

FRB の金融安定分析と政策対応の方向性
ーブレイナード理事の講演と金融安定報告書の紹介ー

平成 30 年 12 月 25 日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

FRB の金融安定分析と政策対応の方向性

ーブレイナード理事の講演と金融安定報告書の紹介ー

要約

本稿では、FRB（連邦準備制度理事会）の金融安定に関する分析と政策の方向性について、ブレイナード理事の講演を中心に、講演で言及されている金融安定報告書（Financial Stability Report）も参考にして最近の動きを紹介したい。

ブレイナード理事は講演で、“過去には、加熱のサインはインフレの加速ではなく金融部門の不均衡に表れた。FRB は金融の脆弱性増大を認識するシステムティックでフォワードルッキングアプローチをとっている。金融安定は定期的な FOMC の議論の焦点である。公衆に情報を提供し透明性と説明責任を促すため、初めての金融安定報告書を公表した”と述べている。

金融安定報告書は、金融システムの脆弱性を、①資産評価の圧力、②企業部門と家計の借入状況、③金融部門のレバレッジ、④資金調達（流動性）リスクに分けて分析し、金融システムへの近い将来のリスク要素についての簡潔な整理を行っている。この分析を参照してブレイナード理事は、民間部門の債務状況を始めとした金融システムの脆弱性要因を順次検討、諸要因を組み合わせることで現状を評価して政策的な含意に言及している。

理事によれば、民間非金融部門の債務をみると家計部門の債務は抑制が進んでいる。また、より信用プロファイルが良好な家計に借入が集中する傾向がみられる。一方、企業部門ではリスクアペタイトの上昇を背景に債務が増加し脆弱性の高まりがみられる。ただし、銀行部門の強靭性は高まり、大手銀行は資本バッファの量と質を増強している。証券会社のレバレッジも削減され、保険会社でも資本は強化されている。また、金融規制改革により銀行と MMF の資金調達（流動性）リスクは減少している。

一方、企業債務は GDP 以上の速さで増加し歴史的なピークに近づいている。債務増加で負債・資産比率は 20 年間で最高の水準に上昇。この数年のバランスシート情報の分析では、利払い比率が高く収益と現金保有の低い企業が債務負担を最も増やしている。社債残高をみると、投資適格債とハイイールド債の比率はほとんど変化していないが、投資適格等級の中で信用の質が低下している。なお、債券投資信託の総資産が過去 10 年に 2 倍以上に増え、投資信託が社債残高の 10 分の 1 を保有しているが、市場変動時の投資家の解約行動は不確かである。

信用度が低い分野では、引受け基準の引き下げを伴うレバレッジドローン増大がみられる。レバレッジドローン残高は過去 12 カ月に 12%増加し 1 兆ドルに達し、新規レバレッジドローンのコベナント（特約条項）は大幅に緩和されている。高レバレッジな企業向けローンのシェ

アは、過去のピークを上回っている。過去には引受け基準の緩和はノンバンクの貸手に集中していたが、今年は大手銀行で引受け基準の緩和がみられる。

今まではレバレッジドローンのデフォルト率は低く、低金利と低予測デフォルト率で企業の信用環境は良好だが、急なスプレッドの拡大や経済環境悪化が起されれば、格下げやリファイナンスの制約、返済遅延やデフォルト増加と投資家の損失増加が生じかねない。

資産市場の動向をみると、ハイイールド社債と財務省証券の利回り格差は最近やや拡大したものの歴史的にみて狭く、レバレッジドローンのスプレッドも低水準。また、商業用不動産のキャップレート（収益還元利回り）も財務省証券と比べて低く推移している。最近は、資産市場はセンチメントの変動に影響を受け易くなっている。資産評価の下落は投資家に損失をもたらし企業の外部資金調達を困難にする。リスクの高い企業債務が高水準なことはそれを増幅しかねない。

政策当局が金融危機再来を防ぐためあらゆる手段をとるべきなのは言うまでもないが、過去3回の景気後退では、金融不均衡が主要な役割を果たしたことを記憶すべきである。政策運営では、穏当な金融状態を目指すべきである。金融システムと経済とのマイナスのフィードバックのリスクを考えると、金融システムのバッファを経済が強固なうちに高めるべきである。

金融安定の分析は、CCyB（カウンターシクリカル・バッファ）の調整やストレステストのシナリオ検討に活用される。ストレステストは、各金融機関の資産とエクスポージャーのリスクの度合いに応じて資本の適切性を評価するように設計されているが、資産評価の上昇などの経路から生じる循環性にはシステムティックに反応しない点に注意すべきである。

なお、FRBはストレステスト（CCAR：包括的資本評価レビュー）の運営を見直し、バーゼルⅢに沿った自己資本規制との統合を検討し市中協議を行っている。この点についてクォールズFRB副議長によれば、統合された枠組みでは、SCB（ストレス資本バッファ）を導入し銀行毎に調整（資本保全バッファと代替）、CCyB、G-SIB上乗せと組み合わせる。また、ストレステストなどでの最大手以外の銀行の規制負担の軽減も行う方針である。

FRBは、金融安定に関する分析の強化を進めると共に、政策手段の選択肢の見直し・拡充を行いつつある。今後の政策運営を効果的に行うためにも、金融安定報告書などを用いたコミュニケーションの強化がさらに重要になると考えられる。

FRB の金融安定分析と政策対応の方向性 —ブレイナード理事の講演と金融安定報告書の紹介—

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

本稿では、FRB（連邦準備制度理事会）の金融安定分析と政策対応について、ブレイナード理事の講演⁽¹⁾を中心に、講演で言及されている金融安定報告書（Financial Stability Report⁽²⁾）も参考にして最近の動きを紹介したい。

講演でブレイナード理事は、“過去に何回か資源利用が現在と同様な水準に近づいた際には、加熱のサインはインフレの加速ではなく金融部門の不均衡に表れた。過去とは異なって FRB は、金融の脆弱性増大を認識するシステムティックでフォワードルッキングアプローチをとっている。金融安定は、定期的な FOMC の議論の焦点である。FRB は先週、公衆に情報を提供し金融安定の責務遂行についての透明性と説明責任を促すために、初めての金融安定報告書を公表している⁽³⁾”と述べ、FRB にとって金融安定を保つことの重要性を強調している。

ちなみに、パウエル議長も 11 月に行った金融安定についての講演⁽⁴⁾で、“FRB スタッフの金融安定の分析は FOMC（連邦公開市場委員会）に提供されている⁽⁵⁾”と説明し、金融安定をモニタリングして政策判断に反映させることが、FRB がインフレと雇用の 2 つの目標を継続的に達成し続けるためには不可欠と認識していることを示唆している。

1 Lael Brainard : “Assessing Financial Stability over the Cycle” December 07, 2018 Federal Reserve Board

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20181207a.pdf> 参照。ブレイナード理事は 4 月にも金融安定への取組みについて講演している。“An Update on the Federal Reserve’s Financial Stability Agenda” April 3, 2018 Federal Reserve Board <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20180403a.pdf>

2 Federal Reserve Board : “Financial Stability Report” November 2018

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-201811.pdf> を参照。

3 注(1)12 月の講演の 4 ページ参照。なお、4 月の講演でスタッフの金融安定分析は四半期毎に行われるとしている。

4 Jerome H. Powell “The Federal Reserve’s Framework for Monitoring Financial Stability” November 28, 2018 Federal Reserve Board <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20181128a.pdf>

なお、パウエル議長も 8 月 24 日の講演“Monetary Policy in a Changing Economy”で、“過去 2 回の景気後退に向かう期間では、安定性を損なうような過剰さはインフレーションではなく、主に金融市場に現れた”と指摘している。

金融安定報告書では金融システムの脆弱性を、①資産評価の圧力、②企業部門と家計の借入状況、③金融部門のレバレッジ、④資金調達（流動性）リスクに分けて分析してコンパクトにまとめている。また、金融システムへの近い将来のリスク要素についての簡潔な整理を行っている（今回は Brexit など海外要因、新興市場諸国の動向、地政学的要因などを指摘）。

