

2012年 9月18日

市場型間接金融と金融規制の論点

みずほ総合研究所

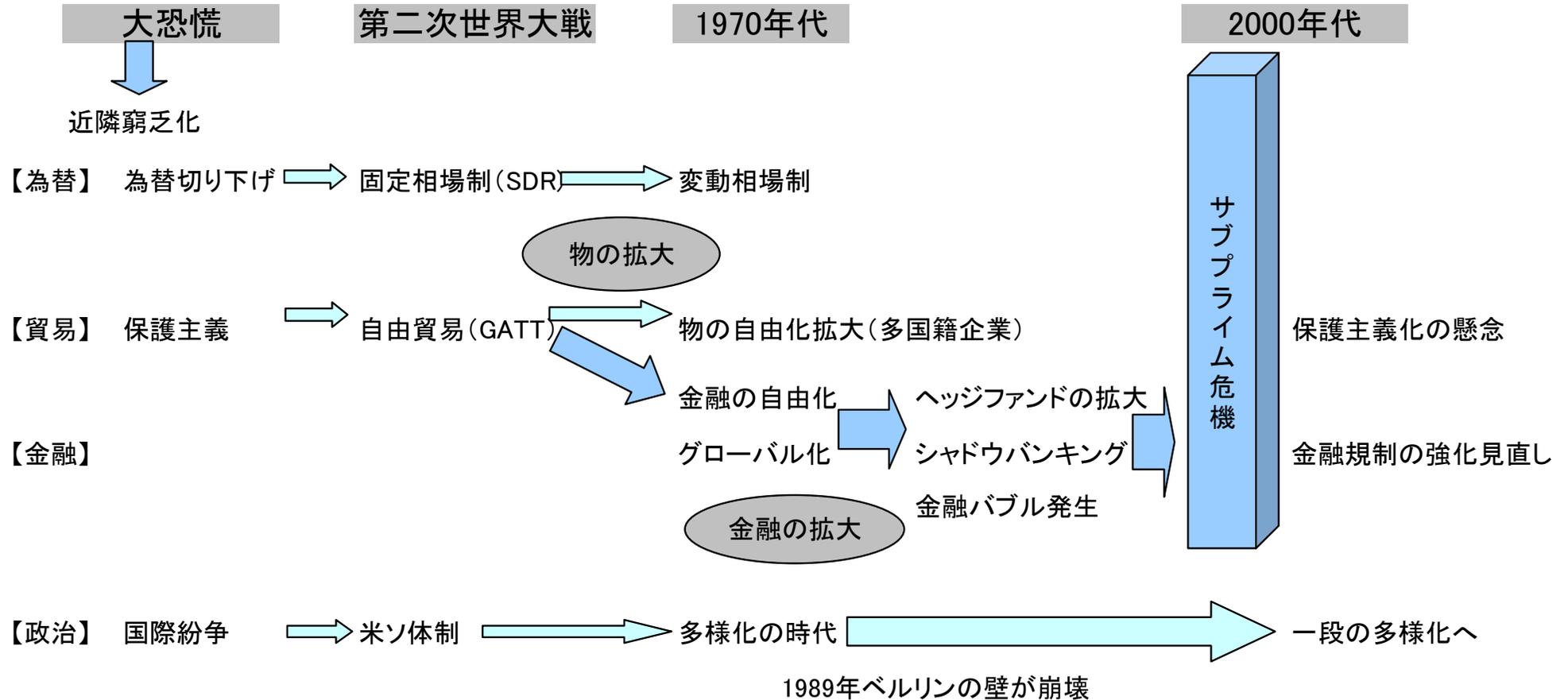
常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

