

# 金融市場パネル(Financial Markets Panel)

## 第29回会合

### 「中央銀行による金融システム安定の役割について」

#### 資料

2014年01月08日

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部長

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. 米欧の中央銀行の金融危機後における役割

### 2. 中央銀行にとっての新たな課題

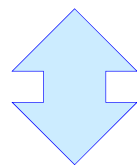
### 3. 政策当局の中での中央銀行の役割

### おわりに

## 0-1. 我が国で金融システム安定を考える意義

### <米欧との温度差>

- ✓ 今回の金融危機でも金融システムの安定が大きく損なわれた訳ではない
  - ーまして、金融危機の発生源でもなかった
- ✓ 当面を展望しても、金融システム内に不安定化の兆候はみられない
  - ー例えば、米国では「QE3」の副作用としてのリスクの集積への懸念がみられる
  - ー英国でも、監督当局が住宅市場に警告を発し始めた



### <我が国にとっての意義>

- ✓ 金融システム安定のための規制や監督のグローバルな枠組みとの整合性は重要
  - ー金融システムのグローバルな連関が高まっている以上、規制や監督の枠組みに関与することが求められる
- ✓ 金融システム安定のためのグローバルなサーベイランスにおける役割も重要
  - ー国際金融システムの一翼を担う我が国のカバーが必要とされる
  - ーアジアの金融システムに対するサーベイランス面からの貢献も有意義である
- ✓ 経済政策に伴う「内生的」なシステミックリスクに備えることが大切
  - ー財政、金融双方の面でマクロ政策は金融システムに対するストレスとなりうる

## 0-2. 想定される論点

<p>金融システム 安定策の目的</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 金融システムの安定を目指すとはどういうことか</li> <li>— 何が実現されれば目的が達成できたことになるのか</li> <li>— 特定の状態を目指すのか、それとも変化に裁量的に対応するのか</li> </ul>
<p>「非伝統的金融政策」 とのコンフリクト</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 両者のコンフリクトにどう対応すべきか</li> <li>— 特殊な状況と考えるべきか、それとも一般性のある課題とみるべきか</li> <li>— どのような対応が考えられるか。金融政策に関する知見は応用しうるか</li> </ul>
<p>政策当局の中 での中央銀行 による役割</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 中央銀行の役割をどう位置づければよいか</li> <li>— 金融システム安定策の枠組みの中ではどうか</li> <li>— より広くマクロ経済政策の枠組みの中ではどうか</li> </ul>

## 1. 米欧の中央銀行の金融危機後における役割

## 1-1. 米欧の中央銀行の金融危機後における役割

- 米欧の中央銀行は、金融危機の経験を踏まえた政府組織の見直しの結果、金融システム安定の上で果たす役割が大きくなっている。
  - なかでも、システミックリスクないし「マクロ・プルーデンス」に関連する領域での拡充が目立つ。

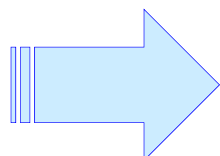
中央銀行	主な変更点	背景
FRB	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ システミックに重要なノンバンクおよび貯蓄金融機関持株会社の監督(具体的な先はFSOCが指定)</li> <li>■ システミックに重要な金融機関に対する規制の策定                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— FDICと共同でのresolutionに関する規制を含む</li> </ul> </li> <li>■ システミックに重要な決済インフラの監視</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融監督や規制における業態面からみたギャップの解消</li> <li>■ (システミックに重要な金融機関によるモラルハザードの防止)</li> </ul>
ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融システム安定に関する役割の具体化                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— ESRBの運営や問題国に対する「Troika」への参加など</li> </ul> </li> <li>■ 域内金融機関に対する監督(SSM)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 重要な金融機関(約130)を直接に監督</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融監督や規制における地理的なギャップの解消</li> <li>■ 問題解決における調整コストの抑制</li> </ul>
BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「マクロ・プルーデンス政策」の企画と執行                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 新設されたFPCによって実施</li> </ul> </li> <li>■ 個別の金融機関に対する監督の企画                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 指示や提言を通じてPRAに執行させる</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融監督や規制における関係当局間の連携の問題の解消</li> </ul>

## 1-2. 「シナジー論」

- ・このような動きの背後にある考え方を一言で纏めれば、中央銀行が金融システム安定—特に「マクロ・プルーデンス」—においてより大きな役割を担うことに「シナジー効果」が存在するというものである。

### <「シナジー効果」に関する主な議論>

- ✓ 中央銀行は、金融システム安定のために必要な情報—狭い意味での金融システムや金融機関に関する情報には限らない—を、既に金融政策の目的でモニターしている(効率性の観点)
- ✓ 「マクロ・プルーデンス」に必要とされるマクロの鳥瞰的な視点も、既に金融政策のために備えている(合目的性の観点)
- ✓ このため、金融政策のために蓄積された識見や分析の多くが応用可能である(専門性の観点)
  - この点には人材や組織に関するリソースも含まれる
  - 実体経済と金融システムを統合的に分析する試みも既に着手されている



サーベイランスの領域を中心とする金融政策との「シナジー効果」が、前頁にみたような金融システム安定策との「シナジー効果」の基盤にもなっている

## 1-3. 中央銀行によるサーベイランス

- 金融システム安定のためのサーベイランスに求められる目的とそのために指標に求められる特性を整理すると以下ようになる。これらは、金融政策と平行な面を有している。

目的	内容	特性
早期警戒	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ システミックリスクの予兆を把握することが目的</li> <li>— 監督当局による検討のトリガーとなることを期待</li> <li>■ 金融危機の予防という視点と整合的</li> <li>■ 指標の選択や解釈が、前回の危機の特徴に影響されやすい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 予測力</li> <li>■ カバレッジ</li> <li>■ 柔軟性</li> </ul>
政策判断	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融システム安定のための政策発動の必要性を示すことが目的</li> <li>— 監督当局による政策判断の材料となることを期待</li> <li>■ 監督当局にとって当然に必要なもの</li> <li>■ 指標のみで機械的に判断しうる訳ではない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 頑健性</li> <li>■ 速報性</li> <li>■ 加工性</li> </ul>
説明責任	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策判断の根拠を証明することが目的</li> <li>— 監督当局による説明の材料となることを期待</li> <li>■ 適切な理解の共有は、政策効果の強化にも繋がる</li> <li>■ 幅広い関係者に分かりやすい指標が存在する訳ではない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 分かりやすさ</li> <li>■ カバレッジ</li> <li>■ 検証可能性</li> </ul>



## 1-4. サーベイランスに使用される指標(欧州の中央銀行の例: その1)

指標	ECB (FSR)	ESRB (Dash Board)	BOE (FSR)	SNB (FSR)	<参考>日銀 (金融システムレポート)
量的指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> <li>Debts of major sectors</li> <li>Debt Service Ratios of specific sectors</li> <li>Current Account</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> <li>Current Account</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bank Lending</li> <li>Bonds Issuance</li> <li>Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> <li>Debts of major sectors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bank Lending</li> <li>Bonds Issuance</li> <li>Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> <li>Debts of major sectors</li> <li>Debt Service Ratios of specific sectors</li> </ul>
リスクの 分布・集積	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross-Border Claims</li> <li>External Funding by Banks</li> <li>Risk exposure to selected assets</li> <li>Flows into specific asset classes</li> <li>Portfolio Investment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross-Border Claims (including Foreign Currency Loans)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross-Border Claims</li> <li>Risk exposure to selected assets</li> <li>Flows into specific asset classes</li> <li>LTV to selected sectors</li> <li>Concentration of position in specific markets</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LTV to selected sectors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross-Border Claims</li> <li>Risk exposure to selected assets</li> <li>LTV to selected sectors</li> <li>Funding by Banks</li> </ul>

## 1-5. サーベイランスに使用される指標(欧州の中央銀行の例: その2)

指標	ECB (FSR)	ESRB (Dash Board)	BOE (FSR)	SNB (FSR)	<参考>日銀 (金融システムレポート)
市場機能	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sovereign Spreads</li> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>• Credit Conditions</li> <li>• Property Prices</li> <li>• Implied Volatilities in specific markets</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sovereign Spreads</li> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>• Credit Conditions</li> <li>• Property Prices</li> <li>• Implied Volatilities in specific markets</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sovereign Spreads</li> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>• CDS Premia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sovereign Spreads</li> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sovereign Spreads</li> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>• Property Prices</li> <li>• Credit Conditions</li> <li>• Implied Volatilities in specific markets</li> </ul>
金融機関の状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> <li>• Leverage Ratio</li> <li>• Loan to Deposit Ratio</li> <li>• Liquid Asset</li> <li>• Expected Redemption</li> <li>• Funding Costs</li> <li>• Non-Performing Loan</li> <li>• Wright-offs</li> <li>• Loan Loss Provision</li> <li>• PER/ROE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> <li>• Loan to Deposit Ratio</li> <li>• Breakdown of asset/liability</li> <li>• Expected Redemption</li> <li>• PER/ROE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> <li>• Leverage Ratio</li> <li>• Loan to Deposit Ratio</li> <li>• Liquid Asset</li> <li>• Capitalization</li> <li>• Breakdown of asset/liability</li> <li>• Loan Loss Provision</li> <li>• Currency Breakdown of asset/liability</li> <li>• Credit Ratings</li> <li>• PER/ROE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> <li>• Credit Ratings</li> <li>• Delinquency Rates</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> <li>• Delinquency Rates</li> <li>• Loan to Deposit Ratio</li> <li>• Loan Loss Provision</li> <li>• Interest Rate Risks as measured by bps</li> <li>• Equity Risks</li> <li>• PER/ROE</li> </ul>

## 1-6. サーベイランスに使用される指標(参考：米国当局の例)

指標	FSOC (Annual Report)	OFR (Annual Report)	指標	FSOC (Annual Report)	OFR (Annual Report)
市場機能	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>• Yield Curve of Treasury Notes</li> <li>• Implied Volatilities in Specific Markets</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>• CDS Premia</li> </ul>	量的指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debt and Assets of Major Sectors</li> <li>• Bond Issuance</li> <li>• Debt Service Ratio of Households</li> <li>• Current Account</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Net Increase in Mortgage Liabilities</li> <li>• Debt Outstanding (Credit Gap)</li> </ul>
リスクの分布・集積	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Federal Debt Held by Public and Overseas</li> <li>• Flows to EMEs</li> <li>• Estimated Value of Repo Market, Securities Lending and OTC Derivatives</li> <li>• Mutual Fund, Hedge Fund and REIT Assets</li> <li>• Components of Consumer Credits</li> <li>• Mortgage Negative Equity</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Net Purchase of US Treasury Debt</li> <li>• Estimated Value of Repo Market</li> <li>• Margin Requirements</li> <li>• MMF Assets</li> <li>• Net Credit Protection by Borrowers</li> <li>• Ratio of Home Mortgage to Real Estate Assets</li> </ul>	金融機関の状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> <li>• Liquidity Ratio</li> <li>• Liability and Funding Structure</li> <li>• CDS Spreads</li> <li>• Mortgage Originations/Foreclosures</li> <li>• Delinquency and Non-Performing of Major Types of Loans</li> <li>• ROA/PER/ROE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tier I Capital Ratio</li> </ul>

