

銀行規制の行方： 議論の現状と当面の課題

ラグラム・G・ラジャン

1. はじめに

前川講演の講演者としてご招待下さった黒田総裁に感謝申し上げたい。前川氏は優れた実践と研究の融合に注力した人物であり、同氏の名を冠した講演を行う機会を得たことを大変光栄に思う。本日は、中央銀行の幅広い観点から、銀行規制を論じたい。例えば、銀行規制は中央銀行のその他の諸活動とどのように関連しているか、グローバル金融危機（Global Financial Crisis: GFC）によって明るみになった諸問題にどの程度対応してきたか、銀行規制のみならず金融規制全般について今後何をすべきかといった観点からである。

GFC以降、規制の発展には次のようなさまざまなトレンドがあった。第1かつ最も明らかなトレンドは、信用リスクと支払能力が大いに注目されたこと、またGFC以降には、個別の金融機関に関する議論のみならず、金融システム全体に関する議論の中に、流動性という問題が深く組み込まれるようになったことである。GFC以前において金融システム全体に関する考察がなかったわけではない。しかし、流動性不足が支払不能につながる点はGFCにおいてより顕著になったため、金融システム全体を考慮することの重要性が大いに高まったのである。

第2に、個別の金融機関に対する規制一辺倒ではなく、金融システム全体に対する規制があわせて検討されるようになった。GFCの初期においてベン・バーナンキ氏は、サブプライム・モーゲージ関連の損失は1,000億ドル程度にとどまると述べた。最終的な損失はこれを少し上回っただけだ。しかし、その損失が金融システム全体に影響を及ぼしたことが、そして金融システムのすべての構成部門に関してさまざまな懸念を呼んだことが災厄となった。個別の金融機関に関する懸念に注目する姿勢は、金融システム全体も広範に考察する姿勢へと変貌を遂げた。金融システム全体が特定の金融機関や特定の金融商品から悪影響を受けうることが理解されるに至ったのである。

.....
本稿は2018年5月30～31日に東京で開催された日本銀行金融研究所主催、2018年国際コンファランス「変貌する世界における中央銀行の政策・業務の実践」において行われた前川講演の英文原稿をもとに、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

ラグラム・G・ラジャン シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネス特別功労教授（E-mail: raghuram.rajana@chicagobooth.edu）

第3に、規制手段についても、個別の金融機関を対象にしたマイクロプルーデンス規制に加えて、マクロプルーデンス規制の役割が考慮されるようになった。広範な、経済全体にわたる、または金融機関横断的な規制についてどう考えるべきか。この中で、金融政策の役割は何か。特に、金融政策は金融規制を手助けする何らかの役割を担うべきなのか。これらの点は議論や論争を大いに呼んでいる。

本講演の終わりには、われわれがこれまでにやり遂げたこと、そして今後行うべきことを要約する。銀行業についていうと、これまでの取組みは、ある意味で、非常にうまくいったと思われる。銀行が次の危機の中心になる可能性は大幅に低下している。金融システムは風船のようなものである。ある1つの部門をうまく規制する、すなわち風船のある場所を押すと、必ず他のどこかの場所が膨らむのである。では、今、どこが膨らんでいるのだろうか。黒田総裁が開会挨拶にて言及したとおり、それはシャドバンキング部門である。規制によって銀行部門において引き受けられなくなったリスクの一部がシャドバンキング部門に移転している。風船が膨らまないようにするためには、より均等に圧力をかける必要がある。すなわち、金融システム全体を規制する方法が検討されなければならない。

さらなる取組みが必要とされるもう1つの領域は、金融政策、国際資本フロー、および一国内の金融脆弱性の間の連関である。この領域では、国内的な観点から、ある国の金融政策が当該国の金融脆弱性を高める効果を検討するとともに、より国際的な観点から、中核的な国々の金融政策が自国の金融システムの外側に及ぼす影響について検討を進める必要がある。

前川講演の精神に基づいて、私は、この講演において、過去の学術研究の成果とともに、その政策的な含意を簡潔に論じていく。注目するトピックスは6つある。第1に、なぜ銀行を規制するのか、換言すると、銀行の何が特別なのかという問いである。これは昔からある論点であるが、いくつかの新たな答えを概説したい。第2に、いかに銀行を規制するかという問いである。これについては、GFC以降に生じたことをいくつか簡単に回顧する。第3は、規制上の誘因である。当然、これには、誰が規制当局を規制するのかという論点も含まれる。第4に、金融政策が、金融安定の変化に反応すべきか否かである。これについては、テーブルを叩いて「駄目、駄目、反応してはならない」という人もいれば、「反応しなければ、危機が再発してしまう」という人もいよう。このような賛否両論を簡潔に整理する。第5に、金融政策スタンスに付随して金融安定に対して生じうる懸念を、マクロプルーデンス規制は解消できるか否かという問題である。マクロプルーデンス政策の運営について、金融政策は規制とはあくまで別個のものとして整理できるのかと言い換えることもできよう。最後のトピックは、現在バーゼルにて試みられている規制の国際的な調和である。本当に調和させるべきなのであろうか、それとも、バーゼル規制上の幅広い考え方の枠内にあれば、個々の国が独自のアプローチを採ることを認めるべ

きなのであろうか。

2. なぜ銀行を規制するのか

なぜ銀行を規制するのであろうか。ここでは、この点についてやや詳しく吟味しておきたい。第1の、そして明白な理由は、銀行の構造が銀行自身を脆弱にすることである。これは、銀行がなぜそうした構造を持つのかという付随的な疑問をもたらす。この点について、先行研究はいくつかの回答を提示する。

銀行を規制すべき第2の理由は、銀行が重要であることである。銀行は決済システムの中心に位置し、流動性供給の中核的な役割を担う。このため、銀行経営が悪化すると、さまざまな要因によって、外部不経済がもたらされる。