みずほ総合研究所

1970年代以降の潮流は金融の拡張に

1970年代以降の潮流は、ドルの拡張、金融の自由化、金融制度の自由化でのレバレッジ拡大

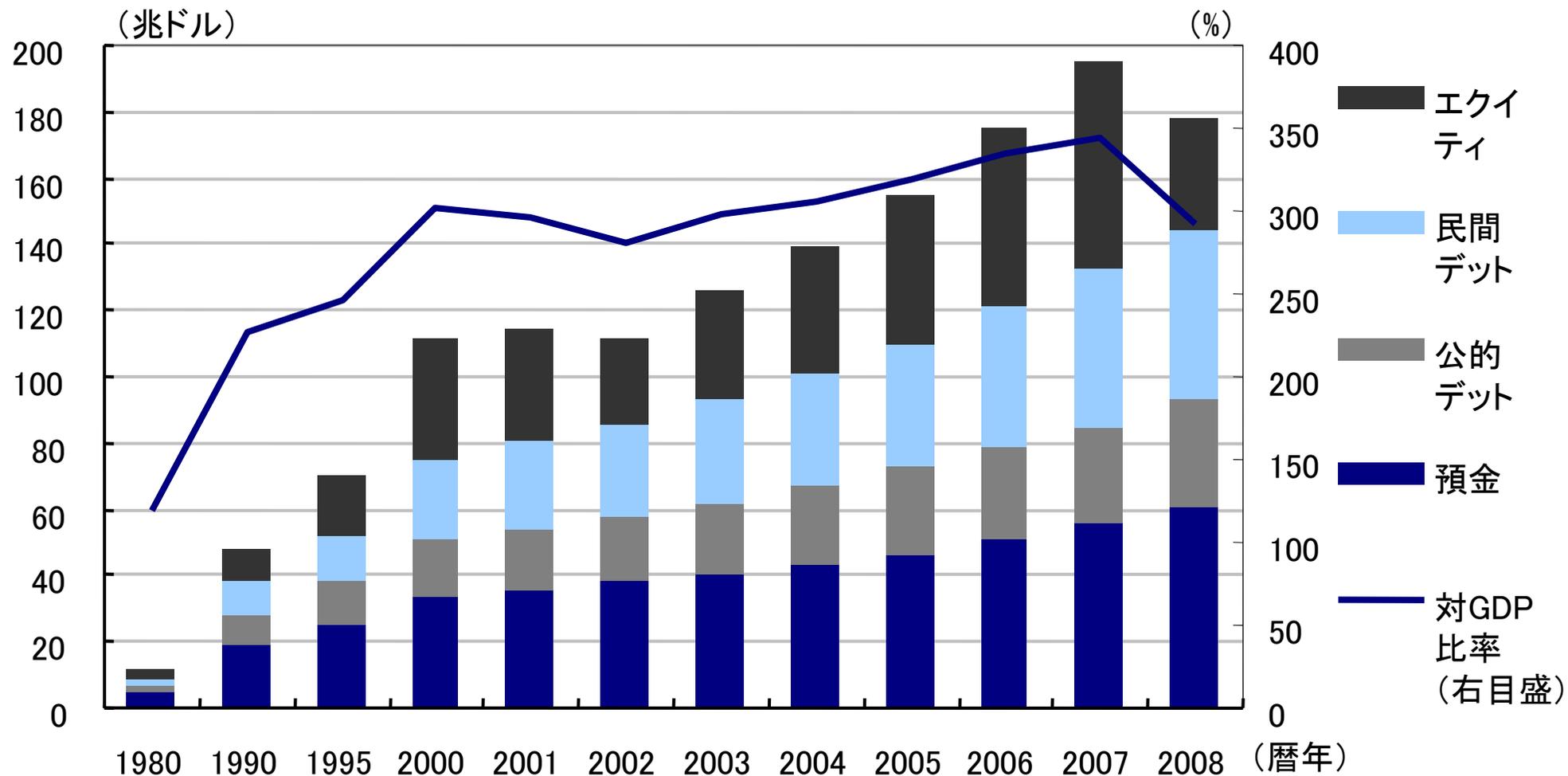
1970年代以降のプロセスとその転換



(資料)『世界国債暴落』高田・柴崎・石原著から

金融資産の過大な拡大が招いたバランスシート調整

グローバル金融資産の残高

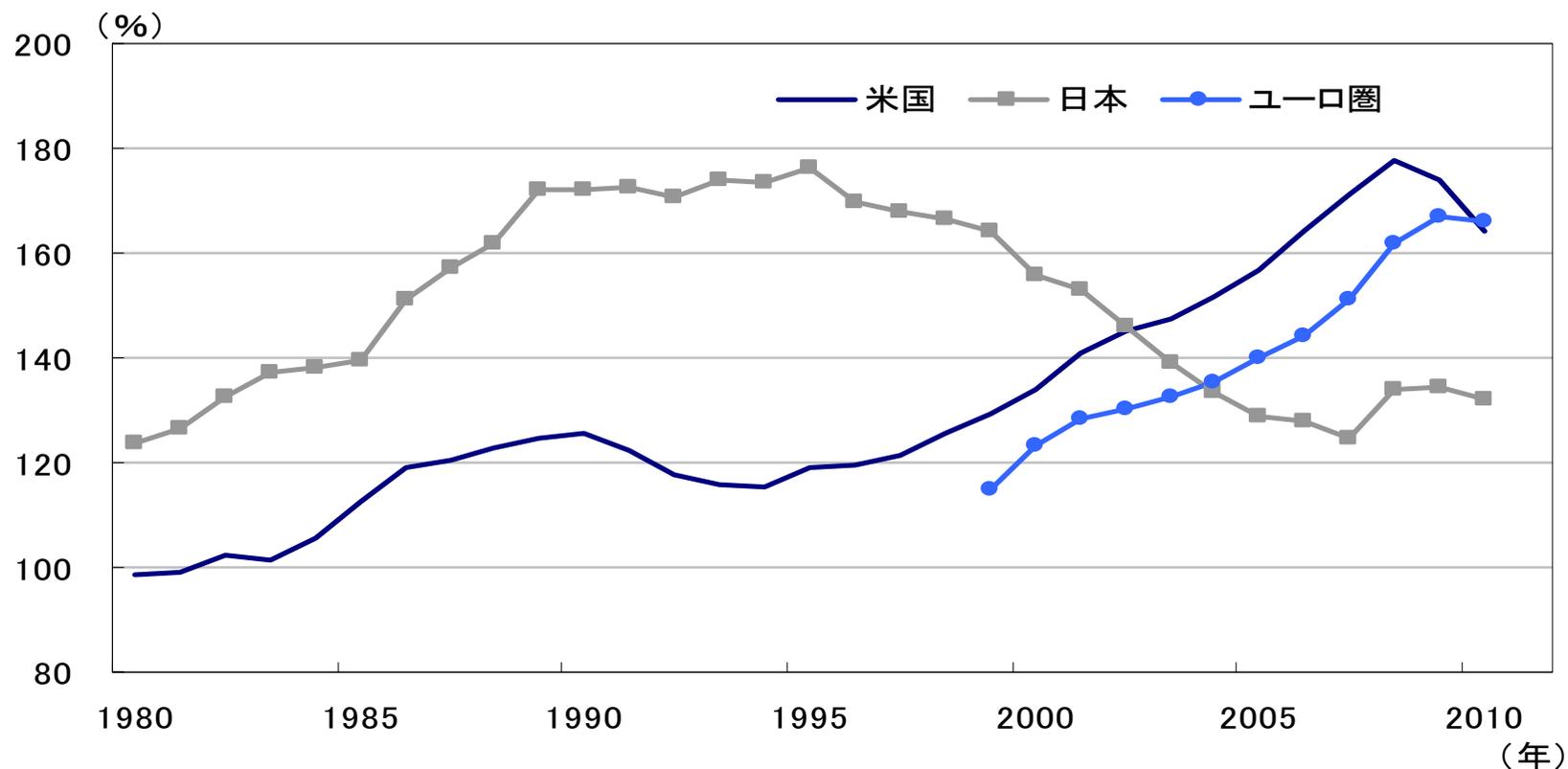


(資料) McKinsey Global Institute

「日本化現象」の症状はなにか

- バランスシート調整、米国は家計/住宅を中心に残存、欧州はソブリン・住宅
- 起点は日本が1990年。欧米は2007年 ⇒17年前の日本を平行移動した状況か？

民間債務対名目GDP比率

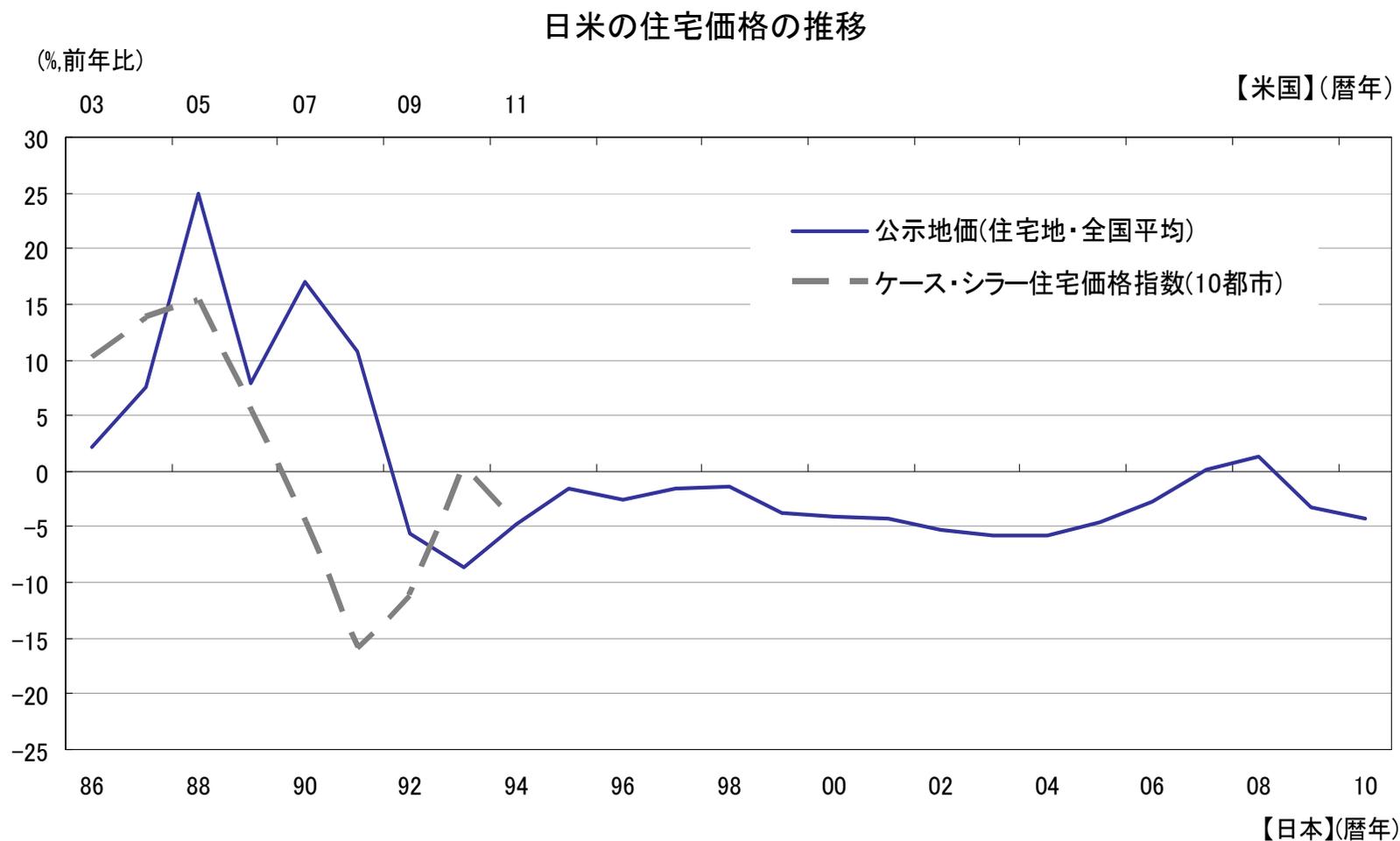


