

# 「偽りの通貨」の膨張と消失

## FSBシャドーバンキング監視報告の概要と考察

市場調査部シニアエコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

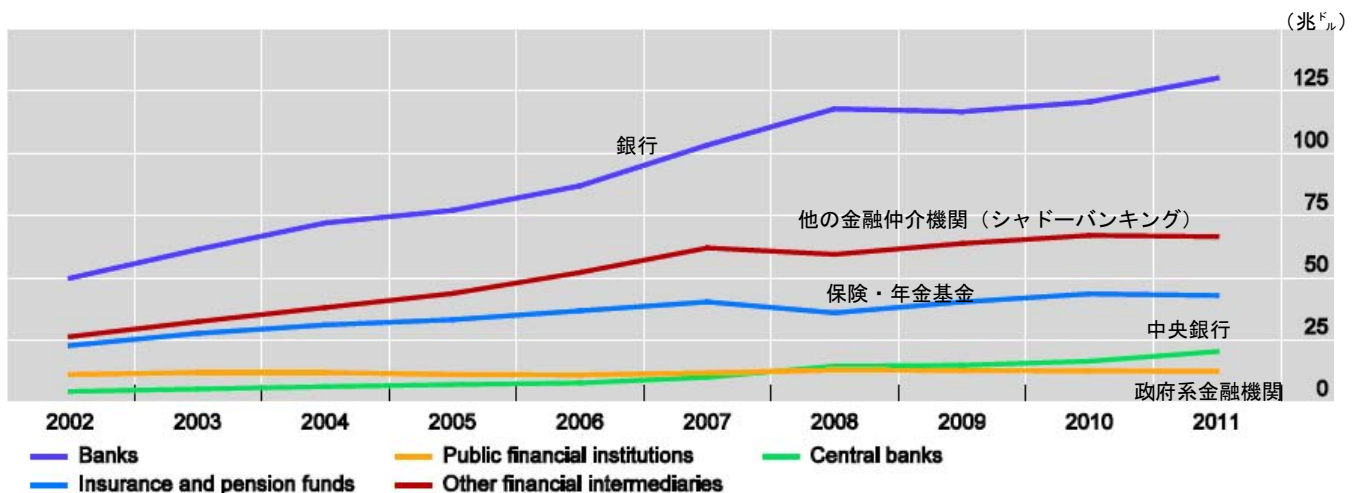
makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 本稿ではFSBの「シャドーバンキング監視報告書」の概要を紹介した。同報告書によれば、2011年末時点でグローバルなシャドーバンキングの資産規模は67兆ドルにも達する。
- またオランダや英国では銀行との相互連関性が強いことも示されている。だがシャドーバンキングが内包するシステムック・リスクを考える上では短期資金調達の変向が重要だろう。
- 筆者の試算では米国ではピーク時に2.9兆ドルの疑似通貨が発行された。その安全性や流動性は脆弱で「偽りの通貨」に過ぎなかった疑似通貨は2010年までに消え、準備預金が代替している。

### 1. 67兆ドルの規模を持つシャドーバンキング

預金を受け入れ貸出を行う伝統的な銀行業は厳しい規制を受けている。しかし、そうした規制を受けず伝統的銀行業が果たしてきた機能（信用仲介、満期変換など）を持つ「影の銀行」（シャドーバンキング）の拡大が続いている。金融安定理事会（Financial Stability Board、FSB）が11月18日に公表した“Global Shadow Banking Monitoring Report 2012”（以下シャドーバンキング監視報告）によれば、2011年末時点のシャドーバンキングの規模は67兆ドルにのぼったという（図表1）。<sup>1</sup>

図表1 金融仲介機関別みた総資産



(注) シャドーバンキングとは、図中のOther financial intermediaries (赤色線) が該当する。

調査対象は20カ国とユーロ圏で、これらの対象国・地域で世界のGDPの86%、金融資産の90%を占める。

(資料) FSBシャドーバンキング監視報告より抜粋・加筆 (Exhibit 2-1)

