

月刊 資本市場

12 Dec.
2011
No. 316

■世界金融危機後の規制と規律の再構築■

アメリカ金融規制改革の現状と展望

—ドッド=フランク (DF) 法の評価

欧州システミックリスク評議会による最初の政策提言

—欧州金融危機へのインプリケーション

リテール・リングフェンスを提示した英国ICBの最終報告書

■コラム■

2011年の市場を振り返って

■論文■

経済政策不信の時代の光明

見えないリスクを“見える化”

—ボラティリティ・インデックス商品が日本でも上場へ

「Tdex+システム」の稼働に伴う東証デリバティブ市場の
改革について

タックスヘイブンと情報交換協定／世界が注目するオリンパスの不正会計事件／ユーロ動揺
の本質と解決策／欧州不安が相場圧迫／金利急騰、真犯人は新システム？

欧州システミックリスク評議会による 最初の政策提言

—欧州金融危機へのインプリケーション

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



■ 1. ESRBと政策提言の内容

欧州システミックリスク評議会 (ESRB) は、2007年以降の金融危機の経験を踏まえ、欧州の金融システムを監視するとともに、金融監督当局に必要な政策対応を促すことを目的として、今年2月から実際の活動を開始した。米国に設置された金融安定監視委員会 (FSOC) と同様の役割を担っているが、ESRBの場合、対象が欧州（ユーロ圏でなく欧州連合）全体

というクロスボーダーの視点を有するとともに、欧州中央銀行 (ECB) 総裁が議長を務め、域内諸国の中央銀行総裁が正式なメンバーであるなど中央銀行のプレゼンスが高いという特徴を有している（因みに、米国のFSOCの議長は財務長官であり、連邦準備制度理事会の議長は正式メンバーであるが、金融監督当局の代表等11名の1人に過ぎない）。

10月下旬にESRBが発表した最初の政策提言は、欧州で広く行われてきたクロスボーダーの外貨貸出を取り上げ、その現状とリスクを評価した上で、新たな危機に繋がらないようにするための具体的な政策対応を示し、各国の金融監督当局にこれらの実施を求めるものであった。その際、本提言は、外貨貸出全てをカバーするのではなく、為替リスクを比較的適切に理解し、様々なヘッジ手段を活用する立場にある法人顧客に対するものを除外し、家計向けの外貨貸出—特に外貨建ての住宅貸出—に焦点を当てている。

—目次—

1. ESRBと政策提言の内容
2. 提言全体の特徴点
3. 外貨貸出に関する課題
4. 提言のインプリケーション：
為替リスクのマクロ的な分担
5. 現在の欧州危機の下での政策提言
6. 結びにかえて

(図表 1) ESRBによる外貨貸出に関する政策提言の内容

項目	内容	相手方	具体的対応と期限
借り手によるリスク認識	1. 金融機関が借り手に適切な情報を提供できるよう求める 2. 金融機関に自国通貨建て貸出を提供するよう促す	・各国の金融監督当局 ・各国政府	・ガイドラインを作成する (2012年6月末までに中間報告、同年末までに最終報告)
借り手の信用度確保	1. 貸出実績や非金融部門の為替リスクをモニターする 2. 信用度の高い借り手のみに供与されるようにする 3. LTV等に関するより厳しい基準を検討する	・各国の金融監督当局	・貸出実績(フローとストックの双方)をモニターする ・必要に応じて基準を設定する (2012年末までに報告)
与信の伸びの監視	1. 与信の伸びを監視する	・各国の金融監督当局	・過度な与信の定義を設定する ・上記のモニター結果を評価する (2012年末までに報告)
金融機関によるリスクの管理	1. 金融機関に対してリスク管理のガイドラインを示す 2. 金融機関にビジネスの実態に応じた内部ルールの導入を求める	・各国の金融監督当局	・ガイドラインを作成する (2012年6月末までに中間報告、同年末までに最終報告)
金融機関に対する自己資本賦課	1. 金融機関に対してBasel IIに沿った自己資本維持を求める(不十分と判断した場合は追加的に賦課する) 2. (上記の1. に関し) EBAにガイドライン作成を求める	・各国の金融監督当局 ・EBA	・自己資本の適切さをチェックし、必要な措置を講ずる ・ガイドラインを作成する (2012年末までに報告(ガイドラインは2013年末に最終報告))
金融機関の流動性維持と資金調達	1. 金融機関の流動性リスクや資金調達をモニターする(特に為替スワップへの依存を含む調達源の集中等) (必要な場合は制限を課す)	・各国の金融監督当局	・資金調達(調達源や条件等)と流動性リスク(ミスマッチ等)をモニターする (2012年末までに報告)
監督や規制における相互主義	1. 監督や規制の厳格さに関する平衡を維持する 2. 金融機関に各国で適用された措置を公表するよう求める	・各国の金融監督当局 ・各国政府	・対応実績と評価を纏める (2012年末までに報告)

