

※資料から引用する場合は事前に事務局までご連絡ください

経済産業研究所BBLセミナー

国際的な金融規制を見直す動き

2017年3月23日

みずほ証券

顧問

宮内 惇至



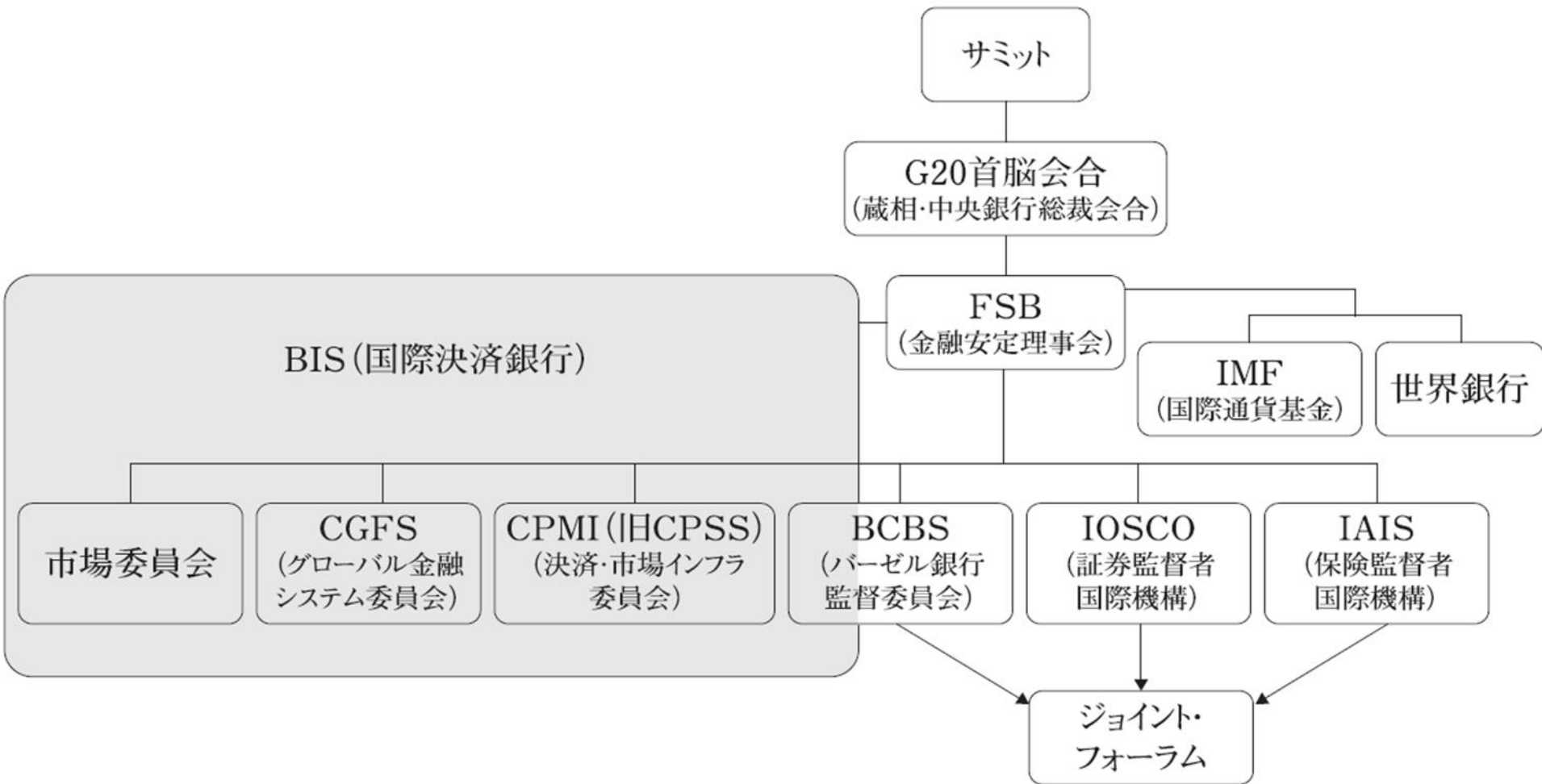
主なポイント

1. 米の新政権は金融危機後の規制の問題点を理解。弊害の除去に向けて現実的に取り組み
 - 民主党政権の方がポピュリスト的
2. 規制の見直しは、日本が一貫して主張。昨年から欧州も見直しに転じ、米国はむしろ後発
3. 規制の見直し論が広がっている背景
 - ① 低成長、超低金利、低収益
 - ② 規制の副作用の顕現など
(マクロプルーデンス規制の限界)
4. プルーデンス政策の進むべき方向
 - 規制はリスク感応的に
 - 監督的対話を活用して柔軟に

国際的な金融規制の変遷

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初	追加的な措置を策定
2011-2019頃	バーゼル IIIの段階的实施

