

EUの新しい金融規制・監督体制について

岩 田 健 治

はじめに

EU統合と金融システム

皆様、こんにちは。ただいま御紹介にあずかりました九州大学の岩田でございます。当研究所の客員研究員をやらせていただいております。

今日は、「EUの新しい金融規制・監督体制について」ということでお話をさせていただきたいと存じます。どうかよろしくお願いいたします。

今回は七〇年に一回の危機であり、EUができ

てからは初めての大規模な、全ヨーロッパを巻き込んだ危機でございますので、その危機が襲ったEUの金融規制・監督体制というものがどうやってできてきたのか、そもそもその原理はどういうものであったのかということ、少しおさらいを兼ねて第Ⅰのところでお話しさせていただきますと思います。

そして、第Ⅱは「世界金融危機と欧州金融機関」です。アメリカのサブプライム関連で爆発した今回のリーマンショック以降の危機でなぜヨーロッパが大きく傷つかなければいけなかったの

か、ヨーロッパの金融機関がなぜかくも大きな損傷を受けたのか、この点については、皆様にとつては釈迦に説法のようなお話になるかもしれないけれども、おさらいさせていただきたいと考えております。

今回の主立ったテーマは第Ⅲの「危機後のEU金融規制監督改革」です。

今回のお話の全体の中身に関しましては、本研究所の冊子『証券レビュー』にいずれ載録されると思いますけれども、同時に、参考文献といたしまして、昨年出ました『世界経済・金融危機とヨーロッパ』という著書の中で「世界金融危機とEU金融システム」というテーマで書いております。今回は、特に証券関係の部分について少しアップデートする形でお話しさせていただきたいと考えております。

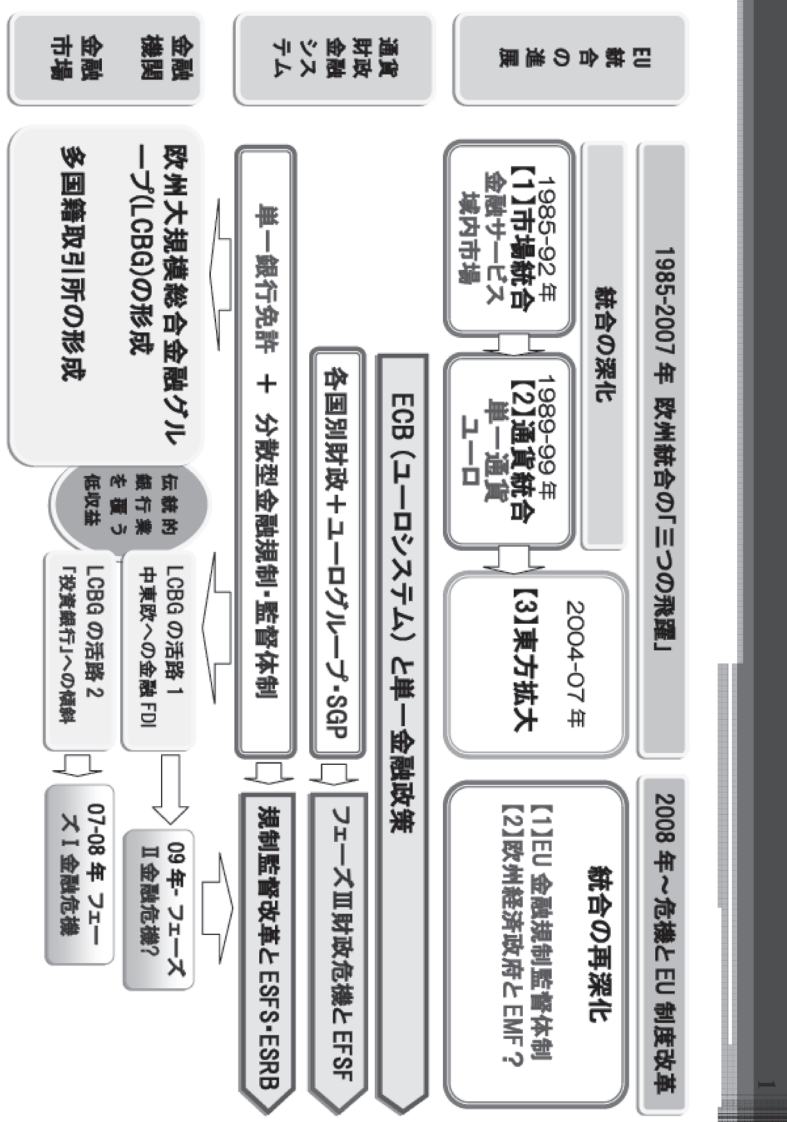
(1) EU統合の「三つの飛躍」…域内市場

・通貨統合・東方拡大

まず初めに、図表1の図をごらんいただきたいながら、前のページにさかのぼって説明させていただきたいと思います。

御存じのように、EUは一九八五年から一九九二年にかけて市場統合を行いました。その後、通貨統合を行い、一九九九年にユーロをスタートさせております。その後、二〇〇四年から二〇〇七年にかけて中東欧諸国を加えて拡大しております。今回の危機に至る直近の四半世紀、EUは、中央大学の田中素香教授によれば「三つの飛躍」を遂げたといわれております。市場統合と通貨統合、この二つを我々は統合の「深化」と呼んでおりますが、それと同時に、この統合でできた枠組み、例えば規制監督の枠組み、あるいはユーロという通貨上の手段、これらを東方に「拡大」させ

(図表 1)



ることで独自の発展を遂げてきたわけです。

今日のお話は、少しおさらいも兼ねまして、まず、この統合の「三つの飛躍」つまり、域内市場と通貨統合と東方拡大の中で、一体、EUの金融システムや金融規制・監督というのはどうなっていたのかということを考えてみたいと思うわけがあります。

①一九九二年 域内市場とEU金融規制監督体系の形成

まず、一九九二年の市場統合のときにEUの金融規制・監督体制ができ上がりました。その前から、具体的には一九七九年から、証券の上場関連の指令等々、EU独自の法律というのは既にできておりましたが、体系的にEUの金融関係法ができ上がったのは一九九九年の市場統合に向けたプロセスの中です。

このときに大きく二つの原則が確認されました。一つは域内単一免許です。金融機関は域内単一免許を使って自由に他国で業務展開できる。もう一つは、最低限調和と相互承認の原則です。

これらについては後ほど詳しく御説明いたしますが、今回の危機でこの原則の一部分が新たに乗り越えられようとしている。つまり、今回の金融危機により、EU統合の最初の大きな飛躍であった一九九二年の市場統合の枠組みがもう一歩強化されようとしていることを申し上げたいがゆえに、従来の統合の原則を後ほど確認させていただきたいと思います。

②一九九九年 通貨統合と

金融サービス政策の展開

次に、一九九九年の通貨統合ですが、通貨統合というのは文字通り通貨の統合ですので、金融の

規制監督には直接かわりませんが、域内の投資等にとって最後の障壁といわれた通貨の障壁が取り除かれることで、より一層、金融サービスの域内市場が強化できるだろうということで、二〇〇〇年代の前半および後半に、二つの金融サービス関係の中期計画を出しまして、それを遂行してまいりました。

③二〇〇四～〇七年 東方拡大と新規加盟国へのEU金融法の適用

そして、第三の飛躍が二〇〇四年と二〇〇七年の東方拡大でございます。中東欧、地中海二カ国、バルト三国、そして、二〇〇七年はルーマニア、ブルガリアを新たにメンバーに加えて何をやったかという点、金融関係では、一九九二年にできなかった金融規制・監督体制が単一免許も含めて、中東欧エリア全域に及んだわけでありま

す。その単一免許を使って、西ヨーロッパの銀行が中東欧のエリアに、そして、北ヨーロッパの銀行が、今回非常に大きな問題を抱えましたけれども、バルト三国のエリアに入っていました。

(2) 世界金融危機とEU金融規制監督体制の修復

これが過去の四半世紀の金融システムのEU的な発展だったわけですが、今回は、この「三つの飛躍」のもう一つ次のところで、過去にできなかった規制・監督体制の大幅な、抜本的な見直しが行われている、この点を後ほどお話しさせていただきます。と考えております。

少し補足させていただきますと、今見たのは図表1の「単一銀行免許＋分散型金融規制・監督体制」の部分で、それが今回の金融危機に直面して抜本的な改革に入ろうとしているということでございます。