報告書は脆弱性に関する個別の指摘を行っているが、明確な結論や現時点での金融システムの安定性についての全般的な評価は示していない。ただし、パウエル議長は個人的な見解として、“いくつかの分野でリスクが高まっているが、全般的にみれば金融安定の脆弱性は中程度の水準にある”と述べている。また、パウエル議長は、“報告書は金融安定について、様々な関係者が見解を形成する共通の基盤提供を目的としたものだ”と説明している。報告書は幅広い層に向けた読みやすさを意識しているものと思われる。

ブレイナード理事は金融安定への政策対応について、金融安定の分析は年次ストレステスト（CCAR）のシナリオへのインプットやカウンターシクリカル・バッファの運営に活用されていると説明している。金融安定に関する分析は FRB の政策運営への活用が進みつつある。

なお、FRB は、ストレステスト（CCAR）の運営を見直し、より効果的に自己資本規制と統合することを検討しているが、ストレステストの見直しをテーマとした講演でウォールズ副議長は、金融安定分析をストレステストの運営（シナリオ検討）に活用するとしている⁽⁶⁾。

以下では、ブレイナード理事の金融安定に関する講演の概要を紹介する。講演でも金融安定報告書の分析が適宜参照されているが⁽⁷⁾、本稿では追加的に金融安定報告書の関連する図表をできるだけ引用し、金融安定報告書の分析の紹介に努めたい。金融安定報告書の目的、枠組みなどについては本稿の末尾で簡単に紹介したい。

5 FOMC July 31–August 1, 2018 の議事録 7 ページを参照。

6 Randal K. Quarles “A New Chapter in Stress Testing” November 09, 2018 Federal Reserve Board

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/quarles20181109a.pdf> を参照。

7 金融安定報告書では、様々な金融安定モニタリング手法についての下記の研究を参照している（Tobias Adrian, Daniel Covitz, and Nellie Liang: “Financial Stability Monitoring” December 2015 Annual Review of Financial Economics 。

<https://www.annualreviews.org/doi/pdf/10.1146/annurev-financial-111914-042008> ）この論文の初期の版はニューヨーク連銀から公表されており、バーナンキ元 FRB 議長の金融システムモニタリングについての講演で参照されている。金融危機の後に FRB が、金融安定に関連する分野で様々な研究を行って政策面での活用を図ってきたことが示唆される。

Staff Reports No.601 “Financial Stability Monitoring” Feb. 2013 Federal Reserve Bank of New York および

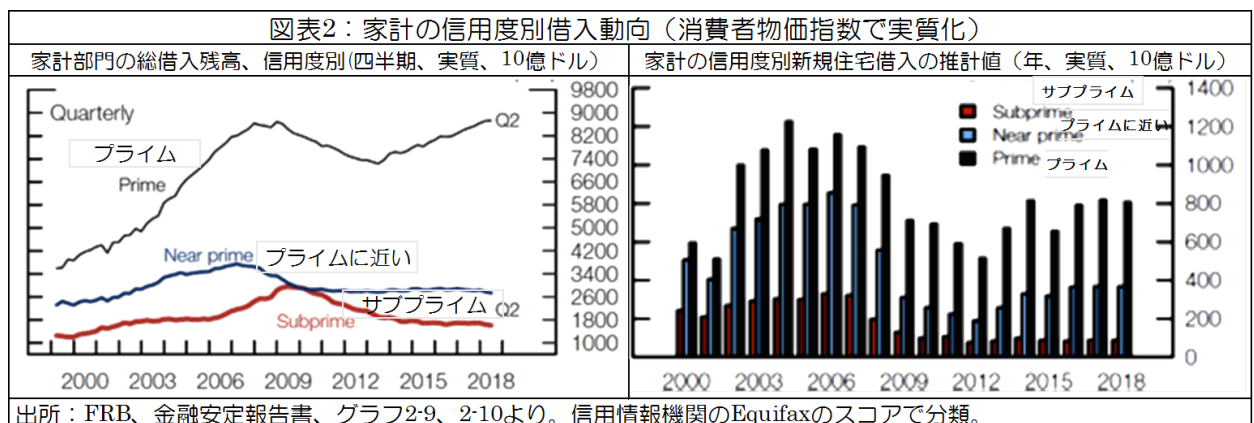
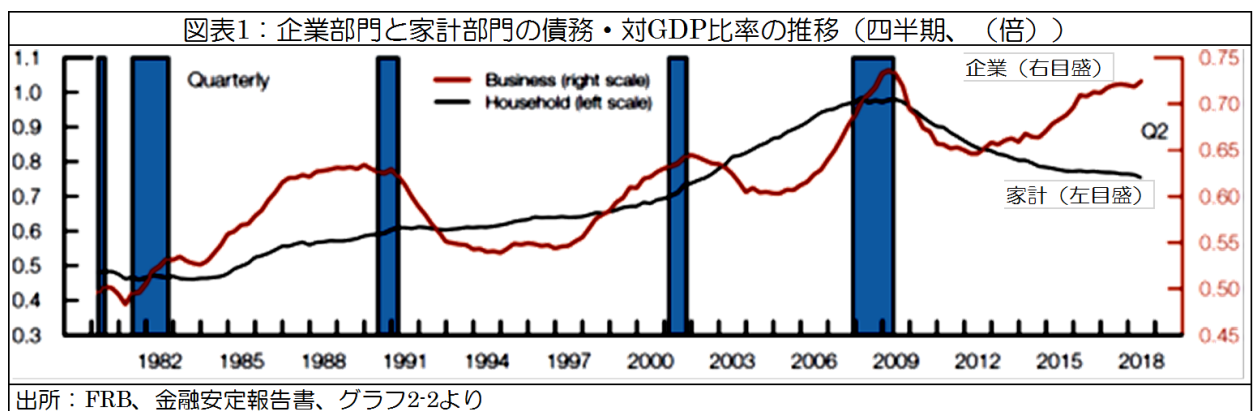
Ben S. Bernanke, “Monitoring the Financial System”, May 10, 2013 Federal Reserve Board を参照。

II. 金融の脆弱性についての評価～家計・企業部門の債務動向

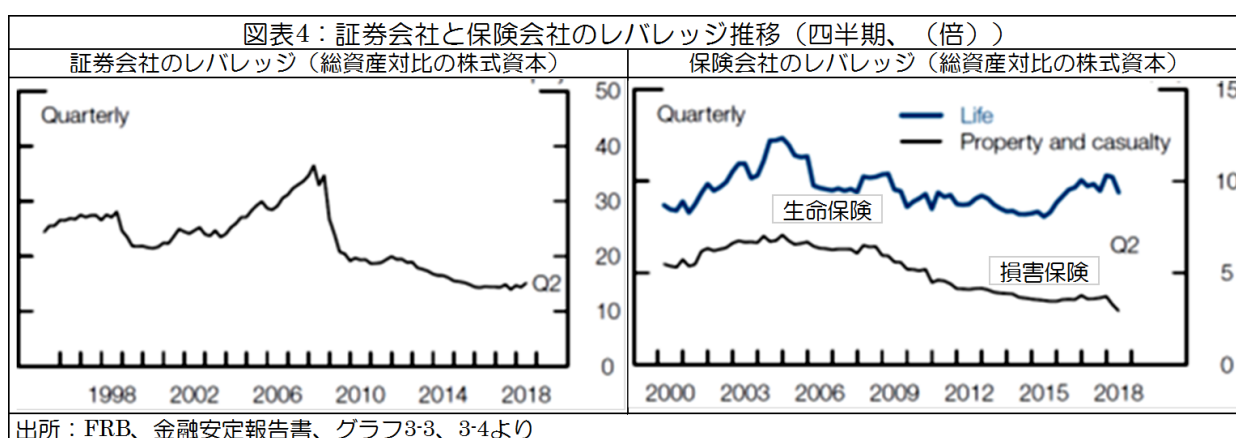
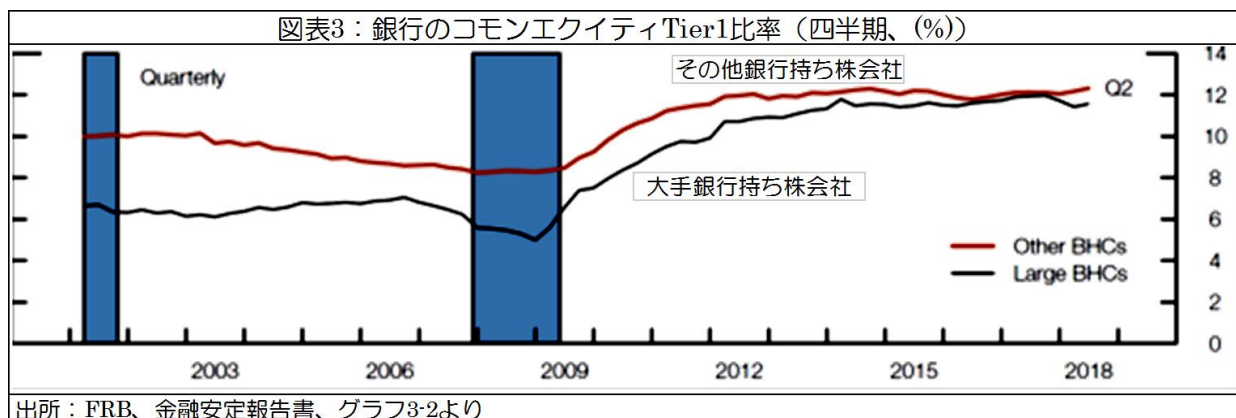
ブレイナード理事は講演で、民間部門の債務状況を始めた金融システムの脆弱性要因を順次検討、諸要因を組み合わせる現状を評価して政策的な含意に言及している。

