

グローバルな金融部門の動向とマクロプルデンシャルな枠組みの進展  
～BIS 年次経済報告から

平成 30 年 8 月 10 日  
佐志田晶夫  
(公益財団法人日本証券経済研究所)

## グローバルな金融部門の動向とマクロプルデンシャルな枠組みの進展

～BIS 年次経済報告から

(要約)

本稿では、BIS（国際決済銀行）が6月に公表した経済年次報告（以下年報と略す）を、第3章：「金融部門の動向」と第4章：「マクロプルデンシャルな枠組みの進展」に重点を置いて紹介する。BISの年報は5章からなり、第1から3章で経済・金融動向の現状分析・見通しをまとめ、リスク要因の検討を行い、第4章と第5章では特定のテーマを論じている（第5章は仮想通貨を取り上げている）。

グローバル経済の動向に関しては、当面は拡大持続が期待されインフレ率が次第にやや高まると見込む。長期的には持続的成長のための構造改革、財政・金融政策等で変動に対応する余地を持つ必要がある。金融政策正常化に向けた課題と取り組みは、第2章で論じている。

第3章は、金融部門の動向についてまとめており、バーゼルⅢの最終化など規制改革の動き、改革の実施状況と銀行の環境変化への適応を取り上げている。危機に対応した金融規制の強化は二段階に分けて実施され、自己資本と流動性のバッファー増強などのバーゼルⅢの第一段階は、着実な実施が進んできている。第二段階も昨年12月に合意され、主要な要素は2022年には完全に実施される予定である。ただし、銀行業の収益性が低いことが、金融システムの持続的な頑健性への懸念材料である。また、年報ではノンバンク部門の金融仲介拡大などの構造的なトレンドを踏まえて、銀行とノンバンクとの相互作用の変化とストレス時の市場ダイナミクスへの影響を分析し注意を喚起している。

第4章では、マクロプルデンシャルな政策を取り上げ、GFC（グローバル金融危機）後に各国で体制整備が進み、政策が実施されてきたことを紹介している。金融危機の教訓を踏まえ、各国当局は金融規制・監督の強化と金融安定に対するマクロプルデンシャルな方向付けを採用してきた。マクロプルデンシャルな枠組みでは、金融システム全体としての安定とそれが実体経済にどう影響するかに焦点を当てる。

年報では分析的な研究や実務的な経験の蓄積に基づき、リスクの特定、政策手段の選定と調節、コミュニケーションとガバナンス等の問題を順次検討している。マクロプルデンシャルな政策手段はバッファーを築き、高リスクの貸出を抑制して金融システムの頑健性を高め、また、信用の伸び率を鈍化させられる。ただし、金融ブーム抑制効果は、金融不均衡の徴候を必ずしも防げていない。副作用にも注意すべきである。

年報では、マクロプルデンシャルな諸手段は、他の政策を含むより広いマクロ・金融安定枠組みとして統合されれば最も効果的だと論じている。

## グローバルな金融部門の動向とマクロprudentialな枠組みの進展

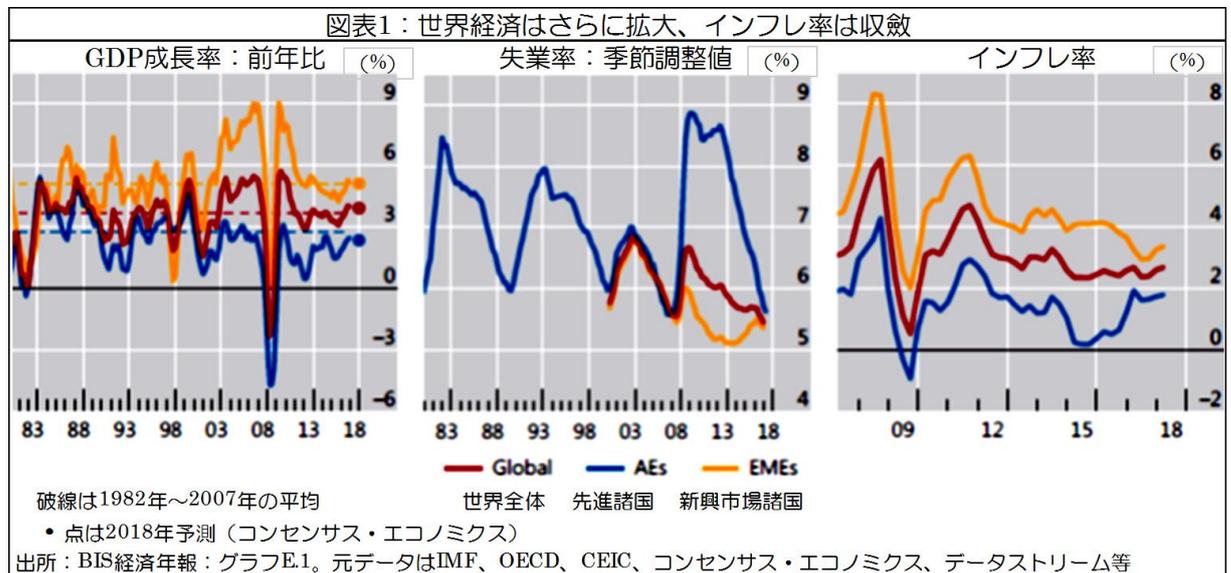
～BIS 年次経済報告から

公益財団法人日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

### I. はじめに～経済年次報告<sup>(1)</sup>の概要

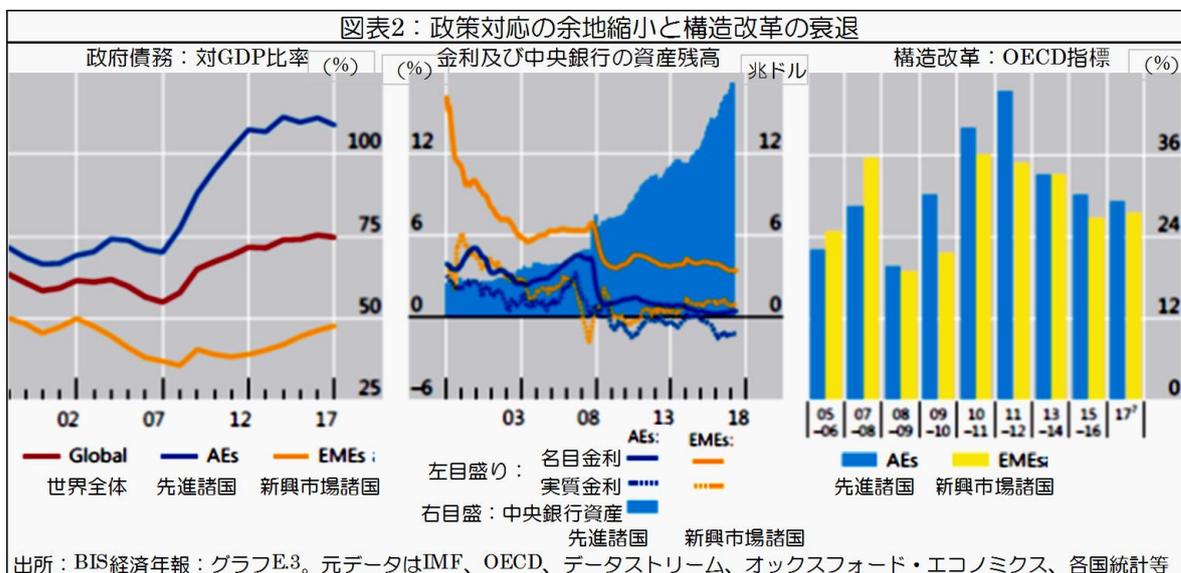
本稿では、BIS（国際決済銀行）が6月に公表した経済年次報告（以下年報と略す）の概要を、第3章：「金融部門の動向」と第4章：「マクロprudentialな枠組みの進展」に重点を置き、図表を中心に紹介したい。

年報は、全5章からなり、第1章から第3章では経済・金融動向の分析と見通し、金融政策や金融部門の動向を扱い、第4章と第5章では特定のテーマを論じている。第1章～3章を簡単に紹介しておく、第1章ではグローバルな経済・金融情勢の評価と見通しを整理し、リスク要因を分析。当面は経済の拡大持続が期待され、インフレ率は次第にやや高まると見込んでいる。長期的には、持続的な成長のための構造改革が必要だと指摘している。



1 <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e.pdf> 2018年6月24日を参照。マクロprudential政策枠組みの進展を論じた4章（Moving forward with macroprudential frameworks）と仮想通貨を批判的に扱った5章（Cryptocurrencies: looking beyond the hype）は、6月17日に公表された。<https://www.bis.org/press/p180617.htm> を参照。今年からBISの年報は経済年次報告とBISの活動報告とに分けて公表されている。

また、政策対応が将来的に必要となることに備え、景気の変動幅を抑える政策手段を確保するべきであり、マクロプラデンシャルな手段の整備による金融面の脆弱性対応や財政政策発動の余地を広げる公的債務抑制、さらに金融政策の正常化を進める必要がある。



