

2011年10月18日
日本銀行

日本銀行のマクロプルーデンス面での取組み

米国リーマン・ブラザーズ証券の破綻以降、「金融危機の再発を防止するためには、金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、システミックリスクの顕在化防止に向けた施策を講じることが重要である」との認識が、国際的に広く共有されるようになってきている。いわゆるマクロプルーデンスの重視である。日本銀行も、この間、マクロプルーデンス面での様々な取組みの強化を図ってきた。2011年10月、金融システムレポートと金融市場レポートを統合し、新しい金融システムレポートとして金融システム分析の一層の充実を図ったのも、その一環である。

以下では、日本銀行のマクロプルーデンス面での考え方と取組みを説明する。

1. マクロプルーデンスの重要性

(1) マクロプルーデンスの考え方

マクロプルーデンスは、いわゆるミクロプルーデンス——個々の金融機関の健全性を確保すること——に対置される考え方である。すなわち、「金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、それに基づき制度設計、政策対応を図ることを通じて、金融システム全体の安定を確保すること」をいう。マクロプルーデンスでは、とくに、金融システムを構成する金融機関や金融資本市場等¹とそれらの相互連関、実体経済と金融システムの連関がもたらす影響が重視される。

マクロプルーデンス重視の動きは、わが国のバブル生成・崩壊を含む様々な金融危機を経て強まってきた。とくに、リーマン・ブラザーズ証券の破綻をきっかけとする今次国際金融危機以降は、これが大きな国際的潮流となっている。こうした動きの背景には、「個々の金融機関の健全性を確保するだけでは、金融システム全体としての安定を必ずしも実現できるわけではない」との見方の強まりがある。その背後にある認識は、以下のとおりである。

第一に、個々の金融機関単位でみた場合には限定的と考えられるリスクであっても、

¹ 金融システムは、金融機関、金融資本市場、決済システムをはじめとする金融インフラなどから構成される。

多くの金融機関が同一方向でのリスクテイクやその解消を行えば、想定以上の市場価格の変動や信用の拡大・収縮が引き起こされ、金融システム全体を不安定化させるリスクがある。例えば、今次国際金融危機前後の情勢をみると、危機前には、多くの金融機関や機関投資家が、米国サブプライム住宅ローンやこれを裏付けとする証券化商品の購入を通じて、積極的なリスクテイクを行った。その結果、米国不動産を直接または間接的に裏付けとする与信が世界的に積み上がるとともに、住宅投資などの活発化を通じて米国不動産の価格が上昇を続けた。こうしたもとで、内外投資家による証券化商品への投資は一段と活発化し、その価格も上昇を続けた。しかし2007年には、証券化商品の格下げの動きを引き金に、金融機関や機関投資が一斉に証券化商品の売却に向かったため、市場価格が急落するとともに、市場取引が一挙に縮小した。この結果、金融機関の中には当初想定以上の有価証券関連損失を蒙るとともに、証券化商品の売却困難化に伴い資金調達に支障をきたす先がみられた。また、これら金融機関が資金繰り緩和のため短期間のうちに貸出等の資産圧縮を行った結果、資産価格が下落するとともに、実体経済の悪化が進み、金融システムの不安定化がさらに助長された。

第二に、デリバティブ取引などの新しい金融技術の普及や、ヘッジファンドなどの多様な機関投資家の出現とともに、金融システム内部のリスクの所在や規模を把握しにくい状況が生まれている。例えば、今次国際金融危機前の米国市場では、銀行は、信用リスクの移転を目的に、様々な機関投資家や金融機関との間で、証券化商品やクレジット・デリバティブの取引を活発に行った。一方、機関投資家は銀行から信用補完や流動性補完を受けるとともに、レポ取引などを通じて証券会社との間で活発な資金調達・運用を行った。こうした多様かつ複雑な取引の連鎖は、各金融機関が抱えるリスクの性格や規模を把握しにくくさせるものであると同時に、監督当局や中央銀行にとっても、金融システムに内在するリスクの状況の把握を困難化させるものであった。リーマン・ブラザーズ証券の破綻後、多くの金融市場取引が急激に縮小したのは、リスクの性格や規模に不安を抱いた金融機関や機関投資家が、リスクテイク姿勢を急速に慎重化させたことが影響している。