金融規制を策定する主な国際会議



メンバーは主要国の監督当局、中央銀行が中心。

FSBにはIASB(国際会計基準審議会)や主要国の財務省も参加⁴

金融危機後の主な規制

赤字はマクロプルーデンス規制
イタリックはローカルルール

危機で指摘された問題	対策(規制)
損失に対する自己資本不足	所要自己資本の引上げ 自己資本の定義の厳格化 TLAC
大金融機関のシステミックな影響	SIFIsへの資本賦課のアドオン
Too Big To Fail	Recovery and Resolution Plan (Living Will)
プロシクリカリティ (損失拡大による貸出スタンスの消極化) (好況下での過剰なリスクテイク、レバレッジ拡大)	カウンターシクリカル資本バッファ ダイナミック・プロビジョニング 資本保全バッファ LTV/DTI規制 レバレッジ規制 予想損失モデルによる引当
危機時の流動性不足	流動性規制
トライパーティ・レポ市場の混乱	レポ市場改革(担保自動差替、日中流動性供与削減)
OTCデリバティブ市場での危機の伝播・拡散	清算集中(CCP義務付け) 証拠金規制
リスク管理モデルの限界	当局のマクロ・ストレステストに基づく配当・資本規制
過度なリスクテイク	ボルカー・ルール(DF法:自己勘定取引規制) ファンド投資規制
シャドー・バンキングへの監督の欠落	MMFに関する政策提言

規制運用上の問題	国際会議での対応	国際合意
銀行勘定の金利リスクへの資本賦課の欠如	資本賦課を検討	監督的対話の選択肢も維持
自国通貨建て国債への資本賦課免除	資本賦課を検討	棚上げ
内部格付(IRB)手法の資本賦課計測のパラツキ	標準的手法による下限を引上げ パラメーターに枠を設定	検討中

日米欧比較：金融規制当局の方向感

• 日本

- 従来から過剰な規制に反対
- 15年秋以降、従来の姿勢を一段と国際的に発信

• 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
- 欧州大陸諸国も昨年から規制に慎重で成長重視の構えに転換
 - 「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、EC高官)
 - バーゼル合意よりも柔軟な独自の規制案を提示(英7月、EC11月)

• 米国

- 大統領選まで：銀行叩きの世論の下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

トランプ政権下の金融規制の動向①

- 米新政権は、ドッド・フランク法(DF法)などの問題を理解。民主党のポピュリスティックな金融規制の弊害を修正へ
「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)

▽ドッド・フランク法の行方

【赤字は見直し方向】【緑字はDF法の枠組みを維持】

章	主な内容	新政権の方向性
①金融の安定	FSOC(金融安定監督評議会)の新設とSIFIs指定(Living Will、健全性規制)	FSOCは存続するが、規制強化より市場の効率性に軸足
②秩序ある清算	FDICが秩序だった清算のための基金(OLF)を使って破綻処理	OLFを見直し、倒産法で処理【むしろ厳格化?】
⑥銀行の行為規制	ボルカー・ルール	ボルカー・ルールは理解するが、市場流動性への影響を精査
⑦透明性・説明責任	OTCデリバティブ市場改革	柔軟な国際協調(同等性評価)、報告負担の軽減、執行方法の自由化
⑩CFPB	CFPB(金融消費者保護局)の設置	CFPBは潰さないが、予算権限はFedから議会へ移管

トランプ政権下の金融規制②

- DF法の廃止といった抜本的改革ではなく、問題点を修正
 - 金融システムの安定と金融市場の活力とのバランスを是正
 - 規制の弊害の修正と親Wall Street 批判とを両睨み
- 大統領令(2月3日)
 - 規制のコア・プリンシプル
 - ✓ 納税者の負担による金融機関の救済の回避
 - ✓ 精緻な影響調査を通じ、成長を促進、活力ある市場を育成
 - ✓ 米国企業の競争力を維持
 - ✓ 国際的な規制の交渉で米国の利益を促進
 - 検証作業
 - ✓ 120日以内(6月3日まで)に、DF法などのコア・プリンシプルへの適合状況を検討

