

銀行規制と国債管理 発想の転換のすすめ

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科
福井義高

平成25年12月3日
12月4日改訂

銀行は特別：The Bankers' New Clothes

- 市場社会に不可欠なインフラストラクチャー、しかし
- 根本的に不安定にならざるをえないALM
 - 期間のミスマッチ
 - 流動性のミスマッチ
- 相互依存関係に基づくsystemic risk
- Too big to fail, too interconnected to fail
- だから、公的規制、とくに資産内容の規制と預金保証は不可避と当局も「専門家」も主張するけれど...
- 今日は、Admati & Hellwig (2013)とCochrane の書評(2013a)その他をもとに、議論の題材を提供
- ここでいう「銀行」は預金取扱機関に限定せず、自己勘定で(リスクを取って)interconnectedしている金融機関全般

規制の柱：自己資本規制

- 規制がない時代、頻繁に起こったbankruptcyとbank run
 - 預金保険の導入
- それと引き換えに、安全な資産運用を図るよう規制導入
 - 1970年ごろまで世界的にうまくいったかに見えた
- しかし、それは例外であって、金利規制撤廃をはじめとする自由化以降、金融危機が続発
- ショックへの耐性を高めるため、cushionとなる自己資本の下限をルール化(BIS／バーゼル規制)
- ショックにおいても資産ポートフォリオの価値損失が自己資本の範囲に収まるよう、確率的にコントロール

確率モデル重視(のふり)の問題点

- 保険業務に不可欠な確率的管理
 - 大数の法則で月並みな(個別)リスクをコストに転換
- 銀行資産規制は滅多に起こらない(市場)リスクを管理(予測)しようとする、ある意味、無謀な企て

When we look far out in the tails, by definition we have very few data points and our results become more sensitive than ever to parameter uncertainty.

One of the architects of the Basel II...admitted that he had always meant that the 99.9th percentile should be given a “metaphorical” meaning (his words).

The last thing regulators should do is impose pseudo-scientific requirements. (Rebonato 2007)

リスク・ウェイトのもたらす歪み

- 自己資本比率8%以上といいつつ、実際は2-3%
 - 資産をリスクに応じてウェイトづける
- 硬直的分類や証券化を利用して、銀行が規制の裏をかくのは必然の成り行き
 - 国債だからギリシャでもウェイトゼロ
 - 住宅ローンをAAA証券に「変身」させれば、ウェイトが50%（現在は35%）から20%
- その結果...

98% 負債だと...

- 極端にショックに弱い資本構造
- 資産価値が1%失われれば、同じレバレッジを維持するために、資産を半減させる必要
- 資産価値が2%失われれば、破綻
- これほど脆弱な構造で、insolvencyとilliquidity区別可能？
- そもそも市場リスクは市場全体で見れば分散できない(だから市場リスク)
- それを受け止めるに十分なcushionが必要、むしろ

Equity will no longer be just a “cushion” but a main source of funds. (Cochrane 2013e)

答えは単純明快：B/Sの左側から右側へ

- ITバブルでなぜ、金融危機が起こらなかったのか
 - 資本で調達していたので、bank runは定義上ありえない
- ならば、銀行も負債でなく資本で調達すればよい
 - 実際、規制がほとんどなかった20世紀はじめ、自己資本比率25%は通例
- 貸借対照表の左側(借方：資産)ではなく、右側(貸方：負債・資本)を直接規制すれば、問題点すべて解決
- 自己資本比率25%ならば、資産価値が1%失われても、資産3%減で同レバレッジ維持可能
- 資産価値が25%失われなければ、破綻しない

An ounce of prevention is worth a pound of cure.
(Benjamin Franklin, quoted in Admati & Hellwig 2013)

素人の戯言：The Bankers' New Clothes

- こうした議論は銀行の特殊性を知らない素人の戯言？
 - 過剰な資本は銀行経営を非効率化する
 - うそ：資本 (capital) と準備預金 (reserve) の意図的混同
 - 資本は高コストなので、自己資本比率を上げると企業価値が低下、つまり、銀行にMM定理が成り立たない
 - 現在の(実質的な)規制を前提にすると、この主張は、少なくとも、銀行経営者・株主にとっては正しい
- MM定理： $r_A = D/A \times r_D + E/A \times r_E$
 - 投資のリスクは資産(左辺)で決まり、右辺はリスクの配分を決める
 - レバレッジをかけると(D/A上昇)、 r_D が上昇するので、 r_E は下がる→銀行に比べ、事業会社の資本は厚い 7