## 1-7. BOEのFSRとインフレーション・レポートが活用する指標の比較

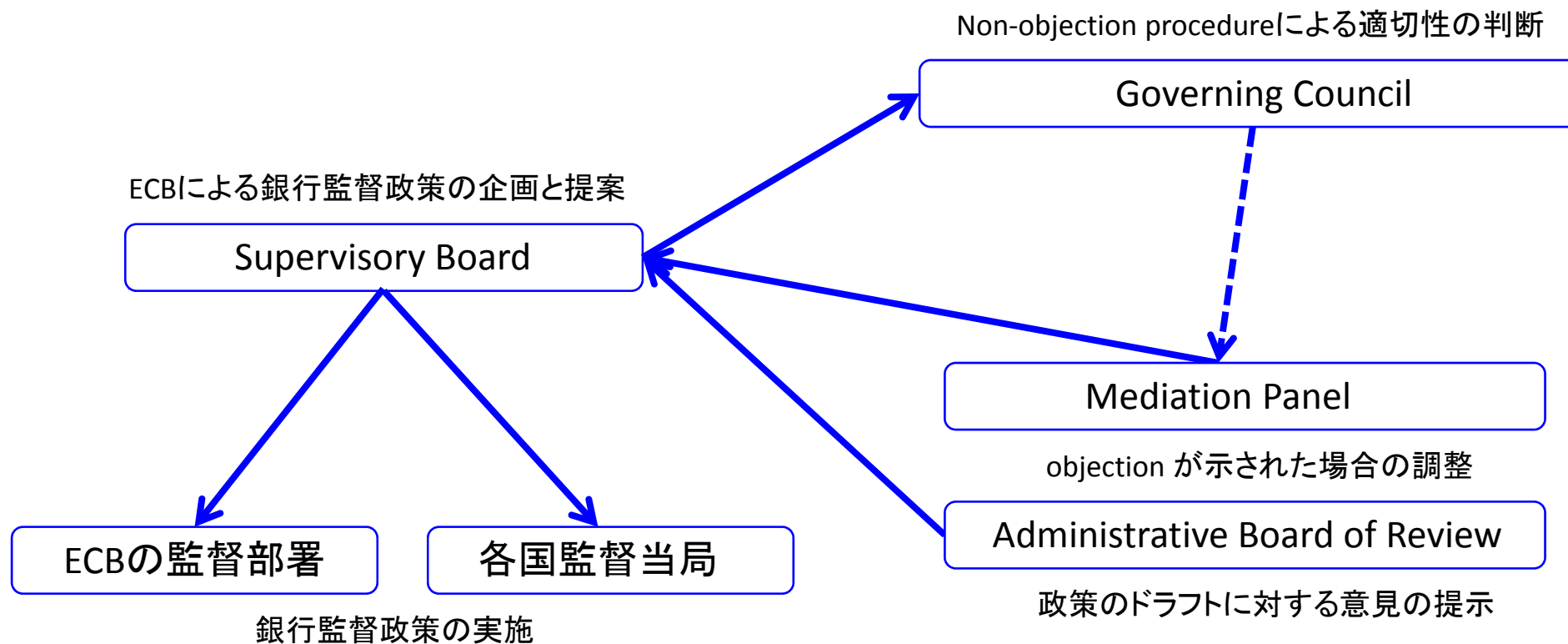
指標	量的指標	リスクの 分布・集積	市場機能	金融機関 の状況
BOE (FSR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bank Lending</li> <li>Bonds Issuance</li> <li>Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> <li>Debts of major sectors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross-Border Claims</li> <li>Risk exposure to selected assets</li> <li>Flows into specific asset classes</li> <li>LTV to selected sectors</li> <li>Concentration of position in specific markets</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sovereign Spreads</li> <li>Credit Spreads (including Swaps)</li> <li>CDS Premia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tier I Capital Ratio</li> <li>Leverage Ratio</li> <li>Loan to Deposit Ratio</li> <li>Liquid Asset</li> <li>Capitalization</li> <li>Breakdown of asset/liability</li> <li>Loan Loss Provision</li> <li>Currency Breakdown of asset/liability</li> <li>Credit Ratings</li> <li>PER/ROE</li> </ul>
BOE (インフレーション レポート)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bank Lending</li> <li>Bond Issuance</li> <li>Money Supply</li> <li>Business Investments</li> <li>Housing Investments</li> <li>Current Account</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Implied Forward Rates (Including Policy Rates and Government Bond Yields)</li> <li>Lending to specific sectors</li> <li>Economic Sentiment of specific sectors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sovereign Spreads</li> <li>Credit Spreads</li> <li>Implied volatility (Performance of Banks utilizing FLS)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Net Funding (including Bond Issuance)</li> <li>Funding Costs</li> <li>Loan Rates (including those for specific sectors)</li> </ul>

## 1-8. 米欧の中央銀行における組織内の対応

- ・米欧の中央銀行においては、契機や背景こそ各々異なっているものの、組織内でも関連する部署同士の連携強化を図る動きがある。

FRB	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2009年のSCAPIに際して、FRB内部の銀行監督部門と実体経済や金融市場の調査部門等が共同作業を実施(inter-disciplinary approach)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ーその後は、毎年のストレステストの実施等を通じて実践</li> <li>ー適切な関係が構築されたことで、随時活用されているとの評価がみられる</li> </ul> </li> </ul>
BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2013年のFPC設置に際して、副総裁を新設(Financial Stability担当とPRA担当を分離)したほか、FPC運営のためのスタッフラインを設置               <ul style="list-style-type: none"> <li>ーこのスタッフラインはMPC運営のものとは平行な形をイメージ</li> <li>ー外部採用だけでなく、MPC運営のスタッフの異動も多いとされ、いわば自然に部署間の連携が進むとの評価がみられる</li> </ul> </li> </ul>
ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2013年に欧州議会の承認を得たSSMの実施に際して、Supervisory Board とGoverning Councilを調整するためのMediation Panelを設置               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー両会議のメンバーから選任</li> <li>ーなお、Supervisory Boardは議長(Nouy氏)、副議長(ECB理事から選出)、ECB代表(4名)、各国監督当局の代表(各1名)で構成</li> </ul> </li> </ul>

## 1-9. ECBの組織(SSM関連部分)



## 1-10. マクロ経済情報等の活用

- 米欧の中央銀行が組織内の連携強化を図る背景には、金融システム安定を維持するためには、金融システムや金融機関に関する情報だけでなく、マクロ経済を含む様々な情報を活用することが重要という意識との関係も窺われる。
  - なぜなら、1) 金融危機は金融システムと実体経済の相互作用として現れること、2) これらのソースからは高頻度で計量的な分析に即した情報が得られることなどである
- 代表的な情報とその内容を整理すると次のようになる。

情報	内容と趣旨	情報ソース	頻度
実体経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>・家計や企業の経済活動のモニタリング</li> <li>・マクロ経済政策の運営とその効果</li> <li>→リスクの蓄積や集中の把握</li> <li>→金融システムと実体経済の相互作用の把握</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済官庁、中央銀行、ベンダー等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・月次以上</li> </ul>
金融市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主要な市場の量的指標や価格指標のモニタリング</li> <li>→リスクの蓄積や集中の把握</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中央銀行、ベンダー等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日次以下</li> </ul>
Market Intelligence	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主要な市場の動向やプレーヤーの戦略のモニタリング</li> <li>→システミックリスクの伝播の予測</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中央銀行、監督当局等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日次以下</li> </ul>

## 1-11. 金融監督情報の活用

- 金融システム安定のためのサーベイランスにおいて、個別の金融機関監督を通じて得た情報を活用することへの意識の高まりがみられる点も、中央銀行内の連携強化と関連している可能性がある。
  - 金融システムに生ずるショックに対して金融機関がどのような影響を受け、かつどう反応するかについて、他の指標や分析では得られない包括的な知見が含まれるとされる。
- もちろん、実際に活用する上では様々な課題も存在する。

課題	内容	対応の方向性
機密保持	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機関監督を通じて得た個別金融機関に関する情報は機密保持が求められる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策判断等の目的には、匿名性を維持したままで活用しうる</li> <li>ただし、あまり加工すると情報の特性を失いうる</li> </ul>
情報の標準化	<ul style="list-style-type: none"> <li>分析や評価のためには、相互比較や集計に適したレベルまで標準化することが求められる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国(業態)や欧州(地域)では、それぞれに進行する標準化を待つ必要がある</li> <li>より狭い対象の場合は大きな問題にならない</li> </ul>
情報取得のタイミング	<ul style="list-style-type: none"> <li>分析や評価のためには、相互比較や集計が意味を持つよう、取得のタイミングをある程度揃える必要がある</li> <li>個別の金融機関に対する通常の検査には、インターバルとタイムラグの問題がある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Off-siteで多数の先から情報を収集する</li> <li>ただし、銀行監督に伴う情報という意味が希薄化する</li> <li>ターゲットを絞った検査を同時に実施することで、適切な情報を収集しうる</li> </ul>