リスク要因としては金融面に注意が必要であり、金融情勢の急な反転や貿易摩擦の激化、インフレ率の予想以上の上昇に関する注視が求められる。年報では、低金利継続による金融不均衡蓄積、民間及び公的債務増加の懸念を金融サイクルの視点から分析している。



第2章では、金融政策の正常化に向けた様々な課題を取り上げ、第3章では金融部門の動向、金融危機後の規制改革の進展状況、銀行の持続可能性とビジネスモデル変革、資産運用

業による金融仲介拡大の影響などについて検討している（詳細は後述）。

第 4、5 章は、それぞれ特定のテーマを取り上げており、第 4 章は、マクロプルデンシャルな枠組みの進展を分析（詳細は後述）、第 5 章では仮想通貨の問題を扱っている。

本稿では詳しく扱わないが仮想通貨について年報は、価値が不安定で、取引処理速度が遅く、取引の規模が拡大すれば膨大な電力を消費して環境問題への悪影響が懸念されるなど、批判的に扱っている（ただし、分散台帳技術は貿易金融への利用が期待できると指摘）。仮想通貨に対するこうした見解は、今年 2 月に BIS のカルステンズ総支配人が行ったスピーチ<sup>(2)</sup>と共通している。総支配人はビットコインについて、“バブル、ポンジスキームと環境破壊を組み合わせたもの”だと述べている。

年報の構成概要は図表 4 の通りである。

図表4：BIS経済年次報告の構成

序（概要）：グローバル経済：動向、見通し及びリスク ・マクロプルデンシャルな枠組み ・仮想通貨
第1章：力強い拡大、どうやって持続させるか グローバルな拡大は低インフレの中で力強さを増す 金融情勢はほぼ年間を通じて極めて緩和状態を維持 短期的な見通し 先行きにあるリスク
第2章：金融政策、正常化の狭い道 金融政策の正常化：現状はどうなっているのか 金融と信用供与の状況、不完全な伝達？ 政策課題
第3章：金融部門、危機後の調整と弱点 バーゼルⅢ:完成した枠組みの主要な要素 銀行の調整:持続性への長い道 銀行／ノンバンクの相互作用：新たな弱点？ 健全性政策への含意
第4章：マクロプルデンシャルな枠組みの進展 マクロプルデンシャルな枠組み:諸要素と課題 何時、何をすべきか 効果:現在までの経験 統合されたマクロ金融安定枠組みに向けて
第5章：仮想通貨、過剰な宣伝の先を見る 仮想通貨の勃興を大局的にみると 仮想通貨:分散化された信認の捕まえづらい約束 政策的含意

2 Money in the digital age: what role for central banks? Agustín Carstens BIS 総支配人、2018 年 2 月 6 日を参照。

<https://www.bis.org/speeches/sp180206.htm>

## II. 金融部門、危機後の調整と弱点

年報の第3章は金融部門の動向についてまとめており、バーゼルⅢの最終化など規制改革の動き、改革の実施状況と銀行の環境変化への適応・収益性を取り上げている。その上でノンバンク部門の金融仲介が拡大するなど金融市場の構造的なトレンドを踏まえ、銀行とノンバンクとの相互作用の変化とストレス時の市場ダイナミクスへの影響を分析している。

### 1. バーゼルⅢ:完成した枠組みの主要な要素

GFC（グローバル金融危機）では、国際的な銀行システムの脆弱性が露わになった。主要な銀行が、過度のレバレッジと安定資金源による調達が不十分な状態で危機に突入し、危機による損失が急速に積み上がって様々な市場と国へ伝播、公的介入を余儀なくされた。金融危機から10年が経ち、銀行規制改革の枠組み（バーゼルⅢ）は、2017年に完成に至った<sup>(3)</sup>。危機に対応した金融規制の強化は二段階に分けて実施され（図表5）、バーゼルⅢの主要な要素は2022年には完全に実施される予定である。

図表5：バーゼルⅢの段階的实施合意 主要な基準の状況

基準	採択年次	要件	段階的实施年次	完全実施年次
<b>第一段階：自己資本と流動性</b>				
資本の定義	2010年	CET1、控除項目	2013年	2022年
最低CET1比率	2010年	4.5%	2013年	2015年
資本保全バッファ	2010年	2.5%	2016年	2019年
カウンターシクリカルバッファ（CCyB）	2010年	0～2.5%	2016年	2019年
G-SIB資本上乘せ	2010年	0～3.5%	2016年	2019年
レバレッジ比率(LR)	2010年	3.0%	2015年	2018年
証券化枠組み	2014年	枠組み改訂		2018年
市場リスク枠組み	2016年	枠組み改訂		2022年
流動性カバレッジ比率（LCR）	2010年	100%	2015年	2019年
安定調達比率（NSFR）	2010年	100%		2018年
<b>第二段階：RWA*のバラツキ対応</b>				
資本フロア	2017年	72.5%	2022年	2027年
LR改訂/G-SIB上乘せ	2017年	50%倍率		2022年
信用リスク枠組み	2017年	枠組み改訂		2022年
オペレーショナルリスク枠組み	2017年	枠組み改訂		2022年

\*RWA（リスクアセット）

出所：BIS経済年報、表Ⅲ. 1. バーゼル委員会およびBIS資料より。

3 「中央銀行総裁・銀行監督当局長官はバーゼルⅢの最終化に合意」の公表について 2017年12月8日 日本銀行参照 [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2017/rel171208a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/rel171208a.htm/) なお、合意内容の概要は「バーゼルⅢの最終化について」2018年2月 金融庁/日本銀行を参照。 [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2017/data/rel171208a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/data/rel171208a1.pdf)

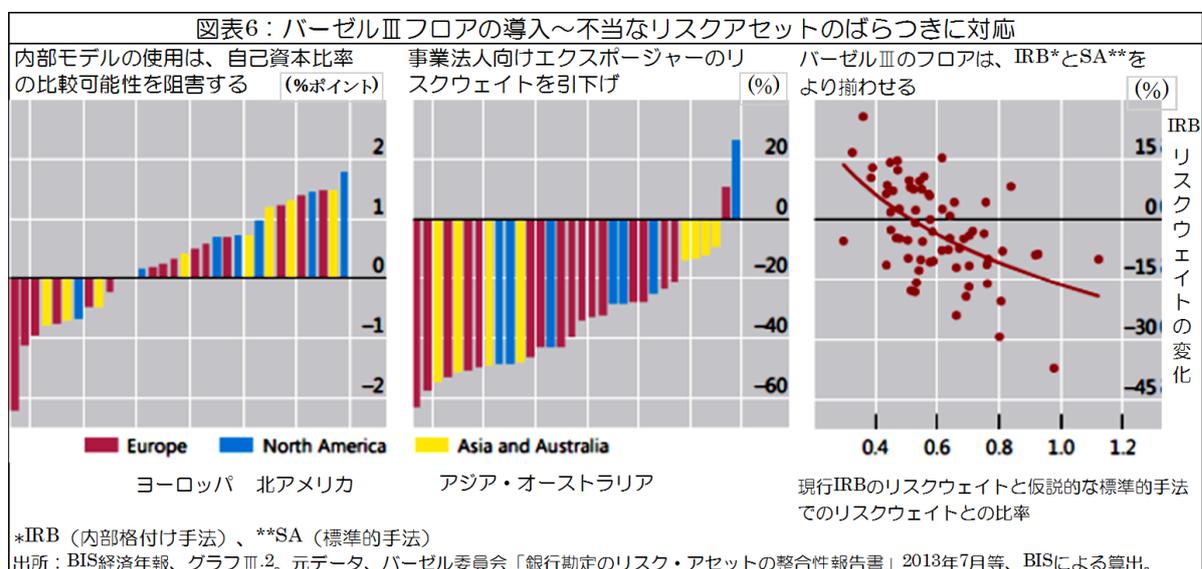
また、当面のバーゼル委員会の作業計画などについては、「バーゼル銀行監督委員会による「2018-19年の作業計画」の公表及び同委員会の「憲章」の改訂について」 2018年6月7日 日本銀行を参照。

[https://www.bis.org/bcbs/bcbs\\_work.htm?m=3%7C14%7C573%7C72#workprogramme](https://www.bis.org/bcbs/bcbs_work.htm?m=3%7C14%7C573%7C72#workprogramme)

規制改革の第一段階では自己資本の量と質が強化され、流動性規制が導入されている。自己資本比率は CET1（普通資本等 Tier1）でリスクアセットの 4.5%、Tier1 で 6%が最低基準要件とされ、追加的な資本保全バッファ2.5%が求められる。ちなみにバーゼルⅡでは自己資本比率規制の要件は 4%であり、資本の定義（質）も緩いものだった。

自己資本規制は、4つの新たな要件で補完された。第1はリスクアセットに基づく自己資本比率規制を補うレバレッジ比率規制、第2はマクロプルデンシャルな側面に対応するカウンターシクリカル・バッファと G-SIB（グローバルなシステム上重要な銀行）への資本上乘せである。加えて2つの流動性規制、LCR（流動性カバレッジ比率規制）と NSFR（安定調達比率規制）が導入され安定した資金源への依存と期間変換リスク抑制が促される。

