

2016年7月7日 全9頁

# Brexitによる国際金融規制の協調の綻びの懸念

## 気候関連財務リスク等新リスクに取り組む中での Fault Lines の懸念

経済環境調査部長 内野 逸勢

### [要約]

- 英国のEU離脱(Brexit)は国際金融規制における政策協調に影響を与える可能性がある。確かに、Brexit直後の各国の政策協調は足並みが揃っていたと見えたが、今後、G20主導の金融安定化理事会(FSB)の国際協調の枠組みを米国とともにリードする英国の国際協調への影響力が薄れれば、その影響は大きいと考えられる。
- 2016年のFSBの3つの優先事項の中に、「新たに顕在化している金融システムの不安定化リスク」として、主に気候関連財務リスクが挙げられている。同財務リスクを評価可能な開示制度の確立が当面の目標ではあるものの課題は多い。
- FSBの優先事項の高いコンベンショナルなリスクとしては、グローバルな資本フローにおいて市場型金融の中心を担うアセットマネジメントとシャドバンキングの規制がある。規制を過度に強化すれば流動性が減退する影響があり、FSBの規制制度合いの調整は難しくその有効性が試されている。
- このように金融システムの不安定化リスクが深化および多様化する中、国際金融規制改革においては、Brexitの影響を最小限に抑えるために、これまで以上にG20の結束の強化、FSB主導での国際協調が求められよう。

### はじめに：懸念される国際金融規制における国際協調の綻び (Fault lines)

英国のEU離脱(Brexit)は、現在の国際金融規制改革を主導する米国とEUが主導する英国を含む大西洋を挟んだ国々の規制の協調の綻びを生む可能性があると考えられる。リーマン・ショック後の金融危機以降、FSB主導でG20各国の合意を得て進められてきた国際金融規制改革が、EUと英国の結束が崩れることで、リーマン・ショック後の金融危機の原因とされた規制の綻び(Fault lines<sup>1</sup>)の芽が生み出されることが懸念される。世界経済の先行きの不確実性が増す中、国際金融規制改革は、G20のリーダーシップによるこれまで以上に強固なグローバルな協

<sup>1</sup> 大和総研レポート「[国際金融規制改革の行方～国際協調の“Fault lines”の表面化の懸念～](#)」(内野逸勢、2014年4月1日)参照

調と合意のもと、金融システムの安定化を確実なものとするために着実に進められる必要がある。しかし、リーマン・ショック前の国際金融規制が各国・地域で異なるいわゆる“パッチワーク状態”に部分的にも逆戻りすれば、金融不安定化のリスクは高まっていくこととなる。特に、英国と米国は、規則（regulation）だけではなく、規範（norm）を形成していく議論において、主導的な役割を果たしており、その部分が EU 内の議論に反映されなくなるリスクも懸念される。

さらに国際金融規制の主要課題の中には、後述する気候関連財務リスクなどの新たなリスクについて、イングランド銀行が主導して認識し、FSB（金融安定化理事会）が 2016 年から本格的に同財務リスクの“効果的”な開示を推し進めているものがある。このような節目に、国際協調の綻びが見られると、金融システムの不安定化リスクはさらに高まると考えられる。

## 1. 9 月の G20 に提言する FSB が取り組む金融不安定化リスクへの対応策

今年 3 月に FSB の会合が東京で開催され、以下の 3 つの“2016 年優先事項”への対応策を、9 月の G20 杭州サミットに提言する予定である。特に、同会合では、アセットマネジメント活動に起因する構造的脆弱性への対処に向けた提言に盛り込む要素について合意を得た。

- 金融危機後の改革の完全な達成に向けたタイムリーかつ継続的な活動への支援と、想定外の重要な出来事にも対処する準備
- 金融システムの脆弱性を顕在化させる新たなリスクへの対処。例えば、市場型金融、不正行為、コルレス銀行業務の削減、気候リスクに伴う潜在的な金融不安定化リスク。
- 金融インフラストラクチャーの健全化の促進。BIS 決済・市場インフラ委員会（CPMI）<sup>2</sup>および証券監督者国際機構（IOSCO）<sup>3</sup>とともに、セントラル・カウンターパーティ（CCP）の健全性・回復力・決済能力の向上に対する政策の評価および必要な改善策の提言。

