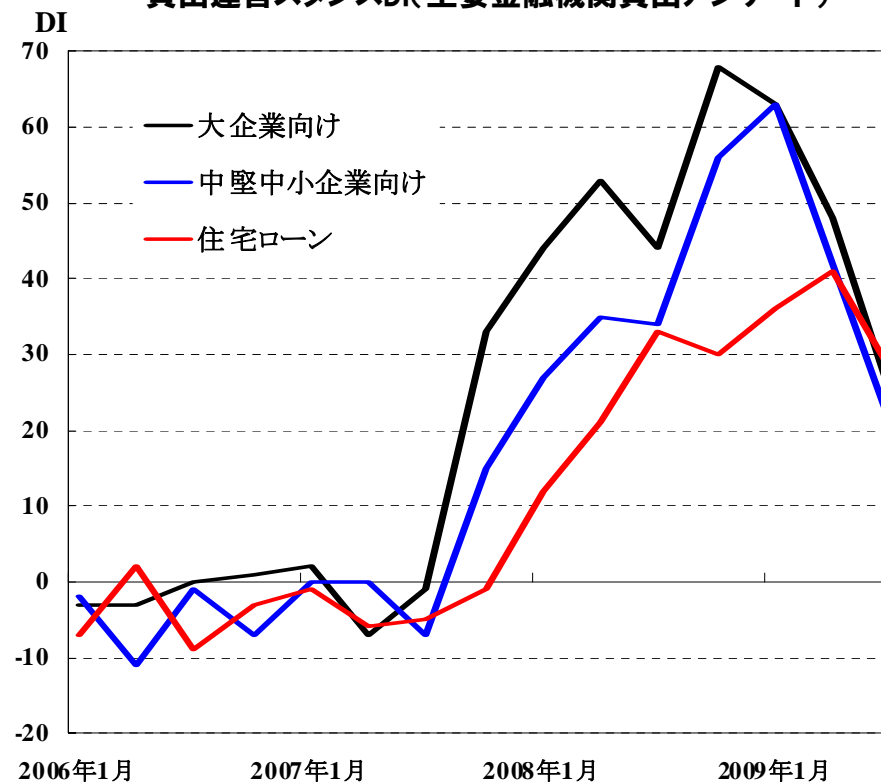
1. 先進国市場の概観 資料:ECB

■ 銀行貸出(欧州)

資金需要判断DI(主要金融機関貸出アンケート)



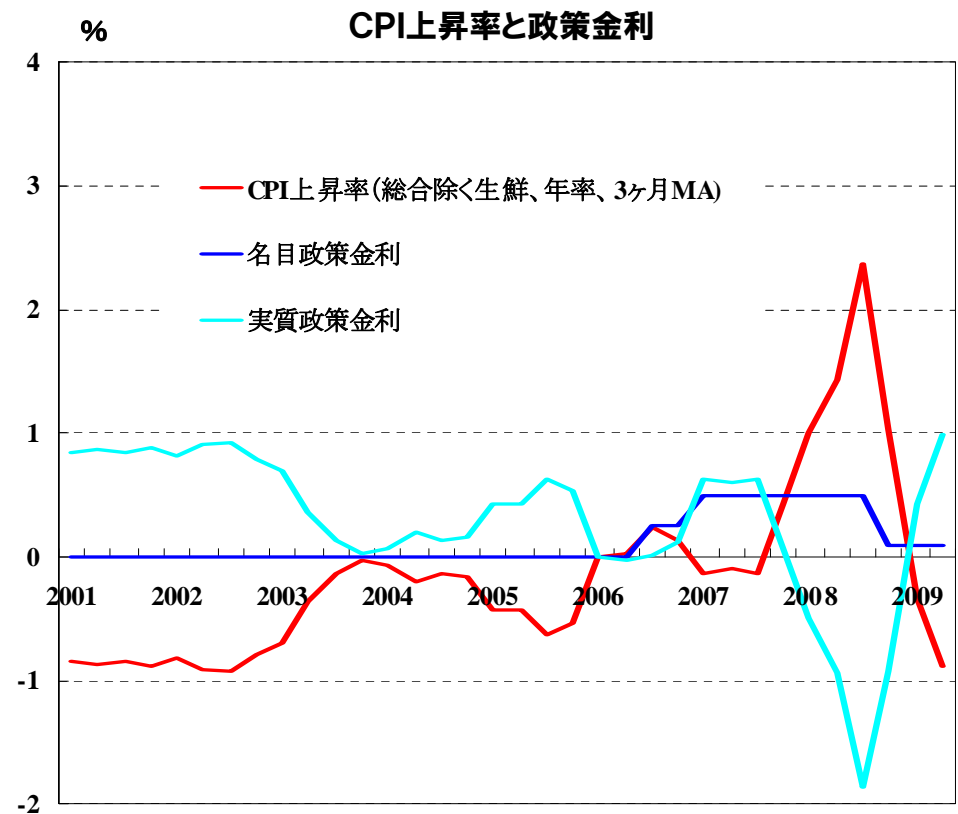
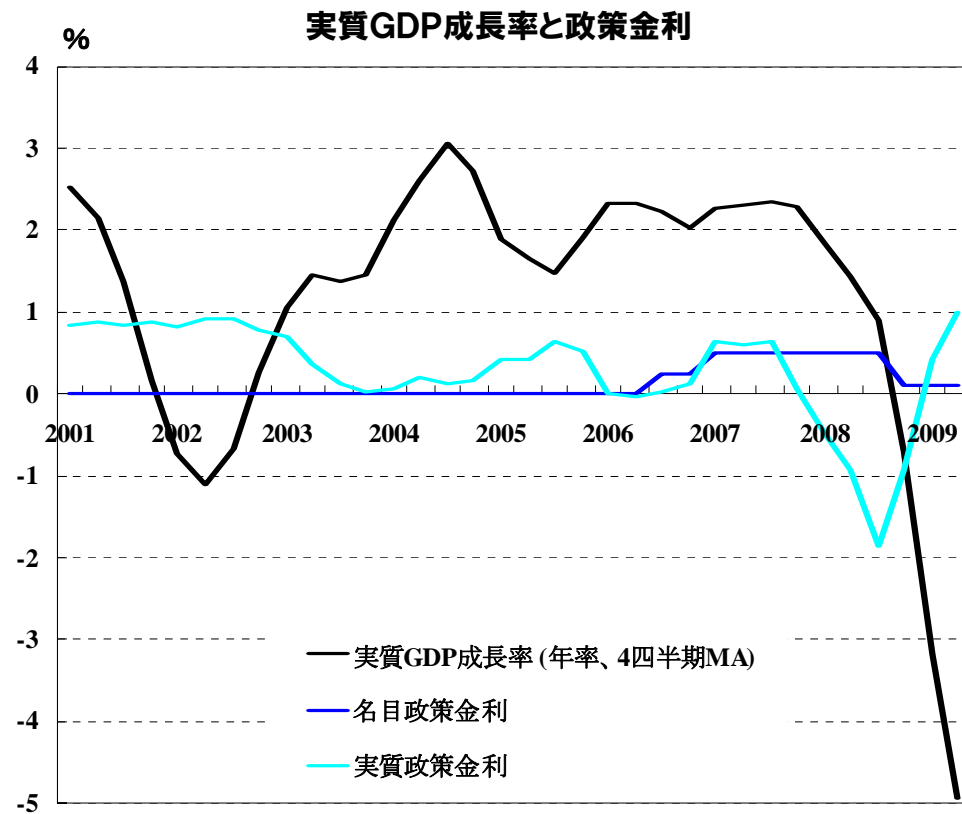
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料：内閣府、総務省、日本銀行

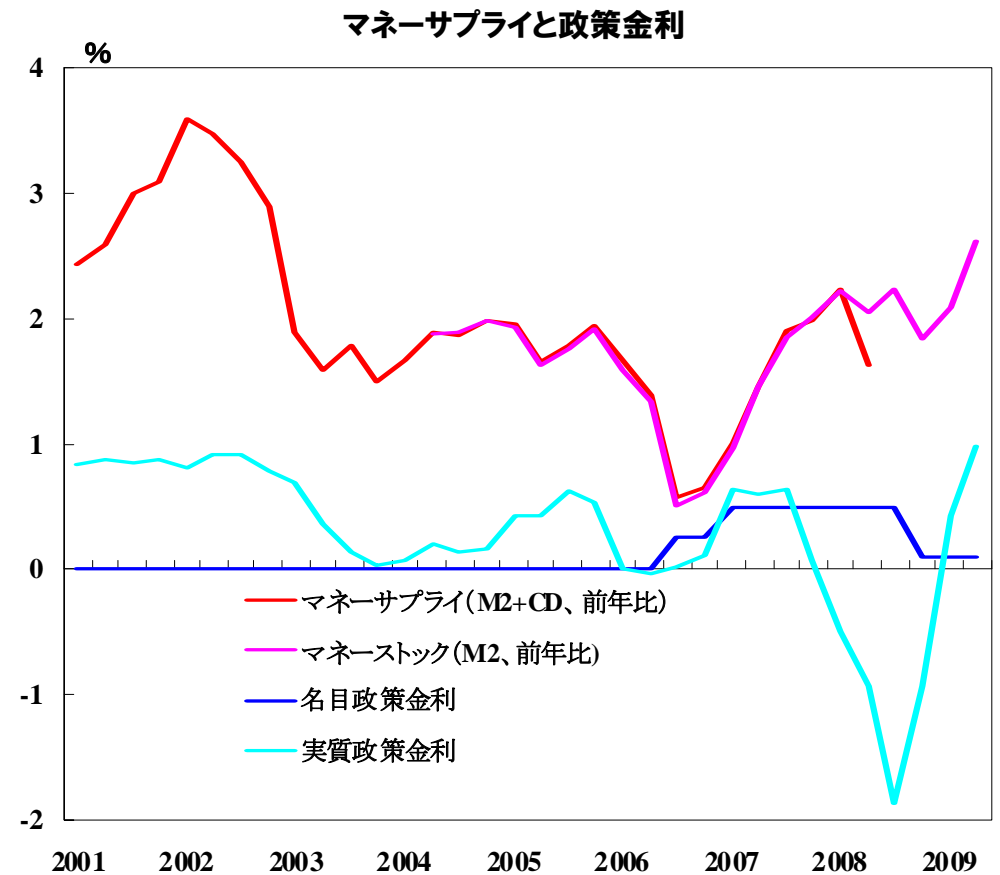
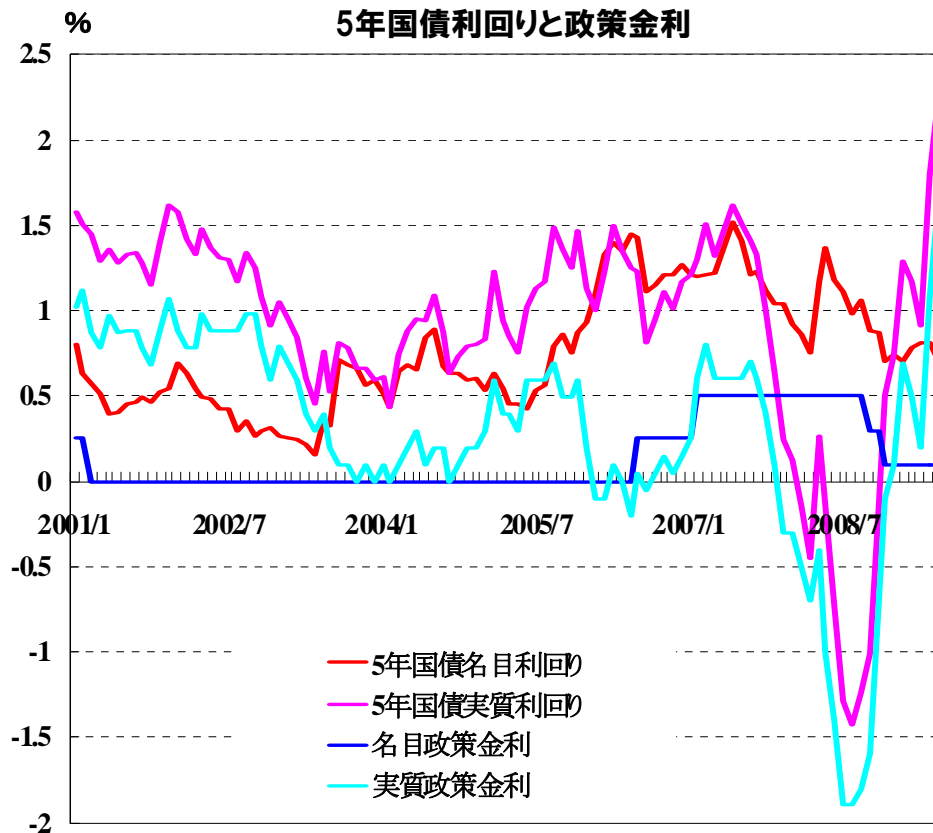
(参考) 金融政策の緩和度合い(日本)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料：総務省、日本銀行、Thomson Reuters