改革の第二段階では、内部モデルに基づく銀行のリスクウェイト算出枠組みの比較可能性と信頼性に焦点が当てられた。バーゼルⅡでは、各銀行が用いる内部モデルの設計とパラメータの選択で、リスクウェイトとそれに応じた所要自己資本に銀行間で相違が生じていた。相違が正当なリスクの違いを反映したものならよいのだが、正当でない要素も反映している証拠がみられた。バーゼル委員会による分析では、自己資本比率 10%をベンチマークとした各銀行の内部モデルを用いた自己資本比率の算出では、最大で 4%の違いが生じた（図表 6：左）。また、多くの場合に内部モデルによるリスクウェイトは、標準的手法によるものよりも低く、最大では 60%も低くなっている（図表 6:中央）。



規制改革の第二段階で様々な対応が検討されたが、“インプット・フロアとアウトプット・フロア”導入など、銀行の内部モデル実務を制限することが主な措置となった。こうした制約は、データが少ないかモデル化の技術が試されていないか頑健でないなどモデルリスクが高いときに（オペレーショナルリスクや様々な低デフォルト信用ポートフォリオ）、とりわけ

重要である。インプット・フロアは、モデルのパラメータ選択を保守的にする手段を提供、特定のエクスポージャーでの内部モデル使用禁止やパラメータ（PD：デフォルト確率など）への下限設定でリスクウェイトばらつきの特定の原因に対処する（図表 7 参照）。

ただし、一部の低リスクエクスポージャーへの過大な影響を避けようとする、下限設定で高リスクエクスポージャーでの強引なリスクウェイト推定を制約することには限界がある。

図表7：信用リスクIRBの見直しに係る全体像	
① 内部モデルの利用制限	・モデル化に馴染まない資産クラスに対するモデルの利用制限(リスク・パラメータの固定化)、あるいは利用廃止(標準的手法の適用)
② リスク・パラメータの下限設定	・引き続きモデルが適用できるリスク・パラメータ(インプット)に対する下限(フロア)の設定
③ ばらつき軽減に向けた追加施策	・(モデルが適用できる)リスク・パラメータの推計手法の見直し、当局設定値のカリブレーションの見直しなど
④ 資本フロアの導入	・信用リスクを中心とした銀行の全リスクアセットに対し、バーゼルⅢの標準的手法に基づくリスクアセットの下限の導入
⑤ IRBスケーリング・ファクター(1.06)の廃止	・①から④の施策の導入に伴い、廃止

出所：バーゼルⅢ最終化に関する金融庁・日本銀行作成説明資料「信用リスクに係る内部格付手法(IRB)」の概要より

アウトプット・フロアは、標準的手法を利用してリスクアセットに下限を設定し、追加的な防御を提供する。アウトプット・フロアは、全リスク領域で不適当なリスクアセットのばらつきへの一定の防御を提供するものであり、また、レバレッジ比率導入の効果とは異なり、標準的手法の代わりに内部モデル手法を用いることによる自己資本の負荷軽減を制限する。

バーゼル委員会のデータで、新たな制約による平均リスクウェイトの変化の度合いをみると、報告リスクウェイトが標準的手法による値を下回るほど、変化が大きくなる傾向がみられる（図表 6：右～標準的手法に対する比率が低いほど増加率が高い左上がりの傾向）。

バーゼルⅢ以外の規制改革として、G-SIBs に対する TLAC（総損失吸収力）の最低基準導入や銀行の破綻処理枠組みの強化（大き過ぎて潰せない問題の解消）、標準化されたデリバティブの中央清算などが並行して実施されてきている。

## 2. 銀行の調整:持続性への長い道

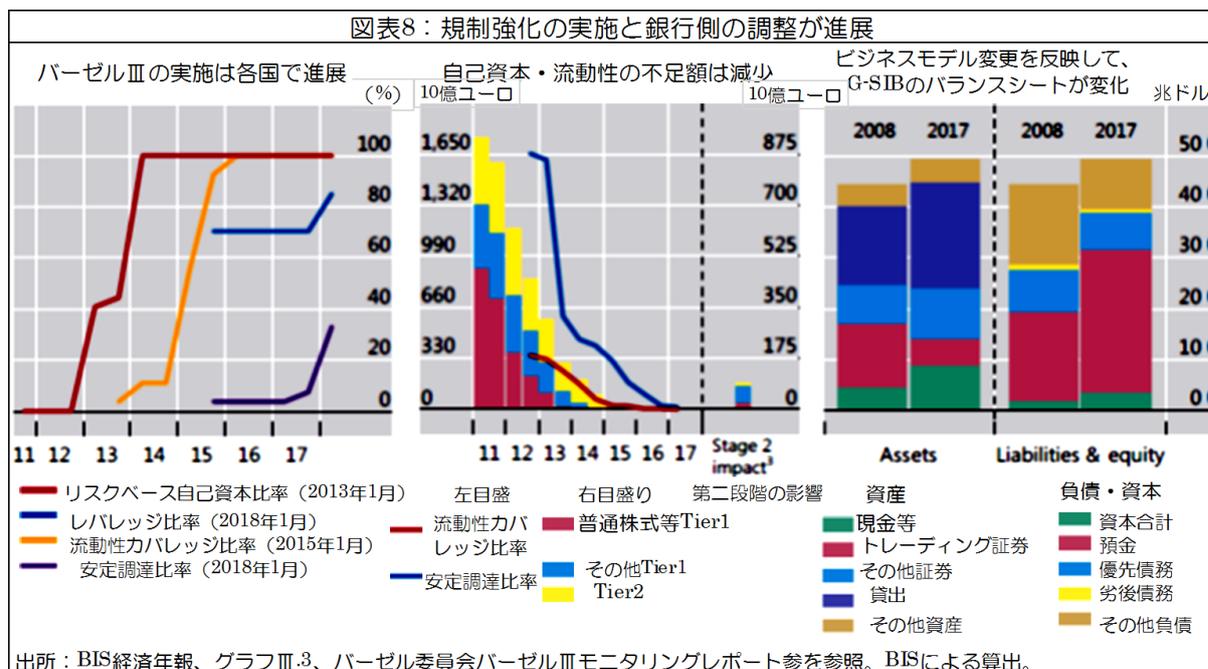
年報は、バーゼルⅢによる金融安定からの利益を得るためには、持続的な銀行の収益性に裏付けられたタイムリーで整合的な新基準の実施が必要であると指摘して、銀行の収益性の問題をとりあげている。監督当局が設定した尺度は銀行が新基準への適応を前倒して完了していることを示唆しているが、市場に基づく尺度のいくつかは、銀行が存続可能な新しいビジネスモデルへの移行を成し遂げているかに疑いを投げかけるものとなっている。

バーゼルⅢの諸基準は、銀行の調整を支援するために長期の予定表に沿って段階的に実施

される。第一段階の主要な要素の法制面での導入は、バーゼル委員会メンバー諸国などで着実に進んできている（図表8：左）。第二段階の追加的な諸規制も、2022年には実施の見込みである。ただし、合意されたスケジュールの実施が困難になる場合もあり、バーゼル委員会によるRCAP（整合性評価プログラム）などによるモニタリングが重要である。

各国の実施状況に関わらず、多くの銀行はバランスシートを新基準に適応させてきている（図表8：中央）。理由の一つは市場の期待に応えるため、基準の完全実施要件が投資家のベンチマークとなり、基準未達の銀行には市場評価の圧力がかかる。また、監督当局によるストレステストの使用とその開示も影響している。

G-SIBのバランスシートを集計すると（図表8：右）、高品質の資本がより多くなり、短期ホールセール調達への依存は低下している。また、適格流動資産バッファが増え、自己勘定トレーディング業務の資産は縮小するなど、改革の目的に一致した動きがみられる。



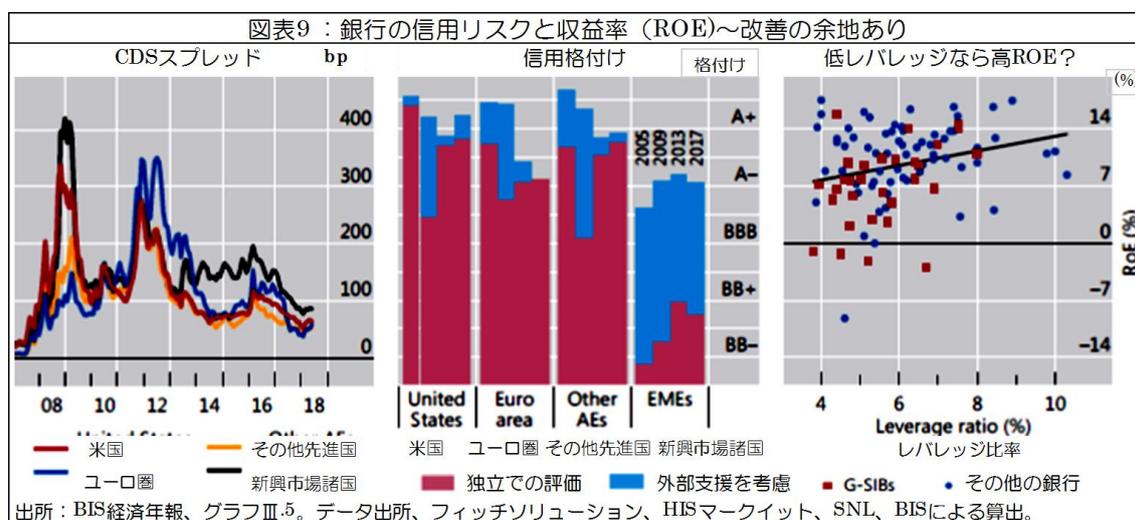
新規制への適応で銀行の破綻可能性は低下したとみられるが、強靱性を高めるため2つの分野でさらなる行動が必要である。一つは規制裁定の抑制である。一例では、各国でのレバレッジ比率算出方法の違いの利用がみられる（米国は資産・資本額の期間平均で比率を求め、ユーロ圏は四半期末の金額で算出）。平均での算出が求められない銀行は、平均で算出する銀行と比べて四半期末にバランスシートを縮小している。これは四半期末に取引が必要な市場参加者の利用を妨げ、金融政策実施の機能に影響しかねない。また、レバレッジ比率の健全性に関する有用性を減殺しかねない。当局はこうした効果を削減・防止できる。

