

金融規制改革 10 年の回顧と将来への課題 — 国際協調と規制のフラグメンテーション —

小立 敬

■ 要 約 ■

1. リーマン・ブラザーズの破綻によりグローバル金融システムが崩壊の危機に直面してから 10 年が経過した。この間、G20 の枠組みの下で国際的な金融規制改革が行われてきたが、その改革も 2017 年 12 月のバーゼル III 最終化によって完成することとなった。
2. 金融危機後の金融規制改革のうち最も象徴的な改革であるバーゼル III は、銀行の自己資本、流動性、レバレッジに関して包括的な規制の強化を図っている。その結果、現在では、銀行システムは健全性を回復し、金融危機への耐性を強化している。
3. トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（TBTF）の終結を図ることも、政策上の最重要課題の 1 つである。TBTF の終結を図る観点から、主にシステム上重要な金融機関（SIFIs）を対象とする秩序ある破綻処理の枠組みが各国・地域で整備されてきており、新たな破綻処理ツールであるベイルインを実際に適用して秩序ある破綻処理を実現した事例も現れてきている。
4. 銀行セクターの外で生じるシステムミック・リスクを防止するため、MMF や証券化を含むシャドーバンキングも監督・規制の対象となった。また、店頭デリバティブ市場、格付会社を含む資本市場の頑健性や強靱性の強化を図る改革も行われている。金融危機後の金融規制改革は、金融システム全体に及ぶ包括的な取組みである。
5. 金融規制改革は完成することとなったが、改革の適用や実行に係る課題が残されていることに加えて、各国・地域が G20 のコミットメントの下で国際協調を図りながらも、異なる規制の体系が構築される規制の分断化、フラグメンテーションが指摘されている。また、金融規制改革の意図せざる影響があることも指摘されており、改革の効果とともにその副作用を把握することが今後の課題として残されている。
6. 金融規制改革に取り組んできた 10 年の間に金融システムそのものも変容してきている。今後、金融システムの安定に影響し得る新たなリスクにも目を向けていくことが求められよう。

I はじめに

2007年のサブプライム・ローン問題を契機にグローバル金融危機が発生し、リーマン・ブラザーズが2008年9月15日に連邦倒産法第11章（チャプター・イレブン）を申請したことで金融危機が最高潮に達して、グローバル金融システムが崩壊の危機に直面してから、10年が経過した。この間、二度と金融危機を起こさせないことを旗印として、G20の枠組みの下で国際的な金融規制改革が進められてきた。その改革も2017年12月にバーゼル銀行監督委員会（BCBS）が「バーゼル III：危機後の改革の最終化」というバーゼル III 最終化に関する規則文書を公表したことで、最後のピースがはまることとなった¹。

金融危機後の金融規制改革は、金融セクター全体に及ぶ取り組みである。最も象徴的な改革であるバーゼル III は、金融危機の教訓を踏まえて、銀行セクターの自己資本規制、流動性規制、レバレッジ規制の強化を図り、強靱な銀行システムを構築することを目指している。バーゼル III 以外では、その破綻がシステム・リスクをもたらすシステム上重要な金融機関（SIFIs）を対象として、より厳格なプルーデンス規制（健全性規制）が適用された。SIFIs の破綻に際しては、公的資金を利用した金融機関救済、すなわちベイルアウト（bail-out）を避けて納税者負担を回避しつつ、システム・リスクを抑制し秩序ある破綻処理（orderly resolution）の実現を図るベイルイン（bail-in）という新たな破綻処理ツールが導入されている。ベイルインは、大きくてつぶせないためにモラルハザードを生じるといふ、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（too big to fail; TBTF）の問題の終結を図ることが目的である。

また、金融機関のガバナンスも監督・規制の対象となった。過度なリスクテイクをもたらす不健全なインセンティブを抑制するため、ボーナスの支払い方を含む金融機関の報酬実務が監督・規制の対象となり、コンダクト・リスクやリスク・アペタイト・フレームワークといったリスク・ガバナンスの向上が金融機関に求められている。

さらに、銀行セクター外の金融活動から生じるシステム・リスクを防止するため、シャドバンキングも規制対象となった。また、店頭デリバティブ市場や格付会社といった資本市場の頑健性や強靱性の強化を図る改革が行われている。そして、LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）を含む金利指標改革や外為指標改革も実施され、資本市場で利用される多様なベンチマークを対象とした金融指標規制も導入されている。このように金融危機後の金融規制改革においては、銀行システムの外でも幅広い改革が行われてきた。

本稿は、金融危機後10年にも及ぶ作業によって金融システムはどのように変わったのかという観点も踏まえながら、一連の金融規制改革を回顧し、金融規制改革に残された課題についても考察を加えることとしたい。

¹ BCBS, “Basel III: Finalising post-crisis reforms,” December 2017. その概要については、小立敬「ようやく合意に達したバーゼル III の枠組みの最終化—リスク・アセットの計測方法の見直し—」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号を参照。

II G20 サミットと金融規制改革の進展

リーマン・ブラザーズの破綻を機に発生したグローバルな経済・金融危機に対処するため、先進国と主要新興国を含む G20 サミットが 2008 年 11 月にワシントンで初めて開催され、「改革のための原則を実行するための行動計画」が G20 首脳によって承認された。ワシントン・サミットを嚆矢として、G20 のコミットメントの下で国際協調を図りながら、金融システム全体に及ぶ包括的な金融規制改革が行われることとなった（図表 1）。

2009 年 4 月に開かれた第 2 回のロンドン・サミットでは、金融規制改革の全体像を示す「金融システムの強化に関する宣言」が採択された。当該宣言では、銀行の自己資本の質・量および国際的な整合性の改善、資本バッファの導入、過剰なレバレッジの抑制を図る非リスク・ベース指標（レバレッジ比率）による補完、流動性バッファの導入といった銀行規制改革の方針が示されており、これらは、2013 年にバーゼル III として実現されている。その他、金融機関の報酬実務を規制の対象としたり、ヘッジファンドに登録制を導入する方針も示された。また、G20 サミットの参加メンバーとして、金融規制改革のイニシアティブをとってきた金融安定理事会（FSB）の設置が決まったのもロンドン・サミットであった。金融危機後の金融規制改革の基盤は、ロンドン・サミットで形成されたという見方もできる。

ロンドン・サミット後は、サミットの開催の都度、新たな規制のテーマが追加されてきた。2009 年 9 月のピッツバーグ・サミットでは、標準化された店頭デリバティブ契約は適切な場合には取引所または電子取引基盤（electronic trading platform）を通じて取引され、

図表 1 G20 サミットと金融規制改革の進展

日程	G20サミット	金融規制改革に関する主な合意事項
2008年 11月14、15日	ワシントン・サミット(米国)	<ul style="list-style-type: none"> 格付会社に対する登録制の導入 単一の国際会計基準の創設
2009年	4月1、2日	<ul style="list-style-type: none"> ロンドン・サミット(英国) バーゼルIIIの方針提示:自己資本規制の強化(資本バッファを含む)、レバレッジ比率、流動性バッファの導入 報酬規制の導入 ヘッジファンドに対する登録制の導入 金融安定理事会(FSB)の設置
	9月24、25日	<ul style="list-style-type: none"> ピッツバーグ・サミット(米国) 店頭デリバティブ市場改革に関する基本方針の提示 証券化商品に係るリスク・リテンション・ルールの提示
2010年	6月26、27日	<ul style="list-style-type: none"> トロント・サミット(カナダ) システム上重要な金融機関(SIFIs)に対するより厳格なブルーデンス規制の導入、破綻処理の枠組みの検討開始 金融セクター課税(金融取引税を含む)の議論
	11月11、12日	<ul style="list-style-type: none"> ソウル・サミット(韓国) シャドーバンキング規制の検討開始
2011年	11月3、4日	<ul style="list-style-type: none"> カンヌ・サミット(フランス) SIF政策パッケージの提示(G-SIBサーチャージ、主要な特性を含む) グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIBs)のリスト公表 シャドーバンキング規制に関する5分野の特定
2012年	6月18、19日	<ul style="list-style-type: none"> ロスカボス・サミット(メキシコ) 自己資本規制のマーケット・リスクの改定(FRTB)の検討開始 国内のシステム上重要な銀行(D-SIBs)の枠組みの策定
2013年	9月5、6日	<ul style="list-style-type: none"> サンクトペテルブルク・サミット(ロシア) グローバルなシステム上重要な保険会社(G-SIFIs)のリスト公表 ノンバンクG-SIFIsの指定方法の検討開始 金融指標改革の検討開始
2014年	11月15、16日	<ul style="list-style-type: none"> ブリスベン・サミット(オーストラリア) 総損失吸収力(TLAC)の提案 バーゼルIII最終化の方針提示:リスク・アセットの計測方法の見直し
2015年	11月15、16日	<ul style="list-style-type: none"> アンタルヤ・サミット(トルコ) TLAC最終化
2016年	9月4、5日	<ul style="list-style-type: none"> 杭州サミット(中国) 2016年末までのバーゼルIII最終化の合意を要請

(注) 太字は金融規制改革の中でも特に重要な改革分野を表している。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

中央清算機関（CCP）を通じて集中清算されるという店頭デリバティブの基本的な改革方針が合意されている。また、証券化商品に関しては、スポンサーまたは組成者は、原資産のリスクの一部を保有すべきであるというリスク・リテンション（定量保有規制）の原則も確認された。

2010年6月に開かれたトロント・サミットでは、TBTFの終結を図るため、SIFIsの対応方針が示された。SIFIsのプルーデンス規制は破綻コストに応じたものにすべきとの考えの下、SIFIsには通常の金融機関に比べて厳格なプルーデンス規制（より高い損失吸収力）が求められる。また、SIFIsの破綻処理の枠組みを検討する方針が示され、サミット文書において初めてベイルインの語が使われている²。トロント・サミットでは、金融危機を発生させた責任を追及するとして金融セクター課税（金融取引税を含む）の議論も行われたが、米国等の反対もあって合意には至らず、国際的な取組みとはならなかった³。

2011年11月のカンヌ・サミットでは、TBTFの終結を図る観点から、SIFIsを対象とするSIFI政策パッケージが示され、それらに併せて、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）のリストが公表された⁴。また、SIFI政策パッケージの一貫として、金融機関の破綻処理の枠組みに関する新たな国際基準であるFSBによる「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みのための主要な特性」（以下、「主要な特性」）が承認されている。