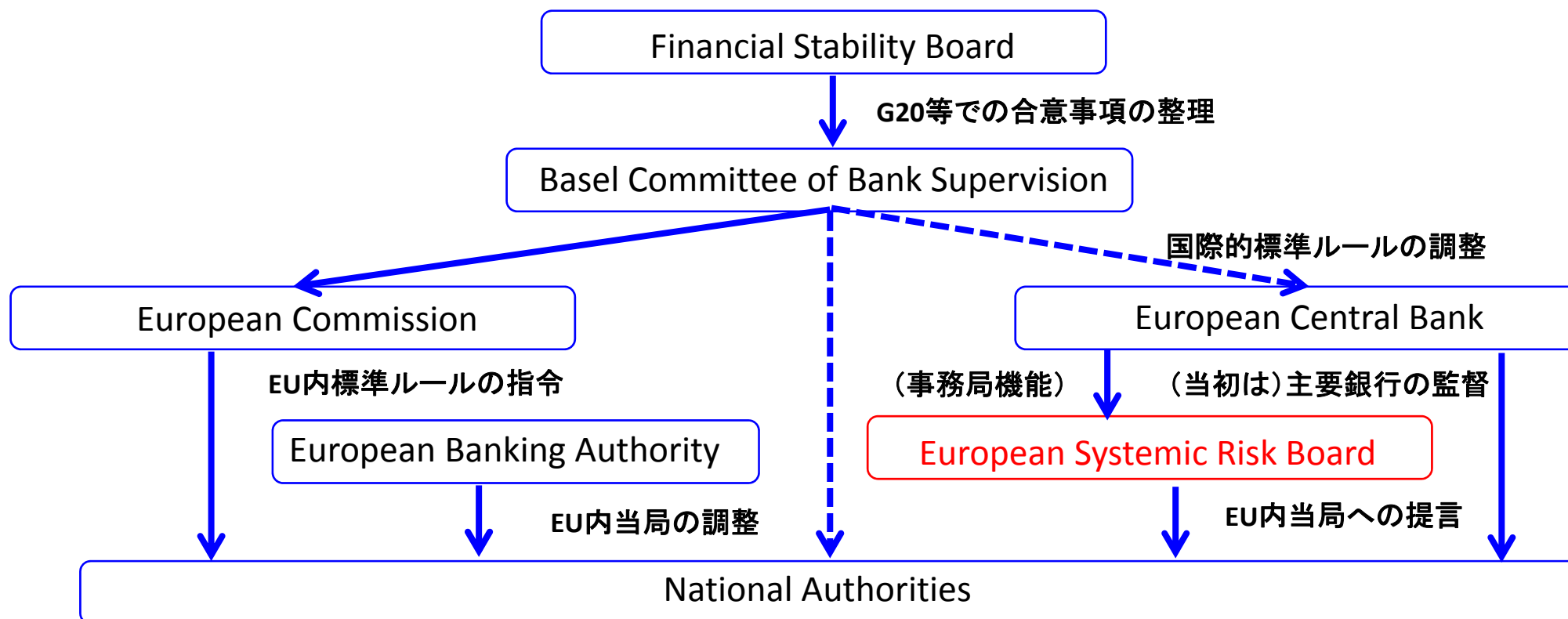


## 1-12. 金融システム安定のための会議体における役割

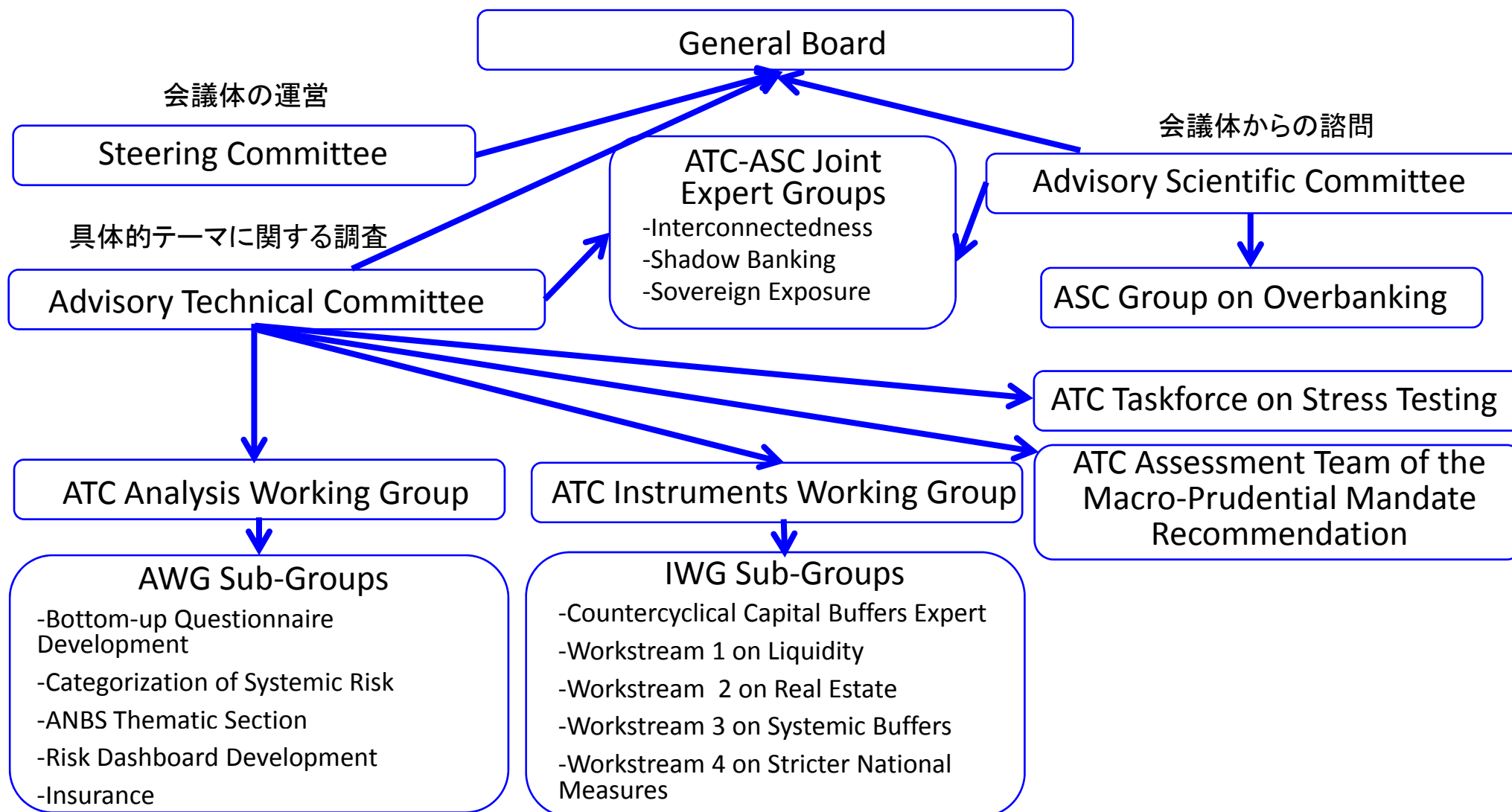
・米欧で新たに設置された会議体でも、中央銀行は重要な役割を果たしている。

ポイント	FSOC	ESRB
根拠法規	・DF法	・欧州議会および欧州理事会によるRegulation
メンバー	<Voting member> ・財務長官、FRB議長、OCC長官、BCFP局長、SEC議長、FDIC議長、CFTC議長、FHFA局長、NCUA議長、保険に関する専門家 <Non-voting member> ・OFR局長、連邦保険局局長、州の保険および銀行および証券の監督官	<Voting member> ・ECB議長および副議長、域内各国の中央銀行総裁、欧州委員会代表、EBA議長、EIOPA議長、ESAM議長、Advisory Scientific Committee議長および副議長、Advisory Technical Committee議長 <Non-voting member> ・域内各国の監督当局代表、欧州委員会Economic and Financial Committee議長
目的	・金融システムに対するリスクの認識 ・公的救済のモラルハザードを防ぐための市場規律促進 ・金融システム安定に対する脅威への対応	・域内のマクロ・プルーデンス監督の実施(システムミック・リスクの認識と必要な政策の提言) ・域内の金融市場の円滑な機能への貢献
政策手段	・監督当局間での情報交換と意思疎通 ・監督当局に対する提言 ・対議会を中心とする報告ないし提言	・参加組織間での情報交換と意思疎通 ・監督当局に対する提言と民間部門に対する警告 ・域内の関連機関との連携や調整
活動実績	・対議会報告(特定の政策に係る調査) ・会合の開催 ・システムミックリスクの抑止に係る個別の政策課題に関する検討(主として、Sub-committeeないしStanding committeeの運営による)	・対議会報告 ・会合の開催 ・監督当局に対する提言 ・システムミックリスクの抑止に係る個別の政策課題に関する検討(主として、Sub-committeeの運営による)

## 1-13. 欧州の当局組織とESRB



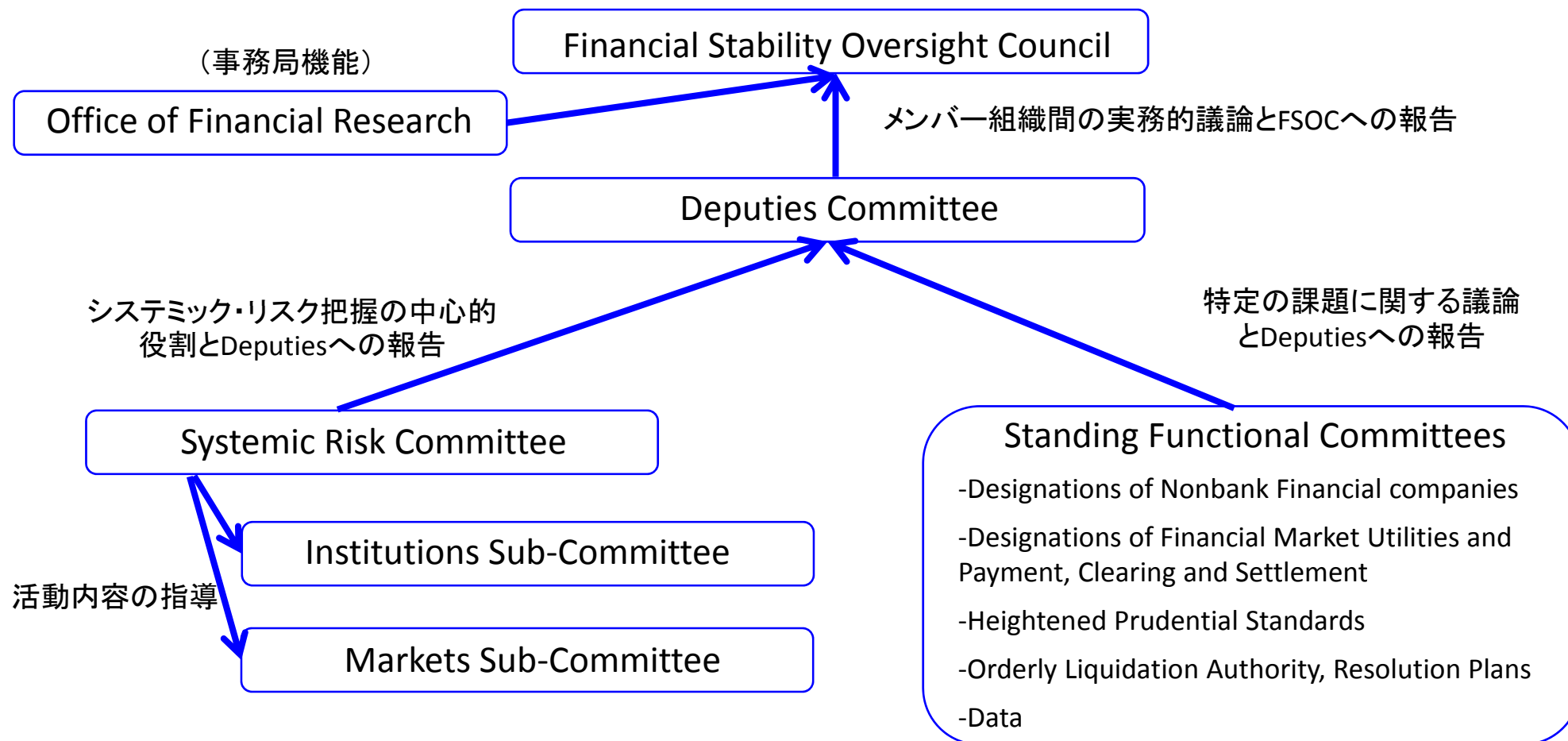
## 1-14. ESRBの組織



## 1-15. ESRBによる主なrecommendation

2011年11月	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 外貨貸出について</li> <li>— 東欧や体制移行国の国内における外貨建て貸付(ユーロやスイスフラン)の為替リスクと流動性リスクを取り上げ、各国当局に、金融機関のリスク認識の徹底、モニタリングの強化、金融機関のリスク管理の徹底等を求めた</li> <li>— 各国当局の報告期限は2012年6月または年末</li> </ul>
2012年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 各国当局のマクロ・プルーデンス政策に関するマンドート</li> <li>— 政策目的、担当当局、同当局の役割と機能、透明性・説明責任、独立性等を明確にするよう求めた</li> <li>— 各国当局の報告期限は2013年6月</li> <li>■ 金融機関の米ドル資金調達について</li> <li>— 金融機関による米ドル資金の調達について、モニタリングの強化と金融機関に対する緊急措置の徹底を求めた</li> <li>— 各国当局の報告期限は2012年6月</li> </ul>
2013年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ MMFについて</li> <li>— MMFがストレスの結節とならないよう、時価評価や実績配当の徹底、流動性規制の導入、情報公開の徹底等を求めた</li> <li>— (本件はEU委に対応を求めており、報告期限は2014年6月末)</li> <li>■ 金融機関の米ドル資金調達について(フォローアップ)</li> <li>— 前回の続き、金融機関に対して、流動性リスク管理や流動性ポジションの情報開示等の徹底を求めた</li> <li>— 各国当局の報告期限は、2014年6月から2015年3月に分散</li> </ul>
2013年6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ マクロ・プルーデンス政策について</li> <li>— 2012年1月のフォローアップとして、中間目標の設定と達成、政策手段の適切性の評価、これらの運営に関する戦略の策定等を求めた</li> <li>— 各国当局の報告期限は、前者2つが2014年末(ただし、中間目標の達成度合いの評価は随時)、後者が2015年末</li> </ul>

## 1-16. FSOCの組織



## 1-17. FSOCによる議会報告

時期	タイトル	概要
2011年1月	・Study of the Effects of Size and Complexity of Financial Institutions on Capital Market Efficiency and Economic Growth	・DF法に基づき、システミック・リスク抑制のための金融機関に対する業務規制が、経済にどのような影響を持つか調査し、望ましい規制を提言
2011年1月	・The FSOC's Report on the Concentration Limit on Large Financial Companies	・DF法に基づき、金融機関統合に関する「10%ルール」が金融システムの安定や効率、モラルハザードや金融コストに与える影響を調査し、実務面からの修正を提言
2011年1月	・FSOC's Study and Recommendations Regarding Implementation of the Volcker Rule	・DF法に基づき、いわゆるVolcker ruleを最も望ましい形で実施する方策を調査し、その結果を提言
2011年7月	・Secured Creditor Haircut Study	・DF法に基づき、金融機関の秩序ある清算における有担保債権者の扱いにおける、納税者保護と市場規律の最大化について調査
2011年12月	・Report to the Congress on Prompt Corrective Action	・DF法に基づき、連邦銀行監督当局による金融機関のPCAについて調査し、その結果を報告 －GAOの報告書に対する回答
2012年6月	・Report to the Congress on Actions Taken in Response to the US GAO's Report on National Credit Union Administration	・National Credit Union Authority Clarification Actに基づき、NCUAによるCredit Unionの監督とPCAについて調査し、その結果を報告 －GAOの報告書に対する回答
2012年7月	・Report to the Congress on Study of a Contingent Capital Requirement for Certain nonbank Financial Companies and Bank Holding Companies	・DF法に基づき、FRBの監督下におかれる非銀行金融会社と銀行持株会社に対するcontingent capital規制について、実現可能性やメリットとコスト等について調査し、その結果を報告

