

# 米国金融システム安定化を巡る 取組みと課題<sup>(注1)</sup>

野村資本市場研究所 ニューヨーク駐在員事務所 所長

岩井 浩一



## 1. はじめに

リーマンショックから5年余が経過した。この間、米国政府は米国金融システムを抜本的に改革すべく、ドッド=フランク法を中心に数多くの規制改革を進めてきたが、果たして、米国の金融システムは頑健なものになったのであろうか。米国金融安定化の成否は、今後の米国経済や米国金融機関のパフォーマンスだけでなく、グローバル金融システムの行方を占ううえでも重要である。そこで本稿では、米国金融システムが安定化の方向に向

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 米国金融システム改革の主要な取組み
3. システミック・リスク指標からみた現状評価
4. 今後の注目点

かっているのか、足許でなぜ「大き過ぎて潰せない問題（TBTF問題）」が注目を集めているのか、また、今後の金融規制改革を捉えるうえで何がポイントになるのかを考察する。

本稿の構成は以下の通りである。まず2章において、これまでの主要規制改革の狙いとその内容を概観する。3章では、米国金融システム安定化の進捗状況を金融機関の資本不足リスクの視点から考察する。この分析を通じ、規制改革上の残された課題を指摘する。そのうえで4章では、今後の規制改革の方向性が課題解決に向けて適切かどうかを議論し、今後の留意点を述べる。

## 2. 米国金融システム改革の主要な取組み

### (1) プルデンシャル規制改革

連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン副議長<sup>(注2)</sup>がいうように、金融危機後の規

制改革の狙いは、金融機関が破綻に陥る蓋然性を引き下げ、仮に破綻した場合でも、金融システム全体が不安定化しないようにする点にある。特に、危機後に「システム上重要な金融機関（SIFI）」という考え方が採用されているように、大規模で複雑な業務を行う金融機関の破綻リスクとそのリスクがもたらす外部性に対して特段の注意が払われてきた。

危機後の米国の金融規制改革もこうした観点から整理することができる。まず、金融機関の破綻確率を引き下げするために様々な仕組みが採用されてきた。第一に、ストレス・テストの導入がある。ストレス・テストを通じてフォーワード・ルッキングな観点から大手銀行グループの資本の十分性が評価されている。また、金融当局は、ストレス・テストの結果も利用しつつ、大手金融グループに対して資本の質・量の改善を促してきた。FRBのタルーロ理事によれば、FRBの指摘等を受けて、大手18の銀行グループのティア1コモンエクイティ比率は2008年の5.6%から2012年末に11.3%に上昇したとされる。第二に、資本規制自体の厳格化が進められてきた。本年7月には、米国バーゼルⅢ最終規則と大手銀行持株会社に対する追加的なレバレッジ比率規則案が採択され、従前に比べて高水準で質の高い自己資本が規制上求められることになる（注3）。更に、SIFIに対する厳格なプルデンシャル規則案が年末に向けて最終化される見込みにある。これによって、リスクベース自己資本比率規制、レバレッジ比率規制、

流動性規制、早期改善措置等から成る一連のSIFI規制が決着する（注4）。このほか、米国で活動する外国銀行に対する規制の見直しも進展している。昨年12月に公表された外国銀行組織に対する新しい監督枠組みを示した規則案は、SIFI規制とほぼ同様の考え方を外国銀行に適用するものであり、中間持株会社の設立や資本・流動性規制の厳格化等から成る（注5）。時期は未定ながら、バーゼルⅢ最終規則の内容を反映する形で最終化されることになる。第三に、ノンバンクへの対応も進展している。例えば、金融安定監督カウンスル（FSOC）は既に3社をノンバンクSIFIとして認定している。これらノンバンクSIFIはFRBによる厳格なプルデンシャル規制に服することになる（注6）。

他方、金融機関が破綻した場合の混乱を最小限にするための措置—換言すれば、外部不経済性を引き下げる仕組み—も導入されている。第一に、リビングウィルの策定が昨年からは開始されており、大手金融機関は本年10月に2回目の計画を当局に提出済みである。当局は昨年の計画が不十分であったため、本年の計画提出前にガイドラインを発出し、内容の充実を求めている。この意味では、当局と金融機関の間で、リビングウィルの実行可能性等に関して相互理解が深まっているものと思われる。第二に、レゾリューション制度にも進展がある。ドッド=フランク法で新設された連邦預金保険公社（FDIC）による整然清算権限に関して、FDICがこの権限を行使

