

グローバル金融システム委員会報告書
「ドルファンディング：国際的な視点」

要旨（日本銀行仮訳）

米ドルは、資金の調達・投資通貨として、国際金融において主要な役割を担っている。米国が世界の経済活動の 4 分の 1 を占めるのに対し、クロスボーダーの銀行貸出や自国外で発行される債券の約半分が米ドル建てである。米ドル市場は、厚みと流動性があり、また借り手や貸し手が多くの取引相手にアクセスできることから、非米系の主体にとっても魅力的である。グローバルな準備通貨として、また貿易の支払通貨としての米ドルの優位性が、その国際的な利用をさらに後押ししている。

資金調達において、一つの主要な通貨が幅広く使われるようになると、複雑で地理的に分散した取引関係のネットワークが生じる。このことは、世界の金融システムの強靱性を考えるうえで重要な含意を持つ。特に、国際金融において米ドルが中心的な役割を担うことは、グローバルな経済や金融活動が、米ドルの資金調達（ドルファンディング）が円滑かつ効率的に実行可能かに大きく依存することを意味する。米ドルが国際的に広く利用されることは、世界の金融システムに大きな便益をもたらす。こうした便益は、規模の経済とネットワーク効果が、金融システムにおける資本とリスクの移転コストを低下させることに起因する。しかし、結果として生じる相互連関は、米国や他のドルファンディング市場で生じたショックを世界中に伝搬・増幅する可能性があることから、脆弱性にもつながりうる。

本報告書は、(i) ドルファンディングの構造と世界金融危機（GFC）以降の変化を確認し、(ii) その強靱性を評価するとともに潜在的な脆弱性を明らかにし、(iii) 政策的な含意を示すことを通じ、世界の金融システムにおけるドルファンディングの役割について理解を深めることを目的としている。本報告書の対象は、非米系の主体による相互の、もしくは米系の主体との間での、米ドルの借入、貸出、仲介に限定している。本報告書の内容の大部分は、Covid-19 の感染拡大前に作成された。その後生じた危機は、分析で得られたメッセージの多くの妥当性を実証したが、同時に、米ドルの資金調達行動に重要な影響を及ぼした。本報告書の最後のセクションでは、まだ全く予備的なものではあるが、この点に関連するいくつかの観察結果を示している。

米ドルの資金調達額は、名目ベースでは拡大してきたが、世界経済の規模との対比でみると 10 年前のピークを下回ったままである。対照的に、国際的な資金の借入に占める米ドルのシェアは、GFC 前の低下傾向から反転し、2000 年以来の水準に復している。米ドルは明らかに主要な国際資金調達通貨である。

GFC 以降、ドルファンディングの構図には大きな変化があった。例えば、欧州での取引が減少し、新興国市場を含む他の地域での取引が増加している。銀行による仲介が少なくなり、市場性調達が増えている。結果として、銀行以外の主体が、ドルファ

ンディングの供給・調達主体として、より重要になっている。こうした傾向は、新たな規制改革、脆弱な銀行の持ち直しと資本増強、多くの国・地域での仲介機関のビジネスモデルの変化など（これらに限らないが）、様々な要因に影響されている。さらに、近年の米国および一部の新興国の堅調な経済と、それに伴う多くの先進国対比でみた金利の相対的な高さは、グローバルなポートフォリオが米国証券や（その多くが米ドル建てである）新興国へのクロスボーダー貸出へとシフトすることに寄与した。

非米系の銀行による米ドルでの資金調達や貸出に起因する世界の金融システムにかかる脆弱性は、幾つかの点において低下している。銀行は、より多くの資本を有し、より大きな流動性バッファを持ち、リスクをより慎重に管理し、相互に保有する信用リスクを減らすことで、ショックへの耐性を高めている。さらに、有担保での借入が増え、中央清算機関を通じて清算される取引も増えている。連邦準備制度と他の中央銀行との二国間のスワップ取極は、予防的な流動性にかかるバックストップを提供している。結果として、主要な市場や金融機関はショックへの耐久力を高めている。とはいえ、このことは、Covid-19による危機で示されたように、ショックが顕在化しないことやボラティリティが過去のものになったことを意味するものではない。

実際、GFC以降のこうした改善点の一部は、少なくとも部分的に、銀行以外の主体による米ドル建て取引の増加によって相殺された可能性がある。年金基金や保険会社のような機関投資家は、銀行よりも安定的かつ定常的な資金調達源を持ち、レバレッジを抑えて運用する傾向があり、それ自体は、国際的な米ドルの取引の強靱性を高めうる。一方で、こうした先が、（中央銀行が提供する資金供給の枠組みを含め）頼りにできるドルファンディングの源泉が相対的に限られるもとの、米ドル市場でより大きな役割を担うことで、一定の脆弱性が生じている可能性がある。また、一部の市場で非銀行金融機関の影響力が強まっていることは、そうした先が困難に陥ると、市場のボラティリティを増幅しうる資産の投げ売りを引き起こす可能性があることも示唆している。最後に、ヘッジ付きでない米ドルの借り手は、為替リスク、金利リスク、借り換えリスクが同時に顕現化する状況に直面する恐れがある。こうした主体による取引の視認性が限られているため、そのシステムック・リスクへの影響を評価することは難しい。

国際的なドルファンディングの取引は依然として大きく、地域やセクターは相互に関連している。そのため、世界の金融システムや経済に大きな影響を及ぼすショックが伝搬する可能性がある。米金利の変動、グローバルなリスク・センチメントの変化や市場のストレス（例えば、Covid-19関連のストレス）により、ドルファンディングのコストやアベイラビリティは変化しうる。また、クロスボーダーおよびクロスセクターのつながりは、しばしば規制当局の管轄区域をまたがっており、市場参加者や規制当局がクロスボーダーの流動性が縮小するリスクを監視・管理するための取り組みを複雑にしている。

重大なデータの不足が、システムの複雑さや相互連関と相まって、変化するリスクや脆弱性の評価を特に難しくしている。こうしたことから、本報告書の主要な政策メッセージは、当局は、追加のデータ収集、データ共有の促進、情報開示の改善などを通じて、グローバルなドルファンディングの視認性の向上に努めるべきというものである。特に、その重要性が高まっている一部の非銀行金融機関や事業法人が担う役割と、レポや為替スワップなどの主要な市場については、重大なデータの不足が残されている。さらに、これらの市場が元来グローバルであるという性質から、一つの国や地域だけをみても全体像を把握することはできず、そのモニタリングにはグローバルなアプローチが必要である。

本報告書では、いくつかの脆弱性をさらに軽減しうる規制や構造面の政策オプションを示している。例えば、非銀行金融機関の規制当局は、将来的に、通貨別にも流動性リスクを管理するよう指針を示すことが考えられる。一部の国や地域では、国内資本市場の深化を企図した政策について検討してもよいだろう。また、米ドル関連のリスクが顕現化した際に、負の影響を緩和できるセーフティネットの改善、例えば、自家保険の充実や二国間、地域、もしくはグローバルな流動性支援メカニズムの強化について考えてみてもよい。もっとも、これらの選択肢はいずれもガバナンスと政策上の課題を伴うものである。