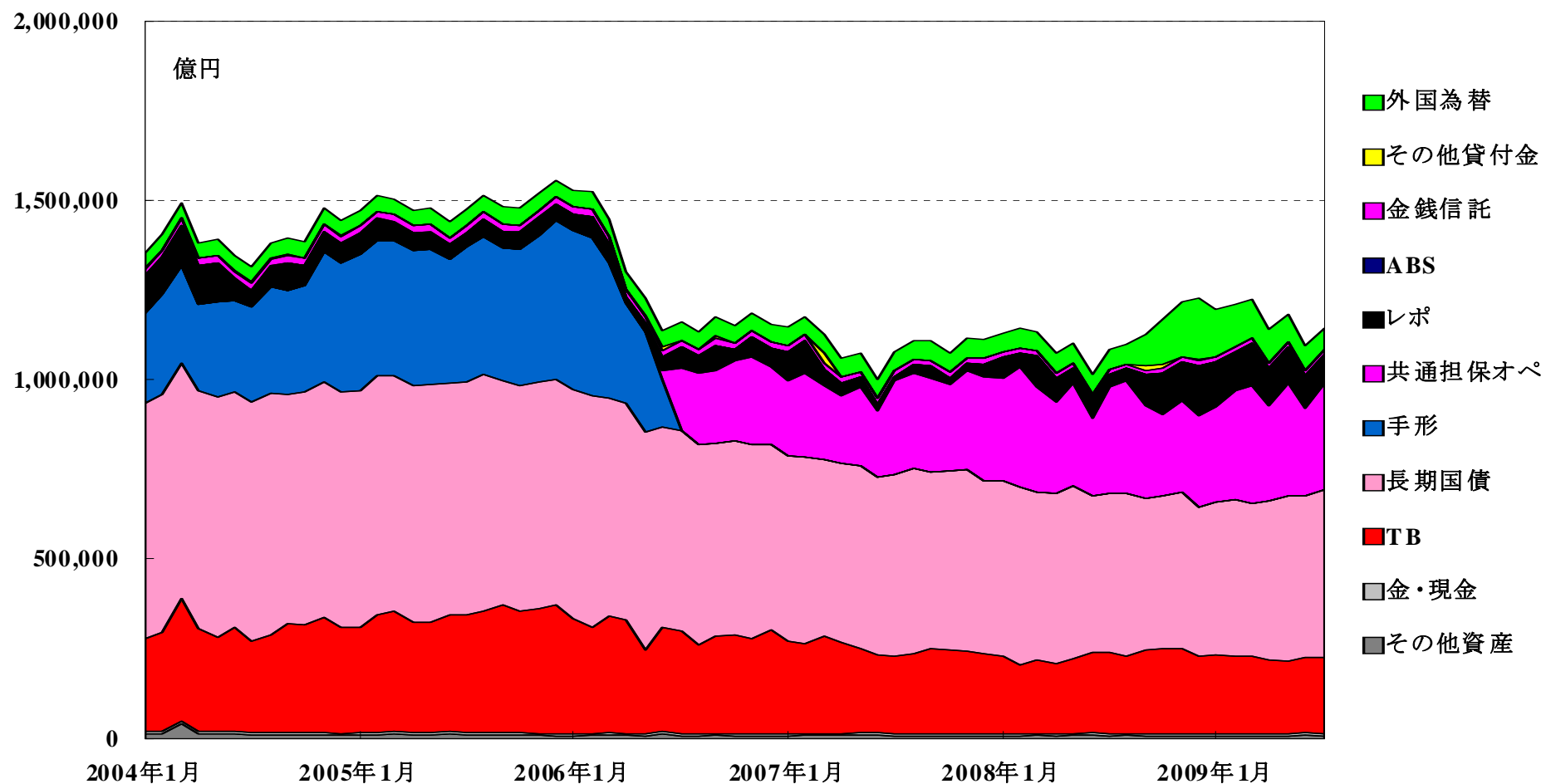
(参考) 金融政策の緩和度合い(日本)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

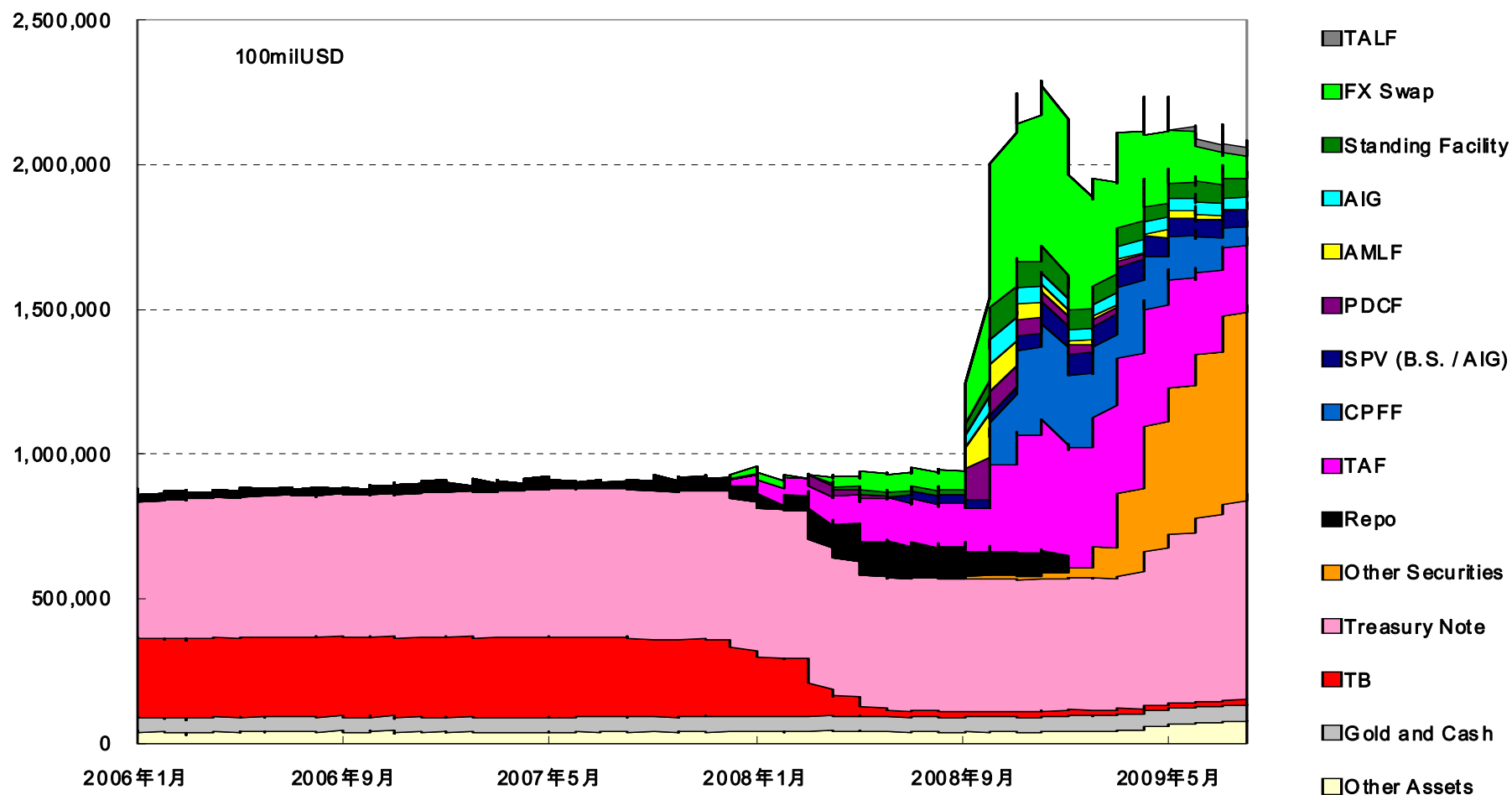
資料: 日本銀行

■ 中央銀行のバランスシート(日本)



2. 「非伝統的金融政策」の現状 資料:FRB

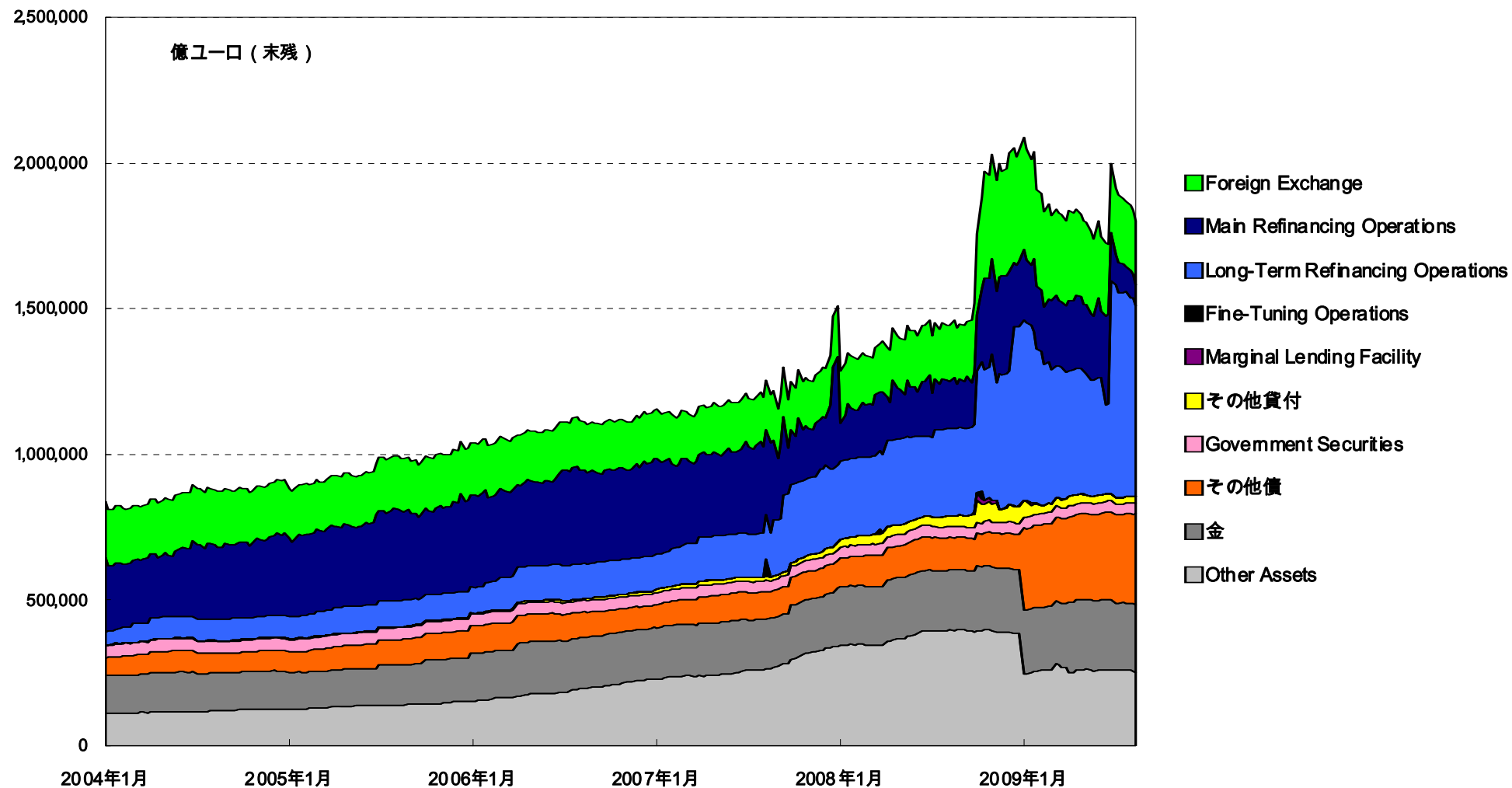
■ 中央銀行のバランスシート(米国)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料: ECB