(2) マクロプルーデンス政策

上記のようなマクロプルーデンスの考え方を具体的にどのような政策的枠組みや手段によって実現するか——マクロプルーデンス政策——については、国際的にも様々な議論が続けられている。一般に、マクロプルーデンス政策は、①金融システム全体の状況とシステムミックリスクの分析・評価、②システムミックリスクの抑制を目的とした政策手段の実行やその勧告、といった機能を包含するものと理解されている。

このうち、上記①の金融システム全体の状況やリスクの分析・評価に関しては、多くの中央銀行や国際機関がすでに金融システムレポートなどを通じて、定期的に公表している。その際、以下の2つの観点を踏まえることが重要と考えられている。

ア. ある時点における金融システム全体を幅広く見わたし、金融システムが抱えるリスクを分析・評価すること（リスクに関する横断的な観点）。

金融システムは、銀行に加えて、証券会社や保険会社、ファンドなど、多様な参加者によって構成されている。これら金融システム参加者は、日々の取引や決済面でのつながりを通じて、相互に影響を及ぼしあう関係にある。前述のとおり、今次国際金融危機では、証券化商品に対する市場の信認の変化が、ファンドや金融機関との様々な取引関係を通じて、証券会社や銀行の資金繰りをひっ迫させた。金融システム全体の評価に当たっては、より幅広い参加者の行動やリスク状況に加え、参加者の相互連関性の状況を分析する必要がある。

イ. 金融システムが抱えるリスクが、時間の経過に伴ってどのように変化していくかを分析・評価すること（リスクに関する時系列的な観点）。

金融システムと実体経済との間では、時間の経過とともに相乗作用が働きやすい。例えば、経済の好況期には資産価格の上昇が生じやすい。資産価格の上昇は金融機関のリスクテイク²を促し、さらなる資産価格の上昇や経済の過熱をもたらすおそれがある。この結果、金融システム内部に、持続不能な金融不均衡が蓄積される可能性がある。逆に、何らかのショックをきっかけとして金融機関や投資家のリスク許容度が低下する場合には、資産価格の下落につながりやすく、これが経済をさらに下押しするおそれがある。従って、金融システム全体の評価に当たっては、金融資本市場、実体経済の動向はもとより、相乗作用の状況や可能性を分析する必要がある³。

上記②のシステミックリスクを抑制するための対応としては、まず、監督当局・中央銀行による検査・考査やモニタリングの活用が挙げられる。すなわち、金融システム全体にわたるリスクや金融不均衡の状況に留意しながら、これらを通じて個別金融機関に働きかけを行うことが、重要な政策手段となる。それと同時に、国際金融危機

² 緩和的な金融環境が継続するもとでは、金融機関は信用リスクや金利リスクを取る姿勢が強めがちであり、信用スプレッドの縮小や長短金利スプレッドの縮小が生じやすい。この結果、貸出や有価証券投資の収益性が低下するため、金融機関は、さらにレバレッジを拡大したり、調達・運用の期間ミスマッチを一段と拡大することにより、収益の確保を図ろうとする傾向がみられる。

³ 上記ア. のシステム横断的なリスクは、新しい投資家の市場への参入や参加者間の取引関係の深化などにより、時間の経過とともに急速に変化する可能性がある。また、上記イ. の時系列的なリスクの積み上がりは、ビジネスモデル等に応じて一部の金融機関にとくに強く現れることがある。従って、上記2つのリスクを個々に分析するだけでなく、総合的に勘案していくことが重要となる。