## 1-18. FSOCが関与する主なrecommendation(2013年)

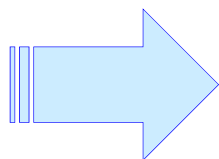
Wholesale Funding の改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ MMF(主担当はSEC)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ーリスク削減のための3案(①floating NAV, ②stable NAV with buffer, ③stable NAV with buffer and other measures)に関するパブリックコメントの結果をreview、SECに適切な対応を求めた</li> </ul> </li> <li>■ Tri-party repo(対クリアリングバンクおよび市場参加者)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー2012年のrecommendationのフォローアップ(クリアリングバンクの与信削減、市場参加者の流動性リスクと信用リスク管理の強化、参加者の破綻の際のfire salesの防止)を実施した</li> </ul> </li> </ul>
Housing Finance の改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ GSEの役割縮小(主担当はFHFA)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー民間投資家とのリスク分担や保証料引上げを通じて、GSEの役割縮小を促すことを求めた</li> </ul> </li> <li>■ private level MBSの再活性化(主担当はFHFA、財務省、HUD、CFPB)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ーrisk retentionやQRMの見直し等により、private level MBS組成の再活性化を求めた</li> </ul> </li> <li>■ モーゲージ流通市場のプラットフォーム創設(主担当はFHFAとGSE)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー新たなインフラ創設を通じて、MBS組成の効率化を求めた</li> </ul> </li> </ul>
Reference Rate の改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ LIBORの改革(主担当は各監督当局)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー海外当局や国際機関、市場参加者との協力を通じて、実取引に依存し、かつ適切なガバナンスの下にある代替的な指標を模索するとともに、それへの円滑な移行を求めた</li> </ul> </li> </ul>
長期に亘る低金利 に伴うリスクへの対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 預金金融機関に対して(主担当は銀行監督当局)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー金利上昇に転じた場合の流動性リスクと金利リスクの管理の徹底を求めた</li> </ul> </li> <li>■ 保険および年金に対して(主担当は各監督当局)               <ul style="list-style-type: none"> <li>ー金利上昇シナリオの妥当性確認やその場合のリスク管理の徹底を求めた</li> </ul> </li> </ul>

## 1-19. 「シナジー論」の再検討

- ・ 中央銀行が金融システム安定—特に「マクロ・プルーデンス」—においてより大きな役割を担うことに「シナジー効果」が存在するとの考え方には一定の合理性が存在するが、以下のような反論も可能である。

### ＜「シナジー効果」に関する主な疑問＞

- ✓ 金融システム安定策と金融政策とを比較した場合、時間的視野も含めて異なる観点からのモニターや分析が必要となる(合目的性の観点)
- ✓ マクロの視点が必要であっても、実際の政策手段はミクロである(効率性の視点)
  - つまり、ミクロの政策手段に識見を有する政府当局の役割が重要である
- ✓ 経済政策としてみた場合、健全な「チェック・アンド・バランス」の視点が必要である(独立性の観点)
  - 特に「マクロ・プルーデンス」に関しては、中央銀行といえども経験や知見の蓄積は乏しい
  - 専門性については、どのような当局であれ、多少の時間をかければ開発しうる



これらの点に加え、「マクロ・プルーデンス」の実践を通じて中央銀行が新たな課題に直面しつつあることも、「シナジー論」の再検討を促している



---

## 2. 中央銀行にとっての新たな課題

## 2-1. サーベイランスにおけるイノベーション(加工指標)

- ・日米欧の中央銀行には、金融システム安定のためのサーベイランスにおいて、加工指標を活用する動きがみられる。
- ・ここでの加工指標とは、①計量分析の結果として、抽象的な値として示されるものと、②複数の具体的な情報を一定のルール合成したもの、の2つに大別される(具体例は次頁の通りである)。これらの目的や課題については次のように整理される。

指標	目的	課題
抽象的指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 直接的には観察しえない現象を把握することが目的</li> <li>— 金融システム内の主要なプレイヤーによる与信・受信のネットワークやシステミックリスクの波及メカニズムなど</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 抽象的であるだけでなく経験も乏しいため、適切な解釈が難しい</li> <li>■ 銀行監督情報など他の情報と総合して理解することが必要</li> <li>■ 技術的に難しいので、透明性や説明責任のためには使用しにくい</li> </ul>
合成指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 多くの指標の共通部分を取り出すことで評価や判断の頑健性を高めることが目的</li> <li>— 副次的には、抽象的指標と同じく、直接的に観測しえない現象の把握にも活用しうる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 各情報のウエイト付けや全体の閾値の設定には、過去の危機による影響を受けやすい</li> <li>■ 指標だけで機械的な政策判断を下すことはない</li> <li>■ 分かりやすいので、透明性や説明責任には活用の可能性がある</li> </ul>

## 2-2. 日米欧の中央銀行が使用している加工指標

指標	ECB (FSR)	ESRB (Dash Board)	BOE (FSR)	SNB (FSR)	<参考>日銀 (金融システムレポート)
抽象的 指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>Distance to Default by LCFIs</li> <li>Network of Claims among LCFIs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Network of Claims among LCFIs</li> <li>CoVaR</li> <li>Joint PD of LCFIs</li> </ul>	-----	<ul style="list-style-type: none"> <li>Distribution of Risk Scores of Banks</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CoVaR</li> <li>MES</li> <li>(ストレステストの結果)</li> </ul>
合成指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>CISS(市場のストレス指標を合成)</li> <li>PFS(域内の銀行間、各国間のcontagion riskを合成)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CISS(市場のストレス指標を合成)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debt Market Conditions</li> </ul>	-----	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融活動指標 (総与信・信用条件・貨幣乗数・企業や家計の資産と負債から作成)</li> <li>金融動向指数 (信用サイクルを推計)</li> </ul>
		FSOC (Annual Report)	OFR (Annual Report)		
		-----	<ul style="list-style-type: none"> <li>Network of Claims</li> <li>CoVaR</li> <li>SES</li> </ul>		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>KBW Bank Index</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FSIs</li> <li>AR</li> <li>Market Liquidity</li> </ul>		

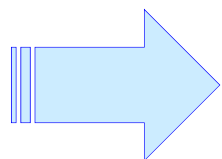
(参考)米国当局による加工指標

## 2-3. 米国当局(OFR)による加工指標の整理

カテゴリー	名称	内容	頻度
マクロ的な安定性	Federal Reserve Financial Stress Indexes (FSIs)	<ul style="list-style-type: none"> <li>多くの指標を加重平均や主成分分析の形で統合するもの</li> <li>金融システムのストレスを早期に把握する</li> </ul>	・日次以上
	GDP Stress Tests	<ul style="list-style-type: none"> <li>マクロ経済指標によるストレステストを行うもの</li> <li>金融システム全体の不均衡を明らかにする</li> </ul>	・四半期以上
金融システムの脆弱性 (co-movement)	Financial Turbulence	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融システムが不安定化した際の様々な市場指標を集めたもの</li> <li>主として、backwardな分析に活用される</li> </ul>	・日次以上
	Absorption Ratio (AR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>様々な市場価格の全体のco-movementを推計するもの</li> <li>金融システムの平均的なリターンを用いて、ストレスの度合いを把握する</li> </ul>	・日次以上
金融システムの脆弱性 (市場流動性)	Equity Market Liquidity	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場価格に大きなインパクトを与えることなく取引しうる株式の金額を推計するもの</li> <li>株式市場の流動性を把握する</li> </ul>	・月次以上
	Microstructure Invariants	<ul style="list-style-type: none"> <li>大規模な資産取引による市場インパクトを指標化するもの</li> <li>time horizonないしcross sectionで市場流動性の動きを把握する</li> </ul>	・日次ないし Tick
金融システムの脆弱性 (inter-connectedness)	Conditional Value at Risk (CoVaR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の主要プレイヤーが破綻した場合に、あるプレイヤーの純資産価値に関するVaRがどの程度変化するかを推計するもの</li> <li>金融システムのinter-connectednessを間接的に把握する</li> </ul>	・月次以上?
	Systemic Expected Shortfall (SES)	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融システム全体のプレイヤーが資本不足に陥った場合に、特定のプレイヤーが資本不足に陥る可能性を推計するもの</li> <li>金融システムのinter-connectednessを間接的に把握する</li> </ul>	・四半期以上?

## 2-4. サーベイランスの課題(金融危機の予防)

- ・ サーベイランスに関する様々なイノベーションにも拘わらず、「金融危機の予防」における実効性が問われ始めている。
- ー米欧では特に金融危機の予防への期待が強く、なかでも中央銀行の役割が重視されてきた。
- 1) 危機の早期警戒にとってコアとなるサーベイランスやそれに基づく分析に知見を有する
- 2) 金融政策は既に景気サイクルを超えたpre-emptiveな運営が定着している



- ・ しかし、次のような課題が明確になってきている。
- 金融危機は毎回様相が異なるので、予知自体が容易ではない
- 金融システム安定に関する知見には発展途上の面がある

(参考)加工指標のbackward test結果(OFR: Annual Reportによる)

Federal Reserve Financial Stress Indexes	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 推計頻度を上げると、日々のモニタリングとの差別化が難しくなる</li> <li>・ 金融危機の発生頻度を過大評価しやすい</li> </ul>
GDP Stress Tests	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ データの制約により推計頻度の上昇が難しい</li> <li>・ forward lookingな場合の結果の評価が難しい</li> </ul>
Financial Turbulence	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 危機によって結果が異なるため、早期警戒より同時モニタリングのために有効とみられる</li> </ul>
Absorption Ratio	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 危機に先行して値の変化を示すことができる(従って、早期警戒に活用する可能性がある)</li> </ul>
Equity Market Liquidity	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 危機によって結果が異なる</li> </ul>
Microstructure Invariants	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 危機によって結果が異なり、頻度を上昇すると分布が拡大する</li> </ul>
Conditional Value at Risk (CoVaR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株価という市場情報に依存する</li> <li>・ 危機によってsensitivityが大きく異なる</li> </ul>
Systemic Expected Shortfall (SES)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株価だけでなくleverageのような経営情報も活用する。ただし、危機によってsensitivityが大きく異なる</li> </ul>

## 2-5. サーベイランスの課題(金融危機の予防)

- ・ 同様に、サーベイランスのための抽象的指標も、少なくとも現時点では実用性に課題を抱えている。
- 主として、以下の点が指摘されている。
- 1) 実証分析の結果として得られる数値の解釈—特に政策運営との関係—が消化されていない
- 2) (後でみる)透明性や説明責任にも(難解すぎて)活用しにくい。

— こうした中でBOEは、2013年1月に、両者を紐づける試みを提示した。試行的な性格も否めないが、透明性や説明責任の観点でも有用となりうる面があり、他国の議論に影響を与えることが考えられる。

