

トランプ時代の米国金融規制

―マクロプルーデンスを巡る動向―

若園智明

ただいまご紹介にあずかりました日本証券経済研究所の若園でございます。今日は、足元の悪い中、お集まりいただきましてありがとうございます。

今日は、「トランプ時代の米国金融規制―マクロプルーデンスを巡る動向―」というタイトルでお話をさせていただきます。お手元に、レジユメと、一二枚の図表から成る資料をお配りしています。レジユメはプロジェクトでも投影しますので、見やすい方をご覧ください。

ドナルド・トランプは、二〇一七年一月に第四

五代合衆国大統領に就任し、今年一月中旬選挙で初めての評価を受けます。連邦議会は七月半ばまで会期がありますが、既に中間選挙の予備選挙が始まっておりますので、今、アメリカの政界はほぼ選挙一色に変わってきています。そのような中、今日のテーマのマクロプルーデンスに関し、五月末にドッド・フランク法の初めての大幅な修正が実現しました。ちょうどよいタイミングですので、今日はこのような動きも織り込んでお話をさせていただきます。

一、マクロプラードレンス政策とは

マクロプラードレンスという言葉は、一九七八年のBIS（国際決済銀行）の年次報告書で初めて使われました。もともと、当時は、今とは異なり、国際的な銀行の貸し付け行動の脈絡の中で使われていました。

その後、一九九七年～九八年のアジア通貨危機を経て、国際機関や研究者の間で、マクロプラードレンスの議論が行われるようになりました。また、二〇〇八年のリーマンショック以降は、国際的にマクロプラードレンスの重視が大きな潮流となっており、アメリカでも、二〇一〇年七月に成立したドッド・フランク法によって本格的にマクロプラードレンス政策が導入されました。

個別金融機関の健全性を担保するのがミクロプ

ラードレンスであることは明らかですが、マクロプラードレンスがどのようなものであるのかについては、政策担当者の間でも必ずしも明確になっていないところがあるように思われます。この点に関しては、レジュメの2ページのとおり、

第一に、主要な目標は、金融システムの安定性維持、つまり、連鎖的に金融機関が破綻していくようなシステムックリスク（学術的にはドミノリスクとも呼びます）の防止にあること、

第二に、政策の手法は、システムックリスクの分析と予測及びそれを用いた監視が中心であること、

第三に、候補となる政策手法は、多様かつ広範であること、

第四に、対象が市場全体で広範であるため、導入する規制等が与える影響（市場取引の非効率性、取引コストの上昇など）を注視すべきである

こと、
等を指摘することができると考えています。

二、米国のマクロプルーデンス関 連規制

(FRBが挙げるマクロプルーデンス政策へのア
プローチ)

アメリカでは、マクロプルーデンスに関する政
策は、伝統的に中央銀行であるFRBが担ってき
ました。二〇一三年四月に、金融規制を担当して
いたダニエル・タルーロ理事(当時)が、「FR
Bが挙げるマクロプルーデンス政策へのアプロ
ーチ」というタイトルで講演をしました。彼は、そ
の中で、四つのアプローチに言及しています。

一つ目がシステミックリスクの監視と予測で、
監視対象を明確化して、新たな監視と予測の体制

を整えるということです。

二つ目がマクロプルーデンスの測定で、市場か
ら広範に情報を収集する権限を与えるということ
です。これらの二つに関しては、ドッド・フラン
ク法の中で手当てがなされています。

三つ目が財務構造の脆弱性への対応で、バーゼ
ルⅢ基準を取り込んだFRB規則が、いち早く二
〇一三年に導入されています。

四つ目が、いわゆるシャドウ・バンキング・シ
ステムの監視です。

(ドッド・フランク法による手当て)

今申し上げた四つのアプローチのうち、最初の
二つに関し、ドッド・フランク法によって以下の
ような手当てがなされました。

一つ目として、新たな監視対象として、システ
ム上重要な金融機関(SIFI)と呼ばれる新

カテゴリーが設定されました。SIFIsには、銀行とノンバンクの二つがあります。

銀行持株会社に関しては、連結総資産額五〇〇億ドル以上のところが一律に銀行SIFIsに指定されます。日本円で約六兆円ですから、日本では地銀の第二十位ぐらい、大垣共立銀行あたりまでが該当します。

他方、ノンバンクに関しては、新たに設立されたFSOC（金融安定監視委員会）にノンバンクSIFIsを指定する権限が付与されました。FSOCは、図表1のとおり、財務長官（議長）、FRB議長、SEC委員長など、金融分野の幅広い当局のヘッドによって構成されています。

二つ目として、市場全体のリスクを監視するために新たに設立された、FSOCとOFR（金融調査局）がシステミックリスクの分析と予測を行います。OFRが行った分析を基に、FSOCが

政策的な判断を行うことが想定されています。

しかし、実態を見ますと、FSOCは、金融当局のヘッドが集まった会議体にすぎません。予算も、約七〇〇万ドル、日本円で約八億円程度にとどまっております、常勤スタッフも限られています。このため、FSOCは、金融当局のヘッドによる総合的な判断・決定の場になるものと思われま