同会合では、上記の 3 つの優先事項の中での主要課題が具体的に示された（図表 1）。この 8 つの主要課題の中で取り組むリスクは、「コントロールが困難となっているグローバルな資本フローが金融システムの不安定化を招くリスク（コンベンショナル・リスク）」と、「過去の経験則が当てはまらないリスク」とに大きく分類される。特に後者のリスクの顕在化に対して、現状の金融インフラ自体の耐性が十分かどうかの仮説に基づく検証を求められよう。

後者のリスクとして、気候関連財務リスク、ブロック・チェーン等の技術イノベーションによる従来のシステムの構造的な変化に付随するリスクの 2 つが挙げられる。将来的には、英国の EU 離脱等、ポピュリズム、極端な保守主義の台頭による国際的な政策協調の枠組みにマイナ

<sup>2</sup> CPMI（Committee on Payments and Market Infrastructures）は、「支払、清算、決済、その他関連する仕組み（以下、「決済・市場インフラ」）の安全性・効率性を向上させるよう働きかけることを通じ、金融の安定および経済全体に貢献する」（同委員会憲章 2014 年 9 月 日本銀行仮訳）。

<sup>3</sup> International Organization of Securities Commissions；世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等から構成されている国際的な機関

スの影響を与えるイベント等も挙げられる可能性がある。

図表 1 2016 年の FSB 優先事項における主要課題と想定される政策提言

主要課題	付随するリスクと政策提言の概要
(1) アセットマネジメント(ファンド)と市場流動性リスク	<p>○リスク：金融システムの構造的な脆弱性を高めるリスク</p> <p>○政策提言：ファンドの流動性及びレバレッジ・リスクの開示強化とストレステストの実施</p>
(2) シャドーバンキングの健全な市場型ファイナンスへの移行	<p>○リスク：ノンバンク金融機関に関連するリスク</p> <p>○政策提言：そのリスクに対する政策ツールの必要性の強調</p>
(3) 他の顕在化している不安定要因への対処	<p>○リスク：①マクロ経済環境の停滞と、特に商品市況の低迷の影響を受ける企業・国の信用力の悪化、②銀行の収益性向上へのチャレンジ。低成長、低金利、規制強化でのビジネスモデル調整</p> <p>○政策提言：G20 で同意したポスト金融危機の改革を完遂し、新たに発生した新たな不安定要素を特定して強調</p>
(4) 新興市場と新興経済 (EMDEs) フォーラムの取り組む課題	<p>○リスク：①新興市場・開発途上国メンバーに関連する規制改革と金融安定リスク、②主要国メンバーのバーゼルⅢと OTC デリバティブ市場の改革を含む同意された改革の進展状況</p> <p>○政策提言：コルレス銀行業の削減、G20 合意の改革の影響と進展状況を、FSB とグローバルな基準設定機関でモニタリング</p>
(5) 気候関連の財務リスク	<p>○リスク：気候関連財務リスクの質の比較的高い情報の開示が少なく、アクセスが難しい。当該リスクの理解、管理が難しいこと</p> <p>○政策提言：気候関連財務リスクに関する財務ディスクロージャーを、市場参加者が理解し、管理できるように改善するために“気候関連財務ディスクロージャー (TCFD)”を 2015 年末に設立。2016 年末までに“自主的な企業開示”を促す提言の策定</p>
(6) 金融インフラストラクチャーの健全性強化	<p>○リスク：効果的に市場に影響を与える金融インフラのコア部分である清算機関としての CCP の健全性に対する不安によるシステムミック・リスク（デリバティブ市場の不安）。CCP のトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの懸念</p> <p>○政策提言：CPMI-IOSCO による CCP の清算機関としての健全性の改善、信頼性回復に関する追加的なコンサルテーション。CCP に関する FSB のハイレベルのガイダンス（2016 年末）</p>
(7) 技術イノベーションの金融システムに対するインプリケーション	<p>○リスク：ブロック・チェーン等金融技術イノベーションの金融商品・サービスへの適用が金融システムの安定を脅かすリスク</p> <p>○政策提言：グローバルな基準設定機関と FSB が共同して、潜在的なリスクとビジネス機会を分析し、規制の在り方を検討</p>
(8) マクロ・プルデンシャル政策フレームワーク	<p>○リスク：効果的なマクロ・プルデンシャル政策なしでは、国際的な資本フローの変動によって増幅される国内の金融システムの脆弱性に取り組むことができないリスク</p> <p>○政策提言：IMF、FSB、BIS が共同で、これまでの経験と潜在的な教訓を整理。FSB は、効果的な同政策フレームワークの策定を支援するとともに、国際的な協力体制を強化</p>