手段	銀行のB/S	非銀行のB/S	Market conditions
Counter Cyclical Capital Buffer	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Core Tier I Capital Ratio</li> <li>・ Leverage Ratio</li> <li>・ Average Risk Weights</li> <li>・ ROA</li> <li>・ Loan to Deposit Ratio</li> <li>・ Overseas Concentration</li> <li>・ Credit Spreads</li> <li>・ PBR</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Aggregate Credit (including Credit Gap)</li> <li>・ Credit Growth (Non-financial)</li> <li>・ Net Foreign Asset (as Ratio to GDP)</li> <li>・ Gross External Liabilities (as Ratio to GDP)</li> <li>・ Current Account Balance (as Ratio to GDP)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Long-term Real Rates</li> <li>・ VIX</li> <li>・ Credit Spreads</li> <li>・ Spreads of Bank Lending (Corporate and Mortgage)</li> </ul>
Sectoral Capital Buffer	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Core Tier I Capital Ratio</li> <li>・ Leverage Ratio</li> <li>・ Average Risk Weights</li> <li>・ Inter-connectedness (including Growth of Lending and Derivatives in Intra-Financial markets)</li> <li>・ Overseas Concentration</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Aggregate Credit (Household and CRE)</li> <li>・ Debt to Income Ratio</li> <li>・ PNFC Debt to Profit Ratio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Real Estate Price (as ratio to rent: Residential and CRE)</li> <li>・ Loan to Value Ratio (Residential Mortgage)</li> <li>・ Loan to Income Ratio (Residential Mortgage)</li> <li>・ Spreads of Lending (Corporate and Mortgage)</li> </ul>

## 2-6. 金融システム安定策と「非伝統的金融政策」のコンフリクト

・中央銀行が金融危機後に実施している「非伝統的金融政策」と金融システム安定のための政策の間にコンフリクトが生ずるようになっている。

✓「非伝統的金融政策」の中でも、特に与信を質量ともに強化しようとする政策（FRBのいうcredit easing）がコンフリクトを生じ始めている。

- －これまでの一般的な意味での金融政策と金融システム安定策とのコンフリクトとは異なる面がある
- －おそらく、長期的には双方の政策にトレードオフは存在しない（物価安定と似ている？）
- －どの当局がどの政策を担っても、政府全体としては逃れることのできない問題である

英国	米国
<p>（非伝統的金融政策）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ BOEはHMTと協力しFunding for Lendingを実施してきた</li> <li>－BOEは、量的にはともかく、資金コスト面の効果を強調</li> <li>■ （政府はHelp to Buyと呼ばれる住宅貸付支援も導入）</li> </ul> <p>（金融システム安定策）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ FPCは9月の声明文で、住宅市場の過熱を警告した</li> <li>■ BOEとHMTは2014年1月から、住宅貸付をFunding for Lendingの対象から除外することを決定</li> <li>－ただし、政府はHelp to Buyを維持</li> </ul>	<p>（非伝統的金融政策）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ いわゆる「QE3」として大量の資産買入れを実施してきた</li> <li>－国債利回りを抑制するだけでなく、MBSの買入れを通じてクレジット・スプレッドの抑制も図った</li> </ul> <p>（金融システム安定策）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ FOMCの一部は過剰なリスクテイクを懸念（議事要旨等）</li> <li>－ただし、本年6月以降の金利高騰である程度は解消？</li> <li>■ Bernanke議長、Yellen次期議長とも、金融システム安定は規制や監督の強化によって対応すると表明した</li> </ul>

## 2-7. 英国でのコンフリクト(その1)

- 英国では、銀行貸出の減少による国内金融のタイト化を防ぐことが主要な政策課題となり、2012年金融サービス法も、マクロ・プルーデンスを担うFinancial Policy Committee (FPC)の目的を以下のように規定している。

(2012年金融サービス法: Part 1 Bank of Englandより) 9C Objectives of the Financial Policy Committee

- (1) The Financial Policy Committee is to exercise its functions with a view to
- (a) contributing to the achievement by the Bank of the Financial Stability Objective, and
  - (b) subject to that, supporting the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment.

—なお、“the Financial Stability Objective”は、1998年イングランド銀行法: Part 1 2Aに次のように規定されている

- (1) An objective of the Bank shall be to contribute to protecting and enhancing the stability of the financial systems of the United Kingdom (the “Financial Stability Objective”).

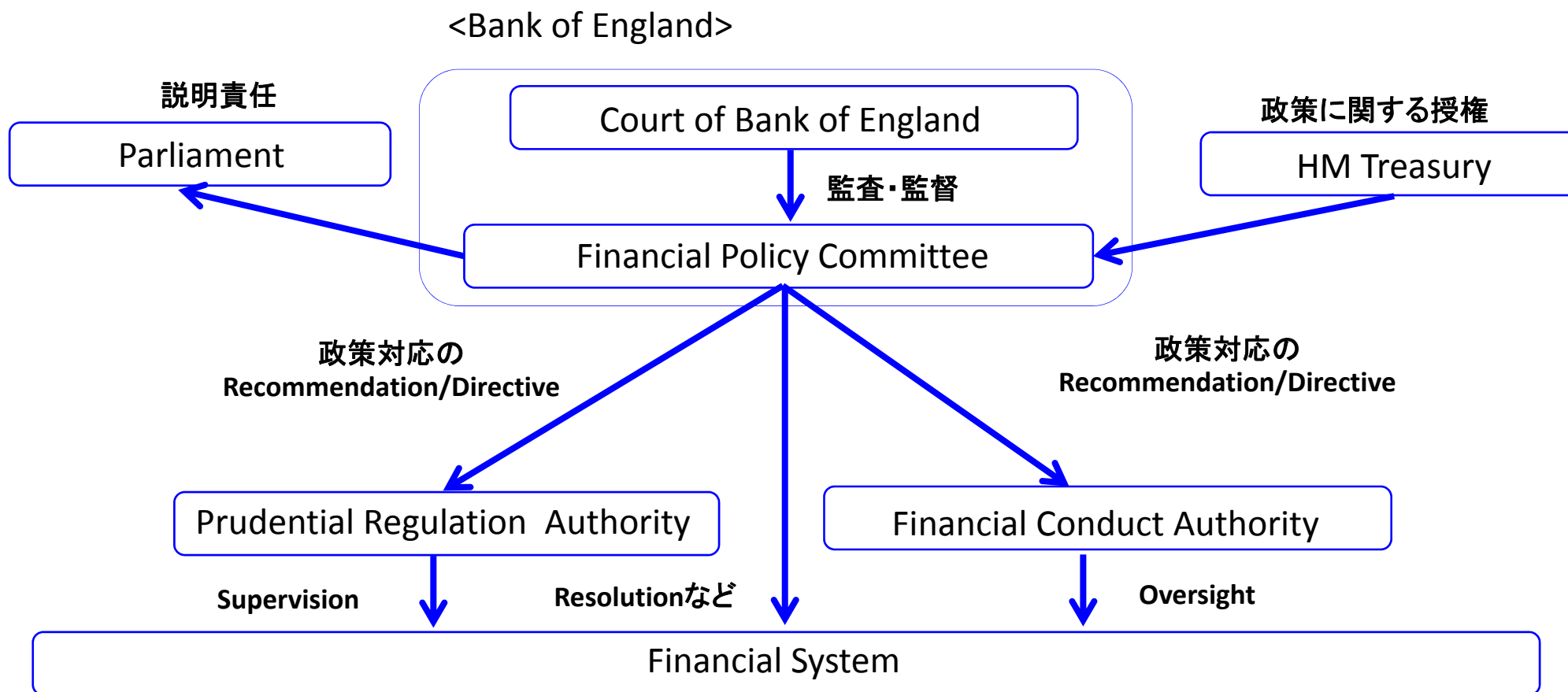
- その上でHMTは、FPCの設置に際しての書簡(2013年4月)の中で、マクロ・プルーデンス政策の運営において、短期的な景気回復に十分配慮するよう求めた。

2013年4月のOsborn蔵相からKing総裁(当時)宛書簡のカバーレター(抜粋)

・The remit and recommendations for the Committee recognizes that there may be short-term tradeoffs between Committee's secondary objective of contributing towards sustaining economic growth and its primary objective of addressing sources of systemic risk, which may vary at different points in economic and credit cycle. It is particularly important, at this stage of the cycle, that the Committee takes into account, and gives due weight to, the impact of its actions on the near-term economic recovery.



## 2-8. 英国でのコンフリクト(その2)



## 2-9. 英国でのコンフリクト(その3)

### (参考) 2013年4月のオズボーン蔵相からキング総裁(当時)宛書簡の概要

<p>政府の経済政策 (4つの柱)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①積極的な金融政策と信用緩和、総需要の刺激、物価安定の維持、クレジットの流れの支持</li> <li>②公的債務削減と維持可能な状況への回帰、長期金利安定に必要な財政への信認の維持</li> <li>③金融システムの改革と監督の枠組み強化による納税者負担のリスク軽減、金融システムの頑健性強化</li> <li>④包括的な経済構造改革、および大胆な住宅政策やインフラ投資を含む経済の強化</li> </ul>
<p>FPCが目標達成のために留意すべき点</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融システムの頑健性に大きな影響を与える要素やシステムリスクの蓄積に関するモニターと考察</li> <li>・システムリスクに関する問題に対処する上でのPRAやFCAIに対するrecommendationやdirectiveの適切な行使</li> </ul>
<p>政府の経済政策をサポートする上でのFPCの責務</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期的には、システムリスクの抑制と政府の経済政策のサポートにトレードオフが発生する可能性</li> <li>・FPCには、金融セクターによる中長期的な経済成長への貢献を著しく毀損することは授權されず、また要求されない</li> <li>・トレードオフは透明性の向上により対応されるべき</li> </ul>
<p>金融政策とマクロ・プルーデンス政策の協調</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期的には、2つの政策目的にトレードオフが発生する可能性</li> <li>・両者の協調のため、メンバーの重複を活かす、各委員会が相手の政策をどう考慮しているか記録に残す等が必要</li> </ul>
<p>納税者の保護</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・公的資金の負担のリスクが高まった場合は、HMTへの通知が必要</li> <li>・公的資金の負担の最小化に留意するとともに、負担自体の判断はHMTが行うことを認識すべき</li> </ul>
<p>説明責任</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・FPCの活動は、常時、BOEのCourtが監視</li> <li>・BOEは議会に対して、FSRの提出とTreasury Committeeへの報告の責任を負う</li> <li>・FPCは、会議記録の公開や政策決定に関する声明等を通じて、より広範な大衆に責任を負う</li> </ul>

## 2-10. 英国でのコンフリクト(その4)

- ・ HMTとしては、景気下支えのために様々な信用拡張策を導入してきただけに、BOEのマクロ・プルーデンス政策も当然に協調すべきとの考え方にある。

— 具体的には、2012年7月以降、BOEと共同で”Funding for Lending Scheme (FLS)”を導入した(詳細は次頁参照)ほか、本年3月以降は住宅金融の下支えのため、公的貸付や債務保証から成る”Help to buy”のスキームも導入している。

FLSの対象貸出とFLS利用額(百万ポンド)

貸出残高 (2012年6月末)	貸出増加 (12/3Q)	貸出増加 (12/4Q)	貸出増加 (13/1Q)	貸出増加 (13/2Q)	貸出増加 (累計)
1,396,878	39	-2,969	-1,018	1,617	-2,291
----	利用額 (12/3Q)	利用額 (12/4Q)	利用額 (13/1Q)	利用額 (13/2Q)	利用額 (残高)
----	4,360	9,472	2,621	1,118	17,570

- ・ BOEは、6月のFPCによる回答書簡やFSRにおいては特段の反論はせず、長期に亘る低金利環境の維持が様々なリスクを内包していることを一般的に指摘し、PRAとFCAに対して監督の強化と結果報告を求める recommendationを行うに止めた。
  - 金利反転に伴う国債やリスク資産の価格リスクやその分布・集中、search for yieldとその巻き戻しによる国際的なショックの波及、家計を含む非金融機関がdebt overhangに陥るリスクを挙げていた。
- ・ しかし、9月のFPC後に公表された声明文では、住宅金融の問題を明示的にハイライトするに至り、少なくともBOEの金融監督のラインにおいて、金融システム安定の観点から警戒する議論が強まっていることを示唆した。加えて、11月には、HMTとBOEは2014年からは住宅貸付をFLSの対象から除外することを公表した。
  - しかし、政府はHelp to Buyの政策を維持することも表明している。

