

国際金融規制研究会（第2回）議事要旨

1. 日時：

平成28年12月27日（火曜日）14時00分～16時00分

2. 場所：

東京証券会館 5階 日本証券業協会第1会議室

3. 議題：

- (1) 開会、議事の説明
- (2) 報告1「金融規制の影響に関する論点整理」（小立委員）
- (3) 一報告1に関する自由討議
- (4) 報告2「信用評価調整（CVA）と証拠金規制～実務的視点を交えて～」（安田委員）
- (5) 報告3「非清算集中デリバティブの証拠金規制におけるグローバルでの課題と対応」（森田委員）
- (6) 一報告2・3に関する自由討議
- (7) 閉会

4. 議事内容：

I. はじめに（河野座長）

第2回研究会のテーマは大きくは2つあり、第1は、規制の横断的な影響評価という総論的なテーマであり、第2はCVA（信用評価調整）、証拠金規制などのやや個別的なテーマである。今回は前半をおおむね金融規制の影響評価のほうに使い、後半では個別テーマを取り扱う。

II. プレゼンテーション1「金融規制の影響に関する論点整理」（小立委員）

小立委員より、「金融規制の影響に関する論点整理」とのタイトルでプレゼンテーションが行なわれた。

III. プレゼンテーション1を受けての自由討議

○河野座長

小立報告が引用したバーゼル規制の影響分析に関する Oliver Wyman の報告は、業界からコミッションされたものに対して Oliver Wyman がチームを組んで出したもの。その過程で当局者にも接触があり、私も金融庁在職中に2～3回会って意見交換をした覚えがあるが、少なくともこの作業をリードしていたダグ・エリオットという人は、業界がコミッションしたからといって、業界に都合のいい材料ばかり

を集めるのではなくて、むしろ世の中に出ているレポートなどをできるだけ網羅的に、かつ客観的に集めてみたいと言っていた。一方で、当該作業の限界として、独自の手法を編み出したというものでなく、あくまで既存のスタディーのいわばサーベイであるとも述べていた。

Oliver Wyman の報告書が出たのは2016年の8月であるが、その前にダグ・エリオットは、当局者との合同のワークショップでも上記のような説明をしていた。またそのワークショップの場では、多くのエコノミストが、金融・経済の動きの中から規制の影響のみを取り出すことは困難であり、あるいは明確なデータがないことから、これまでの規制改革の結果について目立った悪影響はないし、顕著な意図せざる影響はみられないという結論になっていた。

大きな悪影響はなかったというのは間違いではないが、現場で実際に取引を扱っている方とか規制対応の実務を進めている方には、恐らく違った感覚があり、その感覚というのは数字にもあらわせないし、オン・ザ・レコードの説明もできない性質のものではないか。やはり、現場ではこの規制は悪影響をもたらしているという感覚はあるのではないかと思う。ぜひそういったものについて、各委員が聞かれたこと、あるいは、自身のご体験があれば聞かせていただきたい。

この議論をするときの難しさは、規制はどうしても金融の安定を中心的な目的として行われており、ある意味、取引コストの上昇や、取引の態様が変わるとするのは、少なくともその一部は「意図した影響」ということになってしまう。むしろ、意図せざる影響なり、いわゆる規制が行き過ぎている部分というのはどういうところなのかというのは、やはり丁寧な議論が必要であろう。

○邦銀の立場でドル調達の話と、資料の43ページで日本の銀行の中長期も含めたドル調達手段を4つ挙げているが、我々の場合、規制の影響が今確かにあるとすれば、②「レポ取引」と④「通貨スワップ取引」だと思う。レポ取引については、やはり両建てでバランスシートが膨らむ要因となるためレポ取引を回避するカウンターパーティーは多くなっており、レポ取引に対する依存度というのは従来に比べると低くなってきている。ただ、米銀や欧州の銀行の一部とは、バイラテラルに、例えば我々がJGBを担保として差し入れて調達する、それも短期ではなくて2年とか3年という中長期の外貨のファンディングを行なうといった取引があり、その残高も増えてきている。これはむしろ安定的なファンディングソースとして利用できるという状況である。

④の通貨スワップは、これもやはりカウンターパーティーのレバレッジ比率上の問題があり、カウンターパーティーの数は従来に比べると減少傾向にあると思う。加えて、通貨スワップのコストが季節要因とかもあり上昇し始めると、従来はそこにマーケット・メーカーが多くいて、そういったプライスを冷ますという裁定をいれていたが、今はコストが一旦上昇すると、ある一定期間は上がり続け、裁定が

