

トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性 —ドッド=フランク法と金融選択法案（Financial CHOICE Act）—

岡田 功太、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 2016年11月8日、米大統領選の結果、共和党候補のドナルド・トランプ氏が当選し、同日行われた議会選でも上下両院で共和党が過半数の議席を確保した結果、オバマ政権下で成立したドッド=フランク法（DF法）が撤廃され、金融規制が緩和されるとの期待が急速に高まった。
2. しかし、G20等で国際的に合意し、既に適用が始まった金融規制の撤廃は容易ではない。また、DF法の柱である大きすぎて潰せない（Too Big To Fail）銀行問題の終結やベイルアウト（税金を用いた金融機関の救済）の否定、そして消費者保護の推進について、共和党とトランプ氏も方向性は一致している。
3. 共和党議員が提出した金融選択法案は、DF法の対案とみられており、トランプ新政権による金融規制の見直しのベースになる可能性が高い。同法案では、大規模金融機関に対しては厳格な規制を適用する一方で、経済成長や雇用拡大を阻害するとして地域・中小金融機関や小規模事業者等に対する過度な規制や拡大した規制当局の権限を修正する方針を示している。
4. トランプ新政権の発足後、金融規制当局の主要な人事と具体的な政策方針が確定するまで、金融規制改革の見直しについては不透明な状態が続く。今後打ち出される政策の青写真や方向性が注目される。

I 米国大統領選後に台頭する金融規制緩和論

2016年11月8日、米国大統領選挙が投開票され、共和党候補のドナルド・トランプ氏が民主党候補のヒラリー・クリントン氏を破り、第45代米国大統領に選出された。また、同日に行われた連邦議会選挙において、共和党が上下両院で過半数の議席を確保した。開票直前までクリントン氏優勢と報じられていたこともあり、この結果は驚きを以って迎えられた。しかし、上院・下院のねじれが解消したことに加え、トランプ氏が選挙期間中にオバマ政権による金融規制強化の土台となっていたドッド=フランク法（DF法）を撤廃し、経済成長と雇用創出を促す新たな政策を策定すると主張してきたことから、急速に金融規制緩和論が台頭し、米国金融銘柄の株価は大幅に上昇した。

一方で、G20 等で国際的に合意し、米国内で適用が開始された金融規制の撤廃は容易ではない。また、DF 法の対案として共和党が作成した金融選択法案（詳細は後述）への期待が日々高まっているが、冷静に読み解くと、同法案には大規模金融機関に対して厳格な資本規制の遵守を求めている点も含まれる。そうした背景から、2008 年の金融危機以前の規制環境への巻き戻しが起こると楽観視してはならないとの報道もある¹。

さらに、DF 法を大幅に改正する際に越えなければならない政治的なハードルも低くない。上院において共和党は過半数の 52 議席を獲得したが、法案の安定的な可決に必要な 60 議席に達しておらず、民主党の協力を得て政策を進める必要がある²。そのため、実際にどの程度の金融規制緩和が実現するのか予想することは難しく、現時点で新政権の要職人事が正式に確定していないこともあり、金融規制見直しの方向性は不透明になっている。

本稿ではトランプ政権樹立目前の執筆時点（2016 年 12 月末時点）において、政権移行や金融規制改革をめぐる動向を俯瞰し、DF 法を中心とした金融規制に関するトランプ氏及び共和党議員の考え方や、DF 法改正の実現可能性について整理する。

Ⅱ ドナルド・トランプ氏と共和党の思想・スタンス

1. トランプ氏と共和党綱領が掲げるドッド＝フランク法撤廃の目的

大統領選挙期間中は過激な言動で注目を集めたトランプ氏であるが、有権者に対するインパクトのあるメッセージとして一貫して DF 法の撤廃を掲げてきた。共和党の政策綱領（Platform）も同様に、DF 法は中小金融機関を押し潰す「民主党のゴジラ法案」として批判し、金融危機を利用して政府に金融市場を支配する過度な権限を付与したと主張した³。トランプ氏と共和党の金融規制に対する考え方は、DF 法が国民や議会に対する説明責任を負わない新たな規制機関を設立して政府の権限を拡大し、雇用を創出するどころか、むしろ減少させ、結果的に経済成長が低迷したというものである。

ただし、共和党は金融システム安定化のための金融規制強化については否定していないことから、DF 法を撤廃することで金融規制環境を 2008 年の金融危機前の状態に巻き戻すのではなく、経済成長と雇用創出を促すために、DF 法の改正・一部修正を考えていることが窺える⁴。

¹ “8 questions about the future of banking regulation under Trump,” *The Washington Post*, November 23rd, 2016.

