

## 金融緩和期の不動産市場を考えるにあたっての覚書 －主として金融機関の規制強化の視点から－

荒井 俊行

### 1. はじめに

日本における現下の超金融緩和政策が資産市場、とりわけ不動産市場にいかなる影響をもたらすのかについては様々な議論があり、前号の「研究ノート」に参考とすべき若干の予備的な素材を示した。今回は、これを受けて、不動産について学識の深い6人の有識者の見解を紹介する特集を組んでいる。本稿を記述した2014年4月15日現在で、アベノミクスによるデフレ脱却及び景気回復の期待感、消費税増税による駆け込み需要の反動減があるものの、当面の鍵と言われた春闘の賃金交渉に相応の成果が見られたこともあり、さらに高まりつつあるように感じられる。しかし、一方で、引き続き、超金融緩和期であることに変わりはなく、人口減少が不動産の需要減に大きな影響を与える長期ではともかく、黒田日銀総裁が4月23日の衆議院財務金融委員会で「バブルの発生に十分注意したい」と述べたとおり、短期的には大都市圏の一定のエリアでの地価上昇を中心に、バブルの危険性が潜在していることも軽視すべきではないと考える。2014年4月にみずほ信託銀行が公表した「不動産トピックス」によれば、2013年に上場企業やJ-REITが取得した不動産取得額の5割以上が東京都以外で購入され、地方への広がりを見せていることが窺われる。また、2013年にノーベル経済学賞を受けた米エール大学のロバート・シラー教授は2014年3月にみずほ証券主催の講演会で講演し、日本経済新聞2014年4月1日朝

刊によれば、「狂気に基づいた市場は存在する。市場の動きを知るには数式だけではなく、人の心理を理解する必要がある。バブルには近づかないことが一番」と述べ、引き続き、資産市場が持つ危険性に言及したとの報道もある。

更に、現在、世界的にみると、先進国において、基調的には、広く金融緩和政策が継続され、経済主体のリスク・オン志向が強まっていることもあって、今後の資産価格の上昇の可能性、ひいては金融システムへの影響も否定できない中で、バブル的な現象が多かれ少なかれ繰り返して生じていることから、資産市場の安定性を高めるために、金融機関の規制・監督を強化すべきだという考え方が、次第に世界の大きな潮流となっているように見受けられる。そこで、本稿では、これらを紹介している諸報道を基に、金融政策を資産価格の上昇に対応して発動すべきか否かを巡るFED ViewとBIS Viewという見解の対立及びサブプライムローン問題からリーマンショックという金融危機を経験した米国の過去の先行事例の問題と課題とをやや詳しく回顧するとともに、マクロ的な資産価格の乱高下とも密接な関係を持つ金融機関の健全性及び金融システムの安定性を維持するためのプルーデンス政策の強化に向けたいくつかの動きを紹介するほか、近時、特に活発に議論されるようになってきている日本における金融緩和の出口論についても補足することとしたい。

## 2. FED View (否定派) とBIS View (肯定派) の対立について

前号において、バブルを金融政策によって事前に制御できるかどうかをめぐっては、FED View と BIS View の対立があることを紹介した。しかし、その内容にまで立ち入ることができなかつたので、それぞれの見解や考え方を補足しておこう。これらの見解は当然、論者によりニュアンスの差異があり、また、時期に応じて変化していく性格のものなので、一概には確定することができないが、ここでは、翁邦雄京大教授の「バブルの生成・崩壊の経験に照らした金融政策の枠組み」(吉川洋編集「デフレ経済と金融政策」(2009)、慶応義塾大学出版会に収録)などの著作を参考に、代表的と思われる見解を紹介するにとどめる。

### (FED View の概要)

マクロ政策による資産価格バブルへの対応に最も懐疑的立場をとってきたのがFRB(連邦制度準備理事会)であるため、バブル防止のために金融政策を発動することに対して、懐疑的な考え方をFED(Federal reserve system) Viewと言う。この考え方の骨子は概ね以下のようなものである。

①金融政策の発動目標はあくまで物価安定であり、資産価格に影響を与えるために使われるべきではない。資産価格の乱高下から金融システムの安定性を守るためには、金融機関に対する監督・規制及び「最後の貸し手」としての中央銀行機能の活用によるべきである

②そもそも、中央銀行が資産価格のファンダメンタルズを測定することは困難であり、資産価格の問題は市場にゆだねるほかはない。

③仮に、資産バブルの存在を検知できたとしても、これを金融政策で解消できるとは考えられない。具体的には、強い引き締めをしないとバブルは解消できないが、それは実態経済に大きな負の影響を与えずにはおかない。

④これを踏まえると、バブルへの望ましい対処方法は、ミクロレベルの政策、例えば、資本規制、ポートフォリオ・ストレステスト<sup>1</sup>、会計の透明性・ディスクロージャ等である。

### (FED View により生じた慢心)

このようなFED Viewを受けて、FRBの考え方も、「バブルかバブルでないかははじけてみるまで分からない。それ故、事前の対応よりも事後的な対処が重要である。一旦バブルの崩壊が明らかとなれば、FRBは潤沢に流動性を供給するなどしてその損害を最小限に食い止めるよう行動する」(2002年8月に行われたグリーンズパンFRB議長スピーチ(Greenspan, Alan (2002)「Economic Volatility」より引用)と言うものであった。従ってバブルになって、仮に望ましくない事態が生じても、中央銀行が積極的に事後処理に動いてくれるということであれば、市場参加者にとっては、リスク・テイクを恐れる必要はなくなるどころか、リスク・テイク行動をとることが合理的な選択行動であることになり、この意味で、グリーンズパンやバーナンキに率いられた米連邦準備理事会の姿勢が2008年の金融危機を誘発する一つの温床になったと見ることもできよう。

### (BIS View の概要)

次に、金融政策によるバブル対策を肯定する主張は、論者の多くが、国際決済銀行(BIS、Bank of International Settlement)に籍を置いていたことからBIS Viewと称されている。この主張の骨子は以下のように要約できる。

