

講演

国際的な金融規制改革を見直す動き ～プロシクリカリティ対策を踏まえて～

みずほ証券 宮内 惇至

日本アクチュアリー会 CERA 研修講演 2017年11月17日

ただいまご紹介にあずかりました、宮内でございます。今日は貴重な機会をいただきまして、どうもありがとうございます。よろしく願いいたします。では、座ってお話しさせていただきます。

私は、日銀では、リスク管理や不良債権問題、それから銀行の国際ルールに関わる仕事をしてきました。銀行の場合はバーゼル銀行監督委員会があり、90年代の初頭から、BIS規制やバーゼルⅡ、バーゼルⅢと呼ばれるような国際ルール（自己資本比率規制）が全世界に適用されています。保険のことをそれほどよく知っているわけではないのですが、この銀行の国際ルールがどのように作られ、どのように発展してきたかということは、皆さんのご参考になるのではないかと思います。それから足下、金融危機があって、このような規制はうまくいかなかったのではないかという反省に基づいて、新しい、厳しい規制が、2010年代に入って次々として出てきたのですけれども、その実装が始まったのがこの3、4年かと思います。

ところが、段階的に導入し始めたら、いきなりマーケットが機能不全に陥ったといいますか、副作用が目立ってきたということで、この1～2年は、見直していかなければいけないという感じが強くなってきました。タイトルにある「国際的な金融規制改革」は、金融危機以降、さらに金融規制を改革し厳しくしようということを表していますが、今度はそ

れを少し見直す動きが出てきています。やりすぎたというよりは、やり方がまずかったということです。緩和などではないのですけれども、やはり間違っていたところがあって、見直そうという動きになっています。この「プロシクリカリティ対策を踏まえて」という部分ですが、今日のこのお話をするという依頼のあった森本さんから、プロシクリカリティの話は是非盛り込んでほしいというように言われていましたので、その宿題に答えるべく、このような形でお話しさせていただければと思います。

国際的な銀行規制の変遷

年	できごと
1988	BIS規制(バーゼルⅠ)合意
1992	BIS規制の完全実施
1996	マーケット・リスク規制
1998	新BIS規制(バーゼルⅡ)検討開始
2004	バーゼルⅡ公表
2007	バーゼルⅡ実施(予定)
2007-2009	グローバル金融危機(リーマンショックは2008年秋)
2011	バーゼルⅢの骨格を公表
2011-2017	追加的な措置を策定
2011-2019頃	バーゼルⅢの段階的实施

銀行規制の歴史は、バーゼルⅠが92年に実施されたことからスタートしました。元々銀行、証券、保険のなかでは、銀行は、国際的に同じ土俵（レベル・プレイング・フィールド）でやるべきという考え方がとても強かったのです。やはり国際的に広く展開していたからでしょう。証券会社も国際的に展開しているのですけれども、規制の仕方は少し違っ

ていて、銀行のように健全性の規制をするというよりは、マーケットごとに規制するという感じでした。そこで悪いことをしないように、お客さんが集まるようにという規制になっていましたので、当時の証券の国際規制というものは、最近は大いぶ変わってきましたけれども、市場ごとにばらばらでした。保険の国際規制については、どちらかという金融危機以降、加速感が出てきたかなという感じがします。

銀行の国際規制のきっかけは1974年にヘルシュタット銀行というドイツの銀行がつぶれてしまいまして、当時その銀行とマルク・円の為替取引をしている世界中の銀行が、円を入金したのだけれども見合いのマルクが返ってこないという問題が起きたことでした。世界的に、銀行監督は同じレベルで見なければいけないという観点から、このヘルシュタット・リスクに対してどうするかということで、中央銀行などが集まって、コア・プリンシプルというものを作ったのです。その後、80年代に入って、アメリカで銀行の破たんが急増しました。アメリカで金融の自由化が進んで、金利が大きく変動する中で、S & Lなどがつぶれていき、そうこうしているうちに、82年にはラテンアメリカの債務危機が起きて、自己資本比率規制を国際的にきちんとしなければという意見が強まったのです。アメリカやイギリスなどは先行して進めていて、87年には米英共同提案というものが出てきました。その後88年に、最初のBIS規制、自己資本比率規制というものができたわけです。

そのときの自己資本比率は、アメリカやイギリスの銀行は7%ぐらいあったのですけれども、日本の都銀は3%ぐらいしかありませんでした。なぜそれほど低かったかという、日本の当時の都銀は、バブルに乗って、世界中で資産を膨らませていたという背景があります。ただ、7%と3%は大いぶ開きがありますね。よく、BIS規制が入ったのは日本の

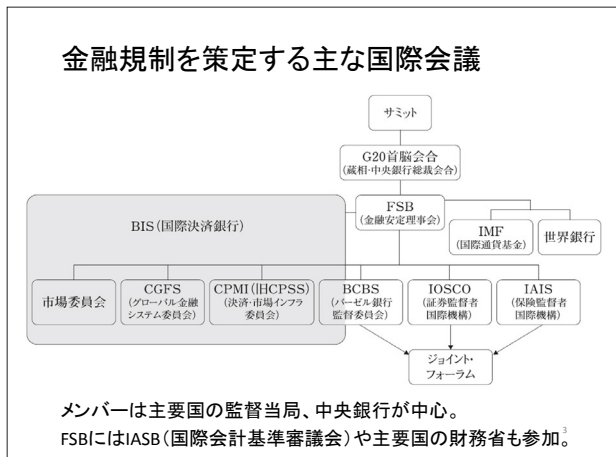
銀行の展開を叩くための陰謀ではないかと言われていますが、そのようなことは全然なくて、世界的に健全性を守っていかないと、国際的な金融システムの安定が守れなくなるという認識に基づいています。日本もその中に入らないと、いずれ大変なことになるということで、BIS規制の交渉が始まって、88年に合意し、日本の銀行も資本の蓄積等、自己資本比率の改善の対応を迫られることになりました。結果としてこの規制をやっていて良かったと思います。90年代にバブルが崩壊して、日本の銀行はひどい目に会いましたけれども、やっていなかったよりは、やっていた方がましだったのかなという気がします。

96年には、マーケットリスク規制という修正が入りました。バーゼルⅠは非常に単純な信用リスクのみの比率規制だったのです。90年代は銀行の世界ではリスク管理革命と言われていて、VaRなどを使ったリスク管理が出てきた時期です。マーケットリスク規制はこうした規制の高度化に対応したもので、VaRを使う銀行の内部モデルを用いた修正が行われました。

98年になると、バーゼルⅠは単純すぎてリスク管理革命に対応していないので、根本的に変えなければいけないということでバーゼルⅡの交渉が始まりました。バーゼルⅡのポイントは、銀行の資産のほとんどを占めている貸出債権の信用リスクについて、内部モデルをどこまで用いたらいいだろうかという点でした。私はバーゼルⅡの交渉を担当していましたが、大変時間がかかりまして、6～7年かけてようやくバーゼルⅡができてきて、実施は2007年からと決まって、まさに始めようとしたところで、あの金融危機が起きてしまいました。少し手遅れだったかなという感じもします。

金融危機の後は、「規制当局者は何やっていたんだ」という声がかかなり強まりました。政治や世論か

ら、銀行はもっと厳しく締めなきゃだめだという声
 が上がって、バーゼルⅢを中核とするいろいろな規
 制が入ってきました。2009年頃からバーゼルⅢを
 作り始めて、2011年に骨格を発表しました。まだ
 検討している部分もあるのでありますが、大体でき
 ています（注：2017年12月に最終案が完成）。実
 施については、2011年と書いていますが、主とし
 て2013年頃から始まっています。どのような規制
 が入ってきたかというものは、スライドに入れ損ね
 たのですが、その前に、誰が作ったかを少し見てみ
 ましょう。



この図は、金融規制を策定する主な国際会議なの
 ですが、バーゼルⅡの時代、すなわち金融危機
 以前は、バーゼル銀行監督委員会、保険だと IAIS、
 証券関係は IOSCO と、それぞれで作っていました。
 これらの上位にある会議体はなかったのです。と
 ころが、金融危機後に、FSB が出来て、G20 やサ
 ミットなどにも頻繁に報告するようになりました。
 G20 から宿題が振られることも増えてきました。現
 在では FSB がコントロールタワーになっています。
 FSB には、財務省からの代表者も入りますが、財
 務省のトップは政治家ですよね。財務大臣ですから。
 さらに、IMF や世銀なども入ってきて、いろい
 ろな人が、よくわかっていない人も含めて口出しをす
 るようになりました。FSB の人などは、ほとんど
 保険のことを何も知らないけれども、保険のルール

について、といろいろ言っているということになる
 のです。大変なことになってしまいました。

この動きを一言で言ってしまうと、非常にポリテ
 ィカルになったということです。ポリティカルにな
 ると同時に、銀行バッシングの世論が非常に強かつ
 たので、その対応のためにも厳しい規制がどんど
 ん作られました。ヨーロッパやアメリカの銀行監督者、
 あるいは保険の監督者、証券の監督者は、「何やっ
 ていたんだ」と言われて、お取り潰しになってしま
 った監督機関もたくさんあります。自分たちのとこ
 ろもいつ潰されるか分からない、身の証を立てるた
 めには厳しい規制を作るしかないというところもあ
 って、G20 からいろいろな宿題が出てきたものを、
 下請け機関のように必死になって、厳しい規制が作
 られてきたということです。

私はバーゼルⅡの時には規制策定に携わっていた
 のですが、金融危機後は、決済機構局という
 ところにおいて、CPMI に関わっていました。ここは
 決済や市場インフラに関する会議に参加して、CCP
 (中央清算機関) のルールや、レポ市場などのルー
 ル作りをしていました。

図表 2：金融規制後に導入された主な規制

銀行の健全性強化	自己資本比率の引上げ 自己資本の定義の厳格化 レバレッジ比率規制 流動性規制(流動性カバレッジ比率(LCR)、安定調達比率(NSFR))
Too Big to Fail 対策	SIFIs(金融システムにとって重要な金融機関)への資本取戻のアドオン TLAC(破綻時に備えた損失吸収力の確保) Living Will(再建・破綻処理計画の策定)
プロシクリカルITY対策	カウンターシクリカル・バッファ CoCo 債(債券転換社債) 資本保全バッファ 予想損失モデルによる引当 ダイナミック・プロビジョニング LTV/DTI 規制(Loan to Value, Debt to Income 規制)
店頭デリバティブ市場改革	マージン規制 清算集中(CCP(清算機関)の利用義務付け) CCPの健全性基準の引上げ
シャドー・バンキング関連	MMF 規制強化 証券化規制(リテンション等) レポ市場改革
その他	銀行本体での自己勘定取引の規制(ボルカー・ルール) マクロストレステストに基づく配当・資本規制

出所：バーゼル銀行監督委員会、FSB などよりみずほ証券作成 注：イタリックは各国独自の規制

どのような厳しい規制が入ったかという点につい
 て、スライドに入れ忘れたので、お手元の参考資
 料(みずほ証券「資本市場リサーチ」2017年秋季
 Vol.45「転機に立つ国際金融規制～先進国は見直し
 へ舵を切る～」)の図表 2 というところにある一覧
 表をご覧ください。うんざりするほどいろいろな規
 制が出てきました。特に、銀行の健全性規制では自