1. 家計部門の債務動向と銀行部門の強靱性

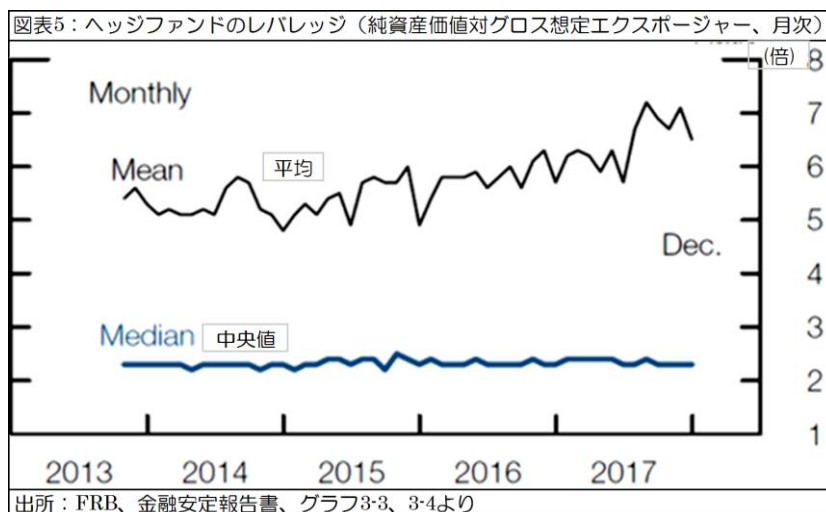
民間非金融部門の債務をみると、家計部門の債務は抑制が進んでいる。金融危機前は、家計部門の借入の伸びは GDP を上回っていたが、危機後は下回って推移している（図表 1）。また、より信用プロフィールが良好な家計に借入が集中する傾向がみられる（図表 2）。企業部門では、リスクアペタイトの上昇を背景に債務が増加、脆弱性の高まりがみられる（後述）。



ただし、銀行部門の強靱性は高まっている。規制改革および環境要因により、金融部門の強靱性は高まり、大手銀行は、資本バッファの量と質を増強している。大手銀行のリスク資産対比のコモンエクイティ Tier1 比率は、危機前の平均よりも半分近く増加し、規模の小さい銀行とほぼ同水準になっている（図表 3）。また、証券会社（大手銀行の関連会社でないものを含む）のレバレッジも削減され、保険会社でも資本は強化されている（図表 4）。

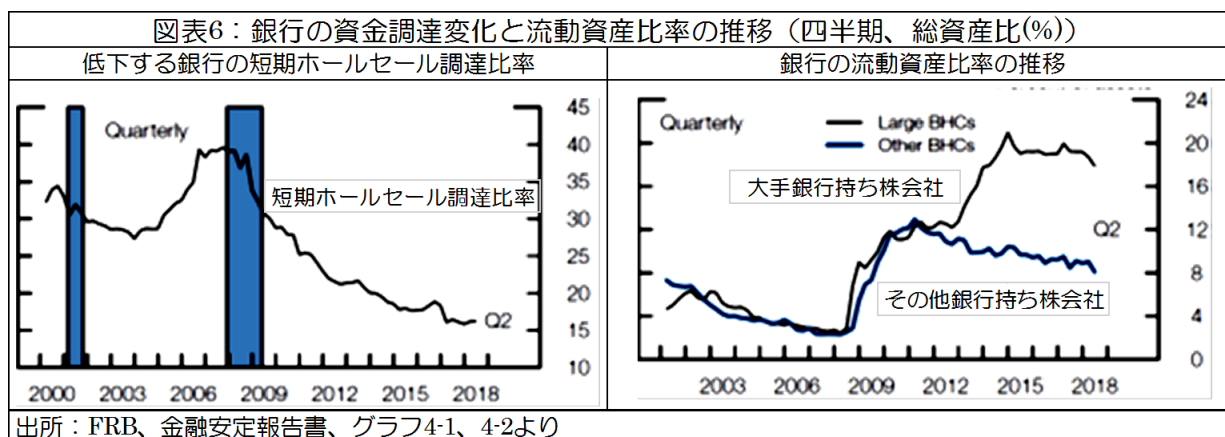


証券化関連商品関連などの資金調達会社の規模も縮小している。ただし、ヘッジファンドでは、レバレッジが高まる傾向がみられる（図表5）。

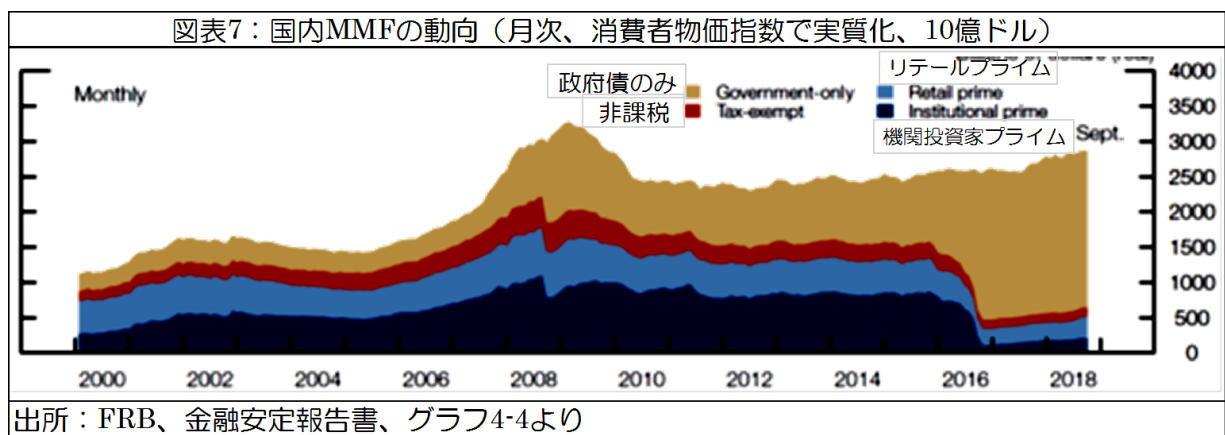


2. 資金調達（流動性）リスクと企業部門の債務動向

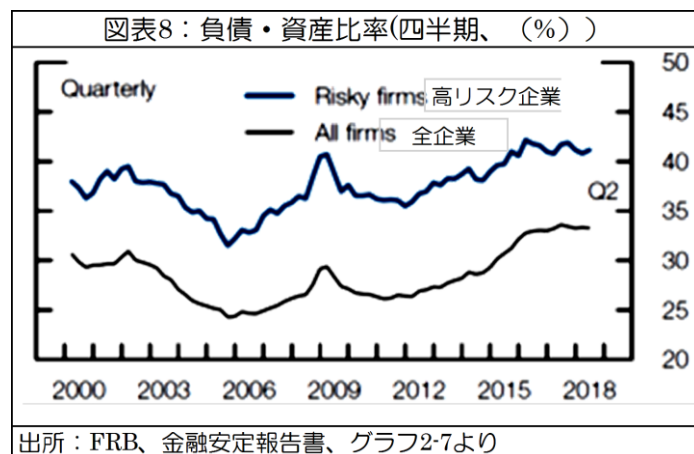
金融規制改革により銀行とMMFの資金調達リスクは減少している。大手銀行は流動性規制により短期ホールセール調達への依存を下げ、流動性バッファーを増強している（図表6）。



