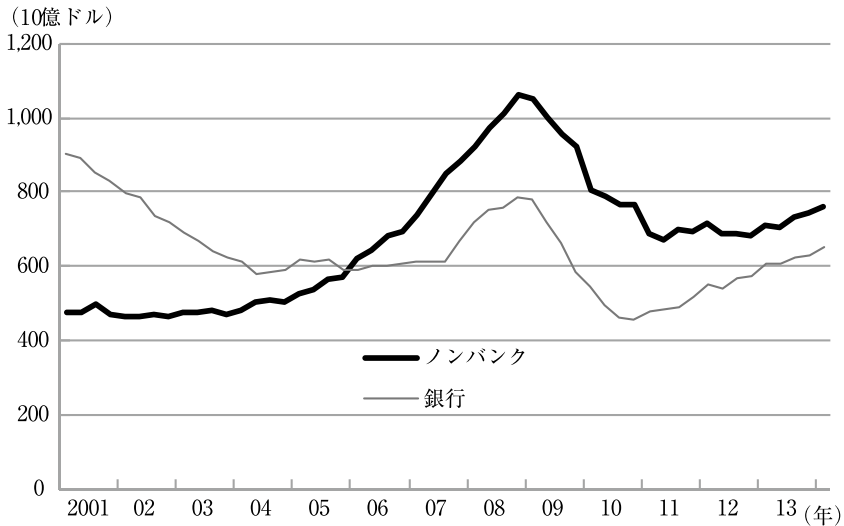


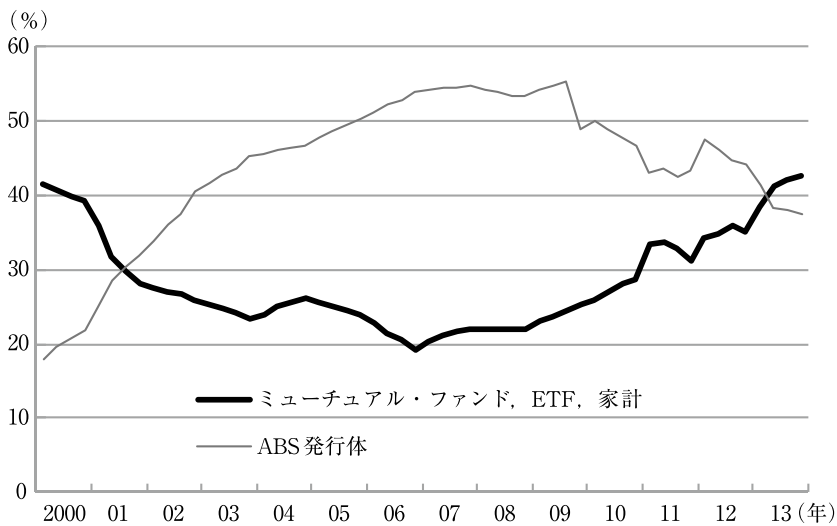
ングが銀行を上回っているが、金融危機後もこの状態が継続している（図11）。さらに、シンジケート・ローンの保有主体を見ても、2013年には、ミューチュアル・ファンドや上場投資信託（ETF; Exchange-Traded Fund）等の割合が、銀行などの特別目的会社（SPC; Special Purpose Company）を通じた資産担保証券（ABS; Asset-backed Securities）発行体を上回っている（図12）。このように、ポスト金融危機において、銀行経由の資金供給パイプが細くなる代わりに、シャドーバンキング経由の資金供給が増加するという変化が生じている。

図11 米国の事業法人向け貸出



資料) IMF (2014) より作成

図12 米国の社債保有主体



資料) IMF (2014) より作成

また、貸出など伝統的な商業銀行機能ばかりでなく、投資銀行業務の分野においても、銀行規制の影響を受けない専門投資銀行（ブティック型投資銀行）²¹⁾に加え、資産運用会社などが一部機能を代替する動きが見られる。

