

# 株価下落が示唆する

## 「適温相場」での投資家行動の反動

### 低インフレ予想が覆され、ポジションの巻き戻しが顕現化

「インフレ率は大きく上昇しない」という予想に支えられ、低ボラティリティ・低金利の「適温相場」下で過度なリスクテイクというべき投資が積み上がっていたが、本年2月初旬の国際的な株価下落は、その巻き戻しが一部顕現化したものと言える。米欧で金融政策の正常化が進展・視野に入っていくもとは、今回の株価下落局面で確認されたポジションの偏りや、その反動の大きさを教訓の一つとして生かすことが重要であろう。

日本銀行 金融市場局  
企画役補佐 八木 智美



### 歴史的低水準だったボラティリティ

市場におけるボラティリティを示す代表的な指標として、米国の株価のインプライド・ボラティリティであるVIXがある。これは、S & P 500 指数のオプションの価格情報を用いて算出され、原資産（S & P 500

指数）の先行き30日間の変動に対する市場参加者の予想を示す。VIXが高いほど、市場参加者は先行きの株価がより大きく変動すると考え、不確実性の高い状況に直面しているといえる。近年のVIXの動きをながめると、政治イベントの際に一時的な上昇を見せる局面もあったが、総じてみれば、2016年から17年央にかけて低下傾向をたど

り、17年秋以降は10%を割り込む局面も多く見られた（図表）。この間、米国の株価以外の資産のインプライド・ボラティリティも、総じて低水準となっていた。

国際通貨基金（IMF）は、昨年10月に公表した「国際金融安定報告書（Global Financial Stability Report）」において、それまでのVIXの低下の背景

について計量的な分析を示している。彼らの分析では、安定したマクロ経済のファンダメンタルズ、緩和的な資金調達環境、安定的な企業収益の3点が、近年のVIXの低下に寄与してきたと結論づけ（注1）、これら諸要因を一部支えてきたのは、各国中央銀行による緩和的な金融政策であると指摘している。この点、大規模な国債買入れ等が

# 苦戦みずほ、揺らぎかねない メガバンクの地位

日銀のマイナス金利政策の影響から収益力の低下が目立つ銀行決算。期末が近づき、市場関係者も気を揉み始めているが、なかでも今期、注目度が高いのがみずほFGだ。他メガに先駆け、踏み込んだリストラ策を打ち出したものの、目先では、与信関係費用の戻入れ益や株式売却益など一過性利益の計上による「お化粧」が目立つ。収益力で他メガとの距離が開くなか、注力してきた投資銀行業務をはじめ、海外ビジネスで成果を上げられるかが今後の行方を左右しそうだ。

## 日銀の金融政策で苦悩

政府が財界に賃上げを要請する「官製春闘」。安倍政権下で5年目を迎える2018年春闘では、安倍首相がデフレ脱却に向けて並々ならぬ決意を示し、「3%の賃上げ」という異例の数値目標を掲げる。だが、安倍首相の意気込みとは裏腹に、メガバンクでは早々に労働組合がベア要求を見送る方針を固めた。日本銀行のマイナス金利政策で低金利が長期化し、厳しい収益環境が続いているためだ。

とはいえ、黒田東彦日銀総裁は3月2日、自らの再任案を受けて臨んだ衆議院議院運営委員会での所信聴取で「地域金融機関は結構な利益があがっている」と述べるなど、金融緩和の副作用に対する金融機関への影響については強気の姿勢を崩していない。

金融機関の貸出の伸長などから、足もとの収益は依然として高いと判断しているようだが、総裁の見方を額面どおりに受け取る金融関係者はいない。

地域金融機関よりは体力があるメガバンクグループでさえ、傘下銀行の収益減少が目立ち、昨秋には相次いでリストラ策の発表に追い込まれた。なかでも世間を驚かせたのがみずほフィナンシャルグループ（FFG）。1万9000人の従業員と100店舗の削減を打ち出したことは記憶に新しい。