す。

三つ目として、実働部隊であるFRBの権限が拡大されました。SIFIsの監督、プルーデンス基準の適用、ストレステストの実施、早期改善要求などの権限をFRBに付与し、マクロプルーデンス政策を担わせることとしています。

以上の他、四つ目として、ボルカー・ルール、OLA（整然清算制度）などがドッド・フランク法で手当てされました。

(ドッド・フランクリン法制定の経緯と問題点)

ドッド・フランクリン法は、二〇〇八年の選挙で大統領に当選したオバマの指揮の下、二〇〇九年夏頃に草案がまとめられ、年末頃から議会で実質的な審議が始まり、翌二〇一〇年七月に成立しました。ポリリウムの大きなこのような法律が、これほど短期間のうちに成立したのは驚くべきことと言えます。

金融危機の真ただ中で作成されたため、法律の規定の中には、行き過ぎであったり、議論が足りなかったりするものが多く含まれています。

例えば銀行SIFIsについて言えば、連結総資産額五〇〇億ドル以上のものを全て対象とし、それ以外のものを全て対象外とするのが適切かという問題があります。また、ノンバンクSIFIsに関しては、FSOCに指定の権限を付与していますが、本当にこのような指定の仕方でのよいの

かという疑問があります。

また、FSOCが、マクロプルーデンス政策を決める場としてふさわしいのかという問題もあります。なぜなら、ESOCには、例えばSECのクレイトン委員長が入っています。しかし、SECの決定は、五人の委員が多数決で行います。このため、委員長がFSOCに参加して何かを決めてきても、それがSECの施策として実施されるのかという疑問があります。このため、FSOCやOFRが、どれくらいワークするのかわくわかないとこころがあります。

加えまして、FRBの議長、副議長、理事は、選挙を経て就任しているわけではありません。このため、連邦議会からは、実行部隊としてのFRBの権限を拡大するとしても、選挙で選ばれた議員が、その活動を監視すべきであるという意見も出されています。

三、トランプ政権の方針

(1) 公的なスピーチ等から見る方針

トランプ大統領自身の金融規制に関する考え方はよくわからないところがあります。それまでの大統領であれば、日々の発言等を参考にして真意を探ろうとするわけですが、トランプの場合は、その時々で発言内容が変わりますし、うそが多いため、発言の真意が確かめにくいのが実情です。

余談ですが、ある調査機関が、トランプの日々の発言を集めてその真偽を調査しました。それによりますと、トランプの日頃の発言のうち、二一%はほぼ虚偽、三四%は虚偽、一五%は真つ赤なうそだそうです。つまり、トランプの発言の七〇%は信用できないことになります。

さすがに公的なスピーチにおいては、うそはつ

いていないだろうと思われまますので、レジユメの5ページに、公的な場でのトランプのスピーチを取り上げて整理しました。

ここでは、共和党の大統領候補の受託スピーチ(二〇一六年七月)、共和党候補として行った最初の経済政策に関するスピーチ(二〇一六年八月)、施政方針演説(二〇一七年二月)、一般教書演説(二〇一八年一月)、大統領経済報告(二〇一八年二月)を取り上げています。ここからわかることは、金融規制に関しては、トランプ自身はほとんど何も言っていないことです。環境やエネルギー分野の規制と異なり、金融規制に関しては、トランプは、何かを公約しているわけではなく、見直しに向けて積極的に動いているわけでもありません。

ただし、大統領選挙後、政権移行チームが、一時「Make America Great Again」というウェ

ブサイトを開設していました。ここでは、ドッド・フランク法について、数百の新規制や新たな官僚機構を課した締めりのない複雑な法律であると批判しています。ドッド・フランク法に対する批判はこれだけにとどまっています。

なお、トランプは、いわゆるラストベルトのような忘れられた地域を選挙基盤として重視しており、地方経済の活性化を声高に叫んでいます。これに関連して、彼は、地方金融機関に係る規制コストの増加を問題視しています。これは、金融規制の中で、彼が唯一明確にアピールしているところです。

(2) 行政命令による調査

トランプは、連邦議会の協力を得ないで政策を進められるよう大統領令を多用しており、金融規制に関しても、図表2のとおり、これまで三つの

大統領令と二つの大統領覚書を発出しています。

二〇一七年一月に、規制緩和と規制コストの抑制に関する大統領令一三七七一が発出されました。これは、省庁に対し、一つの規制を作ったら、既存の二つの規制を廃止するよう求めるものです。非常に極端な内容ですが、この大統領令では、FRBやSECなどのIRA（独立規制行政庁）は対象になっていません。

IRAを対象とした命令は、二〇一七年二月に発出された、米国の金融システムを規制するためのコア・プリンシプルに関する大統領令一三七七七です。これは、FSOCの議長である財務長官に対し、既存の法律、規制、ガイダンス、記録、保持要求等の見直しと大統領への報告を求めたものです。

