

コロナ禍に対応するマクロプルーデンス政策 —アフター・コロナの政策運営を見据えて—

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミック（コロナ禍）は、2008年のリーマン・ショックを超えると思われる甚大な世界的経済・社会の危機をもたらした。各国政府は COVID-19 への対応として、金融政策や財政政策に加えて、金融システムの安定を目的とするマクロプルーデンス政策に関わる措置も含め、政策を総動員して対応に当たっている。
2. COVID-19以前は、世界的に緩和的な金融環境であり、金融システムに循環的なリスクが懸念されていたため、各国のマクロプルーデンス政策は全体的に引締め方向で運営されていた。欧州では、バーゼル III で導入された代表的なマクロプルーデンス・ツールであるカウンターシクリカル・バッファ（CCyB）が2019年には11カ国で使われており、2020年から利用することを決定した3カ国を加えると、COVID-19以前は14カ国がCCyBを発動していた。
3. COVID-19のパンデミックは、実体経済だけでなく金融・資本市場にも大きなショックをもたらした。もっとも、世界各国の金融システムは、金融危機以降の金融規制改革の結果として、強靱性を保ちながら実体経済に対するファイナンスを維持していると評価されている。各国の政府・中央銀行は、金融システムを幅広く支える様々な施策を講じており、その中には、CCyB や流動性カバレッジ比率（LCR）といったバーゼル III の自己資本・流動性規制で認められたフレキシビリティ、すなわちストレス時の緩和措置も採られている。
4. 日本は、当面の間は COVID-19 がもたらす困難な経済・社会危機への対応に集中することが求められよう。もっとも、COVID-19 への対応として CCyB が果たしている機能を踏まえれば、アフター・コロナのマクロプルーデンス政策として、CCyB を含む金融規制・監督上のマクロプルーデンス措置のあり方について、今後、改めて整理することが重要であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・小立敬「銀行規制再論—将来に向けた銀行システムの安定のための論点—」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号
- ・小立敬「各国で適用が始まったカウンターシクリカル・バッファ」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）

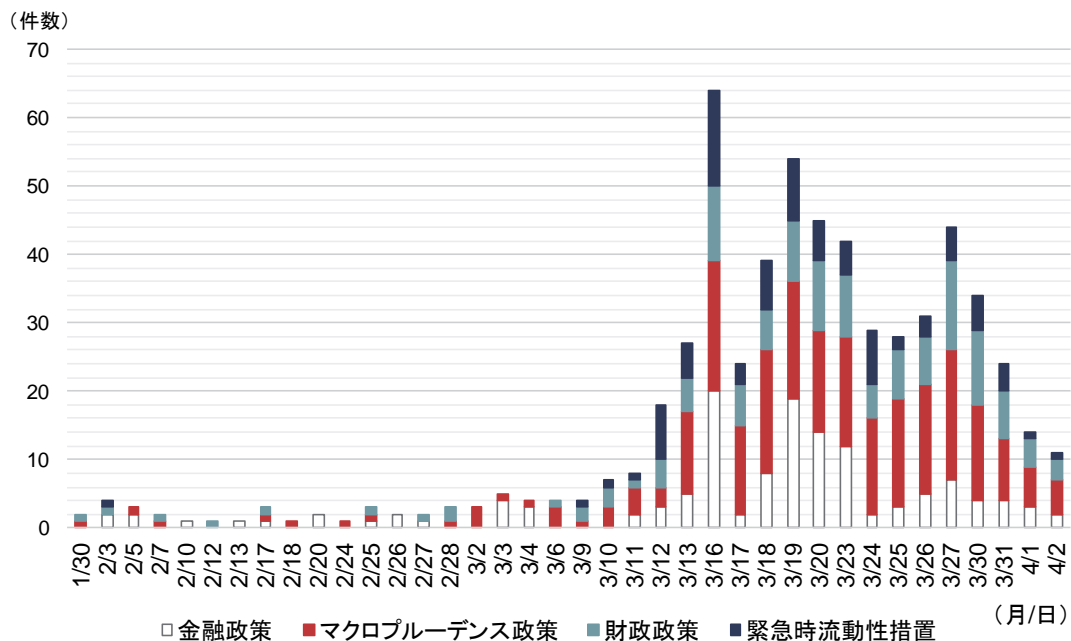
I COVID-19 に対する金融システム面での政策対応

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックは、世界各地のロックダウンによって経済活動を停止させ、あらゆるセクターに需給の両面からショックをもたらし、2008年9月に始まったいわゆるリーマン・ショックを超えると思われる甚大な世界的経済・社会の危機をもたらした。各国政府は COVID-19 に対応するために政策を総動員し、経済が回復するための様々な施策を講じている。その中には、グローバル金融危機の後にその重要性が以前に増して注目されるようになったマクロプルーデンス政策も含まれる。

マクロプルーデンス政策とは、個々の金融機関の健全性の確保を目的とするミクロプルーデンス政策に対し、金融システムの安定を目的とするマクロ金融政策として位置づけられる。一般にマクロプルーデンス政策は、金融システムの安定を確保する観点から、市場ストレスや金融危機、すなわちシステムミック・リスクが顕在化するような状況において緩和を図り、システムミック・リスクが蓄積する局面において引締めを図る政策である。

図表1は、COVID-19のパンデミックへの対応として世界50カ国で実施された経済措置に関して、①金融政策、②マクロプルーデンス政策、③財政政策、④緊急時流動性措置という4つの政策分野に絞って件数を比較したものである¹。この整理によると、各国で講じられた措置全体の4割程度をマクロプルーデンス政策が占めている。

図表1 COVID-19 に対する政策措置の公表件数



(注) BIS、IMF、ADBを含む国際機関が講じた措置は含まれない。

(出所) The Yale Program on Financial Stability (YPFS), Benediktsdóttir, et al.(2020)より野村資本市場研究所作成

¹ Sigríður Benediktsdóttir, Greg Feldberg, and Nellie Liang, “What macroprudential policies are countries using to help their economies through the COVID-19 crisis?,” Brookings, April 6, 2020 (<https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/04/06/what-macroprudential-policies-are-countries-using-to-help-their-economies-through-the-covid-19-crisis/>).