己資本比率を引き上げよう、定義を厳格にしよう、レバレッジ比率や流動性規制という新しい角度の規制を入れようなどということが言われています。

これらの規制について簡単に説明します。まず、銀行の比率規制は比較的単純で、資本をリスクで割って、一定以上持っていないさいというもので、基本的な発想は保険の資本規制と同じです。ただし、もう少し詳しく見ると、分母はリスクウエイトという掛け目を資産に掛けています。資産のリスクがどれぐらいあるかということだけを見ているのです。負債は見ません。資産がどれぐらい振れるリスクがあるかということで掛け目を掛けて、リスクウエイトづけしたリスクアセットという概念を作って、それに見合う以上の資本を持っていてくださいということです。最低水準は8%など、いろいろです。

金融危機の後で行われたことについてご説明します。まずは自己資本比率を引き上げ、もっとたくさん資本を持っていなければだめとしました。その次に、自己資本の定義の厳格化があります。これはTier2という、劣後債なども入った資本部分の割合を低くして、純粋な資本部分の割合を高くするというで、内容も厳しくしていったのです。

その他に、レバレッジ規制というものが入りました。レバレッジ規制は、もっと単純で、資本が分子で資産が分母です。要するに、バランスシートの大きさに対して、一定以上の資本を持つようにということで、リスクウエイトという概念がなくなっています。なぜこのようにしたかという、金融危機の直前にレバレッジがどんどん大きくなっていった金融機関を放置していたという問題が指摘されたからです。リスクウエイトがおかしくて、インチキをやっているのではないかとか、リスクウエイトはあてにならない部分があるから資産だけで単純に見ましょと議論もありました。もう一つ、このレバレッジは、流動性リスクに関係するという考え

方もあります。レバレッジ比率は3%以上、国によって4%、5%といろいろあります。

この指標は、一見するとあってもいいかなという気もするのですが、エンタープライズ・リスクマネジメントという観点からすると、あまり親和的ではないとも言えます。なぜか分かりますか。問題点は、レバレッジ規制が全然リスク感応的ではないということです。リスクが大きいものも小さいものも、みんな同じ。そうだとすると、どのような問題が起きると思いますか。

○ リスクの小さい資産を持つ意味がなくなるのでは？

宮内 そのとおり。リスクが軽いものは、相対的に持ちにくくなるということです。どちらかと言うとリスクの大きいものを持つというインセンティブづけになってしまうのです。そのような問題がある規制を入れてしまっています。最初は良かれと思って既存のリスクベースの自己資本比率規制のバックストップとして入れることを想定していたのですが、結構厳しく入れてしまったので、歪みとして効いてくることになってしまいました。

それから、流動性規制。流動性カバレッジ比率(LCR)や安定調達比率(NSFR)というものが入っています。簡単に言うと、ある程度の流動資産を持っていてくださいという規制です。対症的なのですけれども、金融危機のときに、流動性がなくなってつぶれてしまった、もしくはつぶれそうになった金融機関が金融システムを不安定化しました。自己資本はたくさんあっても、いざというとき売却して資金が捻出できないと金融機関はつぶれてしまうので、流動性をたくさん持たせる規制を入れました。

LCRやNSFRの、細かい内容はネットで見られるので、勉強していただければと思うのですが、LCRは、30日間資金の流入がなくなってしまったときに、

つまり、金融危機になって資金調達ができなくなってしまったときに、流出する資金に対して流動資産をどれくらい持っているかという比率を見ています。もう一つは、NSFR（安定調達比率）は、資産の中で、安定調達が必要な資産、長い資産ですね、資産の中でマチュリティの長い資産に対して、調達も安定調達でカバーしてくださいというものです。

一見良さげに見えるのですが、これも相当市場参加者のインセンティブを歪めてしまいました。なぜならば、規制のリスクの捉え方が流動性リスクの概念と必ずしも一致していないからです。LCRについては、30日間で見ているのですが、銀行の常識からすると、1日でも資金繰りがつかなくなったら、そこで破綻です。そもそも流動性資産や安定調達などの考え方も恣意的に作られているので、マーケットを歪めています。

それ以外には、Too big to fail 対策、それからプロシクリカリティ（景気循環増幅効果）対策です。プロシクリカリティ対策のところは、カウンター・シクリカル・バッファや CoCo 債、少し下の方に行って、ダイナミック・プロビジョニングや、ローン・トゥ・バリュー（LTV）、デット・トゥ・インカム（DTI）規制のようなものがあって、これはみな、景気が良くなったら厳しくしましょう、景気が悪くなったら緩めましょうという規制です。カウンター・シクリカル・バッファは危機的な状況になったら自己資本比率を下げることで景気変動を均す、ダイナミック・プロビジョニングは引当のルールを緩めたり厳しくしたりして景気の平準化を図ることを考えているものです。それから、ローン・トゥ・バリュー規制は、例えば、住宅ローンなどが過熱化したら、頭金をもっと持ちなさいという規制です。こうした状況に応じて変化する仕組みがプロシクリカリティ対策として導入された規制です。その他には、店頭デリバティブの市場改革やシャドバンキング

関係など、これは各国裁量で入れているのですが、ボルカー・ルールのような銀行の自己勘定取引を隔離するルールも入っています。

図表3：バーゼルⅢの導入スケジュール

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
資本規制強化	段階的導入期間						
資本保金バッファ				段階的導入期間			
レバレッジ規制	試行期間		開示期間			本格実施	
LCR	段階的導入期間						
NSFR							導入予定

出所：バーゼル銀行監督委員会よりみずほ証券作成

国際的な規制の導入スケジュールについては、論文の図表3を見てください。資本規制の強化が景気に悪い影響を及ぼさないように段階的に導入しています。レバレッジ規制は、2013年からモニタリング期間、2015年から開示の期間、そして来年のどこから本格実施という予定になっています。それから、流動性のLCRはすでに段階的に導入されていますし、NSFRは来年から導入の予定ということになっていますけれども、先取りして市場は反応している状況です。

日米欧：金融規制当局の動き

- **日本**
 - 従来から過剰な規制に反対
 - このところ一段と見直しの必要性を国際的に発信
- **欧州**
 - 強硬派だった英が15年秋以降、規制強化に慎重な姿勢へ転換
 - EUは昨年より成長重視に転換
 - 「関心は危機の再発防止から経済の活性化へシフト」(16年7月、EU高官)
 - バーゼル合意よりも緩い**独自の規制案**を提示(英16年7月、EU11月)
- **米国**
 - 大統領選まで：規制強化姿勢を堅持
 - 大統領選以降：規制見直しの方向へ
 - **大統領令(今年2月)**に基づき、**財務省**が**規制見直し案**を分野別に策定中(6月に銀行編、10月に資本市場編と資産運用・保険編の報告書を公表)

次のスライドは各国の金融規制当局のスタンスです。レバレッジ規制が2015年から開示されたと、すぐにマーケットがおかしくなって、今は、「これはまずい」という感じになっています。日本のスタンスは、あまり過剰な規制はやめましょうということを一貫して言っていました。でも、多勢に無勢といえますか、ヨーロッパやアメリカは、先ほど言っ

たような事情で非常に強力で規制強化を主張したので、なかなか抗いきれなかった部分もありました。しかし、この2年ぐらい、見直しの必要性を国際的に一段と強く発信しています。

次に、ヨーロッパですが、イギリスはやはり、金融危機でアメリカとイギリスが最も大きな影響を受けたこともあり、当初は非常に強行に言っていたのですけれども、一昨年秋ぐらいから、「やっぱり、規制強化をゴリゴリやりすぎると、ろくなことがない」というようなトーンに変わっています。昨年はEU政府の要人なども、「規制より成長重視を目指さなければまずいのではないか」と言い始めて、「われわれの関心は危機の再発防止から経済の活性化にシフトした」、「われわれは墓場の安定を望んでいるわけではない」などと言っています。やはり、規制のやりすぎはどうかという感じです。私としては、「おまえたちがその規制の導入を進めてきたのではないか」と言いたい気持ちもあるのですけれども。

イギリスは昨年7月、EUは昨年11月に、独自の域内規制案というものをしています。これは国際的な基準に基づいて、それぞれの国で規制に落とすしていくための措置です。彼らの国内の規制案は、バーゼル合意よりも少し緩めのものを勝手に打ち出していて、国際ルールに反するのではないかと思うのですけれども、しかし内容的には、割と日本が主張していたものに近いものになってきています。

アメリカはそのような中で、昨年は一貫して、まだ規制は厳しくしないといけないというようなことを言っていました。しかし、トランプさんが当選してから、もしかしたら見直すのではないかという機運が高まりました。今年に入ってトランプ政権のスタンスはかなり見えてきました。2月に大統領令を出して、より成長志向に行こうではないか、それから、市場の歪みをしっかり見極めて修正しようと、非常にまともなことを言いだしています。それに基

づいて、財務省が規制の見直し案を作って、6月に銀行編、10月に資本市場編と資産運用・保険編を公表しましたが、内容は非常にまともなものです。相当知恵のある人間が作っていますね。やはり、金融に関しては共和党政権の方がましかなという感じもします。その辺の話は後でします。

規制見直し論の背景

- 構造的な低成長、超低金利、低収益性と技術革新
- 副作用(意図せざる影響: unintended consequences)
 - ▶ 市場流動性の低下
 - ✓ 金融機関が債券在庫を圧縮
 - ✓ マーケットメイク業務から大手金融機関が撤退
 - ✓ 市場間裁定の低下(レボとFF金利の乖離、スワップ・スプレッドの異常値、クレジット市場の裁定機能低下)
 - ▶ クライアント・クリアリング業務から撤退
 - ▶ 外銀のドル資金調達困難化
 - ▶ 市場のフラグメンテーション
 - ▶ 寡占の進行、シャドー・バンキングへのシフト
 - ▶ ビジネスモデルの均質化
 - ▶ 可変的規制のパフォーマンスの悪化

このような規制見直し論がなぜ出てきたかという点を見てみましょう。一つは、構造的な低成長や超低金利、低収益性、それから技術革新、フィンテックなどです。こうしたものが出てきている中で、厳しく規制することが本当にいいのか、ビジネスモデルの転換やイノベーションを阻害しているのではないか、規制によってフランチャイズ・バリューが低下して低収益に追い打ちをかけているのではないか、といった意見です。それから、銀行がもうならなくなると、金融システムは不安定化してしまうということで、かえって良くないことをやっているのではないかという意見が出てきています。

それから、より大きな理由としては、先ほどから言っている副作用です。Unintended consequencesと英語で言うのですけれども、意図せざる帰結、意図せざる影響です。どのような意図せざる影響が出たか、ここに書いてありますけれども、参考でお配りした論文にも詳しく書いてあるので、ご興味があれば後で論文の方を見ていただければと思います。一番大きいことは、市場流動性が低下してしまっ