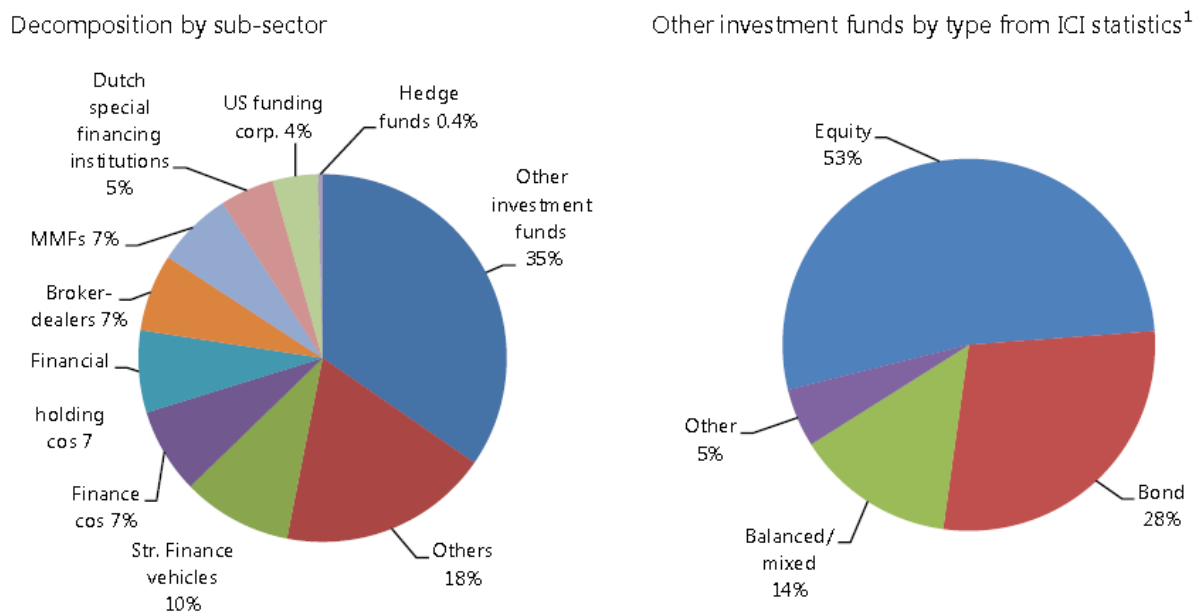
同報告によれば、2002 年末の時点では 26 兆ドルだったシャドーバンキングの資産規模は、2007 年末には 62 兆ドルまで膨張した。しかし金融危機によって膨張には大きくブレーキがかかり、その後は緩やかな拡大に留まっている。一方、2011 年には「伝統的銀行業の復活」と「流動性供給による中央銀行の資産膨張」が確認できる。

シャドーバンキングという言葉は、最初の「21 世紀型取り付け」が起きた 2007 年 8 月に、当時、米大手運用会社 PIMCO のマネージング・ディレクターだったポール・マカリー氏が名づけたもので、その後広く使われるようになった。最初の「21 世紀型取り付け」とは、いわゆるパリバ・ショックのことで、伝統的な銀行への取り付けではなく、短期金融市場での取り付けが起きたことを指す。このイベント以降、ECB と FRB を始めとする世界の中央銀行が金融市場に対する流動性供給を迫られるようになった。その極めつけが 2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの経営破たんを契機とする世界的な金融危機であった。

FSB のシャドーバンキング監視報告では、シャドーバンキングを「通常の銀行システムの外で行われる信用仲介の機関及び活動」と幅広く定義している。シャドーバンキングを構成する金融機関は多様だ。

最大の規模を持つのはマネーマーケットファンド（MMF）を除くその他の投資ファンドであり、19 兆ドルの規模を持つ（図表 2 の左グラフ、Other investment funds）。シャドーバンキング監視報告によれば、MMF 以外の投資ファンドには、株式や債券を運用対象とする多様な投資信託が含まれ、ETF などにもこれに該当する（図表 2 の右グラフ、ETF は Balanced/mixed に含まれる）。

図表 2 シャドーバンキングの構成



<sup>1</sup> Sample: 25 jurisdictions minus Indonesia, Saudi Arabia, Hong Kong, Singapore, for which data is not available.

(資料) FSB シャドーバンキング監視報告より抜粋 (Exhibit 4-1)

2番目の規模を持つのは仕組み金融のピークルで5兆ドルにのぼるといふ。ブローカー・ディーラー、ファイナンス・カンパニー、金融持ち株会社、MMFがこれに続き、それぞれ4兆ドルの規模を持つ。

F S Bはシャドーバンキングについて「ノンバンクを通じた信用仲介には利点もあるが、システムック・リスクの源泉にもなり得る」と指摘する。特に問題となるのは、「満期変換やレバレッジといった銀行のような機能を持つように仕組まれた場合や、それらの機関や活動が通常の銀行システムと強い結びつきを持っている場合」だといふ。