(出所) ESRB

本提言は、政策提言のポイント等をエッセンスとして取り纏めた本体部分と、定量的な現状分析および政策提言の詳細等からなるAnnexとの2つの部分から構成されている(注)。このうち政策提言に関しては、具体的に7つの項目を掲げて、金融監督当局に対して具体的な期限付きでこれらの実施と報告を求めている(図表1)。そのうち3項目は金融監督に関連している。つまり、金融監督当局が個別の金融機関に対して、①借り手が為替リスクを適切に認識するようにする方策を講じさせる、②信用度の高い借り手だけに外貨貸出が供与されるようにする方策を講じさせる、③貸し手によるリスク管理体制を整備させる、ことを求めている。別の2項目は金融システム安定に関連しており、金融監督当局に対し、④外貨貸出全体のモニタリングや、⑤外貨資金調達のモニタリングの体制を整え、

運営することを求めている。残りの2項目はいわば是正処置に関連しており、金融監督当局に対し、⑥必要に応じて個々の金融機関に自己資本の増強を求めることや、⑦各国間で規制を公平に適用することを求めている。

言うまでもなく、現在の欧州の金融システムにおいては、ソブリンリスクの動向や政策対応が焦点であるだけに、本提言のテーマの妥当性に疑問を感じる向きもあろう。実際、本提言は欧州の危機が日を追って悪化していた中で公表されただけに、金融メディアの扱いも大きくなかった。しかし、ECBや欧州各国の中央銀行にとって、クロスボーダーの外貨貸出に伴うリスクを適切にコントロールすることは、重要な課題の1つであったことは確かである。2007年以降の金融危機でも、東欧諸国での外貨建て貸出—特にスイスフラン建て貸出—が、いわゆる“flight to quality”

の中で増価を続けたスイスフラン相場のために、借り手からみた返済負担を実質的に上昇させることへの懸念が比較的早い段階から意識されていた。もしも、その結果として広範な返済不能が生じるようであれば、貸し手側の銀行経営に打撃を与えるだけでなく、借り手側の経済活動も失速させることになる。そうなれば、不良資産による金融システムの不安定化と実体経済へのネガティブ・フィードバックによる本格的な金融危機に転化するからである。

このため、2008年以降には、ECBやスイス国民銀行（SNB）が、ポーランドやハンガリーの中央銀行に対してスイスフランやユーロの資金を為替スワップで供給し、これらの中央銀行がスイスフラン建てのオペを通じて現地金融機関の資金繰りを支えたことは、なお記憶に新しいところである。その後も、ECBは、半年に1回の金融安定報告（FSR）などを通じてこの問題に警鐘を鳴らし続けてきたのであり、本提言はこうした背景の下でなされたものと理解すべきである。それだけでなく、以下にみるように、本提言は欧州の金融システムを取り巻く根本的な課題を浮き彫りにするとともに、現在のように金融危機がいわば現在進行形の形で危機が展開している下での政策提言のあり方に関する課題を提起している。

