

新自由主義の台頭と国際金融市場における 規制監督制度の再構築

糸井 重夫

Globalization in the Financial Sector and Reforms of Financial Regulatory Systems in the International Financial Market

ITOI Shigeo

要 旨

米国のサブプライム・ローン問題に端を発する世界的な金融危機は、金融的側面から実体経済に悪影響を与え始めている。このような今日の国際金融市場における不安定性の背景には、戦後の拡張的財政金融政策によって創り出された金融資産の肥大化と、1970年代以降の新自由主義の台頭に伴う規制緩和がある。そこで、本稿では、規制緩和が進む国際金融市場に対する再規制の方向性について検討する。

キーワード

財政金融政策 国際間資本移動 金融規制監督制度

目 次

- I. はじめに
- II. 金融経済の進展とマクロ経済学
 - 1. 金融経済の発展とケインズの理論
 - 2. 新自由主義の台頭と銀行行動
 - 3. 国際通貨制度の枠組みと矛盾
- III. 金融機関規制監督体制の再構築
 - 1. 国際間資本移動の巨大化と外国為替市場の安定性
 - 2. 金融分野における規制監督体制の再構築
 - 3. 米国における金融規制の転換
 - 4. プルーデンス政策の強化
- IV. むすび

謝辞

【参考文献】

I. はじめに

2008年9月の米国投資銀行であるリーマン・ブラザーズの破綻を機に、世界的な金融危機が起きたが、このような金融部門の不安定性は、4年を経た現在でも欧州信用不安の深化を引き起こし、新興国の景気減速などと相まって世界経済に悪影響を与えている。すなわち、金融部門の不安定性が生産部門の不安定性の原因になっており、現代社会は、金融資産の肥大化とその国際間移動の巨大化・短期化に伴って、金融経済が実体経済に様々な影響を与える経済に変質してきている¹。また、そのような国際経済の変質は、1980年代までの拡張的財政金融政策に加えて、1980年代以降の新自由主義の台頭による市場競争原理の浸透が国際間資金移動の巨大化に拍車をかけ、前期金融経済を一挙に後期金融経済へと転換させた面が強い。したがって、今日の国際金融市場においては、金融部門の変化が実体経済に深刻な悪影響を与えないために、金融機関に対する規制の在り方が問題となっており、一方ではBIS規制等の国際統一基準の導入が、他方では規制当局の連携を意図した単一規制監督機関による金融分野横断的な規制監督の導入が進んでいる。

そこで、本稿では、金融資産の肥大化と拡張的な財政金融政策との関係、そして両者がボーダレス化した国際金融市場の下で国際経済にどのような影響を与えるのか、また新自由主義の台頭による市場競争原理の導入に伴う国際経済の変容、さらには後期金融経済に移行した現代の国際金融市場における金融機関に対する規制監督制度について検討する。

II. 金融経済の進展とマクロ経済学

1. 金融経済の発展とケインズの理論

花輪によれば、20世紀の金融は、企業への貸し付けを通じて経済成長に貢献する「生産金融」から、銀行と企業の結びつきが希薄化し、銀行が投機家的性格を強める「資産形成金融」へ変質してきており、このような銀行行動の変質が今日の国際金融危機の背景にあるとする²。そして、このような「生産金融」から「資産形成金融」への転換期に理論構築したのがケインズであり、彼の流動性選好利子理論はそのような金融の変化を反映した理論だったのである。ケインズの理論を発展させたマクロ経済論では、貨幣需要を取引需要と資産需要に分け、取引需要は貨幣数量説で説明されるものの、資産需要は貨幣を含めた資

¹ 発展段階としての金融経済については、花輪俊哉「金融経済化と銀行—金融ビッグバンの根底にあるもの—」(花輪俊哉編著「金融システムの構造変化と日本経済」中央大学出版部、第1章所収、1999年)を参照されたい。花輪によれば、発展段階としての金融経済は、経済発展に伴って「政府貨幣経済」「銀行貨幣経済」「金融経済」の3段階の発展過程があり、さらに、「金融経済」は金融資産等の資産形成が進む「前期金融経済」と肥大化した金融経済に対して何らかのコントロールが必要な「後期金融経済」に分けることができる。このように整理すると、現代の金融経済は「後期金融経済」と位置づけることができると花輪は主張する。

² 花輪俊哉、同上書。

³ 貨幣数量説は長期分析であり、ケインズの流動性選好利子理論は短期分析であるため、長期的には貨幣に対する資産需要も取引需要として整理できる。しかしながら、このようなケインズの短期分析は、資産を形成するための「貯蓄」、別言すれば「将来消費」に重要な意味を与え、将来の消費時点までの利子所得、その利子所得を最大化させるような資産選択の重要性を明らかにした点で重要である。この点からすれば、20世紀は、この資産需要が肥大化し、金融が生産金融から資産形成金融に変質し、銀行も企業活動を資金面から支える存在から投機的な行動をとる存在になることを特徴としていたといえる。

産選択の理論、すなわち流動性選好利子理論で説明される³。そして、貨幣に対する取引需要は国民所得の増加関数、また貨幣に対する資産需要は利子率の減少関数として理解できるため、縦軸に利子率、横軸に貨幣需要をとると貨幣需要は与えられた国民所得の下で利子率に対する減少関数となる。他方で、貨幣供給は、中央銀行によって供給され、利子率に影響を受けないことから、通貨供給量が増加すると利子率が低下し、通貨供給量が減少すると利子率が上昇することになる。そして、このような利子率の変化は、利子率に対して減少関数である民間投資の増減を通して实体经济に影響を与えることになるが、このように貨幣市場と財市場を利子率によって結びつけたのが流動性選好利子理論だったのであり、資産形成に着目した理論であった点で正に20世紀を特徴付ける「資産形成金融」の理論だったのである。

