

ポスト金融危機におけるグローバル金融業界の 構造変化と今後の展望

——銀行とシャドバンキングの観点からの考察——

新 形 敦

はじめに

1. ポスト金融危機における金融規制強化と銀行の活動
2. 銀行の活動停滞とシャドバンキングの台頭
3. グローバル金融市場の変化
4. グローバル金融業界と金融システムの展望

おわりに

はじめに

本稿の目的は、ポスト金融危機におけるグローバル金融業界の動向を分析することを通じて、今後の金融業界の姿や金融システムの安定性に対する1つの視座を提供することにある。

2008年9月のリーマン・ショックを境に、グローバル金融業界は構造変化に直面している。1980年代以降、欧米諸国を中心に、銀行と証券（投資銀行）との業際規制緩和が進展し、欧米大手銀行を中心に、個人向けのリテール部門から大企業や金融機関向けの投資銀行部門まで広範な業務を同一グループで手掛ける、ユニバーサルバンク化が進展した。このようななか、2007年にサブプライム危機が顕在化し、翌年のリーマン・ショックを経て、2009年からの欧州債務危機に至った¹⁾、この結果、今般のグローバル金融危機を契機に、欧米諸国を中心に、それまでの金融自由化の流れとは一転して、金融規制強化の必要性が声高に唱えられるようになっている。実際、リーマン・ショック以降、断続的に規制強化の動きが続いており、現在、グローバル金融業界を取り巻く環境は、金融自由化から金融規制強化へと流れが一変している。

今般の金融危機においては、欧米大手銀行（当時は投資銀行も含む）が中心的な役割を果たした²⁾。このため、ポスト金融危機における金融規制強化の一義的な対象は「銀行」となっている。

1) 田中（2012）、33-34頁において、サブプライム危機から欧州債務危機に至った経緯が示されている。

2) 新形（2010a）、29-31頁。

この結果、規制強化は、金融業界のなかでもとりわけ銀行業界に大きな影響を及ぼしており、銀行業界は、1999年に米グラム・リーチ・ブライリー法³⁾が成立するまでの長きにわたり、米国において銀行と証券の兼業を原則禁止することになった、1933年の米グラス・スティーガル法成立以来の規制強化に向けた構造変化に直面しているとの見方もできる。

もちろん、今般の一連の金融規制強化の流れのなかで、現状、グラス・スティーガル法のように、銀行と証券を完全分離する規定が実現する見通しはない。しかし、米ボルカー・ルール、英リテール・リングフェンス、EUリーカネン報告において、銀行グループによる一部証券業務の禁止・分離を求める規制が導入もしくは導入予定となるなど、これまでのユニバーサルバンク化に逆行する動きが生じている。

さらに、金融規制の内容は、ボルカー・ルール等のような、いわば直接的な業務規制にとどまらず、バーゼルⅢ等、銀行に対して既存のバランスシート構造の変革を迫ることを通じて、間接的に銀行の業務遂行に影響を与える規制など、数多くの規制が提案され施行されている。

ここで、これまでの欧米大手銀行の経営戦略を振り返っておくと、80年代以来の業際規制緩和の流れのなかで、地域面では欧米を中心にグローバルに業務を拡大し、業務面では商業銀行部門から投資銀行部門まで広範な業務を同一グループ内で手掛ける、「グローバル・ユニバーサルバンク」化が追求されてきた。しかし、金融危機後の金融規制強化という「新たなゲームのルール」の下で、グローバル・ユニバーサルバンクの形態を維持できるところは一部に限られるようになっており、多くは、地域を限定したり、業務を限定したりするなどして、従来のビジネスモデルの再構築を行っている⁴⁾。

