

2013年8月15日 全6頁

バーゼル規制はユーロ圏の金融政策 に影響するのか？

レバレッジ比率規制改正案、レポ市場への影響

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 6

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 菅野 泰夫

[要約]

- 欧州の銀行では、バーゼルⅢでのレバレッジ比率規制改正案の発表を受け、新たなデレバレッジの機運が高まりつつある。ただし圧縮する資産の中心は、規制強化の本来の意図である証券金融取引(SFT)ではなく、各行の資本コストに見合わない中小企業向け融資や未使用のコミットメントラインとなる可能性もある。
- 今回の改正案で最も懸念されているレポ取引に対して、シティでは大規模なアンワインド(巻き戻し)はいまだ確認されていない。欧州に拠点がある金融機関はレポ取引に与える影響調査を急ぐ一方、他行が、いつ、どこでレポ取引を縮小させるかを見定めているのが真相のようだ。
- 特に欧州中央銀行(ECB)により実施された3年長期資金供給オペ(LTRO: Long Term Refinancing Operation)は、調達資金の増加に加えて証券金融取引として認識されるため、レバレッジ比率を大幅に低下させるといわれる。欧州の銀行は、バランスシートを膨張させる余剰資金の縮小に向けてLTROの早期返済が加速する可能性も否定はできない。そうなれば本来の規制の意図から外れた形で、ユーロ圏の金融政策へ思わぬ副作用が働くことを意味する。

新たな資本政策が必要な欧州の銀行

欧州の銀行(以下、欧銀)では、2013年6月26日に発表されたバーゼルⅢでのレバレッジ比率規制の改正案¹(以下、改正案)が想定以上に厳しい内容であったことを受け、新たな資本政策を急ぐ機運が高まりつつある。7月末にはロンドンに本拠地を置くバークレイズ銀行が58億ポンド(約8700億円)の株主割当増資を発表しており、他の銀行においても更なるバランスシ

1 BCBS, "Revised Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements", 2013年6月26日。

一トの圧縮が必要であるとの指摘も少なくない²。欧州のグローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIBs) を中心に資本調達かデレバレッジが避けられない状況が鮮明になりつつあるといえよう。

ただし欧銀の多くは、規制強化の本来の意図である証券金融取引 (SFT) の圧縮等よりも、各行の資本コストに見合わない中小企業向け融資や未使用のコミットメントラインの解消³を優先することで今回の改正案を乗り越えようとする可能性もある。欧銀は、依然、欧州債務危機から続く収益低迷を脱しきれておらず、他国から周回遅れと揶揄される状況を改善することが求められているからだ。

改正案におけるレポ取引への影響

今回の改正案を受けて、シティではレポ取引の大規模なアンwind (巻き戻し) は未だ確認されていない⁴。長期のタームレポや通貨スワップ等への若干の懸念はあるもの、今すぐにレポ取引を中止できる金融機関は少ないといえる。外貨預金が乏しいため、外債購入でドルやユーロが必要な際に、(レポ取引か通貨スワップ等の) 証券金融取引を選ばざるをえないのは、どの金融機関でも同じだからだ。欧州に拠点がある金融機関 (邦銀を含め) では、レポ取引に与える影響調査を急ぐ一方、他行が、いつ、どこで取引を縮小させるかを見定めているのが真相のようだ。

ただしその動揺なのか、欧州のマネーマーケットにおいて、金利水準に若干の変化がみられている。7月のECB理事会にて導入されたフォワードガイダンス (将来の金融政策指針) 以降も、ユーロ圏の短期金利が上昇基調 (図表1: ユーロ圏無担保翌日物平均金利) にあることは、決して利下げ観測が外れたことへの失望だけではなく、今回の改正案の影響もあるようだ⁵。特に月末になるとこの金利水準が大きく乱高下する傾向にあることは、各行のバランスシート調整への警戒感が、徐々に現れている証左といっても過言ではないだろう。

こうした背景を踏まえて、“今後、レポ取引の流動性が低下することにより、現物債券 (特に欧州国債) の価格が出にくくなり売買が成立しづらくなるのでは”、との懸念は絶えない。ただし、一時的にレポ取引の減少により、現物債券 (特に外債) の運用をストップする金融機関が増加したとしても、裁定メカニズムが働き (割安になった資産に対して新たな市場が形成され)、結果的に現物の流動性が回復するというシナリオも十分想定されている。ましてや、たとえ欧銀による過去のポジション整理が加速したとしても、それを収益機会として新たなリスクを引き受ける投資家も存在するということだ。