一、EU金融規制監督体制の形成と展開

(1) 単一免許制度

それでは、一九八五年から一九九二年にかけてつくり出された金融規制・監督体制とはどのようなものだったのか、簡単におさらいさせていただきます。

二つありまして、一つは、金融の競争を促進して効率化を目指す。どのように競争を促進させるかという点、今まで一国的に守られていた金融機関が隣の国に行って競争できるような仕組みを整えるわけです。要するに域内の寡占競争を促進するという考え方なわけですけれども、それを金融サービスにも適用するとどうなるかというと、ある金融機関が本国で取得した銀行免許を持って

いれば、他の構成国で支店開設や直接的なサービス提供ができるようになった。このような制度を整えたわけでございます。

(2) 分散型の規制監督体制

(Ⅱ欧州金融監督システムEESFSの不在)

他方で、このように域内で競争が促進されることによって、とりわけ金融サービス部門では、金融の安定性というものが損なわれる危険がございますので、それに関しまして、EUは次のような制度を整えました。それは、今から振り返ってみますと非常に分散型の規制・監督体制でした。どのように分散型だったかというと、一つは、投資家保護、預金者保護など、金融サービスの消費者を保護し、さらに金融全体の安定性を守らなければならぬ、そのためにEUレベルで最低限遵守すべき水準を共通に定める。後ほど申し上げます

が、例えば預金保険では、破綻したときには二万ユーロは支払わなければならない、このような「最低限の調和」のレベルを域内で決めました。英語では「ミニマム・ハーモナイゼーション」と呼ばれているものです。

ただ、各国は自国の金融機関に、より高いハードルを課すことができる、それが本国監督と相互承認という原則です。単一免許で域内の複数国で業務を営む金融機関の監督に関しては、今回のように流動性危機みたいな形になりますと、進出した先の国の中央銀行が即応しなければいけませんので、流動性の監督だけは受け入れ国がやります、それ以外の監督、例えば自己資本等々の規制監督については本国の当局が受け持つ。そして、金融機関が進出してきた受け入れ国側の当局は、本国の監督当局のもとで預金保険がかかり、自己資本水準がかかっているその金融機関の活動をそ

のまま受け入れる。そういう形で域内で規制を各国が相互に承認する。こういう分散型の規制・監督体制でありました。これによって域内の金融部門の安定性を確保しようとしたわけです。

このように、競争という意味では単一免許制度をつくった一方、安定性という意味では分散型だった。ここには一つの矛盾があるわけですが、なぜこのように分散型になったかという点、この方法によってしか、単一免許を実現するようなEU全体でのレベルの合意に至ることができないと、当時の欧州委員会等々が考えたからだとは私に理解しております。

(3) EU金融関連法制の変遷

EUの場合、このような体制というのはすべてEU法をつくって実施します。基本的にEUの金融関係の法律は主に二つ使われておりまして、一

つは「指令（ディレクティブ）」といわれているもので、これが基本でございます。そのほかに「規則（レギュレーション）」というものがあります。

この「規則」と「指令」はどう違うかといいますと、「指令」というのはEUが先ず統一に決める。決める際に各国の利害などいろいろな反映されますけれども、最終的にはEUの法律として決める。それが各国で実施されるためには、例えば銀行指令というEUの指令をつくってそれが各国で実施されるためには、今度はEUの構成国の国内法をこの指令に沿う形に書きかえていかなければならない、このような二段構えの法律でございます。他方で「規則」というものが最近使われるようになってきておりますけれども、これはEU法として各国にダイレクトに適用される、そういう違いがございます。

今見ているのは図表2の「I 一九九二年域内市場完成まで」という部分です。ちょっと細かくてややマニアックですが、読み方だけ御説明させていただきますと、例えば「第一次銀行指令」というところには(77/780/EEC)と書いてありますが、これは、ECの閣僚理事会が一九七七年にいろいろな法律を採択したんですけれども、その七八〇番目にでき上がった法律という意味です。このようにしてEU法というものが一つずつでき上がってくるわけです。

まず、確認していただきたいのは、初期の、つまり一九九二年の市場統合までの間にできた法律というのは、基本的に先ず、金融業（ヨーロッパの場合はユニバーサルバンクですので、証券業も営む銀行業）が、どうやったら域内単一免許が取れるか（銀行指令・投資サービス指令）、自己資本の水準はどうあるべきか、その際の自己資本の

(圖表2)

2011.01.11 現在

[illegible]

注()内はEU官報の公式文書名。国の立法令については、欧州委員会との交渉は2011年まで、欧州議会およびEU加盟国での採択は2011年まで、各国国内法の実施期間には2012年をそれぞれ予定

定義はどうあるべきか、大口融資規制はどうするか、このようなものでございました。もう一つがUCITSといわれる投資信託関連の規制です。それから三番目は、証券の上場及び上場後の情報開示に係る規制です。

市場統合のときに定められたEU金融法体系には、このように、銀行業、証券業に係る法律と、投資信託、そして企業の上場あるいは公開に係る法律という三つの大きな柱があったということをまず御確認いただきたいと思います。

(4) 欧州統合の「第二の飛躍」と金融サービス

その後、EUは、市場統合というEU統合の「第一の飛躍」の時期に「形成」された金融規制・監督体制を、EU統合の「第二の飛躍」の時期である一九九〇年代、二〇〇〇年代に「展開」するわけですが、それは二つの大きな中期計画の

もとでなされました。そこでは、通貨統合のもとでEUの金融サービス市場をより強固なものにするために、市場統合のときにできた法律のどこが不足していて、より一体化したEUの金融サービス域内市場を完成させていくためには何が必要かということをも全部洗い出しました。一九九九年から二〇〇四年まで、F S A P（ファイナンシャル・サービス・アクション・プラン）といわれる行動計画のもとで、①単一のEUホールセール市場、②オープンで安全なりテール市場、③最新の健全性規制と監督、④他の一般目標という四つの目標を掲げて、四二項目の追加措置、指令等々をEUで決めるという提案を行い、実際にそれを実施しております。

また二〇〇五年から二〇一〇年までの間は、『金融サービス政策白書』のもとで、①より良い規制、②適正な規制・監督構造、③新たな立法措

置（リテール金融、清算・決済、ファンド、国境を越える再編）、④グローバル化対応といった問題に対処するために法整備を行ってきたわけでございます。実は、つい一週間前まではEU金融システムは形式上はこの政策のもとにあったわけですが、三年前にリーマンショックというより大きな津波が襲ってまいりましたので、もうこの政策はどこかに吹き飛んでしまっているというのが正直なところかと思えます。

(5) ラムファルシー委員会報告と

4 レベル・アプローチ

それと同時に、二〇〇〇年代前半、立法の分野で、つまり、EU規制を策定するところで非常に重要な変更が行われました。それは、「ラムファルシー・プロセス」と呼ばれているもので、後ほどお話しする「ドラロジュール報告」の中では

「レベル3委員会」という暗号のような言葉が出てまいります、そうした立法プロセスとその他の手段が整備されました。

これは少し歴史的な話になりますが、ラムファルシー委員会というのができまして、二〇〇一年に「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会報告（ラムファルシー報告）」を出しております。そこで指摘されているのは、グローバル化が進んでどどんマーケットが変化しているのに、EUの立法プロセスが非常に遅い。欧州委員会が提案してから採択されるまでに何年もかかるケースがある。それでは変化に対応できないから何とかしなければいけない。それから、柔軟性が非常に欠如している。さらに、法律があいまいで、EU法をつくっても、各国では結局適用のところではあけてしまっているケースが多い。そのため規制上の改革が必要という結論に達しました。

そこで、①大枠の原則をまず決め、②次に、法案の技術的な詳細については、専門家も交えて別途決める。さらに、③それを構成国で実施するために第三段階のプロセスを明確化し、④最後に法の執行を行う、という四つのレベルから成るアプローチを提案しました。これがいわゆる「ラムファルシー・プロセス」というものです。このラムファルシー・プロセスは当初、証券分野で提案されたものでしたけれども、後に、銀行、保険、それぞれの分野で同じ方法が適用されるに至りました。

(6) 規制委員会としてのレベル2委員会と監督委員会としてのレベル3委員会（後のE S A S）

今申し上げたレベル2のところを担当するのが「レベル2委員会」というもので、E B C（欧州銀行委員会）、E S C（欧州証券委員会）、E I O

P C（欧州保険・年金委員会）といった委員会ができております。このとき同時に「レベル3委員会」として、でき上がったE U法の詳細を実施し、適切な法の運用について監視していく、いわゆる「監督者委員会」と呼ばれるものができました。C E B S（欧州銀行監督者委員会）、C E S R（欧州証券監督者委員会）、C E I O P S（欧州保険・年金監督者委員会）といわれる銀行、証券、保険・年金に係る分野別の委員会がそれぞれです。

これが後に、本年一月一日に創設されることになりましたE S F S（欧州金融監督制度）の実体を構成することになるわけですが、その一番もとになっている委員会がこのときにでき上がったということを御理解いただきたいと思います。