さらにカンヌ・サミットでは、銀行セクターについてはバーゼルIIIが整備されたため、シャドバンキング・セクターとの間で規制のギャップが生じることが懸念されたことから、シャドバンキング規制の対象としてMMFや証券化、セキュリティ・レンディングおよびレポを含む5つの分野が特定され、具体的な規制方針が示された。

金融危機後の金融規制改革が完成しつつある中で、残された課題への対処を図ったのが、2014年11月のブリスベン・サミットである。ブリスベン・サミットでは、金融規制改革の作業が概ね完成しつつあることがG20首脳間で確認されている。その上で、G-SIBsに対して、破綻時の損失吸収力および資本再構築力の確保を求める総損失吸収力（total loss absorbing capacity; TLAC）という新たな規制の提案が行われた。また、一連の金融規制改革の中で、最後の作業として残っていたバーゼルIII最終化についても、ブリスベン・サミットで方針が示された。その後、TLACは2015年11月のアンタルヤ・サミットにおいて最終化され、バーゼルIII最終化が2017年12月に最終化されたことで、金融危機後の国際的な金融規制改革は、金融危機から10年を経て完成することとなった。

² サミット宣言の別添2「金融セクター改革」において、G20首脳は、SIFIsに関わる問題に効果的に対処し、破綻処理するための具体的な政策勧告をFSBに要請しており、その中にコンティンジェント・キャピタル（CoCo）などとともにベイルイン・オプションが挙げられていた。

³ 金融セクター課税の導入の必要性を主張していたEUでは、フランスやイタリアにおいて金融取引税が導入され、英国では銀行税が導入されている。

⁴ G-SIBsは、①規模、②相互関連性、③代替可能性、④（法域にまたがる）グローバル業務、⑤複雑性を表す各指標のスコアリングによって選定されており、FSBにより毎年11月にG-SIBリストは更新される。

III 銀行セクターの強靱性の強化

1. バーゼル III：包括的な銀行規制

1988年に合意されたバーゼル I は、銀行内部のリスク管理の高度化と両立するリスク感応度の高い自己資本規制に改編することを目的に見直しが行われ、2004年にはリスク・アセットの計測に銀行の内部モデル利用を認めるバーゼル II が最終化された。2006年12月以降、バーゼル II が各国・地域で適用されていくような状況の中で金融危機が発生し、その結果、銀行セクターにおける過度のレバレッジや過小資本、流動性の問題に焦点が当てられることとなった。そこでバーゼル委員会は、G20 のコミットメントの下、2010年12月に銀行の自己資本、流動性、レバレッジの規制強化を図るバーゼル III を最終化した⁵。バーゼル III は、2019年の完全適用を目指して2013年以降、段階適用が始まった。

バーゼル III は、まず、自己資本の質・量の改善、国際的な一貫性や透明性の向上を図る観点から、自己資本比率の最低基準の引上げ、繰延税金資産や無形資産を含む控除・調整項目の統一、ダブルギアリングの制限の強化を行っており、特に損失吸収力がより高いコモンエクイティ Tier1 (CET1) の増強が図られた。また、自己資本規制のプロシクリカリティ（景気増幅効果）への対応を図るため、規制資本バッファとして、ストレス時に取崩し可能な資本保全バッファ、過度な信用拡大の発生時に引き上げを図るカウンターシクリカル・バッファを導入している。さらに、過剰なレバレッジを抑制するために自己資本比率を補完する措置として、非リスク・ベースのレバレッジ比率を導入している。流動性規制に関しては、市場ストレス時に生じる資金流出に備えた流動性バッファの保有を求める流動性カバレッジ比率 (LCR)、短期ホールセール・ファンディングへの依存を軽減するために中長期的な資金調達を促す安定調達比率 (NSFR) の 2 つの基準が導入されている。そして、信用評価調整 (CVA) への資本賦課を含めカウンターパーティ・リスクの管理強化が図られている。

さらに、バーゼル委員会は 2010 年のバーゼル III の後もいくつかの改革を行っている⁶。

⁵ 金融危機を受けて直ちに行われたのが、バーゼル 2.5 と呼ばれるバーゼル委員会独自の改革である。金融危機の際にトレーディング勘定の資本不足が認識されたため、2009年7月にストレス VaR の導入や再証券化商品の資本賦課の強化といったトレーディング勘定の資本賦課の強化を図るバーゼル 2.5 が最終化されている。

⁶ バーゼル委員会は 2013年12月に、銀行によるファンドのエクイティ投資に係る資本賦課方式としてリスク・アセットを計測する際にリスクスルー・アプローチの適用を求める規則を最終化させている。2014年4月に最終化されたのが大口エクスポージャー規制である。銀行のエクスポージャーの上限が Tier1 の 25% に設定され、G-SIBs が他の G-SIBs をカウンターパーティとする場合にはさらに Tier1 の 15% に上限が厳格化されることになる。また、2014年4月にはカウンターパーティ・リスクの標準的方式の改定に関する規則文書も最終化されており、現行のカレント・エクスポージャー方式および標準的方式が廃止され、新たな標準的方式 (SA-CCR) に一本化される。さらに、証券化エクスポージャーについては 2014年12月に、①内部格付方式 (SEC-IRBA)、②外部格付方式 (SEC-ERBA)、③標準的方式 (SEC-SA) という 3 つの資本賦課方式とそれらの適用順序を定めた規則文書を最終化させている。これは、①外部格付への機械的な依存、②高格付エクスポージャーの過度に低いリスク・ウェイト、③低格付のシニア・エクスポージャーの過度に高いリスク・ウェイト、④クリフ効果、⑤リスク感応度の不十分さへの対応という金融危機で明らかになった問題に対処する狙いがある。

特に重要な検討として、自己資本比率における銀行勘定の金利リスク（IRRBB）の取扱いについては、従来は、リスク・アセットの計測対象とはしない代わりに、アウトライヤー基準を設けて資本賦課を要求しない第2の柱（Pillar2）として位置づけられていた。バーゼル委員会は、IRRBBの見直しに際し、監督上の最低基準である第1の柱（Pillar1）として位置づけてリスク・アセットの計測に含めることも視野に入れて検討を行っていた。もっとも、2016年4月に合意されたIRRBBに係る最終文書では、現行と同様、第2の柱とすることで決着しており、自己資本比率においては、IRRBBに直接的に対応する資本賦課は求められないこととなった。

2. バーゼル III 最終化：リスク・アセットの改定

2010年のバーゼル III は、自己資本比率の改定の狙いを自己資本の損失吸収力の改善という点に置いていた。そのため、分母のリスク・アセットは見直し対象とはされておらず、バーゼル III のリスク・アセットの計測方法はバーゼル II を継承していた。しかしながら、国際的に一貫性を確保しながらバーゼル III を適用するという観点から、バーゼル委員会が内部モデル方式に基づくリスク・アセットの計測の適切性の検証を行ったところ、銀行間でリスク・アセットの計測に過度のばらつきが生じていることが判明した。

バーゼル委員会は、銀行間の過度のばらつきを抑制するため、①内部モデル手法の改定に加えて、②内部モデル手法に対して標準的手法に基づくアウトプット・フロアー（資本フロアー）を適用し、③標準的手法についてもリスク感応度の高い手法に改定するというリスク・アセットの計測方法の見直し、すなわちバーゼル III 最終化の方針について2014年のブリスベン・サミットにおいて提示した。その後、バーゼル III 最終化については、G20のコミットメントの下、「銀行セクターにおける資本賦課の全体水準をさらに大きく引き上げることなく、バーゼル III の枠組みを2016年末までに最終化する」ことを目標に検討が進められた。しかしながら、アウトプット・フロアーの水準を巡って欧米間で対立が生じたため、最終合意までに時間を要し、ようやく2017年12月になってバーゼル III 最終化が合意されることとなった。

バーゼル III 最終化により信用リスクおよびマーケット・リスク、オペレーショナル・リスクの各カテゴリーの計測方法が見直されることとなる。バーゼル I からバーゼル II への移行は、リスク感応度の改善を図るために内部モデル手法を導入する改定であったが、バーゼル III 最終化は、内部モデル手法に対して一定の制限を加えるものである。特に、オペレーショナル・リスクの改定については、内部モデル手法が廃止されることとなっており、当局の内部モデルへの不信感を表す象徴的な改定である。

バーゼル III 最終化は、市場関係者の間では自己資本比率に与える影響の大きさを懸念して、「バーゼル IV」とも呼ばれていた。もっとも、バーゼル委員会によるバーゼル III 最終化に関する定量的影響度調査（QIS）をみると、国際的に活動する銀行の Tier1 所要資本は平均で3.6%増加し、そのうち G-SIBs については3.0%増えるという結果が示され

図表 2 バーゼル III 最終化の適用スケジュール

改定項目	適用時期
信用リスクの標準的手法の改定	● 2022年1月1日
信用リスクの内部モデル手法(IRB)の枠組みの改定	● 2022年1月1日
CVAの枠組みの改定	● 2022年1月1日
オペレーショナル・リスクの枠組みの改定	● 2022年1月1日
マーケット・リスクの枠組みの改定	● 2022年1月1日
レバレッジ比率	● エクスポーチャーの既存の定義: 2018年1月1日 ● エクスポーチャーの定義の改定: 2022年1月1日 ● G-SIBバッファ: 2022年1月1日
アウトプット・フロアー	● 2022年1月1日: 50% ● 2023年1月1日: 55% ● 2024年1月1日: 60% ● 2025年1月1日: 65% ● 2026年1月1日: 70% ● 2027年1月1日: 72.5%

(出所) バーゼル III 最終化文書より野村資本市場研究所作成

ており、G20 のコミットメントの通り、銀行セクターの資本賦課は全体水準をさらに増加させるものではないように見受けられる⁷。

しかしながら、QIS を詳細にみていくと異なる姿も窺われる。G-SIBs の中には、Tier1 所要資本が最大で 52% も増加する銀行があり、また、米国やその他地域（日本を含む）の銀行の影響は比較的軽微とみられる一方で、欧州の銀行については、Tier1 所要資本が平均で 16%（G-SIBs のみでは 25%）増加するとの結果が欧州銀行監督機構（EBA）から示されている⁸。バーゼル III 最終化が自己資本比率に与える影響は、地域・銀行毎にばらつきがあるとみられる。