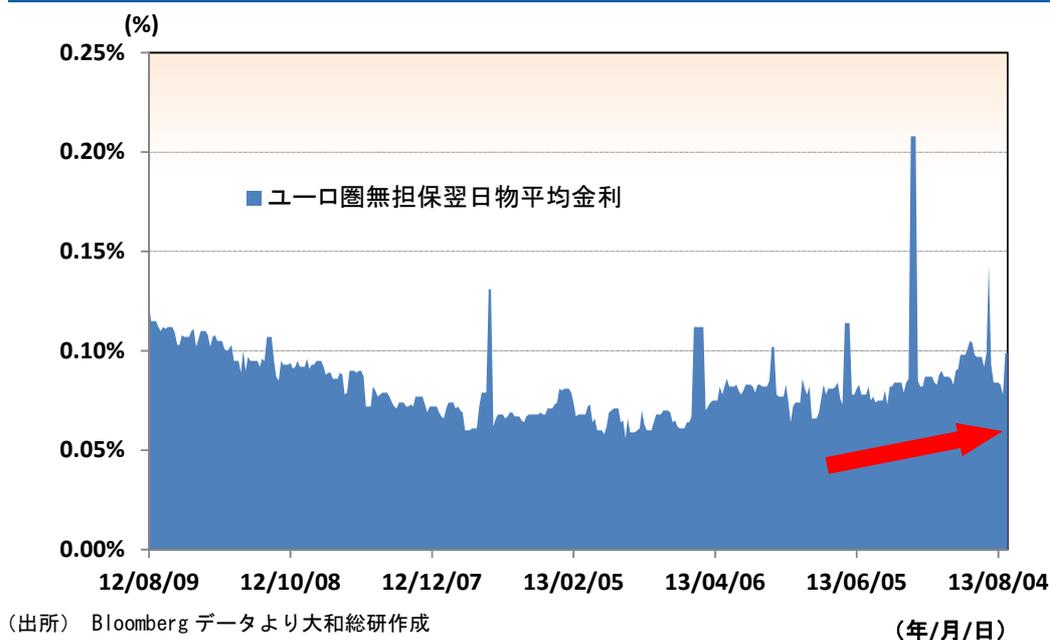
2 8月2日に、英国健全性監督機構 (PRA) のベイリーCEOによる「充実した資本と弾力性を備えた銀行は、金融安定を確実にして国の経済成長を下支えする上で不可欠だ」との声明が発表されたことも、欧銀の危機意識を強めたといわれている。

3 レバレッジ比率の計測では、コミットメントライン等のオフバランス項目もグロスで計上する必要がある。

4 菅野泰夫、「複雑すぎるパーゼル規制に再考の流れ」、2013年7月24日、大和総研ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場レポート Vol.5 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20130724_007465.html

5 金利上昇の要因として、8月1日のECB理事会後の記者会見でドラギ総裁が、利下げを協議したかとの記者団の問いに明確な回答を避け、市場を困惑させた経緯もある。

図表 1 ユーロ圏短期金利の推移 (2012年8月～2013年8月)

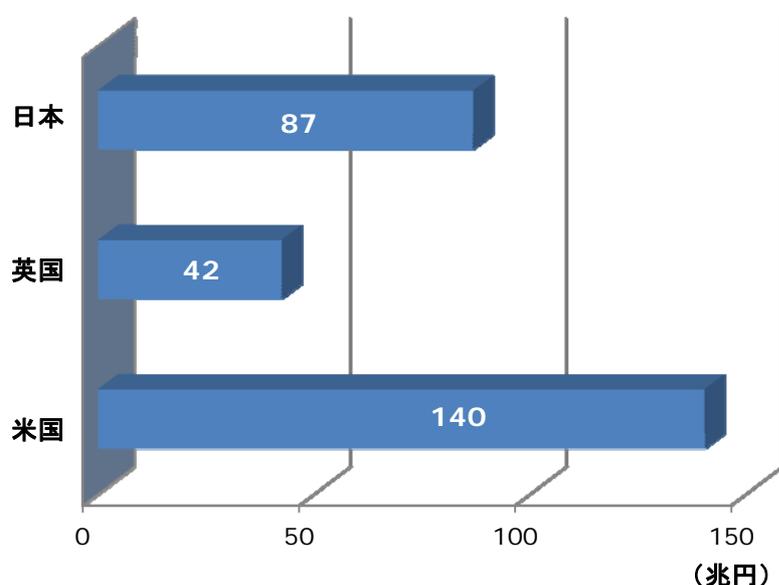


邦銀海外拠点の影響（会計上およびバーゼル上のネットティングでの影響）

日本では1996年4月に現在のレポ市場が設立され、日銀のレポオペ等の導入が起爆剤となり、わずか数年で急拡大した。その後、リーマン・ショックを経て一旦は大幅に減少したものの、（近年の低金利政策による）旺盛な外貨建て運用の増加に伴い、再度拡大基調にある。