² 米上院では、演説を長時間続けるなどの議事妨害が行われることがあり、議事妨害を無効にするには 60 議席以上が必要となる。

³ Republican Platform 2016 を参照。（[https://prod-cdn-static.gop.com/media/documents/DRAFT_12_FINAL\[1\]-ben_1468872234.pdf](https://prod-cdn-static.gop.com/media/documents/DRAFT_12_FINAL[1]-ben_1468872234.pdf)）

⁴ 共和党綱領は、1933 年グラス・スティーガル法の復活を明記している。ただし、その理由は明記されていない。

2. 共和党綱領と整合的な政権移行チームの方向性

当選後、トランプ氏は政権移行チームを結成し、新政権の方針を策定している。政権移行チームは金融サービスについて「米国の人々は大恐慌以来、最も遅く、最も弱く、最もぬるい（経済の）回復に留まっている。給料水準は低迷している。貯蓄は枯渇しており、何百万人も失業しているかあるいは不完全に雇用されており、数百万人が労働市場から退場している。経済成長率は 2%を下回り、過去平均の約半分にとどまる。」と述べている⁵。また、「大手銀行はより大規模になり、一方、コミュニティバンクは 1 日当たり 1 社のペースで消滅」しており、「DF 法は上手く機能していない」と主張している。そこで政権移行チームは、DF 法を撤廃して、経済の成長と雇用創出を促す新しい政策を策定すると述べており、共和党の政策綱領と同様の方向性を示した。

3. 不透明な金融規制の方向性と鍵を握るブレーン

その一方で政権移行チーム曰く、上手く機能していないとされる DF 法について、具体的にどの様に見直すのかという改革の青写真が見当たらない。肝心のトランプ氏の金融規制に対する発言は総論が多く、矛盾していると思われる部分もある。例えば、同氏は DF 法撤廃を掲げているが、過去にポール・ボルカー元連邦準備制度理事会議長を称賛し、DF 法第 6 編に盛り込まれているボルカー・ルール支持を示唆する発言もしている⁶。

恐らく、トランプ氏は実業家や経営者として実績を挙げてきたため、金融規制の各論やテクニカルな側面に関する知見が深くない可能性があり、その場合は、新政権の幹部や金融規制改革に関わる規制当局の責任者に就く人物が重要となる。現在、オバマ政権下で改革を進めてきた財務長官や証券取引委員会 (SEC) 委員長をはじめ、各当局の主要人物が次々と退任を表明している⁷。後任候補が議会等で正式に承認され、関連当局が稼働し始めて、新政権下での方針を固めるまで先行き不透明な状況が続くと言えよう。

III 金融規制及び消費者保護を謳う DF 法

1. 金融規制強化の基盤を成した DF 法

トランプ新政権における金融規制の方向性を読み解くにあたって、DF 法に対する正確な理解が重要となる。DF 法は、2010 年 7 月のオバマ大統領による署名によって成立し、現在の米国金融業界において金融システムの安定化を目的とする包括的な法的基盤としての役割を担っている。同法は本則が 16 の編 (Title) から構成され、金融関連の連邦法と

⁵ 政権移行チームのウェブサイト参照 (<https://www.greatagain.gov/>)。

⁶ 2015 年 8 月 18 日に行われたタイム誌のナンシー・ギブズ氏によるインタビューに対するトランプ氏の発言。

⁷ 本稿執筆時点において、SEC のアンドリュー・セレスニー執行局長及びキース・ヒギンズ企業財務局長の他、チーフエコノミスト、主任会計官、主任訴訟弁護士が退任を表明している。

しては過去最大の分量である。その理念は、米国金融システムの安定化と、大きすぎて潰せない（TBTF: Too Big To Fail）銀行問題の解決で、2008年のリーマンショックを教訓とした米国金融規制の強化が軸となっている（図表1）。その具体的な内容は、大規模金融機関の健全性や再建・破綻処理、ヘッジファンド登録、店頭デリバティブ規制、消費者保護等と非常に広範にわたる（図表2）。

