

米国における金融危機再発リスクの検証

ニューヨークリサーチセンター 橋本 政彦／鳥毛 拓馬

要 約

F R Bによる金融政策の正常化が、これまでの金融緩和によって醸成されたバブルを崩壊させるきっかけになることが懸念されている。しかし、現状、米国の家計、企業、銀行に過度なリスクテイクは見られない。家計の負債は所得対比で見れば、なおも低水準にある。企業では負債が増加しているが、これは内部留保による純資産拡大がR O Eを低下させる効果を相殺するため、および社債発行による自社株買いによるものである。銀行は、金融緩和による資金を、金融規制への対応から主に安全資産に振り向けてきた。

今後の金融政策のリスクとしては、資産価格の上昇を理由にした利上げの継続、バランスシート縮小に伴う金利上昇、銀行預金の流出に注意が必要である。

トランプ政権および議会共和党は、民主党政権の下で制定されたドッド・フランク法の見直しを進めている。ただし、同法の抜本的改正ではなく、主に、中小金融機関の規制負担を軽減する法改正や金融規制当局の規則で変更可能なレベルでの対応を目指すものであり、金融危機の再発を防ぎつつ、いかに米国経済を活性化させるかが注目される。

目 次

はじめに

- 1章 経済主体別に見るバランスシート、レバレッジの状況
- 2章 金融政策の今後のリスク
- 3章 金融規制改革の影響

はじめに

F R B（連邦準備制度理事会）は、2015年12月から開始した利上げサイクルに加えて、2017年10月にはバランスシートの縮小を開始し、金融政策の正常化に向けて着実に前進している。こうした引き締めへの転換は、言うまでもなく、長期にわたって続いてきた景気拡大によって、米国経済が金融危機による落ち込みから十分に回復したことを反映したものである。

しかし、金融危機以降のF R Bによる積極的な金融緩和が過度なレバレッジやバブルを醸成し、引き締めへの転換がそうしたバブルを崩壊させるきっかけになることを懸念する声は少なくない。

そこで本稿では、米国の家計、企業、銀行に焦点を当てた上で、それぞれのバランスシートの状況等を中心に、これまでの金融緩和によって引き起こされた変化を確認する。その上で、金融引き締めを継続するにあたってのリスクを検証する。また、別の論点として、トランプ政権の誕生によって、金融危機以降に実施された金融規制の枠組みを修正する議論が高まっており、その影響についても検討する。

1章 経済主体別に見るバランスシート、レバレッジの状況

1. 家計部門のバランスシート

1) 所得対比での家計のバランスシートは健全

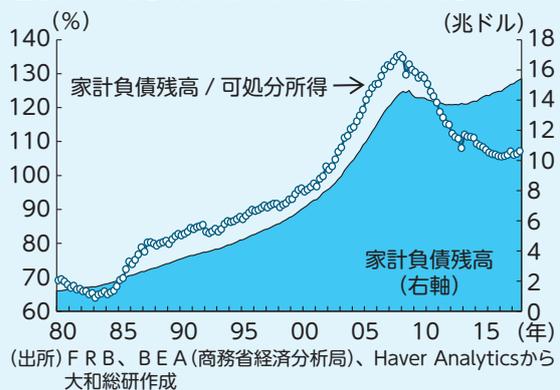
家計部門（非営利団体を含む）の負債残高は金融危機以降、減少が続いてきた。しかし、2013年には持ち直しに転じ、2016年4～6月期には金融危機前のピークである14.6兆ドルを回復、

2017年9月末の時点では15.4兆ドルまで増加している。

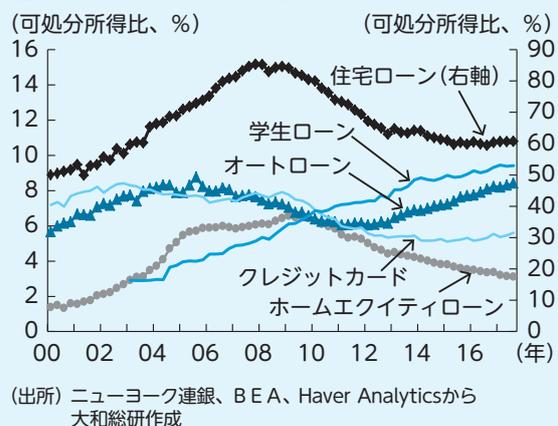
しかし、単純な負債の金額ではなく、可処分所得対比での比率を確認すると、金融危機以降の景気回復によって可処分所得の増加が続いてきた結果、低下傾向が続き、足元でもなお過去のトレンドに比べて低い水準にとどまっている（図表1）。

家計の負債の内訳を見ると（図表2）、可処分所得対比で金融危機前を下回っている最大の要因は、住宅ローン、および住宅資産を担保としたホームエクイティローンの残高が低位でとどまっていることである。住宅販売の動向を見ても、金融危機以降、振れを伴いつつ増加傾向が続きなが

