

第6章 金融制度の国際的機能等価性の確保

—信用リスクの市場分散と長期成長資金供給—

一橋大学 清水啓典

2024-2025年度
金融調査研究会：提言

「金融制度の国際的機能等価性の確保」 —信用リスクの市場分散と長期成長資金供給—

1. 国際標準はユニバーサルバンキング <ul style="list-style-type: none">◎ 米国：制度を維持しつつ柔軟運用<ul style="list-style-type: none">銀行・証券・保険の金融子会社方式を維持しつつ、一定の制約下で一体的経営が可能貸出能力は国際競争力の源泉との認識の下で諸規制を緩和ハイイールド債市場の拡大◎ EU/UK：伝統的ユニバーサルバンキング<ul style="list-style-type: none">シンガポール、韓国、中国：実質的ユニバーサルバンキング◎ 貸出資産の市場化・分層化進展<ul style="list-style-type: none">銀行規制強化への対応・業態間協業が進展情報遮断ファイアウォール規制は日本のみ貸出以外の資金供給拡大	2. 日本：1990年代の金融危機 ⇒リスク管理・分散に慎重な規制運用 <ul style="list-style-type: none">◎ ファイアウォール規制：情報遮断から情報共有による利益相反監視への進化の時期<ul style="list-style-type: none">利益相反・モラルハザード監視は世界的共通課題＝諸外国の実施例に準じた制度に銀行の優越的地位対応には情報共有が有効銀行に証券化の誘因付与が必要出力フロア対策として、銀行貸出能力維持にも証券化によるリスク移転認可必要融資と株式の間のトランシュ分けした市場育成	3. 現制度下での制度進化：現実的ステップ <ul style="list-style-type: none">ファイアウォール規制高度化EU利益相反ポリシーに準拠利益相反実証過程を経て段階的移行長期成長資金供給のための証券化推進社会的無形資産としての銀行情報の共有過剰預金の長期成長資金供給への転換メザニン市場の育成金融市場の横断的監督体制整備
---	--	---

経済成長の源泉＝新技術＝リスク 銀行のリスク負担には構造的限界⇒金融市場全体で広くリスク負担⇒証券化

日本金融市場の国際競争力低下 ⇒ 日本経済の低成長 ⇒ 過剰預金の長期成長資金への転換

・銀行情報の共有による金融市場全体でのリスク管理の高度化
・市場の透明化・情報化による社会的リスク分散・負担制度の確立
・トランシュ分けしたハイイールド債・社債市場の育成

⇒ 市場参加者の合理的行動 ⇒ 「貯蓄から投資へ」

【エグゼクティブサマリー】

経済成長の源泉は技術進歩であり、新技術の社会実装には本質的にリスクが伴う。預金を基礎とする銀行は、制度上、信用リスクの集中負担には構造的制約があり、持続的な経済成長には、銀行単体ではなく、金融市場全体でリスクを分散・負担する資金供給システム構築が必要である。

技術進歩が加速し、成長分野のリスクが高度化・多様化する現在、金融システム安定性を維持しつつ、市場参加者の合理的行動が長期成長資金供給につながる制度への進化が求められる。諸外国では、各国の実情に応じた柔軟な規制運用により、流動性を市場経由で長期資本へ転換する制度整備が進む。一方、日本では1990年代の危機対応として形成された実質責任重視の規制運用が維持され、銀行貸出資産の市場化やリスク分散は限定的に留まっている。

「国際的機能等価性」とは制度形式の同一化ではなく、日本の現行制度下でも、金融仲介・リスク分散・成長資金供給の中核的機能が国際的に同等に発揮される状態を指す。中心的視点は、銀行のオリジネーション責任とモニタリング責任を維持しつつ、市場に分散された信用リスクを資本規制・監督評価に適切に反映する制度運用の高度化である。

第一の柱は、銀行・証券・保険間のファイアウォール規制の在り方の見直しである。国際的には、情報遮断よりも、情報共有を前提とした利益相反管理が主流である。情報技

術が進展する中、情報遮断規制には実効性や持続性の面で課題が大きく、今後は情報共有を通じた、透明性向上と監督精度強化へと規制の重点を移す必要がある。

第二の柱は、資本規制の運用に関する国際的機能等価性の確保である。米欧では、銀行規模や融資先特性等を踏まえた資本要件の調整や、中小企業向け融資のリスクウェイト軽減など、成長資金供給を意識した制度設計が進む。一方、日本では相対的に厳格な運用が融資余力の制約要因となっており、国際的規制枠組みと整合的な形で運用精緻化を図るべきである。

第三の柱は、証券化を通じたリスク分散機能の活用である。銀行がオリジネイトした債権を証券化し、トランシュ構造により市場へ配分することで、リスク負担能力の異なる投資家による合理的な信用リスク引き受けが可能となる。SRT(Significant Risk Transfer)は、銀行の責任免除ではなく、実質的リスク移転が生じた範囲で資本規制に反映する仕組みである。SRTの定量的かつ透明な評価基準と判断プロセスの明確化は規制緩和ではなく、金融安定と成長資金供給の両立を図る監督精度の向上である。

銀行の情報は社会的価値を有する無形資産であり、その適切な共有を前提とする制度環境整備は、ハイイールドボンドやメザニン・社債市場の発展を通じて、「貯蓄から投資へ」の発展を促す。金融市場全体の横断的監督体制高度化により、利益相反やモラルハザードを抑制しつつ、市場型リスク分散機能の活用を最大化できる。信用リスク分散は金融理論の基本原則であり、理論に整合的な制度高度化こそが、安定性を前提とした金融市場の国際競争力強化と、財政支出に過度に依存しない自律的経済成長の基盤となる。

本提言は、新たな立法を前提とせず、実証・限定・段階的導入を通じて、既存制度の枠内での運用高度化により実施可能な制度進化の道筋を示す。豊富な銀行預金を長期成長資金として活用する制度環境整備は、日本経済の持続的成長と金融市場の国際競争力強化の先送りできない課題である。対応が遅れるほど成長分野への資本循環は停滞し、技術革新の社会実装の速度と国際競争力に不可逆的な差が生じる可能性がある。

I. はじめに

本報告書の 2024-2025 年度研究のテーマ「グローバルに通用する金融システムの整備に向けて」は、2022-2023 年度の「日本金融市場の競争力強化に向けて」をテーマとした金融調査研究会報告書と同じ問題意識に立脚している。¹⁾1980 年代には世界の金融市場の中で上位を独占していた日本の金融機関が存在感を失って久しく、それと共に日本経済の成長も先進国中最低水準に低迷したままである。²⁾この現状をどのように変革すべきか、これが本研究会の基本的課題である。

2022-2023 年度報告書の第 1 章『日本金融市場の競争力強化に向けて』—リスク分散システムの拡大とモラルハザードの排除—では、その原因は日本の金融制度が金融理論の基本である、信用リスク分散を通じた期限変換・長期資金供給、という経済原理に十分沿った構造になっていない点を指摘した。金融危機以降、健全性確保とモラルハザード防止を重視する制度運用の下で、信用リスクが主として銀行部門に集中する構造が維持されてきたことが、日本経済の成長制約になっている点を分析し、問題解決の方向性を示すものであった。³⁾しかし、同報告書では問題解決のための具体的な制度運用上の対応策や実行手順までは踏み込んでいなかった。本提言は、この問題意識を引き継ぎつつ、国際比較を通じて明らかになる諸外国の制度運用を参照し、現行制度の枠内で実行可能な監督・運用上のステップに焦点を当て、より具体的な問題解決のための政策手段と実施順序を示したものである。

現実を直視すれば、金融および情報処理技術の急速な進展の下で、諸外国の金融制度がリスク分担構造の高度化を通じて大きく変化してきたのに対し、日本では制度の形式的整備は進んだものの、銀行中心の信用供給構造という基本的枠組みは変化していない。1990 年代のバブル崩壊と金融危機の影響は極めて大きく、住専問題に象徴されるように、リスク分散の負の側面と深刻なモラルハザードが同時に顕在化した。その結果として構築された制度的・法的対応が現在の金融制度運用の基盤となっている。この枠組みの下で金融システムの安定性は維持されてきた一方で、技術進歩の加速に伴い不可避免的に増大する成長分野のリスクを吸収する資金供給メカニズムは十分に整備されないままとなっている。時代や環境変化に対応した制度進化のためにはどうすれば良いか。それが本提言であり、一言で言えば、金融制度の国際的機能等価性の確保で、これが失われた 30 年からの日本経済回復の契機となると思われる。

金融危機後の規制は金融市場の安定性確保の面で大きな成果を上げた。しかし現在求められているのは、金融市場の安定を前提としつつ、市場参加者の合理的行動が成長投資に結び付く制度への進化である。高度成長期のメインバンク制度の下では、銀行は借手企業の株を保有し、リスクを負担することで株価上昇という形で収益を得ることができた。現在では株保有は大幅に縮小し、銀行はリスクを負担しても金利収入を得るだけで、それに見合う収益を得られない。預金を基礎としているためにリスクを取れないという制約以上に、リスク

¹⁾ 清水啓典(2023)、「日本金融市場の競争力強化に向けて」。清水啓典(2024)、「第 1 章 問題意識：『日本金融市場の競争力強化に向けて』—リスク分散システムの拡大とモラルハザードの排除—」、参照。

²⁾ 関連数値データについては、清水啓典(2023)、参考資料、参照。

³⁾ 清水啓典(2024)、第 1 章、及び第 2 章。

に見合う収益が得られない制度構造そのものが、銀行のリスクテイクを抑制している点が重要である。

経済成長の源泉が技術進歩にある以上、新技術の社会実装にはリスクが伴う。新技術への長期資金供給がなければ成長は停滞せざるを得ない。銀行による信用リスク負担に構造的制約があるとすれば、それに代わる方法は、銀行がオリジネイトした貸出債権を証券化し、市場を通じて広く社会全体でリスクを分散・負担する形で成長資金を供給する資金供給構造の構築である。リスクに見合う収益機会があるなら、投資家は自らリスクと収益を比較考量した上で合理的に投資判断を行う。現行制度下では、そのようなハイリスク・ハイリターンの投資機会が限定されており、銀行も自らの貸出債権を証券化しても収益に繋がらないため証券化を進める合理性がない。その結果、「貯蓄から投資へ」への動きは進展せず、プライベートファンドの拡大が技術進歩の加速化を背景とした世界的な傾向として進んできた。銀行はリスクを切り離した上で、情報優位性を基礎にオリジネイトとモニタリングで収益を得る金融仲介モデルへと進化する必要がある。

高度成長期において日本の長期資金需要の多くは、重化学工業などの大企業に集中しており、金融債を基礎とする長期信用銀行が制度的にこれを吸収していた。その結果、銀行貸出と株式の間に位置する中間的リスク資本の市場が十分に発達しなくとも、長期成長資金の供給は制度的に確保されていた。一方、近年では技術進歩の性質が大きく変化し、大企業は資本市場での資金調達を増加させ、必ずしも大企業に限られない主体による、無形資産を基礎とする長期かつ高リスクの資金需要が増加している。しかし、日本の金融制度は、かつての大企業中心の資金需要構造を前提としたまま、銀行貸出と株式の二分構造にとどまっております。新たに生じた長期成長資金需要を吸収する市場型の仕組みが十分に整備されていない。

