

<共通論題>

危機後の金融規制の悪影響 — 改革は危機の原因に対応していたのか？

みずほ証券 宮内 惇至

<報告要旨>

日欧米などの主要国では金融危機後に導入された規制を見直す動きが広がっている。英国や EU は、一昨年、国際合意案を緩和方向に修正した国内・域内規制案を打ち出した。米国も昨年に入って、トランプ政権下で金融規制の見直し案を描いている。また、昨年夏、FSB（金融安定理事会）は規制を評価する枠組みを策定し、これに基づく見直し作業に着手しており、G20 もこうした動きを支持している。

こうした動きの背景として、①規制による金融仲介の阻害などの副作用が顕現化したこと、②低成長・超低金利での銀行の低収益や技術革新の下で銀行業務の革新の必要性が求められていること、などを指摘できる。

とくに、副作用については、規制が段階的実施の初期にあるにもかかわらず、早くも市場機能の低下などの弊害が生じている。たとえば、市場流動性の低下、債券在庫・レポ取引などの縮小、マーケット・メイクやクライアント・クリアリングなどの業務についての縮小・撤退、金融市場における裁定不全、市場の分断、清算機関の履行保証機能の低下などが生じており、規制の「意図せざる影響 (unintended consequences)」と呼ばれている。これらの金融仲介機能の低下により、金融システムはショックに対して脆弱になっている。こうしたなか、足許の見直しの動きは、危機後の規制を全否定するのではなく、金融機能を歪めている部分を修正するアプローチを採っている。

副作用の背景としては、新たな規制がリスクを反映した資本賦課となっていないため、リスク対比でみた資本賦課が大きい資産でのポジションテイクが相対的に忌避されている点を指摘できる。このようなレギュラトリー・アービトラージは、同一方向に全金融機関のインセンティブを歪めるため、群集行動 (herding) を招来し、システム的なリスクの偏在に繋がりやすい。また、リスクベースという共通の軸を欠いたため、一連の規制が相互に非整合的な影響を及ぼして金融機能の低下につながった。同様に、清算機関の義務付け策は、参加者のインセンティブを歪め、損失分担機能を低下させて、不安定化要因となっている。さらに、カウンターシクリカル・バッファーや CoCo 債など、状況に応じて裁量的に発動される規制も、市場参加者の期待を不安定化して金融システムを脆弱にしている。

金融危機では特定の証券化商品への集中投資やレポへの資金調達の依存などが危機を増幅したが、これらの背景にもレギュラトリー・アービトラージによるリスクテイクの偏りがあった。こうした教訓を生かして危機後の規制は、インセンティブの歪みの是正に注力すべきだったが、危機についての診断が表面的で、レバレッジの拡大、流動性の枯渇などに対症療法的な規制で対応してしまった。この結果、再び歪みが生じて herding を招き、金融システムが脆弱になっている。金融機関行動に関するインサイトを欠いた規制強化が金融機能の低下を招いたといえよう。現在はその修正局面に入ったところといえる。