図表2は米国、英国、日本のレポ市場の規模を示している。米国の約140兆円、英国の約42兆円と比較しても日本市場の規模（約87兆円）は相応の大きさにあるといえる。また特に邦銀では、ドル、ユーロといった外貨ファンディング（外貨預金等）が不足するため、海外運用資金をレポ市場にて調達するケースが多い。さらに、外貨建て運用（特にソブリン外債）のほとんどを海外で行っているケースも多く、今回の改正案の影響は、ロンドンやニューヨークの邦銀の海外拠点からも注目されている。

こうした邦銀の海外拠点からは、（今回の改正案の中で）レポ取引によるバーゼル上のネットティングが禁止となった場合は、その影響が大きいのではとの指摘も多い。バーゼル上のネットティングとは、債券価格と現金担保の差額をリスク性資産として定義することにある（信用リスク削減手法）。計測には簡便手法と包括的手法が選択でき、実務的な取扱いでは包括的手法を利用するケースが多い。これは担保価格を時価よりも保守的に減額したうえで、エクスポージャー額から差し引くことによって信用リスク削減効果を反映する手法となる（エクスポージャー差引き方式）。わかりやすく説明すれば、たとえば100億円の国債を借入れて90億円の現金を担保で出すケース等の概算では、100億円（国債）+10億円（ヘアカット：ボラテリティ調整率）-90億円=20億円だけの金額としてオンバランスされる対象となる。即ち、バランスシートに計上される金額が大幅に減少する計算となっているため、これが認められないときの影響が大きいことがわかる。

図表2 各国のレポ市場規模の概算推計比較 (2013年7月発表)


(注) 英国は2013年5月、日本は2013年6月末、米国は2013年7月17日の週時点のデータ(データの発表はいずれも2013年7月)、為替(対円レート)も各々の時点で換算。

(出所) Federal Reserve Bank of New York, Bank of England, 日本証券業協会資料より大和総研作成

また米国の拠点においては、レポ取引の会計上のネッティングができなくなることの影響が懸念されている。米国会計基準では、マスター・ネッティング・アグリーメントのもとで同一の相手方との間において生じ、同一日に同一口座による決済が定められているなど、一定の条件を満たす場合にはレポ取引で生じた債権・債務を会計上相殺することができる⁶。今までは、大幅に金額が縮小されていたため、これが認められなければ、米国でレポ市場を多用していた銀行等の影響は想定以上に大きくなるともいえるだろう。

欧州での金融政策への懸念

今回の改正案は、中央銀行の金融政策にまで影響を及ぼす可能性もある。バーゼル規制対象行は、バランスシートを膨張させる余剰資金縮小に向けて、中央銀行からの資金を返還する可能性も否定はできない。本来の規制の意図から外れ、各国の金融政策へ思わぬ副作用が働くことが警戒されている。

特にユーロ圏の金融政策は、レバレッジ比率規制上、銀行にとって最も投資効率が悪い部類に分類されるとの見方がある。欧州中央銀行(ECB)により、大規模に実施された3年長期資金供給オペ(LTRO: Long Term Refinancing Operation)⁷は、レバレッジ比率規制上、調達資金の増加に加えて証券金融取引として認識されるため、レバレッジ比率を大幅に低下させるとみられ