第3の理由は、銀行は脆弱かつ重要——これらは第1および第2の理由——ではあるが、通常の営利企業ではなかなかとられないような行動を、銀行はとりがちだということである。そうした行動には、銀行特有かつ警戒すべき逸脱行動がある。

第4の理由は、民間セクターは独自の機能を果たすことができる一方で、当局は、民間セクターが持っていない権限を有していることである。銀行規制の場合、銀行の重要性を踏まえると、金融システムの安定を確保するうえで、当局の介入権限はとても貴重なものになりうる。

銀行を規制すべき理由についての最後の議論は、当局が介入するとわかっているため、銀行は歪んだ行動をとる誘因を持ちうることである。ある意味、介入を行うこと自体が規制に拍車をかけることになる。当局は、銀行が巧みに当局の介入の見通しに賭けることを阻止したいと考えるであろう。

以下では、これら5つの理由については、ごく簡潔に展望しておきたい。

(1) 構造が銀行を脆弱にしている

銀行を規制する第1の理由は、銀行の構造が銀行を脆弱にしていることである。この点に関する基本的な論文は、Diamond and Dybvig [1983] である。長い時間をかけて生産を行うと高いリターンが得られる一方、短期間で生産の中断を余儀なくされるとリターンが相対的に低くなる経済を想定しよう。この経済において、人々は目先の消費のために生産を中断し、低いリターンに甘んじるリスクを抱えているが、銀行は、これに対する保険を提供するのに有用な構造といえる。すなわち、銀行は、諸個人間のリスクを分担しているのである。これによって、早くお金を引き出す人は、長期にわたり辛抱強く待った場合に得られたリターンの一部を失う代わりに、本来、短期に生産可能な水準よりも幾分高いリターンを得ることができる。ダイヤモンド=ディヴィック・モデルの素晴らしさは、極めて単純なモデルでありながら、なぜ銀行が脆弱なのかを明らかにしている点である。すなわち、早くお金

を引き出す人々が少数の場合、流動化される長期資産は少なく、長期の投資家はより高いリターンが得られるため、喜んで待つであろう。しかし、早くお金を引き出す人が多くなりすぎると、短期の投資家に対し、経済の生産能力を上回る金額を支払うことになり、まさにこの結果、皆が自らの預金を確保すべく殺到し、銀行取付けが生じることになる。これがダイヤモンド=デイヴィック・モデルの背後にある発想であり、銀行の脆弱性は、部分的には、リスク・シェアリングという基本的機能を果たすうえで不可欠な要求払預金の受入れに起因していることになる。

ここでもう1つ Diamond and Rajan [2001] という論文も概観しておきたい。彼らは、要求払預金について、ダイヤモンド=デイヴィック・モデルと関連性を保ちつつも、やや異なる見方を提示している。彼らの見方では、リスク・シェアリング機能のない状況においても、貸出先に関する私的情報を有する銀行が貸出のために集める要求払預金の大きさは、当該預金者たちが直接的にファイナンスした場合に形成される資産の価値を優に上回ることができる。本質的にいうと、要求払預金の存在根拠の一部分は、銀行が受け入れる当該預金の規模が、それが要求払いの請求権であるという性質ゆえに、大幅に増加しうることなのだ。

銀行が発行する負債がもたらす正の効果を示した第3のグループの論文は、Gorton and Pennacchi [1990] と Dang, Gorton, and Holmström [2015] である。これらの論文でも、銀行はマネーのような債務を発行すると想定されている。要求払型の請求権の長所として、返済優先順位が極めて高いため、発行体である銀行が支払不能に近付いていない限り、債権者たちは、保有する請求権の真の価値が先々いくらになるかについて、特段の懸念を抱く必要がないことが指摘されている。この結果、こうした請求権の流動性は極めて高くなり、人々は喜んで保有しようとする。請求権の流動性を高めるためには、負債性にすることが極めて重要である。なぜこの点が重要かという点、銀行の構造に欠陥があることを意味しているわけではなく、むしろシステムとしての特徴を示しているからである。つまり、この点が銀行の銀行たる所以なのである。危機の後に多く見受けられた「要求払型の請求権の発行ではなく、自己資本のみで資金調達を行う金融機関で、銀行を置き換えてしまおう」と主張する人々は、銀行の機能そのものを根本的に否定している。自己資本での資金調達に全面的に依存する金融機関は、銀行の基本的な活動を失うことになるという点を比較衡量していく必要がある。

要求払型の請求権からは、少なくとも3つの経路で、脆弱性が生じる点に付言しておきたい。1つ目は、サンスポット・パニックである。銀行の前の行列をみた人たちは「何が起きているかよくわからないが、とりあえず行列に加わろう」と考えるであろうという昔からの見立てである。映画「素晴らしき哉、人生！」は、この古典的な見方の好例である。その映画では、人々が満足して預金をそのままにするまで全員に払出しを行うことによって、取付騒ぎを沈静化させた。強調してお

きたいのは、サンスポット・パニックは、実はあまり発生していないという点である。サンスポット・パニックは、理論的には、優れた着眼点であるが、一般に多くの銀行取付けにおいて実際に起きたことは、情報優位の預金者、言い換えると大口の預金者による自己資金確保の動きである。こうした主体の典型は、大口の取引口座を持つヘッジ・ファンドなどになる。彼らから銀行間の取付けが始まるし、これが現代社会において銀行が破綻するときとなる。これは、サンスポット・パニックというよりも、当該銀行の支払能力に関する本物の懸念によるものなのである。

第2に、レバレッジが高い銀行ほど、支払能力に関連する取付けが発生する可能性は高くなる。これは、預金者が心配しはじめる前に、ショックを乗り切るのに十分なバッファを銀行が有していないためである。人々は、預金先の銀行の支払能力に関して懸念を有するに至るや否や、銀行に殺到し、預金を引き出そうとするであろう。