(3) 財務省報告書の要点

図表4に掲げた財務省の六つの報告書は、大統領令一三七七二と二つの大統領領覚書を受けて、財務省が取りまとめたものです。今日お話しするマクロプルーデンス政策に関しては、これらのうち、「銀行と信用組合」に関する報告書に含まれています。

〔銀行と信用組合〕における主要提案)

図表5をご覧ください。ここに、財務省報告書「銀行と信用組合」における主要提案を整理しています。ここには、マクロプルーデンスに関し、一一の提案項目が含まれており、それぞれについて、連邦議会による法律の改正が必要か、規制当局による規則の改正が必要かを示しています。これを見ますと、連邦議会と規制当局が連携して取り組まなければならない項目が多く含まれている

ことがわかります。

「銀行と信用組合」の内容に立ち入りますと、米系の銀行の自己資本が積み上がってきている状況を踏まえ、自己資本が潤沢な銀行、すなわち「自己資本比率の充実（一〇%以上）」基準を満たす銀行に対しては、ドッド・フランクリン法のプルーデンス基準、ストレステスト、包括的資本分析レビューなどに加え、ボルカー・ルールの適用を免除するとの提言が盛り込まれています。

(FSOCによるノンバンクSIFIsの指定)

先ほど、ただの会議体にすぎないFSOCが、ノンバンクSIFIsを指定して、そこに厳しい規制をかけるのがよいか疑問があると申しました。財務省報告書の一つに「FSOCによる指定」があります。

図表6は、FSOCによって指定されたノンバ

シーク S I F I s の一覧表です。G E キヤピタル、A I G、ブルーデンシヤル・ファイナンス、メットライフの四つが、二〇一三年にノンバンク S I F I に指定されました。

その後、二〇一六年六月に、G E キヤピタルは指定を解除されました。親会社の G E が G E キヤピタルの主要業務を売却したためです。

A I G は、リーマンショックの際、最も問題になった金融機関の一つですが、元々、中核の保険業務は健全でした。その後、問題を惹き起こした C D S を縮小し、健全経営を回復したことによつて、二〇一七年九月に指定を解除されました。

メットライフは、ノンバンク S I F I の指定を受け入れられないとして裁判を起こしました。二〇一六年三月に、ワシントンの連邦地裁において、F S O C によるノンバンク S I F I s の指定は無効であるという判決が出されました。判決で

は、保険会社を監督する州当局の判断が考慮されていないこと、S I F I s にふさわしいとの F S O C の判断の基準が曖昧であること、F S O C の分析が規模や相互連関性に固執し過ぎていること、メットライフに反論の機会がほとんど与えられなかったことなどが指摘されています。今年一月、F S O C は、この判決を受け入れ、これ以上、法廷で争わないことをメットライフと合意しましたので、同社は実質的に S I F I 指定を解除されたことになりました。

残るブルーデンシヤル・ファイナンスも、ノンバンク S I F I として指定されたことを批判しています。

以上のとおり、ノンバンク S I F I s の指定を通じた監視体制は、事実上破綻した状況にあります。財務省報告書は、F S O C による S I F I s 指定に関して、分析の厳格な執行、分析プロセス

の見直し、指定過程の透明性向上などの提言を
行っています。しかし、FSOCは単なる会議体
であり、予算面の制約もあるため、この条件を満
たすことはできないでしょう。実質的に、アメリ
カは、ノンバンクに対する強固な規制をほぼ放棄
した状態にあると言えるのではないでしょう。

なお、破綻処理に関するOLAについては、テ
クニカルな面もありますので、今日は説明を省略
させていただきます。

四、連邦議会における議論の変遷

(1) 本格的な議論の始まり

(連邦議会両院の勢力)

大統領令の発出とそれを受けた財務省報告が行
われるのと並行して、連邦議会においても議論の
変化が起きています。図表8をご覧ください。ここ

では、二〇〇八年連邦議会選挙以降の両院の勢力
の変遷を整理しています。

二〇〇八年に行われた大統領選挙、連邦議会選
挙では、オバマが大統領に当選するとともに、上
院、下院ともに民主党が多数を占めました。金融
危機の最中に行われた選挙ですので、ウォールス
トリートの改善、金融機関への規制の強化が最大
の争点になりました。この選挙で勝利したオバマ
が主導し、民主党優位の連邦議会において、ドッ
ド・フランク法が成立したわけです。

保守派の中でも極端な保守派であるティーパー
ティーが出てきたのが、二〇一〇年の中間選挙で
す。この選挙で共和党が下院を握りました。

二〇一二年の連邦議会選挙では、上院が民主党
優位、下院が共和党優位の体制に変化は生じな
かったのですが、二〇一四年の中間選挙におい
て、上院、下院ともに共和党が多数を占めまし