(出所) “Meeting of the Financial Stability Board in Tokyo on 30–31 March”, FSB Press release, 31 March 2016 から大和総研作成

本稿では、8 主要課題の中で「気候関連の財務リスク」、「アセットマネジメントと市場流動性リスク」、「シャドバンキングの健全な市場型ファイナンスへの移行」について触れる。

## 2. 取組が進む金融不安定化リスクへの対応と課題

### (1) 気候関連の財務リスクの開示制度の整備

気候関連財務リスクが顕在化することで、金融システムの不安定化につながることは、2015 年 9 月にイングランド銀行の「気候変動が英国保険セクターにもたらす影響」の中で説明されている。気候関連の財務リスクには、「物理的リスク<sup>4</sup>」、「賠償責任リスク<sup>5</sup>」、「移行リスク」の 3 つが存在し、特に、移行リスク（低炭素社会への移行に伴い、温室効果ガス排出量が多い石炭資源会社への貸付等の金融資産の価値変動によりもたらされる財務リスク）が顕在化することで、金融システムへの影響が大きいとされている。FSB の問題意識としては、「同財務リスクを認識するための質の高い情報の開示が少なく、加えてその情報にアクセスすることが難しいことを挙げている。このため、金融機関の当該リスクの理解、管理が難しくなっている」としている。

G20 レベルでは、2015 年 4 月の G20 財務大臣・中央銀行総裁会合コミュニケにおいて、「金融安定理事会 (FSB) に対し、気候関連課題について金融セクターがどのように考慮していくべきか、官民の関係者を招集することを要請する」との声明が出された。

その後、同年 12 月に FSB が「気候関連ディスクロージャータスクフォース<sup>6</sup> (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD) の設立を公表した。FSB は TCFD に対して、「金融セクターにとって一貫性、比較可能性、信頼性、明確性をもつ、効率的なディスクロージャーを促す任意的な提言を策定することを目指す」ことを付託している。TCFD は、フェーズ I として 2016 年 3 月末までに「開示の範囲、大括りの目標、基本原則を検討するための実態調査」を実施した。フェーズ II として 2016 年末までに、「先進的な開示事例のギャップを識別し、広範な金融セクター関係者による気候関連財務ディスクロージャーの一貫性、アクセスのしやすさ、明確性、有用性を高めるための提言を行うこと」としている。最終報告書は 2017 年 2 月に公表予定である。

TCFD は、確かに開示のニーズは高まり、開示の枠組みは政府および規制当局者、証券取引所等により多数生まれているが、課題も多く存在していると指摘している。例えば、気候リスク開示の評価の中心となる「マテリアリティ (重要性)」の「気候リスクの定義に関するコンセンサスの不在」、つまり「気候リスクがいつ、どこで、どの程度発現するか、評価が定まっていな

<sup>4</sup> 洪水、暴風雨等の気象事象によってもたらされる、財物損壊等の直接的なインパクトに加え、グローバルサプライチェーンの中断、資源枯渇等の間接的なインパクトも含むもの。

<sup>5</sup> 気候変動による損失を被った当事者が他者の賠償責任を問い、回収を図ることによって生じるリスク。

<sup>6</sup> FSB は 2012 年に民間金融機関メンバーからなる「開示強化タスクフォース」(Enhanced Disclosure Task Force) を既に立ち上げている。

いこと」を課題として挙げている。

これらを踏まえて、TCFDの検討範囲は、気候関連財務リスク(と機会)として、「財務リスク<sup>7</sup>」、「物理的リスク」、「非物理的リスク<sup>8</sup>」、「インパクトの可変性<sup>9</sup>」。さらに、経営層の同開示の取組みとしては「取締役及び経営が気候関連の財務リスク及び機会についてどの様に認識、評価、管理及び開示するかを十分に検討した上で、メインストリームの財務報告に反映されることが望ましい」としている。

