

ESRBは、外貨建て住宅貸出を取り上げ、信用リスクや為替リスクを評価するとともに、借り手や貸し手のリスク管理や、与信残高や外貨調達モニタリングを中心とする初の政策提言を公表した。予てECBが問題視してきたテーマについて、各国当局に具体的な政策対応を期限付きで示した点で大きな一歩と言える。もっとも、本提言の全体を通じて、金融システム安定と消費者保護といった異なる政策目的が併存している印象もある。また、本提言の内容に関しては、①外貨貸出を営む金融機関の集中化の影響、②外貨調達の場や手段に関するリスクの評価、③例外的な自己資本賦課の位置づけ、といった課題が示唆される。同時に、住宅貸出を含む外貨建て貸出が新興国の経済成長に必要である場合、これに係るマクロ的為替リスクを誰がどう分担するかという問題を示唆している。

## はじめに

欧州システミックリスク評議会(ESRB)は、今日11日、最初の政策提言を発表した。具体的には、欧州(EU諸国)の外貨貸出を取り上げ、そのリスクを評価した上で、金融危機に繋がらないようにするための政策対応を示し、各国当局に期限付きでそれらの実施を求めるものである。本提言は、ご覧のような情勢の下でメディア等に取り上げられる機会も少なかったが、システミックリスクの防止について様々な興味深い論点を含んでいる。

## 提言の概要

今回の金融危機の比較的早い段階から、東欧諸国での外貨(特にスイスフラン)建て貸出が、為替相場の増価による実質価値の上昇に伴って、広範な返済不能を招くとの懸念が生じた。これに対し、2008年以降、ECBやSNBはポーランドやハンガリーの中央銀行にスイスフランを為替スワップの形で供給し、これらの先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記憶に新しい。その後も、ECBはFSRなどを通じてこの問題に警鐘を鳴らし続けてきただけに、本提言についても内容自体に驚きはなからう。

本提言(およびAnnex)は、欧州の外貨貸出の実情をデータを用いて分析した上で、7項目からなる政策対応を各国当局に求めている。個別の金融機関に関しては、①借り手が為替リスクを適切に認識するための方策、②信用度の高い借り手だけに供与されるための方策、③リスク管理の体制、を整備させ、徹底させることを求めている。金融システムに関しては、④外貨貸出や⑤外貨資金調達をモニターする体制の整備とその実施を求めている。加えて、⑥必要に応じて金融機関に自己資本の増強を求めるべきことや、⑦ホスト国における規制の公平な適用を求めている。

なお、本提言は外貨貸出全てに警告を発している訳でなく、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企業に対する貸出を除き、家計向け貸出—特に住宅貸出—に焦点を当てている。すなわち、ここで想定されているリスクシナリオとは、貸出通貨の増価(あるいは当該国通貨の減価)に伴う家計による返済不能の広範な発生が、金融システム全体の不良資産を増やすことでシステミックリスクの顕在化に至るというものである。

## 提言全体の印象

本提言を通じて第一に印象に残った点は、システミックリスクの防止というマクロ的な政策目的に対し、政策提言の多くがミクロ的な手段であるという点である。上に見たように、7項目の政策提言のうち5項目は、各国当局に監督面でのミクロ的な対応を求めるものとなっており、2項目(上記の④と⑤)だけがマクロ的な性格を有している。もっとも、⑤も、為替スワップ等の個別市場のモニタリングを求めているだけに、純粋にマクロ的と言えるのは④だけである。

もちろん、マクロプルーデンス政策における政策目的と政策手段との間の乖離は、本提言だけの特徴ではなく、むしろ、先進諸国でのこれまでの議論に共通している。また、本提言の中で純粋にマクロ的な政策対応を求めている⑤も、具体的には、各国当局に

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ており、Basel IIIの"Counter cyclical buffer"における方法論をいわば踏襲するものとなっている。

