

このように、銀行側の要因としてのマーケットメイクの規模縮小も、市場の「低流動性」の要因となっていると考えられる。

(3) 銀行とシャドーバンキングとの相互強化作用の停滞

金融危機前、欧米大手銀行とヘッジファンドやミューチュアル・ファンド等のシャドーバンキングの間には、相互強化作用が働いていた²⁶⁾。

すなわち、欧米大手銀行がOTDモデルに傾倒するなかで、ヘッジファンド等の機関投資家は、欧米大手銀行が組成するCDO等の証券化商品の主な買い手となってきた。銀行側から見れば、投資家の投資需要を背景に、CDOの原資産となるサブプライム・ローン等の高リスクの商品も積極的に組成することが可能となっていた。

また、銀行とレポ取引を行うことで、機関投資家はレバレッジを高めることができた。銀行においても、トレーディング業務で保有する証券在庫をファイナンスするための資金調達手段として、積極的にレポ取引を活用していた²⁷⁾。

さらに、流通市場においては、機関投資家は銀行相手に、随時、証券を売買することができた。銀行側から見れば、機関投資家の存在により、トレーディング業務を通じて、巨額の収益を計上することが可能となっていた。欧米大手銀行の収益において、2000年代以降、トレーディング業務の割合が大きく高まることになったのも、流通市場で取引相手となる機関投資家の成長が大きく寄与している²⁸⁾。

このように、金融危機前、欧米大手銀行とシャドーバンキングとは、「プロダクツ供給（証券化商品）」、「ファイナンス供給（レポ取引等）」、「流動性供給（マーケットメイク）」の各段階において密接に結び付いていた。象徴的なのは、プライム・ブローカレッジと呼ばれるヘッジファンド向け総合支援サービスであり、欧米大手銀行は、ヘッジファンドなどの投資家に対して、取引システムや事務などバックオフィス機能の他、ファイナンスなども積極的に提供するなど、様々な運用支援を行ってきた²⁹⁾。

しかし、金融規制に伴い銀行の活動が制約されるなか、今後、相互強化作用が機能不全に陥る可能性もある。実際、先で見たように、金融市場では、「(金融商品の)品不足」、「低レバレッジ」、「低流動性」、といった兆候が表れている。仮にこのような状態が継続した場合、銀行との相互強化作用の停滞を通じて、シャドーバンキングの行動も制限される可能性がある。

26) 銀行とシャドーバンクの関係については、Pozsar (2013) も参照。

27) Adrian (2009), pp. 6-7.

28) 新形・前川・風間 (2009), 55-56頁。

29) カストディ業務 (証券決済・保管業務)、会計管理、有価証券貸借取引、貸出、オフィスの提供等の総合的なファンド運営サービスが提供される。

4. グローバル金融業界と金融システムの展望

（1）銀行の活動停滞は継続する可能性

それでは、ポスト金融危機における銀行の活動停滞という現象は、構造変化なのか、あるいは一時的現象なのであろうか。

ポスト金融危機における金融規制強化の流れは、今後も当面継続する可能性が高い。2008年のリーマン・ショックから6年を経た現在でも、欧米諸国を中心に、金融規制強化の動きは続いている。2013年より段階的導入が開始されたバーゼルⅢについても、完全施行されるのは2019年である。これより、最低でも2019年までは、銀行は、バランスシート構造に対する制約などから、証券化、レポ取引、トレーディング業務など多くの業務を抑制せざるを得ない。また、バーゼルⅢに付加する形で、スイスや米国などは独自に追加規制を課している。さらには、2019年のバーゼルⅢの完全施行を待たずに、例えば、銀行破綻時の損失吸収力（GLAC; Gone-concern Loss Absorbing Capacity）の確保に向け、自己資本に加えて追加の債券（債券保有者に損失負担を求めるベイルイン債）発行を求める提案がなされるなど、金融規制強化の流れは当面続きそうである。このようななか、金融規制強化に伴う銀行の活動停滞もまた、当面継続する可能性が高い。