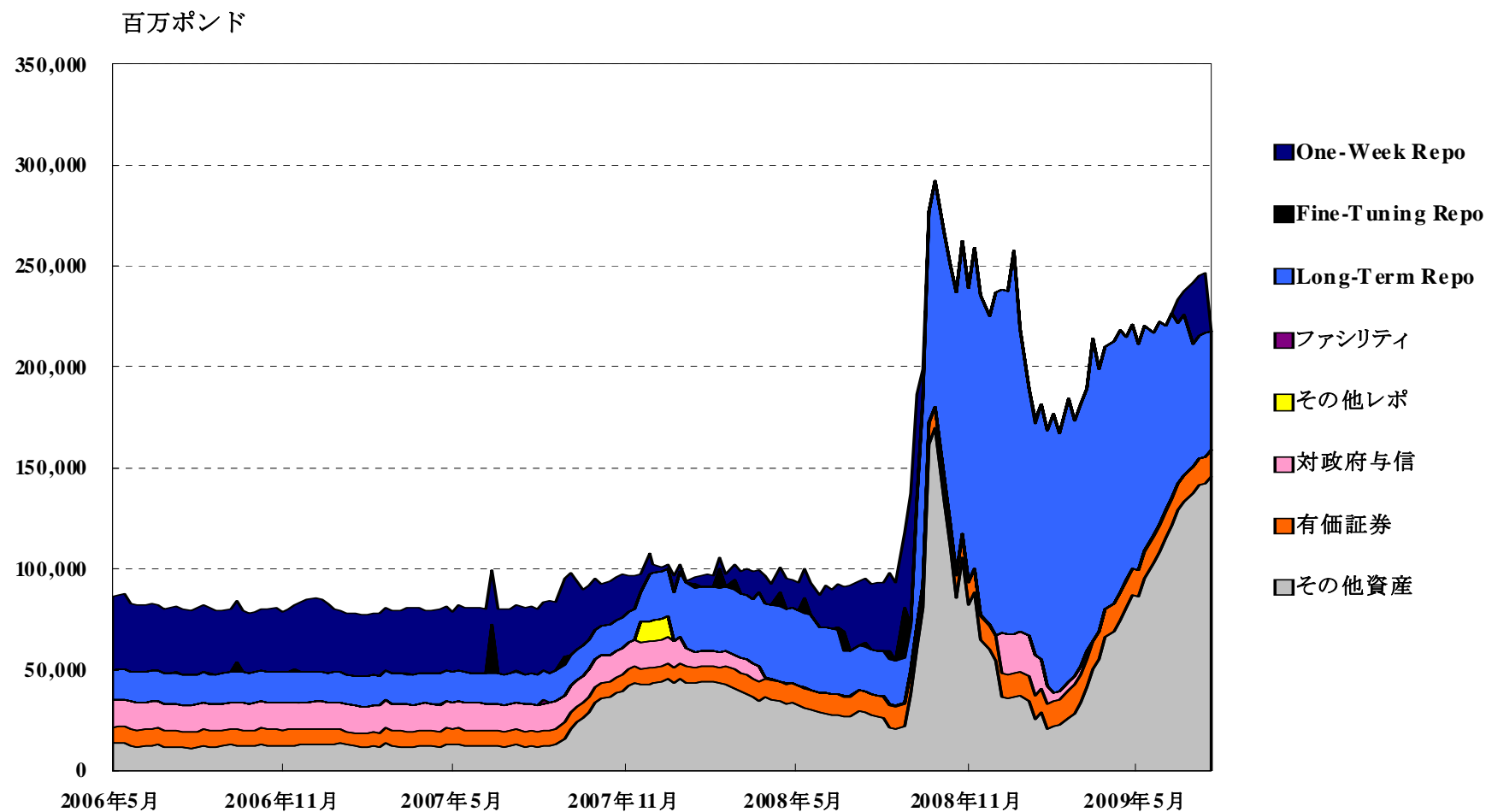
■ 中央銀行のバランスシート(欧州)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料:BOE

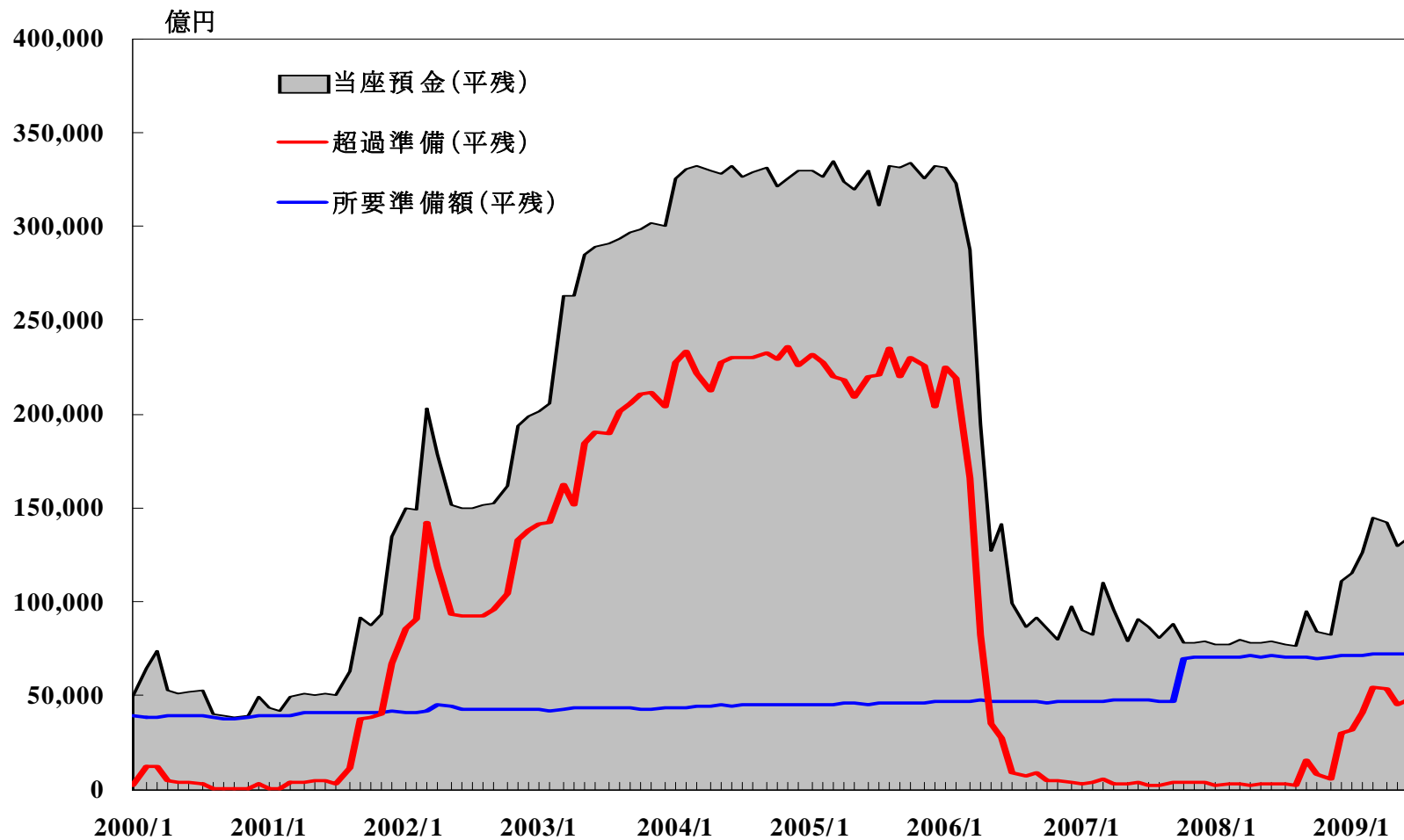
■ 中央銀行のバランスシート(英国)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料：日本銀行

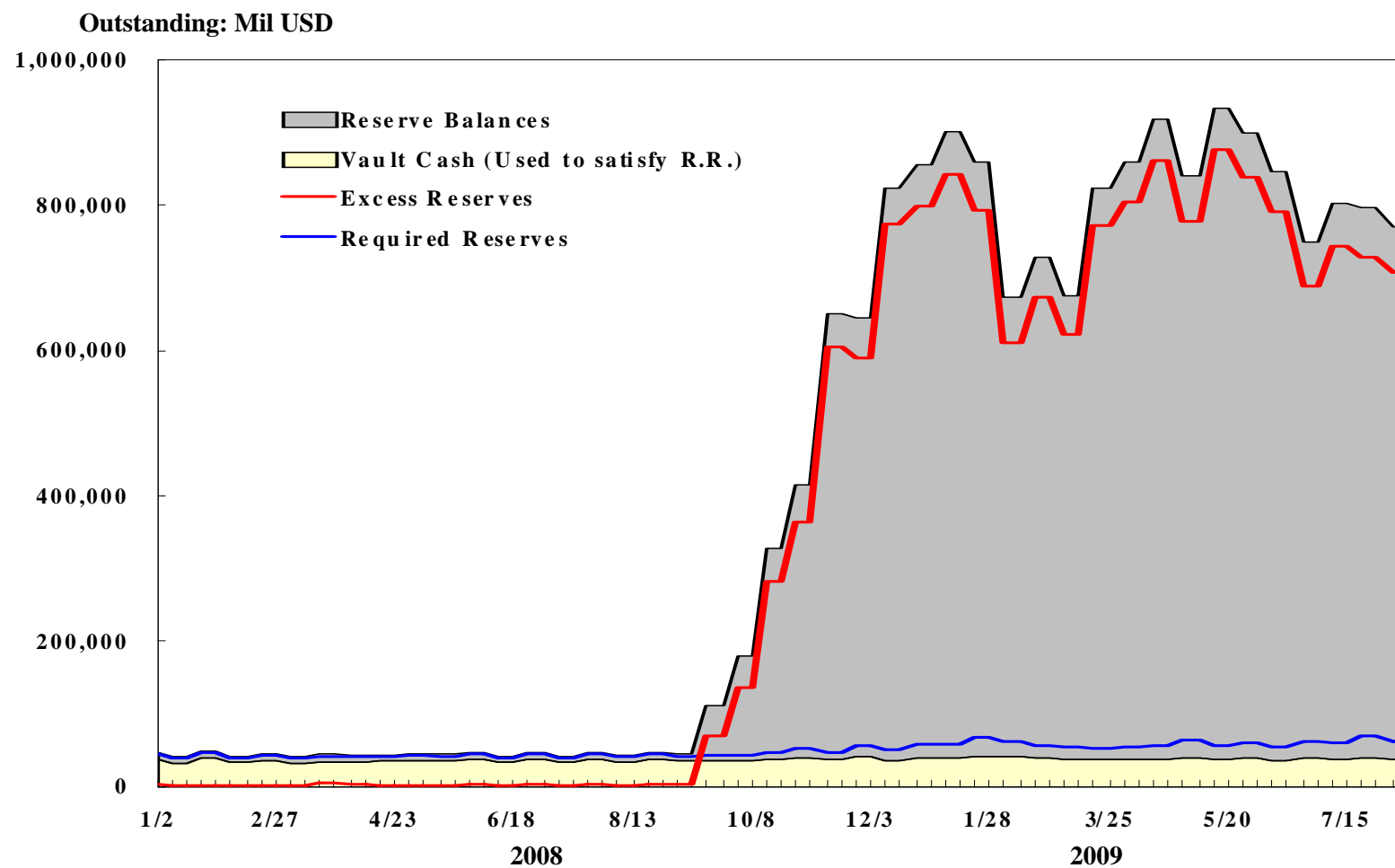
■ 超過準備(日本)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料:FRB