(7) 分散型金融規制・監督体制から規制監督改革

へ

図表1に戻りまして考えてみたいと思います。金融システムは、単一免許というところまで行つたわけですが、規制監督はなお分散型だった。今申し上げましたレベル2委員会、レベル3委員会は、銀行・証券・保険の分野別にできていましたけれども、例えばヨーロッパ中央銀行のような実体があるわけではなく、各国規制監督当局の会合にすぎませんでした。そして、先ほどご説明いたしました『金融サービス政策白書』を二〇〇五年につくるときに、これでいいのかという議論がマーケットの側からも出てまいりましたけれども、結論は、これでいい、分散型で大きな問題が起きていない以上、当面各国の当局間の情報の共有、情報のやりとりを密にすることで対応していきましよう、という議論になりました。まさにそれが

金融規制・監督における分散型システムというものだったわけです。

他方、一九九九年にはECBという単一の中央銀行がつくられて、通貨政策のほうが単一化しております。通貨政策は単一化し、もう一つの金融・財政のほうはユーログループとSGP（安定成長協定）があるものの、基本的には各国財政に依拠した分散型となっている。そして、金融規制・監督も分散型だった。これらの二つの分散型体制が今大きな見直しの時期に入っているというのが、我々EU統合を研究してきた者から見て、統合の深化・発展ということになるわけです。

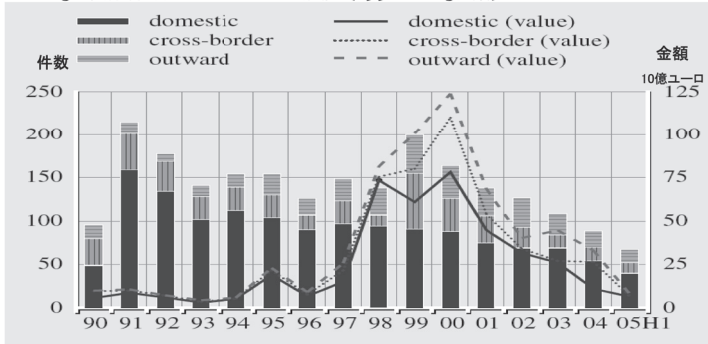
二、世界金融危機と欧州金融機関

では、なぜこの分散型体制が今大きな見直しの時期にあるのかということについて考えてみたい

(図表 3)

Ⅱ-1. 欧州域内銀行再編とLCBGの形成(1985-2001年)

EU15カ国銀行部門によるM&Aの推移 (1990-2005前期)



出所) European Central Bank(2005), *EU Banking Structures*, p. 8. 原典) Thomson Financial SDC.

注) 2005年のデータは前半を2倍して計算。「EU域内」とはEU15カ国内部の国境を越える合併・買収を、「対域外」とはEU域外銀行によるEU15所在銀行の買収を、それぞれ意味する。

と思います。一では、統合のプロセスと、そこででき上がった制度というものを見てきたわけですが、その制度のもとでマーケットのプレーヤーがどういうことをやったのか、図表1の一番下の第三層（金融機関・金融市場）の部分を少しおさらいさせていただきます。

(1) 金融機関再編と総合大銀行グループの形成

域内の単一免許ができ上がったために金融機関の再編が進みます。EUの域内金融機関は、総合大銀行グループ、「LCBG（ラージ・コンプレックス・バンキング・グループ）」とECBが呼んでおります大銀行グループの形成に向けて動き始めます。

図表3の棒グラフの一番下の黒い部分は国内合併、真ん中の縦縞の部分はクロスボーダー、つまり国境を越えた域内合併、それから、一番上の横

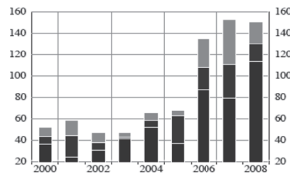
(図表 4)

参考：近年のユーロ域銀行M&A

Chart \$116 Value of mergers and acquisitions by euro area banks

(2000 - 2008, EUR billions)

■ domestic
■ euro area other than domestic
■ rest of the world



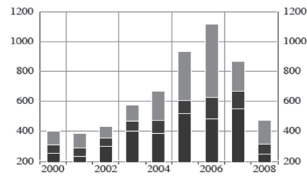
Sources: Bureau van Dijk (ZEPHIR database) and ECB calculations.

Note: All completed mergers and acquisitions (including institutional buyouts, joint ventures, management buyout/s, demergers, minority stakes and share buybacks) where a bank is the acquirer.

Chart \$117 Number of mergers and acquisitions by euro area banks

(2000 - 2008, total number of transactions)

■ domestic
■ euro area other than domestic
■ rest of the world



Sources: Bureau van Dijk (ZEPHIR database) and ECB calculations.

Note: All completed mergers and acquisitions (including institutional buyouts, joint ventures, management buyout/s, demergers, minority stakes and share buybacks) where a bank is the acquirer.

出所) ECB, *Financial Stability Review*, Dec. 2009, Statistical Annex, p.41.

稿の部分はアウトワード、つまり域内と域外、日本とかアジアとかアメリカとの間の金融機関の合併です。それらを件数別（棒グラフ）、金額別（折れ線グラフ）であらわしたものです。

大きく見ていきますと、「第一の飛躍」があった一九九〇年代前半は国内合併が中心で、額はそれほど大きくなかったというのがこの図からわかります。他方、大西洋の反対側でＩＣＴ革命が進んでいた「第二の飛躍」の時期には、どちらかというと域内の金融機関の合併がふえている。第二の合併ブームです。

そして、追加になりますけれども、時期をさらに直近まで広げてまいりますと、今度は少し世界的な合併も関与した形で第三のブームが、二〇〇〇年代後半、パリバショックの前あたりまでの時期にあったということが、図表４からおわかりいただけるかと思えます。

このように、まず国内を固め、それから域内でクロスボーダーで合併するということで、大規模金融機関がでかかります。しかも、それはヨーロッパの大规模金融機関となるわけです。

(2) 低収益環境とLCBGの二つの活路

この大規模金融機関は、二〇〇〇年代のICTバブル崩壊以降の低金利、過剰流動性の中で収益率がどんどん低下していきます。図表5と6のグラフは総資産利益率でございますが、イギリス、ドイツ、フランスという形で通常の銀行業務を営んでいるともう儲からないという形になるわけです。

このときに各国の商業銀行はどのように対応したのか。今から振り返りますと、二つの出口があった。一つは、大規模な銀行の非伝統的「投資銀行」化。M & A仲介やアンダーライティングで

はなくて、トレーディング業務中心でやっていくことによって、アメリカの「影の銀行制度」がもたらす高収益にあずかる。この方面に進んだ幾つかの銀行は、ROEベースで三〇%を超えるような数字を二〇〇〇年代後半にたたき出し、高収益にあずかることができました。

それから、それほど高収益ではないのですが、東方拡大という「第三の飛躍」を使って中東欧の銀行市場に入っていきます。図表7で、EU15というのは中東欧以外の既存加盟国、EU27というのは拡大後の加盟国を含むデータですけれども、中東欧では、利ざやが厚く、純金利収入が相対的に大きいことがわかりただけだと思います。ですから、現地銀行を買収し、面展開でリテールを含む通常の銀行業務を営むことで大きな収益が得られる。

このように、二〇〇〇年代の欧州の大銀行に

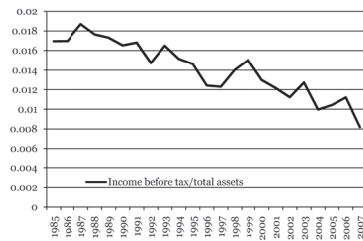
(図表 5)

5

II-2. 低収益環境とLCBGの二つの活路(2002-06年)

- 2000年のITバブル崩壊以降の低金利、過剰流動性の中で伝統的銀行業務の収益率悪化。

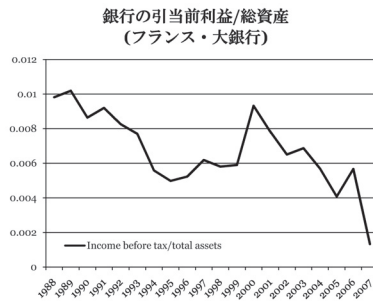
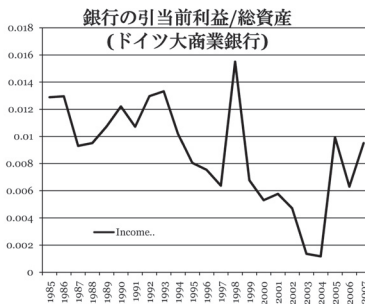
銀行の引当前利益/総資産(英国)



(図表 6)

6

II-2. 低収益環境とLCBGの二つの活路(2002-06年)

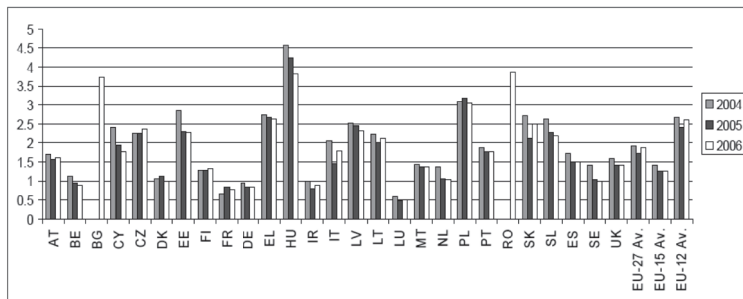


出所) OECD, Bank Profitability より作成。

(図表 7)

II-2. 低収益環境とLCBGの二つの活路(2002-04年)

純金利収入の国別推移



Source: ECB (2005-2007).