た。なお、オバマは、二〇〇八年から一六年まで大統領を務めましたので、このときはまだオバマが大統領でした。

(連邦議会に提出された主な修正法案)

図表7は、連邦議会上院、下院に提出されたドッド・フランク法の主な修正法案の一覧表です。ウォールストリート・ジャーナルやフィナンシャル・タイムズなどの主要なメディアで取り上げられた法案を列挙したものです。表の中央に法案番号を掲げています。H・Rで始まるのが下院提案法案、Sで始まるのが上院提案法案です。

下院の共和党では、保守的な考え方の議員が大きな勢力を占めています。このことを背景に、上院、下院ともに共和党が多数を占めた、二〇一四年中間選挙後の一一四回連邦議会以降、多くの修正法案が提出されています。上院提出法案に比

べ、下院提案法案が圧倒的に多くなっています。

なお、一一四回連邦議会までは、オバマが大統領で、ドッド・フランク法の修正は一切認めないという考えを明らかにしていました。議会が法律を通して、大統領の拒否権が発動されることになりません。実際、一一四回連邦議会までは、ドッド・フランク法の修正法は一切成立していません。

(金融規制改善法案)

マクロプルーデンスに関する本格的な議論は一一四回連邦議会から見るができます。

二〇一五年六月、上院銀行委員会のシェルビー委員長(当時)がスポンサーになって、金融規制改善法案が提出されました。これは、共和党が中心になってまとめられた法案で、SIFIsの指定要件の見直しを明確に盛り込んだ初期の法案と

して注目されました。要点を三つほど御紹介します。レジュメの9ページをご覧ください。

一つ目が、銀行SIFIS指定条件の見直しです。ドッド・フランク法において、銀行SIFISの指定条件とされていた「連結総資産額五〇〇億ドル以上」の基準を、「連結総資産額五〇〇億ドル以上」に引き上げることが盛り込まれています。

図表9をご覧ください。ここに、昨年末時点での米国内の銀行ランキングを載せています。全米で六三六の銀行がありますが、連結総資産額五〇〇億ドル以上ですと、三八の銀行が該当することになります。金融規制改善法案のとおり、連結総資産額五〇〇億ドル以上としますと、該当するのは上位六行に絞られることとなります。

銀行SIFISの対象を三八行から六行に絞ってはどうかというのが、この法案の最大の注目点

になります。この六行には、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴ、シテイグループ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーなど、巨大な金融機関が含まれています。私どもの目から見ましても、これらの六行は、万一経営に問題が起きたとき、本当の意味で金融システムに影響を与えかねない金融機関と言えるのではないかと思います。

なお、総資産額が五〇〇億ドルから五〇〇億ドル未満の銀行持株会社に関しては、FSOCに銀行SIFISの指定権限を与えるという内容が盛り込まれています。

二つ目が、FRBに対する連邦議会の監視強化です。FRBのFOMC（金融政策決定会合）には、FRB議長、副議長、理事、ニューヨーク連銀総裁の他、地区連銀総裁が持ち回りで入っています。ニューヨーク連銀総裁は、一二の地区連銀

総裁の中でも別格の存在です。この点を踏まえ、この法案ではニューヨーク連銀総裁の選出は、FRBの議長、副議長、理事と同様に、大統領の指名及び上院の助言と同意を得て行うものとされています。また、FOMCに対して、四半期毎に連邦議会で政策の説明を求めると、FRBに対する連邦議会の監視を強化するという内容が盛り込まれています。

三つめが、連結総資産額が一〇〇億ドル以下の銀行をボルカー・ルールの適用対象外とすることです。

この法案の内容が発展したのが、今年五月末に成立した新たな連邦法になります。

(システムミックリスク指定改善法案)

下院では、一一三回連邦議会(二〇一二年連邦議会選挙後)から一一五回連邦議会(二〇一六年

連邦議会選挙後)まで、共和党議員が中心となり、民主党議員の賛同を得て、システムミックリスク指定改善法案が提案されてきました。最初はほとんど注目されなかったのですが、時間の経過とともに、民主党の議員の賛同も増えてきました。

システムミックリスク改善法案は、昨年一二月に下院本会議を通過しました。この法案の主たる内容は、「ドッド・フラנק法の「連結総資産額五〇〇億ドル以上」という銀行SIFIs指定基準を廃止し、新たに、FRB規則のG-SIBs(グローバルなシステム上重要な銀行)の指定基準を適用しようというものです。これは、連結総資産額二五〇〇億ドル以上に該当します。連結総資産額二五〇〇億ドル以上となりますと、図表9の米国内の銀行ランキングの一二番目までの銀行が対象になります。

図表7で整理したドッド・フラנק法の修正法

案の多くは、共和党議員から提出されたもので、ドッド・フランク法を廃止するか、又はその内容を大幅に修正するというものでした。民主党議員は全くの反対であり、特にオバマ大統領は、ドッド・フランク法の修正は一切受け入れないという強い態度を示していました。