COVID-19 のパンデミックへの対応として実行されたマクロプルーデンス政策としては、バーゼル III で導入されたカウンターシクリカル・バッファ（countercyclical capital buffer; CCyB）の活用が顕著である。代表的なマクロプルーデンス・ツールとして位置づけられる CCyB は、銀行に対して、循環的なリスクの顕在化に備えて経済サイクルの上昇局面において引上げを図り、下降局面に入ったときには引き下げて、銀行セクターの損失吸収力を確保しながら危機の間も銀行に信用供与を維持させる役割を担っている。COVID-19 以前に CCyB をプラスの値にしていた国では、パンデミックの影響が顕在化した 2020 年 3 月以降、ほとんどが CCyB の水準を引き下げて緩和の措置を講じている。

各国では、COVID-19 に対応するマクロプルーデンス政策として、CCyB 以外にも多様な措置が講じられている。例えば、米国では、連邦準備制度理事会（FRB）が大手銀行を対象とするレバレッジ比率について、分母のレバレッジ・エクスポージャーの計測において連邦準備預金と財務省証券を一時的に除外することを認めている。

本稿では、COVID-19 のパンデミックへの対応としてマクロプルーデンス政策に焦点を当て各国が講じている政策措置を整理する。なお、金融政策（または財政政策）のツールを使ってマクロプルーデンス政策を実行したり、中央銀行の緊急時の流動性措置をマクロプルーデンス政策の範疇として捉えることもできるが、本稿では、金融セクターの監督・規制に関係するマクロプルーデンス措置に主な焦点を当てることとしたい。

II COVID-19 以前の引締め方向のマクロプルーデンス政策

1. 引締め方向の政策運営

COVID-19 のパンデミックが世界の経済・社会に甚大な影響をもたらす以前は、世界的に緩和的な金融環境が継続し、金融システムに循環的なリスクが蓄積されていることが懸念されており、各国のマクロプルーデンス政策は全体的に引締め方向で運営されていた。

国際通貨基金（IMF）は 2019 年 10 月に公表した国際金融安定性報告書（GFSR）の中で、経済が堅調である一方、脆弱性がすでに高まっているか緩和的な金融環境の中で脆弱性が高まりつつある国については、CCyB といった広範なマクロプルーデンス・ツールを含め、マクロプルーデンス政策の引締めが急務であるとの考えを示していた²。

COVID-19 以前の欧州ではマクロプルーデンス政策は引き締められていた。欧州連合（EU）の金融システムのマクロプルーデンスを監視し、EU のシステムミック・リスクの回避・緩和に責任を有する欧州システムミック・リスク理事会（ESRB）は、その背景に関して次の点を指摘する³。

² IMF, “Global Financial Stability Report; Lower for Longer,” October 2019, p.x (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>).

³ ESRB, “A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019,” April 2020, p.9 (https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/review_macroprudential_policy/esrb.report200429_reviewofmacroprudentialpolicy~13aab65584.en.pdf).

- 国際的な貿易紛争や国際協力の後退を含めて、地政学リスクや政策の不確実性が高まる中で、世界的な経済成長の中期的な見通しが弱いままであること
- 資産価格についてリスク・プレミアムが突然修正され、価格調整が急に行われる可能性があり、市場機能は混乱し、経済環境が脆弱化するおそれがあること
- 緩慢な成長モメンタムとリスク・プレミアムの上昇によって、EU の公的セクターや民間セクターの債務の持続可能性がさらに試されること
- EU の銀行、保険、年金制度という金融セクターの伝統的なビジネス・モデルに対して、マクロ経済環境が時間とともに根本的な課題を投げかけていること

ESRB はその上で、これらの脆弱性が現在の低金利あるいはマイナス金利によってさらに悪化している可能性を指摘した。すなわち、COVID-19 以前の EU の金融システムでは、循環的なリスクとともに構造的なリスクがあることが懸念されていた。欧州各国は、このような金融システムが置かれた状況を背景に、次節で確認するように CCyB の発動を始めとする様々なマクロプルーデンス・ツールを引き締める方向で運営していた。

なお、IMF は COVID-19 以前、日本に対しても CCyB の発動を含むマクロプルーデンス政策の引締めを勧告していた。IMF は 2020 年 2 月に公表した対日 4 条協議報告書⁴の中で、日本の総与信が名目 GDP 成長率を上回るペースで伸びている一方で、緩和的な金融環境が継続し、金融面での脆弱性が高まっていることを指摘していた。その上で、①金融システムは金融サイクルの上昇局面の後期 (late stage) にあること、②銀行の与信基準がすべての債務者において緩和されていること、③自己資本比率の高さはリスク・アセットの圧縮を反映している可能性があることを踏まえて、信用サイクルおよび金融サイクルの成熟化によって増大するシステムック・リスクに備えて銀行セクターの強靱性を強化する観点から、日本に対して CCyB の発動を提言していた⁵。

すなわち、COVID-19 のパンデミックが発生する以前の日本の金融システムについては、循環的なリスクに留意を要する状況であり、マクロプルーデンス政策の引締めを検討するような金融サイクルの局面にあったことが窺われる⁶。

⁴ IMF, “Japan: 2019 Article IV Consultation - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Japan,” February 10, 2020 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/02/07/Japan-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-49032>). IMF が実施する 4 条協議とは、IMF 協定 4 条により加盟国に義務づけられた国別のサーベイランスである。IMF のエコノミストチームが加盟国を訪問して、その経済・金融情勢を評価し、政府・中央銀行当局者との間で経済・金融政策について協議を行った上で、その報告を受けた IMF 理事会が見解を取り纏めて加盟国の政府に伝達するというプロセスで行われる。4 条協議は通常、年次ペースで実施されている。

⁵ 対日 4 条協議報告書のマクロプルーデンス政策に関する IMF の提言については、小立敬「IMF が指摘する日本の金融セクター政策における課題—2019 年の対日 4 条協議報告書の提言—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