## 2-11. 英国でのコンフリクト(その5)

### (参考) FLSの概要

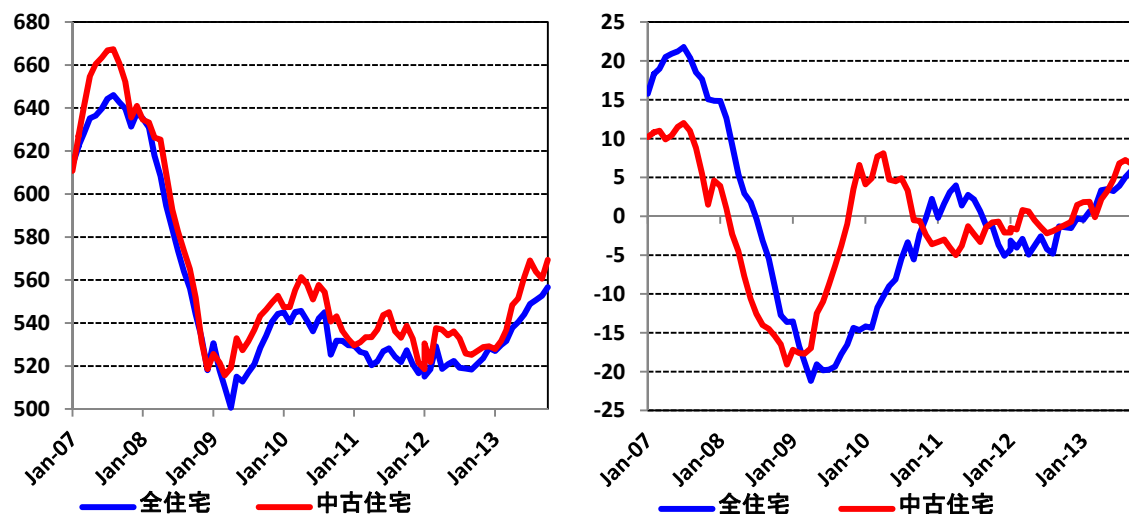
基本的スキームと狙い	<ul style="list-style-type: none"> <li>・民間銀行(Building Societyを含む:以下同じ)は、BOEとの間で適格担保とTBを交換する</li> <li>・民間銀行はこのTBを担保として、BOEから資金供給を受ける(Discount Windowを活用する)</li> <li>→低利での資金調達によって、民間銀行は企業や家計により低利での貸付を行うことを期待</li> </ul>
対象となる民間銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>・BOEによるDiscount Window Facilityの利用についてBOEと契約している先</li> <li>→外国金融機関でも、英国の家計や非金融企業に貸出を行っていれば(かつ、上の条件を見たせば)対象となりうる</li> </ul>
担保交換の金額	<ul style="list-style-type: none"> <li>・民間銀行は、以下の合計額を上限として、BOEとの担保交換を実施しうる</li> <li>①2012年6月末時点での家計および非金融企業向け貸出の残高合計額の5%相当</li> <li>②2012年6月末から2013年末の間の家計および非金融企業向け貸出の増加額</li> <li>→本年4月の改訂により、延長期間(下記)の上限額は、中小企業向け貸出増加額の5倍(2013年中は10倍)となった</li> <li>→本年4月の改訂により、貸出主体として銀行グループ内のリース・ファクタリング会社も追加された</li> <li>・BOEによる担保交換総額に事前の上限は設定されていない</li> <li>→もっとも、上記のスキームを前提とすれば、ある程度の目途を想定することは難しくない</li> </ul>
担保交換の期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>・個々の担保交換取引の満期は4年間とする</li> <li>・民間銀行がBOEとの担保交換ができるのは、2012年7月～2014年1月の18ヶ月間とする</li> <li>→本年4月の改訂により、2015年1月まで延長された</li> </ul>
担保交換の手数料	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取引金額の25bp相当をベースとする</li> <li>→上記の②がマイナスであった場合は、減少幅が年率1%低下する毎に25bpずつ上昇する(上限は150bp)</li> <li>→上記の①と②の合計額を超えて担保交換を実施する場合は、別途150bpの手数料を付加する</li> </ul>
スキームのガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・導入に際して、BOE総裁と蔵相が書簡を交換し、BOEに授権された業務であることを確認</li> <li>・実施中は、BOEとHMTとの合同によるJoint Oversight Boardが監督を行う</li> <li>→少なくとも、四半期に一度は会合を開催する</li> </ul>

## 2-12. 英国でのコンフリクト(その6)

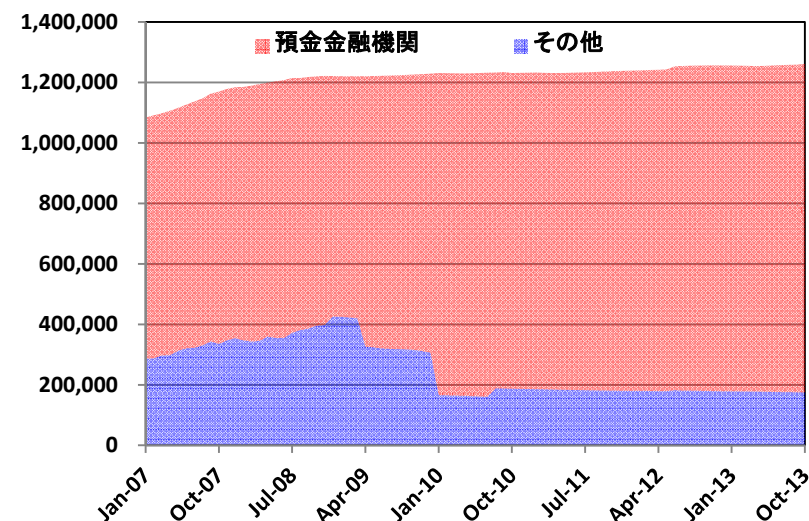
### 9月のFPC会合に関する声明文(抜粋)

- ...the recovery in the housing market appeared to have gained momentum and to be broadening. Mortgage approvals in July were 30% higher than a year earlier and average house prices in August were 5% higher than a year earlier and had risen more in some parts of the country, particularly London.
- In view of that, the Committee judged that it should closely monitor developments in the housing market and banks' underwriting standards. The Committee would be vigilant to potential emerging vulnerabilities.
- The Committee noted that if risks to the stability of the financial system were to emerge from the housing market, both it and the microprudential regulators had a range of tools available to address those risks. These included, amongst others, supervisory guidance on underwriting standards, sectoral capital requirements and recommendations to the regulators on tightening of affordability tests. The Committee agreed that, if it became necessary to deploy its tools, they would be used in a way that was proportionate to the risks and consistent with a graduated response.

英国の住宅価格指数(季調済:右図は対前年比%)



英国の住宅貸付残高(百万ポンド)



## 2-13. 英国でのコンフリクト(その7)

・双方の政策のコンフリクトに関する検討と対応の方向性は、以下のように整理される

論点	議論
<p>コンフリクトに関する検討</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融システムの安定と、「非伝統的金融政策」の目指す金融システムの効率性の双方について、具体的な定義付けやその共有が難しいことが影響を与えている。</li> <li>■ 長期的には、双方の目指す目標は相互に整合的である(コンフリクトは短期的なものである)。</li> <li>■ 金融危機後にはコンフリクトが明確化しやすい。また、領域的には住宅金融で生じやすい。</li> <li>■ 米欧では、中央銀行による金融システムの役割拡大が影響している面もある。</li> </ul>
<p>コンフリクトへの対応の方向性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策当局と金融機関や市場がコンフリクトに関する理解を共有することが重要である。               <ul style="list-style-type: none"> <li>一 短期的なコンフリクトは常に生じうるという理解が過度な懸念や批判を抑制しうる。</li> <li>一 政策の優先度合いに関するダイナミックな変化についての理解も有用である。</li> </ul> </li> <li>■ 金融システムの安定と金融システムの効率性の双方に関する理解を共有することが重要である。               <ul style="list-style-type: none"> <li>一 概念的で一般的な定義は難しいとしても、具体的な局面で指し示す内容であれば可能性がある。</li> <li>一 各々の政策が何を目的としているかが理解されれば、コンフリクトの回避に向けた対策が考えやすくなる。</li> </ul> </li> <li>■ 各政策当局の担う役割を明確にすることが重要である。               <ul style="list-style-type: none"> <li>一 各当局がどのような目的で政策を運営しているかに関する理解は過度な懸念や批判を抑制しうる。</li> <li>一 中央銀行による役割の拡大には、この点で課題が残る。</li> </ul> </li> </ul>

---

### 3. 政策当局の中での中央銀行の役割



### 3-1. 機能面に着目したアプローチ

・中央銀行が金融システム安定の上でどのような役割を果たすかを考える上では、米欧の中央銀行が各政府の中で担う機能を整理することが出発点となる。

- －各当局が全体の中で担う機能は何か、それにはどのような合理性があるのかを考える。
- －外形的な組織論や個別要因の過剰評価を回避し、意味のある検討が可能となる。

具体的なタスクによる整理	政策運営における役割による整理	行使する政策手段による整理
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ サーベイランス(マクロ)</li> <li>－EU: ECB、ESRB、各国中央銀行、一部の監督当局</li> <li>－米国: FRB、OFRと一部の監督当局</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融システム内のリスクの把握</li> <li>－EU: ECB、ESRB、各監督当局(各国中央銀行を含む)</li> <li>－米国: FSOC、OFR、各監督当局(FRBを含む)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 行政的手段</li> <li>－EU: 欧州委員会、ESRB、各監督当局(各国中央銀行を含む)</li> <li>－米国: FSOC、各監督当局(FRBを含む)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策手段の選択・授権</li> <li>－EU: 欧州委員会、ECB</li> <li>－米国: FSOC、各監督当局</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融機関や市場のリスクテイクのコントロール</li> <li>－EU: 欧州委員会、ECB、各監督当局(各国中央銀行を含む)</li> <li>－米国: FSOC、各監督当局(FRBを含む)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 非行政的手段</li> <li>－EU: ECB、各国中央銀行</li> <li>－米国: FRB</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策判断と政策手段の執行</li> <li>－EU: 各監督当局(各国中央銀行を含む)</li> <li>－米国: 各監督当局</li> </ul>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 透明性や説明責任</li> <li>－EU: 欧州委員会、ECB、各監督当局(各国中央銀行を含む)</li> <li>－米国: FSOC、各監督当局</li> </ul>		



## 3-2. 政策手段の授権

- ・ 欧州では、中央銀行による金融システム安定の役割が拡大した一方で、そのための政策手段は政府が予め特定し、その執行を授権する枠組みが採用されている。
  - －このうちEUについては、欧州委員会がDirectiveによって特定し、各国当局(中央銀行を含む)に授権している。英国の場合は、これに加えて財務省がBOEに対して特定と授権を行っている。
  - －この結果、授権された中央銀行にはoperationalな裁量のみが残る。
  
- ・ この点については、政策手段の持つ行政としての法的な意味合いだけでなく、経済的にも次のような意味が考えられる。
  - 1) 政府の経済政策との整合性
    - －「マクロ・プルーデンス」も政府の経済政策の一翼を担う以上、全体との整合性が求められる。
    - －その意味で、政府の経済政策を司る当局が政策手段に関するガバナンスを発揮することには意味がある。
  - 2) グローバルなシステミックリスクへの整合的対応
    - －システミックリスクはグローバルに波及しうるだけに、政策手段に関する国際的な協調が求められる。
    - －従って、「マクロ・プルーデンス」について国際的な議論に参加する政策当局がガバナンスを発揮することには意味がある。
  - 3) 政策の予見可能性
    - －「マクロ・プルーデンス」のための政策は、金融機関など幅広い主体に経済活動の変化を求める。
    - －このため、使用される可能性のある政策手段を予め特定することは、円滑な政策効果の発揮に繋がる。