図表1 家計負債残高、可処分所得比



図表2 家計負債の内訳



らも、依然として金融危機前の水準を下回っている。金融危機直前は住宅市場バブルによって販売が高水準であったこともあるが、これに加えて足元では、若年層を中心に持ち家率は低下傾向にあることが、住宅販売の水準を押し下げている。金融機関による貸出態度は、景気拡大に後れる形で改善が続き、足元でも非常に緩和的な状況が続いていることから、需要の弱さが住宅ローン残高の低さにつながっていると考えられる。

2) オートローン、学生ローンは危機を招くか

(1) オートローン向け貸出は厳格化

一方で、家計負債の中でもオートローン、学生ローン残高は所得対比で見ても金融危機前を上回る水準に達しており、これらは新たな危機の温床として懸念されている。

オートローンの残高が増加する最大の要因となったのは、住宅とは対照的に家計による自動車購入意欲が旺盛だったことが挙げられる。新車販売台数は、金融危機によって大幅に落ち込んだことによるペントアップ・デマンドの顕在化もあり、2015年、2016年と年間1,700万台を上回る非常に高い水準で推移してきた。これと同時に、信用力が低い消費者による借入も増加しており、オートローンを裏付けとするABS（資産担保証券）のうち、サブプライムの割合は2割超まで上昇、金融危機前を上回る水準となっている。オートローンを裏付けとしたABSの残高の増加ペースは、オートローン残高の増加に比べると緩やかであり、証券化割合（ABS残高/オートローン残高）は低下傾向にある。このため、流通市場を通じた信用リスクの拡散が進んでいるわけではないものの、危機に発展しかねないリスクが蓄積さ

れている。

こうした状況を受け、銀行によるオートローン向け貸出態度は2016年頃から厳格化し始め、それに伴ってオートローンの増加ペースは鈍化している。また、2016年まで続いてきた新車販売の増加トレンドは2017年には頭打ちとなっている。景気動向を見る上では悪材料となるが、さらなる負債の積み上がりやローンの質の低下に歯止めをかけるために、一定の効果を発揮していると評価できよう。

だが一方で、ニューヨーク連銀によるレポートでは、銀行がオートローン向け貸出態度を厳格化させる中で、銀行以外のノンバンクが相対的に信用力の低い個人に対しての貸出を増加させていることが指摘されている。オートローンの残高自体は家計負債の10%未満にとどまり、ノンバンクによる貸出はさらにその一部ということになるため、仮に返済が滞ったとしても、マクロ経済への影響は限られるとみられるが、今後の動向を注視していく必要がある。

(2) 学生ローンの大半は連邦政府が保有

一方、学生ローンに関して、残高の増加が続いている最大の要因として指摘されているのは、米国における学費の高騰である。大学費用は、インフレ率や所得の伸びを上回るペースで上昇を続けているため、学歴の高い層でも学生ローンの返済が困難となり、負債残高の増加や延滞率の上昇につながっている。また、こうした状況への対応策として、連邦政府は月々の返済額を収入の一定割合とする返済救済策を導入してきた。そうした救済策によって、学生ローンを負担する個人の日々のキャッシュフローが改善する効果があったと考えられる。だが一方で、月々の返済額を減らすこ

とで返済期間は長期化することになり、学生ローンの残高が増える一因になっているとみられている。

また、学生ローンの最大の特徴は、その多くが民間金融機関ではなく、政府に対する負債であることである。学生ローンを通じると、全体のおよそ9割が連邦政府からのローンとなっている。連邦政府によるローンの貸出審査は民間部門に比べて緩いことが指摘されており、延滞率の上昇や残高増加の要因になってきた。

しかし、連邦政府による貸出が多くを占めているため、学生ローンの残高の拡大、および延滞率の上昇が、大きな危機のきっかけとなる可能性は低いと考えられる。学生ローンの債務不履行による影響の多くは、連邦政府に集中することになる。

また、流通市場の動向に関して、学生ローンを担保としたABSの残高を確認すると、学生ローンの残高自体の増加基調が続くのに反して、2010年をピークに減少に転じ、金融危機前は40%を超えていた証券化割合は、足元では13%にとどまっている。学生ローンの残高は、2017年9月末時点で1.3兆ドル強まで積み上がり、金融危機前のサブプライムローンに匹敵すると指摘されている。しかし、他のローンに比べると相対的には延滞率が高いとはいえず、全てが信用力の低い人向けではないこと、証券化割合が高くないことを考慮すれば、危機の波及はサブプライムローンに比べてはるかに小さいと考えられる。

もちろん、連邦政府の財政悪

化は、将来的な増税や金利上昇圧力となる可能性があり、長期的なリスクであることは間違いない。また、学生ローンの積み上がりが、その後の資産形成、例えば住宅購入などにも影響が出ていることなどが指摘されており、政策による対応が求められる。

