
金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第5回会合 資料

「非伝統的金融政策」の解除に向けた課題

マクロプルーデンス政策のあり方

2009年9月30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」金融政策の解除に向けて

3. マクロプルーデンスについて

0. 想定される論点

■ 「非伝統的」金融政策の解除に向けた外部環境と論点

<外部環境面>

- ・金融市場に安定性がみられる
 - －短期市場やCP・社債から、CDSや株式へ拡大
 - －ただし、貸出の改善は緩やか
- ・实体经济にも底入れの動きがみられる
 - －ただし、生産や設備投資は在庫調整の進展が主因である可能性
- ・金融市場、实体经济ともに、自律的な回復力の磐石さは確認できていない

+

<政策対応面>

- ・内外ともに中央銀行による資金供給の利用に減少に転化
 - －ただし、米欧でのクレジット資産買入れは拡大
- ・米国では、危機対策の解除が具体化し始めている

=

<論点>

- ✓ 「信用緩和」をどのように整理し、解除をすすめていくことが適切か
- ✓ 「国債買入れ」をどのように位置づけ、運営していくことが適切か
- ✓ 金融緩和を継続する下での金融システムの安定をどう確保していくことが適切か

0. 想定される論点

- 金融市場が自律的な回復力を有しているのか、それとも政策効果によって支えられているのかを適切に識別することが極めて重要
－具体的には以下のようなポイントが考えられる

ポイント	内容	課題
1. 市場領域	<ul style="list-style-type: none">・どの市場が安定性を回復しているか・安定性を回復した順序や因果関係はどうか	<ul style="list-style-type: none">・安定性を判断する上での価格や取引量の指標をどう考えるか－金融危機前の水準は「標準」といえるか
2. 取引内容	<ul style="list-style-type: none">・どのようなプレーヤーの取引が回復しているか・どのような目的による取引が回復しているか－他市場との裁定取引を含む	<ul style="list-style-type: none">・中央銀行ないし政府当局のプレゼンスをどう評価するか・実体経済の回復との関係をどう評価するか
3. 持続性	<ul style="list-style-type: none">・回復している取引は持続しうるか	<ul style="list-style-type: none">・危機からの回復局面に特有な取引をどう識別するか

0. 想定される論点

✓ 「信用緩和」の整理と解除(再掲)

1. 考え方	<ul style="list-style-type: none">・本来は中央銀行の役割とは言えない対応は、他の主体に委ねることを含め、撤退を進めるべき・市場機能の回復を主眼とする「信用緩和」はその役目を終えてゆくはず・初めて大規模に実施した「信用緩和」の効果とコストを適切に評価しておくことは、将来への遺産として重要
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解除条件や方法をどう考えればよいか・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解除条件や方法をどう考えればよいか

✓ 「国債買入れ」の運営(再掲)

1. 考え方	<ul style="list-style-type: none">・景気回復力が弱いのであれば、「量的緩和」の継続は妥当とみられる(「静かな時間軸政策」)・「国債買入れ」にはメリットとコストが存在<ul style="list-style-type: none">－「量的緩和」の円滑な実施にとって有効－長期金利の安定や金融機関の収益にも貢献－財政規律の弛緩や長期的インフレのリスクが存在－中央銀行の資産内容の面でもリスクが存在
2. 具体的ポイント	<ul style="list-style-type: none">・現在ないし将来の経済環境を前提に、メリットとコストを再評価するとどうか<ul style="list-style-type: none">－国債買入れで「量的緩和」を強化する英国と国債買入れから撤退する米国から、各々どのようなインプリケーションが得られるか・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<ul style="list-style-type: none">－財政面と中央銀行の資産内容の各々の面で、有効な対応策はあるか

0. 想定される論点

✓ 金融緩和を継続する下での金融システムの安定の確保(再掲)

1. 考え方	<ul style="list-style-type: none">• 「量的緩和」の維持が、資産価格バブルを招くリスクも存在する<ul style="list-style-type: none">－ 「静かな時間軸政策」もこうした効果を持つリスクも小さい－ 国債だけでなく、株式、社債、為替、コモディティなどに影響• 中央銀行によるマクロプルーデンスへの関与が強まる場合、金融政策が金融市場の不安定化を招くことは、自らの政策に関する不整合性を招くリスクも発生
2. 具体的ポイント	<ul style="list-style-type: none">• 「量的緩和」(ないし「静かな時間軸政策」)のメリットとコストとをどう再評価するか<ul style="list-style-type: none">－ 日本の経済や市場の構造に即した場合、メリットとコストはどう評価されるか－ 日本政府ないし海外との政策協調をどう考えるか• 金融政策を運営する上での目標や目的について見直す余地はあるのか<ul style="list-style-type: none">－ 今回の危機を経て、目的はインターバンク金利の運営から拡張されるべきか－ 目標は物価安定だけでよいのか

0. 想定される論点

■ 今回の危機で明らかになった問題とマクロブルーデンス政策

問題点	対応のポイント	マクロブルーデンス政策
LCLIによる過大なリスクテイク	・リスクの把握の強化	・リスクの監視強化(対象業務、情報収集頻度、国際的協調等)
監視や監督の下にない市場やプレイヤーにおけるリスクの集積	・監視や規制の導入	・ヘッジファンドやPEに対する監視の導入(対当局報告等)
金融政策による資産価格バブルのサポート	・金融政策運営の見直し	・資産価格評価の見直し(理論および方法論) ・政策目的の見直し(金融システムの安定性の位置付け) ・金融システム安定化との関係の整理(ガバナンス、内部調整機関等)
投資戦略やポジションの収斂による新たなシステミックリスクの発生	・新たなシステミックリスクの防止	・システミックリスク評価の導入(理論および方法論) ・関連当局の連携の確立(平時および有事)
LCLIが破綻した場合の市場機能に対する外部性	・外部不経済の最小化	・危機対応(「信用緩和」、外貨流動性供給、公的SPV等)
LCLIの救済に伴うモラルハザード	・円滑な破綻処理の導入	・LOLRの見直し(取引条件、救済策との関係等)

■ マクロブルーデンス政策に関する主要な論点

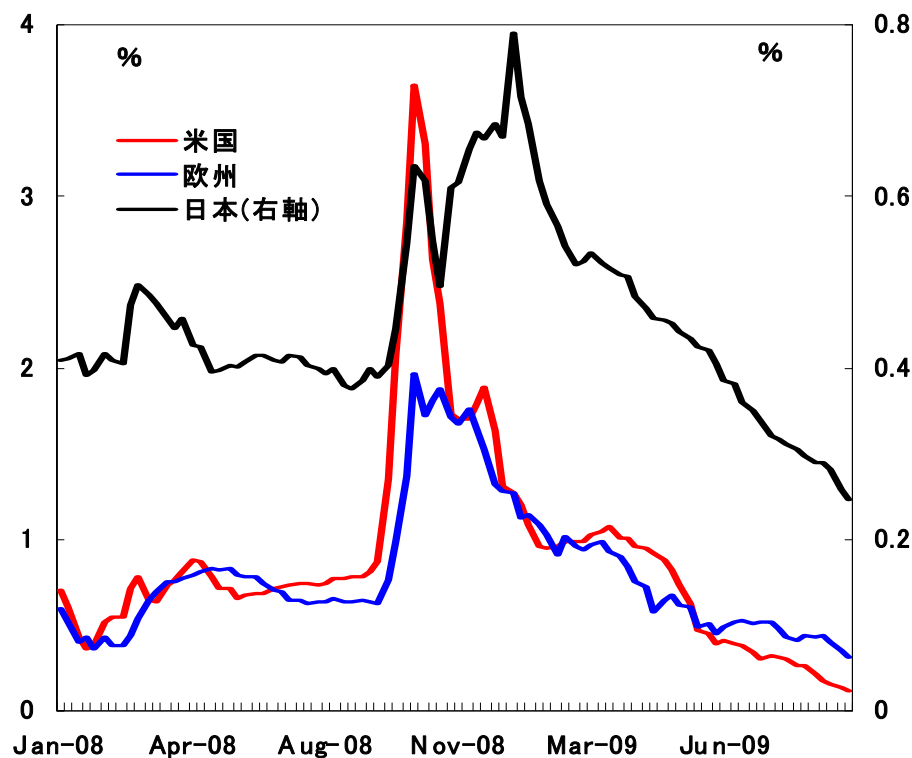
- (論点1) 金融システムの安定化との関連で、金融政策の運営はどうあるべきか
- (論点2) システミックリスクを抑制する上で中央銀行の関与はなぜ必要か。また、どのような役割をどのように担うことが適切か
- (論点3) システミックリスクを把握し、分析する手法や実施方法はどうあるべきか

1. 先進国市場の概観

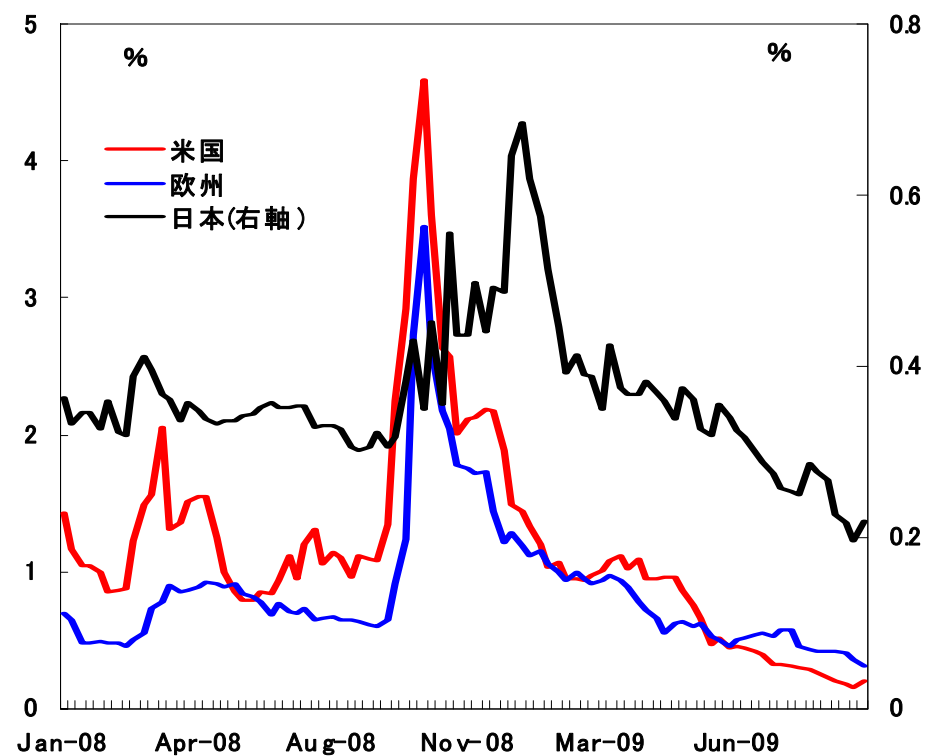
資料: Thomson Reuters

■ 短期金融市場

Libor-OISスプレッド(3ヶ月物)



Libor-TBスプレッド(3ヶ月物)

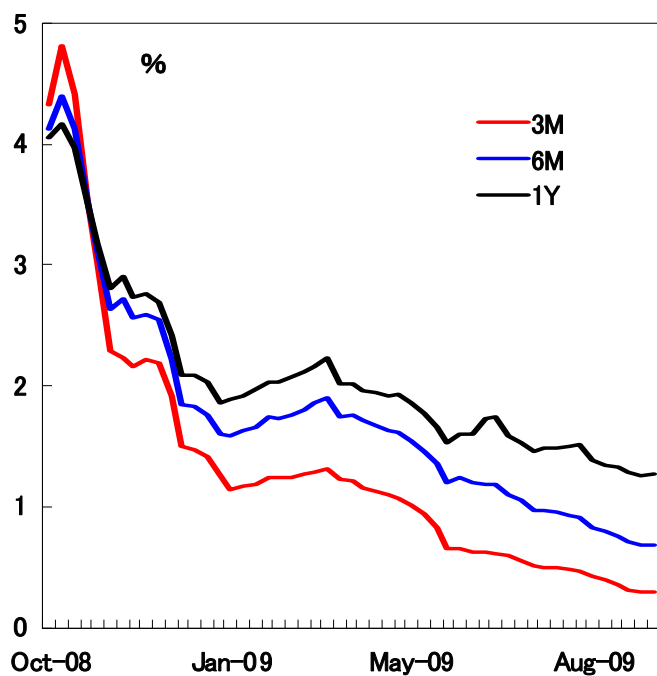


1. 先進国市場の概観

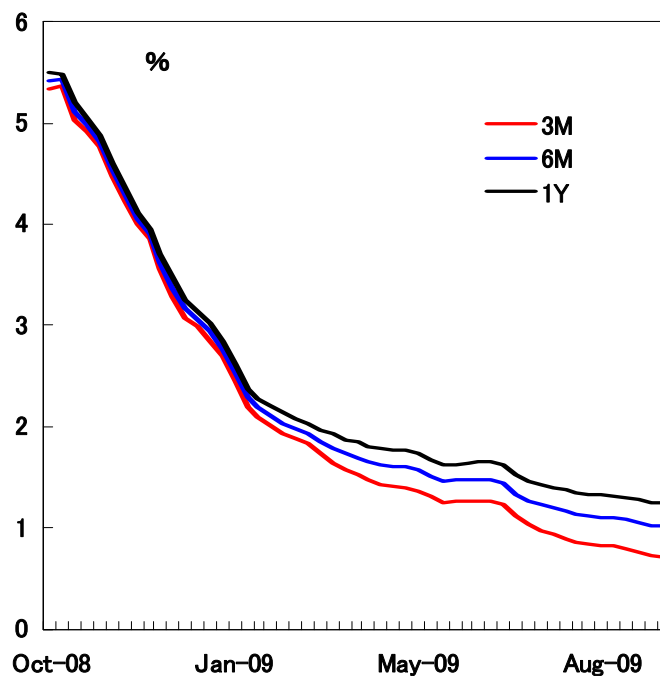
資料: Thomson Reuters

■ 短期金融市場

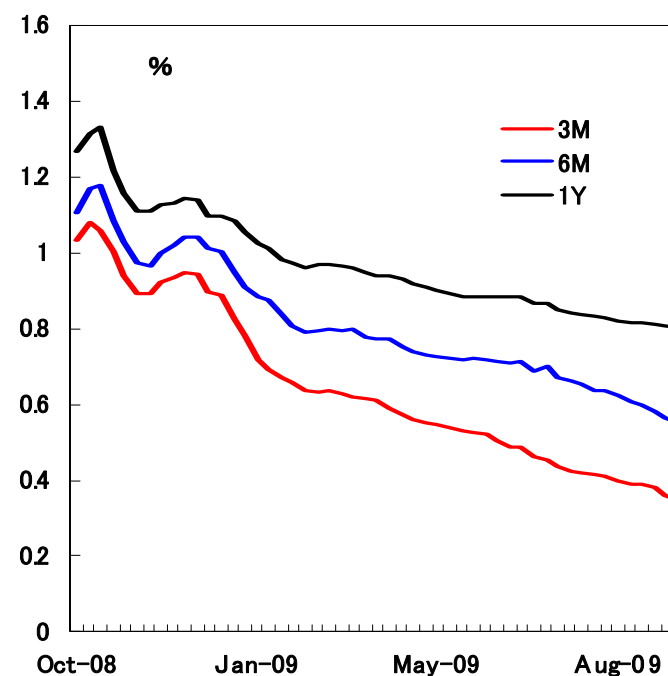
Liborレート(米国)



Liborレート(欧州)



Liborレート(日本)

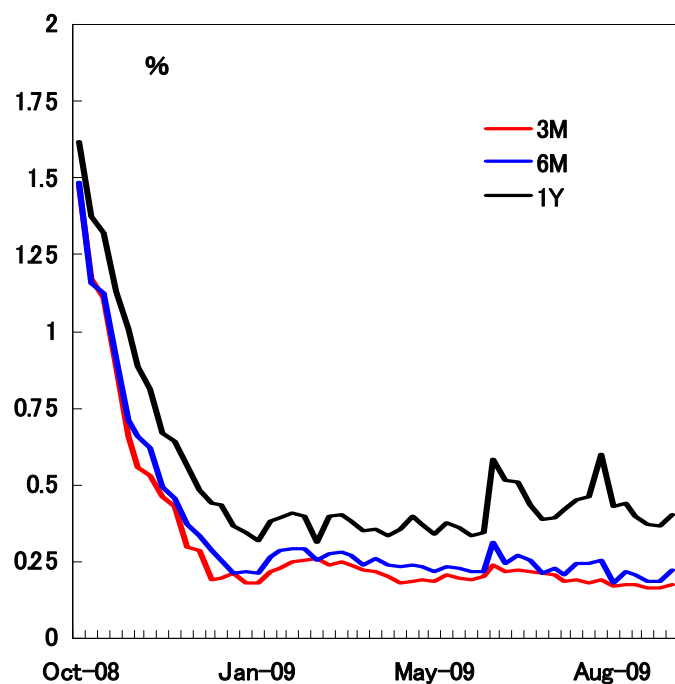


1. 先進国市場の概観

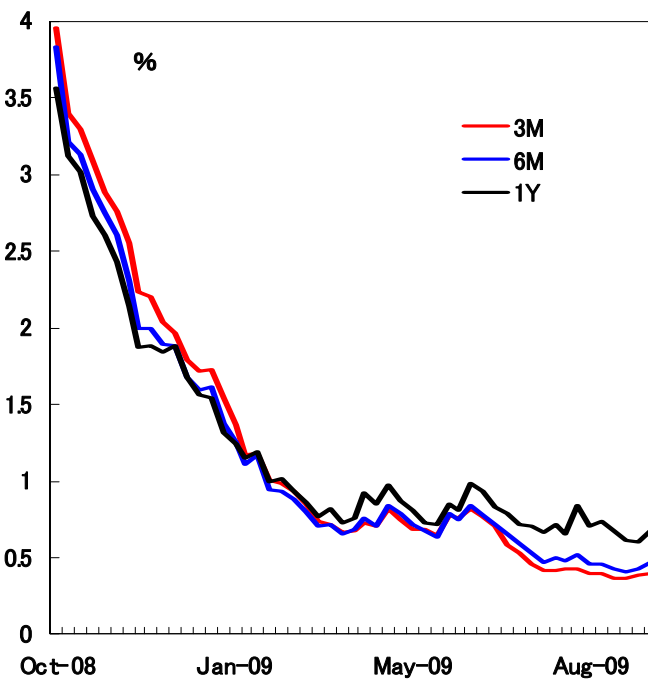
資料: Thomson Reuters

■ 短期金融市場

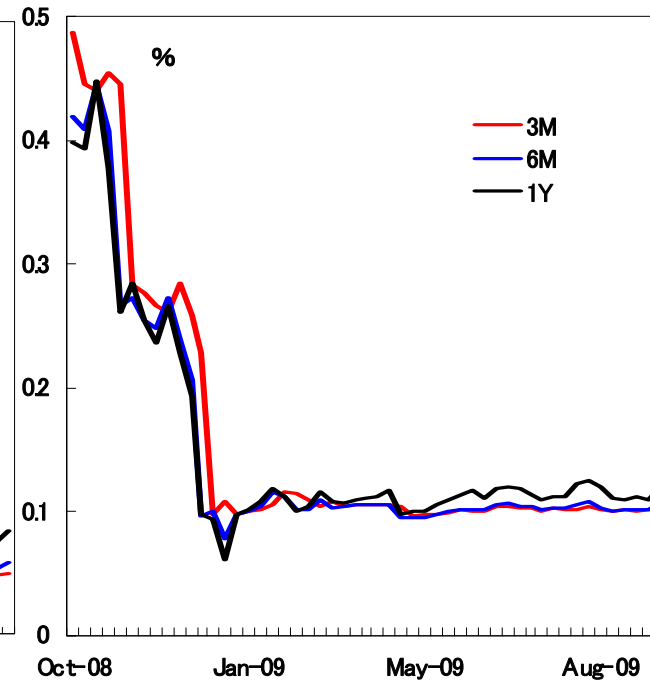
OISレート(米国)



OISレート(欧州)



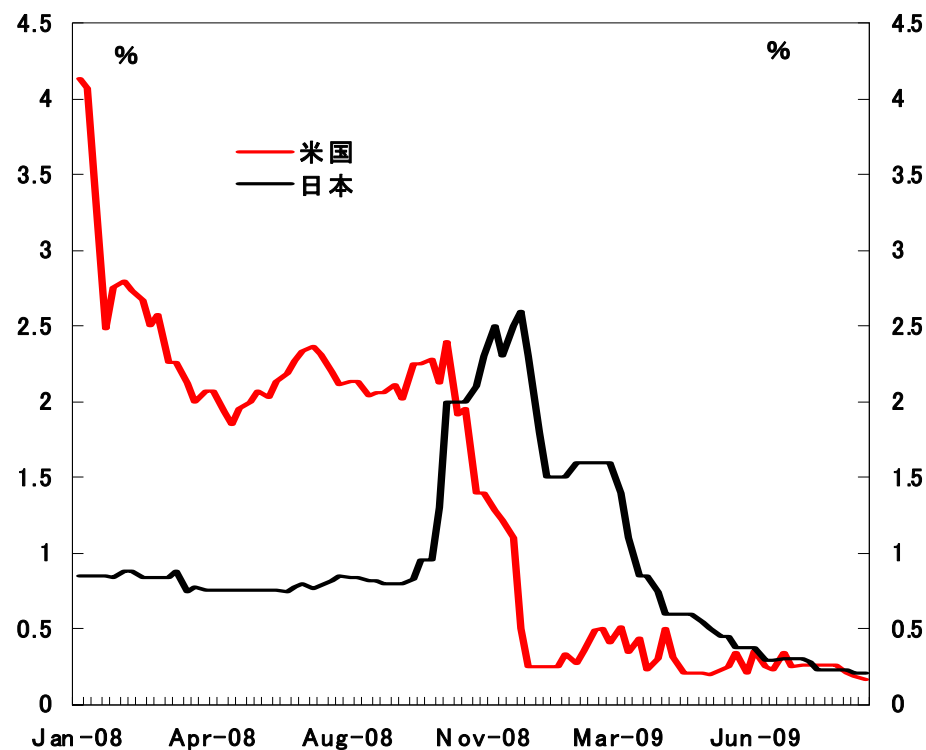
OISレート(日本)