⁶ 日本の金融当局も同様の認識を示している。例えば、日本銀行の金融システムレポート (2019 年 10 月号) は、金融循環の拡張的な動きが継続する下での脆弱性の蓄積には留意が必要であるとし、国内では総与信対 GDP 比率が上昇を続けており、バブル期に比べ水準は低めであるものの、トレンドからの上方乖離幅がバブル期当時に近づいていることを指摘していた。

2. COVID-19 以前の欧州における引締め

ESRB は毎年、EU 加盟国を含む欧州経済領域（EEA）への参加国⁷が実施しているマクロプルーデンス政策に関するレビューを行っている。ESRB による 2019 年のレビューから、COVID-19 以前の欧州各国（EEA 参加国）におけるマクロプルーデンス政策に関する運営の状況について確認する⁸。

まず、2019 年に欧州各国においてマクロプルーデンス・ツールが引締めの方向で用いられたのか、緩和方向で用いられたのかを整理したものが図表 2 である。全体としてみると、欧州各国で実行されたマクロプルーデンス・ツールは、すべて引締め方向の措置であって緩和措置は採られていなかった。COVID-19 以前の欧州各国のマクロプルーデンス政策は、引締め方向であったことがわかる。

図表 2 欧州における 2019 年のマクロプルーデンス政策の方向

	CCyB	不動産関連ツール	システミック・リスク・バッファ（SyRB）	G-SIB/D-SIB バッファ	その他のツール
オーストリア	→	→	→	→	→
ベルギー	↑	↑	n/a	→	→
ブルガリア	↑	n/a	→	→	→
クロアチア	→	→	→	→	↑
キプロス	→	→	n/a	→	→
チェコ	↑	→	→	n/a	n/a
デンマーク	↑	→	→	→	→
エストニア	→	↑	→	→	n/a
フィンランド	→	→	→	→	n/a
フランス	↑	↑	n/a	→	→
ドイツ	↑	n/a	n/a	→	n/a
ギリシャ	→	n/a	n/a	→	n/a
ハンガリー	→	→	↑	→	→
アイルランド	→	→	n/a	→	→
イタリア	→	n/a	n/a	→	n/a
ラトビア	→	↑	n/a	→	n/a
リトアニア	→	→	n/a	→	→
ルクセンブルク	↑	→	n/a	→	→
マルタ	→	↑	n/a	↑	→
オランダ	→	→	→	→	n/a
ポーランド	→	→	→	→	→
ポルトガル	→	→	n/a	→	→
ルーマニア	→	→	→	→	↑
スロバキア	↑	↑	→	→	↑
スロベニア	→	→	n/a	→	↑
スペイン	→	→	n/a	→	n/a
スウェーデン	↑	→	→	n/a	→
英国	↑	→	↑	n/a	→
アイスランド	↑	→	→	→	n/a
リヒテンシュタイン	→	→	→	↑	n/a
ノルウェー	→	→	→	→	→

(注) 1. ↑は引締め、→は変化なし、↓は緩和を表す。

2. n/a は、当該措置が当該国においてツールとして導入されていないことを示す。

(出所) ESRB(2020)より野村資本市場研究所作成

⁷ EEA は、欧州自由貿易連合（EFTA）の加盟国が EU に加盟することなく EU の単一市場に参加できるように設けられた枠組みであり、EEA 参加国には、EU 加盟国（英国を含む）に加えてアイスランド、リヒテンシュタインおよびノルウェーが含まれる。

⁸ 前掲脚注 3 の文献を参照。

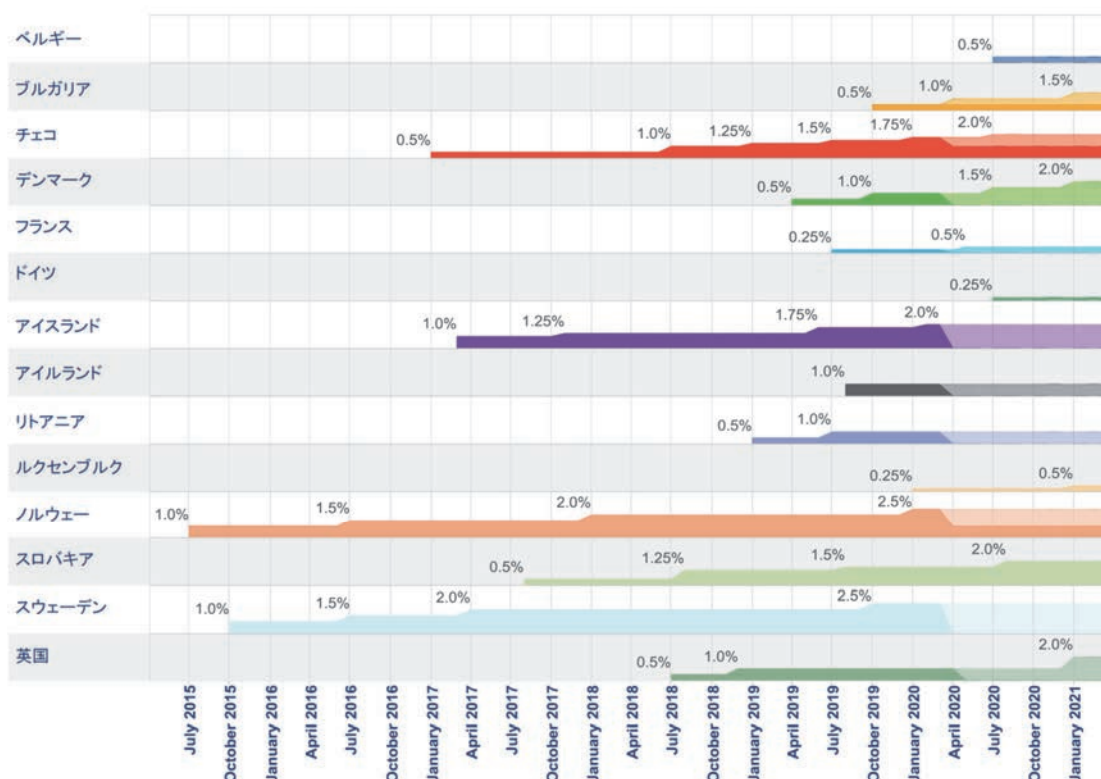
欧州各国において 2019 年に実行されたマクロプルーデンス・ツールを具体的にみると、代表的なマクロプルーデンス・ツールである CCyB は、11 カ国において新たに発動または引き上げられており、最も多く利用されたツールであることがわかる。