2. 民間非金融企業部門のバランスシート

1) 社債発行で企業は負債を積み増し

民間非金融企業の負債の状況を見ると、低位で推移する家計負債とは対照的に、景気拡大に伴って増加基調をたどり、金融危機前のピークと同程度まで上昇している。金融危機以降で特徴的な動きとしては、負債のうち借入が低位で推移する一方で、社債が増加していることである。

企業が借入ではなく社債での調達を増やした背景には、借入に比べて社債での調達が有利であったことがあると考えられる。世界同時的に金融緩和を推し進め超低金利が定着する中で、投資家による長期の投資対象として債券保有のニーズが高まり、好条件での発行が可能であった。実際、格付け別に社債発行を見ると（図表3）、金融危機

図表3 格付け別社債発行額



(注) 2017年は11月までのデータ
(出所) S I F M A (米国証券業金融市場協会) から大和総研作成

後の景気拡大が始まって以降、ハイイールド債の発行割合が過去に比べて高水準で推移していた。

しかし、ハイイールド債の割合は2010年をピークに低下傾向にあり、足元では過去と比べて極端に高い水準にはない。FRBによる利上げは2015年12月の時点で開始されたが、引き締めサイクルを事前に織り込む中で、ハイイールド債に対する需要、および発行が抑制されたとみられる。加えて、米国のハイイールド債については、2010年代前半のシェールガスブーム、いわゆるシェール革命によってエネルギー関連企業の発行が大幅に増加していた。2014年後半からの原油価格の急落によるブームの終焉はハイイールド債の発行を減少させる要因となった。

なお、負債における借入から社債へのウエイトが高まったことは、企業の健全性を改善させた。長期負債である社債の発行が増加したことに加え、社債の年限は長期化しており、企業負債に占める短期負債の比率は低下、流動比率（流動資産／流動負債）は上昇している。企業のキャッシュフロー対比での負債比率は金融危機前と同程度まで上昇しているが、資金繰りという面から見れば、

企業全体の財務体質は以前よりも強固になっていると評価できよう。

2) 調達した資金は自社株買いに

では、社債を中心に企業の負債が増加する中、企業は調達した資金をどのように使ってきたのか。

企業による調達資金の主要な使途である設備投資の動向を見ると、設備投資は金融危機以降、おおむね企業による内部資金を下回る水準で推移してきた。つまり、投資を行うために、企業は積極的に負債を積み増してきたわけでない。

一方で、本来、資金調達手段である株式、すなわち自己資本のフローを見ると、負債の積み増しと対照的に減少が続いてきた。これは企業が積極的に自社株買いを行っていることを示しており、企業は低金利下で負債（主に社債発行）によって調達した資金を用いて、自社株買い、すなわち株主還元を強化してきたことを示している（図表4）。

また、企業による負債の積み増しは、企業のバランスシートをリバランスする意図もあったと考

図表4 企業の資金調達と設備投資

(年率、兆ドル)



(出所) FRB、Haver Analyticsから大和総研作成

えられる。設備投資が内部資金を下回ってきたことは、バランスシート上の純資産を増加させる要因となってきた。加えて、金融危機以降、企業が保有する不動産の価格が上昇してきたことも、純資産を増加させた。純資産の拡大によるD/Eレシオの低下は企業の健全性という意味ではポジティブに捉えることができるが、その一方でROE（自己資本利益率）を低下させる要因となる。企業は経営指標として注目度が高いROEを維持するために負債を拡大させる必要があったと考えられる。

今後、FRBによる利上げの継続などによって金利が上昇したとしても、企業の負債における社債の比率が上昇し、年限も長期化していることを踏まえると、利払いの増加が企業にとって大きな負担になるとは考え難い。また、好調な企業業績を背景に企業の内部資金が潤沢であることに鑑みると、調達金利の上昇が即座に設備投資の減少にはつながらないと考えられる。一方で、調達金利の上昇は、企業の資本戦略に与える影響が大きいとみられ、これまでの負債の積み増し、およびそれと同時に行われてきた自社株買いの動きを抑制する要因になるとみられる。これまで盛んに行われてきた自社株買いは、史上最高値の更新を続ける株価上昇の一因となってきたと考えられる。株価上昇は、企業業績自体の好調さも反映したものであったことから、即座に株価の下落を示唆するものではないが、調整リスクは高まることになろう。

3. 銀行のバランスシート

1) 金融危機以降、貸出の伸びは停滞

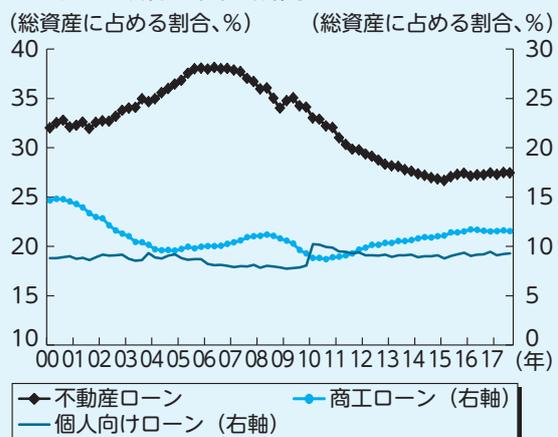
最後に、金融機関、特に信用創造機能を担い、金融システム上重要な役割を持つ、預金取扱機関