銀行取付けが起こる第3の理由は、市場全体の流動性不足（aggregate liquidity shortage）である。売却先が極めて限られた資産を銀行が短期間のうちに売却しなくてはいけない場合、たとえ当該資産の基本的な価値が長期的にはとても高いとしても、銀行はそれらを投げ売ることになる。例えば、GFCの際の不動産担保証券が挙げられる。危機の深刻さゆえに、それら証券の真の価値を理解し、裏付資産の詳細を確認する能力を持っていた市場参加者は、ブラックロックを含め、せいぜい数先程度で、決して多くはなかったであろう。大量の売物に対して買手は極めて少数であったため、著しく安い投売り価格で取引は成立した。これがまさに市場全体の流動性不足と呼ばれる状況である。真の価値を理解できるブラックロックのような専門家であっても、投売りに出されるすべての資産を買取るだけの資金は確保できない。放出された資産は大幅に割り引かれて取り引きされ、このため、売手が短期的な流動性不足に陥る可能性を極めて高くする。このことは、長期的にみれば支払能力があるとしても、短期的に支払不能に陥る可能性があったことを意味している。

(2) 外部性か、効用か

銀行を規制する第2の理由は、銀行破綻に伴い外部不経済が生じることである。この点に関する古典的な研究として、Friedman and Schwartz [1963] が挙げられる。彼らによると、世界大恐慌を引き起こしたのは、銀行の破綻、ひいてはマネーサプライの崩壊である。さらに、マネーサプライが大幅に減少したために、経済活動が崩壊した。こうした状況を少し狭義で考えると、決済システムの崩壊が経済活動の崩壊につながったと解釈できるかもしれない。

Bernanke [1983] はさらに踏み込んで、「問題は決済システムの崩壊というよりも、

非貨幣的な機能の崩壊である」と指摘している。銀行は、独自に入手した借手に関する私的情報に基づいて融資を行う。このような貸出関係は、貸手が破綻すると、本質的に消滅してしまう。そうした関係を短時間で再構築することはできない。破綻銀行に取って代わる貸手はなかなか現れないし、多くの借手はこれまで受けていた融資を受けられなくなる。Bernanke [1983] は、世界大恐慌において、単にマネーサプライが崩壊したのではなく、与信活動そのものが崩壊したと述べている。その後の多くの研究では、大量のソフト情報が銀行内部に蓄積されており、貸手が破綻した場合、借手は自らも経営危機や経営破綻に陥りやすいことが究明されてきた。

3つめの外部性は投売りである。投売りにおいて、資産はその価値を下回る価格で売却される。資産を創出する際、それらが先々、投売りされた場合の帰結を完全に内部化しているわけではない。換言すると、人々は、保有している資産を流動性という共有のプールにて売却するという事実についても、基本的に共有のプールを領している事実についても、十分に内部化していない。そうした売却は、公共財の利用に近い。公共財を利用する際、人は、他の誰かがその財を生産しなければならないという事実、そして自分自身がそれに依存しているという事実を内部化していない。このため、流動性という共有のプールで資産を売却するとき、一定の課金が発生する。すなわち、非流動的な資産を市場で販売するときには、必ず値引きしなければならない。この値引きは、売手にとって、支払能力の潜在的な低下という打撃となって舞い戻ってくる。Shleifer and Vishny [1992]、Allen and Gale [2000]、Diamond and Rajan [2005] 等は、非流動性資産の創出量や流動性共有プールへの依存度が前もって内部化されていないことに起因して、金融システムが崩壊しようとしている。

(3) 効用および銀行固有の潜脱行為

第3の理由は、銀行固有の諸問題が前述のさまざまな意味での銀行の重要性ゆえに、増幅されうることである。Geanakoplos [2010] の見方では、経済において借手は過度な楽観主義になりうるため、レバレッジを大幅に引き上げることがあるが、過度な楽観主義であったことが明らかになると、その拡大されたレバレッジが経済にさまざまな問題を引き起こす。そうした借手にどの位の融資を行っていたかに応じて、銀行はレバレッジ・サイクルに巻き込まれていく。

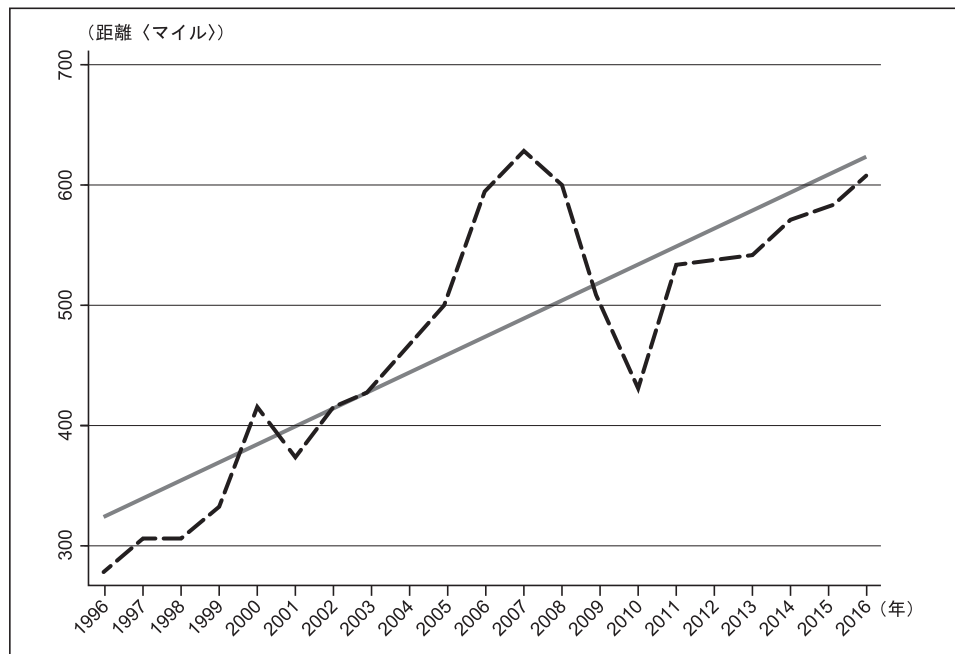
これとは別に、銀行は真の状況を隠蔽する能力を持っているという、より銀行に関連した考え方もある。これは、銀行の塩漬け (evergreen) する能力である (Rajan [1994])。銀行同士が互いに競い合うもとでは、銀行は、借手の本当の状況が誰にもわからないようにするためだけの目的で貸出を継続する可能性がある。しかし、他のすべての銀行も同じことを行っていると各銀行が知っている場合、実は貸出が不