する方法としてシングル・ポイント・オブ・エントリー（SPOE）戦略を掲げ、現在、その細部が詰められており、年内に政策文書が公表される見込みにある。また、SPOEを円滑に進めるためには、持株会社が破綻子会社の損失等を吸収するのに十分なエクイティと無担保債券（ベイルイン債）を保有する必要があるとされ、FDICとFRBが関連規則の策定を進めている。当該規則については、本年末までに規則案が公表される見込みにある。また、両当局は、SPOEやベイルイン債に関して、諸外国当局との協議を積極化させている。

## (2) シャドーバンキング改革

シャドーバンキングへの規制改革にも進展がみられる<sup>(注7)</sup>。金融安定理事会（FSB）の分析によれば、米国金融システムは、諸外国に比べて、シャドーバンキングが金融システムに占める比率が大きいという特徴を持つ。また、金融危機に至る過程で、大手金融機関がシャドーバンキングの中核を占めるようになり、シャドーバンキングがTBTF問題を増幅することになった。このため、米国当局は、シャドーバンキング改革を金融システム安定化に不可欠なものとして位置づけ、これまでに、MMF市場、トライパーティレポ市場、証券化市場を中心に改革を進めてきた。シャドーバンキング改革に関しては、取付けリスクと資産の投げ売りリスクの引き下げが重視されている点が特徴といえる。

まず、MMF市場に関しては、本年6月に

米国証券取引委員会（SEC）が包括的な改革案を出している<sup>(注8)</sup>。その主眼は、MMF投資家が一斉に解約をする事態を避けることに置かれている。そのために、時価ベースの基準価額（変動NAV）の導入や投資家の解約に一定の制限を課すこと等が展望されている。この案に対しては、各方面から取付けリスクを引き下げるには不十分であると指摘されており、最終規則においてどのような修正がなされるか注目される。他方、トライパーティレポ市場に関しては、既に、ニューヨーク連銀が関与するなかで、市場関係者が協議を重ねてきた経緯がある。同市場でも、市場参加者に係る信用懸念を発端に資産の投げ売りが発生しかねない点が問題視され、この投げ売りリスクを引き下げるために、2014年末までに取引実務が大幅に見直されることが決まっている。また、証券化市場に関しては、原資産証券の情報開示を求める諸規則が導入されてきたほか、適格モーゲージ（Qualified Mortgage）規制が導入され、引受基準の厳格化も進められている。今後は、証券化商品のオリジネーター等に一定のエクスポージャー保持を義務付ける規則（リスクリテンション規則）が最終化されていく段階にある。

## (3) 監督・市場モニタリング改革

金融当局は規制改革だけでなく、監督手法や金融市場のモニタリング体制の見直しも鋭意進めてきた。例えば、FRBでは、前述のストレス・テストを重視した監督体制を構築

するだけでなく、システミック・リスクを広範囲に注視する体制を強化している。その一環として、大手金融機関監督調整委員会 (Large Institute Supervisory Coordinating Committee) を設置し、大規模且つ複雑な銀行について監督機能の一元化を進めている。このほかにも、金融市場を通じたリスクの伝搬を仔細にモニタリングするために、SIFIやシャドバンキングに関して、資本・レバレッジ情報、各種取引の市場価格や取引条件、更には、過小資本確率等の各種リスク指標<sup>(注9)</sup>のモニタリングを強化している。また、財務省の金融調査局 (OFR) では、金融市場のモニタリング強化に向けて、マクロプルデンシャル・モニタリングツールの開発や市場データの収集等に取り組んでいる<sup>(注10)</sup>。このほか、市場規制当局でも、市場モニタリングの強化に着手している。例えば、SECでは、昨年夏場以降に、株式市場でシステム障害が頻繁してきたことを受け、株式市場の詳細情報を収集・分析するシステムを開発し、今年10月には自らのウェブサイト上で当該情報を一般に公表し始めている<sup>(注11)</sup>。SECの狙いは、株式市場の詳細情報を用いた実証分析を外部研究者に促し、それらの分析結果も踏まえて、今後の株式市場改革に活かしていく点にある。また、米国商品先物取引委員会 (CFTC) でも、高頻度取引業者 (High Frequency Trading) と不正取引の関係等について詳細な分析を進めており、今後、新たな規制枠組みを検討する意向を示している。