は、大きく、非伝統的「投資銀行化」と中東欧への面展開という二つの方向づけがあったと考えられます。

(3) 米国「影の銀行制度」

非伝統的「投資銀行」化に入っていた銀行がどのようなことをやったのかということが図表8の説明になります。こちらにも、釈迦に説法とは思いますが、ごく簡単にまとめさせていただきます。

アメリカ国内の通常の資金供給ルートというのは、商業銀行から個人に向けて、しかも、サブプライム層には属さないような通常の個人に向けて住宅ローンが貸し出される。あるいは、住宅ローンの専門機関を通じて貸し出される。それをファニーメイやフレディマックのような連邦政府支援機構が保証するという一九三〇年代以降にでき上

● 建築設計事務所



がった正規の銀行システムを通じたものでした。

それに対して、一九八〇年代前半の金融革新を通じた証券化、そして、今回新たにでてきた再証券化、さらにそれを支えるモノライン、格付け機関、さらに、期間転換を行うことで長短利ざやをすくい取ろうというビークル（SIV）、そして、ビークルにお金を出す証券会社やファンド、それにさらに出資をしている商業銀行、こういう構図ができ上がって、通常の銀行制度の裏側に「影の銀行制度（シャドー・バンキング・システム）」ができて、資金供給がこういう形で行われていた。図表8では下の網のかかったところがいわゆる「影の銀行制度」といわれるものです。

この影の銀行制度には規制がかかっていないか、かかっていても緩やかで、それが問題を引き起こしたということで、ここが今回の大きな改革の対象となります。ここにどう規制をかけていく

のかということが今問題になっているわけでございます。

ヨーロッパの銀行なのになぜここを見なければいけないのかについては、先ず影の銀行制度の一番の起点にあるABS、CDOの購入先として、ヨーロッパが比較的多かった。それから、先ほど申し上げましたSIVの中の幾つかには、香港上海やスタンダード・チャータード、ソシエテジェネラルのようなヨーロッパ系銀行が全面関与していた。それから、モノラインといわれるものの中にも二つほど欧州系がありまして、フランスの貯蓄銀行、それからデキシア、この銀行は後ほど大きな問題を起こしましたが、これらがアメリカのモノラインを傘下におさめていた。デキシア傘下のモノラインは4大モノラインの一角を占めていました。こういう形で、アメリカの影の銀行制度に一部のヨーロッパの金融機関が相当程度関与し

ていたということがわかっております。

こうした米国の影の銀行制度への関与と並行して、現在PIIGSとって問題になっておりますアイルランド、スペイン、それからバルト三国、ここで不動産バブルがおきて一部の銀行が関連する信用膨張に関与しました。

(4) トレーディング勘定がもたらした危機

① フェーズI トレーディング勘定危機

米国の影の銀行制度に関与していた欧州の大規模金融機関は、パリバショック、リーマンショック以降、大きく傷ついて、いわゆる流動性ファンディング危機というものがもたらされました。

それに対して、ヨーロッパの銀行もアメリカとほぼ同時並行で二〇〇八年の九月危機に直面しましたので、ECB、EU各国政府、EU、この三者が一丸となって、①流動性危機に対してはドル

も含む流動性供給を行い、②EUが緊急で資本注入に係るルールを定めてソルベンシー問題に対応し、各国政府が実際に資本注入を行い、それから、③EU全体としては規制・監督体制の修復を直ちに開始した。二〇〇八年九月危機に対してEUがやったことは、この三つのレベルの大きな取り組みだったわけです。

この三番目の取り組みについて、これからフォークラスしてまいりたいと思います。

流動性ファンディング危機というのは結局、レバレッジをきかせてバランスシートの内外に市場性のリスクを抱えた金融機関が、レバレッジをきかせる際の調達の側で、短期で調達していたものを借りかえることができなくなったという新しい形の危機でした。歴史的には、預金者が現金をよろしにきて手元現金が枯渇するというのが流動性危機だったわけですが、ハイレバレッジ化した銀

(図表 9)

Ⅱ-4(1) トレーディング勘定がもたらした危機 LCBGのB/SとEU各国政府による金融危機対応策

	A資産	L負債	
LLR by ECB等→	現金・預け金(流動性)	中銀借入(含@ \$)	←LLR by ECB等
SME向け貸出支援→	貸出(信用リスク)	預金(銀行間)(含@ \$)	←加盟国政府による保証
ECB等利下げ→	投資(市場リスク)(含@ \$)	預金(非銀行民間)	←EU預金保険指令修正
時価会計一時凍結→	投資(減価分)(含@ \$)	市場性資金(含@ \$)	← φ
加盟国政府による資産買取り→	貸出(不良化分)	自己資本	←加盟国政府による資本注入 ←EU自己資本指令修正
	オフバランス損失		
	* SIVの連結対象化などによる損失計上分。		

出所) 各種資料より筆者作成。

行のバランスシートをファンディングができないという形で、新しいタイプの流動性問題が起きたわけです。しかも、その多くがドルファンディングだったということです。

今日はその問題には触れませんが、図表9のLCBGのB/SとEU各国政府による金融危機対応策にもう少しフォーカスしていきたいと思います。このスライドには、実際にバランスシートで見たときに、危機の直後にヨーロッパの中央銀行や各国政府がどんなことをやったのかということを書いていきますので、ごらんになっていただきたいと思います。大きく分けて、流動性危機に対してはECBの最後の貸し手の資金供給が行われ、ソルベンシーについてはEUの加盟国政府による資本注入が行われました。同時に、金融機関が破綻した場合に備えて預金保険の増額をEUは一気に行いました。

このような緊急対応を二〇〇八年一〇月から一月二月にかけて一氣に行いましたけれども、その結果、二〇〇九年三月ぐらいには株価も底を打って、信用スプレッドも一人は低下するという形で、「フェーズⅠ」と私が呼んでいる危機はとりあえず脱したことになります。

②バンキング勘定毀損から財政危機へ

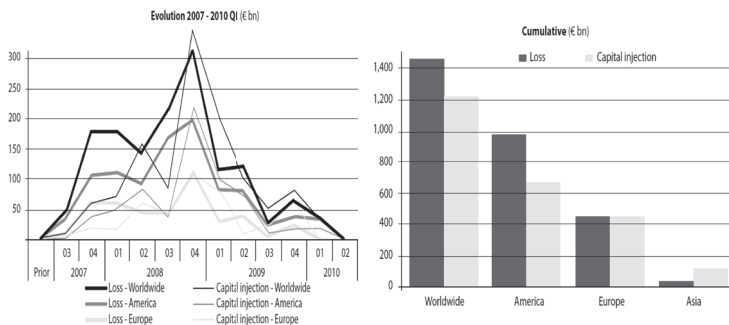
その後、实体经济の不況に伴って伝統的なバンキング勘定が徐々に毀損していく。私はかつてこれを「フェーズⅡ」と呼びましたけれども、こういうリスクにさらされているということと、もう一つは、大規模な財政発動が行われた結果、ソブリニリスクに直面している、つまり三つ目のフェーズⅢに入っている。この様にヨーロッパはこの二年間、非常に苦しい状況に陥ったわけです。

そのフェーズⅡですけれども、伝統的なバンキング勘定で不良債権がどんなふうになっていくのかということですが、図表10は、資本注入と損失の額の推移をエリア別にあらわしたものです。二〇〇八年の第四・四半期をピークに、ヨーロッパの場合、二〇一〇年の第一・四半期までには、ほぼ収束している。ただ、この間に大規模資本注入をした結果、ヨーロッパでは四〇〇〇億ユーロ規模の潜在的な財政赤字が発生していて、GDPの一三%に上るといわれております。