もっとも、バーゼル III 最終化については 2022 年に適用が始まる一方、段階適用の措置が設けられており、アウトプット・フロアーの完全適用は 2027 年と時間的な猶予が相応に与えられている（図表 2）。したがって、自己資本比率に与える影響が相対的に大きいとみられる銀行であっても、バーゼル III 最終化の段階適用の中で自己資本比率への影響を表面化させずに吸収していくことが可能であろう。

3. 銀行システムの健全性の回復

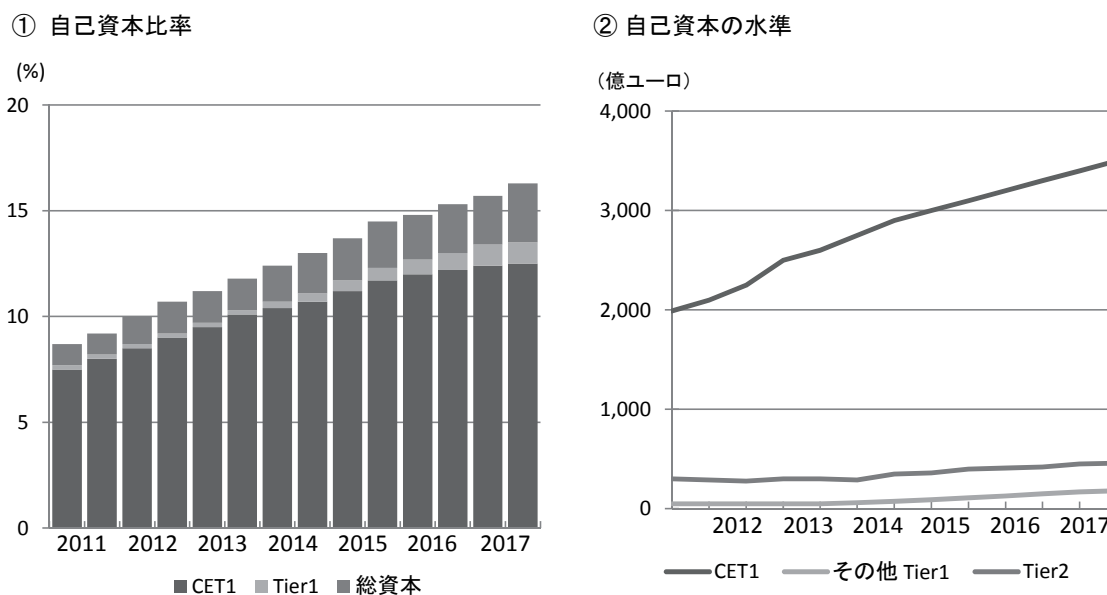
金融危機を踏まえて導入されたバーゼル III を始めとする銀行セクターの規制強化は、銀行システムの健全性にどのような影響を与えたのか。バーゼル委員会によるバーゼル III モニタリング・レポートにより、銀行セクターが規制強化にどのように対応してきたかを確認することができる⁹。当該レポートによると、国際的に活動する銀行の CET1 は、2011 年には 7.2% の水準であったが、2017 年末には 12.9% まで引上げられており、G-SIBs だけでみても 12.6% の水準である。自己資本の額でみると、2011 年から 2017 年までの間、

⁷ BCBS, “Basel III Monitoring Report,” October 2018.

⁸ EBA, “Basel III monitoring exercise – Results based on data as of December 2017,” 4 October, 2018.

⁹ 前掲脚注 7 を参照。

図表3 銀行セクターの自己資本の推移



(出所) バーゼル III モニタリング・レポートより野村資本市場研究所作成

国際的に活動する銀行のその他 Tier1 や Tier2 の額はさほど大きく変わっていないが、CET1 は 1 兆 9,940 億ユーロから 3 兆 6,700 億ユーロと 84% も増加しており、金融危機後は損失吸収力のより高い資本が増強されてきたことがわかる (図表 3)。

なお、2018 年から第 1 の柱として適用が始まったレバレッジ比率については、2017 年末の時点では、国際的に活動する銀行において 5.8%、G-SIBs で 5.9% の水準に達しており、3.0% というレバレッジ比率の最低基準と比べても十分なレベルである。

また、流動性規制への対応に関しては、国際的に活動する銀行の LCR は平均でみると最低基準である 100% を大きく上回り、133% の水準に達している。また、各国・地域で未だ適用は始まっていないものの、NSFR については国際的に活動する銀行の平均で 116% となっており、十分に最低水準を満たす状況となっている。

このように、バーゼル III 適用後、厳格化された自己資本規制やレバレッジ規制、流動性規制に対して銀行セクターが適切に対応することに伴って、銀行システムの健全性は十分に回復していることが確認される。金融危機以降、銀行システムの安全性は十分に維持されており、金融危機に対する強靭性も確保されているように窺われる。

IV TBTF の終結に向けた政策

1. TBTF の終結を図る SIFI 政策パッケージ

TBTF の問題そのものは金融危機のかなり前から認識されていたが、金融危機によって TBTF の終結の必要性が強く認識されることとなった¹⁰。リーマン・ブラザーズの破綻によって金融危機がピークに達する中、さらなる金融機関の破綻処理が金融システムの崩壊につながることを防ぐため、主として欧米政府は 1 兆ドルに上る公的資金を金融セクターに投入して危機対応を図り、金融危機の一層の深刻化を防いだ。一方で、公的資金を使って金融機関をバイルアウトしたことが、各国において国民の政治的な憤激を招くこととなった¹¹。その結果、納税者負担を回避すべく TBTF の終結を図ることが、G20 の枠組みの下で行われる国際的な金融規制改革における最重要課題の 1 つとなった。

2011 年のカンヌ・サミットでは、TBTF によって生じるモラルハザードの問題を解決するとともに納税者負担を回避し、TBTF の終結を図ることを最終的な目標として、①FSB の主要な特性、②グローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）の破綻処理の実行可能性（レゾルバビリティ）の評価、再建・破綻処理計画（RRP）の策定¹²、③G-SIBs に対する追加的な損失吸収力（G-SIB サーチャージ）の適用、④より密度の高い実効的な SIFIs の監督という 4 つの要素で構成される SIFI 政策パッケージが提示された。

SIFI 政策パッケージのうち FSB の主要な特性については、納税者負担を回避しながら、金融機関の秩序ある破綻処理を実現することを目的として、各国・地域の破綻処理制度や破綻処理当局が有すべき責任や権限、措置を規定するものであり、金融機関の破綻処理の枠組みに関する新たな国際基準として位置づけられることとなった。各国・地域が、主要な特性を踏まえて金融機関の破綻処理制度を整備することで、従来は各国・地域で区々であった破綻処理制度のクロスボーダーの調和を図り、グローバルに展開する金融機関であっても、秩序ある破綻処理を実現できるようにすることが狙いである。

主要な特性は、秩序ある破綻処理を実現するためのツールとしてバイルインを規定している。すなわち、バイルインとは、①清算手続上の順位に従って金融機関のエクイティ、無担保・無保証債務を損失吸収に必要な程度まで元本削減する権限、②清算手続上の順位に従って一部または全部の無担保・無保証債務を金融機関（または承継会社、親会社）のエクイティに転換する権限、③コンティンジェント・キャピタル（CoCo）または契約上のバイルイン商品を転換または元本削減する権限として定められている。また、主要な特性は、破綻金融機関の既存エンティティを資本再構築（re-capitalisation）することを目的

¹⁰ 例えば、米国では、総資産で第 6 位の規模であったコンチネンタル・イリノイ銀行が 1984 年に破綻しており、その際に同行はバイルアウトされたことから、TBTF であるとして批判された。

¹¹ 国民の怒りを示す象徴的な出来事として、米国では 2011 年に金融規制強化と富の偏在の問題を主張して政財界に抗議を行う「ウォール街を占拠せよ（Occupy Wall Street）」という運動が起きている。

¹² レゾルバビリティ・アセスメントの実施、RRP の策定に加えて、G-SIFIs の母国当局とホスト国当局の間で結ばれる「金融機関固有のクロスボーダー協力の取決め」も挙げられている。

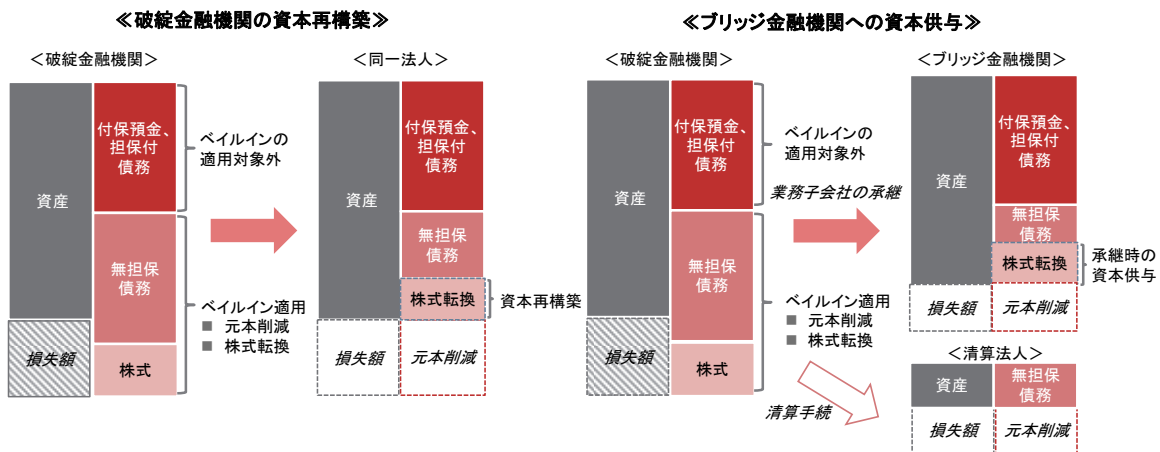
とするベイルインと、ブリッジ・バンク等に資本増強（capitalisation）するためのベイルインという2つのスキームに整理している（図表4）。

欧米では、ベイルインは G-SIBs の主たる破綻処理ツールとして位置づけられている。例えば、米国では、2010年に成立したドッド＝フランク法が秩序ある清算権限（OLA）という新たな破綻処理制度を手当てしており、破綻処理当局である連邦預金保険公社（FDIC）は OLA の権限の下、持株会社だけにベイルインを適用し、子会社はブリッジ・バンクの下で業務継続することを前提とした破綻処理戦略として、シングル・ポイント・オブ・エントリー（SPE）を構想している。一方、EU では、2014年に成立した EU 域内共通の破綻処理制度として銀行再建・破綻処理指令（BRRD）が各加盟国で国内法化されている。BRRD は破綻処理ツールとして、事業譲渡ツール、ブリッジ・バンク・ツール、資産買取ツールに加えて、ベイルイン・ツールを規定しており、欧州の G-SIBs の RRP（後述）においては、ベイルインが優先的な破綻処理戦略として位置づけられている。