懸念される第二の分野は、銀行の収益性見通しである。収益性は、損失からの回復の速度

に影響し、強靱性に極めて重要である。バランスシートとビジネスモデルの調整が進んだにも関わらず、多くの銀行の市場評価は、投資家が銀行の収益性見通しに懐疑的なことを示す。GFC 以前は銀行の平均 PBR（株価純資産倍率）は 2 倍前後だったが（これは GFC で明らかになったリスクとは不整合）、2008 年から 2009 年に 1 以下に低下、最近は回復してきたが危機前に比べると低い（特に欧州の銀行）。

PBR の低さを調整すると伝統的な頑健性の尺度はより不確かである。銀行の CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）スプレッドや独立ベースの（支援効果を考慮しない）信用格付けは回復しているが、まだ、危機前の水準に至らない地域がみられる（ユーロ圏等）。危機前の水準は比較対象として不適切かもしれないが、収益性低下がレバレッジと満期変換抑制による安定化効果を部分的に相殺している。なお、市場データからは資金調達ショックの銀行への影響は低下が示唆されている。

銀行は、経費削減や不良債権処理によるバランスシート修復など、実績があるやり方で収益改善を目指すことができる。また、銀行のバリュエーションは、単純な評価モデルによる予測から必ずしもかけ離れてはいないし、より多くの資本を備えた金融機関は、高レバレッジのものとは比べると、同等またはより高い ROE を示す傾向がみられる（図表 9：右）。



一方、将来を見越すと、金融部門で急速な技術変化（様々なフィンテック）が行われているときに調整を実施しなければならないことが重要である。銀行はイノベーションにより規模の利益を生かしたコスト削減ができるが、他方では顧客の期待が変化し銀行の競争相手の性質が変わりつつある。リテール分野では、多目的なインターネット・プラットフォームへのシフトが新たな競争手を招き、オンライン販売やメッセージ分野の主要テクノロジー企業が迫ってきている。こうした企業は、すでに必要な IT インフラ、分析スキルや財務的資源を持ち、銀行の市場シェアを侵食する顧客基盤を確立している。

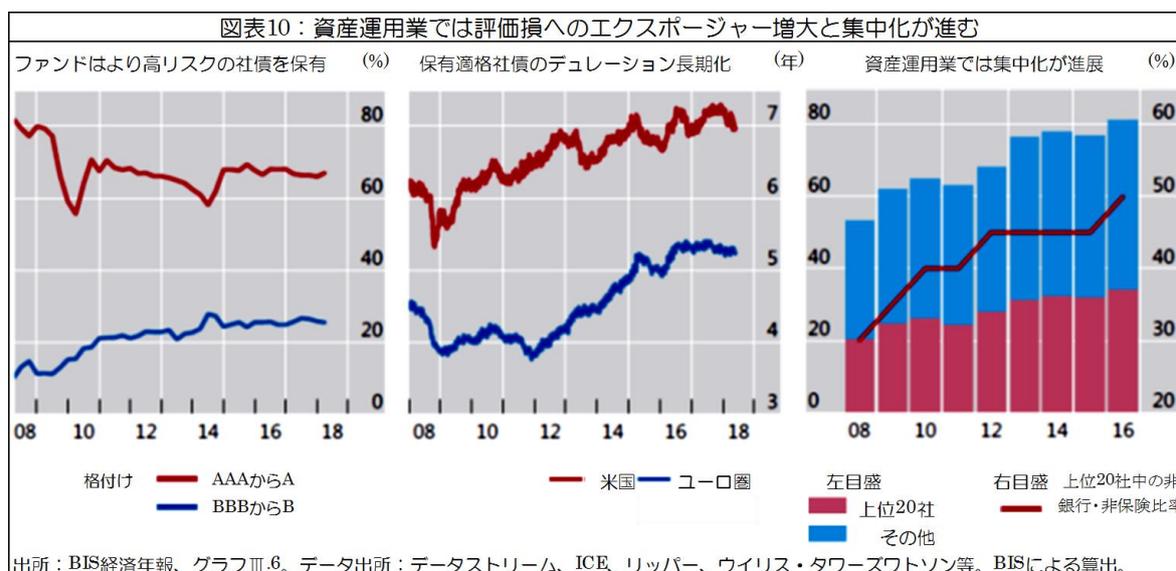
公的部門は銀行が必要な調整を実施する触媒として行動できる。これには引当方針の厳正化や過剰能力削減と銀行部門での統合への障害への対処が含まれる。ビッグテックの競争相手の登場により、技術進歩を制約せず、競争条件の均衡を維持するためには、様々な分野と法域の規制当局（データ保護、競争規制など）との協力が必要になる。

グローバルには、好ましいマクロ経済環境（タームプレミアムの拡大、過去からの問題の解消）が、支援になるだろう。この機会を捕らえられない銀行は、危機後の環境への調整が完了しないうちに、抵抗力を試されるかもしれない。

### 3. 銀行／ノンバンクの相互作用：新たな弱点？

年報は、金融市場でノンバンクによる金融仲介比率が上昇したことの、システミックなレベルでの影響に注意を向けている。ノンバンクと銀行や金融システムの他の部分との相互作用は、市場のショックへの反応のダイナミクスを変えつつあり、金融政策正常化の過程と長期金利の上昇が金融システムにどう伝わるのかは、その一例となると指摘している。

投資顧問会社や年金基金、保険といった資産運用業は、過去10年間に大きく拡大し、総資産は160兆ドル近くと推定され、これは世界の銀行部門の総資産を上回っている。例外的な低金利環境が、主要な債券投資家である機関投資家に様々な課題を突き付けている。年金や保険会社は長期負債の時価評価増加の圧力を受け、機関投資家は、ポートフォリオのデュレーション長期化やよりリスクのある資産に投資しがちである(図表10)。これらの要素は、金利やボラティリティの急激な反転への感応度が高まったことを示唆する。



資産運用業の構造的特性が、脆弱性を増幅しかねない。その一つは運用資産の高度な集中である。投資活動は各機関投資家の中で、分離運用される多くのファンドで行われるため、

同調的なトレーディング活動によるリスクは軽減される。だが、共通のサービス提供者（ITインフラやリスク管理・価格付け手段、カस्टディ・サービス）に依存しているため、オペレーショナルリスクでは共通のエクスポージャーがある。また、パッシブ運用商品への需要増加は、主要な市場指数で混雑した取引が発生するリスクを増やす。

機関投資家は様々な形で相互関連しており、金利の急反転リスクや同様なショックが伝播する直接・間接の経路に開かれている。例えば、オープンエンド型投信は、評価損に曝されるだけでなく投資家の解約リスクに直面する。与信枠と預金により、投信は銀行との直接的な結びつきがある。金利等の急反転に広範な解約によるファンドからの現金流出が伴うと、預金の大幅な引き出しやファンドへの与信増加が生じる。直接のエクスポージャーは大きくないとしても、銀行はこうしたリスクを特に注意してモニターし管理する必要がある。

大規模な解約によってオープンエンド型投信が、流動性が低い資産を短期間に大きく値引きして売却することを余儀なくされ、価値評価をさらに押し下げるかもしれない。日々解約できるファンドが増加しており、米国ではそうした投信が社債の16%を保有、2005年時点の7%以下から大きく上昇している。これは市場ダイナミクスを変えたに違いない。

投資家の解約が幅広く市場に及ぼす影響の評価には、ファンドの流動性管理が重要な役割を持つ。相対的に流動性の低い資産に投資するファンドは、低流動性資産を大きく値引きして売却することと、資金バッファーを縮小して将来の資金流出に対して脆弱になることの間で難しいバランスをとる必要がある。加えて、投資家が早期解約にかられるかもしれない。

保険会社や年金基金が市場の反応を強めるかもしれない。低金利環境で似通ったポートフォリオ保有が進んでいることは、一斉売却を起きやすくしている。また、ダイナミックヘッジ戦略の採用は、金利調整激化のリスクを高めかねない。投資信託や金利に敏感な投資家のポジション調整が市場流動性の低下で増幅され、他の市場に波及するかもしれない。資金仲介サービス提供の構造変化は、標準的な市場流動性尺度からは分かりづらく、一定のシナリオで流動性が低下する資産の保有に伴うリスクが、隠されている。