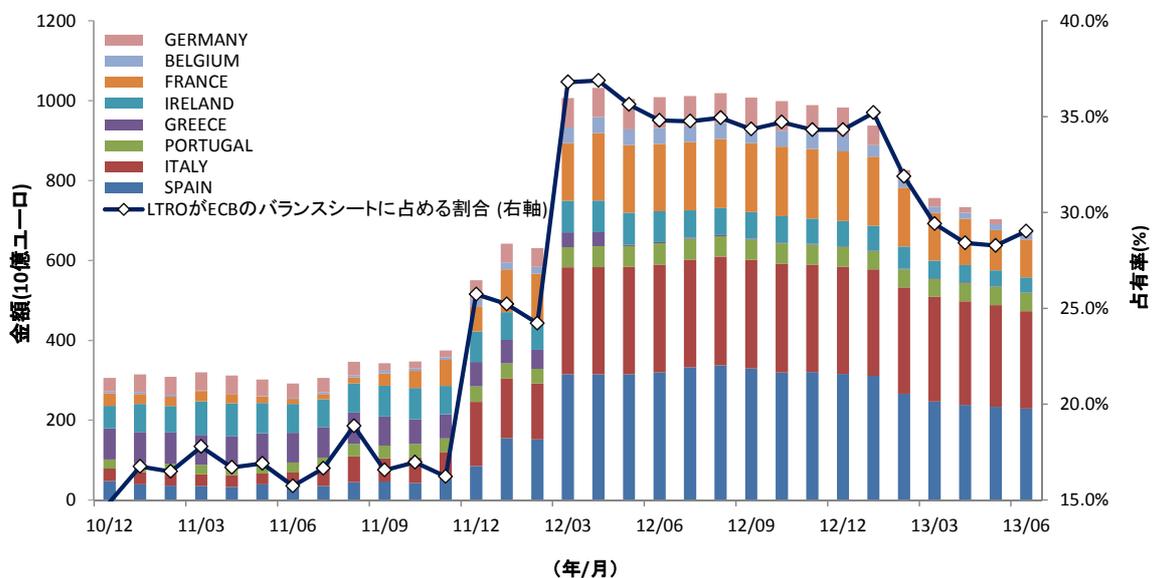
⁶ FIN41等

⁷ もともと、期間3ヶ月程度のは定期的に行われていたが、期間3年のものは、第1回目が2011年12月、第2回目が2012年2月に実施された。

ているからだ。LTROは実施当初からその場しのぎとの批判があり、資金供給の多くは危機発生国の国債投資に向かったといわれている。結局は欧銀のキャリートレードに活用され、本来の中小企業向けの資金供給という目的は達成できなかったとの意見が優勢だ。またその資金がレポ取引や為替スワップなどを通じて外貨建て投資に活用されていたのであれば、さらにレバレッジ比率を低下させる要因となる。ましてや、流動性の観点から安全措置の意味合いで、多額の現金を当座預金に置いたままでは、銀行の資本コストのハードルレートに見合わないといえよう。

無論、LTROでの資金使途の多くが有価証券投資であれば流動性は高い。LTROを早期償還することによりレバレッジ比率の水準を引き上げることも有効な選択肢の一つとなる。もし仮に、バランスシートの縮小を急ぐ欧銀が増加し、LTROの早期償還が加速した場合、ECBは大規模な金融政策の変更を余儀なくされるだろう。現在のECBは、日本や米国の中央銀行の金融政策と比較するとバランスシートが質的に異なる運営を行っているといわれている。過去ECBはリーマン・ショックや欧州債務危機が発生したにもかかわらず、ユーロ圏国債の直接買い入れを可能な限り回避してきた。その代わりにECBは適格担保基準を拡大し大規模な資金供給を実施(LTRO)、現時点でもバランスシートの約3割を占める(図表3参照)。ただし、レバレッジ比率規制上各銀行の資本コスト等に配慮するとなると、今後ECBの金融政策も米国、日本と同様にバランスシートを現物債券で拡大する方向に転換することは免れない。今後ECBは、LTROに代わる異次元の金融政策を早急に打ち出せるか手腕が試されることとなる。

図表3 LTROの各国調達金額とECBのバランスシートに占める割合の推移



(出所) Bloomberg データより大和総研作成

各銀行の具体的な対応検討（まとめにかえて）

バーゼルⅢのレバレッジ比率規制は、毎月末のレバレッジ比率計測を行いその数値を平均して四半期（一般に6月,9月,12月,3月の月末）毎に報告することになっている。毎月末にレポ取引等の取引額を縮小させてバランスシート上に反映させない方針により、水準を低く見せることも可能であるといえ、自己資本比率政策上少しでも有利な状況を求める金融機関で同種のオペレーションが見込まれる⁸。ただし、こうした経済実態上あまり意味をなさない行動が、各銀行により反復的に実施されるのであれば、具体的なルールの変更も視野に入ってくる。

今回の改正案は、現段階では各国で様々な解釈がなされ、最終的に当局の実務的な判断を仰ぐこととなるであろう。各国当局の対応の巧拙が、その国の投資銀行の競争力を図る上でも重要なファクターとなるため、今後のバーゼル銀行監督委員会の舵取りが大いに注目される。

（了）

⁸ 毎四半期末で資産圧縮を抑制するために月末平均値を採用しているが、そもそも1ヶ月以内の取引が中心なので効果は限定的との声が多い。