いることです。

流動性と言うと、資金流動性と市場流動性、両者は密接に絡んでいるのですけれども、二つ言葉があって、市場で売り買いを円滑にできるか、その度合いを市場流動性というのです。だから、オファー・ビッド・スプレッドが非常に開いていたり、取引の相手を探そうとしてもなかなか見つからなかったりというのが、市場流動性が低いという状態です。例えば、債券を売ろうと思ってなかなか買い手が見つからなくて、とても低い値段を提示しなければ売れない状況になっているということは非常に問題で、特にそのようなときに、何か外的なショックや悪いニュース（どこかの銀行が破たんしそうだ、どこかの国がミサイルを発射しそうだななど）が伝わったときに、市場参加者がポジションを変えようとしても思いどおりにできないと、価格が大きく動いてしまうのです。ファンダメンタルズよりも大きく下がってしまうため、金融危機が起きやすい状況になります。そのような肝心要の市場機能が規制により阻害されているのです。

例えば、金融機関は規制を受けて債券在庫を圧縮しています。株の市場流動性はとても高いです。取引所で取り引きされているということもありますし、一つの会社の株は1種類か、あっても2種類か3種類ぐらいです。一方で、債券は、国債もたくさん種類がありますし、回号ごとに違います。時期も違えば、信用度もさまざまなものが出ていて、何百万とあるのです。それぞれについて売り買いの相手を見つけることは、株に比べるとずっと難しいので、一般に債券の方が市場流動性の問題が強く出ます。レバレッジ規制を入れたせいで、低リスクの債券を持つことが少し割に合わなくなってしまって、証券会社が債券在庫を持たなくなりました。この結果、マーケットメイク、つまり、売買の仲介がしにくくなってしまいました。それから、ア

メリカではボルカー・ルールでマーケットメイクと自己ポジションのトレーディングをしっかりと分けましょうということを言っていますが、両者は一体不可分なので、無理に分けようとした結果、マーケットメイク業務を一段と難しくなっています。

それから、市場の間での裁定が働かなくなっていて、例えば、レポとFFレートの金利がかい離しています。レポレートの金利が期末に上がって、FFレートの金利が下がっています。これは、売り買いしている主体ごとにいろいろな規制が入ってきたせいです。スワップ・スプレッド、これは国債金利とスワップレートと乖離ですが、おかしい値になっています。普通、デリバティブの方がカウンターパーティーリスクがある分、プレミアムが付くはずなのですが、規制により現物の国債を持ちたがらなくなったため、両者の関係が逆転してしまっています。それから、クレジット市場でも同じことが起きて、社債とCDSの裁定が働かなくなっています。市場の間での裁定が働かなくなるということは、市場流動性にとってマイナスです。大きな市場で取引するほど、相手を見つけやすいのですが、市場が二つに分かれてしまったら、その分、相手を見つけにくくなるからです。

先ほど言ったNSFR、流動性規制がこれから入ってくることを想定すると、デリバティブのポジションやレポのポジションは取りにくくなります。レポの取引やデリバティブの取引量が落ちて、流動性も落ちるため、市場機能がどんどん低下しています。クライアント・クリアリングはOTCデリバティブの清算機関への取次業務なのですが、これもレバレッジ規制上の扱いが不利で、本当のリスクよりも厳しく資本賦課されることから、この業務からの撤退が相次いでいます。野村証券なども撤退したと言われていますし、欧米の大手社が何社か撤退しています。

それから、アメリカにおける外資系の銀行は、邦銀なども含めて、ドルの資金調達がしにくくなっています。さらに、市場のフラグメンテーション（分断化）が進んでいます。OTCデリバティブについて国ごとにばらばらの規制を入れているため、国と国をまたいだ取引をすると、両方の規制を満たすのはとても大変なので、取引がやりにくくなっています。例えば、欧州の金融機関がユーロ建ての金利スワップをしようとする、相手方はいろいろな金融機関がいるわけです。この規制が入る前、2013年ぐらいは、欧州内が7割、その他が3割で取引していたものが、今や9割方が欧州対欧州で行われています。ヨーロッパの金融機関による欧州域外との取引が非常に減っています。同様に、アメリカの金融機関はアメリカの中で取引をするようになって、市場の分断化が進んでいます。これも市場流動性を低下させています。

国際会議の動向

- G20声明(2017年3月)
 - ▶ 意図せざるいかなる結果にも対処
 - ▶ 規制改革実施後の影響の評価のための構造的な枠組みを策定するためのFSBによる作業を歓迎
 - ✓ 2017年7月にFSBが上記の「枠組み」を提示
- バーゼル銀行監督委員会のバーゼルⅢ策定は最終段階、一部はすでに段階的に実施
 - ▶ 昨年からの懸案の内部モデル手法への標準的手法のフロア設定は未決着(2017年10月会合)
 - ▶ 規制のlocalizationの動きとみるのは早計
- IAIS(保険監督者国際機構)の最近の動き
 - ▶ 国際資本基準(ICS 2.0)は5年のモニタリング期間を設定(2017年11月会合)

次のスライドで国際会議の動向を見てみましょう。G20の声明も、今年の3月には、意図せざるいかなる結果にも対処せねばならないし、金融規制についてはきちんと見直していかなければいけないという考え方が盛り込まれました。この文言は昨年から入っていたのですけれども、今年の3月のG20では特に、規制改革実施後の影響の評価のための構造的な枠組みというものを作っていかねばいけない、きちんと枠組みを作って、みなで見直しまし

ようというところまで議論が進んでいます。

G20の宿題に基づいて、FSBから「枠組み」が今年の夏に出てきました。さらに、この秋ぐらいからこの枠組みに基づいて、いろいろな部会、官民と一緒に議論をするなども含めて、規制の見直しのために動き出しているというところですよ。

参考までに、今、バーゼル委員会やIAISなどがどのような話題がでているかという、バーゼル委員会は、もちろんこの見直しの作業をこれからやっっていかなければいけないのですけれども、一方で、バーゼルⅢの規制強化の枠組みをずっと作ってきて、最後の段階まで来ています。最後に残った案件というものは、内部モデル手法への標準的手法のフロアについてです。内部モデルについては「インチキしているやつがいるからやめろ」ということをアメリカが言っていて、他の国は、「いや、そんなことしたらリスク感応的ではなくなってしまうのではないか」ということを言っています。アメリカもリスク感応的にやった方がいいというところまでは言っているのですけれども、よその国の監督機関はあまり力がないために、インチキされ放題になっているようなところがあるので、「やらない方がまだましではないか」というようなことを言っていて、決着がつかないのです。昨年の秋からもめていて、ずっと決着せず、決着間近と言われて1年が経ってしまったということです。新聞には結構大きく出ています。

この争いをもって、今、非常にローカライゼーションが進んでいるのではないかと、規制がますますばらばらになっているのではないかとこのことを言っている人がヨーロッパにも、日本の中にもいますけれども、そのようなことはないです。アメリカの政権幹部の発言を見ると、これ以上ばらばらになってしまうとろくなことがない、みんなで同じルールを守っていくことが、金融システムを立て直す上では

絶対大事だということを強く言っています。トランプさんの大統領令では、アメリカ・ファーストのようなことが書いてあるのですけれども、その実、アメリカの利益のためにも世界で国際ルールをしっかりと順守していきましょうということが、今のアメリカのスタンスです。だから、これからローカライゼーションがどんどん進むということはないのではと思います。

IAISについても、少し振り返ってみます。皆さんよく知っているとは思いますが、従来は、共通の自己資本規制という議論はなかったのですが、AIGが2008年におかしなことになって、国際的にルールを作るべきだという流れになりました。このままではいけないということになって、コムフレームという、国際的に活動する保険グループをしっかりと見ていく国際ルールを作ろうと、IAISががんばり始めたわけです。

当時は河合さんという、昔、東京海上にいた人がIAISの事務局長をやっていて、彼を中心にこのような動きをまとめていったわけです。当初は定性的なプリンシプルを作ろうという感じだったのですが、FSBがSIFIs (Systemically important financial institutions) という考え方を打ち出してきたのです。保険の場合はSIIs (systemically important insurers) です。ここにもっとたくさん資本を持たせるべきというルールを入れていこうという話が2011年頃に出てきました。そうは言っても、保険の場合、みんなの共通のルールがないではないかということで、2013年にIAISは、国際的な資本規制としてBCR (Basic Capital Requirements) というものをまずは作るようになって、2014年に、非常に暫定的なバージョンを作ったのです。ただし、もっとリスク感応的なものを作らなければだめだということを、最初から言っていました。

その後、ソルベンシーIIのような、もっと時価的な概念を入れた、保険のキャピタル・スタンダードを作ろうということで、国際資本基準 (ICS) のVer1.0というものが今年できました。2.0等も作っていくことが決まっています。1.0と2.0はどこが違うかという、もちろん内容的にもバージョンアップするのですけれども、1.0は任意参加ベースで、なおかつ公表しなくてもいいのですが、2.0になると強制になります。それをどのように扱うかということについては、最初の頃は、開示するだけではなくて、それを規制としてすぐに使おうと言っていたのです。2019年までにICS2.0を作って、規制として使っていこうと考えていたようですが、ほとんど関係者全員、それはいくら何でも実現困難だろうと思っていたとも言われています。私は関係者ではないので詳細は分かりません。

この点についてどうするかという話で、今月の頭にIAISの総会がマレーシアであって、2019年から5年間、モニタリング・ピリオドを入れましょうということが決まりました。モニタリングということは、つまり、規制としては使わないし、公表もしないということです。でも、数字は作ってもらって、当局間では共有するということです。それから、このICS2.0ベースではなくて、それぞれの国の会計基準ベースで考えたときに資本水準の評価がどうなるかという数字も併せて共有しようという並存型になりました。

ヨーロッパは、ICSにとっても前向きです。ソルベンシーIIもあるし、IFRS (国際財務報告基準) ベースなので、親和性が高いわけです。ヨーロッパの場合は、負債と資産のマチュリティがそれほどミスマッチしていないので、時価的なものを入れていっても比較的大丈夫 (ドイツは少しミスマッチしていますが) と言われています。アメリカも資産・負債のマチュリティはそれほど離れていません。超長期

の運用手段もあるし、それから、欧米共に、終身保険は大きな割合ではないのです。日本の場合は、負債が長く、それに見合う超長期の運用手段はない、とてもつらい立場にあるわけです。日本は2016年に、皆さんご存じのように、フィールドテストをICS1.0ベース（厳密にはICS1.0の策定に向けた2016年フィールドテストベース）でやっていますね。といってICSを使うわけではないということも注釈的には言っていますけれども。今回の決定、5年のモニタリング期間は、みんなこれでやっているという感じになっているわけです。そのような意味では、日本の生保会社は、結構厳しい問題に、ここ数年で直面してくるということです。

アメリカは早期の導入に反対していて、すぐにICS2.0を導入するのは早計であるから、モニタリング期間を設定しようと主張したわけです。アメリカのスタンスの背景として、一つには、会計のルールが国際会計基準ベースではないという点があります。アメリカの会計基準（FASB）は国際会計基準と同様に公正価値を大事にしているのですが、考え方が少し違って、例えば、保険の負債のところについて言えば、割引レートの考え方がリスクフリーレートではなくて、格付け別のスプレッドを使おうなど、まだ決まってないのですけれども、そのようなことを考えているのです。その辺で少しヨーロッパと折り合っていないので、ヨーロッパのソルベンシーIIに引きずられてICSができていってしまうことは、少し困るということもあります。また、グループ規制をどのようにやるかということも、まだ課題として残っています。