(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業＋家計として算出。

(資料)Haver,内閣府,Eurostat,欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

日本化現象の実際 日米住宅市場の類似性

- 日米のバランスシート調整のベースとなる不動産問題
- 問題は回復に要する時間軸

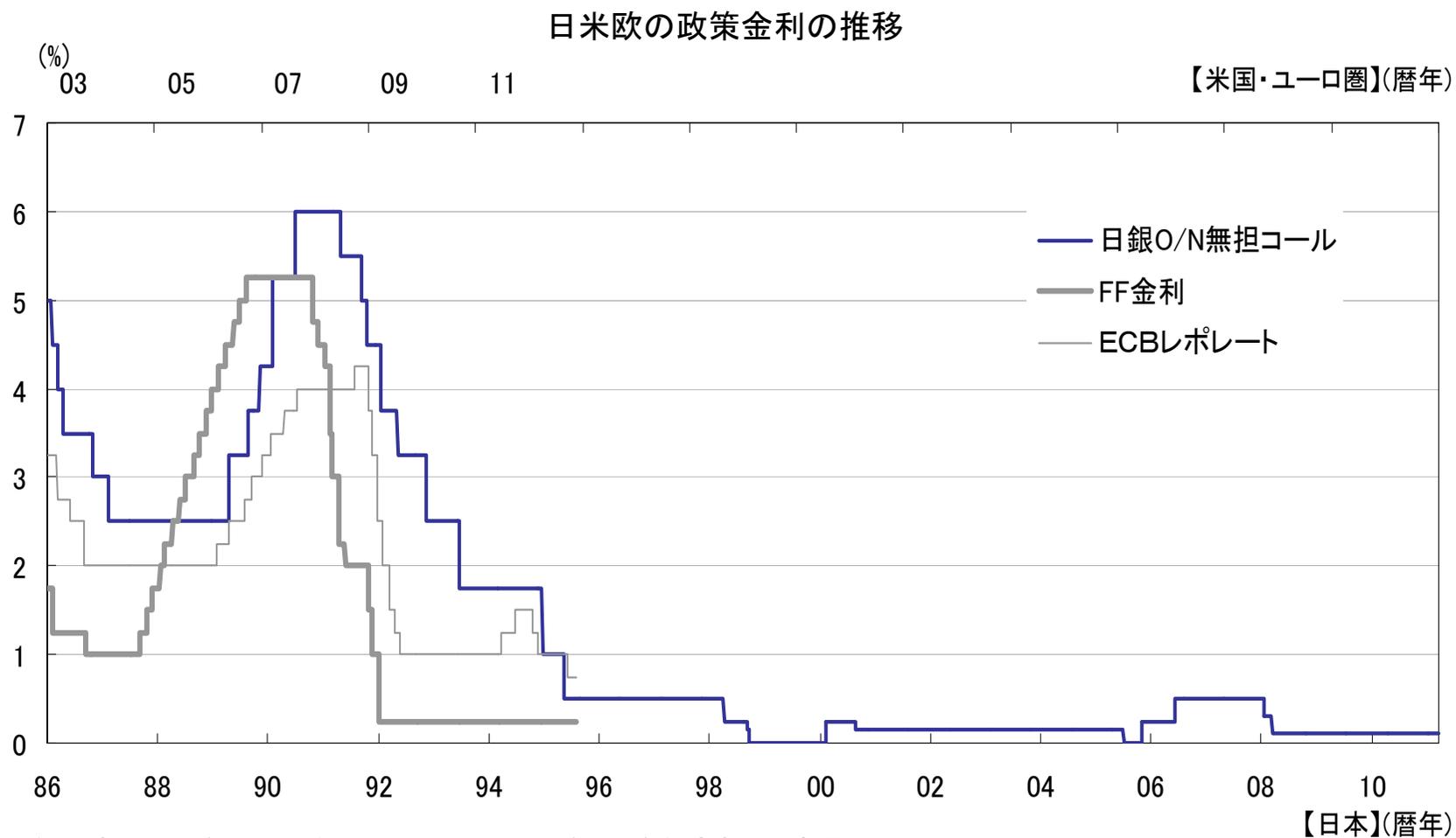


(注)日本の1990年と米国の2007年を対応させて表示

(資料)Bloomberg

政策金利の日本化: 長期安定への意識強まる

- 政策金利の類似性、米国は2014年後半までの時間軸
- 欧州は2011年に利上げを行い、現在、再び利下げに



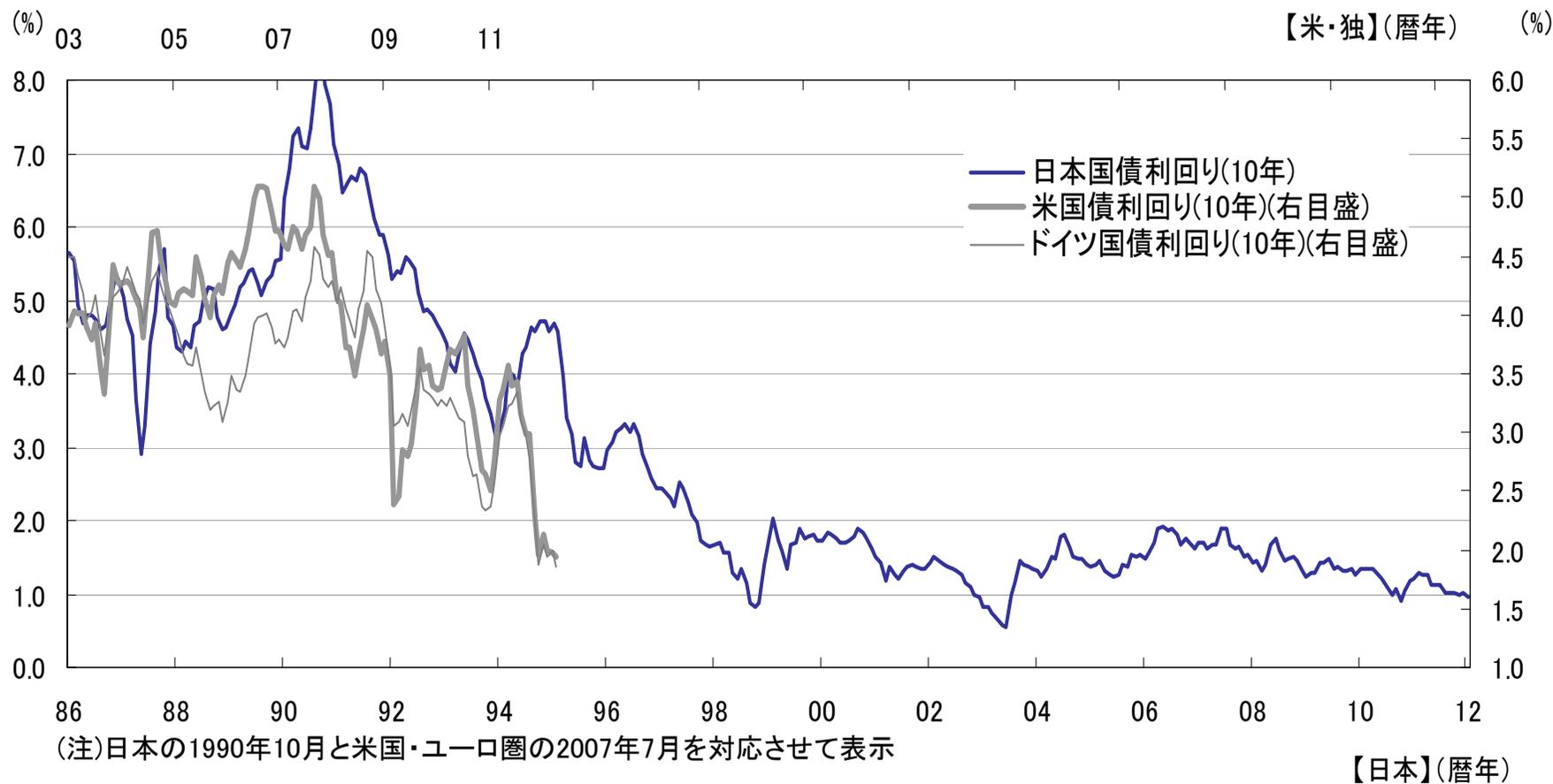
(注)日本の1990年10月と米国・ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