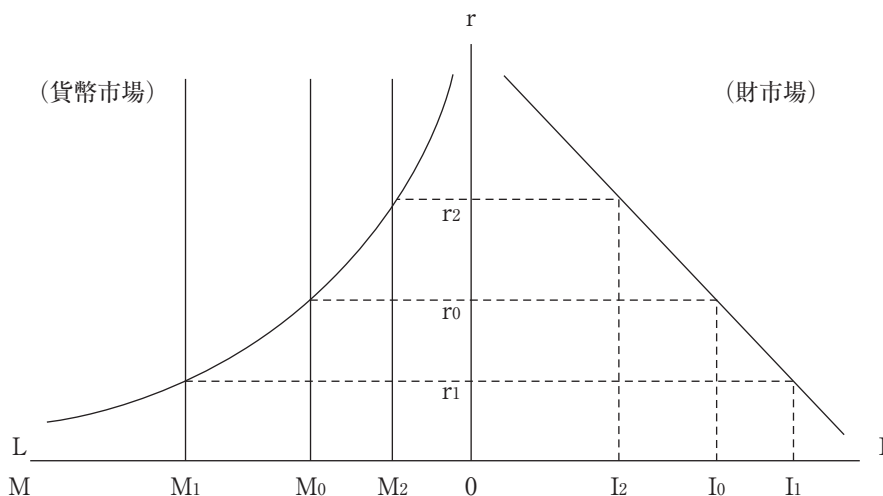


図1 流動性選好利子理論の概念図

図1は、ケインズの流動性選好利子理論の概念図である。貨幣市場には流動性選好表(L)と通貨供給量(M)が示されているが、貨幣市場で通貨供給量が M_0 に決定されると、与えられた流動性選好表の下で利子率は r_0 に決まり、その利子率水準で財市場における投資量が I_0 に決まる。また、通貨供給量が M_1 に増加した場合は、利子率の r_1 への低下に伴って投資量が I_1 に増加し、通貨供給量が M_2 に減少する場合には、利子率の r_2 への上昇に伴って投資量も I_2 に減少することになる。このように、ケインズの流動性選好利子理論は、貨幣保有とその他の資産保有の選択が利子率によって行われ、利子率と貨幣保有残高との関係を流動性選好表として示すとともに、利子率によって貨幣市場と財市場を結びつけ、貨幣市場の変化が財市場、労働市場へと波及していくメカニズムを説明する理論だったのである。

つまり、ケインズの流動性選好利子理論は、貨幣市場と財市場を分離し、財市場で成り立つ価値法則は貨幣経済になっても妥当するという“二分法分析”、その下で形成された“貨幣ヴェール観”、別言すれば“貨幣の中立性の命題”、さらにこれらを前提とする貨幣数量説に対して、財市場と貨幣市場は利子率によって繋がっており、貨幣市場の変化は利子率の変化によって財市場に影響を与えるメカニズムを提示することで、一方では“二分法分

析”や“貨幣ヴェール観”を否定し、他方では中央銀行の経済介入の可能性を指摘した理論であった。その結果、中央銀行がハイパワード・マネー（ベース・マネー）を増加させることができれば、理論的には信用乗数倍の貨幣供給（マネーサプライ）を生み出すことができ、マネーサプライの増加は利子率の低下を通して民間投資を増加させることができるため、投資乗数倍の国民所得の増加を通じて雇用を創出させることができることになる。そしてさらに、このように中央銀行が金融政策を通して財市場や労働市場に影響を与えることができるのであれば、金の現在量により通貨供給量が決定する金本位制よりも機動的に通貨コントロールが可能である管理通貨制度の方が好ましいことになる。

このように、ケインズの理論は、「資産形成金融」という新しい時代に対応した流動性選好利子理論と、財政政策（公共投資政策）による国民所得に対する直接的な効果を分析する乗数理論を二つの柱として、1930年代当時最大の課題であった“失業”問題に対して、政策当局である政府と中央銀行には何ができるのかを明示した理論であった。そして、その後のマクロ経済学の発展は、ケインズの理論を発展させたケインジアン⁴を中心に財政金融政策の有効性と結びついた政策論として深化するとともに、1980年代以降はフリードマンを総師とするマネタリズムなどの市場競争重視の新自由主義の台頭を経て今日に至っている。その間、米国においては、1980年代のレーガン政権まで政府と中央銀行が拡張的財政金融政策を実施して財政赤字を拡大させるとともに、米国以外の先進諸国においても1970年代のオイルショックによるスタグフレーション対策として拡張的財政金融政策がとられ、財政規模は拡大していった。また、それに伴って、大量の国債等が発行されたが、国債の発行は政府にとっては債務であるが、国債を購入した者にとっては債権であり資産を形成することになる。その結果、先進諸国で行われた拡張的財政金融政策は、国際社会に国債という金融資産をばらまくことを意味していたと考えられる。この点で、ケインズの拡張的財政金融政策は、「資産形成金融」の発展に強い影響を与えたと考えられる。

2. 新自由主義の台頭と銀行行動

さらに、1980年代のマネタリズムに代表される新自由主義の台頭は、各国の金融規制の緩和と金融自由化をもたらしたが、これに伴って債権の証券化、すなわちセキュリティゼーションによる新金融商品の開発競争が激化し、金融資産の膨張を加速させることになった。そして、この債権の証券化手法は2000年代になっても多用され、信用度の低い人（サブプライム層）向けの住宅ローンであるサブプライムローンを組み込んだ証券が米国で開発され、その債券がグローバル化した国際金融市場で販売されたことからその後の世界金融危機の種をまくことになったのである。しかしながら、このセキュリティゼーションの流れは、銀行の企業離れ、ないしは企業の銀行離れを意味してもいよう。すなわち、銀行は貸付資金を証券化することで短期に資金を回収することが可能となり、回収した資金で次の貸し出しも可能となる。また、貸し付けに対するリスクについても、銀行は貸し付けによる債券を証券化し、販売することによってリスクを免れることになる。したがって、貸付