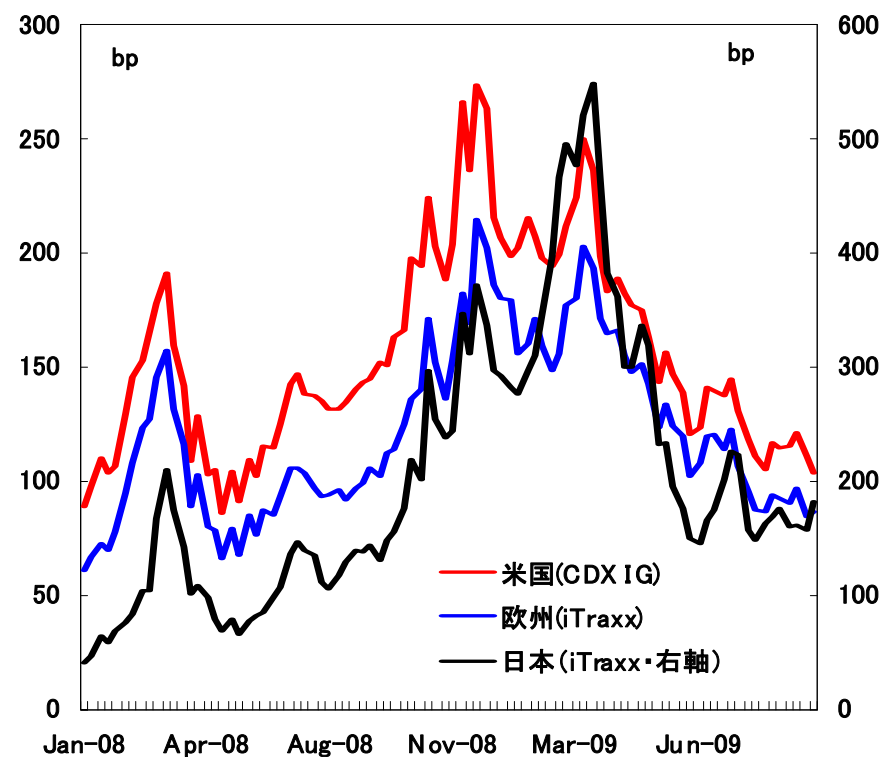
1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

■ クレジット市場

CPLレート(3ヶ月物)



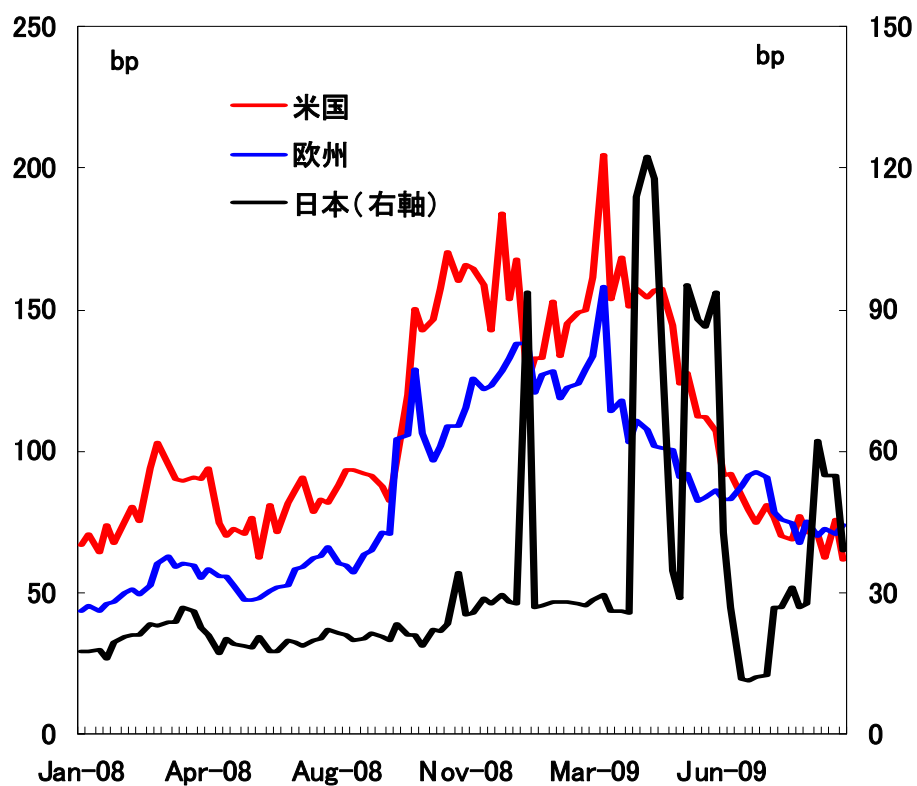
CDS スプレッド インデックス(日米欧)



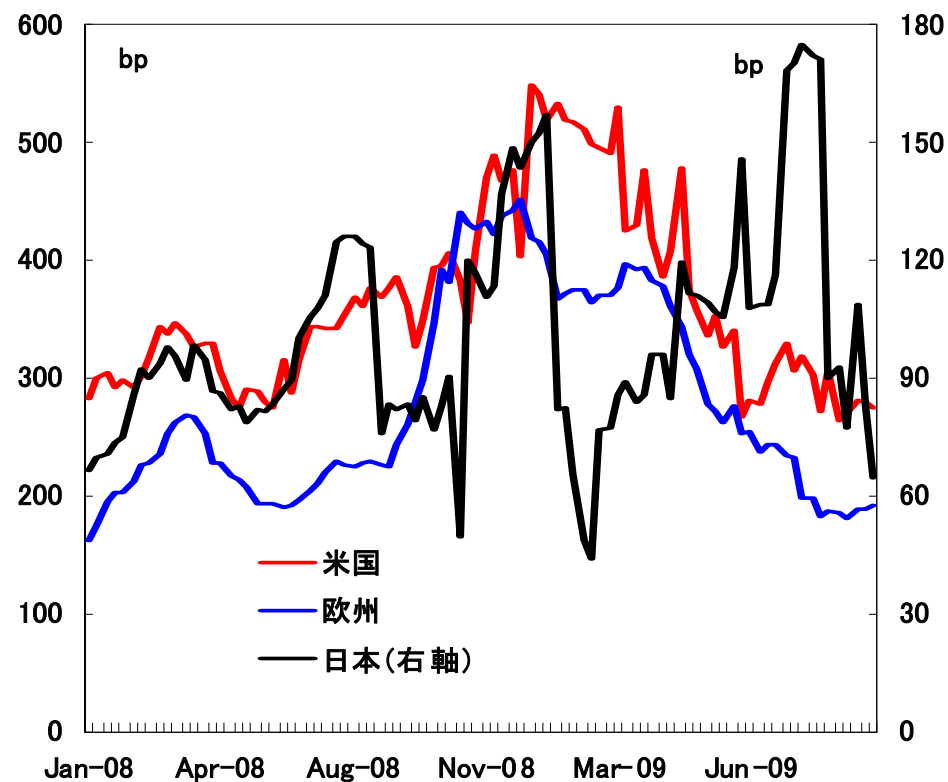
1. 先進国市場の概観 資料: Thomson Reuters

■ 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)

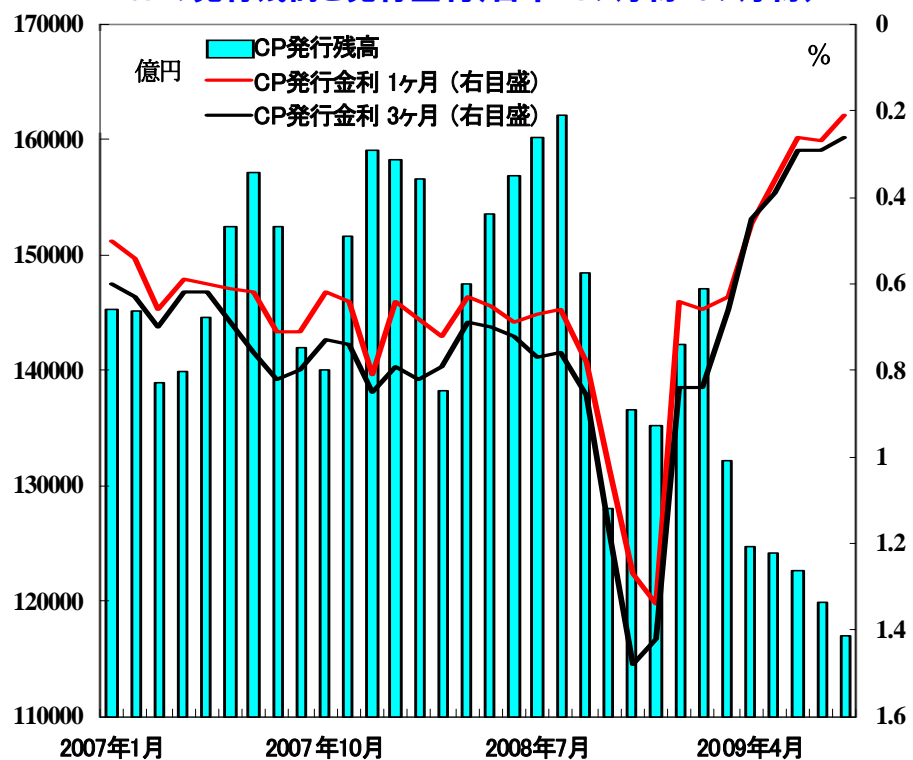


1. 先進国市場の概観

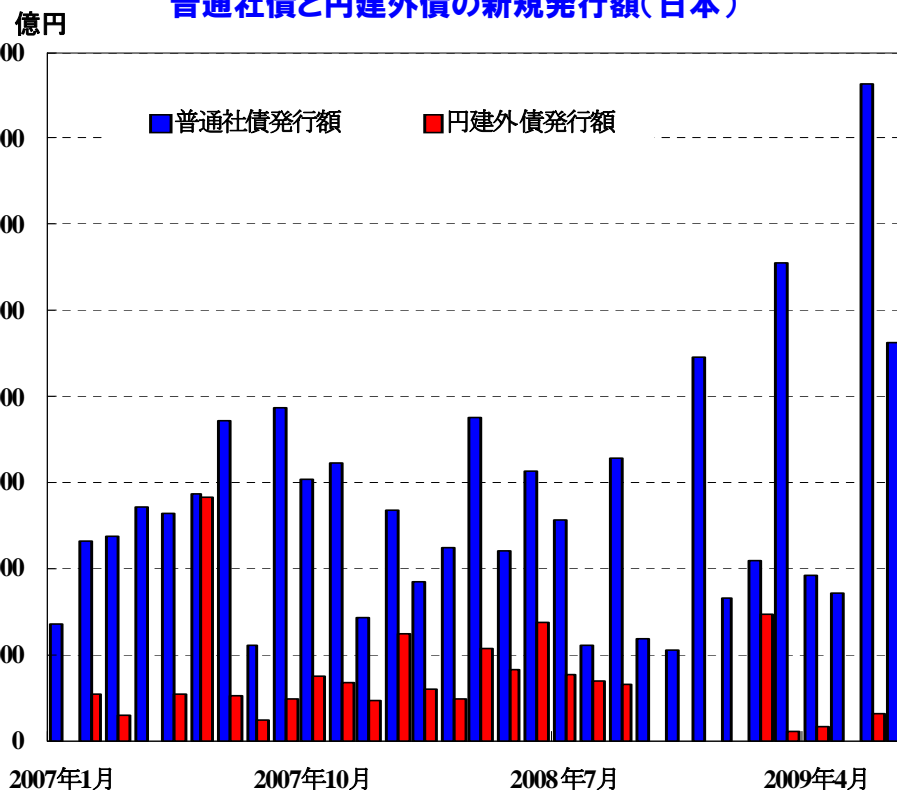
資料：日本銀行、日本証券業協会

■ クレジット市場(日本)

CPの発行残高と発行金利(日本:1ヶ月物・3ヶ月物)



普通社債と円建外債の新規発行額(日本)

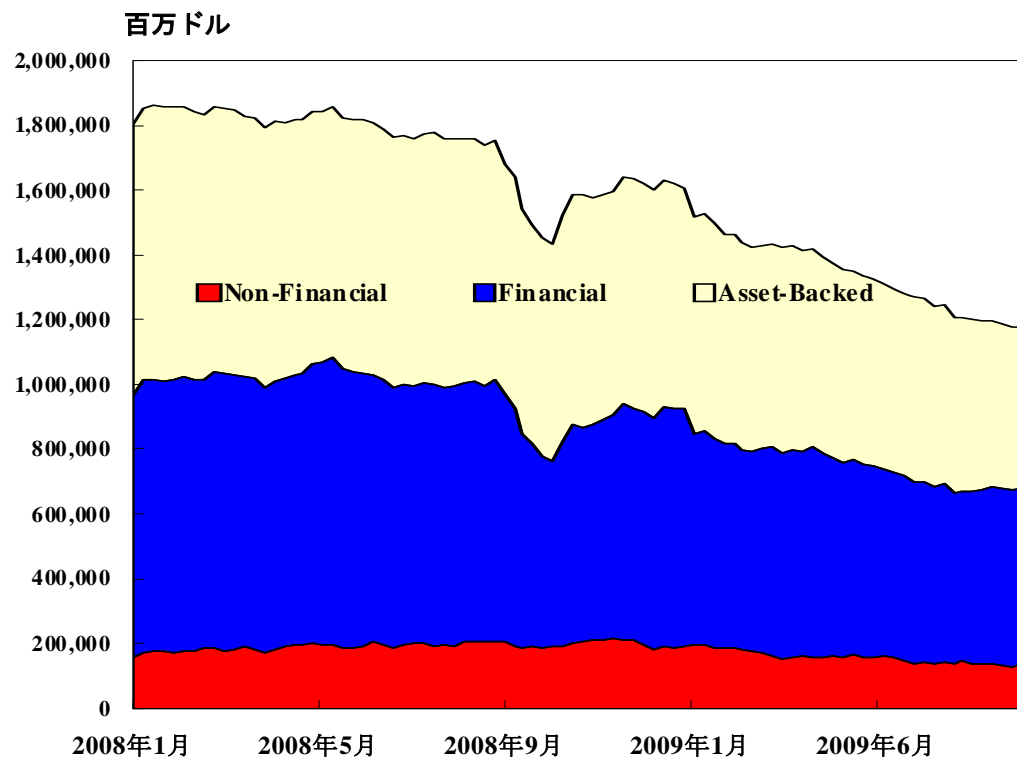


1. 先進国市場の概観

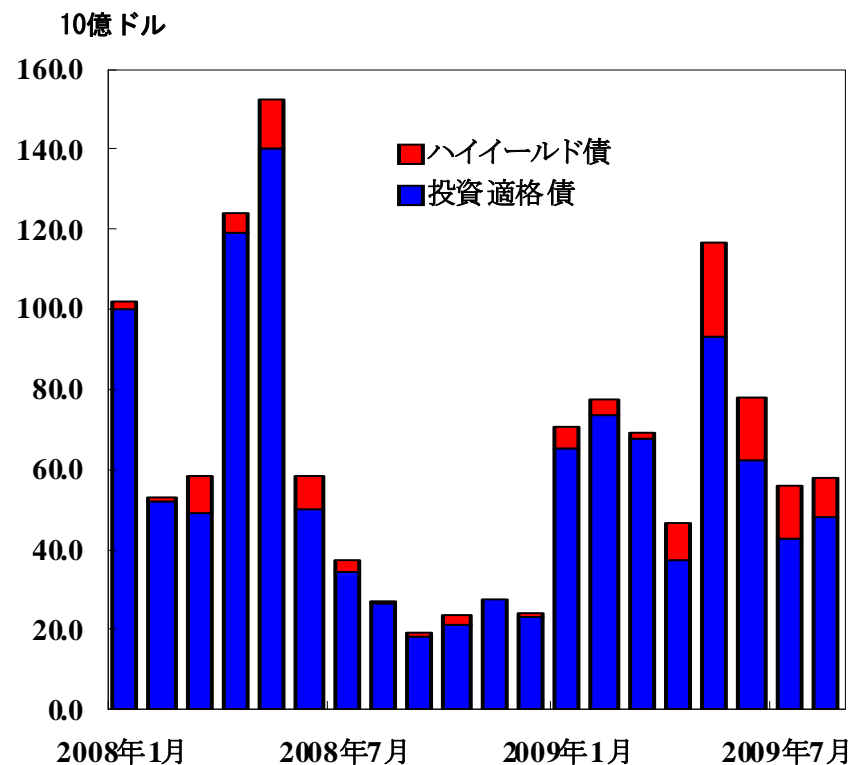
資料: FRB, SIFMA

■ クレジット市場(米国)

CPの発行残高(米国:種類別)



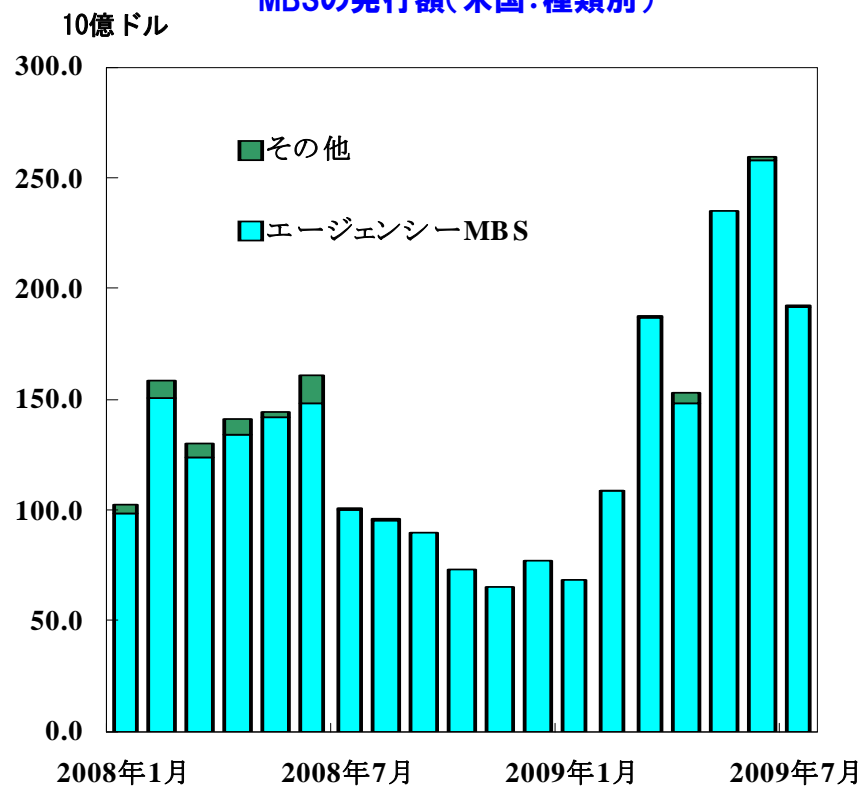
社債発行額(米国)



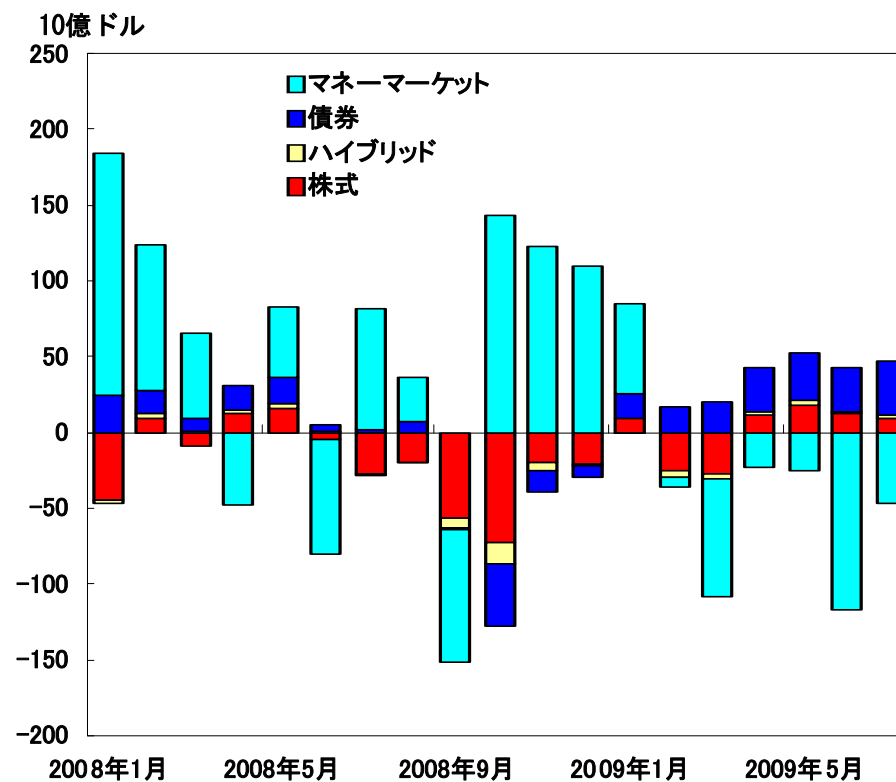
1. 先進国市場の概観 資料:SIFMA

■ クレジット市場(米国)

MBSの発行額(米国:種類別)



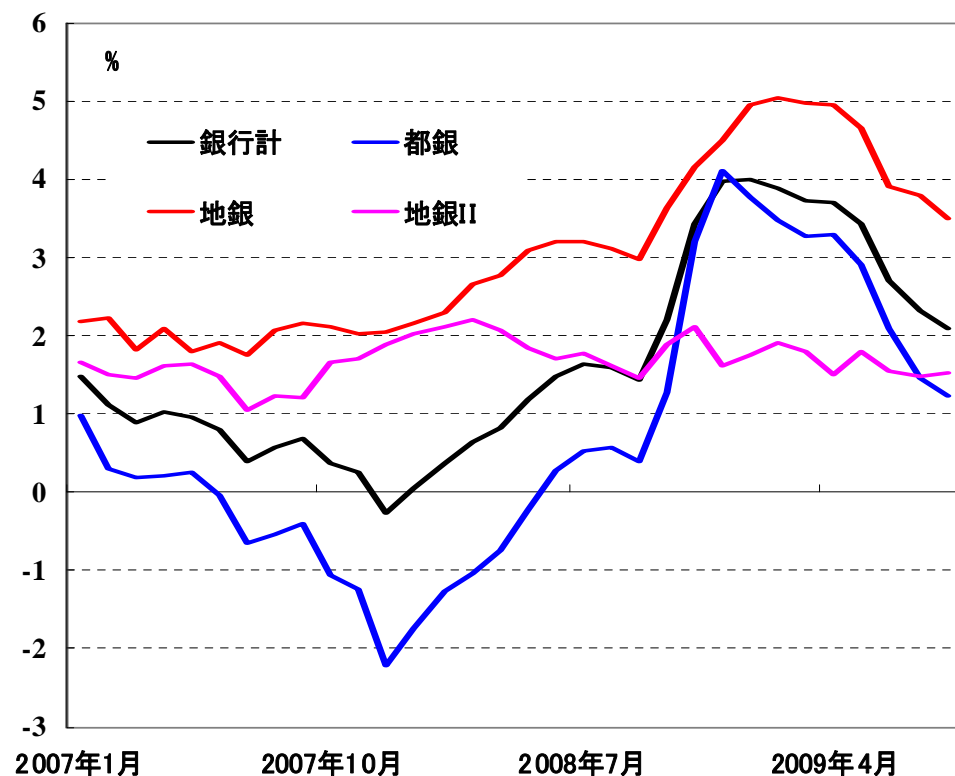
ミューチュアルファンドの資金フロー(米国)