多くの銀行やマーケットメーカーがトレーディング活動に配分する資本を削減し、エージェント取引の増加がそれを補っている。こうした傾向は、市場がストレス下にあるときは高額取引の執行がより困難になることを含意する（図表11：左）。リスクは、マーケットメーカーから投資家へ移転されている。加えて、低利回りと競争激化がファンドによる流動資産の保有増強を妨げている（図表11：中）。自己勘定投資家の活動拡大は流動性の提供に寄与するが、彼らの活動は流動性が高い資産に限定されがちである。競争の増大で高流動性資産の取引コストは削減される可能性が高いが、低流動性資産に投資するファンドは、高い流動性リスクに曝されていることが示唆される。

図表11：追加の流動性バッファーではカバーできない隠れた流動性リスク？



ETF（上場投資信託）部門の動向は、金利変動やボラティリティ急上昇が相互作用することを示唆する。通常の市場条件なら、指定参加者がETFと元になっている指数を構成する証券との価格差を裁定できる。だが、投資家からの大規模なETF売却が、指定参加者の裁定能力を圧倒しかねない。大手指定参加者は他の市場でもサービスを提供しているため、集中リスクがこうした緊張を高めかねない。

過去数年間にボラティリティ・トレーディングを行う金融商品への需要が増加している(図表11：右)。こうした商品は、循環増幅的なトレーディングを行うことによって、当初のボラティリティショックを強めることがある。最近の株式市場でのボラティリティ急上昇は、こうしたダイナミックフィードバックの効果を示唆している。

資産運用業の構造変化は、危機前に比べると、ショックの伝播が価格変動を増幅する新しい市場に基づく経路で働くことを示唆する。このため銀行等の仲介機関がより強靱になっても、金利の急な反転などのショックが、新たな脆弱性を生み出すかもしれない。市場ダイナミクスの変化が銀行部門に新しいエクスポージャーを生み出し、現行のリスク管理実務はそれに十分に対応していないかもしれない。これは緊密な監督の必要性を強調するものである。ストレステストはその重要な手段となるだろう。

監督当局は、ノンバンクにより注意を向ける必要がある。主要な問題の一つは投資ファンドの流動性管理であり、投資ファンドの流動性ストレステスト能力をさらに発展させる努力や追加の流動性バッファーなどの手段を活用するべきだろう。

### Ⅲ. マクロプルデンシャルな枠組みの進展

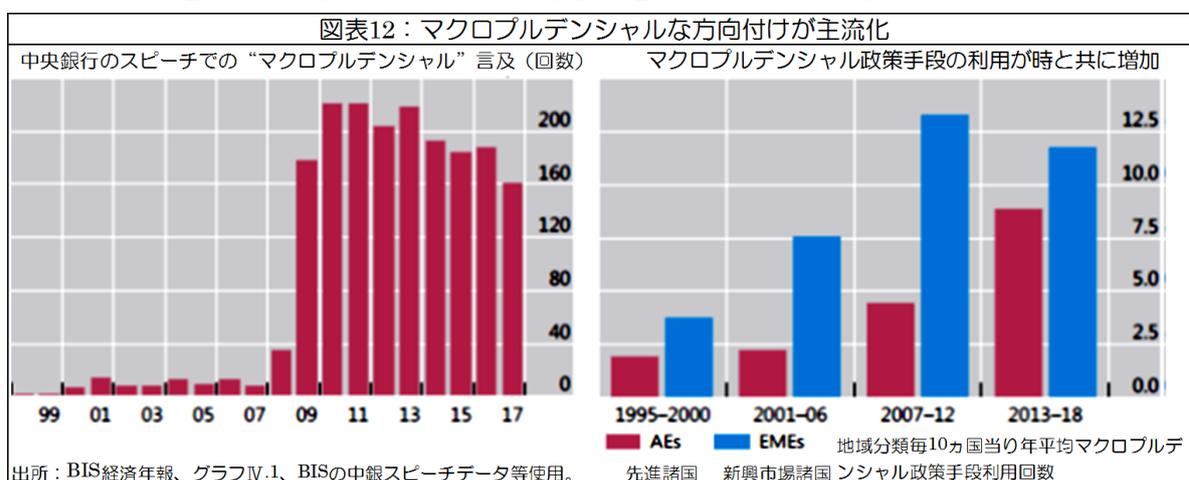
#### 1. マクロプルデンシャルな枠組み: 諸要素と課題

年報は第4章でマクロプルデンシャル政策を取り上げ、GFC後に各国で体制整備が進み、政策が実施されてきたことなどを整理している。GFCによって危機前の健全性要件の不適切さと既存の手段の限界が明らかになった。各国当局は金融規制・監督を強化し、金融安定に対するマクロプルデンシャルな方向付けを採用してきた。マクロプルデンシャルな枠組みは、金融システム全体としての安定とそれが実体経済にどう影響するかに焦点を当てる。

マクロプルデンシャルな政策手段はバッファーを築き、リスクが高い貸出を抑制して金融システムの頑健性を高める。また、信用の伸び率を鈍化させられるが、今までのところは、金融ブーム抑制効果によって金融不均衡の徴候を必ずしも防げてはいない。副作用があることにも注意すべきである。年報は、マクロプルデンシャルな諸手段は、他の政策を含むより広いマクロ・金融安定枠組みとして統合されれば最も効果的だと指摘している。

マクロプルデンシャルという用語は70年代に遡るとされが<sup>(4)</sup>、2000年に当時BIS総支配人だったA.クロケット<sup>(5)</sup>が金融安定へのマクロプルデンシャル・アプローチを論じるまでは、あまり知られていなかった。クロケットはマクロプルデンシャルな金融安定（金融システムの安定）とミクロプルデンシャルな金融安定（個別金融機関の安定）を区別し、用いられる政策手段に大きな違いはないが、使用される目的と調整の仕方が異なるとした。

GFC後にミクロプルデンシャルな政策手段の限界が認識され、より多くの国々が金融安定のマンデートを採用しマクロプルデンシャルな手段を導入した。結果として、マクロプルデン



4 “The term “macroprudential”: origins and evolution” BIS Quarterly Review March 2010, Piet Clement 参照。クック委員会（1979年）やユーロカレンシースタンドイング委員会での事例参照。また、90年代後半の金融危機後の事例には、“Macroprudential Indicators of Financial System Soundness” IMF, Occasional Paper 192, April 2000がある。

5 “Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability” September 2000, Andrew Crockett.

シャルという用語は中央銀行の主流な語彙となり、マクロプルデンシャルな政策手段の採用は先進諸国（特に最近）と新興市場諸国で大幅に増加した（図表 12）。

FSB（金融安定理事会）、IMF と BIS がまとめた一連の報告書<sup>6)</sup>は、3つの中間目標として①バッファーを蓄積・解放し金融システムの総ショックへの頑健性を増強、②金融ブームの抑制、③共通エクスポージャーや相互連関、個別金融機関の重要な役割から生じる構造的脆弱性の削減、を特定している。以下では、①と②（システミックリスクの時間の経過に伴う変化～時系列次元）に焦点を当てる。

マクロプルデンシャルな方向付けの課題を整理すると、

第一に、最終目標である金融安定は定義困難なため、政策当局者は、貸出やリスク管理基準の改善、銀行の抵抗力強化と信用の変動抑制などの中間目標に依存する。だが、中間目標は、金融安定を担当する政策当局者間の協調を改善するが、特定の政策手段の効果を評価する場合などには、まだ漠然としすぎている。

第二に、他の政策目標との対立があるかもしれない。マクロプルデンシャル当局は他の目的や観点でも用いられる手段に依存する。ブームの時に銀行監督当局は規制要件強化の必要性を感じないが、マクロプルデンシャル当局は金融システム全体での循環増幅性を懸念し、健全性手段の引き締めを望むだろう。マクロプルデンシャル当局と金融政策当局、財政当局との間でも緊張はありうる。問題解消のための適切なガバナンス取決めは難しくなる。

第三に、金融の脆弱性を、行動をとるのに十分な確実さで十分に早く特定するのは難しい。金融不均衡と歓迎すべき金融の深化と革新とを解きほぐすのは、ときとして困難である。脆弱性は、先行するストレスなしに長年にわたって蓄積されるかもしれない。低リスクの徴候は、実は過度のリスクテイクの反映かもしれず、また、金融システムがすでに脆弱な場合に引き締め措置をとることは、防ごうとしていた不安定性を引き起こしかねない。

第四に、システミックリスクのタイムリーな特定の難しさと結び付く、予防的措置の政治経済的成本から行動回避のバイアスが生じかねない。当局は間違った警報を出すことを警戒し、事態が実際に有害になるか様子見しがちだ。予防的措置の短期的コストは、はっきり見えるが、長期的利益は大きくても認識困難である。政策当局が生じなかった危機で評価されることはほとんどない。”今回は違う、行動を起こす必要はない”、と論じる誘惑は大きい。