ひるがえって金融市場に目を転じると、2007年夏のパリバ・ショック⁵⁾前後からグローバル金融市場は不安定化し、2008年9月のリーマン・ショック直後にはインターバンク金利が急騰するなど、ほとんど機能不全に陥った。しかし、翌2009年には、米連邦準備制度理事会（FRB; Federal Reserve Board）、欧州中央銀行（ECB; European Central Bank）、イングランド銀行（BOE; Bank of England）を筆頭とした、各国（地域）中央銀行による大量の流動性供給などの大規模な金融危機対策により、金利は急低下した。この結果、とりわけ2011年以降、レバレッジド・ローンやハイイールド債など、信用リスクが相対的に高い金融商品市場が再び活況となっている。また、銀

3) 1933年成立の米グラス・スティーガル法第20条（銀行が証券の引受等を主たる業務とする会社と系列関係を持つことの禁止）と同32条（銀行と証券の引受等を主たる業務とする会社との間で取締役等を兼任することの禁止）が廃止された。同第16条（銀行の証券業務の禁止（国債等を除く））と同21条（証券会社の預金受入の禁止）は引き続き残存しており、現在でも銀行本体での証券業務や証券会社の預金受入は禁止されている。

4) ポスト金融危機における欧米大手銀行のビジネスモデルの再構築については、新形（2014）参照。

5) 田中（2009）8頁において、ドルの流動性危機が引き金となりパリバ・ショックが発生し、グローバル金融市場の動揺につながったことが示されている。

行に比べて金融規制の直接的な影響が小さい、ミューチュアル・ファンド（投資信託）やヘッジファンドなど、銀行以外の金融機関である「シャドーバンキング」⁶⁾の活動も再び活発となっている。

このようななか、今後のグローバル金融業界においては、「銀行」と銀行以外の「シャドーバンキング」との力関係が変化し、金融業界の勢力図に変化が生じるのであろうか。さらには、ポスト金融危機における新たなグローバル金融業界の勢力図の下での金融システムは、安定化に向かうのか、それとも再び不安定化するものであろうか。

以下では、第1章において、ポスト金融危機における金融規制強化が銀行に与える影響を整理した上で、第2章では、シャドーバンキングの動向を分析する。そして、第3章において、金融危機前後で金融市場の構造にも変化が見られることを指摘した上で、最後に第4章において、今後のグローバル金融業界と金融システムを展望したい。

1. ポスト金融危機における金融規制強化と銀行の活動

（1）金融危機以前の欧米大手銀行

今般の金融危機以前、グローバル金融業界においては、ロンドン、ニューヨークという大西洋兩岸の国際金融市場における拠点を基盤に、グローバルに業務展開⁷⁾する欧米大手銀行がメインプレーヤーであった。2000年代初頭の低金利を背景とした世界的なクレジット・ブーム⁸⁾のなか、欧米大手銀行は、住宅ローンやクレジットカードなど個人向けのリテール部門から、資本市場における証券引受業務や証券流通市場で既発証券を売買するトレーディング業務など大企業や金融機関向けの投資銀行部門まで、広範な業務を行うグローバル・ユニバーサルバンクとして、多面的・多角的に業務を拡大してきた。

欧米大手銀行は、リテール部門では、住宅ローン担保証券（MBS; Mortgage Backed Securities）や債務担保証券（CDO; Collateralized Debt Obligation）といった証券化商品の原資産となる住宅ローンやクレジットカード・ローン等を大量に組成した。そして、投資銀行部門では、リテール

6) 金融安定化理事会（FSB; Financial Stability Board）の定義に従えば、「通常の銀行システム外にいる主体や活動による信用仲介システム」を指し、資産運用会社、MMF、ヘッジファンドなどの機関投資家が含まれる。保険会社や年金基金も、銀行システム外の機関投資家であるが、通常、「リアルマネー（実需筋）」と呼ばれてヘッジファンドなどとは区別されており、FSBの定義においてはシャドーバンキングには含まれない。