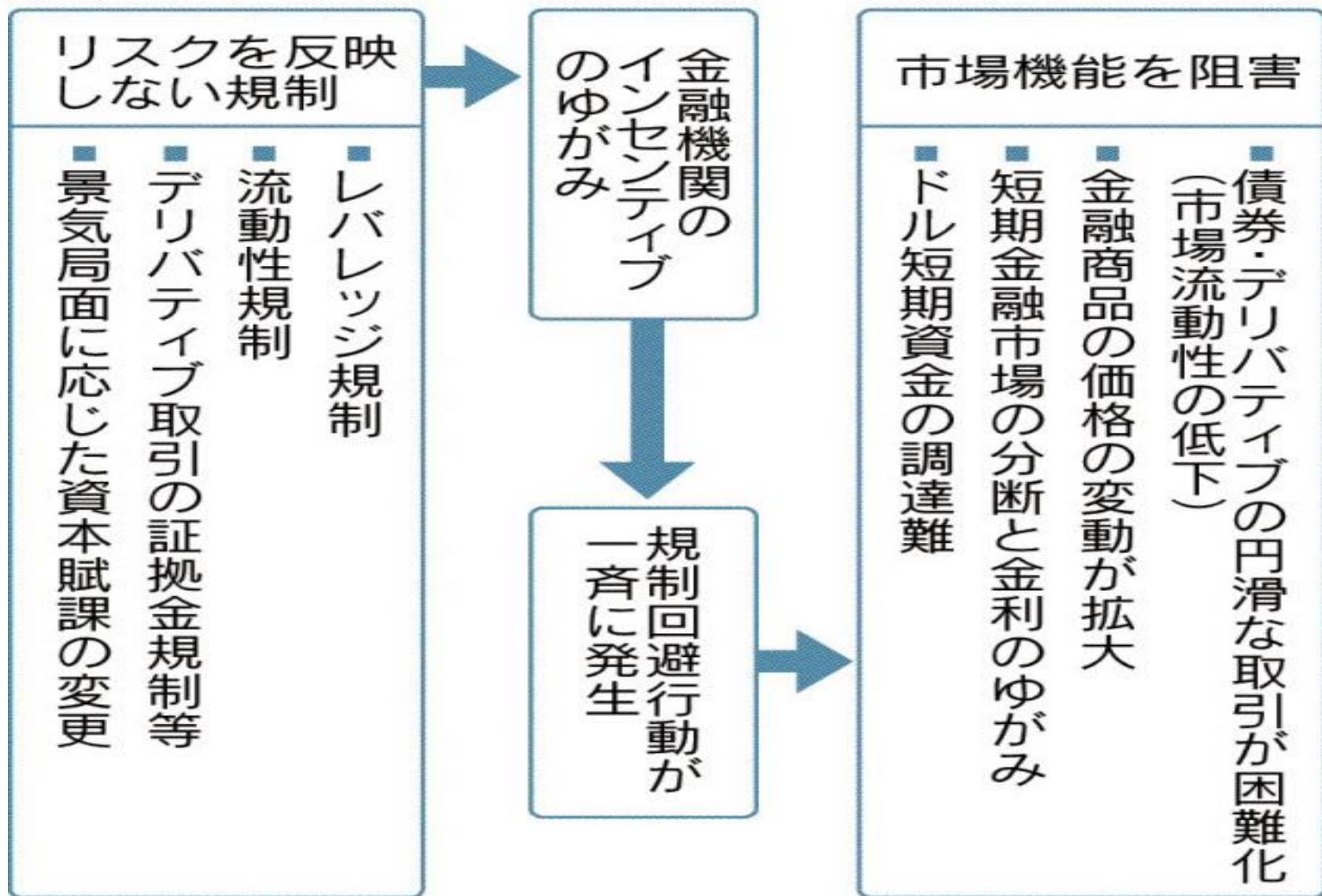
規制見直し論の背景

- 成長率の低下、超低金利、金融機関の低収益
- 副作用(意図せざる影響: unintended consequences)の顕現
 - 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、クライアントクリアリング業務などから大手金融機関が撤退
 - 市場間裁定の低下(レポとFF金利の乖離、スワップ・スプレッドやレポ金利水準の異常値、クレジット市場の裁定機能低下)
 - 外銀のドル資金調達の困難化
 - シャドー・バンキングへのシフト
- 経済状況に応じた可變的規制のパフォーマンスの悪さ

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)**
 - リスクを反映しない規制
 - ⇒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
 - 状況に応じた可變的規制
 - ⇒経済主体の期待形成・反応が不明、適時実施が困難
 - ✓ カウンターシクリカル・バッファなど
 - ただし、新興国ではマクロプルーデンス規制は有効
- **重い資本賦課**
 - シャドールバンキングへのシフトや寡占の発生

新しい規制の副作用(意図せざる影響)



金融危機下のレギュラトリー・アービトラージ

	制度上の問題点	Regulatory Arbitrage	危機との関係
自己資本 規制関連	証券化商品のリスク・ウエイト設定方法	銀行のスーパーシニア・トランシェ保有の拡大 【信用リスクの偏在】	トリガー
	短期ファイナンスのコミットメントへの資本賦課免除 (米は2004年に恒久化)	短期流動性保証付きで証券化商品をABCPコンデュイットで発行 【流動性リスクの拡大】	伝播・拡散
	カウンターパーティ・リスクへの軽すぎるリスク評価と資本賦課	CDSを利用した証券化商品の組成 【カウンターパーティ・リスクの拡大】	
	流動性リスクと日中信用は資本賦課の対象外	トライパーティ・レポでの証券化商品投資の原資調達 の拡大 【流動性リスクの拡大、 信用リスクの集中】	
発生損失モデルによる引当	引当の遅れ 【銀行の過小資本】	金融危機を 経済危機に	