Win-Win: 規制がもたらした歪み除去

- MM定理が成り立たないのは、銀行の負債には通常のタックスシールドを超えた、負債連動の政府「出資」が存在するから(資料1)
- 自己資本を最低限20-30%レベルに引き上げ、銀行を普通の企業同様(投資に失敗すれば倒産)に扱う
 - 銀行のrecklessな行動、規模の経済を超えてtoo big to failを狙った巨大化インセンティブ消失



- 社会全体ではコストなしで、はるかに安全な金融システム実現可能
 - 成長と安定のトレード・オフは存在しない
- 「素人」(鉄道会社出身)経営者のもとで、こうした線に沿った方向で運営されている銀行も(資料2-4)

現状

市中銀行A		市中銀行B	
日銀付利当座預金 短期国債	預金	日銀付利当座預金 短期国債	預金
貸出		貸出	
短期投資	短期借入	短期投資	短期借入
	資本		資本
政府「出資」見返	政府「出資」	政府「出資」見返	政府「出資」

望ましい姿

市中銀行A		市中銀行B	
日銀付利当座預金 短期国債	預金	日銀付利当座預金 短期国債	預金
貸出	資本	貸出	資本

2014年3月期中間決算の概要及び今後の経営の方向性について

～ Into the Next Decade: 『飛躍の10年への挑戦』～



RESONA

2013年11月19日

リそなホールディングス

健全なバランスシート

安定した預金によりファイナンスされた健全な資産ポートフォリオ

りそなホールディングス 連結バランスシート
(2013年9月末現在)

【健全な貸出金ポートフォリオ】

- 分散が効いた貸出金ポートフォリオ
 - 住宅ローン比率：47.6%
 - 法人貸出は、中堅・中小企業に分散
- ネット不良債権比率*1：0.31%

【保守的に管理された有証ポートフォリオ】

- 大半は日本国債
 - 国債デュレーション*2：2.8年
(「その他有価証券」分)
- 保有株式に係るダウンサイドリスクは限定的
 - 保有株式*3／総資産：約 0.8%
 - 損益分岐日経平均株価：6,700円程度



【安定した調達構造】

- 強固なりテール預金基盤
 - 約1,300万のりテール預金口座
 - 国内預金ファンディングのうち約7割がりテール預金
- 低いファンディングコストを維持
 - 国内預金の平均調達コスト：0.05%
 - 国内預金ファンディングのうち約6割がローコストの流動性預金
- 極めて低いインターバンク調達や証券化への依存度
- 預貸率：約75%

【高い規制資本の充実度】

- 規制資本比率：15.21%
- Tier 1 比率：11.16%
- DTA(純額)/Tier 1：8.23%

会計上の総資産：
(TAA) 43.1兆円
(100%)

リスク調整後資産：
(RWA) 17.0兆円
(Basel II F-IRBベース)