良債権化している問題をわざわざ告白する銀行はいない。この結果、銀行は、過去の過剰な貸出を隠蔽するためだけに、当面の間、過剰な貸出を行うことになる。最終的に、規制当局が介入し、問題を処理しはじめると、塩漬けが進行していたがゆえに、真の状況は想定よりもはるかに悪いことが明らかになるのである。

Granja, Leuz, and Rajan [2018] から引用した2つの図表は、銀行間競争の役割を示したものであるが、シティグループのチャック・プリンス氏の有名な発言とも整合的である。GFC の数週間前に貸出が過剰になりつつあるかどうかを問われた同氏は、「音楽が流れている限り、眠らずに踊り続けなければならない。われわれはまだ踊っている」と答えた。これは、銀行間の競争が銀行を突き動かす様相をうまく捉えている。

図表 1 は、Granja, Leuz, and Rajan [2018] から取ったものであり、借手と貸手の間の平均距離を示している。技術進歩によって、この距離は、過去の長い期間にわたって、概ね時間の経過とともに伸長してきた。特に、興味深いことに、GFC に至る時期に、この距離が大幅に伸びている。ある意味で、金融システムの状態が許す以上に、銀行はリスクをとっていたことになる。遠隔地にて貸出を行う場合、銀行は借手のことをよく知らないはずであり、また借手を注意深くモニタリングする技術も持ち合わせていない可能性がある。もっとも、時間とともに技術は進歩し、

図表 1 借手と最寄りの支店間の平均貸出距離



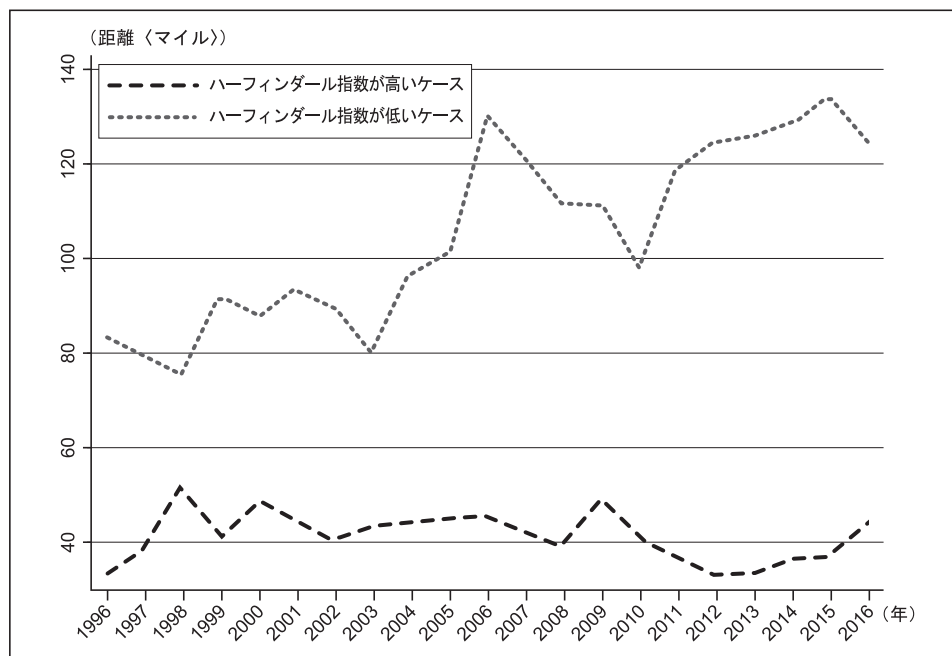
資料：Granja, Leuz, and Rajan [2018]

この技術水準をこえてリスクをとることも可能ではある。このことを示しているのは、借手と貸手の間の距離が、2008年にかけて大幅に伸長したものの、GFCを受け、結局急反落してしまった。

図表2はさらに興味深い。破線は、銀行の集中化が進んだ地域で営業する支店の貸出距離である。つまり、地域内で営業する銀行が極めて少なければ、銀行業務の利益性は高い。点線は、競争の極めて激しい地域で営業する銀行の貸出距離である。距離の伸長は、競争の激しい地域においてより顕著である。このことは、私が指摘したいより一般的なことである。すなわち、銀行は、激しい銀行間競争に直面した場合、より多くのリスクをとる誘因を持ち、このことが最終的に金融システムの安定を脅かす問題を引き起こすのである。

最後に、銀行は不正や詐欺にも関与しやすい。これに関する興味深い論文の1つは、Piskorski, Seru, and Witkin [2015]である。彼らによると、証券化を報告している銀行の多くが、借手に対して行われた追加的な融資の存在を説明していなかった。通常、資金調達において、借手が受ける融資は1件のみであり、残りは当該借手の持分となる。実際には、証券化した融資の借手は、その多くが追加的な融資を受けており、その事実は隠されていた。このため、借手の持分は実はかなり低かったのである。こうした事実は、GFC以前には開示されておらず、評判を低下させるリス

図表2 取引支店の所在地における競争度合い別にみた平均貸出距離



資料：Granja, Leuz, and Rajan [2018]

