

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 中 塚 富士雄

2015年12月、米国連邦準備制度理事会（FRB）は9年半ぶりの利上げ、7年ぶりのゼロ金利政策解除を決め、世界の金融市場は「危機後」に向けて踏み出した。しかし年明け後の市場は複雑に絡み合う国際情勢のもとで波乱の展開となった。金融危機の再発防止に向けて進められてきた様々な規制改革は、市場の安定に効果を発揮するのだろうか。本特集では、金融危機の発生以降に整備が進められてきた数多くの規制を整理し、市場への影響を考察することを企図している。

現在の規制はG20、金融安定理事会（FSB）、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）などの国際的な協調のもとで進められてきたグローバルな規制と、米国ドッド・フランク法、EUの銀行同盟のように、それぞれの国・地域で包括的に取り組んでいる規制が交錯している。

また時間軸で見ると、金融危機発生直後の規制改革に関する各国での議論は、金融機関の救済等に国民負担を求めたことから、いきおい、世論を意識し、早期に、しかも分かり易い形での決着を目指す、政治的な要請の強いものとなった。バーゼルⅢやドッド・フランク法の規制が実施されるのに伴って、こうした角度の異なる規制の相互の関係から生じる、とりわけ市場取引への影響について強い懸念が示されるようになってきた。典型

的な例としてCDS市場の急激な収縮はもとより、米国では短期資金の重要市場であるトライパーティーレポ取引が過去3年にわたり、減少が続いている。

本特集を構成する論文は4本で、前半の2本は規制の解説と課題の指摘、後半の2本は規制による市場への影響に関する考察を主な内容としている。

4本の論文に共通した問題意識は、80年代以降の金融監督がデリバティブや証券化など金融技術の進化を踏まえて、インセンティブの付与を重視した手法だったのに対して、危機後の規制はリスクテイク自体を制限する方向に動いていることだ。これによって債券やデリバティブ市場では流動性が損なわれる懸念があり、特に市場に一時的に大きなショックが発生した場合に、流動性の枯渇によるボラティリティの上昇が不測の事態を招くことはないか、という点である。

規制の中には危機直後の世論に押されて要因分析が不十分なまま検討が進められてきたものや、影響が大きく、一部適用開始時期を大きく先送りするものも散見される（注1）。また金利リスク規制の強化やソブリンリスク規制についての議論も続いている。安定した体制の構築には、まだ相当な時間を要すると考えられる。その点で規制の全

体像を理解し、それを踏まえて市場の動きを子細に観察しておくことは有事への備えの一つとなるだろう。

翁論文「国際的な規制改革の全体像について」は、本特集の総論でありグローバルな視点から規制全体の鳥瞰図を描いている。柱は①バーゼルⅢを中心とする銀行の自己資本比率規制などの一層の強化、②G-SIFIs（グローバルにシステム上重要な金融機関）の破綻処理を可能とする規制の導入、③業務範囲規制の強化、④シャドーバンクへの規制強化の4項目である。

その上で金融危機後の規制の潮流の変化として、欧米主導でリスクテイクを直接制限する画一的な規制が強化されている、個々の銀行のリスク管理インセンティブより銀行間の比較可能性を重視するアプローチへの回帰の動きが一部にみられる、の2点を挙げている。規制の適用については比較可能性の高い標準的な手法を重視する傾向がみられ、金融業にとってコストの高い規制体系になりつつあると指摘する。

規制の副作用としては、国際的な規制と各国独自規制が並行して強化され、全体をコーディネートする機関が存在しないこと、このために規制体系の複雑化に加えて未決着な問題も多く、銀行業の経営環境の不確実性拡大につながっているとす。またリスクテイクの抑制は銀行の資金仲介の消極化につながりかねないこと、金融機関のインセンティブへの配慮不足から、リーマンショック時最大の問題とされるレギュレトリ・アービトラージ（異なる規制間の抜け穴を探す行為）を助長しかねないとする。

更に実質破綻時に債権者が損失を負うTLAC規制について債権者の取引回避の懸念がある点などを挙げ、複雑化した規制の相互関係が金融市場へのインパクト、とりわけ市場のストレスが大きくなったときに、どう作用するか、また連鎖的なシステムック・リスクを防げるか検証されていないと警鐘を鳴らしている。

松尾論文「適用が始まった「危機後」の規制改革」は、前半でG20サミット（首脳会合）声明を

図表 金融危機再発防止のための規制の方向性

危機で顕在化した問題点	国際的な金融規制（G20等）
レバレッジの拡大	レバレッジ比率規制（バーゼルⅢ）
デリバティブ市場の透明性欠如	中央清算機関での清算、非清算取引に対する証拠金規制（ドッド・フランク法等）
危機時の一時的な流動性不足	流動性規制（バーゼルⅢ）
損失拡大による貸出スタンスの消極化	カウンターシクリカル資本バッファ（バーゼルⅢ）
損失に対する自己資本不足	自己資本規制（バーゼルⅢ）
過度なリスクテイク	自己勘定取引規制、ヘッジファンド等への投資規制（ドッド・フランク法等）
システムック・リスクの伝播・拡散	G-SIFIs
シャドーバンキングへの監督の欠落	証券化商品のリスク・リテンション規制、MMFに関する政策提言等（FSBのWS）
EU域内の金融監督行政の一貫性の欠如	EUの銀行同盟

（図表注）WSはワーキングストリームの略。

（出所）平成24年度内閣府経済財政報告に掲載の「リーマンショック後の金融規制」に筆者加筆

（注1）FRBはドッド・フランク法の中のファンド投資規制について、ファンドの処分に伴う市場の混乱を避けるという理由で13年12月末以前に銀行が出資などをしたファンドに対する完全順守の期限を2年先送りし、17年7月からとした。