(注) 提言の本体部分とAnnexは、以下のURLを参照。
<http://www.esrb.europa.eu/recommendations/html/index.en.html>

■ 2. 提言全体の特徴点

本提言が取り上げた課題や提起したインプリケーションを議論する前に、全体を通じた特徴点を検討しておきたい。

第一に、本提言が金融システム安定というマクロ的な目的を追求している一方、提言内容の殆どがミクロ的な対応に関わるものという対照である。上にみたように、本提言に含まれた7項目のうち、金融監督に関連するもの（上記の①～③）や是正措置に関連するもの（上記の⑥～⑦）は、金融監督当局にミクロ的な政策対応を求めるものである。残りの2項目（上記の④と⑤）も、⑤は外貨調達のモニタリングという視点はマクロ的であっても、実際に求めている政策対応は為替スワップなど個別市場のモニタリングであり、その意味で純粹にマクロ的な政策対応を求めるのは④のみである。因みに、この④は、外貨貸出の総残高やその対GDP比あるいは増加率などのモニタリングを求めるものであり、Basel IIIにおける“Counter cyclical buffer”の考え方に近い印象を受ける。

金融システムの安定を目指す際のマクロ的な政策目的とミクロ的な政策対応という対照的な組み合わせは、もちろん、本提言だけにみられることなく、金融危機後のいわゆる「マクロ・ブルーデンス政策」を巡る議論にはほぼ共通してみられることである。すなわち、金融システム安定のためにミクロ的な金

(図表 2) 欧州主要国の銀行による東欧諸国向け貸出 (2011年 6 月末:10億ユーロ)

		欧州計								
		オーストリア	ベルギー	フランス	ドイツ	イタリア	オランダ	スウェーデン	英国	
欧州新興国		1304.9	266.3	96.2	185.8	144.2	195.5	95.1	56.6	64.0
合計	ポーランド	279.3	15.7	18.9	27.8	46.8	47.3	40.5	11.6	9.7
	チェコ	208.0	75.1	51.1	42.0	11.9	16.7	3.8	0.1	5.2
	ハンガリー	120.9	41.6	16.8	6.7	21.4	23.4	5.3	0.2	2.8
	ルーマニア	114.2	44.1	0.4	0.0	3.3	13.7	7.3	0.0	2.4

(出所) BIS

融監督面で有効な手段があれば、それを活用すべきことは当然であるし、中央銀行の政策金利に代表されるマクロ的な政策手段を活用すべきかどうかについて意見の収斂がみられない現状の下では、尚更にそうである。

それでも、本提言の中にも、マクロ的な政策対応を活用する余地についてのヒントが含まれているようにも思われる。本提言のAnnexのChart 1が具体的に示しているように、非金融機関向け貸出に占める外貨貸出のシェアが高いのはいくつかの東欧諸国であって、Chart 3が示すようにこれらの国々は当該国内で外貨を調達することはできていない。そして、Chart 6は、これらの国々にとっての「外国銀行」が外貨貸出で主たる役割を果たしていることを示唆している。これらを考え合わせると一個々のホスト国によって具体的な顔ぶれには差異があろうが—こうした国々での外貨貸出は、ある程度限られた数の大手金融機関によって提供されてきたという推測が成り立つ。これが正しければ、欧州の金融システム安定を維持する上では、全体としてみた外貨貸出の寡占化の状況や相手国

別のエクスポージャー構成をより密接にモニタリングし、外貨貸出で主要な役割を担う大手金融機関同士の相互依存(interconnectivity)を管理するというマクロ的な政策対応には大きな意味があるように思える。