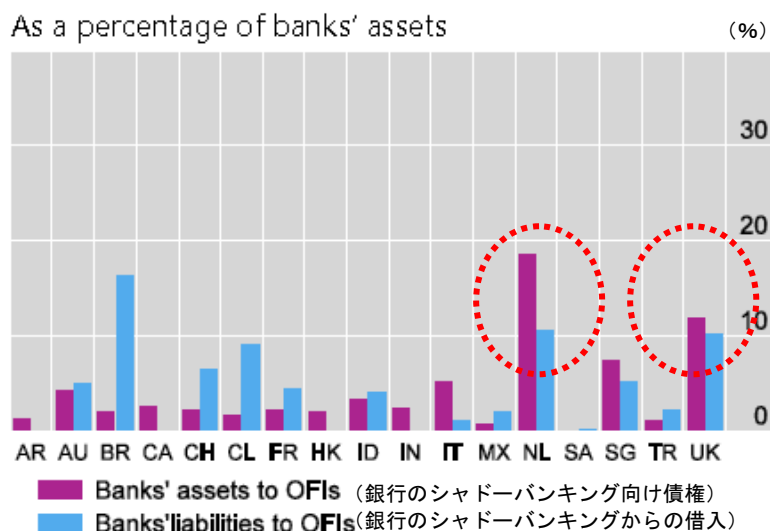
一部の国に限られるが、今回のシャドーバンキング監視報告では、銀行とシャドーバンキングの間の相互連結性（interconnectedness）を明らかにしている。例えば銀行部門の総資産に比べた大きさをみると、オランダや英国では、銀行とシャドーバンキングとの相互連結性が強いことが確認できる（図表3、オランダはNL、英国はUKと表示）。

## 2. 「偽りの通貨」の膨張と消失

F S Bは、シャドーバンキングに対する①監視と②個別分野の規制強化という2段階アプローチを採っている。今回のシャドーバンキング報告はこのうちの①監視に沿ったもので、金融機関ベース（entity-base）でシャドーバンキングの「全体像を掴む」（macro-mapping）狙いがある。

来年の報告ではシャドーバンキングの資産・負債に関するもっときめ細かなデータ収集と、取引ベースの監視を拡大することなどが予定されている。これにより、レポ、証券貸借、証券化市場などシャドーバンキングの活動が行われている金融市場の状況をカバーするといふ、②個別分野の規制強化により即した定量的指標の収集・分析となりそうだ。F S Bが焦点を当てている個別分野の規制政策は5つある（斜体文字はF S Bのプレスリリース<sup>2</sup>通り）。

図表3 銀行とシャドーバンキングとの間の信用供与（銀行の総資産対比）



(注) AR=アルゼンチン、AU=オーストラリア、BR=ブラジル、CA=カナダ、CH=スイス、CL=チリ、FR=フランス、HK=香港、ID=インドネシア、IN=インド、IT=イタリア、MX=メキシコ、NL=オランダ、SA=サウジアラビア、SG=シンガポール、TR=トルコ、UK=英国。

上記の国のうちノンバンクからの借入データが得られない国：アルゼンチン、カナダ、香港、インド。

調査対象のうちノンバンク向けデータが全く得られない国：中国、ドイツ、日本、韓国、ロシア、南アフリカ、スペイン、米国。

(資料) F S Bシャドーバンキング監視報告より抜粋・加筆 (Exhibit 5-2の一部)

- (i) 通常の銀行システムとシャドーバンキング・システムとの間のスピルオーバー効果の緩和
- (ii) 「取りつけ」に対するマネーマーケットファンド (MMF) の脆弱性の軽減
- (iii) MMF以外のシャドーバンキング機関によるシステムミック・リスクの評価と緩和
- (iv) 証券化に関連するインセンティブの評価と調整
- (v) 「取りつけ」が起きた際に資金繰り難を助長しかねない、レポ、証券貸借などの担保付き金融契約に関連するリスクとプロシクリカルなインセンティブの抑制

このうち、シャドーバンキングがもたらすシステムミック・リスクを考える上で重要と思われるのが、翌日物を中心とする短期金融取引に深く関わるMMF（上記ii）とレポ・証券貸借（同v）である。

というのも、シャドーバンキングの資産規模がいくら大きくても、それが中長期の信用によって支えられている限りにおいて、「取りつけ」は起きにくいからだ。取りつけは、常に、通貨並みの高い流動性と安全性が保証されているところから始まる。