の経験を踏まえて、マクロプルーデンス政策手段の積極的な活用がしばしば強調されるようになってきている。

マクロプルーデンス政策手段とは、なんらかの手法により、直接ないし間接的に金融システムや実体経済に働きかけを行い、システムリスクを抑制しようとするものをいう。具体的には、例えば、不動産担保貸出の担保掛け目に関する規制（LTV規制⁴）や、2013年以降導入が予定されている新しい自己資本比率規制（バーゼルⅢ）のなかの「カウンター・シクリカル資本バッファ」⁵が挙げられる。このほか、資本流出入にかかる制限措置や、景気の動向に応じて貸倒引当率を変える引当制度などを挙げる国もある。現時点では、具体的にどのような手段をマクロプルーデンス政策手段と位置付けるかは国によって異なり、見解も分かれている。

また、マクロプルーデンス政策手段として位置付けられている訳ではないが、破綻処理・危機管理制度の整備や決済システムの安全性・効率性の向上など、金融システムの構造的な強化策も、システムリスクの抑制を目的としているという点では共通している。

さらに、金融政策などのマクロ経済政策運営は、金融システムの安定を目的とした政策ではないが、やや長い目でみると、資産価格や金融システムの動向に大きな影響を及ぼす。金融政策の運営上も、今次国際金融危機の教訓を踏まえ、実体経済と金融システムとの関わりに着目することの重要性について、中央銀行間の問題意識が一段と高まっている。また、財政の維持可能性に対する信認なども、今次国際金融危機後の欧州ソブリン問題にみられるように、金融システムの動向に大きな影響を及ぼすひとつの要素となりうる。

2. マクロプルーデンス面での日本銀行の取組み

（1）マクロプルーデンスと中央銀行

マクロプルーデンス政策の実施主体や制度的枠組みをめぐっては、国際金融危機の教訓をもとに、各国で様々な見直しが行われている。わが国では、バブル崩壊後の経

⁴ LTV（Loan To Value）規制とは、金融機関が不動産を担保に貸出を行う際の掛け目（担保評価額に対する貸出額の比率）を規制するものをいう。すなわち、金融システムにおけるリスクが高まっていると判断される場合には、LTVを低めるよう規制を行うことによって、与信量の増大に歯止めをかけ、金融不均衡の蓄積を抑制しようとするものである。

⁵ カウンター・シクリカル資本バッファとは、バーゼルⅢのなかで予定されている自己資本比率規制の可変的上乗せ部分をいう。上乗せ部分の保有義務は、過剰な与信の拡大等が金融システム全体のリスクの積み上がりにつながっていると判断される局面において、銀行部門が将来の潜在的な損失に備えるための資本的余裕を持つことを確保する目的で発動される。

験を踏まえ、すでに 90 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、金融庁の創設や、考査の明文化を含む日本銀行法の改正、危機対応の枠組みの整備⁶などが行われた。そのもとで、現在は、法的権限を持って業態横断的に監督・検査を行う金融庁と、中央銀行である日本銀行が中心となり、それぞれの機能を活かすかたちで協力しながら、金融システム全体のリスクや金融不均衡の状況を注視しつつ、マクロプルーデンス活動に取り組んでいる。こうした日本銀行のマクロプルーデンス活動は、考査やモニタリング等のミクロプルーデンス活動と同様に、日本銀行法の定める目的規定に沿ったものである⁷。

今次国際金融危機後の各国の制度見直しは区々であるが、共通する特徴のひとつとして、マクロプルーデンスの考え方を実践していくうえでの中央銀行の役割強化が挙げられる。中央銀行は、物価の安定と金融システムの安定を通じて、持続的な経済成長の実現に貢献することを目的とする組織である。中央銀行はその実現のため以下の機能や特性を有しており、これらの特性を活かすことがマクロプルーデンス上有効と考えられる。