①資産価格の変動からくる経済的コストは極めて大きく、金融政策当局としても無視しえない。しかもこうした変動は、21世紀に入っても頻繁に生じており、金融政策の目標である物価の安定を確保しさえすれば、金融システムの安定も自ずと達

<sup>1</sup> 金融マーケットで不測の事態が生じた場合に備え、ポートフォリオの損失の程度や損失の回避策をシミュレーションしておく管理手法を言う。

成できるとは到底言えない。

②しかし、このことは、金融政策を資産価格のコントロールのために割り当てたり、バブル退治のために直接に使うべきだということを意味するものではない。金融政策が目指す目標変数として、インフレ率、アウトプット・ギャップ率等に加えて、「資産価格の妥当な水準からのかい離」を視野に入れ、資産価格の動きに対し、必要があれば、モダレートな政策=lean against the windを発動して、マクロ・パフォーマンスの改善を目指すべきである。

③従って、たとえインフレに対する当面の懸念が小さくとも、資産価格が高騰しているときは、その反転・下落が経済に大きなダメージを与える可能性がある。これを放置するリスクと予防的引き締めがデフレを生むリスクとを比較し、前者のリスクが大きいと判断すれば、引き締めに踏み切る余地がある。そのためには、政策当局が、資産のファンダメンタルズ価格の推計を行い、その情報を市場に提供し、警戒シグナルを発信することが求められる。

### 3. 米国のサブプライム問題にみるバブル現象の原因と課題の整理（サブプライムローンの基本的な性格）

21世紀に入り、2010年ころまで続いたアメリカの経常収支の赤字の拡大に伴い、日本を含む他の経常黒字国は、その黒字分を安全なAAA格付の米国債を購入・運用する傾向が強まった。このような大口の資金供給者が提供した資金の大口の需要者としては、当時、米国の持家取得促進政策を背景として増大していたサブプライムローンを利用する比較的低所得の住宅購入者層が存在した。サブプライムローンの借入者は金融リタラシーが必ずしも高くはなく、貸し手側の誘導により借入を比較的受け身の姿勢で拡大させる存在であったため、サブプライムローンは、拡大の一途をたどった。そして、その借入者の属性から、サブプライムローンは、本質において、到底AAA格付資産と

はいえず、むしろ格付の低いハイリスク資産であったのだが、急速に進展を続ける証券化技術とその優先劣後構造を活用して、原資産から生じるキャッシュフローを各種のクラスの資産に不比例的に切り分けることによって、安全資産から危険資産まで多様な資産を作り出すことが可能になっていた。このように証券化技術は、資産が生み出す収益を信用力の源泉とした資金調達を可能としただけでなく、従来、銀行の資金仲介機能が包括的に担っていた融資機能とリスク機能とを分離し、リスクを多様な担い手に分散させることを可能にした。

こうした方法で切り分けられたサブプライムローンのAAA格付部分が機関投資家に販売され、残りの劣後部分については、多くの場合、リスク・オン志向の投資銀行等にそのまま保有された。そして、これらのリスクが顕在化しない限り、投資銀行等もハイリスク部分に対応するハイリターンを享受できたため、本来はリスク度の異なるさまざまな種類のリスク商品が混在していたにもかかわらず、あたかも見かけ上は、サブプライムローンがリスクの低い高収益商品であるような外観を呈して、米国の金融サービス業界は一時期、高収益の恩恵を大いに謳歌していたことになる。

#### （サブプライムローンの破たん原因）

金融緩和期にあつては、サブプライムローン貸し出しの増加は、住宅需要の増大と住宅価格の上昇期待をもたらし、その期待が現実に住宅バブルを加速させ、家計部門には住宅・土地価格の上昇に伴う富効果（wealth effect）が生じ、実際、家計の過剰消費が可能となった。しかし、2006年、こうしたプロセスが限界に達して、住宅の過剰供給から住宅価格の上昇がストップすると、サブプライムローンの返済遅延と融資の焦げ付きが起こる。サブプライムローンの借り手は低所得者層であり、自らの所得だけでは借入を十分に返済する能力がなく、住宅・土地価格の上昇による増担保価値があつて初めて返済が可能となるのが実情だったので、彼らの返済が滞ると、そこから派生した金融関連商品の格下げが不可避となり、劣後部

分を保有していた投資銀行等は多大の損害を被った。これには、発行体が一定量のサブプライムローンからできるだけ多量のAAA資産を作り出して販売しようという無理な意図を持っていた中で、格付会社がこの要求を受け入れる形で、過度にAAA格付を付与したことも影響したと言われている。このことが、急速に格付全般に対する信認を崩壊させて行った。

#### （リスク・オン行動に終始して破たんを招いた投資銀行）

劣後部分を持つ投資銀行は、事前にこのようなリスクを十分予想できたにもかかわらず、そのリスクを承知の上でサブプライムローンの劣後部分を保有したのは、第一に、住宅価格の下落は仮にあっても、それは軽微ないし地域的に限られるはずだという必ずしも合理的とは言えない判断があった。住宅価格の全国的下落は起こりえないテールリスク（tail risk）であると考えたのである。第二に、投資銀行の持つインセンティブ構造のゆがみである。テール・リスクは通常起こることはないので、見かけ上は業績向上の外観を呈するが、その収入のかなりの部分は、本来は、将来の損失に備えておくべき準備金であり、収益計上はリスク・オンに伴う見かけのものに過ぎなかった。

#### （全面的な信用危機の引き金になった米国の市場型間接金融システム）

日本では考えにくいサブプライムローンのような商品が米国銀行を破たんしに追い込むほど大きな影響を及ぼした要因の一つは、日本では資金の貸し借りは銀行を中心とした間接金融システムの下で行われることが多いのに対し、米国では、金融技術の高度化に伴う金融取引の複雑化により、最終的な資金提供者と最終的な資金調達者が直接的な関係を持たない分断的な市場型間接金融システムの中で行われていたからだと言われている。ここで市場型間接金融システムとは、銀行やノンバンクであるモーゲージバンクが住宅ローンを融資する点では間接金融システムの場合と同じであるが、そのローン債権が証券化され、これを含めた