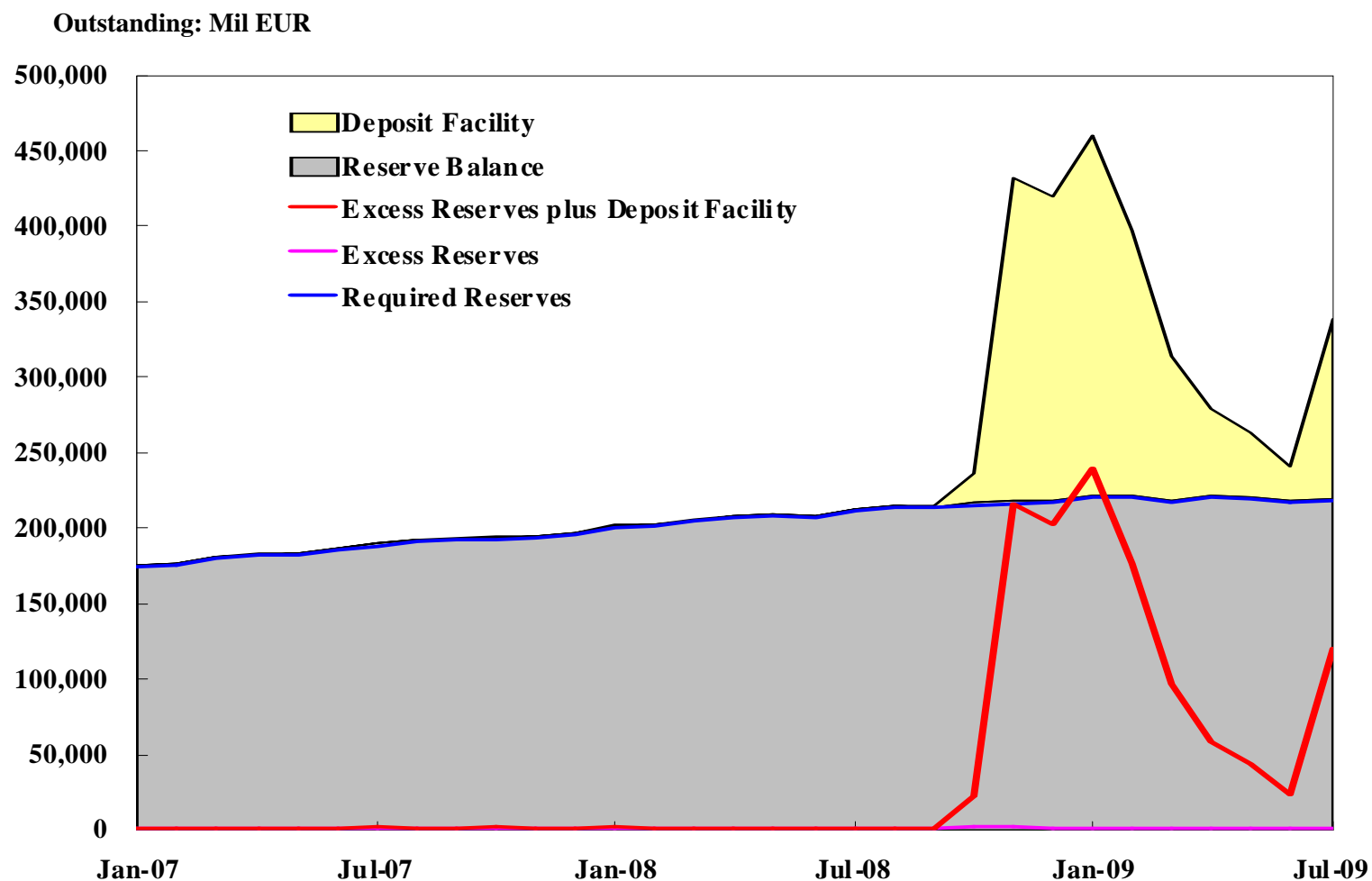
■ 超過準備(米国)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料: ECB

■ 超過準備(欧州)

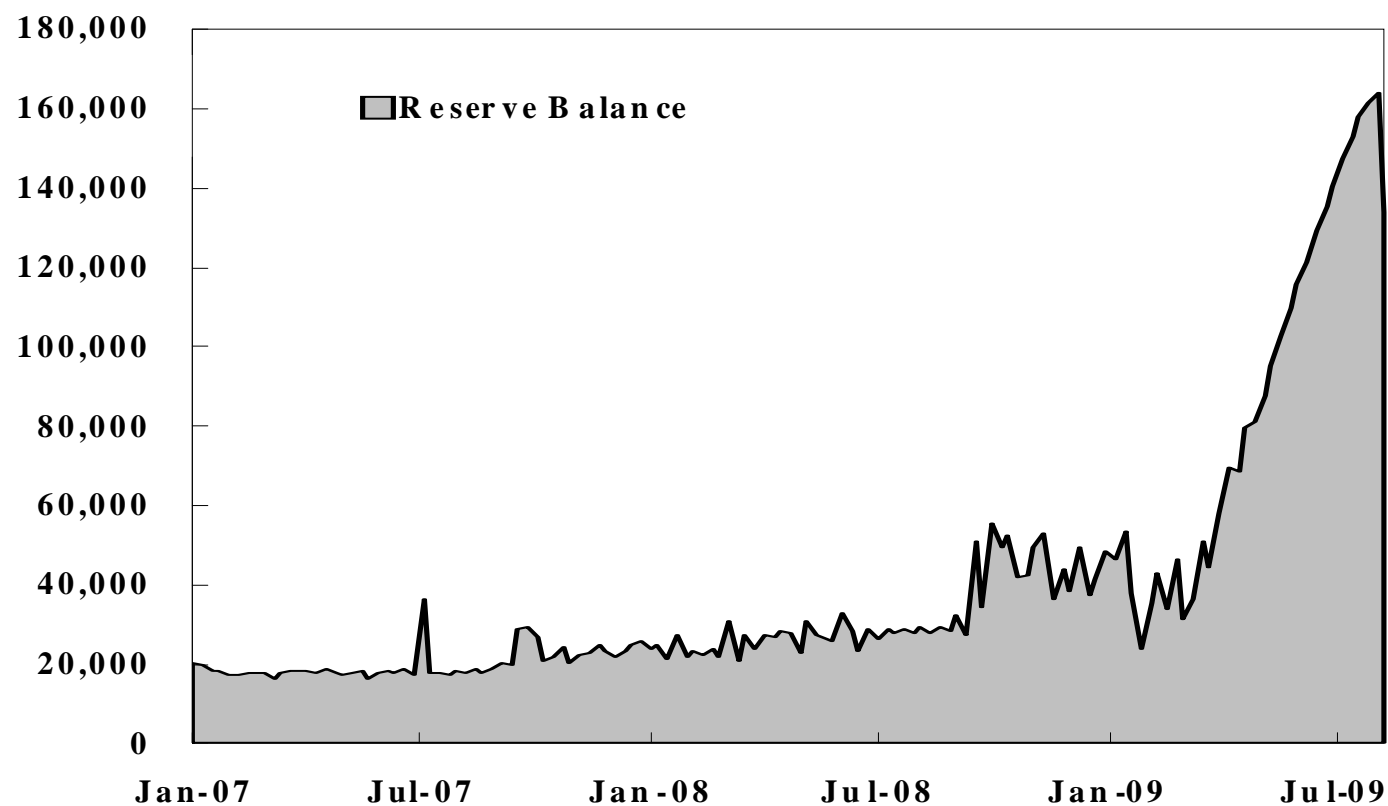


2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料:BOE

■ 準備預金(英国)

Outstanding: Mil GBP



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料: 日本銀行

■ 「信用緩和」の現状(日本)

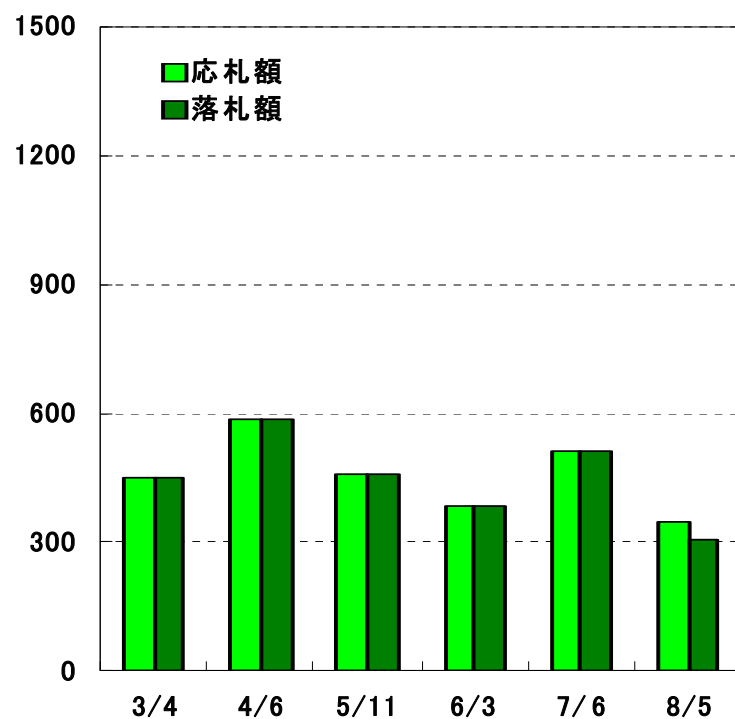
名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	規模
CPおよびABCPの買入れ	2009年1月～ 2009年12月末	オペ先よりCPおよびABCPを買入れ	CP現先オペおよび 共通担保オペの対 象先	入札による (下限金利あり:例 えば、残存1ヶ月以 内の場合、政策金 利+20bp)	(買入れ対象となるCP およびABCPは残存3ヶ 月以内)		3兆円(CPお よびABCPの 合計)
社債買入れ	2009年3月～ 2009年12月末	オペ先より社債を買入 れ	共通担保オペの対 象先	入札による (下限金利あり:例 えば、残存6ヶ月以 内の場合、政策金 利+40bp)	(買入れ対象となる社 債は残存1年以内)		1兆円
企業金融支援特 別オペ	2009年1月～ 2009年12月末	共通担保のうち、企業 の特定の債務を担保 として貸付を実施	貸付対象先 (金融機関、金融 商品取引業者、証 券金融会社、短資 業者より選定)	誘導目標 (無担コールO/N) の平均値	社債、短期社債、保証 付短期外債、企業の 振出す手形、CP、企業 に対する証券貸付債 権(いずれもBBB格以 上)	貸付の都度決定 (3ヶ月以内) -2月以降は3ヶ月 ものオペを強化	(上限は設け られていな い)
(不動産投資法人 の債務の適格担保 化)	2009年1月～	・不動産投資法人の 特定の債務を適格担 保化 ・不動産投資法人債 および不動産投資法 人CPをCP現先オペの 対象化	---	---	不動産投資法人債 (AA格以上)、不動産 投資法人が振出す手 形、不動産投資法人 CP、不動産投資法人 に対する証券貸付債 権(AA格以上)	(短期不動産投資法 人債、不動産投資 法人が振出す手形、 不動産投資法人CP は期間1年以内、不 動産投資法人に対 する証券貸付債権は 期間10年以内)	(上限は設け られていな い)

2. 「非伝統的金融政策」の現状

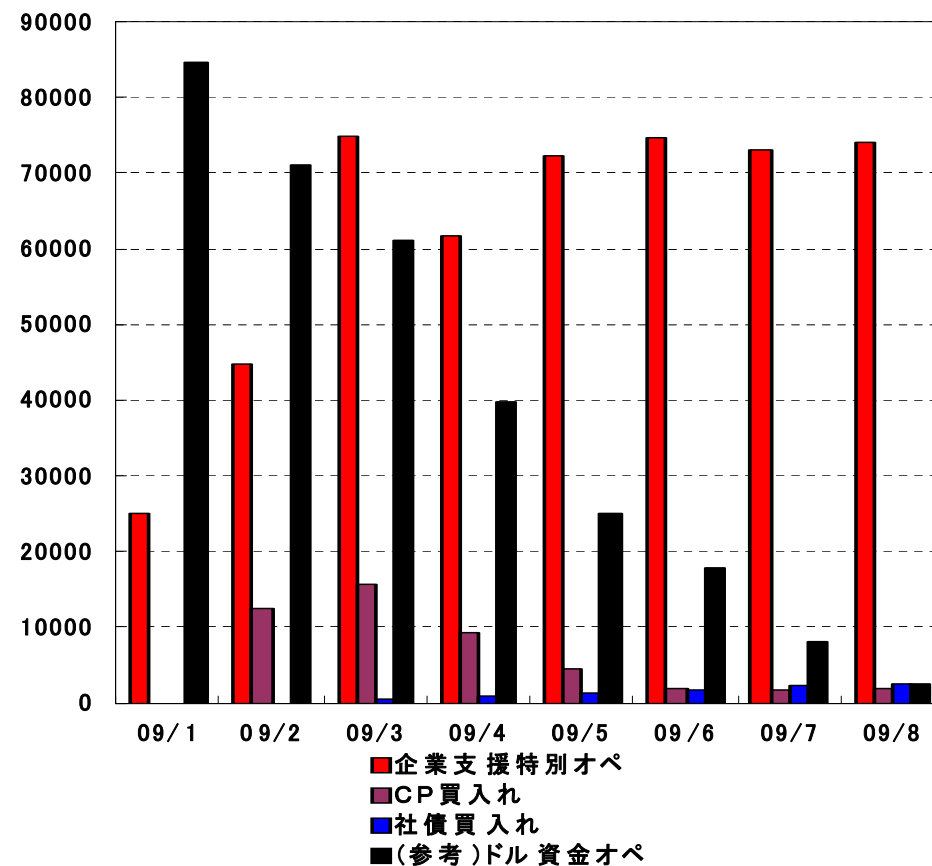
資料：日本銀行

■ 「信用緩和」の現状(日本)