(以下、銀行)のバランスシートの状況を確認していく。

まず、銀行の資産のうち、主たる業務である貸出が占める割合は低下傾向が続いてきた。2015年頃には低下に歯止めがかかり、持ち直しの動きが見られているが、その水準は金融危機前に比べると、依然低位にとどまっている。FRBによる量的緩和が実体経済に波及する経路として想定された、銀行貸出を通じた効果、いわゆる信用チャネルによる実体経済への影響は、さほど大きくなかったことになる。

具体的に貸出の内訳を見ていくと(図表5)、資産全体に占める割合が大きい不動産ローンの減少が全体の貸出の伸びを抑制する最大の要因となっている。これは前項で確認した個人による住宅ローンが増加していないことに対応したものである。一方で、商工ローンについては、景気拡大に伴って資産全体に占める割合は緩やかに上昇、2015年には金融危機前のピークの水準を上回っている。また、住宅ローン以外の個人向けローンが資産全体に占める割合は、金融危機前後を通じて、おおむね横ばいで推移している。

図表5 銀行の貸出残高



(出所) FDIC (連邦預金保険公社) から大和総研作成

銀行のバランスシートの負債側の預金は、景気拡大に加えて量的緩和による資金供給の結果、大幅に増加してきた。このため銀行の預貸率は金融危機を経て、低い水準にとどまっている。銀行の預貸率の低下は、銀行におけるカネ余りの状況を示している。

2) 規制対応の一環で国債、MBSを買い増し

では、銀行はその余剰資金を貸出以外では、どのような投資に振り向けてきたのか。

貸出以外の主な項目を見ると（図表6）、特徴的なのは、準備預金を含む現金等の残高が大幅に増加していることである。これは言うまでもなく、FRBによる量的緩和によって、準備預金が大幅に積み増しされたことによる。FRBは量的緩和の導入過程において、超過準備に対して付利していた。わずかな金利収入とはいえ、カネ余りの状況において無リスクで金利収入を得られるため、銀行は準備預金を積み増していたことが分かる。

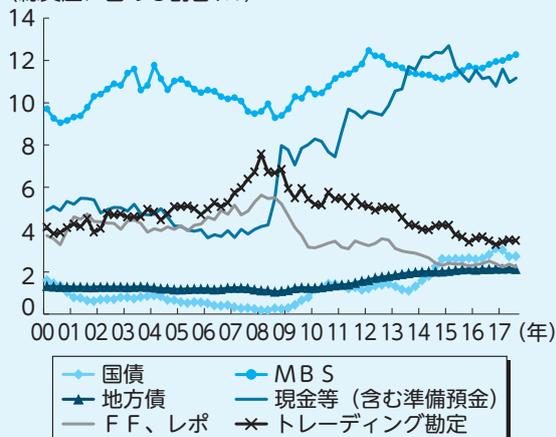
次に目立つものとしては、金融危機以前でも資

産に占める比率が高かったMBS（住宅ローン担保証券）の比率が一層上昇していることである。2012年から14年にかけて一時比率が低下する時期もあったものの、2015年以降、再び上昇に転じ、足元では商工ローンを上回る残高に達している。また、資産全体に占める割合は小さいものの、安全資産である国債や、地方債についても総資産に占める割合は上昇しており、銀行は余剰資金の多くを安全資産に振り向けていたことが分かる。銀行の低リスク志向は、金融危機以降、リスクが高いトレーディング勘定の比率を明確に引き下げていることから見て取れる。

こうした銀行の低リスク志向の高まりは、金融危機をきっかけに、より厳格さを増した金融規制に対応したものと考えられる。資産の内訳だけでなく、自己資本に対する総資産の規模であるレバレッジレシオを確認しても、金融危機以降、大きく低下した後、9倍弱で安定的に推移しており、金融危機前後での明らかなレベルシフトが確認できる。金融危機以降の金融緩和は、銀行などの金融機関のリスク許容度を引き上げることで、实体经济を押し上げる効果を期待するものであったが、金融規制がそうした効果を一部相殺した可能性があると言えよう。しかし一方で、そうした規

図表6 銀行の貸出以外の主な資産

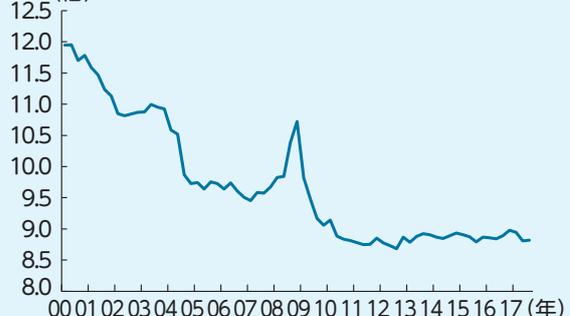
(総資産に占める割合、%)