例えば、これまで欧米大手銀行の投資銀行部門が主に担ってきた、トレーディング業務（マーケットメイク）においても、大手資産運用会社が代替的機能を担うケースも出てきている。例えば、運用資産残高が世界一の大手資産運用会社である米ブラックロックは、系列の金融コンサルティング会社が提供する債券取引プラットフォームを通じて、債券流通市場において、ヘッジファンドやミューチュアル・ファンド等の他の資産運用会社同士の売買をマッチングさせるサービスの提供を開始している²²⁾。現状、銀行自身も売買相手となることで証券ポジションを抱えるマーケットメイクとは異なり、ブラックロック自体はポジションを抱えず、顧客が提示する売買希望価格に基づき売買を仲介するマッチングのみしか行わない。とはいえ、これまで、ほぼ欧米大手銀行が独占してきた債券トレーディング分野において、部分的ではあるがブラックロックという大手資産運用会社が参入したことは、ポスト金融危機におけるシャドーバンキングのプレゼンス拡大を象徴する出来事と言える。

3. グローバル金融市場の変化

(1) 金融危機前後での相違

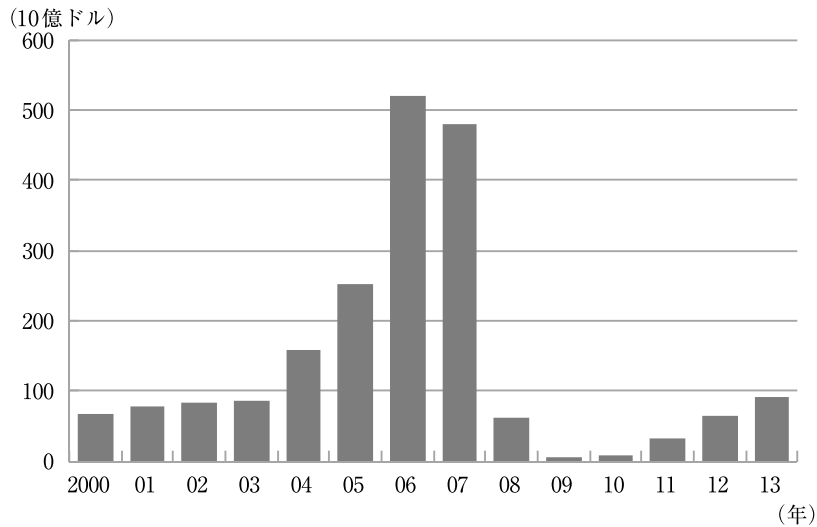
前章で見た、低金利を背景とした高リスクの金融商品市場の活況という現象は、一見、金融危機前のクレジット・ブームの再来を思わせる。確かに、表面上は似通っているものの、金融危機前後では、次の3つの相違がある。すなわち、①ブームとなっている金融商品の相違、②ヘッジファンド等のレバレッジ（借入）水準の相違、③金融商品の流動性（売買頻度）の相違、である。

まずは金融商品面であるが、前章で見たようにレバレッジド・ローンやハイイールド債は活況になっている一方、金融危機前にブームとなったCDOに代表される複雑な証券化商品の発行額は依然として限定的である（図13）。CDOの発行額は、ほとんどゼロとなった2009年を底に回復基調にあるものの、2013年でも約900億ドルに留まるなど、ピークであった2006年の5,000億ドル超の1/5にも満たない。金融危機前、レバレッジド・ローンの多くは、CDOの一種であるローン担保

21) とりわけ、M&Aの分野でブティック型投資銀行が台頭しており、米国企業のM&A助言に占めるブティック系投資銀行の割合は、2008年の10%未満から2013年は15%に高まっている（Wall Street Journal, “Boutiques' Thrive in M&A Advice”, June 26, 2014）。