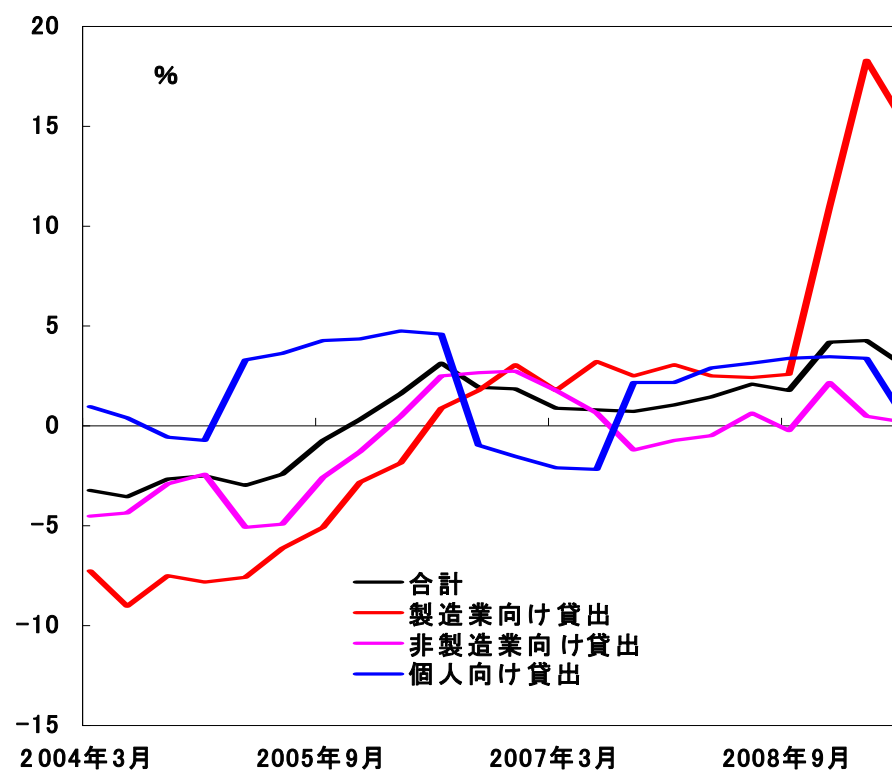
1. 先進国市場の概観 資料: 日本銀行

■ 銀行貸出(日本)

銀行貸出(前年比伸び率)



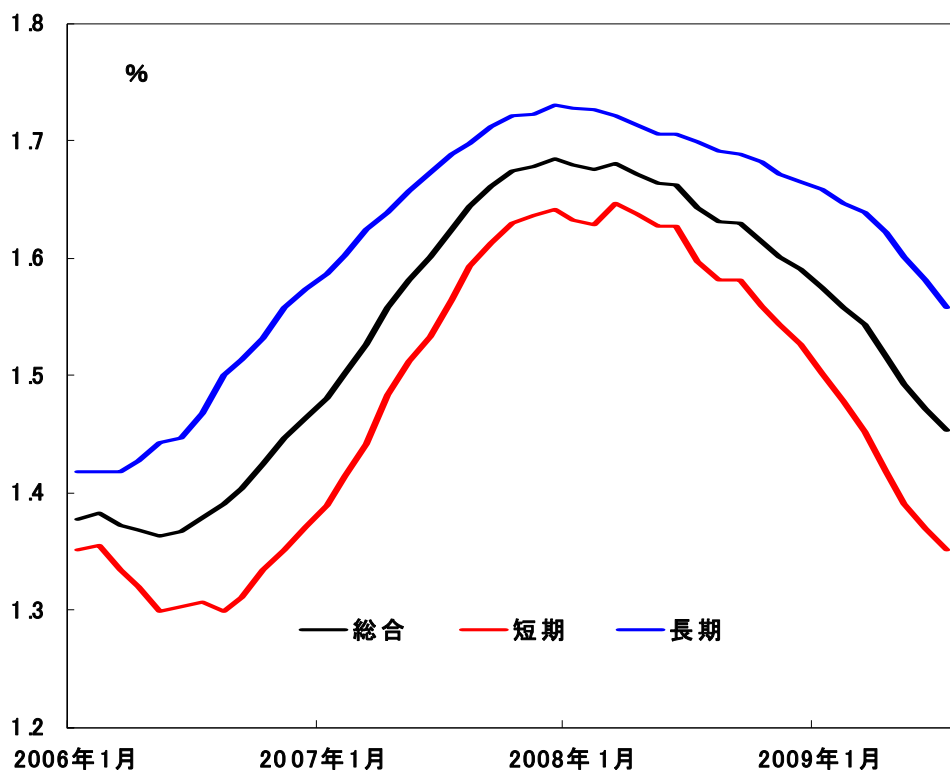
貸出先別銀行貸出(前年比伸び率)



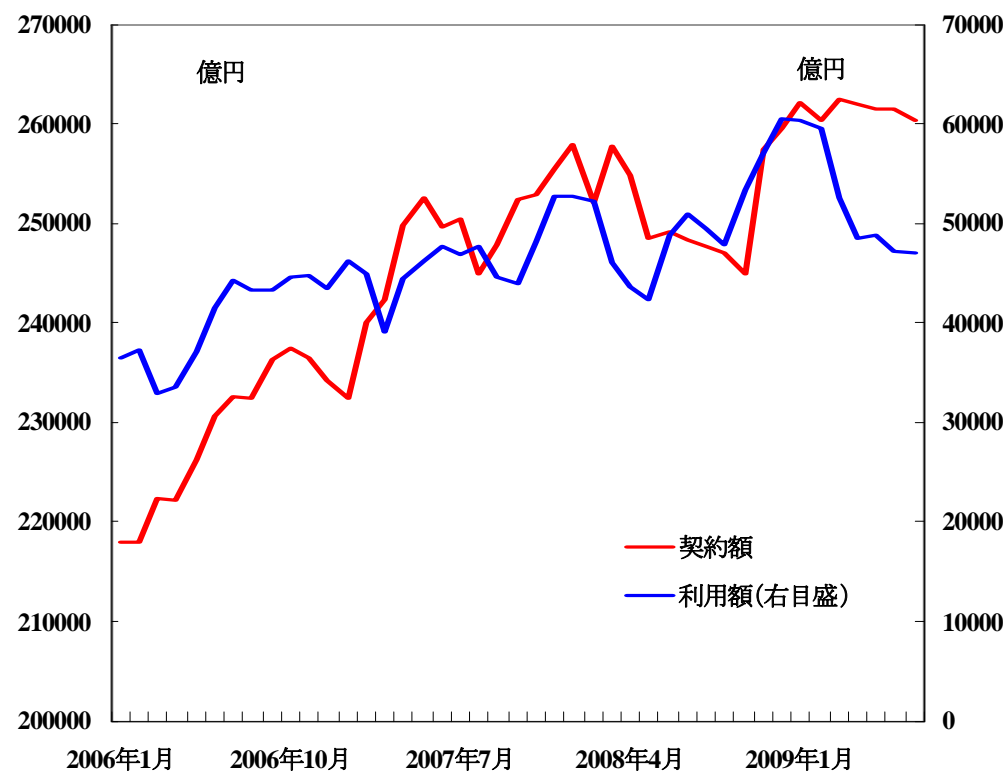
1. 先進国市場の概観 資料:日本銀行

■ 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)



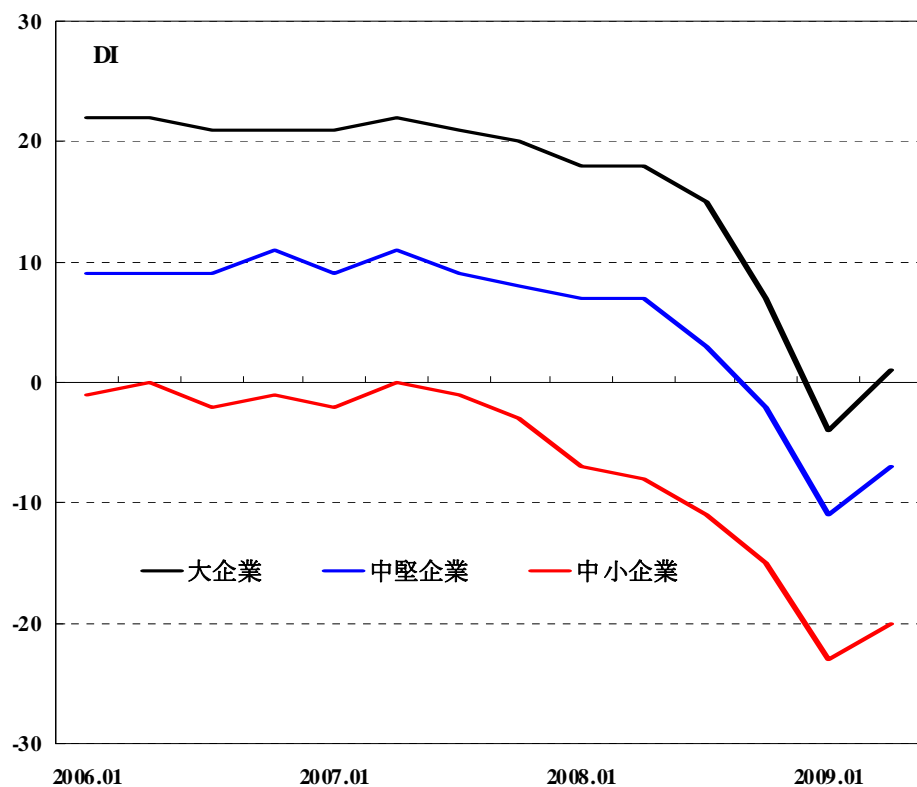
コミットメントライン(契約額と利用額)



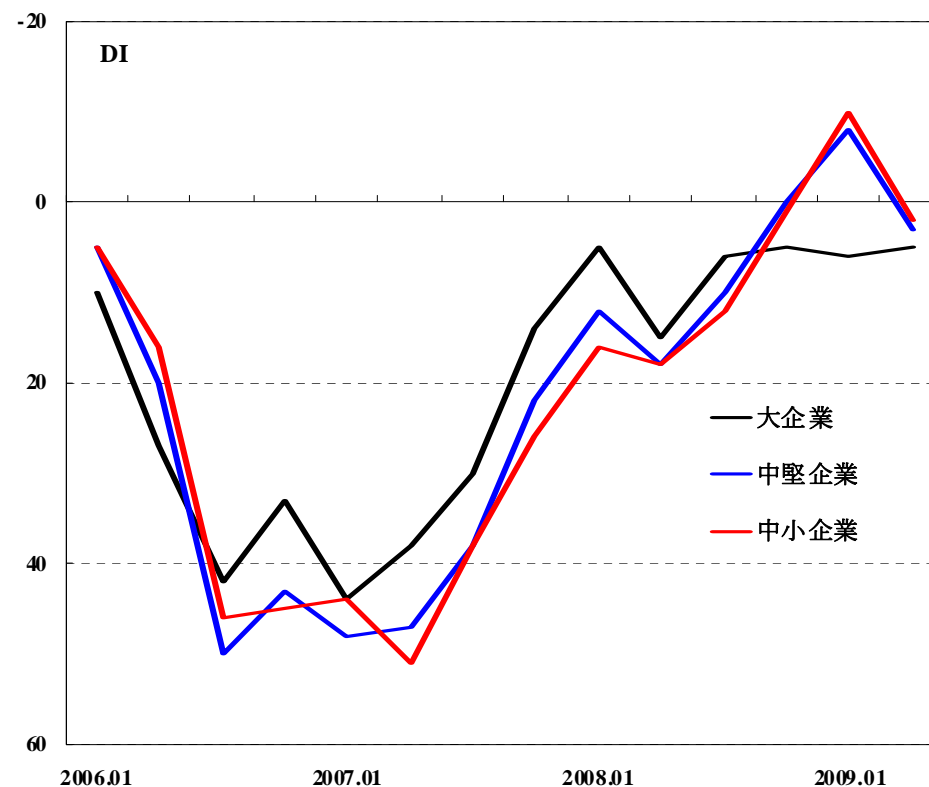
1. 先進国市場の概観 資料: 日本銀行

■ 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)

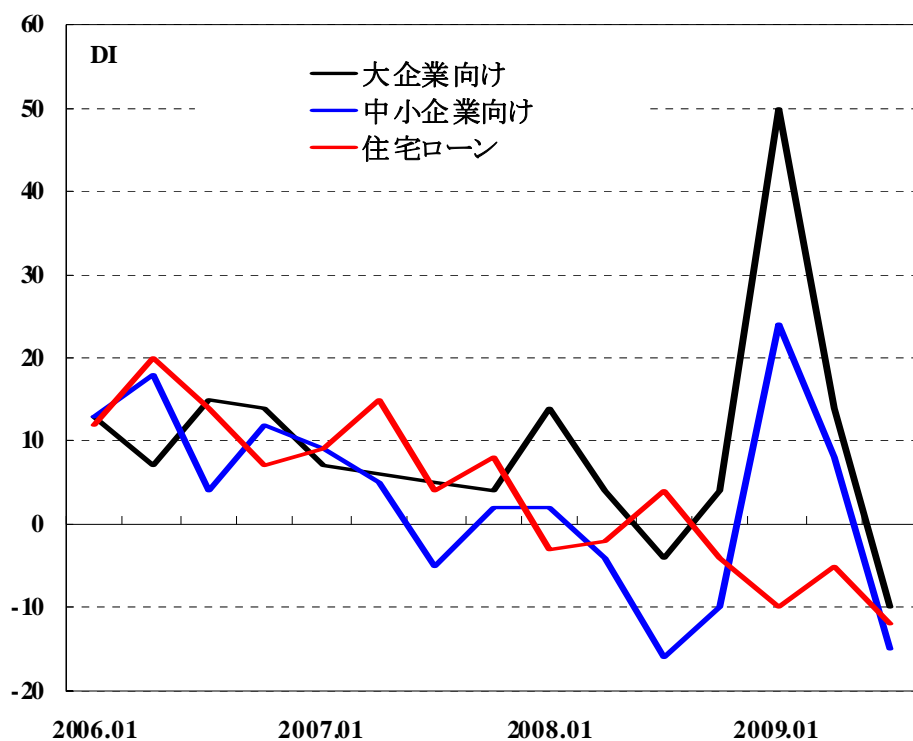


1. 先進国市場の概観

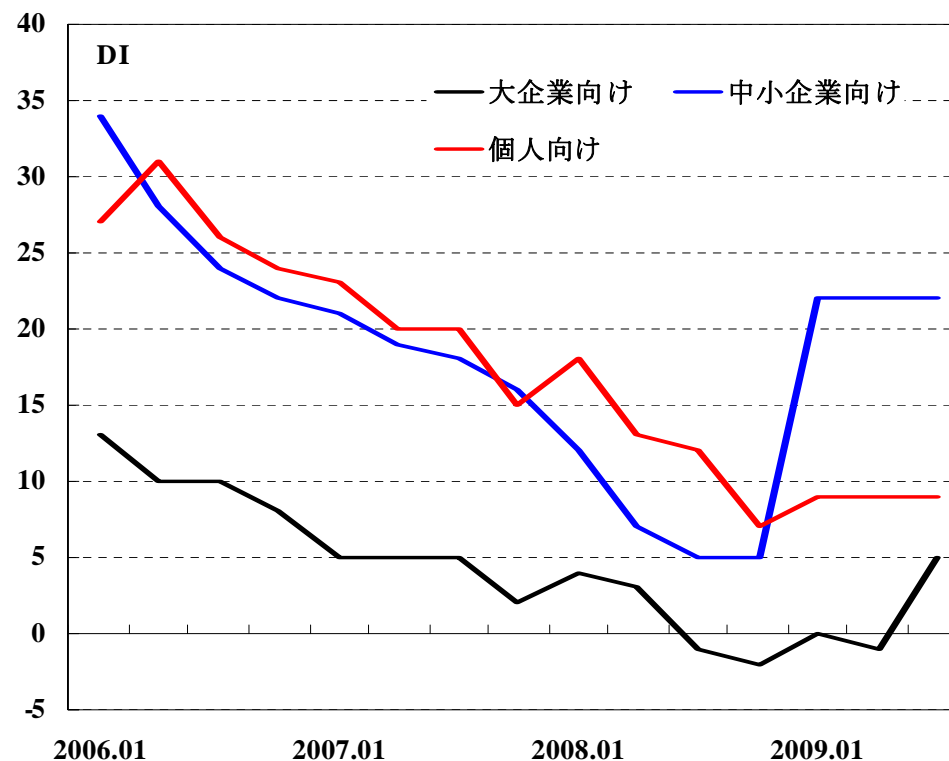
資料: 日本銀行

■ 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)



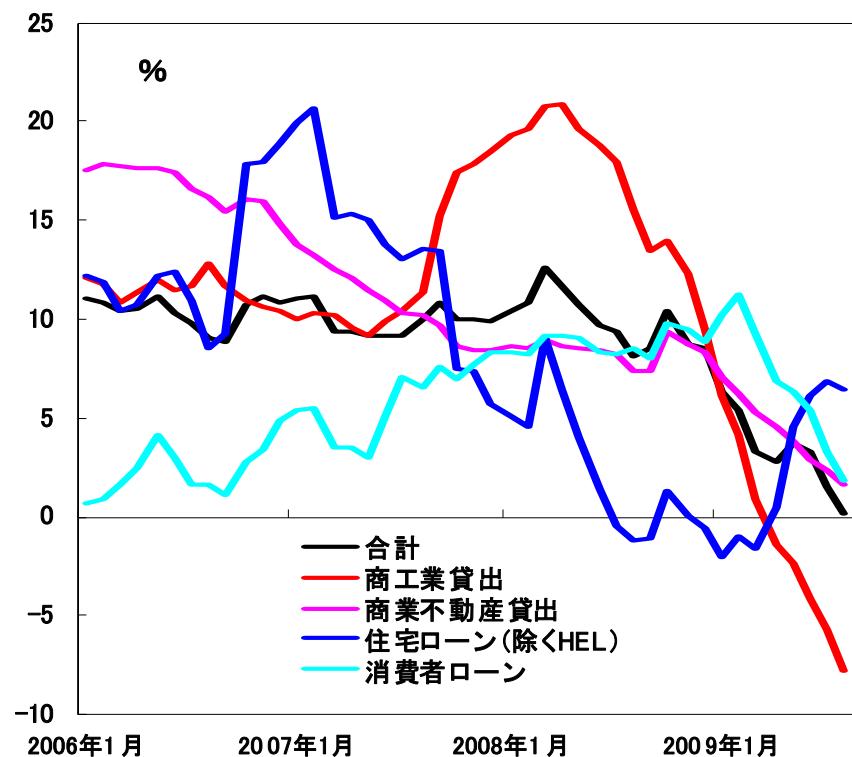
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



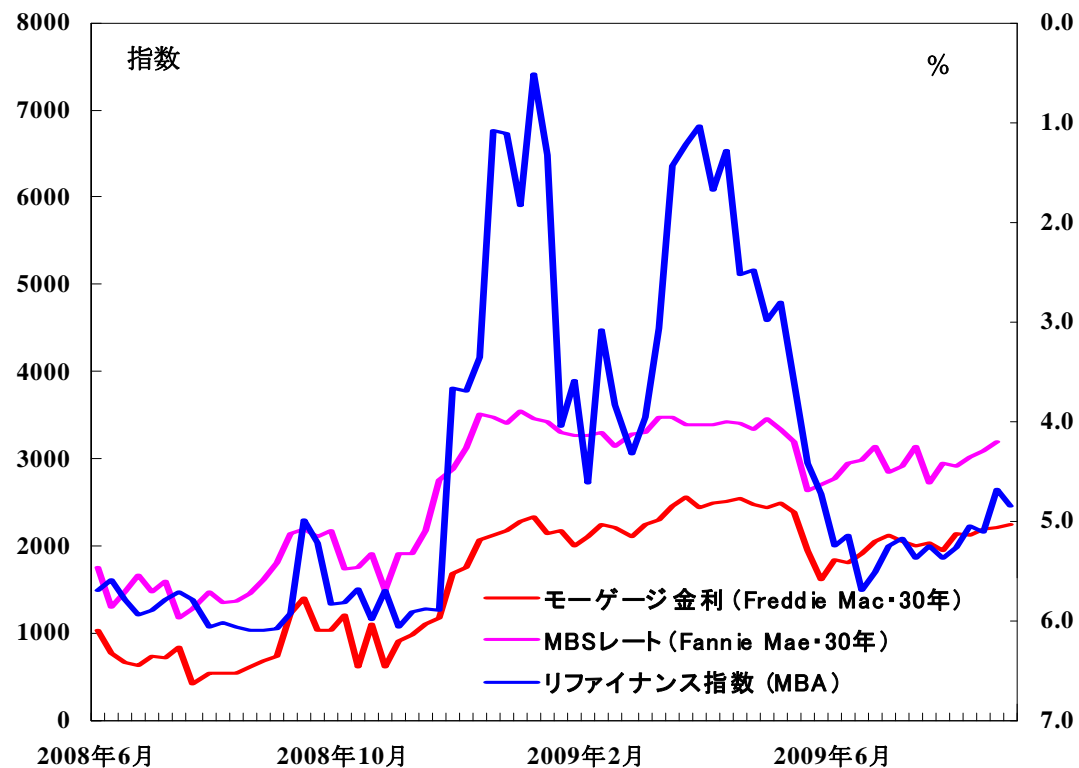
1. 先進国市場の概観 (資料) FRB、Freddie Mac、MBA、Thomson Reuters

■ 銀行貸出(米国)

銀行貸出(前年比伸び率)



