

# 国際金融安定性報告書

## GFSR – 2014年4月

### 主題: 流動性に支えられた市場から成長力を取り込む市場への転換

#### 第2章: 投資家層の変化と金融市場の深化が新興市場国に与える影響

##### 要旨

新興国に対するポートフォリオ投資を巡る状況はここ15年の間に大きく変貌した。新興国の金融市場は深化し、グローバル化してきた。現地通貨建て国債など、投資対象となる資産の種類も拡大し、海外投資家の直接参入も進んできている。グローバルな投資家のプロフィールも変化してきており、特に債券ファンドのウエートが高まっている。中でも、現地通貨建て債券を対象とするファンド、償還が容易なオープン・エンド型ファンド、新興国に対しては投機的なポジションしかとらないファンドなどが増加している。

本章では、こうした環境変化が新興国へのポートフォリオ投資の流れや新興国における資産価格の安定性にどのような影響をもたらしているかを理解すべく、これまであまり活用されてこなかったデータを使った様々な手法の分析を試みている。国際的な投資家が金融ショックに直面した際の投資行動の反応は投資家のタイプ毎に異なる。そこで、この反応の違いを計測することで、投資家の構成が変化したことで、ポートフォリオ投資の動向が世界規模の金融ショックにより敏感に反応するようになったかどうかとの疑問に答えることが出来る。また、本章では群集心理的な投資行動や各国のマクロ経済ファンダメンタルズの影響についても分析している。さらに、新興国がより強靱な金融システムを持つことで、世界規模の金融ショックに伴う資産価格への影響を軽減できるかも検証している。

我々の分析の結果、投資家の構成と新興国の金融システムの構造はともに重要であることが明らかになった。投資家の構成が変化した結果、かつてに比べ、新興国へのポートフォリオ資金への流入は、世界的な金融状況の変化に対してより敏感に反応するようになったとみられる。変動の大きい債券投資のウエートが高まっており、現地市場での外国人投資家の割合が高まることで不安定性の伝播の新たな経路となりうる。機関投資家は平常時には安定的に振る舞うのでその割合が高まることは歓迎すべきことであるが、大規模なショックに遭遇した際には大幅な資金の引き揚げを長期に続ける傾向がある。新興国のマクロ経済状況はポートフォリオ投資を規定する一つの要因ではあるが、ここ15年を見ても、グローバルなファンドが群集心理的な行動をとる傾向は改善しておらず、危機時にマクロ経済のファンダメンタルズに基いて投資対象を選別する程度が高まっているわけではない。しかしながら、新興国において金融システム強化の努力が行われたおかげで、世界規模の金融ショックに対する各国市場の資産価格の感応度は低下してきている。

本章の分析結果は、新興国が金融のグローバル化に伴う利益を享受しつつ、潜在的なコストを最小化するためにどのようなことが出来るかに関し、示唆を与えている。政府と

して出来ることとしては、国内投資家層の拡大、銀行・資本市場の充実、及び各種制度の改善を行うことなどが挙げられる。現地通貨建て債券市場の成長を支援することは望ましいことではあるが、国内市場への外国人投資家の直接的参入の規模をモニターするとともに、金融システムの全般的な振興策とバランスをとる必要がある。投資家の構成とそれぞれの投資家層の特性を理解することは、資本の突発的な反転のリスクを評価し、適切なマクロプルーデンス政策を設計する上で極めて重要である。

### 第3章：「重要すぎてつぶせない」銀行が享受している間接的な補助金の規模

#### 要旨

「重要すぎてつぶせない（TITF: too-important-to-fail）」銀行を政府が保護する結果、様々な問題が生じる。具体的には、銀行間の競争条件の不平等化、保護された銀行が過剰なリスクをとること、公的部門が大きなコストを負担することになる、などがあげられる。システム上重要な銀行（SIBs: systemically important banks）が倒産するような状況になっても、SIBsの債権者は銀行の損失をフルに負担することはない。そのため、SIBsに対しては銀行のリスクを十分に検討することなく資金が供給され、その結果銀行が過剰なレバレッジとリスクを負うこととなる。したがって、SIBはシステム上さほど重要でない銀行と比較して資金調達上より有利な立場にあり、リスクの高い業務が可能となり、結果として金融システム全体のリスクを高めてしまう。経営的に行き詰まったSIBsに対しては財政資金をもって救済しなければならないが、この負担が巨額にのぼることもまれではない。

このTITFの問題は金融危機後、その深刻度を増しているように見られる。2007年に勃発した危機に際し、特に2008年秋のリーマン証券の倒産直後の市場混乱を受けて政府は金融システムの安定を維持するために経営困難に陥った銀行の救済に巨額の資金を投入した。こうした政府の対応は、倒産に瀕したSIBsの救済に政府は躊躇しないことを印象づけた。このため銀行が規模の拡大を指向する傾向は一層強まり、政府が銀行合併自体を支援するケースもあって、多くの国で銀行部門の集中度が高まった。

こうした状況に直面し、政策当局は野心的な改革をスタートさせた。グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）に対し所要資本準備を引き上げるとともに監督を強化し、倒産とその波及の確率を引き下げ、万一の場合のコストを抑える措置をとってきた。大規模で複雑な金融機関の破綻処理を円滑に進めるための国内制度や国際的な仕組みの改善にも取り組んでいる。また、一部では、銀行業務自体に制限を設けるなど、構造的な対応をとることを決めた国もある。

本章では、こうした一連の政策努力がTITFの問題解決にどの程度寄与しているかを検討した。そのため、SIBsの資金調達コストの優位性がどのように推移したかを計測している。この優位性はSIBsへの間接的な補助であると見なせ、経営困難に陥った際にSIBsを政府が支援するとの予想を反映しているものと考えられる。

本章で推定された間接的な補助の額は危機時には上昇したが、銀行のバランスシートが改善し、金融の改革が進むにつれほとんどの国で補助の規模は低下している。推定補助額がユーロ圏で米国に比べ高止まっているが、これは、両者における銀行のバランスシートの改善状況の差だけでなく、銀行部門の問題に対する政策対応枠組みの相違をも反映しているものと思われる。とはいえ、総じてみれば、すべての地域でSIBsは救済されるであろうとの期待が強いことを間接的な補助の規模は示している。

TITF 問題に関連する施策はまだすべてが導入されてはならず、また施策を強化する余地もある。例えば、SIBs の最低資本金規制をさらに強化することや、銀行の債務残高をベースに金融安定のための賦課金を課することなどが考えられる。国際的に活動する金融機関の監督と破綻処理策の改善も必要である。各国が異なる対応をとったことで新たな歪みや波及経路が生じたおそれもあり、この分野では今後とも国際的な協調が必要不可欠である。