(出所) FDI Cから大和総研作成

図表7 銀行のレバレッジレシオ

(倍)



(出所) FDI Cから大和総研作成

制があるが故に、緩和的な金融環境が長期化する中においても、銀行が過度にリスクを取るという行動は見られておらず、次なる危機が発生する可能性を抑制し、危機に対する耐性を高める要因になったとも言える。

2章 金融政策の今後のリスク

米国の家計・企業・銀行のバランスシートを確認する限り、危機を引き起こすようなレバレッジの高まりは確認できなかった。ただし、今後の金融政策の運営次第では、リスクが高まる可能性があり、本章では、そうしたリスクとなる論点を整理する。

1. 資産バブルへの対応

2017年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）で示されたFOMC参加者による政策金利見通し、いわゆるドットチャートによれば、2018年は3回、2019年には2～3回の利上げがコンセンサスとなっている。また、自然利子率と考えられる長期のFF金利見通しは、2.750%となっており、この水準までの利上げは金融引き締めでなく、あくまで標準化、金融緩和の縮小という文脈で正当化されることになる。景気拡大が続くという前提に立てば、当面利上げサイクルは続く公算が大きい。一方で、仮に景気に減速感が見られることになれば、FRBがかたくなに利上げの継続にこだわることも考え難い。金融政策運営上、FRBが最も重視するのは、二大責務である「雇用の最大化」「物価の安定」であり、これらの動向を見極めつつ柔軟に金融政策を行っていくのが、あくまで基本シナリオとなる。

ただし、今後の金融政策運営を考える上でリス

クとして考えられるのは、FRBが金融政策運営に際し、景気動向に加えて資産価格の動向を考慮する可能性である。FRB高官は金融危機以降、金融緩和を続ける中でも、農地価格や商業用不動産価格など、たびたび速すぎる資産価格の上昇に対する警戒感を表明してきたという経緯がある。とりわけ足元で警戒感が高まっているのは株価の動向であろう。米国の株価は、史上最高値を更新し続け、金融危機後の安値から3倍以上へと値上がりしている。

1章で確認した通り、家計、企業、銀行は過度にレバレッジをかけてリスク資産に投資を行っているわけではないため、仮に株価が下落したとしても、それによって家計、企業、銀行の破綻が急激に増加し、金融危機を招く可能性は低いと考えられる。しかし、問題となるのは、株価などの資産価格を調整させるようなペースでの利上げは、それ自体が実体経済の成長速度を鈍化させる可能性が高いことである。とりわけ家計、企業のバランスシートの健全さは、これまで景気拡大が持続してきた結果でもあり、経済成長の鈍化、ないし景気後退を招くような拙速な利上げが行われれば、株価下落による悪影響が増幅されることになろう。

FRBは伝統的に、資産価格の高騰を理由に金融引き締めを行うべきではなく、資産バブルの崩壊によって危機が発生した場合に、速やかに政策対応を行うべきであるという立場（いわゆるFedビュー）を取ってきた。実際、イエレン議長は、2017年12月のFOMC後の会見において、株価は金融政策運営上のリスクとしての優先順位が低いことを明言している。しかし、2018年にはFRB議長、ニューヨーク連銀総裁の交代が決まっていることに加えて、現在空席の理事に新た

な人物が指名される可能性がある。多数のFOMC参加者が交代することで、資産価格の上昇に対する金融政策対応が変わる可能性には配慮しておく必要がある。

2. FRBのバランスシート縮小の影響

FRBによる金融政策の中でも、今後の利上げペースに関しては不確実性が高いのは前項で確認した通りである。一方、2017年9月のFOMCで決定され、10月から既に実施されているFRBのバランスシート縮小は、先行きも継続することが決定している。さらに、FRBは国債、およびエージェンシー債・MBSの保有残高を縮小していくが、毎月の縮小ペースは、開始後1年間は徐々に加速していく予定となっている。

FRBのバランスシート縮小の影響として、まず考えられるのは、需給に直接働きかけることによる、価格下落、および金利の上昇である。

国債市場および、エージェンシー債・MBS市場における、FRBの保有比率を確認すると、国債については、足元で15%程度、エージェンシー債・MBSについては20%程度を占めている。FRBは長期的には保有資産を国債主体とするこ