金融商品に、投資家である個人、企業の預けた資金が投資信託運用会社や金融会社などのビークルを通じて最適と判断された運用先に分断的に資金運用される形態であり、換言すれば、金融機関を通さずにマーケットを通じたシャドーバンキング取引が連鎖的に行われる金融システムであると言い換えることもできよう。このような分断化・連鎖化は、特定主体に生ずる甚大かつ集中的な損失の発生の回避に寄与し、リスク分散を図るうえで優れた効果があるとされたが、現実には分散されるはずのリスクが金融システム全体に広がり危機を広げた（図表1参照）。

このメカニズムをサブプライムローンに即して説明を試みると、

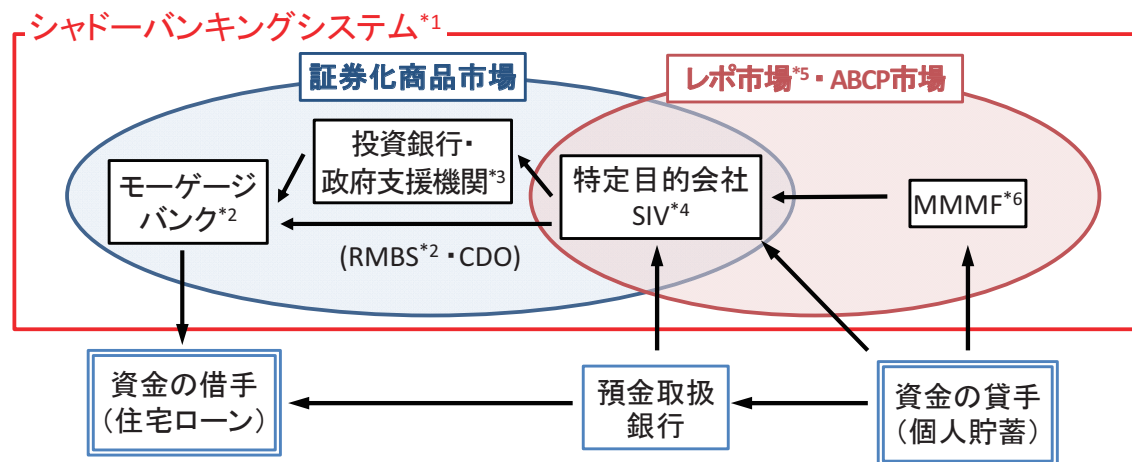
①まず、サブプライムローンが銀行ないしはモーゲージバンクから住宅購入者に貸し出される。銀行やノンバンクは発行体として当該ローンを転売することで、住宅ローン債権を自分のバランスシートに残さずに済むことから、貸し出しの審査がきわめて安易に拡大した可能性は否定できない。

②個々の銀行やモーゲージバンクからRMBS（住宅モーゲージ担保証券）として債権譲渡されたサブプライムローンを投資銀行等が購入するが、投資銀行等はこれを組み合わせて第二次証券化商品であるCDO（債務担保証券）に加工し、これを大手金融機関等がスポンサーになって作られたSIV

（Structural Investment Vehicle）という特定目的会社に売却した。

③SIVは、購入したCDOを担保にしたABCP（資産担保付約束手形といった金融商品を担保の裏づけとした短期の市場性資金）の発行及びレポ市場取引（金融機関、証券会社、事業法人、外国企業、公的機関など、一般の事業法人が自由に参加できる市場で、現金を担保に債券（主に国債）を貸し借りする取引のこと。「現金担保付債券貸借取引」ともいう）を通じて投資資金を調達した。SIVの資産であるCDOが長期の運用資産であるのに対し、

図表 1. サプライムローンの資金の流れ（土地総合研究所作成、←は資金の流れを示す）



- \*1. 囲いの部分がシャドーバンキングシステムと言われ、シャドーバンキングの中核をなすのが、レバレッジを掛けて証券化商品等に投資を行う SIV (Structured Investment Vehicle (\*3 参照)) と、SIV が資金調達に活用するレポ市場や ABCP 市場 (\*4 参照) である。SIV の設立母体は、主に預金取扱銀行であり、自己資本規制を逃れるための別働部隊である。
- \*2. 米国では、住宅ローンの提供者は預金取扱銀行である必要はなく、ノンバンクのモーゲージバンクが住宅ローンの組成に参入している。組成される住宅ローンの 3 分の 2 はモーゲージバンクである。このように、モーゲージバンクが住宅ローンを提供し、買い上げた債権をパッケージ化し、それを裏づけにして債券を発行している。組成された住宅ローンをプールして証券化した RMBS (Residential Mortgage Backed Security (住宅モーゲージ担保証券)) は、主として投資銀行や政府支援機関などのスポンサーに売却される。住宅ローンのデフォルト (債務不履行) はスポンサーであるモーゲージバンクが負担するが、金利変動や繰り上げ償還リスクは、RMBS を購入した投資銀行等が負担する。
- \*3. 連邦住宅抵当公庫 (ファニーメイ)、連邦住宅金融抵当公庫 (フレディマック) の 2 社は、サブプライムローン債権の多くを保有した。
- \*4. SIV (Structured Investment Vehicle) は、投資専門に設立された特定目的会社の一種であり、典型的には民間の RMBS や CDO (Collateralized Debt Obligation) を買い取り、それらを担保に次の\*4 に示す短期金融市場から資金調達を行う。
- \*5. 米国の大手金融機関がレバレッジを高めるために、負債性資金の調達手段として発達したのがレポ (Repurchase Agreement) 市場である。簡単に言えば担保付での資金貸借市場である。金融機関は自ら投資対象として購入した資産を担保に借り入れを行う。類似の資金調達手段として ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) の発行がある。これも SIV が自ら投資対象として購入した資産を担保にした借り入れである。その債券を MMMF (\*5 参照) のような機関投資家が購入し、その資金は一般の個人から集めている。
- \*6. MMMF (Money Market Mutual Fund) は、小口の貯蓄資金を集めてプールした資金を短期金融市場で運用する投資信託の一種である。安全性の高い短期金融商品に投資を行うので元本割れのリスクが小さく、残高見合いの小切手を発行することができ、銀行預金との代替性が高い。