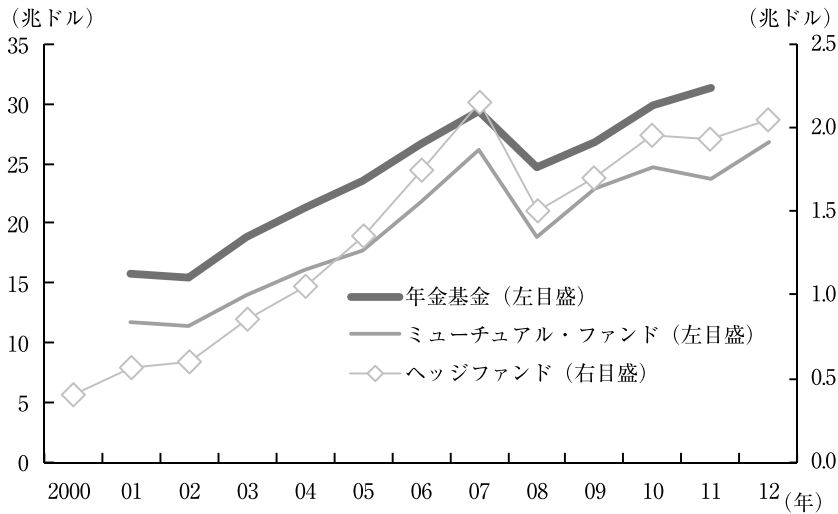
他方、現在、各国中央銀行による大規模金融緩和に伴い低金利局面が継続しているものの、いずれかのタイミングで金利上昇局面に転じるであろう。その場合、銀行の貸出スプレッドが改善し、伝統的商業銀行業務である預貸業務を中心に収益力が回復する可能性はある。とはいえ、金融緩和局面の終了やこれに伴う銀行の収益力の回復は、バーゼルⅢ等の金融規制の導入スケジュールに影響を与える可能性もまた低いであろう。このように、金融緩和の終了に伴い銀行の収益力が回復した場合でも、金融規制強化という流れに変化がなければ、銀行の活動停滞という現象は「構造変化」であり、今後も継続する可能性が高いと考えられる。

（2）シャドーバンキングの行方

ここで、シャドーバンキングのこれまでの経緯をやや長めの時間軸で振り返ってみると、ミューチュアル・ファンドやヘッジファンドなど機関投資家の成長の背景には、各国家計部門における金融資産の蓄積と利回り選好の高まりがある。

家計貯蓄の、銀行預金という伝統的形態から、投資信託や保険・年金などへのシフトに伴い、これら機関投資家の預かり資産も増大している（図20）。世界の投資信託の運用資産は、2001年の約12兆ドルから2007年には約26兆ドルへと倍増しており、ヘッジファンドの運用資産も、2000年の約4,000億ドルから2007年には約2兆ドルと5倍にまで増加している。2008年から2009年にかけては、金融危機の顕在化により、運用成績の悪化や保有資産の減価から減少したものの、先でも見

図20 グローバル機関投資家の資産



資料) The City UK, Investment Company Institute (ICI) より作成

たように、その後は再び増加基調となっている。

家計部門における金融資産の蓄積という動きは、アジアなど新興地域の成長から見ても、今後も継続するであろう。この場合、銀行の活動停滞に伴い、金融市場における「品不足」、 「レバレッジ不足」、 「流動性不足」の状況が続くなか、シャドーバンキングの活動も制約され、運用資産残高は増加しても、投資行動や運用成績は低迷する可能性も否定できない。

(3) シャドーバンキング規制の動向

ただし、先で見たように、ポスト金融危機においては、シャドーバンキング自らが、貸出などの商業銀行業務や投資銀行業務など、これまで銀行が担ってきた一部機能を代替する動きが見られる。さらには、利回り追求圧力に押される形で、一層リスクが高い投資に傾倒する可能性は否定できない。「品不足」、 「レバレッジ不足」、 「流動性不足」が続くなかでも、さらなる利回りを追求するには、コモディティや不動産などのオルタナティブ投資を含め、よりリスクが高い分野に投資が振り向けられる可能性もある。

金融システミック・リスクという観点で見れば、銀行規制を強化しすぎた場合、銀行ができない業務が規制対象外のシャドーバンキングに移行する「規制のアービトラージ」が発生する可能性がある。また、銀行に代わる形で今度はシャドーバンキングが高リスク投資に突き進み、金融システミック・リスクを逆に高めてしまう可能性もある³⁰⁾。