MMF の改革により投資家は、金融危機では取付けの懸念で大規模な政府支援を必要としたプライム MMF から政府証券のみで運用しリスクの低いファンドへと資金を移した（図表 7）。



上述のように、家計部門や銀行をはじめとした金融部門では金融安定へのリスクが低下してきているが、企業部門では脆弱性がやや高まりつつある。企業債務は GDP 以上の速さで増加し歴史的なピークに近づいている（図表 1）。債務増加で負債・資産比率は 20 年間で最高水準に上昇（図表 8）し、これは投機的格付けや無格付け企業など高リスク企業にも当てはまる。



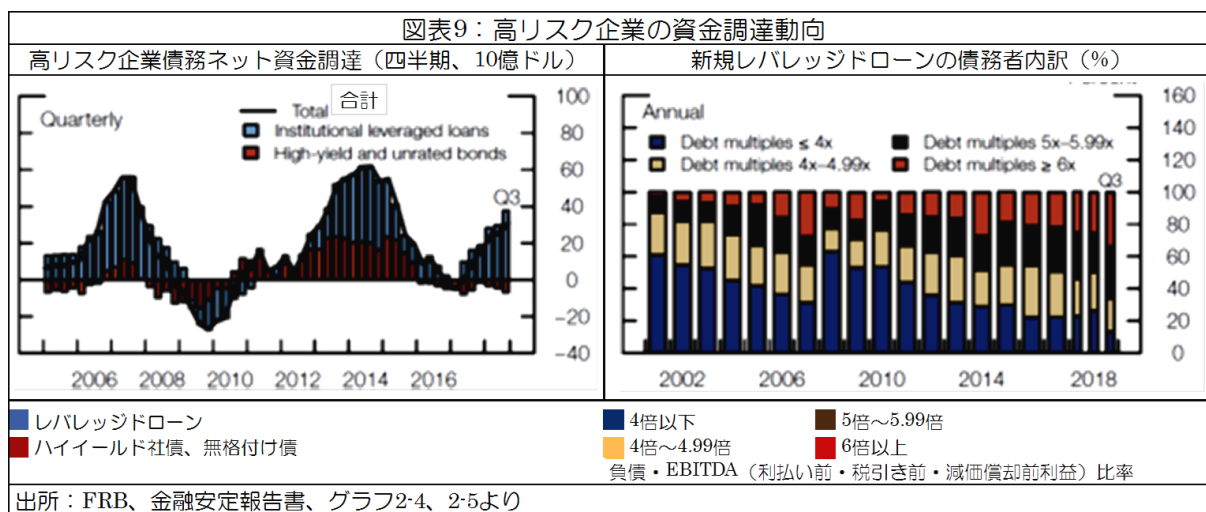
以前は、高収益で相対的に低レバレッジ企業が追加の債務調達を行うことが多かったが、この数年のバランスシート情報の分析からは、利払い比率が高く収益と現金保有が低い企業が債務負担を最も増やしている。歴史的にみると高レバレッジは、景気後退局面での財務逼迫と事業の縮小に結び付いている。

一方、社債残高の推移をみると、投資適格債とハイイールド債の比率はほとんど変化していない。ただし、投資適格と分類される中で信用の質が低下し、最も低い投資適格と格付けされた社債の比率が高水準になっている。2018 年央では、社債残高のほぼ 35%が投資適格の最低である。一方、ハイイールド社債のうち極めて低格付けの比率は 3 分の 1 程度で推移しており、金融危機時のピークの 45%をかなり下回っている。

3. 高リスク企業での債務増加傾向

景気後退局面で低格付け社債が投機的等級へ格下げされると、(銀行などの)所要資本増加や債券ファンドでの非投資適格債の保有比率制限により、投資家の売り急ぎを招きかねない。債券投資信託の総資産が過去 10 年に 2 倍以上に増え 2.3 兆ドルに達しているため、過去よりも懸念は高くなっている。投資信託が社債残高の 10 分の 1 を保有しており、市場変動に際しての投資家の解約行動は不明確である。技術、市場および規制要因が市場流動性に影響を及ぼせば、債券売却が債券価格と金融状況の大幅な変動につながりかねない。

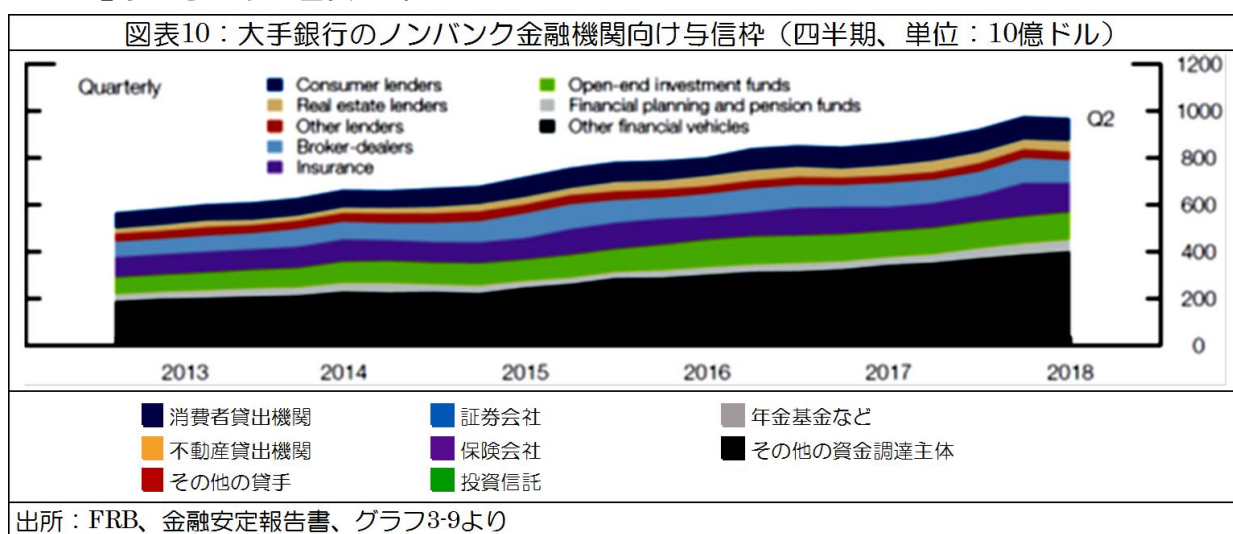
さらに信用度が低い分野では、引受け基準の引き下げを伴うレバレッジドローンの拡大がみられる(図表 9 左)。レバレッジドローン残高は、過去 12 カ月に 12%増加し 1 兆ドルに達している。また、新規レバレッジドローンのコベナンツ(特約条項)は大幅に緩和されている。コベナンツ・ライト(条件が緩い)ローンは、10 年前はレバレッジドローン市場の 30%以下だったが、最近ではほぼ 80%にまで達している。条件の曖昧さやリスクが高まっている。



