

# トランプショックが高める新興国の金融リスク

## ～非銀行金融の拡大とその限界～

### <要旨>

米大統領選挙の結果を受け、米国に連動する形で新興国でも金利が急上昇している。この先の上昇ペースによっては、資金調達環境の悪化を契機として、「その他金融機関」(OFIs)を起点とするシステムック・リスクが顕在化していく恐れがある。

OFIs とは、保険会社、年金基金、公的金融機関を除いた非銀行金融機関を指すが、近年、新興国でもその重要性が高まっている。状況は国・地域毎にまちまちであるが、金融システム全体の資産に占める OFIs の比率が高い国としては、韓国や南アフリカ、ブラジル、メキシコが挙げられ、その構成比は既に2～3割に達している。

新興国における OFIs の台頭の主な要因は、世界金融危機以降の金融緩和に伴う調達金利の低下、規制強化がもたらした銀行与信の厳格化、個人消費の拡大などである。一方で、OFIs は、政府支援が期待できない、調達構造が脆弱で金利上昇に弱い、投融资対象を高リスク資産に集中させる傾向がある、といった構造的な脆弱性を抱える。したがって、金融システムにおける OFIs への過度の依存は、金融システムそのものを不安定化させる危険を孕む。

米大統領選挙における共和党ドナルド・トランプ候補の勝利を受け、米国の中長期金利が急激に上昇する中、新興国市場をめぐっては、資金流出に加え、米金利に連動した金利上昇が金融システムの安定性に与える負の影響が懸念されるようになってきている。そのインパクトは銀行部門にとどまらず、これまで低金利を享受してきた銀行以外の金融部門、とりわけ保険会社、年金基金、公的金融機関を除いた「その他金融機関」(以下、OFIs という)<sup>1</sup>、いわゆるシャドールバンキングにも波及する可能性が高い。シャドールバンキング問題については、2010年のG20ソウル・サミット以降、国際的な枠組みの中でも議論が交わされ、また中国を中心にそのリスクが市場関係者の注目を集めてきたが、そのリスク顕在化の時期は米大統領選前に比べ前倒しされた可能性がある。

本稿は、トランプショックによる世界的な金利上昇を踏まえ、新興国における OFIs の拡大が中国に限定された現象ではないことを示した上で、拡大の背景やその脆弱性、金融システムに与える影響について考察するものである。

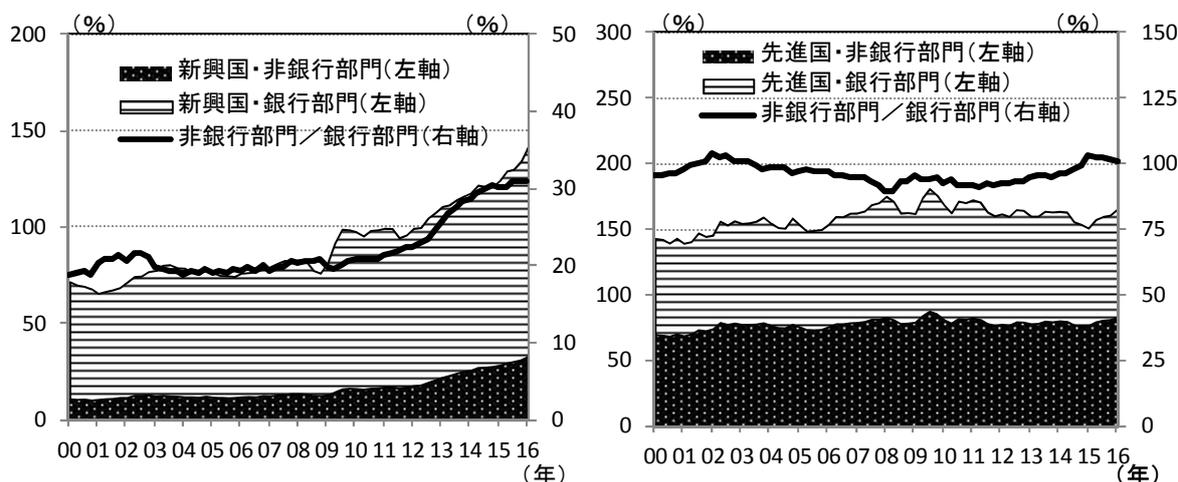
### 1. 新興国における OFIs の拡大

新興国では銀行以外の経済主体、すなわち OFIs を含む非銀行部門による与信の拡大が続いている。国際決済銀行(BIS)が2016年9月に公表した与信統計によると、同年3月末時点におけ

<sup>1</sup> OFIs にはファイナンス会社、MMF、投資ファンド、ブローカー／ディーラー、証券化ビークルなどが含まれ、「シャドールバンキング」と総称されることもある(IMF, “Shadow banking around the globe: how large, and how risky” (Global Financial Stability Report (GFSR), October 2014)など参照)。

る非銀行部門の民間向け与信(企業向けおよび家計向け与信の合算)の対 GDP 比は、先進国では83%と水準こそ高いものの、2010年末時点に比べ1%ポイントの微増にとどまる。一方、新興国の同比率は2010年末時点の17%から34%に倍増している。また、民間向け与信の非銀行部門／銀行部門比率の推移をみると、新興国では同期間に21%から31%へと上昇しており、与信市場において非銀行部門の重要性が顕著に高まっていることが伺える(図表1)。