負債たる ABCP が短期運用資産であったため、SIV はもともと期間のミスマッチにより流動性（資金繰り）の問題を引き起こしやすい脆弱性を内包していた。

④ ABCP の購入やレポ市場取引を通じて投資資金を SIV に提供するのには MMMF（マーケット・ミュチュアルファンド）などの機関投資家であり、その原資は短期の安全な運用を求める一般個人の預金であった。

#### （浮き彫りになった市場型間接金融システムの不透明性と金融規制・監督体制の強化の必要性）

このような、最終的借り手から最終的貸し手まで分断的、連鎖的な金融取引の中で、最終的資金の出し手は担保となる CDO の資産価値を評価する能力を持ってないいわゆる情報劣位者であったため、証券の格付をもっぱら格付会社の判断に依存する形で取引を行わざるをえなかったが、住宅バブルの崩壊に伴い、不適切な格付に対する信認崩壊が起こると、情報劣位者である資金提供者は資金運用先の信用を確認して資金提供を続けるかどうかを判断するまでもなく、とにかく損失を回避することが先決となり、先に述べた資金の流れとは逆方向での遡及的な資金回収が急速に生じた。そこで、一方で ABCP 市場、レポ市場における取付けが生じ、他方で証券化商品市場での RMBS や CDO の現金化が困難となって、SIV がその板挟みの中で破たん状態に追い込まれ、さらにそれが SIV のスポンサーである預金取扱銀行を自己資金不足に陥らせるという形で、流動性の枯渇、資産売却に伴う価格下落が生じ、金融システムが危機に晒され、マクロ政策が総動員される事態を招いたのである。ここでの教訓として、金融商品の複雑化、危うい格付、見えにくいリスクが浮き彫りとなり、高リスク業務の抑制、消費者・投資家の保護の強化とともに、シャドーバンキングを含む実効性の高い金融監督体制の構築が改めて課題として浮上してきたのである。

## 4. マクロブルーデンス政策の必要性

### （ブルーデンス政策とは）

リーマンショックが金融システム全体を揺るがし、世界経済に甚大な打撃を与えたことは規制改革強化への流れを強めることになった。具体的には、現在の銀行に対する健全性規制の主軸である自己資本比率規制自体が不十分であるという反省から、個々の銀行の健全性をより高めてゆくため、自己資本の質と量を向上させる流動性についての備えを厚くするマイクロブルーデンスの視点からの規制強化の必要性とともに、新たに金融市場全体の健全性、安定性を確保するいわゆるマクロブルーデンスの視点からの監督強化の必要性が強く認識されるようになった（ブルーデンス=Prudenceの本来の意味は、用心深さ、慎重さということ）。

### （マイクロブルーデンス政策では対処が難しいシステミックリスク）

金融機関の行動がシステミックリスク（特定の金融機関や市場が機能不全となり、その影響が他の金融機関や市場、ひいては金融システム全体に波及するリスクのこと）を起こし、大きな社会的コストをもたらす経路としては、第一は、金融機関のリスクイクの増大が資産価格の上昇を伴って景気拡大を過熱させる一方、危機が起こってから融資抑制や資産売却が景気悪化をさらに下押しして深刻化させるというプロシクリカリティ（景気変動の増幅）の効果が考えられる。第二は、有担保取引において、金融商品価格の下落と市場流動性の低下の悪循環が金融仲介機能を瞬時に麻痺させるという機能不全の効果が考えられる。例えば個々の金融機関に対する自己資本比率規制は、金融機関が規制に対応して健全になろうとする結果、貸し渋りや資産売却を誘発するが、このために、金融システム全体としての安定性が失われる可能性がある。これは、個々の金融機関が合理的に行動してリスク管理を行おうとする結果として生ずる合成の誤謬の一つである。また、マイクロブルーデンス政策の観点からは、地価が上昇しても不良債権は増えないので、個別銀行レベルでの問題は生じないが、マクロブルーデンス政策の観点

図表2. マクロブルーデンスとマイクロブルーデンスの視点の違い

	マクロブルーデンス	マイクロブルーデンス
中間目標	金融システム全体に危機が及ぶことを防ぐ	個々に金融機関の経営危機を防ぐ
最終目標	経済全体のコストの最小化	消費者（投資家、預金者）の保護
モデルにおけるリスクの位置づけ	内生的	外生的
金融機関の相関や共通のリスク	重要	無関係
信用秩序の測定	・システム全体の危機の観点 ・トップダウン	・個々の金融機関のリスク ・ボトムアップ

(注) 翁百合著「不安定化する国際金融システム」より引用（原典はBorio（2003）より抜粋）

から見ると、地価上昇が金融システム全体のリスクを蓄積させる可能性も否定できない。これへの対処はマイクロブルーデンス政策では難しい。

#### （注目されるべきマクロブルーデンス政策）

このように、マクロブルーデンス政策とマイクロブルーデンス政策は相反する側面を持っていることから、米国を中心にマクロブルーデンス政策の体制を確立する必要性が論じられるようになり、例えば、国際通貨基金(IMF)、国際決済銀行(BIS)、金融安定理事会(FSB)が共同でマクロブルーデンス政策に関するレポートを公表するようになっていく。また、金融監督の担当機関がばらばらであることが問題となり、銀行業に関しては連邦準備理事会(FRB)や通貨監督庁(OCC)が、証券業に関しては証券取引委員会(SEC)がそれぞれ監督するとともに、これらを統括する金融安定監督評議会(FSOC)がドッド・フランク法の下に、2010年に設置されている。しかし、日本では、マクロブルーデンス政策を巡る議論が少なくとも公表ベースではあまり体系的に行われている形跡がなく、また、金融庁、財務省、日本銀行、預金保険機構、(場合により農協等を所管する農林水産省)などの関係機関を包括する機関もない。こうした中で、例えば、日本経済研究センター理事長の岩田一政氏の著書「デフレとの戦い」(2010年、日本経済新聞出版社)においては、物価上昇(GDPギャップ)