日本でも、2013年に改正された預金保険法において「金融システムの安定を図るための金融機関等の資産および負債の秩序ある処理に関する措置」という破綻処理スキームが手当てされた。それとともに、商品契約にベイルイン条項のあるその他 Tier1 商品、Tier2 商品を対象とする契約上のベイルインが同法に規定されている。また、金融庁は TLAC（後述）の導入に当たって、3メガバンクおよび野村ホールディングスの破綻処理戦略として、持株会社にベイルインを適用する SPE を適用する方針を明らかにしている。

一方、SIFI 政策パッケージの下、G-SIBs には、自己資本比率の最低基準に対して上乗せされる追加的な損失吸収力として、G-SIB サーチャージが適用されている（図表5）。G-SIB サーチャージは、資本保全バッファーやカウンターシクリカル・バッファーと同様、規制資本バッファーの一部として位置づけられる。自己資本比率が G-SIB サーチャージを含む規制資本バッファーの所要水準を下回る場合、G-SIBs には配当を含む資本の社外流出が制限される仕組みである。

図表4 ベイルインのスキーム



(出所) 野村資本市場研究所

図表 5 G-SIB リストと G-SIB サーチャージ (2017 年 11 月現在)

バケット	銀行名	バケット	銀行名
5 (3.5%)	(空バケット)	1 (1.0%)	中国農業銀行(中国)
4 (2.5%)	JPモルガン・チェース(米国)		バンク・オブ・ニューヨーク・メロン(米国)
			クレディ・スイス(スイス)
3 (2.0%)	バンク・オブ・アメリカ(米国)		クレディ・アグリコール・グループ(フランス)
	シティグループ(米国)		INGバンク(オランダ)
	ドイツ・バンク(ドイツ)		みずほFG(日本)
2 (1.5%)	HSBC(英国)		モルガン・スタンレー(米国)
	中国銀行(中国)		ノルディア(スウェーデン)
	バークレイズ(英国)		ロイヤル・バンク・オブ・カナダ(カナダ)
	BNPパリバ(フランス)		ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド(英国)
	中国建設銀行(中国)		サンタンデール(スペイン)
	ゴールドマン・サックス(米国)		ソシエテ・ジェネラル(フランス)
	中国工商銀行(中国)		スタンダード・チャータード(英国)
	三菱UFJFG(日本)		ステート・ストリート(米国)
ウェルズ・ファーゴ(米国)	三井住友FG(日本)		
	UBS(スイス)		
	ユニクレディット・グループ(イタリア)		

(注) 各バケットの括弧内の数字が G-SIB サーチャージの水準を表している。

(出所) FSB 資料より野村資本市場研究所作成

さらに、SIFI 政策パッケージの中で G-SIBs には、①ストレス下に置かれた場合に財務の健全性と存続可能性を回復するための措置を規定した再建計画 (recovery plan) と、②経営の再建が困難な状況となり、秩序ある破綻処理の実現を支えるための破綻処理計画 (resolution plan) で構成される RRP の策定が求められている。RRP は遺言書を意味するリビング・ウィル (living will) とも呼ばれている。金融危機以前、欧米の大手銀行には相当数のグループ子会社が存在した。リーマン・ブラザーズの破綻の際、その複雑な組織構造やグループ内取引が破綻処理の障害となったことが RRP の策定が求められる背景にある。G-SIBs は現在、RRP の策定を通じて秩序ある破綻処理を実現する際の障害を取り除きながら、レゾルバビリティを改善するために複雑なグループ構造の是正を図っている。

一方、G-SIBs には、より厳格な監督が各国・地域で適用されている。特に、欧米では、G-SIBs を含む大手銀行を対象として、監督当局のシナリオに基づくマクロ・ストレス・テストが行われており、監督政策上、重要な役割を担っている。

2. 破綻時の損失吸収力を求める TLAC

金融危機以降、各国政府は TBTF の終結を図るため、FSB の主要な特性を踏まえながら、ベイルインを含む金融機関の秩序ある破綻処理の枠組みを整備する一方で、G-SIBs には、RRP の策定を通じてレゾルバビリティの改善を求めてきた。こうした中、秩序ある破綻処理の実行可能性を向上させる観点から、破綻時の損失吸収力や資本再構築力を金融機関

に規制として求める検討が行われるようになった¹³。EU では、BRRD の中で G-SIBs を含むすべての金融機関を対象に、自己資本とバイルイン適格債務の最低基準として MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities) が規定されている。米国では、FDIC が G-SIBs の破綻処理戦略として SPE を検討しているが、G-SIBs の監督当局である連邦準備制度理事会 (FRB) は、SPE の実行可能性を向上させる観点から、G-SIBs の持株会社に対してエクイティに転換できる長期債務 (LTD) に関する最低基準を導入する検討を行ってきた¹⁴。

このように金融機関の破綻時の損失吸収力や資本再構築力を規制として要求する検討は、欧米で先行的に行われてきたが、国際的なレベルでも同様の検討が行われるようになった。それが、総損失吸収力 (total loss absorbing capacity; TLAC) という破綻時の損失吸収力や資本再構築力の維持を G-SIBs に求める新たな国際基準の導入である。FSB は、2015 年のアンタルヤ・サミットで TLAC 基準を最終化しており、TLAC は 2019 年から適用される。

TLAC の形式は、バーゼル委員会の自己資本規制に似ており、リスク・アセット対比で計測される¹⁵。もっとも、TLAC と自己資本規制とは、規制目的が大きく異なることに注意が必要である。すなわち、自己資本規制の主な狙いは、銀行に生じた損失を業務継続の中で吸収するゴーイングコンサーン・キャピタルを確保することであるのに対して、TLAC は、銀行が破綻した後の損失吸収力や資本再構築力、すなわちゴーイングコンサーン・キャピタルを要求することを目的としている。また、自己資本規制はグループ連結ベースで一律に要求されるが、TLAC は個々の G-SIBs の破綻処理戦略を踏まえて要求されるという違いもある。破綻処理戦略が SPE の場合、破綻処理が適用されるグループ最上位の親会社や持株会社に TLAC の所要水準が求められるが、マルチプル・ポイント・オブ・エントリー (MPE) の場合には、銀行グループの中で破綻処理の対象となるグループ内エンティティに対して個々に TLAC の所要水準が要求される¹⁶。

3. ノンバンク SIFIs への政策対応

カンヌ・サミットにおいて示された SIFI 政策パッケージの対象は、銀行セクターだけではない。FSB が G-SIBs 以外で G-SIFIs に指定する金融機関としては、①グローバルなシステム上重要な保険会社 (G-SIIs) と、②銀行・保険会社以外のグローバルなシステム

¹³ 破綻時の損失吸収力について最初に具体的な議論を始めたのは英国である。英国は、G-SIBs を対象に規制資本とバイルイン可能な債務の最低水準をリスク・アセット比で求める PLAC (primary loss absorbing capacity) という新たな規制を検討しており、2013 年金融サービス (銀行改革) 法において PLAC を規定した。

¹⁴ このような経緯から、米国では、G-SIBs に対して国際基準である FSB の TLAC 基準に基づく最低 TLAC に加えて、最低 LTD を要求する米国独自の規制も導入している。

¹⁵ TLAC は、自己資本比率の分母であるリスク・アセット比に加えて、レバレッジ比率の分母であるレバレッジ比率エクスポージャー比でも最低基準が設定されている。

¹⁶ SPE は、銀行グループの母国の破綻処理当局が、バイルインを含む破綻処理ツールをグループ最上位の親会社または持株会社に適用する破綻処理戦略であり、銀行子会社を含む業務子会社は業務の継続が可能になる。一方、MPE とは、銀行グループの異なる部分 (国別または地域別、ビジネス・ライン別) に対して、複数の破綻処理当局が個々に破綻処理権限を適用する破綻処理戦略である。

上重要な金融機関（NBNI G-SIFIs あるいはノンバンク G-SIFIs）がある。

保険会社が G-SIFIs に指定されると、①厳格な監督の下に置かれることに加えて、② RRP の策定が求められ、③より高い損失吸収力（higher loss absorption capacity; HLA）が 2019 年から要求されることとなっている。保険セクターでは、従来はバーゼル委員会の自己資本比率に相当する国際的な資本規制は存在しなかった。そこで保険監督者国際機構（IAIS）は、HLA を適用する際のベースとなる各国・地域の保険会社の資本規制の調和を図るべく、G-SIFIs を含む国際的に活動する保険グループ（internationally active insurance group; IAIG）を対象とするリスク・ベースの保険資本基準（Insurance Capital Standard; ICS）を開発しており、ICS は 2020 年から適用される見通しである¹⁷。G-SIFIs については、FSB によってすでに具体的な保険会社が指定されている¹⁸。

一方、銀行・保険会社以外のノンバンク G-SIFIs については、多様なノンバンクが存在する中でファイナンス会社および市場仲介業者（証券会社）、投資ファンドを対象に特定する方法について FSB が検討を進めてきたが、結論は出ておらず、ノンバンク G-SIFIs の指定の議論は宙に浮いたままの状態となっている。もっとも、投資ファンドについては、ノンバンク G-SIFIs の指定を巡る議論の途上で資産運用業の業務に関する構造的脆弱性に焦点が当てられるようになった。具体的には、①オープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件の間の流動性ミスマッチ、②ファンドのレバレッジ、③ストレス下における投資マンドートの移転に伴うオペレーショナル・リスク、④資産運用会社およびファンドによるセキュリティ・レンディングの 4 つの分野に関して、FSB より規制措置に関する提言が行われている。

なお、各国・地域の保険会社を含むノンバンク SIFIs の秩序ある破綻処理の枠組みの整備に関しては、銀行セクターにおける取組みと比べると遅れている。

4. TBTF の終結に向けた金融システムの変容

金融危機後の金融規制改革においては、TBTF を最終的に解決することが監督・規制政策上の最重要課題となっており、SIFI 政策パッケージの下、主に SIFIs を対象とする厳格な監督・規制システムや、秩序ある破綻処理を実現するための枠組みが構築されてきた。換言すれば、システムック・リスクを生じる SIFIs が破綻しないように事前の措置としてプルーデンス監督・規制を強化するとともに、SIFIs が破綻してもシステムック・リスクが生じないような破綻処理の枠組みが整備されてきた。その結果、金融危機前とは明らかに異なる金融システムに変容しつつあり、実際にそのような証左が確認されるようになった。