それから、アメリカは州当局がばらばらなので、それを一つにするだけでも大騒ぎになるのです。それに、州当局を束ねている機関（NAIC）もあるし、それから、FIOという、金融危機の後にできた連邦ベースの機関もあるし、あとは銀行持株会社を見

ているFRB（連邦準備制度理事会）と、三つどもえの権限争いになっています。中の調整ができていないので、もう少し時間が欲しいということは、彼らの本音としてもありそうです。このあたりが今月の合意の背景にはあると思われます。

多くの方は今回の合意についてはネガティブには捉えていなくて、「2019年から国際資本規制は実施されないのがっかり」というよりは、「5年ということでみんなが一つになり、同じ目標に向かって議論のベースができた」というように、前向きに捉えているようです。河合さんなどもそのような感じの捉え方をされているというように伺っていますし、実際、マレーシアでの会合に出てきた人が言っていたことは、発表の席で4人がひな壇に座って（IAISの議長、米、日、欧の当局者）、みんなが賛成している姿を演出していたそうです。各国とも、これに向かって共通の目標、議論のベースができたということです。これをまとめ上げるだけでも、相当大変だったのだと思います。河合さんは、今回、引退されるということなのですからけれども、かなり頑張ったこのような方向感を作り上げました。時価的に見ていくことは生保会社の行動を歪めないためにも大事です。まさに、そうでないものを作ると、先ほど申し上げたような、意図せざる影響のようなものが出てしまいますので、これから国際資本規制を作っていくからには、時価的な概念を重視していくべきだと思います。

銀行規制の場合、そうは言っても完全な時価ではなく、少し違うところがあります。負債の時価の概念がないのです。あくまで資産のリスクの変動のバッファがキャピタルである。負債の経済価値といえますか、時価も変動するのですが、そこは入っていないです。預金の時価変動をプルデンシャルの規制で入れてしまうと、何をしているか分からなくなってしまいますからなのです。

保険の規制の場合は、少し違いますね。キャピタルのバッファは、資産価値が変動することによってさらされるリスクもあるけれども、負債の経済価値が減ってしまうことによるリスクというものも考慮します。やはり、保険の場合は、それだけ負債の経済価値というものが大事だから、そして、それに対して資本のバッファが十分にあるかということがポイントになってくるので、銀行とは少し違う設計になっているわけです。ただ、それも純粋な時価会計とは違うわけです。負債のところを完全な時価会計にしてしまうと、保険会社の信用度が落ちれば落ちるほど、負債の価値が落ちて、資本が膨らんでしまうというおかしなことになります。プルデンシャルなソルベンシー規制という観点からすると、自社の信用リスク部分は見ないという調整が働いているところは、少し覚えておいてください。ただ、いずれにしても時価的に考えて、そのバッファに対する資本と見比べる枠組みが工夫されているということです。

金融危機後の規制の問題点

- **インセンティブを勘案しないマクロプルーデンス規制**
 - ▶ 非リスク感応的
 - ⇒レギュラトリー・アービトラージ⇒「意図せざる影響」
 - ✓ レバレッジ規制、流動性規制など
 - ✓ 多くの規制が相互に非整合
 - ▶ 可変的・裁量的
 - ⇒経済主体の期待形成・反応が不明、適時の実施が困難
 - ⇒プロシクリカリティ対策とならない
 - ✓ カウンターシクリカル・バッファ、ダイナミック・プロビジョニング等
 - ・ 重い資本負荷もあって、寡占やシャドーバンキングが広がる
 - ・ ただし、新興国ではマクロプルーデンス規制は有効
- **環境変化(低金利、低成長、低収益)への対応の足かせ**
 - ▶ 厳しい規制の下ではビジネスモデルの転換が困難
 - ▶ 収益性の展望が悪化する中で、現時点でのリスクと資本の関係の監視だけでは金融システムの安定確保が難しい

さて、少し話を戻して、規制の副作用が、そもそもなぜ起こったかということをもう少し深掘りしてみると、やはり時価を反映していないから、それがインセンティブを歪めてしまっているということです。マクロ・プルーデンスという言葉がよく言われているのですが、対症療法的に、金融危機のときに起きていた問題、例えばレバレッジが大き

きた、あるいは、流動性が足りなかった、金融システムがプロシクリカルだというようなことに対応して、レバレッジを抑え込もう、流動性を無理やり持たせよう、カウンターシクリカルな仕組みを入れようというようなことで入れてきたのだけれども、それらはリスク感応的ではなくて、結局、インセンティブを歪めてしまって、レギュラトリー・アービトラージが起きてしまうということです。その結果、意図せざる影響が生じました。しかも、リスク感応的という共通の哲学がないので、整合的に作ることができないのです。さきほどの論文の図表2にあるように、いろいろな規制を入れたのだけれども、それらが相互に整合的に働かなくて、これがまたいろいろな歪みを起こしてしまっています。やはり、規制を頭ごなしにやったことは失敗で、リスク感応的にやるしかなかったということが、今の反省です。

もう一つは、可変的、裁量的な規制、これは後半でプロシクリカリティ対策としてお話ししますが、このような規制というものも、うまくいかないことが徐々に分かってきました。例えば、好況のときに急に規制で、「もっとたくさん資本を持って」、「もっとたくさん引当てをしろ」などと言われると、銀行はルールだから引当てを積みますけれども、管理会計上は、その引当ての分の資本があると同じように見立てて、リスクを取るのです。なぜなら、不況になったときには、その引当ては引き下げられますからね。そこまで織り込んでしまうのです。みんなそこまで計算して、先の先まで読んで、経済的な意味を読むのです。そのような反応まで考えると、決してスタティックではないのです。ところが、そういうところを、裁量的な規制では考慮していません。

あるいは、いつその規制が発動されるかが分からないということで、みんなを不安にしまう部分もあります。例えば、CoCo債。ご存じの人が多くと思いますけれども、ある状況になったときに利払

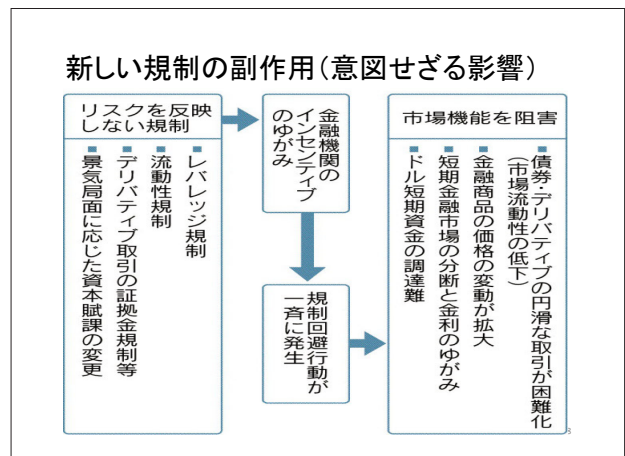
いをやめてしまう、債券から株に変わってしまうなど、その銀行の調子が悪くなったらそのようなことも起きますという債券が出ています。カウンターシクリカルに働いてくれるのではないかという期待の下に、プロシクリカリティ対策として導入されました。では一体その利払い停止はいつ起きるのが、分からないわけですね。みんなが不安になると、かえって投げ売りが起きてしまいかねません。実際に昨年頭には、ドイツ銀行のCoCo債についてこうした問題が起きて、欧州の金融不安の引き金になりました。かえって不安定要因になってしまうのです。このような可変的な、裁量的な規制はどうもうまくいかない、みんなの期待形成も歪めるし、反応がよく分からない。タイムリーにやることもなかなかできません。

バンク・オブ・イングランドが、カウンター・シクリカル・バッファと言って、昨年頭ぐらいに景気が良すぎるから自己資本比率を「1年後に引き上げます」というようなことを言ったのですけれども、半年後には、「あ、やっぱり引き下げます」と言いだして、やはり運用が難しいということがだんだん分かってきています。やはり、いつバブルかといったことはなかなか分からないのです。

もう一つは、低金利、低成長、低収益への対応の足かせと書きましたけれども、厳しい規制の下では、ビジネスモデルの転換が困難です。収益性の展望が悪化する中で、現時点でのリスクと資本の関係だけを見ているのは、金融システムの安定化も難しい。少し自由度を与えて、ビジネスモデルの転換ということをフォワードルッキングにやっていかないとだめだという感じが出てきました。低金利は今に始まったことではないのですけれども、超低金利時代がやはり相当続くだろうという感じが、ここ数年は相当強まっています。特に今年に入って景気は好転してきているわけですが、世界経済が絶好調状態

に入っているにもかかわらず、物価は全然上がらないし、長期金利もあまり上がってこない、ということは、やはり世界経済は相当違うフェイズに入ってきていて、中長期的に見ると、低金利、低成長の下で既存のビジネスモデルでは銀行は収益を上げにくくなっているという認識が強まっています。

物価が構造的な要因もあって上がっていかないということは、低金利は続き、長期金利も上がりません。銀行はもうからないという世界が、好況の下でも確認されてしまいました。そうすると、このような規制をやっていていいのかという雰囲気が出てきているわけです。



次の図では、リスク非感応的な規制がレギュレーター・アービトラージを招く様子を示しています。リスクを反映しない規制というものは、金融機関のインセンティブを一様に歪めてしまうところが問題なのです。みんな同じ方向に歪めてしまう。そうすると、規制回避行動が一斉に働いてしまいます。例えば、低リスクの債券を保有することを多くの参加者が忌避するため、市場機能を阻害されています。

この結果、金融システムは不安定に、そして脆弱になります。何かショックが起きたときに、金融危機が起きやすい状況になっています。先ほども言ったように、例えば価格が飛んでしまいます。すると、自己資本比率が急激に下がってしまう、あるいは、「こんなもの持ってられない」と投げ売りす

ると、さらにまた価格が落ちるといふようなことが起きて、金融危機的な状況が発生しやすくなっています。良かれと思って入れた規制が、その結果、金融システムを脆弱にしているということです。やはり、リスク感応的にやらないと、このような副作用が起きるといふことです。これは保険の世界でも多分同じで、今の規制は全然リスク感応的でもないし、ただ、各国規制になっているために、あまり変な悪さをしていないわけですが、これから先、国際基準のようなものを入れていくのだったら、より時価的なものは入れなければならないといふことです。そして、それはまたプロシクリシティ対策としても役に立つといふ話を後でします。

レギュラトリー・アービトラージとは

- $\text{リスク} \propto \text{規制資本}$ 、が崩れると・・・
⇒相対的に資本負荷の小さい取引が好まれる
- 金融危機前のレギュラトリー・アービトラージ(参考p.26)
 - ✓ 証券化が活発化
 - ✓ CDS、トライパーティ・レポ、ABCP conduitの誘因に

▽証券化商品のリスクウエイト(金融危機当時)

外部格付	米連邦規制(2002年)	バーゼルⅡ外部格付準拠方式(2004年公表)		
		優先部分	基本	劣後・アームの格付が与えられない場合
AAA	20	7	12	20
AA	20	8	15	25
A+		10	18	
A	50	12	20	35
A-		15	25	
BBB+		15		50
BBB-	100	40		75
BBB+			100	
BBB-			250	
BB+	200		425	
BB-			650	
BB+未満 無格付	無制限		無制限	