特に高レバレッジな企業向けローン（負債・EBITDA 比率が 6 倍以上）のシェアは、過去のピーク（2007 年と 2014 年）を上回っている（図表 9 右）。過去の引受け基準の緩和はノンバンクの貸手に集中していたが、今年は大手銀行で引受け基準の緩和がみられる。リスク評価がより難しい慣行の拡大は、リスク管理実務をより重視すべきことを示唆する。

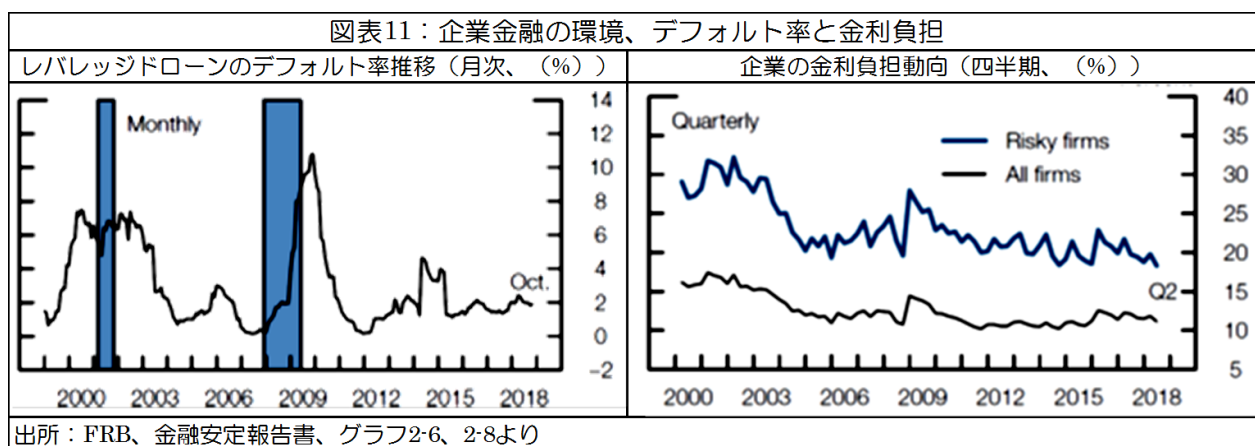
レバレッジドローンのかなりの部分が、CLO（ローン担保証券）に組み入れられている。2018 年上半年期の CLO の総発行額は 710 億ドルであり前年を約 3 分の 1 上回っている。大手銀行の多くは、CLO などへの売却を意図してレバレッジドローンを組成している。OTD（売却を前提とした組成）モデルは、銀行をパイプラインリスクに晒すことになる。過去 10 年間で銀行のパイプライン管理は改善したが、最近では強い投資家需要によりリスク管理慣行がやや弱められているかもしれない。

ローンポートフォリオとローン在庫による銀行システムのエクスポージャーは追跡可能だが、銀行の CLO への投資やノンバンク金融部門への与信枠の増加による間接的エクスポージャーにも注意すべきである（図表 10）。



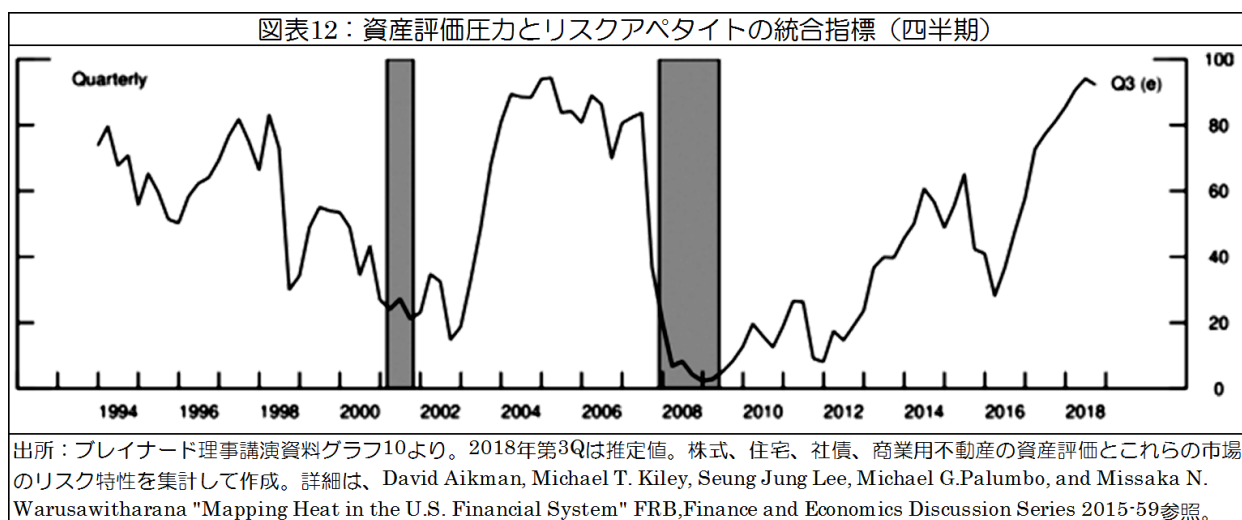
ローンファンドは新規貸出のほぼ 5 分の 1 を購入していると推定され、レバレッジドローン市場でますます重要になっている。もし価格が急低下すれば、投資信託投資家による償還の増加が低流動性資産の大きな売却につながりかねず、価格下落と取付けを増幅させかねない。

今までのところレバレッジドローンのデフォルト率は低く、低金利と低予測デフォルト率で企業の信用環境は良好だが、急なスプレッド拡大や経済環境悪化が起されれば、格下げやリファイナンスの制約、返済遅延やデフォルト増加と投資家の損失増加が生じかねない（図表 11）。



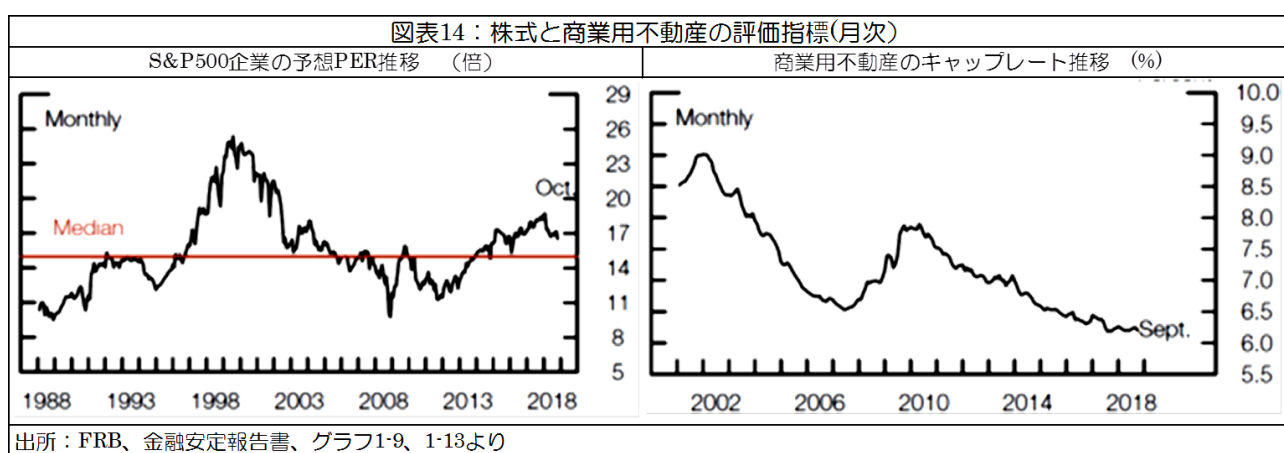
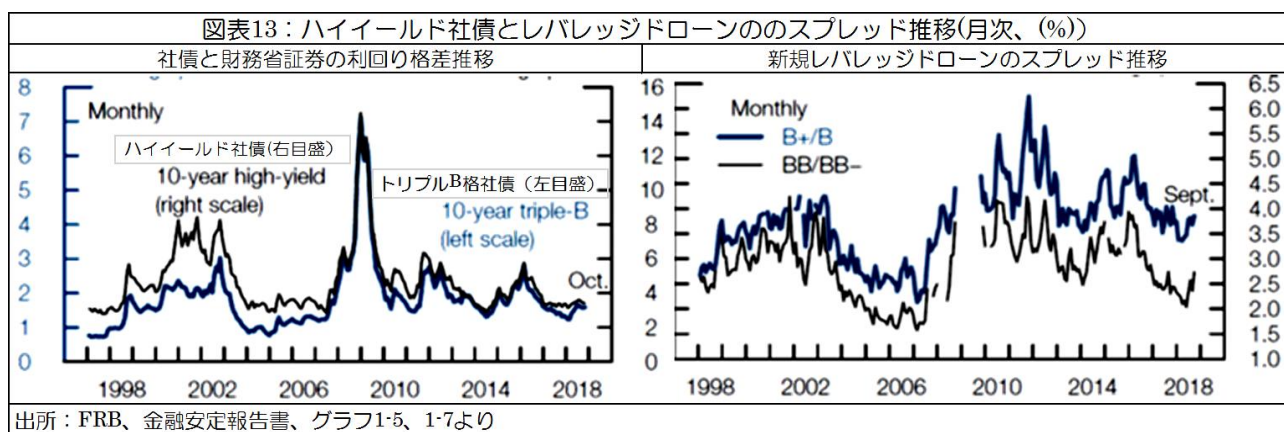
Ⅲ．資産市場における評価圧力