¹⁷ IAIG には、複雑性や国際性に対応した定量的・定性的な監督要件で構成される「国際的に活動する保険グループ監督のための共通の枠組み（ComFrame）」が適用されており、ICS は ComFrame の構成要素の 1 つである。IAIS は、ICS Version 1.0 をすでに策定し、現在は ICS Version 2.0 の策定に向けた作業を開始している。

¹⁸ 保険会社 9 社が G-SIFIs に指定（日本の保険会社は含まれていない）されていたが、IAIS は現在、保険会社の業務活動を基にシステムック・リスクを評価する手法（activities-based approach）を開発しており、その作業は G-SIFIs の指定方法にも影響することから、2017 年は G-SII リストの更新が見送られている。

てきている。

まず、G-SIBs を中心にレゾルバビリティの改善の観点から、RRP の策定を通じて銀行グループの組織構造の複雑性が緩和されてきている。ニューヨーク連銀のデータベースによると、米国の銀行持株会社が傘下に有する子会社の数は、RRP の策定が要求される前の 2009 年と比べて 2018 年においては半減していることが指摘されている¹⁹。このことは、G-SIBs を中心として、銀行グループにおいて組織構造の複雑性の低減が図られていることを示唆するものである。

また、秩序ある破綻処理を実現した破綻処理の事例も現れてきている。2017 年 6 月にスペインにおいて、資産規模第 6 位のバンコ・ポプラール・エスパニョールの破綻処理が行われた。同行は BRRD の下、同国のバンコ・サンタンデルに 1 ユーロで譲渡されるスキームで破綻処理されたが、その際、バンコ・ポプラールの規制資本（普通株式およびその他 Tier1、Tier2）は全額が毀損しており、事実上のバイルインが実施されている²⁰。同行の破綻処理に当たっては、公的資金は一切使われておらず、既存の株主および債権者の負担の下で破綻処理されている。同行の破綻処理は、ユーロ圏で構成される銀行同盟（Banking Union）において整備された単一破綻処理メカニズム（SRM）の下、破綻処理当局である単一破綻処理理事会（SRB）のイニシアティブによって実現されたものである。SRB のエルケ・ケーニヒ議長は、同行の破綻処理について、新たなシステムが有効であることが証明されたと述べており²¹、EU の政策当局者は、迅速かつ円滑に行われた同行の破綻処理を秩序ある破綻処理を実現した重要な成果として捉えている。

さらに、格付会社は従来、銀行に提供される例外的な政府支援の可能性を考慮して銀行の格付に本来の信用力を上回る格付を付与するアップリフトを行っていた。しかしながら、金融危機以降は、秩序ある破綻処理の枠組みを整備する中で、主要な特性が定めるように納税者負担の回避のため公的資金に依存しない破綻処理を行うことが原則となっている。こうした状況を踏まえて、格付会社は格付のアップリフトを止めるようになってきている。例えば、S&P は、米国ではドッド＝フランク法が公的資本増強を禁じていることから、米国の G-SIBs について米国政府が銀行システムに例外的な政府支援を行うことは不確実であるとして、暗黙の政府支援に基づくアップリフトを取り除くことを公表している。格付会社のアップリフトの廃止は、TBTF に伴うモラルハザードの問題が解決される方向であることを示すものである。

このように TBTF の終結を図る SIFI 政策が G20 の枠組みの下で国際的に調和を図りながら整備されてきたことで、グローバルな金融システムの様々な場面で変化が窺われる。今後、TBTF に伴うモラルハザードの問題が完全に解決するか否かは、バイルアウトを行

¹⁹ Sean Campbell, “Blog: Charting Progress on Too Big To Fail,” Financial Service Forum, September 20, 2018.

²⁰ BRRD 上のバイルインは、債務を対象として転換・元本削減を図る措置として規定されており、規制資本を対象とする転換・元本削減を図る措置は、バイルインとは別の権限として規定されている。そこで、本稿では、規制資本の転換・元本削減について「事実上のバイルイン」という表現を使っている。

²¹ Elke König, “Takeaways from the first application of the EU’s crisis management framework,” The Euro Financial Forum, 13, 14 and 15 September 2017.

わないという各国当局の意思と行動の積み重ねにより、市場参加者の TBTF に対する認識がどのように変化するかに依拠することになるように思われる。なお、ニューヨーク連邦準備銀行のエコノミストは、RRP の策定が要求されるようになってから、米国の G-SIBs の資金調達コストが上昇していることを挙げて、TBTF に伴う補助金 (subsidy) が縮小していることを指摘している²²。

こうした中、米国では、TBTF が終結したか否かについて大きく意見がわかれている。ジェローム・パウエル FRB 議長は、指名時の議会公聴会において米国では TBTF の銀行はもはや存在しないとの見解を述べた²³。一方、民主党のバーニー・サンダース上院議員は、米国において TBTF は引続き存在するとして、大手銀行 6 社と米国 GDP の 3% を超える総資産を有する金融機関の解体 (break-up) を図る法案を議会に提出している²⁴。TBTF の存在を主張する背景として、金融危機の際に公的支援を受けた米国の大手銀行は、経営が悪化した金融機関の吸収合併等により危機前に比べて規模をより大きくしており、TBTF はより深刻化したとの見方がある²⁵。TBTF の終結を図る枠組みが国際的に整備されていく中で、米国では TBTF を巡る論争が今後もくすぶり続けるように思われる。

V シャドーバンキング規制

1. シャドーバンキング規制の導入

シャドーバンキングの概念が用いられるようになったのは、2007 年以降の金融危機が契機であり、金融危機によってシャドーバンキング (または市場ベースのファイナンス) はシステムミック・リスクを生じる存在として認識されるようになった²⁶。シャドーバンキングには幅広くコンセンサスの得られた定義があるわけではないが、FSB は「通常の銀行システムの外にあるエンティティや活動を含む信用仲介システム」としてシャドーバンキングを定義している²⁷。

シャドーバンキング・セクターに関わる規制として、金融危機を受けていち早く導入されたのが、ヘッジファンド規制である。2009 年のロンドン・サミットでヘッジファンド

²² Nicola Cetorelli, and James Traina, “Resolving ‘Too Big to Fail,’” Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No.859, June 2018.

²³ “Fed chair nominee Powell sees no too-big-to-fail banks,” *Reuters*, November 29, 2017.

²⁴ Too Big to Fail, Too Big to Exist Act

²⁵ 一方、IMF は、ラーナー指数等の集中度を図る指数を基に、全体としてみると各国では大手金融機関のシステム上の重要性は増加していないことを指摘している (後掲脚注 39 を参照)。

²⁶ 2007 年にカンザスシティ連邦準備銀行がジャクソンホールで開いた経済シンポジウムで、PIMCO のポール・マカリー氏が初めてシャドーバンキングの語を使ったとされている (Stijn Claessens, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, and Manmohan Singh, “Shadow Banking: Economics and Policy,” IMF Staff Discussion Note, 4 December, 2012)。同氏は、シャドーバンキング・システムを「レバレッジのかかったノンバンク投資に関わるコンデュイット (導管体)、ピークル、ストラクチャーのアルファベット・スープ (混合物)」と表現している。

²⁷ FSB, “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation,” Recommendations of the Financial Stability Board, 27 October, 2011.

またはそのマネージャーに登録制を導入する方針が合意された²⁸。その結果、米国ではドッド＝フランク法の中で、運用資産が1億ドル以上のヘッジファンドを対象に、そのマネージャー（運用者）を投資顧問として証券取引委員会（SEC）に登録することを求める規制が導入された。一方、EUでは、オルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令（AIFMD）が2014年7月に加盟国で施行されており、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドのマネージャーを対象とする認可要件や行為規範、情報開示、監督について規定している。

その後、2010年のソウル・サミットを機にFSBのイニシアティブの下で、より包括的なシャドーバンキング規制の検討が始まった。その結果、2011年のカンヌ・サミットにおいて、①シャドーバンキング・エンティティと銀行の関係に関わる規制、②MMF規制、③（MMF以外の）その他のシャドーバンキング・エンティティ規制、④証券化規制、⑤セキュリティ・レンディング、レポという5つの規制分野が特定されることとなった。

まず、シャドーバンキング・エンティティと銀行との関係に係る規制については、金融危機の際に、投資銀行がスポンサーをしていたストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）やABCPコンデュイットといった連結外のエンティティに対する信用・流動性サポートを通じて、銀行にリスクが及ぶことが認識されたことが背景にある。

そこでバーゼル委員会は、大口エクスポージャー規制の改定の中で集団投資スキーム、証券化やその他のビークルを通じた間接的なエクスポージャーを規制対象に含める対応を図っている。バーゼル委員会はさらに、2017年10月にステップイン・リスクの特定および管理に関するガイドラインを作成しており、契約や資本関係がない中で銀行が関係性をもつ非連結対象会社に対して、信用サポートや流動性サポートを提供することによって生じるリスクに対応することを求めている。

MMF規制に関しては、2012年10月に証券監督者国際機構（IOSCO）がMMFの規制・管理に関する国際基準を提示しており、MMFの基準価額（NAV）については、ファンドのNAVが固定されている場合は、可能であればNAVを変動させるように求めている。リーマン・ブラザーズが破綻した際、その債券を保有していたMMFで、1ドルに固定されていたNAVを時価が割り込み投資家の償還請求が殺到した結果、当該ファンドは清算され、さらに他のMMFに波及して資金が流出し、パニックが拡大したという経験がある。米国では2016年10月からSECによるMMF規制が適用されており、現金や国債等で運用するガバメントMMFに該当しないプライムMMFのうち、機関投資家向けのプライムMMFについては、固定NAVが禁止され、流動性に係る手数料（解約手数料）やゲート条項（解約停止）を措置することが求められている。EUにおいてもMMF規制が導入されており、公的債務で運用するMMFやNAVが低ボラティリティのMMF以外は、固定NAVを設定することが認められなくなっている。