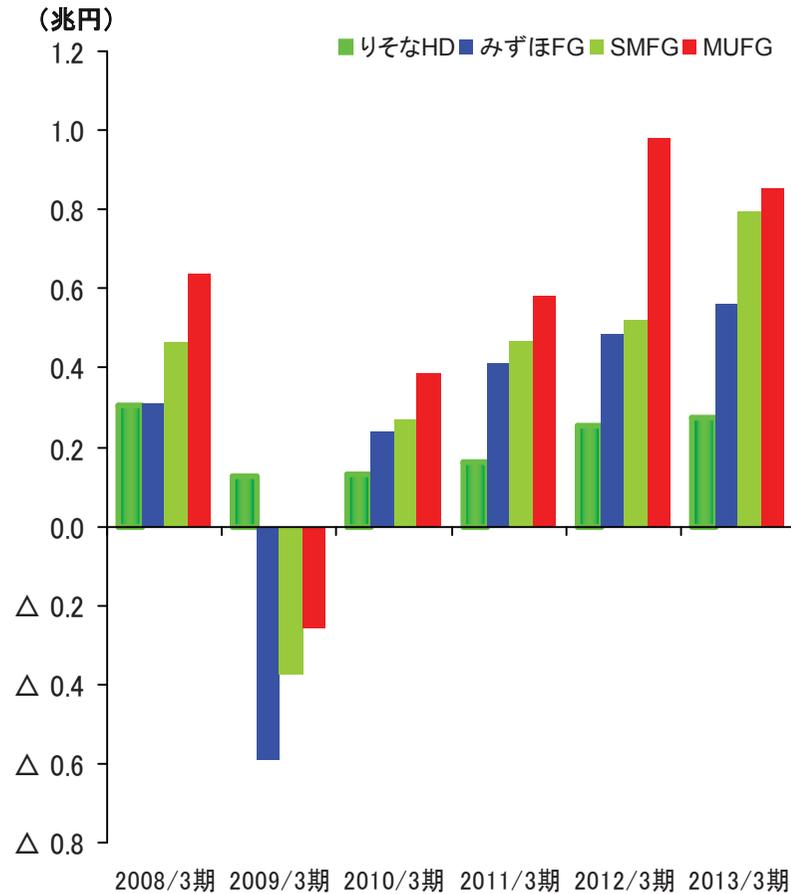
RWA/TAA 倍率： x 0.39 倍

*1. グループ銀行合算 担保/保証・引当金 控除後不良債権比率 *2. グループ銀行合算「その他有価証券」分 *3. 保有株式は取得原価

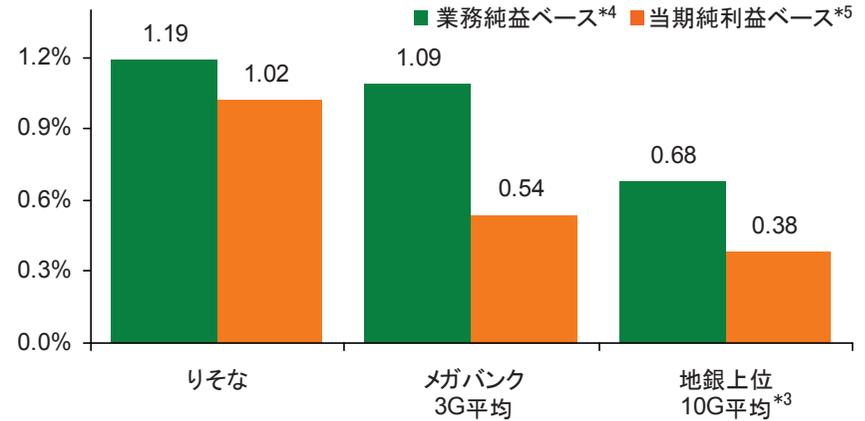
安定した黒字体質を実現

- 過去数年間に亘り安定的な収益を確保(リーマンショック直後も最終黒字を確保)
- 変動リスクの高い株式資産の圧縮、リスクの高いサブプライム関連投資を回避し、安定的な収益体質を構築

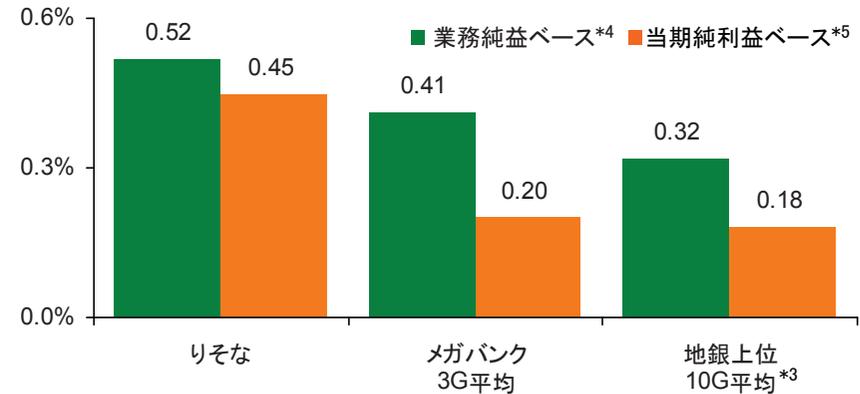
連結純利益の推移



RORA (過去5年平均)*1



ROA (過去5年平均)*2



*1. RORA=(業務純益もしくは当期純利益) / 期末リスクアセット、各年の単純平均、メガバンクグループは2009年3月期より先進的内部格付手法に基づきリスクアセットを算出、連結

*2. ROA=(業務純益もしくは当期純利益) / 期末総資産、各年の単純平均、連結

*3. 連結総資産で上位10地銀グループ(横浜、ふくおかFG、千葉、ほくほくFG、静岡、山口FG、常陽、七十七、北洋、西日本シティ)

*4. 与信費用・株式関係損益考慮後業務純益を分子に使用(但し開示上の観点から一部グループ銀行合算値を使用)

*5. 当期純利益を分子に使用(但し開示上の観点から一部グループ銀行合算値を使用)

資本規制だけで十分？

- 貨幣とは流動性のlast resort
- 短期国債
 - 流動性の点で貨幣の(ほぼ)完全代替物
 - 準備預金に付利されれば、全く同じ
- FTPLの視点からは国債と貨幣を区別することは無意味