企業の債務増加は、資産評価の全般的な高まりを背景としている点に注意が必要である（図表 12⁽⁸⁾）。最近の株式市場のボラティリティ上昇と社債スプレッドの拡大にもかかわらず、様々な資産価格は歴史的にみて高い状態にある。



ハイイールド社債と財務省証券の利回り差は最近やや拡大したものの歴史的にみて狭く、レバレッジドローンのスプレッド（Libor3 カ月物対比）も低水準である。また、商業用不動産のキャップレート（収益還元利回り）は財務省証券と比べて低くなっている（図表 13、14）。

⁸ 金融安定報告書にはこのグラフは含まれず、財務省証券、社債、株式、不動産（住宅、商業用等）などが個別に取り上げている。ブレイナード理事は資産市場全般の評価を主に論じることで、個別の資産市場価格に焦点が当たりすぎるのを避けようとしたのかもしれない。



過去2年間は全般的にリスクアペタイトが高かったため、資産市場はセンチメントの変動に影響を受け易くなっている。資産評価の下落は投資家に損失をもたらすだけでなく企業（リスクが高く債務が多い企業）の外部資金調達をより困難にする。リスクの高い企業債務が高水準になっていることが、それを増幅しかねないことに注意すべきである。

Ⅳ．金融安定政策の調整

金融安定に関する評価を踏まえてブレイナード理事は、政策対応の方向性を検討し CCyB（カウンターシクリカル・バッファ）の活用やストレステスト運営などについて説明している。

1. 金融不均衡の経済への影響と悪循環の防止

金融の脆弱性の評価は、適切なリスク許容度についての疑問を政策当局に問いかける。GFC（グローバル金融危機）再来を防ぐためにあらゆる手段をとるべきなの言うまでもないが、過去 3 回の米国の景気後退（S&L 危機とジャンク債市場の崩壊、テック株ブームと破裂、サブプライム危機）で、金融不均衡が主要な役割を果たしたことを記憶しておくべきである。政策運営は、穏当な金融状態を目指すべきである。

米国の景気後退は様々な形で重大な金融不均衡に特徴付けられる。企業債務の過剰はショックを増幅し失業を増加させるリスクがある。債務過大な企業は、予想外の収益下落があれば支払い負担に直面し、その対応のために雇用と投資を縮小させかねない。経済活動の低迷は、投資家のリスク資産需要を抑制し、利回り格差が拡大して資産評価を引き下げる。企業の損失累積で支払い遅延と債務不履行が増え、銀行の貸出意欲や能力が低下する。こうした悪循環は、大きくはないショックを増幅してより深刻な金融面の緊張や景気後退をもたらしかねない。

金融システムと経済の潜在的なマイナスのフィードバックのリスクを考えると、金融システムのバッファは経済が強固なうちに高めるべきである。景気が良好なとき資本バッファを増強すれば、銀行は後退局面で損失吸収のクッションを備え健全性を維持できる。資本バッファの厚さは、状況が悪化したときに市場参加者の信頼を支え悪循環を防ぐ。また、景気後退局面では銀行に貸出を継続させるために追加的なバッファを解放できる。

過去の経験からは、銀行に必要なバッファを築くインセンティブを市場が提供するとは期待すべきでない。経済循環の核心は、実際はリスクが最高なときに市場のセンチメントが自信過剰になることだ。FRB のような独立した当局の役割の一つは、拮抗する力となることである。また、金融危機の経験では、景気が後退して収益とリスクアペタイトが低い時に資本の再構築を行うと、コストはずっと高くなる。

2. ストレステストと CCyB（カウンターシクリカル・バッファ）の活用

FRB が脆弱性増大に対応する手段には、ストレステストのシナリオデザインとカウンターシクリカル・バッファがある。監督上のストレステストは時と共に調整され、顕著なリスクを含む深刻な悪化シナリオへの大手銀行持ち株会社の強靱性を検証する。近年ではストレスシナ

リオは、企業信用市場での深刻な混乱の影響を探查するように設計されている。だが、ストレステストは、景気拡大局面でのカウンターシクリカルな手段としては限界がある。ストレスの厳しさは新しく生じつつあるリスクにより年々変動するが、過度に複雑にならずに特定の部門リスクを対象とした全く新しいシナリオを毎年導入することは難しい。

ストレステストに基づく資本バッファは、各金融機関の資産とエクスポージャーのリスクの度合いに応じて調整されるように設計されているが、資産評価上昇などの経路から生じる循環性にはシステマティックに反応していない。景気拡大局面でストレステストによる損失吸収能力引き上げに限界があることは、近年のストレステストがより厳しい企業債務の混乱を想定しても、ストレスによる自己資本比率の低下幅が小さくなっていることから示唆される。

一方、CCyBの第一の目標は、信用の伸びや資産価格が急上昇した期間に続く異常な損失のリスク上昇に対し、直接的に大手銀行持ち株会社の強靱性を築くことである。第二の目標は、経済循環を通じてより持続的な信用の供給を促すことであり、信用の伸びが低い時には信用供給を支援するためにCCyBを引き下げると想定されている。なお、2016年9月のFRBのCCyB枠組みでは経験則として、金融の脆弱性が高まって全期間の上位3分の1のレベルにあると評価された期間では、CCyBを最低値のゼロより高く設定することが見込まれている。

CCyBの潜在的利点は、第一にカウンターシクリカルな資本要件は、同じ目標の達成に必要な金融引き締めが拡大持続と整合的でないときに、リスク増加に抗するのを意図していることである。また、カウンターシクリカルな資本要件は金融政策とは異なり、強靱性を構築する。

第二に、CCyB規制の対象となる銀行は、既に構築した資本を守るか社外流出（配当等）を若干減少させることで、適度なバッファを保つことができる。

第三に、CCyBは単純で予測可能で緩やかに変動する手段であり、大手銀行のすべてに適用される。このため、特定の銀行の資本不足を名指しすることや、ストレステストによる個別銀行の資本要件のように予期しがたい変動が生じることはない。

最後に、極めて重要だがCCyBによるシステム全般の追加的な資本は、経済状況が悪化したときに貸出を確保するため解放できる。なお、いくつかの国がCCyBをゼロより引上げており、我々は彼らの経験から学ぶことができる⁽⁹⁾。

9 バーゼル委員会の報告書、Basel Committee on Banking Supervision “Range of practices in implementing the countercyclical capital buffer policy” June 2017 <https://www.bis.org/bcbs/publ/d407.pdf> を参照。なお、拙稿（公財）日本証券経済研究所 トピックス “各国のカウンターシクリカル・バッファ（CCyB）運営状況ーバーゼル委員会指針と各国の裁量による“多様な実務”ー” http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1712_01.pdf で同報告書の概要を紹介した。