のために金融政策を割り当て、資産価格の変動に対してマクロブルーデンス政策を割り当てて、複数の政策目標を達成する観点(複数の政策目標を達成するためには複数の政策手段が必要である)から、「レバレッジ比率や流動性規制(カバレッジ比率規制と安定調達比率)の比率を変更する権限を中央銀行に与え、マクロブルーデンス政策として活用することが有用である」との政策提言がなされるに至っている。

#### 5. パーゼル規制の変遷

従来、銀行は、金利規制、業務範囲規制、店舗展開規制などの規制の下で、リスクをできるだけ負担しない経営を行うことにより、何よりも経営の健全性を維持することが求められた。しかし、1970年ころより、護送船団方式に安住していた金融機関の競争力強化による預金者利益の確保が社会的要請となるに及んで、リスクを過度にとることにより起こる銀行の破たんをできるだけ回避し、仮に破たんしても、株主の負担の範囲に損失をとどめ、預金者に対して損失が及ばないよう、貸出増加に歯止めをかけ、自己資本比率規制を主軸にした規制を行うべきだとの見解が強まった。しかも、銀行が国際的に活動する際の競争条件を平等にする必要があることが認識されて、1988年になって、先進国の監督当局や中央銀行関係者により構成される国際決済銀行(BIS)銀行監督委員会が定めた自己資本比率規制(パーゼル

I、通称BIS規制)が国際的に活動する先進国の銀行に対して共通に適用されることが決まった。そして、これが1992年にバーゼルIとして施行された。なお、当該委員会がスイスのバーゼルにあったため、この規制はバーゼル規制と呼ばれる。

#### (バーゼルIの特徴)

バーゼルIは、分子にコアとなる資本及び劣後ローンや有価証券の含み益の一部を合計し、分母には資産の種類に応じたリスク率の掛け目を機械的に乗じたリスクアセットと呼ばれる数値を置いた比率を規制する。この比率を8%以上とすることが決められた。その際、日本からの提案により、分子に有価証券の含み益を含めることが認められたが、分子が景気変動の含み益等により大きく増幅されるという不安定性を持っていた。なお、バーゼルIの場合、国債を大量に保有していても掛け目はゼロなので分母にカウントされない一方、民間企業向け債権であれば種類によらず100%リスク資産にカウントされるなど、今日の時点で見れば極端な想定もみられる。また、当初は、こうした債権が焦げ付いてしまうリスク(信用リスク)だけを対象に一定の自己資本を備えることが求められたが、その後、市場リスク(為替相場や金利変動による保有資産の価格変動に伴うリスク)に対しても、自己資本をバッファーとして保有し、全体のリスクアセットに対し、自己資本が8%以上であることが求められることになった。

①分子=Tier1(資本の部)+Tier2(劣後ローン、有価証券含み益)<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 以下でも多用されるTierは格付の基準のことで、BIS規制では次のような意味で用いられる。

Tier 1: 普通株式や帳簿上の準備金といった、基本となる自己資本項目を指す。

Tier 2: BIS自己資本比率の自己資本に加えられる補完項目を指し、有価証券含み益、貸倒引当金、永久劣後債、期限付劣後債などが認められている。Tier 2の算入額は、Tier 1の額を上限とする。

Tier 3: 拡充されたBIS自己資本比率に新たに加えられた準補完項目で、短期劣後債が含まれる。Tier 3の算入額は、Tier 1の額を上限とする。

②分母=国債×0%+銀行向け信用×20%+企業向け信用×100%+住宅ローン×50%+市場リスク

③①/②×100≥8%

#### (バーゼルIIの特徴)

バーゼルIIでは、銀行の健全性を確保するためには、自己資本を基準にするだけでは不十分であることから、自己資本の基準を順守することに加えて、銀行が内部的なリスク管理を行い、これに対する監督当局による検証を受けること、リスク管理状況を情報公開し、これに対して市場から市場規律と負うこと、という三本の監視の柱が立てられた。リスク管理については、信用リスクと市場リスクのほかに業務遂行上のシステムトラブルなどのオペレーショナルリスクに対しても自己資本を保有することが義務づけられるとともに、信用リスクの算定方法が精緻化され、ここでは細部には触れないが、金融資産ごとの格付に応じた異なるリスクウェイトを乗じることにより、個別金融資産の信用リスクが反映されたリスクアセットを算出することとされた。このバーゼルIIは2004年に合意され、2008年から施行されたが、2007年8月のサブプライムローン問題に端を発した米国の金融危機の到来により、施行直後から見直しを迫られることになった。

①分子=Tier1(資本の部)+Tier2(劣後ローン、有価証券含み益)

②分母=各金融資産ごとに、格付等に応じてより精緻なリスクウェイトを乗じる+市場リスク+オペレーショナルリスク

③①/②×100≥8%

#### (バーゼルIIIの特徴)

バーゼルIIIでは、2008年から2009年の世界的な金融危機を教訓に、求められる自己資本の質や量は必ずしも十分ではなかったという反省に立ち、仮に銀行が経営危機に見舞われても、返済不要の



図表 3. バーゼルⅢによる自己資本規制の水準（単位：%）

	普通株等 (Tier1の一部)	中核的自己資本 (Tier1)	自己資本全体 (Tier1+Tier2)
最低水準 (A)	4.5%	6.0%	8.0%
資産保全バッファ (B)	2.5%	2.5%	2.5%
(A) + (B)	7.0%	8.5%	10.5%
カウンターシクリカル 資本バッファ (注)	0%~2.5%	0%	0%