もちろん、このうち相手国別のエクスポージャー構成に関しては、BISによる統計をもとに現状をみると(図表2)、母国とホスト国との長年の政治経済関係が反映している面も少なからず感じられるので、こうしたデータのみをもってリスクを判断することには慎重であるべきかもしれない。なぜなら、こうした事象が、当該国同士の歴史的な経済関係やこれに基づく無形の識見を反映している面もあるからである。それでも、特定国に対する与信の集中度が高いことは各金融機関の健全性に直接的に関わるし、それが大手金融機関の問題になれば幅広く伝播して金融システムの不安定化に繋がらう。しかし、本提言はこうした問題を必ずしも十分にカバーしておらず、従って、マクロ的な政策手段の活用の余地を残したままにしている印象を受けた。

本提言の全体を通じて印象的であった第二

の点は、政策目的の複線性とも言うべき点である。冒頭に述べたESRBの役割に照らすと、本提言は、欧州の金融システムの安定維持を目的とするものと位置づけられる。従って、外貨貸付を行う金融機関の健全性維持や、借り手である家計によるリスク認識の適切化といった点に焦点を置くことが当然であるし、実際にもそうなっている。しかし、本提言が対象領域を外貨建ての住宅貸出に限定した結果として、為替リスクに関する知識の不十分な家計（消費者）の保護や、金融取引の適切性に関するコンプライアンスの遵守といった、金融システムの安定維持とはやや異なる視点も同時に含まれることとなった。

こうして混入した視点は政治的な配慮によるものかもしれないが、筆者は、提言の趣旨やメッセージを明確化するためにも、本提言は金融システム安定に議論を集中した上で、投資家保護などの政策は、必要であれば各国の関係当局に別途委ねることが望ましいように思う。実際、このような金融機関の行動規範の領域の問題に関しては、各国当局に加えて、EU全体をカバーする組織として欧州証券・市場庁（ESMA）が存在する。ESRBがこうした領域に過度に関与してしまうと、今回の提言に止まらず、将来に亘って金融システム安定のため役割を果たす際にも、内容が拡散し提言機能が弱まることも考えられる。

もしも、ESRBの役割を、金融機関や金融市場だけを念頭に置いた狭い意味での金融システムの安定維持を超えて位置づけて良いと

いうのであれば、視野をむしろ実体経済の方へと拡大し、金融システムと実体経済との「ネガティブ・フィードバック」をどのように断ち切るかという課題をより明確にカバーするように努めることの方が望ましいのではないだろうか。この点を本提言に即して言えば、例えば、上記の④のように外貨貸出のモニタリングをもとに適正化を図る際にも、ホスト側の新興国のISバランスを中長期的に改善し、外貨貸出への依存を解消していくためのマクロ的な処方箋なども併せて検討し、各国政府に対してそれらの実行を促すといった役割である。

■ 3. 外貨貸出に関する課題

次に、欧州の外貨貸出に関して本提言が示した課題について、2つの点に絞って検討する。

第一に、「外貨」調達に係るリスクの扱いである。外貨貸出で使われる通貨は、もちろんホスト側の国にとっては外貨であるが、金融機関の母国においては自国通貨であるかもしれない。すなわち、本提言のAnnexのChart 2によれば、ポーランドやハンガリーのように外貨貸出の多い国々の場合、それらはユーロ建てやスイスフラン建てが中心であるとみられるが、これを行う大手金融機関（あるいは金融機関グループ）の本部がドイツやスイスにあれば、そこではユーロやスイスフランは当然に自国通貨である。これらの

金融機関がリテール預金を含む安定的な資金調達基盤を有するのであれば、「外貨」貸出を行う金融機関における資金調達の脆弱性を一概に指摘することはミスリーディングとなる。

そこで、本提言（上記の⑤）でも、こうした金融機関が「外貨」の調達を（母国市場のリテール預金ではなく）為替スワップやホールセール預金に依存している場合に焦点を絞って、「外貨」調達のリスクを問題にするというアプローチを採っている。実際、現在の欧州危機でも、米ドルのターム物資金を短期金融市場で調達することが難しくなった欧州金融機関が、為替スワップでの調達にシフトしたことが、スワップスプレッドに歪みを生じさせるなど市場機能面での問題に繋がったとされる。