オペの実績(社債買入れ<億円>)



オペ残高の推移(億円)

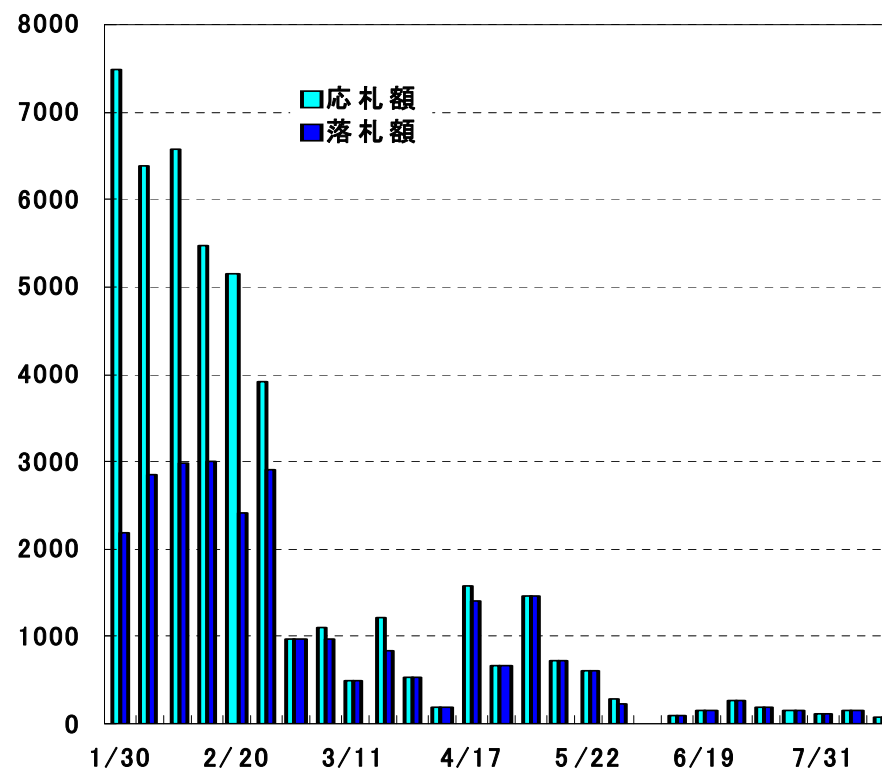
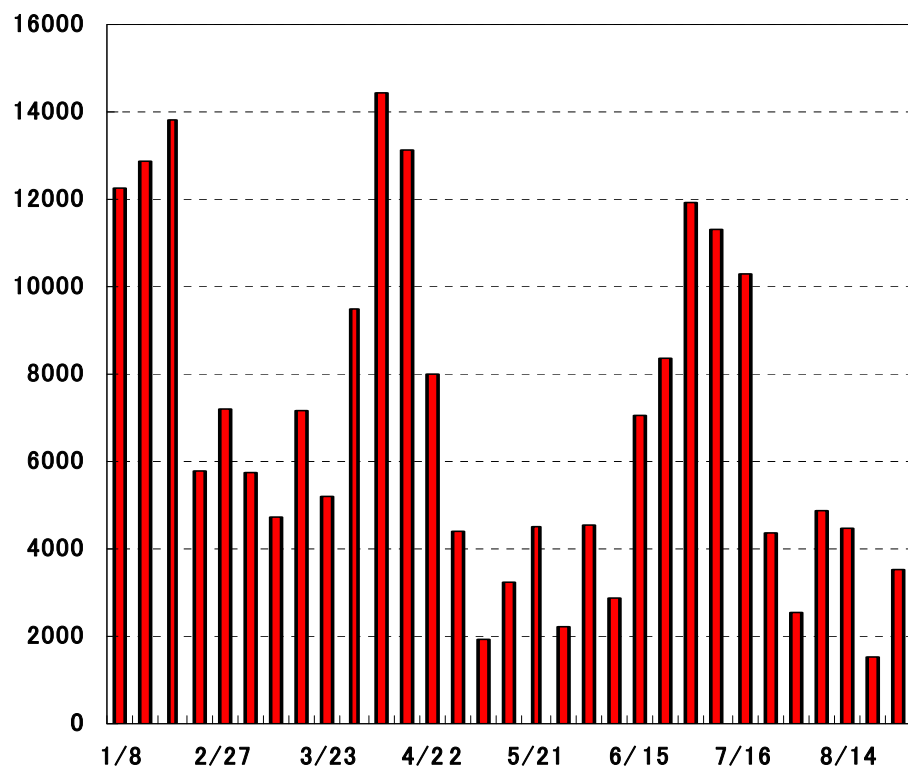


2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料: 日本銀行

■ 「信用緩和」の現状(日本)

オペの実績(企業金融支援特別オペ、CP買入れ<億円>)



2. 「非伝統的金融政策」の現状 資料:FRB

■ 「信用緩和」の現状(米国)

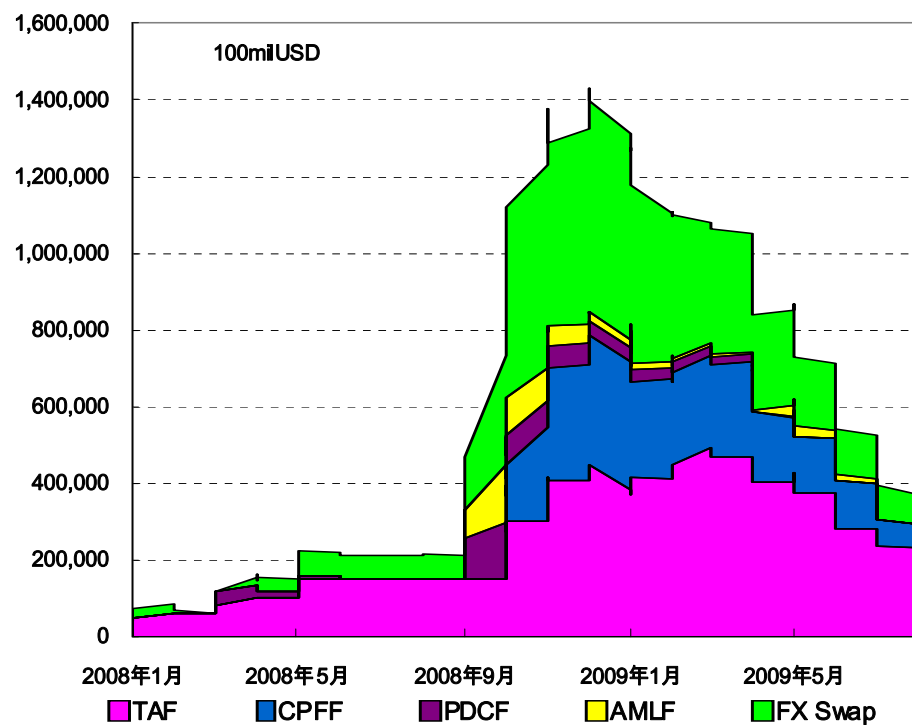
名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	実施規模
Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)	2008年9月～ 2010年2月1日	金融機関によるMMFからのABCPの買入れをファイナンス	預金取扱金融機関、銀行持株会社、外銀支店	Standing Facility (Primary Credit) と同じ	(担保は、借入先がMMFから買入れたABCP(A-1格以上))	(担保となるABCPは、銀行発行分は120日以内、それ以外は270日以内)	(上限は設けられていない)
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	2008年10月～ 2010年2月1日	SPVによるプライマリー・ディーラーからのCP(ABCPを含む)買入れをファイナンス	SPV(CPFF LLC)	3ヶ月OISレートに、CPは200bp、ABCPは300bpを各々付加	(担保はSPVが買入れたCP(ABCPを含む、A-1格以上))	(担保となるCP(ABCPを含む)の期間は90日のみ)	(上限は設けられていない)
Money Market Investor Funding Facility (MMiFF)	2008年11月～ 2009年10月末	SPVによるMMF等からのCDやCPの買入れをファイナンス －Security Lenders等を含む短期ファンドが対象	SPV	入札による (下限金利あり)	(担保はSPVが買入れたCDおよびCP(金融機関発行、A-1格以上、Primary Credit金利+60bp以上))	(買入れ対象となるCDおよびCPは残存7日以上、90日以内)	5400億ドル －SPVの上限(6000億ドル)の90%
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	2009年3月～ 2010年3月末 (CMBS<新発>は2010年6月末)	SPVによる法人からのABSおよびCMBSの買取りをファイナンス －ABSの裏付資産は、自動車ローン、クレジットカード債権、学生ローン、SBA保証付貸出	全ての米国法人 (ただし、プライマリー・ディーラーに口座を有することが必要)	裏付資産毎にFRBが決定 －自動車ローンとクレジットカード債権(平均残存2年以上)と商業不動産は、3Y Libor swap +100bp<固定金利>	3年 －学生ローンABSとCMBSは最長5年 (担保債権の平均残存期間は5年以内<学生ローンのみ7年以内>)		1兆ドル
Agency Mortgage Backed Securities Purchase	2009年1月～ 2009年12月末	プライマリーディーラーからMBS(固定利付)を買取	プライマリーディーラー	(市場実勢による)	(非公表)		1.25兆ドル

2. 「非伝統的金融政策」の現状

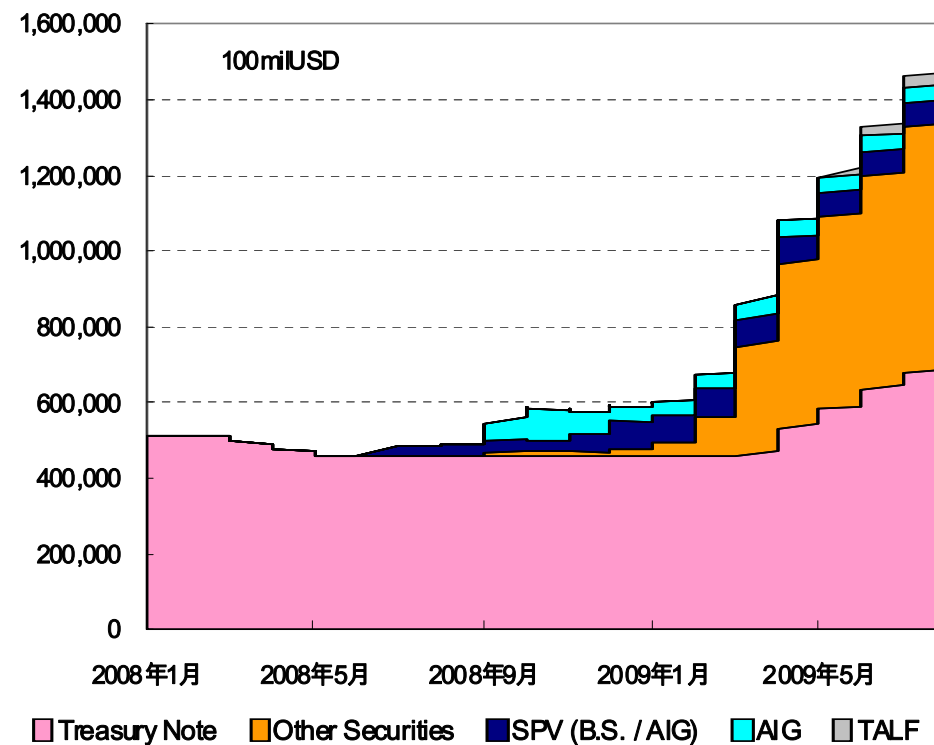
資料:FRB

■ 「信用緩和」の現状(米国)

短期オペの残高



中長期資金供給の残高



2. 「非伝統的金融政策」の現状

■ BOEによる「量的緩和」

- ✓ BOEは、インフレ率が目標値(2%)を下回って推移するリスクが大きい点を指摘した上で、ゼロ金利の下でマネーの供給量を増やすことには以下の効果があると主張。
- ① 増加したマネーが消費や設備投資に充てられる
 - ② 増加したマネーが他の金融資産の購入に宛てられる
 - ③ 金融機関の準備預金の増加が金融機関による貸出増加に繋がる
- ーインフレ率が低下しつつ不安定化すると、経済活動の効率性を阻害すると指摘。