(注) 景気循環に対して抑制的という意味であり、景気過熱時のみ各国の判断で上乗せできる

普通株などによる資金を十分に持っていれば、損失を穴埋めして危機を回避できることを基本として、普通株と内部留保などからなる中枢の自己資本としての「普通株等」、普通株等を含む「中核的自己資本(Tier1)」、「それ以外の自己資本(Tier2)」の三つの基準を設定したうえで、投資や融資などの損失を被る恐れがある「リスク資産」に対してそれぞれを一定割合以上保有するように義務づけがなされた。具体的には、中核的な自己資本(Tier1)の内の普通株等、普通株等を含む中核的自己資本(Tier1)および自己資本全体(Tier1+Tier2)の各々について、リスクアセット額に対する最低比率を設定することとし、普通株等で4.5%、中核的自己資本(Tier1)で6%、自己資本全体で8%とした。将来のストレス期に耐え得るように、2.5%の資本保全バッファを保有することが求められたため、これを含めると、普通株等7%、中核的自己資本(Tier1)で8.5%、自己資本全体で10.5%となる。

ところで、自己資本比率規制は個々の銀行の健全性確保には寄与するが、個々の銀行の健全性を担保すれば、自動的に金融システム全体の安定性が確保されるわけではない。例えば、景気の悪化に伴い、自己資本比率は低下するが、8%基準を維持するために、銀行が貸し出しを抑制したり、資産を売却したりすると、さらに景気の悪化を招く悪循環をもたらすことになるため、バーゼル III では、規制が金融システム全体や経済全体に与える影響をより強く考慮する必要があるとの認識の下で、先にも指摘した景気への増幅性（プロシク

リカリティ）を考慮して、破たんさせられない存在 (too big to fail) としての「システム上重要な金融機関」を位置づけ、これに対しては特別に厳しい基準を設けて規制を行うこととし、各国の判断で普通株等の所要水準を0%~2.5%の範囲で上乗せできるとされた。

これらに加え、さらに定量的な流動性カバレッジ比率及び安定調達比率規制や、過大なリスク・テイクを抑制するためのレバレッジ比率規制などが新たに導入される予定である。バーゼルⅢについては、2010年7月に最終文書が公表されたが、この規制の早期の実施が景気回復の足を引っばることにならないよう、導入時期については幅を持たせることとし、日本でも2013年から、移行期間（段階的实施）を経て2019年1月に完全実施の予定である。なお、バーゼルⅢまで、国債はリスクなしの安全資産とみなされ、自己資本を積み必要はなかったが、最近始まった「ポストバーゼルⅢ」の議論では、国債を保有する銀行に自己資本を積みよう求める案が浮上している。

## 6. ボルカー・ルール適用

ボルカー・ルールとは、2010年7月に成立し、2014年4月から施行（順守期限は2015年7月21日）された米国の「金融規制改革法（ドッド・フランク法）」に盛り込まれた条項（金融規制策）であり、リーマンショックを発端とした世界金融危機を受け、ウォール街の安定を回復する手段として、オバマ大統領の経済財政諮問会議議長だったポール・ボルカー元FRB議長らが主唱したことか

ら付された呼称である。1999年に廃止された銀行・証券分離のためのグラス・スティーガル法への回帰とは言えないまでも、米国の商業銀行（預金取扱機関）やその関連機関による過剰なリスク・テイクを制限して、商業銀行は商業銀行らしく、預金をベースに、決済業務と貸出業務を主体とするビジネスモデルを基本にすべきだとの見地に立ち、銀行の業務範囲の規制強化を目指すルールである。米国の商業銀行に対して、ヘッジファンド等への出資を禁止し、自己資金による高リスク商品への投資などを制限することを主な規制内容とする。

## 7. 米国における外国金融機関への規制

FRBは、2008年の世界金融危機に際し、FRBが、最後の貸し手として、米銀のみならず欧州銀行に対しても資金繰りを余儀なくされた教訓に基づき、2014年春に、米国で営業する外国金融機関を対象にした監督規制強化策をまとめた。具体的には、米国内に500億ドル（約5兆円）以上の資産を持つ金融機関に対し、中間持ち株会社の設立を義務付け、米国内に十分な資本を積ませることが柱である。導入時期は2016年7月とされ、当初の予定より1年先送りされたが、日本のメガバンクも今後これへの対応を迫られることになる（「週刊ダイヤモンド」3月15日号による）。

## 8. 銀行破たんの一元処理へ向かうEU

これまで、EUに属する各国政府では、追加の財政負担や有権者の反応を懸念するため、銀行の破たん手続が、ともすれば遅れがちであった。このため、銀行の破たん処理を迅速化し、その悪影響が隣国に一気に波及することを防止するため、2014年3月20日、銀行が破たんした際に資金を供給する基金の融通性を高めるとともに、銀行の破たん認定については欧州中央銀行（ECB）が主要な役割を担うことで最終合意に達した。これにより、現在、各国の金融規制当局が担当している経営悪化した銀行の破たん処理対策について、今後は、ユーロ全体で一元的な対応が可能になる。また、焦点の一つであった銀行の破たん処理の際に

必要な資金を供給するための基金額について、各国銀行業界の負担で資金を拠出して550億ユーロ（7兆8000億円）規模とすることが固まった。もともとのEU加盟国の案では、10年間にわたり、段階的に、基金を積みあげるとともに、この10年を移行期間として、基金の使用制限を設けていた（例えばドイツが積み立てた資金の内、イタリアで破たんした銀行で使える金額を一定ペースで増やして行き、完全に使えるようになるのは10年後とした）が、欧州議会はさらなる迅速な対応を求め、最終合意では、導入から2年で60%を使えるようにするほか、完全に使える期限も、当初の「10年後」から「8年後」へと短縮した。すでに、ECBによる銀行監督の一元化は今秋に始動する見通しになっていることから、今回の合意により、3本柱の内、銀行監督、破たん処理の一元化という2項目が固まったことになる。ただ、3つ目の柱である預金保険機構については、各国で制度の統一が進んでいるが、一元化についてはまだほとんど議論されていない。銀行同盟を完成させるうえで、残された大きな課題になっている（「日本経済新聞」3月21日記事による）。