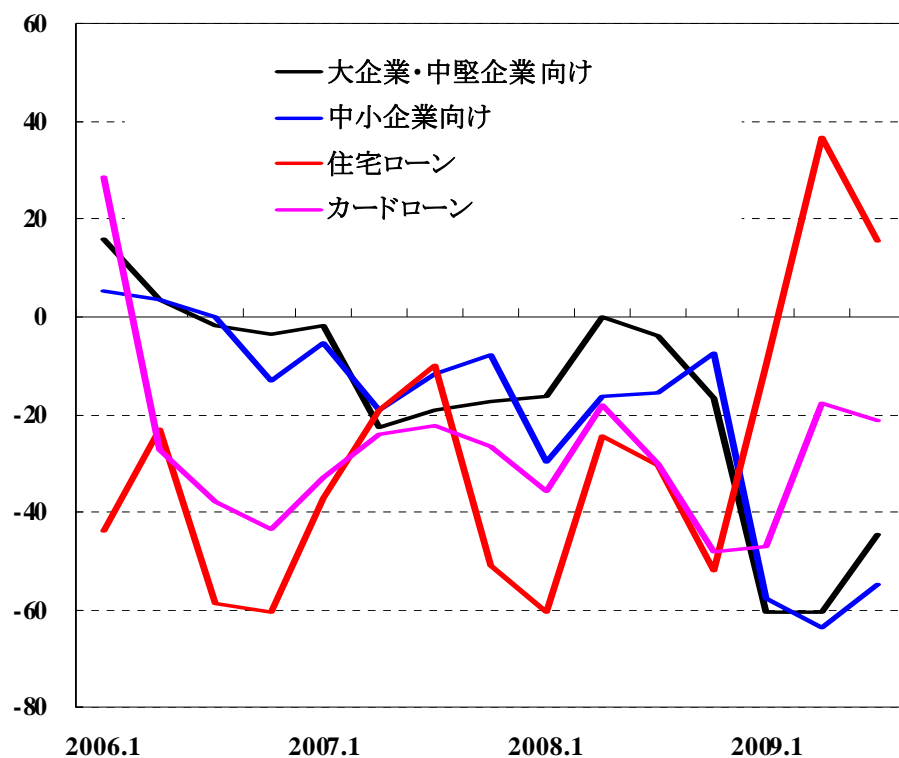
モーゲージ貸出の金利と実行(金利は右軸・逆目盛)



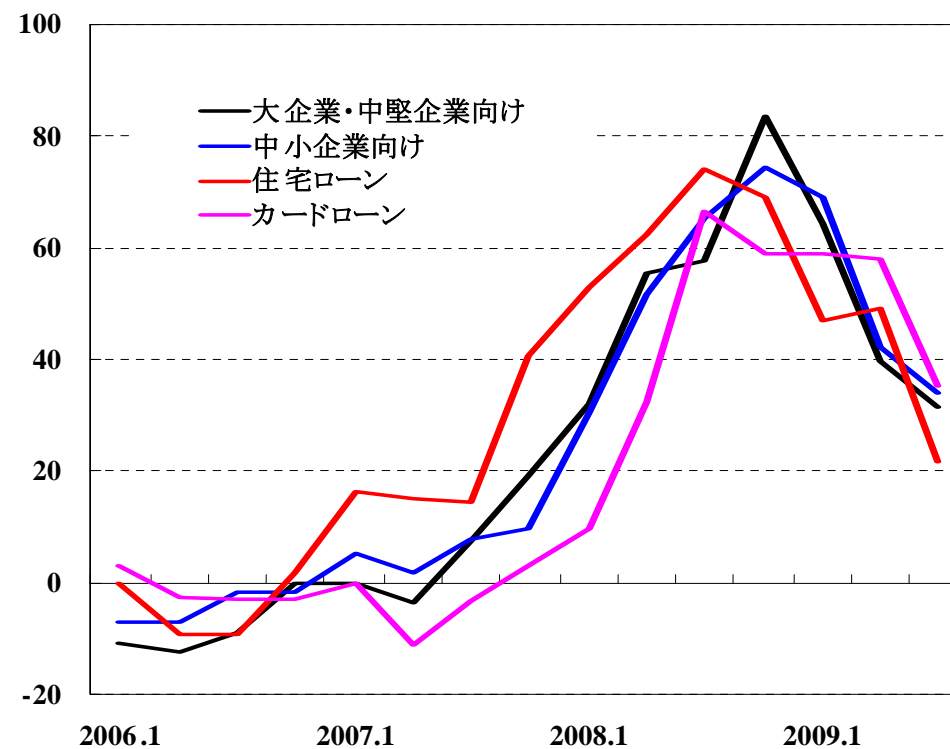
1. 先進国市場の概観 資料:FRB

■ 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)



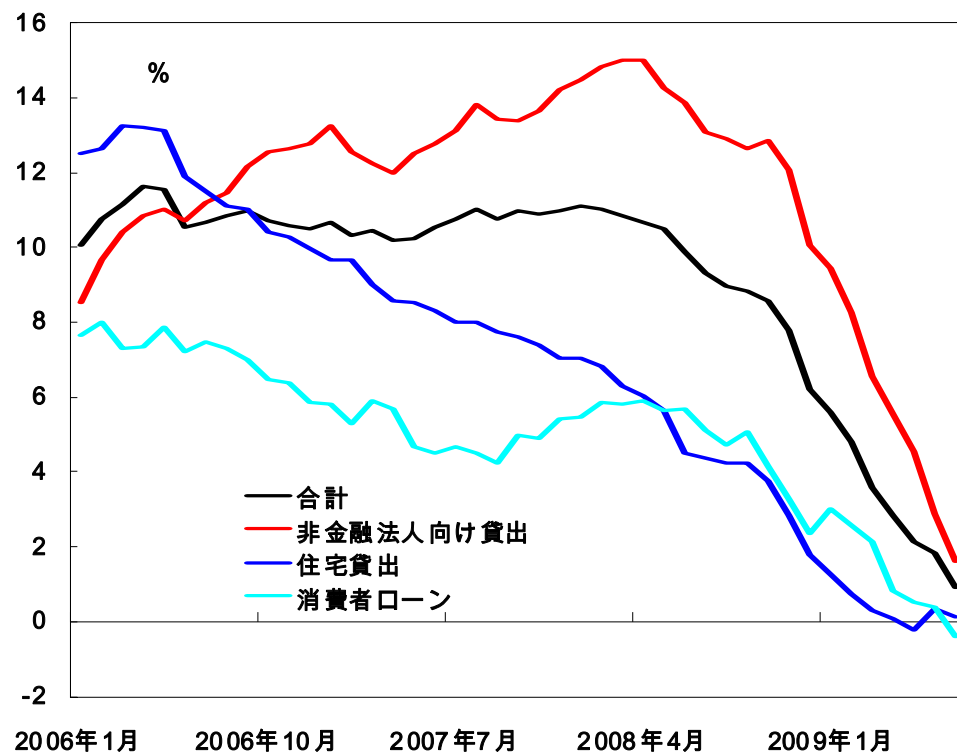
貸出運営スタンスDI(主要金融機関貸出アンケート)



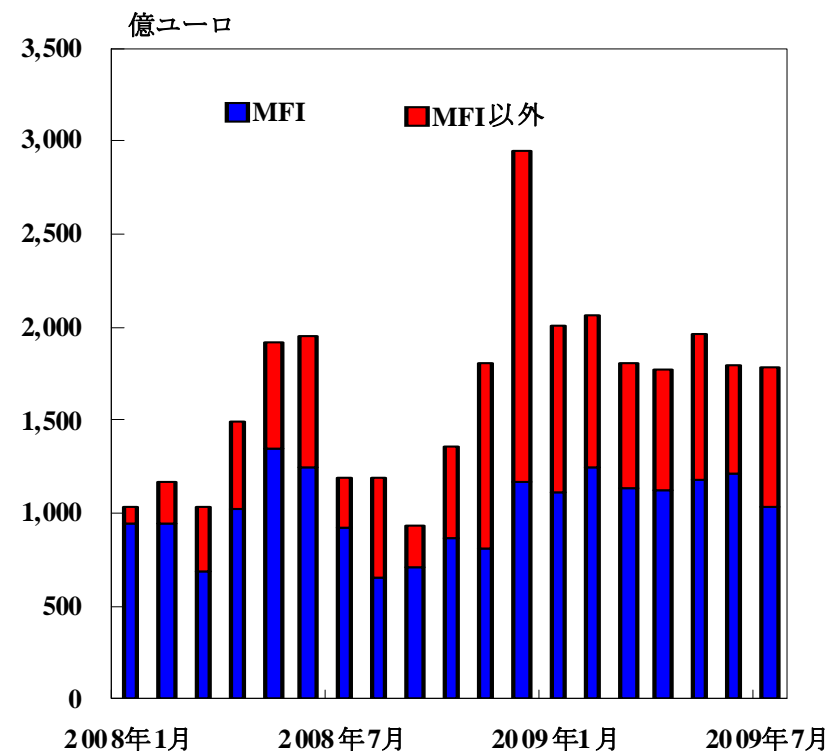
1. 先進国市場の概観 資料:ECB

■ 銀行貸出(欧州)

銀行貸出(前年比伸び率)



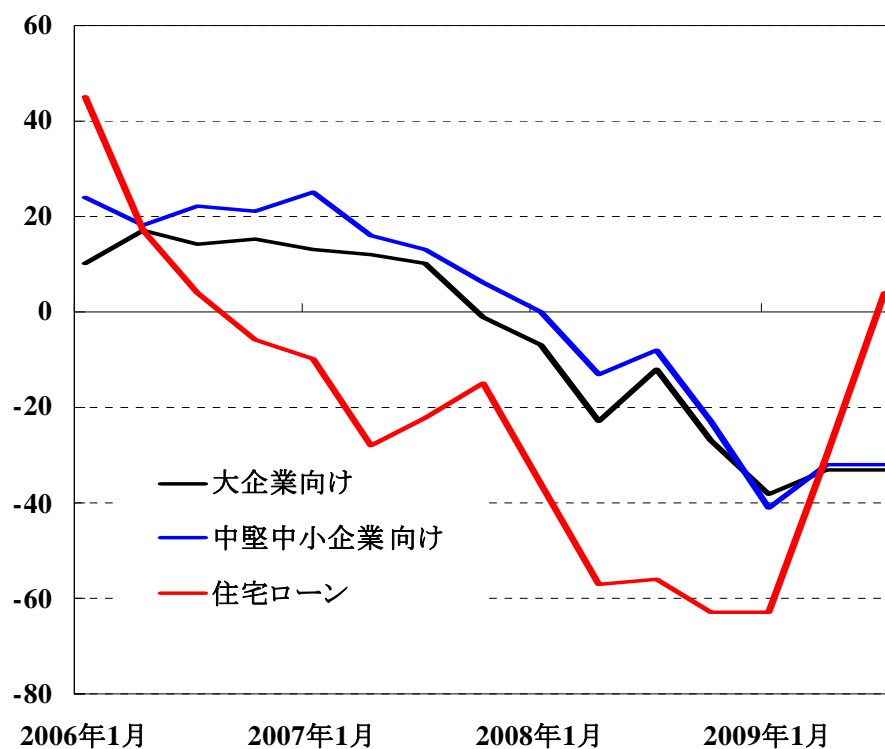
社債の新規発行額(欧州)



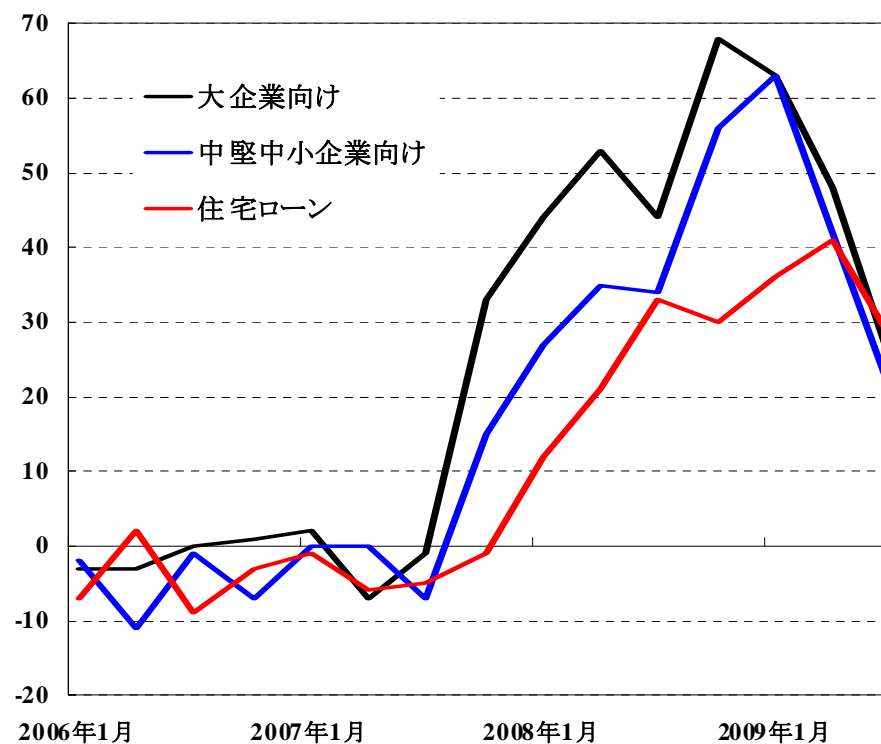
1. 先進国市場の概観 資料:ECB

■ 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)

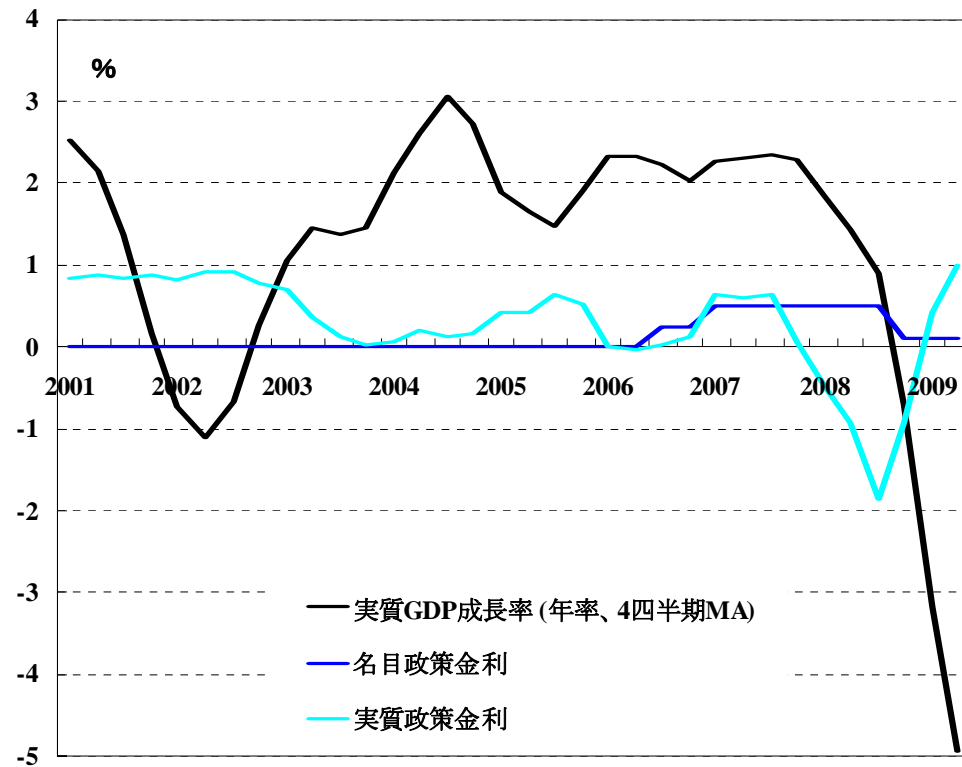


2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

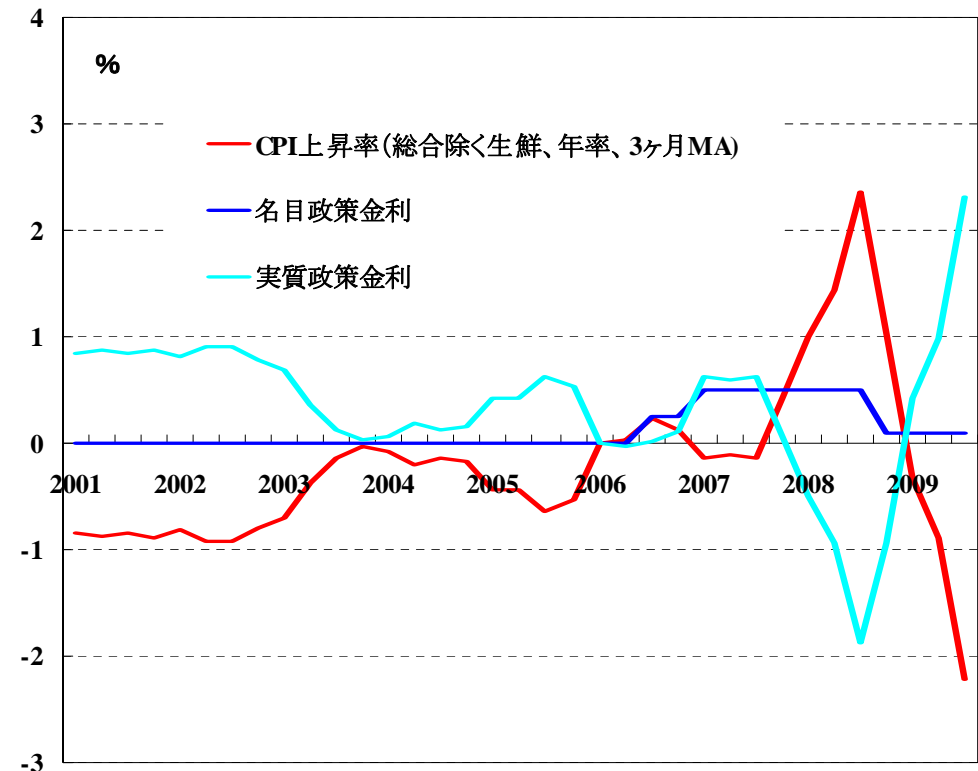
資料：内閣府、総務省、日本銀行

(参考) 金融政策の緩和度合い(日本)

実質GDP成長率と政策金利



CPI上昇率と政策金利

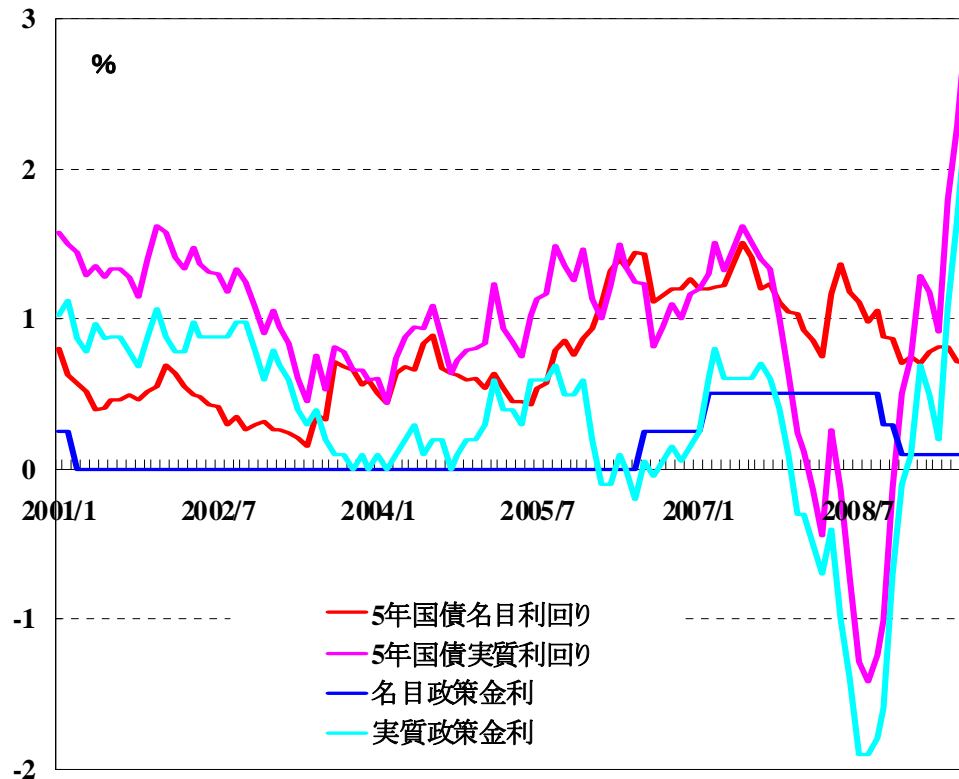


2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

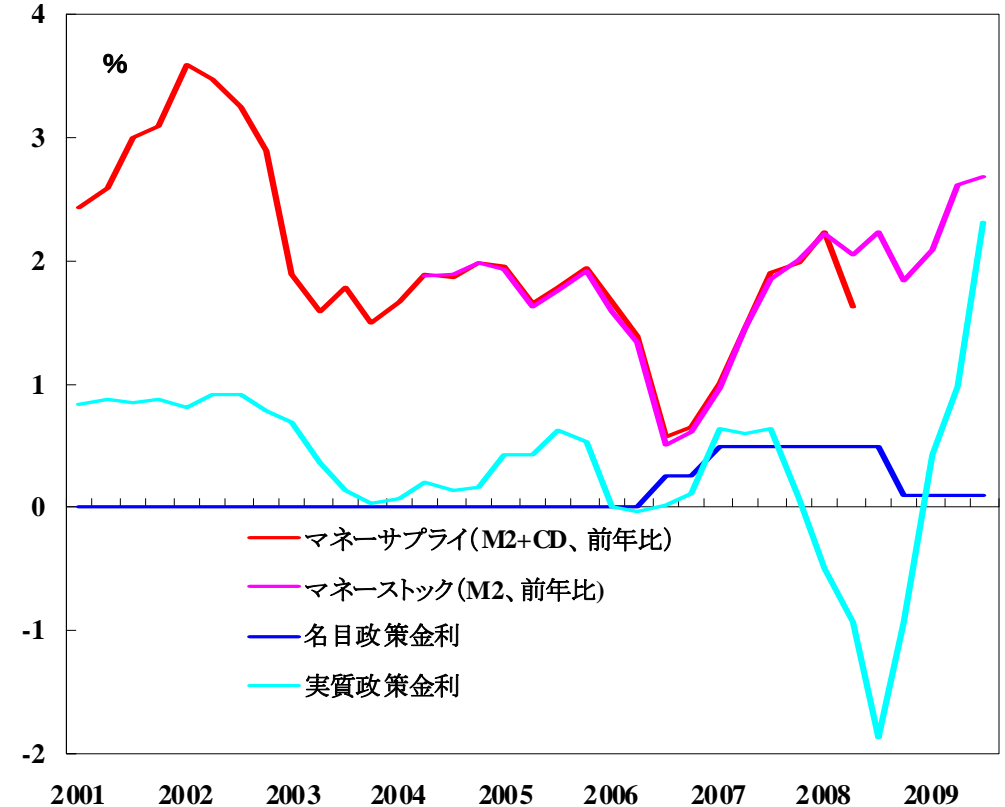
資料：日本銀行、Thomson Reuters

(参考) 金融政策の緩和度合い(日本)