(資料)Bloomberg

日米の長期金利の日本化: 低金利継続

- 日米独の長期金利の動きは極めて類似性が強い
- 長期金利は低金利継続か

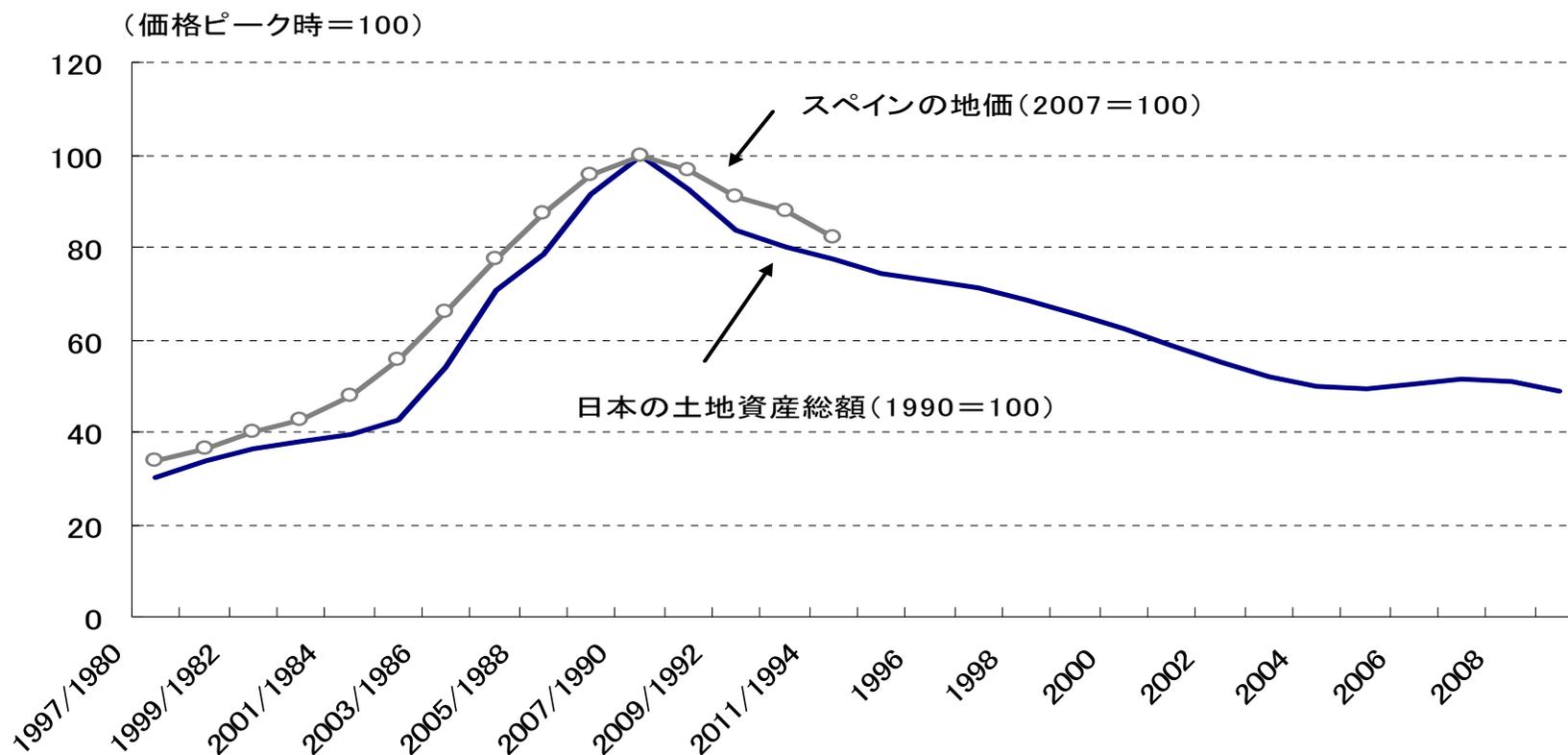
日米独の10年金利の推移



スペインと日本は似ているか

- ・ 不動産問題では類似
- ・ 日本より厳しいのは、①為替調整なし、②自国で資金支援できず、③預金の流出、④海外の減速

2007年以降のスペインと1990年以降の日本の不動産市場の同じ時間軸での比較



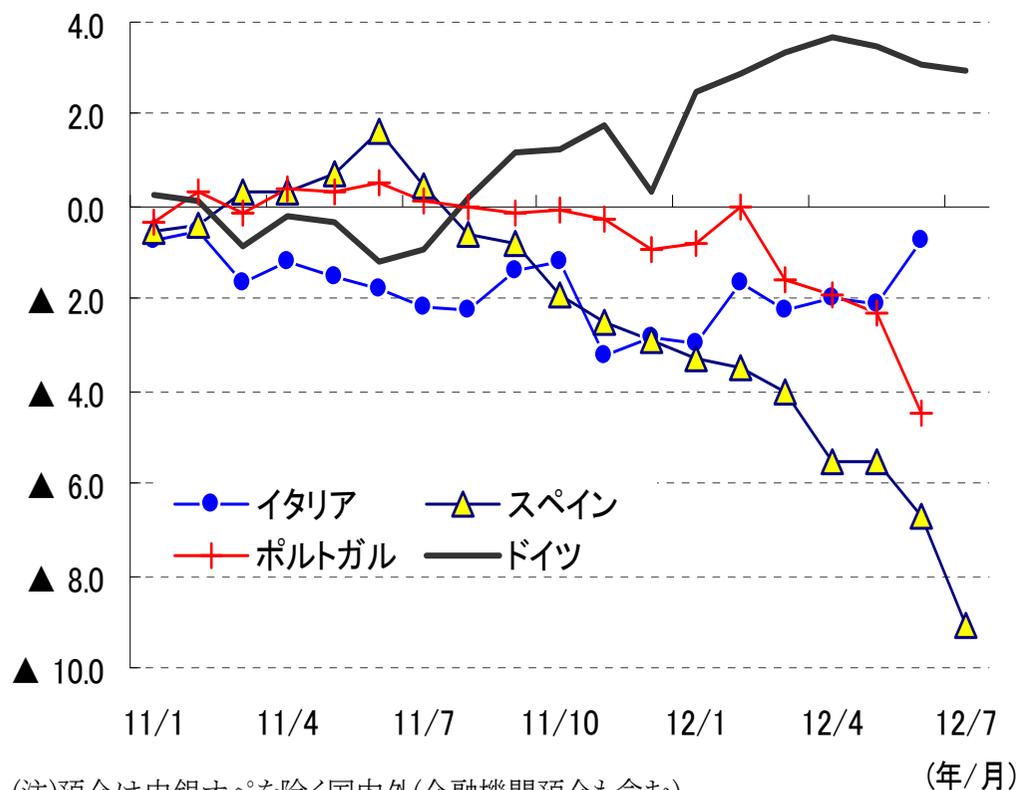
(資料)スペイン開発省、内閣府よりみずほ総合研究所作成

欧州は金融の不均衡に波及

- ・ 欧州では預金の不均衡拡大。南欧諸国からの預金流出が続く一方、ドイツの預金は増加傾向
- ・ ドイツと日本のCDSは一時的な逆転も

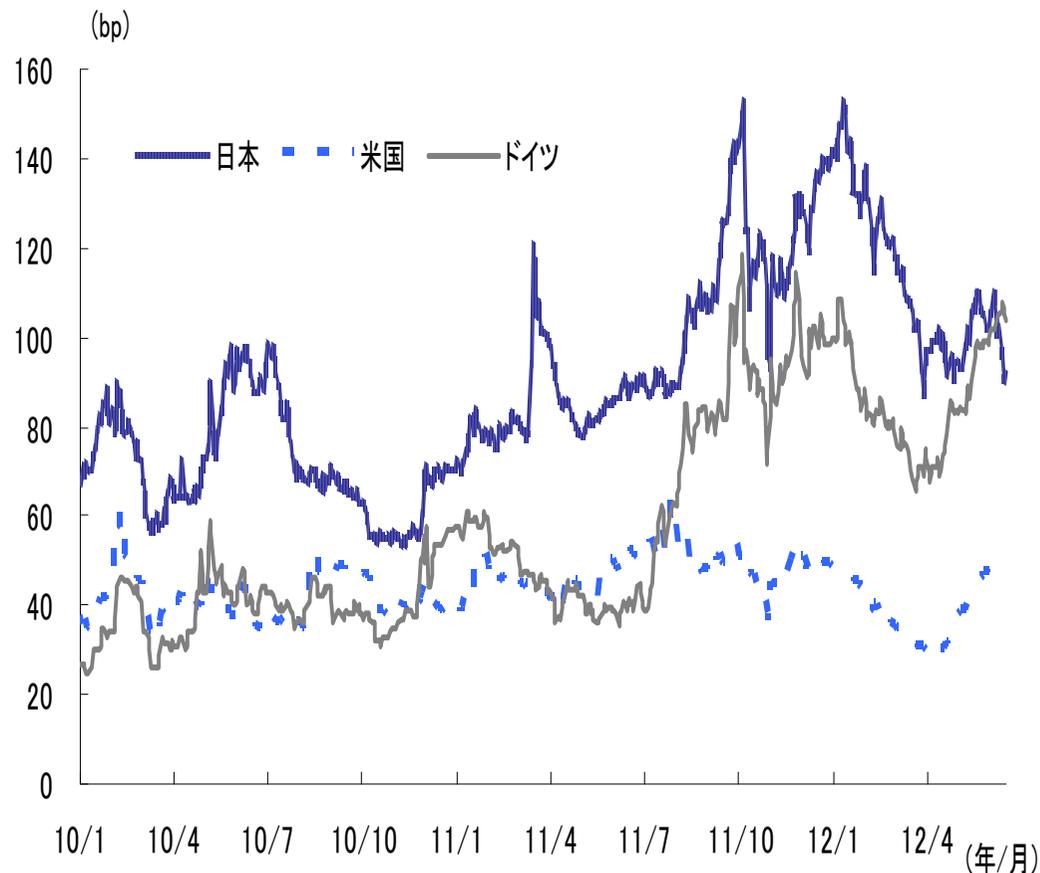
【ドイツと南欧諸国の預金動向】

2010年末以降累積(総資産比率、%)



(注)預金は中銀オペを除く国内外(金融機関預金も含む)
 (資料)各国中銀、ECB

【日米独のソブリンCDS推移】



(※)5年物CDS
 (資料)Datastream

「full sovereign(完全なソブリン)」と「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」とは

- ・ 経常収支(CA) = (国内貯蓄 - 国内消費) + (税金 - 政府支出)
国内貯蓄余剰(不足) + 財政黒字(赤字)
- ・ 米国は赤字でも基軸通貨の特権で金繰りが可能、日本は経常収支黒字で金繰り可能
- ・ 欧州債務危機国は経常収支赤字で金繰り困難、通貨調整困難(更に独自の金融政策欠如)で、「subsidiary sovereign (副次的ソブリン)」⇒ソブリン性のレベルが劣る

ISバランスの4類型と金融危機

	国内純貯蓄	財政収支	経常収支	備考
米国	赤字	赤字	大幅赤字	「双子の赤字」だが、基軸通貨で、「full sovereign(完全なソブリン)」
日本	大幅黒字	赤字	黒字	「full sovereign(完全なソブリン)」
2001年アルゼンチン等、途上国危機	赤字	赤字	赤字	通貨調整あり、ただし、「sovereign」自体に議論
ユーロのPIIGS	赤字	赤字	赤字	通貨調整困難で、「subsidiary sovereign(副次的ソブリン)」

(資料) みずほ総合研究所

「5つの日本化現象」とは

- ・ バランスシート調整下での金融政策⇒民間(家計・企業)に資金需要がなく、預貸モデルを前提にした伝統的金融政策の機能不全(利下げ等)
- ・ 政府は資金不足 ⇒ 金融政策が国債管理政策に影響
- ・ 海外は資金不足 ⇒ 金融政策が為替政策に影響
- ・ さらに、金融機関行動の日本化、社債市場の日本化、金融規制の日本化

金融環境の5つの「日本化現象」

「日本化現象」の分野	状況
資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、ISバランスで家計・企業の資金余剰化で資金需要の後退
金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
金融機関運用の日本化現象	期待水準を引き下げ、債券への長短金利差(キャリー)確保重視の運用に
クレジット市場の日本化現象	社債中心にクレジットスプレッド縮小
金融規制の日本化現象	預金重視の金融規制と流動性重視の対応での国債ニーズ高まり