## 9. IMFも米国の金融緩和の縮小時期・進め方に言及

IMFは4月9日、世界の金融市場の現状や課題を「国際金融安定性報告書」にまとめたが、この中で、米国のFRBが、新興国からの大量の資金流出といった混乱を起こさない形で異例のゼロ金利政策を解除して金利を引き上げていくことを重要な課題の一つに挙げ、米国の景気回復が順調に進んでいけば、FRBがゼロ金利を解除するのは市場の予想におおむね沿う形で来年4月から6月ごろになる可能性が高いと予想するとともに、その後、3年半ほどかけて段階的に金利を引き上げていくだろうという見方を示した。その一方で、報告では金融緩和が長い間続いていることで、投資家の間にリスクが高い高利回りの金融商品を求める動きが強まっており、市場の過熱がいずれバブルを引き起こすおそれなどにも言及した。こうした分析も踏まえ、IMFは「金利引き上げの時期やその

進め方が極めて重要になる」と指摘し、世界の金融市場の安定のために米国のFRBに適切な対応をとるよう強く注意を喚起したことが注目される(4月10日、NHK ニュースによる)。

## 10. 終わりに

以上のように、今回はいくつかの視点から金融規制の強化の流れを備忘的に記述したが、これらは、金融規制の強化が必ずしも最も優先度の高い政策選択肢であることを意味するものではない。資産市場にはまだまだ藪の中に隠れている未解明の事柄やメカニズムが多いと考えられる以上、人間の体に例えれば、病理のメカニズムの解明なしに解熱剤だけを投与してみても本質的な解決にはならないからである。

最後に、岡田靖・浜田宏一両氏が「バブルデフレ期の日本の金融政策」(吉川洋編集「デフレ経済と金融政策」(2009)、慶應義塾大学出版会に収録)に著した現状認識と今後の経済分析が果たすべき役割に関する警鐘となっている一節を示そう。

「サブプライム問題として顕在化したアメリカの資産市場の機能不全は、貸し手と借り手の情報の非対称性が、サブプライム証券及びその派生証券の価格を極端に過剰評価した結果であるのに対し、日本のバブル崩壊劇は、銀行が直接あるいは間接に過度の不動産融資を行い、それによる地価の上昇が土地神話と呼ばれた地価上昇への盲目的な予想を生み出し、銀行融資の抱えるリスクがコモフラージュされたという意味では、サブプライム危機と同じものであるとすらいえる。そして、過大に評価された資産の価格が暴落すると、高い資産価格を前提にしていた投資や消費の計画は再編成されなければならない、それによって深刻な不況が引き起こされることになるのである」

「貨幣は論理的には超長期的には中立的なモデルができたにしても、現実を説明するには、資産市場の価格とフローの価格との、平常時には不即不離、激動期には前者が後者を振り回す関係を正面から分析しない限り、経済学の現実への射程距離は伸びないということである」

## (補論) 量的質的金融政策の出口論について (開示されるべき出口論の道筋)

各種報道によれば、2年目を迎えた黒田日銀総裁は、2%の物価上昇(消費税の増税分を除く)が実現しないうちは、量的質的金融緩和の出口論を議論するのは時期尚早との立場である。確かに、出口はまだまだ先の話であろう。しかし出口の議論が封印されると、国民、マスコミを含め、出口後の選択肢に関する意識も情報も希薄になり、議論が生煮えのまま出口時期を迎えてしまい、結果として、利害関係者間で比較的摩擦が少ない、金融抑圧政策やインフレ政策が選択されてしまう恐れが強いというのがエコノミストの多数意見である。出口論のフォワードガイダンスが必要なゆえんである。また、日本の貯蓄投資バランスは時間の経過とともに悪化する可能性が大であり、これまで国債市場の動揺が避けられたのは、経常収支の黒字と国内民間貯蓄で財政赤字をファイナンスできたことが大きい。経常収支の赤字化が恒常化し、国内民間貯蓄が減少すると、この条件が失われる恐れがある。この場合、政府債務の大半を国内投資家が保有するという条件も失われ、低い利払い費は維持不能となろう。いずれにしても量的質的金融緩和政策の行く末をあらかじめ国民に示して、政策選択がなし崩し的に行われぬようにすることが求められる。当面物価上昇率目標が達成できない状況の下で、現在の政策が継続されることに異論は少ないであろうが、2%のインフレ率が視野に入り、低利の国債の大規模購入が正当化されにくくなる段階を迎えて出口が意識されるようになると、昨年5月頃に米国でQE3のテーパリングを巡って起こったのと同様に、債券相場が不安定化するなどの事態が生じ得るからである。

## (今後の選択肢)

インフレ目標達成後の金融政策の道筋については大きく二つの経路が考えられる。

第一の選択は、財政の持続性を確保するために、日銀が国債の大量購入を継続し、低金利を維持し続けることである。このシナリオでは、インフレが進行しても日銀は大規模な国債購入を続けて金