次の図表11が直近のPIIGS問題で、財政のほうに問題が転化しております。このような形で、問題を抱えている幾つかの国で国債の問題が生じています。ここは今日のテーマから外れますので、お話しはいたしません。

(図表10)

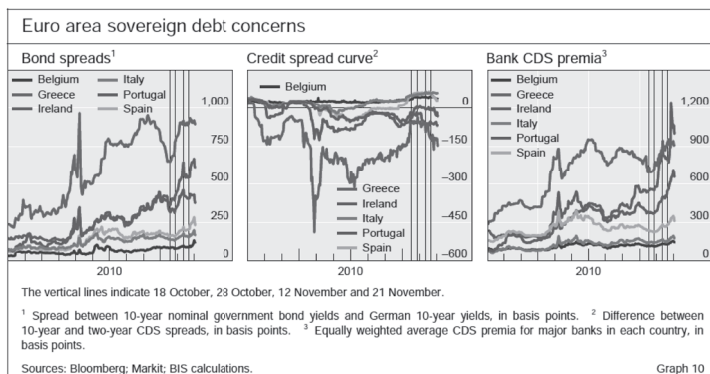
Ⅱ-4(2)(3)バンキング勘定毀損から財政危機へ 銀行部門の損失は峠越え ⇒ 資本注入額 欧州GDPの13%



出所) European Commission (2010), *Towards More Responsibility and Competitiveness in the European Financial Sector*.

(図表11)

Ⅱ-4(2)(3)バンキング勘定毀損から財政危機へ



出所) BIS, *Quarterly Review*, December 2010.

三、危機後のEU金融規制・監督改革

Ⅲの「危機後のEU金融規制・監督改革」に移りたいと思います。

EC・EUができ上がったから今まで危機というのはどんなものがあつただろうかと考えてみると、一九七〇年代初めにドル危機がありました。

そして、一九九二年、一九九三年にはEMSの通貨危機がありました。その少し前には北欧の銀行危機がありました。EMSの通貨危機は、とりわけ今PIIGSといわれている国々の多くがアタックの対象となつたわけですが、今回は全面的な金融危機であり、なおかつヨーロッパのすべての国を何らかの形で巻き込んでいるという意味で、EUとして今まで経験したことのない津

波のようなものだったわけでございます。

(1) 『ドラロジュール報告』

① 報告の概要

そこで、EUは何をやったかというところ、まず改革の起点として、この日付が大切だと思うんですが、二〇〇九年二月二五日に『ドラロジュール報告』という報告書を出しています。これがEUの金融規制・監督の原点になるものです。幸い、機会を与えられて、中央大学の田中素香教授と大田瑞希子さんの三人でこのドラロジュール報告の全訳をさせていただいております。これは参考文献のところにしておりますが、御興味の向きは、この建物の三階の証券図書館にも中央大学「経済学論纂」というのが入っておりますので、そちらのほうをごらんいただければと思います。

中身を見てまいりますと、大きく三つのパーツに分かれております。一つは、金融危機の原因について非常にバランスのとれた分析が行われております。二番目は規制と監督です。三番目がグローバルな対応です。二番目の部分が特に重要でして、はじめに規制、監督についてそれぞれ定義づけを行った上で、それぞれに対してどのような修復（リペア）が必要か、そのような議論を行っております。後ほど御説明いたしますが、一九八〇年代後半から一九九〇年にかけてつくり上げたEUの金融関連法の中で今まで手がついていなかった部分を大規模に埋めるという作業をこの「政策および規制の修復」というところで行っております。

もう一つの特徴は、今までEUはコーポレート・ガバナンスまで踏み込んでとやかくいうことは一切なかったんですけれども、今回は金融機関

のコーポレート・ガバナンス、ボーナスの問題も含めて手をつけたことです。

また、これまでは各国政府の危機解決策で大体何とかなってきたわけですが、今回の危機は今までに経験したことがない危機ですので、EUレベルで共通の対応が不可欠になっているという意味で、初めて「危機管理と危機の解決」という分野で立法化を大きく進めております。二〇〇九年以降、現在に至るまでのEUの立法化の原点がこの報告書にあるとお考えください。

監督に関しまして、レベル3委員会といわれる、権限が限られた各国当局の会合にすぎなかった監督体制が、欧州金融監督制度（ESFS）という法人格を持つ体制、当局（オーソリティー）をつくるというところまで進化しております。これはこの一月一日に設立されております。それから、マクロ・プルーデンス監督といわれる経済全

体に対する監視を行う機関（ESRB）も同時につくっております。

三番目の領域は「グローバルな修復」です。今回の危機がグローバル金融危機であったことにかんがみ、EUが他国と競争してどのような安定的な体制ができるのかということを検討しているところでございます。

今日は、この二のところを中心に、さらに詳しく見てまいりたいと思っております。

② 今回の危機の原因をどこに求めているか？

まず、『ドラロジエール報告』では、今回の危機の原因をどこに求めているかということです。

一般には、いろんなレベルの求め方があると思います。三〇年か四〇年前だったら、資本主義が悪い、資本主義に手をつけろという「体制」の話が出てこようかと思いますが、冷戦崩壊後の今では

そういう議論にはなりません。そうすると、次に出てくるのは恐らく「制度」ということになるかと思えます。報告書の立場も、大きく分ければ、こちらです。

報告書は、「制度」という問題を考える前に、マクロ政策環境がどうだったのかということを見ております。アメリカのITバブル崩壊以降の二〇〇〇年前半の過剰流動性と低金利、これが米欧でバブルを起こし、アメリカの貯蓄率を低下させる。このように、過剰流動性が今回の危機の背後に横たわる一番大きな要因であるという総括をしております。

③ グローバル・インバランスと危機の関係は？

グローバル・インバランスと今回の危機がどう関係するのかということに関しましても、非常にバランスのとれた分析をしております。要点のみ

(図表12)

12

Ⅲ. 1 『ドラロジュール報告』

・グローバル・インバランスと危機の関係は？

* (並行して)巨額のグローバル・インバランス累積…

- ①ドルペッグ制諸国に米国の緩和的金融政策が波及
- ②米国に周辺国の経常黒字還流⇒米国債利回りを一層押下げ
- ③投資家はハイリスク・ハイリターンを追求へ(証券化商品等…)

図表12で紹介しております。これは本題からそれますので、御興味の向きはご覧いただきたいと思えます。

④「規制」と「監督」の定義

過剰流動性で、資産を持っても儲からない、それによって高リスク資産にどんどん飛びつくという状況ができてきて、それをアメリカでもヨーロッパでも十分に規制・監督できなかった、これがドラロジュール報告の金融危機の要因分析ということになります。

それをきちんとコントロールできなかったEU側の問題は何かということ、まず、規制と監督というものを定義しています。我が国では今でもこの二つと一緒に議論されることが多いので、この機会にぜひ、規制(レギュレーション)と監督(スーパービジョン)を明確に分けておいたほう

が良いということ、ドラロジュール報告の当該箇所を説明させていただきます。

「規制」というのは、金融機関を統治する一連のルールと基準です。この目的は、金融の安定性や顧客保護にあります。「監督」というのは、ルールができた後——先ほど申し上げましたラムファルシー・プロセスでいいますと第三レベル、第四レベルですが——で上がった法律が適切に運用されているかどうか金融機関や市場を監視するプロセスです。

⑤ ミクロ・ブルーデンス監督とマクロ・

ブルーデンス監督

しかも、監督については、今までやっていたのはミクロ・ブルーデンス監督だった。個別の金融機関の経営の問題を監督して制限することによって当該金融機関の顧客を守る、破綻させない、破

綻したときでも顧客がきちんと守られるようにするというのがミクロ・ブルーデンス監督で、今まで不十分ながらやっていたわけです。それに対して、マクロ・ブルーデンス監督は、「経済全体を生産の著しい損失から守るために金融システム全体の混乱を制限すること」と定義され、このために、マクロ・ブルーデンス監督を担うEU機関を創設すべきであるという方向づけがされているわけであります。

(2) 事前規制およびガバナンス

① EU金融規制枠組の根本的改革

今、規制と監督と分けたわけですが、それでは、まず、規制のところはどういうことをやっているのかということについて少し詳しく御説明させていただきます。

もう一度図表2をごらんください。細かい字で

申しわけありませんが、実は、今日はこれを皆様にご覧いただくために九州からやってきたといつても過言ではありません。少し御説明させていただきます。

①新規規制の導入 パラレル・バンキングシステム

ム関連

このスライド全体を見渡しますと、第二の飛躍（通貨統合）において、第一の飛躍（市場統合）ででき上がった法律を少し見直して、アップデイトしているという姿が浮かび上がってまいります。そして今回は、一九八五年以降、二〇〇六年までにつくられてきたEU法の体制の中で、なお穴があいている、つまり手をつけてこなかった部分（例えば、ヨーロッパは「影の銀行制度」とはいわないで「パラレル・バンキング・システム」といっておりますけれども、この関係では、ヘッ