全体を通じて第二に印象に残った点は政策論の複雑性である。ESRBのマネートに照らしても、本提言はシステミックリスクの防止を目的とするはずである。従って、その内容も、外貨貸出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が中心になると考えるのが自然であろう。しかし、本提言は対象を外貨建て住宅貸出に限定しただけに、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距離のある視点が含まれている印象も受けた。

筆者は、政策提言の趣旨を明確化するためにも、投資家保護などの政策は別途の形で各国当局に委ねることが良いように思う。逆に、ESRBが狭い意味での金融システム安定の領域を超えるのであれば、むしろ、実体経済とのフィードバックをいかに断ち切るかという課題へ視野を拡げることが望まれる。つまり、外貨貸出も、仮に欧州域内の新興国におけるマクロ的な投資超過をファンディングする目的で増加してきたのであれば、新興国のISバランスを中長期的に改善し、貯蓄を促進するための処方箋などもスコープに入りうるのではないだろうか。

## 提言が取り上げた問題点の検討

次に、欧州の外貨貸出について本提言が取り上げた問題点の中から、興味深い点をいくつか取り上げて検討する。

第一に外貨貸出の集中度である。本提言のAnnexのChart1が示すように、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一部の東欧諸国であり、Chart3にあるように、当然ながらこれらの外貨は当該国内では調達できていない。かつ、Chart6はこうした国々にとっての「外銀」が外貨貸出において大きな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—ホスト国によって具体的な顔ぶれには差異もあるだろうが—新興国での外貨貸出では、ある程度限られた大手金融機関による競争が展開してきたと推測される。

こうした推測が正しければ、システミックリスクの防止を目指す上で、外貨貸出における欧州全体として見た集中度をどう考えるかという視点も意味を持つはずである。ただ、筆者の見限り、必ずしも十分に触れられていないとの印象を受けた。確かに、BISによる統計をもとに、欧州諸国に対する各国別の金融機関の与信分布をみると、単に金融ビジネスのロジックだけでなく、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ことが示唆される。つまり、ある新興国に対して、ある主要国の金融機関による外貨貸出が集中していたとしても、それは当該国同士の密接な経済関係を反映している面もあり、一概にリスクが高いと判断すべきではないかもしれない。それでもやはり、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りうる点であるし、それが主要金融機関で生じているのであれば、システミックリスクの顕在化にも関わりうる点である。

第二に「外貨」調達のリスクである。上に見たように、ホスト側の各新興国で外貨が調達できていないのもむしろ当然である。しかし、債権銀行の母国では、「外貨」は自国通貨であるかもしれない。具体的には、本提言のAnnexのChart2によれば、ポーランドやハンガリーでの外貨貸出はユーロ建てやスイスフラン建てとみられるが、これを行う外国金融機関(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。そして、総じて見れば、リテール預金を含めて安定的な資金調達基盤を有することが期待できる。従って、外貨貸出を行う金融機関に一般的に資金調達の脆弱性を指摘することはミスリーディングとなりうる。

そこで、本提言(上記の⑤)が適切に議論しているように、こうした金融機関が「外貨」の調達を為替スワップやホールセール預金に「過度」に依存しているならば、この点に焦点を絞って、資金調達の脆弱性を問題にすべきことになる。実際、現在の欧州危機においても、ターム物の米ドル資金の調達が難しくなった欧州系金融機関が為替スワップでの調達にシフトしようとしたため、レートに歪みが生じるなど市場機能の問題を生じたとされる。

その上で難しいのは、何を以て「過度」と判断するかという具体的な基準のあり方である。実際、本提言でも、この点に関する基準の策定は2014年まで先送りされている。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されたのかもしれないが、先送りしてもこの課題をクリアーすることの困難さは変わらないようにも見える。いずれにせよ、2014年に何らかの基準について合意が成立するまでは、ESRBにせよ、各国当局にせよ、外貨資金の調達源や集中度を「慎重に監視する」以上の対応を採ることが難しい状態に置かれることになる。