- ① 中央銀行は、金融政策の実施や決済システムの運営などを通じて、日ごろからマクロ経済や金融資本市場、金融取引の綿密な把握に努めている。
- ② 中央銀行は、金融システムの安定確保のため、個別金融機関等に対する最後の貸し手としての機能を有している。
- ③ 上記のような役割を果たす中で、中央銀行は、実体経済や金融システムの状況をマクロ的に捉え、分析する組織文化を有している。
- ④ 中央銀行は、各国の金融資本市場や金融システムに深く関与するとともに、情報交換や協力のためのグローバルな中央銀行間ネットワークを有している。

(2) マクロプルーデンス政策手段に関する日本銀行の考え方

わが国のバブル崩壊やアジア通貨危機、リーマン・ショックなど、相次ぐ金融シヨ

⁶ 2001 年には、金融機関の大規模かつ連鎖的な破綻等の金融危機への対応方針等を審議し、これに基づき関係行政機関の施策の実施を推進する「金融危機対応会議」（議長：内閣総理大臣）が設置された。日本銀行総裁はこの会議のメンバーである。預金保険法 102 条は、信用秩序の維持に極めて重大な支障が生じるおそれがあるときには、金融危機対応会議の議を経て、金融機関への資本注入等を行うことができると規定している。

⁷ 日本銀行法は第 1 条において、日本銀行の目的として、「我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うこと」と並んで、「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること」を定めている。

ックを通じて、金融システムを脅かすようなショックは、その都度異なる経路を経て顕在化することが浮き彫りになった。これは、金融技術の革新や経済構造の変化が、新たな形態のリスクや新しいショックの波及経路を生み出すことに起因している。

こうした教訓を踏まえれば、マクロプルーデンス政策手段の活用にあたっては、その前提として、金融システム全体のリスクの状況を適切に把握し、リスク抑制に有効と考えられる手段を適切なタイミングで発動することが肝要である。そのためには、金融システムの安定性の分析・評価と、マクロプルーデンス政策手段の活用に向けて、金融庁と日本銀行が適切に協力していくことが重要である。

(3) 日本銀行の取組み

日本銀行は、中央銀行としての特性を活かし、マクロプルーデンス面で様々な取組みを行ってきた。以下では、マクロプルーデンスの視点——金融システム全体にわたるリスクの状況や金融不均衡の蓄積状況、金融システムと実体経済の相乗関係にとくに留意する視点——を重視した日本銀行の具体的な取組みを紹介する。

ア. 金融システムの安定性に関する分析・評価

日本銀行は、金融システム全体のリスク動向を分析・評価し、その結果を金融システムレポートとして定期的に公表している。金融システムレポートは、わが国金融システムの抱えるリスクや課題を把握し、金融機関を含む幅広い関係者との間で認識の共有を図ることを通じて、金融システムの安定確保に貢献していくことを目的としている。

金融システムレポートでは、従来、銀行システムに内在する各種リスクや銀行システムの頑健性に重点を置いて、分析・評価を行ってきた。さらに、2011年10月からは、マクロプルーデンスの視点に立った分析を一層充実させることを狙いとして、金融システムレポートと従来別個に公表していた金融市場レポートを統合し、新しい金融システムレポートの公表を開始した。新しい金融システムレポートでは、金融資本市場から観察されるリスクの点検を含め、内外金融システムにかかるリスクの分析・評価を一層充実させるため、以下のような具体的な内容の拡充を行っている。

①マクロ・ストレステストを用いた頑健性評価の充実

金融システムの頑健性にかかる評価を充実させるため、マクロ・ストレステストをより有効に活用している。例えば、テストに使用するストレス・シナリオの多様化を通じて、わが国金融システムに内在する信用リスクや市場リスクが顕在化した場合に、