⁴一般的に、ケインズ理論の二つの柱のうち、乗数理論を重視するアメリカのケインジアンを“アメリカンケインジアン”、流動性選好利子理論を重視するイギリスのケインジアンを“ポストケインジアン”というが、拡張的財政金融政策が世界金融危機の背景にあるとする本稿との関係で言えば、アメリカンケインジアンの方が問題である。

先との関係は希薄となり、銀行業務も貸し付けを中心とした業務(バンキング業務)から決済を中心とした業務(ファイナンス業務)へと変化することになる⁵。

通常、銀行は、景気上昇局面では企業貸し付けを増加させて債券保有を低下させ、景気後退局面では、企業に対する貸し出しが難しくなることから債券保有を増加させると考えられる⁶。したがって、景気後退が長期化する場合には、銀行等の金融機関の資産保有は長期にわたることになる。このことは銀行業務がバンキング業務からファイナンス業務へ変化することに加えて、銀行が様々な証券保有を通して銀行自体が資産保有機関としての性格を強めることを意味している。そして、銀行業務は、保有する様々な資産のリスク管理が貸付先のリスク管理に代わって重要な業務となる。その結果、貸付先企業のリスクを個々の銀行がテイクするバンキング業務とは異なり、保有する資産のリスクが表面化した時にはその資産を保有するすべての金融機関がそのリスクをテイクすることになり、信用不安が一気に広がることになる。今日の国際金融市場は、このように各金融機関が同種の金融資産を保有することによって、金融市場全体でそのリスクをテイクする構造になっているのである。その意味では、金融機関が保有する金融資産の同質化が国際金融危機の背景にあると考えられるのである⁷。

以上のように、これまでの拡張的財政金融政策により表面化してきた先進諸国の財政赤字拡大と、これと表裏一体をなす金融資産の肥大化に加えて、1980年代の新自由主義の台頭は、金融市場の規制緩和を通じた債権の証券化手法を通じて新たな金融資産を膨張させたとみることができる。さらに、このように肥大化した金融資産の国際間移動を活発化させた要因は、1970年代の変動相場制移行であり、その理論的背景にもマネタリズム等の存在があった⁸。そこで以下、米国通貨ドルを基軸通貨とする今日の国際通貨制度について整理することにしよう⁹。

3. 国際通貨制度の枠組みと矛盾

戦後の国際金融・国際経済の秩序は、1944年7月に米国ニューハンプシャー州ブレトンウッズでの国際会議において創られたものである。その柱は、外国為替の安定性を確保するために、金本位制に代わってとられた“金ドル為替本位制”の構築と、自由貿易の推進の2点である。前者の“金ドル為替本位制”は、金と米国通貨ドルとの交換比率を1オンス(約31グラム) 35ドルとし、この米国通貨ドルに各国の通貨を固定レートでリンクさせること

⁵ 花輪俊哉、同上書。

⁶ 通常、好況時の資金不足主体は民間部門であり、不況時の資金不足主体は政府部門である。このことは、好況時には民間部門の投資活動が活発なため、銀行借入れに加えて社債や転換社債等による資金調達が行われるが、不況時には民間部門の資金不足が解消され、公共投資政策のために国債等を発行することから政府部門が資金不足主体となる。したがって、銀行サイドから見れば、好況時には債券保有が減り、不況時には債券保有が増加することになる。

⁷ 2000年代後半から今日に至る世界金融危機に関して、マクロ経済学や金融論、銀行論からの分析を整理した論文としては、加藤涼、敦賀貴之「銀行理論と金融危機：マクロ経済学の視点から」(日本銀行金融研究所「金融研究」第31巻第4号、2012年10月)を参照されたい。本論文は1980年代以降の銀行システムに関する研究を整理し、「信用外部性」に焦点をあてて、新自由主義の自由放任的な銀行システムが引き起こす金融危機について整理している。

⁸ マネタリズムの理論については、Milton Friedman, *Monetarist Economics* (IEA Masters of Modern Economics, Basil Blackwell Ltd, 1991)を参照されたい。

⁹ 金融経済の発展と経済理論、新たな時代の資本主義と金融経済の深化等については、花輪俊哉著『貨幣と金融経済の新展開』(中央大学出版部、2012年)を参照のこと。

で外国為替市場の安定を図ろうとするもので、短期的な資金を援助する「国際通貨基金 (International Monetary Fund: IMF)」と長期資金を供給する「国際復興開発銀行 (International Bank for Reconstruction and Development: IBRD、通称、世界銀行(World Bank))」が創設された。また、後者の自由貿易の推進については、第2次世界大戦の背景には先進諸国の保護主義的な政策があったとの反省から、自由貿易を推進させるための「関税と貿易に関する一般協定 (General Agreement on Tariffs and Trade: GAAT)」が1948年に発足し、1995年に「世界貿易機関 (World Trade Organization: WTO)」が設立されるまで自由貿易を推進する国際機関として機能した。