クがあったとしても、銀行が虚偽報告を行う誘因を有していたことが示唆される。

(4) 銀行が持たない当局の権力

銀行を規制すべき第4の理由は、中央銀行が自身のバランスシートを拡大することを通じて、流動性に乏しい資産の代わりに、流動性に富む資産を提供する能力を持っていることである。これは、中央銀行の古典的な機能の1つであり、中央銀行はその誕生とともにそうした変換機能を果たしてきた。すなわち、中央銀行は、非流動的な資産を支払手段と入れ替えることができる。これはGFCの時期においても展開された。もう1つの当局の権限は、政府が持つ課税能力である。金融システムが自己資本を使い尽くしてしまった時、政府は、家計の富に対する課税能力をもとに、金融システムに資本を注入することができる。家計の富という税源は、金融活動を通じて、アクセスできるものでもなければ、調達されるものでもない。商業銀行が持たない諸権力を当局は持っているという事実が規制の1つの理由なのである。

(5) 当局の介入

最後の理由は、銀行ビジネスに当局が介入することである。その古典的な例が預金保険である。中央銀行によるプット・オプション（central bank put）はもう1つの新しい考え方である。これは、市場が大幅に下落したり、銀行が経営難に陥ったりした場合、中央銀行が介入して事態を收拾することを意味する。これはグリーンズパン・ドクトリンとしても知られるようになった原理である。もし中央銀行が救いの手を差し伸べてくれることを知っていれば、そのことは、レバレッジを引き上げ、流動性に乏しい資産を増やし、あるいは資産規模を拡大させ、「大きすぎて、潰せない（too big to fail）」存在にまでなる誘因となろう。金融システムが機能不全に陥ると中央銀行が介入せざるをえないのであれば、そうした機能不全に陥ること自体を予防する必要がある。

3. ミクロプルーデンス規制の形態

(1) 所要自己資本

ミクロプルーデンス規制について、危機後の最も重要な対象となったのは自己資本である。銀行は過去に比して極めて高水準な自己資本を保有することを求められてきたが、これは完全に正しいことだと思われる。銀行システムの自己資本は増強

される必要がある。また、増強された自己資本がどのように機能しているか、あるいはいかに銀行システムの安全性を高めているかについて考える必要がある。こうした自己資本の重要性については、少なくとも以下3つの仮説が挙げられる。

第1の可能性は、エクイティ・ガバナンスが優れているとするものである。銀行の株主が保有する持分の価値は、銀行の経営が悪化すると、大幅に低下するため、銀行の株主は、銀行経営を監視したり、その状態が良好であることを確認したりする誘因を持つ。

残念ながら、GFCの際に起きたことを踏まえると、エクイティ・ガバナンスがうまく機能しているとはいえない。リーマン・ブラザーズのケースでは、危機に際して同社の取締役会は概ね無力であった。実際、同社の営業を停止させたのは、リスクテイクを削減するべく取締役会がとった行動によるものではなかった。もっといえば、同社がとっていたリスクの大きさを取締役会が理解していたかも知れずしも明らかではない。結局、同社を営業停止に追い込んだのは、銀行間の取付け(inter-bank run)である。興味深いことに、同社はほぼ支払不能に陥った段階で営業を停止した。Ball [2018]の推計によると、同社に対する取付けが始まった時、株主資本は概ね30億ドルであった。この点は、デット・ガバナンスはその役割をしっかりと果たし、支払不能に近付いた時点で、同社を営業停止に追い込んだ一方、エクイティ・ガバナンスは、そうした事態を回避させるためにほとんど何もできなかったことを示している。ここで問われるべきは、株主が何らかの行動を起こすよう誘因付けのあり方を改善すべきか、また、なぜ彼らは何の行動も起こさなかったのかということである。エクイティ・ガバナンスはデット・ガバナンスより優れているとされることもあるが、少なくともリーマン・ブラザーズに関する観察事実からは支持されない。

自己資本に頼る第2の理由は、予算制約である。監督当局は基本的に、「さまざまな活動にどれだけの自己資本を配分するかを監視していくので、自己資本が底をついたら、さらなるリスクはとれなくなる」と考える。こうした考え方は、ある程度までうまく機能する。それは、また、多くの銀行がより大きなリスクをとる必要がある時に自己資本を調達しようとすることの根拠にもなっている。ただ、より多くの自己資本を調達することで、予算を拡大させなければならなくなる。

自己資本に頼る第3の理由は、損失吸収バッファとしての役割である。銀行が十分な規模の自己資本を有している場合、小さなショックでは破綻に至ることはないし、銀行はより大きなショックも吸収できるであろう。

第2と第3の理由は、第1の理由よりも、かなり説得的だと考えられる。銀行にさらにより多くの自己資本を保有させるべきかについて、現在、学界では、大きな議論が起こっている。支持派のAdmati and Hellwig [2013]は、自己資本増強こそ進むべき道であると主張する。当然のことながら、これまで紹介した先行研究では、

トレードオフの存在が示唆されている。銀行に自己資本増強を要求すれば、銀行の資本コストを上昇させ、銀行の活動を縮小させる可能性がある。これがまさにコストである。最適点は100%でも0%でもなく、その間のどこかにあり、リスクと便益のバランスをとる必要がある。この議論は続くものと思われるが、リスクと便益のバランスをとる最適な自己資本水準がどこになるかを示す実証研究を進めていく必要がある。

(2) 流動性

次に、個別金融機関の流動性に対する規制に話を進めよう。ここでは、その詳細は割愛し、Kashyap, Tsomocos, and Vardoulakis [2017] による重要な問題提起にだけ言及する。流動性指標には、安定調達比率 (stable funding ratio) と流動性カバレッジ比率 (liquidity coverage ratio) の2つがある。前者は資金調達サイドに関するものであるし、後者は資産サイドに関するものである。彼らは、この両者の指標が同時に急低下することはないかという極めて有用な疑問を提起している。本来問題にすべきことは、純短期債務とは何かということである。これが問題の根源となるからである。