### 3-3. 政策手段の授権 (EUと英国)

#### 欧州委員会のCRDIVによる政策手段の特定

手段	内容	目的	運用
CCB (Counter Cyclical Capital Buffer)	・クレジットサイクルに応じて、自己資本比率規制上の要求自己資本を変更 －基本的に、対GDPのクレジットの伸び率(トレンドからの乖離)によって判断	・与信コストの上昇を通じて、与信全体を抑制する	・Tier Iで0～2.5%相当の自己資本比率引上げを要求
Increasing Risk Weights on Real Estate	・不動産市場のリスクに応じて、与信に対するRWを変更 －過去の損失実績によって判断	・与信コストの上昇を通じて、不動産向け与信を抑制する	・居住用不動産は35～150%、商業用不動産は50～150%の範囲で変動
National Macro Flexibility	・特定国の状況を踏まえて、規制上の措置を強化 －大口与信やRW、流動性、情報開示など広範なオプションが認められる	・特定国の与信を、直接ないし間接(与信コスト経由)で抑制する	・当局は、欧州議会、EU委員会、EU Council、EBA、ESRBへの事前通告と説明が必要。EU Councilは拒否権を留保
Commission Delegated Act Measures	・域内の金融システム全体に影響が及ぶ恐れが生じた場合、EU Commission独自の判断で規制上の措置を強化 －大口与信や情報開示などのオプションがある	・与信コストの直接ないし間接の上昇を通じて、与信全体を抑制する	・他の措置で十分でない場合に限定 ・期間も1年以内に限定

#### 英国財務省による政策手段の特定

CCB (Counter Cyclical Capital Buffer)	(上記参照)	(上記参照)	(英国財務省が後日決定)
SCB (Sectoral Capital Buffer)	・規制上の自己資本比率の算定において、特定のリスクウエイト(考え方としては不動産与信に限定されない)を引き上げる	・与信コストを引き上げることで、与信を抑制	(パブリックコメント結果の検討中)
Time-varying Leverage Ratio	・レバレッジ比率規制の上限を変更する	・与信量自体に制約を課す	(パブリックコメント結果の検討中)

### 3-4. 先進国における政策手段

- この間、欧州では選択される政策手段に相応の収斂がみられる。その特性をいくつかの側面から整理すると次のようになる。

側面	特徴	検討
直接の対象	■ 銀行が中心	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 強力な規制や監督が及ぶプレイヤーへの働きかけを中心にする</li> <li>■ 信用創造で主たる役割を果たすプレイヤーを押さえることで波及効果を狙う</li> </ul>
抑制するリスク	■ 信用リスクが大半 — 流動性リスクを含むものも存在	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 銀行を主たる対象にしている点と整合的(銀行資産の信用リスク)</li> <li>■ (危機対策と異なり、システミックリスクを直接に対象とするものではない)</li> </ul>
政策判断と政策の執行	■ 各国により区々	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 英国:FPCが判断し、自ら執行する部分とPRAに執行させる部分がある</li> <li>■ EU:ECBと各国当局の双方が判断し執行する</li> </ul>

- これに対し、米国では、いわゆるBasel IIIの下でのCCBを除いては、個別の金融機関監督の活用への指向が窺われる。
  - こうした手段は効果が明確で経験を有する一方、マクロ的な手段の持つ効果の不透明性や発動の煩雑さ、説明責任の難しさを指摘する向きが多い。
  - ただし、マクロ的な手段をシグナリングの意味で活用するとの考え方は存在する。

### 3-5. 国際機関による政策手段に関するstock-taking

- ・ 因みに、金融危機に国際機関を中心に行われたstock-takingの結果を集約すると次のようになる。

CCB (Counter Cyclical Capital Buffer)	・クレジットサイクルに応じて、自己資本比率規制上の要求自己資本を変更する	・特定領域のストレスには不適切 ・引下げ方向の実効性には疑問 ・クレジット政策としては難しい(市場や格付機関の反応は未知数)
SCB (Sectoral Capital Buffer)	・規制上の自己資本比率の算定において、特定のリスクウエイトを引き上げる	・リスクの集積を移動させるに過ぎないリスク("Water-bed effect") ・政策判断により多くの情報が必要 ・説明責任が困難となりやすい(特定の経済部門に影響が集中する)
Time-varying Leverage Ratio	・レバレッジ比率規制の上限を変更する	・同じレバレッジでリスクの高い与信を促す可能性 ・引上げ方向の実効性には疑問 ー引上げが妥当な局面では、比率がbinding でないほか、誤ったインセンティブを与える
Dynamic Provisioning	・クレジットサイクルに応じて、要求する引当率を変更する	・Forward-lookingな運営が難しい ・概ね同様の効果がCCBによって得られる
Time-varying Liquidity Buffer	・規制上の流動性比率の下限を引き上げる	・適切な流動性サイクルについて十分な理解が蓄積されていない ・危機における運用が難しい
Time-varying Loan to Value Ratio	・規制上のLTV規制の上限を引き下げる	・政策判断に多くの情報が必要 ・説明責任が困難となりやすい(特定の経済部門に影響が集中する)
Margin/ Collateral Requirement	・特定の与信に対して、証拠金や担保を求める	・リスクの集積を移動させるに過ぎないリスク("Water-bed effect") ・政策判断に多くの情報が必要 ・説明責任が困難となりやすい(特定の経済部門に影響が集中する)

### 3-6. 米国でかつて活用された政策手段(その1)

手段	内容と実例	議論
Underwriting Standards	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行等の与信条件に関する規制を行うもので、典型的には銀行貸出が対象となる</li> <li>→1930年代には、モーゲージ貸出活性化のため、FHA保証付貸出を中心にLTV規制を緩和</li> <li>→1940年代には、耐久財消費を抑制するため、非銀行も対象にRegulation Wによる規制を実施</li> <li>→1950年代中盤には、住宅ブームの過熱を抑制するため、FHA保証付貸出を対象にLTV規制の強化を実施</li> <li>→1969年には、インフレ抑制を目的に”Credit Control Act”が成立し、FRBIによる広範な与信規制が可能となったが、実際は使用されず</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有効性は局面によって区々であった</li> <li>－資金需要が強い場合や戦時下で他にも様々な規制がある場合には効果を発揮</li> <li>－戦後は、総じて見れば、規制を迂回する様々なイノベーションが出現して効果を減殺したほか、政府の過剰介入への政治的な批判も高まった</li> <li>－FRBIは、70～80年代のインフレ抑制に対しては、むしろプライス・メカニズムを活用し、金利と預金準備率の調整で対応した</li> </ul>
Stock Margin Requirements	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行が株式取引のために供与していたcall loan等における証拠金率を規制するもので、実質的にはレバレッジ規制となる</li> <li>→1934年証券法に基づき、FRBIに対して正式に授権(Regulation T)</li> <li>→1970年代初頭までは活発に運用</li> <li>→その後は有効性が低下し、規制(50%)は40年近く不変</li> <li>→1987年のBlack Monday後には、一時復活論も浮上した</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・効果を発揮するには、柔軟で的確な運用が必要となる</li> <li>－”leaning against”にすれば有効であるが、下手にやればむしろpro-cyclicalityを増幅する</li> <li>・FRBIは、株価調整ではなく、マクロの信用状況の調節を念頭に使用していたとみられる</li> <li>・1970年代以降のイノベーションにより、有効性が大きく低下した</li> <li>－投資家は、デリバティブなど様々な手段を用いてレバレッジを取ることが可能となった</li> </ul>



### 3-7. 米国でかつて活用された政策手段(その2)

手段	内容と実例	議論
<p>Selective Credit Controls on Portfolios</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行等の特定の与信に関するmoral suasionを行うもので、いわば「窓口規制」に当たる</li> <li>→1940年代後半には、FRBがABAを通じて銀行貸出の拡大を抑制するように要請</li> <li>→1950年代初には、大統領令に沿って、FRBが非銀行を含む金融機関に貸出拡大の抑制を要請</li> <li>→1960年代には、ドル安圧力に対抗するため、金利平衡税が導入されたほか、FRBを通じて数値目標を含む与信規制が導入された</li> <li>→1980年には、特別与信抑制プログラムが導入され、広範な金融機関に対して与信増加率の上限が課された(ただし、住宅や自動車などに関する貸出には猶予を与えた)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・有効性は局面によって区々であった</li> <li>－与信規制と同じく、資金需要が強い場合や戦時下で他にも様々な規制がある場合には効果を発揮</li> <li>－徐々に規制を迂回する様々なイノベーションが出現して効果を減殺した</li> <li>・発動目的も局面により区々であった</li> <li>－当初はcredit policyであったが、1960年代には為替・国際収支の防衛、1980年代にはインフレ抑制に各々使用された</li> </ul>
<p>Reserve Requirements</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・預金準備率を操作するもので、通常は金融政策手段と理解されるが、銀行貸出を通じたcredit controlも可能である</li> <li>→1935年にFRBが授権された際には、creditをcountercyclicalに調整することが主たる目的</li> <li>→1950年代前半までの国債価格のpeg当時は、FRBが金融政策の代替的手段として活用</li> <li>→その後、1960年代後半まで、FRBは金融政策とcredit policyの双方の目的で活用</li> <li>→1970年代にはdis-intermediationに伴い有効性が低下。FRBは対外借入れやCPやCDの発行にも、順次対象を拡大</li> <li>→1979年以降のVolcker Shockの際には、MMFも対象に含めた上で金融引締め手段として積極的に活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現実には、credit policyだけの目的で使用されたケースは少ない</li> <li>－マクロ的な引締め政策の一環としての使用例が大半</li> <li>・他の手段と同じく、イノベーションによって有効性が低下した</li> <li>・なお、同様な内容の政策として、Liquidity Requirementも活用されてきた</li> <li>－例えば、thriftなどに対して、住宅貸出の一定割合に相当する流動性保有を要求するといったケース</li> </ul>

### 3-8. 米国でかつて活用された政策手段(その3)

手段	内容と実例	議論
Capital Requirements	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一定の自己資本の維持を求めるもので、金融機関の健全性規制である</li> <li>→1980年代以前は、nationally chartered banksに対しては、個別に絶対額での自己資本保有を要求</li> <li>→その後は自己資本比率規制に移行し、さらにBasel Standardに沿った形に移行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国では、counter-cyclicalな運営は行われたことがない</li> <li>→ただし、1980年代には、問題を抱えたthriftsに対して厳格な適用を猶予したケースがある</li> </ul>
Interest Rate Ceilings	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行等の設定する金利を規制するもので、主として預金金利を対象に、一種の健全性規制となる</li> <li>→1933年銀行法によりFRBに正式に授権(Regulation Q)。また、1935年にはその他の預金保険対象先についてFDICに正式に授権</li> <li>→1950年代前半から金利体系が正常化した後は有効に機能</li> <li>→1970年代にはdis-intermediationに伴い、全体的に有効性が低下→もっともFRBは、thriftの保護を通じ住宅金融の維持の目的で活用</li> <li>→最終的には、1986年に廃止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・制度の運用全体を通じて、金融システム安定だけでなく、金融構造の安定維持も意識された</li> <li>→本来は、預金金利の引上げ競争による金融システムの脆弱化をふせぐことが目的</li> <li>→同時に、大銀行への預金シフトから中小銀行を保護する視点も見られた</li> </ul>

### 3-9. 政策手段に関する課題

- 中央銀行に限定された議論ではないが、金融システム安定のためのマクロ的な政策手段については、次のような論点が存在する
  - 中央銀行の役割という観点では、特に前者が重要である。

#### 政策金利や 対銀行与信の 活用可能性

- 適否に関するコンセンサスが存在しない
- 批判的意見の根拠は主として以下の通り
  - 異なる目的には異なる政策を割り当てるべき(政策割り当て論)
  - もともとの政策目的が希薄化し、効果が低下する
  - 中央銀行の資産の健全性を毀損する
- 政策当局と金融機関や市場が理解を共有しうるかどうかポイントとなる

#### 政策効果の 不透明性

- マクロの政策手段でより強く意識されている
- 時間的ラグの不透明性が焦点となっている
  - 問題の把握から政策判断、政策の執行から効果を生むまでの各段階で発生
  - 景気や信用のサイクルとのpro-cyclicalityをむしろ悪化させる恐れ
  - 金融機関の「反応関数」に関する不透明性が関与
- 経験による知見の集積が期待される
  - ただし、常用される政策でない点で制約あり