最後に、潜在的手段の多さと相互作用の複雑さ、効果の証拠不足でマクロプルデンシャル

---

6 FSB, IMF and BIS “Macroprudential policy tools and frameworks: update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors”, February 2011. および”Macroprudential policy tools and frameworks, progress report to the G20”, October.2011. 最近の G20 向けの報告書としては、“Elements of effective macroprudential policies: lessons from international experience”, August 2016, report to the G20 を参照。

政策の効果測定は難しい。金融政策とマクロプルデンシャル政策手段の相互作用は、問題をより難しくする。マクロプルデンシャルな政策手段の調節は科学というよりは芸芸である。

## 2. 何時、何をすべきか

年報は、マクロプルデンシャルが政策当局者の語彙に入ってから10年が経ち、分析的な研究や問題にどう対処できるかについての実務的経験が増加してきたとして、リスクの特定、政策手段の選定と調整、コミュニケーションとガバナンスの問題を順次検討している。

### (1) リスクの特定

早期警戒指標（EWI）は、システムリスク特定の有効な出発点だが、過去の危機を予測できるように調節されている。多くの研究では、信用と資産価格が長期トレンドから乖離して重大な閾値を越えた場合、本格的な危機発生の数年前に、妥当な正確性で持続不能なブームを特定できる。ただし、誤報もありうる。その理由としては閾値の設定が各国の平均や過去に依存することや、各国独自な特徴や規制の変更への反応などの、時間に伴う金融システムの変化が十分に考慮されていないことがある。

EWIはリスク特定の有用な第一段階だが、掘り下げた分析による補完が必要である。平均的な借手が堅固でも多数の脆弱な借手の破綻がシステムに伝播し、システム的なイベントが起こりうる。ただし、個々の金融機関レベルでの分析だけでは、脆弱性が金融システムとマクロ経済に及ぼす影響を評価できないため、十分ではない。

金融システムの頑健性を測る方法として、ストレステストが主要な先進国の中央銀行で使用され、最近のBISの調査では全ての新興市場諸国の中央銀行が、使用または使用を計画と答えている。ストレステストは、可能性は低いがマクロ経済的な影響が大きい金融ショックへの反応で頑健性を評価する助けとなり、フォワードルッキングで様々なシナリオをカバーできる。ただし、シナリオの範囲が広いとリスクの特定には有用ではない。また、住宅価格下落など直接的な影響の評価には役立つが、金融ショックに続く投げ売りや市場流動性低下、支出減と失業増による二次的影響を捉えるのにはあまり有効でない<sup>7)</sup>。

リスクを早く十分に確実に特定するのは困難なため、当局はしばしば様子見をするが、これは引き締めタイミングに影響している。例えば、引き締めの頻度は、CCyB調節の指針である信用ギャップが閾値下限の2%以上で増え、総与信や銀行与信のギャップが閾値上限の10%以上になるとさらに頻度が増している。一方、住宅与信ギャップは閾値上限の10%を越えると頻度は低下している。これは、住宅市場での不均衡蓄積がより特定しやすいため、ギャップが閾値を越える前により迅速に引き締めが行われるためだと考えられる。

---

<sup>7</sup> “Stress-testing macro stress testing: does it live up to expectations?”, Borio, C, M Drehmann and K Tsatsaronis, 2014: Journal of Financial Stability, vol 12, を参照。

(2) 政策手段の選定と調整

システミックリスク削減には、潜在的には広範な手段が利用可能だが、実際の使用は各国での法制による妨げや政策協調の問題によって制限される。基本的には全ての健全性政策手段がマクロプルデンシャルな観点から利用可能であり、加えて、所要準備のような金融政策手段や（外国）為替介入すら使用できるだろう。

主に様々な銀行信用を対象とする幅広い手段が実際に使用され、アジア太平洋と中・東欧の当局が最も活用している（図表 13 参照）。多くの当局が商業用不動産や不動産開発貸出を対象とする手段を使用。EU メンバーは、商業用不動産担保貸出のリスクウェイトを調整、新興市場諸国では、貸倒引当金に加えて LTV（貸出担保比率）、DSTI（デットサービス所得比率）やエクスポージャー上限を操作する。多くの手段が銀行信用を対象とするが、資本市場での資産運用業やその他の機関投資の活動に対応している当局もある。

地域（含まれる国の数）	アジア太平洋	中・東欧	ラテンアメリカ	中東・アフリカ	北アメリカ	西欧	全体
	11カ国	14カ国	6カ国	4カ国	2カ国	18カ国	55カ国
対象となった信用と政策手段							
信用供与全体	31	156	68	5	—	56	316
カウンターシクリカルバッファ	3	4	—	—	—	6	13
構造的なシステミックリスク資本上乘せ (D-SIB、O-SII、SRB)	1	5	2	—	—	11	19
その他の資本上乘せ	—	14	4	—	—	15	33
貸倒引当規則（一般、特定、変動、統計的、外貨貸出）	9	32	5	—	—	6	52
外貨ミスマッチ・ポジション、流動性上限	8	32	15	1	—	7	63
資本流入、外貨負債に基づく所要準備	5	44	17	4	—	—	70
信用増、資産に基づく限界の所要準備	—	24	25	—	—	6	55
信用増加上限規制	5	1	—	—	—	5	11
住宅/消費者/家計向け信用供与	168	125	24	13	13	114	457
カウンターシクリカルバッファ（住宅信用）	—	—	—	—	—	2	2
与信担保比率上限、貸出制約	76	37	9	4	7	35	168
デットサービス所得比率、債務所得比率、その他の与信基準	49	34	4	3	6	23	119
リスクウェイト	17	40	8	4	0	42	111
貸倒引当規則	15	3	3	2	0	10	33
エクスポージャー上限	11	9	—	—	—	1	21
外貨ミスマッチ、外貨建貸出上限	—	2	—	—	—	1	3
法人向け信用供与（商業用不動産向けを含む）	18	19	2	—	—	24	63
与信担保比率上限、貸出制約	2	3	—	—	—	4	9
デットサービス所得比率、債務所得比率、その他の与信基準	3	2	—	—	—	—	5
リスクウェイト	2	12	—	—	—	18	32
貸倒引当規則	5	1	1	—	—	—	7
エクスポージャー上限	1	1	—	—	—	2	4
外貨ミスマッチ、外貨建貸出上限	5	—	1	—	—	—	6
金融機関向け信用供与	2	2	2	—	—	3	9
総計	219	302	96	18	13	197	845
（参考項目）下記の合計	158	219	52	18	—	66	513
負債に基づく平均所要準備	115	159	50	17	—	34	375
流動性規制（LCR、NSFR、流動資産比率、預貸率）	43	60	2	1	—	32	138

各地域の構成国；アジア太平洋：AU,CN,HK,ID,IN,KR,MY,NZ,PH,SG,TH。中・東欧：BG,CZ,EE,HR,HU,LT,LV,PL,RO,RS,RU,SI,SK,TR  
ラテンアメリカ：AR, BR, CL,CO,MX,PE。中東・アフリカ：AE,IL,SA,ZA。北アメリカ：CA,UA。西欧：AT,BE,CH,DE,DK,ES,FI,FR,GB,IE,IS  
IT,LU,NL,NO,PT,SE。

D-SIB：国内でシステム上必要な銀行、O-SII：その他システム上重要な機関、SRB：システミックリスクバッファ

出所：BIS経済年報、表IV A1.元データ：Budnik and Kleibl(2018),Reinhardt and Sowerbutts(2016),Shim et al(2013)、各国データでBIS算出

各手段は異なるメカニズムで働く。貸手に実施されるが借手の性質を参照する手段として、LTV、DTI（債務所得比率）、DSTI 比率の上限がある。これらは住宅価格や所得の変動に対する借手の抵抗力を増加させて、貸手の信用リスクを制限する。また、信用の伸びや間接的には住宅価格に歯止めをかけるかもしれない。カウンターシクリカル・バッファや貸倒れ引当金規則、信用増加率制限などは、直接、貸手に働きかける。自己資本に関連する手段は、銀行の損失対応力を増加させる。

特定のエクスポージャーを対象とする手段もあり、例えば、ブラジル中銀は特にリスクの高い自動車ローンへの制限を実施している。こうした措置は介入のコストを減少させるが、分配面の影響や効果の漏れが起きやすいなどの欠点もある。漏れへの対応もあり、各当局は使用する手段の範囲を徐々に広げる。また、対象とする活動の拡大や回避の可能性を減らすため、種々の手段を適用する当局もある。

多くの手段を使う広範なアプローチは、特定のリスクに対処するのに効果的と考えられるが、欠点としては複雑になりやすくコミュニケーションが難しい。極端な場合、マクロプルデンシャル当局が、実際には信用配分の役割を引き受けることになる。また、個々の手段の間の相互作用や効果の評価が難しくなることから、手段の調節が複雑になりうる。