金融部門の先行きの収益や自己資本等に及ぼす影響が重大な脅威となるかどうかの点検に努めている。

②実体経済と金融システムとの間で生じる時系列的な相乗作用の把握

金融システムと金融市場、実体経済の間の相乗作用の分析・評価を強化している。具体的には、新たに開発した金融マクロ計量モデルを用いながら、経済状況や資産価格に生じたストレスが金融機関行動への影響を通じて実体経済にフィードバックするプロセスを把握するよう努めている。

③システム横断的な観点を踏まえた金融部門に内在するリスクの分析

保険会社、証券会社、クレジットカード会社、消費者金融会社など、銀行以外の金融部門を対象にリスク分析を強化している。また、これらと銀行部門との相互関係を把握することを通じて、金融システム全体に亘る横断的なリスクの把握に努めている。

④マクロ指標等を用いた金融不均衡の状況の把握

マクロの金融経済データを基に、与信の過熱状況の有無や金融部門のリスクテイク姿勢を分析するために有用と考えられる指標や、金融システムの不安定化の予兆を分析することに資すると考えられる指標等の開発に努めている。そのうえで、これらの指標を総合的に分析・評価することを通じて、マクロ的な金融不均衡の蓄積状況の把握に努力している。

⑤金融資本市場から観察されるリスクの把握

デリバティブや証券化商品を含めた金融資本市場の価格・取引動向を多面的に分析することによって、金融システムに内在するリスクの抽出や変化の把握に努めている。あわせて、内外の金融資本市場からわが国金融システムに波及し得るリスクと経路を把握するため、内外資産価格の相互連関に関する分析を充実させている。

イ. ミクロプルーデンスに基づく考査・モニタリングとの連携

日本銀行は、金融システムの不安定化を防止するため、マクロプルーデンス活動とミクロプルーデンス活動の運営面での連携を強化している。

個別金融機関に対する考査・モニタリングから得られた様々なマイクロ情報は、金融機関の経営の健全性の評価に加えて、金融システム全体のリスク動向の把握、分析に活用している。こうしたマイクロ情報を集積し、マクロ経済データや金融統計等と合わせて分析することによって、マクロ統計の持つ遅行性などの制約を補完し、システムミックリスクの芽を早い段階から捉えることが狙いである。

一方、マクロプルーデンスの視点に立った金融システムの分析・評価は、審査・モニタリングの運営や金融高度化センターの活動、国際会議での議論等に反映させている。例えば、審査における重点的な点検事項は、個別金融機関の経営・リスク管理面の課題のみならず、金融システム全体の状況の分析・評価を踏まえて、毎年度の「審査実施方針」として決定・公表している。また、個別金融機関の審査頻度や調査範囲は、個別金融機関の経営実態に加えて、対象先がもたらしうるシステムミックリスクの度合いを勘案して決定している。さらに、個別金融機関に対する日々のモニタリングにおいても、金融庁とも協力しながら、個別金融機関のリスク状況に加え、内外金融システムの状況を踏まえて指導・助言を行っている⁸。

ウ. 金融システム安定に必要な施策の実施

日本銀行は、金融システムの安定が脅かされるリスクがあると判断した場合、金融システム全体の安定を確保する観点から、必要な施策を実施している。

具体的には、個別金融機関の経営破綻等のショックが金融システム全体を不安定化させるおそれがある場合、必要に応じ、最後の貸し手としての流動性の供給を行う。その際、システムミックリスクの顕在化を防止する観点から真に必要と判断される場合には、いわゆる特融4原則⁹に基づき、政策委員会の決定を経て、担保を徴求せずに資金供給を行うこともある¹⁰。

エ. 決済システムの運営とオーバーサイト

日本銀行は、日本銀行券と日本銀行当座預金という、中央銀行通貨を提供している。また、日本銀行当座預金にかかる決済システムや国債の決済システムを自ら運営しており、これらを円滑に処理するためのコンピュータ・システムとして、日本銀行金融