### ■ 3. システミック・リスク指標からみた現状評価

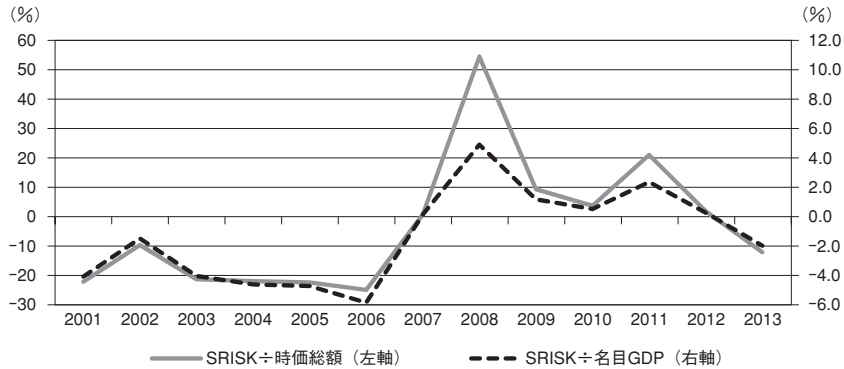
#### (1) システミック・リスクの計測方法

前章でみた米国政府による様々な改革は米国金融システムの安定化に繋がっていると評価できるのであろうか。特に、大手金融機関の破綻確率の引き下げと破綻時の混乱回避という改革の目的は達成されているのであろうか。以下では、ニューヨーク大学のエンゲル教授、アチャルヤ教授等によって開発されたシステミック・リスク指標 (SRISK) を用いて、この点を考察する。

SRISKとは、株式市場が急落する危機的状況において、金融機関が規制上の資本要件 (本稿では、自己資本比率8%) を満たすために必要となる資本調達額である。危機的状況として、先行き6カ月間に亘り、株価指数が40%下落する局面が想定される。個別金融機関のSRISKは、当該金融機関の規模、レバレッジ、当該金融機関の株価と株価指数との関係によって決定される。なお、最後の要因は、各金融機関の株価ベータ、株価ボラティリティ、株価と株価指数との条件付き相関係数から影響を受ける。このようにして、SRISKには、各金融機関と株式市場との相互依存関係が考慮されている<sup>(注12)</sup>。

SRISKは正負の値をとる。ある金融機関のSRISKがプラスになったとすれば、その金額は危機時に不足する資本額を示し、マイナス

(図表1) SRISK指標の推移



(注) 2001年～2012年は年末時点。2013年は、実線が9月末時点、点線は6月末時点。

であれば資本剰額を示す。従って、全金融機関のSRISKの合計額がプラスになったとすれば、その金額は、余剰資本を持つ先から資本不足の先に資本を移管できる世界において、全ての金融機関が規制上の資本要件を満たすのに必要となる公的資金額と見做すことができる。また、個別金融機関のSRISKは、各金融機関が金融システムを不安定化させる程度を示すという意味で、金融機関が有するシステミック・リスクとして位置づけることができる。

## (2) 計測結果

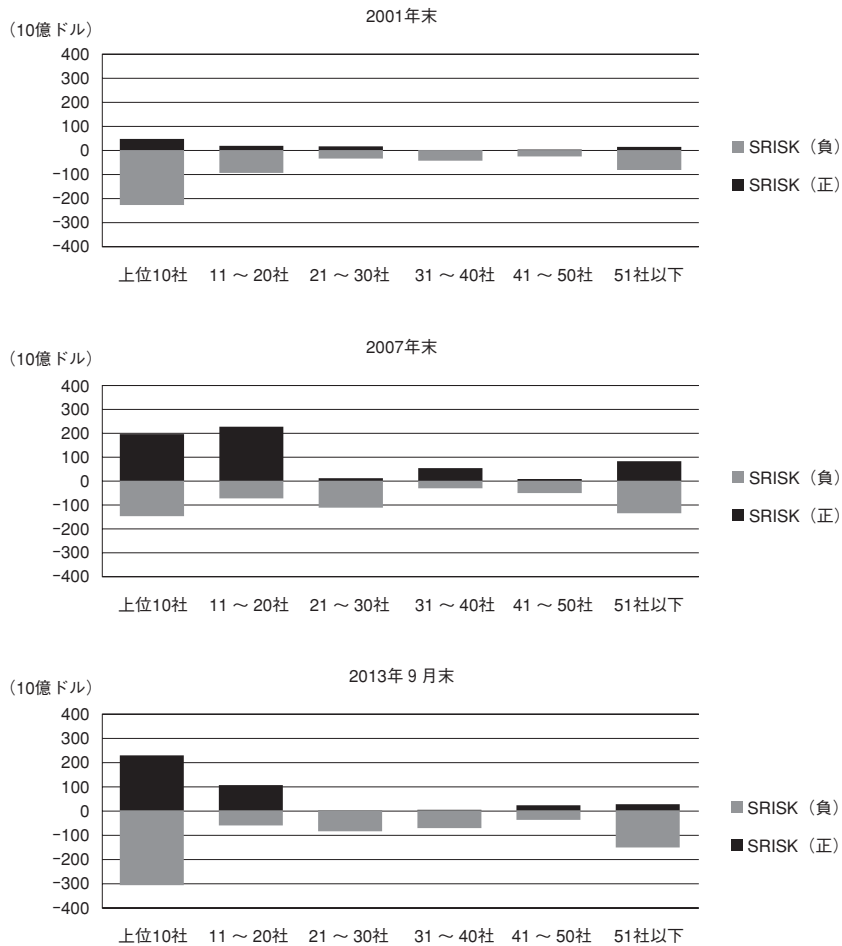
本稿では、ニューヨーク大学のウェブサイト<sup>(注13)</sup>でデータが利用できる全ての金融機関を対象とする。計測時点によって若干の違いはあるが、約140社から成る。対象金融機関は銀行が太宗を占めるが、一部の保険会社や資産運用会社等も含まれる。