ジファンド、デリバティブ、空売り、格付け機関など）が幾つかございますが、こういう分野について新たな規制をかけるという動きが現在進んでおります。

②既存の規制の修正

もう一つは、御存じのように、金融機関がハイレバレッジになって非常に大きな問題を抱えたわけで、それに関連するような自己資本指令（CRD）、金融機関が持つべき資本、これはバーゼルⅡに今まで対応してきたわけですが、現在はバーゼルⅢの対応が進んでいる、この改正を行っているところです。また、証券市場関係では、透明性に対応するように金融商品市場指令を改正するというような動きが進んでおります。

ちなみに、今進んでいる金融危機対応のEU法の改正がどういうタイムスケジュールになっている

るかといえますと、まずドラロジュール報告が二〇〇九年二月に出ました。その後各レベルで議論が進められてきて、図表2の注のところに書いていますが、現在のところ、欧州委員会が本年の春までに、いろいろな法律の中でまだ形になっていないものについては立法の原案をつくるという約束になっております。そして、原案をつくった後、欧州では議会及び閣僚理事会で立法化が進むわけですけれども、その期限が本年末までとなっております。つまり今年は、ドラロジュール報告の基本原則に沿う形で、今後数十年、EUの銀行や証券市場を律していくであろう規制が矢継ぎ早に出てくる、こういう年であるということでございます。したがって、ヨーロッパの人たちがしっかりと働けば、本年末には恐らく、我々はそのすべての規制案の中身まで検討できる段階に進んでいけるということになります。

実際の実施は二〇一二年末までとなっております。EU法が指令という形でできた後には、今度各国で国内法を改正しなければいけませんので、この期限を二〇一二年末としている。このようにデッドラインが決められて、現在これだけの膨大な指令が検討されております。

時間ありませんので、ごくかいつまんで要点だけお話しさせていただきますが、CRDというのは銀行の自己資本比率に関係する指令で、二〇〇九年に既に改正(CRD2)が行われております。これは証券化商品のオリジネーターに対して販売する商品の信用リスクの5%以上を保持する、それからもう一つは、大口エクスポージャーへの融資は自己資本の二五%以内にする、というような内容を定めたものです。その後、さらに改正案が出てまいりまして、いわゆる影の銀行制度の起点になる再証券化商品については、通常の証

券化商品よりも高い自己資本要件を課す、監督も厳しくする。それから、トレーディング勘定については、自己資本要件の算出を厳格化すること、ということ定めたのがCRD3というものでございます。

③金融機関のガバナンスの改善

CRD3では、その際に同時に、ここに来ていらっしゃる方には耳の痛い話なのかもしれません。ボーナス規制というものが行われました。昨年暮れに正式に決まって、本年一月一日より実施されております。金融機関のボーナスは、四割から六割は最低三年から五年にわたって繰り延べる。それから、残った部分は、半分は株式で支払って、それを一定期間保有しなければいけない。つまり、一〇〇のボーナスが入ったときに、現金で手に入る額は二割から三割ということが定

められております。ボーナスがこのように規制されることで人材流出させないために金融機関は給与のほうを高めるだろうから、そうすると、ヨーロッパの金融機関の競争力をそぐことになるのではないかと、いろいろな批判もありますけれども、とりあえずこれが本年一月一日から実施されております。これがCRD3というものです。

CRD4というのは、現在進んでおりますバーゼルⅢ対応で、例えば景気循環や業績の循環に比例した、バッファ機能を持たせたような資本の取り扱い、いわゆるカウンターシクリカリティというものです。それから、レバレッジをかけ過ぎないようにするとか、外貨建ての住宅ローンに対する規制、自己資本など、こういうものを定めて、これは二〇一一年の第一・四半期に原案が出る予定になっておりますので、中身は今申し上げたことがそのまま出てくるかどうかわかりません

けれども、そういう議論が進められております。

④預金保険制度の改正 最低限調和原則の放棄

少し飛ばしますが、預金保険の部分が重要なので、お話しさせていただきたいと思います。

預金保険に関しては、EUの最小限調和原則に基づく最低保証額は、二万ユーロ、一ユーロ＝一〇〇円として二〇〇万円、一ユーロ＝一五〇円として三〇〇万円、これだけでした。日本の一〇〇〇万と比べると非常に低い最低限水準でありました。これではとても対応できないというので、当座、五万ユーロまで引き上げ、現在は最低限調和ではなく、一律一〇万ユーロというところまで預金保険指令で引き上げております。欧州の金融機関、しかも、クロスボーダーで展開するようになってくる金融機関が破綻したときのことをリアルに考えざるを得なくなったので、このような改

正をしているわけです。

さらに、預金保険指令の改正の第二次案というのを今練っています。かつてアイスランドの銀行にお金を預けていたイギリス人、オランダ人、ドイツ人など四〇万人の預金者がおりまして、破綻後六週間から八週間、預金が返ってこなかったということがあります。こういう事例にどう対応するかということで、迅速な支払いを一週間以内に行う。それから、複数国にまたがる保険金の支払いについてどうするかということについて、もう少し具体的な、円滑な実施ができるようにするということを定めております。つまり、金融機関が壊れたときにどうしていくのかということについて、今まで余りしっかりとした法律がなかったものを一気につくり上げている状況です。

⑤ 銀行整理（清算）基金

それから、もう一つは、銀行のレゾリューション・ファンド、いわゆる整理基金（清算基金）です。これについては、破綻時の負担を賄うために各国の銀行に特別課税という形で基金をつくらせて、EU全体でネットワークをつくることで破綻処理を行う。これは危機克服の際の負担の分担という問題です。この法律は、二〇一一年前半に提案予定になっています。

⑥ パラレル・バンキング・システムに対する規制の導入

ここにいらつしやる皆様に関係すると思うのが、パラレル・バンキング・システム関連の法律です。一つは、AIFM（オルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネジャー）指令というもので、ヘッジファンドやプライベート・エク

イティファンドに関して、ファンドマネジャーを登録制から許可制に変える。その人たちに自己資本規制を導入する。投資家への情報開示を強化する。それから、投資家をプロの投資家に制限する。レバレッジも制限する、こういう内容を備えたものでございます。EUは、これらのファンドが今回の危機の根源ではないけれども、それを増幅する役割を果たしたという認識から新たな規制をかけようとしております。これは、ケイマンなど海外に拠点があるファンドについて、同様の規制がかかっているとそのファンドを募集できないということになりますので、組み入れるマーケットのほうで問題が出ていて、それをどうするかという議論がされているようです。

⑦ デリバティブに対する規制

それから、OTCデリバティブ・CCP・取引

情報蓄積機関規則というのですが、これは二〇一〇年九月に既に提案されておりまして、現在、欧州議会・閣僚理事会で議論されているところで、この規則は、デリバティブ市場の透明性を高める。それから、OTCデリバティブで取引されている情報については、トレードレポジトリ（取引情報蓄積機関）にすべて情報を渡して、当局がそれを把握する。それから、清算については、中央清算機関（セントラル・クリアリング・パーティー）を使う、こういうことを定めようと提案されております。

⑧空売り・CDS規制

空売り・CDS規制に関しましては、まず、取引所の側は、当局が空売りを把握しやすくするようにその注文をきちんと掌握する。投資家は、発行済み株式の〇・二%以上について空売りをした

場合は当局に開示し、〇・五%以上については市場に開示しなければならない、こういう規制の内容になっております。国債については、CDS市場などで空売りをした場合は、当局がそれをきちんと把握できるように義務づけるというような規制が行われています。

⑨格付機関に対する規制

格付け機関については、十分な情報を欠く格付けの禁止、格付けモデルの開示、欧州証券監督機構への登録要件などを定めた規則について二〇〇九年四月に合意しております。

このように、今回の世界金融危機の震源地であるとして集中砲火を浴びてきた「影の銀行制度」関連の諸分野について、新たにEUの法の網がかかるようにしているというのがわかりかと思えます。そのほかにもまだいろいろございますけれど

も、提案が具体化してきましたら、何らかの形でフォローアップして公表してまいりたいと思います。

このほか、資本注入に関しましても、政府がどさくさに紛れて健全行に資本注入するなどして、競争法に抵触することがないように、二〇〇八年一二月にEUの統一基準を定めております。