さらにブレイナード理事は、最近の経験は景気サイクルと金融サイクルがますます結び付いていることを示唆するとして、歴史が何らかの指針となるなら資源の利用のタイト化が続くとともに金融不均衡が増加するリスクがあると指摘、以下のように結論づけている。

米国の金融システムは、強固な金融改革のため危機前と比べより強靱だが、銀行システムのコア資本と流動性バッファはまだ経済循環に亘って試されてはいない。金融市場参加者のリスクアペタイトは 2017 年全般と 2018 年の多くでかなり高まっている。レバレジドローンのような高リスク分野の急成長と引受基準劣化が生じている中で企業借入は最高水準に達している。

高リスク債務へのエクスポージャーがある投資信託には流動性ミスマッチがあり、条件が悪化すれば市場の混乱を招きかねない。こうした脆弱性の集まりは、マイナスのショックが生じた場合にそれを増幅しかねない。循環的圧力が積み上がる一方で銀行の収益性が強固なときに、後で必要になったら解放できる資本バッファを大手銀行に求めるのは堅実なことである。

V. 結びに代えて～金融安定分析の進展と政策運営強化の動き

ブレイナード理事の講演からは、FRB が金融安定分析を強化し政策判断の材料を提供していることと、CCyB を活用する姿勢やストレステスト運営の再検討など金融システムの安定を目指す政策（マクロプルーデンス政策）を見直し、高度化しようとしていることが伺われる。ここでは、これと関連する動きに若干触れて結びに代えたい。

ブレイナード理事は、今後は金融安定についての分析を踏まえた CCyB の活用を主張している。金融規制・監督の見直しを検討した 2017 年 6 月の財務省報告書（銀行及び信用組合）は“カウンターシクリカルな資本措置は、CCyB ではなくストレステストを通じて実施されるべき”⁽⁹⁾ だとしていたが、現状では FRB はそうした考えはとっていないと考えられる。

以前は FRB は、BOE（バンク・オブ・イングランド）など他の中央銀行・銀行監督当局と比べると CCyB など時間軸で変化して経済・金融変動の抑制を目指す金融安定政策運営には消極的で、構造的な規制強化やストレステストなどを重視していたが⁽¹⁰⁾、規制改革が進展してきた中で経済・金融情勢に合わせて政策手段の選択肢を増やそうとしているものとみられる。

9 U.S. Department of The Treasury “A Financial System That Creates Economic Opportunities Banks and Credit Unions” Report to President Donald J. Trump 126 ページを参照。

10 例えば、タルーロ元理事の講演などを参照。Daniel K. Tarullo “Macroprudential Regulation” September 20, 2013 Federal Reserve Board <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/tarullo20130920a.pdf>

なお、ストレステスト（CCAR）については、2018 年 4 月に公表した市中協議で、ストレステストに基づく SCB (Stress Capital Buffer、最低 2.5%)を導入するとともに CCyB は継続し、一方で資本保全バッファなどを見直し、ストレステストと自己資本規制と統合する方向性を示している。なお、合わせて総資産の伸び率や予想配当額の反映（4 四半期分のみ）など、銀行の資本計画の柔軟性も考慮した運営方法の具体的な見直しを提案している⁽¹¹⁾。

ちなみに、ストレステストについての FRB のクォールズ副議長の講演⁽¹²⁾では、市中協議に寄せられた様々な意見を踏まえて提案の修正を行っている模様である。講演では、SCB の基本的な枠組みを確定させた上で一定の要素について再提案し、実施時期を 1 年先延ばしするというスケジュールを示している。このため 2019 年は CCAR の枠組みが維持されるが、資産規模 2500 億ドル以上か複雑な銀行を対象として実施し、2500 億ドル未満の銀行は除外することを検討している（隔年実施などの負担軽減を検討中）。

FRB としては、G-SIB などの大規模で複雑な金融機関がストレス時や経済循環の悪化局面に金融システムにもたらす脆弱性に対応した規制・監督の維持、強化を行いつつ、最大手以外の金融機関（規模に加え海外活動、複雑性なども考慮）の負担軽減にも注意を向けている⁽¹³⁾。

中堅・中小金融機関に対する規制負担の軽減と効率化は、ドッド=フランク法を一部改正した「経済成長・規制緩和及び消費者保護法（EGRRPCA）」の主な目的の一つである⁽¹⁴⁾。FRB は金融安定の維持のための対応を行うとともに、法制の変更にも対処しつつある。

今後、FRB が金融安定の確保のための政策運営を効果的に行っていくには、議会、市場、公衆などに注意深くコミュニケーションを行い、説明責任を果たすことが重要だろう。初めて公表された金融安定報告書は、そうした努力の一つだと考えられる。

11 Press Release “Federal Reserve Board seeks comment on proposal to simplify its capital rules for large banks while preserving strong capital levels that would maintain their ability to lend under stressful conditions” April 10, 2018

12 Randal K. Quarles “A New Chapter in Stress Testing” November 09, 2018 Federal Reserve Board

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/quarles20181109a.pdf>

13 クォールズ副議長の議会証言, Randal K. Quarles “Supervision and Regulation Report” November 14, 2018, 及び “Implementation of the Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act” October 02, 2018 を参照。

14 ドッド=フランク法改正を巡る議論と EGRRPCA の概要については、若園智明 “トランプ時代の米国金融規制—マクロプロテクトを巡る議論—” 証券経済研究 第 103 号（2018 年 9 月）（公財）日本証券経済研究所を参照。

補論：金融安定報告書の目的と枠組みの概要

FRB の金融安定報告書の構成、目的と枠組みなどについて簡単に紹介する。

・構成

金融安定報告書は、目的、枠組み、概観と、4 項目でまとめた脆弱性について分野毎の分析・評価と近い将来のリスク要因の整理で構成されている。

参考図表1：FRBが公表した金融安定報告書の構成
・目的
・枠組み
・概観
1. 資産評価の圧力 2. 企業部門と家計部門の債務 3. 金融部門のレバレッジ 4. 資金調達リスク
金融システムへの近い将来のリスク
出所：FRB,金融安定報告書、2018年11月

・目的

報告書は FRB が米国の金融システムの強靱性を評価する枠組みを要約し、理事会の現状評価を示す。報告書の公表によりこの問題に関する公衆の理解を促し、FRB の見解についての透明性と説明責任を高めることを目指す。

金融安定の促進は、FRB が金融政策に関するデュアルマンデートを達成するための主要な要素である。金融安定の監視と評価は、銀行などの重要な金融機関の安全性と健全性を促す FRB の規制・監督活動への支援でもある。

金融システムの安定を監視する中で集められた情報は、FRB がストレステストのシナリオに含めるべき顕著なリスクやカウンターシクリカル・バッファの設定に関する見解を形成する助けとなる。

・枠組み

安定した金融システムは、ショックが生じたときでも家計や企業の需要に応え続けられる。これと対照的に不安定なシステムでは、同じショックが遥かに大きな影響を及ぼしうる。

金融安定についての見解と整合的に、FRB の監視枠組みはショックと脆弱性を区別する。ショックは典型的には予期しない驚きであり本来的に予測が難しい。脆弱性は、時間と共に築かれストレス時に広範な問題を引き起こすと予想される、金融システムの諸側面である。

FRB の枠組みは脆弱性の監視に焦点を合わせ、調査・研究に基づき以下の4分類を強調する。

①資産評価圧力の上昇：投資家の積極的なリスクテイクに基づいた、経済の基本的な条件や歴史的基準と比べて相対的に高い資産価格によって示され、大幅な資産価格下落の可能性を含意する。
②企業と家計の過度な借入：所得減少や資産価値下落により返済困難になる脆弱性がある。ショックが起こると債務が大きい主体では支出を急に削減する必要が生じ、それが経済活動全般に影響する。返済不能となれば、金融機関や投資家は損失を被る。
③金融部門内の過度なレバレッジ：金融機関が損失に耐えられないリスクが高まる。そうになると金融機関は貸出の縮小や資産の売却、極端な場合は閉鎖を余儀なくされる。こうした反応は、信用逼迫につながりかねない。
④資金調達リスク：特定の金融機関や部門から投資家が資金を引き揚げるという取付けリスクに、金融システムが晒される。金融機関は短期資金を調達し低流動性資産や長期資産に投資するが、こうした流動性と満期変換は、状況の悪化で投資家が急速に資金を引き揚げるインセンティブを生む。取付けによって金融機関は資産投売りでの大幅な損失や債務超過の可能性もある。広範な取付けは“金融パニック”とされる。