金融セクターに関連する主な論点として、作成者と利用者という2つの視点から複数挙げている。作成者としての視点では、例えば、金融機関のコアリスク(信用、流動性、金利、オペレーショナル、コンプライアンス、戦略、レピュテーション等)と気候関連財務リスクとの関連性の評価が挙げられている。利用者としては、現存する開示のギャップをどの様に埋めるか、投資や与信を行う際に有用となる情報は何か、国による情報の有用性の違いはどこにあるのか、などを指摘している。

現時点では、上述したように気候リスクの定義自体の合意がなされていない中、金融システムの不安定化リスクとの関連を見出すのは難しい。ただし、今後、想定されている大規模な気候リスクが顕在化、あるいはその顕在化する頻度が上昇する等の場合には、急激に気候関連財務リスクへの認識が高まることが予想され、早期にグローバルで統一した開示の仕組みを整備することを目指すFSBの活動は評価されよう。

## (2) アセットマネジメントと市場流動性リスク

FSBは「先般の金融危機以降、市場型金融は成長著しく、その結果、既存の金融システムにおける銀行の資金への依存度を低下させるとともにファイナンスの多様性を増長してきた。それとともにグローバルな資本フローの活性化に大きく寄与し、先進国と新興国の市場経済の恩恵に資するように、新たな信用創造と投資の源泉をもたらしている」と評価している。その一方、「市場型ファイナンスの重要性が増すと同時に、その主な主体であるアセットマネジメントの活動の増幅(筆者注)資産運用額の増加:図表2)が、金融システムの構造的な脆弱性を高める可能性がある」としている。特に、図表2が示す通り、「レバレッジ<sup>10</sup>未報告ファンド」の運用額が増加傾向にある現状が、金融システムの不安定化リスクの予見可能性を低くしている可能性が高いと言えよう。

金融システムの構造的な脆弱性を高めるリスクとしては、1)「流動性ミスマッチ」、2)「レバレッジ(比率の水準)」、3)「ストレス状況下での投資を遂行(売却)する場合のオペレーショナル・リスク」、4)「アセット・マネージャーとファンドの貸株活動」が挙げられている。

<sup>7</sup> 気候関連インパクトにより、主に金融資産・負債、並びに将来キャッシュフローに影響するリスク

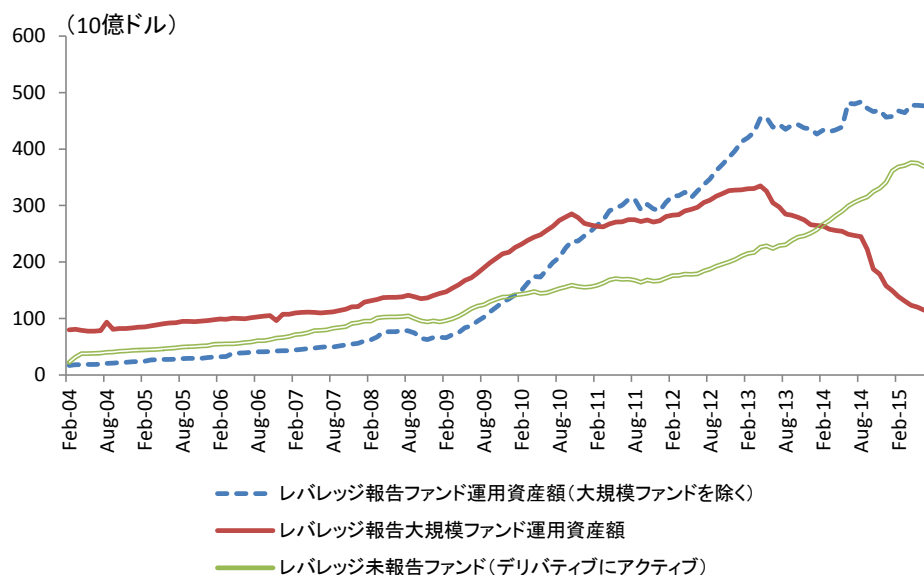
<sup>8</sup> ①政策、法制度、訴訟、②技術革新(陳腐化)、③市場及び経済動向変化(消費性向等)、④レピュテーション