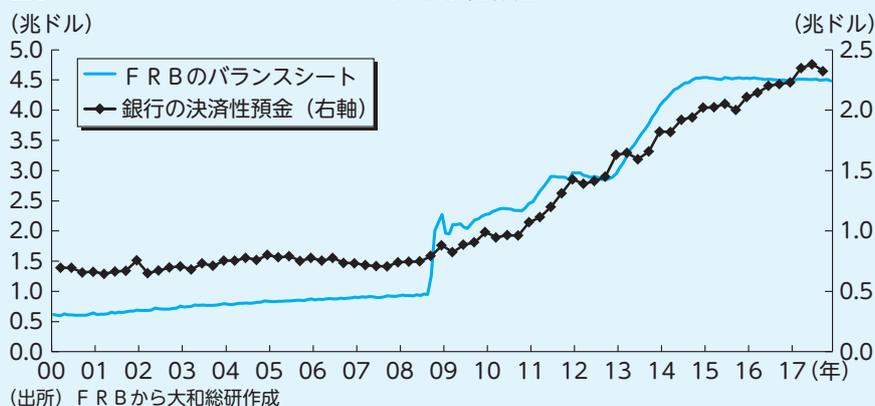
とが望ましいとしていることから、国債については最終的な残高がゼロになるわけではないと考えられる。一方、エージェンシー債・MBSは最終的な残高をゼロにする可能性があり、現在、FRBによる保有比率が高いことを踏まえると、エージェンシー債・MBS市場への影響がより大きなものになるとみられる。

加えて、FRBのバランスシート縮小による別の影響として、銀行の預金（負債）が減少する可能性が指摘されている。

FRBが保有していた国債が償還された場合、政府は借り換えのための新たな国債を発行するとみられ、それを市中で売却する必要がある。新たに発行された国債を銀行以外の主体が購入した場合、国債購入の対価として支払われた代金は、購入者の銀行預金残高から減少することとなる。

銀行が新発の国債を購入することになれば、銀行のバランスシートサイズは変わらない。しかし、銀行による国債保有残高は2016年末をピークに頭打ちとなっていることにも表れているように、これまで規制対応で国債の保有残高を増やしてきた銀行が、追加的に国債を購入する可能性は低いだろう。1章で確認した通り、金融危機以降、銀

図表8 FRBのバランスシートと銀行預金



行の預貸率は低下傾向にあるため、仮に銀行の預金流出したとしても、大規模な貸出の抑制などが引き起こされる可能性は低い。しかし、足元で既に引き締め傾向が見られているオートローン向けなど、信用力の低い融資先向けの貸出が一層引き締められるリスクがあろう。

3章 金融規制改革の影響

1章でも確認したように、金融危機以降の金融規制の強化は金融機関の健全性向上につながってきた。しかし、2017年にトランプ大統領が就任して以降、オバマ前政権下で成立したドッド・フランク法やその下位規則を改正しようとする金融規制改革の議論が、政府と議会でそれぞれ進められている。そこで本章では、金融危機以降の金融規制をあらためて振り返るとともに、今後の改正の論点を確認する。

1. ドッド・フランク法の危機対応力

ドッド・フランク法は、金融危機を受けて金融機関に対する規制を強化した法律で、金融システムの安定を監視する金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council：FSOC）の設置、金融システムの安定に重大な影響を与える金融機関を対象とした連邦破産法とは異なる破綻処理法制である整然清算権限（Orderly Liquidation Authority：OLA）の策定、銀行の自己勘定取引などを禁止する、いわゆるボルカー・ルールなどが規定されている。

金融危機後、米国金融規制当局は、銀行の破綻の可能性を低下させ、政府の支援や納税者によ

る銀行の救済が行われないよう、特にグローバルな大規模銀行に対する、資本・流動性規制の枠組みを強化した。それを受け、米国の大手金融機関は自己資本を大幅に増加させた。2017年6月にFRBが公表した銀行持株会社34行（米国の全金融機関の75%以上の総資産を保有）に対する包括的資本分析¹（Comprehensive Capital Analysis and Review：CCAR）によると、対象行の普通株式等自己資本比率は、2009年第1四半期の5.5%から2017年の第1四半期の12.5%に倍増し、同期間に普通株式資本は7,500億ドル以上増加し、1兆2,500億ドルに達している。銀行には、貸出など経済にとって重要なサービスの提供を継続するための十分な自己資本が積み上がっていると評価されている。

また、イエレンFRB議長は、「研究によると、私たちが実施した中核的な改革が、銀行の与信能力や経済成長を過度に制限することなく、回復力を大幅に向上させたことを示唆している。」と述べている²。

FRBの次期議長に指名されているパウエル理事も、現行規制については、銀行に「十分に厳しい」ものであり、いわゆる「大きすぎてつぶせない」金融機関問題は、もはやないといっていいとの見解も示しており、規制当局は、基本的にはドッド・フランク法の危機対応力を評価しているといえる。

2. トランプ政権・議会共和党による金融規制改革の方向性と、その実現性

1) トランプ政権の動向

トランプ大統領は、2017年2月3日に大統領

1) <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20170628a.htm>

2) <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170825a.htm>

令、「米国金融システム規制のための中核原則」を発表した。これは、トランプ政権下での金融規制については、7つの中核原則に整合する形で実施する旨を示したものである（図表9）。

さらに、大統領令では、財務長官に対し、既存の金融規制が中核原則に沿ったものかという観点からの検証および報告を求めた。

次いで、4月21日にもトランプ大統領は、財務長官に対して、ドッド・フランク法で導入された2つの制度（「OLA」「FSOCによるノンバンク金融会社の指定手続」）の見直しを求める2つの大統領覚書に署名した³。