ブレトンウッズ体制の下で、米国通貨ドルは金兌換を義務づけられるとともに、各国通貨は固定レートで米国通貨ドルにリンクされていたため為替相場は金本位制度時代のように安定するはずであった¹⁰。しかしながら、1960年代になると米国は、ベトナム戦争遂行と経済拡大に伴う原油輸入により財政赤字と貿易赤字を拡大させていた。その結果、米国通貨ドルに対する信用度が急激に低下し、米国の金保有量の低下が顕著になる。そして、このような米国通貨ドルへの信用低下を背景に、1971年、米国は一方的に金兌換を停止し、先進諸国の多くは1973年以降変動相場制へ移行することになったのである¹¹。

当初、変動相場制移行は、経済力の差により、経済力があり輸出が多い国は経常収支の黒字を通して自国通貨高となるために輸出が抑えられ、輸入が多い国は経常収支の赤字を通して自国通貨安になるために貿易が改善されると考えられていた。しかしながら、米国通貨ドルを本位とする国際通貨制度は、外貨準備である米国通貨ドルが枯渇すると国際貿易ができなくなることを意味しており、理論的には米国通貨ドルを得るために国際収支は常に黒字であることが好ましい。すなわち、国際収支の赤字が長期間続く場合には、国際収支の赤字に伴って徐々に外貨準備である国内の米国通貨ドルが減少し、いつかは枯渇して外国貿易ができなくなることを意味している。したがって、自国通貨を国際通貨・本位通貨として使用させている米国以外の国は、常に外貨準備を保有しておかなければならず、外貨準備である米国通貨ドルが枯渇した場合には国家破綻の危機を常に抱えているのである。また、このような国家破綻等を想定して短期的な資金供給機関として国際通貨基金が設立されているわけであるが、1997年のアジア通貨危機での対応をみると、国際通貨基金のコンディショナリティによって政権が崩壊したり、資産凍結に踏み切らざるをえない国が出るなど、問題も多い¹²。

このように、今日の国際通貨制度においては、米国以外の国は国家破綻の可能性を常に持っており、国家破綻を回避するために国際収支を黒字化させればさせるほど自国通貨高

¹⁰ もっとも、経常収支と資本収支の変動により日々変化する国際収支を反映して外国為替レートは変動するため、中央銀行は固定レートを維持するために通貨供給量の増減を通して市場介入を強いられることになる。言い換えれば、このように、外国為替安定化のために中央銀行が市場介入を強いられる制度が固定相場制度ということになる。

¹¹ 先進諸国の多くは変動相場制へ移行したが、発展途上国の多くは米国通貨ドルと自国通貨の交換レートは維持しつつそれ以外の国の通貨とは変動させる“ベッグ制”をとった。このベッグ制を採用した途上国の多くで1990年代後半、国家破綻の危機に見舞われることになる。

¹² 1997年のアジア通貨危機は、タイの金融市場から一挙に外国資本が逃避したために一挙にタイ国内の外貨準備である米国通貨ドルが枯渇したことで発生したが、インドネシアの通貨危機ではスハルト政権が倒れて東ティモールが独立し、マレーシアのそれでは資産凍結によりマレーシア国内の資産の持ち出しが禁止された。

を招くことになる。つまり、外貨準備である米国通貨ドルを増加させるためには国際収支、特に経常収支を黒字化させる必要があるが、この国際収支の黒字が増加すればするほど自国通貨高を引き起こすため、輸出企業は損失を抱えることになる。その結果、輸出企業は輸出をすればするほど、自国通貨高を通して損失を膨らませ、長期的には産業の空洞化等の問題を惹起させることになるのである。

ところで、国際収支には財・サービスの移動により発生する経常収支と、資本の移動により発生する資本収支がある。経常収支は両国間の相対的な国民所得の状況に影響を受け、資本収支は両国間の相対的な利子率に影響を受ける。そして、理論的には、景気がよい国の経常収支は輸入が増加するために赤字、また景気がよい国は相対的に利子率が高いと考えられるため資本収支は黒字となる。他方で、景気が悪い国の経常収支は輸入が減少するために黒字、また景気が悪いために利子率は低いと考えられるので資本収支は赤字となる。その結果、経常収支が黒字の国は資本収支が赤字、経常収支が赤字の国は資本収支が黒字となるため、国際収支は均衡することになる。そして、このように経常収支と資本収支が決まるのであれば、長期的には上記のように自国通貨高が進むにしても、外国為替相場の急激な変動は起きないことになる。しかしながら、1980年以降、外国為替相場の急激な変動が顕著になってきており、そこには国際間資本移動の巨大化と外国為替相場の変動により利益をあげようとするヘッジファンド等の短期資本の動きがある。そこで、このような国際金市場における短期資本の動きをどのように監視するのが重要となる。

Ⅲ. 金融機関規制監督体制の再構築

1. 国際間資本移動の巨大化と外国為替市場の安定性

上記のように、先進諸国における拡張的財政金融政策に伴う金融資産の肥大化、並びに新自由主義の台頭による金融規制の緩和に伴う金融新商品の開発と金融資産の多様化は、世界の金融機関が保有する資産を“複雑化”させるとともに“同質化”させ、リスクも“平準化”させてきた¹³。その結果、保有する金融資産のリスクが表面化すると、一気に国際金融市場全体に広がり、国際金融危機に発展する可能性を持つようになってきている。また、後期金融経済においては、巨大化した資本の急激な国際間移動は外国為替相場の急激な変動を惹起させるため、投機的な国際間資本移動をコントロールすることが求められる。特に、変動相場制になると外国為替相場の変動を利用して利益を確保するような手法も多用されることから、ヘッジファンド等の資金が国際間を大量に移動することで外国為替市場は急激な変動に見舞われることになる。したがって、このような急激な外国為替市場の変動を是正し、金融機関やこのようなファンド資金を扱う機関を規制・監督する仕組み作りが求められることになる。

