

金融危機後の規制強化は正しかったか

いわゆるリーマン・ショックは9年前の出来事だ。金融危機の直後から、欧米の当局が主導して「再発を防止する」との掛け声の下、金融規制の強化が検討されてきた。国際的な規制案は概ね完成し、一部は実施に移っている。今後、2020年頃にかけて段階的に導入される予定だ。

新しい規制は、試行的な実施段階に移って間もないにもかかわらず、評判が芳しくない。単に、金融機関が締め上げられて悲鳴を上げているというだけではなく、規制により金融市場の機能が低下してしまったからだ。欧米の債券市場では大きな規模の取引がこれまでのように円滑にできなくなっている。

背景を見ると、一部の新しい規制がリスクと無関係に自己資本や手元資金(流動性)の積み上げを要求している点が問題らしい。このため、金融機関では、規制の影響を受けやすい金融取引はコストが高むので避けるようになる。

レバレッジ規制と呼ばれる新しい規制はその典型例だ。リスクの多寡にかかわらず会計上の資産規模に応じて資本の積み増しを求めている。だから低リスクの債券の在庫保有は割に合わなくなる。その結果、金融機関が市場参加者に気配値を示して、在庫を増減させ、いつでも売買に応じる取引スタイルを維持できなくなる。こうして市場の使い勝手が悪くなり、活発な取引を妨げている。

このほかにもリスク量と関係が薄い流動性規制が金融機関の負担となり、市場を歪めている例が見受けられる。

市場参加者は様々なニュースに対応して売買を行う。こうした売買が円滑に行われないと市場価格は実態を離れて不安定に変動し、ポジションの調整がますますうまくいかなくなって金融危機につながりやすい。皮肉にも危機の再発防止のための規制が危機をおこしやすくしているのだ。

リスクと関係のないレバレッジ規制や流動性規制を設計する背後にあるのは、マクロブルーデンスと呼ばれる思想だ。これは、「レバレッジ(会計上の資産)の拡大や流動性(短期資金)の不足が危機を増幅したのだから、規制でレバレッジを抑

制し、流動性保有を義務付ければよい」との発想だ。危機の直後から一部の経済学者などが唱えたものだ。

金融危機の再発防止策の導入を迫られていた欧米当局は十分な検証もないままマクロプルーデンス規制に飛びついてしまった。皮肉なことに、再発防止策が危機再発のリスクを高めている。

金融危機以降の規制改革に対して、日本は過剰な規制に反対の姿勢を取ってきたが、当初は孤立無援の観があった。しかし昨年様相が変わってきた。実施に伴う副作用が現れるにしたがって、欧州勢が過剰な規制の見直しへと姿勢を転換し、成長と親和的な規制が必要だと叫び始めたのだ。昨年後半には、国際合意を無視して緩和的な域内ルール案を提示している。

そうしたなかでのトランプ政権の誕生である。新政権は金融規制について、「お金の巡りを妨げ、経済活動を停滞させている」と批判的だ。これまで銀行叩きの世論の下で規制強化を進めてきた米国だが、ようやく方向転換の兆しが出てきた。日欧米の方向が揃えば、規制の弊害を取り除く方向での措置が進むことが期待できる。

ただ、一部の当局や国際機関は、「規制が市場機能を阻害している」という事実を頑として認めようとはしない。「市場機能は低下していないし、仮に低下しているとしても規制以外の要因によるものだ」と主張している。自ら規制強化を進めてきた以上、その事実を正面から認めることはできない。こうしたこともあって、新規制を全否定することは簡単ではない。技術的調整にかこつけて問題点を修正するアプローチが採られていくのではないだろうか。

金融機関はこうした当局者の強弁には白けている。市場がおかしくなっているのは規制の影響が大きいことを身を持って知っているからだ。結果、国際規制の信認は低下し、金融機関と当局の対話の溝は引き続き開いたままだ。規制強化の方向性には歯止めがかかりそうだが、今後の規制のあり方についての建設的な議論の出発点となる正しい事実認識に至るには、まだ時間がかかりそうだ。

(みずほ証券株式会社 顧問 宮内惇至・みやうち あつし)