不動産関連ツールも 6 カ国と比較的多くの国で実施されている。不動産関連ツールとは、商業用・居住用不動産セクターを対象に、借り手に対して融資額等に上限を設けたり⁹、貸し手である銀行の自己資本規制において通常よりも大きいリスク・ウェイトを設定するといった措置が含まれる。

なお、2019 年に 2 カ国で引き上げられたシステミック・リスク・バッファ（systemic risk buffer; SyRB）とは、長期的かつ構造的（非循環的）なリスクに対処することを目的とする EU 独自の資本バッファであり、加盟国は自らの裁量で銀行に求めることができる。

次に、CCyB の運営に関してみると、2019 年は 11 カ国で CCyB が発動されており、2020 年から新たに CCyB を発動することを決定した 3 カ国を加えると、COVID-19 以前の欧州においては、31 カ国中 14 カ国が CCyB を発動していたことになる（図表 3）。

図表 3 欧州各国の CCyB の水準の推移（2019 年 12 月末現在）



(注) 濃い色は CCyB の適用日および適用水準を表し、淡い色は公表された CCyB の適用予定日および適用予定の水準を表す。

(出所) ESRB(2020) (野村資本市場研究所訳出)

⁹ 不動産関連ツールとしては、例えば、①担保評価額に対する融資額の比率を表す LTV (loan-to-value)、②借り手の所得に対する融資額の比率を表す LTI (loan-to-income)、③借り手の所得に対する債務返済額の比率を表す DSTI (debt-service-to-income) に関して上限を設定するといった措置がある。

2019年以前にすでにCCyBを発動していた国のうち、2019年は6カ国がその水準を引き上げており、特にノルウェーやスウェーデンは、CCyBの上限である2.5%まで引き上げた。また、うち3カ国は2020年にさらに水準を引き上げることを決定していた。

- チェコは、2019年1月にCCyBを1%から1.25%に引き上げ、2020年1月に1.75%に引き上げるとともに、2020年7月には2.0%とする方針を公表
- アイスランドは、2019年5月にCCyBを1.25%から1.75%に引き上げた後、2020年2月に2.0%に引上げ
- リトアニアは、2019年6月にCCyBを0.5%から1.0%に引上げ
- ノルウェーは、2019年末にCCyBを2.0%から2.5%に引上げ
- スウェーデンは、2019年9月にCCyBを2.0%から2.5%に引上げ
- スロバキアは、2019年8月にCCyBを1.25%から1.5%に引き上げ、その後、2020年8月に2.0%とする方針を公表

また、2019年に新たにCCyBの発動を開始したのは4カ国であり、そのうちフランスを含む3カ国は、2020年以降にさらに水準を引き上げる方針を明らかにしていた。

- ブルガリアは、2019年10月に0.5%でCCyBの適用を開始するとともに、2020年4月に1.0%、2021年1月に1.5%に引き上げる方針を公表
- デンマークは、2019年3月に1.0%でCCyBの適用を開始し、その後、2020年6月に1.5%、2020年12月に2.0%に引き上げる方針を公表
- フランスは、2019年7月に0.25%でCCyBの適用を開始し、2020年4月から0.5%の水準に引き上げることを公表
- アイルランドは、2019年7月に1%でCCyBの適用を開始

さらに、ベルギー、ドイツおよびルクセンブルクについては、2020年から新たにCCyBを導入することを公表していた。

- ベルギーは、2020年7月から0.5%の水準でCCyBの適用を開始することを公表
- ドイツは、2020年7月から0.25%の水準でCCyBの適用を開始することを公表
- ルクセンブルクは、2020年1月から0.25%の水準でCCyBの適用を開始し、2021年1月から0.5%に引き上げる方針を公表

英国については、他の国とは異なり、金融システムが標準的なリスク環境であるときのCCyBの中立的な水準を1%に設定しており、2019年中は1.0%の水準で維持していたが、イングランド銀行（BOE）は2019年12月に金融システムのリスクが上昇したとの判断から、CCyBを2020年12月に2.0%に引き上げる方針を明らかにしていた。

COVID-19以前の欧州においては、CCyBを引き上げる方向でマクロプルーデンス政策が運営されていたことが確認される。

ティは金融危機の間に経験した水準に達した（図表 4-②および③）。こうした中で3月初めには、石油輸出国機構（OPEC）と非加盟国で構成される OPEC プラスが、世界的な原油需要の減退を受けて減産の合意を目指したものの、合意に失敗したことでさらに市場の混乱に拍車をかけることとなった。一方、市場の高ボラティリティを受けて流動性および安全性の面から米国債や金を始めとする安全資産に向かう質への逃避も生じた。

世界各国・地域の金融システムも COVID-19 のパンデミックの大きな影響を受けることとなった。もっとも、この点に関して金融安定理事会（FSB）は、金融危機後に G20 の下で実施された国際的な金融規制改革の結果として、金融システムは強靱性を増しており、COVID-19 のパンデミックの影響を受けた実体経済に対するファイナンスを維持できていると評価している¹²。

すなわち、かつてに比べて大銀行は、自己資本をより充実させてレバレッジを減らし、流動性をより増加させて、今般の市場ストレスの状況下においても強靱性を維持している。また、店頭（OTC）デリバティブ市場は、より簡素になってより透明性を確保しており、中央清算機関（CCP）の利用が増えて担保化が進んでいる。ノンバンク金融仲介（シャドバンキング）は金融危機後も拡大が続いているが、金融危機の契機となったストラクチャード・ファイナンスは減少し、金融の安定に対するリスクは削減されているとする。COVID-19 のパンデミックの影響から実体経済や金融・資本市場は大きく混乱した一方で、FSB は、金融システムについては現在のところ強靱性を維持していると判断している。