5年国債利回りと政策金利



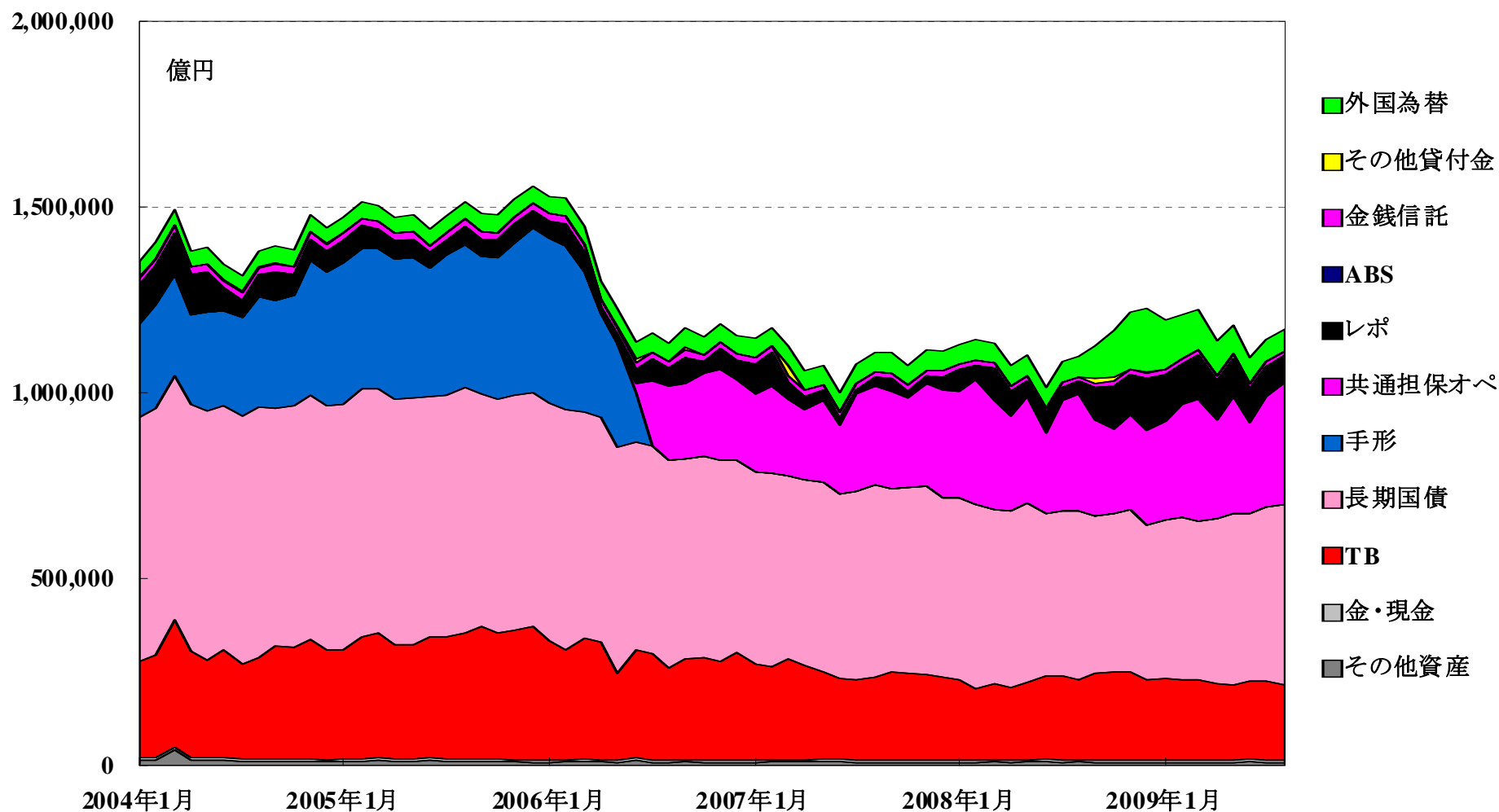
マネーサプライと政策金利



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料: 日本銀行

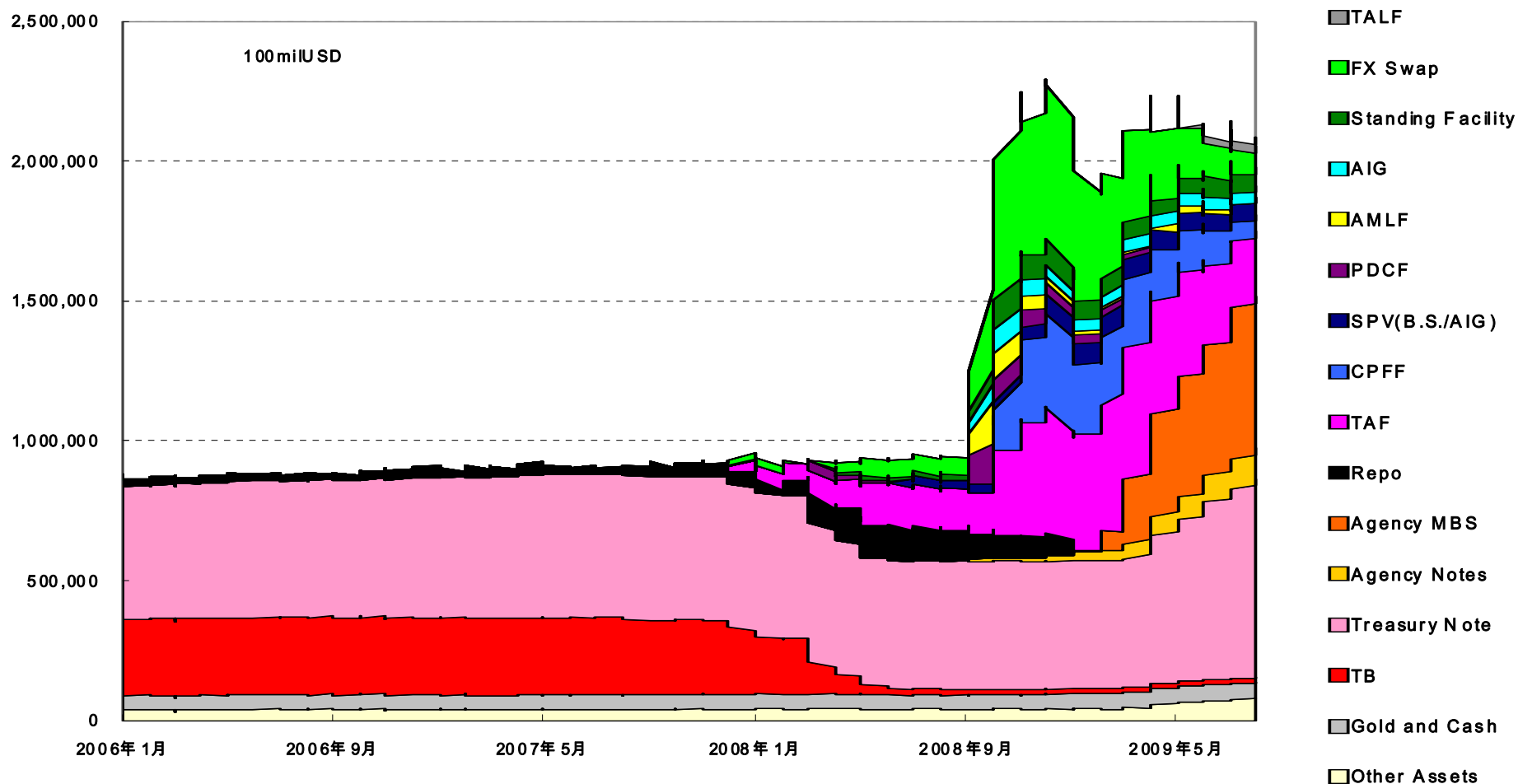
■ 中央銀行のバランスシート(日本)



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料:FRB

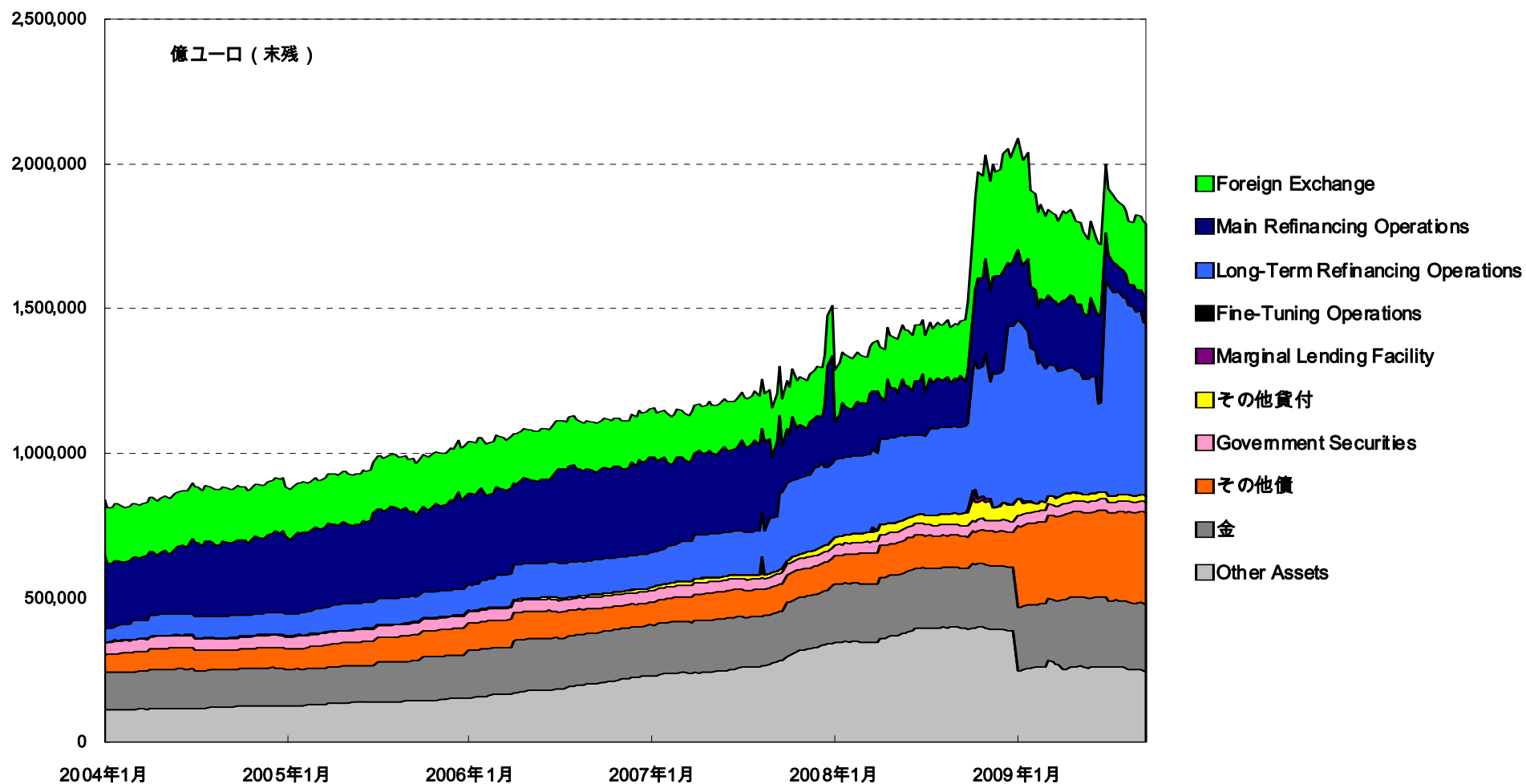
■ 中央銀行のバランスシート(米国)



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料: ECB

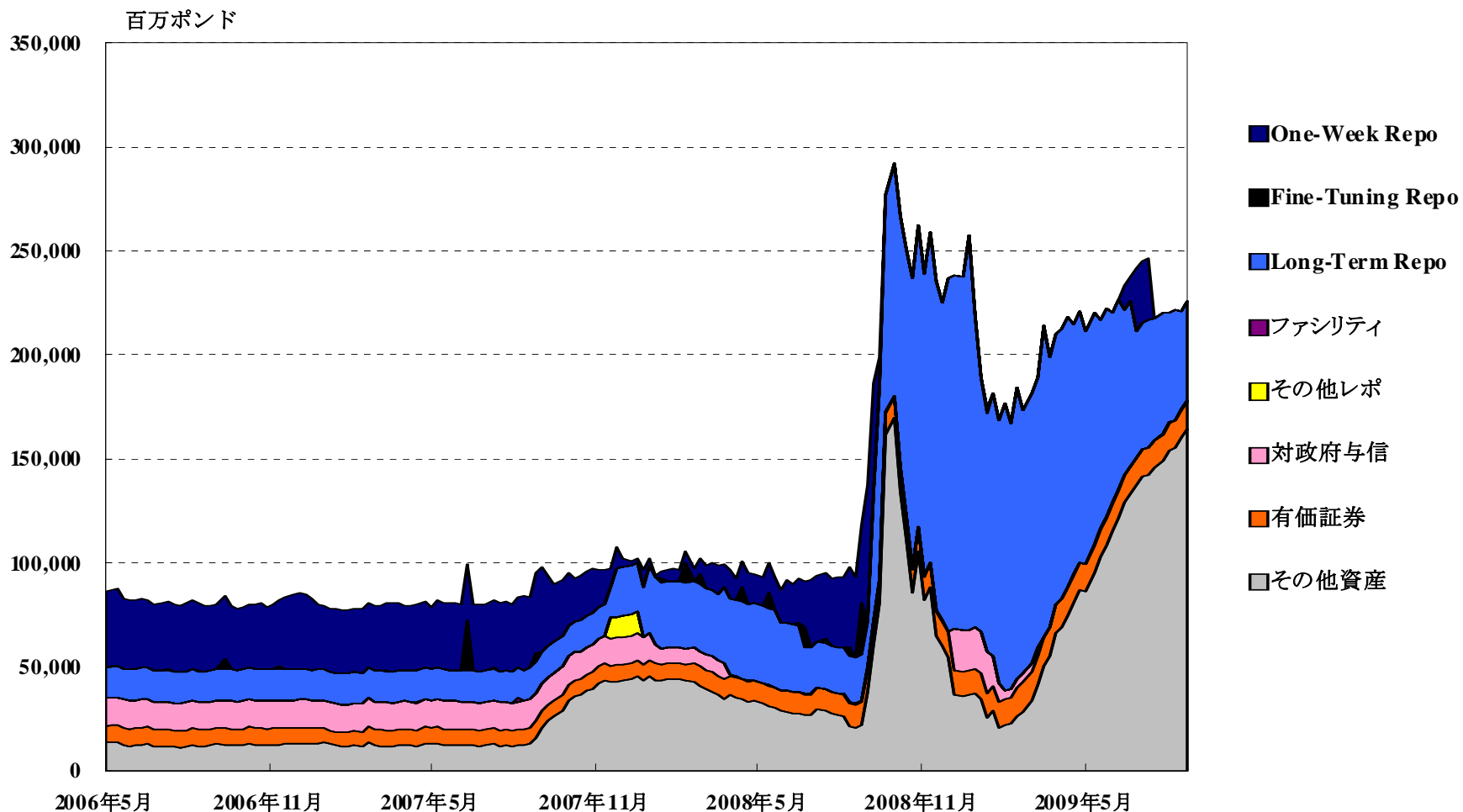
■ 中央銀行のバランスシート(欧州)



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

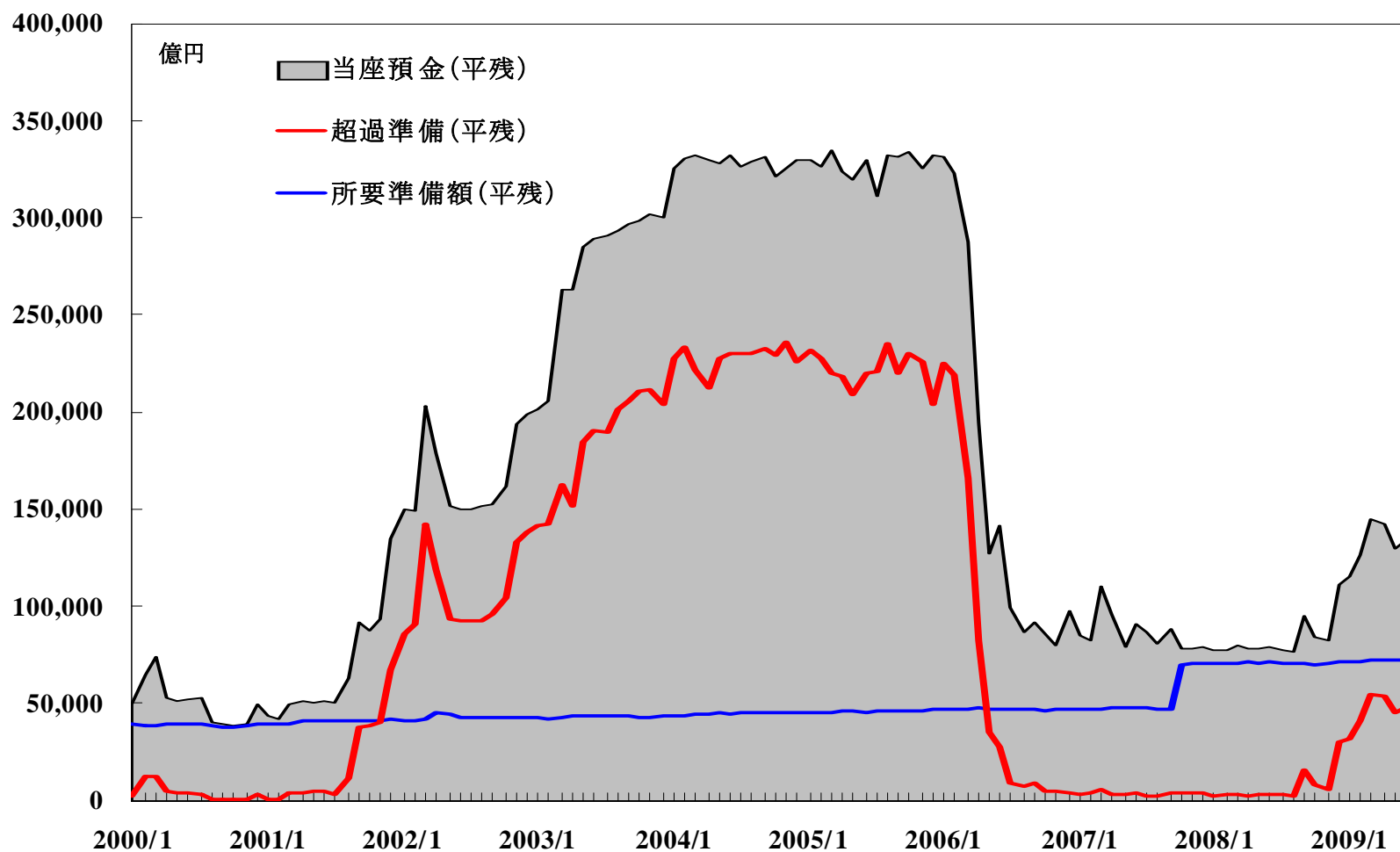
資料:BOE

■ 中央銀行のバランスシート(英国)



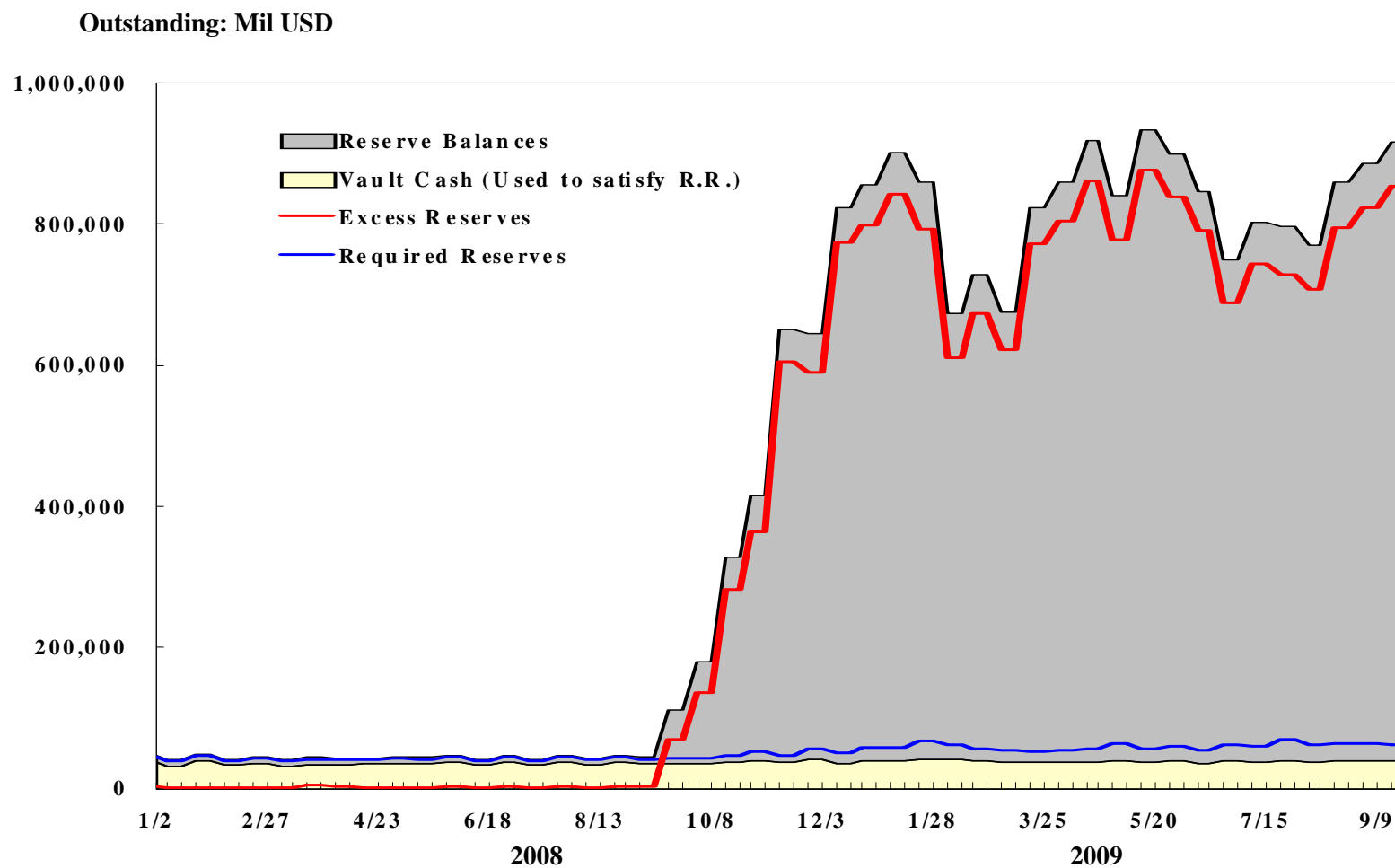
2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて 資料: 日本銀行