しかし、現在の一一五回連邦議会に入ってから、民主党議員と共和党議員が組んで、現実的な対応を行う方向に変わってきたように思います。

(2) ファインシャル・チョイス法案 (経緯)

議会の潮流は、ファインシャル・チョイス法案によって大きく変わりました。

ファインシャル・チョイス法案は、下院金融サービス委員会のヘンサーリンク委員長（共和党）がスポンサーとなって提出した法案で、一一

四回連邦議会及び一一五回連邦議会の下院本会議で可決されました。

この法案は、ドッド・フランク法の内容を完全に覆す内容を含むものでした。具体的には、例えばボルカー・ルール、ダービン修正条項（クレジットカードの手数料の上限を規制）、ホテルカリフォルニア条項（商業銀行に転換したゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー等が、元の投資銀行に戻ったとしても、引き続き商業銀行に係る規制を適用）、ペイ・レシオ（経営者の総報酬の平均と従業員の総報酬の平均の比率）の開示などについて、一律 repeal（廃止）と規定しています。

加えて、ドッド・フランク法ではありませんが、労働省がブローカー・ディーラーに対して受託者責任を課すこととした規定も、同様に廃止することとされています。

一一五回連邦議会では、上院、下院のいずれも共和党が多数を占めていることに加え、大統領もトランプに代わっておりますので、フィナンシャル・チヨイス法案が下院を通過したことで、ドッド・フランク法もこれで終わりかという議論がなされるようになりました。

(法案の概要)

フィナンシャル・チヨイス法案の内容についてより詳しく見ていきます。図表の10、11をご覧ください。

銀行SIFIsに関し、指定条件をドッド・フランク法と同様、連結総資産額五〇〇億ドル以上とした上で、最小自己資本比率(一〇%)等の条件を満たす場合、当該銀行をドッド・フランク法で導入された多くの規制の対象外とすることが定められています。先ほどの財務省報告書「銀行と

信用組合」の考え方とよく似た内容になっています。

ノンバンクSIFIsに関しては、ドッド・フランク法がFSOCに与えた、ノンバンク金融会社をSIFIsに指定する権限をなく奪し、ノンバンクSIFIsのカテゴリー自体を廃止することとしています。

また、FRBに対する連邦議会の監視強化に関する規定が置かれています。例えば、現在は半期毎に行われているFRB議長の議会証言を四半期毎にするようなことが規定されています。特に話題になりましたのが、FOMCに対して、金融政策決定に用いる公式な政策ルールを作成するよう要求していることです。

この他、FRBやSECが規則を定める際に、コスト・ベネフィット分析など、規制の影響分析を実施するよう求めています。

(下院の変化)

フィナンシャル・チヨイス法案は、二回の連邦議会において、下院本会議を通過して上院に送られました。下院としては、大統領が共和党で、上院・下院のいずれでも共和党が多数を占める状況の下、ドッド・フランク法を廃止するか、又は抜本的に修正するという意気込みを持って、下院を通過させたわけです。しかし、上院ではほとんど審議されず、実質的に無視された形になりました。

その結果、下院において、こうした極端な法案を出しても、上院で受け入れられないとの認識が持たれるようになりました。このことが一つのターニングポイントとなり、下院の姿勢にもかなりの変化が出てきたように思われます。

(3) 超党派での検討へ

(経緯)

こうした経緯を経て、五月二四日の大統領署名によって連邦法として成立したのが、経済成長・規制緩和及び消費者保護法です。金融危機から一〇年を経て、初めてドッド・フランク法の中核を修正する法律が超党派で成立したものです。

法案は、上院銀行委員会のクラブ委員長（共和党）が提案者となり、一名の共和党議員、一名の民主党議員、一名の独立系議員が共同スポンサーとなって上院に提出されました。三月一四日に上院本会議で可決された後、下院に送られました。

一時、下院の審議で大幅な修正がなされるのではないかと危惧されたこともありましたが、また、民主党の上院議員の中には、もし下院で修正されるようなことがあれば、その後の上院での審議の

際は修正案に反対すると表明する人もいました。しかし、結果的に、下院では大きな修正なしに五月二二日に可決され、大統領の署名を得て成立することになりました。

(成立した法律の概要)

成立した法律の内容を見てみます。

一つ目として、資産規模が比較的小さな地方銀行に係る規制の見直しがあります。規模が小さくても自己資本等がそれなりに充実している地方銀行に対して、規制を緩和しようとするもので、トランプの考え方とも通じるところがあります。

二つ目として、銀行持株会社に対する規制の緩和があります。銀行SIFIsの指定条件を連結総資産額二五〇〇億ドル以上に引き上げるもので、FSB（金融安定理事会）のGSIBと同等の条件になります。これによって、連結総資産

額で一二番目以上の銀行持株会社が銀行SIFIsとして指定されることになります。

総資産額が一〇〇億ドルから二五〇〇億ドル未満の銀行持株会社に関しては、FRBが、さまざまな条件を考慮して、銀行SIFIsとして指定することができることとされています。

