

時論

超金融緩和と規制強化がもたらすシャドーバンキングの拡大

リーマン・ショック後、その主犯の一つと見なされたシャドーバンキングをターゲットとした規制が国際的に強化されてきた。

シャドーバンキングの定義には、各機関・識者によって違いがあるが、「通常の銀行システムの外にあるエンティティや活動を含む信用仲介のシステム(FSB:Financial Stability Board)」「信用仲介に従事するノンバンク金融仲介機関、主に長期資金の供給を行うエンティティ(IMF)」「満期変換、流動性変換などの金融仲介機能を有するが、中央銀行へのアクセスや国のシステムサポートが備わっていない貸出機関(米国財務省)」などとされ、具体的にはMMF、レポ、ヘッジファンド、投資ファンド、証券化のためのSPC、REITなどが該当する。

こうしたシャドーバンキングの国際的規制については、2011年11月のカンヌ・サミット以降、①銀行によるシャドーバンキングへの資金供給の制限、②MMFの資金流出防止策の策定、③MMF以外のシャドーバンキングに対する監督・規制措置の検討、④証券化商品の十分な情報開示と発行者への規律付け、⑤レポ・証券貸借取引における最低ヘアカット率(担保掛け目)の設定義務付けの5点について検討されており、2014年11月のブリズベン・サミットにて2015年末までのロードマップが承認されるなど、一定の道筋がつけられた感がある。

しかしその一方、FSBの「国際金融安定性報告書(Global Financial Stability Report)」によると、2012年末時点におけるシャドーバンキング経由の資金仲介は約71兆ドル、銀行経由のおおよそ半分に達し、足元でも拡大が続いており、金融システムを不安定化させるリスクファクターは銀行部門からシャドーバンキングへシフトしつつあると指摘、シャドーバンキングに対する監督・規制やデータ整備の必要性を訴えている。

確かに今日のグローバル金融状況を俯瞰すると、シャドーバンキングの拡大を後押しするものになっていると言える。

先進各国はリーマン・ショックを機に超金融緩和策を実施したものの、景気や物価の上昇には弾みがかかず、同政策は強化かつ長期化、金利は一部にマイナス水準さえ現出するほど低下した。このため、潤沢な流動性を抱える銀行や機関投資家は深刻な運用難に直面、先行き見通しが強硬化したり楽観的になったわけでもない中で、言わば止むに止まれずリスクテイクの姿勢を強めている。

その一方、自己資本の増強、過大なリスクテイクを抑制するためのレバレッジ比率規制の導入、米国ドット・フランク法による自己勘定トレーディングの制限など、国際金融規制改革によって銀行の収益機会是一段と狭められている。

こうした金融政策、運用環境、規制強化の組み合わせは、銀行や機関投資家が少しでも高いリターンを求めて規制の及ばない領域・スキームを追求するという「規制裁定」を活発化させ、シャドーバンキングをかえって増殖させるという皮肉な結果を招いている。

最近では、かつての証券化スキームやMMFに代わり、ファンド(含むREIT)がシャドーバンキングの拡

大を牽引しているように見える。投資ファンドの対象が不動産のほか、航空機・船舶ファイナンス、資源開発、インフラ整備など一段と広がりを見せていること、先進各国でREITに投資資金が流入し、REIT指数は株価を上回るピッチで上昇していること、投資ファンドが乱立気味となり、優良投資先の確保が難しくなっていることといった事象はその現れであろう。

シャドーバンキングは、市場経済のダイナミズムの発露という側面もあり、諸規制を受ける銀行部門では対応しきれない様々な資金需要や投資家の運用ニーズを満たしてきた点は評価できよう。しかし、金融システムの不安定化させるリスクファクターという観点から見ると、少なからぬ懸念を内包している。

第一に、シャドーバンキングはそのほとんどの形態において、投融資資産よりも期間が短く、流動性が低く、分散もさほど効いていないファンディングを行っているが、銀行のようなセーフティネットや中央銀行の最後の貸し手機能が具備されていない。

このため、銀行よりも高いリファイナンスリスク、流動性リスクを抱えており、信用収縮、そこまで事態が深刻化しない場合でも、金融引き締め局面における耐性が脆弱である。こうしたリスクが顕在化し、シャドーバンキングに対する出資投資家等からの“取り付け”が発生すると、彼らが保有する金融資産や不動産の投げ売り、ひいてはそれらの資産の価格急落を誘発する懸念がある。

第二に、シャドーバンキングと銀行部門との間のリスクは、昨今の規制強化の下でも遮断し切れていない。銀行によるファンドへの出資には制約が課せられたが、近年、投資ファンドが関与するパイアウト案件においてレバレッジが高まっていることに示されるように、銀行の資金供給によってシャドーバンキングのビジネスが支えられている面が強まっていると見られる。銀行システムにおけるシャドーバンキングの存在感、影響力は高まっており、上記のようなシャドーバンキングの脆弱性が顕在化した場合、銀行システムに波及し、その動揺が増幅される恐れがある。

今年から来年にかけては、先進各国の景気回復は持続しようが、米国・英国の利上げ時期は後ろ倒しとなっており、日本とユーロ圏では超金融緩和策の出口は展望できない。こうして現在の超金融緩和環境は大きく変わらないため、シャドーバンキングの脆弱性やリスクは露呈しないかもしれないが、その拡大と多様化、複雑化は続き、これを抑えんとする国際的な規制も強化されるというイタチゴッコが続くのはないか。

こうした状況にあつては、シャドーバンキングの拡大が、「ユーフォリア(熱狂的陶酔感)」を伴わない形のバブル生成の下地とならないか、彼らと接点・関係を築く際にはどのようなリスクが付随するか、すでにバブル的な価格上昇を見ている資産を積み上げることにならないか、政策当局・金融機関・投資家いずれにおいても慎重な検討が必要であろう。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)