²⁸ 日本では、2006年に成立した金融商品取引法の中で、金融商品取引業者としてヘッジファンドにも規制がかかる仕組みとなっていた。すなわち、ヘッジファンドが投資一任運用業者や投資信託運用業者であれば登録制、集団投資スキーム（自己運用）の場合も登録制となるが、適格機関投資家向けであれば届出制となる。

MMF 以外のその他のシャドーバンキング・エンティティに関しては、IOSCO が、多様なエンティティの中から、①資金流出が生じやすい特性を有する集団投資スキームの運用、②短期ファンディングに依存する信用供与、③短期ファンディングまたは顧客資産担保のファンディングに依存する市場仲介者、④信用創造ファシリティ、⑤証券化ベースの信用仲介機能、金融エンティティのファンディングという 5 つの経済的機能を特定しており、特定された経済機能に関しては、FSB が用意した政策ツールキットの中から、各国・地域が必要な規制措置を選択して適用するという規制の枠組みが整備されている²⁹ (図表 6)。

その他のシャドーバンキング・エンティティに係る 5 つの経済機能の特定に当たっては、銀行に類似する金融仲介機能として、満期変換 (maturity transformation) や流動性変換 (liquidity transformation)、レバレッジの提供をシャドーバンキング・エンティティが行う場合にシステミック・リスクが生じるという認識が経済機能の特定の背景となっている。

証券化規制については、IOSCO が 2012 年 11 月に最終報告を策定しており、リスク・リテンション規制の導入、担保資産レベルの標準テンプレートの開発、規制のコンバージェンスに向けたロードマップに関する政策提言が示された。リスク・リテンション規制については、各国・地域に導入を求める一方、リスク・リテンションの強制化を図らない国には、ピアレビューの中で、①当該国の措置が投資家と証券化実施者 (securitiser) のインセンティブ調整の目的を達成するために適切であるとする理由、②プルーデンス規制、証券規制および市場慣行を踏まえて当該目的が別の方法によってどのように達成されるかについて説明することを要求した。

米国では、ドッド=フランク法の下、原則として資産担保証券 (ABS) の発行によって第三者に移転または売却した資産の信用リスクの 5% を保持することを証券化実施者に要求するリスク・リテンションが導入された。一方、EU では、バーゼル III の域内適用を図る資本要求規則 (CRR) において、証券化のオリジネーターやスポンサー、当初の融資者が重要な経済的利益として 5% 以上を保有していることが明確に開示されていない場合には、銀行は証券化の信用リスクを保有することが禁じられ、銀行が不注意や怠慢を理由に保有してしまった場合には 250% を超えるリスク・ウェイト (最大で 1250%) が適用される。米国は、証券化実施者にリスク・リテンションを求めているのに対し、EU は証券

図表 6 5 つの経済機能とシャドーバンキング・エンティティ

経済機能	エンティティの具体例
資金流出が生じやすい特性を有する集団投資スキームの運用	債券ファンド、合同運用ファンド、クレジット・ヘッジファンド、不動産ファンド、(MMF)
短期ファンディングに依存する信用供与	金融会社、リース/ファクタリング会社、消費者金融会社
短期ファンディングまたは顧客資産担保のファンディングに依存する市場仲介者	ブローカー・ディーラー、証券ファイナンス会社
信用創造ファシリティ	信用保険会社、金融保証会社、モノライン保険
証券化ベースの信用仲介機能、金融エンティティのファンディング	証券化ビークル、ストラクチャード・ファイナンス・ビークル、ABS

(出所) FSB 資料より野村資本市場研究所作成

²⁹ 政策ツールキットには、償還をコントロールするための償還手数料や償還ゲートの他に、資本規制や流動性規制、レバレッジの制限、資産集中の制限など様々な規制措置が含まれている。

化エクスポージャーを保有する投資家としての銀行に対し規制が適用される仕組みである。日本では、監督指針においてリスク・リテンションが求められることとなった。

レポ、セキュリティ・レンディングについては、2013年8月にFSBが最終報告を公表して規制に関する提言を行っており、①データの収集・集計、②ファンド・マネージャーから投資家に対するレポート、③現金担保再投資に係る規制、④担保の再利用（re-use）およびリハイポセケーション（re-hypothecation）に係る規制、⑤担保の評価や管理（マージンを含む）が含まれる。さらに、レポ等の最低ヘアカット規制については、FSBがノンバンクがノンバンクにファイナンスを提供する場合を対象とする規制の枠組みを2015年11月に最終化しており、バーゼル委員会も銀行がノンバンクを対象とする場合の最低ヘアカットの取扱いについてバーゼルIII最終化の中に織り込んでいる。

2. 拡大が続くシャドーバンキング・セクター

銀行システムの外で銀行類似の金融仲介活動を行い、金融危機より以前は規制・監督の網から逃れてきたシャドーバンキングについては、2011年以降は、FSBがその動向について毎年、定点観測を行っている。

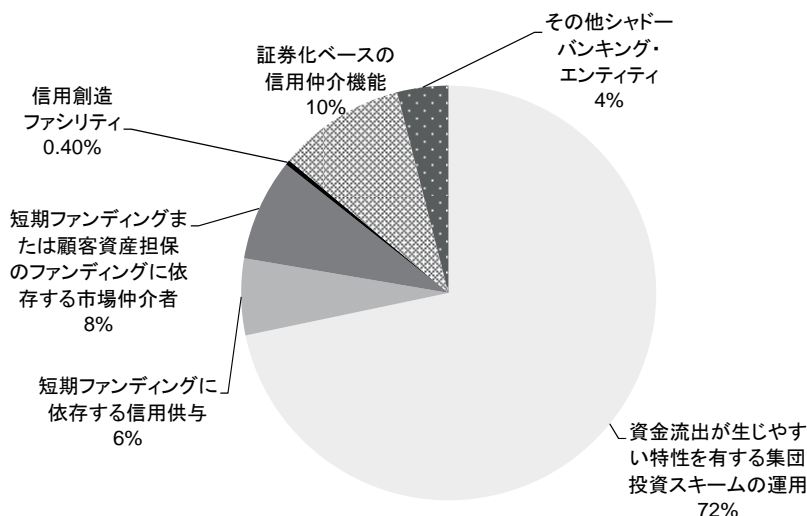
FSBによるシャドーバンキング・モニタリング・レポートによると、保険会社および年金基金を含むノンバンク金融仲介（non-bank financial intermediation）に関する資産は、2016年に銀行セクターを含むグローバルな金融資産に対するシェアが48%に上っており、5年連続で増加している³⁰。保険会社および年金基金を除くその他金融仲介者（other financial intermediaries）でみると、2016年にはその資産は8%増えて99兆円に達しており、銀行や保険会社、年金基金の資産の増加率を上回っている。そしてグローバルな金融資産に対するその他金融仲介者のシェアは30%に達している。

また、その他金融仲介者による信用供与は、2011年から増加傾向にあり、2016年には1.6%増加した。先進国では前年から微減しているが、新興国では18%の増加となった。一方、その他金融仲介者の資金調達をみると、ホールセール・ファンディングやレポへの依存度は低下している。レポ市場において銀行は調達側にいるのに対し、その他金融仲介者はネットで資金の出し手となっている。なお、信用供与や資金調達の関係を通じた銀行とその他金融仲介者の相互連関性については、金融危機前と同様のレベルであることが確認されている。

一方、シャドーバンキングの範囲を狭義のシャドーバンキングとしてさらに5つの経済機能に絞ってみると、2016年の資産は7.6%増加し45兆ドルとなっており、ノンバンク金融仲介の28%、グローバル金融資産の13%の割合を占める。中でも、資金流出が生じやすい特性を有する集団投資スキームの運用（MMFを含む）については、2016年には11%増加しており、2011年以降は年率13%で資産が拡大している。そのような集団投資スキームの資産は、狭義のシャドーバンキングの72%を占めている（図表7）。一方、短

³⁰ FSB, "Global Shadow Banking Monitoring Report 2017," 5 March, 2018.

図表 7 狭義のシャドーバンキングの構成



(出所) FSB 資料より野村資本市場研究所作成

短期ファンディングに依存する信用供与は 2016 年には 3.8%減少し、短期ファンディングまたは顧客資産担保のファンディングに依存する市場仲介者は 3%減少している。なお、証券化ベースの信用仲介機能は、近年は減少が続いてきたが、2016 年にはわずかに増加している。

このように金融危機によってシステミック・リスクをもたらすことが明らかになったシャドーバンキングは、金融危機以降もその規模を拡大させている。そのリスクについて FSB は、①近年の集団投資スキームの相当程度の成長は、債券ファンドや MMF 等による相対的により大きなクレジット投資によるものであること、②いくつかの法域において、ファイナンス会社が、ストレス下でロールオーバーのリスクに対する脆弱性を増すより高いレバレッジと満期変換を行っていること、③いくつかの法域の証券会社は、ビジネス・モデルを反映して他のその他金融仲介者と比較して、金融危機前よりは小さいものの相当なレバレッジとなっていることが指摘されている。このように FSB は、シャドーバンキング・セクターが金融の安定にもたらすリスクについてもモニタリングしている。

VI 資本市場の強靱性の強化

1. 店頭デリバティブ規制

金融危機の際、店頭取引で行われていたクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) の市場流動性が低下し、市場が大きく混乱することとなり、カウンターパーティ・リスク、オペレーショナル・リスクあるいは市場の透明性の問題も含め店頭デリバティブ市場には

システミック・リスクが存在することが認識された³¹。

そこで 2009 年のピッツバーグ・サミットでは、①標準化されたすべてのデリバティブ契約は、適当な場合には取引所または電子取引基盤を通じて取引されること、②標準化されたすべてのデリバティブ取引は、CCP を通じて決済されること、③店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関 (trade repository) に報告されること、④CCP を通じて決済されないデリバティブ契約は、より高い資本賦課の対象とすることという店頭デリバティブ改革の方針が示されることとなった。この G20 のコミットメントを受けて、各国・地域では、金利スワップや CDS を中心に取引執行義務や集中清算義務が課され、CCP において集中清算業務が行われるようになってきている。