22) ブラックロック・ソリューションズが提供するアラディン（Araddin）と呼ばれるプラットフォームを通じて、資産運用会社同士の証券売買をマッチングさせる（Wall Street Journal, “BlackRock's Street Shortcut”, April 12, 2012）。

図13 グローバル CDO 発行額



資料) SIFMA, "Global CDO Issuance and Outstanding" より作成

証券（CLO; Collateralized Loan Obligation）として投資家に販売されていた。現在でも、レバレッジド・ローンはCLOとして証券化されているものの、CDO全体の発行額は依然として低水準であることから、ミューチュアル・ファンドやヘッジファンドが相応に直接購入していると見られている。

このように、金融危機後に活況を呈しているレバレッジド・ローンやハイイールド債は、借り手や発行体の信用度が低いために高リスクの金融商品ではあるものの、ローンや債券の裏付けとなっているのはあくまで一企業であり、CDOの様に、多種多様な原資産が参照されているわけではない。このため、高リスクではあっても、あくまで「シンプルな商品」となっている。

次に、ヘッジファンドのレバレッジ（自己資金に対する借入の比率）の状況を見ると、2007年は約170%に達していたものの、2012年でも130%程度にとどまっている²³⁾（図14）。

すなわち、ヘッジファンドは一般にレバレッジを駆使して投資効率を高める傾向にあるものの、金融危機後は、金融危機前ほどには借入を膨らませていないことを意味している。なお、ミューチュアル・ファンドは原則、投資家から集めた資金の範囲内で投資するファンドであり、通常、レバレッジはかかっていない。

このように、金融危機後の高リスク金融商品への投資は、金融危機前と比べて、相対的に「低レバレッジ」で行われていると言える。

23) 中條（2010）、219-220頁において、サブプライム危機の際、過度のレバレッジが危機を増幅させたことが指摘されている。

最後に、債券市場や株式市場の売買高を見ると、2007～2008年をピークに売買高は減少し、2013年に入っても、2009年と同水準で低迷している（図15）。

金融危機後、債券価格は長期金利の低下に伴い大幅に上昇しており、株価についても、欧米諸国の主要株価指数は、2009年初から2倍前後にまで上昇している。しかし、価格上昇に見られるように需給面では好調であるものの、売買高はさほど膨らんでいないことから分かるように、証券の「流動性は低下」している。

図14 ヘッジファンドのレバレッジ

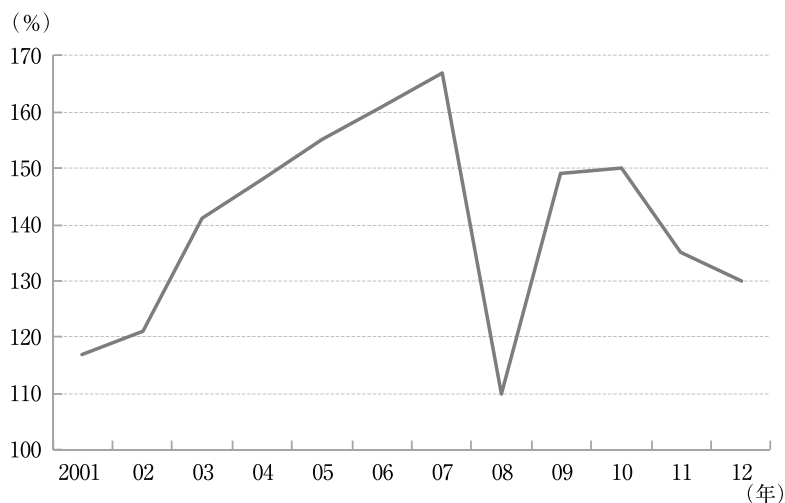
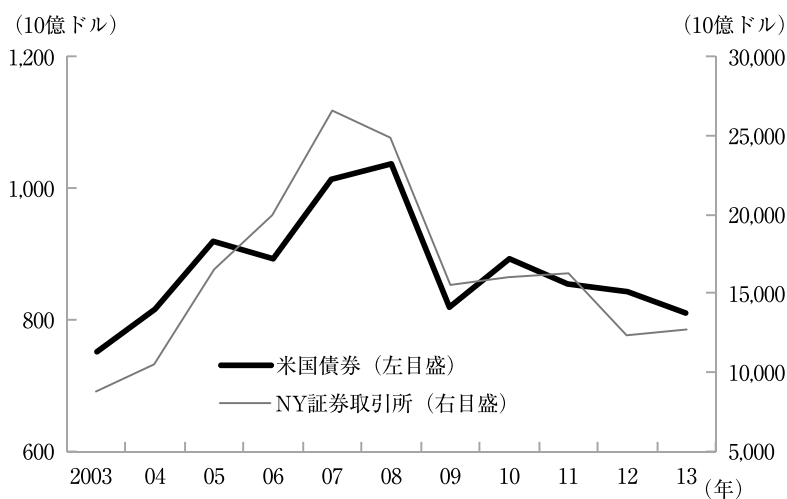