In the 19th century, private banks issued currency. A few crises later, we stopped that and gave the federal government a monopoly on currency issue. Now that short-term debt is our money, we should treat it the same way, and for exactly the same reason. (Cochrane 2013c)

- 銀行の期間・流動性ミスマッチは不可避？
 - 銀行規制は国家の流動性供給と一体で考える必要
- *Institutions* are not systemically dangerous. Run-prone *assets* are dangerous. (Cochrane 2013e)

今後の国債管理：短期

- 日銀vs.政府という発想の不毛：*There is a single budget constraint uniting them* (Cochrane 2012)
- 準備金付利とは事実上の*fixed value debt* (もっとも安全な円運用資産)の提供
 - フリードマンルールの「克服」
 - しかし、non-electedである日銀の財政当局化の是非
- 付利準備預金の無制限供給で銀行預金ALM上の不安定さを除去
 - 貨幣に限定せず、日銀が流動性需要全体に応えることで、国家の(負債による)seigniorage最大化
- 変動利付債・物価連動債の危険性：財政当局にとって「本物」の負債

今後の国債管理：長期

- 長期債の超低金利：財政当局が「保険」をかける千載一遇のチャンス
- コンソール債 (*fixed flow perpetuity*) 一本化が理想
 - 借り換え不要、裁定機会消滅
- 物価連動コンソール債：投資家にとって理想の無リスク証券
- 長期債発行：inflation smoothingでprice jump回避
- 政府自身の流動性危機対策：優先株発行の可能性
- イールド≠リターン：長期債の優位性を明確にする会計処理への変更の必要性
- 現状のままでもスワップで「保険」ポジションを作れるはず

In modern finance, exposure is no longer tied to investment amounts. (Cochrane 2012)

おまけ：量的緩和でマネーを増やせるか

- 日銀が供給したおカネが銀行に滞留？
 - 銀行は怪しからん？
- 銀行が望まないマネタリーベース（準備預金）を供給しても、マネーストックは増えない
 - 銀行は付利ゆえ国債と交換しているだけ
- 市中銀行全体で見れば、貸出すなわちマネーストックが増加しても準備預金は「滞留」（資料5）

Why is the monetary base up but not the money supply?
Recall your basic college economics. To increase money supply, the banking industry must make net new loans.

(Fisher 2013)

量的緩和前

日本銀行

国債	銀行券
	日銀当座預金
その他資産	資本

現状(量的緩和後)

日本銀行

国債	銀行券
	日銀当座預金
その他資産	資本

目標(量的緩和後)

日本銀行

国債	銀行券
	日銀当座預金
その他資産	資本

市中銀行全体

日銀当座預金	預金
国債	
貸出	資本

市中銀行全体

日銀当座預金	預金
国債	
貸出	資本

市中銀行全体

日銀当座預金	預金
国債	
貸出	資本

まとめ：銀行を普通の会社に

- 従来の規制論議の前提「銀行の『本質的』なALMの不安定さ」は幻想
- 巨額の国債残高の下では、流動性供給は従来のマネタリーベース供給の延長線上で、日銀が付利準備預金無制限供給で対応するのが安全かつ効率的
 - 期間・流動性ミスマッチは解消可能

The bottom line: People who want better returns must transparently shoulder additional risk (Cochrane 2013c)

More capital and less debt, especially short-term debt, equals fewer crises, and common contrary arguments are nonsense. More capital would be far more effective... Once the rest of us accept this central idea, the details fill in naturally.

参考文献

- Admati, A., and M. Hellwig. 2013. *The Bankers' New Clothes*. Princeton, U.S.A.: Princeton University Press.
- Cochrane, J. H. 2012. Having Your Cake and Eating too: The Maturity Structure of US Debt, University of Chicago Booth School of Business.
- Cochrane, J. H. 2013a. Running on Empty. *Wall Street Journal* March 1.
- Cochrane, J. H. 2013b. Treasury Needs a Better Long Game. *Wall Street Journal* March 3.
- Cochrane, J. H. 2013c. Stopping Bank Crises before They Start. *Wall Street Journal* July 8.
- Cochrane, J. H. 2013d. The Danger of an All-Powerful Federal Reserve. *Wall Street Journal* August 26.
- Cochrane, J. H. 2013e. Financial Reform in 12 Minutes, University of Chicago Booth School of Business.
- Fisher, K. 2013. Stimulus? Hindrance, More Like: Markets Insight. *Financial Times* April 27.
- Rebonato, R. 2007. *Plight of the Fortune Tellers*. Princeton, U.S.A.: Princeton University Press.