なかなか効きにくくなっている。これを見ると、コスト的な面を見たマーケット・メーカー機能の低下が影響としてある。

邦銀が力を入れているのは、やはり本源的な預金（③「ドル預金」）をトランザクション・バンキングあるいはキャッシュ・マネジメント・サービス等でいかに調達するかであろう。

〇〇TCデリバティブの説明における集中清算について。バーゼル規制や集中清算の規制を各々見ると、これらは成り立ち得るのかなと思う。しかしながら、清算機関に対してクライアント、バイサイドも含めて取引を集中させようという動きがある一方で、バーゼル規制の影響によってクリアリング・ブローカー・ビジネスを行なう銀行なり金融機関からすると、逆にクライアントがつけばつくほどコスト負担がふえてしまう。それによってクリアリング・ブローカー・ビジネスが成り立たなくなり、結果としてクライアント、バイサイドによるCCPの利用が難しくなる。それぞれの規制が目指しているところは理解ができるが、バーゼル規制 vs 集中清算規制で見えていくと、実は意図せざる結果のほうに行ってしまう部分があるという感想がある。

○河野座長

この2つないしそれ以上の規制の相互の関係や、場合によっては規制同士が矛盾しているという問題は、自分が記憶する限り、バーゼルⅢの議論の初期でも発生していた。例えば、流動性規制を導入することで、銀行による国債の保有をふやす方向でインセンティブが働く一方、他方でレバレッジ比率を導入することで、いわばそれをディスカレッジする方向の規制が行われるということがあり、実はこの当時、私も大分バーゼル委員会で指摘した覚えがある。しかし、このような場合でも、なかなかそれぞれの規制をやめることにはならず、結局はそのバランスの中で、言葉は悪いけれども妥協が図られたと思う。清算集中の問題も、バーゼル委員会とIOSCOとで、バーゼル委員会は資本規制を強化する方向で、IOSCOのほうは清算集中を進めたいという方向で大議論をし、最後は妥協が図られたと記憶している。

IV. プレゼンテーション2「信用評価調整（CVA）と証拠金規制～実務的視点を交えて～」（安田委員）

安田委員より、「信用評価調整（CVA）と証拠金規制～実務的視点を交えて～」とのタイトルでプレゼンテーションが行なわれた。

V. プレゼンテーション3「非清算集中デリバティブの証拠金規制におけるグローバルでの課題と対応」 (森田委員)

森田委員より、非清算集中デリバティブの証拠金規制におけるグローバルでの課題と対応」とのタイトルでプレゼンテーションが行なわれた。

VI. プレゼンテーション2および3を受けての自由討議

○河野座長

恐らくCVAのほうは、バーゼル委員会から何らかの結果が示されると承知している。

証拠金規制などは、ある意味では自分自身の責任にも返ってくる問題であり、さんざん議論して、もっと整合的かつ時間的にも内容的にも各国が協調しながら内容を決めて実施していくという意図はありながら十分それを達成できず、結局、業界の負担や余計なコストがかかることでエンドユーザーに迷惑をかけているのではないか感じる。

○ドッド・フランク法ができて、CCP、即ちシステミック・リスクの防止策が導入されたのだから、CCPで扱える商品はそれほどない。その反面、CCPで扱わないものに証拠金規制をかけようとする、結局、店頭デリバティブ規制は、本来はできる限りCCPに商品が載るようにという趣旨で始まったはずが、証拠金規制によって、それとは異なるインセンティブが働きかねず、プレゼンテーション2と3であったように、理念と実態がずれてしまっている。本来はCCPの能力を上げるところにもっと議論を持っていかねばならないと思う。

さらに問題点として、OTCマーケットというものは上場デリバティブのマーケットと違い、顧客のニーズに合わせたヘッジ手段なりスペキュレーション手段を新規開発して提供することが本来の機能だが、その機能を全部否定するような形で今の規制が動いてしまっている。基本デザインが間違っていたのだろうと思う。細かい技術論でみなが悩み、マーケットはどんどん縮んでいく。

EUの実行延期やブレグジットなどをを受けて、基本的に基盤が変わりつつあるのかもしれない。それらを踏まえて、IOSCOなりFSBなどに提言をすべきでは。

○河野座長

今の点について、当初の意図は2012年末までに規制を導入することで合意し、そのためにIOSCOで合意した国際基準について、FSBを経由してG20のお墨つきを得るものであったが、時間的に無理があった。しかし、時間がかかる中でも、各種規制についてなるべく統一的な期限を設けようとし

て、いわゆる非清算集中取引の証拠金の問題などについては、少なくとも実施時期と内容を合意できた。当局者間ではこれは比較的うまくいったという位置づけであったが、このような問題が生じている。