■ 超過準備(日本)



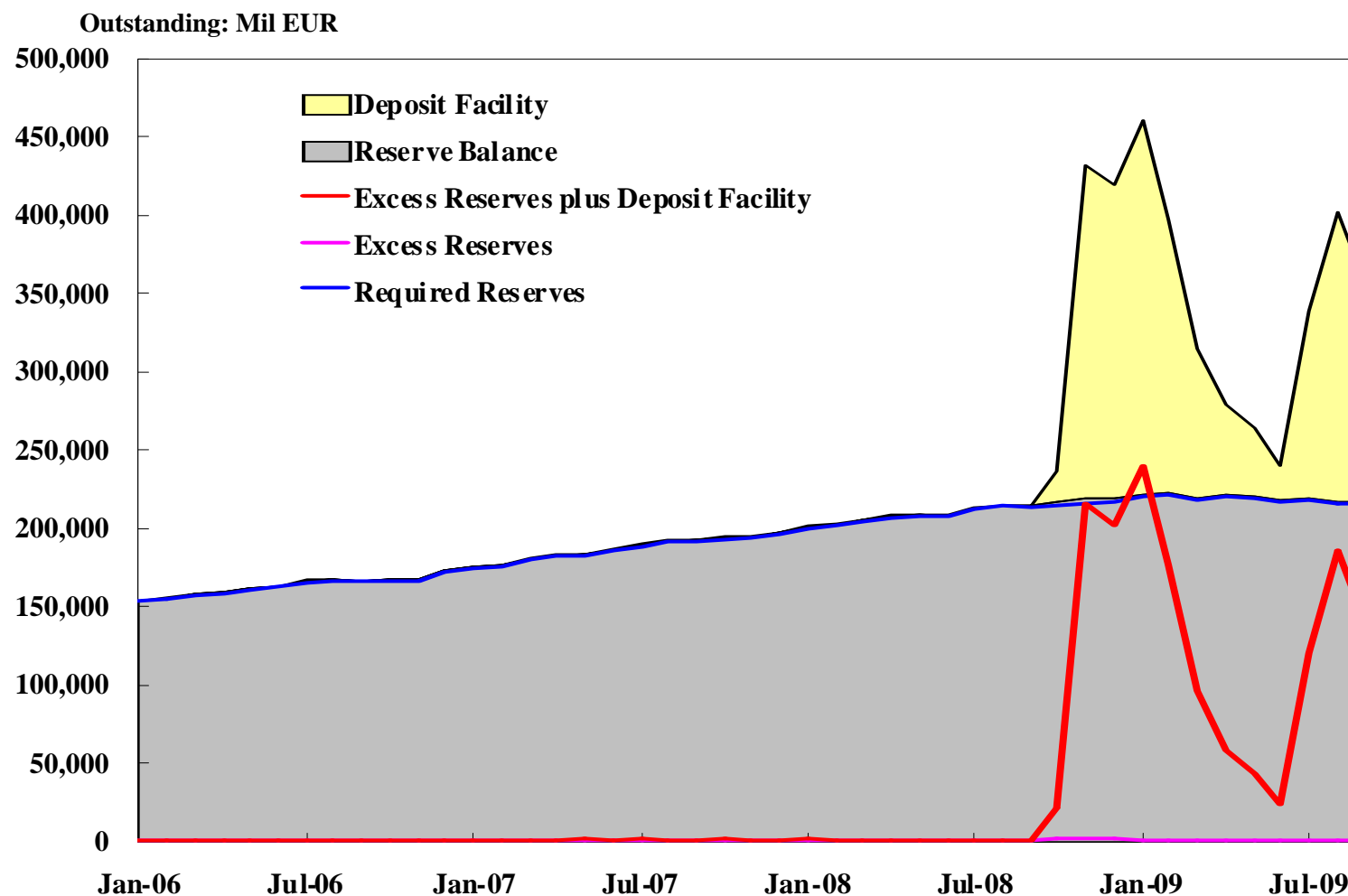
2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて 資料:FRB

■ 超過準備(米国)



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて 資料: ECB

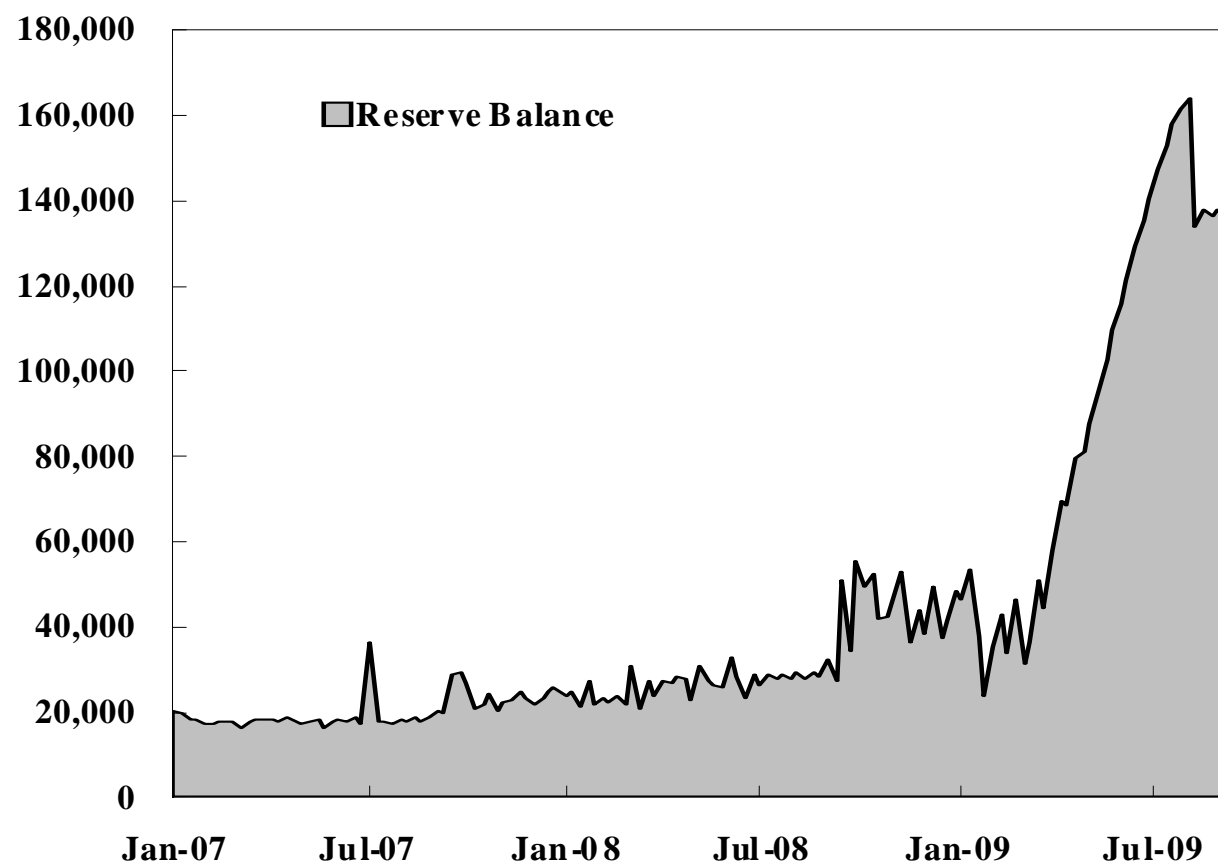
■ 超過準備(欧州)



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて 資料:BOE

■ 準備預金(英国)

Outstanding: Mil GBP



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料:FRB、US Treasury、FDIC

■ 米国では「信用緩和」の見直しが具体化

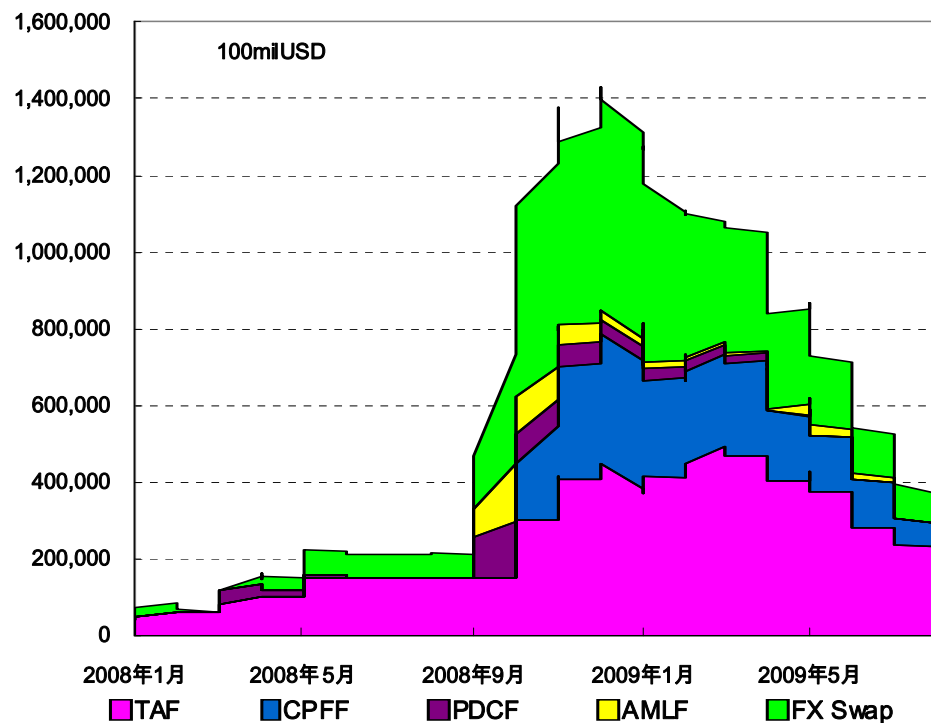
政策	政策の概要	見直しの内容と実施時期
TAF	・FRBが入札方式によるオペで、金融機関にターム物資金を供給 (28日と84日の2種類、2007年12月より実施)	・28日物のオファー金額を750億ドルまで圧縮済(1月まではこのまま維持) ・84日物は10月は500億ドル、11~12月は250億ドルへ圧縮
TALF	・FRBが入札方式によるオペで金融機関に有価証券を貸出(有担、2008年3月より実施)	・Schedule1担保分は6月以降中止 ・Schedule2担保分は10月は50億ドル、11~1月は25億ドルへ圧縮
国債買入れ	・FRBがプライマリーディーラーから国債を買入れ(購入目標額3000億ドル、2009年3月より実施)	・オファー金額を順次圧縮しつつ、10月末で終了
ドル資金スワップ	・FRBが、海外の中央銀行によるドル資金オペのため、ドル資金スワップを実施(2007年12月より実施)	・(10月以降は減額となる見込み) - ECB、BOE、SNBが、84日物のドル資金オペを10月以降は中止するため
Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)	・FRBが、SPVによるMMF等からのCD・CPの買入れのため資金を供給	(予定通り、10月末で終了?)
MMFの負債に対する政府保証	・財務省が、MMFによる額面での償還を保証(2008年9月より実施)	・9月18日で終了
金融機関の負債に対する保証	・FDICが、金融機関借入れ(インターバンク市場とオープン市場の双方)の額面での償還を保証	(10月末までの発行分が対象) - ①既存分は2012年末まで保証対象とする、②預金金融機関等を対象に2010年4月末発行分まで保証する制度を残す、の2案をコメント依頼中

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

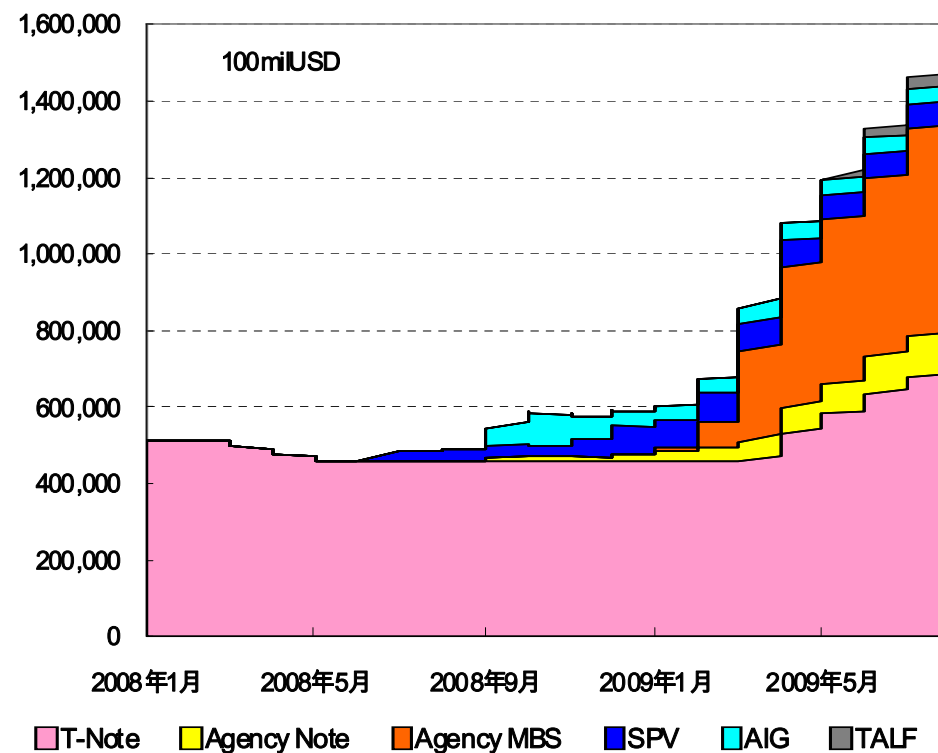
資料:FRB

■ FRBによる資金供給の推移

短期オペの残高



中長期資金供給の残高



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ FRBによるMBS買入れについて

(1) フローの課題

- FRBによるMBS買入れが、住宅貸付にとって金利面でも資金面でも不可欠となった状況を踏まえると、円滑な撤退は難しいのではないか
 - －FRBは、買入れ上限額(Agency MBSが1.25兆ドル、Agency債が0.2兆ドル)を維持した上で、来年3月末までかけて買入れペースを減速させていくことを表明

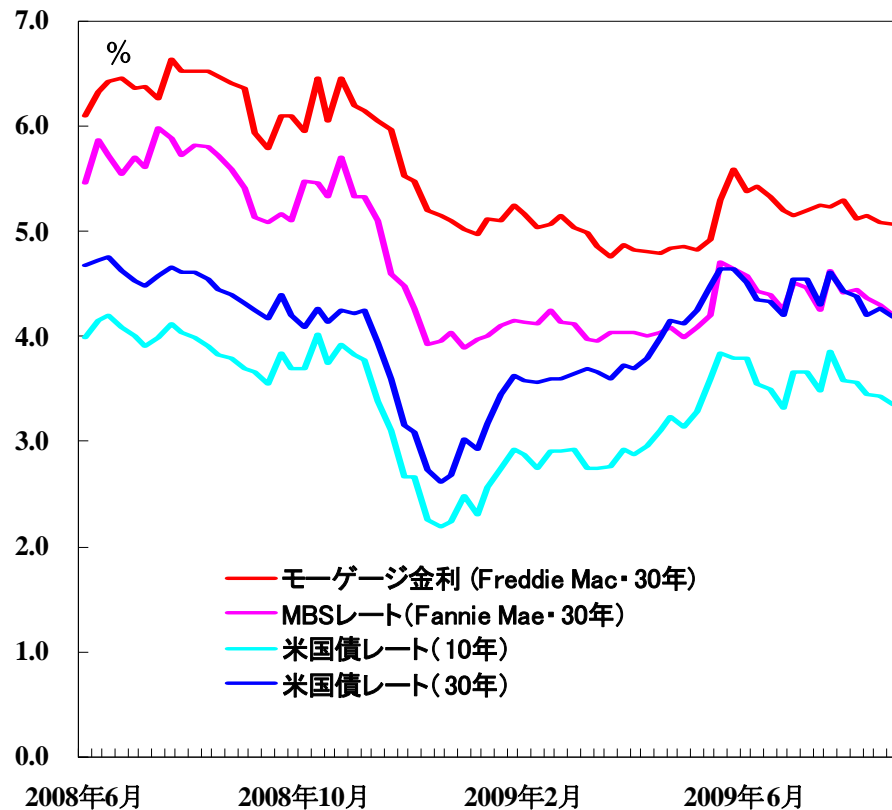
(2) ストックの課題

- 買入れを終了したとしても、買い入れたMBSをバランスシートから切り離すことは難しいのではないか
 - －潤沢な資金供給が必要な期間は、FRBが持ち続けることも選択肢となるか
 - －市場へ売り戻す場合にも、市場へのインパクトを抑制するための手立てが必要ではないか(単純な入札方式のほか、SPVの活用なども考えられる)

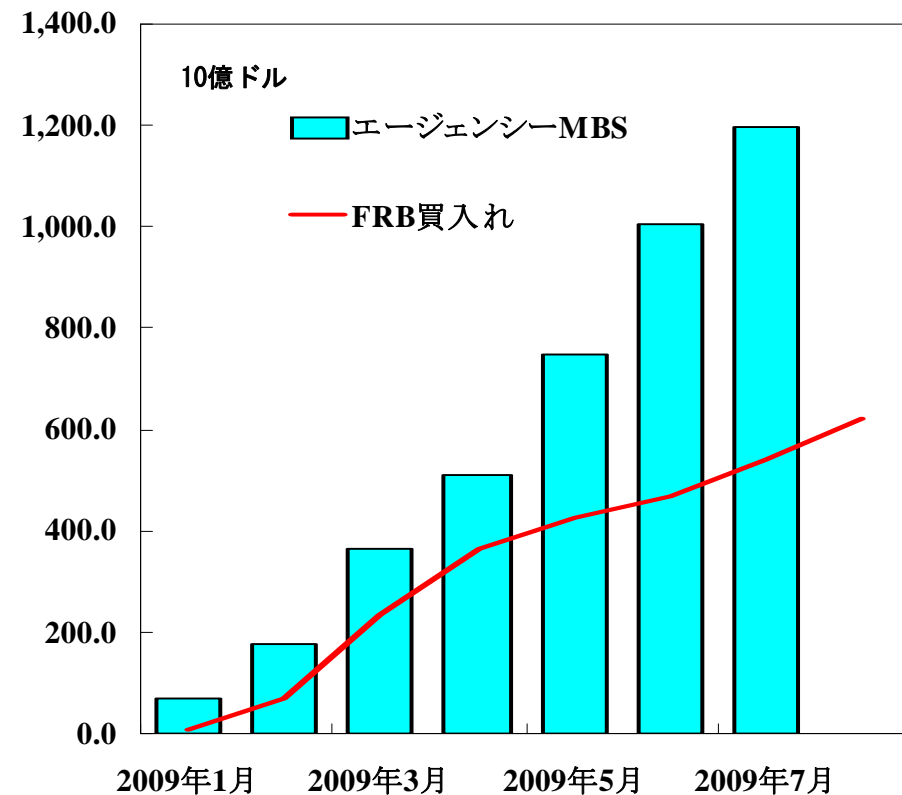
2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて (資料) Freddie Mac, MBA, Sifma, Thomson Reuters

■ FRBによるMBS買入れとモーゲージ金利の動向

モーゲージ関連の金利と米国債レート



エージェンシーMBSの発行累計額とFRBの買入れ残高



(参考) FRBにとっての4つの資金吸収手段

<"The FED's Exit Strategy"(Bernanke議長によるWSJ紙への寄稿より)>

メニュー	説明・評価
総論	<ul style="list-style-type: none"> • The Federal Reserve has many effective tools to tighten monetary policy when the economic outlook requires us to do so. • We will calibrate the timing and pace of any future tightening, together with the mix of tools to best foster our dual objectives of maximum employment and price stability.
1) レポ	<ul style="list-style-type: none"> • The Federal Reserve could drain bank reserves and reduce the excess liquidity at other institutions by arranging large-scale reverse repurchase agreements with financial market participants, including banks, government-sponsored enterprises and other institutions.
2) 政府預金の積み上げ(SFFと同じ)	<ul style="list-style-type: none"> • The Treasury could sell bills and deposit the proceeds with the Federal Reserve. • Although the Treasury's operations are helpful, to protect the independence of monetary policy, we must take care to ensure that we can achieve our policy objectives without reliance on the Treasury.
3) 金融機関に対するterm depositの供与	<ul style="list-style-type: none"> • (The Federal Reserve) can offer term deposits to banks—analogueous to the certificates of deposit that banks offer their customers.
4) 資産売却	<ul style="list-style-type: none"> • if necessary, the Fed could reduce reserves by selling a portion of its holdings of long-term securities into the open market.