これらの脆弱性は相互作用する。資産価格圧力はしばしば過度の借入を伴い、資産価格が急上昇しているときには借手も貸手も高水準のリスクとレバレッジを許容する。債務とレバレッジは資産価格の大幅な下落が生じるリスクとその打撃を増大させる。同様に、取付けとそれに続く投売りのリスクは、大幅なレバレッジがある場合には増幅される。

FRB の監視枠組みは、近い将来のリスクを認識するため、米国の金融システムを逼迫させる悪い状態やショックとなる国内および海外の動向を追跡している。こうしたリスクの分析は、FRB の 4 分野の脆弱性の評価を前提として、潜在的なショックが金融システムにどう展開するかの評価に焦点を合わせている。

いくつかの潜在的なリスク（サイバーセキュリティや暗号資産の動向）は、極めて新しいか定量化が困難なため、金融安定の評価にきちんとは含まれていない。一部の脆弱性も利用可能なデータでは測定が難しいし、脆弱性は時と共に変化している。こうした限界を踏まえ FRB は、脆弱性の測定を改善するために FRB 内外の継続的な調査・研究に依存している。

・金融システムの強靱性を高める FRB の行動

金融の脆弱性の評価は、FRB が金融システムの強靱性を高める行動に情報を提供する。FRB は他の国内諸機関と直接または FSOC（金融安定監督評議会）を通じて、金融安定へのリスクの監視や金融不安定がもたらすリスク軽減のための監督・規制を実施するために協働している。

金融システムの強靱性を高めるための FRB の行動には、監督・規制（大手銀行持ち株会社や外国銀行の米国拠点、金融市場ユーティリティに対するもの）も含まれる。金融危機後の期間には、最大級のシステム上重要な BHC に対しては、質の高い資本の増強、革新的なストレステスト枠組み、新しい流動性規制および破綻処理可能性の改善が求められた。

金融脆弱性の評価は、ストレステストシナリオのデザインや CCyB に関する決定に情報を提供する。ストレステストシナリオは、金融不均衡が高まっているときはテストをより厳しくするためにシステミックな要素を含める。また、脆弱性の評価はシナリオに含められるべき顕著なリスクの特定に資する。CCyB は、通常以上の損失のリスクが高まっているときに大手銀行の強靱性を高め、経済循環を越えて信用を持続的に供給するようにデザインされている。

- ・概観

金融危機以降の改革は、金融システムを危機前より遥かに強靱にした。他の監督諸機関と協力して FRB は、金融機関と市場の状況がよくても悪くても、家計と企業のニーズを確実に支えることができるための措置を講じた。銀行の資本、流動性バッファは強靱になり、MMF の規則改正と合わせて金融機関がショックに耐える能力を強化し、取付けへの懸念を減少させた。

再建破綻処理計画によって、金融仲介機関の破綻につながるリスクは納税者ではなく金融機関と投資家が負担することが確実にされた。デリバティブ市場の改革は市場の曖昧さを減らし、カウンターパーティ間の信用エクスポージャーを削減した。

ただし、重要な進展にも関わらず脆弱性は時と共に築かれる。報告書は様々な指標により、4 分野の潜在的な脆弱性を評価している。

- ・資産評価への圧力は、投資家が高いリスク許容度を示している中で一般的に高まっている。特に、企業債務に関連する資産でそれが伺われる。
- ・家計の借入は概ね家計の所得に見合って増加している。だが、企業債務の対 GDP 比は歴史的にみて高く、与信基準が劣化する兆しがみられる。
- ・最大級の銀行の資本は増強され、証券会社のレバレッジは危機前に比べて大幅に低下している。保険会社も危機以降は財務ポジションを強化している。
- ・金融システムの資金調達リスクは、危機につながった時期と比べて低い。銀行は、より多くの流動資産を保有し、MMF は投資家の取付けへの脆弱性が低下している。

(参考) 報告書の分野毎に掲載されている計数表

①資産評価圧力

参考図表2：主要な資産市場の規模と価格(単位：10億ドル、%)			
項目	残高：2018年 第2Q	増加率（2017 年第2Q～2018 年第2Q）	平均増加率 （1997年～ 2018年第2Q）
株式	33,837	12.3	8.4
居住用不動産	33,274	7.0	5.6
商業用不動産	21,191	8.9	7.1
財務省証券	14,934	6.9	7.5
投資適格社債	5,512	3.9	8.5
耕作地	2,219	2.6	6.3
ハイイールド・無格付債	1,302	-0.4	6.3
レバレッジドローン	1,044	12.9	15.1
実質価格上昇率			
商業用不動産*		3.5	4.0
居住用不動産**		3.1	2.6
出所：金融安定報告書、表1より作成。			
*商業用不動産価格上昇率は2017年8月～2018年8月と1998年～2018年8月			
**居住用不動産価格上昇率は2017年8月～2018年8月と1997年～2018年8月			

②企業部門と家計部門の債務

参考図表3：企業と家計向け信用供与の状況(単位：10億ドル、%)			
項目	残高：2018年 第2Q	増加率（2017 年第2Q～2018 年第2Q）	平均増加率 （1997年～ 2018年第2Q）
民間非金融部門向け信用合計	30,103	4.0	5.6
企業部門向け信用合計	14,783	4.5	5.7
内、法人企業向け与信	9,425	4.0	5.1
社債およびCP	6,214	3.2	5.7
銀行貸出	1,421	7.2	3.1
レバレッジドローン	992	12.9	15.1
内、非法人向け与信	5,358	5.3	7.2
内、商業用不動産	2,364	6.7	6.4
家計部門向け信用合計	15,320	3.5	5.5
住宅ローン	10,182	2.9	5.7
消費者信用	3,865	4.6	5.2
学生ローン	1,531	5.7	9.7
自動車ローン	1,129	3.5	5.1
クレジットカード	999	4.6	3.1
名目GDP	20,412	5.1	4.2
出所：金融安定報告書、表2より作成。			

③金融部門のレバレッジ

参考図表4：主要な金融機関等の規模(単位：10億ドル、%)			
項目	総資産：2018 年第2Q	増加率（2017 年第2Q～2018 年第2Q）	平均増加率 （1997年～ 2018年第2Q）
銀行および信用組合	18,976	2.9	5.8
投資信託	16,078	8.7	9.9
保険会社	10,065	2.5	5.7
生命保険	7,664	2.1	5.8
損害保険	2,401	4.0	5.4
ヘッジファンド*	7,270	13.5	7.9
証券会社	3,139	-2.4	4.7
残高			
証券化	10,096	2.6	5.4
エージェンシー債	8,039	3.4	6.0
非エージェンシー債	1,157	-3.1	3.1
出所：金融安定報告書、表3より作成。			
*ヘッジファンドのデータは2013年Q4から2017年Q4まで			

④資金調達（流動性）リスク

参考図表5：主要な通貨性金融資産等の規模(単位：10億ドル、%)			
項目	残高/総資産： 2018年第2Q	増加率（2017 年第2Q～2018 年第2Q）	平均増加率 （1997年～ 2018年第2Q）
取付け懸念がある負債合計	13,153	3.1	3.5
非保険対象預金	4,652	2.1	11.9
レボ	3,190	-1.6	5.3
国内MMF*	2,821	4.2	3.6
CP	1,052	13.6	2.4
証券貸借	684	4.0	7.5
債券投資信託**	3,920	5.1	9.2
*MMFの増加率は2017年Q3～2018年Q3と2000年～2018年Q3			
**債券投資信託の増加率は2017年Q3～2018年Q3と1997年～2018年Q3			