まず、外国為替市場の安定性を確保する取り組みとしては、先進各国が協調して市場介入を実施し、外国為替相場の安定を確保する仕組み作りが1980年代から始まっている。1985年、先進各国が米国のプラザホテルに集まり、基軸通貨である米国通貨ドルの安定性

¹³ John Eatwell and Lance Taylor, *Global Finance At Risk: The Case for International Regulation* (The New Press, 2000. (岩本武和・伊豆久訳『金融グローバル化の危機：国際金融規制の経済学』岩波書店、2001年))を参照のこと。

を確保するために、各国の金利差を維持しつつ協調して金融緩和と市場介入を実施することを決めたが、このプラザ合意により先進諸国の国際的政策協調体制が確立したとみることができ¹⁴。そして、その背景には、実体経済に対する金融経済の肥大化、すなわちヘッジファンド等を含めた資本の短期的な国際間移動の急増と変動相場移行により、各国の経済が、外国為替相場の変動を通して相互に影響を与える経済に変質してきていることがある。特に、変動相場制下の金融政策は、景気刺激策としての有効性が高いが、他国との関係を考慮した対応が求められるようになってきている。

すなわち、理論的には、変動相場制下で拡張的な金融政策を行った場合、他国の経済状態や通貨量に変化がない限り自国通貨の増加によって自国通貨安となる¹⁵。これは自国の輸出にはプラスに働くので自国の景気対策としては有効性が高い。しかしながら、このような拡張的な金融政策を持続的に続ける場合には、金融政策を通して自国通貨安に誘導し、事実上保護貿易と同じ効果を目論んでいるとみられかねない¹⁶。したがって、変動相場制下での金融政策の有効性は認識していても、景気対策としての金融政策も外国為替相場を考慮しつつ実施される必要がある。特に、1985年のプラザ合意以後は、国際的協調体制の下で外国為替市場の安定性を確保しつつ、自国の景気変動に対処することが求められるようになったのである。また、巨大化した国際間資本移動による急激な外国為替相場の変動に対して、単独で市場介入しても効果は限定的であり、各国の強い意思表示として協調介入の方が市場に対して効果的である。それゆえ、国際的政策協調体制維持にとっては、各国の思惑ではなく、外国為替市場の安定という共通の価値観、共通認識の構築が課題となっている。

2. 金融分野における規制監督体制の再構築

次に、国際金融市場における規制監督体制としては、2つの方向性がある。一つ目は、国際金融市場で統一的な事前規制を導入しようという取り組みであり、二つ目は、個々の金融機関を規制監督するために、各国の規制監督当局の協力体制を強化する取り組みである¹⁷。

¹⁴ プラザ合意については拙著『現代の金融と経済』（中央大学出版部、2004年）第2章を参照のこと。

¹⁵ 他方、変動相場制下の財政政策は、財政支出の増加に伴って民間部門の利率を上昇させ、資本取支を黒字化させることを通じて国際取支を黒字化させるので自国通貨高となる。その結果、輸出にはマイナスに働くため民間投資の減少により景気後退を招くことになる。したがって、理論的には、変動相場制下の財政政策は無効である。

¹⁶ ここ数年、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）は目標インフレ率を設定して通貨供給量を増加させる“インフレターゲット論”に基づく政策を実施しており、欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）でも同様の政策を実施している。この場合、名目的には景気後退局面からの浮上、欧州信用危機対応であるが、その結果、米国通貨ドルや欧州通貨ユーロの価値が低下し、わが国の通貨は円高となっている。これは、米国や欧州の輸出企業にとっては好ましく、米国と欧州連合諸国の景気回復に寄与することになるが、わが国にとっては好ましくない。したがって、理論的には、“インフレターゲット論”に懐疑的であっても、わが国の日本銀行もインフレターゲットの名の下に通貨供給量を増加させることが求められよう。このようなインフレターゲット論については、前掲拙著『現代の金融と経済』第6章を参照されたい。

¹⁷ 金融機関規制の必要性や手法、原理などのについては、Ross Cranston, *Principles of Banking Law*, (Clarendon Press, Oxford, 1997)、並びに、Charles Goodhart, Philipp Hartmann, David Llewellyn, Liliana Rojas-Suarez, Steven Weisbrod with a foreword by Eddie George (Governor of Bank of England), *Financial Regulation* (Routledge, Published in Association with the Bank of England, 1998)等を参照されたい。

まず一つ目の国際統一基準の導入に関する動きであるが、国際金融市場において国際間資本移動、それを扱う金融機関、特に銀行に対する規制監督を強化しようとする動きは1980年代以降顕著になってきている。1988年には国際業務を行う銀行に対する国際決済銀行(Bank for International Settlements: BIS)の自己資本比率規制(通称BIS規制)が導入され、国際的な統一基準の導入が進められている。その後、BIS規制は何度も改正・改善され、今日に至っており、国際的統一基準としての地位を確立している。

また、証券分野や保険分野においても規制監督の国際連携を模索する動きがある。証券分野については証券監督者国際機構(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)が国際的な規制監督機関として1980年代に設立され、保険分野においても保険監督者国際機構(International Association of Insurance Supervisors: IAIS)が各国の規制監督当局の連携促進機関として1990年代に設立されている¹⁸。

次に、二つ目の先進各国の規制監督当局間の連携強化の動きであるが、先進各国の金融システムが、新自由主義の台頭による金融分野での規制緩和を反映した“総合金融サービス業”に転換するのに伴って、規制監督の在り方も銀行・証券・保険の各分野に対する個別対応ではなく、分野横断的な一元的規制監督体制への転換が進んでいる。また、テロとの戦いを反映して、マネーロンダリングに対する規制の強化とそのため連携が進められている¹⁹。