レギュラトリー・アービトラージについてですが、金融危機のときにも起きています。アメリカの証券化の規制は、AAAのトランシェではリスクウエイトが20%だったものが、2004年のバーゼルⅡの案で7%に下がったのです。さらに投資銀行については、バーゼルⅡを2004年から即時適用するという、非常に拙速なことをしました。この結果、証券化の技術を駆使して、格付けはAAAだけれども、ハイリスクというトランシェを作ることになったのです。格付けはELベースなので、ELは小さいけれどもULは大きいという商品が作れるのです。特に、再証券化をするときの原資産にサブプライムローンのような、少し良くないもののメザニンを取って

ると、そのスーパーシニア部分はAAA格付けが取れると同時に、リスクが大きいから結構リターンが大きくなります。ちょうどサーチ・フォー・イールドしていた頃なので、多くの金融機関がこれに飛びついていきました。規制資本は少しで済むし、その割に結構もうかる。規制資本対比のROEがとてもいい商品にレギュラトリー・アービトラージで殺到してしまっただけです。そしてそのような証券化商品の需要が多いから、その原資産を作るため、サブプライムローンやLBOのファイナンスが加速したわけなんです。やはり、リスクと規制資本の関係、これが崩れないようにするといふことが、大事といふことです。

トランプ政権:金融規制見直しの方向性

- 米新政権は、民主党政権による規制(ドッド・フランク法<DF法>等による)の問題点を理解。
 - 「規制がお金の巡りを悪くして経済活動を阻害」(Trump)
 - 「市場流動性、市場の効率性を注視」(Mnuchin)
- 過剰な規制の弊害に対処。金融システムの活力と安定をバランス
 - 精緻な影響調査を通じ、成長を促進、活力ある市場を育成(「規制のコア・プリンシプル」、2月の大統領令)
 - 6月、10月の財務省の規制見直し案の題は「A Financial System That Creates Economic Opportunities」
- 抜本的改革ではなく、修正型見直し
 - DF法の大枠を残した修正で十分に実が取れる(骨抜き可能)
 - 議会との対立点を最小化(fast track)
 - ・ 親Wall St.批判にも配慮
 - 危機後の改革は玉石混交で残すべき部分もある

ここまでが、危機の後に導入された銀行規制がだめだった理由なのではあるけれども、この修正に各国が躍起になって動き出しています。アメリカは少し遅れてかじを切ったのですけれども、トランプ政権の下で見直しのトップランナーになってきたかなという感じがあります。トランプ政権の金融規制の見直しの方向性というものは、先ほども言ったようにとても賢くやっています。民主党政権による規制、ドッド・フランク法などの問題点をきちんと理解しています。民主党は、大衆迎合的に銀行叩きを行ったわけではあるけれども、そうではなく、規制はお金の巡りを悪くして経済活動を阻害していると、トランプ自身が分かっているかどうかは分からないで

すけれども、そのようなことを言っているのです。ムニューシン財務長官は、「市場流動性や市場効率性を見ながら、それを歪めているものを修正していきたい」と、非常に的を射たことを言っています。正しく問題点を理解していると思います。過剰な規制の弊害に対処して、金融システムの活力と安定をうまくバランスすることを目指しているようです。スライド中ほどの2月の大統領令には、「精緻な影響調査を通じ」とありますが、このフレーズは大事です。「精緻な影響調査を通じ」と言っているのは、市場流動性を歪めているのは何か明らかにして対応していくという流れです。また「成長を促進し、活力ある市場を育成していく」ということで、単に緩和をしようと言っているわけではなくて、失敗している規制を直していかないと、とんでもないことになると言っているわけです。そこをきちんと探せという財務省への宿題が2月の大統領令です。

これに応じて財務省は、6月以降、レポートをいくつか出しています。このレポート・シリーズの題は、「A Financial System That Creates Economic Opportunities」とされており、経済を活性化するための金融システムという視点を前面に押し出しています。

トランプは、ドッド・フランク法などは抜本的に変えると言っていますが、現実には、抜本的改革ではなくて修正型で問題点を変えていくというアプローチを取っています。大枠は変えない。これには、ドッド・フランク法の大枠を法律上直すことは議会で民主党ともめて、なかなか難しいという事情があります。それよりも、手っ取り早く修正で実を取りにいこうと、それで十分に骨抜きにできるということです。つまり、修正といっても、法律を変更するのではなくて、運用部分、例えば掛け値を何パーセントにしますとか、そのようなところを少し変えるだけです。つまり、当局の告示の部分で変え

る、あるいは監督の運用部分で変えることができる場所にフォーカスを当てて、議会との対立を最小化しています。また、あまり変えすぎると、「庶民の味方って言っているけど、ウォールストリート寄りじゃないか」というような批判も出てきてしまうので、そこにも配慮しながら進めています。あとは、危機後の改革は悪いことばかりではなくて、玉石混交で、きちんとした良い規制もあるので、残すべき部分は残すように配慮しています。

米財務省の金融規制見直しの報告書

● 2月の大統領令に基づいて見直しの方向を整理

▶ 銀行編(6月)、資本市場編(10月)、資産運用・保険編(10月)、ノンバンク・技術革新編(予定)の4編

● 報告書の特徴

▶ 市場機能を阻害する規制を的確に修正

- ・ レバレッジ規制、ストレステスト、ボルカールール、デリバティブのマージン規制など

▶ 国際基準の枠組みを維持

- ・ 孤立主義に陥るわけではない
- ・ むしろ規制のローカライゼーションを阻止する姿勢

▶ 多くが当局の運用で実現可能

- ・ 議会の立法プロセスを経る必要がない

11

見直しの方向に関するレポートを財務省が作成していて、6月に銀行編、10月に資本市場編と資産運用・保険編が公表されました。今後、ノンバンクと技術革新編が出てくる予定です。これまでのところ、規制についての的確な修正を提案しています。ライターには相当知恵のある人がいます。いちいちなげける内容になっています。レバレッジ規制や、アメリカが独自にやっているストレステストやボルカールール、それからデリバティブのマージン規制、市場を歪めているものをことごとく見直していく内容です。

それから、国際基準を無視してやっているかという、そのようなことは全然ありません。トランプは「アメリカ・ファーストだ」というようなことを言っていて、気候変動に関するパリ協定から離脱するなどと言っていますが、金融の枠組みについては、バーゼルやIAISの枠組みから出ていくのかと思っ

ていたら、そのようなことは全然ないようです。孤立主義ではなく、アメリカの利益を第一にとは言いつつも、国際的な枠組みを尊重してその中で達成しようとしています。それなくしては、金融システムはうまくいかないことは身にしみてよく分かっているのです、むしろ規制のローカライゼーションがこれ以上進むということ、言い換えればみんながばらばらの規制を採用することはもうやめようということ、アメリカの当局は相当強く言っています。



このスライドは、規制見直しの立役者たちを示しています。ジャンカルロというCFTCの新しい委員長は共和党系で、この夏に就任しています。デリバティブのマーケットはフラグメンテーションが起きている点を問題視しています。対策をヨーロッパにも呼びかけています。こうした動きを見ると、日本やヨーロッパの一部の人が懸念しているような、トランプ政権下でのローカライゼーションの進行は、少なくともアメリカ発では起きてこないと思います。

それから、このムニューシン財務長官。彼はゴールドマンサックス出身の人で、大統領選で資金集めの担当をしていた人ですけれども、言っていることは的確だと思います。ただ何か、議会などの受け答えを見ていると少したどたどしいという感じもあります。ゴールドマンの時代からもう10年ぐらい経っていて、それ以降は金融関係の仕事も少しやって

いましたけれども、ハリウッドで映画の資金調達などをやっていた人なので。

やはり、キーパーソンは右上のコーン国家経済会議委員長とされています。彼はゴールドマンサックスのナンバー2だった人です。銀行規制見直し案を財務省が作っているときに市場関係者へのヒアリングをしています、その場には、コーンが出てきて、マーケットの歪みについて熱心に聞いていたようです。彼はゴールドマン時代から機械のように的確な判断をする人と言われています。身長は2メートルぐらいあって、怖いらしいのですけれども、頼りにはなりません。ただ少し、人種差別問題等で、トランプと少し確執が生じてしまったなどと言われています。そのためか、FRBの議長候補でありながら、FRBの議長にはなれませんでした。ただまだ首にならず、辞めてもおらず、相変わらず委員長でありつつ、税制改革の仕事もやっています。彼が政権にいてくれれば、今後ともまともな見直しが進められるのではないかと思います。

それから、左下がクレイトンです。トランプが任命したSECの新しい長官です。この人は弁護士で、ウォールストリートでは有名な人です。大きなM&Aや、破たん救済のようなところでは必ず出てくる人です。彼はSECの長官になった早々に、講演で、「上場企業数が大きく減っているのは問題だ」ということを言っています。ディスクロージャーなどの負担があまりにも重くなりすぎて、上場をやめてしまうという動きが強くなっていて、やはりそれはまずいと。今回、10月に出した資本市場編、この中ではかなりクレイトン節が出ています。もっと多く上場して、そこで資本調達をしないと資本主義の危機だという感じが強く出ています。結構よく分かっている人だと思います。

それからクオールズ、彼は先月就任しました。FRBの監督担当副議長という、これは新しくドッ

ド・フランク法でできたポストですけれども、今までずっと空席だったので、彼が初代です。FRBの副議長は2人いて、1人は政策担当、1人は監督担当になるわけですけれども、そのような意味で期待は大きいです。非常にリーズナブルで、元々弁護士なのですけれども財務省に行って、そこからIMFに出て、財務省の次官にもなった人です。知っている人の話を聞くと、とてもバランス感覚のある人だそうです。彼の話を聞いていると、行きすぎた規制は修正しなければいけないと言っています。彼が稼働しだすと、アメリカの当局の中では、FRBがやはり一番中心であり、知恵のある人間も一番そろっていますので、大きく変わってくるのかと思います。彼の実質的な前任者は、副議長ではないのですが、理事でタルーロという人です。彼はオバマ政権になってすぐに、8年前に就任したのですけれども、ミスター・レギュレーションと言われていて、銀行性悪説（金融機関は放っておくと悪いことをするという考え方）に基づいて、国際基準以上に厳しい規制をアメリカに導入した人です。彼が今年の4月に退任して、クオールズに替わったということは、非常に大きなスタンスの変更だと思います。これから先、財務省の報告に基づいて、クオールズが中心となって、いろいろな変更がアメリカで行われ、そしてそれを、アメリカは国際的な基準にも反映していくという戦略を打ち出しているということです。

一方、このスライドにあるように民主党をはじめとして反対勢力も残っています。当局の中では、ジャンカルロや、クオールズ、クレイトンのほか、新しくFRB議長になるパウエルさんも、規制見直しをすべきだということを言っています。また、規制強化肯定派の人たちは、だんだん去っていきま。フィッシャーは辞めてしまいました。それから、FDIC長官は来年の春に辞めて、イエレンも2月に辞めます。CFPB長官は、来年の秋、10月頃に辞めることになっていて、それから、ニューヨーク連銀のダドリー総裁も来年の半ばに辞めるということを先日表明しているの、時間はかかるかもしれませんが、アメリカの規制は結構変わってくるかなと思われま。