また、ストレステストに関しても、連結総資産額が二五〇〇億ドル以上の銀行持株会社が対象とされています。

(4) 下院金融サービス委員会の変化

下院金融サービス委員会においても、大きな変化が見られます。下院金融サービス委員会は六〇名の構成で、うち共和党が三四名、民主党が二六名となっています。図表12をご覧ください。

一一五連邦議会では、FSOC改善法案やストレステストの負担軽減法案などが提出されました。

た。F S O C改善法案は四五名の賛成をもって、また、ストレストテストの負担軽減法案も四七名の賛成をもって、下院金融サービス委員会を通過しました。

先に下院を通過し、上院で審議に至らなかったフィナンシャル・チョイス法案では、F S O Cも、ストレストテストも、ドッド・フランク法から削除するとの規定が盛り込まれていました。その当時、下院では、共和党と民主党が真っ向から対立し、共和党はドッド・フランク法の撤廃又は抜本修正を主張し、民主党はドッド・フランク法の修正には一切応じられないという姿勢を取っていました。

その後、フィナンシャル・チョイス法案が頓挫したことの影響が大きいと思いますが、下院金融サービス委員会でも、超党派での現実的な対応が行われるようになってきました。F S O C改善法

案やストレストテストの負担軽減法案などは、その具体的な表れと言えようかと思えます。

五、まとめにかえて

(最適な金融規制の追求)

米国の金融規制の見直しに関しては、今年一月の中間選挙の結果を踏まえて、議論が進むのではないかと考えていました。しかし、これまで極端な議論をしてきた下院が変わったことで、元々、融和的な上院において提案された法案が連邦議会を通り、五月末に経済成長・規制緩和及び消費者保護法が成立しました。ここでは、ドッド・フランク法に対し、現実的な見直しが加えられています。

今後、最適な金融規制を追求するに当たっては、効果的な政策手法と効率的な市場制度の組み

合わせが求められ、合わせて、規制の影響分析を用いた事前的・事後的評価が不可欠になると考えています。

(ドッド・フランク法の再評価)

今後の議会の対応を考えたとき、今年一月月の中間選挙の影響をどう見るかが問題になります。以前は、上院、下院ともに共和党が多数を占めた場合は、ドッド・フランク法について極端な修正が行われるのではないかと危惧しておりましたが、今は、そのようなことにはならないと考えています。また、民主党が、上院、下院のいずれか又は両院で多数を占めた場合も、金融規制に関しては現実的な対応が粛々と進められるのではないかと思います。

規制当局の対応に関しては、例えば、FRBから、ストレステストの簡素化に向けた提案が出さ

れています。また、先月末、FRB、SECなど五省庁から、ボルカー・ルールの改正案が出されました。これらは、ドッド・フランク法の規制に関し、より現実的な対応を可能とするため、規制当局において見直しが進められていることを示すものです。

このように、市場全体の安定感が増したこともあって、議会、規制当局ともに、現実を見据えて、ドッド・フランク法の規制をより簡素なものとする方向で動いているように思います。とはいえ、上位の金融機関に対しては、従来の厳しい規制や監視が維持されることになるでしょう。

(資本市場規制の動向)

大統領令一三七七二を受けて、二〇一七年一月、財務省報告書「資本市場」が出されました。これによりますと、資本市場に関しては、当局の

規則改正で対応できるところが多くなっています。中間選挙が終わってから、資本市場に関する規則についても徐々に修正が加えられていくのではないかと思えます。その際、懸念されるのは、新たな資金調達手法である I C O (Initial Coin Offering) やクラウドファンディング、そして仮想通貨の扱いです。

例えば I C O について、連邦議会の公聴会でのやり取りを見ますと、株式などと比べ投資家の保護が不十分であるとの指摘がなされる一方、非常に効率的な資金調達方法であるとの主張もなされています。実際、今年のアメリカ国内での I C O による資金調達額は、日本円で一兆円を超えています。昨年一年間の東京証券取引所での株式による資金調達額が一兆五〇〇〇億円くらいですから、アメリカで I C O が如何に大きな資金調達源になっているかがよくわかります。

連邦議会での議論を見ても、I C O に対して強い規制をかけるべきであるとする主張がある一方、I C O のような効率的な資金調達の方法を頭から潰すのは如何なものか、強い規制をかけず、まずは育成することを最優先にすべきであるといった主張もなされています。

クラウドファンディングは、今やメジャーな資金調達手段になっています。財務省報告書では、I P O の数が減少していることを問題視し、コストの削減や規制の見直しなどを提言するとともに、クラウドファンディングの育成にも言及がなされています。

このような資本市場全体に関する新たな仕組みの構築が、中間選挙が終わった後の大きなテーマになる可能性があるのではないかと思えます。

そろそろ時間が参りましたので、私からのお話はこれくらいにして、もしご質問がありましたら

お受けしたいと思います。(拍手)

