



## 2015年4月国際金融安定報告書

2015年4月

### 第二章: 国際金融危機後の国際銀行業：よりローカルに、 より安全に？

#### 要旨

国際金融危機後の国際銀行業では二つのトレンドが目を見く。一つは、銀行の総資産の対比でみた、国境を越えた融資の減少である。これには欧州の銀行の融資縮小が大きく影響している。二つ目は、銀行の海外拠点による現地向け融資が維持されていることである。特にグローバル銀行が重要な市場に再注力する戦略をとったため、その撤退で生じた穴を他の銀行が埋める形となった。その結果、特にアジアにおいては域内の金融統合が深まっている。

金融危機が国境を越えた融資の縮小のきっかけであったが、その後の減少は規制の変更や銀行の財務内容の脆弱さに負うところが大きい。自己資本の充実している銀行では国境を越えた融資の規模を維持する傾向が強かった。マクロ経済的な状況も影響を与えた。

銀行が外国の顧客に対して国境を越えた貸出を行うのではなく、海外拠点から貸出を行う傾向が強まったことから、資金の借り手の国の金融安定性にとってはプラスの効果が生じている。国境を越えた融資が存在する場合、借り手国のショックでも国際的なショックでも、その影響が増幅される。これに対し、外資系銀行は、借り手国の危機時に国内の銀行に比べ融資を圧縮する傾向が小さく、特に自己資本が充実した親銀行の傘下にある外資系銀行の場合にはこうした安定的な傾向が顕著に見られる。

理論的にみて、国際的な銀行業は、本章では触れていない利点を有する。例えば、国際的な銀行は貯蓄の国際的な分配を通じ、投資と経済成長に好影響をもたらしている。国境を越えた融資が減少することで、このようなメリットの一部が縮小する可能性もある。

従って、政策当局は、このようなメリットを最大限享受しつつ、リスクを縮減すべく努力すべきである。本章の分析結果は、グローバルな銀行の耐性を強化した近年の一連の金融改革を支持するものとなっている。同時に、地域的、あるいはグローバルなショックに対応するために、国際的な協力の強化の必要性も示している。



## 2015年4月国際金融安定報告書

2015年4月

## 第三章 資産運用業と金融システムの安定

### 要旨

資産運用会社を通じた金融仲介には多くのメリットがある。具体的には、投資家にとっては資産の分散投資が容易になり、また、銀行部門に問題が生じたときにこれに代わり実体経済への資金供給を行う「スペアのタイヤ」としての役割を果たし得る。金融システムの安定という観点からも銀行に比べるといくつかの利点を有する。

こうした認識が一般的ではあるものの、資産運用業の規模の拡大と金融システムの構造変化も相まって、資産運用業が金融システムの不安定化をもたらす可能性を心配する声も最近高まっている。この背景にあるのは、債券ファンドの大幅な増大、ファンドによる流動性が低い資産への投資拡大、先進国で一般投資家に販売される投資商品の規模の大幅な拡大、などの動向である。中でも、高レバレッジ・ヘッジ・ファンドやマネー・マーケット・ファンドなど、特定の分野の抱えるリスクについては広く知られているところである。

反面、投資信託やETFなどに代表されるレバレッジの低い、「プレーン・バニラ」とも称される商品に関しては、リスクの規模や有無を含め、意見が分かれている。本章では、こうした商品の有するリスクについて理論的・実証的に検討している。

原理的にはプレーン・バニラ商品でも金融システムの不安定化をもたらす可能性はある。日々の投資判断は運用を行うポートフォリオ・マネージャーに任されているため、最終投資家と運用管理者の間でインセンティブの乖離が生じる可能性があり、これがシステムを不安定化し、ショックの拡大につながる可能性もある。償還が簡単なことと真っ先に動くことで売り抜けが可能となるため、取り付けが発生する可能性があり、売りが殺到することによる価格変動は、資金調達市場のタイト化、バランスシートの悪化と担保価値の下落を通じ金融システム全体に悪影響を及ぼす可能性がある。

実証的にも、こうしたリスクの発生は確認できるが、市場毎にその影響は異なる。投資信託の投資行動は、少なくとも流動性の低い市場では価格変動の拡大をもたらしているように見られる。投資信託商品の値決めに関するルールなど、特に流動性のミスマッチが高いファンドにあっては、売り抜けへの誘因を高めていることも認められる。また、

インセンティブの問題も現実に存在し、ポートフォリオ・マネージャーの横並び行動が広く見られるだけでなく、増加傾向にある。

本章はこうしたリスクがどの程度金融システム全体から見て重要かについての結論を出そうというのではなく、資産運用会社をシステミックに重要な金融機関として認定することの当否を論じようというものでもない。しかしながら、本章の分析によれば、ファンド規模の大きさや、ファンドの運用を担当する資産運用会社の規模が問題なのは必ずしもなく、システミックなリスクを生じさせるかとの観点からは、ファンドの運用方針のほうが重要であると見られる。

資産運用業の監督に当たってはマイクロルーデンス的な監督強化にマクロルーデンス的視点を加えることが必要である。証券監督当局はデータ収集とリスク指標を充実させた上で、国際的な監督ルールを基に、実地検査を強化すべきである。現行のリスク管理手法についても、流動性規制、手数料、ファンドの値決めルールなどを含め、システミックなリスクとの関連や商品の多様性に配慮しつつ、見直していくべきである。