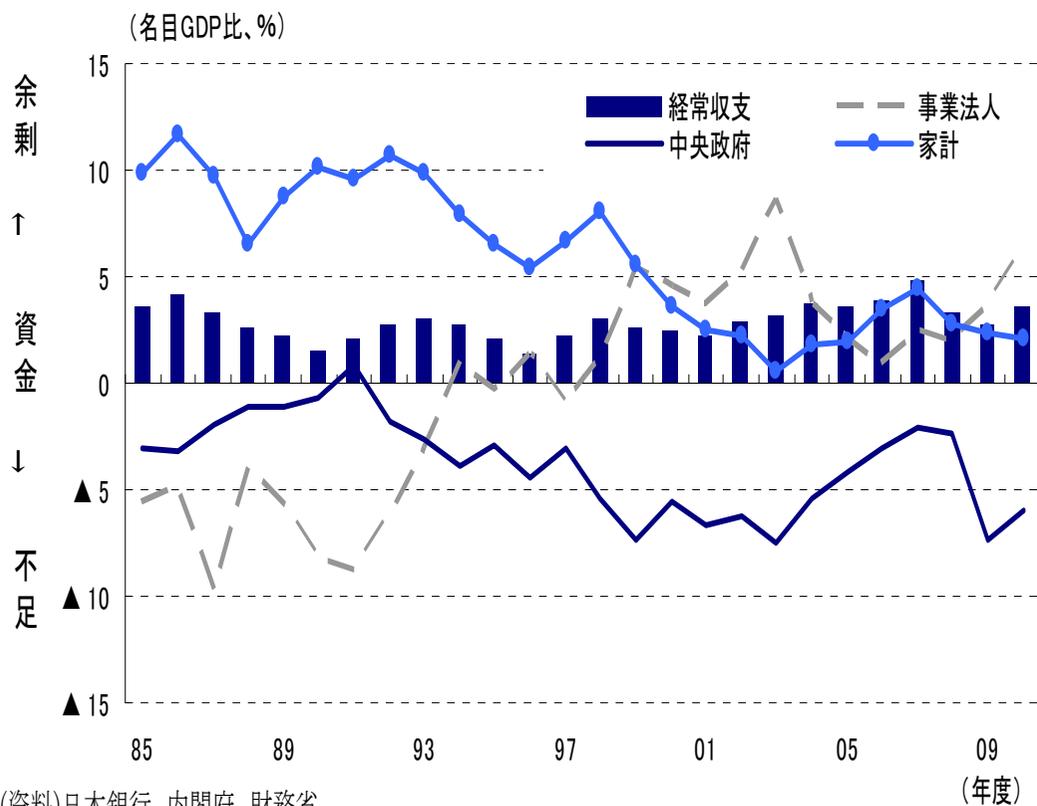
(資料)みずほ総合研究所

日米欧の同時資金需要マイナス

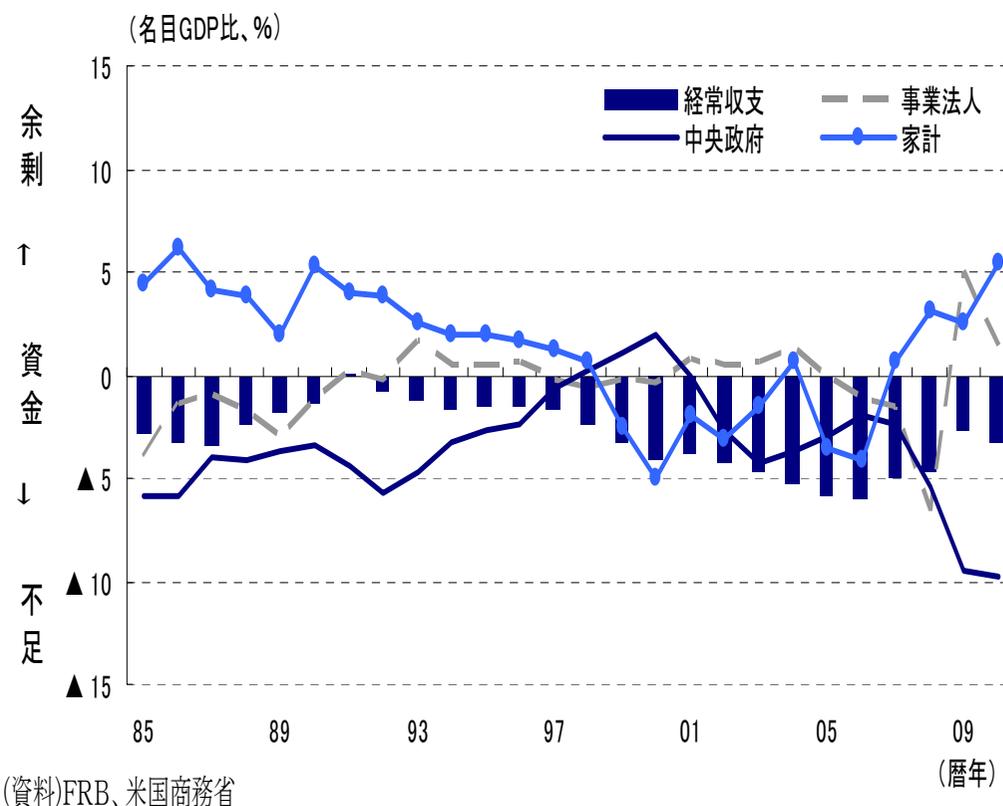
- 米欧も日本と同様、事業法人と家計が余剰化
- 「伝統的金融政策」の背景にある、事業法人の不足と家計の余剰(預貸モデル)の存在

主体別資金過不足状況推移(対名目GDP比)

(日本)



(米国)

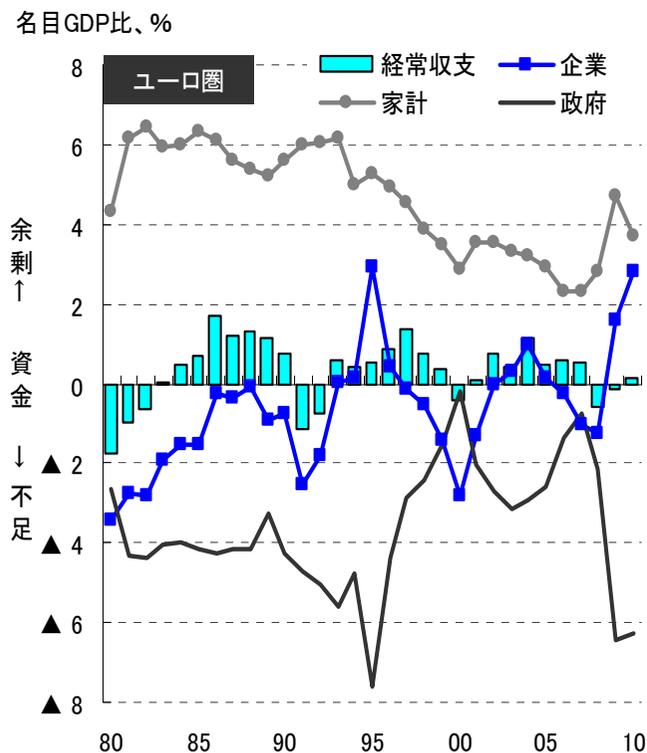


欧州のISバランスも日本化に

- ユーロ圏でも日米と同様、家計と事業法人が資金余剰
- 日米欧で家計と企業が同時に余剰になる戦後初の事態

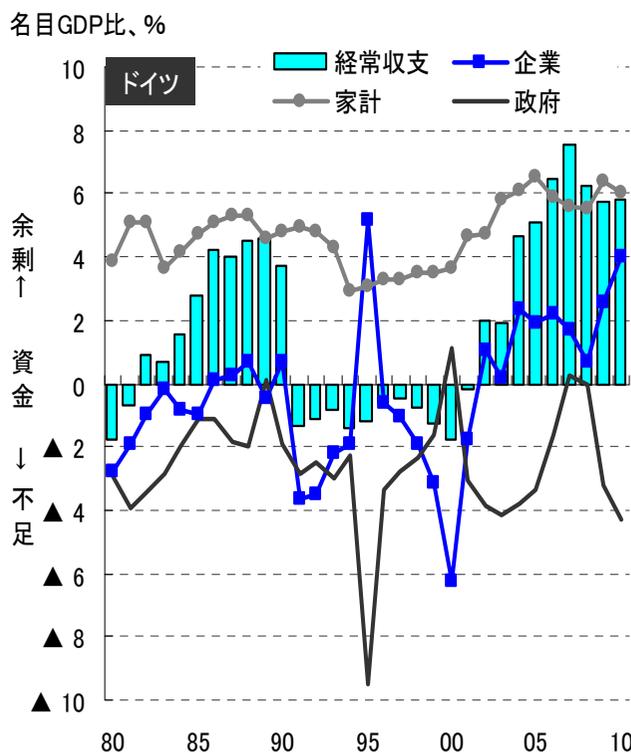
主体別資金過不足状況推移(対名目GDP比)

(ユーロ圏)



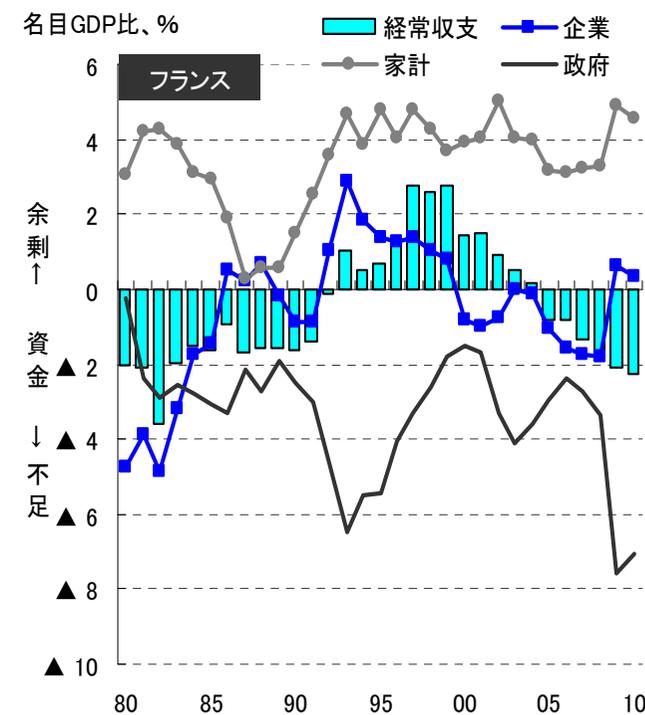
(注)ユーロ圏12カ国ベース。2000年以前でデータの無い国は除外して算出
(資料)欧州委員会

(ドイツ)



(注)90年以前は西ドイツ
(資料)欧州委員会

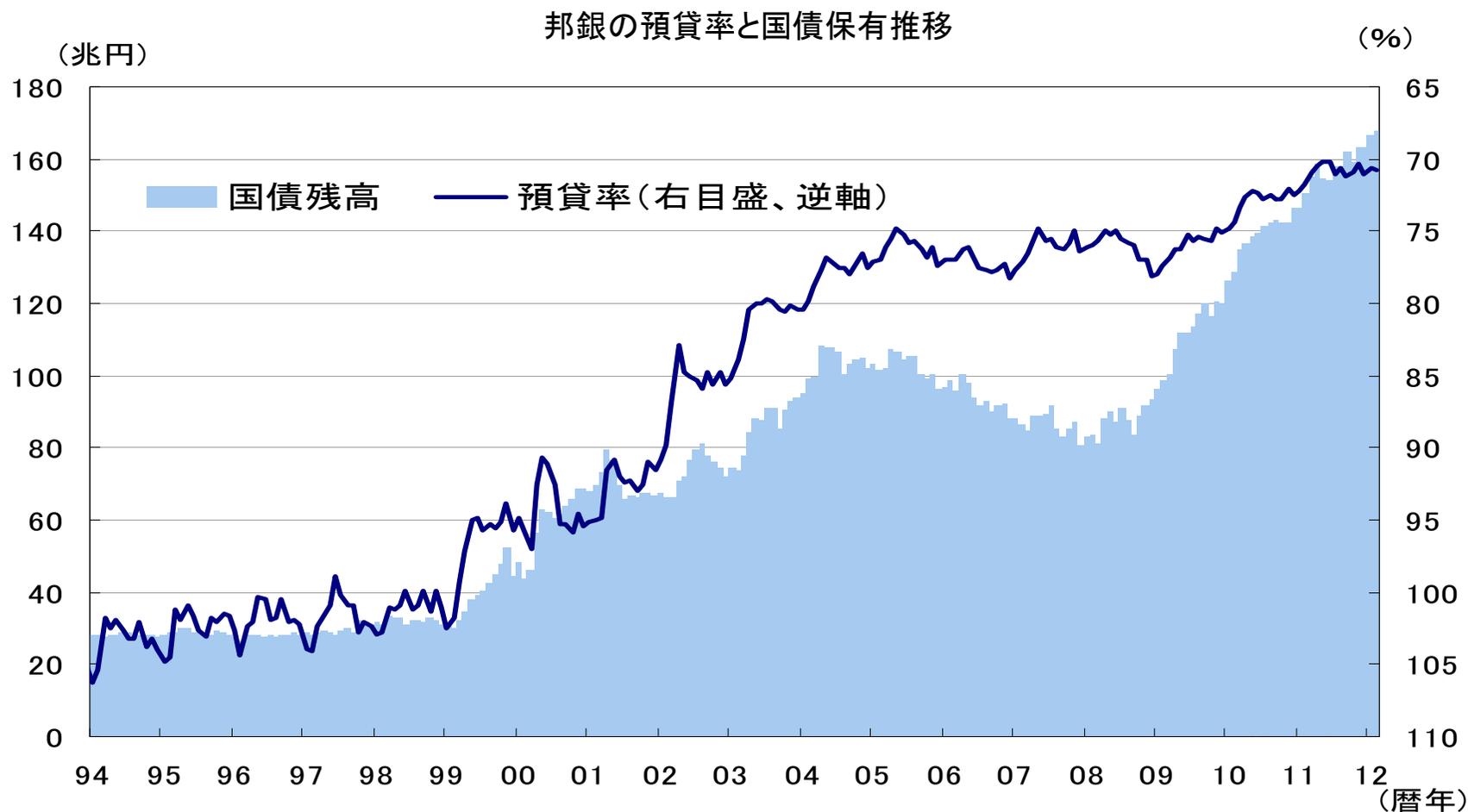
(フランス)