市場流動性を巡る当局の見解

- **BIS、IMF、FSB、IOSCO、(NY連銀、BOE)の主張**
 - 市場流動性が低下したかどうかははっきりしない
 - そうであるとしても、規制が主因ではない
 - ・ 金融緩和、HFT、リスク回避傾向などが主因
 - 規制の影響があるとしても、新規制への適応途上の混乱
 - 全体としては規制のベネフィットがコストを上回っている
- **最近**は、規制の市場流動性への影響に**肯定的な分析も**
 - BOE、OFR(米・金融調査局)、FRB、NY連銀
- **民間**は、規制による市場流動性の低下を主張
 - Oliver Wymanレポート(昨夏:主要国証券業協会の委託研究)
 - 昨年末以降、有力な学者が両者の関係を指摘(Duffie、O'Hara)

G20声明(17年3月18日)抜粋

- 我々は、重大で**意図せざるいかなる結果にも対処**すること等により、我々の全体的な目的との整合性を確保するため、**改革の実施と影響に対する監視**を引き続き向上させる。我々は、FSBの第3回年次報告を期待する。
- 我々はまた、G20金融規制改革の**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による作業を歓迎するとともに、その枠組みの主要な要素に関する市中協議が早期に実施された後に、2017年7月の首脳**サミットまでにその枠組みが提示**され、公表されることを期待する。

これからのプルーデンス(規制・監督)政策

● 規制への過度の依存は見直すべき

- 規制は、regulatory arbitrageが不可避なため、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

● プルーデンス政策のマクロ・ミクロ二分法はナンセンス

- 「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)
- マクロの監視はミクロの歪みの点検と表裏

● 低金利・低収益、技術革新などに対応可能な柔軟性を

- 収益性・資本政策の持続可能性が金融システム安定のカギに
- 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

參考資料

金融危機後の規制の移行措置

自己資本規制	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
普通株等Tier1 最低水準		各国当局は新基準を国内法や規制として導入 2013年1月1日から各国で実施へ	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	
資本保全バッファ						0.625%	1.25%	1.875%	2.5%	
普通株等Tier1 最低水準 + 資本保全バッファ			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%	
規制上の調整項目				20%	40%	60%	80%	100%	100%	
Tier1 最低水準			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
総資本最低水準			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
総資本最低水準 + 資本保全バッファ			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.125% (9.25?)	9.875%	10.5%	
その他Tier1、Tier2に算入できなくなる資本のグランドファザリング			90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	
既存の公的資本			2018年1月1日まで新規制の適用除外							
レバレッジ比率	監督上のモニタリング期間		試行期間 (2015年1月1日以降各行は開示開始)						第1の柱への移行を視野に	
流動性規制	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
流動性カバレッジ比率 (LCR)	観察期間開始				60%	70%	80%	90%	100%	
安定調達比率 (NSFR)	観察期間開始							最低基準の導入		

出所: Basel Committee on Banking Supervision, "The Group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package"

最近の動き

時期	主体	内容
①16年7月	BOE	規制と市場流動性の関係を認め、レバレッジ規制の見直しへ
② "	ECコミッショナー	「金融システムの脅威は危機の再発から成長の欠如に変化」
③16年11月	独BaFin長官	バーゼル委の見直し案は受け入れがたい
④ "	EU	バーゼルⅢを柔軟にした域内案を提示
⑤ "	バーゼル委	最終案の合意に至らず
⑥16年12月	Mnuchin	DF法は融資抑制。市場流動性への影響注視。廃止より修正
⑦17年1月	総裁長官会合	合意に至らないため開催を見送り
⑧ "	Mnuchin	市場流動性の精査に言及。ホルカールール、CFPB存続を示唆
⑨17年2月	米大統領	大統領令で規制見直しの原則の提示と問題点の検証を指示 (Cohn NEC委員長は国際合意の重要性に言及)
⑩ "	EC副議長	「金融規制は国際協調が重要」として、相互認証を強調
⑪17年3月	バーゼル委	合意に至らず
⑫17年4月	Tarullo	FRB理事を退任
⑬17年6月	米財務省	大統領令の指示に基づき、規制見直しの対象を報告
⑭17年7月	サミット	影響評価のための構造的枠組みを報告

危機後のリスク非感応的な規制

■ レバレッジ規制

- 次の比率を3%以上に保つ
(3%は暫定値)

自己資本
会計上の資産*

* リスクウエイトは勘案しない
デリバティブはエクスポージャー
コミットメントなどのオフバランスは勘案

■ 流動性リスク規制

- LCR(流動性カバレッジ比率)