さらに、6月12日に財務省は、トランプ政権にとって初めての具体的な金融規制に関する提案となる「経済的機会を創出する金融システム 銀行及び信用組合」と題する報告書を公表した。これは、前述の大統領令を受け、財務長官より報告されたものである。報告書の対象は、銀行・信用組合などを含む預金取扱金融機関に限定されており、約100項目にわたり、議会による法改正や規制当局による規則変更が提案された。多くの提案は、法改正ではなく、規則変更による対応が可能とされている。

報告書は、中小金融機関に対する規制を緩和し、規制に対応するコストを減少させた上で、中小企業への貸出を増やし、ひいては米国経済の活性化および雇用を促進させることを狙いとしている。例えば、ボルカー・ルールについては廃止せずに、中小金融機関の負担を軽減するとともに、市場流動性への影響を考慮した改正を提案している。

もっとも、報告書には、大規模金融機関の規制緩和にもなる提案も含まれている。例えば、現行の米国規制では、G-SIBサーチャージに関して、バーゼル規制よりも厳格な規制が採用されているが、この厳格な規制が逆に米国経済に悪影響を及ぼしていないか再検証する提案がなされている。

この報告書を受けて、8月2日、米国の通貨監督庁（OCC）は、いわゆるボルカー・ルールを施行する最終規則の見直しに関するパブリックコメントの募集を行った。同最終規則に対しては、過度に複雑でかつ曖昧である、適用範囲が広範過ぎる、銀行が禁止行為か否かを判定することが不可能であるなど、その解釈、適用の困難性が指摘されていた。また、コンプライアンス・プログラムなどの対応や手続きが煩雑であるという指摘も

図表9 米国金融システム規制のための中核原則

- (a) 米国人が、自立した金融における意思決定をし、市場における情報に基づいた選択や、退職に備えた貯蓄、資産形成を行うことを可能にする。
- (b) 税金による金融機関の救済を防ぐ。
- (c) システミック・リスクやモラルハザード、情報の非対称性などの市場の失敗に対処するより厳格な規制影響分析を通じて、経済成長と金融市場の活性化を促進する。
- (d) 国内外の市場において、米国企業の外国企業に対する競争力を高める。
- (e) 国際的な金融規制の交渉や会議において、米国の利益を促進する。
- (f) 規制を効率的、効果的、適切に調整する。
- (g) 連邦金融規制当局の説明責任を復活させ、連邦金融規制の枠組みを合理化する。

（出所）ホワイトハウスウェブサイト

3) 「FSOCによるノンバンク金融会社の指定手続」については、2017年11月17日に財務省より「FSOCのノンバンク金融会社及び金融市場ユーティリティの指定プロセスに関する大統領への覚書」が公表されている。

あった。こうした指摘を踏まえ、OCCは、ボルカー・ルールの趣旨をよりよく実現し、銀行のコンプライアンス対応の負担を軽減し、さらには経済成長を促進するために、最終規則の改正の必要性に関して一般にコメントを求めた。10月6日には、株式市場、債券市場、商品・デリバティブ市場などの資本市場、10月26日には、資産運用および保険に関わる規定改革を提案する財務省の報告書が公表された。今後、ノンバンク金融機関、金融テクノロジー、金融イノベーションの分野についても、報告書が公表されることになっている。

2) 今後の規制改革を占う規制当局の人事

次に政府の金融規制改革に関連して、トランプ政権の金融規制当局に関わる人事について確認する。トランプ大統領就任以降、政権が目指す金融規制緩和に賛同する者が金融規制当局のトップに指名・承認されているものと思われる。

トランプ政権発足後、金融規制改革に関して主導的な役割を果たしているのは、ムニューシン財務長官である。同財務長官は、FSOCの議長でもあり、前述の財務省報告書をまとめた。ただし、財務省報告書の提案は、議会や他の規制当局に向けられており、財務長官は主要な金融規制を改正する実質的な権限を有しているわけではないことに留意する必要がある。

他の金融規制当局の人事についてみると、金融政策とともに金融機関の監督や規制の策定も担うFRBの人事も金融規制改革に大きな影響を与え得る。2017年11月2日、トランプ大統領は、2018年2月3日に任期満了を迎えるイエレン議長を再任せず、ジェローム・パウエル理事を次期議長として指名した。パウエル理事は、金融危機

後の金融規制改革（強化）について、一定の評価を与えているものの、「金融規制改革の効果や効率性について評価する良い機会である」とも述べており、前述の財務省が提案している改革と同様の提案もしている。パウエル理事は、基本的には金融規制緩和を目指していると思われる。また、FRBにおける金融規制の主導役とされるのが、金融規制担当副議長となったランダル・クオールズ元財務次官である。同副議長も金融規制の緩和派と目されており、今後の米国の金融規制改革の中心人物になる可能性がある。