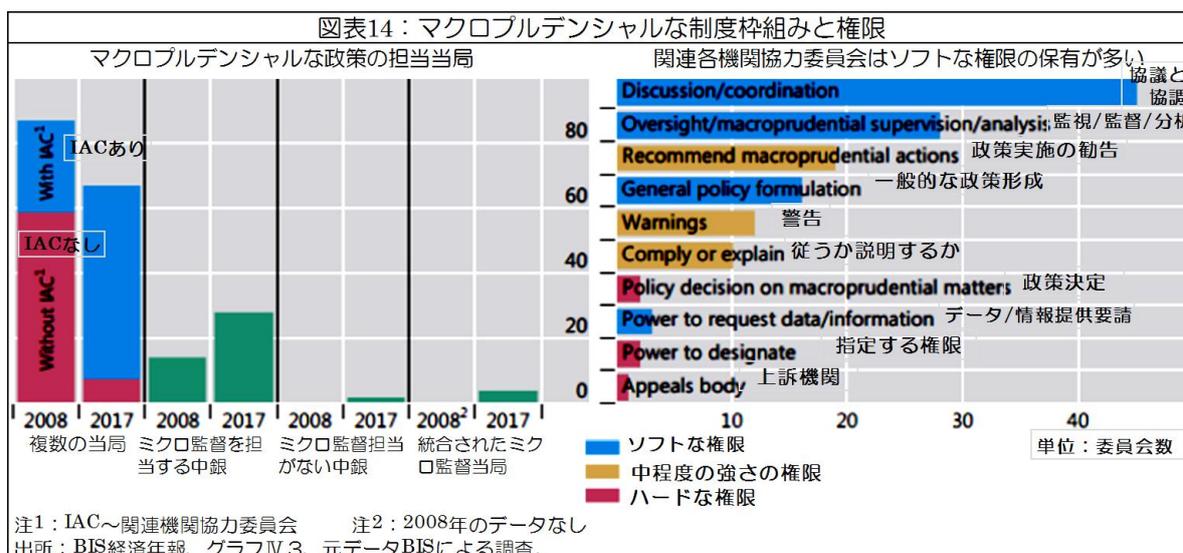
### （3）コミュニケーションとガバナンス

効果的なコミュニケーションは成功のために極めて重要で、目標、戦略および政策プロセスの公衆への説明により政治的な支持を築ける。影響を受ける側や公衆とリスク評価を共有する助けともなる。コミュニケーションが効果をあげるには、適切な聴衆に効果的にメッセージを伝えねばならない。聴衆によって内容、高度さ及び経路が概ね決まる。中央銀行の大半が金融安定リスクをスピーチや記者会見、定期的な金融安定レビューで伝えるが、レビューは専門家には役立つが公衆には分かりづらい。このため対象を絞った経路が利用される。

理論的には、中央銀行の警告は是正措置の必要性を取り除くものともなりうるが、実際には、警告に続いて具体的な行動を取らずに効果があった事例はほとんどない。

手段が多目的なもので、強い政治的な圧力の余地があり、マンデートと手段にミスマッチがある場合は、適切なガバナンス取決めに責任を負わせることになる。これには、明確な運営目的、行動へのインセンティブ、目標に比例した政策手段、説明責任と透明性の確保と金融安定に関連する各政策分野にわたる実効的な協調などの側面が関連する。

マクロプルデンシャル枠組みの制度的取決めは様々である。最多は委員会を通じて協調する複数の当局へのマクロプルデンシャル機能の配分で（図表 14 参照）、次は、中央銀行へのマクロ・ミクロプルデンシャルの責任の付与、その他には、協調する委員会がない役割分担や統合されたミクロプルデンシャル当局へのマクロプルデンシャルな責任の付与がある。



これらの体制・取決めの有効性には、まだ結論は出ていない。多くの国で金融安定の責務と必要な手段の決定権限が揃っていないし、GFC後に設立された当局間委員会の多くには意思決定権限がない。異なる目標間のトレードオフをどうやって解消するかはもちろん、トレードオフへの明示的な言及すらほとんどない。BISの調査では、当局間委員会に参加している新興市場諸国の14の中央銀行の内では6だけが政策協調に役立ったとしており、いくつかの回答者は政策権限が個々の当局に残るため、協調の有効性に疑問を呈している。

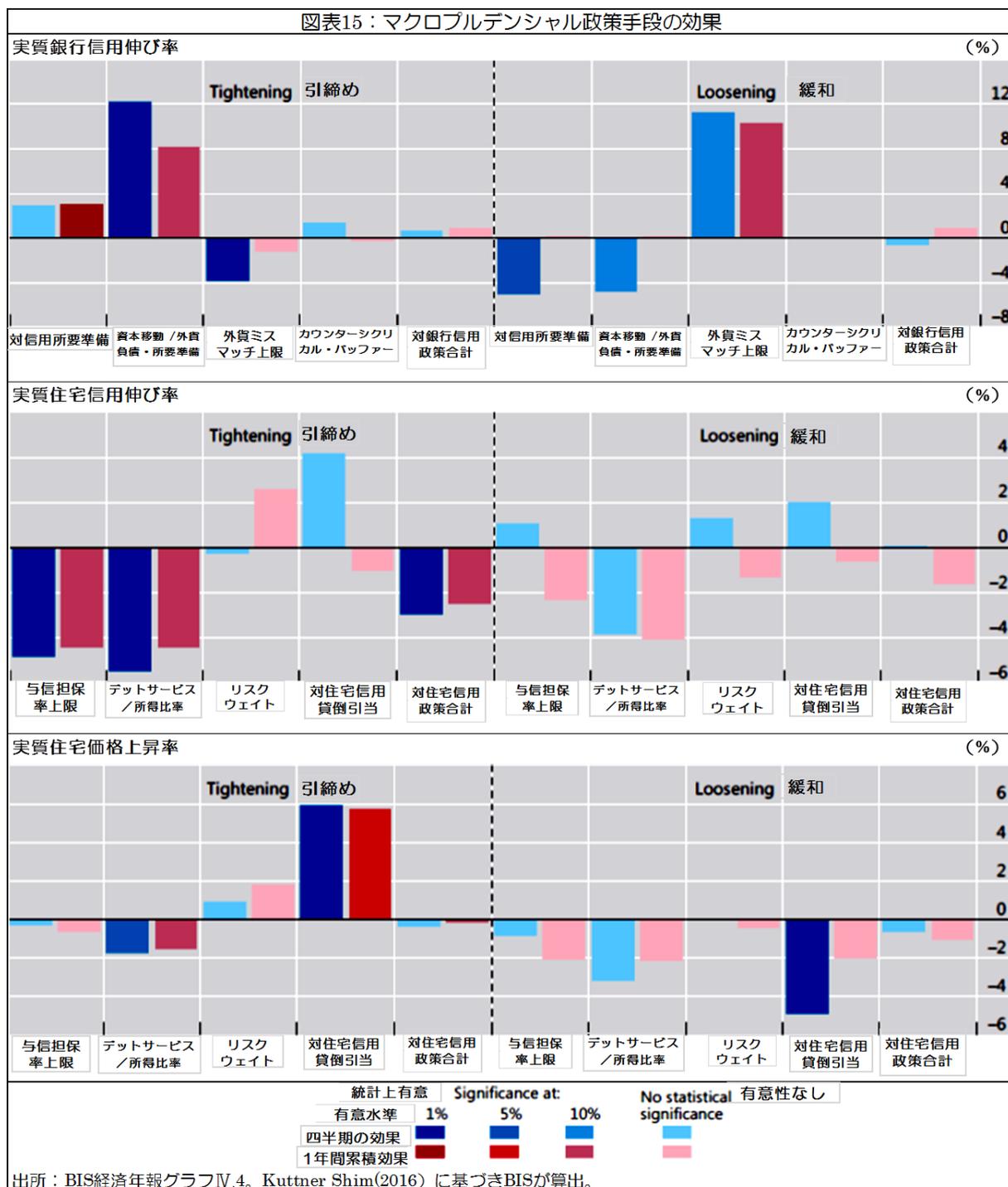
### 3. 政策効果:現在までの経験

マクロプルデンシャルな手段は、最終的に金融システムの安定が確保されれば有効なものとなるが、この基準では個別手段の効果の有用性評価には一般的過ぎる。狭義の基準は特定の目標に焦点を当てる。信用増加率の変化や銀行システムの資本・流動性バッファの増加で有効性が測定できる。マクロプルデンシャルな手段の効果についての実証的な証拠によれば、金融システムの強靱性の増強では成果がみられる。

いくつかのマクロプルデンシャルな手段が金融ブームを抑えたとの証拠もあり、幅広い国についてのパネル分析では、LTV、DSTI上限引き締めは、住宅向け貸出の伸び抑制に効果がみられる（図表15：中段左）、DSTI上限は住宅価格の上昇も抑えている（同：下段左）。この結果は、既存の実証研究や多くの中央銀行の評価に沿っている。また、銀行のレバレッジや資産の伸びも鈍化させたとみられる。一方、LTVやDSTIの緩和には効果がみられない（図表15：右）。こうした非対称性も、既存の実証研究に沿ったものである。

バッファ解放による緩和には課題がある。市場が、下降局面での裁量的な資本・流動性バッファの解放を、金融システムを安定させる手段ではなくより悪い状態がこれから来る

徴候だと見なすかもしれない。バッファの解放が有効であるためには、解放の開始時点でバッファが十分に大きくかつ非裁量的なやり方で解放される必要があるだろう。



マクロプルデンシャルな手段は特定の活動やエクスポージャーを対象としがちだが、その効果はしばしばより広いものである。例えば、スイスの住宅ローン向け CCyB 発動は、企業