EUの政府は見直しについての発信をたくさんしていますが、ECBと、さらにはECBの下にあるEU域内の中央銀行は見直しに慎重です。なぜかという、マクロ・プルーデンス規制などは、彼らにとっては久しぶりに手に入った政策手段でもあるので、なかなか手放したくないということもあります。あとはやはり、トランプがやりすぎるのではないかという不安もあって、規制見直し反対の発信をしています。このような反対の構図とやりとりしながら、規制の見直しを推し進めるようです。

IMFとBISは、規制強化論を依然として維持しています。彼らは言いだしっぺのようなところはありますし、IMFにとっては新しい飯の種だということもあって、依然としてマクロ・プルーデンス規制は大事だということを言っています。このような力学をはらんで動いていますし、これまでやってきた経緯もあるので、一気にマクロ・プルーデンスやめたというように、旗を降ろすことは決していないと思います。大枠もなかなか放り出しがたいというところがあって、一方ではイギリス、アメリカ、ヨーロッパと基準の見直しが進んでいる

規制見直しに反対する声も残っている

● 米国

➢ 共和党vs民主党

➢ 規制当局では規制強化論者が徐々に退任へ

- ✓ 見直し派: Giancarlo CFTC委員長 Noreika OCC長官代行
Powell FRB理事(次期議長)
Quarles FRB副議長(新任) Clayton SEC長官(新任)
- ✓ 強化肯定派: Yellen FRB議長? Fischer 前FRB副議長
Gruenberg FDIC長官 Cordray CFPB長官
Dudley NY連銀総裁

● 欧州

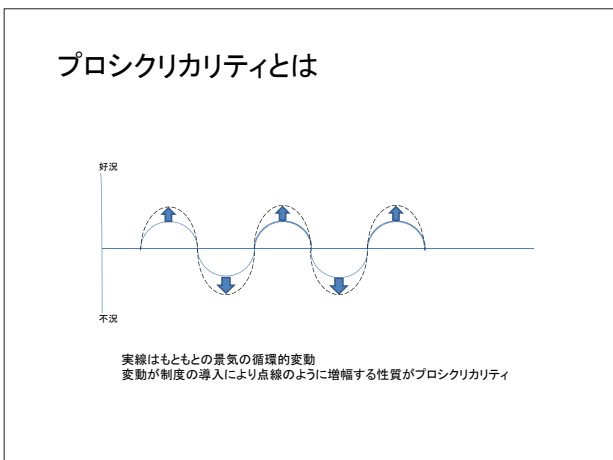
➢ EU政府(見直し派)vs ECBと域内中央銀行(見直しに慎重)
(米政権への牽制という面も?)

● IMFとBISは規制強化論を維持

13

ということです。

今後の動きをみると、G20 各国の動きがどうなっていくかは、2017年でここまでの影響評価が動きだしています。来年は、G20 の議長国はアルゼンチンで、そこではインフラ投資や中小企業向けのローンなどについての影響のようなものを見ていこうという話が出てきているそうです。さらにその翌年、2019 年は日本が議長国なので、多分ここでは、より全面的な問題点の見直しを議題にするのではないかと思います。



時間があと少しということなので、プロシクリカリティの話ができなくなりました。大枠は先ほどご説明したとおりです。スライドの最後に私の本がありますが、この第5章にプロシクリカリティの話が書いてありますので、詳しくはここを読んでください。以下ポイントだけかいつまんでご説明します。プロシクリカリティとはまず何なのかということをおこの図で説明しましょう。経済というものは、この実線で描いたようなサイクルがあるのです。しかし、いろいろな制度、会計制度や規制などが入ったがゆえに、これが増幅されることがあります。この増幅させる性質をプロシクリカリティといいます。そうではなくて、どちらかというとならば平準化する方に働く性質は、カウンターシクリカリティといいます。このプロシクリカルな性質を是正しようということが、金融危機の後で、大きな政策的課題にな

ったのです。

プロシクリカリティ対策		
危機後の政策案	評価	帰結
レバレッジ規制	金融機関のインセンティブを歪め、意図せざる影響で市場機能が低下	当初案を緩和、骨抜きへ
カウンターシクリカル・バッファ	期待形成を歪め、不安定化要因に	各国裁量に米は採択せず
引当①: ダイナミック・プロビジョニング	同上 スペインではプロシクリカルに作用	失敗
引当②: 予想損失モデル	不良債権処理の先送りを抑える効果、プロシクリカリティを抑制	IASB、FASBが採択
公正価値会計の抑制	公正価値会計は金融危機を増幅していないとの実証研究が大勢	公正価値会計を進める方向は不変
過去の事例		
過去の事例	評価	帰結
バーゼル II の導入	リスク感応的な規制はプロシクリカルとの懸念	銀行は規制を織り込んで行動。プロシクリカルにはならず
日本の不良債権問題 (バーゼル I と発生損失モデル)	リスク非感応的規制がショックの不安定化要因との見方	リスク非感応的資本規制と経済価値を反映しない引当がプロシクリカルに作用

例えば、レバレッジ規制について言えば、レバレッジが、景気のいいときには拡大しすぎるから規制を入れたのですけれども、結局、かえって市場機能を低下させてしまったので、最近では緩和する方向で議論されています。

それから、カウンター・シクリカル・バッファ、ダイナミック・プロビジョニング、ローン・トゥ・バリューなど、景気のいいときに抑え込んで、景気が危機の状況では緩めるという方策は、何となく良さに聞えるのですが、市場参加者の期待形成を歪める、あるいは銀行が「いざとなったら緩めるだろう」ということを前提に行動をするため、反応が読めなくなります。タイミングもいつやったらいいのかわからないということで、不安定化要因になってしまいますし、下手をすると、景気が良すぎると思って締めに入ったら、もう景気が悪くなっていたというようなこともあるかもしれません。結局、そのような裁量的なものはだめだということで、アメリカも6月の財務省のレポートでは、カウンター・シクリカル・バッファはやめましようと言っています。ダイナミック・プロビジョニングも、失敗していると思います。スペインでは、むしろプロシクリカルに作用したと言われています。

引当についてですが、予想損失モデル（注：詳細は末尾の追記を参照）という選択肢も出ていて、結

局こちらが採択されました。より経済価値に近い引当を入れると、不良債権の処理の先送り効果を、あるいは先送りインセンティブを抑えるという効果があります。経済価値に近い形で引当を積みせることは、プロシクリカルになるのではないかという、不安視する人もいるのですけれども、そうではないのです。発生損失モデル（注：詳細は末尾の追記を参照）で価値の低下を会計上は見なかったことにしたからといって世の中が変わるわけではなくて、むしろ価値の変化をしっかりと見せていく、あるいは、それに基づいた規制をすることが、規制される側が経済合理的に動くことにつながるのです。IASBやFASBなど、会計ルールを決める人たちも、予想損失モデルを入れていくという方向感になっていきます。ヨーロッパとアメリカはそのような方針を打ち出しているので、日本が次にどうするかです。金融庁は、発生損失モデルの引当の基準を含んだ金融検査マニュアルの廃止を打ち出しています。廃止後の新しい引当のあり方が注目されています。

それから、公正価値会計の抑制という案も出てきました。公正価値会計が金融危機を増幅したということを行っている人が多くいて、日本の会計学者などは、アンチ公正価値会計なので、「ほら見ろ、やっぱり公正価値会計はだめではないか」というようなことを金融危機の後で言っていたのですけれども、その後、いろいろな研究が進んでくると、実証研究の結果としては、公正価値会計が金融危機を増幅したことはなかったという結論になっています。むしろ、公正価値を適用していない「その他有価証券」が歪みの原因になっていたようです。公正価値を見ないことで危機感が鈍って対応が遅れる、あるいは、不透明になって不安感が増幅されるなど、公正価値会計でないとかえってプロシクリカルになるということが、金融危機の結果として実証研究で示されています。それに、会計にカウンターシクリカ

リティを入れてプロシクリカリティ対策に使うのは、会計本来の目的に照らしてそもそも間違っているということで、公正価値会計を進める国際的な流れは変わっていません。この辺はこれから保険の規制・会計を考えていく上でも、参考になるのではないかと思います。

危機後の例を上げましたが、過去、バーゼルⅡを導入するときもプロシクリカリティの議論がありました。やはり、リスク感応的に規制を変更すると、銀行の貸出姿勢がプロシクリカルになるのではないかという懸念を表明していた学者がたくさんいたのですけれども、実際に規制をやってみると、杞憂でした。銀行は資産の本当の価値がどう振れるのかということを中心に織り込んで行動するので、プロシクリカルにはなりません。むしろ、過去のリスク感応的ではない規制だった頃は大きな問題を、例えば日本などでは起こしています。リスク非感応的な規制が全然使い物にならなくて、日本の金融危機のとき、あの90年代の終わりの頃には、ほとんど誰も自己資本比率を当てにしなくなっていました。やはりリスク非感応的な規制は役に立たないのみならず、そのような規制で監督していると、金融機関はどんどん体力がなくなってもリスクを取ってしまう、あるいは、不良債権を処理しないというようなことになって、挙句の果てにつぶれてしまい、かえってプロシクリカルになってしまったのです。そのような過去の事情などを考えると、プロシクリカリティ対策としては、経済価値を反映し、そして規制はリスク感応的に行うことが大事ということです。最近の傾向としても、皆さん、そのようなことを言っています。

公正価値会計の金融危機への影響の研究

- × 危機下では、公正価値低下が、銀行の自己資本低下と当該金融商品売却、市場流動性枯渇、さらなる公正価値の低下、という悪循環を招き危機を増幅
- × 好況期に、資産価格の時価評価が、高い公表利益などを通じて、自己増強的に根拠なき熱狂をたぎつけた
- ✓ 証券化商品の価格が低下した際の売切りや信用不安は、公正価値会計を用いていなくても生じた。例えば、証券化商品の公正価値の低下に先駆けてABXインデックスの低下に市場は反応
- ✓ 公正価値会計と資本規制によって、銀行が売切りを余儀なくされ、市場流動性の枯渇を通ずる悪循環に陥った証拠はない
- ✓ 「売却可能債券」は、評価損益が収益や自己資本に反映されないため、市場の規律付けが弱まり、銀行の対応を遅らせた
- ✓ 「売却可能債券が損益に公正価値を反映しない」との一見カウンターシクリカルなルールが、実は調達による不安定化を通じて、プロシクリカルに作用
- ✓ 流動性や資本の調達が困難になった点が銀行のプロシクリカルな行動につながったが、不透明な会計が一因
- ✓ 「未実現利益を損益に反映しない」という形で情報量を減らしてまでカウンターシクリカルな役割を会計が担う正当な理由はない

19

少し飛ばしまして、公正価値会計についての研究をこのスライドで示しています。上二つの×が付いている部分は、「やはり、公正価値ではなくて、時価変動を見なかったことにする方がいい」という人たちの主張です。けれども、その下の多く、✓マークが付いているものはその後に出てきた実証研究が書いてあります。やはり、公正価値で見ていった方がいいのだということです。