3) 議会による金融規制改革に関する法案審議

一方、議会の法案審議について目を向けると、2017年6月8日、下院は、ドッド・フランク法を改正する内容（ボルカー・ルールの廃止など）を盛り込んだ“The Financial CHOICE Act”（金融選択法案）を可決した。ただし、金融選択法案は、上院で審議されていない。下院民主党議員は金融選択法案に全員が反対したため、上院共和党は超党派で、金融選択法案とは異なるドッド・フランク法改正案（Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act）を策定し、2017年12月5日に上院の銀行委員会を通過させている。上院の法案は、中小銀行の規制対応負担を軽減する改正が中心となっている。今後、上院での法案成立に向け共和党内および民主党とどのような調整が図られるか、また、上院法案と金融選択法案が両院協議会に付され、どのように調整され一本化されるのかが今後の注目点となる。

3. 2018年に金融規制改革の進展が見られるか

2018年には、トランプ大統領の金融規制に関する大統領令を受けた財務省報告書が出そろおうだろう。金融規制当局が、報告書の提案を受け入れれば、随時、規則の変更を実施していくことになるだろう。ただし、規制当局が規則の変更を行う場合であっても、手続きとしてパブリックコメントを求めるなど、ある程度の時間がかかることも予想される。

また、例えば、ボルカー・ルール of 最終規則は5つの金融規制当局で策定されており、これを変更する場合には、5当局の足並みがそろわなければならない。その意味で、短期間に規則が変更される見込みは薄い。

一方、議会での法律改正による金融規制改革は、規則変更よりもさらに時間がかかるものと思われる。最終的な法案は、大規模金融機関の規制緩和に反対する民主党の協力を得られる内容になることが予想される。その意味で、最終的な法案は、あくまでも中小規模の金融機関に対する規制緩和が中心となる可能性が高いものと思われる。中小金融機関にとって規制緩和となる改正であれば、中間層にも受け入れられやすい政策といえ、2018年の中間選挙も近づきつつある中で、共和党、民主党共に成果をアピールしやすく、実現の可能性が高いものと見込まれる。

4. 国際金融規制との分断の可能性

前述のように、米国の金融規制改革は、基本的には中小金融機関に対する規制緩和を志向しているものの、大規模金融機関に対する規制緩和の動きも見られる。金融危機以後、G20を中心とし

た国際的な枠組みの中で金融危機の再発を防ぐべくグローバルな金融規制改革が行われてきた。今後の米国の改革は、これまでの国際金融規制改革の方向性とは異なる可能性がある。仮に両者の規制の間に分断（フラグメンテーション）が生じれば、グローバルな金融市場の分断を招きかねず、また、金融サービス利用者のコスト負担が増加し、経済成長を鈍化させるリスクがあるとされる。

一方で、そもそも各国の金融システムは異なるものであり、米国当局者が国際的な規制と同様の規制を形式的・画一的に課すことが、必ずしも米国経済にとってプラスになると判断するとは限らない。

金融規制は、経済成長という目的のための手段という側面もあり、その意味で、米国が金融危機の再発を防ぎつつ、どのように金融規制を改革し、米国の経済成長へとつなげていくのか、引き続き注視すべきである。

【参考文献】

- ・ IMF “World Economic Outlook”, October 2017
- ・ IMF “Global Financial Stability Report”, October 2017
- ・ Raji Chakrabarti, Andrew Haughwout, Donghoon Lee, Joelle Scally and Wilbert van der Klaauw “Press Briefing on Household Debt, with Focus on Student Debt”, FRB of New York, April 2017
- ・ Kelly D Edmiston “Student Loan Issues”, FRB of Kansas City, June 2016
- ・ Andrew Haughwout, Donghoon Lee, Joelle Scally, and Wilbert van der Klaauw “Auto Lending Keeps Pace as Delinquencies Mount in Auto Finance Sector”, Liberty Street Economics, November 2017
- ・ Deborah Leonard, Antoine Martin, Simon Potter and Brett Rose “How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet”, Liberty Street Economics, July 2017
- ・ BIS “BIS Quarterly Review”, March 2015
- ・ 太田珠美「海外ハイイールド債市場の動向」（2016年1月21日）大和総研レポート
- ・ U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY “A Financial System, That Creates Economic Opportunities Banks and Credit Unions” 2017年6月12日
- ・ 日本証券経済研究所 国際金融規制研究会「国際金融規制の課題と国際基準のあり方について」（2017年7月）
- ・ 第54回日米財界人会議 日米経済協議会／米日経済協議会「共同声明付属文書（仮訳） 金融サービス」（2017年11月）
- ・ 小川 英治（編集）『世界金融危機後の金融リスクと危機管理』東京大学出版会（2017年7月）

[著者]

橋本 政彦（はしもと まさひこ）



ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト
担当は、米国経済全般

鳥毛 拓馬（とりげ たくま）



ニューヨークリサーチセンター
主任研究員
担当は、米国金融制度