<sup>9</sup> 時間の経過、地理(所在国)、業種による違い

<sup>10</sup> レバレッジの代表的な手段として、借入れ利用、デリバティブ(先物やオプション)の利用等が挙げられる。

このため FSB は同リスクに関連するストレステストの実施を各国の関係当局に推奨している。特に、アセット・マネージャー全体に流動性とレバレッジ・リスクの情報開示の量的・質的な強化が、金融不安定化リスクを軽減する上で重要であるとしている。

図表 2 レバレッジ報告の有無別ファンドの資産運用額の推移



(出所) IMF データから大和総研作成

### (3) シャドーバンキングの健全な市場型ファイナンスへの移行

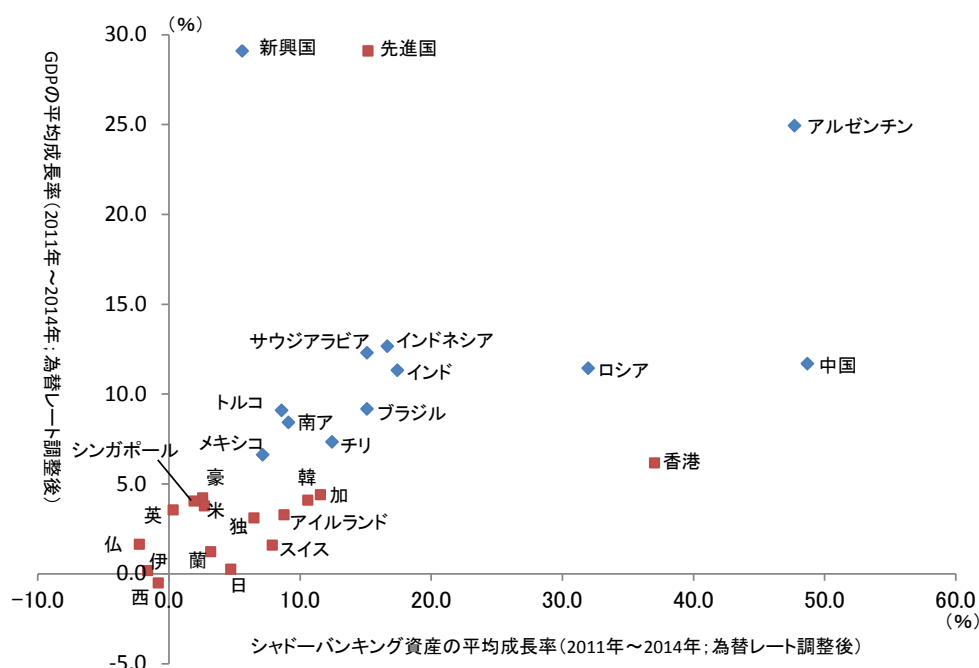
FSB は 2015 年 11 月に 5 回目となる「グローバル・シャドーバンキング・モニタリング・レポート 2015<sup>11</sup>」を公表した。当該レポートの対象地域の GDP は世界全体の 80%、金融資産の世界全体の 90%を占める。シャドーバンキングシステム（同レポートでは市場型金融、またノンバンクとも呼ばれる）は、広義では、通常のバンキングシステム以外の法人および個人活動を含む信用仲介と定義されている。同レポートの対象地域のシャドーバンキングの資産は、2011 年の 31.3 兆ドルから 2014 年には 15%増の 35.9 兆ドルとなり、GDP 比率は 2011 年比 2.4%pt 上昇して 59.1%となった。銀行規制の外にあるノンバンクのチャネルの信用仲介は、銀行規制の強化に伴い、規制上のメリットがあり、実体経済にとって資金調達のための重要な役割を担っていると考えられる（図表 3）。各国別で見ると、シャドーバンキング資産額の 2011 年～2014 年の平均成長率では、新興国が先進国と比較して高く、シャドーバンキングの信用仲介が増加して、経済成長にも貢献しているとの見方もできよう。