増井理事長 若園さん、アメリカの金融規制に関して、丁寧に御説明いただきありがとうございます。丁寧に御説明いただきありがとうございます。

若干お時間がありますので、ご質問がございましたら、お出しただけだと思いますが如何でしょうか。

すぐに御質問がないようでしたら、私の方から二つほど質問させていただきます。

一つ目として、先ほどの御説明の中で、地方金融機関に対していち早く規制を緩めようとする動きがあったと伺いました。アメリカでは、現実に、地方金融機関の経営が大変な状況になっているのでしょうか。あるいは、規制が厳し過ぎるので適切でないという判断で、そのような動きが生じているのでしょうか。

二つ目として、アメリカでは、これから先もいろいろな動きが生じると予想されますが、日本の銀行や証券会社にとってどのような影響があるのでしょうか。どのようなことを注視していけばいいのか、御示唆いただけることはあるでしょうか。

若園 一つ目の地方金融機関に関して、ドッド・Frank法によって規制が厳しくなった、あるいは貸し付けが大幅に減少したなどの報告は出されていません。

トランプが大統領に選出されたのは、見捨てられた地域に手を入れて、眠っていた票を掘り起こしたためです。

アメリカの大統領選挙では、人々は選挙登録を行った上で、投票所に足を運んで投票を行います。しかし、実際には、選挙登録を行わなかったり、選挙登録をしても選挙に行かなかったりする

人が非常に多く、有権者の四割ぐらいいしか投票していないのではないかと言われています。鉄鋼業や石炭は忘れられた産業である、何を言っても大統領候補は耳を傾けてくれないと考えていた有権者を、トランプは掘り起こしたわけです。

トランプは、安全保障を理由として、鉄鋼の輸入に関税をかけることにしました。保護貿易という批判はあるにせよ、わずかでも地方の雇用が守られ、もしくは増えたことで、政治的には大きいポイントを稼いだことになります。

トランプは、取り残された人々から票を得て大統領になりました。一月の中間選挙では、トランプの手法をまねようとする候補者がたくさん出てくるのが予想されます。そうしますと、地方をどうするかが選挙の大きなテーマになってきます。

特に下院議員は、中間選挙で全員が改選されま

す。選挙区では、自分が選挙民の味方であることのアピールしなければなりません。このため、地方経済の活性化が選挙の第一義的なテーマになると思われれますので、地方金融機関に対する規制緩和の必要性は各議員共通の認識になっているのではないかと思います。

今回のドッド・フランク法の見直しによって、大手銀行への規制が維持される一方、それ以外の金融機関に対しては規制が緩和されました。その結果、地方も含め、さまざまところでビジネスチャンスが生まれ、準大手クラス以下の金融機関の業績はかさ上げされていくものと見られます。

二つ目の日本の地方銀行について申しますと、短期的には早く金利を上げてほしいというのが切実な要望であると思います。地方銀行は、将来に向けて、ビジネスモデルや銀行のあり方自体を考

えることを求められています。金融業はITと高

い親和性を持っています。昔ながらの預金を集めて貸すというビジネスモデルが通用しなくなつた以上、抜本的な業態転換が必要になってくると考えています。

質問 A 最後に言及されたボルカー・ルールの見直し提案に関し、これが大手金融機関にとって追い風になるのではないかと言われています。大手金融機関がトレーディング事業を拡大するのではないか、あるいはレギュレーションへの対応コストが減るのではないか、といったことが指摘されておりますが、この点についてはどのようにお考えでしょうか。

若園 ボルカー・ルールに関しては、私は、提案された時から批判的なコメントを行ってきました。ドッド・フラנק法において、ボルカー・ルールは非常に短い条文です。それが、規制当局の規則になった途端、膨大なルールに変わってい

ます。これを読み解くのは非常に難しいのですが、一言で要約しますと、トレーディングデスク単位でのコンプラを徹底しろということです。

これは到底無理と言わざるをえません。トレーディングデスク単位で顧客のニーズを把握することも同様に無理です。遵守困難なルールを入れて、それを守れと言ってきたのがこれまでの実態です。そのようなルールがなくなれば、対象となっている金融機関にとってコンプラコストが軽くなることは明らかです。

ボルカー・ルールを入れようとした動機は、ドッド・フラנק法の精神として、銀行からギャンプルを取り除くことにありました。ボルカー・ルールという名称の基になつたポール・ボルカーの持論でもあります。しかし、ボルカー・ルールが導入される前に、ゴールドマン・サックスなどの大手投資銀行は、そうした業務を全て外に出し

ていました。その意味で、ボルカー・ルールが導入された時点で、ボルカー・ルールに関する精神は達成されていたわけです。

ボルカー・ルールが撤廃されますと、コンプラコストが軽くなるのは確かですが、元々、国債や地方債などはボルカー・ルールの対象外になっていました。このため、ルールの撤廃によってトレーディングが増えるかどうかは疑問に思います。