図15 米国の債券、株式売買高（1日平均）



（２）銀行の活動停滞と金融市場の変化

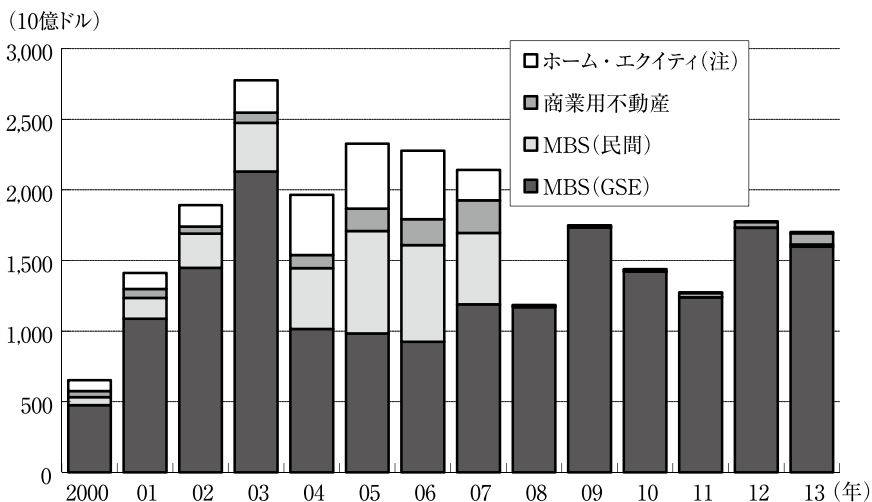
前節で見たように、ポスト金融危機における金融市場では、シャドーバンキングの旺盛な投資意欲に支えられて高リスクの金融商品市場が再び活況となる一方で、金融危機前との違いとして、①投資対象は「シンプル」、②投資家は「低レバレッジ」、③市場は「低流動性」、になっているという特徴がある。背景には、金融危機後の銀行の活動停滞がある。

先ずは、投資対象となる金融商品について、米国の住宅ローンの証券化の状況を見ると、2008年以降に発行されたMBSのほとんどが、ファニーメイ、フレディマックという政府支援機関（GSEs; Government Sponsored Enterprises）により証券化されたエージェンシーMBSであり、民間MBSについては2013年においても発行は事実上停止されたままである（図16）。また、住宅ローン以外の証券化商品の状況を見ると、ABSの発行額は、クレジットカードの回復や自動車ローンの増加から2012～2013年に急回復しているものの、それでも年間約2,000億ドル前後と金融危機前の約3,000億ドルの2/3の水準に留まっている（図17）。そもそも、MBSを除いたABSの市場規模は、絶対額が、年間約2兆ドルに達するMBSの1/10程度に過ぎない。ちなみに、先で見た通り、CDOの発行に至っては、依然として低位に留まったままである。