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ FRBにおける議論の現状

項目	議論
✓ 議事要旨(8/11~12日分)	<ul style="list-style-type: none">•Members noted that, with the programs for purchases of agency debt and MBS not due to expire until the end of the year, it was not necessary to make decisions at this meeting about any potential modifications to those programs.•A number of participants noted that a similar tapering of agency debt and MBS purchases could be helpful in the future as those programs approach completion. The committee made no decisions on tapering those purchases at this meeting.
✓ 公表文(9/22~23日分)	<ul style="list-style-type: none">•...economic activity has picked up following its severe downturn. Conditions in financial markets have improved further, and activity in the housing sector has increased. Household spending seems to be stabilizing, but remains constrained by ongoing job losses, sluggish income growth, lower housing wealth, and tight credit...•...the Committee anticipates policy actions to stabilize financial markets and institutions, fiscal and monetary stimulus, and market forces will support a strengthening of economic growth•With substantial resource slack likely to continue to dampen cost pressures and with longer-term inflation expectations stable...inflation will remain subdued for some time•The Committee will continue to evaluate the timing and overall amounts of its purchases of securities in light of the evolving economic outlook and conditions in financial markets... monitoring the size and composition of its balance sheet and will make adjustments to its credit and liquidity programs as warranted

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ 日本銀行による企業金融支援特別オペについて

- ・ 企業金融支援特別オペを最終的にどうするか？
 - － 金利(政策金利で固定)と担保(BBB格まで時限措置で拡大している一方、企業債務に限定)の違いを除けば共通担保オペと同一であるため、共通担保オペに吸収することは技術的には困難ではないとの見方が存在
 - － 解除を巡る主要な論点として、以下のようなものが考えられる

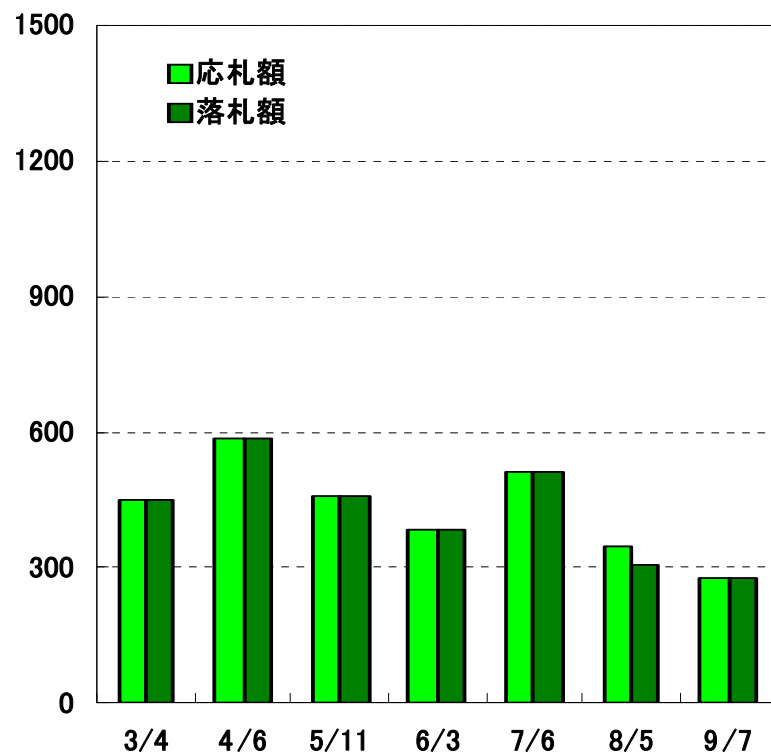
論点	議論
✓ 短期金融市場の機能への影響	・ ターム物のクレジットスプレッドに歪みをもたらしている可能性 － 例えば、ターム物のCP金利の一部はTB金利以下に低下
✓ 共通担保オペへの移行に伴う金利上昇の可能性	・ 入札方式に移行することで、金融機関の資金調達金利が上昇する可能性 － 事実上の「時間軸効果」が存在する下では、金利上昇は抑制される可能性 － 中央銀行にとっては、オペの応札金利は重要な情報源
✓ 解除に伴う市場不安定化のリスク	・ 「早期の解除」と受け止められた場合、短期金利を不安定化させる恐れ － 特に市場心理が不安定な局面ではリスクが上昇

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

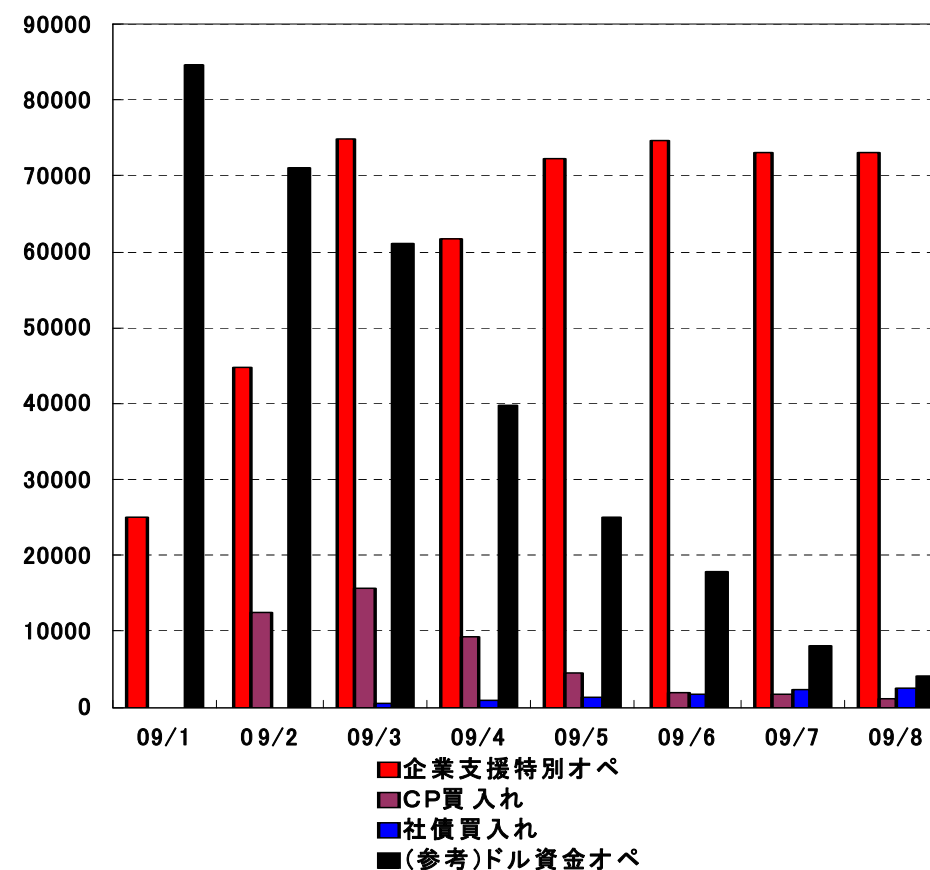
資料: 日本銀行

■ 日本銀行による資金供給の現状

オペの実績(社債買入れ<億円>)



オペ残高の推移(億円)

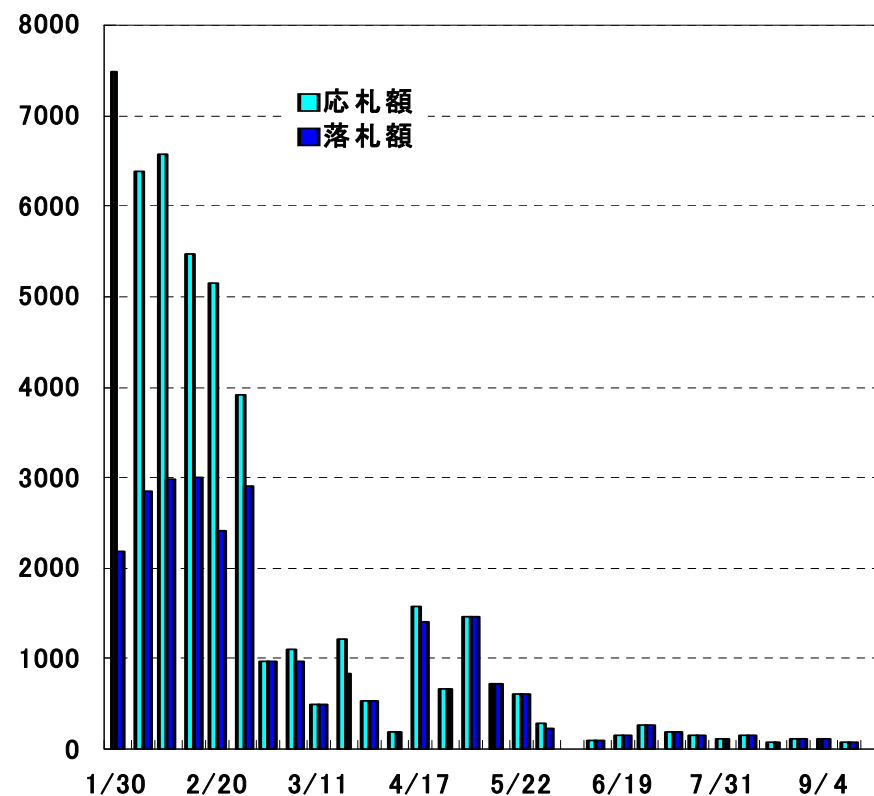
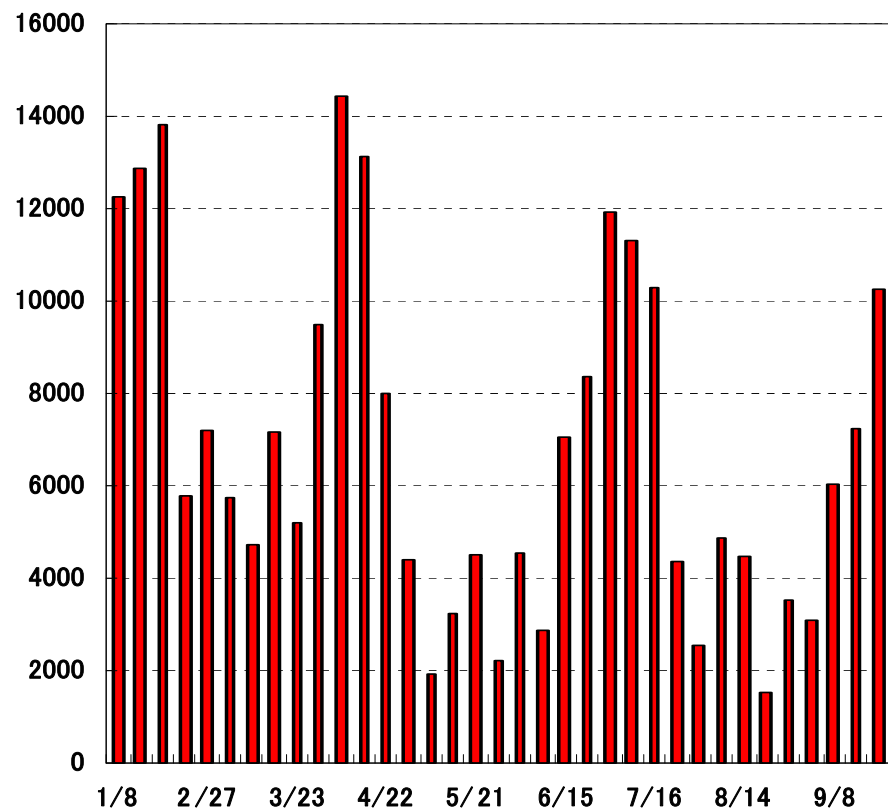


2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料：日本銀行

■ 日本銀行による資金供給の現状

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」金融政策の解除に向けて

■ 日本銀行における議論の現状

項目	議論
<p>✓ 議事要旨(8/10～11日分)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・何人かの委員は、金融環境の改善の動きが続いているものの、企業の警戒感がなお払拭できていないこと等からみて、先月の会合で措置の延長を決定したことは適切であったと述べた。 ・…複数の委員は、市場において、時限措置の廃止・見直しと金融緩和政策からの転換を直接結びつける見方があることを指摘し、そうした見方は適切でないことを丁寧に説明する必要があると述べた。また、ある委員は、米国等で、中央銀行がミクロの資源配分に関与することについて、特定の金融機関や企業の優遇に繋がっているとの批判が出始めていることにも注意する必要があると述べた。 ・…複数の委員は、民間金融機関がオペ調達への依存度を低下させており、日銀当座預金残高の水準が低下する一方、無担保コール市場残高が若干増加していることは、金融市場の機能の改善を示すものであり、前向きに受け止めているとの意見を述べた。
<p>✓ 公表文(9/16～17日分)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・…本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく…消費者物価の前年比は、当面、下落幅が幾分拡大するものの…本年度後半以降は下落幅を縮小していく… ・…新興国の回復といった上振れ要因が生じているが、国際的な金融経済情勢、企業の中長期的な成長期待の動向など、景気の下振れリスクが高い ・…景気の下振れリスクの顕在化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料：日本銀行、FRB、BOE

■ 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言及せず
- ・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

	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)	49.12兆円 (9/20日)
FRB	2009年3月**	利付債 (30年債まで)	毎週 (各週2～3回)	10月末まで3000億ドル	2523億ドル* (9/8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	1517億ポンド* (9/24日)

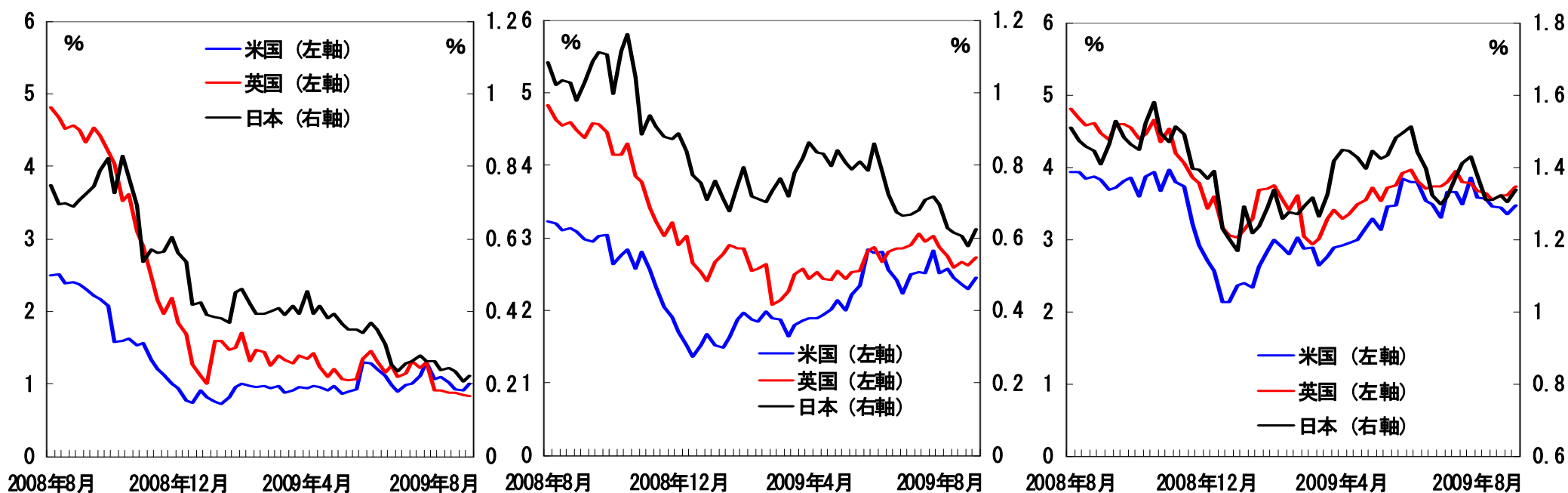
* FRBとBOEの金額はグロスの買入れ額の累計。 **FRBももともと国債買入れの枠組みを有していた("coupon pass")。

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

資料: Thomson Reuters

- 国債買入れ自体による長期金利への影響は必ずしも明確ではない
 - －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
 - －この間の景気指標や株価の動き、財政収支による影響の方がドミナントとみられる

各国長期金利の推移(2年債、5年債、10年債)



2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ 日本では、「国債買入れ」を前向きに評価する意見も強い

- ① 前回の金融危機では、(特に前半の局面で)「量的緩和」の一翼を担った
- ② 長い目でみれば、需給懸念の抑制や長期金利の安定化のメリットが大きかった
- ③ 変動利付債の買入れは、市場流動性の低下に対応する措置としての意義を有した

■ 英国でも批判的な意見がさほど強くない印象(再掲)

- ① BOEは資産買入れ(国債買入れ)を「量的緩和」の手段として位置づけていること
— 長期金利コントロールとの印象を与えないように配慮した可能性がある
- ② BOEは、英財務省との事前合意に基づいて資産買入れを開始したこと
— 解除の円滑化やBOEにおけるリスク管理に関し、財務省との協調関係を印象付けた

(参考) King総裁とDarling蔵相の交換書簡(抜粋)

(Darling to King: 1/28日)

•...The government will indemnify the Bank and the fund especially created by the Bank to implement the facility from any losses arising out of or in connection with the facility.

•...Having consulted the Bank, I will confirm at each Budget whether I intend to authorize the continued operation of the facility in the following financial year.

(King to Darling: 1/29日)

•...The Bank will ensure that the operations comply with the terms set out in your letter and the risk standards agreed between the Bank and the Treasury...

•...The Bank will consider the appropriate mechanisms for selling assets, having due regard for the impact of those sales on the prices achieved.

2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ 米国は本年10月末での終了を決定

- ・米国では、本年3月の開始当初から、市場関係者を中心に批判的な意見が強かった(再掲)
 - ① 長期金利のコントロールは困難であり、結果的に長期金利を不安定化させるリスクが存在
— 米国債市場の流動性には問題がないため、「信用緩和」の実施は正当化されない
 - ② 財政規律の弛緩リスクが意識された場合、内外投資家の米国債離れを招くリスクが存在
 - ③ 解除困難との見方を通じて、中長期的なインフレ期待を高めるリスクが存在

■ 日本の国債買入れ:

<前提条件>

- ・国債市場に長期に亘ってbuilt-inされている
- ・インフレリスクは小さくなく、海外投資家のシェアも小さい
- ・財政規律や国債の需給には不確実性が存在

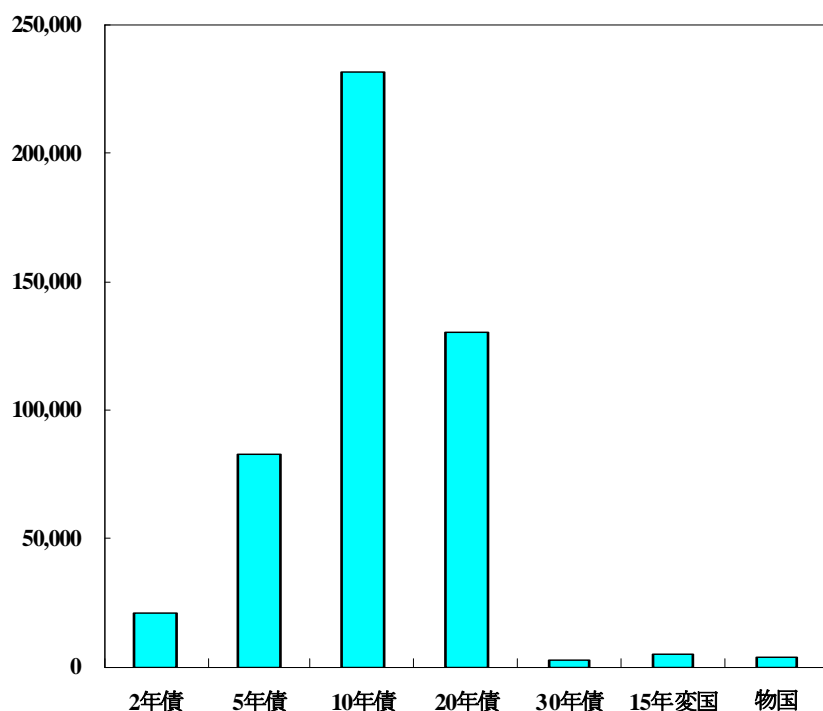
<論点>

- ・「国債買入れ」をどのような目的の政策として位置づけることが適切か
- ・景気対策と位置付ける場合、運営の考え方やメルクマールをどう考えることが適切か
- ・保有する国債をどのように管理すべきか
— 銀行券ルールの合理性、引当・自己資本の運営などについて見直しは必要か

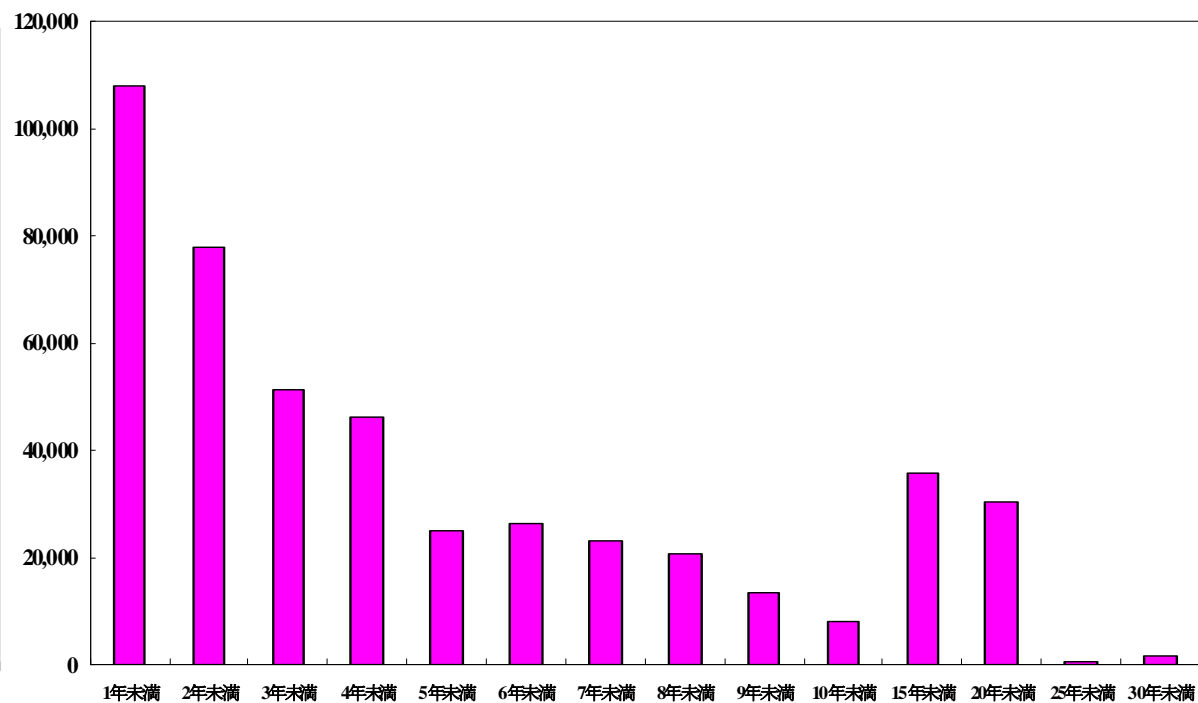
2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ 日本銀行の長期国債ポートフォリオ(8月末現在)

債券種類別構成(額面:億円)



固定利付債残存期間別構成(額面:億円)



固定利付債残存平均期間(加重平均:年)