伝統的な銀行が預金者に提供している預金は、いつでも現金化でき、（預金保険の範囲内で）価値も目減りしないという点で極めて高い安全性と流動性を持つ。銀行預金には中央銀行が発行する紙幣と同じ信頼度があるという意味で、民間銀行は「疑似通貨」を発行する機能を持つと言える。

今回の金融危機に至る信用バブルの膨張過程では、シャドーバンキングがこの疑似通貨発行機能をフル回転させた。資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）コンデュイットやS I Vと呼ばれる簿外の投資ビークルが、短期債を発行し、流動性も安全性も低いサブプライム住宅ローンを根源的資産とする証券化商品に投資した。これらの短期債は高い格付けなどに保証された疑似通貨であった。

さらに、要求払い預金に匹敵する高い流動性と安全性を持つとみなされているMMFが、これらの短期債の買い手として現れたことで、シャドーバンキングは真の疑似通貨発行機能を手に入れたのである。

レポや証券貸借取引も、シャドーバンキングの疑似通貨発行機能を実現する取引となった。タルーロFRB理事によれば、レポでは、大手証券会社などが、すぐには現金化できない証券化商品を担保に差し入れ、日々の資金調達を行った。資金の出し手は保険会社や上述したMMFである。<sup>3</sup>

証券貸借取引とは、市場で売りポジションを取る金融機関が証券を借り入れ、現金を担保に差し入れる取引である。証券の貸し手は年金基金、大学基金、保険会社などで、ヘッジファンドとの取引で担保として預かった証券の一部を再貸出する証券会社もあったことが知られている。証券貸借取引で担保として差し出された現金は、カスタディアンと呼ばれる金融機関が預かり、安全ですぐに現金化できる形で運用されたが、その運用先にMMFとレポがあったと言われている。

信用バブルが膨らみ始めた2006年以降、MMF、レポ、証券貸借などによってシャドーバンキングが発行した疑似通貨は、筆者の計算ではピーク時に2.9兆ドルにのぼったとみられる（図表4）。しかし疑似通貨の安全性を支えるのは、それまでの市場慣行、格付け、あるいは幻想であり、疑似通貨は「偽りの通貨」と言える代物だった。2008年以降の信用バブル崩壊とは、この「偽りの通貨」への信

用が消失したことに他ならない。

「偽りの通貨」は2010年初めまでに消失し（＝MMF等の残高が信用バブル発生前の2005年の水準に残高に戻ったという意味）、代わって金融市場の流動性を補ったのが、FRBが供給した準備預金、つまり本物の通貨だ。

### 3. 燻り続けるリスク

最後に、シャドーバンキングの中でも翌日物短期金融取引に深く関わるMMF、レポ・証券貸借に対する政策勧告の動向に触れておく。

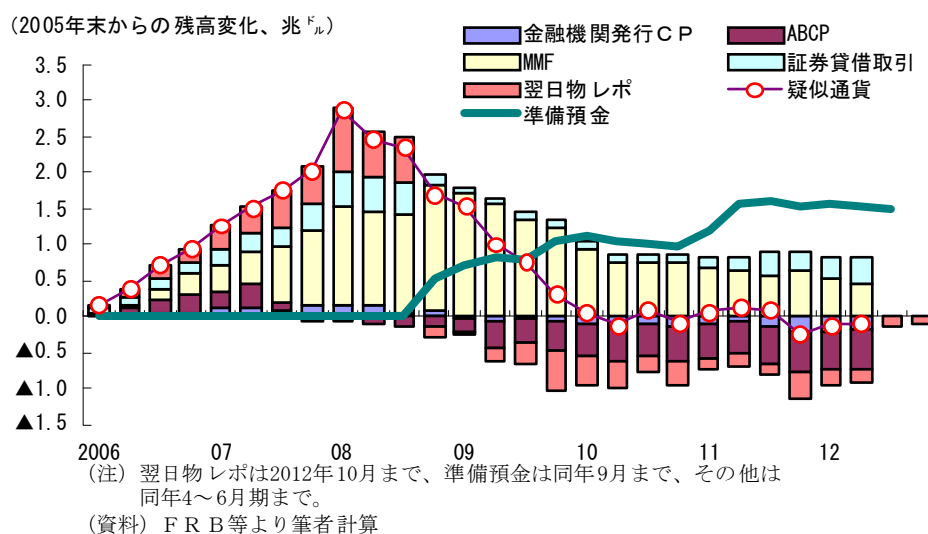
MMFについては証券監督者国際機構（IOSCO）が2012年10月に15項目の政策勧告を発表している。この中でもFSBが強く支持している政策は安定的NAV（stable net asset value）と呼ばれる現行制度の改正だ。安定的NAVでは、市場価格で厳密に評価すれば1証券の価値が1ドルを割り込む場合でも、わずかな乖離に留まる限り1ドルとみなす。これを、市場価格を反映した変動NAV（floating NAV）とすることで、「MMFでは元本割れが生じない」という投資家の過度な期待を抑制することが期待されている。FSBは、変動NAVが適用しにくい場合でも、銀行に課している資本・流動性規制など同様の代替策によって「取りつけ」に対するMMFの脆弱性を抑制すべきという。<sup>4</sup>