ここまではおそらく異論は少ないであろうが、その上で、政策提言を行うESRBと実際に政策対応を採る金融監督当局の双方にとって難しい問題は、個々の金融機関による為替スワップやホールセール預金への依存について、どの程度であれば「過度」と判断するかという具体的な基準である。実際、本提言も、具体的な基準の策定を2014年まで先送りしている。この点は、Basel IIIにおける流動性比率規制の導入時期との関係なども配慮した結果なのかもしれないが、先送りしても具体的な基準を設定することの難しさは変わらないのではないだろうか。いずれにせよ、2014年に何らかの具体的な基準について合意が成立するまでの数年間は、ESRBも金融監督当

局も、大手金融機関による外貨資金の調達源や集中度を「慎重に監視する」以上の政策対応を採ることが難しい状態に置かれることになる。

第二に、自己資本の追加的賦課である。本提言は、金融監督当局に対し、個々の金融機関が外貨貸出に伴うリスク—特に為替リスクと信用リスクの相乗効果—を適切にカバーするよう促すため、第一義的には金融監督面での対応を求めている。その上で、それが不十分と判断される場合には、当該金融機関に対してより高い自己資本を求めるべきであるとしている（上記の⑥）。

Basel IIIのような国際合意が存在する下でも、各国の金融監督当局は自国の金融機関に対する規制の運営に裁量を有しており、必要に応じてそうした措置を講ずることは可能である。その一方で、Basel III（あるいは現行のBasel II）は、外貨貸出という銀行業務のコアともいえるべき取引に関するリスクを当然にスコープに入れている。それにも拘わらず、ESRBが各国の金融監督当局に外貨貸出に係る自己資本賦課について裁量を与えることになれば、民間金融機関の間では、今後、ESRBが様々な金融取引を対象とした政策提言を出す度に自己資本比率のバーが上昇し続けるのではないかと、といった懸念が生じかねないのも事実であろう。

このような不安が欧州の金融機関による与信行動の過度な抑制といったマクロ的な副作用に繋がらないように、ESRBや各国の金融

監督当局は、自己資本賦課はあくまでも Basel III等の国際合意をもとに運営するものであり、こうした枠組み以外での自己資本賦課は極めて限定的に止めるといった方針を明示するなど、金融機関からみて透明性や予見性の高い政策運営を行うことも大切なのではないだろうか。

■ 4. 提言のインプリケーション： 為替リスクのマクロ的な分担

最後に、本提言のインプリケーションについて、世界的な金融危機を踏まえながら議論することとしよう。

本提言が取り上げた住宅貸出の場合、借り手には幅広い家計が含まれる以上、ホスト国における金融リテラシーの向上や、貸し手の金融機関による説明義務の強化を図ったとしても、借り手による為替リスクの理解には何らかの限界が存在する可能性も小さくない。そうであれば、「外貨」での住宅貸出を大規模に展開し続けることにも限界があるとも言えるし、実際、本提言も、ホスト側の新興国で「自国」通貨建ての住宅貸出の成長を促していくべきという考え方を示している。

もっとも、ホスト側の新興国が、経済発展の途上でマクロ的な投資超過の状況にあり、健全な経済成長のために海外資金を活用する必要があるのであれば、加えて、その新興国が「国際金融の原罪」の下で外貨でしか海外資金を調達できないとすれば、住宅貸出のみ

ならずその国向けの資本フロー全般に係る為替リスクをいずれかの主体が負わなければならない。仮に、ホスト側の家計がそれに相応しい存在ではないとすれば、例えば、その国の金融機関が国際金融市場で外貨資金を調達し、それを自国通貨に転換した上で国内の住宅貸出に充てることも考えられる。しかし、これはアジア危機で域内諸国の金融システムを崩壊させた脆弱性そのものであって、決して望ましい構図ではない。あるいは、ホスト側の新興国政府がこうした役割を担うことも考えられるが、これもその国の金融システムの脆弱性という点ではあまり変わらない。現在の欧州危機がはっきりと示しているように、こうした構造が存在する下で国際金融市場のストレスが高まれば、ホスト側の新興国におけるソブリンリスクが急速に高まり、危機の直撃を受けることになろう。