ただし、FSB は今後の信用リスクの上昇に注意を促している。社債は、低格付の投資適格債やハイ・イールド債のシェアが高まっており、世界経済の後退につれてクレジットの質が低下するおそれがあり、格付会社は実際に格下げを行っている。また、デリバティブに係るマージン・コールの増加を含め、リスク回避的な行動や現金需要の高まりによって、投資家は現金や現金に近い証券にシフトしている。投資家の流動性と安全性への選好を受けて、社債ファンドや新興国債券ファンド、社債 ETF、ローン・ファンド、プライム MMF を含む非流動的な債券ファンドからは、資金流出が生じている。大企業が現金保有を増やしていることもファンディング市場の制約につながっている。FSB は、こうした市場の緊張によって、実体経済を支える市場ベースのファイナンスの能力が阻害されるおそれを指摘する。

2. COVID-19 に対応するマクロプルーデンス政策

COVID-19 のパンデミックの影響を受けて実体経済や金融・資本市場が大きく混乱する中、各国政府は政策を総動員して対応に当たっている。中央銀行は、政策金利の引下げ、オペ（公開市場操作）や資産買入れの拡大を通じて市場流動性を支える一方で、財政当局は大規模な財政支出を実施して企業や家計を支援する様々な措置を講じている。さらに、

¹² 前掲脚注 11 を参照。

金融規制・監督当局についても、金融システムを支える様々なマクロプルーデンス政策を講じている。

第一に、事業会社への信用供与を支える観点から銀行融資を支援する措置である。具体的には、直接的な財政支援および政府保証であり、納税の猶予あるいは特に中小企業向けの融資を実行するインセンティブとなる公的保証制度が手当てされている。

また、バーゼル III における規制上のフレキシビリティを活用することやその他のマクロプルーデンス・ツールも実行されている。具体的には、バーゼル III に組み込まれたフレキシビリティとして CCyB の引下げや資本・流動性規制の一部が緩和され、銀行は自己資本や流動性に係るバッファーを利用して家計や企業への信用供与を図ることが促されており、資本バッファーの利用が認められた一部の法域では、銀行が配当や自己株式買入れを一定期間行わないよう要請されている。

さらに、中央銀行は、銀行や市場に潤沢に流動性を供給する措置を講じている。例えば、FRB は、短期の資金調達市場を通じた企業の資金調達の流れを促すため、金融危機の際に実施した CP に係る資金調達ファシリティである CPFF (Commercial Paper Funding Facility) を再び実施するとともに、プライマリー市場やセカンダリー市場でのローンや債券の購入、中小企業向け融資を支援する 2 つのファシリティを通じて雇用主を支援する措置を講じた。欧州中央銀行 (ECB) は、ユーロ圏の金融政策の円滑な波及を促すため、民間セクター、公的セクターの証券の一時的な購入プログラムとして PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) を導入した。一方、BOE は、企業間の円滑な決済を確保するために CP を買入れるファシリティとして CCFE (Covid Corporate Financing Facility) を導入したほか、流動性ファシリティの拡大を通じて銀行セクターに流動性を提供している。

第二に、COVID-19 のパンデミックの影響を受けて発生した米ドル不足を緩和する措置である。FRB は、カナダ銀行、BOE、ECB、日本銀行およびスイス国立銀行の各中央銀行との間で、金融危機を受けて設置された米ドルの流動性を融通する米ドル・スワップ取極め (U.S. dollar liquidity swap line arrangements) を拡充した¹³。また、FRB は 9 つの中央銀行との間で、新たに一時的なドル流動性取極 (temporary U.S. dollar liquidity arrangements) を締結している¹⁴。

さらに、投資家が安全資産にシフトしたために生じた制約を緩和する措置も講じられている。FRB は金融危機の際に導入したファシリティとして、①特定の MMF (プライム MMF) から資産を購入し流動性を提供することで償還圧力に対応することを目的とする MMLF (Money Market Liquidity Facility)、②様々な資産を裏付けとする資産担保証券の

¹³ FRB を含む各中央銀行は 2020 年 3 月 15 日、米ドル・スワップ取極に適用される金利を 25 ベーシス・ポイント引き下げ、新たな金利を米ドル OIS レートに 25 ベーシス・ポイント上乗せしたものとすること、また、期間が長めの流動性供給に係るスワップ取極の有効性を高めるため、定期的に米ドル資金供給を実施している中央銀行は、現行の 1 週間物に加えて、週次の 3 ヶ月物 (84 日物) の米ドル資金供給を開始することに合意した。さらに 3 月 20 日には、各中央銀行が 1 週間物のドル資金供給を日次ベースで行うことに合意している。

¹⁴ FRB は 2020 年 3 月 19 日に、オーストリア、ブラジル、デンマーク、韓国、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポールおよびスウェーデンの各中央銀行との間で一時的な米ドル流動性取極めの導入に合意し、少なくとも 6 ヶ月間はドル資金を供給することを明らかにした。

発行を支える TALF (Term Asset-Backed Securities Facility)、③家計や企業の需資に応えるためにプライマリー・ディーラーへの資金提供を目的とする PDCF (Primary Dealer Credit Facility) を再び実施している。

IV COVID-19 に対する金融規制・監督上のマクロプルーデンス措置

1. 金融監督・規制上のマクロプルーデンス措置

COVID-19 のパンデミックへの対応として、前章で確認した通り、金融システムの安定性を確保し、実体経済へのファイナンスを維持するために、金融政策や財政政策のツールも含めて、様々なマクロプルーデンス政策が実施されていることが確認された。

本章では、金融サイクルや信用サイクルに応じた代表的なマクロプルーデンス・ツールである CCyB を含め、バーゼル III の自己資本・流動性規制に組み込まれたフレキシビリティの活用、すなわちストレス時における緩和的な措置など、各国の金融規制・監督当局が金融監督・規制において講じたマクロプルーデンス措置について具体的に確認する。

2. CCyB に係るバッファの解放

COVID-19 のパンデミックに対応する金融監督・規制に関わるマクロプルーデンス措置として象徴的なものは、CCyB におけるバッファの解放である。COVID-19 以前に CCyB を発動していた国のほとんどは、CCyB を一気に引き下げたり、CCyB を 0% にして発動を停止している。