図表1 ドッド=フランク法の主な理念

1	金融システムの説明責任と透明性を改善することにより米国の金融安定化を促進する
2	大きすぎて潰せない（Too Big To Fail）銀行問題の終焉
3	税金を用いた金融機関の救済（バイアウト）を終わらせることにより米国納税者を保護する
4	不公正な金融サービスから消費者を保護する

（出所）ドッド=フランク法より野村資本市場研究所作成

図表2 ドッド=フランク法の構成

第1編	金融の安定	
	主な内容	・金融安定監督評議会（FSOC）の創設 ・米財務省内に金融調査局（OFR）の新設 ・銀行持株会社や特定のノンバンクに対するFRBの権限追加
第2編	整然清算の権限	
	主な内容	・秩序だった清算を行うための権限整備
第3編	通貨監督庁、連邦預金保険公社、連邦準備理事会への権限委譲	
	主な内容	・貯蓄金融機関監督庁（OTS）の解体と機能の移管 ・預金保険改革
第4編	ヘッジファンドおよびその他に対するアドバイザーの規制	
	主な内容	・プライベート・ファンド・アドバイザーの登録
第5編	保険	
	主な内容	・米財務省内に連邦保険局（FIO）の新設 ・州毎の保険改革
第6編	銀行持株会社、貯蓄組合持株会社および預金取扱金融機関の規制の改善	
	主な内容	・ボルカー・ルールの導入 ・大規模金融機関の集中制限
第7編	ウォール街の透明性及び説明責任	
	主な内容	・店頭デリバティブ規制
第8編	支払い、清算および決済の監督	
	主な内容	・支払い、清算および決済の監督強化 ・金融市場ユーティリティ（FMU）の指定と規制
第9編	投資者保護および証券規制の改善	
	主な内容	・SECの組織改革
		・信用格付会社に対する監督の見直し
		・証券化プロセスの改革
・役員報酬とガバナンス改革		
第10編	消費者金融保護局（CFPB）	
	主な内容	・FRB内に独立部署として消費者金融保護局の新設
第11編	連邦準備制度規定	
	主な内容	・連邦準備制度の強化、透明性の向上、利益相反の排除
第12編－第16編	メイン・ストリーム金融機関へのアクセスの改善やペイ・イット・バック法等	

（出所）ドッド=フランク法より野村資本市場研究所作成

2. DF 法のポイントー金融システムの安定化と不公正な金融サービスからの消費者保護

DF 法第 1 編では大規模金融機関に対する各種資本規制を定めている。国内の金融規制当局に対してバーゼル規制等の国際的な金融規制の米国内への導入や、場合によっては国際基準よりも厳しい規制の策定・適用を求めている。また、銀行規制の対象外のために金融システムにおける潜在的なリスクをもたらしまうと懸念されていたノンバンク等のシャドバンクに対する規制も盛り込まれている。

第 2 編においては、大規模金融機関が破綻する際に金融システムや経済に与える影響が大きく、政府が公的資金で救済せざるを得ないという TBTF 問題への対応として、秩序だった清算を行う仕組みを整備し、当局に権限を与えている。金融安定理事会 (FSB) で国際合意されたシステム上重要な金融機関 (SIFI: systemically important financial institution) に対する破綻処理制度の米国内での整備につながっている。

第 6 編は米国独自の銀行規制として有名なボルカー・ルールを含む⁸。同規則は大規模金融機関に対し、ヘッジファンド及び PE ファンドへの投資や自己勘定取引等を制限する規制である。

第 7 編は店頭デリバティブ市場に対する規制で、2009 年のピッツバーグ・サミットで国際合意された CCP 清算の義務付け (清算集中義務) や取引情報の報告義務、2011 年のカンヌ・サミットで合意された証拠金規制等を米国内で策定・適用する際の包括的な法的基盤となっている。

以上は、金融システムの安定化を図り、金融危機の再発防止と、危機発生時における公的資金による救済を防ぐことを目的としている。

加えて、DF 法では、「第 9 編：投資者保護および証券規制の改善」、「第 10 編：消費者金融保護局」が規定している通り、消費者保護も重要な柱である。同法の正式名が「ドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」とされている所以である。

前述の通り TBTF の終結による金融システムの安定化と、不公正な金融サービスからの消費者保護の重要性はトランプ氏と共和党も認識している。そのため、DF 法を完全撤廃する根拠はなく、可能性も低いと思われる。実際には共和党が同法の改正や一部修正を模索し、経済成長や雇用に悪影響を与えているとみられる金融規制を一部緩和しつつ、金融システムの安定化や消費者保護のために必要な規制は維持・強化されるという流れになるろう。