(資料)欧州委員会

日本の銀行は債券投資に

- ・ 日本の銀行は預貸率の低下にそって国債保有増加
- ・ 期待収益率の低下に沿って債券への運用依存増加

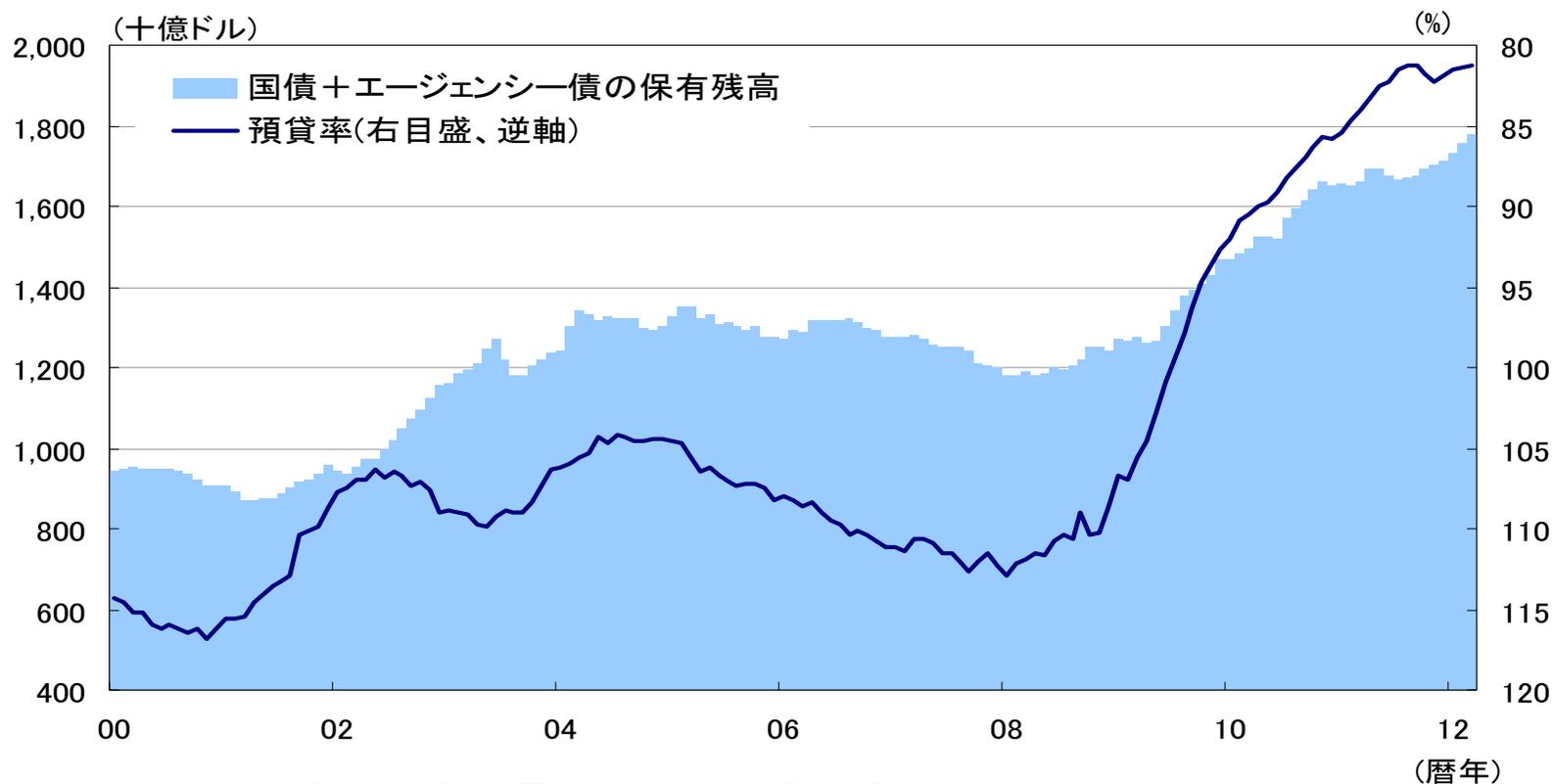


(資料)日本銀行よりみずほ総合研究所作成

米銀の預貸率低下と債券依存

- ・ 米銀は2008年以降、急速に預貸率低下に
- ・ 預貸率低下に沿って債券への依存が拡大
- ・ 今後、金融政策の時間軸と期待収益率低下で債券依存が続くことも

米銀の預貸率と国債及びエージェンシー債保有



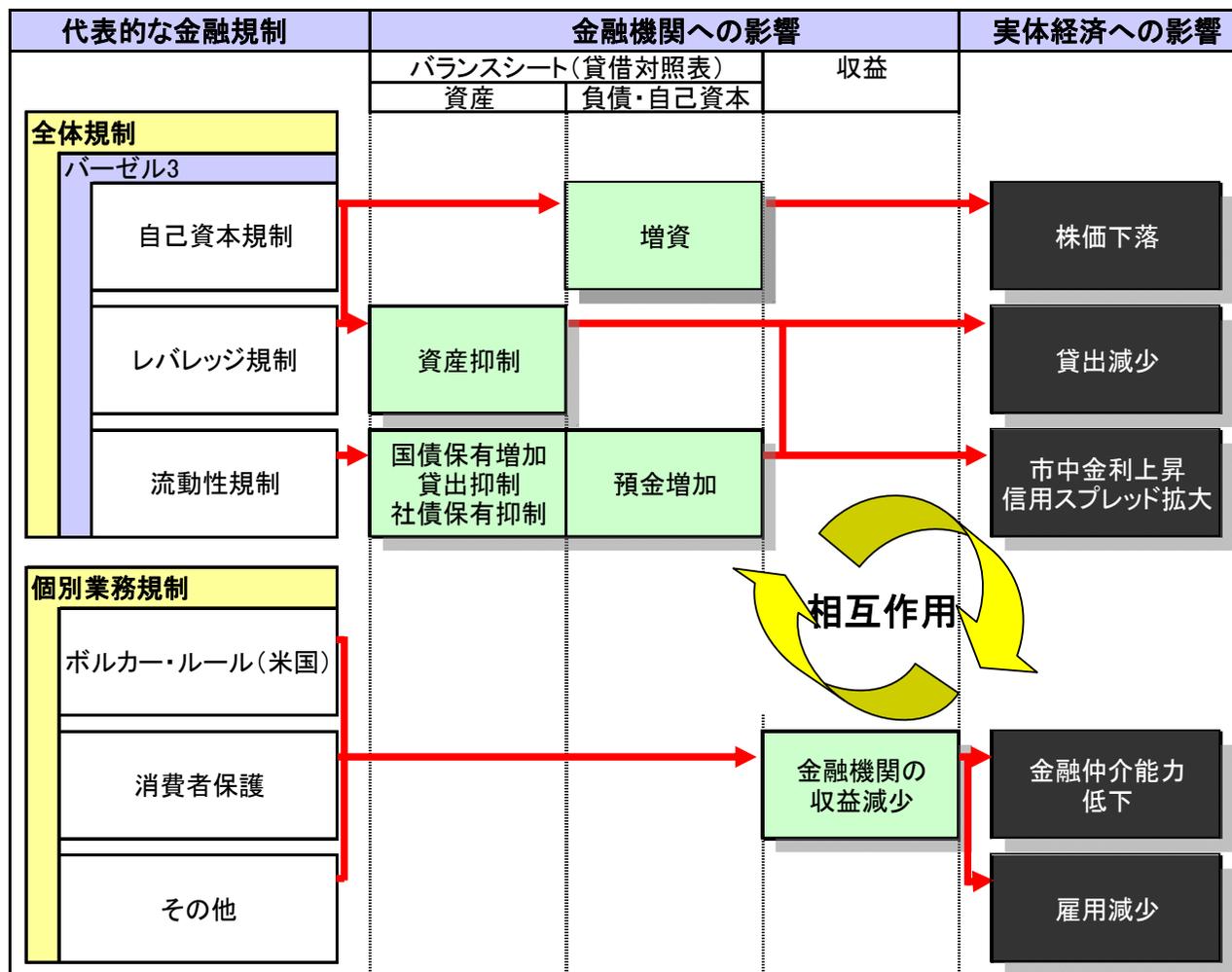
(注)2010年4月の会計規則変更を反映。2010年4月より過去の分についても遡って修正