CCyB に係るバッファの解放はバーゼル III で予定された措置である。バーゼル委員会 (BCBS) が策定した CCyB に関するガイダンス¹⁵によると、CCyB の運営に関する原則の中の原則 4 (迅速な解放) として、ストレス時にバッファを迅速に解放することで、自己資本規制によって信用供与が制約されるリスクを減じる役割を担っていることが挙げられている。

COVID-19 のパンデミックが生じる以前には、欧州 14 カ国に加えて、香港において CCyB が発動されていた。一方、COVID-19 のパンデミックの発生後はそれに伴う経済・社会危機に対応するために、ルクセンブルクを除くすべての国・地域において、CCyB を 0% にするか一気に水準を引き下げることによってバッファの解放が速やかに行われていることが確認される (図表 5)。

例えば、2020 年 12 月までに 1% から 2% に CCyB を引き上げる予定としていた英国では、BOE が 2020 年 3 月 11 日、COVID-19 を受けて CCyB を 0% に設定してバッファを

¹⁵ BCBS, "Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer," December 2010, p.4 (<https://www.bis.org/publ/bcbs187.pdf>).

図表 5 CCyB 発動国におけるバッファの解放

		COVID-19以前			COVID-19後	
		適用レート	適用予定レート	適用予定日	適用レート	適用日
バ メ ン ゼ バ ル ー 委 員 会 国 会	ベルギー	0.0%	0.5%	2020年7月1日	0.0%	2020年4月1日
	フランス	0.25%	0.5%	2020年4月2日	0.0%	2020年4月1日
	ドイツ	0.0%	0.25%	2020年7月1日	0.0%	2020年4月1日
	香港	2.0%	-	-	1.0%	2020年3月16日
	ルクセンブルク	0.25%	0.50%	2021年1月1日	-	-
	スウェーデン	2.5%	-	-	0.0%	2020年3月16日
	英国	1.0%	2.0%	2020年12月16日	0.0%	2020年3月24日
	ノルウェー	2.5%	-	-	1.0%	2020年3月13日
非 メ ン バ ー 国	ブルガリア	0.5%	1.0%	2020年4月1日	0.5%	2020年4月1日
			1.5%	2021年1月1日		
	チェコ	1.75%	2.0%	2020年7月1日	1.0%	2020年4月1日
	デンマーク	1.0%	1.5%	2020年6月30日	0.0%	2020年3月12日
			2.0%	2020年12月30日		
	アイスランド	2.0%	-	-	0.0%	2020年3月18日
	アイルランド	1.0%	-	-	0.0%	2020年4月1日
	リトアニア	1.0%	-	-	0.0%	2020年4月1日
スロバキア	1.5%	2.0%	2020年8月1日	1.5%	2020年5月1日	

(出所) BIS、ESRB、BOE の各ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

解放することを公表し、即日実施している¹⁶。BOE は CCyB を解放した背景として、COVID-19 による経済的な混乱は、BOE が実施した最近のストレス・テストに比べると銀行システムに与える影響は少ないはずであるとの認識を明らかにした上で、CCyB を解放することで銀行に 1,900 億ポンドの事業向け融資の余力が生まれることになり、その額は 2019 年に銀行が実行した事業融資（ネット・ベース）の 13 倍に相当すると述べている。BOE は、少なくとも 12 ヶ月間は CCyB を 0% に維持する方針も明らかにしている。

また、ユーロ圏の大手銀行の銀行監督当局である ECB は、2020 年 3 月 12 日に銀行監督における COVID-19 への対応として、銀行が CCyB を含む資本バッファを完全に利用することを認める方針を明らかにした¹⁷。ECB による当該方針を受けたユーロ圏の監督当局は、相次いで CCyB の引き下げを行っている。

例えば、2020 年 7 月以降に 0.25% の CCyB を適用する方針を 2019 年 6 月に決定していたドイツでは、連邦金融監督機構（BaFin）が CCyB を 2020 年 4 月 1 日から 0% とし、2021 年 1 月 1 日までは 0% を維持することを 2020 年 3 月 31 日に決定した¹⁸。その背景について BaFin は、COVID-19 の影響を受けた現在の経済環境においては CCyB を引き下げて資本を解放することで、銀行は解放された資本を速やかに使って潜在的な損失を吸収し、实体经济に必要な融資を提供し続けることを可能にすることで、（自己資本規制の）プロシク

¹⁶ BOE, “Bank of England measures to respond to the economic shock from Covid-19,” 11 March 2020 (<https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/boe-measures-to-respond-to-the-economic-shock-from-covid-19>).

¹⁷ ECB, “ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus,” Press Release, 12 March 2020 (<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html/>).

¹⁸ BaFin, “General Administrative Act regarding a decrease in the domestic countercyclical capital buffer rate,” 31 March 2020 (https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_200331_allgvfg_antizykl_kapitalpuffer_en.html;jsessionid=4E6FD1BD45D9EF3D0E02EE9FC11B0121.2_cid370?nn=7857744).

リカルな効果を緩和し、金融の安定性を向上させるという狙いを挙げている。

また、フランスでは、2020年4月からCCyBが0.25%から0.5%に引き上げられる予定であったが、COVID-19への対応として2020年3月18日にCCyBを0%に引き下げ、完全にバッファーを解放することがマクロプルーデンス政策の責任を担う金融安定高等評議会（HCSF）より公表されている¹⁹。CCyBの解放についてHCSFは、銀行の融資に大きく依存する中小企業への信用供与を支えるものであると位置づけている。

3. CCyB以外の資本バッファーの解放

EUでは現在、バーゼルIIIのPillar2（第2の柱）に基づく資本賦課が銀行に求められている²⁰。具体的には、①銀行勘定の金利リスク（IRRBB）およびその他の重大なリスクに応じて資本が求められるPillar2要件（Pillar2 Requirement; P2R）、②ストレス・テストの結果を踏まえたストレス・バッファーとして位置づけられるPillar2ガイダンス（Pillar2 Guidance; P2G）の2種類の資本賦課の枠組みが導入されている。