先進諸国における金融分野での規制緩和は1990年代に始まった。まず、1999年の米国での金融サービス近代化法(Financial Services Modernization Act of 1999、通称、グラム・リーチ・ブライリー法(Gramm-Leach-Bliley Act))の成立は、それまで銀行業務と証券業務の兼業を禁止していた1933年銀行法(通称、グラス・スティーガル法(Glass-Steagall Act))を改正し、銀行・証券・保険の各分野の兼業を認め、“総合金融サービス業”の展開を可能にするものであった。英国においては、制度的には総合金融サービス業の展開が可能になっているものの、現状では、経営効率の点で専門分野に特化した方が良いとの判断から総合金融サービス業を積極的に展開されてはいない。また、ドイツにおいては以前から銀行業務と証券業務を兼業するユニバーサルバンキングであったが、これに保険業も加える“アルフィナンツ”が可能になった。わが国においても、純粋持株会社である金融持株会社の設立が独占禁止法を改正して可能となり、子会社形態での“総合金融サービス業”の展開が可能になっている。

このような銀行・証券・保険の各分野にまたがる“総合金融サービス業”が可能になるのに伴って、規制監督の在り方も分野横断的な体制の構築が求められている。英国では、2000年に金融サービス・市場法(Financial Services and Markets Act of 2000)が成立し、単一規制監督機関である金融サービス監督庁(Financial Services Authority: FSA)が一元的な規制・監督を行っている²⁰。また、ドイツにおいても、2002年、各金融分野を包括的に規制・監督する単一規制監督機関として連邦金融サービス監督局(Die Bundesanstalt

¹⁸ 今日の国際金融市場における国際的な規制監督機関の動向、並びに先進諸国の規制監督制度の再構築については、拙稿「金融規制監督体制の現状と課題」(中央大学企業研究所「企業研究」第19号、2011年、pp.85-106.)を参照されたい。

¹⁹ 経済のグローバル化に伴う金融機関規制の現状、並びに米・英・独・スイスの金融規制については、Andreas Busch, *Banking Regulation and Globalization* (Oxford University Press, 2009)を参照されたい。

für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)が設立され、一元的な規制監督が始まっている²⁰。さらに、わが国においても大蔵省が解体され、2001年以降、財政関係は財務省、金融機関に対する規制監督は金融庁が一元的に行っている。

欧州において、このような一元的な単一規制監督機関を設置する背景には、一方で、上記のような分野横断的な総合金融サービス業の展開があるが、他方では、欧州域内での規制監督当局の連携が求められた、という点がある。すなわち、国際金融市場がボーダレス化するのに伴って、多国籍で業務を展開する金融コングロマリットに対する規制の在り方が問われ、各国の規制監督当局が連携して対応する場合、分野ごとではなく窓口が一つの単一規制監督機関の方がスムーズな連携が可能で、効果的であるとの判断もあったものと推察できる。いずれにしても、金融機関活動がボーダレス化し、多国籍化するのに伴って、規制監督当局間の連携・協力は不可欠であり、規制監督の効率性や実効性の観点からも一元的な単一規制監督機関の設置が求められていたのである。

3. 米国における金融規制の転換

米国においては、2008年のリーマンショック以後、金融規制の緩和から規制強化の方向へと方針転換が図られ、2010年には、1930年代の金融改革以来の包括的な金融規制改革を目指した金融規制改革法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)が成立した。この法律では、デリバティブ(金融派生商品)などの複雑な金融商品に対する規制強化、ヘッジファンドや格付け機関への監督強化、銀行業務と証券業務に対する監督強化、保険会社に対する監督強化、金融機関の破綻処理方法、システミックリスクに対する監視、住宅ローンに関する消費者保護の強化、投資家保護、などが規定されている。また、同法では、自己資金による市場取引を原則禁止することで、商業銀行等の活動を制限しており、それまでの新自由主義的な規制緩和の方向から一転して金融規制強化を打ち出している。

米国の金融制度は、銀行業務と証券業務を分離し、国法認可の「国法銀行(National Bank)」と州法認可の「州法銀行(State Bank)」の二元銀行制度(Dual Banking)を特徴とし、通貨監督庁(Office of the Comptroller of the Currency: OCC)、連邦準備制度(Federal Reserve System: FRS)、連邦預金保険公社(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)、各州の銀行監督委員会による複眼的な規制監督体制をとっている。そして、このような米国における金融規制監督制度の原型は、1929年の世界恐慌後の1930年代に形成された。特に、銀行業務と証券業務の分離を規定した1933年銀行法は、1999年の金融サービス近代化法の成立により銀行・証券・保険の各業務の兼営が可能になるまで、米国における事前規制の中心に据えられていた。また、1930年代は、連邦預金保険公社を創設して事

²⁰ 英国の金融規制監督の歴史については、拙稿「英国における金融規制監督制度の歴史」(中央大学企業研究所『企業研究』第4号、2003年、pp.145-165.)を参照されたい。また、英国における金融法については、E.P. Ellinger, Eva Lomnicka, C.V.M. Hare, *Ellinger's Modern Banking Law*, (fifth Edition, Oxford University Press, 2011)を参照のこと。

²¹ ドイツの金融機関規制の歴史については、拙稿「ドイツにおける金融規制監督制度の歴史」(中央大学企業研究所『企業研究』第6号、2004年、pp.67-86.)、並びに、Thomas Hartmann-Wendels, Andreas Pflingsten, Martin Weber, *Bankbetriebslehre* (Fünfte, überarbeitete Auflage, Springer, 2010)を参照されたい。

後的なプルーデンス政策を強化するとともに、金融政策に関する連邦公開市場委員会 (Federal Open Market Committee: FOMC) の創設や連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board: FRB) の権限強化等が行われた。