(資料)Haverよりみずほ総合研究所作成

グローバル金融規制とは「日本の銀行になれ」か

- ・ 金融規制、バーゼル規制、ボルカールールは預金中心のナローバンク化
- ・ 英国での「リテール・リングフェンス」の議論も同様の金融規制

金融規制が実体経済に与える影響



(資料) みずほ総合研究所

「Financial repression(金融抑圧)」か？

- ・ 民間金融取引・投資の安全志向、プルーデンス規制の強化、中銀の流動性供給が高格付け債券に対する需要を増大

安全資産に対する需要要因

安全資産の機能	投資家タイプ	注目される動き	安全資産需要への影響
安定した資産価値	外貨準備	戦略的アセットアロケーションにおける「安全性」の重要度が増大。準備の規模も拡大	↑
	保険・年金	投資政策の姿勢（ALM）。ただし低金利による利回り追求圧力も	→
	ノンバンク	欧州危機による「質への逃避」	↑
安全な担保	銀行等金融機関	店頭取引から中央決済機構への緩やかなシフト	↑
		担保の再利用に対する制限と担保の流通度の低下	↑
		金融機関にとっての安定した資金調達の確保の重要性増大とレポ取引におけるヘアカット率の多様化	→
プルーデンス政策の要	銀行	バーゼルⅢによるLCRの導入	↑
		高リスクもしくは格下げされた国債に対するリスクウェイトの高まり	国債市場の二分化
金融危機に伴う流動性供給	中央銀行	金融危機に伴う金融緩和	↑
他の資産のベンチマーク	銀行等金融機関	相対的に安全と認識されている資産（米、英、独の国債等）への需要シフト	国債市場の二分化

(注) 安全資産需要の影響=↑(増大)、→(不変)。

(資料) IMF(2012) *Global Financial Stability Report*, April Table3.3より作成

ボルカー・ルールは

- ボルカー・ルールでの課題は業態規制に

ボルカー・ルールに関する論点

ボルカー・ルールに対する主な異論

- ◆ 「マーケット・メイク」の適用除外の範囲が狭く、有用な取引までも規制される恐れ
- ◆ 域外適用の範囲が不明確で、米国外での取引が過度に制限される恐れ
- ◆ 米国債以外のソブリン債が適用除外の対象になっていない
- ◆ ルール遵守に伴う金融機関のコンプライアンス上のコストが過大

- ◆ 市場の流動性低下、価格形成機能への悪影響
- ◆ 金融機関のコスト上昇、サービスの低下
- ◆ 米国銀行の競争力低下
- ◆ 企業の資金調達コストの上昇、与信への制約

(資料) みずほ総合研究所

英国での論点はリテール・リングフェンス

• 世界の2大金融拠点、米英で生じる金融規制の強化

ヴィッカーズ委員会最終報告書で示されたリングフェンス導入後の業務区分

<p>リングフェンス銀行にのみ認められる業務（マニデート・サービス）</p> <p>個人および中小企業からの預金の受入、当座貸越の提供</p> <p>リングフェンス銀行で行うことができる業務</p> <p>EEA域内の全ての顧客からの預金の受入、支払サービスの提供（当座預金、貯蓄預金、市場リスクに係る規制上の資本を要求されない投資商品の提供を含む）</p> <p>EEA域内の個人および全ての規模の非金融会社に対する以下のサービスの提供</p> <ul style="list-style-type: none">・有担保・無担保での消費者および事業者への貸出（不動産貸出、クレジットカードを含む）・トレードファイナンス、プロジェクトファイナンス・非リングフェンス銀行商品に関するアドバイスおよびそれらの販売（リングフェンス銀行にエクスポージャーを発生させないもの）	<p>リングフェンス銀行で行うことが禁止される業務（禁止サービス）</p> <p>EEA域外での全てのサービス、または預金の受入および支払サービスを除く、全ての金融機関向けサービス</p> <p>顧客の属性を問わず、以下に掲げる業務を含むサービス</p> <ul style="list-style-type: none">・デリバティブ取引の組成、アレンジ、または執行（代理人として行うか本人として行うかを問わない）・株式、社債、転換証券、転換社債、パートナーシップ持分、ミューチュアルファンド、EFT等への投資^{※1}・証券の組成、トレーディング、貸出、またはマーケットメイク（負債証券、エクイティ証券、デリバティブ、ABSを含む）。ただし、リングフェンス銀行は自行ブランドの証券化の組成および保持を行うことができる^{※2}・債券およびエクイティ証券の販売の引受（私募を含む）
--	--

※1 リングフェンス銀行は、当初自らが行った企業貸出で、債務リストラの一部として交換の結果取得したエクイティの保持は認められる

※2 リングフェンス銀行には、当然ながらこのような場合の証券化の保持に対し所定の資本が要求される

（資料）英国ICBからみずほ総合研究所作成

欧米型金融市場と日本型金融市場

- ・日本は、欧米型の直接金融主導でなく間接金融主導の市場

欧米型（直接金融主導）

資金供給者（投資家）

キャピタルマーケット
（株式・債券等）

企業

日本型（間接金融主導）

預金者等

資金供給者（商業銀行）

銀行貸出

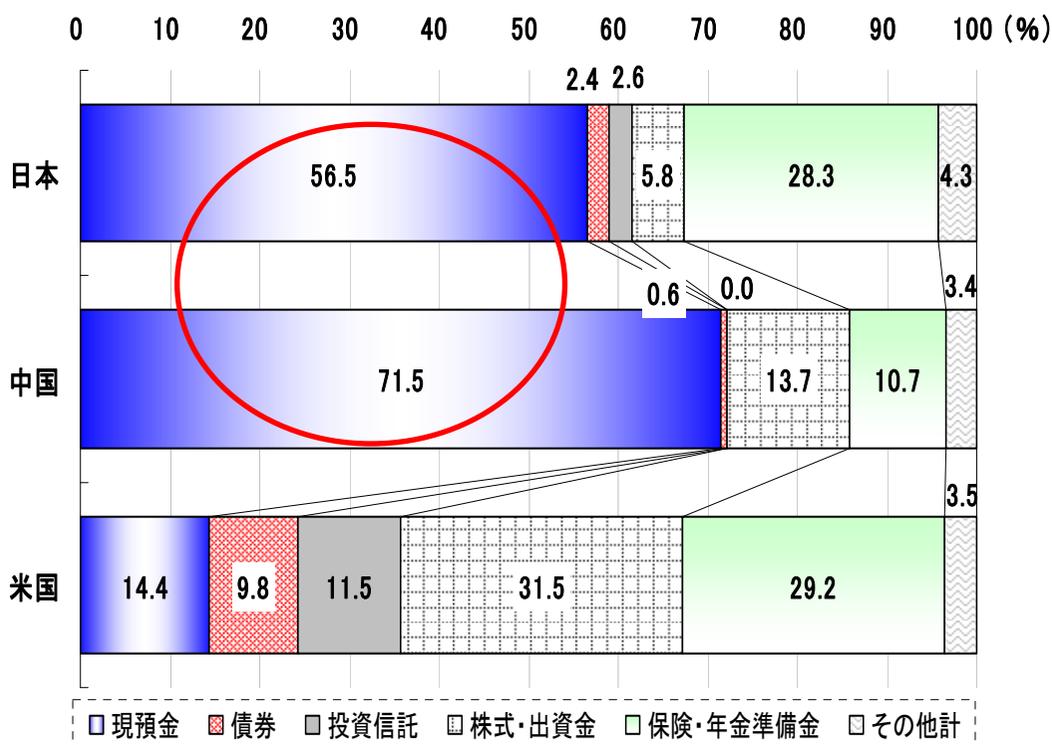
市場型間接金融

企業

欧米型金融市場と日本型金融市場

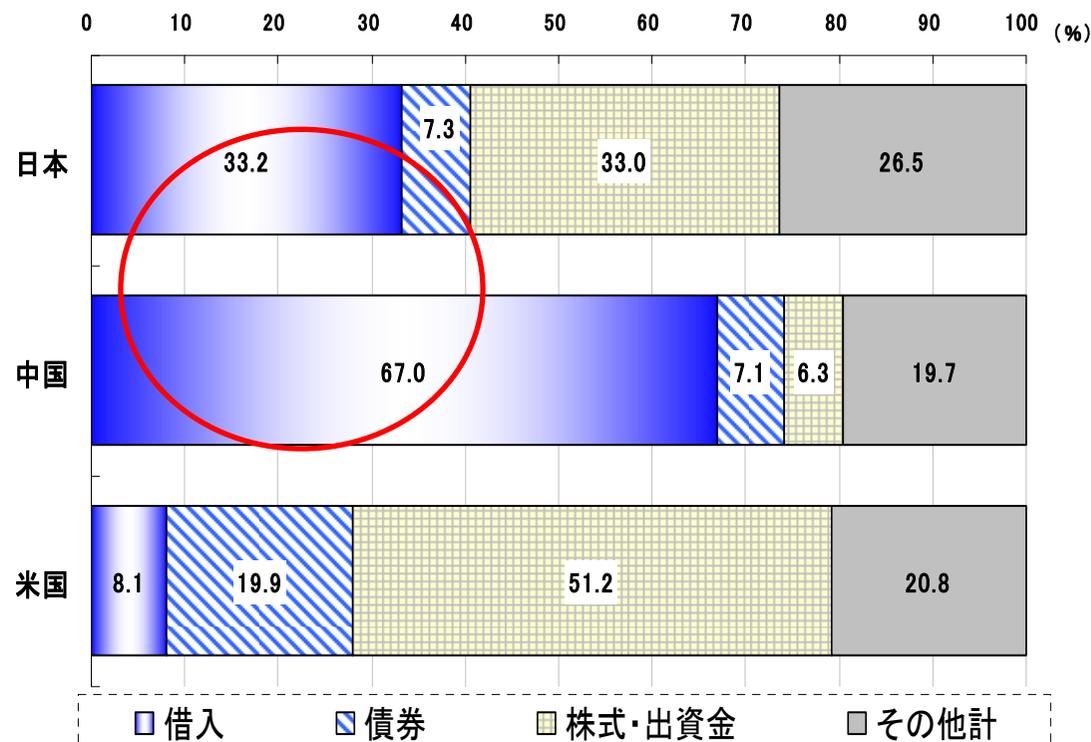
入り口として間接金融機関に資金が集まるなかでは間接金融機関の信用仲介が基本に
今日の金融規制の潮流は間接金融機関中心だけに、日本を規制が「直撃」

