

## 時論

### コロナショック発グローバル金融危機を探る視点

今さら言うまでもないが、新型コロナウイルスが世界で猛威を振るい、世界経済は大恐慌以来という深刻な悪化に直面している。今後、金融市場にはどのような悪影響が現れるのだろうか。リーマンショックのようなグローバル規模の信用収縮が発生するのだろうか。もしそうなると、世界経済の落ち込む深度は計り知れないものとなる。

「バブルもバブル崩壊も毎回違った顔でやって来る」と言われるように、グローバル金融危機の姿・時期・規模は予見できるものではない。とは言え、「歴史は繰り返す」ものであり、我々は「歴史から学ぶ」しかない。以下、リーマンショックの経験からグローバル金融危機の芽を探る視点を考えてみよう。

リーマンショックは、米国のシャドーバンキング部門(米国政府とFRBの規制や支援が及ばない(当時の)投資銀行・ヘッジファンド・SIV・ABCPコンデュイット等のノンバンク)における取り付けの連鎖が起点となり、大手商業銀行が巻き込まれていった。

2007年、住宅価格の下落と住宅ローンの延滞増加を機にMBSの大量格下げが発生し、MBSを保有するSIVやABCPコンデュイット等の資金調達源であるABCP市場では発行・借り換えが困難化した(ABCP市場における取り付け)。2008年に入ると、MMFや投資家はレポ取引の相手方であるヘッジファンドや投資銀行に対する警戒感も強め、借り換え時には担保条件の厳格化を求め、資金を引き揚げ始めた(レポ市場における取り付け)。

手元流動性が枯渇したヘッジファンドや投資銀行は、セキュリティレンディング(現金と証券の貸借)の取引相手である年金基金や保険会社に対し、担保として差し入れていた現金の返還に走り(現金担保の取り付け)、MMFに対しても償還請求圧力を強めた(MMFの取り付け)。

大手商業銀行は傘下のSIVやABCPコンデュイットの流動性補完融資を迫られたため、彼らの劣化した資産がオンバランスされ、巨額の貸倒損失を計上した。また、欧州の銀行は米国のMMFやレポを通じてドル資金を調達しつつ、米国のMBSやCDOに投資していたため、ドル調達難と保有資産劣化のダブルパンチに見舞われ、グローバル規模の金融危機へ広がっていった。

こうした経緯から浮かび上がるのは、取り付けの連鎖の大きな要因となったのは、①多種多様なプレーヤーが証券化技術を駆使するプロ間市場に「密集」し、②資金源を市場からの短期調達に依存し、米国政府とFRBの監視・支援が十分届かない「密閉」空間において、③資金・債権・証券化商品等が錯綜する「密接」場面を作り出し、④「重層」かつ「一方向」の信用供与構造を有する—という米国シャドーバンキング部門特有の構造である。

こうした「3密・重層・一方向」構造は、いずれかで信用供与縮減の動きが出ると、手元流動性不足のドミノ倒しと資産価値劣化により、急速かつ大規模な取り付けの連鎖を誘発するという、構造的かつ致命的な弱点を有する。

リーマンショックの後、欧州信用不安(2010年)、バーナンキショック(2013年)、チャイナショック(2015年)といった欧州・新興国・中国発の金融ショックが起こった。当事者は大変な目にあったが、米国ほどの

「3密・重層・一方向」構造がなかったためか、いずれもグローバル金融危機にはつながらなかった。

さらにこの10年余の間、国際的な金融監督・規制はかなり強化され、米国をはじめ先進国の銀行部門の頑健度は高まった。

こうしたことから、コロナショック発のグローバル金融危機の芽を見極める視点としては、①米国の金融システムの中枢が大きく傷まない限りは、グローバル規模の金融危機は発生しない、②米国政府とFRBの監督・支援下にある米国銀行部門が起点となって、米国の金融システムが大きく動揺する可能性は低い、③よってリーマンショックと同様に、米国のシャドーバンキング部門はグローバル金融危機を誘発する有力な震源地候補である一と考えたい。

では、今日の米国のシャドーバンキング部門は、取り付けの連鎖を誘発する「3密・重層・一方向」をどの程度残しているのだろうか。

シャドーバンキング部門の主な構成主体(投資銀行、MMF、レポ、CP等)の直近の資産残高合計を見ると、リーマンショック直前のピーク時(2006～2007年)の9割弱に止まっている。証券化の活況度合いの目安となるABS発行機関(Issuers of asset-backed securities)では同3割弱まで落ち込み、セキュリティレンディングの活況度合いの目安となる証券担保預り金(Securities loaned)も同6割弱に止まる。

また、投資銀行は大手商業銀行への統合や銀行持株会社への移行により、政府・FRBの目が届くようになった。さらに、MMF(変動NAVの容認等)やレポ取引(クリアリングバンクの日中信用供与への過度な依存の軽減等)においては取り付けを防止する観点から改革が進められ、足元ではFRBはMMFへの緊急資金供給を行っている。

こうしたことから、米国シャドーバンキング部門における「3密・重層・一方向」の度合いはリーマンショック直前よりも低いレベルにあり、取り付けの連鎖の芽も摘む手も早めに打たれていると見てよいだろう。

むしろ、これを以てグローバル金融危機発生の蓋然性が限定的であるととても言えない。“シャドー”であるだけに、データで把握できない領域に「3密・重層・一方向」が形成されているかも知れない。

また今回は、リーマンショック時にはない懸念材料もある。

米国の対外資産(対外直接投資等)、海外部門の対米資産(対米直接投資、米国の国債・株式・投信等の保有)は、ともにリーマンショック前の水準を大きく上回っており、金融取引のグローバル化は一段と進展している。

そこに、この急速な世界同時大不況と金融市場総崩れである。米国・海外部門双方の資産の大きな傷みはどのような行動を誘発するのか。「フラジャイル(fragile:脆弱な)〇〇」という弱い者探しの連鎖が起こるのだろうか。

さらに、リーマンショック前に比して、いずれの先進国も財政の健全度・余裕度は大きく損なわれている。そこに、やむを得ないとは言え、青天井の財政支出拡大である。やがて明らかになる空前の財政悪化は、金融市場との間で「危機のフィードバックループ」を引き起こすのだろうか。

私見ではこれを最も懸念している。新型コロナウイルスの感染拡大が終息した後に、金融業界・金融市場は極めて大きな困難に直面するのではないかと。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。