## 頼みの綱は

### 政策保有株の売却益

みずほFGが「構造改革」という名のもと、先じてリストラ策を進めざるをえないのは、他メガと比べて収益の落ち込みが激しい決算状況を見ても明らかだ。ただし、みずほFGの17年度第3四半期の連結純利

益の目標達成率は86%（目標額5500億円）であり、三菱UFJFGの90%（同9500億円）、三井住友FGの102%（同6300億円）と比べて、見掛け上は大きく引けを取るものではない。

だが、グループ収益の源泉となる傘下銀行の本業収益（業務純益）は、三菱UFJFGが5830億円、三井住友FGが4559億円なのに対して、みずほFGは2593億円。三菱UFJFGと比べるとダブルスコアに近い状態になりつつある。加えて、第4四半期に積み上げることが多い（シャープなどの）大口取引先の与信関係費用の戻入れ益を第3四半期までに前倒しで計上したとみられているほか、政策保有株の処分に伴う多額の株式売却益を計上するなど、一過性利益への依存を強めている。なぜ、みずほFGの決算が悪いのか――。実は好調だった16年度決算でも下期以降、収益力の低下が見取れる。他メガと比べて、コンシューマーファイナンスやカードローンビジネスの脆弱さを一因にあげる向きもあるが、みずほ証券単体の経常利益が16年度下期以降に急降下（16年度上期475億円↓17年度上期184億円）するなど、「グループ全体の市場部門の収益悪化が大きく響いた」（シンクタンク研究員）との指摘もある。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券の笹島勝人シニアアナリストは、みずほFGの市場部門が振るわない理由について「日

# 仮想通貨交換業者における

# マネロン・テロ資金供与対策のあるべき姿

国際的要請も高まるなかで、

リスク管理態勢の整備は急務

マネー・ロンドンリングおよびテロ資金供与対策（AML/CFT）への要請がますます高まるなか、仮想通貨交換業者においても、犯罪収益移転防止法（犯収法）の遵守に係る一律の対応にとどまらず、自らが直面するマネロンおよびテロ資金供与（ML/FT）リスクについて特定・評価し、リスクに見合った低減措置を講じるなど、有効なML/FTリスク管理態勢の整備が求められる。

金融庁監督局総務課  
仮想通貨モニタリングチーム  
モニタリング管理官

岡田 瞳

## なぜ資金決済法と犯収法が改正されたのか

2015年6月に発出されたG7エルマウ・サミット首脳宣言は、テロ資金供与対策に関連し、「仮想通貨およびその他の新たな支払手段の適切な規制を含め、すべての金融の流れの透明性拡大を確保するためにさらなる行動を取る」ことを明示した。本宣言に呼応し、AML/CFTに係る政府間会合である

FATF (Financial Action Task Force: 金融活動作業部会) は 同月、仮想通貨に係るリスクベイス・アプローチ (RBA) のガイダンスを発出し、仮想通貨と法定通貨の交換について登録・免許制を課すことや、顧客の本人確認や疑わしい取引の届出・記録保存義務等のAML/CFT規制を課すことを求めた。このようなAML/CFTに係る国際的な要請のほか、わが国においては、取引量において

14年当時世界最大規模であった仮想通貨取引所の破綻もあるなかで、利用者保護や的確なAML/CFT実施等の観点から法整備が行われ、16年5月に資金決済法および犯収法が改正された（17年4月施行）。

## 仮想通貨交換業者が講ずるべきAML/CFT

では、仮想通貨交換業者にはどのようなAML/CFTが求められるのか。犯収法は仮想通貨

交換業者にも一定の対応を義務付けている。しかし、①仮想通貨がML/FTに利用されるおそれ（注）、②次々と編み出される新たなML/FT手法、③AML/CFTへの国際的な目線の高まり、④国内外の金融機関等がML/FTリスク管理のなかで仮想通貨交換業者を含む顧客の体制や、場合によってはその実効性等も精査している状況、⑤実効的な対策整備に後れを取る金融機関が犯罪者等の標