現在では、大企業は直接資本市場で資金調達を行う一方、技術進歩の加速により、中堅・新興企業を含むより広い層で長期かつリスクを伴う資金需要が急速に拡大している。にもかかわらず、銀行と株式市場の間に位置する中間的リスク資本を供給する制度環境は十分に整備されておらず、信用リスクが銀行部門に集中する構造が維持されてきた。この制度的空白が、成長分野への資金供給を制約し、日本経済の成長力を抑制する一因となっている。

欧米諸国では、銀行が信用リスクの全てを自らのバランスシートに保持するのではなく、リスクの度合いに応じて市場に分散させる制度環境が早くから整備されてきた。その結果、銀行貸出と株式の間に位置する中間的リスク資本が、社債、劣後債、私募クレジット、証券化商品など多様な形態で供給され、技術進歩に基づく成長分野への長期資金供給を支えている。これらの市場は、特別な産業政策として育成されたというよりも、銀行規制、情報開示、投資家保護の枠組みが整合的に機能する中で、自然に形成・拡大してきた点に特徴がある。この視点から見ると多くの先進諸国では金融システムの安定性を維持しつつ、一方で市場全体としてのリスク負担との整合性を失わない形での規制運用が行われている。

革新的技術進歩と地政学的環境変化で不確実性が同時に高まる環境下では、変化に対応して経済成長を促進する金融制度の進化が必要である。その制度的枠組みは既に諸外国にあり、これらに準じた運用を導入することで、金融市場の安定性を損なうことなく、成長資金供給の拡大は可能である。本提言で検討する制度的対応はいずれも、国際的に既に導入・

運用実績のある規制枠組み、あるいは規制当局の裁量的運用の範囲内に位置付けられるものであり、新たな制度創設や規制緩和を前提とするものではない。

本提言は、主として資金調達手段の多様化に主眼を置いてきた従来の市場型金融論とは視点を異にし、信用リスクが銀行部門に集中してきた日本の金融構造そのものに焦点を当てている。国際的視野と金融危機の教訓を踏まえ、市場を通じて信用リスクを分散・価格付けする制度環境への進化が、経済成長と金融システムの安定を同時に実現するための前提条件であることを整理し、その実現に向けた具体的な道筋を提示する。

以下の各節は、このような観点から金融制度進化の必然性と具体的ステップを示している。第Ⅱ節では本提言の中核概念であるリスク分散と信用創造システム理論、及び国際的機能等価性について触れ、具体的に進化すべき制度項目を示している。第Ⅲ節は国際比較を通じて主要国金融制度の根幹となる制度的特徴を概観する。第Ⅳ節は、国際的銀行規制は、世界標準としてのユニバーサルバンキング制度を前提としたものになっており、諸外国では貸出資産の市場化と分層化が進展している実態を整理する。第Ⅴ節は、そのような世界の中で1990年代の金融危機対応のために、日本ではリスク管理と分散に関して国際標準よりも慎重な規制運用がなされてきた点を指摘し、必要な対応策についての具体策を提示している。その上で第Ⅵ節では、世界的金融危機以降の理論的發展をも踏まえて、国際標準となっているユニバーサルバンキング制度に、現行制度内で実質的かつ円滑に移行するために取るべき現実的ステップを論じる。最後に第Ⅶ節では、銀行の持つ信用リスクを金融市場全体で最適配分する制度への速やかな進展が、信用創造力と金融政策の有効性を高め、日本経済の成長と金融市場の国際競争力強化につながるという本提言の政策的意図を述べている。

II. 提言要旨：金融制度の国際的機能等価性の確保

「グローバルに通用する金融システムの整備に向けて」

提言要旨：金融制度の国際的機能等価性 = 信用リスクの市場分散と長期成長資金供給

- ・ 成長戦略の視点から、実情に合わせた**各国独自の金融規制運用**が国際的潮流 ⇒ 過剰流動性の**長期資金供給**への転換
- ◎ **ファイアーウォール規制**：情報遮断から情報共有を前提とした**利益相反・モラルハザード監視高度化** ⇒ **制度進化の糸口**
- ・ 米国に準じた、GSIBs・中小金融機関への**資本要件緩和**
- ・ EU/UKに準じた、中小企業融資の**リスクウエイト(0.7619)**の適用
- ・ 融資と株式の間の**トランシュを分けた市場**の育成 ⇒ 豊富な銀行預金が、貸出以外のチャネルで、リスク分散の上 ⇒ **市場参加者の合理的行動の結果、長期成長資金**として供給されるシステムへの移行
- ◎ **証券化商品のRWA削減を定量基準で認可** ⇒ **銀行による債権流動化の進展**
- ◎ **金融危機時からの実質責任重視の規制運用** ⇒ **証券化推進の制度環境整備**
⇒ **利益相反・モラルハザード監視高度化・情報化によるリスク分散・市場評価システムへの移行**
- ◎ 「貯蓄から投資へ」 ⇒ **ハイイールド・ボンド市場(シニア・メザニン・エクイティ)・社債市場、育成が不可欠**
- ・ 業態間連携を前提に、**金融市場全体の横断的監督体制整備**
- ◎ **経済成長の源=新技術=リスク** **銀行のリスク負担には構造的限界** ⇒ **市場全体でのリスク分散・負担** ⇒ **貯蓄から投資へ**

地政学的環境が激変する近年、世界的には金融制度に関しても成長戦略の視点から、各国の金融構造に即した規制運用が志向される傾向が強まっている。具体的には、市場を通じて流動性を長期資金供給へと転換し、経済成長を促進する制度運用である。経済成長の源泉は新技術であり、その社会実装には本質的にリスクが伴う。銀行は預金保険によって国家保証された流動性の高い負債を基盤とする金融仲介機関であり、その資本制約や流動性制約の下では、長期かつ高リスクの集中負担には構造的な限界がある。このため、信用リスクを銀行のバランスシート内に集中的に留める構造の下では、金融システム全体としてリスクテイクが抑制されやすく、成長分野への長期資金供給が十分に行われにくい状況が生じる。これは個々の銀行の姿勢や判断の問題ではなく、銀行中心型金融システムに内在する構造的制約の帰結である。金融システムの安定性を前提としつつ、成長資金供給を拡大していくためには、信用リスクを銀行のみが負担する構造から、資本市場を含むより広い主体に分散させる仕組みが機能的に確保されていなければならない。そのためには、市場全体で広くリスク負担できる環境を整え、銀行貸出の証券化を通じて、過剰な預金を長期成長資金として循環させる体制の構築が必要である。その過程を通じて貯蓄から投資への動きが実質的に進展する。

・金融の本質としてのリスク分散－理論的基礎

本提言は、金融の本質はリスク分散機能にあるという、金融理論の発展過程において一貫して共有されてきた基本命題に依拠している。

Arrow および Debreu は、不確実性下の一般均衡理論において、将来状況ごとの請求権 (state-contingent claim) が取引可能である場合、リスクは価格を通じて効率的に分散

されることを示した。⁴⁾Arrow は証券市場の役割をリスクの最適配分装置として定式化し、Debrue は不確実性下一般均衡理論を整備した。全ての将来状態について市場が存在するならば、リスクは最も負担能力の高い主体に移転され、社会全体の構成は最大化される。

Lucas は完全市場の下ではリスク共有が個々の消費変動を平滑化し、資源配分とマクロ安定性が同時に達成されることを示した。⁵⁾Fama は市場価格が分散した情報を集約する機能を持つことを理論化し、価格がリスクと期待収益を反映するメカニズムを明らかにした。⁶⁾さらに、Tobin は、投資家が安全資産とリスク資産を組み合わせるポートフォリオ選択を通じてリスクと収益を調整する枠組みを示し、金融市場がリスク許容度の異なる主体間でのリスク配分を可能とすることを明らかにした。⁷⁾これらの理論に共通しているのは、リスクが市場で分散可能であるならば、特定主体への集中は効率的でないという点である。

Modigliani と Miller は、モディリアーニ・ミラー命題を通じて、完全市場の下では企業内部にリスクを固定化する必然性がないことを示した。⁸⁾投資家が市場で自由にポートフォリオを再構成できるならば、企業の資本構成は企業価値に影響しない。この命題はリスクが市場で再配分可能であるという前提の上に成立している。さらに、Fama の効率的市場仮説は、市場価格が利用可能な情報を反映するならば、リスクは価格を通じて合理的に分担されることを理論化した。分散投資により個別リスクは消滅し、残るのは市場リスクのみであるという整理は、リスクを特定主体に集中させるのではなく、市場を通じて分散・価格付けする制度設計が効率性の条件であることを示している。

しかし、現実の金融市場は完全市場ではない。情報非対称性、モラルハザード、資本制約が存在する。Diamond が示したように、銀行は分散した投資家に代わり、情報を生産し、モニタリングを行うことで信用供給を可能にする。⁹⁾Holmstrom と Tirole は、資本制約が存在する場合、信用供給は仲介者のバランスシートに依存することを理論化した。¹⁰⁾つまり、リスクは分散されない限り、仲介者の資本制約が経済全体の制約へと転化する。さらに Allen と Gale は、金融システムの構造がショックの伝搬経路と安定性を規定することを理論化した。¹¹⁾銀行中心型構造と市場中心型構造はそれぞれ異なる安定特性を持ち、リスクがどこに集中するかによって、金融安定は規制の強弱のみならず、リスク配分構造そのものに依存する。

・リスク分担構造と信用創造理論

これらの金融理論が一貫して示してきたのは、リスク分散が厚生を高め、経済の安定性と資源配分の改善に資するという点である。他方で、その知見は多くの場合、分散が「な

⁴⁾ Arrow(1964), Debreu(1959).

⁵⁾ Lucas(1978).

⁶⁾ Fama(1970).

⁷⁾ Tobin(1958).

⁸⁾ Modigliani and Miller (1958).

⁹⁾ Diamond(1984).

¹⁰⁾ Holmstrom and Tirole(1997).

¹¹⁾ Allen and Gale(2000).

される」ことを前提として構成され、分散が実際にどのような制度構造によって継続的に実現されるのかという制度設計問題は、信用創造の理論的枠組みの中心には据えられてこなかった。本提言の視点は、信用創造を流動性供給の増加としてではなく、リスク分散を制度として確立し機能させる仕組みーリスク分散構造とそれを担保する制度設計ーによって規定されるシステムの能力としてみる点にある。これは既存理論の規範的含意を、現実に稼働する信用創造システムの理論として社会実装するための具体的ステップの提言である。

銀行は情報生産に比較優位を有するが、必ずしも信用リスクの最終負担に比較優位を有するとは限らない。従って、制度設計の課題は、銀行が生産した情報を保持したまま、信用リスクを市場へと接続し、リスク許容度の異なる主体に分散する構造を構築する点にある。もし制度が銀行に情報生産と同時にリスクの集中保有を強いるならば、資本制約は必然的に信用供給制約となる。逆に、情報を保持したままリスクを市場へ接続できる制度が整備されれば、資本制約の歪みは緩和される。リスクを排除するのではなく、適切に分担して価格付けする市場構造を整備することこそが、現実に即した信用創造理論に整合的な制度設計である。

日本の制度は、この理論的分業構造が十分に制度化されていない点に特徴がある。本提言の、信用リスクの市場分散及びSRTを通じた実質的リスク移転の明確化は、規制緩和ではなく、主流の金融理論に整合的なリスク配分構造を制度的に実装する試みである。銀行の責任を免除するものではなく、情報生産機能とリスク負担機能を分離し、それぞれが最も効率的に機能する制度環境整備が目的である。

従来の信用創造論は主として銀行の流動性変換機能に焦点を当ててきた。しかし信用創造の本質は流動性供給それ自体ではなく、信用リスクを社会の中で分担する制度構造にある。本提言はこの観点から、信用創造をリスク分担構造として再定式化する理論的枠組みを基礎として、現実的な制度進化の道筋を示すものである。

・日本の金融危機とリスク感の転換

1990年代の日本の金融危機は、単なる景気循環や資産価格の過剰変動ではなく、日本の金融制度に内在していたリスク配分構造の限界を露呈させた歴史的事象であった。信用リスクが銀行部門に集中し、土地価格の上昇を前提とした貸出構造が崩壊したとき、その損失は銀行の自己資本を直接毀損し、金融仲介機能が危機に直面した。

この経験は、「リスクを分散する危険性」ではなく、「リスクが十分に分散されていなかった」帰結であった。しかし、制度的対応は、リスクの集中構造を修正する方向ではなく、危機対応として銀行内部での厳格な管理と実質責任の強化へと向けられた。その結果、日本の金融制度は安定性を最優先する枠組みとなり、信用リスクを市場へ移転する制度的発想は長らく抑制されてきた。この転換は歴史的な文脈の中では合理的であったと思われる。金融危機直後に求められたのは市場拡大ではなく、信頼回復だったからである。しかし、危機対応を意図した制度運用が長期に固定されると、それは技術進歩と経済構造の変化に対して硬直的に作用する可能性がある。

金融とは、不確実性を排除する制度ではなく、それ社会的に引き受け、再配分する制度である。危機後の日本では、金融システム安定性を最優先する規制運用の下でリスク削減と自己資本増強が強調されてきた。しかし、成長とは本質的に不確実性への挑戦であり、リスクを完全に排除する社会は、同時に成長機会をも抑制する。

本提言による信用リスクの市場分散は、危機以前の過度な拡張の回帰ではない。それは、危機後に確立された安定基盤を前提としつつ、リスクを銀行内部に固定する構造から、負担能力に応じて社会全体で分担する構造へと進化させる試みである。安定と成長は対立概念ではなく、リスク配分構造の設計次第で両立可能である。

1990年代の危機から、日本は「リスク集中の危険」を学んだが、次の時代に求められるのは、「リスクをどのように分担するか」という問いである。制度が歴史的経験に縛られ続けるとき、過去の危機は将来の成長機会を制約する。危機の教訓を固定化するのではなく、それを基礎とした進化が求められる。

・「国際的機能等価性」

本提言で用いる「国際的機能等価性」とは、制度形式の同一化を意味するものではなく、異なる制度的枠組みの下でも、金融仲介・リスク分散・成長資金供給という機能が国際的に同等に発揮されている状態を指す概念である。金融制度は歴史的経緯を背景に国ごとに違いがあるが、技術進歩、環境変化に対応した上記機能の効果的な発揮という目的は同一である。多様な制度的試行を重ねてきた諸外国の経験を参照しつつ、日本の制度環境に適合した形で金融機能を進化させていくことが、過去三十年間さまざまな制度改革が行われてきたにもかかわらず基本構造の変化が限定的であった日本の金融制度の課題である。

国際的に見て、日本の特徴的な規制の一つは、銀行・証券・保険の金融市場における情報遮断を中核とするファイアーウォール規制である。この規制は、利益相反およびモラルハザードの防止を目的として、一定の役割を果たしてきた一方、金融市場全体としての長期資金供給の在り方との関係について検討すべき課題である。情報技術の進展や金融グループの業務高度化を踏まえると、情報遮断を前提とした規制運用については、監督の実効性や持続性の観点から、監督手法の在り方を再整理する必要性が生じつつある。今後は、情報遮断から情報共有を前提とした規制体系への重点移行が求められる。

国際的には、ファイアーウォール規制の目的を情報遮断そのものに求めるのではなく、情報を把握した上で、その使われ方の監視・検証を通じて、利益相反およびモラルハザード管理の精度を高める方向での運用が広がっている。各業態が有する情報は、適切な統制の下で活用される限り、監督精度向上に資する重要な監督資源として位置付けられる。情報技術の進展を踏まえると、情報遮断を前提とした規制運用は実効性や持続性の観点から課題が顕在化しつつある。今後のファイアーウォール規制については、情報の遮断・共有の二分法ではなく、情報技術の進歩に対応した監督精度向上の観点から、情報の把握・管理・検証の在り方を精緻化する方向での運用の高度化が検討されるべきであろう。

情報共有を前提とした利益相反・モラルハザード監視が主流となれば、各業態の持つ情報は有効な監督資源であり、ファイアーウォール規制の本来の目的に資するものとして活用できる。情報技術進歩に対応した監督精度向上の手段として、情報自体の移動禁止か

ら、その使われ方を把握・監視する規制の高度化により、情報生産機能を担う金融市場全体の効率性向上が期待され、金融制度全体の進化の糸口になると思われる。

以下、必要となる主要な制度対応を整理する。第一に、米国に準じた GSIBs や中小金融機関に対する資本要件運用の精緻化である。第二に、EU や英国に準じた、中小企業向け融資に係るリスクウェイトの国際的に整合的な調整の適用と、国内銀行に課されているバーゼル規制上の上乗せ運用の見直しである。第三に、豊富な銀行預金が貸出以外のチャンネルを通じて、信用リスクを分散した形で長期成長資金として供給される金融構造への移行である。このためには、融資と株式の間に位置するトランシュを分けた市場の育成が必要となる。

その際、銀行に債権流動化の合理的動機を付与するため、証券化商品の RWA (Risk Weighted Assets) の削減を伴う SRT (Significant Risk Transfer) について、一定の定量指標を参照しつつ、監督判断の予見可能性を高める運用の明確化が必要である。これはバーゼル III の出力フロア対策としても各国で導入が進んでいる枠組みである。

より根本的な証券化推進の制度環境整備としては、金融危機時に形成された実質責任を重視する規制運用を前提としつつ、利益相反・モラルハザード監視の高度化と情報化を通じて、リスク管理体系を市場ベースのリスク分散・評価システムへ進化させる必要がある。「貯蓄から投資へ」の実現のためには、ハイイールドボンド市場（シニア・メザニン・エクイティ）や社債市場の育成が重要となる。更に、これらの新たな業態間連携を前提とする金融市場全体の横断的監督体制を整備することで、市場を通じた信用リスク分散を安定的に機能させる制度基盤が形成される。

III. 国際比較

次に、国際比較を通じて世界主要国の金融制度の概要を見ておきたい。

国際比較：米国 **制度を維持しつつ柔軟運用**

- ・ **バーゼルIII適用緩和(Tailoring Rule)**
 - ⇒ 2019年より中小金融機関には、規模、活動範囲を4区分(総資産1000億ドル未満で緩和)で、資本規制、流動性規制、ストレステストの負担軽減。海外業務のない地方銀行ほど負担軽減
 - ⇒ CBLR(Community Bank Leverage Ratio: Tire 1 資本比率8~9%)で RW計算・LCR・ストレステスト免除 ⇒ 実務負担軽減 ⇒ 融資余力
 - ⇒ 「予測可能で簡素な制度が成長を促進」 ⇒ 見かけは厳しくとも実効的資本拘束力は柔軟化
- ・ OCC,FRB,FDICは**銀行資本規制(SLR)緩和**(2026年4月1日発効)
 - ⇒ 米国GSIBsの資本要件を5%から3.5%~4.5%に、銀行子会社についても6%から3.5%~4.5%に引き下げ 約30兆ドル規模の市場仲介機能に対する過度な制約の緩和で、仲介能力の支援・回復を意図
 - ⇒ 金融市場の貸出・仲介能力 = 国際競争力を左右する重要な基盤
- ・ **ファイアウォール規制 = 23A・23B ⇒ 系列会社への過大融資を抑制 ⇒ 銀行証券の協働可能**

23A	{	取引限度 = 銀行資本の 10%以内 、全系列会社との取引合計20%以内	実質的ユニバーサルバンキング
		担保要件 = 銀行が額面の 100~130% を確保	
23B	{	アームスレングス原則 = 利益相反や系列会社への便宜供与禁止	リスクテイク力強化
		証券子会社への金利は市場金利以上、価格は公正市場価格 第三者との取引と同等かそれ以上に銀行に有利な条件が必要	
- ・ **Volcker Rule** (自己勘定取引とHF,PEへの投資禁止) 制度を維持しつつ2020年より運用・監督は大幅緩和
銀行は市場取引やプライベートファンド投資を幅広く行える状態、小規模銀行にはほぼ完全免除
- ・ **CLO(Collateralized Loan Obligation)市場**:
銀行がオリジネートした貸出をプールし、リスク層別に再販売 米国では1兆ドル市場

・ 米国：制度を維持しつつ、柔軟運用

米国では、基本的制度を維持しつつ、様々な面で変化に対応した規制の柔軟な運用を行っている。¹²⁾まず、バーゼル III の適用には2019年より Tailoring Rule と呼ばれる適用緩和措置が取られている。これは中小金融機関をリスク・規模・国際性に応じて4カテゴリーに分類し、資本規制、流動性規制、ストレステストの負担軽減措置が適用される制度で、総資産1,000億ドル未満の銀行や海外業務のない地方銀行ほど負担が軽減される措置が導入されている。また、Tier 1 資本比率が8~9%の地方銀行にはCBLR(Community Bank Leverage Ratio)が適用され、RWA(Risk Weighted Asset)計算、LCR(Liquidity Coverage Ratio)、ストレステストが免除され実務負担が軽減されて融資余力を生んでいる。このように明示的な制度導入により、予測可能で簡素な制度が成長を促進するとの考え方を基に、見かけは厳しくとも実効的資本拘束力は柔軟化させている。

更に、OCC、FRB、FDIC は2025年12月1日に、市場機能と金融仲介能力への影響を考慮しつつ、米国のグローバルに活動する銀行の資本規制を調整するため、強化補完的レバレッジ比率(Enhanced Supplementary Leverage Ratio: eSLR)の見直しを発表した。¹³⁾最終規則では、米国GSIBsのeSLR要件が5%から3.5~4.5%へ、銀行子会社についても6%から3.5~4.5%へ引き下げられており、約30兆ドル規模に及ぶ国債・レポ等を含む金融市場における仲介機能に対する過度な制約を緩和し仲介機能を支えることが意図されている。¹⁴⁾こ

¹²⁾ Federal Reserve Board(2019)/FDIC, Federal Reserve Board and OCC(2019)/Federal Reserve Board(2020)。

¹³⁾ Federal Reserve Board(2025)。2026年4月1日発効。

¹⁴⁾ FRB のボウマン副議長は、この見直しについて、補完的レバレッジ比率が米国債市場やレポ市場を含む大規模市場における仲介活動の余地を制約してきた点を指摘している。Bowman, (2025)。

の背景には、金融市場における仲介能力が、国債市場を含む主要市場の流動性や価格形成機能を左右し、その結果として市場の厚みや安定性が変化し、国際的な資金取引や金融活動がどの市場を拠点として行われるか、という競争条件に影響を与え得るとの認識があると考えられる。¹⁵⁾

ファイアーウォール規制については、銀行持株会社制度の下で系列会社への過大融資を抑制しつつ銀行証券の協働を可能として実質的にユニバーサルバンキングを可能とする、23A、23B と呼ばれる規制が適用されている。¹⁶⁾ 23A とは取引限度を銀行資本の10%以内、全系列会社との取引合計の20%以内とし、銀行が額面の100~130%の担保を確保することを要件とする。23B はアームスレングス原則であり、利益相反や系列会社への便宜供与禁止、証券子会社への金利は市場金利以上、価格は公正市場価格でなくてはならず、第三者との取引と同等かそれ以上に銀行に有利な条件が必要、とするものである。制度的枠組みを維持したまま、ワンストップ金融サービスが提供できる実質的ユニバーサルバンキング制度が実現している。

これに加えて、銀行の自己勘定取引やヘッジファンドやプライベートエクイティとの取引を禁止したボルカー規制 (Volcker Rule) も、2020 年以降制度は維持しながらも運用・監督は大幅に緩和され、規制範囲を限定して自己勘定取引の判定基準を縮小し、銀行は市場取引やプライベートファンド投資を幅広く行える状態になっている。¹⁷⁾ トレーディング資産が10億ドル未満の銀行はボルカー規制の多くが適用外で、米国の地方銀行や地域銀行は事実上 Prop・ファンド投資規制から自由で、銀行が GP (General Partner) や LP (limited Partner) としてリスクを取ることができる状態である。中小企業向け貸出活性のため小規模銀行には事実上免除して、建付けは維持しつつ実務を柔軟にしたハイブリッド型ルールであり、役員兼任や情報共有も可能でリスクテイク力の強化が図られている。

また、銀行がオリジネイトしたレバレッジド・ローンプールし、リスク階層別に再販売する CLO (Collateralized Loan Obligation) 市場が1兆ドル規模に拡大している。¹⁸⁾

米国金融制度は形式的には1990年代に日本が導入した業態別金融子会社方式と同一であるが、その後大幅な改革を繰り返して、形式的な制度を維持しつつ規制の柔軟な運用により、実質的にユニバーサルバンキング制度として機能している。この点で日本も同様の対応が可能なモデルである。

¹⁵⁾ eSLR 見直しは、金融安定を前提としつつ、市場機能や仲介能力が国債市場を含む金融インフラの競争力を左右し得るとの認識に基づき、制度の枠組みを維持したまま規制運用の精度を高めた事例として受け止められており、規制の形式ではなく機能に着目した対応の重要性を日本に示唆している。

¹⁶⁾ Federal Reserve Act § § 23A-23B, as amended; Regulation W, 12 CFR Part 223 (Federal Reserve Board, final rule 2014).

¹⁷⁾ Federal Reserve Board et al., (2020), *Volcker Rule-Revisions to the Proprietary Trading and Covered Funds Restrictions*, Final Rule (Federal Register).

¹⁸⁾ SIFMA, 2023; Federal Reserve Board, 2023; BIS, 2023; Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) (2023).

EU/UK: 伝統的にユニバーサルバンキング

- ・バーゼル規制にSMEサポートファクター導入 ⇒ SME向け融資のRW=×0.7619(23.18%減)
- ・銀行規模ではなく、融資先に着目
- ・金融規制を経済成長政策の一環として運用 ⇒ バーゼル委員会も容認
- ・ファイアウォール規制:ユニバーサルバンキング方式で原則自由/自主規制が柱/UKはリングフェンス
- ・バーゼルIIIを基盤としながら、目的別(中小銀行/中小企業)に制度をチューニング
- ・STS(Simple, Transparent and Standardized)証券化制度
⇒ 銀行貸出のトランシュ化を標準化・透明化し、資本要件を軽減。欧州委員会が主導
- ・UK: PRA(Prudential Regulation Authority)がOriginate-to-Distributeモデルを奨励
リスク分散を重視したローン販売市場を制度化

シンガポール: 米国の金融持ち株会社や、EUのユニバーサルバンキング制度と類似

- ・銀行本体が証券子会社や保険子会社を保有し、グループ内で包括的金融サービスを提供
- ・シンガポール通貨庁は、銀行、証券、保険業務を一体で規制・監督
- ・Co-lending / Co-investment制度: 銀行がGPまたはメザニンファンド出資者として関与可能
銀行預金資金が間接的に長期リスク資金に転換

韓国: 実態としてユニバーサルバンキングに近い

- ・バーゼルIIIを導入しながらも、柔軟対応。中小行は簡素型適用。中小企業支援には政策金融との補完体制
- ・政策金融・民間銀行共同トランシュ投資モデル: 政策金融と民間銀行が共同でオリジネートし、トランシュ別に分担投資。銀行(シニア)、KDB(メザニン)、KIC(エクイティ)を保有。政府保証やリスクシェア契約を併用し、貸出拡大

中国: 完全統合型ユニバーサルバンキング 「銀行資金を直接金融に接続し、社会資本を多層的に動員する」

- ・形式的な国際規制を遵守しつつ、国有銀行として国家主導の裁量運用の併存
- ・銀行・信託・証券・保険の資産管理商品を統一ルールで監督。ファイアウォール情報遮断規制はない
- ・実態は銀行オリジネーション・トランシュ分担制度 パーゼル規制は他諸国と同様の影響を持たない

・EU/UK: 伝統的にユニバーサルバンキング

元々ユニバーサルバンキング制度下にあり、銀行・証券・保険間の垣根問題はない。金融規制を経済成長政策の一環として運用しており、バーゼル規制には銀行規模ではなく融資先に着目した規制を導入しており、SMEサポートファクターとして、一定の中小企業向けエクスポージャーについてリスクウェイトを係数(0.7619)により調整する枠組み(23.18%減)が導入されており、バーゼル委員会もこれを容認している。¹⁹⁾

ファイアウォール規制については、元々ユニバーサルバンキング方式であるため原則自由で自主規制が柱となっている。バーゼルIIIを基盤としながら、中小銀行や中小企業などの目的別に制度の緩和調整が行われている。²⁰⁾証券化制度に関してはSTS(Simple, Transparent and Standardized)を原則として、欧州委員会が主導して、銀行貸出のトランシュ化を標準化、透明化し、資本要件を軽減する対応などが行われている。²¹⁾出力フロア対策として、SRT(Significant Risk Transfer)を利用したRWA軽減措置が進んでいる。²²⁾

英国では銀行内で預金決済部門と投資銀業務を切り離すリングフェンス方式が採用されており、情報遮断ではなく機能分離を重視した制度となっている。²³⁾PRA(Prudential Regulation Authority)がリスク分散を重視したローン販売市場を制度化し、Originate-to-Distributeモデルを奨励している。²⁴⁾

¹⁹⁾ European Parliament & Council of the European Union (2013), European Commission (2016), Basel Committee on Banking Supervision (2017).

²⁰⁾ European Commission (2014).

²¹⁾ European Commission (2015), European Parliament & Council of the European Union (2017).

²²⁾ European Banking Authority (2021), European Commission (2021).

²³⁾ UK Parliament (2013), Prudential Regulation Authority (2014).

²⁴⁾ Bank of England (2018), Prudential regulation Authority (2019).

・シンガポール：米国の金融持株会社やEUのユニバーサルバンキング制度と類似²⁵⁾

銀行本体が証券子会社や保険子会社を保有し、グループ内で包括的金融サービスを提供している。シンガポール通貨庁は、銀行、証券、保険業務を一体で規制・監督を行っている。Co-lending や Co-investment 制度があり、銀行が General Partner（運用者、無限責任パートナー）またはメザニンファンド出資者として関与することができ、銀行預金資金が間接的に長期リスク資金への転換が可能になっている。

・韓国：実態としてユニバーサルバンキングに近い²⁶⁾

バーゼル III を導入しながらも、中小銀行には簡素型が適用される形で柔軟に対応している。商業銀行が証券会社をグループ内に所有し (FSHC (Financial Service holding Company) モデル)、証券会社がプライベートクレジット・PE (Private Equity) 業務に深く進出し、保険会社も銀行・証券・資産運用を広く展開している。ガバナンス・情報共有の規制も日本より遥かに緩い運用がなされている。中小企業支援には政策金融との補完体制が整えられている。政策金融・民間銀行共同トランシュ投資モデルは、政策金融と民間銀行が共同でオリジネイトし、トランシュ別に分担投資をするスキームで、銀行がシニア部分を、KDB (Korea Development Bank) がメザニン、KIC (Korea Investment Corporation) がエクイティを保有するシステムで、政府保証やリスクシェア契約を併用して貸出を拡大している。

・中国：完全統合型先端的ユニバーサルバンキング²⁷⁾

中国では、形式的には国際的な銀行規制枠組みを参照しつつも、銀行資本を市場性金融や長期投資に接続し、社会資本を多層的に動員する制度運用が国家戦略と一体的に設計されている。銀行、証券、保険、資産運用、トラスト、FinTech、政府系資産管理会社 (AMCs) 等が、統合的な監督の下で相互補完的に機能しており、実態としては強いユニバーサルバンキング的構造を有している点に特徴がある。銀行・信託・証券・保険の資産管理商品を統一的ルールで監督している。実態は銀行オリジネーション・トランシュ分担制度である。情報遮断によるファイアーウォール規制は制度上採用されていない。中国の銀行は国有であり国家資金を基礎としているため、バーゼル規制は他諸国と同様な拘束力を持っていない。もちろん、これには負の側面もあり得るが、この特殊な金融制度が中国の成長の一要因でもある。

²⁵⁾ 参考文献【Singapore: Financial System】参照。

²⁶⁾ 参考文献【Korea: Financial System】参照。

²⁷⁾ 中国の金融制度は国有銀行・政府系主体の役割が大きく、バーゼル規制の拘束力や市場規律の作用は他国と異なる側面を有する点には留意が必要である。参考文献【China: Financial System】参照。

IV. ユニバーサルバンキング前提の国際的金融規制

国際的銀行規制はユニバーサルバンキング制度前提 ⇒ 貸出資産の市場化・分層化進展

- ・ パーゼルIII 出力フロア(内部モデルのRWAが標準的手法の72.5%以上)2030年迄に段階適用
- ⇒ 過度に楽観的な内部モデルを抑制 ⇒ 不動産融資に影響 ⇒ 資金供給力の下押し要因
- ⇒ 預金の中核の金融構造 ⇒ 銀行貸出規制強化は諸外国に比して不利
- ・ 金融市場全体としての国際的規制環境下で、預金・短期貸出中心の日本の金融システムに不利
- ・ 1200兆円の預金が出出以外の長期成長資金として供給される代替的ルートが必要
- ・ リスクを負担する規制外のPE/ファンドの急成長 ⇒ この分野のリスク増は国際的懸念
- ・ 長期成長資金供給力増加 ⇒ 貸出、社債、PEファンド、保険、のリスク分担組み合わせ

パーゼルIII出力フロアの資本制約強化を受け、各国では銀行の貸出資産を市場化・分層化し、非銀行資金を動員する制度改革が進展している ⇒ 国内対策として可能なSRTによるRWAの引き下げで対応

国際
モ
ニ
タ
リ
ン
グ

- ・米国: CLO市場:銀行ローンを証券化し、PE・保険参入。バランスシート外でPE/Private creditに出資
- ・欧州: Covered Bond/ABS:年金・保険資金が長期投資。銀行本体が直接Private fund組成
- ・シンガポール: 銀行は自らGeneral Partnerとしてファンドを持ち、規模制限+投資家保護開示を条件に認可
- ・韓国: 政府信用補完で中小企業向け市場育成
- ・中国: 銀行と非銀行の境界を政策目的で意図的に曖昧化、国家資本バッファーで出力フロアの影響は限定的

業態間協業

1. 銀行が貸出をオリジネート(企業融資)
2. 貸出債権をSPC/信託/ファンドへ移転
3. トランシュ分け(シニア・メザニン・エクイティ)
4. PE がメザニン、証券が販売、保険がシニア債を保有
5. リスク分散と資金循環で銀行の新規融資余力拡大

ファイアウォールの情報遮断からリスクインセンティブ遮断への移行で管理

パーゼル III では、過度に楽観的な内部モデルを抑制するため、内部モデルの RWA が標準的手法の 72.5%以上に設定される出力フロアが 2030 年迄に段階的に導入される。国際的には、最終的な規制基準であっても、実体経済や信用供給への影響を考慮しつつ、段階的導入や一定の調整措置を組み合わせる対応が取られている。²⁸⁾ 銀行貸出規制の強化は、預金・短期貸出が中心の日本の金融構造において、相対的に大きな影響を及ぼす可能性があり、とりわけ不動産融資などへの影響が指摘されている。このような環境下、わが国金融市場の国際競争力強化に向けては、日本銀行統計において約 1,200 兆円規模に達する預金のうち、流動性規制等の下で低リスク資産に滞留し、貸出や成長資金に十分転換されていない資金を、資本市場等のルートを通じて長期成長資金へと還流させる仕組みの構築が重要である。仮に、当該資金の数%が継続的に成長分野へ循環するだけで、年間ベースで数十兆円規模の成長資金供給を創出し得る潜在力を有している。

国際的には、規制外主体であるプライベートエクイティやクレジットファンドが急速に拡大しており、そのリスク増大は国際的な論点になっている。一方、日本ではこうした分野は未だ限定的で、近年海外ファンドの参入が増加しつつある段階にある。国内ではこの点で保守的な面があり、低リスク資産として滞留する預金を活用した長期成長資金供給力増加は優先度の高い課題である。そのためには、貸出、社債、PE ファンド、保険等の複数の金融チャネルが信用リスクを分担しつつ、長期資金供給を行う金融構造の構築が必要である。わが国金融市場の国際競争力強化に向けては、制度対応の遅れは、国内で創出される成長機会が海外市場に流出する構造を固定化させる可能性がある。

²⁸⁾ 例えば EU では、パーゼル III 最終化における出力フロア (Output Floor) を原則として受け入れつつ、信用供給への影響を考慮した段階的導入および一部調整措置を伴う形で法制化している。European Parliament and Council (2024)。その政策的背景については European Commission (2021) を参照。

バーゼル III 出力フロア等の資本制約強化規制を受けて、EU や米国を中心に銀行の貸出資産を市場化・分層化し、非銀行資金を動員する制度対応が進展している。その一つが SRT (Significant Risk Transfer) に基づく RWA (Risk Weighted Assets) の低減であり、各国独自で可能な対応策として進められており、日本でも積極的に検討・推進すべき重要な制度運用上の選択肢である。

国際的に見ると、米国では CLO 市場が拡大しており、銀行ローンを証券化し PE や保険が参入していると同時に、2020 年以降のボルカー・ルール緩和を受けて、PE や Private Credit への出資が増加している。

EU では資本消費の比較的小さいカバードボンド (Covered Bond) や ABS に年金・保険資金が長期投資し、銀行本体はクレジット、インフラ、PE 分野のプライベートファンド Private Fund (Credit/Infra/PE) を組成することで、信用リスクをオフバランス化し、銀行バランスシートの資本効率を高めるモデルが定着している。

シンガポールでは、銀行が自ら GP (General Partner) としてファンドを持ち運営することが、規模制限と投資家保護開示を条件に認可されている。

韓国では、政府信用の補完で中小企業向け市場を育成する政策が採られている。

中国では銀行と非銀行の境界を政策目的で意図的に曖昧化、内部モデル自体が国家資本バッファーに基づいており、出力フロアの影響を受けない構造になっている。

このように出力フロアを含む国際的銀行規制強化は、既にユニバーサルバンキングとなっている世界の金融制度を前提に進められており、各国とも銀行融資以外のルートでの資金供給力の拡大を志向している。この点で、ユニバーサルバンキング制度への制度対応が十分に進んでいない日本の金融制度は、相対的に不利な環境に置かれている。これに対応するためには、業態間協業を進めて、金融市場全体としての新規融資余力を拡大する必要がある。

具体的には、第 1 に銀行が企業に融資して貸出をオリジネイトする。第 2 に、貸出債権を SPC や信託、ファンドに移転する、第 3 に、貸出債権をシニア、メザニン、エクイティに分層化する。第 4 に、プライベートエクイティ (PE) がメザニン部分を引き受け、証券が販売機能を担い、保険がシニア債を保有するという役割分担を行う。その結果として第 5 に、これらを通じて信用リスク分散と資金循環を両立させ、銀行の新規融資余力を拡大する金融構造を形成する必要がある。

このような仕組みを機能させる前提として、ファイアーウォール規制については、情報遮断を中心とする考え方から、利益相反およびリスクインセンティブを監視・遮断する枠組みへの重点移行が望まれる。

V. 日本：リスク管理・分散に慎重な規制運用

日本：1990年代の金融危機 ⇒ リスク管理・分散に慎重な規制運用

- ・ バーゼルIII、国内基準行にもほぼ同等の規制
- ・ 中小企業向けRWA(リスクウエイト)100% ⇒ CBLR やSMEサポートファクターのような軽減措置なし
- ・ 地銀もストレステスト実施 ⇒ 成長戦略の視点からの柔軟対応(Tailoring Rule)が必要
- ・ ファイアウォール規制(情報遮断 ⇒ 情報共有)：情報遮断規制は国際的に例外。利益相反監視が国際標準
⇒ 情報生産業としての金融業の発展と矛盾 ⇒ 規制の実効性・透明性は疑問
⇒ 金融危機の経験に基づく貸手責任論からの進化が必要 ⇒ 過去の問題は情報・透明性不足
⇒ 銀行の情報優位性を可視化、透明化、共有化 ⇒ 国際的共通課題、解決法共有
⇒ (国際標準：リスク共有義務・ローンレベル開示標準化・第三者監督、データ共有)
- ・ バーゼルIII：銀行の証券化が実質的リスク移転と認められない限り、RWA削減は認められない/5%保持ルール
EU： 定量的SRT (Significant Risk Transfer)基準 ⇒ 市場化を想定した監督判断型のSRT制度
日本：

{	証券化してもリスク移転(SRT)として扱われない ⇒ 証券化の進展なし
	⇒ 定量基準なし ⇒ ケースバイケース審査 SPCは連結対象でオフバランス不可
	⇒ 証券化商品のRWA削減を定量基準で認可 ⇒ 銀行の合理的行動による債権流動化
- ・ 証券化の利益相反・モラルハザードは各国共通課題 ⇒ 1990年代の金融危機対応から日本は特に厳しく規制
⇒ 貸手責任論から、市場に評価を委ねる国際標準のシステムへ ⇒ 金融市場の拡大・活性化

日本では、バーゼル III の適用において、国内基準行に諸外国で採用されているような緩和措置 (Tailoring Rule) は適用されていない。中小企業向け RWA も 100%とされており、米国の CBLR や EU の SMC サポートファクターのような軽減措置は導入されていない。地方銀行にもストレステストが実施されている。こうした運用は健全性確保の視点から理解可能である一方、成長戦略の視点からは、銀行の規模や業務特性、融資先特性を踏まえた柔軟な規制運用 (Tailoring Rule) を検討する余地がある。

情報遮断によるファイアウォール規制は国際的に限定的である。情報技術が飛躍的に進展する現在において、情報遮断を前提とした規制運用は、実効性や持続性の観点から課題が顕在化しつつある。国際標準は情報共有を前提としつつ、利益相反とモラルハザードを監視・抑制する規制体系に移行している。

情報遮断は情報生産業としての金融業の発展と矛盾し、規制の実効性や透明性には疑問が残るため、行政の継続性の観点から規制の高度化を目指す自然な形での段階的移行が望ましい。そのためには、金融危機の経験に基づく貸手責任論から、金融技術進歩を踏まえた規制の進化・高度化が必要である。過去の問題の本質は信用リスクそのものではなく、情報と透明性の不足にあった。銀行の情報優位性の可視化、透明化、共有化は国際的共通課題であり、解決方法も共有されつつある。リスク保持義務、ローンレベル開示標準化、第三者監督、データ共有基盤の整備など、国際的に標準化された枠組みを導入する必要がある。

バーゼル III の出力フロア対応としては、EU などで対応が進んでいる SRT (Significant Risk Transfer) の導入が必要である。²⁹⁾これは、国際的には、実質的リスク移転が認められない限り RWA 削減が認められない規定であり、5%保持ルールも併せて課されている点で、規制緩和ではなく規制の精緻化である。EU では、SRT 認定に関する定量的・定性的判断の枠組みが監督当局・EBA のガイダンスの下で整備され、移転リスクの実質に応じて RWA の

²⁹⁾ European Systemic Risk Board (2023)、野村年金マネジメント研究会 (2025)。

軽減が可能となる運用が定着しつつある。³⁰⁾

これに対して日本では、証券化後も銀行の関与が一定程度残る場合、リスク移転効果が資本規制上十分に反映されにくい運用となっているため、銀行にとって RWA 削減や貸出余力拡大の効果が見通し難い。これが日本において証券化の進展が限定的となっている主要な要因の一つである。日本では SRT に関する定量基準がなくケースバイケース審査となっており、SPC は連結対象でオフバランス不可の事例も多い。

証券化を進めリスク分散のできる金融システムを構築するためには、証券化商品の一定の定量的指標を明示的に参照し、SRT 成立の判断プロセスと考慮要素を事前に公開・共有した上で、最終的には実質的リスク移転の程度に基づき監督当局が判断する SRT の運用を明確化する必要がある。これによって、銀行は事前に予見可能な形で債権流動化の合理的な経営判断が可能となり、その結果として市場規模が拡大し、証券・保険業界を含む金融市場全体の厚みを高める効果が期待される。

半面、SRT 対応が進まない場合、自己資本規制の下で信用リスクが銀行部門に滞留し、銀行部門全体として貸出余力が大きく制約される可能性があることが、国際的な規制影響分析や当局・業界の試算において指摘されている。³¹⁾ このため、EU をはじめとする一部の国・地域では、国内制度の枠内で出力フロア導入の影響を緩和する手段の一つとして、SRT の活用が進められている。数十兆円規模に及ぶ SRT に基づく RWA の低減は、銀行に証券化の合理的動機を与える鍵であり、これが認められない限り、銀行が証券化を進める動きは生まれない。³²⁾

市場型リスク分散の制度化は、単なるリスク移転の容認ではなく、価格形成の仕組みそのものの整備を意味する。銀行の情報優位性を有効に活用しつつ、価格形成の公正性を制度的に担保する設計が不可欠である。そのためには、個別企業に関する機密情報の全面的開示ではなく、トランシュ構造に関するリスク属性を標準化された指標として開示し、価格決定を競争入札または登録市場を通じて行う枠組みを整備する必要がある。さらに、発行主体に一定割合の保有義務を課すことにより、情報生産およびモニタリングの誘因の維持が可能となる。このように、情報の生産主体と価格決定の場を制度的に分離する設計により、情報の私的利用に起因するモラルハザードを抑制しつつ、市場型価格発見機能が可能となる。この制度設計は、市場運営および価格形成の過程が発行主体から独立した枠組みの下で行われ

³⁰⁾ バーゼル証券化規制は 2018 年改訂において、実質的リスク移転 (SRT) を、契約形式ではなく信用リスクの経済的実態に基づいて評価する立場を明確化した。その際、原資産に関する十分な情報開示とモニタリングの連続性、ならびに継続的なデューデリジェンスを前提条件として明示し、形式的なリスク移転を排除する枠組みを整備している。こうした考え方の下で、バーゼル規制を基盤とする国際的な銀行監督実務においては、証券化を通じて実質的な信用リスク移転が成立する場合に限り、自己資本規制上の優遇措置が認められており、信用リスクの市場を通じた分散と金融安定性の両立が制度的に位置づけられている。実務上は RWA 削減が大きいこと (例えば 50%程度) が一つの参考指標とされることはあるが、これは自動的な基準ではなく、最終的には監督当局による総合的判断に委ねられている。Basel Committee on Banking Supervision, (2018)。

³¹⁾ BCBS (2016, 2017)。

³²⁾ このようなインセンティブ構造は、証券化における実質的なリスク移転の有無を自己資本規制上の取扱いに直接結び付けた国際規制の枠組みに明確に反映されている。

BCBS (2018)。

ることを前提として初めて有効に機能する。

証券化に伴う利益相反・モラルハザードは各国共通の課題である。³³⁾1990年代の金融危機対応を通じて、日本はリスク管理や分散に特に慎重な規制運用を行ってきた。しかし、金融技術や監督手法が大きく進歩した現在においては、信用リスクの最終的な負担とその価格付けを銀行のバランスシートに固定するのではなく、情報開示と監督を前提とした上で、信用リスクの水準・分担構造・価格形成を市場における取引を通じて評価させる国際標準のシステムへ移行する必要がある。³⁴⁾

VI. 現実的ステップ

以下の進化は、金融システムの安定性を前提として、実証・限定・段階的導入を原則に進めるものである。

現実的ステップ

- **ファイアウォール規制高度化：**
国際標準を参考に、国際的機能等価性を持つ日本の規制を設計・移行
銀行・証券・ファンドに利益相反の内部監視体制 (Chief Conflict Officer) 設置・年次報告義務化
EU利益相反ポリシー (金融商品市場指令：EU MiFID II) で透明化 (2008年金融危機の反省) ⇒ 情報可視化+監視
⇒ 公正競争確保・市場効率向上・顧客保護・国際的整合性 ⇒ 市場の「見える化」
情報遮断から ⇒ **情報共有で利益相反・モラルハザード管理制度の高度化** ⇒ AI情報に基づく監督
利益相反管理の実証区域を設置し、特定金融グループで限定運用、成果を評価後全国展開
実証プロセスを踏まえつつ、監督力を高める利益相反管理制度への段階的移行 ⇒ 監督精度強化の一環
- **長期成長資金供給： ⇒ 証券化推進の制度環境整備 = 出力フロア対応**
過剰預金を長期資金に変える制度を、監督の枠組みの中で整備
⇒ 金融庁がガイドラインを策定し、銀行の優位情報を共有、利益相反・販売ルールを統一
SRT運用明確化 ⇒ 銀行が貸出債権をトランシュ分けして、シニア、メザニン、劣後、へ販売可能とする
価格・スプレッド・流動性データを電子取引所から自動収集 ⇒ 広く情報公開、金融庁が監督データとして活用
市場ベース格付け=取引価格とスプレッドから信用リスク算出 ⇒ AI情報利用 ⇒ 公的格付け依存緩和
投資家が自己責任で高リターンと引き換えにリスクを引き受ける市場育成 ⇒ **「貯蓄から投資へ」促進**
特定投資家限定市場として開始 ⇒ 段階的に発行単位引き下げ ⇒ 個人投資家にも分散投資を通じて参入認可
社債市場の厚みを増す制度整備 (私募債・簡素開示・引受制度改革・電子開示・取引所連携)
政府の役割=市場リスクを見る化する立場 ⇒ 民間が自らリスクを評価して取引できる市場整備
業態間横断の長期資本監督室設置、メザニン・ハイイールド市場を含む統合監督 ⇒ **モラルハザード・利益相反監視**
市場参加者の合理的行動に基づき、リスクを分散・負担することで、長期の成長資金供給を支える金融システム
市場参加者の合理的行動 ⇒ リスクを分散・負担する長期成長資金供給システムへの進化

・ファイアウォール規制高度化

日本経済の成長源泉である金融市場の国際競争力強化のためには、国際標準を参照しつつ国際的機能等価性を備えた金融規制へと段階的に移行する必要がある。その第一の柱が、世界でも例外的に厳しいとされる情報遮断を原則とするファイアウォール規制を、利益相反監視を中核とする規制体系へと進化させることである。そのためには、銀行・証券・保険・ファンドに利益相反の内部管理体制 (Chief Conflict Officer) を設置して、その運用

³³⁾ 証券化構造に内在する情報非対称性とインセンティブ問題については、Ashcraft and Schuermann (2008) において体系的に分析されている。

³⁴⁾ 実質的リスク移転 (SRT) は、契約形式ではなく信用リスクの経済的実態に基づき、監督当局が定量・定性の両面から個別に判断する枠組みである。銀行はオリジネーション責任と継続的モニタリング義務を保持し、情報開示および利益相反管理の下で信用リスクを市場に分散させるものであり、リーマン・ショック前に見られた不透明な証券化とは制度的に異なる。小規模金融機関についても自己資本制約下における成長資金供給余力を補完する手段となる。

状況を年次報告書として開示する制度整備が有効である。

EU では 2008 年の金融危機を踏まえ、EU 利益相反管理制度（金融商品市場指令：EU MiFID II）が整備され、市場の可視化と透明性向上を通じて、公正競争、市場効率、顧客保護、国際的整合性、を同時に達成する枠組みが構築されている。³⁵⁾これは、情報遮断から情報共有に軸足を移し、市場の AI などの先端技術も活用しながら、利益相反およびモラルハザードを管理する制度に高度化したものである。

日本においても、まずは利益相反管理の実証区域を設置し、特定金融グループでの限定運用から始めて、その成果を検証した上で全国展開する段階的アプローチが現実的である。監督精度強化の一環として、このような実証プロセスを踏まえつつ、監督力を高める利益相反管理制度への段階的移行が可能となるであろう。

銀行が有する情報は、長年の取引関係とモニタリングを通じて、コストを掛けて蓄積された、金融仲介機能を高度化する上での貴重な社会的無形資産である。³⁶⁾これらの情報は、適切な管理と統制の下で活用される限り、資産の価格付けや継続的なモニタリングを通じて社会的価値を生む。³⁷⁾情報共有は、利益相反およびモラルハザードを抑制する明確な枠組みの下で、情報の社会的価値を顕在化させ、金融市場全体の透明性と効率性を高める手段として位置付けられる。^{38)、39)}

他方、Diamond and Dybvig が示したように、銀行は流動性変換機能を通じて預金者の需要に応えるが、その構造は同時に脆弱性を内包する。⁴⁰⁾したがって、銀行がすべてのリスクを内部に抱え込むことが常に効率的であるとは限らない。さらに、Holmström and Tirole の分析が示すように、金融仲介はモニタリング機能と資本制約の均衡の上に成立する。⁴¹⁾資本規制が強化される局面では、リスクを分散し得る制度的枠組みが整備されなければ、仲介機能そのものが制約される可能性がある。したがって、制度設計の課題はリスクの排除ではなく、流動性変換機能の安定性とモニタリング機能を維持しつつ、リスクを適切に配分し得る市場構造の構築である。

このような枠組みの下では、銀行は自らがオリジネイトした貸出債権について、情報優位性に基づく価格付けおよびモニタリング機能を維持したまま、当該債権をシニア、メザニン、

³⁵⁾ European Parliament and the Council (2014), European Commission (2017).

³⁶⁾ Diamond and Dybvig (1983) および Diamond (1984) は、銀行が流動性変換と情報集約を通じて社会的価値を創出する一方、その機能が不安定性を内包することを示した。これは、銀行の持つ情報が社会的に重要な資源であることを意味すると同時に、その情報をいかに制度的に市場と接続するかが金融安定の観点から重要な課題となることを示唆している。

³⁷⁾ Gorton and Pennacchi (1995) は、銀行の情報優位性を前提に、貸出資産が市場で再配分可能となる理論的条件を示している。

³⁸⁾ 信用リスクの分散自体は金融安定の観点から不可欠であるが、問題はリスク移転の方法にある。Acharya (2009) は、リスク移転が情報やモニタリングの切断を伴う場合には、かえってシステミックリスクを高め得ることを示し、情報と一定の関与を保持したままリスクを分散する制度設計の重要性を指摘している。

³⁹⁾ 例えば、米国サブプライム住宅ローンの証券化過程を分析した Ashcraft and Schuermann (2008) は、オリジネーターから投資家に至る過程で情報とモニタリング責任が分断されたことが、証券化商品のリスク評価を困難にし、金融システムの脆弱性を高めたことを示している。

⁴⁰⁾ Diamond and Dybvig (1983).

⁴¹⁾ Bengt Holmström and Jean Tirole (1997).

劣後といったトランシュに分解し、リスク許容度の異なる投資家に提供できる。その結果、銀行は信用リスクを過度に自己のバランスシートに留めることなく、情報生産者としての役割に見合った対価を得る一方、信用リスクは市場全体に分散される。

銀行の情報生産・モニタリング能力と、信用リスクの最終的な負担能力は必ずしも一致しない。銀行はオリジネーションに比較優位を有する一方、信用リスクの分散・吸収は市場を通じて行う方が効率的である。⁴²⁾これは銀行の責任を弱めるものではなく、むしろ情報に基づく市場規律を通じて、金融システム全体のリスク管理・評価能力を高め、長期成長資金の供給を持続的に拡大する基盤を強化するものである。⁴³⁾

・長期成長資金供給 ⇒ 証券化推進の制度環境整備

「貯蓄から投資へ」の転換、すなわち豊富な預金を成長のための長期資金として有効活用する課題は長年にわたり十分な進展を見ていない。その打開のためには、金融庁が監督の枠組みの中でガイドラインを整備し、銀行が保有する情報の共有、利益相反管理、販売ルールの統一を図る制度環境を構築し、潜在的資金余力を長期資金に変える体制を整備する必要がある。

銀行の情報優位性は社会的価値を有する無形資産である。情報共有はそれを社会的意義のある形で収益化する手段でもある。銀行は情報に基づく価格付けやモニタリングを通じて情報優位性への正当な対価を得ることもできよう。銀行がオリジネイトした貸出債権をトランシュ分解し、シニア、メザニン、劣後として市場に提供し、価格、スプレッド、流動性データを電子取引所から自動収集・公開する体制を整えれば、金融庁はそれらを監督データとして活用できる。これによって市場ベースの格付けが可能となり、AI 情報も利用しつつ取引価格とスプレッドから信用リスクの算出も可能になる。現在の公的格付けへの過度な依存から、市場ベースの価格付けや格付けのない債券も幅広く市場で評価される制度環境が整えられる。

さらに重要なのは、トランシュ構造に応じた投資主体の役割分担である。長期の負債構造と ALM 運用を有する保険会社は、安定的キャッシュフローを伴うシニア部分を主として保有し、銀行は情報優位性を活かして劣後・メザニン部分のモニタリング機能を担う能力がある。証券会社は引受、流通、価格発見機能を担い、市場流動性の確保を通じて価格情報の透明性に貢献できる。一般投資家は、投資信託や分散型商品を通じてポートフォリオの一部として参加し、過度な集中リスクを回避しつつ、リスクプレミアムの享受が可能となる。このように、銀行・保険・証券・一般投資家がそれぞれのリスク許容度と制度的特性に応じて役割を分担すれば、信用リスクは社会全体で効率的に配分される。

⁴²⁾ Begenau et al. (2018).

⁴³⁾ 銀行の情報生産・モニタリング機能の社会的意義は、銀行を委任モニタリング主体として位置づける理論により基礎づけられてきた。一方、銀行の情報優位性を前提とすれば、貸出資産はローン販売や証券化を通じて市場で再配分可能であることも示されている。しかし、銀行が情報生産主体としての役割を維持しつつ、信用リスクをどの程度、どのような形で市場に分散させることが制度的に望ましいかについては、十分に整理されていない。金融危機後の研究および国際規制は、情報の保持と実質的なリスク分散を両立させる制度設計の重要性を示している。本章はこの視点から、日本の金融構造の国際比較を通じて具体的な改革の制度的道筋を示すものである。

とりわけ、バーゼル III 出力フロアの完全適用下では、銀行がシニア部分まで内部に抱え込む構造は資本制約の観点から持続的とは言い難い。銀行はオリジネーションと情報生産に特化し、長期安定資金を有する保険会社がシニア部分を担う分業構造の方が、制度的整合性および資本効率の点から合理的である。保険会社は長期負債構造を有し、資産・負債のデュレーション管理を前提とする資本規制の下で運用されているため、相対的に低リスクのシニア部分の長期保有は制度的にも整合的である。その際、保険資本規制との整合性を確保し、長期保有を前提とするシニア資産については過度な資本負担とならない運用上の明確化が併せて求められる。

・欧米制度の事例：SRT 前提の証券化

欧州においても、ユニバーサルバンキングの下で銀行と保険会社が一定の分業を形成しているが、銀行が信用リスクの一部を市場に移転し、保険会社や年金基金がシニア部分を長期保有する分業構造が制度的に整備されている。⁴⁴⁾ 出力フロア適用後の国際環境において、市場型リスク分散の制度的位置付けが明確な国とそうでない国との間には、短期的には顕在化しにくいものの、中長期的には企業金融の構造や収益機会に差が生じる可能性がある。制度対応が遅れば、国内で生まれる成長案件のうち、相対的に高いリスクプレミアムを伴う部分が海外のプライベートクレジット市場に吸収される傾向が強まり、国内金融市場のリスクテイク機能や収益基盤に構造的差異が固定化される恐れがある。

このような制度が整えば、投資家が自己責任で高リターンと引き換えにリスクを引き受ける市場が育成され、「貯蓄から投資へ」の動きが促進されるであろう。現実的には、初期段階では特定投資家限定市場として開始し、段階的に発行単位を引き下げて、将来的には個人投資家にも分散投資を通じて参入を認可することが考えられよう。

日本においてリスク投資が進まない理由として、投資家のリスク回避的性向や文化的特性を指摘する議論もある。しかし現実には、国内で十分なリスク・リターン特性を備えた投資対象が制度的に形成されていない側面も否定できない。実際、高利回りを求める資金は海外ハイイールド債やオルタナティブ投資へと向かっている。⁴⁵⁾ これは日本人にリスク回避的性向があるというより、国内市場におけるリスク商品の供給構造が十分に整備されていない可能性を示唆している。それ故、制度的制約の下で信用リスクが市場に十分に供給されない場合、資金は国内成長分野ではなく、海外の高リスク資産へと流出する傾向を強める可能性がある。

現在は特定の大企業のみ市場となっている社債市場の厚みを増す制度整備も必要である。私募債、簡素開示、引受制度改革、電子開示、取引所連携など、順次市場の厚みを増す制度整備を進める必要もある。政府の役割は市場リスクを可視化し、民間が自律的にリスク評価と取引を行える環境整備にある。そのためには、業態横断的なモラルハザードや利益相反監視のため、メザニン市場やハイイールド市場を含めて監督する統合的監督体制の構築が必要となるであろう。

⁴⁴⁾ European Parliament (2013).

⁴⁵⁾ 日本銀行「資金循環統計」および財務省「国際収支統計」によれば、家計部門の対外証券投資残高は増加傾向にある。

一方で、米国では、銀行部門に対する規制強化と金融技術の進展の下で、信用仲介活動の一部がノンバンク部門へと移転し、その結果、銀行以外の分野でのリスク蓄積が懸念されている。⁴⁶⁾このような問題は金融規制に関して常に併存する課題である。それ故にこそ、リスクを銀行だけではなく市場全体で分散して負担するシステムの整備が必要である。

米国金融危機後の理論研究は、証券化や実質的リスク移転を規制回避の手段としてではなく、金融システムにおけるリスク配分を最適化する制度設計の一部として位置づける議論が広がっている。金融仲介の本質をリスクの再配分過程として捉える理論は、リスクを最も耐えられる主体へと配分する仕組みが金融安定と両立すると整理されている。また、トランシュ分解を通じたリスク配分は、銀行をシニア投資家として位置づける合理的な構造と整合的であり、規制回避とは異なる経済的根拠を持っている。⁴⁷⁾さらに、情報を保持したまま実質的にリスクを分散させる制度設計は、システミックリスクの抑制と両立し得る点が示されている。⁴⁸⁾このような理論的整理は、国際的な銀行規制においても、SRTを前提とした証券化の活用を明示的に認める形で制度化されている。⁴⁹⁾

日本の金融制度は金融危機対応の制度的枠組みによって安定的な環境が維持されているが、その反面で豊富な銀行預金を技術進歩や環境変化に対応するために必要となる長期成長資金として有効に利用できていない。銀行・証券・保険・ファンドなどを効果的に利用し、市場参加者の合理的判断に基づいて、リスクを広く分散して負担しつつ長期成長資金を供給できる制度への進化が課題である。そのためには詳細な制度設計が必要となるが、その方向性が決まれば諸外国の経験を参照しつつ対応が可能である。情報共有・可視化を通じた市場による利益相反、モラルハザード監視体制への移行はその第一歩である。資金供給能力こそが国際競争力の源泉となる。豊富な銀行預金の長期成長資金として有効活用こそが、日本金融市場が国際競争力を回復し日本経済の成長を促進する基礎である。

・出力フロア対応と日本経済の競争力

2030年に完全適用されるバーゼルIII出力フロアは、日本では従来から内部モデルに対する保守的な運用が行われてきたため、形式的影響は限定的との見方もある。しかし、国際的にはその対応として、SRTや証券化、プライベートクレジット市場の整備を通じて、市場型リスク分散の制度整備が進んでいる。資本制約共通化の環境下では、リスク分散を制度的に位置付ける国とそうでない国との間には、短期的には顕在化しにくいものの、中長期的には企業の資金調達環境や経済全体の競争条件に影響が及ぶ可能性がある。

諸外国では、銀行がオリジネーション機能を担いながら、信用リスクの高い部分をプライベートクレジットやPEファンドと分担する構造が拡大している。資本規制の共通化が進む環境下では、銀行が高リスク部分の保有を抑制する一方で、制度的に明確なリスク移転手段が整備されている市場へとその部分が帰属しやすくなる。日本において制度運用の明確化が進まなければ、国内で生まれる成長案件のうち、相対的に高いリスクプレミアムを伴う部

⁴⁶⁾ Financial Stability Oversight Council (2023).

⁴⁷⁾ Hanson et al. (2015).

⁴⁸⁾ Acharya (2009).

⁴⁹⁾ BCBS (2018).

分が海外のプライベートクレジット市場等に吸収される傾向が強まる。その累積は、日本金融市場におけるリスクテイク機能および収益基盤に構造的差異を生じさせ、それが長期的に固定化する方向に作用し得る。出力フロア後の国際環境において、市場型リスク分散を制度的にどのように位置付けるかは、日本金融市場の競争条件を左右する選択である。制度対応の開始が遅れるほど、競争条件の差は漸進的に拡大し、その後の修正余地は相対的に狭まる可能性がある。

出力フロア対応は、金融機関の資本管理にとどまる問題ではない。それは、日本経済が自律的な成長資金供給構造を維持できるかという制度基盤の問題である。安定が保たれている現在こそ、段階的かつ実証的な制度進化を始める好機であり、安定と成長の持続的両立が現実のものとなり得る。

VII. おわりに

長期資金供給は経済成長にとって不可欠である。1960年代の高度成長期には、長期信用銀行が満期の長い債券発行による資金調達を基礎に長期資金を供給して、重化学工業を中心とする成長基盤を形成した。今日では、多様な革新的技術進歩を支える長期資金供給を可能とする、市場機能を活用した金融制度への進化が求められている。厚みを持つ金融市場は、かつての長期信用銀行による大企業中心の長期資金供給とは異なり、広く多様な規模の企業に長期資金を供給できる柔軟で機動的な機能を備え、経済成長の基盤となる。

日本の金融危機の教訓は、信用リスクを銀行に集中させる制度構造から、市場を通じた分散・価格付けする構造への進化が、金融市場の制度的空白を埋め、日本経済の成長力と金融システムの安定性を同時に高める条件である、という点にある。本提言は、その方向性を現行制度の下で実装可能な現実的ステップとして示したものである。

本提言は、民間金融機関に新たな義務や努力を課すことを意味するものではない。その本質は、制度環境の高度化を通じて、民間金融機関が自らの経営判断に基づき、より成長志向の行動を選択する結果として、収益構造と国際競争力が強化され、日本経済の成長が自然に促される点にある。金融制度の国際的機能等価性が整えられれば、民間金融機関はリスクを抱え込む主体から、リスクを市場に橋渡しする主体へと役割を転換し、企業の挑戦を資金面から支える金融仲介機能を本来の形で発揮することになる。ここでいう国際的機能等価性とは、制度形式の同一化を意味するものではなく、異なる制度的枠組みの下でも、金融仲介・リスク分散・成長資金供給という機能が国際的に同等に発揮される状態を指している。

しばしば、日本では企業や金融機関、個人がリスクを取らないと指摘される。しかし問題の本質は、民間が本質的にリスク回避的であることではなく、リスクを取るに足る適切なリターンに結び付く環境が十分に整っていない点にある。制度が現実の経済構造や国際環境の変化に即して機能するようになれば、民間は特別な要請を受けることなく、自らの合理的判断として成長分野への資金供給やリスク分散に取り組むようになる。リスクを取る行動が正当に評価され、適切なリターンに結び付く環境が整えば、停滞してきた資本と人材は成長分野へと流れ、投資拡大と生産性向上を伴う持続的な経済成長が実現する。リスク分散による資金供給は金融理論の基本であり、理論に整合的な形でのリスク分散の裾野拡大は金

融市場の国際競争力強化の要である。

本提言で論じた金融構造上の課題は、十年間に渡って実施された大規模金融緩和政策の効果とも無関係ではない。大量に供給されたベースマネーは銀行のバランスシート内で国債と入れ替わる形で吸収され、マネーストックの増大には繋がらず、实体经济への波及が限定的であったとの評価も指摘されている。⁵⁰⁾これは金融政策の是非というよりも、資金供給経路が銀行貸出中心に構造化され、市場型リスク分散経路が十分整備されていない日本の金融制度が、政策効果の伝達経路を規定していることを示唆している。

理論的にも、仲介者が資本制約とリスク制約下にある場合、中央銀行によるベースマネー供給は、信用創造の持続的拡大に自動的に転化しない。信用創造はマネタリーベースの増減によって機械的に決定されるのではなく、リスク分担構造と仲介者資本によって規定される。制度構造が変化しない限り、金融政策はその潜在的効果を制度的制約の範囲内でしか発揮できない。長期にわたって実施されたインフレ目標政策がなぜ日本だけでは十分な成果を上げえなかったのか、その理由もこの点にある。大規模金融緩和は、信用創造を支えるリスク分担構造が金融政策の前提条件であり、同時にその制約ともなり得る点を歴史的に可視化した経験であったとみることができる。

本提言が示すのは、国際的に許容されている裁量的運用の範囲内で規制の精度を高め、合理的な行動が成長に結び付く制度環境の国際的機能等価性の確保を通じて、日本金融市場の国際競争力を高め、日本経済を再生させる道筋である。日本経済の低成長は、信用リスクを銀行部門に閉じ込めてきた制度構造の帰結である。銀行の情報優位性を活かしつつ信用リスクを市場に接続する枠組みへの進化は、成長と安定を両立させるための条件であり、中長期的に避けられない。持続的成長経路の回復にとって、金融制度の進化は中核的課題であり、その実現がいかに早く進むかは、日本経済の長期停滞からの脱却を左右する重要な分岐点である。

⁵⁰⁾ 日本銀行（2024）『金融政策の多角的レビュー』。

参考文献

清水啓典 (2023) : 「日本金融学会、金融調査研究会セッション『日本金融市場の競争力強化に向けて』」、2023年9月30日。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kintyo/kintyo_2023_3_1.pdf

清水啓典 (2024) : 「第1章 問題意識：『日本金融市場の競争力強化に向けて』—リスク分散システムの拡大とモラルハザードの排除—」、2023年度-2024年度金融調査研究会提言・報告書、2024年3月19日。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kintyo/kintyo_2023_1_2.pdf

清水啓典 (2024) : 「第2章 提言：日本金融市場の競争力強化に向けて」、2023年度-2024年度金融調査研究会提言・報告書、2024年3月19日。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/affiliate/kintyo/kintyo_2023_1_3.pdf

日本銀行 (2024) : 『金融政策の多角的レビュー』。

野村年金マネジメント研究会 (2025) : 「SRT, CRT あるいはリスクシェアリング取引の投資機会と留意点」、年金ニュース解説、No. 949、(2025年1月20日号)。

https://nenkin.nomura.co.jp/public/report/nenkin-news/2025/nenkin-news_949_20250120.pdf

Tobin, James (1958) : *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*, *Review of Economic Studies*, 25(2), 65–86.

Debreu, Gérard (1959) : *Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*. Yale University Press, New Haven & London.

Arrow, Kenneth J. (1964) : *The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing*, *Review of Economic Studies*, 31(2), 91–96.

Lucas, R. E., Jr. (1978) : *Asset Prices in an Exchange Economy*, *Econometrica*, 46(6), 1429–1445.

Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig (1983) : *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419.

Douglas W. Diamond (1984) : *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, *Review of Economic Studies*, 51(3), 393–414.

Gary, Gorton & George, Pennacchi (1995) : *Banks and Loan Sales Marketing Non Marketable Asset*, *Journal of Monetary Economics*, 35(3), 389–411.

Bengt, Holmström & Jean, Tirole (1997) : *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 663–691.

Allen, Franklin and Gale, Douglas (2000) : *Comparing financial Systems*, MIT Press.

Ashcraft, Adam B., and Schuermann, Til (2008) : *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 318.

Viral V. Acharya (2009) : *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation*. *Journal of Financial Stability*, 5(3), 224–255.

European Parliament & Council of the European Union (2013) : *Capital Requirements Regulation (CRR)*, Article 501 – SME Supporting Factor.

UK Parliament (2013) : Financial Services (Banking Reform) Act 2013.

Prudential Regulation Authority (2014), *PRA Rulebook: Ring-fenced Bodies Part*.

Federal Reserve Act §§23A–23B, as amended; Regulation W, 12 CFR Part 223 (Federal Reserve Board, final rule, (2014).

European Commission (2014) : *Proposal on structural measures improving the resilience of EU credit institutions*.

European Parliament and the Council (2014) : *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (MiFID II)*, Official Journal of the European Union, L 173, 349–496.

European Commission (2015) : *Action Plan on Building a Capital Markets Union*.

Hanson, Shleifer, Stein, and Vishny (2015) : *Banks as Patient Fixed-Income Investors*, Journal of Financial Economics.

State Council of the People’s Republic of China (2015) : *Several Opinions on Financial Reform and Development*.

European Commission (2016) : *Report on SME Supporting Factor*.

Basel Committee on Banking Supervision (2016) : *Basel III: Finalising post-crisis reforms / Output Floor impact studies*, BIS.

Basel Committee on Banking Supervision (2017) : *Basel III Reforms: Impact Study and Key Recommendations*.

Basel Committee on Banking Supervision (2017) : *High-level summary of Basel III reforms*.

European Parliament and Council of the European Union (2017) : *Securitisation Regulation (EU) 2017/2402*.

International Monetary Fund (2017) : *China: Financial System Stability Assessment*. IMF Country Report.

European Commission (2017) : *Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms*, Official Journal of the European Union, L 87, 1–83.

Basel Committee on Banking Supervision (2018) : *Revisions to the Securitisation Framework*. Bank for International Settlements.

Bank of England (2018) : *Discussion Paper on Securitisation and Risk Transfer*.

Begenau, Juliane; Farboodi, Maryam; Veldkamp, Laura (2018) : *Big Data in Finance and the Growth of Large Firms*, Journal of Monetary Economics, 97, 71–87.

Duffie (2018) : *Intermediation of Risks*, American Economic Review, 108(4–5), 1023–1063.

Federal Reserve Board (2019) : *Regulatory Capital Rule: Changes to Applicability Thresholds for Regulatory Capital and Liquidity Requirements*.

FDIC, Federal Reserve Board, and OCC (2019) : *Community Bank Leverage Ratio Framework*.

Prudential Regulation Authority (2019) : *Supervisory Statement SS9/17 & SS10/18*.

Federal Reserve Board (2020) : *Supervision and Regulation Report*.

Federal Reserve Board, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation, Securities and Exchange Commission and Commodity Futures Trading Commission (2020) : *Regulatory Capital Rule: Volcker Rule—Revisions to the Proprietary, Trading and Covered Funds Restrictions*

European Commission (2021) : *Banking Package 2021: Implementing Basel III reforms in the EU*, COM (2021) 664 final.

European Banking Authority (2021) : *Guidelines on Significant Risk Transfer*.

European Commission (2021) : *CRR III Proposal*.

Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) (2023) : *U.S. CLO Outstanding Statistics*.

Federal Reserve Board (2023) : *Financial Stability Report*.

Bank for International Settlements (2023) : *Quarterly Review*.

European Systemic Risk Board (2023) : *The European significant risk transfer securitisation market*, Occasional Paper Series, No. 23.
<https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/esrb.op23~07d5c3eef2.en.pdf>

Financial Stability Oversight Council (2023), *Annual Report*, Washington D.C., Chapter on Nonbank Financial Intermediation.

European Parliament and Council (2024) : *Regulation (EU) 2024 / 1623 (CRR III)*. Official Journal of the European Union.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation (2025) : *Regulatory Capital Rule: Modifications to the Enhanced Supplementary Leverage Ratio Standards for U.S. Global Systemically Important Banks and Covered Depository Institutions*, Final rule press release and supplementary information. (effective April 1, 2026).

Bowman, Michelle W. (2025) : *Statement on the Final Rule Modifying the Enhanced Supplementary Leverage Ratio*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Press Release / Statement, December 1, 2025.

【Singapore: Financial System】

Monetary Authority of Singapore Act.

Banking Act (Singapore).

Monetary Authority of Singapore (2018) : *Enterprise Financing Scheme*. Singapore: MAS.

Monetary Authority of Singapore : *MAS Notice 637 : Risk-Based Capital Adequacy Requirements for Banks* (latest version).

【Korea: Financial System】

Financial Holding Companies Act (Korea).

Insurance Business Act (Korea).

Financial Investment Services and Capital Markets Act (Korea).

International Monetary Fund (2020) : *Republic of Korea: Financial System Stability Assessment*.

IMF Country Report. Washington, DC : International Monetary Fund.

Korea Development Bank : *Policy-based Lending and Risk-sharing Programs*.

【China: Financial System】

State Council of the People's Republic of China : *Several Opinions on Financial Reform and Development*.

Five-Year Plans of the People's Republic of China.

International Monetary Fund (2017) : *China: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report. Washington, DC: IMF.

People's Bank of China, China Banking and Insurance Regulatory Commission, China Securities Regulatory Commission and State Administration of Foreign Exchange (2018) : *Guiding Opinions on Regulating the Asset Management Business of Financial Institutions*.