向け貸出増加の引き金となった。こうした副次・波及効果は避け難い。消費者向け信用の引締めで住宅ローンが増加することや、住宅ローン抑制が消費者信用を増加させることもある。こうした反応が懸念すべきものなのか否かは、システムリスクへの影響による。

政策効果の分析は、副作用の検討をしなければ完全ではない。これは様々な形で現れ、望ましくない分配上の効果や金融イノベーションの抑制が生じるかもしれないし、信用配分を歪めるかもしれない。残念ながら、今までのところこの問題についての証拠は限られる。

金融面で統合された世界では、ある国での出来事が他の国のシステムリスクを増加させるかもしれない。大国である先進諸国の低金利や非伝統的金融政策は、新興市場諸国やオープンな小国である先進国への大幅な資本流入を引き起こし、金融ブームに影響を及ぼしている。マクロプルデンシャルな政策手段でも国際的な波及効果が生じるかもしれない。

#### 4. 統合されたマクロ金融安定枠組みに向けて

年報は、マクロプルデンシャルな枠組みは、より全体的で包括的かつバランスのとれたマクロ金融安定枠組みに組み込まれるべきだとして、金融政策、財政政策などとの協調、各国のマクロプルデンシャル政策の協調の可能性と利点を論じている。

金融の規制・監督へのマクロプルデンシャル・アプローチの採用は、金融安定リスクの特定と削減に向けた重要な一歩だが、万能薬ではなく、持続的な金融安定の確保は複雑である。一組の政策手段への依存は十分でない。金融危機の経済・社会的なコスト、金融サイクルのマクロ経済的コストを前提にすれば、マクロプルデンシャルな枠組みだけに目を向けるのは軽率である。

ミクロの金融規制・監督と並行して、包括的かつバランスのとれたマクロ金融安定枠組みは、金融、財政及び構造政策を包含する。最終的な目標は、長期の持続的成長率を高めつつマクロ経済及び金融の安定を確保するため、様々な政策が相互に並行して実行されることである。こうした枠組みは、異なる政策の動きが食い違うリスクを削減するだろう。枠組みのデザインは、困難な分析的かつ実務的な問題を提起する。

マクロ金融安定枠組みの重要な要素は金融政策であり、金利は資産価格と借手がレバレッジをかける意向と能力に、直接的に影響する。金融政策は、金融サイクルとシステムリスク及びマクロ経済変動に影響する。これは、金融政策が金利、バランスシート政策、または外国為替介入のいずれで運営されるのかを問わない。最低限、金融政策当局とマクロプルデンシャル政策当局は、政策決定に際して互いの行動を考慮しなければならない。

金融政策が金融安定をどれだけ考慮すべきかでは議論が分かれている。金融政策がリスクテイクや負債や資産の価格に影響を及ぼす程度、マクロプルデンシャルな行動の有効性、リスクの性質、政策実施の二次的影響などの諸要素で答えが左右される。マクロプルデンシャル

ル政策は、より細かなリスクを対象にできるが、金融政策はより広い影響があり漏れや規制裁定を限定できる。なお、開放経済では、高金利は資本流入と為替増価を促す欠点があり、金融不均衡の積み上がりへの効果が部分的に制約される。こうした文脈では外国為替介入がよりバランスのとれた政策のデザインに貢献できる。ただし、マクロブルデンシャル政策と金融政策を反対の方向に運営する場合は、常に緊張が生じる。

マクロ金融安定枠組みで金融政策とマクロブルデンシャル政策を評価する際は、以下を考慮すべきである。金融政策は焦点を絞ったマクロブルデンシャル政策の補完として働くことも、より目立つ役割を果たすこともできる。だが、より積極的な金融政策のためには、短期の安定化目標と長期の金融・マクロ経済安定をより調和させるため、インフレ目標のより柔軟な解釈が必要であり、視野の長期化が求められる。こうした改善によって、金融サイクルと結びついた金融脆弱性のゆっくりとした変動に対処する余地が得られる。

財政政策はもう一つの主要な要素である。引き締め気味な財政政策は、金融ブームの際に不均衡の蓄積を抑える。より重要なことに、金融下降の実体的影響の抑制に利用できるバッファを構築できる。GFC では財政緩和が産出を支えた。十分に大きな財政バッファは、国家が金融不安定の原因になるのを防げる。だが、金融ブームの間に健全な財政政策を続けることは難しい。第一に金融ブームによる歳入増はブームが終わればなくなる。第二に金融ブームは潜在的な産出と成長の過大評価を生む。これが財政収支をよくみせかける効果に注意すべきである。第三に、金融ブームは、金融不安定対応の財政コストや後に続く景気後退による歳入減と歳出増を含めて、隠れた条件付き債務を作り出す。

金融不均衡は、部分的には税制や実物部門の歪みで生じる。多くの場合、税制は負債に有利に働き、レバレッジの誘因となる。住宅ブームの場合、土地供給増加や建設促進の措置は、住宅価格に長期的な影響を及ぼし、間接的には高金利やマクロブルデンシャルな手段の引き締めよりも、住宅信用に影響する。また、当局はマクロブルデンシャル政策や金融政策ではなく、取引税などで過度な売買など住宅市場での投機的活動を抑制できる。

包括的なマクロ金融安定枠組みは、必然的に協調の問題を提起する。場合によっては、金融政策当局が金利決定で財政政策を所与とするように、他の政策分野の決定を考慮するだけで十分なかもしれない。他の場合は協調への支持はより強固であり、金融政策当局とマクロブルデンシャル当局や財政当局などの協調は、政治的・社会的支持を広げるだろう。

国境を越えた協調はより難しい。国境を越えた裁定（効果の漏れ）を防ぐ協調がもっともやりやすいだろう。CCyB 導入でのレシプロシティの合意がその一例である。他の事例としては、外貨借入によるシステムリスクを削減するための健全性措置により、地域内の他の国に資本が向かうようなら、両国が政策協調することで相互補完できるだろう。

#### IV. 結びに代えて

本稿では、金融部門の動向の分析とマクロプルデンシャルな政策への取り組みの進展を中心に BIS の年報を概観してきた。BIS は国際機関のなかでも、金融面の問題に警鐘を鳴らすことが多いが、この年報でも金融安定について、危機後の規制改革を仕上げて金融システムの強靱性を高めることや銀行の収益性に注意すべきことを指摘している。また、マクロプルデンシャルな枠組みの進展を評価した上で、金融政策や財政政策と協調するための制度的枠組みを強化しながら活用することの重要性を強調している。

日本について考えると、金融庁が最近公表したディスカッションペーパー「金融システムの安定を目標とする検査・監督の考え方と進め方（健全性政策基本方針（案）」<sup>(8)</sup>でも、金融機関の健全性評価にあたっては、ビジネスモデルや収益の持続性に監督上の焦点を当てるとしている。日本の金融システムの頑健性の持続には、マクロプルデンシャルなリスクの特定と抑制とともに、金融機関がリスクやショックに対応できるような収益性を保つ業務基盤の構築が重要だということだろう<sup>(9)</sup>。

一方、マクロプルデンシャルな政策手段の活用について、健全性政策基本方針（案）「4. (2) 脆弱性の抑制に向けた対応」では、カウンターシクリカル・バッファの枠組み導入について説明した上で、“個々の金融機関—中略—の状況を踏まえてきめ細かな対応をすることができない”と指摘。このため、“マクロ健全性政策に当たっては、カウンターシクリカル・バッファのみに依存するのではなく、システミックリスクの分析・評価を踏まえた最適な監督対応を模索する必要がある”という考え方をとっている<sup>(10)</sup>。

この点には、BIS の年報でもシステミックリスクの特定と政策発動のタイミングのむずかしさが指摘されている。どんな対応が有効かは、金融システム安定性についての情報収集と分析を深めつつ、継続して検討していく必要があるだろう<sup>(11)</sup>。

以上

---

8 金融庁「金融システムの安定を目標とする検査・監督の考え方と進め方（健全性政策基本方針）」（案）平成 30 年 6 月 29 日を参照。 <https://www.fsa.go.jp/news/30/dp/prudence.pdf>

9 地域金融の収益性と金融システムの安定の関係については、例えば、日本銀行の中曽副総裁（当時）：“マクロブルーデンス政策の新たなフロンティア—銀行の低収益性と銀行間競争への対応—” 2017 年 11 月 29 日も参照。

10 健全性政策基本方針の 40～41 ページ、合わせて 42 ページの BOX9 を参照。

11 注 9 で参照した講演で中曽副総裁も“考査やモニタリングは一義的にはマイクロブルーデンス政策手段と位置付けられますが、マクロブルーデンス上の課題認識を踏まえて横断的かつ集合的に運用することによって、マクロブルーデンス政策手段として効果を発揮することが可能です。”とし、FRB も同様な認識を持っていることを示唆している（Adrian, et al., “Macroprudential Policy: Case Study from a Tabletop Exercise” December, 2015 Number 742 を参照）。