7) 田中（2010a）、189頁において、2000年代初頭には、米国大手銀行ばかりでなく欧州大手銀行も米英両金融市場に大規模に進出していたことが示されている。

8) 田中（2010b）、115-117頁において、2000年代初頭の低金利が米国の住宅ブームにつながった経緯が示されている。

部門で組成した住宅ローン等を束ねて証券化して、これらの証券化商品をグローバルに投資家に販売した上で、さらに流通市場で売買してきた。すなわち、欧米大手銀行は、金融商品の原資産の組成から、これに基づく証券化商品の組成、そして投資家への販売という、川上から川下までの全工程において、中心的役割を果たしていた⁹⁾。いわゆる、「オリジネート・トゥー・ディストリビュート (OTD; Originate-to-Distribute)」モデルである¹⁰⁾。

OTD モデルの下では、銀行は証券化商品の原資産を確保するために積極的に貸出を実行し¹¹⁾、この結果、証券化に向けた在庫 (ウェアハウジング) として、貸出債権や投資家に販売する前の証券化商品をバランスシートに大量に保有していた¹²⁾。さらには、流通市場において機関投資家等を相手に売買するマーケットメイクを行うため、大量の証券ポートフォリオを保有していた他、自己収益を追求するための自己勘定投資による証券ポートフォリオも抱えるなど、トレーディング業務¹³⁾においても大幅に資産を拡大していた。同時に、膨張した資産の裏側では、当時は廉価であったコマーシャル・ペーパー (CP; Commercial Paper) 等の短期の市場性資金で資金調達されていた。さらに、資金調達に際しては、保有証券を担保に資金調達する、いわゆる「レポ取引」も活発に行われていた。

しかし、ポスト金融危機において金融規制が強化されるなか、現在の欧米大手銀行は、金融危機前と同様の OTD モデルを維持することは困難となっている。詳細は次節以下で述べるが、ポスト金融危機においては、様々な業務規制が導入されていることに加え、バーゼルⅢの導入に伴いバランスシート構造の変革圧力が加わり、OTD モデルにおける、住宅ローン等の実行・証券化商品の組成・同販売という、いわば商品の仕入れ・加工・流通の各段階において、業務遂行に向けた制約が大幅に高まっているためである。

(2) ポスト金融危機における金融規制強化

2008年のリーマン・ショック後、サブプライム危機から欧州債務危機に至る今般のグローバル金融危機の震源地となった欧米諸国を中心に、金融危機の再発防止を目的に、数多くの金融規制が提案されている。今般の金融危機を引き起こしたのは、グローバル金融業界において中心的な役割を果たしてきた「銀行」であったことから、ポスト金融危機における金融規制の多くは、銀行が主な対象となっている。

具体的な規制内容は多岐にわたっているものの、以下では、①銀行のバランスシート構造の変

9) Cetorelli and Peristiani (2012), pp. 57-58.

10) 2000年代初頭の欧米大手銀行における OTD モデルの特徴と限界については、新形 (2014) 参照。

11) より多くの原資産を確保するため、積極的に住宅ローン会社を買収するなどしていた。

12) 特別目的会社 (SPV) 等を通じて保有するなど、オフバランスでも大量に保有していた。

13) トレーディング業務の詳細については、新形 (2010b), 46-47頁。

革を求めるもの、②特定業務を禁止・制限するもの、に大別して整理したい。

A. バランスシート構造の変革

銀行のバランスシート構造の変革を求める規制の代表格が、2013年以降、日本や欧米諸国で段階的導入が開始されたバーゼルⅢである。バーゼルⅢは、①従来と比べて強化された自己資本比率規制に加え、今回新たに導入された、②レバレッジ比率規制、③流動性規制、により構成される。

このうち、自己資本比率規制においては、資産内容に応じてリスク・ウェイトを掛けて算出されるリスク・アセットを分母に計算する従来の自己資本比率（8%）に加えて、2.5%の資本保全バッファや、「グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs; Global Systemically Important Banks）」に認定された大手銀行に対する1.0%～3.5%の追加の自己資本積み増し（G-SIBs サージ）が求められるなど、自己資本の「量」の拡充が求められる。これとともに、自己資本の一定割合を普通株等で保有することが求められるなど、自己資本の「質」の充足も必要とされており、従来のバーゼルⅠや同Ⅱに比べて、自己資本の質・量ともに強化された内容となっている。