また、2011 年のカンヌ・サミットでは、非集中清算デリバティブ取引について、証拠金を要求することを検討するよう FSB および関係する国際基準の設定者に要請が行われた。G20 サミットの要請を受けたバーゼル委員会および IOSCO は、非集中清算デリバティブ取引における証拠金規制の具体的な検討を行い、2013 年 9 月に証拠金規制の枠組みを最終化している。その結果、非集中清算デリバティブ取引を対象に、デリバティブ・ポジションの時価評価に基づいて算出する変動証拠金 (VM) 規制と、将来発生する損失に備えた当初証拠金 (IM) 規制が適用されることとなった。変動証拠金、当初証拠金ともに 2016 年 9 月から国際的な適用が開始されており、当初は大手金融機関を対象を絞って適用を行い、一定期間が経過した後、段階的により多くの取引参加者に適用されるフェーズインによる適用スケジュールが組まれている。

2. 格付規制

2007 年に米国でサブプライム問題が発生した結果、格付会社が付与していた証券化商品の格付において格付モデルのエラーから大量に格下げが生じたことで、証券化商品の格付について、格付プロセスの透明性や利益相反の問題に注目が集まることとなった。また、金融危機によって、銀行や機関投資家の投資判断やリスク管理において格付への機械的な依存がみられることや、格下げがプロシクリカリティをもたらすことなどが指摘された。

そこで、2008 年のワシントン・サミットでは、格付会社に登録制を導入する方針が示され、続くロンドン・サミットでは、格付会社の規制・監督および登録制を適用するとともに、特に受容しがたい利益相反を防ぐため、IOSCO が策定したグッド・プラクティスにおける規範を遵守することが確認されている。

米国では、金融危機以前から格付規制の導入を巡る議論があった。2001 年のエンロンの不正会計事件を機に格付会社の利益相反の問題が注目された結果、2006 年に信用格付機関改革法が成立しており、他の国・地域に先駆けて格付会社に登録制を導入した矢先に

³¹ 特に米国では、CDS については、2000 年商品先物現代化法によって SEC が規則を制定することが法律で禁じられており、また商品先物取引委員会 (CFTC) が CDS を規制対象とするためには、商品先物取引法上の先物契約として認められる必要があり、事実上、規制の空白が生じていたという背景がある。

証券化商品の格付の問題が露呈することとなった。また、EU でも、金融危機以前から格付会社規制の議論があり、証券化商品の格付の問題が明らかになったことで、2009 年に域内で適用される格付会社規則を成立させている。日本でも、2009 年に金融商品取引法が改正され、信用格付業者に対して登録制が導入されている。

3. 金融指標改革

金融危機の際に発覚した LIBOR の不正操作の問題を受けて、金融指標の健全性および提供の継続性という点で脆弱性があるという懸念が生じた。そこで IOSCO は、金融市場で使用される指標に係る規制の枠組みを提供するため、金利指標だけでなく幅広い金融指標を対象として、2013 年 7 月に金融指標に関する原則を最終化させている。2013 年 9 月のサンクトペテルブルク・サミットにおいて、G20 首脳は IOSCO の原則を承認するとともに、当該原則に従って必要に応じて国際的な金融指標を改革することに合意した。

さらに、2014 年 7 月には FSB が金利指標改革に係る報告書を策定し、ユーロ、ポンド、スイス・フラン、ドル、円という主要 5 通貨の金利指標について改革を行う方針を示した。具体的には、金利指標の不正操作が行われにくいようにするため、無担保インターバンク取引を参照する IBOR (LIBOR および TIBOR、EURIBOR) を専ら実取引に基づく金利指標 (IBOR+) に改定し、さらに、それらの指標に代替する参照金利指標としてリスク・フリー・レート (RFR) を導入するという複数金利アプローチによる改革である。

TIBOR は、2017 年 7 月から新たな枠組み (TIBOR+) に移行している。LIBOR についても運営機関である ICE ベンチマーク・アドミニストレーション (IBA) が LIBOR+ の実現に向けて改革を行ってきた。しかしながら、2017 年 7 月に LIBOR 監督を行う英国の金融行為規制機構 (FCA) のアンドリュー・ベイリー長官が、金融機関のファンディング構造が変化した結果、LIBOR が参照する無担保取引が趨勢的に減っており、もはや LIBOR の指標性に疑念が生じているとして、2021 年末を目途に RFR への移行を促す発言を行った。その発言があつて以来、LIBOR はその存続可能性に疑問が生じており、FCA のプレッシャーの下、市場参加者には RFR への移行が促されている。

VII 金融機関のガバナンス強化

1. 報酬規制

金融危機を受けて、ボーナス等の報酬慣行が不健全なインセンティブをもたらすことが指摘された。2008 年のワシントン・サミットにおいては、報酬体系が過度に短期的な利益の追求またはリスクテイクを促すものとならないよう、金融機関の自主的な努力または規制を通じて必要な措置がとられる必要があるとされた。

それを受けて、FSB の前身である金融安定化フォーラム (FSF) は 2009 年 4 月、健全

な報酬実務に関する原則（以下、「FSB 原則」）を策定し、ロンドン・サミットにおいては G20 首脳が FSB 原則を支持することを表明した。さらに、FSB は 2009 年 9 月に FSB 原則の実施基準として、①複数年のボーナス保証を避けること、②変動報酬の相当部分を業績と連動させて支払繰延やクロウバック（取戻し）の対象とし、株式で付与することを含む、より具体的な基準を定めてピッツバーグ・サミットに提出している。

実際に報酬規制を導入しているのは EU である。EU では、バーゼル III の域内適用を図る資本要求指令（CRD IV）において、個人の変動報酬について固定報酬の 100%以下とすることという具体的な基準を定めた報酬規制が設けられている。一方、日本や米国は報酬規制を設けておらず、監督上の対応によって FSB 原則等に対応しているかたちである。

2. ガバナンスの強化

金融危機以降、金融機関は報酬規制以外にも様々な面でガバナンス、あるいはリスク・カルチャーの強化が求められている。その代表的なものとして、FSB は 2013 年 11 月に実効的なリスク・アペタイト・フレームワークに関する原則を策定しており、そこで金融機関が構築すべきリスク・アペタイトの枠組みが示された。また、FSB は 2014 年 4 月に、監督当局が金融機関のリスク・カルチャーを評価するためのガイダンスを策定しており、監督当局が評価を行う際の目線が整理されている。さらに、バーゼル委員会は 2015 年 7 月、銀行のためのコーポレート・ガバナンス原則に関するガイドラインを改定しており、取締役会の責任や役割の強化を図るとともに、その枠組みの中にリスク・アペタイト・フレームワークを組み込んでいる。

VIII 金融規制改革の将来への課題

1. 金融規制改革の適用に関する課題

金融危機後の金融規制改革は、バーゼル III 最終化の合意をもってようやく完成したが、金融規制改革の適用や実行に係る課題もまだ残されている。まず、銀行セクターについては、バーゼル III の一部規制（例えば、NSFR）について、各国・地域で適用の遅れがみられることである。また、バーゼル III 最終化は合意されたとはいえ、適用が始まるのは 2020 年以降である。バーゼル委員会の QIS によると、バーゼル III 最終化は、銀行セクター全体で見ると著しい資本の増加をもたらさない見込みであるが、個別にみると自己資本比率への影響が相対的に大きいとみられる銀行もあり、留意が必要である。また、TBTF の終結を図るため、バイルインや RRP、破綻処理戦略（SPE または MPE）、TLAC を含め、秩序ある破綻処理を実現するための枠組みが整備されているが、G-SIBs が破綻した場合にそれらの枠組みが実際に機能するかどうか、破綻処理のオペレーションの実行可能性の確保が鍵になる。

シャドーバンキングに関しては、FSB のイニシアティブの下で規制の枠組みが最終化され、MMF 規制や証券化規制については、IOSCO の政策提言を踏まえて各国・地域で規制が適用されている。一方、セキュリティ・レンディング、レポに関する規制については、FSB が規制の枠組みを定めているが、各国・地域で具体的な規制化の動きはみられない。また、その他シャドーバンキング・エンティティについても、5 つの経済機能が特定された一方で、各国・地域においてエンティティを特定して具体的な規制を課す動きはまだ窺われない。

FSB が行っているノンバンク G-SIFIs の指定に関する議論は、未だ最終的な結論に達していない。この点について、米国では、保険会社を含むノンバンクを金融安定監督評議会 (FSOC) がノンバンク SIFIs に指定していたが、最近では、ノンバンク SIFIs の指定はむしろ解除される方向にある³²。最近の G20 サミットのアジェンダではノンバンク G-SIFIs には触れられていない。したがって、将来的にノンバンク発のシステミック・リスクが顕在化しない限り、ノンバンク G-SIFIs の指定の検討は前進しないように思われる。

また、金利指標改革については、IBOR+への改革と RFR の開発が進む中で、金利指標の将来について足許、不透明感が漂っている。特に、FCA のプレッシャーの下で存続可能性に疑念が生じている LIBOR については、通貨毎あるいは資産クラス毎に RFR に移行する時期にズレが生じたり、RFR への移行に際して混乱が生じれば、市場全体に大きなリスクが生じる可能性がある。LIBOR は一般に、インターバンク取引やデリバティブだけでなく、法人向け貸出や住宅ローン、社債、証券化商品に至るまで多岐にわたる金融契約において参照されており、そのため、RFR への移行に伴う潜在的なリスクは大きいと考えられる。

金融危機以降、金融システムの安定を政策目標とするマクロプルーデンス政策の重要性に焦点が当てられるようになってきた。最近では、代表的なマクロプルーデンス・ツールとして、バーゼル III のカウンターシクリカル・バッファをプラスの値に設定する国・地域も現れている³³。また、米国や欧州では、重要なマクロプルーデンス・ツールとして金融システムの強靱性を検証するためのマクロ・ストレス・テストが実施されている。さらに、不動産セクター向けの融資について過剰な与信を防ぐ観点から、担保評価額に対する融資の比率である LTV (loan-to-value) などを制限する国や地域もある。マクロプルーデンス政策を実行に移す国・地域も次第に増えてきているが、未だ試行錯誤の段階にある³⁴。マクロプルーデンス政策上のリスクが認識された場合にどのような政策措置が講じられるのか、国や地域によって政策対応が異なる可能性がある。

³² 米国では当初、AIG、GE キャピタル、プルデンシャル・ファイナンシャル、メットライフがノンバンク SIFIs に指定されていたが、プルデンシャル・ファイナンシャル以外はすでに指定が解除されており、さらにプルデンシャル・ファイナンシャルも 2018 年 10 月 17 日に FSOC によって指定が解除された。

³³ カウンターシクリカル・バッファの運用の状況に関しては、小立敬「各国で適用が始まったカウンターシクリカル・バッファ」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