このように、現状、銀行による民間MBSを筆頭とした証券化商品組成の動きは緩慢であり、銀行というサプライサイドの要因から証券化商品の供給が滞るという「品不足」に陥り、結果としてシンプルな商品に投資されていると考えられる。

次に、ヘッジファンド等のレバレッジ低下の背景であるが、投資家側の主体的判断としてレバレッジを低下させていることも当然あると考えられる。それと同時に、レバレッジを提供する側

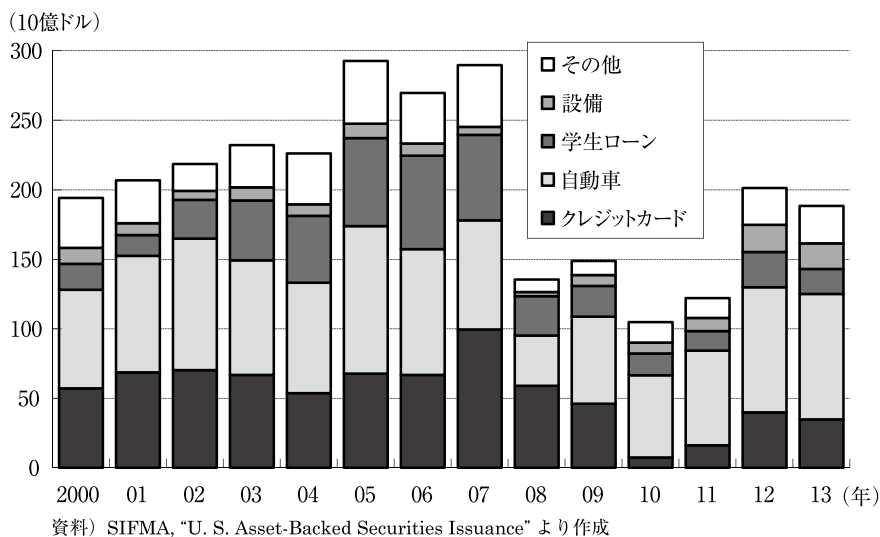
図16 米国のMBS発行額



注) 住宅担保の消費者ローン（第二抵当住宅ローン）

資料) SIFMA, "U. S. Mortgage-Related Securities Issuance" より作成

図17 米国のABS発行額



である銀行の問題として、金融規制強化に伴い、銀行のファンド向け融資が絞られていることも影響している。

ヘッジファンド等の投資家がレバレッジを高める際には、銀行から直接借入れる相対ローンの他にも、証券担保での大量の資金貸借が可能なレポ取引も積極的に活用されている。金融危機前においては、投資家は、証券担保にレポ市場で資金を借り入れ、借り入れた資金でまた証券を購入するという取引を繰り返し、レバレッジを大きく高めていた。しかし、このようなレポ取引は、資金の出し手の資産を大きく膨らませる。バーゼルⅢのレバレッジ比率規制の下で総資産拡大に制約がかかるなか、現在、欧米大手銀行は、レポ取引を圧縮させている。実際、レポ市場の状況を見ると、残高は2013年にかけて約2兆ドルとなったものの、レバレッジ比率規制の試行期間²⁴⁾が開始された2013年以降は約1.5兆ドルに急減している(図18)。

このように、金融規制強化に伴い、銀行側の要因としてもレポ取引に対する制約が高まっており、ヘッジファンド等の投資家の「低レバレッジ」の要因になっている²⁵⁾。

そして、証券売買高の低迷に見られる流動性の低下に関しては、当然、市場のボラティリティや投資家の投資態度とも関係が深いと言える。他方で、流通市場におけるマーケットメイクという観点から見ると、銀行のトレーディング業務に対しては、先で見たように、バーゼルⅢやボルカー・ルール等を通じて様々な制約がかかっており、業務遂行コストが大きく高まっている。