また、自己資本比率を計算する際の分母となるリスク・アセットの算出に際し、既にバーゼル2.5¹⁴⁾の段階で、証券化商品に対するリスク・ウェイトが高められたことに加え、保有する証券等のマーケット・リスクに対する計測手法が変更され、従来よりもトレーディング資産を中心にリスク・ウェイトが全般的に高まることになった。これに加えて、バーゼルⅢでは、デリバティブ資産に対して、信用評価調整（CVA; Credit Valuation Adjustment）と呼ばれる取引相手のカウンターパーティー・リスクを加味することが求められることになった。この結果、バーゼルⅡ以前に比べて、かりに全く同じ資産内容でも、より多くの自己資本が必要とされるようになっている。

また、バーゼルⅢで新たに導入が決まったレバレッジ比率規制により、リスク・アセットを分母に計算する自己資本比率に加え、リスク・ウェイトを掛けない資産¹⁵⁾を分母に計算する新たな自己資本比率（＝レバレッジ比率）の遵守も同時に求められることになっている。レバレッジ比率規制は、従来総じてリスク・ウェイトが小さかったトレーディング資産等を多く保有する銀行により大きな影響を与える¹⁶⁾。リスク・アセットに比べ、リスク・ウェイトを掛けない資産が大きく膨らみ、リスク・アセット対比で基準を満たす自己資本だけでは、レバレッジ比率が大幅に低下してしまうためである。さらには、バランスシートを大きく膨らませる取引は、資産・負債の内容

14) バーゼルⅡの強化を目指し、2011年末より、日本や欧州で導入。米国は2012年末よりほぼ同様の規制を導入。

15) オンバランス項目に加え、オフバランス項目も規制上定められた掛け目を乗じた分母である総資産に含まれる。ただし、レポ取引等ではネットティングについて一定程度考慮される。

16) リスク・アセットをさほど拡大させずにトレーディング資産を膨らませてきた欧州銀行にとって、レバレッジ比率規制の導入は、米銀以上に大きな影響を受けることになる。

にかかわらず、レバレッジ比率の観点での自己資本がより多く必要になるため、証券担保の受入やこれに基づく貸借を行うことを通じてグロスで資産・負債を大きく拡大させるレポ取引などに対して、大きな制約が課されることになる。

さらに、バーゼルⅢでは、流動性規制も導入されることになっている。流動性規制は、①流動性カバレッジ比率（LCR; Liquidity Coverage Ratio）、②安定調達比率（NSFR; Net Stable Funding Ratio）、より構成される。このうち、LCRは、厳しいストレス下における30日間のネット資金流出額以上に、現金や中銀預金等の適格流動性資産の保有を求めるものである。また、NSFRは、資金の運用調達構造のミスマッチを防ぐため、資本や長期負債、リテール預金等の安定的な資金調達を一定程度確保するよう求めるものである。流動性規制により、銀行は、資産面では貸出抑制圧力がかかるとともに、従来以上に国債等の流動性の高い資産の保有が求められる。そして、負債面では、これまで以上に預金や長期負債等の安定的な資金調達手段での確保が求められるなど、バランスシートの資産・負債双方の構造を変革する必要に迫られる。

B. 業務規制

一方、ポスト金融危機においては、一部業務を制限・禁止する業務規制も新たに導入されている。業務規制の代表例は、米国のボルカー・ルール、英国のリテール・リングフェンス、EUのリーカネン報告である。