適格流動資産
30日間のネット資金流出額

- NSFR(安定調達比率)

利用可能な安定調達額
所要安定調達額(運用から算定)

- とともに100%以上に保つ必要

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、その反応が不明
 - 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（また、黒田 [2017]は認知ラグ・効果ラグ、政策効果の漏出に言及）
- BISトップのCaruana [2013] はマクロプルーデンスに関してトーンダウン
 - レギュラトリー・アービトラージを懸念。有効性には限界
 - 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
- 「従来の(ミクロ)プルーデンス」が「個々の銀行の健全性だけを見て、金融システム全体への目配りがなかった」とのマクロプルーデンス論者の主張はナンセンス (Tucker[2015])

規制強化 対応の 事業再編 (G-SIBs)

会社名	事業再編・見直し	見直しの理由
モルガン・スタンレー	2011年 債券RWAの削減 3,700億ドル ⇒ 2016年 1,320億ドル。	規制強化・市場力学の変化に対する戦略的対応
	2015年 石油トレーディング・ビジネス売却。	同上
	2013年 社内クオンツ・トレーディング・ユニットの売却	ボルカー・ルール対応
BONY メロン	2014年 デリバティブ営業・トレーディング部門の閉鎖。	競争力維持のための経営のスリム化、新しい自己資本規制・流動性規制への対応
ステート・ストリート	2014年 スワップ部門からの撤退	市場環境、規制環境の変化による OTC デリバティブ需要の減退
BNP パリバ	2011年 資本市場関連を中心に 820億ドルのバランスシート削減計画を策定	バーゼルⅢ対応のための CET1 比率引き上げ
	貸出抑制、事業部門売却による資産圧縮	レバレッジ比率の向上と収益力向上
クレディ・スイス	プライム・フローカ業務の縮小。	レバレッジ比率および収益性の改善。
	トレーディング資産のレバレッジ縮小。	同上
	欧州証券化商品トレーディング、ディストレスト債などからの撤退。	コスト削減。
クレディ・アグリコル	2011年 10月 コモディティ部門から撤退。	規制強化への対応。
シティグループ	Citi FX, トレードストリームのプラットフォームなど、FX 部門からの撤退。	戦略的な経営のスリム化。
RBS	MBS、商業用不動産、CMBS 業務からの撤退。その他の投資銀行業務の大幅縮小。	米国自己資本規制ルールへの対応（総資産 500億ドルのトリガー抵触を回避）。
UBS	米国におけるオプション・マーケット・メーク業務からの撤退。	新規制と細分化された取引所の構造により、コスト高になったと判断。
	FICC 部門における業務大幅縮小（証券化、ストラクチャード商品、マクロ・ディレクショナル・トレーディング等）。	自己資本規制強化に対応したポートフォリオの最適化。
ゴールドマン・サックス	アルミニウム事業の売却。	当局検査による指摘への対象。
	総資産の 24%削減（07年 4Q ⇒ 14年 4Q）。	金融危機後の規制改革への対応。
	2014年 上半期 レボ取引残高を 420億ドル縮小。	自己資本規制強化への対応。
HSBC	グローバル・バンキング&マーケット(GSM)部門のRWAを 31%削減（低収益性資産を中心に）。同部門の顧客ベースを 2割削減。	規制強化に伴う成長機会の変化に対応。GSM 部門の簡素化により、戦略的優先度の高い部門へのリスク資本振向け。
バークレイズ	グローバル・コモディティ事業からの撤退。	新しい規制環境に対応するために経済合理性・戦略的整合性の観点から、機動的な事業評価・事業管理を実施。
	2014年 上半期 レボ貸出残高 250億ドル削減	新自己資本規制への対応。
JP モルガン	2015年 Non-operational deposit 残高 1,000億ドルの削減。	顧客にとってコア預金でない場合、銀行にとってオペレーショナル・リスク、所要自己資本負担が重い。