(3) 金融監督ESFS・ESRBの創設

最後に、金融監督についてです。

先ほど申し上げましたマイクロ・プルーデンス、マクロ・プルーデンス双方に関しまして、本年一月一日にESFS（欧州金融監督システム）が、そして、昨年の一二月一六日にESRB（欧州システミック・リスク理事会）がそれぞれ創設されております。

① ミクロ・プルーデンス監督とESFS（欧州金融監督システム）

まず、マイクロ・プルーデンスについては、「欧州金融監督システム」として、三つの機構が創設されております。先ほど御説明しましたレベル3委員会を格上げし、法人格を与え、銀行監督機構、欧州年金・保険監督機構、欧州証券監督機構という三つの機構をつくる。それらを束ねてESFSといいます。図表13のような目的に沿って業務を行うということになっております。

② マクロ・プルーデンス監督とESRB（欧州システミック・リスク理事会）

マクロ・プルーデンスに関しましては、欧州中央銀行総裁をトップに、図表14のようなメンバーでシステム全体のリスクに関するモニタリング等々を行うことになっております。

(図表13)

13

Ⅲ-3. (1) ミクロ・プルーデンス監督と ESFS(欧州金融監督システム)

ESFS (European System of Financial Supervisors)

- EU法の下で法人格を有するESAsを創設(現レベル3委員会)

ESAs= EBA(銀行)+EIOPA(年金・保険)+ESMA(証券)

* 目的

1. 各国の監督当局による、調和化された単一のルールおよび一貫した監督慣行の適用を保証
2. 共通の監督風土(culture)および一貫した監督慣行の保証
3. ミクロ・プルーデンス関連情報の収集
4. EU規則の一貫性のある適用
5. 特定の汎欧州機関(格付機関や清算機関)に対する監督権限の行使
6. 危機に対する協調的対応

(図表14)

14

Ⅲ-3. (2) マクロ・プルーデンス監督とESRB(欧州システミックリスク理事会)

ESRB (European Systemic Risk Board) : 法人格なし

- * ECB総裁をトップに、各国中央銀行総裁、ECB副総裁、欧州委員会、監督当局代表などが参加。

*目的

1. EU域内の金融システムの安定を損ねるようなマクロ経済的リスクに関する情報の収集
2. リスクの特定と順位付け
3. リスクに関する警戒情報を政策・監督当局に発出
4. 必要な立法措置について勧告
5. モニタリングの実施
6. IMF,FSBおよび第三国の当局と連携

図表15は少し古いもので、ESRBがESRC
になっていますが、これが基本的な概念図です。
上がマクロ・ブルーデンス、下がミクロ・ブルー
デンスです。

むすびに代えて

今日は、EU統合の大きな流れの中で、EUの
金融部門、特に規制・監督部門が今回の危機でど
ういう自己改革をしようとしているのかというこ
とをお話しさせていただきました。

端的にいうと、かつて市場統合の際にに抱えて
いた一つの矛盾、すなわち、単一免許だが規制監
督は分散型という、その矛盾が、後者の集権化の
方向で解決されようとしている。

今まで手をつけることができなかった監督機構
(ESFS)やESRBができ上がった。

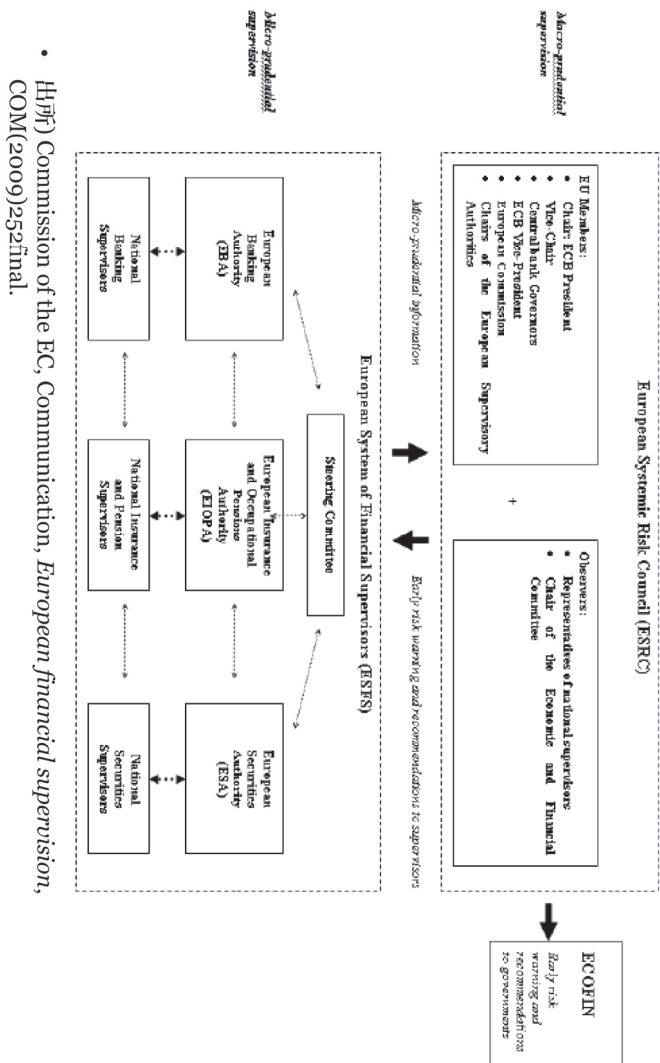
もう一つは、最低限調和というこれも分権的な
ルールがあつたわけですけども、今回の預金保
険の例でわかるように、単一のルールに向かつて
いる。日本に一〇〇〇万円というルールがあるよ
うに、ばらばらではよくない。少しでもばらけて
いたら、ある国が破綻したときに資金の流出入が
生じるので単一化しようとなった。つまり、最低
限調和から完全調和に向かっている。

また、危機の管理や解決というレベルでも、各
国政府がどういうときに資本注入を行つていいか
というEU統一ルールがとりあえずはできた。

以上金融システム関連では、これを「第四の飛
躍」といいいいかどうかはわかりませんが、世
界金融経済危機の大きな津波を受ける中で、EU
が統合のレベルを規制・監督というレベルにおい
てより深めている、そういう姿が浮かび上がって
くるのではないかと考えております。

(図表15)

A new European Framework for Safeguarding Financial Stability



- 出所) Commission of the EC, Communication, *European financial supervision*, COM(2009)252final.

(図表16)

主要参考文献

- ・ 岩田健治(2006),「EU(欧州連合)の新しい金融サービス政策」,成城大学経済研究所『経済研究所年報』第19号所載。
- ・ 長部重康(2010),「ヨーロッパの金融危機対応戦略と金融市場の脆弱性」,法政大学『経済誌林』第77巻第3号。
- ・ 尾上修悟(2010),「第3回G20とグローバル金融規制問題—フランスとEUの規制策をめぐって—」,西南学院大学『経済学論集』第44巻第4号。
- ・ 木下悦二(2008),「21世紀初頭における『金融資本主義』とその挫折(上)(下)」,『世界経済評論』9月号,10月号。
- ・ シャーラー,エルアグラ,田中素香,メイズ他著,岩田健治編著(2003),『ユーロとEUの金融システム』日本経済評論社。
- ・ 鈴木芳徳(2008),『グローバル金融資本主義 ドル離れとサブプライムローンの深淵』白桃書房。
- ・ 滝田洋一(2008),『世界金融危機 開いたバンドラ』日本経済新聞出版社。
- ・ 田中素香(2007),『拡大するユーロ経済圏 その強さとひずみを検証する』日本経済新聞出版社。
- ・ 田中素香(2010),『ユーロ 危機の中の統一通貨』岩波新書。
- ・ 田中素香編著(2010),『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。
- ・ 水野和夫(2008),『金融大崩壊?「アメリカ金融帝国」の終焉』NHK出版。
- ・ BIS, *BIS Quarterly Review*, various issues.
- ・ European Central Bank, *Financial Stability Review*, various issues.
- ・ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jaques de Larosière) (2009), *Report*. 田中素香・岩田健治・大田瑞希子訳『ドラロジェール報告』,中央大学『経済学論叢』第50巻第1・2号合併号,3月。
- ・ IMF, *Global Financial Stability Report*, various issues.
- ・ *The Banker*, various issues.