米国のボルカー・ルールは、2010年成立の米ドッド・フランク法の一部であるが、その主旨は、銀行による自己勘定（プロプライエタリー（プロップ））トレーディングの原則禁止にある¹⁷⁾。自己勘定トレーディングとは、銀行自身の利益追求のためのトレーディングであり、銀行がヘッジファンド等の機関投資家と同様の行動をとることが原則禁止されることになった。他方、銀行が顧客相手にマーケットメイク（機関投資家等の求めに応じて売買相手になる取引）を行うことや、マーケットメイクに伴うポジションのヘッジ取引を行うことは引き続き認められており、ボルカー・ルールにより、トレーディング業務が全面禁止されたわけではない。しかし、マーケットメイクやこれに伴うヘッジ取引であっても、ボルカー・ルールの下では、銀行は各取引が自己勘定取引ではない合法的なものであることを証明する必要がある。トレーディング業務を行う際には、従来以上に当局に取引内容を報告するための事務負担やシステム投資といった追加の法令順守コストが必要になってくる¹⁸⁾。

他方、英国のリテール・リングフェンスは、消費者の預金保護という観点から、銀行グループ内において、個人向け業務を行う銀行（リテール銀行）を、トレーディング業務を含む法人向け業

17) 米国債、エージェンシー債（GSE発行債券）などは適用除外となる。

18) JPモルガン・チェースは、2013年の年次報告書において、ボルカー・ルールに対応するだけで、300名以上増員したとしている。

務や海外業務を行う銀行から隔離（リングフェンス）することを求めるものである。欧州の銀行は伝統的にユニバーサルバンクの形態を採っており、これまでは、米国や日本の様に、銀行本体で証券業務を行うことは禁止されていなかった。しかし、リテール・リングフェンスが導入されると、リテール銀行を分社化する必要が生じるとともに、リテール銀行、それ以外の銀行双方に別々の自己資本などを積む必要が生じるなど、業務遂行コストが高まることになる。

さらに、EUのリーカネン報告では、英国のリテール・リングフェンスと同様、欧州伝統のユニバーサルバンクという慣行を崩し、一部のトレーディング業務の禁止や銀行本体からの分離が求められている。内容は、米国のボルカー・ルールと英国のリテール・リングフェンスと類似しており、銀行がトレーディング業務を行うに際して、やはり追加コストが高まることになる。

これらトレーディング業務を直接制限する規制に加え、ポスト金融危機においては、証券化や店頭（OTC; Over-the-Counter）デリバティブ取引など、OTDモデルと関係が深い業務も規制対象となっている。

証券化については、先のバーゼルⅢでもリスク・ウェイトが高められていることに加え、例えば、米ドッド・フランク法において、証券化の引受基準が厳格化されたほか、投資家に販売した後も、証券化商品の5%分を銀行が保有しなければならない規則等が定められ、証券化を行う際の制約となっている。

また、OTCデリバティブ取引に対しても、グローバルに規制が強化されており、これまで取引所など第三者を挟まずに、銀行と顧客との相対で取引・決済されていたデリバティブについて、カウンターパーティー・リスク削減に向け、原則取引を定型化した上で中央清算（CCP; Central Counterparty）することが求められるようになった。さらに、中央清算されない取引に対しては、自己資本賦課や担保要件が厳格化されている。銀行にとっては、中央清算するための追加的な事務コストや中央清算に伴う手数料の支払いといった追加コストが発生する。これとともに、デリバティブ取引の標準化が求められるため、従来のような顧客に応じてカスタマイズした取引を行うことへの制約が高まり、業務の柔軟性を欠くことにつながる。さらには、中央清算されないデリバティブ取引に対しては、より多くの国債等の安全資産を担保として拠出することが求められるなど、担保要件が厳格化されることになる。

（3）銀行の活動停滞

このように、ポスト金融危機においては、一連の金融規制を通じて、銀行のバランスシート構造や収益構造が大きく変化している¹⁹⁾。

実際、欧米大手銀行のバランスシートの状況を見ると、欧州大手銀行や英国大手銀行の総資産

19) 金融規制が銀行のビジネスモデルに与える影響については、新形（2013）2-4頁参照。