3. 短期間で成立した DF 法

DF 法は現代の米国金融における包括的な法的基盤である一方で、約 1 年間という短い

⁸ 岩井浩一「ボルカー・ルール最終規則の概要」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号を参照。

図表3 ドッド＝フランク法成立までの主な過程

2009年	6月17日	財務省がホワイト・ペーパーを公表
	7月22日	オバマ政権によって統合された草稿が提出
	10月27日	バーニー・フランク下院議員（民主、金融サービス委員長）と米財務省により草案が公表
	11月3日	フランク議員より上記草稿が法案（H.R.3996）として下院に提出
	11月10日	クリストファー・ドッド上院議員（民主、銀行・住宅・都市問題委員長）により草案が公表
	12月2日	フランク議員により法案（H.R.4173）が下院に提出
	12月11日	H.R.4173が下院を通過（賛成223対反対202）
2010年	4月15日	ドッド議員より上記草稿が法案（S.3217）として上院に提出
	5月20日	S.3217が上院を通過し、法案番号がH.R.4173に変更
	6月10日	両院協議会開始
	6月29日	法案番号がH.R.4173に一本化され、名称がドッド＝フランク法に変更
	6月30日	下院がドッド＝フランク法案に合意
	7月15日	上院がドッド＝フランク法案に合意
	7月21日	オバマ大統領の署名により成立（Public Law 111-203）

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

期間で成立に至った経緯がある⁹（図表3）。金融危機の発生直後のために大規模金融機関に対する資本規制や、一部の不公正な金融サービスから投資家保護の強化が叫ばれ、早急に金融規制を改革する必要性があった事情が背景にある。その一方で、経済や雇用への悪影響といった規制の副作用について十分に議論・検討されたとは言い難く、DF法成立から6年経った今、同法の内容を改めて見直し、もう一度議論すべきという機運も高まっている¹⁰。

IV 注目を集める金融選択法案（Financial CHOICE Act）

1. DF法の修正を含む金融選択法案

DF法を見直し、修正するための対案として、金融選択法案（Financial CHOICE Act）に注目が集まっている。同法案は、下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング委員長（共和党）が作成し、2016年9月に同委員会を通過した。大統領選前までは、民主党が過半を占める上院での可決は難しく、仮に通過してもオバマ大統領による拒否権発動が予想されたため、実現性は低いとみられていた。しかし、トランプ氏が当選し、共和党が上下両院で過半数の議席を確保したことにより、同法案が新政権下で行われる金融規制改革の修正のベースになるものとして脚光を浴びている。

金融選択法案の特徴は、①大手金融機関に対する厳格な姿勢、②金融危機後に影響力が増した規制当局の権限やガバナンス体制の見直し、③金融市場の機能や経済・雇用に悪影響を与える過度な規制の修正、④個人やベンチャー企業等への資金供給の改善を図る施策であり、前述の共和党綱領の内容及び政権移行チームの方針とも整合的な内容である（図表4）。

⁹ DF法には、2009年以前に策定された無数の法案が盛り込まれており、厳密には1年以上の時間をかけて策定されている。

¹⁰ “Despite Conflicts, Financial Overhaul Proposals Have Merit,” *The New York Times*, November 22nd, 2016.

