

金融規制強化に問題はないか

植田和男 東京大学教授



リーマン・ショック以降、金融機関に対する規制は世界的に厳しくなった。市場の流動性への影響は米国が本格的に金融を引き締めた段階で見えそうだ。日本の金融機関が直面したドル調達コストの上昇も規制強化が一因と言える。今後米国が利上げを続ける中の注目点は、規制強化の影響がどう表れるかだ。

リーマン・ショック以降、今日に至る時期は、歴史的にも際立ってグローバルに金融規制の強化が進んだ期間となった。同じような規制強化は米国で起きた大恐慌後のグラススティーガル法制定のあたりまでさかのぼることになる。大恐慌後も今回も「その直前までの自由な金融環境が過度に投機的な動きと、その後の金融経済の大混乱を招いた」という認識が規制強化の引き金となった。

金融規制の強化は、自己資本と流動性に関する規制をはじめ、(米国が先行するかたちで)ボルカー・ルールのような預金取扱金融機関の自己勘定取引に対する直接規制、さらにはシャドバンク・セクターにまで及んでいる。多様な規制強化の動きが、その利益と負担(コストベネフィット)を総合的に勘案したうえで進められているのであれば問題ない。しかし多くの人の不安は、そうした分析が不十分な段階で、先に結論ありきのように規制強化が進められつつあり、場合によっては無視できないコストを金融経済に発生させるのではないかと、という点にある。

こうしたコストの一例として従来から議論されてきたものに、規制強化が市場の流動性に与える悪影響がある。自己勘定取引を禁止された金融機関は、債券市場等でマーケット・メーカーの役割を円滑に果たせないのではないか、という懸念だ。これは「市場の流動性を保つためには、単なる取次業務だけでは不十分で、売り買いの顧客注文に生じるギャップを自己売買で埋めないといけないはずだ」という考え方に基づいている。

2015年11月、規制強化と市場流動性の関係に関する注目すべき研究成果が発表された。カナダのプリティッシュ・コロンビア大学のトレビ教授とシャオ教授は共同執筆した論文「規制と市場流動性」のなかで、最近の米国での金融規制強化の影響を取り上げた。米国の社債・国債市場に関する詳

細なデータや様々な指標の動きを用いて、規制の強化が債券市場の流動性に悪影響を与えていないかどうかを分析した。

研究によると、確かに米証券リーマン・ブラザーズの倒産前後から債券市場の流動性は急低下したが、おおむね09年末にはかなりの回復を見せた。その後ボルカー・ルール導入への動きが始まり、それに伴って大手金融機関の自己売買部門閉鎖が相次いだ時期に、再び流動性が低下したという証拠はない。わずかに、取引高から流動性を見たときに、特に国債市場で持続的な低下が観察されるが、これは「米連邦準備理事会(FRB)が大量に国債を取得してしまった結果だろう」と結論づけている(日本では、日銀のより大量の国債取得によりこの点が一段と深刻だ)。

2人の分析は規制強化が及ぼす市場流動性への懸念が杞憂(きゆう)である可能性を指摘する、きわめて興味深い研究だ。しかし、この結果をそのまま受け入れてよいかどうかの判断は一層の分析、あるいは時間の経過を待たねばならないだろう。

特に08年末以降は、FRBが信用緩和策である量的緩和第1弾(QE1)、そしてその後の第2弾(QE2)に代表されるような強力で非伝統的な金融緩和策を矢継ぎ早に実施してきた時期である。これらの金融政策は言うまでもなく、債券価格を高値圏に押し上げ、その水準を維持する上で決定的な役割を果たしてきた。

14年10月以降、FRBによる債券の追加買い取りはストップし、15年12月には9年半ぶりの利上げ(7年ぶりのゼロ金利解除)となった。しかし、いずれの次元で見ても本格的な金融引き締めには程遠い。市場流動性に問題が生じていないかどうかを判断するには、本格的な引き締めを待たねばならないであろう。

市場流動性以外にも規制強化に関連して懸念される動きは随所にある。日本に関連するところでは、15年末にかけて邦銀など

による円とドルの為替スワップにおいて、ドル調達コストがロンドン銀行間取引金利(LIBOR)を大幅に上回る状態が続き話題になった。これは海外通貨建ての融資や債券投資を急拡大した本邦金融機関が、その資金調達の無視できない部分を為替スワップ市場に頼り続けている中で発生した現象である。

1990年代に発生したジャパン・プレミアムにも類似した現象だが、当時ほど日本の金融機関の信用状態は悪くない。海外の金融機関がより大規模に、ドルを調達しようとする日本の金融機関の相手方になろうとすれば消滅するはずの現象である。そうならないのは、海外金融機関に対する規制強化の動きが彼らのバランスシート拡大を抑えさせている点が一因だと考えられる。

この他にも2015年末にかけて、ドルやポンドの短期金融市場で、無担保での調達コストが有担保の調達コストを上回るなどの現象が見られた。これも規制等の影響で、通常なら発生する裁定取引に実質的に制限がかかっている結果と見なせるだろう。

米国では今後、金融引き締めの動きが続くと予想される。この中で、金融規制がらみでどのような「非伝統的な金融現象」が発生するのか注意を怠れない。

関連ニュース

2015年12月7日付日本経済新聞夕刊3面

日銀の佐藤健裕審議委員は7日、奈良市内で講演し、金融機関など日本企業がドルを調達するコストについて「構造的に高止まる可能性がある」と指摘した。その上で「金融機関自身が安定的な(ドルの)調達基盤を構築することが重要だ」と話した。

キーワード

■ボルカー・ルール 米国が2015年7月から導入した銀行の高リスク業務を禁じた規制を指す。経営を安定させるのが目的で、ルール適用により、自己勘定での証券売買や商品関連の投資、ヘッジファンドへの出資などができなくなった。サブプライムローン問題で金融機関が巨額損失を被るようになった事態を受けて、元米連邦準備理事会(FRB)議長のポール・ボルカー氏が提案し、この名前がついた。

うえだ・かずお 1974年(昭和49年)東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」に働きかけて、中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱に

なる。2005年東大教授に復職。08年には経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会会長として、21世紀版「前川リポート」となる報告書「グローバル経済に生きる—日本経済の『若返り』を一』をまとめた。静岡県出身。64歳。