この局面になってくると、各国規制のばらけ方が大きくなっているが、これはトランプ政権誕生なりブレグジットと無関係ではないという気がする。国際的にある種改革の求心力が失われてきて、各国の事情がさまざまあり、かつ今度は政治的な圧力が増大してきている。しかもこうした国際基準には、強制力がない。合意した内容は条約ではないので、例えば欧州委員会が一方的に実行を遅らせたことなどに対して、他国の当局はレターで苦言を呈するのが関の山のような状態であった。

別の事象ではなく、もう少し高いところから見てみると、やはりガバナンスの問題があるのだと思う。特にクロスボーダー取引というのは、取引そのものはもう国際的になっているのに各国がばらばらに規制しているという状態がいまだに続いているということが根本的な問題であり、そういう国際的な金融市場にどのように規制を及ぼすか、そのガバナンスが問われている。しかもそれが、ひょっとすると来年はいよいよ国際的な規制・監督フレームワークが存立の危機に瀕するかもしれないという感じがする。国際金融規制のガバナンスのあり方まで含めて、ぜひご意見をいただきたい。

○証拠金規制については、我々の団体のメンバーも非常に関心がある。ルールができた、あるいはできつつある中で、エンフォースメントをどう工夫できるのかわからないところはあるが、理想と現実が既に乖離してきている中で、当局にもエンフォースメントの面で考慮してほしい。

また、総じて感じたのは、結果としてこういう規制は業態間の得失につながると思う。マージン規制でいうと、大手行に取引が集中する中で、中堅以下が相手先として減少してしまう。業態による不平等というか、影響が異なってきてしまうところが問題であろう。マーケットの安定性は重要だと思うが、結果として違うところへ行っているのかなと感じる。だからこそ、もう少しエンフォースメントの点でも考慮する余地があるのかなと感じる。

○河野座長

エンフォースメントに関して言えば、現場の実態がまだ準備中であるとか、当局でさえそのルールが全部公布できていないという状態であれば、エンフォースメントのしようもないと思う。かつてCFTCの委員長のところへ「CFTCのルールは施行されているけれども、このようなものをエンフォースされたら困る」と伝えに行き、先方も、はっきりと執行しないとはいえないものの、「そこは配慮する」と言ったこともあった。

このように、エンフォースメントの現場での実態はそうならざるを得ないと思うが、業態ごとの影響の違いというのは非常に重要な問題である。最近の傾向としては、アメリカもヨーロッパもそれぞれの実情に応じ、取引規模、取引内容によって規制を分けるということをかなりやるようになっているが、それが必ずしも各国で整合的ではない。こういった問題について、国際合意の上で対応できたほうが望ましいと思うが、ある程度各国の実情に応じて変えざるを得ない面もある（日本におけるバーゼル規制の国内基準など）。

私を感じるのは、少なくともいわゆるエンティティーベース、銀行なら銀行という主体を規制するルールであれば、多少は業態や国ごとに違いがあってもいいのだが、トランザクションベースのルールについては、1つの取引に対して、こちらの端とこちらの端で違う規制がかかるというのは無理がある。

○そこがマージン規制の一番難しいところだと思う。清算集中であれば中央清算機関という1つのエンティティーがあるが、取引になってしまうと直接両方の規制が同時にかかってくることになり、厳しい規制に合わせざるを得ない。今は米国の規制が一番厳しいので、それに合わせて全てのインフラがつくられている状態。

ボリュームでいえば7割ぐらいがクロスボーダーのため、当局間でも一緒に話しながらルールをつくっていくというのが一番必要であろう。ISDAの契約書自体は全てに合わせるようにはつくりられているが、その必要性を感じる。

○河野座長

各業界団体のネットワークで、トランプ大統領になって、規制が一番厳しかったアメリカがそうでなくなるという兆しはあるのだろうか？

○規制が緩くなるということは余りないのかもしれないが、国内の経済に悪影響を及ぼすという点を強調することにより、規制が見直されるということはある。

VII. CFTCのクロスボーダー・スワップ取引に適用される規則改定案について（石倉委員・池田オブザーバー）

石倉委員より当該規則改定案の概要および日本証券業協会の対応について説明があり、池田オブザーバーからは金融庁及びIOSCOの対応についての説明があった。

VIII. 次回以降の会合での報告

○河野座長

次回会合は、①バーゼル規制について全国銀行協会から、②投資信託に関連して大久保委員から、③店頭デリバティブについて、規制全体についての欧米の動向や、日本での実務対応上の課題について保木オブザーバーから、それぞれプレゼンテーションを予定している。

その後、2月の会合（第4回）では、保険業界からプレゼンテーションをお願いしたい。またアメリカ議会の立法の動向や、トランプ政権下での今後の金融規制の動向などについて、当研究所の若園委員にプレゼンテーションをお願いする。