ただし、ノンバンクが、銀行と同様の機能に付随するリスク、つまり、償還期間と流動性のミスマッチ・リスク、レバレッジ・リスクを構造的に取り始め、銀行システムとの関係が深くなると、金融のシステム的・リスクの原因になる可能性も否定できない。このため、2015 年からは“経済機能”によりノンバンクを 5 つに区分し、銀行システムとの関係が深いシャドー

<sup>11</sup> 2014 年末のデータ。アイルランド（今回初）と EU 全域を含む 26 の司法権を持つ国と地域を対象。

バンキングの範囲対象を絞り込んでモニタリングするシステムを導入した。つまり、「MMF、ヘッジファンド、その他投資ファンド等の集団的投資ビークル」に特に焦点を当てている。同集団的投資ビークルは2014年末でシャドバンキング全体の60%に達し、過去4年間（2011年～2014年）で年平均10%の伸び率を記録した。金融全体の資産の12%である。証券化による信用仲介は逆に減少している。

図表3 先進及び新興主要国のシャドバンキング資産とGDPの平均成長率（2011年～2014年）



（出所）IMF データから大和総研作成

一方、FSBのMUF1<sup>12</sup>の区分にされたうち、ノンバンクに属するその他金融仲介機関（OFI）、年金基金、保険会社（20の国とEU地域）の金融資産は、MUF1の全体の40%に達している。OFIの区分別では、トラスト法人、特に中国をベースとした同法人の資産は過去数年間で26%の成長率と水準が高い。MMF（複数EU地域内の国と中国）も高い成長率を記録している。

今回の東京での会合では、上記3つのリスクについて、2015年における施策の実行の結果を検討し、FSBのメンバー国の規制・監督当局<sup>13</sup>間でのノンバンク金融機関に関連するリスクと、そのリスクによる金融不安定化をもたらす問題に対処する政策ツールに関して情報を共有した。

<sup>12</sup> Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation の略。

<sup>13</sup> 構成国メンバーの規制・監督当局は、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、メキシコ、オランダ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スイス、トルコ、イギリス、アメリカ、EU（ECB、EC）（25カ国）の中央銀行、金融庁、財務省（各国によって異なる）。その他の構成機関として、国際金融機関（BIS、IMF、OECD、世銀）、国際基準設定機関及びその他機関（バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、BIS金融システム委員会（CGFS）、BIS決済・市場インフラ委員会（CPMI）、保険監督者国際機構（IAIS）、国際会計基準委員会（IASB）、証券監督者国際機構（IOSCO）。

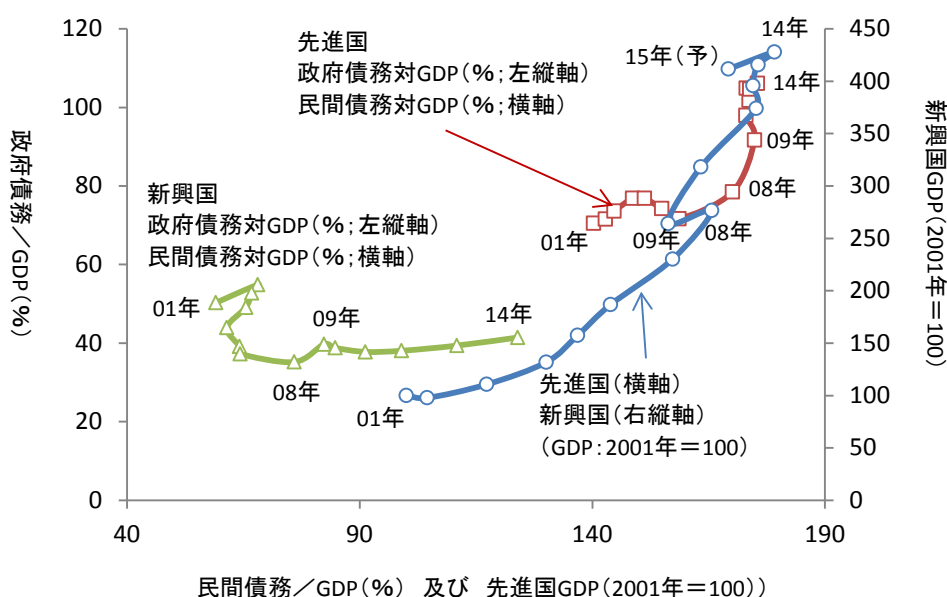
当該リスク、それに対応する施策の共有はできるが、政策協調体制のマインドが薄れると、各国の規制に綻びが生じ、金融システムの不安定化のリスクが高まる可能性がある。