³⁴ マクロプルーデンス政策の国際的な動向については、小立敬「マクロプルーデンス政策に関する国際的な動向—実行段階に入った EU、慎重姿勢の米国」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号を参照。

2. 規制のフラグメンテーション

国際的な金融規制改革の適用に関して最近、重要な指摘が行われている³⁵。具体的には、各国・地域が、G20の枠組みの下で国際協調を図りながら金融規制改革を自国に導入していく中で、各国・地域で異なる規制の枠組みが構築されつつあることである。すなわち、規制の分断化、フラグメンテーション（fragmentation）のリスクが懸念されるようになってきている。規制のフラグメンテーションには、合意された国際基準を自らの法域に適用する場合に結果として各国・地域で異なる規制の枠組みとなるケース、各国・地域が合意された国際基準から乖離して規制を導入するケース、あるいは各国・地域が導入する独自の規制の枠組みが国際的な規制の枠組みと相反するケースなどが挙げられる。

例えば、店頭デリバティブ規制に関しては、ピッツバーグ・サミットのコミットメントを踏まえて各国・地域において集中清算義務や取引執行義務、証拠金規制が導入されているが、規制の内容に大きなばらつきが生じている。その結果、特にクロスボーダー取引の場合は、同等性評価に基づいて相手国の規制を適用できないと、2つの法域の規制が適用されることとなり、二重に規制がかかるおそれがある。その結果、デリバティブ市場は分断され、市場に歪みが生じる可能性が懸念されている。

また、バーゼル III の国内適用に当たって、国際合意とは異なる措置を導入するケースもある。例えば EU は、レバレッジ比率および NSFR、マーケット・リスクの抜本的見直し（FRTB）の域内法化を図るための CRR 改正法案（CRR2）を策定しているが、その中にバーゼル委員会の規則文書にはない独自の経過措置や緩和的な措置が規定されている³⁶。

さらに、米国では FRB がドッド＝フランク法の権限の下、G-SIBs に指定されている外国銀行組織（FBO）のうち、米国内資産（米国支店を除く）が 500 億ドル以上の FBO を対象に米国内に中間持株会社の設置を求め、厳格なプルーデンス規制の対象としている。また、EU では、域内に進出する一定規模の外国銀行に対して域内に中間持株会社の設置を求め、EU のプルーデンス規制を適用する法案が検討されている。こうした外国銀行に対する規制は G20 の枠組みの下で議論されたものではない。1975 年 12 月のバーゼル・コンコルダット（バーゼル協約）に始まる国際的な銀行監督の枠組みにおいては、母国当局による連結ベースの監督・規制が尊重されてきた。欧米の中間持株会社を求める規制は、国際的な銀行監督において確立されてきた従来の原則から乖離しているように思われる。

なお、米国では、トランプ政権の下で金融規制緩和が行われようとしている。2017 年 2

³⁵ 河野正道・前金融庁金融国際審議官（現 OECD 事務次長）が座長を務める「国際金融規制研究会」が日本証券経済研究所に設置され、国際金融規制の課題について日本の金融業界をまたがって議論が行われた。同研究会においても規制のフラグメンテーションは重要な問題として指摘されている（国際金融規制研究会意見書「国際金融規制の課題と国際基準のあり方について」平成 29 年 7 月 18 日）。

³⁶ さらに、バーゼル委員会によるバーゼル III の適用状況を検証した RCAP においては、欧州はすでに「重大な非遵守（materially non-compliant）」という評価が下されている。その背景として、信用リスクの内部モデル手法（IRB）においてソブリンや加盟国の中央銀行、地方政府等に対するエクスポージャーが計測対象に含まれていないこと、中小企業（SME）向けのエクスポージャーに対してより寛容なリスク・ウェイトが適用されていることが挙げられている。

月に示された金融規制の見直しに係るコア・プリンシプルでは、アメリカ・ファーストを象徴するものとして、国際的な金融規制の交渉および会合において米国の利益を追求するという原則が掲げられている³⁷。そのため、米国が国際合意から離脱して金融規制緩和を独自に進めることへの警戒感があった。もっとも、トランプ政権の金融規制改革の全体的な方針を策定した米国財務省、あるいは FRB を始めとする連邦規制当局は、バーゼル規制を始めとする国際的な規制を尊重する姿勢を示している。米国が独自に金融規制緩和を進めることで国際協調体制にひびが入るような事態は避けられつつあるように思われる。

3. 金融規制改革の効果および副作用の評価

金融危機以降、金融システム全体に及び多種多様な金融規制が導入された。結果として、規制目的が異なる規制の間で、相互作用や不整合が生じることが指摘されている。例えば、店頭デリバティブ規制は CCP に対する集中清算を促す一方で、レバレッジ規制では、分母のレバレッジ・エクスポージャーの計測において顧客が銀行に当初証拠金として差し入れた担保を控除することができないため、銀行が顧客にクライアント・クリアリング業務を提供する能力に影響を与えることが懸念されている。

また、金融危機以降の多様かつ重層的な金融規制の枠組みが、資本市場の機能を阻害しているのではないかと指摘されるようになってきており、金融規制改革が完成しつつある中で、改革の効果を確認するとともに副作用についても検証する必要性が認識されるようになってきている。そうした中で FSB は、2017 年 7 月に G20 の枠組みの下で行われてきた金融規制改革の効果について評価を行う枠組みを提示している³⁸。その狙いは、金融規制改革の意図した結果が達成されているか否かを検証することにある。仮に、重大な意図せざる結果が確認されることになれば、改革の目的を損なわない範囲で修正が行われる。

具体的には、個々の金融規制改革の効果の測定が行われる。例えば、バーゼルⅢの LCR が十分な高品質の流動資産を保有することで銀行の流動性リスク・プロファイルの短期的な強靱性が確保されているかが確認される。また、個々の改革の間での相互作用が評価される。レバレッジ規制と店頭デリバティブ市場の集中清算義務の間の相互作用が銀行のクライアント・クリアリング業務に与える影響が評価されることになる。そして最後に、金融規制改革が個々にあるいは全体として持続可能性でバランスのとれた経済成長に貢献しているかどうかの評価が行われる。

³⁷ Presidential Executive Order on Core Principles for Regulating the United States Financial System.

³⁸ FSB, “Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms,” 3 July, 2017.

IX 結びにかえて

グローバル金融危機から 10 年に及んで進められてきた国際的な金融規制改革の狙いは、金融危機の再発防止であった。改革の結果、現在では、銀行システムは強靱性を確保し、金融規制の網はシャドーバンキングにまで及ぶことになった。もっとも、金融規制改革の狙い通りに金融危機が二度と生じない金融システムになったのかという問いに対しては、明確な答えを出すことは難しい。将来起こり得る金融危機は、必ずしも過去の金融危機と同じ経路またはパターンで発生するとは限らないからである。国際通貨基金（IMF）は、金融危機の可能性をゼロに減らせる規制の枠組みはないと主張する。金融危機の再発防止を図るためには、絶えず変化していく金融システムを常に適切に監視していくことが求められよう。

すなわち、グローバル金融危機の教訓を基にした金融規制改革は完成することとなったが、改革に取り組んできた 10 年の間に金融システムそのものが変容しており、新たな種類の潜在的なリスクが認識されつつある。IMF のグローバル金融安定報告書は、世界経済およびグローバルな金融の安定について、世界経済の拡大傾向は続いているがその傾向はより小さくなっていることに加えて、グローバルな金融環境は概ね緩和的で短期的に経済成長を支える一方、各国固有の要因、対外資金調達環境の悪化、貿易戦争によって一部の新興国経済ではタイト化していることを指摘している³⁹。その結果、金融の安定に対する短期的なリスクは穏やかなものであるが、高レベルの債務残高がもたらす金融面の脆弱性と大幅に上昇した資産評価による中期的なリスクが拡大しており、今後の展望としては、貿易戦争の一層の拡大、地政学リスクの上昇、主要国における政策の不確実性が、リスク・センチメントの急激な悪化、グローバルな資本市場の広範な調整のトリガー、グローバルな金融環境の急激なタイト化につながる恐れがあることについて警鐘を鳴らしている。

金融危機以降、金融・経済危機への対応を図るために先進国を中心に採用されてきた非伝統的な金融政策は、欧米において正常化に向かっている。銀行セクターに関しては金融規制の強化からレバレッジは抑制されている一方、歴史的な低金利環境が続いてきた中で、規制が強化された銀行セクター以外の部門、すなわち、政府部門、家計部門、非金融法人部門では世界的に債務が急増している⁴⁰。そうした中、米国は利上げ局面に入っており、ドル金利の上昇とそれに伴うドル高が大きく拡大した債務の支払いにどのように影響するのか、新興国を含む世界経済にどのような影響をもたらす、金融システムにどう影響するのか、そのようなマクロプルーデンス政策上の監視が求められている。

また、政治的なリスクも懸念される。第一に、2019 年 3 月に予定される英国の EU 離脱（ブレクジット）である。金融機関はブレクジットに向けて準備を進めてきてはいるが、合意が得られず離脱後に単一市場にアクセスできないハード・ブレクジットとなった場合

³⁹ IMF, “Global Financial Stability Report – A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?,” October 2018.

⁴⁰ Hung Tran, Sonja Gibbs, Emre Tiftik, and, Khadija Mahmood, “IIF Quarterly; Global Debt Monitor (GDM),” May 2018.

には、例えば、店頭デリバティブ市場で大きな混乱が生じる可能性が指摘されている⁴¹。第二に、米国と中国を中心とする貿易戦争に関しては、金融システムに与える影響は現時点では明確ではないが、重大なリスクとして認識すべきであろう。

さらに、株式市場における高頻度取引（HFT）の台頭や債券市場における電子取引の拡大、フィンテックや仮想通貨の発展といった新たなテクノロジーが金融システムのあり方を大きく変えようとしている。新たなテクノロジーが金融システムに与える潜在的なリスク、あるいはサイバー・テロのような新たなリスクについても、金融システムの安定性に与える影響という観点から注意深くモニタリングすることが必要となってきた。

金融危機を二度と起こさないためには、過去の金融危機の教訓から学ぶとともに、フォワードルッキングな視点で将来の金融システムの変容を捉えていくことが肝要であろう。

⁴¹ ISDA, and others, “The Impact of Brexit on OTC derivatives; Other ‘Cliff edge’ effects under EU in a ‘no deal’ scenario,” October 2018.