(参考) MPC Minutes (March 4-5)

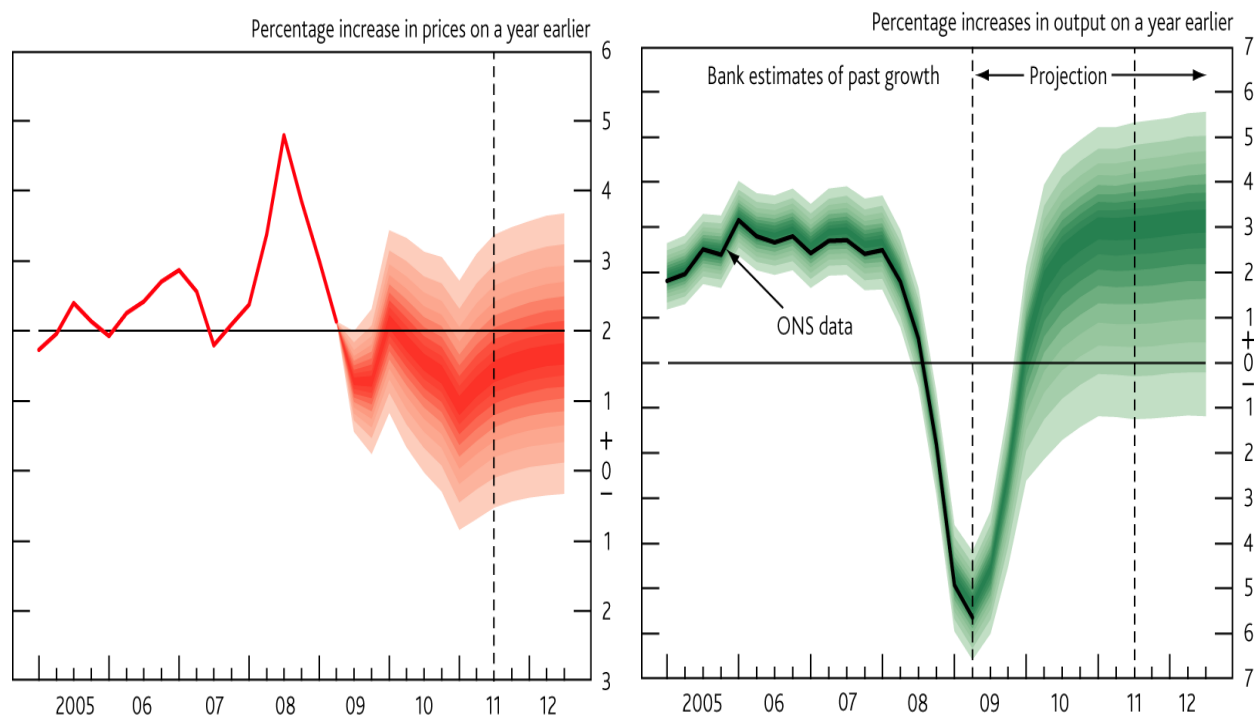
30 The Committee agreed that such purchases were necessary in order to increase nominal spending growth to a rate consistent with meeting the inflation target in the medium term. Such operations were a natural extension of the Committee's usual monetary policy operations...the Committee would instead be focusing more directly on the quantity of money it supplied in exchange for assets held by the private sector.

31 ...Sellers of assets to the Bank would find that their portfolios were now more heavily weighted towards highly liquid, low-yielding assets. To rebalance their portfolios, they would be likely to spend some or all of the proceeds buying other types of asset. This would tend to increase the relative prices of those assets, and hence wealth, and would, by stimulating the demand for corporate credit instruments, improve the supply of funds to the corporate sector...

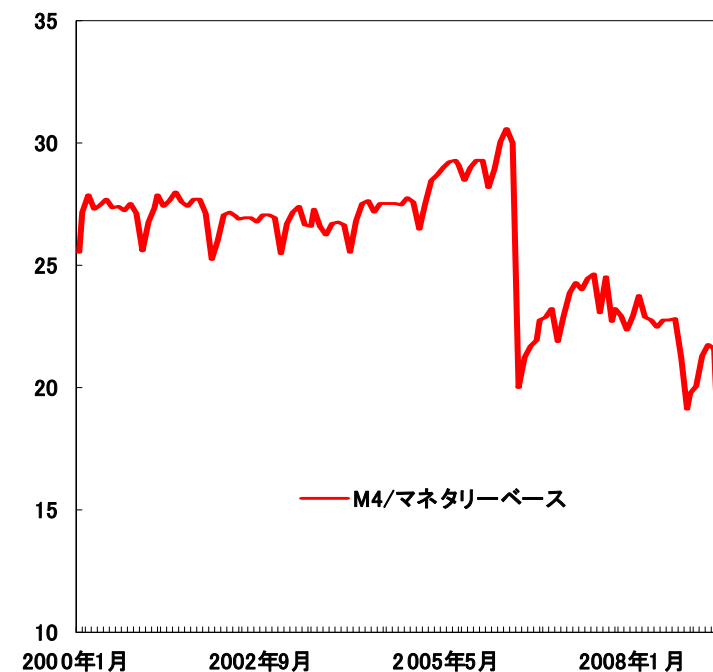
2. 「非伝統的金融政策」の現状 資料:BOE

- 英国の場合も、資産価格への影響はともかく、实体经济を直接に刺激したり、銀行貸出しを回復させる効果は、これまでのところは渺々しくない。

インフレと成長率の予想(Inflation Report<8月>)



信用乗数の推移



2. 「非伝統的金融政策」の現状

■ BOEは、目立った効果が拳がらない「量的緩和」をなぜ維持・強化しているのか

仮説	評価
✓ 他に有効な手段がないので、やむなく活用している	<ul style="list-style-type: none"> ・国内金融は銀行貸出主体であるため、米国のように大規模な「信用緩和」を活用しにくいのは事実(前回の日本の危機と類似) ・予想外の増額に踏み切ったこととも整合的 ・ただし、インフレリスクは低下したが、財政規律の弛緩リスクは残存
✓ 財政赤字のファイナンスをサポートする役割を負っている	<ul style="list-style-type: none"> ・財政赤字の拡大を踏まえれば、一定の合理性は存在(財務省にも悪い話ではない) ・もちろん、市場が可能性を意識すれば、大きな副作用を伴うリスク大
✓ 金融機関の流動性リスクを抑制する役割を担っている	<ul style="list-style-type: none"> ・経営の不安定な金融機関が残るのは事実(前回の日本の危機と類似) ・もっとも、短期金融市場のレートなどには目立ったストレスはみられない

(参考) “The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction”(Charles Bean, Deputy Governor, August 25)

•The initial responses in the United Kingdom to these measures have been moderately encouraging.
 •Government bond yields fell significantly on the commencement ...there are also signs of beneficial effects on the conditions in the relevant corporate credit markets
 •...But it is very early to draw conclusions on the efficacy of the measures, as the transmission lags through to nominal spending are likely to be quite long.

2. 「非伝統的金融政策」の現状

■ 日米英の「国債買入れ」

<日本銀行>

(1966年～(現在に至る))

- ・「成長通貨」の供給が目的
－長期金利への影響には言及していない
- ・年限別・種類別の買入れ上限額を明示
- ・保有残高の上限に関する「銀行券ルール」を明示

<FRB>

(2009年3月～)

- ・「量的緩和」の手段と位置づけ
－長期金利の抑制にも言及
- ・買入れ総額の上限のみを公表
- ・保有残高に関するバランスシート上のルールはない

<BOE>

(2009年3月～)

- ・「量的緩和」の手段と位置づけ
- ・買入れ総額の上限のみを公表
- ・保有残高に関するバランスシート上のルールはない

- ✓ 市場機能への配慮は共通
－オファー年限の分散と買入れ内容の透明化

2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料：日本銀行、FRB、BOE

■ 日米英のスキームの概要

	開始時期	対象銘柄	実際の頻度	買入上限金額	買入残高
日本銀行	---	利付債 (残存30年まで) 変動利付債 物価連動債	毎月 (各月5回程度)	年間21.6兆円 (種類・残存期間別 の上限あり)	46.79兆円 (7/31日)
FRB	2009年3月	利付債 (30年債まで)	毎週 (各週2~3回)	半年間3000億 ドル	2002億ドル* (7/30日)
BOE	2009年3月	利付債 (残存5~25年)	毎週 (各週2回程度)	1750億ポンド	1224億ポンド* (7/31日)

—FRB (“coupon pass”)は、もともと国債買入れの枠組みを有していた。今般、MBS買入れの増額と併せて、新たな政策手段としての導入と実施を改めて宣言したもの(3月のFOMC)。