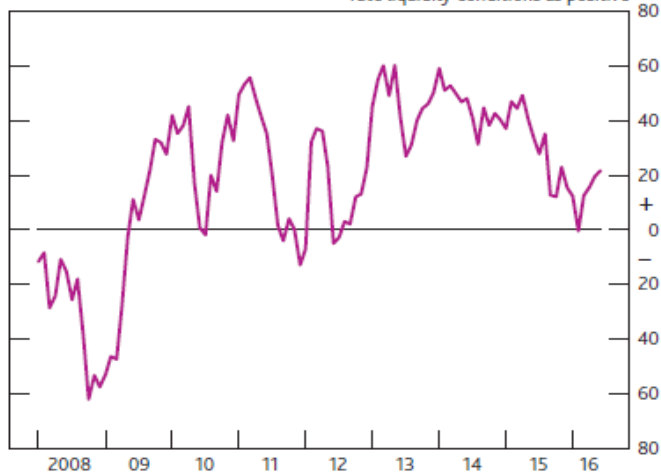
みずほ証券
「資本市場リサーチ」
2016年秋季号より転載

規制による市場の歪み①

市場流動性の評価

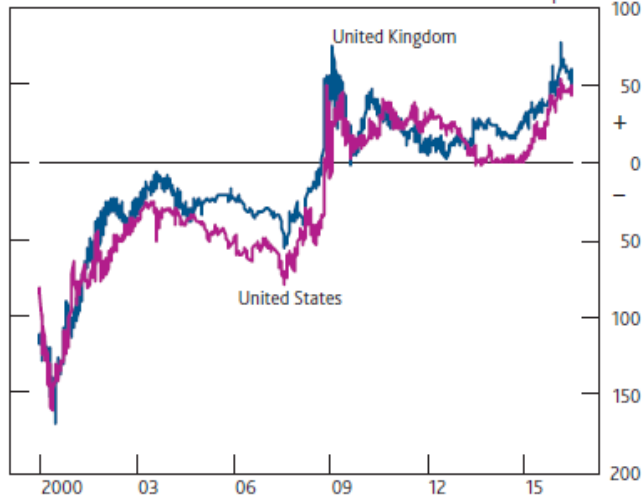
(DI) (出所: BOA、メリル)

Net percentage of survey respondents that rate liquidity conditions as positive



国債金利スワップレート(30年)

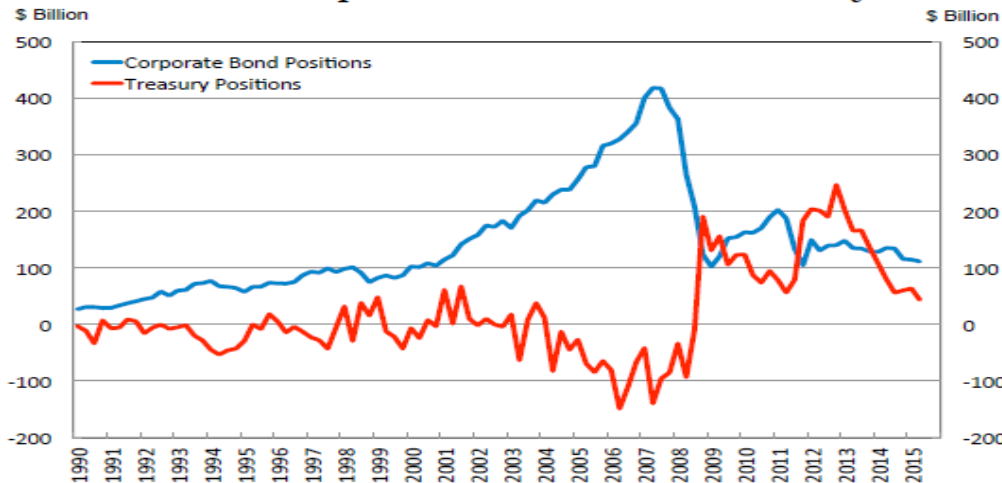
Basis points



ディーラー在庫

(出所: NY連銀)

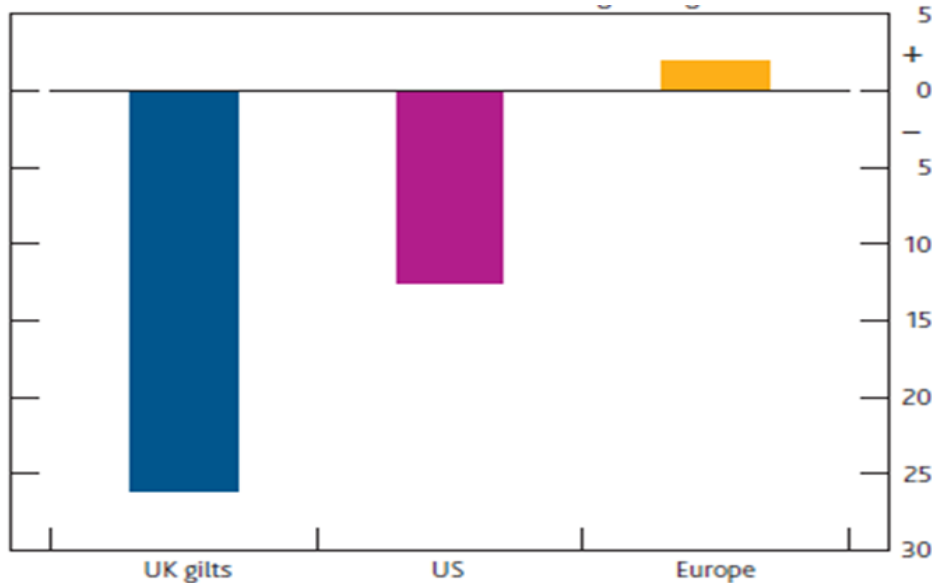
Dealer Corporate Bond and Treasury Positions