時系列でたどることにより、規制改革のテーマの変遷を明確にしていく。

09年のピッツバーグ・サミットで金融セクター改革の諸課題の整理（規制・監督の強化・範囲の拡大、FSBの組織強化、質の高い資本の構築、SIFIs問題への対処など）が行われ、10年のソウルではマクロ健全性政策の枠組みの整備、新興市場・途上国に関する規制改革上の課題への対処、シャドーバンキングへの規制・監督の強化が挙げられた。その後、11年のカンヌ、13年のサントペテルブルク、14年のブリスベンを経て、15年のアンタルヤでは、金融市場分野を中心とする決定的に重要な作業として中央清算機関（CCP）の強化やシャドーバンキングへの対処、店頭デリバティブ市場のクロスボーダー適用などが示された。

こうした声明の柱の変化を受けて市場発のグローバル金融危機に対して初期は店頭デリバティブなど市場分野の規制改革が中心となったが、その後はシステム上重要な金融機関の健全性確保が中心となり、直近では金融市場のボラティリティ上昇から、再び市場分野の規制改革にスポットが当たっていると分析する。またG20のもとで、金融包摂・教育、消費者保護が課題として取り上げられたことにも着目している。

後半で日本の対応をまとめている。危機の影響が大きかった欧米では新たな法律を制定し包括的な対処を行っているが、日本では規制分野ごとに金融商品取引法の改正などの法令措置や監督措置を取っている。信用格付業者規制、証券会社・保険会社の連結規制制度の整備や店頭デリバティブ市場規制の整備は09年から10年の法改正などで大枠の対応を終えている。11年以降は、バーゼルⅢ対応（13年3月から段階的に実施）、金融機関の秩序ある処理の枠組み（13年の預金保険法

改正により金融業全体について枠組みを整備）、シャドーバンキング規制などに対処している。

倉都論文「危機後の金融市場の変化を読み解く」は80年代以降の金融市場の変化を金融技術革新などによる投資銀行の台頭であり、金融危機後の規制強化のもとで金融システムは投資銀行モデルから商業銀行モデルに回帰をし始めていると、捉える。

金融危機のもとで流動性不足に陥った米国投資銀行大手がFRBによる救済措置を受けるために形式的に商業銀行への衣替えを余儀なくされたが、商業銀行に対するバランスシート規制を受けることとなり、これによってバランスシートを最大限に生かすレバレッジを利かした戦略は困難となり、トレーディング規模が縮小し、商品開発も後退したと分析する。商業銀行についてもBCBSは従来の自己資本規制ルールでは不十分と判断し流動性カバレッジ比率や国債・デリバティブを含めたレバレッジ比率を導入した。また米国、スイスでは大手金融機関に、バーゼル規制に上乘せした自己資本比率を求め、その結果、債券市場業務を中心とした積極的な銀行経営に急ブレーキがかかった。

一方、市場構造の変化という点で、米国では債券市場をはじめとして、ボルカールールによる自己勘定取引の禁止により大きな影響が出ていると指摘する。具体的にはマーケットメイクと自己勘定取引との区別は業務上の大きなストレスとなることに加えて、ヘッジによる収益機会の縮小や他市場・他商品を利用するクロスヘッジが難しくなる。このため米国債以外の有価証券については顧客に積極的な売買価格の提示を行わないことが最大の防衛手段となる。こうした状況から債券業務を中心に人員削減が進むとみる。

またリーマンショック後の各国の量的緩和策のもとで、エネルギーや新興国関連の債券市場を通じた過剰な信用創造が行われた可能性が強いが、米国の金利正常化と規制強化による流動性の低下が市場に強烈なストレスをかけるリスクを十分認識する必要があると警戒する。

富安論文「規制によるコスト増と流動性の低下について」はレバレッジ比率規制を中心に流動性に対する規制が市場の縮小を引き起こす過程について詳細に分析をしている。まず債券関連では、金融危機回避の効果は経済全体に恩恵があるにせよ、規制コストの増加は金融機関と、そのユーザーが負う。この結果としてもともと利ザヤの薄い債券関連収益が落ち込み、政治的な配慮の必要な自国国債以外の国債のマーケットメイクからの撤退などの動きが相次いでいると分析する。次にデリバティブ取引では、以前はクレジットコストの影響が大きかったが、最近ではファンディングコストや規制強化に伴う資本コストの重要性が高まっていると指摘する。

特にレバレッジ比率規制（Tier 1 自己資本／将来潜在的に発生し得るレバレッジ・エクスポージャー）の影響を重視する。欧米各国ではほとんどの大手金融機関が、バーゼル規制をクリアしているが、更に上乗せした各国基準の設定が進んでい

る。本来はリスクベースの資本規制の補完を目的とした規制だが、許容されるネットिंगの効果に限定的で重い規制になっているとみている。

またデリバティブ取引と原資産の価格乖離する現象が国債、社債、株式などで起きており、デリバティブでリスク管理を行うことが常の欧米の保険会社や年金ファンドにとってマイナスとする。通貨スワップについても、CCPによるクリアリングが行われていないためレバレッジ比率規制により金融機関が提供できる取引量が制約される。邦銀の外貨貸出、生保の外債運用、サムライ債発行によるドル転換ニーズなどに影響があると指摘する。

更にレバレッジ比率、流動性カバレッジ比率、安定調達比率（Net Stable Funding Ratio）といった各規制の相互関係にも綿密な分析は必要としている。

結論として、このように複層的な規制により金融機関のバランスシートは急速に改善したが、流動性の不足への懸念があり、金融サービスの受け手は相手方の取引供給能力を勘案して、一定数の金融機関との取引を維持する必要があるとみる。その上で適切な金融仲介機能の維持へ、特に海外の規制の見直しが必要ではないかと指摘している。