24) 2013年より、レバレッジ比率=3%で試行期間が開始されている。最終的には2018年より適用開始となる予定だが、現状詳細は未定となっている。

25) Barclays (2013)。

図18 米国のレポ残高

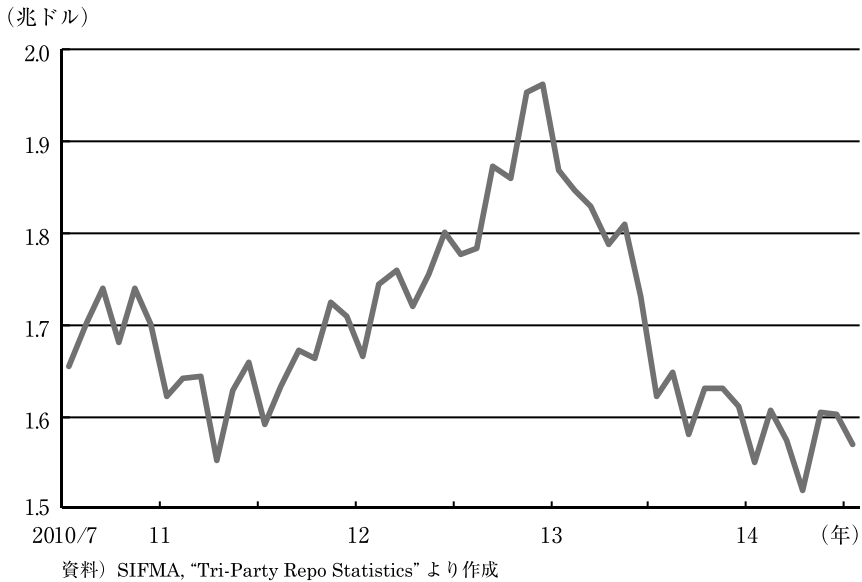
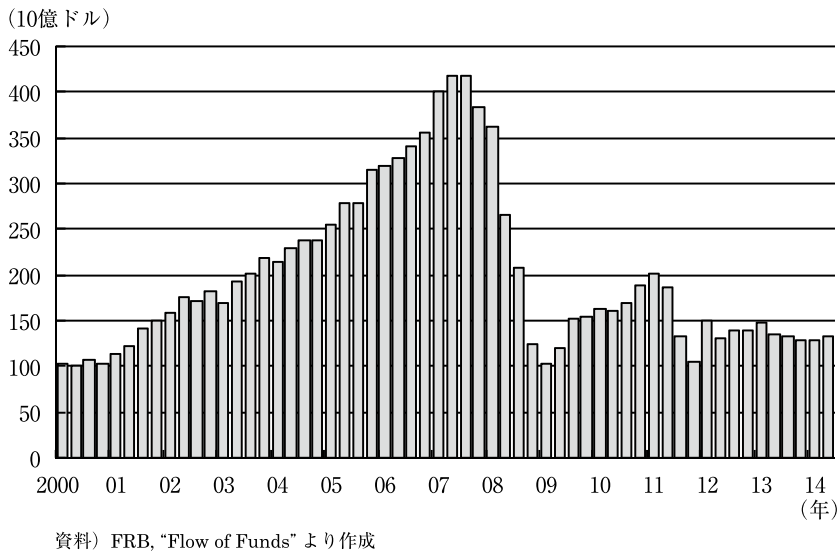


図19 米国のプライマリー・ディーラー在庫（社債）



この結果、銀行側の要因として、規制強化の影響が相対的に大きい商品のトレーディング業務から撤退するなど、マーケットメイクの規模を縮小するインセンティブが働いている。実際、米国のプライマリー・ディーラー（マーケットメイクを行う証券会社）の証券在庫（社債）を見ると、2007年の約4,000億ドルから、2013年には1,000億ドル台まで大幅に低下するなど、少なくとも証券在庫面では、マーケットメイクの規模が縮小されていることがうかがえる（図19）。