1930年代に行われた一連の改革は、それまで比較的自由に営業していた金融機関に対して、規制監督の強化を図るもので、預金者や投資家保護を意図した改革であった。その後、新自由主義が台頭する1980年代になると、金融分野でも市場競争原理の導入が図られ、国際間資本移動の巨大化やボーダレス化する国際金融市場、グローバル化する金融取引や規制緩和による金融市場の拡大等を背景に、1999年の金融サービス近代化法で“総合金融サービス業”への道を開くことになったのである。しかしながら、上述のように金融経済の発展段階を考慮すると、このような金融規制の緩和は金融経済の発展に逆行するものであり、後期金融経済においては金融機関の投機的活動を制限・規制する必要がある。その意味では、2010年の金融規制改革法は後期金融経済に対応する立法措置として理解できよう。同法は、“ボルカー・ルール”により、銀行が自己勘定で証券やデリバティブ、商品先物等の売買を行うことを禁止し、銀行のヘッジファンドやプライベート・エクイティへの投資を禁止するなどが規定されている。また、同法により、個別金融機関の問題が金融市場全体に増幅しつつ広がることによって市場機能が失われた、すなわちシステミックリスクが顕在化することで国際金融危機を引き起こしたとの認識から、金融安定監督会議 (Financial Stability Oversight Council: FSOC) を創設した。この会議は、財務長官を議長とし、連邦準備制度理事会、通貨監督庁、連邦預金保険公社、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) の長などから構成され、システミックリスクの監視にあたることを任務としている。

このように、今日の金融分野における規制監督の方向性は、「緩和から強化へ」、「個別から連携へ」と向かっている。また、今回の国際金融危機で明らかのように、一端どこかの国の金融機関の問題が表面化すると、増幅されつつ国際金融市場全体に波及していくため、一国では対応できず、リスクが表面化したときには国家間の連携が不可欠となる。また、金融システムの安定確保のためには、破綻処理を含めた事後的なマクロ・プルーデンス政策が重要となる。上記の米国におけるFSOCの創設はその傾向を示すものであろう。そこで以下、事後的なマクロ・プルーデンス政策 (Prudence Policy) について欧州の現状を整理しておこう。

4. プルーデンス政策の強化

上記のように、ボーダレス化する国際金融市場で業務を展開する金融機関に対する規制監督の方向性は、一方では国際統一基準の導入や規制監督の組織化であり、他方では一元的な規制監督体制の構築と各国間の連携である。しかしながら、上記のように、これまでの拡張的な財政金融政策により生み出された国債等の金融資産や、金融規制の緩和により作り出された新たな仕組みの金融商品の増加に伴って、金融機関が保有する金融資産が同質化し、リスクが表面化したときには広範な対応が求められることから、事前に国際通貨基金のような基金を設立し、これを強化しておこうという取り組みも行われるようになった。すなわち、メガバンクなどの国際金融市場で業務を展開する銀行は、上記のようにバンキング業務からファイナンス業務にシフトしてきているため、金融機関が保有する金融

資産が同質化することは、国際金融市場で業務を展開する金融機関のリスクも共有していることを意味している。したがって、個々の金融機関に対する規制監督だけでは不十分で、金融システム全体の安定性を確保するためには、政府の公的資金の注入や中央銀行による「最後の貸し手(lender of last resort)」機能の活用が求められる。

このような、政府や中央銀行が、金融システムを安定化させるために実施される政策をプルーデンス政策というが、今日その強化が求められているのは金融機関の破綻処理や救済措置等の事後的対応についてである。プルーデンス政策は金融システムの安全性や健全性を維持するためにとられる一連の政策であり、これまでみてきたBIS規制等の国際的統一基準の導入や単一規制監督当局による検査等の強化も含まれる。上記のように、規制監督の方向性は、一方で、規制緩和によって銀行・証券・保険の各分野にまたがる総合金融サービス業の展開を可能にするものの、他方では、後期金融経済の特徴である金融機関の投機的行動を抑制するために規制監督の強化に向かっている。しかしながら、個々の金融機関に対する規制監督だけでは不十分で、金融機関が保有する金融資産の同質化に伴って、リスクが表面化したときには国際的な信用不安に広がる可能性が拡大してきていることから、事後的な救済措置の充実にプルーデンス政策の重点が移ってきている。今回の欧州信用不安においても、破綻金融機関に対して救済措置を実施するために、各国が資金を出し合って基金を設立することが合意されている。

2010年5月のギリシャ信用不安を契機に、欧州通貨ユーロの価値を安定させるために、ユーロ圏諸国の救済を目的とした「欧州金融安定化基金(European Financial Stability Facility: EFSF)」の設立が、欧州連合27カ国で合意された。同基金は、ユーロ加盟諸国が信用不安に陥り、資金支援のための緊急融資が必要になった場合には、最大4400億ユーロの加盟国保証付欧州金融安定化債の発行を認めるもので、欧州連合とIMFが打ち出した救済策と合わせて今回の欧州信用危機に対する中核的な対策になっている。この基金による資金支援は信用力の低下したユーロ圏諸国の国債買い支えや、資本不足銀行への資金注入を可能にするもので、信用不安がギリシャからポルトガル、スペイン、イタリアに広がる懸念されていることから拡充傾向にある。

このように、プルーデンス政策の重点は事後的な救済措置の充実に移ってきているが、このような救済は、結局それが失敗したときには各国が、またその国民がリスクをテイクすることになり、本稿との関連で言えば、結局金融資産の増加、それもリスクをテイクするための金融資産の増加を意味しており、国際間資本移動の肥大化にさらに拍車をかけることになり、後期金融経済の進行を考慮するならば、事前の規制監督の強化が望まれる。今日の国際的な信用不安、ないしは国際金融危機に対応するために、基金等の設立による事後的なプルーデンス政策の充実が喫緊の課題として求められているとしても、長期的な視点から金融機関に対するミクロの、また事前的なプルーデンス政策の強化が必要となろう。