図表1は2001年末以降のSRISK合計額の推

移を示している。実線はSRISKの合計額を対象金融機関の時価総額の合計額で除したものであり、点線はSRISKの合計額を名目GDP対比で示している。この2つの指標はそれぞれ、金融システムあるいは経済規模に対して、危機時にどれだけの資本剰／不足が生じるかを捉えたものである。

両指標とも概ね同じ動きを示している。即ち、2006年までの金融危機前の局面では、SRISKはマイナスの領域で推移しており、仮に危機的状況に陥ったとしても、金融システム全体でみた場合に資本不足には陥らない状態であった。ところが、2007年にSRISKが急上昇し、2008年には、時価総額対比では約55%、GDP対比では約4%の資本不足に陥っている。その後2009年に一旦低下するものの、欧州危機が発生した2011年には再度上昇している。2012年以降は再び低下に転じ、2013年中盤には、対時価総額でも対GDPでも再びマイナスに戻っている。なお、2012年以降に

(図表 2) SRISK指標の企業規模別分布



SRISKが改善したのは、レバレッジ低下や株式市場との条件付き相関係数が低下したことによる(注14)。

次に、企業規模別のSRISKの状況を確認する。図表2は、2001年、2007年、2013年の3時点について、金融機関の時価総額別にSRISKがどのように分布しているかを示している。横軸は時価総額の順位を示し、縦軸は

SRISKである。2001年時点では、SRISKがプラスの先は時価総額上位10社にほぼ限られていたが、2007年になると、これが上位10社だけでなく、上位11~20社、上位31~40社、更には、51社以下の企業に広がっている。即ち、資本不足に陥るリスクのある金融機関が、企業規模を問わず、広がっていたことがわかる。直近2013年の状況を見ると、上位31~40社と

---

51社以下の企業群において、SRISKのプラス幅が縮小する一方で、上位20社までの金融機関ではSRISKのプラス幅は依然として大きい。とりわけ、上位10社のプラス幅は2007年時点よりも拡大し、2,000億ドルを突破している。

SRISKの動きからは、米国金融システム全体でみた資本不足リスクは危機後、着実に低下しているものの、上位20社程度の金融機関の資本不足リスクが依然として高水準であることが理解されよう。従って、金融システム全体のリスクが低下しているという意味では、既往の金融規制改革は一定の成果を挙げていると評価できるものの、上位の金融機関のなかに、2007年時点よりもシステムック・リスクを高めている先がある点を踏まえると、TBTF問題が解決されていない可能性が残っている。この意味で、米国の金融システムが安定化したとは言い切れず、改革の効果は道半ばに過ぎないといえる。換言すれば、米国金融システム安定化のためには、超大手金融機関に集中しているリスクを抑制することが残された課題であるように思われる。

## ■ 4. 今後の注目点

今年に入り米国では、TBTF問題が喫緊の課題であるという議論が広がりつつある。昨年春に発覚したJPモルガンのロンドン拠点における巨額損失事件が未だに注目されるなか、議会では、TBTF問題の解決のために、