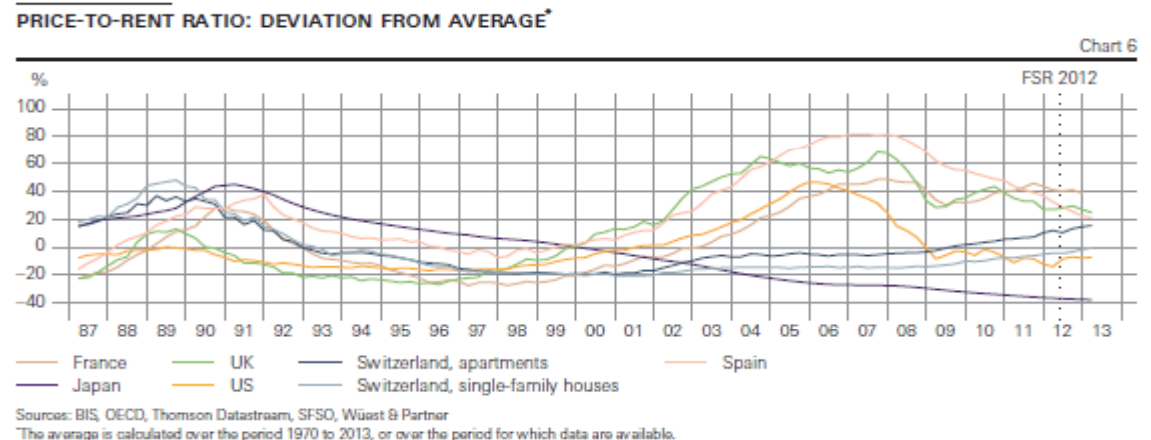


### 3-10. 政策効果の不透明性(スイスの経験)

- ・ スイスでは、金融危機による「質への逃避」とフラン高対応に伴う強力な金融緩和により、都市部(チューリヒだけでなく、ジュネーブ等を含む主要都市)を中心に住宅価格が上昇傾向をたどってきた。国内与信では2大銀行の国内与信のシェアが大きくないことも、皮肉にもこうした傾向を支えた。
- ・ SNBは既に2010年頃からFSRや講演等を通じて懸念を示したが、最初は、銀行監督を通じて各銀行に与信リスク管理の厳格化を求めるアプローチをとった。しかし、その後も国内住宅価格の上昇が止まらず、より強力な措置が必要となった。
- ・ SNBは、新たに制定された”National Bank Ordinance”と呼ばれる政令に基づき、FINMAとの調整を経て、Counter Cyclical Capital Bufferの発動案を議会に連邦議会に提出、本年2月に可決された。SNBは、銀行に対し、国内の居住用不動産関連与信の1%相当額を、9月末までにTier I資本として追加保有するよう求めた。これは、先にみた”CRD IV”にとって先行事例(スイスはEUに加盟していない)でもあり、効果が注目される。

#### FSRにおける記述(左:抜粋)と分析(右)

In Switzerland, a strong dynamic has prevailed in the residential real estate market over the past several years. In the context of historically low interest rates, apartment and single-family house price growth has been persistently stronger than what can be explained by fundamental factors, such as income and population growth. Countrywide imbalances in the apartment segment – already highlighted in the 2012 Financial Stability Report – have continued to develop. The risk of a significant price correction in the Swiss residential real estate market has therefore increased.



### 3-11. 透明性・説明責任(意味と背景)

- ・ 中央銀行に限らず、米欧で金融システム安定に関する政策を担う当局においては、透明性や説明責任に対する意識が高まっている。
  - － 各要素に関して次のような内容が意識されている。
    - 1) 透明性: 政策判断の根拠、判断に至る検討内容など
    - 2) 説明責任: 特定の政策手段を採用した理由、政策手段によって期待される効果、考えられる副作用など
- ・ 透明性や説明責任に関する意識の背景としては、以下の点が指摘しうる。

政策効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政策当局と金融機関や市場が政策の趣旨や意図する効果に関する理解を共有した方が、政策の有効性が高まる</li> <li>－ 政策の内容によっては、非金融法人や家計も対象に含まれる</li> </ul>
政策のガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融システム安定策を授権した以上、執行する当局に説明責任を求めることは当然である</li> <li>－ 欧州の中央銀行の場合は、金融政策と金融システム安定策の双方の役割を担うことに対して、適切なチェックを行うべきという考え方がみられる</li> </ul>
政治環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 議会による政策当局に対する適切な監視が必要である</li> <li>－ 有権者による金融機関と監督当局に対する姿勢は、金融危機を経て厳格化した</li> </ul>

### 3-12. 透明性・説明責任(金融政策との関係)

- 金融システム安定策における透明性や説明責任を巡る議論は、金融政策を巡る議論から影響を受けている面も多いとみられる。もっとも、両者には様々な相違点があるので、金融政策の枠組みをそのまま移植すれば良いということにはならない。

情報開示に適さない  
情報の存在

- 金融システム安定策の場合、情報開示に適さない内容もある
  - ー 典型的には個別金融機関に関する情報(特に金融監督を通じて得た情報)が該当する
  - ー 単純に透明性を追求すると、却って金融システム安定を損なう

伝達の困難な  
情報の存在

- 金融システム安定策の場合、金融機関や市場との共有が難しい情報がある
  - ー 金融政策は「central tendency」を共有すれば良いが、金融システム安定策は「tail risk」を含むリスクのバンドを共有しなければならない
  - ー 場合によっては、会議体での意見の相違も様々な憶測を呼びうる

### 3-13. 透明性・説明責任(主な手段と課題)

目的	手段	議論・課題
透明性	1) 定期刊行物 - FSRなどのレポート 2) 監督方針 3) 監督当局による講演や論文 4) 金融システム安定策を決定する会合の 議事要旨や参考資料 - FPCやESRBなどの会合	1) 金融機関や市場の「プロ」向けである - 難解な分析が含まれ、かつ読みにくい 2) 金融機関や市場の「プロ」向けである - 政策手段としての効果も持ちうる 3) FSR等をサポートしうる - 柔軟性があり、分かりやすくできる 4) 金融機関や市場の「プロ」向けである - 速報性があり、かつ政策の方向性を予見しうる - もっとも、意見の対立は不安を招きうる
説明責任	1) 定期刊行物 - 政策運営に関する業務報告や年報など 2) 議会への報告 - 定例の証言や資料の提示 3) 外部組織による検証 - 監査組織や外部機関による検査の結果	1) 事後的な検証に適する - 内容の柔軟性には欠ける - 適時性にも限界がある 2) 幅広く利用しやすい手段である - ただし、難解な内容は扱いにくい面がある 3) 情報の扱いに配慮が必要となる - 適時性には限界がある

### 3-14. 透明性・説明責任 (FDICの調査分析)

- ・FDICによる調査分析の代表は、Quarterly Banking Profile (QBP)である。QBPは米国全土の銀行を対象とし、銀行の収益や資産負債、各種の経営指標や規制指標等を集約的な形で公表している。
- ・その目的は、検査官に向け、銀行全体ないし特定のセグメントの銀行群に関する情報や識見をインプットすることで、監督の方向性を的確なものに維持することに止まらず、より広い専門家と状況認識を共有することにある。

ポイント	Quarterly Banking Profile	(参考)CFR Working Paper Series
発行頻度 ・公表方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 四半期に1回発行(30ページ程度のレポートおよび詳細な database)</li> <li>■ 記者会見により概要を説明するとともに、資料をHPに掲載</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 不定期に発行</li> <li>■ 原則としてFDICの研究部門であるCenter for Financial Research (CFR)の研究者が執筆、発行</li> </ul>
対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 預金保険制度の対象金融機関</li> <li>—FDICによる第一義的な監督対象の金融機関に限らない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融システム全般</li> <li>—銀行が中心であるが国内とは限らない</li> </ul>
内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 定点観測による主要データの動向(期間収益、各種の経営比率、預貸等の資産・負債の情報、各種の資産内容指標、各種の規制指標、問題先および破綻先の推移など)</li> <li>■ それらの特徴点に関する解説</li> <li>—因みに2013年第1四半期号では、資金利鞘の縮小、不良資産残高と引当の減少、破綻先の減少などを取上げている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2012年の例</li> <li>・The Supply Side Determinants of Loan Contract Strictness</li> <li>・On the Real Effects of Bank Bailouts: Micro-Evidence from Japan</li> <li>・Inside Debt, Bank Default Risk and Performance during the crisis</li> </ul>

### 3-15. 透明性・説明責任(OCCの調査分析)

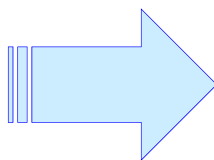
- ・OCCによる調査分析の代表は、Semi-annual Risk Perspective (SRP)である。SRPは、OCCの全国の銀行監督官の代表を集めて四半期に1回開催されるNational Risk Committee (NRC)の議論を共有するものである。
- ・NRCは、マクロ金融経済の動向、銀行与信の需給状況、オペリスクの展開、規制の方向性といった点を中心に数日間かけて詳細に議論し、その結果を監督の重点として活用する。ただ、年2回はその概要をSRPとして対外公表し、より広い専門家と状況認識の共有を図っている。

ポイント	Semi-annual Risk Perspective	(参考) Shared National Credits Reports
発行頻度 ・公表方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 半期に1回発行(40ページ程度のレポート)</li> <li>■ 資料をHPに掲載</li> <li>— 適宜、講演等でも言及</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1年に1回発行</li> <li>■ 資料をHPに掲載</li> <li>■ FRB, FDICと共同で実施</li> </ul>
対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Federally chartered institutions</li> <li>— OCCによる第一義的な監督対象の金融機関</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ SNCの対象与信</li> <li>— federally chartered institutionsによって組成された20百万ドル以上の貸出およびコミットメント</li> </ul>
内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 銀行を取り巻くリスク要因とその影響</li> <li>— 因みに、2013年春号では、雇用回復の遅延、長期金利の低位安定、対欧州与信の抑制などを取上げている</li> <li>■ 銀行のパフォーマンス</li> <li>— 因みに2013年春号では、緩やかな収益性改善、大銀行に偏った商工業貸出の拡大、モーゲージ貸出の低迷継続、レバレッジローンの急拡大、不良資産残高と引当の減少、中小銀行におけるMBS投資の拡大などを取上げている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2012年の例</li> <li>— 全体(2.79兆ドル)のうち8110億ドルが対象</li> <li>— 債務業種別の与信の質とその推移を調査</li> <li>— レバレッジローンの推移を調査</li> <li>— シンジケートローンの引受け状況を調査</li> </ul>

## おわりに

- ・各節で取上げたテーマごとにインプリケーションを整理すると次のようになる。

政策目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融システム安定策と「非伝統的金融政策」とのコンフリクトへの対応</li> <li>－金融機関や市場との理解の共有</li> </ul>
サーベイランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政府当局と中央銀行との分担と連携（合目的性、親和性、効率性等の観点）</li> <li>－分担とする連携の方法</li> </ul>
政策手段	<ul style="list-style-type: none"> <li>・マクロの政策手段に関する議論</li> <li>－政策手段の選択や授権とガバナンス</li> <li>・幅広い主体に対する透明性や説明責任の検討</li> <li>－コミュニケーションに関するイノベーション</li> </ul>
組織運営	<ul style="list-style-type: none"> <li>（サーベイランスに関する分担と連携）</li> <li>（政策手段に関するガバナンス）</li> </ul>



米欧でも実態と理論によって議論は変化を続けているだけに、継続的にテーマとして取り上げることの意味は大きい



(「金融市場パネル」の資料: ホームページの掲載場所)

- 日本語版: <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/fmp/fmp/discussion.html>
- 英語版: <http://fis.nri.co.jp/en/fmp/fmp/discussion.html>



2014年01月08日

株式会社野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部長

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