図表 4 金融選択法案 (Financial CHOICE Act) の概要

主なポイント	
第1編	資本基盤が強固で、良く管理された銀行組織の規制からの解放 ⇒レバレッジ比率10%超のティア1保持等を条件にDF法等の規制を課さない
第2編	大きすぎて潰せない(TBTF)銀行と銀行のペイルアウトの終結 ⇒DF法では対処できず、連邦倒産法を拡充して倒産処理での対応を図る FSOCのSIFI指定権限やDF法のホテル・カリフォルニア条項の廃止
第3編	米国民が金融面で主体性を獲得するための支援 ⇒消費者金融保護局(CFPB)の権限縮小とガバナンス改革、及び新部局の設立
第4編	資本市場の改善 ⇒当局(SEC、CFTC)の改革(説明責任、ガバナンスの改善等)、 当局介入の排除(米労働省のフィデューシャリー規則の一部廃止等) OTCデリバティブ規制のレビューとハーモナイゼーション
第5編	保険当局の刷新を通じた規制監督体制の改善 ⇒連邦レベルで複数存在した保険業の規制監督当局・権限の統合
第6編	金融規制当局に対する説明責任の追及とワシントンの強化された権限の排除 ⇒金融規制案の費用便益分析の義務付け 連邦金融監督当局による規則策定における議会のレビュー
第7編	連邦準備理事会の規制監督に関する改革と合理化 ⇒強化されたFRBの権限(破綻処理計画、ストレステスト等)の縮小と透明性向上 ルール・ベースの金融政策による透明性向上と家計・企業による意思決定の改善
第8編	ウォール街に対する説明責任の追及 ⇒SEC等が金融犯罪等に適用する罰則の強化
第9編	ボルカー・ルール及び他の条項の廃止 ⇒資本市場の回復力と金融システムの安定性の観点から廃止
第10編	資本形成の促進を通じた、小規模事業者、革新者、雇用創出者に対する機会の提供 ⇒技術革新と雇用創出の源泉である小規模企業等の市場へのアクセスの改善
第11編	メイン・ストリートと地域金融機関の規制からの解放 ⇒DF法で消費者・企業の調達コストが上昇し、銀行の与信能力が低下したため緩和

(出所) 金融選択法案より野村資本市場研究所作成

2. 大手金融機関に対する厳格な姿勢

トランプ氏の当選直後こそ、DF法廃止をはじめとする金融規制緩和の方針が期待され、金融セクター全体に追い風になるとする論調も散見された。しかし、金融選択法案は、大手銀行に対する厳しい規制監督の姿勢やTBTF問題の終結を目指すスタンスについて、オバマ政権下で成立したDF法と大きく変わらないか、むしろより厳格な面がある。

同法案第1編で、レバレッジ比率(レバレッジ・エクスポージャーに対するティア1比率)が10%超の米銀は、当該銀行に対してDF法等で規定された各種規制(資本・流動性規制やストレステスト等)の適用が免除される。確かに、同法案は、既存のDF法やバーゼル合意に基づく規制が非常に複雑であり、TBTFの終結にもつながっていない点があると指摘しているが、その一方で資本・流動性規制の免除のハードルは非常に高い。バーゼ

ルⅢではレバレッジ比率 3%以上、米国規制では銀行単体に対して同 6%、銀行持株会社に対して同 5%の所要水準が 2018 年から適用されるどころ、同法案の 10%超という水準は高く、米銀にとっては現状の約 2 倍近いティア 1（あるいはレバレッジ・エクスポージャーの半減）が必要になる。

ウォール・ストリート・ジャーナルの試算によると、米銀大手 6 行のうち、金融選択法案の基準を用いて免除の対象となる銀行は一行もない¹¹。むしろ、資本不足額は総額で約 1,150 億ドルに達し、特に JP モルガン・チェースは資本不足額が約 440 億ドルと当該 6 行の中で最大である。さらに、簿外（オフバランス）エクスポージャー額を考慮すると、実際の資本不足額は上記よりも一層増加する可能性が高いとも指摘されている。

実は、ヘンサーリング委員長は、大規模金融機関の耐久力を高める最善の手法は、自己資本の損失吸収力を向上することであると考えており、特に簿外エクスポージャー額を考慮したレバレッジ比率を重視している。これが金融選択法案の第 1 編の背景とみられる。

また、同法案第 2 編では大規模銀行の破綻処理について、連邦倒産法による対応を方針として掲げている。DF 法の下で進められてきた破綻処理の枠組みを撤廃するということは、一見、規制緩和と考えることができるが、実際は、DF 法によって銀行の破綻処理権限を与える枠組みでは当局の裁量が大きく、不確実性を無視できないという懸念に対応したものであり、規制緩和ではない。

さらに、同法案第 9 編は、ボルカー・ルール廃止を盛り込んでおり、それを根拠に銀行に対する規制の緩和が進められると期待されているが、同法案の趣旨は、銀行のマーケットメイクを抑制するなど、ボルカー・ルールは過度に金融市場の機能を規制したために金融システムの安定性をむしろ損ねているとの見方に基づくものであり、単にボルカー・ルールを廃止するというのではなく、DF 法の一部修正という位置づけである。