大手金融機関の資本水準を引き上げることを企図した法案や、嘗てのグラス・スティーガル法のような業際規制を目指した法案が提案されている<sup>(注15)</sup>。これに対して、当局者からは、年末までにTBTF問題を解決するべく、規制改革の動きを加速させる方針が聞かれている。具体的には、SIFIへのプルデンシャル規制の最終規則やベイルイン債に係る規則案の他にも、ボルカー・ルール<sup>(注16)</sup>の最終規則化も年内に完了するとされる。TBTF問題が解決されるかどうかを占ううえでは、これら以外にも、幾つかの重要な規制改革に注目する必要がある。第一は、グローバルにシステム上重要な銀行(G-SIB)に対する追加資本バッファの規則である。FRBのイエレン副議長やタルーロ理事によれば、米国では、国際基準よりも高水準の資本バッファが設定されることになる。この資本バッファを通じて、大手米銀の資本水準がどの程度影響を受けることになり、その結果、資本不足に陥るリスクが低下するかどうか注目される。第二は、短期ホールセールファンディング市場の改革である。大手金融機関の問題が市場全体に拡散することを防ぐための措置として、同市場の改革は非常に大きな意味を持つ。具体的な規制の中身は明らかにされていないが、短期ホールセールファンディング取引を行う金融機関に対して資本・流動性規制を課すか、あるいは、取引自体に証拠金・ヘアカット規制を課すものになると予想される。その際に、規制対象はこれまでのプルデンシヤ

ル規制の対象先に限定されず、広範囲になる可能性がある<sup>(注16)</sup>。更に、システム上重要な金融機関に対しては、流動性サーチャージという新しい枠組みも含めて、何等かの方法によって、より厳格化された要件が課される可能性もある。

前章の分析結果は、危機から数年経ち、金融機関の資本水準や収益が総じて改善しているなかでも、一部の金融機関に巨大なリスクが残存していることを示していた。この意味で、TBTF問題がまだ解決されていない。米国の金融システム安定化のためには、規制改革や監督等を通じて、TBTF問題に対処していく必要がある。米国当局の年末までの対応やその後の議会での議論が当面の注目点となろう。また、米国の金融規制改革は米国金融機関だけでなく、国際的な規制改革の方向性にも影響を与える可能性がある。米国のTBTF問題への処方箋が今後国際的な議論にどのように波及していくのかも、注目される点である。

(注1) 本稿の記述は2013年10月18日時点の情報に基づいている。

(注2) 例えば、同副議長が6月2日にInternational Monetary Conferenceで行った講演内容を参照。

(注3) 同規則の詳細は、小立敬「米国におけるバーゼルⅢ最終規則とレバレッジ規制に関する新たな提案」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号参照。

(注4) 但し、当該規則案のうち、シングル・カウンターパーティ・クレジットエクスポージャーに係る規定に関しては、現在、定量度影響調査が実施されており、最終化は遅れる見込みとされている。

(注5) 拙稿「FRBによる外国銀行組織に対する新し

い監督フレームワーク」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号参照。

(注6) AIG、GEキャピタル、プルデンシャル・フィナンシャルがノンバンクSIFIに認定されている。

(注7) 米国当局者の間に、シャドーバンキングに関する統一された定義はない。本稿では、銀行部門と同様の機能を発揮しているながら、伝統的なプルデンシャル規制に服してこなかった様々な金融取引を指すものと位置づけている。

(注8) 拙稿「米国証券取引委員会によるMMF規制改正案」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号を参照。

(注9) パーナンキ議長は2013年5月10日の講演において、FRBが市場モニタリングの一環として、過小資本確率やCoVAR等の市場データを用いた各種リスク指標を利用していることを述べている。

(注10) 米国当局による金融市場モニタリングの最近の動向に関しては、拙稿「金融システムのリスクに関する新しい見方」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号を参照。

(注11) <http://www.sec.gov/marketstructure/>にて情報が公表されている。

(注12) SRISKは、脚注9で言及した過小資本確率の一種である。以下に利用するSRISKは、パーナンキ議長が過小資本確率に関して参照した論文に端を発する研究から構築されている。SRISKの詳細は、Acharya, V. Engle, R. and Richardson, M. (2012), "Capital Shortfall: A New Approach to Ranking and Regulating Systemic Risk," American Economic Review: Papers & Proceedings 2012, 102 (3) : 59-64, Brownless, T. and Engle, R. (2012), "Volatility, Correlation and Tails for Systemic Risk Measurement," [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1611229](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1611229)を参照。

(注13) <http://vlab.stern.nyu.edu/>のデータを利用している。

(注14) 本稿ではSRISKの変化の理由について詳細な議論は行わない。関心のある読者は拙稿「カナダの金融監督制度の概要—グローバル金融危機を乗



---

り切った背景を中心に」『金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー』DP2013-05を参照。

(注15) それぞれ、Terminating Bailouts for Taxpayer Fairness Act of 2013、21st Century Glass-Steagall Act of 2013である。

(注16) イエレン副議長やタルーロ理事の発言から判断すると、取引主体に関しては、商業銀行、ブローカー・ディーラー、エージェンシーREIT、ヘッジファンド等が含まれ、取引形態としては、通常のレポ取引やリバースレポ取引、証券レンディング、証券マージン貸出、再担保の在り方等が対象になるとみられる。