IV. むすび

本稿で考察したように、今日の世界的な金融システムの不安定要因は、国際間資本移動

に対する規制や、それを行う金融機関に対する事前規制の強化が求められる後期金融経済にもかかわらず、新自由主義の台頭による金融分野における規制緩和・金融自由化が1970年代以降先進各国で行われ、この間、金融機関が保有する金融資産の同質化と多様化、並びに国際金融市場のボーダレス化・平準化を通して、国際金融市場全体が不安定性を増幅させてきたとみることができる。また、その背景には、先進諸国で行われた、戦後の拡張的財政金融政策による大量の国債発行、それに伴う金融資産の激増と財政赤字国の増加があった。このように整理すると、政府や中央銀行の経済介入の在り方やブルーデンス政策の在り方は、どのように考えればよいのであろうか。

まず、拡張的財政金融政策であるが、そもそもケインズが『一般理論』²²を発表した1930年代は世界恐慌後の緊急時である。したがって、ケインズの理論は、このような財市場での生産が崩壊している時の緊急事態に対応した理論として把握すべきであり、安易に平時から拡張的な財政金融政策を採るべきではない。特に、政治的に好景気を演出するために国債等の発行を伴う景気刺激策は、結果として金融資産を増加させることになり、国際間資本移動に拍車をかけることになる。また、金融分野での規制緩和についても、規制緩和により作られる新商品に対する監視や金融機関行動に対する監督や事前規制、さらには各国の規制監督当局間の連携強化を通して、国際金融市場におけるリスクの軽減が求められよう。今日の銀行・証券・保険の各金融分野における連携強化の動きや単一規制監督機関の創設の動きなどは、この傾向を示すものと考えられる。

さらに、今日の米国通貨ドルを基軸通貨とする国際通貨制度についても、その矛盾が表面化してきているわけであるから、新たな国際通貨システムの構築に向けた取り組みが求められている。欧州通貨ユーロは、そのような米国通貨ドルに対抗しうる通貨として創設された通貨制度であるが、その意味で今回の欧州信用不安は、ユーロが米国通貨ドルに対抗しうる通貨になれるかどうかの試金石の意味を持つものであろう。

以上、戦後の拡張的財政金融政策が意味すること、新自由主義の台頭がもたらしたもの、そして今日の国際金融市場における規制・監督体制の方向性について整理してきたが、個々の論点についての整理は今後の課題としたい。

謝辞

本稿は、平成22年度の「松本大学学術研究助成費」による研究成果の一部である。記して感謝申し上げる。

【参考文献】

<邦文文献>

糸井重夫(2003)「英国における金融規制監督制度の歴史」中央大学企業研究所「企業研究」第4号

糸井重夫(2004)「ドイツにおける金融規制監督制度の歴史」(中央大学企業研究所「企業研究」第6号

²² 正式名称は、『雇用、利子および貨幣の一般理論(The General Theory of Employment, Interest and Money)』である。また、すでに述べたように、貨幣と生産量、貨幣市場と財市場を利子率により結びつけ、貨幣市場の変化が労働市場の雇用量に影響を与えるメカニズムを提示した理論書である。

糸井重夫(2011)「金融規制監督体制の現状と課題」(中央大学企業研究所『企業研究』第19号
加藤涼、敦賀貴之(2012)「銀行理論と金融危機：マクロ経済学の視点から」(日本銀行金融研究所『金融研究』第31巻第4号所収)
日本総合研究所編(2010)『金融システムの将来像：規制改革・地域戦略・アジア展開の新たな指針』社団法人金融財政事情研究会
日本総合研究所調査部金融ビジネス調査グループ編(2010)『グローバル金融危機後の金融システムの構図』社団法人金融財政事情研究会
花輪俊哉編著(1999)『金融システムの構造変化と日本経済』中央大学出版部
花輪俊哉(2012)『貨幣と金融経済の新展開』中央大学出版部

<欧文文献>

Andreas Busch (2009), *Banking Regulation and Globalization*, Oxford University Press.
Charles Goodhart, Philipp Hartmann, David Llewellyn, Liliana Rojas-Suarez, Steven Weisbrod with a foreword by Eddie George: Governor of Bank of England (1998), *Financial Regulation*, Published in Association with the Bank of England, Routledge.
E.P. Ellinger, Eva Lomnicka, C.V.M. Hare (2011), *Ellinger's Modern Banking Law*, fifth Edition, Oxford University Press.
Howard Davies and David Green (2008), *Global Financial Regulation: The Essential Guide*, Polity Press Ltd., Cambridge. (五味廣文監訳・野村総合研究所訳(2009)『金融監督規制の国際的潮流』社団法人金融財政事情研究会)
John Eatwell and Lance Taylor (2001), *Global Finance At Risk: The Case for International Regulation*, The New Press. (岩本武和・伊豆久訳(2001)『金融グローバル化の危機：国際金融規制の経済学』岩波書店)
Milton Friedman (1991), *Monetarist Economics*, IEA Masters of Modern Economics, Basil Blackwell Ltd.
Ross Cranston (1997), *Principles of Banking Law*, Clarendon Press, Oxford.
Shelagh Heffernan (2005), *Modern Banking*, John Wiley & Sons, Ltd.
Thomas Hartmann-Wendels, Andreas Pfingsten, Martin Weber (2010), *Bankbetriebslehre*, fünfte, überarbeitete Auflage, Springer.