3. 当局の権限やガバナンス体制の見直しと過度な規制の修正

金融選択法案は、第 2 編で金融安定監督評議会（FSOC: Financial Stability Oversight Council）の SIFI 指定権限や当局の破綻処理権限の縮小・廃止を掲げており、第 3 編では既存の消費者金融保護局（CFPB: Consumer Financial Protection Bureau）が消費者保護につながっていないとして同局の権限縮小や新部局の設立を提唱している。金融選択法案による金融規制当局の権限縮小やガバナンスの強化は、規制緩和の一環であるという見方もあるが、この点は、DF 法において、国民や議会に対する説明責任を負わない新たな規制機関を設立して、政府の権限を拡大したと考えられる部分の一部修正と捉える必要がある。

共和党は、オバマ政権下で進展した金融規制改革は、当局が積極的に規則策定・適用を急ぎ、その結果として金融市場に意図しない結果がもたらされ、経済成長と雇用にも影響したと考えている。実際、ヘンサーリング委員長は、過去に DF 法によって新たに創設された政府機関に対して、国民や議会に対して説明責任を果たしていないと批判してきた。

¹¹ “Don’t bank on Relief for These Lenders,” *The Wall Street Journal*, November 24th, 2016.

例えば、CFPB について「国民に選ばれず、説明責任もない規制当局が、如何に労働階級の人々に被害を及ぼしているかを表す典型的な例だ」とし、FSOC については「規制当局が集まって議論することは有益だが、最終的な決定権は国民に選ばれた説明責任のある議会にある」と批判している¹²。

そこで金融選択法案の第 6 編は、規制案の策定において当局の説明責任と費用便益分析を義務付け、議会によるレビューも加えることで、本当に必要な規制であるか吟味できるようにプロセスの改善を図っている。ヘンサーリング委員長は、金融規制当局の説明責任が向上し、適切な規制運営がなされることで米国経済がより健全になり、国民の成功の機会が増えるとも述べている¹³。まさに金融選択法案の正式名が、「投資家、消費者、企業家に対する希望と機会の創出 (CHOICE: Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs)」とされている所以である。

4. 個人やベンチャー企業等への資金供給の改善

金融選択法案の第 10 編、第 11 編は、経済成長と雇用の観点から、消費者や企業の資金調達を円滑にし、イノベーションを後押しすることを意図しており、発達した金融市場が経済成長を支えてきた米国の理念を反映している。そして、前述の通り、現在の共和党及び政権移行チームの考え方と整合的である。

ただし、オバマ政権下でも下院では共和党が主導する形で、小規模事業者や起業家を金融市場から支援して雇用拡大につなげる法案や、伝統的な商業銀行や地域金融機関による地域経済への資金供給を促すために過度な金融規制を緩和する法案を議論・策定し、可決してきた。それらのうち、前者については第 10 編で、後者については第 11 編で統合する方針も盛り込まれている。つまり、金融選択法案の第 10 編と第 11 編は、オバマ政権下で議論されてきたものも含んでおり、引き続き、発達した金融市場が経済成長を後押しする環境を整えるという趣旨と考えられる。

V 金融規制修正に関する時間軸とその他の論点

1. DF 法改正案に関する議会動向とスケジュール

DF 法の対案として、前述の金融選択法案が有力視されているが、議会において可決されるためには、上院で 60 議席を確保する必要があり、共和党は民主党に対して一部譲歩する必要がある。実際にヘンサーリング委員長は、金融選択法案は改善の余地があるとして、現在、トランプ政権移行チーム及び下院の議長や幹部等と対話を続けており、今後、民主党の票を獲得するための妥協案が盛り込まれる可能性がある。上院の民主党議員は金

¹² “Hensarling Targets GSE Reform, Dodd-Frank Rollback in Ambitious Agenda,” *American Banker*, November 16th, 2016.

¹³ 前掲脚注 10 を参照。

融選択法案の可決を阻止する可能性が高い一方で、トランプ氏の支持者が多い選挙区において、2018年の中間選挙で再選を目指す穏健派の民主党議員が譲歩することも考えられる。

また、議会動向に加えて、金融規制策定及び適用に関するスケジュールについて留意する必要がある。2010年にDF法が成立してから6年経った現在、同法の規則のうち約7割が最終化され、残り3割はこれから最終化される見込みである¹⁴。金融規制とは適用にも撤廃にも時間を要するものであり、短期間で急激にDF法が巻き戻される可能性は低い。