(3) ストレステスト

それ以外のさまざまな規制手段も進展しているが、その中でも、ストレステストは極めて重要な危機後のイノベーションの1つである。米国の銀行システムは、2009年3月のストレステストによって初めて危機を脱したと主張する論者も多い。「さまよえる負傷銀行」(存続が危ぶまれる銀行、“walking wounded” banks) はもう残っていないし、皆処置が済んだと市場に告げることはとても有益である。まだそうした銀行が残存していると考えていけば、特定の資産価格が大幅に下落する可能性に注意し続けなければならない。さまよえる負傷銀行が保有資産を売りに出すと、そうした資産の価格には投売りの割引が反映されることになる。投売りが将来起きる可能性があれば、その投売りに買い向かう手元資金を準備しておく誘因が生まれる。このような誘因は、困難に陥る可能性のある銀行が存在するとわかっている場合、貸出やそれ以外の銀行活動に対する制約となるであろう。

したがって、金融システム上の問題を一掃することには価値がある。1990年代後半の日本、2009年の米国、およびその数年後の欧州において行われたことである。欧州では、そうした一掃作業がより緩慢なペースで実施されたことが、回復の遅れの原因となったのかもしれない。Borio, Drehmann, and Tsatsaronis [2014] は、ストレステストについて、起こりうる出来事の早期警報の役割を果たすというよりも、金融システムに対する信頼感を醸成するものだと主張している。この主張は、

ストレステストの有用性を過度に強調する見方から決別しようとする最近の動きに沿ったものと思われる。ストレステストは、金融システムが回復したことを示す健康診断書のようなものである。リスクがどこから現れるのかまったくわからない以上、ストレステストの価値は、先を見通すうえでは、おそらくあまり大きくない。ストレステストを実施することによって、かえって、先行きのリスクに対しても安全であるという誤った信頼感を与えてしまう可能性がある。

(4) 銀行構造に対する規制

銀行構造に対しても一定の規制が課せられてきた。これはあらゆる危機の後に起きることでもある。1929年から1933年の危機の後、銀行に関するグラス＝ステイーガル法が制定された。現在では、同法を正当化する根拠がなかったことは明らかになっている。銀行が非難されるべきこと、すなわち自身の不良債権を処理するために債券を売却したことは、実はデータからは支持されない（Kroszner and Rajan [1994]）。しかし、銀行が危機の真ただ中にあり、かつ人々が銀行に対して強い憤りを感じていたため、そうした非難が同法の根拠となった。また、今般施行されたボルカー・ルールについても、GFCにおいて発生した問題には実のところ対応していないとの主張がある。同ルールの導入には、銀行によるトレーディング業務を縮小させるための一方策という側面や、銀行の無分別な活動のうちいくつかに対する政治的報復という側面がある。さらに踏み込んで、銀行の解体を主張する者すらいた。

ここで、広く議論されるトピックとなっている、中央銀行によるデジタル通貨の発行について付言したい。皆さんも、黒田総裁も開会挨拶の中で言及していたのをお聞きであろう。むろん、中央銀行デジタル通貨がどのような形態をとるか、見極めなければならない。議論されている1つの形態は、中央銀行がすべての人々に預金口座を開設させるべきだというものである。中央銀行による短期負債の発行は、短期負債発行業務から商業銀行を締め出し、過度な脆弱化を抑止することにつながるため、適切であるとの議論が聞かれる。このことを反対側からみると、要求払預金の発行は、商業銀行の貸出機能のための中核的な資金調達源であり、要求払預金発行業務から商業銀行が締め出された場合、商業銀行は別の資金調達手段をみつけ出さなければならない。そうした手段は簡単にみつかるだろうか。また、中央銀行は、受け入れたデジタル通貨預金を金融システムの中に還流していけるのだろうか。中央銀行デジタル通貨の発行方法はまだはっきりとはしていない。しかしながら、実際に発行され、商業銀行が締め出される事態に備えて、それらの論点は検討される必要がある。

4. 規制を巡る誘因

好況のさなかに中央銀行が行動を起こすことは極めて困難である。有名な FRB 議長であるウィリアム・マчесニー・マーティンは、連邦準備制度の役割はパーティーの進行中にパンチボウルを片付けることであると述べたが、問題はその時点で喜ぶ者はだれ 1 人いないことである。中央銀行にできる最善のことは、パンチボウルに中身を注ぎ足すことでもないし、パーティーのさなかに酒をさらに加えることでもなく、難しいことではあるが、パンチボウルを片付けることであろう。しかし、これには強い政治的抵抗がある。反感を覚える人々は、状況が本当に悪化しつつあることを中央銀行はどう把握するのかと問うであろう。すべては順調であり、損失も一切生じていない。しかしながら、深刻な損失が顕在化した時点ではもはや遅すぎるため、中央銀行は、わずかな損失がみられた時点でパンチボウルを片付けなければならない。しかし、これを断行することは極めて難しい。

したがって、現実の規制の運営は、多くの場合、正循環的な規制（pro-cyclical regulation）となる。すでに、かなりの規制を課しているため、これを自由化しようとする傾向がある。自由化の第一波がうまくいくと、さらなる自由化を求める圧力が生まれ、自由化の中で拡張局面に突入していく。その後、危機が起こり、危機の後、だれも反対しない中で、過度に規制が強化される傾向にある。そして、金融市場自身も資本増強に前向きとなるため、規制強化に対する異議はみられない。しかし、再び回復に向かうと、再度、規制緩和に弾みがつくことになる。

1930 年代に、多くの規制が導入された。こうした規制は 1980 年代までには過度なものともみなされるようになり、規制緩和が始まった。そうした流れの中で、2000 年代に入り、GFC が起きた。GFC の後、新たな規制が迅速に導入された一方で、現時点において、しかも、金融緩和が過度なものになっているとの指摘がなされている状況下において、早くも規制緩和が始まっている。今、規制を緩和することは、パーティーのさなかにパンチボウルに酒を追加することに近い。このようなことを行うべきかは、明らかに、疑問符がつくであろう。

5. 金融政策は金融安定に対処すべきか

最後に、いくつかの残された問題を検討しておきたい。まず、金融政策は金融安定に対処すべきかという論点である。反対派は、金融政策は金融安定に重要な効果をもたらさないと主張する。こうした主張は、「中央銀行が利上げしてもパーティーは続いた」「パーティーを止めるためにはどれだけ利上げしなければならないのか」「大幅な利上げによって、経済活動を悪化させてしまう」といった具合に進んでいく。

