

グローバル・リスク・ウォッチ Vol.3

Secular Stagnation 観測の後退？

1. マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

Secular Stagnation 観測の後退？(有限責任監査法人 トーマツ リスク管理戦略センター長 大山剛)

先月号では、これまで世界の債券と株式という2つの市場の過熱を支えてきた二つの前提条件、すなわち、(1)世界経済を単独で引っ張っていけるほど強い米国経済、及び(2)当分の間続きそうな欧州、日本におけるデフレーションやその結果としての量的緩和、が共に揺らぎ始め、結果として、両資産市場も動揺し始めたことを指摘しました。

最近一ヶ月の動きをみると、やや崩れかけてきた上記の二つの前提条件のうち、「欧州におけるデフレーションの継続」に対する疑問は継続する一方で、「強い米国経済」に対する疑問は、逆にこの前提条件を支持する指標が相次いだことで、払拭されつつあります。結果として、先進国経済全体の強さが目立つこととなりました。すなわち、欧州経済は、これまで不振に苦しんできたフランスやイタリア経済にも漸く回復の兆しが出てきたことで、緩やかながらも底堅い回復基調が定着しつつあり、5月の消費者物価指数(HICP)も前年比0.3%増まで回復してきました。また日本経済も、好調な設備投資等を背景に、第一四半期の実質GDP成長率が年率ベースで3.9%に達したほか、足許も設備投資に加えて、個人消費に回復の兆しが出てきました。また第一四半期に、天候要因等もあってマイナス成長にまで落ち込んだ米国経済も、足許は雇用や小売等の指標で、再び強さを取り戻してきたことが確認されています。

上記の展開は、新たな金融市場の動揺を呼ぶこととなりました。つまりは、債券市場における金利の急騰です。欧州におけるデフレーションが一層後退すると同時に、米国における政策金利引上げのタイミングが早くなるとの観測が強まるなど、これまでの債券市場の過熱を支えてきた”secular stagnation”の可能性がやや低下したのです。同時に、先進国における力強い経済や、結果としての金利上昇は、最近経済成長の減速が目立つエマージング諸国からの大幅な資本流出をもたらしました。原油価格の反発が一服したこともあり、産油国、非産油国の区別なく、多くのエマージング諸国が同時に、為替安・株安に直面したのが特徴です。

「強い先進国経済 vs. 不安定なエマージング経済」という構図が今後も続くかは、まだまだ不確定だといえます。特に先進国経済は、量的緩和に強く依存する体質がマクロ経済に残る中で、本当にそこから抜け出すことが出来るのかが、今後問

われようとしています。量的緩和が支えてきた「影の側面」(例えば欧州であれば南欧支援、日本であれば財政ファイナンス)は、経済が堅調に推移するほど強く意識されるわけで、そんなジレンマが金融市場の一層の不安定化を今後もたらすかもしれない。

2. 金融規制の動向に係る概観(トレンド&ピックアップ)

邦銀経営にとって重要な規制改革が目白押し(有限責任監査法人トーマツ シニアマネジャー 岩井浩一)

今月は今後の邦銀経営にとって重要な動きが幾つもありました。最大の注目点は、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)が公表した銀行勘定の金利リスク(IRBB)の市中協議文書(CP)です。今回の CP では、これまで利用されてきた第二の柱によるアプローチ(二柱案)と第一の柱によるアプローチ(一柱案)の両論併記となりました。邦銀が最も恐れていたのは、一柱案だけが提案されることであつたので、最悪の事態は回避できたわけですが、余り安心はできません。今後の検討次第では、一柱案が選択される可能性があります。更に、今回提案された二柱案において、一柱案に基づいてリスクを計測し、その内容を開示することが求められているほか、所謂「アウトライヤー規制」を強化する内容も含まれています。このように、今回の提案内容は、現行制度に比べれば、(国際的に活動する)銀行にとって様々な負担をもたらす可能性が高いといえます。

二つ目は金融安定理事会(FSB)が公表したシステム上重要な銀行(SIB)への監督体制に関するレビュー結果です。このなかで、FSB が今後の金融監督の方向として、(1)当局自身が監督戦略と優先順位を“自らの”リスクアペタイトと整合的に定義する、(2)当局と銀行の対話を一層促進させる、等を示しました。当局自身がリスクアペタイトを定めるという話は新たな動きです。また、当局と銀行との対話の強化は、両者の間で、銀行のビジネスモデル、ガバナンス、リスク文化に関する相互理解を深めることが狙いとされています。更に、この報告書では、金融庁の方針として、今後、銀行の外部取締役、事業部、内部監査等との対話を重視することも示されています。

三つ目は、コンダクトリスクを巡る動向です。コンダクトリスクを最も声高に主張してきた英国 FCA が発行市場(primary market)のミスコンダクトを調査する方針を示したほか、昨年来進めていた“Fair and Effective Market Review(FEMR)”の取り纏め結果を公表しました。特に、後者はホールセール市場の抜本改革を目指したもので、IOSCO 等の国際当局や米国当局も注目してきたものです。FEMR 報告書では、(1)債券・コモディティ・通貨市場(FICC)におけるグローバルな基準(実務基準、資格基準、等)を策定する、(2)FICC 市場に係わる英国内の規制を強化する、(3)市場サーベイランスの強化等を通じて、フォワードルッキングにコンダクトリスクを早期に識別する、等を提言しています。今後策定される基準や規制の内容にもよりますが、ホールセール市場における当局の視線は一層厳しいものになると考えられます。

最後は、欧州銀行監督機構(EBA)による預金保険制度改革の動きです。EBA は、5 月末の最終ガイドラインのなかで、リスクベースの預金保険料の算定方式として、銀行の資本、流動性、資産の質等の伝統的な指標に加えて、銀行のビジネスモデルを勘案することを決定しました。低収益が続くビジネスモデルだけでなく、持続不可能な高収益ビジネスモデルについても、預金保険料の算定に際して「高リスク」であると位置づけるものです。ビジネスモデルに着目した監督行政はこの数年の“トレンド”になりつつありますが、EBA の動きは、監督行政と預金保険制度が一層密接になってきていることを示唆するものです。今後本邦において可変預金保険料に向けた議論が高まる際には、こうした発想が参考にされることもあるかもしれません。

上記で紹介した規制動向はいずれも、今後の本邦金融機関に様々な影響を及ぼ得るものですので、引き続きその動向には注意が必要でしょう。

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、税理士法人トーマツおよび DT 弁護士法人を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,900 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 210,000 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的な事案をもとに適切な専門家にご相談ください。