レポ取引

2013年⇒2016年

出所: BOE

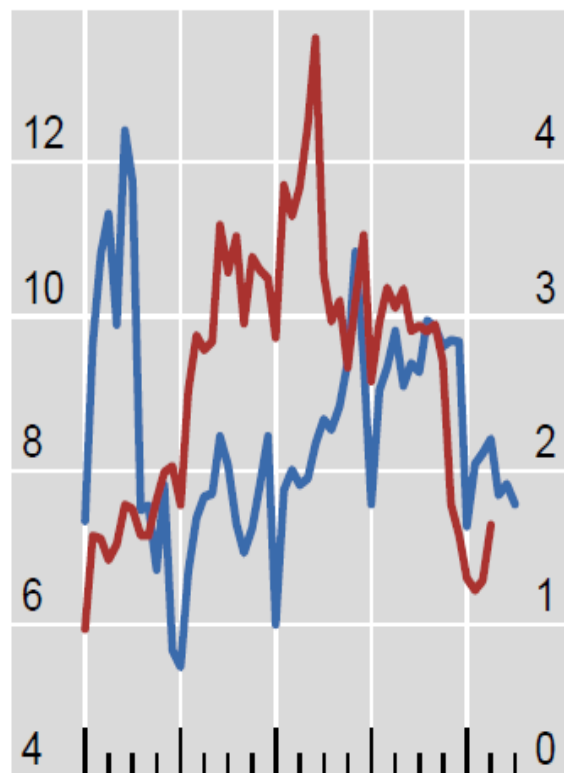


規制による市場の歪み②

出所:CGFS(2016)

①市場の深さ

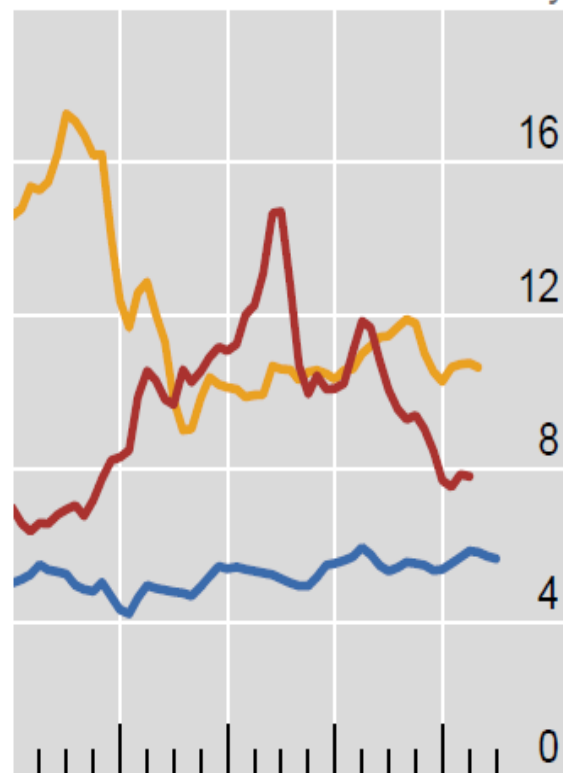
EUR bn USD bn



— United States (rhs)
— Italy (lhs)