プロシクリカリティのまとめ

▽リスク感応的規制は、リスク管理改善、プロシクリカリティ低減

- レギュラトリー・アービトラージを抑制して、プロシクリカリティが低減する
- 経済行動がシクリカルである根本的な原因は将来を予測する能力の欠如にある。もとよりリスク管理の改善で将来事象がわかるようになるわけではない。ただ、リスク管理の改善により、リスクの大きな貸出を控えたり、信用コストを貸出金利に反映したりして将来の変動に備えることができる程度可能になるので、将来を予測する能力の欠如によるコストを低減する。リスクと整合的な規制の導入により、リスク管理の改善を阻害する要因を排除することは、プロシクリカリティの低減につながる
- リスク非感応的規制は、リスクへの対応を鈍らせ、結果的にプロシクリカル

▽インプリケーションの整理

- ① 経済価値を反映し、リスク感応的な制度がプロシクリカリティを抑制する
 - レギュラトリー・アービトラージ抑制。リスク管理を促し、早期に対応
- ② 経済価値を反映しない会計は、対応の遅れ、市場規律の低下、市場の不信を招き危機を増幅する
 - 会計上は「見なかったこと」にしても経済は市場価格に反応
- ③ 裁量的政策は期待形成を歪め、不安定化要因(カウンターシクリカル)
- ④ 裁量的政策はタイミングが難しく、最適幅も不明(カウンターシクリカル)

まとめますと、プロシクリカリティに対するインプリケーションとしては、経済価値を反映し、リスク感応的な制度はプロシクリカリティを抑制することです。これらはレギュラトリー・アービトラージを抑制するし、リスク管理の高度化を促すということも大きいですね。それから、早期の対応を促すということで、上の段の二つ目のところ、少し長いパラグラフですけれども、経済行動がシクリカルになってしまう根本的な原因は、将来を予測する

能力の欠如ということが大きいのですけれども、リスク管理の改善によって、この能力の欠如をカバーすることはできないにしても、備えることは可能なのです。そうすることで、将来を予測する能力の欠如によるコストを低減することができます。ですから、リスクと整合的な規制の導入により、リスク管理の改善を阻害する要因を排除することができます。そしてそのことがプロシクリカリティの低減につながると、最近では見られています。

下の②ですけれども、経済価値を反映しない会計はプロシクリカルということです。単に会計上だけ見なかったことにするということは、何の役にも立たない。経済はやはり市場価格に反応するし、見なかったことにすれば市場規律が低下し、不信感を招くということです。あとは、裁量的な政策というのは、期待形成を歪めてカウンターシクリカルになる。それから、どのタイミングでやるかということも結構難しいと言えるかと思います。

低成長と規制の見直し

● 金融庁 森長官

- 成長と安定のバランスを志向すべき(一昨年10月)
- 人口減少や低金利環境の下でビジネスモデルは限界にある。その持続可能性を議論していく【動的な監督】(昨年4月、8月)
- 金融仲介機能が十分に発揮されなければ、金融システムの安定だけでは持続的成長という究極的な目標の達成はできない(同)

● Hill(EU金融担当コミッショナー)の退任講演(昨年7月)

- ECの関心は規制策定から経済活性化へシフトしている
 - ✓ 大きな脅威は「金融危機」から「成長の欠如」に変わった
 - ✓ 市場の安定を望んでいるわけではない

● Summers教授の論考(今年5月)

- 規制強化で金融システムが安定したとは見られていない(実証研究)
 - ✓ フランチャイズ/レビューの毀損によるものではないか
- 資本のダイナミックな側面(株価が表わす将来の収益性)に注意すべき
 - ✓ 規制資本水準の多寡を問うべきではない

22

低成長の話については先ほども少しでましたけれども、日本、それからEU、アメリカと、それぞれでこのような話をされています。ECBは、今年、やはり低成長、低収益の下で、どのようにビジネスモデル、あるいは収益ドライバーを考えるのかを検査の課題というようにもしていて、そのような方向にかじが切られてきています。日本の金融庁もそのような方向感を出しています。

プルーデンス(規制・監督)政策のあり方(私見)

- 規制への過度の依存を見直すべき
 - 規制はregulatory arbitrageが不可避免的に発生。依存には限界
 - 規制と監督との相互補完(両者は一長一短)
- 規制をリスク感応的に設計すべき
 - インセンティブを歪めない
 - 多様性を容認して、リスク管理改善を促す
- マクロ・ミクロの二分法はナンセンス(「木を見て森を思う」べき)
 - 前BOE副総裁Tucker [2015]は二分法の虚構を批判(参考 p.27)
 - 「ミクロの金融機関行動において金融システム不安定化の芽が生じていないか」の把握が重要(黒田、17年2月)
 - 逆にマクロの監視はミクロの検証と表裏一体に行うべき
- 低金利・低収益、技術革新などに対応可能な柔軟性を
 - リスクテイク・収益性・資本政策の持続可能性が金融システム安定に重要
 - ビジネスモデルの転換を促す ← 画一的規制より監督的対話で

23

最後になりますけれども、プルーデンス政策のあり方です。これは全くの私見ですけれども、規制だけに頼るということではないと思います。規制ばかりに頼っていると、レギュラトリー・アービトラージはどうしても出てきてしまいます。ですから、画一的だけど透明性が高い規制と、恣意的だけど柔軟で多様性に対応できる監督とをうまく組み合わせていくことが重要でしょう。それから、規制はリスク感応的に設計すべきだということです。さらに、マクロとミクロを分けて考えることは、良くないのではないかと思います。マクロ・プルーデンス規制はどうしてもうまくいかないのですが、二分法というものはあまり実は良くなくて、ミクロの金融機関行動の中からシステム的なインプリケーション、金融システムの不安定化の芽を生じていないかどうかを見ていくということが大事です。マクロの監視をしないでいいかと言うとそうではなくて、マクロも監視しながら、それをミクロの検証と表裏一体にやっていくということが大事、すなわち、マクロ的に何か歪んだ動きがあったとして、その原因にあるインセンティブの歪みは何なのか、そこをどのように直したらいいか、そのようなことを考えていくということが大事だと思います。あるいは、ある規制や制度を入れるときに、インセンティブが歪んでしまうことはないか、そのシステム的なインプリケーションは何かを考えていくことも重要でしょう。金

融危機の後で出てきた、マクロ・プルーデンス万能のような議論は、下火になっているか思います。最後は低金利、低収益、技術革新などに対応可能な柔軟性を持つことも、大事ということです。ビジネスモデルの転換と親和的なことが重要だと思います。

少し長くなってしまいましたけれども、私の方からは以上です。今日お話ししたところ、また端折ってしまったところは、論文に書いてあります。それから、プロシクリカリティのところは本に書いてありますので、ぜひ読んでいただければと思います。私の方からは以上でございます。

司会 宮内さん、どうもありがとうございました。せっかくの機会ですので、もし質問がありましたら、一つか二つぐらいならお受けしようかと思いますが、何がございますでしょうか。

質問者 ありがとうございました。一つ質問があるのですけれども、保険の世界での議論を見ていると、アメリカとヨーロッパがもめて、お互いにそれぞれのルールに引っ張り合って、もめてなかなか規制が決まらない、そのようなイメージであるのです。今日のお話を聞いていると、ヨーロッパとアメリカとではもめていないような印象を受けましたけれども、そのような理解で正しいのでしょうか。もしもめしているとしたら、どのようなところをもめているのかということ、ご教示いただけるとありがたいです。

宮内 はい、分かりました。まず、銀行の世界も、ヨーロッパとアメリカは非常にもめます。今回、金融危機後の規制についていえば、ヨーロッパでも金融危機は起きましたし、意外とアメリカと運命共同体のような感じでした。「規制当局者は何やっていたんだ」と言われていて、アメリカの当局者とヨーロッパの当局者は規制強化の方向感で、珍しく一致

していました。バーゼルⅡを作るときなどは、アメリカがモデルアプローチを主張し、当初ヨーロッパは、「ちょっとそれ、ついていけないよ」と言っていました。途中から、ヨーロッパのオピニオンリーダーであるドイツが方向転換してバーゼルⅡがままりました。大体、大陸ヨーロッパとアメリカがもめて、イギリスが仲裁役をやるケースが多かったのですが、バーゼルⅢに関してはアメリカ、ヨーロッパともに、強化の方向で動いてきたかと思います。最近の見直しについては、それぞれの事情でかじを切った面と、同じように、意図せざる影響、例えば、市場流動性の低下のようなことがあって、「一生懸命、私たちきちんとやっています」という身の証を立てようとして導入した規制が、かえって金融システムを不安定化してしまい、これはまずいことになったと、それでかじを切っているというようなところもあります。

ただ、このバーゼル委員会の足下の、まとまっていないところ、「内部モデル手法への標準的手法フロアーの設定」というのは、細かいのですが、どこまで内部モデル手法を使うかというところは、ヨーロッパとアメリカがもめにもめていて、1年前から新聞間もなく合意などという記事が出ては、やはり決裂したという記事が出るのが何度も起こって、とうとう1年経ってしまいました。

もめているポイントは何なのかというと、内部モデルアプローチに対するフロアーは、要するに、銀行融資の内部モデルというものは、内部格付けを使って、それに基づいてリスクウェイトを作っていくというものなのですが、その内部モデル手法よりも標準的手法の方がリスクウェイトは大体大きく出るわけです。標準的手法は、例えばリスクウェイトについて、住宅ローンは50%で、普通のローンは100%ですと、非常に単純なことを言っているのですが、これが、この例えば標準的手法

の60%を内部モデル手法のフロアーにすると、内部モデルの結果が採用されやすくなります。アメリカの主張は、そのような甘い内部モデルは容認できないので、より高いフロアーを入れようということです。今もめていることは、これを70%にするか、80%、あるいは75%ぐらいにするかということで、アメリカは75%にしようと言っています。より標準的手法を生かしていく。アメリカの今の国内規制は、もうこれが100%に近くなってしまっています。内部モデル手法は実質的にはほとんど使わない体制になっています。一方、ヨーロッパは70%で勘弁してくれと言っています。

内部モデルアプローチの方がリスク感応的で優れているということを、ヨーロッパは主張しています。元々この内部モデルアプローチは、アメリカがバーゼルⅡで提案したので、言い出しっぺのアメリカが骨抜きにする提案をしているので、怒っている人もいます。一方、アメリカの主張の背景はいろいろあって、サンプル・ポートフォリオに当てはめるときに、内部モデル手法の結果を比べてみると、結構ばらつきがあって、特にヨーロッパの二、三の銀行は、かなり低い必要資本の数字が出てきたので、それはモデルが変だろうと、アメリカは怒っているわけです。インチキをきちんとチェックしない監督当局に対して「何をやっているのか？」という不信感もあります。このためアメリカは、内部格付けアプローチだと、不公平になるのではないかというようなことを言っています。一方でヨーロッパは、もちろん、変な当局があることも事実なのですが、そうは言っても、大抵のところは真面目にやっているわけで、リスク感応的な方が銀行行動を歪めないし、標準的手法などを使っていたら、技術力の高い銀行がレギュラトリー・アービトラージをたくさんやって、また金融危機のようなことが起きてしまうと言っていて、それはそれで正しい議論なわけ