30) シャドーバンキングが金融システムに与える影響については、Claessens (2012) 参照。

このような背景から、主要国においてバーゼルⅢの段階的導入が開始されるなど銀行規制が施行され始めたなか、今度はシャドバンキング規制の議論が出てきている。

2010年11月、G20ソウル・サミットにおいて、「シャドバンキングへの規制および監督の強化」が今後の検討事項のひとつとして明示的に指摘され、金融安定理事会（FSB; Financial Stability Board）に対して、シャドバンキング規制強化に向けた提言の策定が要請された。これを受け、2011年10月にFSBが取りまとめた提言においては、シャドバンキング規制の分野として、①銀行とシャドバンキングとの関係に対する規制、②マネーマーケットファンド（MMF; Money Market Fund）の規制、③その他シャドバンキング、④証券化の規制、⑤証券貸借およびレポ規制、の5つが取り上げられている。

これら5項目のうち、証券貸借およびレポ規制を除き、2012～2014年にかけて最終規則文書が公表されており、今後は各国が法制化を行う運びとなっている。最終的な規制内容は依然未定であるものの、内容次第では、今後のグローバル金融市場においては、銀行ばかりでなく、シャドバンキングの活動もまた、一層停滞する可能性がある。

（4）金融システムの安定性

これまで見てきたように、ポスト金融危機における金融規制強化に伴い、銀行の業務遂行に向けた制約は大きくなっている。この結果、グローバル金融市場においては、「品不足」、「レバレッジ不足」、「流動性不足」の状態が生じており、銀行との相互強化作用の低下とも相まって、シャドバンキングの活動にも制約がかかっている。さらには、今後、シャドバンキングに対する規制も強化される見込みとなっている。

このようななか、銀行グループ単体で見ると、数々の規制強化により、リスクテイク活動は制約されている。さらには、金融システム・リスクの観点からも、バーゼルⅢにおけるカウンターパーティー・リスクに対する自己資本賦課が強化されていることに加え、OTCデリバティブ規制等を通じて決済リスクの低減や透明性の向上が手当されている。また、シャドバンキングについては、個々の投資家のリスク自体は投資内容に依存しているものの、レバレッジの低下を通じて銀行との取引関係が希薄化している分³¹⁾、金融システムへの影響は限定されていると見ることができる。

以上から鑑みると、ポスト金融危機における金融システムの安定性は、金融危機前と比べて少なからず高まっていると考えることが可能であろう。

なお、ポスト金融危機においては、金融システム・リスクを抑制するために金融政策を用

31) ただし、Bakk-Simon (2012), pp. 21-23において、欧州銀行ではシャドバンキングの預金の割合が高まっており、この観点からは関係性が強化されていると指摘されている。

いるべきかどうかの議論が盛んである。すなわち、金融危機後の低金利を背景とした高リスク商品市場の活況は再び金融システム・リスクを高めており、早々に金融引き締めへ転じることで市場の過熱をいち早く封じ、金融システムの安定性を回復させるとの議論である。しかし、本稿で述べたように、確かにポスト金融危機において高リスク商品市場が復活するなど、表面上は金融危機前と類似した現象が出現している。しかし、プロダクツ、レバレッジ、流動性の観点から内実は異なり、金融システムの安定性が損なわれているとまでは言えない。

ポスト金融危機における金融規制強化に伴い、イエレンFRB議長やフィッシャー副議長が主張するように³²⁾、金融システム安定にはマクロ・プルーデンス政策で対応し、金融政策は物価と雇用安定というマクロ経済目標の達成に振り向けられる素地が整えられていると言えよう。

ただし、金融システム・リスクは低減されているものの、既に規制が強化されている銀行とは異なり、シャドーバンキングについては必ずしも個々のファンドの破たんリスクまでは低減されない。現状では、シャドーバンキングの過度のリスクテイクに伴い、ミューチュアル・ファンドに投資する個人投資家等のリスクが高まっている可能性がある点には留意が必要であろう³³⁾。ポスト金融危機においては、リスクの所在が、金融システムから投資家個人に移転していると考えられることもできよう。

おわりに

本稿では、ポスト金融危機における金融規制強化に伴い、銀行の活動停滞という構造変化が生じていることを述べてきた。この結果、グローバル金融業界ではシャドーバンキングのプレゼンスが拡大しているが、シャドーバンキングの活動もまた、銀行との相互強化作用の機能不全や今後具体化が予想されるシャドーバンキング規制を通じて、抑制される可能性がある。

このようななか、ポスト金融危機における金融市場は、銀行やシャドーバンキングの活動停滞の長期化に伴い、「品不足」、「ファイナンス不足」、「流動性不足」が常態化する可能性を秘めている。

OTCデリバティブ規制やレポ関連規制における担保要件の強化に伴い、適格担保として、国債等の安全資産に対する需要が一層高まり、投資対象の「品不足」に拍車をかける可能性がある。この場合、極端な例としては、金融市場では、需要の高まりから利回りが低い安全資産と、流動

32) Janet L. Yellen, "Monetary Policy and Financial Stability", At the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, July 2, 2014.