②平均取引サイズ

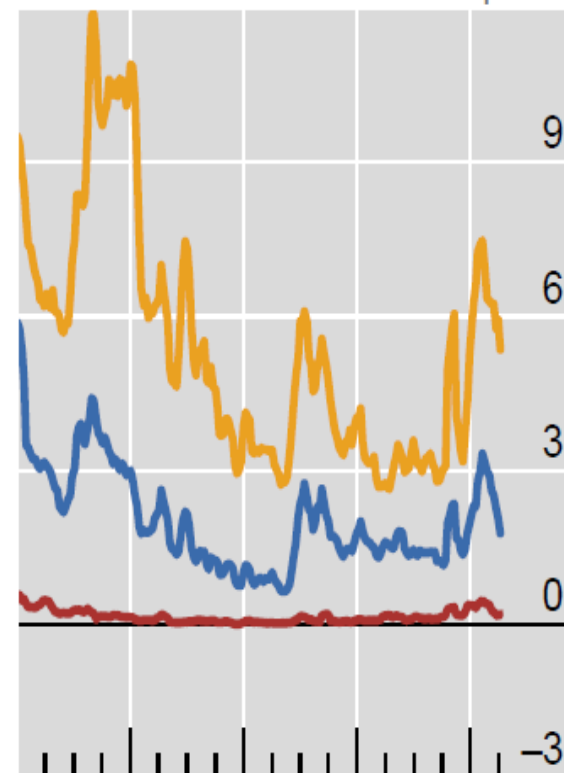
Millions in local currency



— United States — Spain
— Italy

③プライス・インパクト

32nd of a point

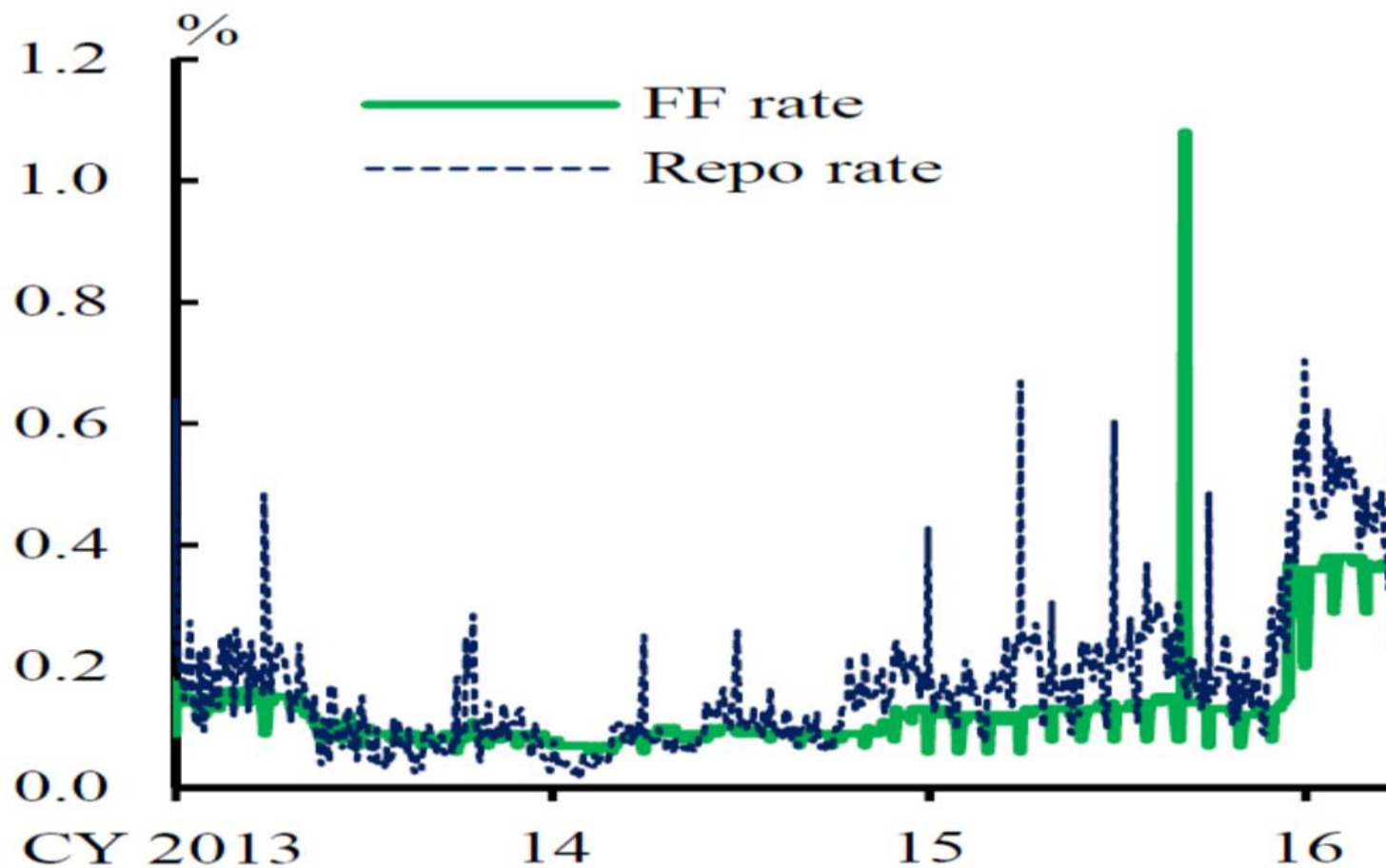


— 2-year — 10-year
— 5-year

(注)市場の深さは5件のベストクォートの合計。プライス・インパクトは米国債10億ドルの影響。

規制による市場の歪み③

出所: Bloomberg, FRB



留意事項

本資料はみずほ証券が、金融・資本市場関係者への情報提供のみを目的として作成したものであり、投資家への特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は投資家に対し、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見であり、みずほ証券および筆者の所属するないし所属していたいかなる組織の意見でもありません。

みずほ証券は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を受領した市場関係者（以下、受領者）ならびに直接間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

本資料の配布は、みずほ証券がこれを行います。また、本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする書面等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
〒100-0004東京都千代田区大手町1丁目5番1号大手町ファーストスクエア