個人金融資産の内訳



(注) 中国は暫定値
(資料) 日本銀行(2011/12)、FRB(2011/12)
経済科学出版社『中国居民収入分配年度報告(2011)』

企業の資金調達構造

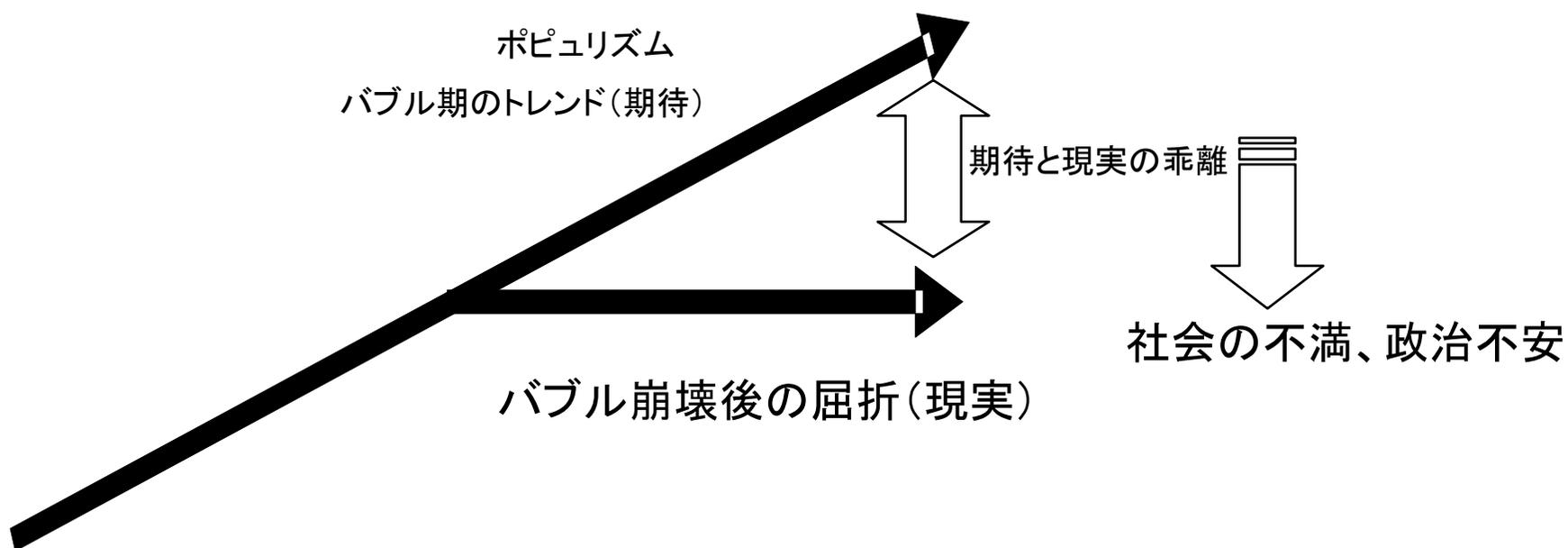


(注) 中国は2000~2010年の負債増分(フロー)の合計に占める割合
(資料) 日本銀行(2011/12)、中国人民銀行、FRB(2011/12)、ECB(2011/12)

バランスシート調整がもたらす期待と現実のギャップ

- ・バランスシート調整による期待と現実のギャップ
- ・日本は期待を下げた「草食系対応」、欧米は高い期待にすぎた「懲りない迎え酒対応」
- ・社会と政治の不安定化は「第6の日本化現象」
- ・不満のなかで生じる、ポピュリズムに起因する金融規制強化論

バランスシート調整でのギャップ状況概念図



(資料)みずほ総合研究所

日本の市場化と欧米の市場化

- ・ 日本の1990年代以降の市場化は「流動化」
日本の貸出しの「擬似エクイティ性」からの正常化
証券化は「クレジットの聖域」としての評価も
- ・ 欧米での2000年代の市場化はレバレッジを高める手段に
モニタリング機能の低下
証券化は「聖域」ではなく「闇なべ」に
- ・ 今日の金融は新たな金融の市場化モデルを探る局面
市場は万能ではないが、市場機能の否定がもたらす副作用も
- ・ 一方、「政治的アリバイづくり」のバイアスをもった金融規制がもたらすもの

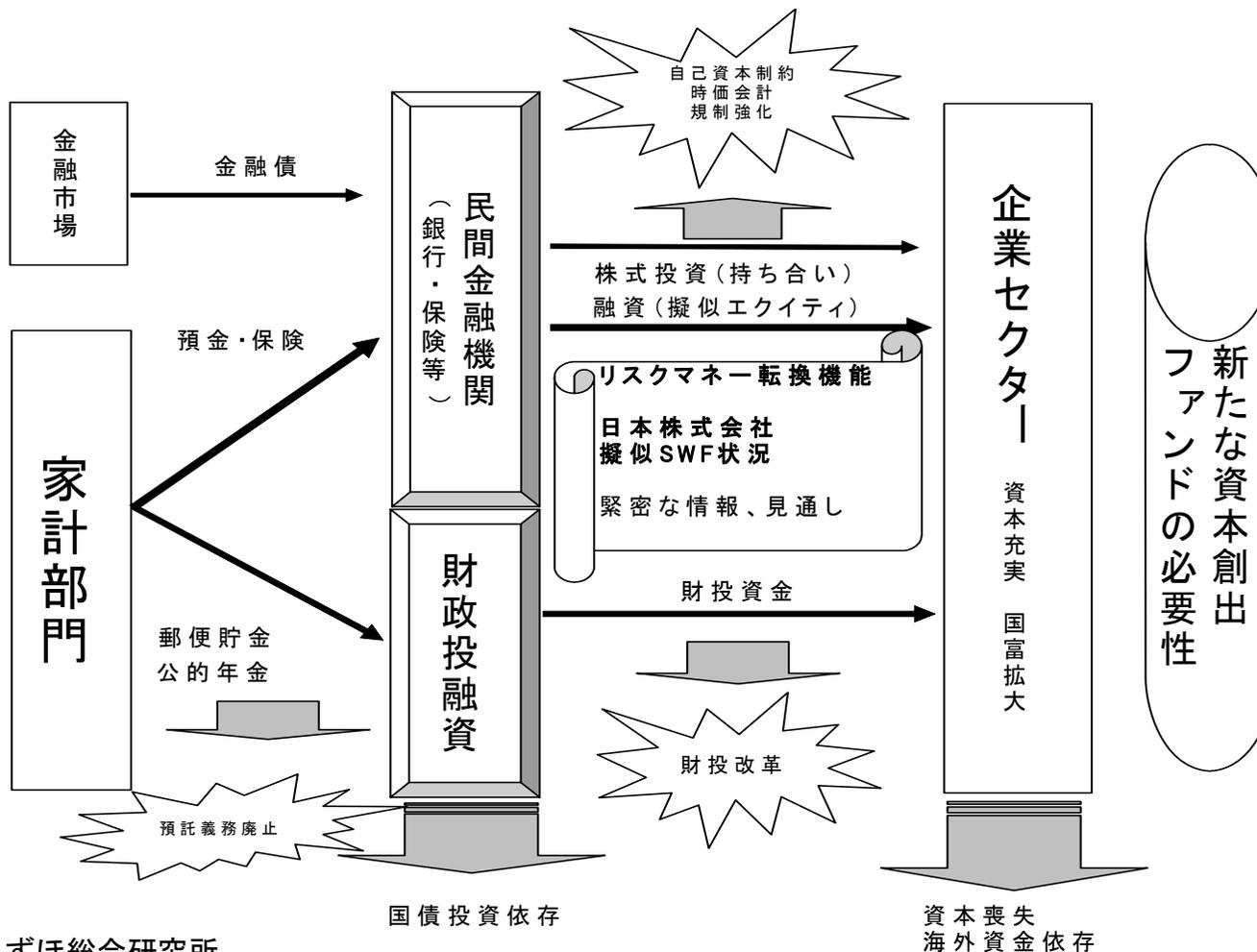
市場化と金融規制の論点

- ・「人間の性(さが)」としての信用拡張とその行き過ぎの繰り返し
- ・ 金融規制は「行き過ぎ」への反省と政治的儀式から
- ・ 「懲りない迎え酒」を抑制できるか、「草食系」から脱皮できるか
- ・ 金融規制はタイムラグを伴い、信用収縮をより強めるプロシクリカル性
- ・ 世界的な金融規制がもたらす「合成の誤謬」
- ・ 時価会計、自己資本規制、VaR等がもたらすプロシクリカル性
- ・ 日本の資金構造に即した金融のあり方は
市場の不完全性と銀行によるモニタリングの重要性

日本の戦後のリスクマネー供給

- 戦後、国としてエクイティ性資金、長期性資金を創出するSWFのような構造だった

日本の戦後のリスクマネー供給とその転換の概念図



(資料): みずほ総合研究所

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。