第三に自己資本の賦課である。本提言(上記の⑥)には、各国当局に対して、自国の金融機関が外貨貸出に伴うリスクー特に信用リスクと為替リスクの相乗効果ーを適切にカバーするよう促すため、第一義的には監督面での対応を求めている。その上で、もしもそれが不十分な場合は、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。

もちろん、Basel IIIのような国際合意が存在する下でも、各国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も十分に考えられる。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が各国当局に外貨貸出に係る自己資本賦課について相当な裁量を与えることになれば、金融機関は、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懸念するであろう。

このような不安が与信機能の毀損に繋がらないように、ESRBや各国当局は、自己資本賦課はあくまでもBasel III等の国際合意を基に運営し、こうした枠組み以外での自己資本賦課については例外的なものに止めるなど、金融機関からみて透明性や予見性の高い運営を行うことが大切ではないだろうか。

### 提言のインプリケーション：マクロの為替リスク分担

本提案のように、外貨建ての住宅貸出に焦点を絞る場合、家計による為替リスクの理解に何らかの制約があるとすれば、金融機関のコンプライアンスの観点からも、「外貨」での住宅貸出を大規模に展開することは難しくなってくる。実際、本提言の中でも、ホスト側の新興国内で「自国」通貨建ての住宅貸出の成長を促すべきことが提唱されている。

一方で、新興国が投資超過の段階にあり、健全な経済成長のために海外の資金を活用することが望まれるとすれば、また、新興国がいわゆる「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、住宅貸出に係る為替リスクを新興国内の家計以外のいずれかの主体が負わなければならなくなる。そこで、例えば、ホスト側の新興国の金融機関が外貨資金を調達し、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が考えられる。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。また、ホスト側の新興国政府(あるいは政府系金融機関等)がこうした役割を担うことも考えられるが、これも過去に金融危機を招いた要因そのものである。

そうすると、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供給することで、自ら為替リスクを負うことである。あるいは、こうした金融機関から為替取引を通じて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。先進諸国の金融機関や市場参加者は、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言張らう面もある。しかし、新興国での外貨貸出に係る為替リスクが先進諸国の金融システムに戻ってくるというのも、システミックリスクの予防という本提言の趣旨に照らして必ずしも最善とは言えないようにも見える。

### 本提言のインプリケーション：債務危機への応用

最後に、本提言が、今回の欧州危機のような事態を防止する上でどのような意味を持ちうるかをみておくこととしたい。

上に見た7項目の提言のうち、まず、①のように債権銀行が金融取引に係るリスクを債務者が適切に認識するように促すことは、過剰債務を防ぐ上で一定の意味を持ちうる。同様に、上記③のように、債権銀行に適切なリスク管理を促すことも、主要金融機関の危機を契機とするシステミックリスクを防ぐ上で、当然に意味を持つ。それ以上に、今回の欧州危機のように、金融システム全体として特定国に対する与信を集積する事態を防ぐ上では、上記の④や⑤のようなマクロの考え方も重要である。

もちろん、既に⑤について検討したように、当局が具体的にどのような基準を持って④や⑤に臨み、「過度な」与信の集積や特定の資金調達方法への「過度な」依存があると判断するかは、実務上は難しい。しかも、説得的な基準が用意されない限り、民間金融機関の与信増加に本格的な歯止めをかけることも難しい。もっとも、こうした問題はESRBの提言に固有の問題という訳ではなく、現在の先進国当局が共通して抱える課題である。

### おわりに

欧州域内での外貨貸出を巡るリスクという、ECBが予て取り組んできた問題に対して、ESRBが具体的で期限付きの政策提言を示したことは意味ある前進と言える。ただ、同時に本提言は、システミックリスクの防止に関して、現時点で先進諸国が抱える課題を、そのまま映し出すものともなっている。

文責：井上哲也  
(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著作者が保証するものではありません。記載された意見は著作者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。本稿は、著作者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします