

# 第1章 グローバル金融規制の動向と日本経済

清 水 啓 典

## 1. はじめに

国際的金融危機やユーロ債務危機など頻発するグローバルレベルの金融危機に対応して、世界的に「規制の滝」とも形容されるほどに連続的に多様な規制強化が進展している。国際的規制機関や各国の監督当局に加えて各種の市場規制団体や消費者保護機関などがそれぞれに規制強化策を打ち出すため、国際的な活動をする金融機関は日々発表される新規制や草案を把握するだけでも専門のコンサルタント会社に依存せざるを得ない。規制の複雑化、多様化、重層化が進み相互の矛盾やマクロ経済に対する累積的副作用が懸念される状況に至っている。

そこで本稿ではグローバル金融規制の動向や問題点を整理すると共に世界各地のマクロ経済動向を概観した上で、国際的金融規制の進むべき改革の方向性を示し、かつ日本経済の動向を評価して今後の政策についての提言を行う。

## 2. 国際的金融規制の動向

2008年の米国に端を発する世界的金融危機以来金融機関への公的資金投入に対する納税者の批判を受けて、政治家は金融規制強化に動かざるを得ない状況にある。金融規制強化はG20の公約ともなって金融安定化理事会（Financial Stability Board：FSB）や欧州金融監督システム（European System of Financial Supervision：ESFS）などを始め新たな規制機関が多数組織され、国際的にも国内的にも金融規制強化の流れが続いている。

### 2.1 国際的金融監督機関の構成と役割<sup>1</sup>

まずG20からの政治主導で金融危機後に再編された国際的な規制の枠組みを概観すると第1図の通りである。FSBはアジア金融危機に対応して組織された金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum）を母体にリーマンショックを経て2009年に拡大再編され2013年にスイスの非営利法人格を得た組織となっている。その中に4つの常設委員会<sup>2</sup>があ

1 この点に関しては菅谷幸一（2013）が詳しい。

2 4つの常設委員会は、1. 脆弱性評価に関する常設委員会、2. 監督及び規制上の協調に関する常設委員会、3. 基準の実施に関する常設委員会、3. 予算及びリソースに関する常設委員会である。

り、またメンバーとして多数の国際機関それぞれが基準設定や監視を行う協力関係にあり複雑な構成になっている。そのFSBの役割と任務、IMFとの役割分担はそれぞれ第3図、第4図に示したとおりであるが、第3図の筆者記入の四角囲みの部分を見ても明らかなように、「見直し」、「協調と情報交換」、「監視・助言」、「コーディネーション」、「ガイドライン・計画立案支援」、「実施モニタリング」、「評価」等々、あくまで各基準設定主体や各国間のコーディネーション、情報交換支援、モニタリング、評価に限定されている。また全ての決定はコンセンサスによるとされ多数決ではないため、合意の形成が困難なケースが予想される。しかも、FSBの意思決定はメンバーに対して法的拘束力を持たず、メンバーは決定を拒否することができ、いつでも脱退が可能な組織となっているので、決定がどれ程の実効性を持つかは疑問が多い。

他の国際機関との協力関係についても、例えばIMFとの役割分担は第4図に示されている。ここでも役割は情報提供、脆弱性評価などが主体であり、基準設定主体間のコーディネーションがFSBの主な任務とされているが、その対象は傘下にある第1図の左の色付きの枠内のメンバー機関が対象であり、メンバー各国の規制監督機関に対する影響力が及んでいるわけではない。そのため、各基準設置機関間のコーディネーションがその中心的任務でありながら、現在域外適用が問題となっている各国での規制に関しては取り扱いの対象外となっている。つまり、米国のドッド・フランク法、EUの金融取引税案、欧州市場のインフラ規制、ソルベンシーマージン規制案、英国の金融サービス法、銀行課税、リテールリングフェンス案等は取り扱いの対象外であるため、国際的合意を超える各国規制の域外適用問題はそもそもFSBでは解決できず、各国規制の域外適用については国際的な調整の場がない状態になっている。これはもともとFSB自体がG20の政治家主導で、各国の納税者の批判に対応して何らかの対応を取ることが主眼であった結果として、国際的に合意しやすい面に対応することを優先して組織されたため、各国の利害が対立する問題には踏み込めない構造になっている懸念がある。政治的意図のために組織され権限を持たないまま肥大化し全体として複雑な組織となった多数の国際機関が、各国の金融危機の防止にどれ程貢献できるかは疑問が残るところである。とりわけ、金融市場の効率性や全体としての規制の複雑化や重複による弊害等は、少なくともFSBでは大きな課題として取り組みがなされているようには思われない。

## 2.2 国際的規制改革の方向性

国際的規制改革の大きな方向性は既存規制の強化・適用範囲の拡大であり、新たに画期的な規制が考案されたわけではない。規制改革の詳細については既によく知られているので、その骨子のみを幾つか列記すれば大略次の通りである。

1. 納税者による金融機関経営者への高給批判を受けて、二度と納税者に負担を掛けないこ

とが基本。

2. モラルハザードの防止。
3. 規制のプロシクリカリティ、システミックリスクの抑制。
4. リスクの過小評価を抑制。
5. 大規模金融機関（SIFIs）破綻の防止。
6. シャドバンキングの抑制。
7. 規制回避行動の抑制。

更にその目的を達成するための具体策としては下記の通りである。

1. 銀行の自己資本の質的・量的強化。
2. レバレッジ比率規制の導入。
3. 流動性比率規制の導入。
4. リスク補足の強化。
5. SIFIsについては、付加的自己資本の義務化など破綻させないようにする方策と同時に、やむを得ない場合には市場への影響を最小限に留めつつ市場から退出させる方策の検討。

以上のように国際的規制機関による規制が強化されると同時に、各国毎の各種監督当局による規制も同じ方向性でより具体的に踏み込んだ内容でそれぞれに強化されている。実際の各国における政策実施は各国当局の責務とされているので、国際的に活動する金融機関にとってはFSBを中心とする国際的合意を遵守するだけではならず、規制の複雑化と重複化が顕在化して、誰が何を規制し、誰がそれぞれの規制対象になるのか、つまり、誰が権限と責任を持って誰を監督し、誰がどのようにして各種規制の実効性を担保するのか、という点が曖昧になってきている。事実上、国際的合意の意味が問われる事態が生じていると言って良い。同時に、方向性としては規制しやすい銀行のみが主たる規制強化の対象となり、具体的規制が困難なシャドバンキングに関しては事実上手付かずの状態にあると言って良い。これは規制監督の行き届かないシャドバンキングを拡大させ、金融システム全体のリスクを高める危険性をはらんでいる。しかも、以上のような規制環境は行政リスクを高め、結局のところ全てが規制対象金融機関の収益性を低下させる方向に働く要因となっている。それは裏返せば、銀行以外の規制の緩い金融業態の優位性が増し、今後金融市場の構造が大きく変化する可能性を示唆していると思われる。

規制の複雑化について例を挙げるならば、例えば米国で1930年に制定されたグラスステイガー法は全文が37頁であったのに対して、2010年のドッド・フランク法は2,319頁で構成さ

れ、今後策定予定の関係規則を含めると最終的には数万頁にも及ぶと言われている。また英国においては、1979年の銀行法が75頁であるのに対して、2012年に成立した金融サービス法は534頁となっている。それらの条文の中には規制の抜け穴を防ぐために複雑化してきたものも多く、それを審議する議員がその詳細全てを把握することは不可能であるため、細部が十分に理解し議論されないままに一括して法制化された部分も多数見受けられる。このような点を指して、規制複雑化の潮流の勝者は規制当局者や法律家、会計士など規制の作成と運用に関わる人々であるとさえ言われている。元々規制強化とは、経済の効率性を犠牲にしても金融システムの安定性を確保しようとする動きに他ならないから、当然その代償として金融業界や経済全体を非効率化することは避けられない。留意すべきは規制強化のコストとベネフィットのバランスであるが、現在は規制強化のコストについて十分な検討が行われているとは言い難い環境にある。

また、そのような規制の強化・複雑化・重層化の中で、規制が相互に矛盾するケースが生まれている。例えば、柱の一つである流動性比率規制について見ても、流動資本をどのように定義するかは曖昧である。規制では高品質の流動資産の保有が義務付けられるが、それは通常は完全償還請求権（full recourse）付きの債券を意味する。しかし米国の11州では消費者保護の観点から住宅抵当証券に関して借り手への償還請求権は認められていない（non-recourse）ため、例えその証券がAAA格付証券であったとしても高品質の流動資産に分類することができない。その場合に銀行は住宅抵当証券保有を避けることになって借り手保護規制が逆に住宅購入資金の借入困難を助長する結果になる。そうすると解決策としては各銀行が自らにとって適切な流動性保有の形態を判断せざるを得ないことになり、一律に適用すべき規制としての意味が薄れることになる。

更に、より根本的な課題として現在強化されている金融規制自体の有効性の問題がある。代表的には中核である自己資本比率規制についても、米国金融危機の際の事実上破綻し公的資金を受けた米国の大銀行はいずれも現在の規制強化後の要求水準よりも高い12%以上の高い自己資本比率を持っていたが、結局は公的資金に頼らざるを得なかった。そのためバーゼルIIIでは資本の量と共に質が重視されているが、それが大きな金融的ショックに対して破綻防止にどれ程有効であるかは疑問の余地がある。だが、自己資本比率を高める規制強化は、破綻が生じた場合にまず株主に責任を求める形で公的資金投入が減少するという成果として、政治的な意味は持ち得るであろうし、十分に質の高い自己資本を持つことの意義も少なくはない。しかし、現在の問題はその自己資本が人為的ルールに従って計算されているという点にある。例えば、信用リスクのない債権のリスクウェイトはゼロと規定されていたために、信用リスクに事実上の保険を掛けることでリスクを回避できるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のよう

な商品が開発され、それが自己資本比率引き上げの手段として多くの銀行に利用されたため、結果的にAIG危機の原因となったことはよく知られている。

それ故、自己資本比率規制をそのままの形で強化するのではなく、その比率の計算を人為的な操作や対応ができないような形にする規制改革が望ましい。その一例として、冒頭の提言で本研究会が提示したように、何らかの形での市場評価を基準とした、シンプルで国際的な整合性を持ち誰でもがその値を常に知ることのできるような形にした自己資本比率規制である。その一つが時価総額を総資産で割った値である市場評価自己資本比率を基準とする方法である。この値が2%にまで低下すると市場での資本調達が困難となり破綻やM&Aなどが起こることが世界共通の現象として知られているので、その値の2%近辺への低下を防止するために、その値が低下するに従って制約が強化されるような形での市場評価自己資本比率規制は検討に値すると思われる。<sup>3</sup> また、一つの案としては劣後債金利を基準として規制を段階的に強化するという方法も提案されている。<sup>4</sup>

現在の自己資本比率規制の問題点の一つは、それが全銀行に共通の最低水準規制となっているため、一旦その水準を満たしておきさえすれば、より高いリスク負担による高い利益を目指すインセンティブが生まれる点である。金融機関の健全性の基礎は市場の信頼に基づく市場からの資金調達能力であるから、上記のような形での規制体系の修正は、自己資本比率規制導入の本来の目的であったより高い市場評価（＝より高い自己資本）を得るような経営を促すことに繋がると思われる。

### 2.3 多様化・複雑化する金融規制とモラルハザード：例示

一方で、最近の各国毎の具体的な規制に関しては規制強化の副作用も認識されて一部で緩和の動きも生じているので、各国での規制の動向についていくつかの例を見ておくことにしよう。まず米国におけるドッド・フランク法については、米国議会で銀行のデリバティブ取引の一部緩和が決定されている。連邦準備制度理事会（FRB）の監督下にある市中銀行に対して、自己資本を持つ別個の関連事業体にデリバティブ（金融派生商品）取引の一部を移管することを求めている規制を緩和して、一部の資産担保証券（ABS）に連動する仕組みスワップと株式、商品の取引を銀行に残すことを認めている。

また、銀行の自己資金による商品市場での投機を禁止するボルカールールについても、規制強化に反対する意見が増えて最終的には緩和された形で決定された経緯がある。投機規制を導入するには銀行のヘッジ活動を定義する必要があり、そのためには米国内の4つの規制機関の

---

3 清水啓典（2007）及びYoshinori Shimizu（2013）、参照。

4 Calomiris（1997, 1999）、参照。

同意が必要とされていた。検討の過程で銀行界のみならず産業界のボーイングやUPS、コーニングを始め電力やエネルギーなど米国の多数の大企業から、原料資材保有の増加やコストアップを招き経済全体に悪影響を及ぼすとの反対意見が提出されたことにより、当初案より緩和された形での規制に落ち着いたとされている。

また、商品先物取引委員会（CFTC）では先物保有上限規制が定められていたが、多数の先物を保有するという規制回避の動きに対応して1社が保有可能な先物を28に限定する規制が導入されている。しかし一方で、先物持高規制はシカゴ商品取引所（CME）の自主規制がそれ以下の水準であり、また新たな規制は現状の取引水準の10倍であるため規制の影響は受けていない。この例は急速な技術進歩が進む市場で実効性があるため弊害の少ない規制策定の困難さを示している。

更にバーゼル銀行監督委員会では、スワップ取引証拠金を清算機関を利用しない場合にのみ義務化することを決定したが、これは過剰な規制が景気回復を遅らせる懸念に対応した緩和措置とされている。

EUでは、独のメルケル首相の率いるキリスト教民主同盟（CDU）と社会民主党（SPD）が金融危機時の支援への見返りとして、加盟11ヵ国の銀行の各種金融取引に年間350億ユーロ（450億ドル）の課税で合意した。しかし、流動性低下やコストアップによる経済への悪景況から為替取引業者が免除を要求しており、党内にも資本・サービスの自由な移動を疎外するとの反対論があり、なおEU内での議論が続いている。

またEU内でなお議論が続いている問題として、金融商品市場指令（MiFID：Markets in Financial Instruments Directive）がある。これは不透明なデリバティブ取引が金融危機を悪化させた原因であるとの認識に基づき証券取引規制の透明性向上を目指した抜本的改革を指向している。しかしこれに対しては、過剰な透明性は金融機関のコストアップになるし、また他の市場参加者が機関投資家のポジションを知るとその反対取引を促すことになるとして英国が激しく反対し、なお決着が付いていない。

更により根本的には、中央銀行の役割とモラルハザードの問題がある。もともと中央銀行は最後の貸手としての機能のみを持っていたが、金融危機を経て今ではセーフティネットの提供がその役割になったといってもよい。それは当然モラルハザードを生み金融機関の利得行動を促進することになる。それを防ぐために一層の規制強化が行われるが、それは同時に中央銀行の許認可権の拡大を意味するので、関係の深い金融機関との縁故資本主義を生む可能性が生まれる。そのため現在では“too-big-to-fail”よりも“too-politically well-connected and powerful”が問題であるとさえ言われるようになり、巨大銀行にとっては「政治行動委員会」の方が「信用政策委員会」よりも重要となって、かつてGeorge Stiglerが規制の捕獲理論で指

摘したように、規制者は規制対象機関に取り込まれて規制対象機関のために貢献することになるという指摘通りの現象が起こっている。これは中央銀行の救済すべき貸出先を縛るルールが無いために生まれたモラルハザードであるが、容易に解決できない金融規制体系全般にかかわる根本的な課題である。

以上のような規制環境は今後とも大きく変化する可能性は低く、モラルハザードに関わる根本的問題の解決も革命的な制度改革が必要となるため見通せる将来については困難である。そこで以下では、このようなグローバルな規制環境が世界経済や日本経済に与えた影響を展望した上で、日本としてはどのような対応を取るべきかという点について述べておきたい。

### 3. グローバル金融規制と世界経済

#### 3.1 世界経済の動向

第7図は世界及び主要国・地域の実質GDP成長率の推移、第8図は先進国、途上国別の成長率の推移を示している。2008年の世界金融危機から持ち直し始めた世界経済は2010年以降生じた欧州債務危機により再び停滞して、それに連動した新興国の成長率鈍化もあってなお回復過程は穏やかなものに止まっている。その理由の一つとしては、金融規制強化により銀行の貸出態度が厳格化していることが挙げられる。第9図は企業及び家計の貸出残高の伸びを示したものである。米国では金融危機以来大幅に低下していた貸出が2010年以降は穏やかな回復傾向にあるが、欧州では債務危機の発生により貸出は減少を続けている。第10図は銀行の貸出態度の面から同じ事実を示したものである。このような動向の背景には、第11図に示すような住宅価格の推移も関係している。米国においては金融危機以降急落した住宅価格が2011年には底を打ち2012年以降は穏やかながらも回復傾向にある一方、ユーロ圏ではなお下落傾向が続いている。第12図はユーロ圏銀行の民間向け貸出額の推移を示したものであるが、このような経済動向を受けて2013年3月段階で企業向けが前年比40%、家計向けは60%を超える率で減少している。これは自己資本比率規制強化によりユーロ圏銀行が資産の圧縮を余儀なくされたことも大きな要因となっているため、規制強化が景気回復に悪影響を及ぼしているとの認識が広がり、規制強化の見直し議論やECBによる緩和政策の拡大にも繋がっている。逆に一方では、ユーロ圏銀行の資産圧縮にともなって金融危機の影響が少なかった邦銀には資産獲得の機会が巡って来ている。

#### 3.2 EU圏の動向<sup>5</sup>

第13図はユーロ圏各国の新車登録台数の推移を示しているが、これを見ても全ての国で景気

5 この点については下記を参照：清水啓典（2013b）、参照。

低迷を反映した減少傾向が明らかである。また、第14図はユーロ圏主要国と英国の25歳未満の若年失業率を示したものである。例外的に失業率が低下している独を除いて、全ての国で失業率は大幅に上昇しており、とりわけギリシャやスペインではいずれも60%近い水準に達している。

このようなユーロ圏の困難は単なる金融危機の影響を超える根本的な問題を含んでいる。欧州通貨危機についても、それはもともと統一通貨ユーロの導入で外国為替取引という大きな事業分野を失ったためにEUの銀行は代替的収益確保の必要性に迫られた。その結果として選んだ分野が、為替リスクが消滅してしかも当時高収益が見込まれた南欧諸国の国債や不動産への投資であった。しかし、それがギリシャの財政危機を契機にユーロ債務危機の原因になったことは周知の通りである。

EU経済の停滞の根本的問題はユーロ導入によって国家的モラルハザードが起こっている点にある。元々統一通貨導入による格差拡大を避けるためにEUでは財政赤字をGDP比3%以内、国債残高を同60%以下とする安定・成長協定を結んでいたが、2003年に独と仏が共にその3%基準を満たさなかった際にEU経済・財務相理事会（The Economic and Financial Affairs Council：ECOFIN）は両大国の反対によって制裁を科すことができず、その後この協定は有名無実化している。また、EUの機能に関する条約では明確に救済禁止条項がありどの国もEU政府も他国の負債の保証は行わないことが謳われている。しかし、債務危機の発生に対応して設立された欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility：EFSF）や欧州安定機構（European Stability Mechanism：ESM）が設立され、ある国が財政危機に陥ってもEUが支援することが明らかになった。財政規律を守らない国は金融危機を人質にとって財政支援を要求できる立場になり、国家的規模でのモラルハザードが発生している。痛みを伴う緊縮予算により財政再建を推進しようとする政府は選挙で敗北するので結果的に財政再建は進まず、EUからの支援に依存し続ける状態が続くことになる。この国家的モラルハザードが各国の競争力を奪い、独だけが成長して格差が拡大する構造に陥っている。金融政策のみ統一して財政政策を統一しなかった問題点が現れているわけであるが、財政政策の統一は徴税権という国家主権の放棄を意味するので、共同体であるEUの基本理念から外れているために容易に解決できる問題ではない。現在のEUの停滞はこのような問題点と金融規制強化の流れが重なった結果として生じている現象に他ならない。

現在EUに参加を希望している諸国はいずれも独からの支援を期待しており、支援のための財政負担が独一国に集中する構図になっている。EUは経済的プロジェクトから戦争回避という政治的プロジェクトに転換したとあってよい。このように明確な解決策のないEUの将来を見越してEUへの投資は減少しており、低成長の長期化が懸念されている。これに代わって世

界成長のエンジン役を期待されるのがアジア地域であるが、この点については後に触れることにする。

### 3.3 米国・新興国の動向

前項第9～11図で見たように、米国の銀行貸出は緩やかな回復基調にある。第15図に示す新車販売台数の推移を見ても金融危機以降の回復傾向は顕著である。その背景としては、金融危機の原因となった住宅価格の下落が底を打ち上昇傾向が続いていることがある。第16図は米国のケース・シラー住宅価格指数の推移であり、第17図は建設着工件数と建築許可件数の推移を示している。いずれも2012年以降着実な回復傾向が現れており、銀行貸出増加の背景となっている。米国については規制強化による顕著な信用収縮の現象は見られないが、金融緩和が継続する中でその伸び率にどれほど規制の影響が及んでいるのかは明らかでない。

他方で、第18図に見られるようにBRICsと呼ばれて成長を期待されていた新興国の成長はいずれも鈍化している。

### 3.4 ASEAN4の動向

以上の諸国に代わって高い成長率を維持し、今後に最も期待が集まっているのはアジア地域であり、とりわけ5～6%の高い成長率を維持しているASEAN4と呼ばれる4ヵ国、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、である。第19図はASEAN4のGDP成長率の推移、第20図は実質GDP成長率、民間消費、総固定資本形成の推移、第21図は株価の推移を示しているが、いずれも高い率での成長を続けている。第22図は失業率について主要国とASEAN4を比較したものであるが、とりわけ独以外のEU諸国と比較したときにはASEAN4の失業率の低さと低下傾向は顕著である。直近ではクーデターの影響でタイ経済の当面の成長に懸念が生じているが、これは長期的な成長基調に大きな影響を与える要因とは思われない。

第23図はASEAN4の輸出額の推移を主要国、地域別に示したものである。いずれの国に対しても輸出額は安定して増加している。しかも第24図に見られるように、一国として日本はASEAN4にとって最大の輸出先国となっている。このことは日本の成長はASEAN4からの輸出を増やしてその成長を促進する要因でもある。日本は世界第3位のGDPを持ちその成長が世界経済に与える影響も大きく、脱デフレ後の日本の成長戦略に対する世界からの関心も高い。そこで以下では、世界の成長のエンジンとして期待されているアジアの中の日本として、どのような成長戦略を取るべきかについて述べておくことにしよう。

## 4. 日本の成長戦略と金融行政

### 4.1 デフレ脱却の意義

第25図は物価の推移を示しているが、2013年半ばからは全ての指標がプラスとなり、消費者物価指数（全国・総合）は2014年1月で前年比1.4%、2月1.5%、3月1.6%と着実に上昇し、4月は消費税増税の影響もあって3.4%もの上昇率を示している。第26図の定義による消費者物価の基調的な変動も全て同様の傾向を示しており、安倍政権の主導による大胆な異次元緩和の成果で、日本は既にデフレを脱却した状態にある。2%のインフレ目標は上下1%の変動幅を含む目標であるから、安定的に1%~3%の範囲内の物価上昇は2%のインフレ目標が達成されたこと意味している。また、第27図に見るように、インフレ期待の指標となる物価連動国債のBEIも既に2%を超える水準に足しており、どこから見ても脱デフレが成功したことを示している。

その結果日本経済には劇的な変化が生じつつある。第28図は民間銀行貸出の推移であるが、2013年以降着実に増加を続けている。脱デフレを見越した仕入れや在庫のための資金需要が増加していることも要因となっている。第29図の企業から見た金融機関の貸出態度も、大企業と中小企業共に大きく改善しつつある。これらは言うまでもなく第30図に見られるようにマネタリーベースを劇的に増加させてきた結果であり、2014年に入って増加率の伸びは止まっているが既に脱デフレが達成されているので、当然の措置である。第31図のマネーストックもそれに連動した動きを示している。

第32図の株価も急騰後の水準を維持しているし、第33図の市街地価格指数も六大都市圏については商業地、住宅地共に上昇に転じている。第34図の企業倒産は継続的かつ大幅に減少しており、2014年の倒産件数はバブルのピークであった1991年の900件を下回る23年振りの低水準が続いている。第35図の失業率と有効求人倍率について見ると、就業者数は2014年4月で16ヶ月連続して増加し、失業率は3.6%にまで低下し、有効求人倍率も1.1の水準に達している。第36図の名目賃金については一般従業員、パート従業員とも前年より1%ほど上昇しており、雇用者所得も2%程度の上昇基調となっており、賃金上昇が物価上昇に遅れているわけではない。現在多くの業種で人手不足が深刻化して事業に支障が出る分野も増えてきており、賃金水準や雇用者所得は脱デフレに伴う人材獲得競争の結果として物価上昇に遅れることなく上昇すると考えられる。このようにあらゆるデータは脱デフレの成果を示しており、デフレが日本経済にどれだけの深刻な停滞をもたらしていたかを物語っている。

## 4.2 国内金融監督体制と日本経済

以上のようなデータから判断すると、日本の場合はグローバル金融危機後の国際的金融規制強化からの直接的な影響は大きくないように思われる。それよりも圧倒的な影響があったのは長期間続いたデフレである。そのデフレの発端として1990年代初めのバブル崩壊後の時期に重なった自己資本比率規制が、信用収縮を生みその後のデフレに繋がったという意味で、国際金融規制は日本経済に深刻な影響を及ぼしている。米国での金融危機後、FRBは日本の教訓にも学んで極めて大胆な緩和政策を採用してデフレへの突入を回避し、米国経済は比較的短期間で回復基調に戻っている。

前項で見たとおり、世界的に共通して金融市場を通じて経済活動に大きな影響を与える要因は不動産価格である。日本の場合もデフレによる不動産価格の下落による担保力低下がとりわけ中小企業金融を縮小させた。1993年末から2011年末までに全法人向け貸出は146兆円減少したが、その内中小企業向け貸出の減少額は110.6兆円で-42.2%とほぼ半減近い大幅な減少となっており、法人向け貸出額全体を低下させて一層のデフレ長期化を招いた大きな原因であったように思われる。<sup>6</sup> それ故、20年間以上続いたデフレからの脱却は日本経済に大きな変化を与えるはずである。国際的な金融危機や長期デフレからの教訓として金融行政にとって重要と思われる点は、不動産担保に依存しない貸出の拡大である。

この問題については金融庁も以前から認識をして有担保融資からの脱却や動産・売掛金担保融資（Asset Based Lending：ABL）の活用促進を推進してきているが、必ずしも目に見える進展が無いように思われる。これらの点で参考になるのは中小企業金融円滑化法の事例である。これは2009年12月から2013年3月まで施行されたが、行政が審査基準を緩和して積極的に推進した施策であり、中小企業から106兆1,269億円の申込みがあり、その93.8%に当たる99兆5,591億円が実行された。このことは借入需要がないとしている金融機関としても規制監督環境さえ許せば、返済条件緩和に応じて融資しても良いと考える中小企業の数相当数に上っていることを示している。

この点で高く評価できる改善は2013年9月に金融庁が発表した新モニタリング方針である。これは小口貸出の判断は銀行独自で行い、事実上中小企業貸出を金融検査の対象とはしないとす新たな検査方針と理解されており、金融危機に対応した危機モードの検査体制から平常モードへの移行宣言であるといっても良い大きな変革である。このような改革は国内監督当局の責任と権限の範囲内であり、国際的金融規制とは無関係に実施可能である。国際的金融規制が強化される中で、このような国内監督当局の自由裁量で可能な施策の見直しは金融行政の重要な役割である。

---

6 この点については、清水啓典（2013a）、参照。

例えば、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（2013年1月11日）においても「ABL（動産掛金担保融資）の積極活用について」が盛り込まれ、それを実行し易くするために電子記録債権の優良担保としての取り扱いや検査上での金融機関の自主的取り組みの尊重、ABLを「貸出条件緩和債権」には該当しないとする金融検査マニュアルの改訂（2013年2月5日）も行われている。しかし、現実にはABLや無担保融資を実行するには電子記録債権などの新たな手続きが必要で内部審査も面倒な上、金融検査においてその取り扱いが検討対象とされる可能性があるならば、余程安全で確実なケースでないと取り組みが難しく、現実の大きな動きには繋がりにくいと思われる。監督上実績のない新たなリスク負担の試みに対しては経営幹部の強いリーダーシップがなければ、金融機関の実務担当者の取り組みが消極的になるのは避けがたい。行政当局としては金融機関のコーポレートガバナンスにまで配慮した行政対応を行わない限り、一片の通達や指針の発表のみで融資の現場で新たなリスク負担を伴う金融円滑化の動きが生じることは困難である。事実、そのような行動を行わないように監督するのがこれまでの監督指針であったとの認識は、監督を受ける金融機関側には根強く残っていると思われる。それ故、デフレ下で伸び悩んでいた銀行貸出やとりわけ中小企業貸出の活性化を進めようとするれば、行政としては一層踏み込んだ監督指針や検査マニュアルの改訂と並んで、現場段階での丁寧な説明と現実の検査方法の変化などの対応や、中小企業へのABLや検査マニュアル改訂の広報とも併せて一体として推進する必要がある。

アベノミクスの成長戦略を金融面で支援し、脱デフレ後の日本経済が再び成長力を回復するには、金融行政の面でも国際金融危機から深刻な影響を免れた健全性を持つ日本の金融システムを有効に機能させて、国際的金融規制強化の負の影響を最小化しつつ1,600兆円に上る個人金融資産の蓄積を効率的に運用する必要がある。国際的金融規制が強化される中でも国内の規制監督で可能な対応は多数あり得るし、最終的な政策実施の権限と責任が各国の規制監督当局にある事実はいかに国際的規制が強化されても変わることはない。日本の規制監督当局には、世界的金融危機を通じて明らかになった日本やアジアの金融市場の特性や長所を国際的規制に反映させる努力と同時に、日本にとって相応しいとは考えられない国際的規制に関しては公益の観点から明確な主張を行いつつ、国内規制や監督を通じて国際合意の範囲内で柔軟な対応を取り、脱デフレ後の成長資金供給が円滑に促進される環境整備を期待したい。

## 5. おわりに

グローバル金融規制の強化・複雑化の流れは近い将来続くと思われるが、それによって金融危機の発生防止という目的が効果的に達成される保証はない。むしろ、経済的合理性よりも政治的思惑からの規制強化策が打ち出される可能性も少なくない。これまで世界の成長を担って

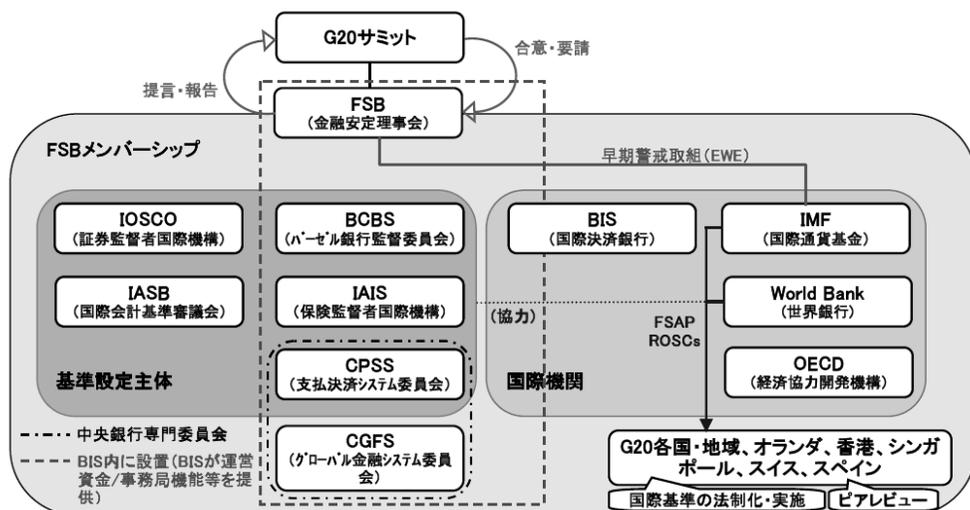
きた欧米諸国や期待されていた新興国もそれぞれに問題を抱えている。今後の世界成長をリードするエンジンとしての役割を期待されているアジア地域の代表として、また健全な金融システムを持つ経済として日本には国際的規制策定の中で国際的議論を正しい方向に導く役割と責任がある。それと同時に、日本は国益の観点から主張すべき点は主張し、日本に不適合な規制は国内規制の実施や運用段階で国際合意の範囲内で柔軟な対応を行い、デフレから脱却して成長を回復する段階に至った日本経済に円滑な成長資金供給が行われる体制の構築が望まれる。

(2014年6月脱稿)

### 参考文献

- 金融調査研究会 (2014)、『金融規制の新展開－金融危機後のグローバルな金融規制改革の 実体経済・金融市場への影響分析－』、金融調査研究会、2014年2月。
- 清水啓典 (2007)、「BIS規制と市場評価」、『証券アナリストジャーナル』、4月号、19－38頁。
- 清水啓典 (2013a)、「中小企業金融の現状と政策金融の課題」、『商工金融』、第63巻、第6号、2013年6月号、5-18頁。
- 清水啓典 (2013b)、「ユーロ危機の構造と国際通貨制度」、『国際通貨制度の諸課題－アジアへのインプリケーション－』、金融調査研究会報告書 (50)、金融調査研究会、2013年7月、11－30頁。
- 菅谷幸一 (2013)、「国際金融規制のコーディネーター：FSBの役割」、『大和総研：金融資本市場レポート』、2013年8月2日。
- Calomiris, C. (1997) , “The Postmodern Bank Safety Net: Lessons from Developed and Developing Countries,” the AEI Press, Washington D.C.
- Calomiris, C. (1999) , “Building an Incentive-Compatible Safety Net,” *Journal of Banking and Finance* 23, pp. 1499-1519.
- Shimizu, Y. (2013) , “Global Financial Regulations and the Asian Financial System: Lessons from the Financial Crisis,” in M. Kawai and E. Prasad eds. , *New Paradigms for Financial Regulation: Emerging Market Perspectives*, Brookings Institution, pp. 45-74.

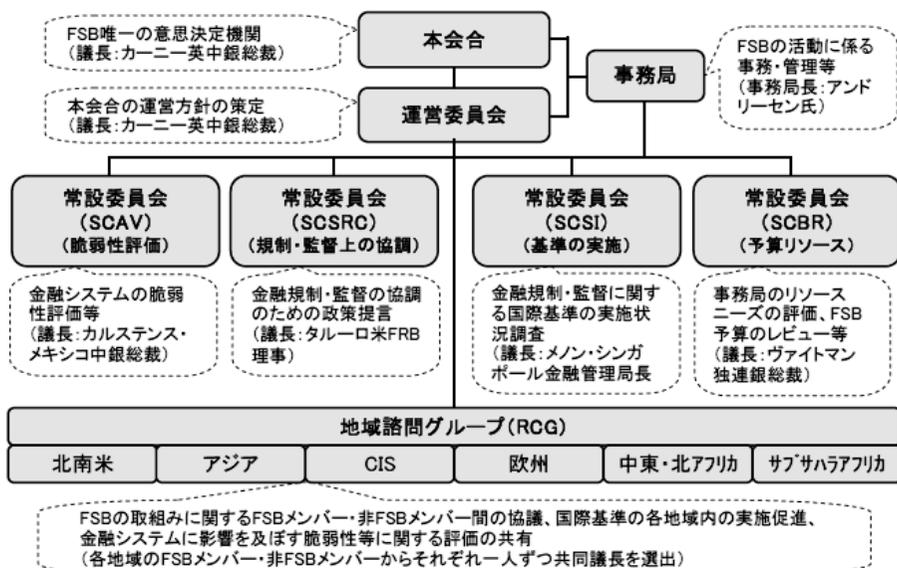
## 第1図 国際的金融監督機関



(出所) FSB 資料、BIS 資料、IMF 資料を参考に大和総研作成

(資料:「国際金融規制のコーディネーター:FSBの役割」、大和総研、2013年8月2日)

## 第2図 FSBの組織図



(注1) 作業部会を除く

(注2) 2013年7月現在

(出所) FSB 資料、財務省資料、金融庁資料、IMF 資料を参考に大和総研作成

(資料:「国際金融規制のコーディネーター:FSBの役割」、大和総研、2013年8月2日)

### 第3図 FSBの役割と任務

	FSB はそのマンデートの一部として以下を行う：
(a)	国際金融システムに影響を及ぼす脆弱性の評価、及び、脆弱性やその影響への対処に必要な規制、監督、関連措置のマクロブルーデンスの観点からの適時かつ継続的な特定と見直し
(b)	金融の安定に責任を有する当局間の協調・情報交換の促進
(c)	市場の動向と、規制政策に対するそれらのインプリケーションの監視・助言
(d)	規制上の基準を満たすためのベスト・プラクティスに関する助言と監視
(e)	国際基準設定主体の政策策定作業が、適時であり、コーディネートされており、優先課題に焦点を当て、規制の抜け穴に対処していることを確保するための、共同での戦略的な検証の実施とコーディネーション
(1)	監督カレッジの設置のためのガイドライン策定と支援
(g)	特にシステム上重要な金融機関について、国境を越えた危機管理のための緊急時対応計画の立案支援
(h)	早期警戒取組の実施における国際通貨基金（IMF）との協働
(i)	実施モニタリング、ピアレビュー、ディスクロージャーを通じた、合意されたコミットメント、基準、政策提言のメンバー国・地域による実施の促進
(j)	FSB メンバーにより合意されたその他の任務の遂行
(2)	FSB は、ブルーデンシヤル及びシステムミックなリスク、市場の健全性及び投資家・消費者の保護、インフラ、会計・監査に係る、国・地域の規制上の構造変化に照らし、あらゆる重複または抜け穴に対処し、役割分担を明確にするために、基準設定主体の活動の棲み分けを促進し、コーディネーションを支援する。
(3)	FSB は、金融安定にリスクをもたらす規制上の抜け穴に対処する必要性に応じ、基準設定主体及びその他の協働の下、適切な場合には、他の国際基準設定主体の所掌に当てはまらない領域において、または、セクターを跨ぐ影響をもたらす問題について、原則の策定またはコーディネーションを行うべき。

(出所) FSB 憲章より大和総研抄訳・作成

(資料)「国際金融規制のコーディネーター:FSBの役割」、大和総研、2013年8月2日)

注) □ は筆者の追記

### 第4図 FSBとIMFの役割分担

(1)	国際金融システムのサーベイランスは IMF の責務。
(2)	国際的な金融セクターの監督・規制政策や基準の具体化、及び、基準設定主体間のコーディネーションは FSF の主な任務。IMF は、FSF メンバーとしてこの取組みに参加し、関連情報を提供する。
(3)	金融セクターにおける政策実施は各国当局の責務。IMF は、FSAP、ROSCs <sup>7</sup> 、4条協議 <sup>8</sup> により、当局の政策実施を評価する。
(4)	IMF と FSF は、早期警戒取組の実施に協力する。IMF は、マクロの金融リスク及びシステムミックな脆弱性を評価する。FSF は、IMF を含むメンバー機関からの分析に基づき、金融システムの脆弱性を評価する。

(出所) IMF 専務理事・FSF 議長共同書簡（2008年11月13日付）より大和総研抄訳・作成

(資料)「国際金融規制のコーディネーター:FSBの役割」、大和総研、2013年8月2日)

注) □ は筆者の追記

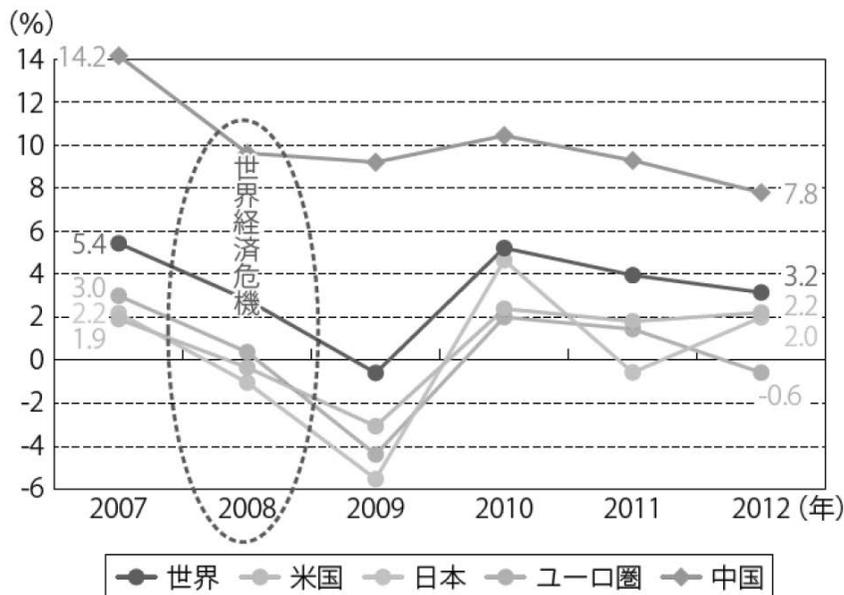
### 第5図 米国金融監督機関と組織

銀行規制機関	証券・金融派生商品規制機関	他の金融規制機関	調整組織
通貨監督官事務所(OCC)	証券取引委員会(SEC)	連邦住宅金融庁(FHFA)	金融安定監督評議会(FSOC)
連邦預金保険公社(FDIC)	商品先物取引委員会(CFTC)	消費者金融保護庁(CFPB)	連邦金融機関検査委員会(FFIEC)
全米信用組合庁(NUCA)			大統領資本市場ワーキング・グループ (PWG)
連邦準備制度(FRB)			

### 第6図 銀行・証券規制

銀行規制	証券規制
資産規制	情報開示基準
自己資本規制	免許基準
事業推進規則	情報操作禁止
競争政策(反独占政策)	インサイダー取引禁止
利益相反防止規則	乗っ取り規則
投資要件規制	小株主保護規定
顧客妥当性規則	投資管理規則
預金保険	
適切参入基準	
預金金利規制	
貸出金利規制	
流動性規制	
大口取引報告義務	
預金準備	
活動地域規制	
サービス・商品規制	

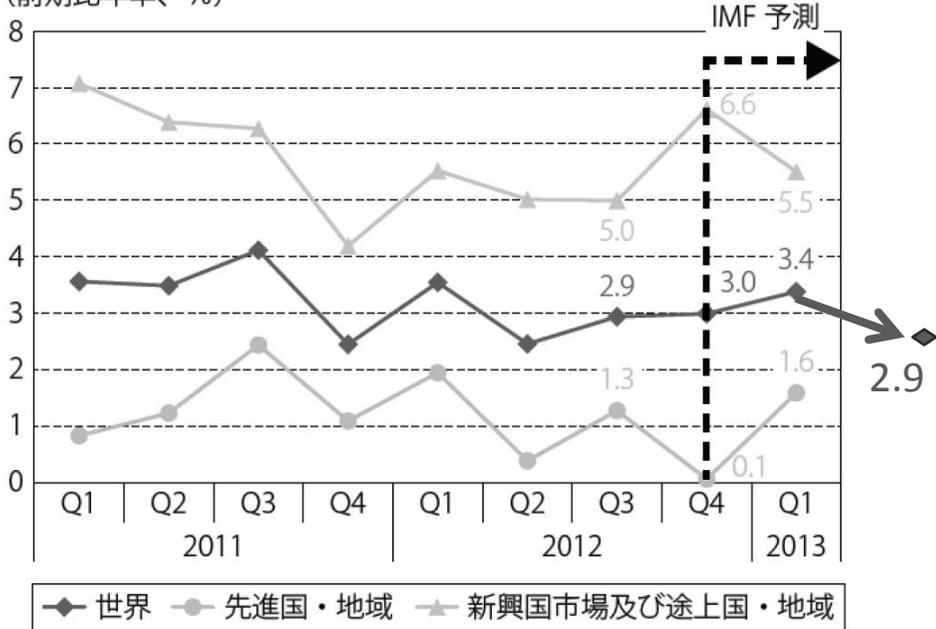
### 第7図 世界及び主要国・地域の実質GDP成長率の推移(年率)



(資料:『通商白書 2013年版』)

### 第8図 先進国、途上国別成長率の推移

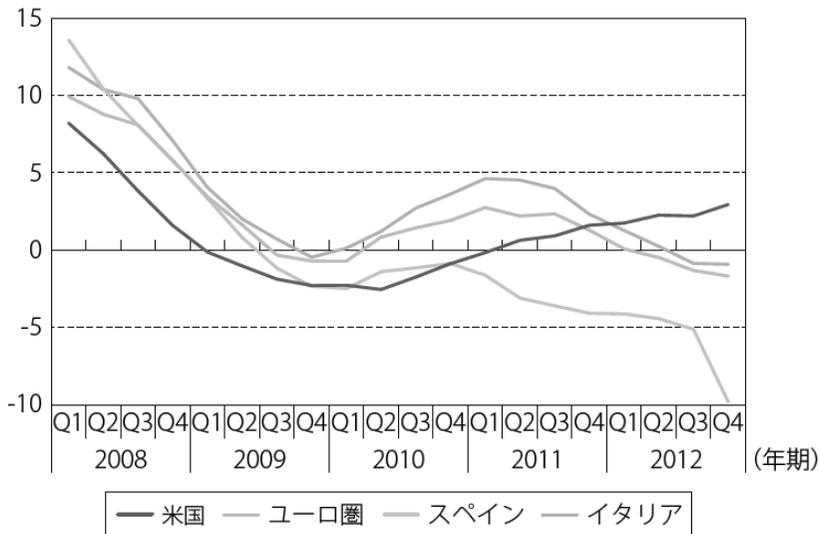
(前期比年率、%)



(資料:『通商白書 2013年版』)

### 第9図 企業及び家計の貸出残高の伸び

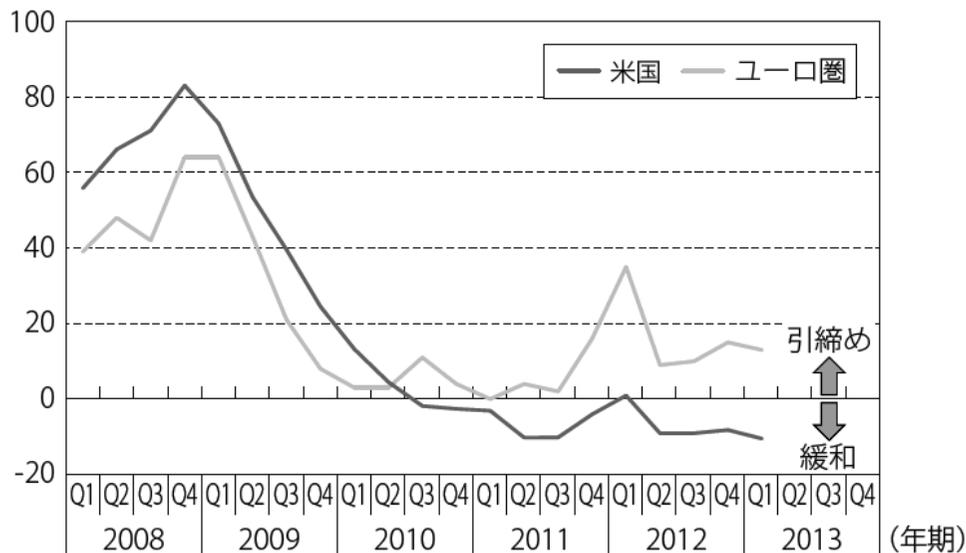
(前年比、%)



資料: IMF「WEO April 2013」から作成。

(資料出所:『通商白書 2013年版』)

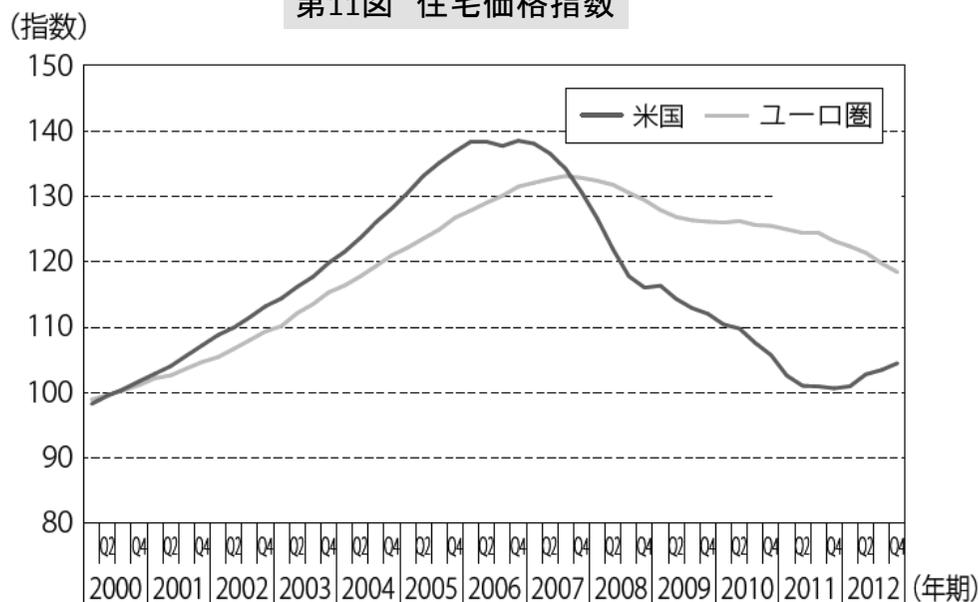
第10図 銀行の貸出態度



資料：IMF WEO April 2013 から作成。

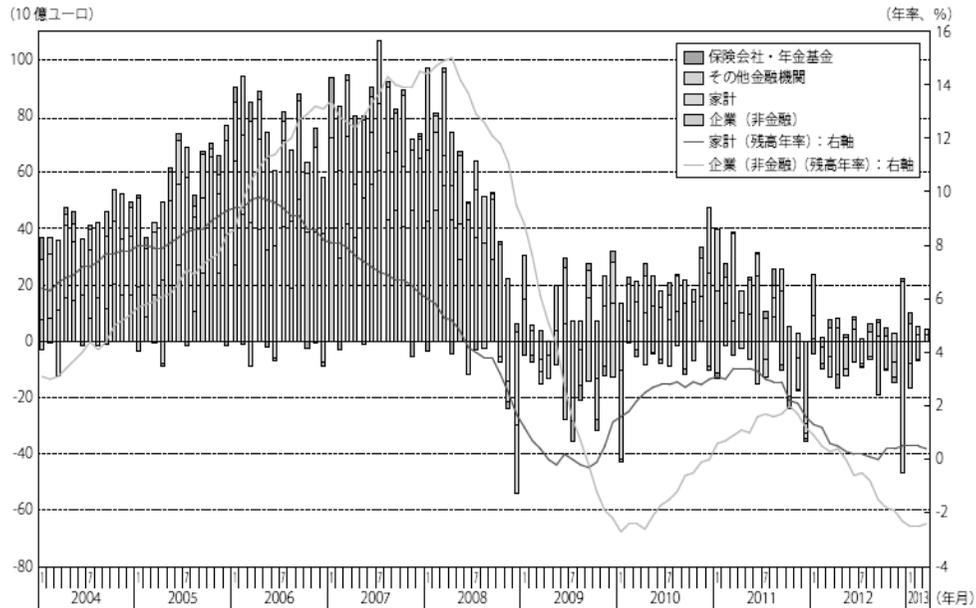
(資料：『通商白書 2013年版』)

第11図 住宅価格指数



資料：IMF「WEO April 2013」から作成。

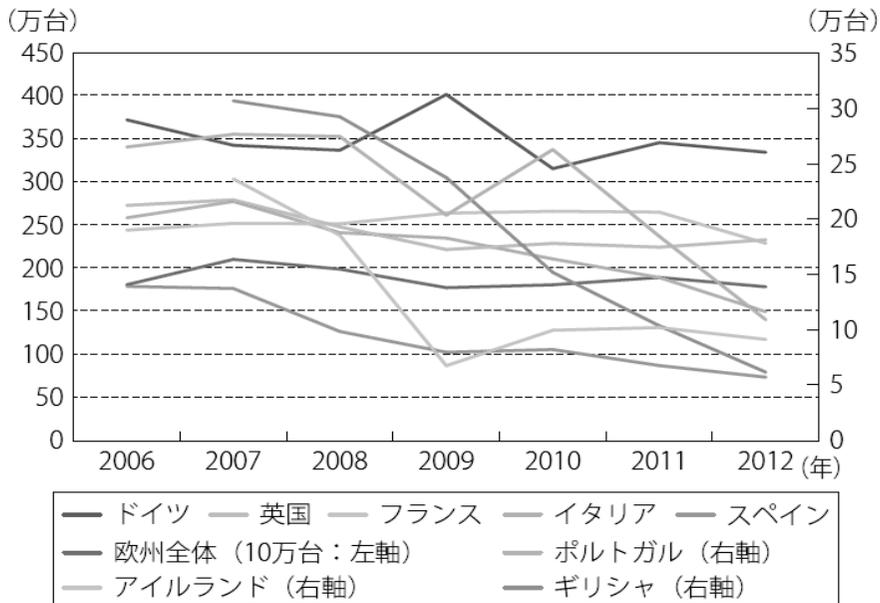
## 第12図 ユーロ圏銀行の民間向け貸出額の推移



備考：棒グラフは純取引額。折れ線は残高の前年比。季節調整済み。  
資料：ECB から作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

## 第13図 ユーロ圏各国の新車登録台数の推移

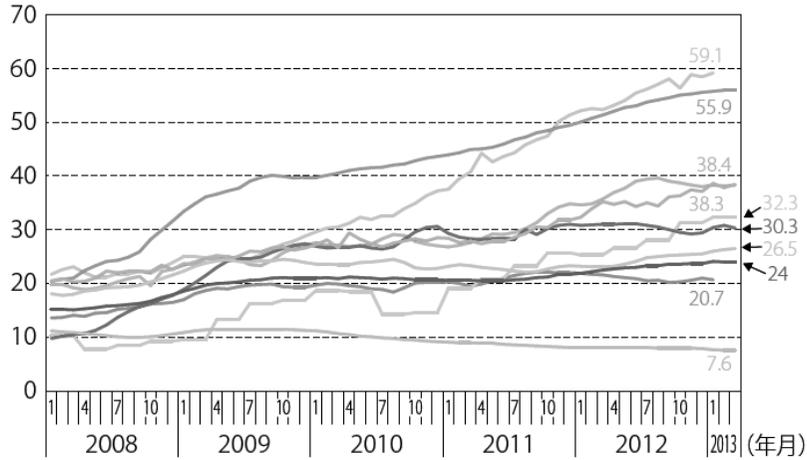


備考：乗用車、トラック、バスの登録台数。  
資料：マークラインズから作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

### 第14図 ユーロ圏主要国と英国の若年失業率(25歳未満)の推移

(季調済、%)



— ユーロ圏 — ドイツ — フランス — イタリア — スペイン  
 — アイルランド — ポルトガル — ギリシャ — 英国 — キプロス

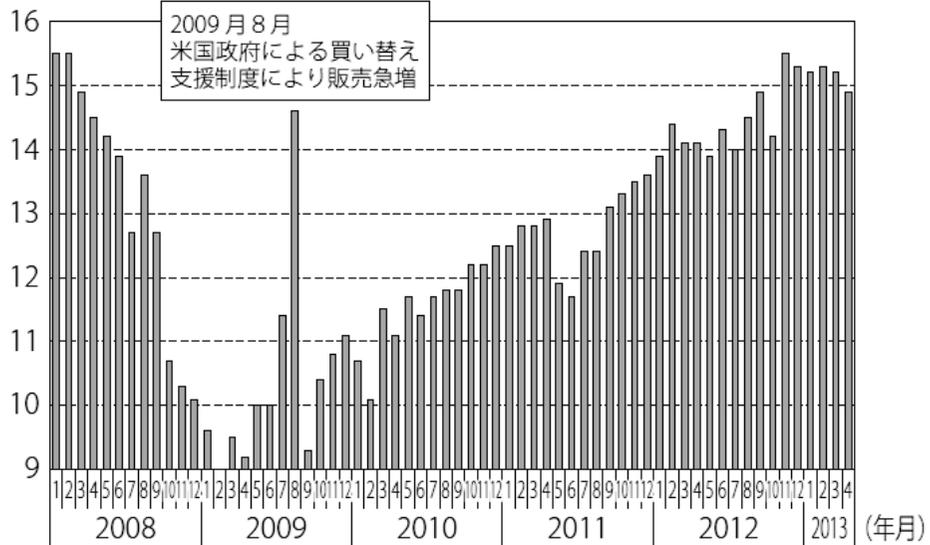
備考：15～24才の失業率。数値は、英国、ギリシャは2013年1月、その他は2013年3月。

資料：CEIC データベース (Eurostat) から作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

### 第15図 米国の新車販売台数の推移

(百万台)

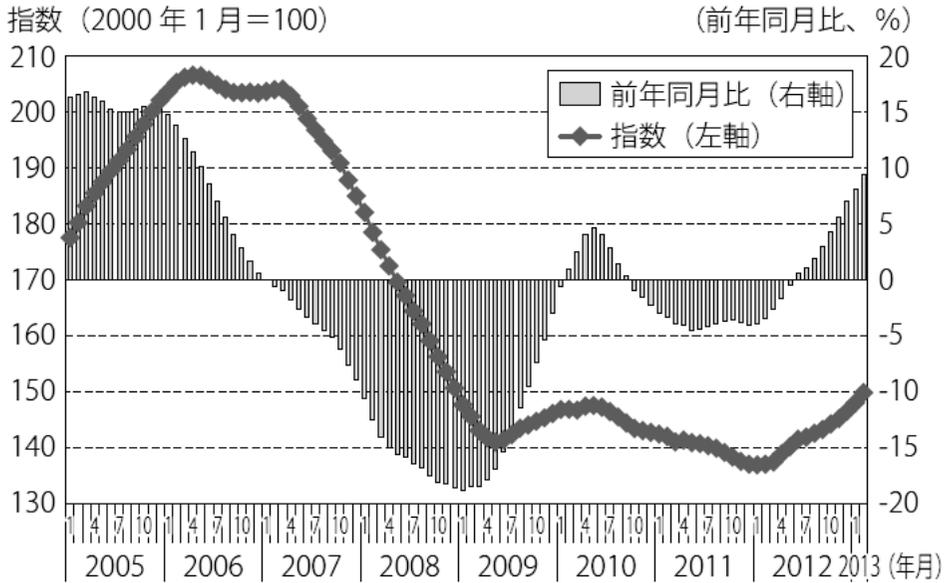


備考：季節調整値、年率換算。

資料：米国商務省、オートデータから作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

第16図 米国のケース・シラー住宅価格指数の推移



備考：季節調整値。

資料：Standard & Poor's から作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

第17図 米国の建設着工件数と建築許可件数の推移

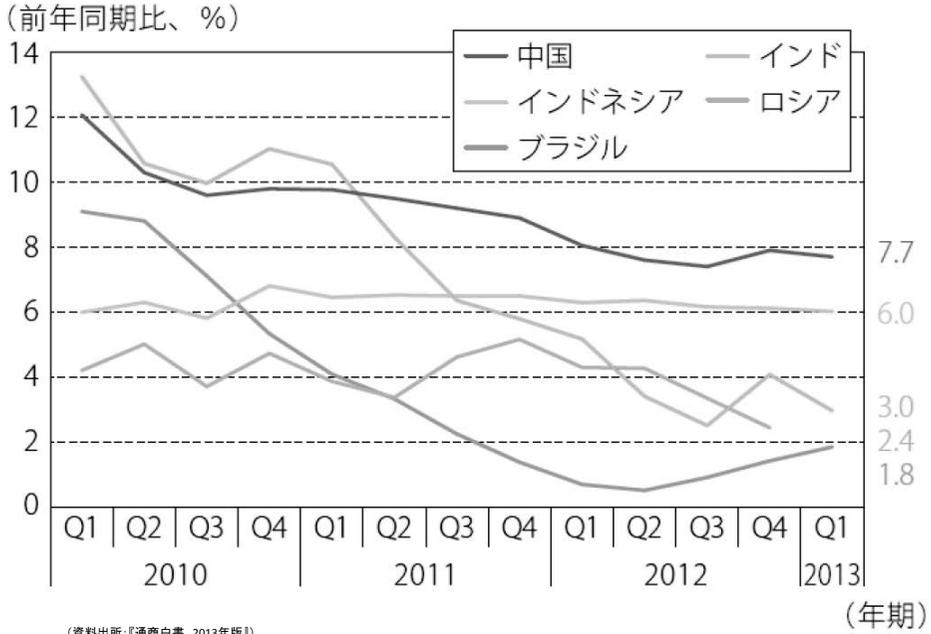


備考：季節調整値。年率換算値。

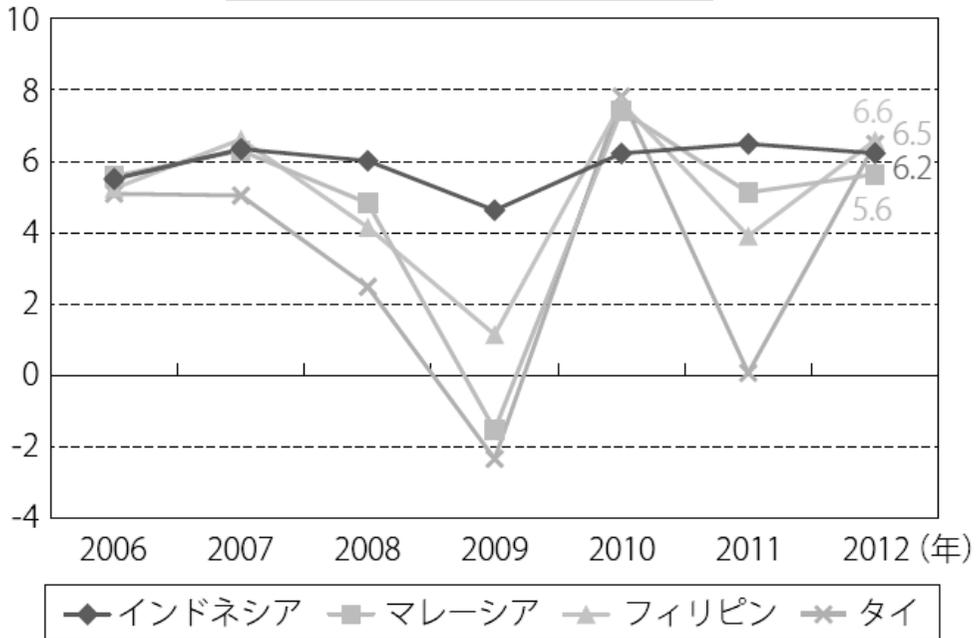
資料：米国商務省、CEIC Database から作成。

(資料出所：『通商白書 2013年版』)

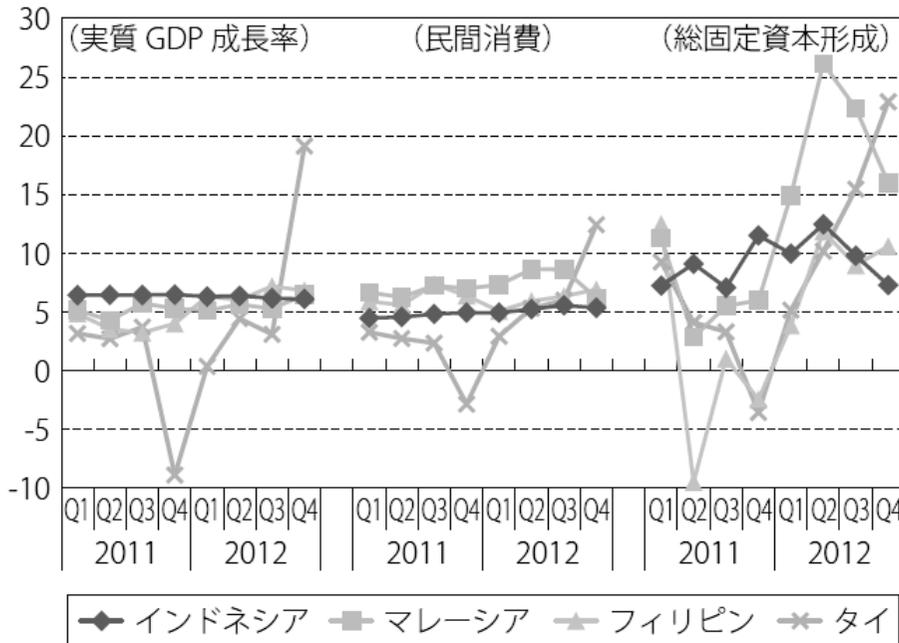
第18図 新興国のGDP成長率の推移



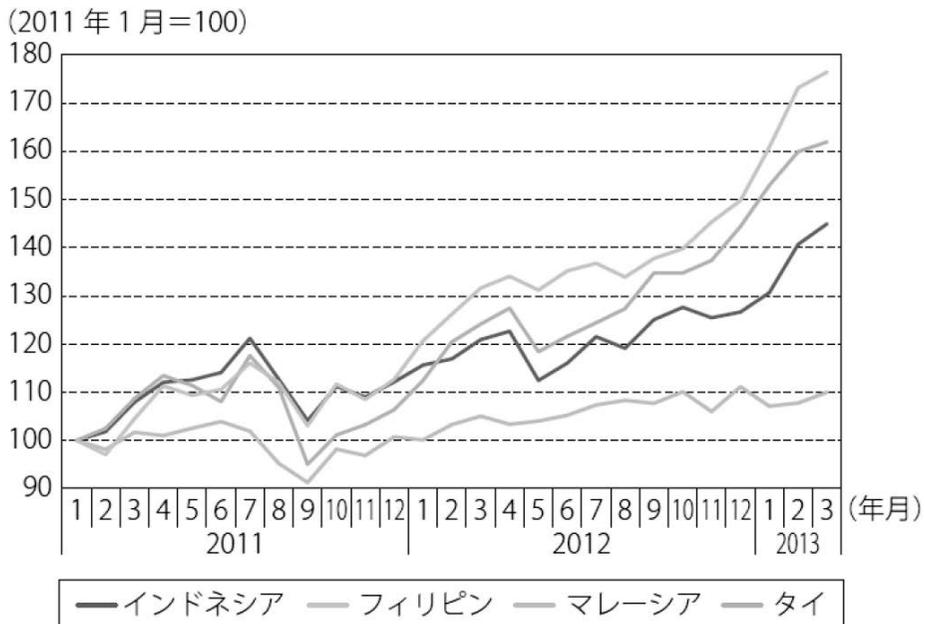
第19図 ASEAN4の成長率の推移



第20図 ASEAN4の成長率、民間消費、総固定資本形成の推移

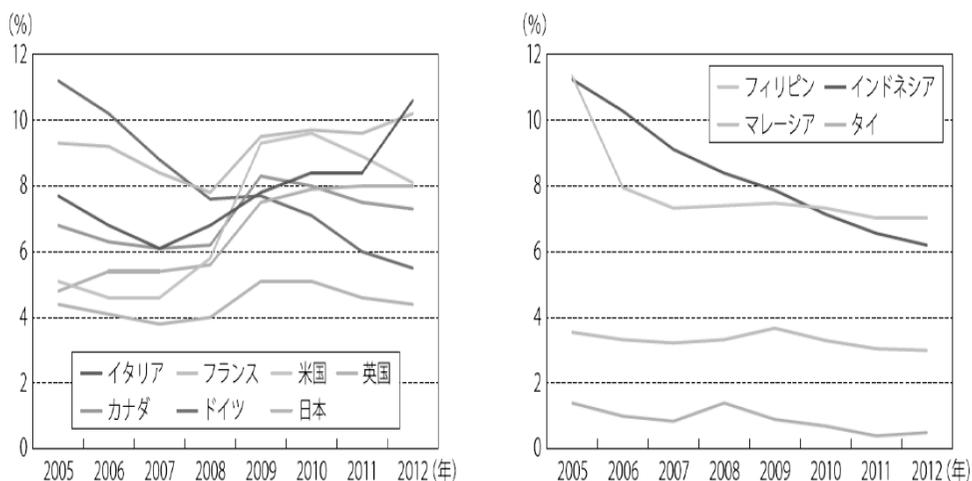


第21図 ASEAN4の株価の推移 (2011年1月=100)



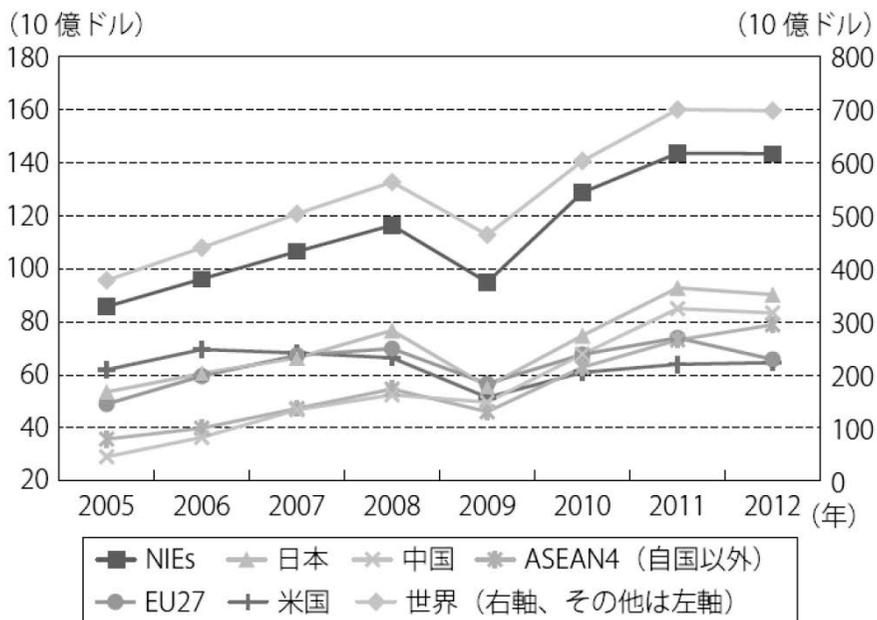
(資料:『通商白書 2013年版』)

第22図 主要国の失業率の推移（左：G7、右：ASEAN4）



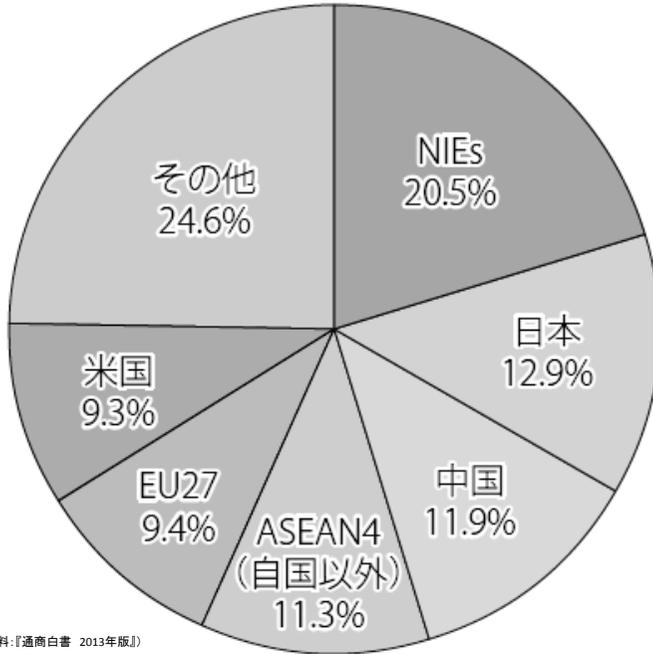
（資料：『通商白書 2013年版』）

第23図 ASEAN4の輸出額の推移（主要国、地域別）



（資料出所：『通商白書 2013年版』）

第24図 ASEAN4の輸出相手国先シェア



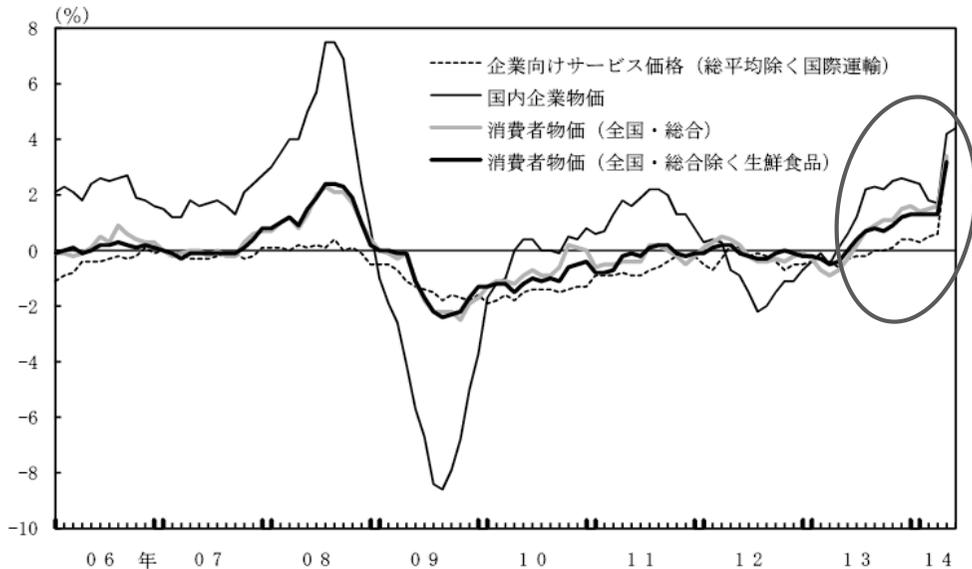
日本は  
ASEAN4  
にとって  
最大の輸出先



日本の成長は  
ASEAN4の  
成長を促進

(資料:『通商白書 2013年版』)

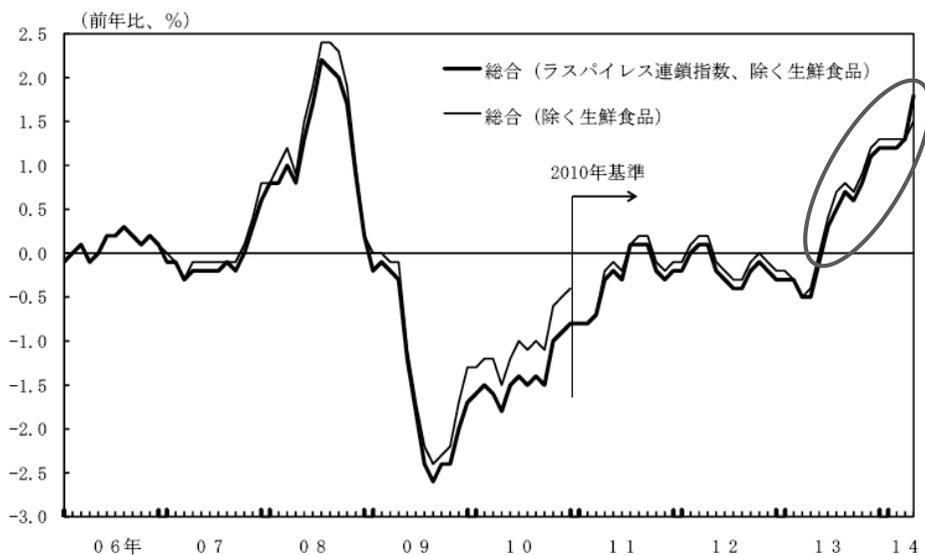
第25図 物価上昇率(前年比)



(資料: 日銀『金融経済月報』、2014年6月)

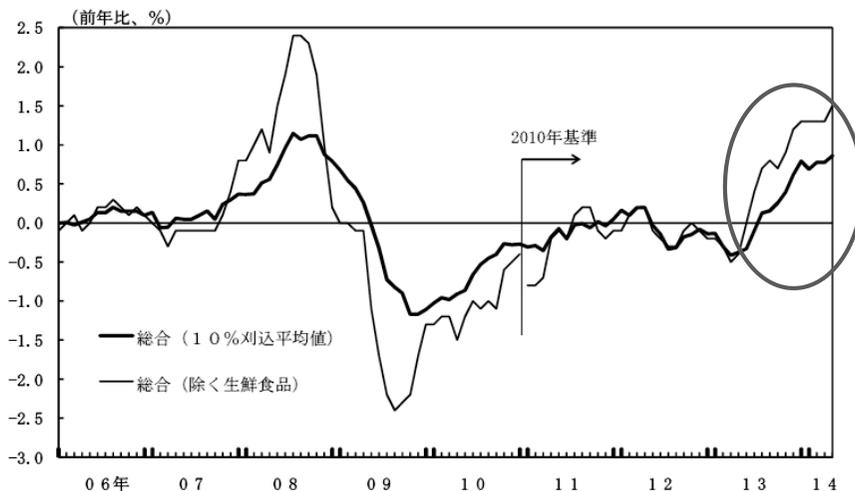
## 第26図 消費者物価の基調的な変動

### (1) ラスパイレス連鎖指数



(資料：日銀『金融経済月報』、2014年6月)

### (2) 対込平均值

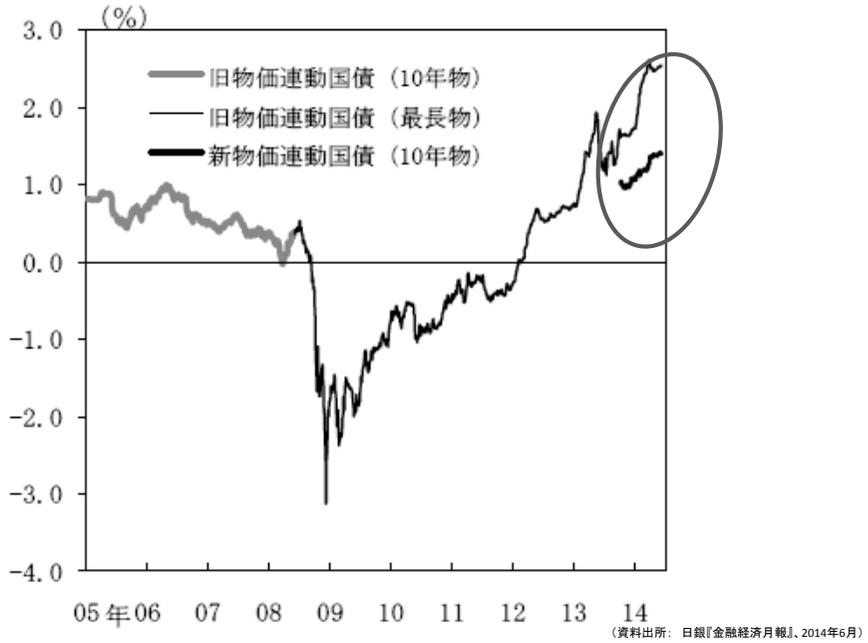


- (注) 1. 10%対込平均值は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出。  
2. 2006年のラスパイレス連鎖指数は、固定基準年指数の前年同月比。2010年以前のラスパイレス連鎖指数の前年同月比は2005年基準、2011年以降は2010年基準。  
3. 2014/4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整した試算値。

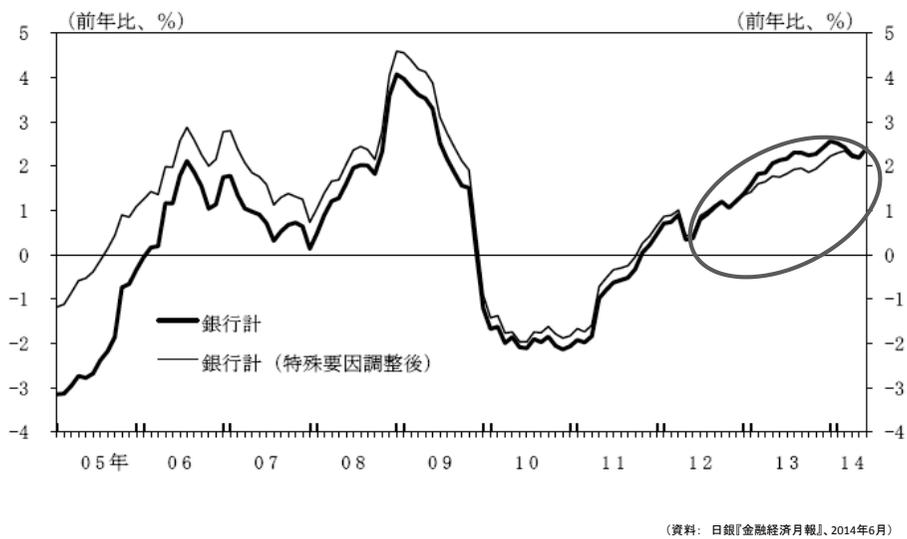
(資料) 総務省「消費者物価指数」

(資料：日銀『金融経済月報』、2014年6月)

第27図  
 <物価連動国債のBEI>

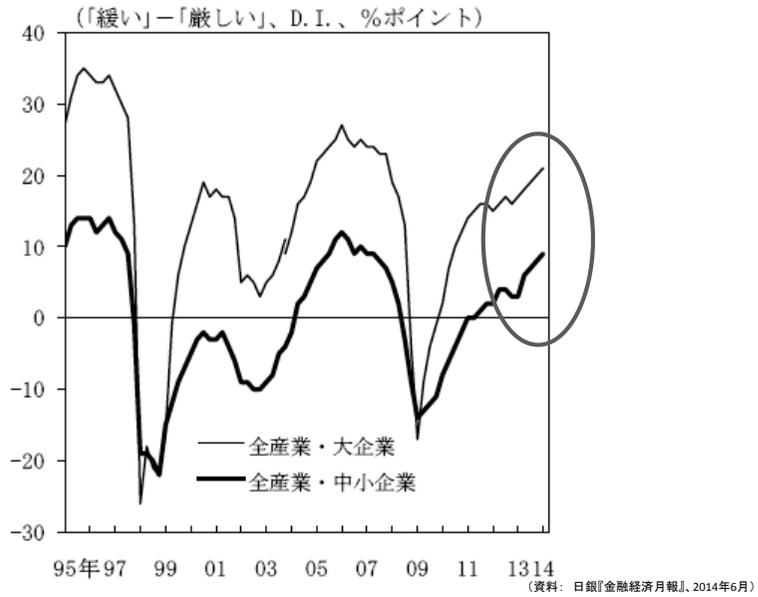


第28図 民間銀行貸出



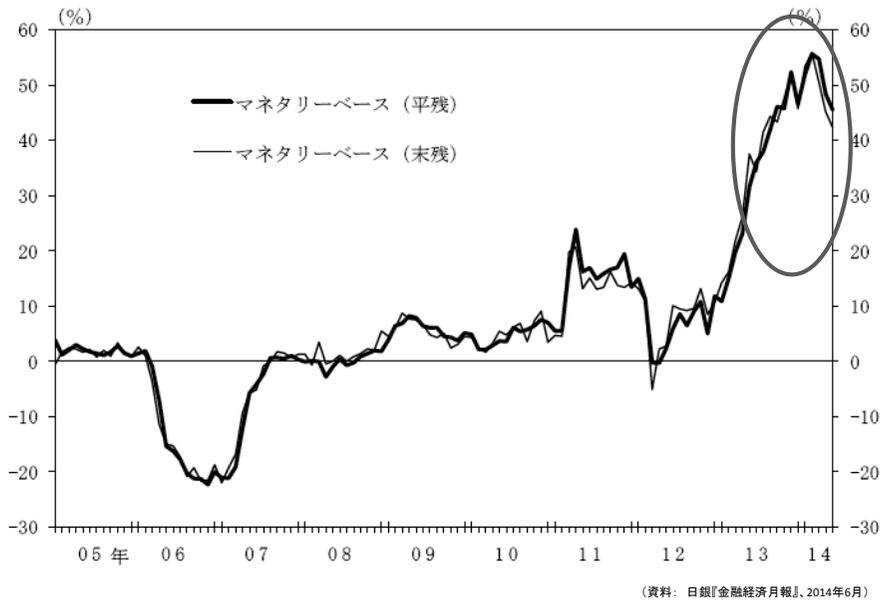
## 第29図

### 企業からみた金融機関の貸出態度 <短観>



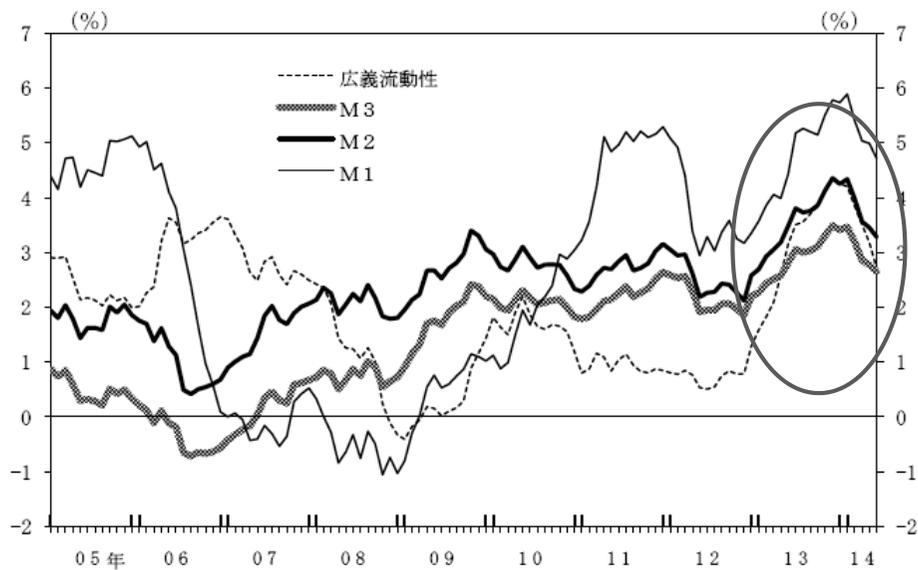
## 第30図 マネタリーベース

(2) 前年比



### 第31図 マネーストック

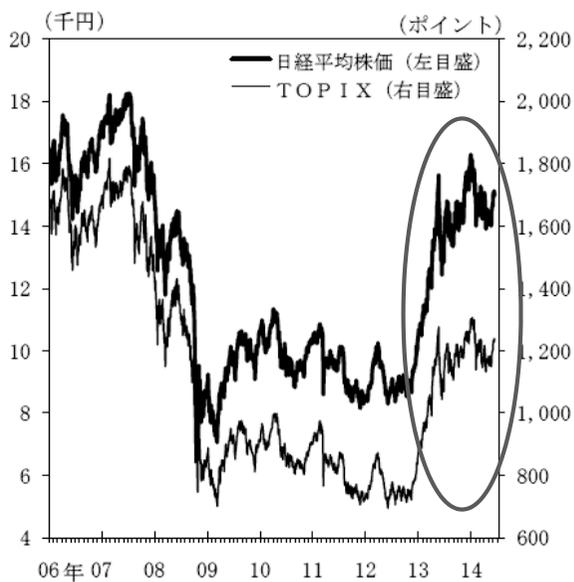
(1) 前年比



(資料: 日銀『金融経済月報』、2014年6月)

### 第32図 株価

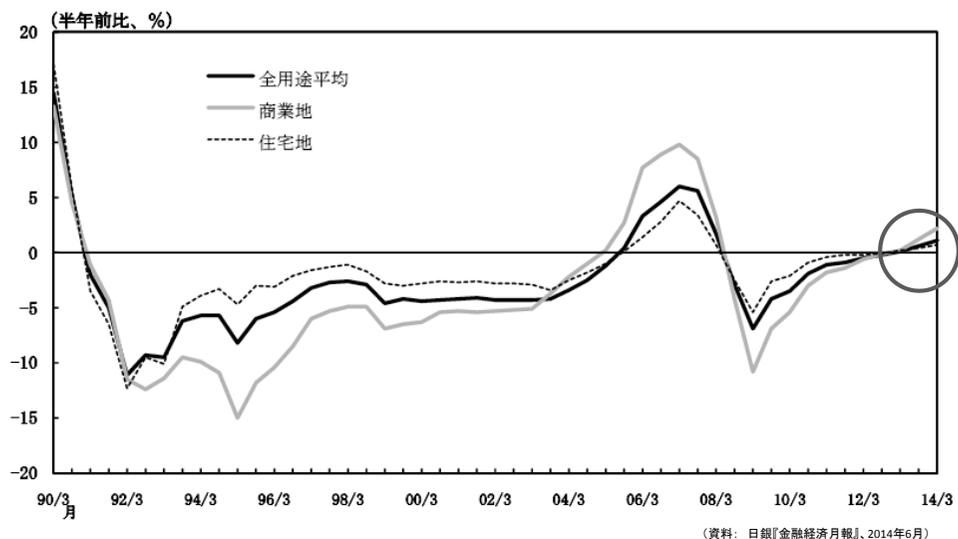
(1) 国内



(資料: 日銀『金融経済月報』、2014年6月)

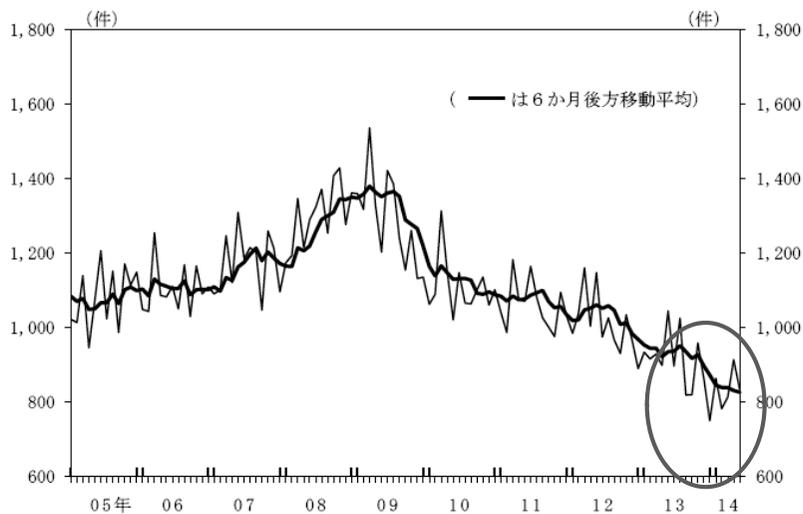
## 第33図 市街地価格指数

(1) 六大都市

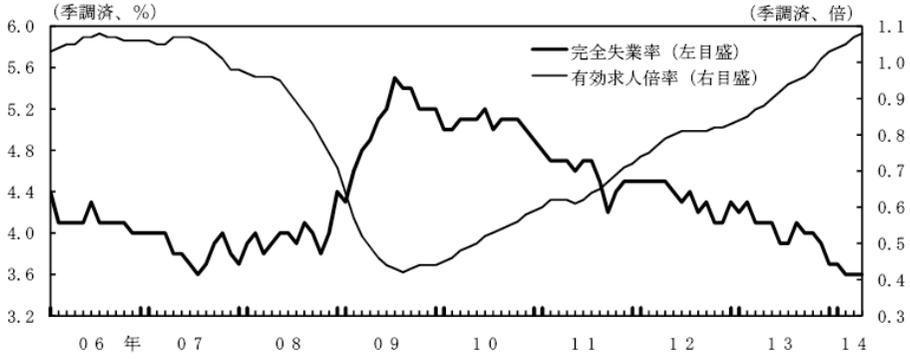


## 第34図 企業倒産

(1) 倒産件数



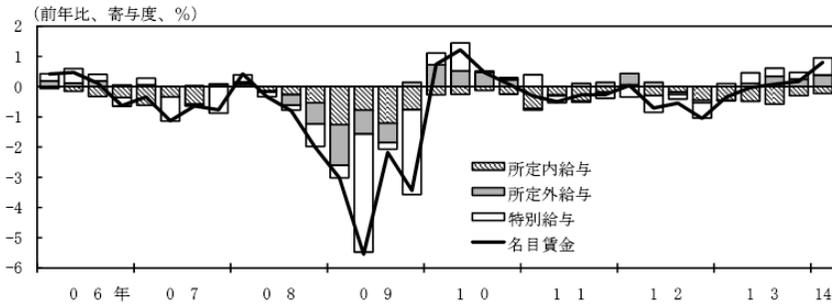
第35図 失業率と有効求人倍率



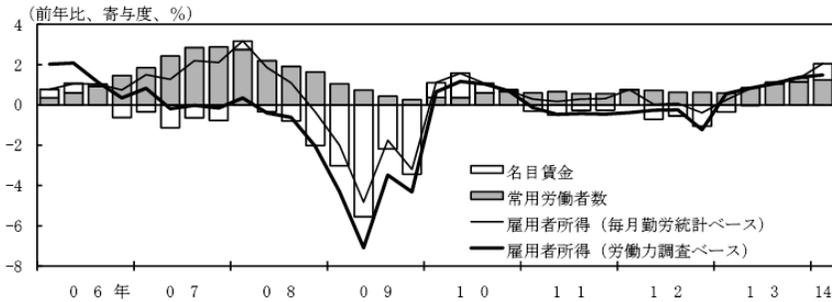
(資料：日銀『金融経済月報』、2014年6月)

第36図 名目賃金と雇用者所得

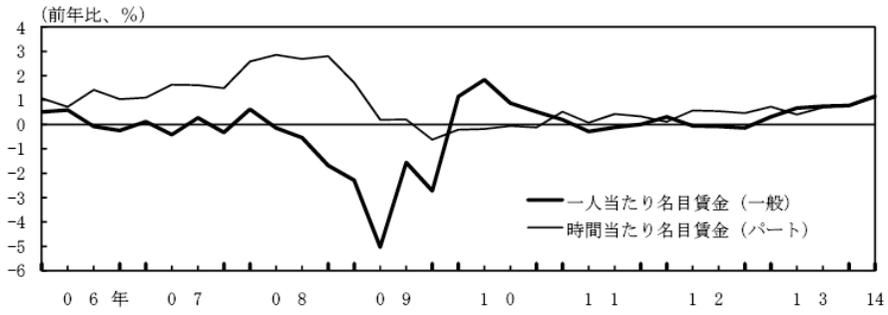
(1) 名目賃金



(2) 雇用者所得



(3) 一般・パート別



(資料：日銀『金融経済月報』、2014年6月)