2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	合計
0.64	1.44	3.03	10.44	25.28	4.83

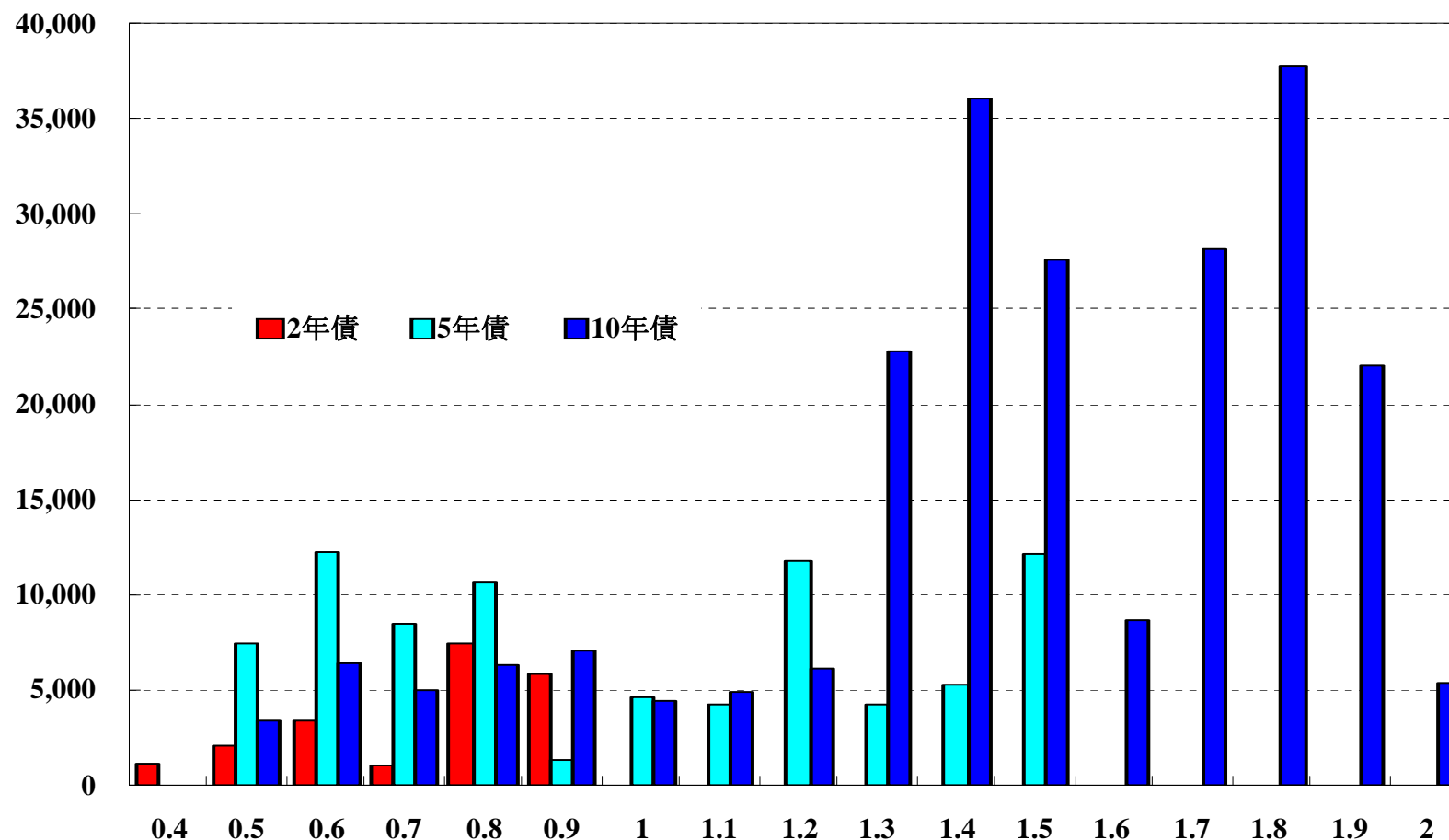
(参考:3月末現在)

2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	合計
0.55	1.45	3.31	10.75	26.58	5.20

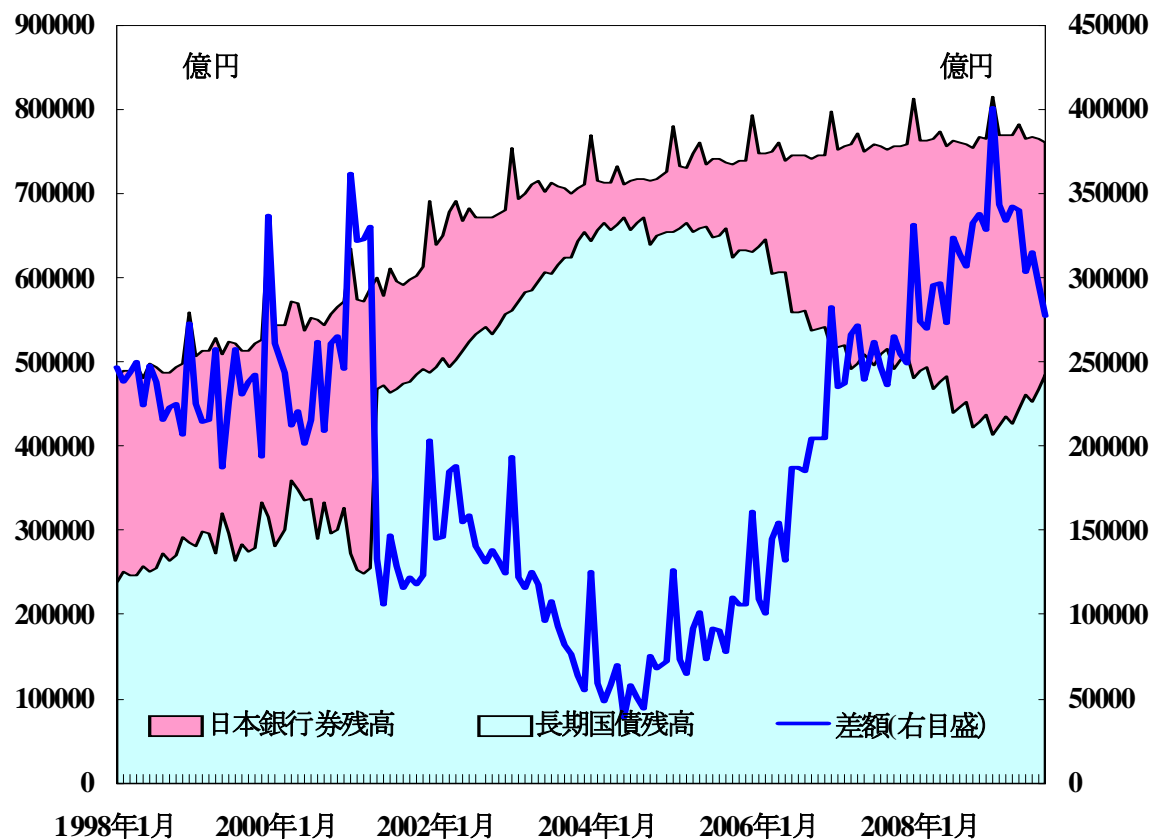
2. 「非伝統的」金融政策の解除に向けて

■ 日本銀行の長期国債ポートフォリオ

固定利付債(2年債・5年債・10年債)のクーポン別構成(額面:億円)



(参考) 日本銀行の長期国債保有に係る「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」

資料:日本銀行

3. マクロブルーデンスについて

■ 今回の危機ではToo Big To Fail(またはToo Interconnected To Fail)の問題が深刻化

・危機が発生してしまうと、大手のプレーヤーを破綻させることは事実上困難

- 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 金融機関は債権債務が複雑であるため、破綻処理に伴うコスト(deadweight loss)も大きい
- 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

(参考) 大手金融機関の破綻によって生じうる現象(再掲)

	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 — 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 — 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 — 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ついて

■ 外部性としてのシステミックリスク

<仮説>

- ・ 金融市場のプレーヤーも公的当局も、リスクの顕在化に伴うコストを適切に評価しなかった
 - LCFIは、価格を所与として自らのリスクを評価しようと努めたとしても、自らないし市場全体のリスクの集積に伴う様々な反作用(repercussion)は適切に考慮されていなかった
 - 中央銀行は、物価安定に努めたとしても、(物価安定の下での)低金利の継続が資産価格を通じて中期的に物価安定に及ぼす効果は適切に考慮されていなかった

<考え方>

- ・ ミクロ経済学の議論を応用すれば、個別のプレーヤーや公的当局のレベルでコストを適切に考慮しうるようにする(コストの内部化を可能とする)ことが予防策の基本となるはず
 - 前提として、外部性を定量化しうるようにすることが重要となる
- ・ 危機対策においても、外部性を適切に考慮することが基本となるはず

3. マクロプルーデンスについて

■ 「予防策」と「危機対策」—「事前」と「事後」のバランスの重要性(再掲)

- ・金融危機の記憶が生々しい下で、公的資金投入への反発が強いこともあって、公的当局（監督当局および中央銀行）による議論は、予防策の充実に傾斜しがち
⇒ 両者のメリット・デメリットを考慮し、バランスの取れた対応をとることは重要

	成功した場合のメリット	デメリット
事前の予防策	<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 ・資本市場によるガバナンスを低下させる可能性
事後の対処	<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

3. マクロブルーデンスについて

■ 予防策は、コストの内部化(internalize the external costs)が基本となるはず

・個別の金融機関におけるコスト内部化への動き

ポイント	考え方	具体案の例
コストとリターンのバランスの是正	・リスクテイクに伴うコストの引上げ	・自己資本比率規制見直し(pro-cyclicality抑制、水準引上げと質的改善、leverage規制の導入等) ・流動性比率規制の導入 ・格付機関への規制(情報開示、対価の取得等)
インセンティブの是正	・不適切なインセンティブの除去	・自己資本比率規制の見直し(証券化、Trading等への強化) ・報酬への規制導入(水準保証の制限、業績連動、情報開示等) ・会計制度の見直し(有価証券の評価等)
市場やプレイヤーの内部化	・多様な市場やプレイヤーへの監視	・ヘッジファンドやPEへの監視の導入(登録、ディスクロージャー、対当局報告等) ・格付機関への規制(登録、ディスクロージャー等)

・中央銀行におけるコスト内部化へのアプローチ

金融政策運営の見直し	・資産価格バブル再発の防止	・資産価格評価(理論および方法論) ・政策目的(金融システムの安定性の位置付け) ・金融システム安定化との関係(ガバナンスのあり方等)
システミックリスクの把握・評価方法の充実	・システミックリスクの早期警戒と是正	・システミックリスクの監視と評価の手法(理論および方法論) ・システミックリスクの抑制策(担保・マージン、「信用緩和」等) ・関連当局の連携(平時および有事)

3. マクロプルーデンスについて

- 危機対策に関しては、金融システムや実体経済への深刻な影響を抑制するため、システミックリスクを遮断したり吸収したりすることが基本となるはず

・個別の金融機関における対応

ポイント	考え方	具体案の例
リスクの吸収	・金融機関によるリスク吸収力の引上げ	・自己資本比率規制見直し(pro-cyclicality抑制、水準引上げと質的改善、leverage規制の導入等) ・流動性比率規制の導入(流動性資産の保有義務付け等)
リスクの遮断	・インフラを含むリスク遮断機能の引き上げ	・決済システムや取引の場の脆弱性除去(oversight明確化、CCP、クロスボーダー担保、自己資本等) ・LCFIの組織の見直し(リスクの遮断・共有等)

・中央銀行におけるアプローチ

危機管理	・円滑な危機管理の実施	・危機対応(「信用緩和」、外貨流動性供給、公的SPV等) ・決済システムや取引の場へのoversight ・LOLR(取引条件、救済策との関係等)
破綻先の円滑な退場	・LCFIに対する破綻処理の導入	・LCFIとのcontingent planの事前合意(いわゆる”living will”の導入) ・業務や取引の標準化(破綻法制、会計制度等) ・LCFI向けの破綻法制(国営化・資本注入、国際的標準化等)

3. マクロブルーデンスについて

■ 米欧の議論で中央銀行に求められている役割は、「マクロブルーデンス」に関する領域

「マクロブルーデンス

金融システムを幅広く高頻度にカバーする監視や分析に基づき、マクロの政策手段によって、システムリスクを管理すること

・「守備範囲」のイメージ:51～52頁に挙げた政策のうち、対象となりうるもの

金融政策運営の見直し	・資産価格バブル再発の防止	・資産価格評価(理論および方法論) ・政策目的(金融システムの安定性の位置付け) ・金融システム安定化との関係(ガバナンス、内部調整機関等)
システムリスクの把握・評価方法の充実	・システムリスクの早期警戒と是正	・システムリスクの監視と評価(理論および方法論) ・システムリスクの抑制策(担保・マージン、「信用緩和」等) ・関連当局の連携(平時および有事)
危機管理	・円滑な危機管理の実施	・危機対応(「信用緩和」、外貨流動性供給、公的SPV等) ・LOLR(取引条件、救済策との関係等)
破綻先の円滑な退場	・LCFIに対する破綻処理の導入	・LCFIとのcontingent plan(いわゆる"living will"の導入)

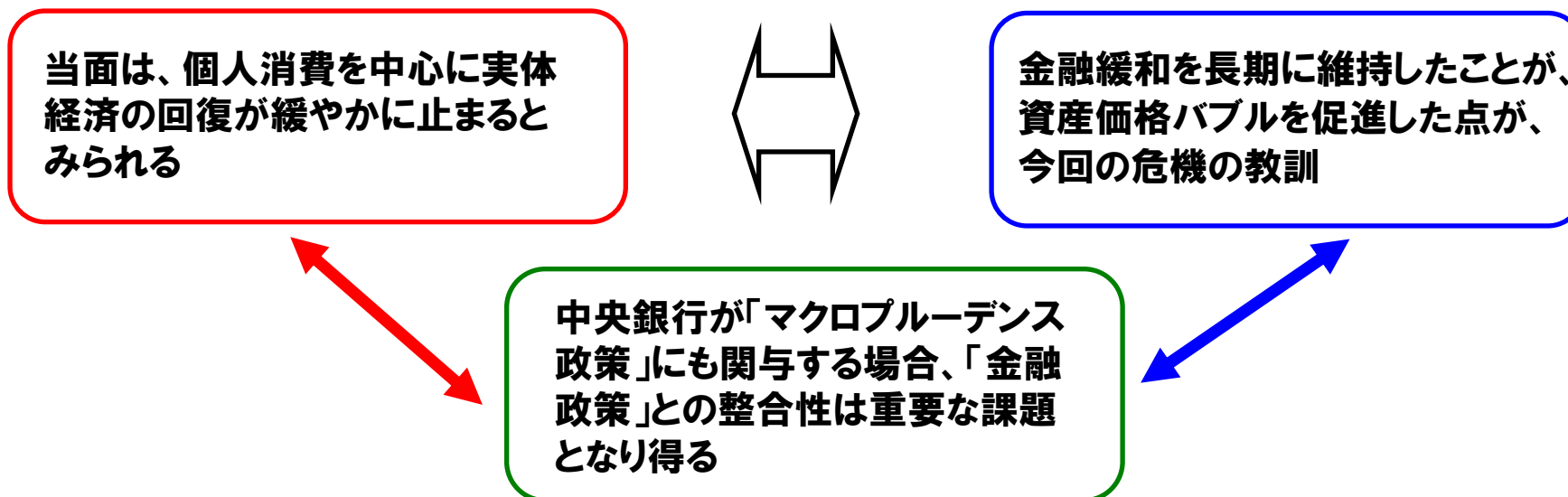
3. マクロブルーデンスについて

■ 中央銀行がマクロブルーデンス政策を担うことに関する賛否(再掲)

項目	内容	課題
1. モニタリングとの規模や範囲の経済性	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行が実施してきたモニタリングとの経済性が存在 ー既に、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 ー情報、ノウハウ、人材をそのまま活用しうる 	<ul style="list-style-type: none"> ・システミックリスクの管理に適したデータ・情報の収集の枠組みの確立 ・システミックリスクの分析・評価手法の確立
2. LOLRとの親和性	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行が有するLOLRの機能と整合性が高い ーリスクの所在や程度に応じたLOLRを実施しうる 	(モラルハザードの抑制策)
3. 金融政策における金融システムへの配慮の必要性	<ul style="list-style-type: none"> 金融政策を運営する上で金融システムの状況を配慮することが必要 ー金融政策は、市場の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うる 	<ul style="list-style-type: none"> ・政策運営におけるシステミックリスクの「内部化」 ー金融政策の再検討 ー中央銀行の組織運営の見直し ーシステミックリスクの分析・評価方法の確立が前提
1. 政府当局との役割分担	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行に機能が集中することは望ましくない ー他の当局が権限を奪われることを強く警戒 	<ul style="list-style-type: none"> ・中央銀行の機能の見直し ー中央銀行による金融監督の守備範囲 ー他の当局との連携のあり方
2. 政策運営に関する説明責任	<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 ー金融政策と同様の「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. 中央銀行の対応能力	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行の能力に対する懐疑的な批判 ー金融危機に対する責任論も含まれる 	<ul style="list-style-type: none"> ・システミックリスクの管理に適したデータ・情報の収集の枠組みの確立 ・システミックリスクの分析・評価手法の確立

3. マクロプルーデンスについて

■ 超低金利政策を継続することによるリスクの管理は未解決の課題



(参考) G20 Summit Communiqué (9/25日) / Speech by FRB Governor Walsh (9/25日)

2. ...we also need to develop a transparent and credible process for withdrawing our extraordinary fiscal, monetary and financial sector support

...We task our Finance Ministers...to continue developing cooperative and coordinated exit strategies recognizing that the scale, timing and sequencing...will vary countries...and across the types of policy measures

•...if policymakers insist on waiting until the level of real activity has plainly and substantially returned to normal...they will almost certainly have waited too long.

•...the unusually high level of reserves, along with substantial liquid assets of the banking system, could fuel an unanticipated, excessive surge in lending

•when the decision is made to remove policy accommodation further, it be accomplished with greater swiftness than is modern central bank custom...

3. マクロプルーデンスについて

- この課題に現実的な回答を得ることは容易ではないが、検討の手がかりは少なからず存在している

(検討の出発点)

- 資産価格自体を政策運営に直接に取り込むことは副作用の方が大きいのではないか
 - いわゆる”Greenspan’s Put”のような問題を再現する可能性が高い
- システミックリスクの適切な指標があれば、より合理的なリスク管理が可能ではないか
- 中期的な物価安定は、資産価格のファンダメンタルズへの収斂を促すのではないか
- 中央銀行が、金融政策とマクロプルーデンス政策の双方を担うことは、金融政策による外部性を内部化する意味では合理的ではないか
- いずれの政策に関しても、説明責任やガバナンスを確保することが重要ではないか

(日本にとっての検討点)

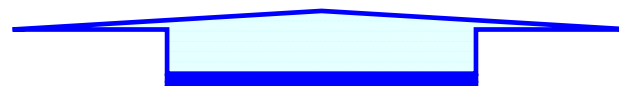
- 「量的緩和」ないし「静かな時間軸政策」をどう評価するか
 - 日本の実体経済や金融市場の現状を前提とすれば、政策を継続するメリットが勝るように見えるが、グローバルなcontextからみるとどうか
- システミックリスクに関する適切な指標は利用可能か
- 日本銀行によるマクロプルーデンス政策への関与をどう評価するか

3. マクロブルーデンスについて

■ システミックリスクの把握と評価(試行的アプローチ)

<前提>

マクロブルーデンス政策のためにはLCFIの動向に焦点を当てるのが適当ではないか



ポイント	内容	検討
1. 今回の金融危機の経験	・今回の金融危機では、リスクの大きな部分がLCFIに集中した	・米国での証券化等による「リスク移転」も、LCFIの与信に依存していた ・欧州や日本は銀行のウエイトが大きいため、大手銀行にリスクが集中しやすい
2. 銀行の機能	・リスクの蓄積を招くレバレッジの拡大にとって、通貨の創出機能を有する銀行の役割が大きい	・HFやPE等によるリスクテイクもPBの機能が支えていた面が大きい ・「リアルマネー」による投資は過大なリスクに繋がりにくいし、分散投資の徹底という対応によってシステミックな影響(crowded position)を抑制しうるのではないか
3. モラルハザードの防止	・モラルハザードの防止のためにはLCFIによるシステミックリスクを避けることが重要	・政治的にはアピールしやすいアプローチ
4. 実用性	・現時点で政策手段として活用しうるアプローチであることが必要 ーまた、市場や政治家にとって理解しやすい内容であることも望ましい	・LCFIに対し、既存の監視・監督の枠組みを活用することが可能ではないか ・その他のプレーヤーからのデータ・情報の活用可能性は検証されていない ・理論的にも不特定多数のプレーヤーを対象とすることは困難

3. マクロブルーデンスについて

■ システミックリスクの把握と評価(試行的アプローチ)

<基本的ロジック>

- ・LCFI全体と個別のLCFIの双方について、リスクの特性を把握する
- ・あるLCFIが破綻したことを想定し、LCFI全体と個別のLCFIの各々に生ずる損失を推計する
- 原因となるリスクの内容、破綻するLCFIの組合わせなどを順次変えながら推計を繰り返す

例	内容
CoVaR (Adrian and Brunnermeier)	<ul style="list-style-type: none"> ・「LCFIを全体としてみたVaR」と、「あるLCFIが破綻した場合のLCFI全体のVaR(CoVaR)」との差をΔ CoVaRと定義 →Δ CoVaRは当該LCFIによるシステミックリスクへの「寄与」 ・指標の計算自体はVaRと同じであり、データさえ確保できれば比較的容易で理解しやすい ・LCFIごとのsensitivityの相違に基づくシステミックリスクの非対称性を扱う ・あるLCFIが破綻した下での、別の特定のLCFIによるΔ CoVaR(いわば「条件付CoVaR」)の推計といった、金融危機に特有の状況も扱う
Shapley Value (Tarashev, Borio and Tsatsaronis)	<ul style="list-style-type: none"> ・「LCFIを全体としてみたリスク特性」と、「特定のLCFIの組み合わせによるリスク特性」との差を、Shapley Valueの考え方によってLCFIに配分 →この値が当該LCFIによるシステミックリスクへの「寄与」 →リスク特性は、PD、LGD、common factorなどを変化させた場合の損失 ・ロジック自体は単純で理解しやすい ・common factorを変えることで、crowded positionの影響を定量的に把握しうる ・LCFIの市場集中度の変化の影響も容易に把握しうる

以 上

2009年9月30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