Stanley Fischer, "Financial Sector Reform: How Far Are We?", At the Martin Feldstein Lecture, National Bureau of Economic Research, July 10, 2014.

33) 個人投資家へのリスク移転の可能性については、Petrou (2014) 参照。

性不足とも相まってスプレッドが拡大したその他の資産という形で、投資対象が二極化してしまう可能性も考えられる。

今後、金融商品のリスク・プロファイルが不均一化する可能性や、その場合の金融市場に与える影響、そして資金偏在に伴うマクロ経済への影響についての分析は、これからの研究課題としたい。

参考文献

- 佐原雄次郎（2013）「国際的な金融規制改革の動向（8訂版）」（『緊急レポート』、みずほ総合研究所、3月）
- 田中素香（2009）「深刻な金融・経済危機のヨーロッパ」（『世界経済評論』、Vol. 53 No. 3、世界経済研究協会、3月）
- （2010a）「『ドル不足』とヨーロッパの金融危機」（『経済学論纂』、第50巻第3・4号合併号、中央大学、3月）
- （2010b）『ユーロ危機の中の統一通貨』岩波新書
- （2012）「ソブリン・金融危機とユーロ制度の変容」（『フィナンシャル・レビュー』、通巻第110号、財務省財務総合政策研究所、3月）
- 中條誠一（2010）「世界金融危機の原因とその対応」（『経済学論纂』、第50巻第3・4号合併号、中央大学、3月）
- （2011）『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』文真堂
- 新形敦（2010a）「米国発のサブプライム危機と欧米金融機関」（田中素香編著『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房）
- （2010b）「欧米大手金融機関の成長戦略—金融機関の将来像—」（『みずほ総研論集』、2010年Ⅲ号、みずほ総合研究所、10月）
- （2013）「ポスト金融危機における欧米大手行の経営戦略」（『みずほりポート』、みずほ総合研究所、3月）
- （2014）「サブプライム危機、欧州債務危機と欧米大手行—80年代以降の行動原理とポスト金融危機における展望—」（博士学位論文、中央大学、3月）
- 新形敦・前川亜由美・風間春香（2009）「欧米の大手金融機関における投資銀行部門の展望—家計・企業の金融行動に基づく考察—」（『みずほ総研論集』、2009年Ⅲ号、みずほ総合研究所、8月）
- みずほ総合研究所（2014）『ポスト金融危機の銀行経営「精査」と「組み合わせ」による勝ち組戦略』金融財政事情研究会
- 三谷明彦（2013）「シャドバンキング規制の国際的動向」（『みずほりポート』、みずほ総合研究所、8月）
- Adrian, Tobias, and Adam B. Ashcraft（2012）, “Shadow Banking: A Review of the Literature”, *Staff Reports*, No. 580, Federal Reserve Bank of New York, October
- Bank for International Settlements（2012）, “BIS 82nd Annual Report”, June
- Barclays（2013）, “More capital and less repo”, *Global Rates Weekly*, August 2
- Bakk-Simon, Klára, Stefano Borgioli, Celestino Giron, Hannah Hempell, Angela Maddaloni, Fabio Recine, and Simonetta Rosati（2012）, “Shadow Banking in the Euro Area An Overview”, *Occasional Paper Series*, NO 133, European Central Bank, April
- Cetorelli, Nicola, and Stavros Peristiani（2012）, “The Role of Banks in Asset Securitization”, *Economic Policy Review*, Volume 18, Number 2, Federal Reserve Bank of New York, July
- Claessens, Stijn, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, and Manmohan Singh（2012）, “Shadow Banking:

- Economics and Policy”, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/12, International Monetary Fund, December
- International Monetary Fund (2013), *Global Financial Stability Report*, October
- (2014), *Global Financial Stability Report*, April
- Petrou, Karen Shaw (2014), “The Not-So Normal New: The Assault on Bank Franchise Value and Its Policy Impact”, *50th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, May
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky (2013), “Shadow Banking”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, December
- (みずほ総合研究所金融調査部金融ビジネス調査室上席主任研究員 経博)