## 2. リスク増大の背景：グローバル資本フローの金融不安定化への影響

2001年からの世界経済の大きなサイクル（図表4）を見ると、①先進国の民間セクターの景気が悪化する（＝民間のレバレッジ低下）と、②先進国の政府が需要を肩代わりし（政府レバレッジが上昇）し、かつ金融緩和を受けた資金流入により景気が立ちあがる。そして③先進国の民間セクターにおいて景気が十分に回復すると、次第にインフレ（時として「バブル」）が発生し、先進国が調整期を迎えることで、再び①に回帰する<sup>14</sup>。

ただし、2001年以降のこのサイクルの特徴として、1）2001年比の2014年の新興国の民間の債務レバレッジ指数の増加幅が先進国の同増加幅の約2倍であること、2）2014年の先進国の政府債務レバレッジの水準が100%を超える水準にあり、新興国の同レバレッジは新興国のGDPの水準が大幅に上昇したこともあり、50%以下の水準にあること、の2つが挙げられる。

図表4 新興国と先進国のGDPと民間・政府の債務レバレッジの推移（2001年～2014年）



（出所）IMF データ（2015年10月世界経済見通し）から大和総研作成

IMFによる2015年のGDP成長率の予想では、新興国、先進国とも同水準が低下するとみられている。先進国の民間需要の回復が依然緩慢でありながら、一部で財政緊縮への取組みが行われていることが、世界景気停滞の根本的な要因と考えられている。更に悲観的な想定として、ローレンス・サマーズ元米国財務長官によって説かれている世界経済の長期停滞説に鑑みると、

<sup>14</sup>大和総研レポート「[第188回日本経済予測（改訂版）](#)」（熊谷亮丸他、2016年3月8日）参照



これまでの「大きなサイクル」をトレースする可能性は低いであろう。今後米国の利上げが想定されている中、新興国からの資金流出が生じるとみられ、新興国にこれ以上の需要創出を期待することは難しいと考えられる。需要創出のないまま債務が拡大する可能性も否定できない。

グローバルな金融システムの構造的な脆弱性は、このように世界経済の「大きなサイクル」と無関係ではなく、これを想定しながら先行して様々な主体（銀行・シャドールバンク問わず）によって金融仲介が行われるため、大きなサイクルの想定が崩れると、急激な資金の移動が発生する可能性が高まり、金融不安定化リスクが顕在化すると考えられる。

このため、グローバルな資本フローにおいて存在感を高めるアセットマネジメント、シャドールバンク等の市場型金融主体への規制が金融システムの安定化に重要である。一方、上述したように各国で財政的な制約がある中、このグローバルな資本フローの一部を世界経済の持続的かつ“健全”な成長を脅かすグローバルな課題に対応するために活用することも選択肢として考えられよう。

### 3. まとめ

金融システム不安定化リスクとして、リーマン・ショック後の金融危機以降、G20 が掲げた多くの規制が合意に至り、国際的な政策協調が深化する中、FSB 主導の下、着実に、グローバルな規制の厳格化、各国の規制の綻びを修復することが進められてきた。前述した残る規制についても合意の下で厳格化が進められており、気候関連財務リスク等の新たなリスクへの対応も始まったばかりである。

このような状況において、英国の EU 離脱によって、これまで合意を得て進めてきた国際協調に再び Fault lines が発生することが金融システム安定化にとって最大のリスクであろう。さらに今後、このような政策協調が綻ぶリスクは世界的なポピュリズムの台頭により増長される可能性もある。例えば英国の Brexit に対する国民投票が大方の想定に反したように、想定されていた結果が想定外の結果に振れるリスクが顕在化するイベントが該当する。

金融システムの不安定化リスクが深化および多様化する中、国際金融規制改革においては、これまで以上に G20 の結束の強化、FSB 主導での国際協調が求められよう。