2. 「撤廃困難な国際合意」と「議論の余地がある米国独自の規制」

DF法の規定には、大手米銀に対する資本規制として知られるレバレッジ比率規制¹⁵、流動性カバレッジ比率（LCR: Liquidity Coverage Ratio）¹⁶、安定調達比率（NSFR: Net Stable Funding Ratio）¹⁷等が含まれている。これらはG20等で国際的に合意された規制であり、米国が変更することは容易ではない。その一方で、米国独自の金融規制については議論の余地がある。例えば、DF法は500億ドル以上の資産規模を有する金融機関を米国のSIFIとして特定し、ストレステスト等の要件を課しているが、これは米国独自の基準である。以前より、同基準はシステミック・リスク発生要因となり得る金融機関の特定には不適切であるという意見が根強く、今後、同基準の変更について議論が進展する可能性がある。実際に、下院議会は2016年12月、同基準を資産規模の他に業務のリスク等の要因に基づいて特定する手法に変更する法案を可決した¹⁸。

3. 消費者金融保護局と「規則案」

2017年1月のトランプ政権樹立時点で、ステータスが「規則案」となっている規制については、議会における議論とは無関係に、大統領権限によって再検討される可能性がある。無数にある規則案の中でも、本稿執筆時点において、CFPBが現在策定しているペイ・デイ・ローン（給与を担保とするローン）の取締り強化に関する規則案について、新政権樹立後にトランプ氏が差し止める可能性があると見られている¹⁹。

CFPBが有する権限やガバナンスに関する共和党と民主党の対立は根深く、特にCFPB

¹⁴ Davis Polk, “Dodd-Frank Progress Report,” July 2016.

¹⁵ 小立敬「バーゼルⅢ：レバレッジ比率の計測方法の見直し」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号を参照。

¹⁶ 小立敬「米国の流動性カバレッジ比率（LCR）の概要」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）を参照。

¹⁷ 富永健司「安定調達比率（NSFR）の市中協議案を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号（ウェブサイト版）を参照。

¹⁸ “House Passes Bill to Change Criteria for Labeling Banks as ‘Systemically Important’,” *The Wall Street Journal*, December 1st, 2016.

¹⁹ “Republican Lawmakers Eye Freeze on Obama Regulations,” *The Wall Street Journal*, November 18th, 2016.

長官の権限について、共和党は大きく反発してきた経緯がある。例えば SEC の場合、SEC 委員長を含めた 5 名の委員から構成されるボード・メンバーが SEC の規則等に関する最終的な意思決定を行い、当該 5 名には共和党及び民主党のメンバーがそれぞれ含まれる。しかし、CFPB は意思決定の権限が長官に集中している。初代局長としてエリザベス・ウォーレン議員（民主党）が有力視された際には、共和党議員は強硬に反発し、同氏を低所得者の与信枠を減少させる政策を立案する活動家と称し、両党の対立は激化の一途を辿った。

また、共和党は CFPB が過剰な権限を保有している点についても、強く反発している。同局は DF 法第 10 編において、消費者の金融商品やサービスへのアクセス、市場の公平性・透明性・競争性を確保することを目的に設立された。CFPB は連邦準備制度理事会（FRB）の部局であり、CFPB の予算は FRB に依存する一方で、DF 法は CFPB の自治権を明記しており、規制策定において FRB の干渉を受けない。そして DF 法が CFPB に与えた権限は幅広く、銀行やノンバンクを問わず、消費者向けの金融商品やサービスの価格について、ほぼ独占的に規則等の策定を行い、情報開示を求める権限を有している。さらに、総資産 100 億ドルを超える預金保険対象の金融機関や信用組合に対しては、定期的な報告書の要求や検査を行う権限を独占的に保有する。

共和党は、CFPB の組織構造を変革させるため、金融選択法案第 3 編において、CFPB の権限縮小とガバナンス改革および新部局の設立を提唱しているが、前述の通り、同法案の迅速な可決は容易ではない。そこで、トランプ新政権は議会の関与を受けずに、大統領権限を用いて、CFPB が策定している規則案を差し止める可能性が高いと指摘されている。

4. 金融安定監督評議会と SIFI 特定権限

トランプ新政権下における FSOC の権限のあり方についても注目されている。FSOC とは、米国金融機関の安定性を確保するための包括的な監視を目的としており、財務長官が議長を務め、FRB や SEC 等の規制監督当局のトップ 8 名等から構成されている組織である。FSOC は DF 第 1 編において創設され、銀行以外のノンバンクを SIFI 特定する権限を有し、実際に AIG、GE キャピタル、プルデンシャル・ファイナンシャル、メットライフが特定されている²⁰。その後、GE キャピタルは米国ノンバンク SIFI 特定を理由に事業解体を行い、2016 年 7 月に FSOC に対して米国ノンバンク SIFI 特定解除を申請した。