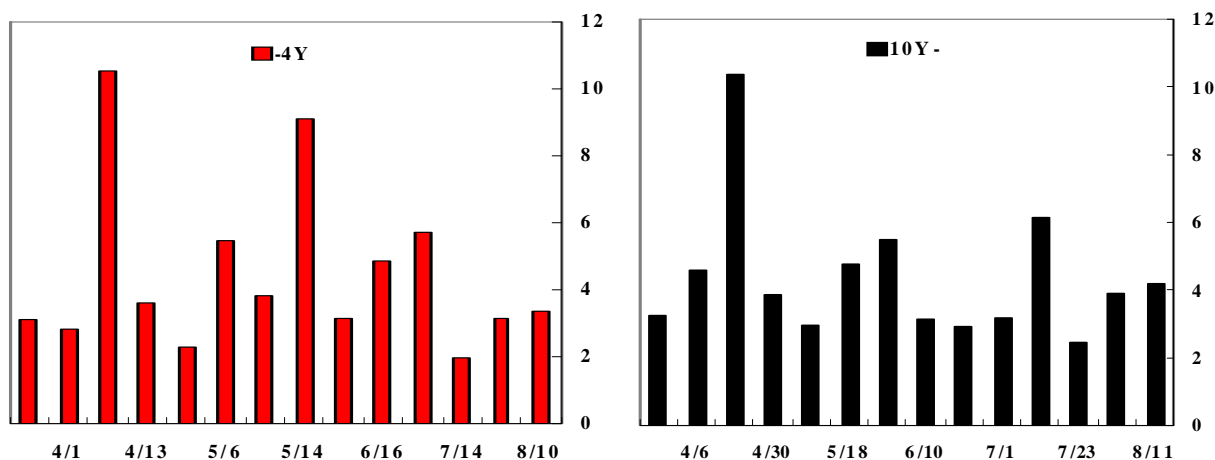
* FRBとBOEの金額はグロスの買入れ額の累計。

2. 「非伝統的金融政策」の現状

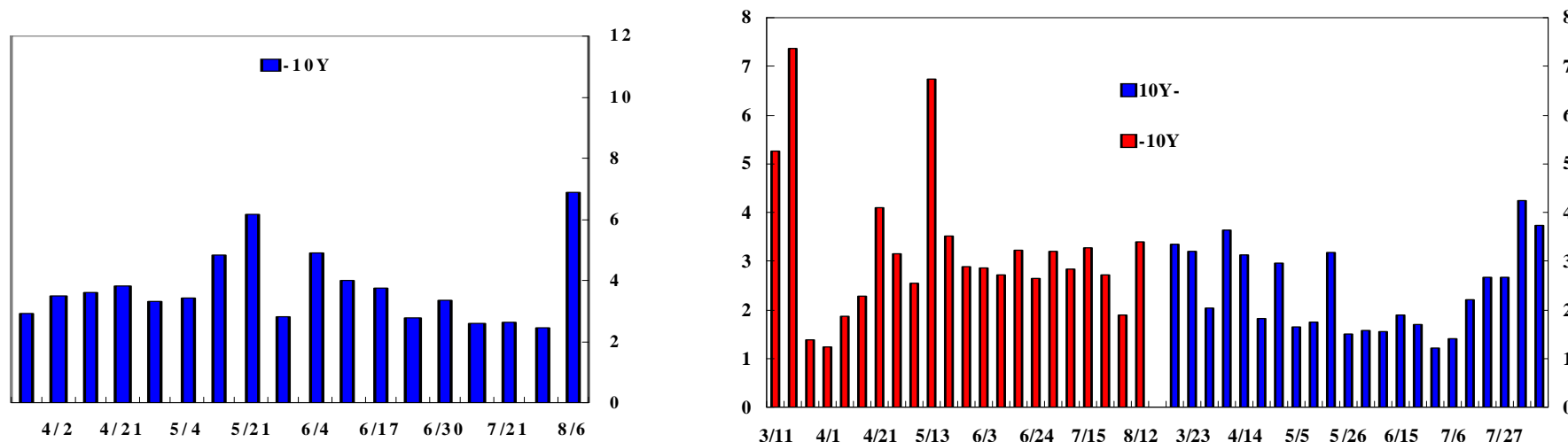
資料: FRB, BOE

- 新たに実施した米英では、まずまずの応札実績を残している。

米国債の応札倍率の推移



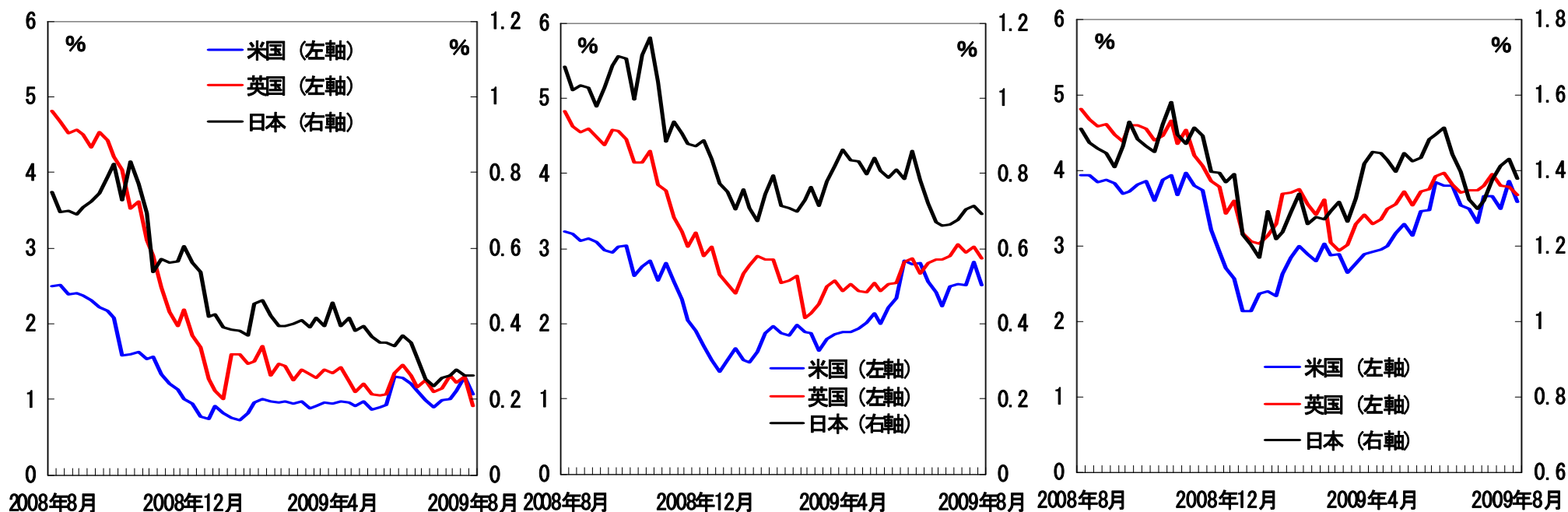
Gilt債の応札倍率の推移



2. 「非伝統的金融政策」の現状 資料: Thomson Reuters

- 長期金利への影響も限定的とみられる。
 - －米英ともに実施発表時には若干の金利低下を招いたものの、その後は目立った反応はみられない。
 - －その後は、景気指標や財政収支による影響の方がドミナント。

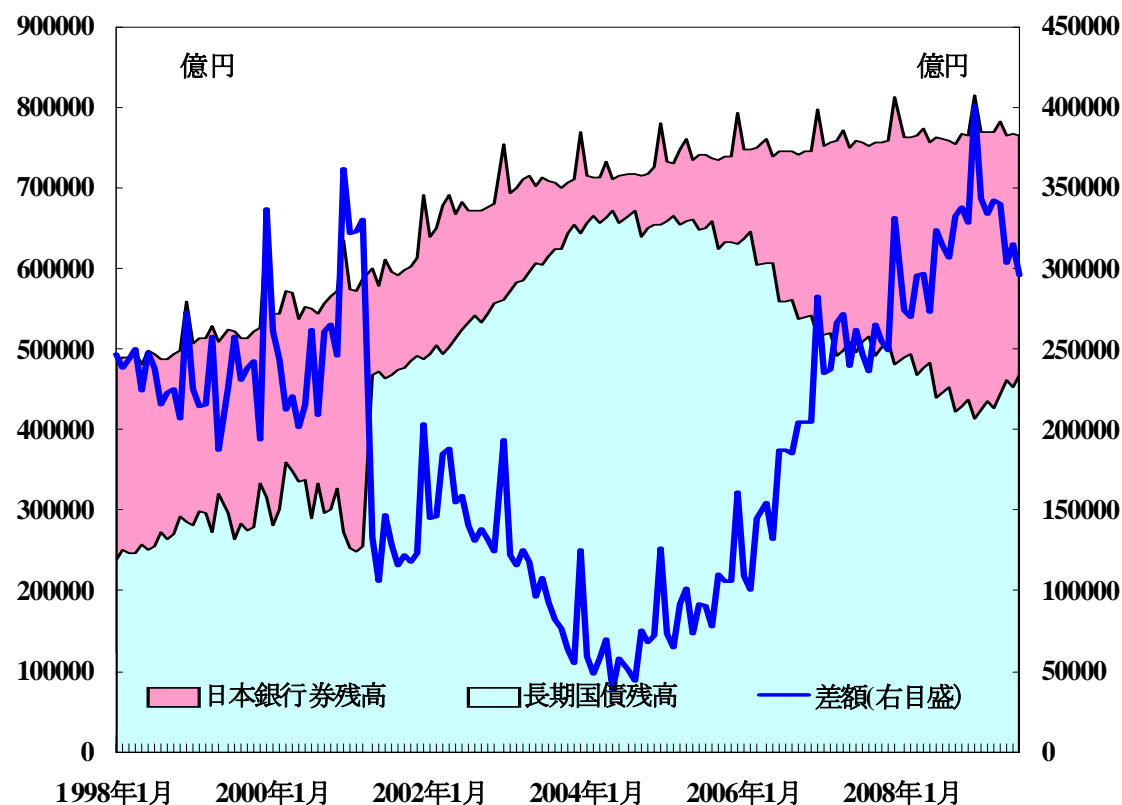
各国長期金利の推移(2年債、5年債、10年債)



2. 「非伝統的金融政策」の現状

資料: 日本銀行

■ 日本銀行の「銀行券ルール」



「日本銀行の政策・業務とバランスシート」
(2004年: 日本銀行企画室)

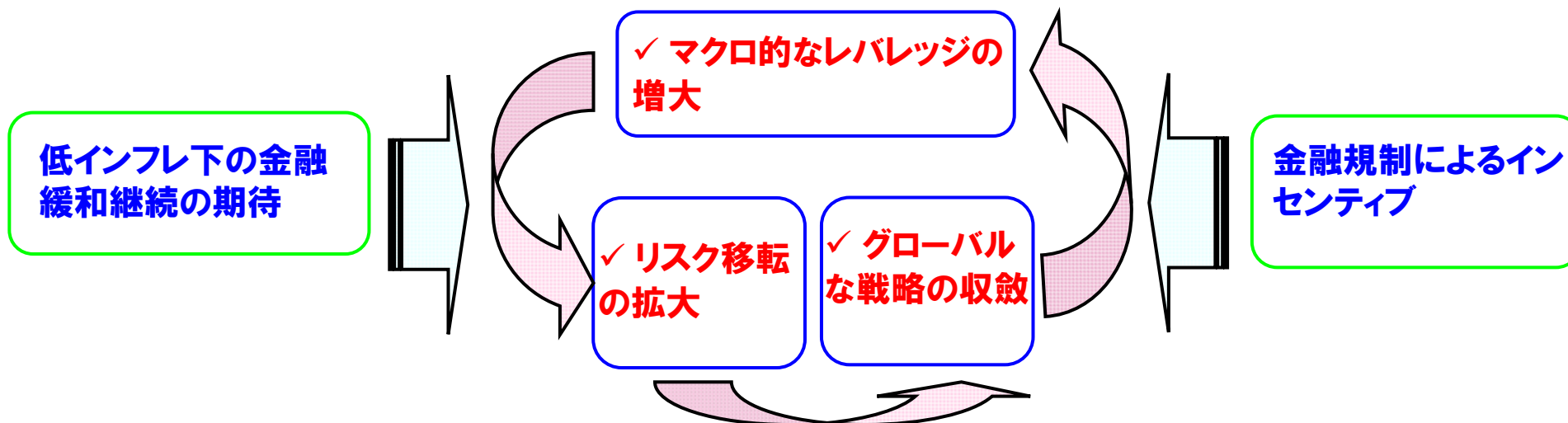
・「…日本銀行が保有する長期国債の残高の上限を銀行券発行残高とすることとした」

・「これは、日本銀行が保有する資産の固定化を回避し、金融調節の機動性を確保するとともに、」

・「…日本銀行による長期国債買入額の増額が、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確にするためのものである」

3. マクロプルーデンスを巡る動き

■ グローバルなシステムリスクを蓄積させた「鉄の5角形」



(参考) 「金融危機に対する国際的な政策対応」(白川総裁講演・8月22日)

グローバルな金融危機の原因

- ・...危機に先立つ局面では、通常、今回の危機の前に見られた「大いなる安定(great moderation)」のように、良好な経済状態がしばらく続き、経済主体のリスクテイク姿勢が積極化します。
- ・...規制、評価、報酬等の制度的な取り決めはマイクロレベルでのインセンティブを規定しますが...そうしたインセンティブは、マクロレベルでの金融経済環境に大きく影響されます...低インフレと高成長、さらにインフレと成長率の低いボラティリティは強気の期待を醸成する上で、確実に重要な役割を果たします...いつでも流動性を確保できるという安心感は...強気の期待を、現実の行き過ぎたリスクテイクへと変化させました。
- ・...リスクテイクの過程では、信用量やレバレッジの増大、満期校正のミスマッチの拡大、資産価格の上昇など、様々な形で金融面の不均衡が累増していくこととなります。

3. マクロプルーデンスを巡る動き

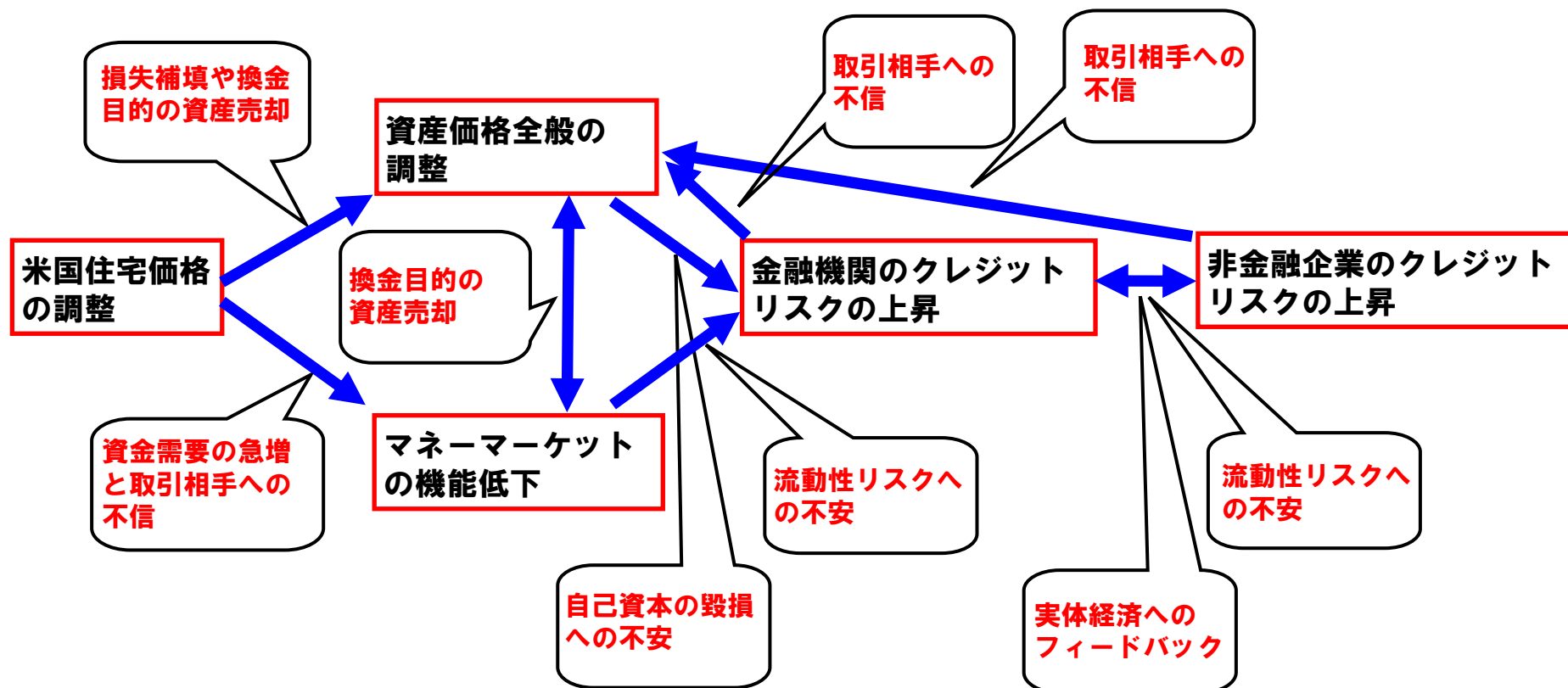
■ 今回の金融危機でシステミックに重要であった点

(1) 地理的にも内容的にも広範囲の市場へ影響が波及

市場／地域	米国	欧州	日本	エマージング アジア	エマージング 欧州
モーゲージ		(英国等)		(豪州等)	
商業不動産		(英国等)		(豪州等)	
マネー マーケット					
社債・株式					
為替			(上昇)		
国債					
コモディティ					