ECBは3月12日に公表した前述の措置の中でCOVID-19への対応として、P2Rについては通常、コモンエクイティTier1（CET1）で対応することが求められるところ、CET1以外の規制資本商品であるその他Tier1（AT1）やTier2でP2Rに対応することを認めている。当該措置を講じることでCET1の一部が解放されることになり、それによってCOVID-19のパンデミックの影響から困難に陥った家計や企業への信用供与を促そうとしていることが読み取れる。

また、ECBの措置と同日に公表された欧州銀行機構（EBA）によるステートメントでは、各国当局は必要に応じて、既存の規制の枠組みにおけるフレキシビリティを完全に活用することを認めている²¹。EBAとしては、ECBが公表したP2Rに関する対応に加えて、P2Gについてもフレキシビリティを認めている。すなわち、銀行がP2Gに係る資本バッファーを利用することも可能になる。

なお、解放されたバッファーについてECBは、経済を支えるために利用することが期待されるものであって、銀行は配当や変動報酬（ボーナス）を増やすために利用してはならないとしている。また、EBAにおいても、配当やその他の分配政策（変動報酬を含む）については慎重なものとすることを求めている。

¹⁹ HCSF, Communiqué de presse, 18 mars 2020

(https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF_20200318_Communique_de_presse_de_seance.pdf)

²⁰ バーゼル規制の枠組みは、2004年に合意されたバーゼルII以降、①自己資本規制を中心に監督上の最低基準を求めるPillar1（第1の柱）、②銀行の自己管理と監督上の検証の枠組みを定めるPillar2（第2の柱）、③市場規律を促すディスクロージャーであるPillar3（第3の柱）という3つの柱で成り立っている。これらのうちPillar2とは、銀行が抱えるリスクが多様化・複雑化する中で最低基準を遵守するだけではリスクに対応するには十分ではないことから、銀行が内部自己資本充実度評価（ICAAP）を行って自らの資本充実度を内部評価し、それを監督上の検証・評価プロセス（SREP）によって監督当局が検証するというプロセスとして一般に整備されている。

²¹ EBA, “EBA statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU banking sector,” 12 March 2020 (<https://eba.europa.eu/eba-statement-actions-mitigate-impact-covid-19-eu-banking-sector>).

4. 流動性バッファの解放

ECB は、3 月 12 日に公表した措置の中で、資本バッファに加えて流動性バッファの利用も認めている。また、EBA が公表したステートメントにおいては、流動性カバレッジ比率（LCR）はストレス環境下においては銀行が利用できるように設計されているとして、LCR におけるバッファの利用を認めている。

金融危機の教訓を受けてバーゼル III で導入された LCR に関しては、深刻な市場ストレスが 1 ヶ月間継続したとしても銀行が存続できるように、高品質の流動資産（HQLA）を流動性バッファとして保持することを求めている。したがって、深刻な市場ストレスが発生した場合には、HQLA を現金化して流動性リスクに備えることが当初から想定されている。ECB や EBA が認める流動性バッファの利用は、バーゼル III で認められる規制上のフレキシビリティに沿った対応であると捉えることができる。

5. レバレッジ比率に係る緩和措置

バーゼル III の CCyB や LCR に関しては、金融危機や深刻な市場ストレスが生じた場合にバッファを解放するなどのフレキシビリティが認められている。これに対して、FRB がレバレッジ比率について講じた措置は、バーゼル III では事前に想定されたものではなく、CCyB や LCR に認められるフレキシビリティとは異なるものとして捉えられる。

FRB は 2020 年 4 月 1 日、COVID-19 の影響を受けた米国債市場の流動性の改善を図る観点から、大手銀行に適用されているバーゼル III に準拠したレバレッジ規制である追加的レバレッジ比率（SLR）²² の計測において、2021 年 3 月末までの時限的な措置として分母のレバレッジ・エクスポージャーから財務省証券と連邦準備預金を除外することを公表した²³。

レバレッジ・エクスポージャーは非リスク・ベースであり、通常、財務省証券や連邦準備預金はレバレッジ・エクスポージャーの計測に含まれる。一方、FRB は COVID-19 への対応として、信用供与や流動性供給を図る多様なファシリティを導入し、また、資産買取りを行ってバランスシートを拡大させた結果、銀行が預け入れる連邦準備預金が増加している。また、COVID-19 の影響から市場参加者は、相当の資産を処分して銀行に現金を預け入れており、銀行のバランスシートが拡大している。銀行のバランスシートが拡大すると、レバレッジ・エクスポージャーも増加することから、SLR の分母が増加し、SLR の規制要件を満たすために銀行には自己資本の制約が生じるおそれがある。

FRB としては、COVID-19 への対応を含めた金融政策の実行に当たって、米国債市場が流動的で円滑に機能していることが重要であることから、財務省証券および連邦準備預金

²² 米国 G-SIBs を対象として 2% のレバレッジ比率バッファの上乗せを含む、厳格な追加的レバレッジ比率（eSLR）も含まれる。

²³ Federal Reserve System, 12 CFR Part 217, Regulatory Capital Rule: Temporary Exclusion of U.S. Treasury Securities and Deposits at Federal Reserve Banks from the Supplementary Leverage Ratio, : Interim final rule and request for comment (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20200401a1.pdf>).

をレバレッジ・エクスポージャーから一時的に除外することを決定したものである。

この点に関して現在のバーゼル III においては、レバレッジ・エクスポージャーから国債を除外することはできない²⁴。もっとも、金融政策の効果や金融システムの安定を確保することを目的とする一時的な措置であって、レバレッジ比率は自己資本比率を補完する位置づけであることも考慮すると、自己資本比率においてはフレキシビリティが認められていることから、レバレッジ比率のフレキシビリティとしてバーゼル委員会においていずれ議論されることも考えられる。

6. 不良債権に関する対応

COVID-19 のパンデミックは、家計および企業にも大きな影響を及ぼした。そこで多くの国は、COVID-19 の一時的な影響を受けた債務者に協力するよう銀行やその他の金融機関に促しており、一部の法域は、融資の返済猶予に関するガイダンスであったり、COVID-19 を理由に債務者が返済できない場合、銀行は機械的な格下げをすべきではないという趣旨のガイダンスを提供している。例えば、米国の銀行規制当局はステートメントを公表し、COVID-19 によって債務者に生じた負の影響を緩和する観点から、貸出条件の緩和は建設的な措置であると位置づけた上で、支払延期や満期の延長を行う銀行に対して、貸出条件緩和を問題のある債務リストラクチャリングとして不良債権に機械的に分類することを要求しない方針を明らかにしている²⁵。