これに対する反論では、特にインフレ率がさまざまな理由から極めて低くなっている時に、物価安定のみに注目すると、金融安定が脅かされる可能性が指摘される。低金利の長期化は、流動性が潤沢な状況が長期にわたって続いていることを意味する。そうした状況が長期化すると、レバレッジが高まり、利回りを追及（search for yield）しはじめ、そして非流動性を追求（illiquidity chasing）するようになる。この結果として、金融システムにリスクが蓄積し、このリスクは、長期間にわたる金融緩和がついに終了した時に、経済に打撃を加えることになる。このようなリスクの蓄積は、最近、われわれが目にするさまざまな現象そのものであり、新興市場に流入した巨額のマネーはその一例である。足許では金利が上昇しはじめており、少なからぬ懸念がみられている。また類似の現象として、先進諸国では、金融緩和に乗じた大幅なレバレッジの引上げから恩恵を受けてきた特定の産業や分野において、金融政策の転換を受け、何らかの問題が生じる可能性がある。

金融政策が金融安定に対応することに反対する第2の理由は、そのような金融政策は複雑すぎることである。金融政策の運営にあたって、コミュニケーションは重要な論点となってきた。金融政策が金融安定にも対処しようとする、複数の政策目標を持つことで政策運営を複雑化させるだけでなく、金融政策の政策手段はただ1つ、金利だけであるという問題に直面することになる。

しかし、1つの政策手段と複数の政策目標という状況であるからといって、複数の政策目標を持つべきではないということに必ずしもなるわけではない。1つの手段を、それが有する他の機能とのトレードオフを考慮しながら、少し賢く使っていけばよいであろう。とはいえ、いかなる条件のもとで、重大な金融不安定を抑止するために金融政策が介入すべきかという論点は残る。これについては、金融緩和が金融の脆弱性を増大させ、中期的な成長率に悪影響を及ぼしうるため、それを是正することは中央銀行の機能の一部となると考えることで、中期的なインフレ予測ターゲティングの政策枠組みの中に取り込むことができると主張する向きもある。

反対論の第3の理由は、金融政策は適切な政策手段ではなく、マクロプルーデンス政策・規制が動員されるべきというものである。しかし、これに対する反論は、マクロプルーデンス政策・規制の有効性はまだ実証されておらず、また、それらは銀行に対してのみに作用するという意味で部分的なものにすぎないと主張する。銀行の活動に何らかの制約を加えると、その代わりにシャドバンキング部門が活発化するだけであり、結局、本質的に何も達成できないかもしれない。この点、Stein [2012] が述べるように、金利の優れた機能はあらゆる綻びに入り込めることで、それゆえ、金融安定にもよりうまく対処できる。いずれにせよ、金融政策と金融安定を巡る議論は今後も続くであろう。

6. マクロプルーデンス規制

Borio [2014] は、マクロプルーデンス規制の本質を極めてうまく捉えた研究である。マクロプルーデンス規制の効果とは、金融循環を銀行から守り、拡張局面（boom）を相対的に抑制された状態に保つこと、そして同時に銀行を金融循環から守り、拡張局面の中で強靭性を高めさせることである。例えば、マクロプルーデンス規制の手段の1つは、反循環的な所要自己資本である。

当然のことながら、これらの状況の多くにおいて問題となることは、市場の自然な本能に逆らう、規制当局の行動である。市場の自然な本能とは、拡張局面では極めて少ない自己資本を要求し、収縮局面（bust）ではこれよりはるかに多い自己資本を要求することである。これに逆らう規制当局の本能とは、拡張局面では多くの自己資本を要求し、収縮局面では比較的少ない自己資本を要求する。それでは、規制当局と市場が争った場合、通常、どちらが勝つだろうか。これは、まさに前述した点に立ち返って考えることでもある。規制当局が規制対象である銀行に対してのみ影響力を持ち、このことが市場の好みと合致しない場合、リスクはシャドバンキング部門に移転するであろう。規制当局は、常にその様態を変化させ続ける金融業に対処しなければならない。市場の望みに逆らおうとするならば、金融システムのすみずみまで同じような圧力をかける能力を持つことが望ましい。もちろん、これは容易なことではない。

7. 規制の国際的な調和

最後の論点として、規制の国際的な調和の必要性について言及したい。バーゼルで行われている活動を通じて、われわれは規制の国際的な調和に馴れ親しんできた。その一方で、ある種の反国際主義が各国で相次いで台頭している。中央銀行のコミュニティでも、規制の国際的な調和がいきすぎているかを検討しておく必要があると思われる。

規制の国際的な調和が必要とされる表面上の理由は、そのことを通じて、各国にとって公平な競争環境を構築することである。しかし、国際的な調和といっても、大国の意向に沿ったものとなるため、より小国ではこれに反対するかもしれない。世界には、影響力のある大国は数ヶ国しかない。こうした国が困難に陥った場合、自国に有利なようにルールは変更されうるが、それ以外の場合には、当該ルールはすべてを拘束し続ける。このような国際的ルールは真に民主的とはいえない点こそが懸念される。

調和が必要とされる第2の理由は、調和がなければ規制を可能な限り回避する競争（a race to the bottom）が起こるというものである。しかし、なぜこうした行動を

とるのかという点に根拠は乏しいし、また、なぜすべての国が最低水準のルールを選ぼうとするのかという点も根拠に乏しい。ある国が本当にひどいルールを採用していたとしても、そのような国からは距離をとればよいだけである。各国に自らのルールを選ばせることの価値は、「協調的な過ち」(coordinated mistakes)を回避できることにある。過去を振り返ると、トリプル A の格付けが与えられたサブプライム・モーゲージ担保証券は、協調的な過ちの好例であろう。これらの証券は本当に安全であると信じられており、かつ投下資本に対して最高のリターンを提供していたため、だれもがこれに投資した。あらゆる中央銀行がこうした投資を許容したことも、いきすぎに拍車をかけた要因であろう。では、すべての国が同じルールに従っていなければ、さらなる多様性、ひいてはさらなる強靱性が得られるのであろうか。