そこで残された選択肢は、先進諸国の金融機関がホスト側の新興国通貨による住宅貸出を直接に供与することで、自ら為替リスクを負うことである。あるいは、為替取引を通じてこうした金融機関から為替リスクを移転された市場参加者がリスクを負うことである。一般には、先進諸国の金融機関や為替市場の参加者は、各国の金融当局によってより厳しく監督され、リスクを負担するのに十分な自己資本を有していると主張することもできるかもしれないが、現在のように先進諸国の金融機関や投資家のリスクテイク能力が必ずしも盤石でない局面も十分にありうる。結局の

ところ、ホスト側の新興国（の家計）による為替リスクの負担だけを取り出して、その軽減だけに過度に傾斜してしまうと、金融システム全体を通じた為替リスクの適切な分担が行われず、最終的には、新興国の経済成長にとって不可欠な資本フローの流れを妨げてしまうことにもなりかねない。

■ 5. 現在の欧州危機の下での政策提言

為替リスクのマクロ的な分担に関する検討を通じて浮き彫りになった上記のような課題は、より一般的に、ESRBによる現在の欧州危機に対する政策提言のあり方にも少なからぬインプリケーションを有している。

確かに、本提言に含まれた考え方—特にミクロ的な金融監督についての考え方—は、システムリスクの顕在化を防ぐ上で有効な内容を含んでいる。例えば、提言①のように金融機関が債務者に金融取引に係るリスクを適切に認識するように促すことは、借り手による過剰債務をそもそも抑制する上で意味を持つ。また、提言③のように、金融機関に適切なリスク管理を促すことも、大手金融機関自身の危機がシステムリスクの契機を作る事態を防ぐ上で当然に意味を持つ。

しかし、現在のような欧州危機の下では、本提言に含まれる考え方の中には状況を悪化させる恐れのあるものも含まれている。例えば、上にみた提言④や⑤のように、外貨貸出

や外貨調達の適切さをどのような基準によって評価し、どのような場合が「過度」と判断するかが難しい場合、金融機関の立場からは金融監督上の不透明性として意識され、上にみた為替リスクの分担に関する対応と同様に、結果として「過度な」与信の収縮を招く恐れがある。このようなマクロ的な“coordination failure”が生じれば、ホスト国である新興国の実体経済との間でのネガティブ・フィードバックを生じさせるだけでなく、結局はその国向けの与信内容を悪化させることになる。つまり、政策提言が回避しようとしていたシステムリスクや金融危機をむしろ自己実現的に生じさせてしまうことも否定できないのである。

■ 6. 結びにかえて

ESRBによる初の政策提言が注目を集めなかったのは、東欧諸国に対する外貨貸付というテーマが、南欧諸国のソブリンリスクという現在の焦点とは関係の乏しいものと映ったからであろう。しかし、今や、資本流出と為替相場の大幅な下落に直面したハンガリーがIMFへ支援を求めたことから明らかなように、ESRBによる今回の提言が扱ったテーマは決して現実離れたものではなく、むしろ、問題設定が極めて適切であったことが証明されている。それだけに、本提言に含まれた7項目の政策対応を「第一次接近」としつつ、現在進行中の欧州危機を踏まえて、為替リス

クの分担のあり方やクロスボーダーの資本フローの規律と促進とのバランスといったより大きな問題への考え方を示していくことが大切ではないだろうか。

ESRBが政策提言を行い、金融監督当局に具体的な政策対応を求めることは、これまでのように、ECBを含む域内の中央銀行が「金融安定報告」を定期的に刊行していたこととは次元の異なる重みを持っている。それだけに、当事者である中央銀行や金融監督当局だけでなく、より多くの実務家や研究者がこうした提言により強い関心を示し、建設的な議論を通じて課題の解決の方向性が見出されることを望みたい。