ボルカー・ルールが導入されたことで、市場の流動性が減ったのではないかと言われることがあります。この点、現状を見る限り、流動性が減っているとは思えません。しかし、次にもし何かがあったとき、市場の流動性を大きく毀損する要因になるのではないかと指摘もあります。ボルカー・ルールが簡素化され、本来の意味で実効性のある規則に変わっていけば、次に何か問題が起

きたときに、流動性を毀損する要因になる可能性は小さくなると思われます。

質問B 二点ほど質問させていただきます。

一つ目として、今回の規制の見直しの狙いは、厳しい規制を緩和していこうとするところにあると思います。しかし、規制を緩和した結果、オートローンなどの分野でバブルが再燃しているのではないかと報道もなされています。今後、再びバブルを発生させないための規制面での対応はどのようなになっているのでしょうか。

二つ目として、今回のアメリカの規制緩和は、日本のメガバンクにどのような影響を及ぼすことになるのでしょうか。

若園 まず、次の危機への対応ですが、先ほどもお話ししましたが、商業銀行の自己資本が積み上がっていることは非常に大きいと思います。アメリカの当局者も、金融危機前と比較して金融の安

定性は増していると言っています。この点は確かだろうと思います。

次の危機を予測することは非常に難しいと言わざるをえません。この点に関し、二〇〇八年の金融危機の原因をきちんと分析しないままで、ドッド・フランク法を制定したのは非常に大きな問題ではないかと思っています。

少し長い目で振り返りますと、二〇〇〇年のITバブル崩壊の後、金利が大幅に引き下げられ、住宅市場にお金が流れるようになりました。その結果、不動産価格が上がり、サブプライムローンが増えました。サブプライムローンが増えた背景には、ファニーメイやフレディマックなどの住宅ローン保証会社が、積極的に保証を提供したことがあります。しかし、これは、単に金融機関や保証会社が暴走したわけではなく、むしろ、歴代政権が積極的に持ち家政策を推進してきたことが深

く関係しています。政策的なミステークがリーマンショックをもたらした面があるとも言えます。このような議論がきちんとなされていないのが実情です。

次にどのような危機が起きるかは、正直に言うてよくわかりません。今日は、万一危機が発生しても、それがシステム全体に波及しないよう、資金仲介の基点になっている大手金融機関をきちんと押さえておこうという、マクロプルーデンス政策についてお話ししたものです。

なお、先ほど少しお話ししましたが、アメリカではICOによる資金調達が、今年に入って一兆円に上っています。ICOについて、日本では、早晩、全てごみくずとして消えるであろうと書いている人がいます。もしそのようなことがアメリカで起きれば、金融市場に大きな動揺をもたらすことになると思います。銀行はICOに関係して

おりませんが、ベンチャーキャピタル等が大きな影響を受けることは避けられません。それに対してどのような対応ができているのかと申しますと、おそらく何もできていないのが実情です。

二つ目の日本のメガバンクへの影響ですが、FRBは、バーゼルⅢをFRB規則に導入して、アメリカ国内の金融機関に自己資本の積み増しを要求しており、日本のメガバンクにも追加的な自己資本の積み増し要求がなされています。他方、自己資本が積み上がった金融機関に対しては、規制を簡素化する動きもあります。

外国銀行からFRBに対して、自己資本に関する規制を簡素化するように要求が出されており、今後、前向きに検討が進められるのではないかと思えます。これが実現すれば、日本の金融機関も恩恵を受けることができるようになります。

中間持株会社をどうしていくかについては、ま

だ議論はほとんど進んでいません。希望的な観測ではあります。大手金融機関の破綻処理についてグローバルに議論が進められることになれば、アメリカに中間持株会社を設立してそこに資本金を積むという議論は下火になっていくのではないかと考えています。

増井理事長 ちょうど時間になりましたので、このあたりで今日の講演会を終わらせていただきました。と思います。

今日はアメリカのお話をじっくり聞かせてもらいました。若園さん、ご苦労さまでした。(拍手)

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)

(本稿は、平成三〇年六月十五日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

若園智明氏

略 歴

平成2（1990）年 青山学院大学卒

平成2（1990）年4月より平成8（1996）年3月まで

シンガポール開発銀行（The Development Bank of Singapore）勤務

平成16（2004）年 中央大学大学院経済学研究科博士後期課程修了

平成16（2004）年 経済学博士（中央大学）

平成16（2004）年4月より現職

所属学会：証券経済学会（理事）、日本金融学会

主要著書：

1. 単著

平成27（2015）年『米国の金融規制変革』日本経済評論社

2. 共著

平成20（2008）年『金融システム改革と証券業』日本証券経済研究所編

平成23（2011）年『金融サービスのイノベーションと倫理』早稲田大学大学院
ファイナンス研究科編

平成23（2011）年『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所編

平成27（2015）年『証券市場と私たちの経済』放送大学教育振興会

平成27（2015）年『資本市場の変貌と証券ビジネス』日本証券経済研究所編

平成30（2018）年『変貌する金融と証券業』日本証券経済研究所編