⁸ 日本銀行は、日々のモニタリングにおける重点事項につき、必要に応じ、日本銀行の考え方や対応をとりまとめ、公表している。例えば、今次国際金融危機においては、金融市場混乱時に資金繰りが急速に悪化する傾向がみられたことを踏まえ、以下の2本のペーパーを公表したうえで、円貨・外貨の流動性リスク管理の強化を促してきている：「金融機関の流動性リスク管理に関する日本銀行の取り組み」（2009年6月）、「国際金融危機を踏まえた金融機関の流動性リスク管理のあり方」（2010年7月）。

⁹ 日本銀行は、日本銀行法第38条に基づく融資（いわゆる特別融資、特融）等を実施する際に満たすべき条件として以下の4原則を定め、公表している。①システムミックリスクが顕現化するおそれがあること、②日本銀行の資金供与が必要不可欠であること、③モラルハザード防止の観点から関係者の責任の明確化が図られるなど適切な対応が講じられること、④日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること。

¹⁰ このほか、日本銀行は、金融システムの安定を確保するため、中央銀行としては異例の措置である金融機関保有株式の買入（2002年11月～2004年9月、2009年2月～2010年4月）や、金融機関への劣後ローン供与（2009年4月～2010年3月）を実施した。

ネットワークシステム（「日銀ネット」）を提供している。日銀ネットはわが国決済システムの中核をなすものであり、その安全性と効率性の確保はわが国金融システムの安定確保にとってきわめて重要である。日本銀行は、これまでも、資金と国債の同時決済の導入や即時グロス決済の導入など、利用先金融機関のニーズも踏まえながら、日銀ネットの安全性、効率性の向上に不断に取り組んできている。

また、日本銀行は、民間が運営する資金決済システム、証券決済システム、清算機関のオーバーサイト¹¹を行っている。オーバーサイトとは、各種民間決済システムの制度設計やリスク管理体制、運営状況等をモニタリングし、その安全性と効率性を評価するとともに、必要に応じて改善に向けた働きかけを行うことである。決済システムは潜在的にシステミックリスクを内包するものだけに、決済システムに対するオーバーサイト活動は、金融システムの安定を確保するうえで重要な役割を担っている。

オ. 金融政策運営

金融政策は、物価の安定を目的とする政策であり、金融システムの安定を目的とするものではない。しかし、前述のとおり、金融政策と金融システムの安定の間には、相互に密接な関係がある。例えば、これまでの内外の金融危機の経験では、金融緩和の長期化が様々な経路を通じて、危機前のバブル生成・拡大をもたらすひとつの要因になったとみられている。また、バブル崩壊に伴いいったん金融システムの機能が大きく低下すると、金融政策の効果は大きく制約される。

こうしたことを踏まえ、日本銀行は金融政策運営において、マクロプルーデンスの視点も重視している。日本銀行は、金融政策の運営方針を決定するに際し、「2つの柱」により経済・物価情勢を点検している。「2つの柱」のうち、「第1の柱」では、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。「第2の柱」では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。金融システム面のリスクは、上記の「第2の柱」において、先行きの中長期的なリスク要因のひとつとして点検を行っている。

¹¹ 日本銀行の決済システム面での取組みについては、「決済システムレポート」参照。また、オーバーサイトの目的や基本方針については、「決済システムに対する「オーバーサイト」の基本方針」、「オフショア円決済システムに対する「オーバーサイト」の基本方針」（いずれも2010年5月）を参照。

わが国の金融システムは、国際金融危機や東日本大震災の後も安定性を維持している。しかし、金融システム全体の安定を脅かすリスクは、その都度、異なる経路で表面化してきた。こうしたことを踏まえ、日本銀行としては、今後とも、マクロプルーデンスの視点を重視して、金融システム全体のリスク動向の分析・評価や必要な施策の企画立案・運営に関し不断の努力を続けるとともに、中央銀行としての特性を活かしながら、金融庁や海外中央銀行・監督当局との緊密な連携のもと、わが国金融システムの安定確保に一層の貢献を続けていく考えである。

以 上