以上、御報告させていただきました。参考文献は最後のページに掲げてございますので、ごらいただきたいと思います。

御清聴、どうもありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 岩田先生、どうもありがとうございました。

若干お時間をいただいておりますので、ここで皆様方から御質問等をお受けたいと思います。ですが、いかがでしょうか。

質問者1 私は、ユーロをつくったときに、いろんな問題が起きるということを想定するべきだったんだろうと思うんですが、今から思えば、インフレ抑制だけを唯一の目的とする欧州中央銀行という機関しか設置しなかったというのは極めて拙速であつたと思います。そのことに同意されるか

どうかということもあるんですが。

もちろん、さっきの安定成長協定とかあつて、財政赤字を三%、政府債務をGDPの六〇%以内にするとかあつたんですが、実際的には形骸化してしまつたり、また、ユーロというのは単一通貨で、一種の固定平価制だとすれば、ブレトンウッズ体制のもとであつたようなIMFのような機関、今ごろになつて欧州IMFといつていますけれども、つまり、構造的な不均衡に陥つた国が構造調整をする間、融資をして支援をする。なおかつ、その間、きちんと構造調整を進めているかどうか監視するというような機関が本来存在しなくちゃいけないだけだとしても、そういうことはやらずに、さっきいいましたように、インフレ抑制だけを唯一の目的とする欧州中央銀行だけで突っ走つたというのが拙速だったと思うんですが、その点をどう思うかということが一つです。

なぜそういうふうになつたかということを後になつて振り返つてみると、幾つか理由は考えられると思います。一つの理由は、統合を急ぐ余り、規制監督とかなんとかという手間を要することは後でやればいいというか、そこまで手が回らなかったということも考えられるし、好意的に考えれば、南欧諸国とかいわゆる周辺国が、生産性を高めるとか労働コストを下げるというような形で、経済の基礎的な条件の収れんが進むであろうというふうに楽観的に想定したということも考えられます。

さらにはまた、当時、金融業というのが、アメリカ、まあ日本も入っていましたけれども、成長産業であつたので、強度の規制をするとヨーロッパが負けてしまう。確かに、ドイツなんかは当時、ユーロによつて、国際金融市場というか取引をロンドンやニューヨークから持ってきたとい

うような意欲を見せたと思うんですが、制度裁定が起こらないようになるべく規制はしないほうがいいと考えたのか。

四番目に、ドイツというのはもともと公法銀行制度で、インフレ抑制ということだけが非常に頭にあつて、金融制度というのは割としっかりしていたので、余りそういうことを心配しなかったのか。しかし、さつきおっしゃったように、一九九〇年代初めのころには北欧の金融危機というのがあつたわけですから、近くで見えてある程度想像はあつたんだろうと思うんですが、なぜインフレ抑制だけを唯一の金科玉条とするECBしか置かなかつたのか。その辺の理由は何だったと思いますか。

岩田 今回、ドラロジュール報告は統合のスタイルについて、今おっしゃったようなインフレ抑制でいったからいけないということはいっていません。

て、それについては手をつけていない。ただ、もしマクロ・プルーデンスということを考えるのであれば、幾つかの国、具体的にはアイルランド、スペイン、バルト三国、ここでバブルが起きていて、それが高い成長をもたらしている。比較的低インフレで、ECBのインフレ政策には合致しているんだけど、なぜか成長率が異様に高い。こここのところの監視ができていなかった、コントロールができていなかった、ここに大きな問題があるというのが、ドラロジュール報告の総括の方向性であつたわけです。

ですから、今、御質問いただいたのは、図表1の「通貨財政金融システム」の部分だと思えます。つまり、二つ矛盾がありまして、一つは、さつきいったように、単一免許なのに分散型の規制・監督体制。もう一つは、よくいわれていることですが、単一の金融政策で単一金利なの

に、財政のほうは分権型になっている。金融、財政の単一と分権の矛盾、それから、金融免許と規制監督の単一と分権の矛盾だと思います。

なぜそうなってしまったかということなんです。これは本当に難しい問題だと思うんですけれども、私がこの説明で申し上げたのは、矛盾を抱えながら、とりあえずスタートするしかなかった。もしここに集権型の、最後に申し上げましたE S F Sのようなヨーロッパ単一金融庁をつくるということまで待つて、そして、最低限の調和について、今回決まったように一〇万ユーロまで行く、そこまで皆さんが納得するまで待つて単一免許を同時にやろうということになると、恐らく一九九二年には単一市場は登場できなかったと思うんです。

それから、同じように一九九九年の第二の飛躍も、ある意味では完全に見切り発車なわけです。

域内の経済構造が大きく異なるし、不動産バブルが起き得る国、ドイツなど起きにくい国があるし、銀行制度も違う。異なる歴史的経路を有する複数の制度を抱えているパッチワーク型の金融システムの中で、とりあえずインフレだけに目標を絞り込んでユーロの価値を安定させる。財政は、分散でいくしかないけれども、安定成長協定で3%の縛りだけはかける。単一の財政でいくと、あるいは、大きなEU財政でいくところまで議論を詰めていたり、あるいは、今回の危機が起きたときのようなことを見越して域内でより大規模な財政移転を行う仕組みまで整えた上でユーロを導入しようということになれば、恐らく一九九九年にはユーロは登場できなかったと思うんです。

今考えると、明らかにどちらも見切り発車なんですけれども、見切り発車する中でやってみて、いずれ問題が生じた際には、今回のような検討を

行わなければならないことは、既に発車当時からわかっていたわけです。例えば金融規制・監督についても。だから、ドラロジュール報告の様に、リーマンショックからわずか五カ月後に、先ほどお見せしたような非常に分厚い報告書が一気にできている。元フランス銀行総裁でIMFの専務理事を務めたド・ラロジュール氏をはじめ何人かの確信を持った方がいらっしゃって、何か問題が生じた際には、一気に進めようと準備しながら、見切り発車したのではないかと思います。

質問者1 まあ、そういうことなのでしょうね。ありがとうございます。

質問者2 大変技術的な質問になりますけれども、指令と規則というお話があつて、今の御説明を聞いておきますと、規則というのは直接適用される。実際、これを見てみると、今までヨーロッパ各国で規制のないようなところについて、デリ

バティブとか、そういうところは規則をつくっている。銀行関係とか預金保険なんかは指令になっているわけです。これはもう各国に法律があるから、各国の実体法改正を要するという意味も含めて指令になっているような気がします。

今日のお話のアウトプットというのは、レベル3委員会を格上げするという話も、まだ中身がよくわからないところが私なんかはあつて、日本の金融庁みたいな単一規制主体ができるという感じまでいかないのではないか。これは勘ぐりですけども。もちろん進歩したんだと思いますが、指令で出ている銀行監督の制度、証券監督、保険監督の制度というのはどの程度実効性が生ずるものだろうか。各国の主権との関係で、その辺はどのようにお考えでしょうか。

岩田 規制と指令がなぜこうやって混在しているかというのは、つい最近になってやっとこの表が

でき上がったところで、実はよく考えていませんでした。確かに今御指摘いただいたように、既存の各国法があるかないかということになっているような気がしますので、コメントとしてちょうだいしたいと思います。ありがとうございます。

あとは監督の実効性ということです。今回の危機で監督上大きな問題が発生しているのは、恐らく北欧の二つの銀行がバルト三国に行ったケースです。バルト三国で大量のユーロ建ての貸し出しを行いました。だれがやったかという点、北欧のSEB銀行とスウェーデンバンク、この二大銀行がバルト三国の現地銀行を買収し、その現地銀行子会社にユーロを貸し出して、現地銀行経由でユーロ建てで住宅ローンを組む、それで現地の住宅バブルを非常に促進したんですけれども、このときに、バルト三国のほうの金融当局が全く対応できなかった。マーケットのほうは、規制で信用膨張

をとめてくれと。でも、我々一人ではとめられない。自分だけとめたら、隣の貸し出しが膨れて自分が負ける。だから、ほかと横並びで貸し出し膨張させていかざるを得ないから、何とかしてくれといったにもかかわらず、当局がそれをできなかったわけです。

そのようにいろんなケースが複雑に入り組んでいます、今のケースは、子会社で入っていたときに、受け入れ国の監督当局が非常に経験が浅くて、しかも小国で、うまくコントロールできる力も持っていないというケースです。そういうケースが幾つか国境を越えた監督で教訓化されておりまして、それについては、例えば今のケースですと、北欧とバルト三国の当局で新しく覚書みたいなものをつくって、どうするかということを破綻処理まで含めて検討を開始したと聞いております。

ですから、日本の金融庁がやっている監督と比べたら、今までのヨーロッパの監督体制というのは非常に脆弱なものだったんだろうと思いますけれども、今、必死で努力して、より統合された監督体制にしようということを具体的なレベルでやっているのかなという気はしております。ただ、これは私自身が現地で調査して、インタビューして申し上げているわけではありません。文献や見聞に基づいて、あくまでそのように見えるということです。

若林常務理事

ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、今月の「証券セミナー」はこれで終了させていただきたいと思います。

岩田先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(いわた けんじ・九州大学大学院経済学研究院教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二三年一月十七日に開催されました。)