第3の理由は政治経済学的なものである。これは小国によりよく当てはまる。(交渉を終えて)母国に戻った規制当局者は「バーゼルが私にこれを強制したから、私はそれを実施しなければならない」と言い訳するかもしれない。彼は、それが望んでいることであっても、バーゼルを非難できる。同様に、欧州では、ブリュッセルを非難できる。中央銀行の間ではバーゼルのせいにすることができる。こうした外圧の利用について懸念されることは、それによって民主的な監視が弱まり、やがて問題が引き起こされることになるだろう。

8. おわりに

金融システム全体を対象にした規制が鍵であるという認識が強まりつつある。競争は金融の安定に影響を及ぼしうるといふ、昔なじみの懸念が、どこかで再び持ち上がる可能性がある。金融政策が金融安定と無関係ではないことは明らかである。問われるべきは、金融安定について何をすべきかという点である。はたして、コミュニケーションを大きく混乱させることなく、金融安定を金融政策運営において考慮すべき諸事項に組み込まれるのだろうか。

黒田総裁が指摘されたとおり、しっかり認識しておくべきリスクの1つは、直近の戦いでは善戦したわれわれが、次の戦いではそうならないかもしれないことである。われわれは銀行を非常にうまく規制してきた。銀行から有能な人材は去り、特に最も積極的なトレーダーたちも銀行を去っている。彼らはどこに行ってしまったのだろうか。彼らは消えてしまったわけではなく、ノンバンク金融システムへ移動したのだ。これに伴い、リスクも移転している。規制当局は、基本的に、常に姿を変える標的と闘っている。したがって、規制当局は、特定の金融機関を継続的に規制していくのではなく、金融システムにおける誘因をより幅広く規制することに注意を払う必要がある。もちろん、フィンテックのような新しい経済主体も存在す

る。早すぎる介入によってイノベーションを止めてしまうことは避けるべきであるが、同時に、遅きに失して、3,000億ドルの問題に直面する、あるいは新しい主体の深刻な欠陥に直面するような事態も避けたいところである。

最後に、われわれはこれまで銀行を過剰に規制してきたのだろうか。これは学術的にも研究すべき分野である。個人的には、現下の規制の効果をしっかり理解するまで、そうした規制は緩和されるべきではないと考えている。しかしながら、足許では、そうした理解を伴うことなく、規制緩和のプロセスが進められている。これは問題含みである。より大局的にみると、あらゆる問題に事細かく対処することができない以上、今必要とされているものはマイクロ・マネジメントではなく、広範で、頑健で、安定的で、かつ時機に適った規制である。しかしながら、同時に、大問題の予期と対処にも努めていくべきである。

参考文献

- Admati, Anat, and Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*, Princeton: Princeton University Press, 2013.
- Allen, Franklin, and Douglas Gale “Financial Contagion,” *Journal of Political Economy*, 108(1), 2000, pp. 1–33.
- Ball, Laurence M., *The Fed and Lehman Brothers: Setting the Record Straight on a Financial Disaster*, Cambridge: Cambridge University Press, 2018.
- Bernanke, Ben S., “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review*, 73(3), 1983, pp. 257–276.
- Borio, Claudio, “Macroprudential Frameworks: (Too) Great Expectations?” in Dirk Schoenmaker, ed. *Macroprudentialism*, London: CEPR Press, 2014, pp. 29–45.
- , Mathias Drehmann, and Kostas Tsatsaronis, “Stress-Testing Macro Stress Testing: Does It Live Up to Expectations?” *Journal of Financial Stability*, 12, 2014, pp. 3–15.
- Dang, Tri Vi, Gary Gorton, and Bengt Holmström, “Ignorance, Debt and Financial Crises,” working paper, 2015.
- Diamond, Douglas W., and Philip H. Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, 91(3), 1983, pp. 401–419.
- , and Raghuram G. Rajan, “Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking,” *Journal of Political Economy*, 109(2), 2001, pp. 287–327.
- , and ———, “Liquidity Shortages and Banking Crises,” *Journal of Finance*, 60(2), 2005, pp. 615–647.
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press, 1963.
- Geanakoplos, John, “The Leverage Cycle,” in Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff, and Michael Woodford, eds., *NBER Macroeconomics Annual*, 24(1), Chicago: University of Chicago Press, 2010, pp. 1–65.
- Gorton, Gary, and George Pennacchi, “Financial Intermediaries and Liquidity Creation,” *Journal of Finance*, 45(1), 1990, pp. 49–71.
- Granja, João, Christian Leuz, and Raghuram G. Rajan, “A Step Too Far: Distance Lending and the Credit Cycle,” mimeo, University of Chicago, 2018.
- Kashyap, Anil K., Dimitrios P. Tsomocos, and Alexandros P. Vardoulakis, “Optimal Bank Regulation in the Presence of Credit and Run Risk,” Finance and Economics Discussion Series 2017-097, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017.
- Kroszner, Randall S., and Raghuram G. Rajan, “Is the Glass-Steagall Act Justified? A

- Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933,” *American Economic Review*, 84(4), 1994, pp. 810–832.
- Piskorski, Tomasz, Amit Seru, and James Witkin, “Asset Quality Misrepresentation by Financial Intermediaries: Evidence from the RMBS Market,” *Journal of Finance*, 70(6), 2015, pp. 2635–2678.
- Rajan, Raghuram G., “Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence,” *Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 1994, pp. 399–441.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach,” *Journal of Finance*, 47(4), 1992, pp. 1343–1366.
- Stein, Jeremy C., “Monetary Policy as Financial Stability Regulation,” *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 2012, pp. 57–95.