レポと証券貸借についてはFSBのワーキンググループが13項目の政策勧告を発表している。より詳細な取引データの報告義務化、取引の透明化、金融機関の情報開示の拡大、ヘアカットや現金担保の再運用に対する最低基準導入などだ。これらの最終勧告は2013年9月に発表される予定である。

信用バブルを支えた「偽りの通貨」は消失し、FSBにはシャドーバンキングに関わる監視と規制強化を進める時間的余裕があるように見える。しかしグローバルにみればシャドーバンキングの資産はじりじりと拡大し続けており、どこかで新たな「偽りの通貨」が成長しているかも知れない。シャドーバンキングの動向には引き続き十分な注意が必要であろう。<sup>5</sup>

以上

図表4 米シャドーバンキングによる疑似通貨（偽りの通貨）の膨張と消失



---

<sup>1</sup> 金融安定理事会 (Financial Stability Board、F S B) は、金融安定の促進に向けて、従来の金融安定フォーラム (Financial Stability Forum、F S F) を拡大改組した組織で、2008 年 11 月に開催された G20 ワシントン・サミットでその設立が謳われ、2009 年 4 月 (G20 ロンドン・サミット) に設立された。

F S F は、アジア通貨危機やロシア金融危機など金融危機の国際的波及を受け、G7 財務相・中央銀行総裁会議によって 1999 年 4 月に設立された組織である。「金融安定に責任を持つ各国当局、関連する国際金融機関・組織、関連する国際的な監督団体及び専門家のグループの代表によって構成され」「国際金融システムに影響を与える諸問題及び様々な脆弱性を検討し、それらの解決に必要な行動―必要があれば国際的な提言、基準の策定又は強化を促進し、問題への対処と実施に当たっての優先順位を定めることを含む―を特定しその実行を監視する」役割を担った。なお「」内は G20 蔵相・中央銀行総裁コミュニケ (1999 年 2 月、独ボン、日本の財務省による仮訳) からの引用である。

F S B に課せられた使命は次の通り (<http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.html>)。①金融システムに影響を与える脆弱性の評価とその対処に向けた行動の特定と監督。②金融安定に責任を有する機関の協同と情報交換の促進。③市場動向と規制政策に対するインプリケーションに関する監視・助言。④規制基準に適合するベストプラクティスの助言・監視。⑤国際基準設置主体 (バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構 (IOSCO) など) における政策策定作業に関する共同の戦略的レビューの実施。⑥監督カレッジのガイドライン策定及び設置支援。⑦クロスボーダーの危機管理に向けたコンティンジェンシー・プランの管理。⑧ I M F との協同による早期警戒行動実施。

<sup>2</sup> F S B (2012) Press release, November 18.

<sup>3</sup> レポ、証券貸借の動向についてはタルロー F R B 理事の講演を参考にしている。

Tarullo, Daniel K. (2012) "Shadow Banking After the Financial Crisis," Board of Governors of the Federal Reserve System, June 12.

<sup>4</sup> 米国では M M F 改革を巡って S E C 内で大きな意見対立がある。改革派のシャピロ委員長の意見はウォールストリートジャーナルへの寄稿 ("In the Money-Market for More Oversight," 2012/9/20)、反対派委員の意見は "Statement on the Regulation of Money Market Funds" (2012/8/22, <http://www.sec.gov/news/speech/2012/spch082812dmgtap.htm>) などを参照されたい。

<sup>5</sup> 例えば、大手格付け会社フィッチ・レーティングスは、米国のレポ取引で差し出されている担保の中味をみると、米国債やエージェンシー債が 65% と過半を占める一方、流動性の低い仕組み債も 18% を占めると指摘している (2012 年 2 月時点)。Fitch Ratings (2012) "Repos: A Deep Dive in the Collateral Pool," August 1.

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。