利の低位安定を目指すことになるので、金利からインフレ率を引いた実質金利はマイナスになり、インフレには歯止めがかけられないという事態を招く恐れがある。

第二の選択は、物価上昇率目標が 2%を超えて、インフレが加速するリスクが高まった段階で、国債購入を停止し、ゼロ金利政策を放棄することである。この場合、もしテイラー・ルール<sup>3</sup>に従い、インフレ目標達成後に実現しそうな政策金利を大雑把に試算してみると、一定の仮定の下で、計算上の政策金利は 3.25%となる。しかし、このような金利上昇を容認すると、日本銀行の保有国債には巨額の評価損が発生し、国庫納付金が減少する可能性が高いと言われる。仮に評価損の顕在化を回避するには、国債の売却を思いとどまらせるために、大きく膨張した金融機関の日銀当座預金に政策金利並みの付保金利を日銀が払うことが必要となる<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 中央銀行が操作可能な政策金利の水準は、目標とするインフレ率と現実のインフレ率とのギャップ、および GDP ギャップとを説明変数とするリニア関数になると考えて定式化されたのがテイラー・ルールである。具体的には「政策金利 $=a \times$  (実際のインフレ率 $-$ 目標インフレ率) $+ b \times$  GDP ギャップ $+ c$ 」(cは均衡実質金利)で示される。池尾和人慶応義塾大学教授によれば、日本では、 $a=1.5$ ,  $b=0.5$ , 程度と推計され、ここで実態を踏まえて、実際のインフレ率を 3%、目標インフレ率を 2%、GDP ギャップ $\blacktriangle 0.5\%$  (デフレギャップ)、c (均衡実質金利)  $=2\%$ を、外生的に与えると、政策金利の一つの試算値として 3.25%が導かれる。ここで、実際のインフレ率が目標インフレ率を上回るときは名目の政策金利をそれ以上引き上げないと、実質利率を引き上げることにならないので、引き締め効果が実際に働くためには、aは理論上 1 よりも大きい正数でなければならないことに留意が必要である。

<sup>4</sup> 本稿校正中の 4 月 24 日の日本経済新聞朝刊「経済教室」において、伊藤隆敏政策研究大学院大学教授は、「来年度にかけてインフレ率が目標の 2%に近づき、期待インフレ率が 2%近辺で安定すれば、長期金利は 3%以上に上昇 (国債価格は下落) するであろう。このような経済状況での資産運用は、長期国債の比率を平常時よりも低くするのがファイナンスの基本中の基本だ」、「厚生年金と国民年金の積立金の資産運用を委託されている GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) では、未だに運用資産の約 55%を国内債 (多くは長期国債) で保有しており、国債金利が今後上昇すると、大きな評価損を出すことが確実だ。評価損を被るということは少子高齢化で年金財政が苦しくなる中で GPIF への取り崩し要請が来ても長期的にこたえられない

#### (出口論を巡り表明されている様々な懸念)

3 月 30 日の日経新聞朝刊「異次元緩和 1 年の評価は」と題する記事の中で、慶応義塾大学の池尾和人教授は「問題は必要なくなった時に (金融緩和を) すぐにやめられるか。その時に財政再建のめどが立っているかどうかが決定的に重要だ。

(財政再建のめどが) 立っていないと国債購入をやめれば長期金利が高騰し、逆に買い続けると 2%にとどまらない物価の急上昇を招く」との警告を発している。

また 4 月 2 日の日経経済教室で翁邦雄京大教授は「財政の持続性が懸念される経済では、大規模な財政ファイナンスと 2%のインフレ目標は目標到達後に矛盾が表面化する可能性が高い」とし、「市場は日銀が金融抑圧 (インフレ下の低金利政策) に舵を切ると読んでいるようである。議会制民主主義において強い痛みを国民に強いるのは困難だから、金融抑圧が大人の判断と考えているはずとの読みには一定の説得力がある」と逆説的な強い懸念を表明しつつ、「目先の期待への働きかけの効果を上げるために将来のリスクを隠ぺいすることは許されない。日銀は金融政策の独立性の前提である説明責任を果たす義務がある」と厳しいコメントを寄せている。

最後に 4 月 15 日の日経新聞朝刊は、4 月 14 日の債券市場において新発 10 年物国債の取引が、日本銀行が市場から大量の国債を買い入れる結果、市場参加者同士の売買が細り、1 日を通じて取引が成立しなかったことを報道し、日銀は 1 日だけの例外的な事情として努めて平静を装う中、「表面的に金利は低位安定しているように見えるが、市場機能が弱っていて、ショックがあれば金利が高

ことを意味している」と、債券投資を減らし分散投資を急ぐよう強く警告を発している。このような経済合理性を重視する考え方に対し、4 月 25 日の日本経済新聞朝刊「経済教室」において、玉木伸介大妻女子大学短期大学部教授は、要約すれば、「「信託」に基礎おく公的年金では、マイナスの振れが国民の記憶に沈殿・堆積し、信託が揺らぐというコストが無視できない。資産運用方針の変更に対する国民の信託確保に向けた説得の意志があるのか」とその拙速な実施を戒める問いかけを行っている。

騰しかねない」と債券市場の脆弱性への懸念を伝えている（今回の研究ノートは2014年4月15日現在の記述である）。

（参考文献）

- 1) 倉橋 透、小林正宏（2008）「サブプライム問題の正しい考え方」、中公新書、pp40～64
  - 2) 翁 邦雄（2009）「バブルの生成・崩壊の経験に照らした金融政策の枠組み」、慶応義塾大学出版会、pp6～15
  - 3) 吉川 洋（2009）「デフレ経済と金融政策」、慶応義塾大学出版会、pp5～20, 412～413
  - 4) 吉野直行（2010）「社会と銀行」、放送大学教材、pp257～270
  - 5) 池尾和人（2013）「連続講義・デフレと経済政策」、日経BP社、pp118～151
  - 6) 岩田一政（2010）「デフレとの闘い」、日本経済新聞出版社、pp339～376
  - 7) 池尾和人+21世紀政策研究所（2013）「金融依存の経済はどこへ向かうのか」、日経プレミアシリーズ、pp16～57
  - 8) 佐原雄二郎（2014）「国際的な金融規制改革の動向（8訂版）」、みずほ総合研究所、pp1～10
  - 9) 翁 百合（2014）「不安定化する国際金融システム」、NTT出版、pp13～36（市場型間接金融）、147～169（マクロプルーデンス政策）、183～188（ボルカー・ルール）。
- 以上

[あらい としゆき]

[(一財)土地総合研究所 専務理事]