です。ということで、もめているということが今の状況です。

もう一言言うと、ヨーロッパの銀行は、これも正しい議論なのですが、モデルの結果としてばらつきが出ることは、ある意味当然だとも言っています。内部モデルはそれぞれの自己ポートフォリオの特性や、あるいはビジネスモデルの特性などに合わせて、うまく自分のリスクを予測できるように作っているのです。そこにサンプル・ポートフォリオを入れても、モデルが弾くリスク量として違う数字が出てくるのは当たり前でしょう。それは容認して、それを分かった上で、この内部モデルアプローチを容認していたはずなのに今更なんだと、言っているわけです。その結果、並行線になっているということです。

アメリカはトランプの下でも、6月の財務省ペーパーで、ドッド・フランク法と同様に、「われわれは引き続き標準的手法を中核に据える」としていません。なぜリスク感応度に劣る標準的手法を支持しているかという、これはアメリカの銀行が、驚くはなけれ、内部モデルアプローチにこだわっていないからです。90年代に内部モデルアプローチを入れてくれと言ったのは、他ならぬアメリカの銀行なのです。なぜ彼らは最近それを言わなくなったかという、アメリカの銀行は、内部モデルアプローチを用いてリスク感応的に規制すると言っても、限度があるというように感じているからです。監視する当局者の能力の限界もあるし、ルールとして一つするとどうしても画一性が残って、各銀行のリスク管理を生かし切れないという限界もあります。しかも、内部モデルアプローチと言っても、格付けまでなのです。格付けは内部モデルを使うけれども、そのあとのプロセスであるデフォルト相関のところは、モデルではないのです。バーゼル委の設定したスーパーバイザリー・ファンクションという関数を一律に

使っているのです。だから、そのような意味で失望感があるといえますか、限界を感じてしまっています。内部モデルアプローチなどを活用して、その有効性評価のために監督当局にうるさいことを言われるのだったら、簡便な標準的手法で規制資本を計測して、自分のリスク管理は内部モデルで行う二分法の方がマシだと、そのような、失望感のようなものはあるのかと思います。彼らがあまりこだわっていないから、アメリカの当局もあまりこだわっていないということです。

もう一つ、アメリカとヨーロッパのことを言うと、IAISのところでもめているという話で、アメリカが慌ててICSを導入するな、モニタリング期間を長くやりましょうと言っているということも、一つには彼ら自身の準備不足、内部でスタンスが固まっていないということもあります。もう一つはやはり、FASBのポジションがまだ固まっていない、彼らの会計基準の方のスタンスが固まっていないので、そのような中で、ヨーロッパの当局と、それから国際会計基準主導でルールが決められてしまうことは嫌だということはあるわけです。ICSは、かなりヨーロッパの方向性が強く出ています。特に負債割引率のところ、リスクフリーレートをヨーロッパは使っているのですけれども、アメリカは、例えばシングルAのスプレッドを使うということを言っていて、そうやって負債のディスカウント・キャッシュフローを出した後で、それにリスク調整を上乗せする、そこから先は全く違いはないのですけれども、ただ、そのディスカウントレートのところは違います。これは、リスクフリーレートとシングルAでやることと、どちらがいいと思いますか。

手を上げて聞いてみましょう。リスクフリーレートがいいと思う人。

司会 いいとは、負債が減るという意味ですか。

宮内 負債が減るという意味ではなくて、ソルベンシー基準として適切であると考える人。シングル Aの方がいいと思う人。そうですね。これはいろいろな意見があると思いますけれども、保守的という意味では、ヨーロッパの、リスクフリーレートの方が保守的です。負債が大きく出るので資本が小さくなります。より時価の現実に近いというと、もしかしたらシングル Aの方が近いかという気もします。それは保険会社が、平均的にシングル Aであるとしたら、シングル Aで負債を割り引いた方が本当の価値に近いということになるからです。この辺は、どのくらい保守的に行くかということだと思います。いずれにしても、保険会社はみんなシングル Aで固まっているわけでもなくて、特に倒れそうな保険会社は、シングル Aよりもっと悪くなっていくわけだし、その辺はどちらに行くかということは、割り切りの問題なのかと思います。ヨーロッパにはシングル Aのイールドカーブを引くためのデータが取りにくいという問題もありますけれども、リスクフリーレートはやり過ぎかなという感じもしないでもないです。

司会 時間の方もだいぶ超過してまいりまして、質問の方もこちらで終わらせていただきたいと思います。

<付録> (講演時間の関係で省略されたプロシクリカリティ関係のスライドなどについて、簡単にコメントを頂きましたので、それについて以下に掲載いたします。)

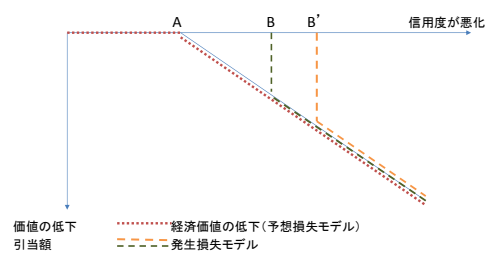
可変的マクロプルーデンス規制の問題の指摘

- Taylor [2013]
 - 経済主体のインセンティブ、期待形成を歪め、反応が不明
 - バブルの見極め、効果ラグ、政治的困難等により、適時の実施が困難
- BISのCaruana [2013] はマクロプルーデンス論をトーンダウン
 - レギュラトリー・アービトラージを懸念。有効性に限界
 - 局所的な対応は可能だが、全体の過熱を修正することはできない
 - マクロストレステストは、事前のシナリオ設定が困難
- FRB副議長Fischer [2015]、NY連銀総裁Dudley [2015]
 - Taylorの議論を概ね踏襲、米での可変的資本規制の導入を棚上げ
- 黒田 [2017]は、認知ラグ・効果ラグ、政策効果の漏出に言及
 - むしろ「ミクロの金融機関行動において金融システム不安定化の芽が生じていないか」の把握が重要

16

このスライドでは、可変的なマクロプルーデンス規制が問題を引き起こすということについて、規制当局から上がっていた様々な声を集めています。既に講演でも話が出ていた通り、一見効果がありそうでも、市場の期待形成が歪んでしまう等の影響により、帰って市場を不安定化させてしまうという指摘が多くなされています。

引当と経済価値との関係



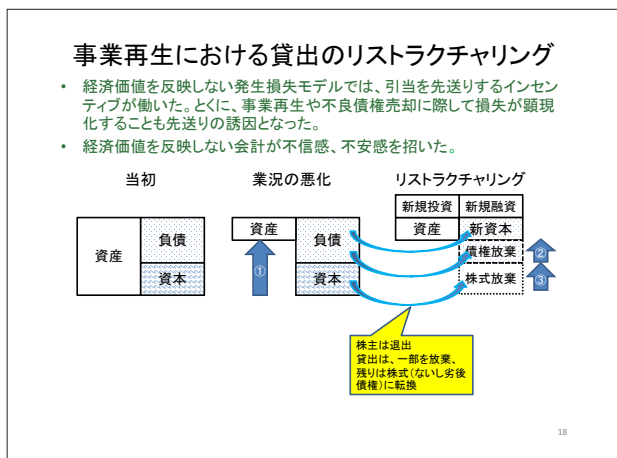
17

上のスライドは予想損失モデルについての説明となっています。ここでは、講演では触れられなかった従来の引当方法である「発生損失モデル」との対比が行われています。縦軸は債権の価値を見ています。ここでは金利変動についての影響は考慮しません(時価は動きますが、それは信用リスクとは関係

ないので)。従来の発生損失モデルは、ここではやや粗い2つの点線で表していますが、信用度が相当に悪化しない限り、引当を増やす(=価値を低く見る)というトリガー事象に到達しません。一方、予想損失モデルでは、信用度が悪化したことに伴う価値の低下分は引当の増加という形で見ていくことになります。予想損失モデルの方が経済価値と整合的であるということになります。

また、発生損失モデルの場合、トリガーの基準が主観的で、銀行によってB~B'といったようなかなりの違いが出ることも問題視されています。

本文で示したように、今日では、経済価値の変化を反映する予想損失モデルの方が、ストレス下で先行きのリスクを織り込んで先手を打った対応をするインセンティブが強く、結果的に発生損失モデルに比べてプロシクリカリティが小さいと考えられています。



スライドは事業再生や不良債権売却時に際して、債務のリストラチャリングの実務を示しています。図は借り手のバランスシートを表しています。借り手側の企業が何らかの事情(需要不足等)によってキャッシュフローが悪化した場合、それは資産価値に反映されます(①)。その分は、債権放棄(②)や株式放棄(③)等の手段が必要となります。さらには負債を資本や劣後債権に転換するといった措置を行い、事業を再構築して再生を目指すという流れ

です。

銀行が予想損失モデルを用いていれば、すでに引当はなされていますから、事業再生で新たな損失計上をする必要はなく、結果として事業再生を先送りするインセンティブが生じません。一方、発生損失モデルを用いていた場合には、この段階で仮にトリガー事象にかかっていなければ、事業再生や貸出債権売却をすると会計上の損失が発生するので、処理を先送りするインセンティブが湧いてしまい、傷口が広がるということになります。この結果、不良債権処理の遅れが銀行の信用不安につながり、プロシクリカルに働くリスクが高まります。

リスク感応的資本規制はプロシクリカルか？

	バーゼル I		バーゼル II	
	好況	不況	好況	不況
自己資本 (分子)	増加	減少	増加	減少
リスクアセット (分母)	一定	一定	減少	増加
自己資本÷リスクアセット (自己資本比率)	増加	減少	大幅増加	大幅減少

	TTC格付	PTT格付
Catartineu-Rebell, Jackson and Teomocoos [2008]	16~18%	47~58%
Goodhart, Hoffman and Segoviano [2004]	26%	—
Raskyap and Stein [2008]	30~45%	75~88%
Marcelo and Scheicher [2008]	30%	100%以上

このスライドはバーゼルII導入時にあったプロシクリカリティの懸念を整理しています。当時用いられていたバーゼルIは、リスクアセットが景気の状態によらず一定だったのに対し、バーゼルIIになると、景気後退時には与信ポートフォリオの信用度が悪化してリスクアセットが増加するため、バーゼルI以上に自己資本比率の変動が大きくなってしまい、プロシクリカリティを招く、という議論でした(上の表)。

スライドの下の表は、バーゼルIIが要求する規制資本の変動に関して行われたシミュレーション結果です。これらのシミュレーションでは、過去の景気変動を用いて、バーゼルIIの規制資本変動幅を推定しています。ここからは、確かに規制資本の変動幅

は大きいということと、TTC 格付（景気悪化時の信用度に基づく格付け）よりも PIT 格付け（直近の景気状態での信用度に基づく格付け）を用いたほうが変動幅は大きい、というものでした。いずれにしても、これだけ変動するのでバーゼルⅡはプロシクリカリティを生み出す、という懸念が広がっていました。

ただし、実際にはこれほど大きな変動は起きていませんでした。銀行が景気に応じて貸出先を変更するといった対応を行ったからです。規制がリスク感応的になったために銀行行動も先行きのリスクを敏感に織り込んで行動するようになったからです。上記のシミュレーションではそうした銀行の行動を考慮しないで静態的な与信ポートフォリオを想定していたため、バーゼルⅡのリスク感応度がプロシクリカリティを高めるとの結果になったのです。実際には銀行はもっとダイナミックに与信ポートフォリオを組み替えてフォワードルッキングにリスクを管理するようになり、この結果、プロシクリカリティは抑制されています。