実は以前より、FSOC に対する批判は根強く、メットライフは 2015 年 1 月、自身に対する米国ノンバンク SIFI 特定のプロセスが不透明であることを理由に FSOC を提訴し、2016 年 4 月にコロンビア特別区連邦地区裁判所はメットライフ勝訴の判決を下した²¹。また、当初、FSOC は、ノンバンクの中でも資産運用会社を米国ノンバンク SIFI に特定する

²⁰ 岡田功太「整理を要する米国ノンバンク SIFI の特定と解除を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

²¹ 岡田功太「プルデンシャル規制に関して対立する米当局と米国資産運用業界」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。

ことを検討してきたが、現在では、FSOCではなくSECが資産運用業界に対する規制策定を管轄することで議論が進展している。したがって、FSOCはDF法成立当初に期待されていた役割を十分に果たすことができているとは言えない状況にある。

そこで共和党は、金融選択法案第2編において、FSOCの権限縮小を提唱しているが、同法案の迅速な可決は容易ではないこともあり、FSOC議長となる新財務長官が自身の権限を行使し、既存の米国ノンバンクSIFIであるAIG、プルデンシャル・ファイナンシャル、メットライフの3社を解除する方向で議論を進める可能性がある²²。その結果、当該3社に対してDF法の下で厳格な資本規制が賦課される可能性は低下したと考えられる。また、トランプ新政権において、新たにその他の金融機関を米国ノンバンクSIFIに特定する可能性についても低下したと言えよう。

VI 今後の展望とポイント

トランプ次期大統領と共和党の一貫した目標は米国経済の成長と雇用拡大である。オバマ大統領が政権運営を行った過去8年間、DF法を土台とする無数の金融規制が、規制当局によって策定・適用され、金融機関が負った規制対応コストは甚大であった。そのため、大統領選挙期間中にトランプ氏が示した「DF法撤廃」というスローガンは、市場において金融規制の緩和に対する期待感を醸成した。

しかし、現時点でトランプ新政権及び共和党が示している方向性は、経済成長と雇用に悪影響をもたらす金融規制の見直しである。世界的な金融危機を引き起こした一因であり、多額の税金を投入して救済された大規模金融機関に対する規制強化の全面的な巻き戻しや撤廃を実施することではない。それは、中小金融機関が膨大な規制遵守コストの負担を強いられ、その結果として経済成長が妨げられているとの批判や、資本市場の再活性化を謳いながらも、大規模金融機関に高い損失吸収力を求めている金融選択法案の内容から窺い知ることができる。

ただし、オバマ政権下で進展した金融規制の中で、外国銀行に対して競争上不利になる米国独自の規制については、金融システムの安定化というメリットよりも、米国経済と雇用に与える悪影響の方が大きいとして見直される可能性がある。また、複数の金融規制が適用されることによって、過度に金融市場の機能が制約されていたり、市場流動性やボラティリティに意図しない影響を及ぼしている金融規制においては、トランプ新政権下において設計の再検討が期待される。

その一方で、金融規制の影響はすべての市場参加者に一様ではない。これまでの金融規制改革によって、コンプライアンス等の負担が増えた市場参加者と、むしろ、デリバティブ清算機関や高頻度取引業者の様に事業機会が拡大して便益を享受している市場参加者の両者が混在しているからである。また、国際的な合意に基づいて金融規制改革は進められてきたが、欧州のように自国・地域の状況を踏まえて、その内容を再検討しようとする動

²² “FSOC on Chopping Block After Republican Victories,” *American Banker*, November 9th, 2016.

きもみられる。市場参加者から各国・地域による規制内容の差異の解消を求める声が上がると予想され、国際的な規制改革に関する議論が米国に影響を及ぼし得る。

トランプ新政権の誕生後、規制当局の主要な人事が確定し、具体的な政策方針が示されるまで、実際に金融規制改革のどの部分がどの程度まで見直されるのか不透明である。その後、金融規制改革のレビューや費用便益分析が行われる際、最適解を求めるには緻密な議論と分析が必要とされる。政権発足後、特にハネムーン期間と言われる最初の 100 日間において、今後の金融規制改革について新しい理念に沿った明確かつ現実的な青写真が示されるのか、そしてその後の新政権及び議会の動向が注目される。