3. マクロプルーデンスを巡る動き

(2) 影響の波及の上で不安や不信が大きく作用



3. マクロプルーデンスを巡る動き

(3) レバレッジとcrowded tradeがインパクトを増幅

資金調達	資産価格が20%上昇した場合	資産価格が20%下落した場合
全て自己資本で賅う	<ul style="list-style-type: none"> •ROEは20% —自己資本100に対し20の利益 	<ul style="list-style-type: none"> •ROEはマイナス20% —自己資本100に対し20の損失
レバレッジを20倍とする (借入れ金利は5%とする)	<ul style="list-style-type: none"> •ROEは約300% —自己資本5に対し20の利益 —借入れ利息約5 	<ul style="list-style-type: none"> •ROEはマイナス500% —自己資本5に対し20の損失 —借入れ利息約5

価格上昇時
 価格変動が抑制され、市場流動性が高くなったように見える
 —ポジションの造成は、徐々に進行するため

市場流動性の非対称性

価格下落時
 市場流動性が急低下し、価格変動が大きくなる
 —ポジションの解消は、一気に進行するため

(4) 金融取引のインフラでも問題が顕現化

項目	内容	実例
1. カウンターパーティーリスク	<ul style="list-style-type: none"> •カウンターパーティーリスクの削減が困難であることが判明 •市場取引が広範に停滞 —保有資産の圧縮や資金調達が困難化 —市場の「価格発見」を毀損 	<ul style="list-style-type: none"> •レポ、銀行間預金 •CP、社債 •IRSやCDSなどのデリバティブ •為替(スワップ、非CLS通貨)
2. インフラ提供者へのリスク	<ul style="list-style-type: none"> •インフラ提供者のリスクが増大 •当該インフラの使用に関する不安が発生 	<ul style="list-style-type: none"> •レポ •(資金決済? <民間ベース>)
3. 取引の透明性	<ul style="list-style-type: none"> •価格情報が不十分であるケースが発生 •不安心理による資産の投売りを加速 	<ul style="list-style-type: none"> •IRSやCDSなどのデリバティブ •為替(スワップ)

3. マクロプルーデンスを巡る動き

■ 「予防策」と「危機対策」－事前と事後の選択

	成功した場合のメリット	デメリット
事前の予防策 (公的当局による監視と管理)	<ul style="list-style-type: none"> ・リスクの拡散や蓄積の抑制 ・破綻処理に伴う社会的コストの抑制 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融技術革新を阻害する可能性 ・金融ビジネスの収益性を低下させる可能性 －資源配分の歪みが原因 ・資本市場によるガバナンスを低下させる可能性
事後の危機対策 (公的当局によるセーフティーネットと破綻処理)	<ul style="list-style-type: none"> ・モラルハザードの防止 ・金融技術革新へのインセンティブ ・適切なリスクテイクやガバナンスへのインセンティブ ・金融セクターにおける競争環境の整備 	<ul style="list-style-type: none"> ・リスクの拡散や蓄積の発生 ・破綻処理に伴う社会的コストの発生 －市場の失敗、協調の失敗、サンクコストなどによる

⇒ 現在議論されている対応は、今回の金融危機を巡る2つのポイント(後悔とTBTF)に影響され、事前の予防策拡充が中心

3. マクロプルーデンスを巡る動き

■ 公的当局の「後悔」— 予防策への動機(その1)

✓ 金融危機のリスクを概ね把握しながら、有効な予防策が取れなかったことへの「後悔」

⇒実務的には「3つの課題」が浮上

- ① 高い精度でリスクを把握しうるようにする
- ② より適切にリスクを評価しうるようにする
- ③ 有効な予防策を実施できるようにする

■ しかし、「3つの課題」の克服には、さらに解決すべき問題が残る

項目	議論	課題
1. 高い精度でのリスクの把握	・リスクの所在や大きさを正しく把握することは、その評価や予防策を適切に行う上での大前提	・金融システムのリスクをタイムリーかつ広いカバレッジで把握できるのか
2. より適切なリスクの評価	・リスクを適切に評価することが、予防策の必要性を正しく判断し、適切な予防策を策定する上で不可欠	・金融システムのリスクを評価する手法は確立されていないのではないか —「バブル」を認識しうるかという論争にも関連
3. 有効な予防策の実施	・リスクを正しく評価できても、有効な予防策の実施にこぎつけることが肝要	・予防策の必要性や内容の適切さに関するコンセンサス形成は実際には難しいのではないか ・リスク評価手法の問題に起因する副作用をどう防ぐのか

3. マクロプルーデンスを巡る動き

■ TBTF－予防策への動機(その2)

- ✓ 「破綻したプレーヤーが退出することは、むしろ効率的」との考え方も根強く存在
 - －利益を挙げうるプレーヤーが生き残ることが市場経済の根幹
 - －不適切ないし過剰なリスクへの有効な予防策ともなりうる
 - ✓ しかし、金融危機の下でプレーヤーを破綻させるのは実際には困難
 - ① 情報の不完全さやリスク回避のため、他のプレーヤーにも波及する
 - ② 破綻したプレーヤーがドミナントであった市場の機能を毀損する
 - ③ 金融機関は一般企業より債権債務が複雑であるため、破綻処理に伴う経済的コスト(deadweight loss)も小さくない
 - ④ 取引先の企業や個人に対するファイナンスの継続が困難となる
- ⇒ 従って、事前の予防策を充実させるべきとの考え方には一定の合理性が存在

－TBTFの問題に対する「別な解」として、そもそもTBTFが生じる余地を少なくするために、資産規模ないし業務範囲自体に厳しい規制を課すという考え方もありうる

3. マクロプルーデンスを巡る動き

(参考) 大手金融機関の破綻に伴って生じる現象

	現象	検討
①情報の不完全さやリスク回避による波及	<ul style="list-style-type: none"> ・ある金融機関の破綻を受けて、リスク・プロファイルが類似している金融機関のビジネスの継続に制約が発生 <ul style="list-style-type: none"> －資金調達が困難化するだけでなく、顧客による取引の停止や資産・資金の引き出しが発生 ・株式、クレジットなどの市場では「次はどこか」という不安心理が拡大しがち 	<ul style="list-style-type: none"> ・こうした状況では、情報開示の改善等を行っても、実際の対策は期待しにくい →中央銀行による資金供給などの介入が求められる ・今回の危機(2008年秋)の場合は、「TBTF信仰」の崩壊に伴うパニックという性格も強い
②破綻したプレーヤーがドミナントであった市場の毀損	<ul style="list-style-type: none"> ・あるプレーヤーの破綻によって、当該先が巨大なポジションを有したり、主要なマーケットメイカーを果たしてきた市場での取引が困難化 <ul style="list-style-type: none"> －投売りのリスクや執行コストの上昇を受けて、市場参加者が取引を停止 	<ul style="list-style-type: none"> →この場合も、中央銀行等によるマーケット・メイク機能の一時的な代替などの介入が求められる
③破綻処理コストの増加	<ul style="list-style-type: none"> ・破綻したプレーヤーが、多数の相手と複雑な取引を行っていた場合は、処理コスト(時間を含む)が増加 <ul style="list-style-type: none"> －特に、各国の規制・法制へのコンプライアンス、各国の債権者への配分といった面で調整コストが大きい 	<ul style="list-style-type: none"> ・取引処理に関する国際的な取極めがあれば、調整コストを軽減しうる(特にホールセール取引) －ただし、事前に、各国で法的有効性を確保しておくことが必要

3. マクロブルーデンスに関する議論のキックオフ

- マクロブルーデンスに関する中央銀行の役割を拡充すべきとの議論がある。その根拠は以下の通り。

既存の市場モニタリングとの規模や範囲の経済性	<ul style="list-style-type: none"> ・中央銀行は、従来から主要な金融市場(短期、国債、クレジット、為替、コモディティなど)を高頻度にモニターしている →そのための情報、ノウハウ、人材をそのまま活用しうる
資金供給機能(「最後の貸し手」を含む)との親和性	<ul style="list-style-type: none"> ・中央銀行は、機動的な資金供給の機能を有している →リスクの所在や顕現化に応じた資金供給を実施しうる
金融政策運営における金融システムへの配慮の必要性	<ul style="list-style-type: none"> ・中央銀行による金融政策運営は、リスクアピタイトや資産の割引率を通じて資産価格に大きな影響を与える →金融政策運営に際して、こうした効果を「内部化」すべき

(参考) 「監督」、「監視」、「モニター」の概念整理の試み

	趣旨	内容	問題がある場合の対応
監督 (Supervision)	<ul style="list-style-type: none"> ・法律の遵守を徹底する 	<ul style="list-style-type: none"> ・法律に基づく報告を求める ・法律に基づく立ち入り検査を行う 	<ul style="list-style-type: none"> ・法律が守られていない場合、罰則などの強制力を伴って是正させる
監視 (Oversight)	<ul style="list-style-type: none"> ・適切な運営を確保する — 基準は法律である必要はなく、合意事項などが含まれる 	<ul style="list-style-type: none"> ・契約などに基づく報告を求める ・契約などに基づく面談を行う 	<ul style="list-style-type: none"> ・強制力のない助言や説得を行う(監督当局に通告や提言を行う)
モニター (Monitor)	<ul style="list-style-type: none"> ・中立的に事実をフォローする 	<ul style="list-style-type: none"> ・自発的な情報提供を受ける ・公表情報に基づく推計を行う 	(対応は想定されていない)

2. マクロブルーデンスに関する議論のキックオフ

■ 中央銀行によるマクロブルーデンスの役割拡充には、反発や課題も多い

項目	反発	課題
1. 役割分担について	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行に機能が集中することへの反発 権限を奪われることに対する他の当局の反発 	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行の機能の見直し 中央銀行による金融監督の守備範囲 他の当局との連携のあり方
2. 説明責任について	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行の対応をチェックすることが困難化することへの懸念 	<ul style="list-style-type: none"> 政策判断に関するガバナンスや説明責任の枠組みの確立 金融政策と同様の「会合」などを活用する可能性 金融政策のための枠組みとの関係の整理
3. 利用手法について	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行の能力に対する懐疑的な批判 金融危機に対する責任論を含む 	<ul style="list-style-type: none"> 具体的かつ現実的な手法の確立 情報の収集、分析と評価の枠組み 市場との対話のあり方の確立

(参考) BOEによるMarket Intelligence

- 方法論の点でマクロブルーデンスに近い印象
 - 「システミックに重要」な市場やプレーヤーを事実上カバー
 - 市場関係者との対話やFSRを通じた情報発信などによる「早期警戒」
- もともと、マクロブルーデンスとの間では以下のような相違点も残る印象
 - モニタリングから出発しており、ブルーデンス政策とは視点が異なる
 - 市場関係者による自発的協力に立脚しており、監督者の立場とは異なる

以 上

2009年8月28日

株式会社野村総合研究所
金融フロンティア事業本部
金融市場研究室
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