また、当局は、債務者の融資返済能力を評価する際に政府による支援を考慮に入れるよう銀行に要請している。例えば、BOE は、現時点で債務者に固有のリスクを再評価することは合理的ではなく、支持しないと述べた上で、銀行が債務者のリスクを再評価する場合には、予想損失を計算する際に、返済を一時的に停止する措置 (repayment holiday) を含めて、政府の救済措置を考慮に入れる必要があるとしている²⁶。また、ECB は、銀行が COVID-19 に関連した公的保証を求める場合であって、債務者が法的モラトリアムの対象となっているときには、債務者区分について返済可能性が低いと分類することについては柔軟性を行使するとしており、機械的な判断をしないように促している²⁷。

このように各国当局は、COVID-19 のパンデミックの影響を受けた債務者について、貸出条件緩和や返済猶予を通じて債務者に生じた影響を緩和することを銀行に促すとともに、

²⁴ バーゼル III では、中央銀行準備預金については、各国裁量の下、例外的なマクロ経済環境において金融政策の円滑な運営のために必要な場合にはレバレッジ・エクスポージャーから除外することが認められている。

²⁵ FRB, FDIC, NCUA, OCC, CFPB, and Conference of State Bank Supervisors, "Interagency Statement on Loan Modifications and Reporting for Financial Institutions Working with Customers Affected by the Coronavirus," March 22, 2020 (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20200322a1.pdf>).

²⁶ BOE, "Bank of England announces supervisory and prudential policy measures to address the challenges of Covid-19," 20 March 2020 (<https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/boe-announces-supervisory-and-prudential-policy-measures-to-address-the-challenges-of-covid-19>).

²⁷ ECB, "FAQs on ECB supervisory measures in reaction to the coronavirus," 3 April 2020 (https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320_FAQs~a4ac38e3ef.en.html).

貸出条件緩和や返済猶予を行った場合であっても、機械的に不良債権として分類することがないよう銀行に要請している。

7. その他の措置

なお、COVID-19 のパンデミックが実体経済や金融システムにもたらす影響を考慮して、国際的な基準設定者も各々の措置を講じている。具体的には、バーゼル委員会はバーゼル III のリスク・アセットの計測の見直しを図るバーゼル III 最終化の適用期限を 1 年延長し、新たな期限を 2023 年 1 月 1 日としている。また、バーゼル委員会と証券監督者国際機構 (IOSCO) は、非集中清算デリバティブに係るマージン規制に関する段階適用を 1 年延期している。

V アフター・コロナのマクロプルーデンス政策

COVID-19 のパンデミックは、あらゆるセクターに対して広範囲な影響を及ぼし、世界の経済・社会に甚大な危機をもたらすこととなった。世界経済は急速に悪化し、世界の金融・資本市場は最悪期においてはリーマン・ショックに匹敵するショックを経験した。もともと、金融危機後に G20 の枠組みの下で行われた金融危機の再発防止を目的とする国際的な金融規制改革が行われた結果、金融システムは強靱性を強化しており、COVID-19 後においても金融システムは世界的に安定を確保しているように見受けられる。

各国の政府および中央銀行は、政策を総動員して危機対応に当たっている。各国が講じた措置の中には、金融危機後に重要性が注目されるようになったマクロプルーデンス政策がある。COVID-19 のパンデミックを受けて各国はバーゼル III で認められているフレキシビリティを活用して、資本バッファーを解放し、流動性バッファーの利用を認めるといった措置を講じている。

特に注目されるのが、金融サイクルや信用サイクルといった循環的なリスクに対応するマクロプルーデンス・ツールである CCyB の運営である。COVID-19 以前は世界的に緩和的な金融環境が継続し、金融システムにおける循環的なリスクの蓄積が懸念されていた。この点に関して IMF は、経済が堅調である一方、脆弱性がすでに高いか、緩和的な金融環境の中で脆弱性が高まりつつある国は、CCyB を含むマクロプルーデンス政策の引締めが急務であるとしていた。COVID-19 以前の日本についても、CCyB の発動を含むマクロプルーデンス政策の引締めが IMF から要請されていた。

COVID-19 以前は、欧州を中心として CCyB が多くの国で発動され、CCyB の水準の引き上げが行われていた。その結果、CCyB を発動していた国では、COVID-19 のパンデミックの影響を考慮し、銀行の貸出余力と損失吸収力を広げるため、一気に CCyB を解放 (引下げ) した。BOE は、CCyB の解放によって生じる貸出余力は 2019 年のネット・ベースの事業融資の 13 倍に相当するとしている。

COVID-19 以前、CCyB は金融・信用サイクルの上昇局面に対するカウンターシクリカルなツールとして注目されていたが、COVID-19 のパンデミックによる危機が生じたことで、下降局面でも機能し得るカウンターシクリカルなツールであることが確認された。CCyB は、1つのサイクルを経たことで、さらにその重要性が認識されたようにも窺われる。

2020年7月1日に公表された日銀の6月短観では、大企業・製造業の業況判断指数(DI)がリーマン・ショック以来のマイナス34に落ち込み、COVID-19の影響は日本でも長引くことが予想される。日本としても当面の間は、困難な経済・社会危機への対応に集中することが求められよう。金融庁もCOVID-19を受けて資本バッファの取崩しやLCRの基準値を下回ることを許容する方針を確認している²⁸。

今後、COVID-19への対応としてCCyBが果たす機能を踏まえれば、アフター・コロナのマクロプルーデンス政策として、カウンターシクリカルな性質を有するCCyBを含め、金融規制・監督におけるマクロプルーデンス措置のあり方を改めて整理することが重要であろう。

²⁸ 金融庁「新型コロナウイルス感染症の影響拡大を踏まえた健全性基準上の確認」令和2年3月17日 (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20200317-2/01.pdf>)