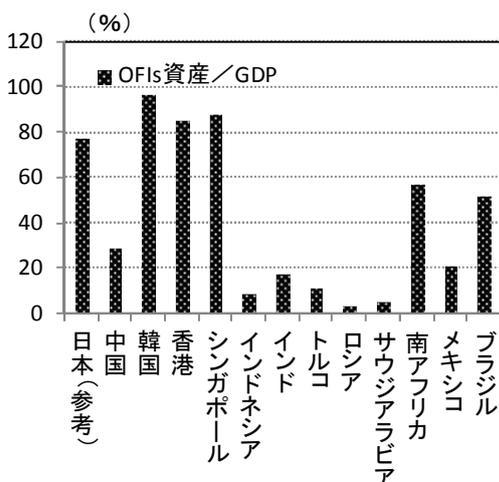
図表1 部門別資産対 GDP 比および非銀行部門資産／銀行資産比 (左:新興国、右:先進国)



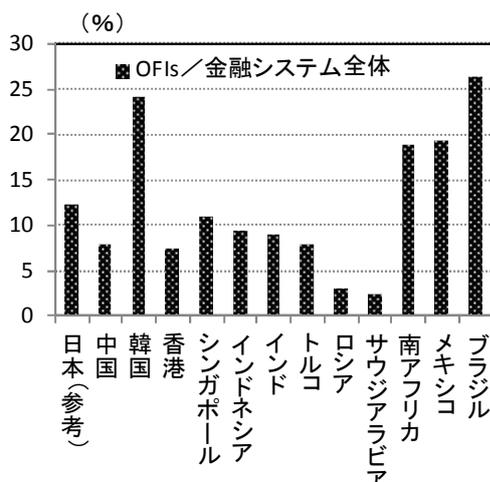
(資料) BIS, “Credit to the non-financial sector”

もつとも、一概に新興国といっても、状況は国・地域毎にまちまちである。金融安定理事会(FSB)の「世界シャドーバンキング・モニタリング報告」(2015年版)<sup>2</sup>によれば、新興国のうち OFIs 資産の対 GDP 比(2014年時点)が高い国・地域としては、8割を超える韓国、シンガポール、香港、5割を上回るブラジル、南アフリカが挙げられる(図表2)。

図表2 OFIs 資産の対 GDP 比(2014年)



図表3 OFIs 資産対金融システム資産構成比(2014年)



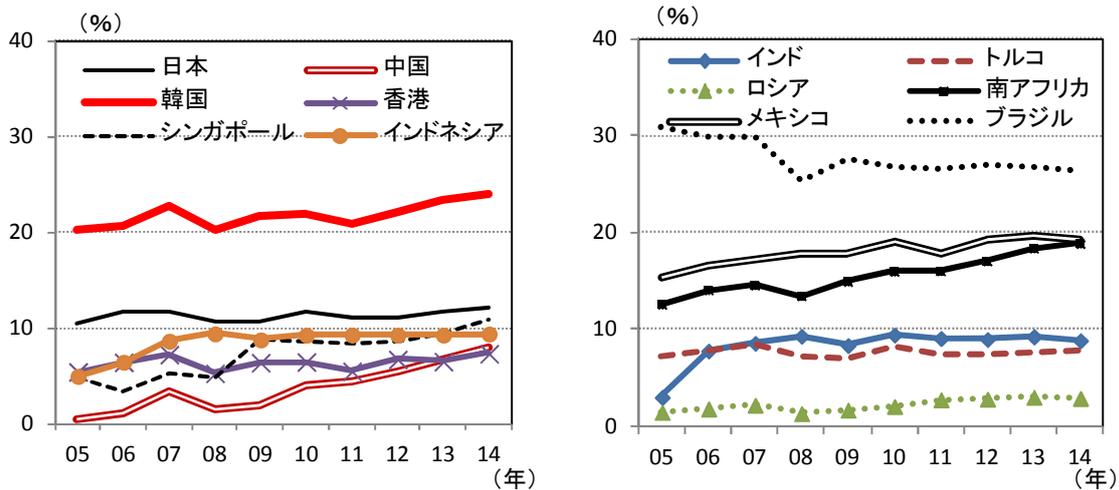
(資料) FSB, “Global Shadow Banking Monitoring Report 2015” (資料) FSB 前掲

<sup>2</sup> 同報告書の対象国・地域は、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、スイス、チリ、中国、英国、香港、インドネシア、インド、日本、韓国、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、トルコ、米国、ユーロ圏、南アフリカ。

OFI資産が金融システム全体(中銀、銀行、保険会社、年金基金、公的金融機関など)に占める構成比をみても、韓国、ブラジル、メキシコ、南アフリカは2~3割と高く、これらの国ではOFIsが金融システムにおいて既に重要な位置を占めていることが確認できる(前頁図表3)。

一方、シャドーバンキング問題の深刻化が危惧されている中国のOFIsに関しては、資産拡大スピードの速さには警戒すべきであるとはいえ(図表4)、その資産の対GDP比は3割に満たず、また金融システム全体に占める構成比は依然1割未満にとどまっている。

図表4 OFIs資産の金融システム全体に占める構成比の推移 (左:東・東南アジア、右:左記以外)

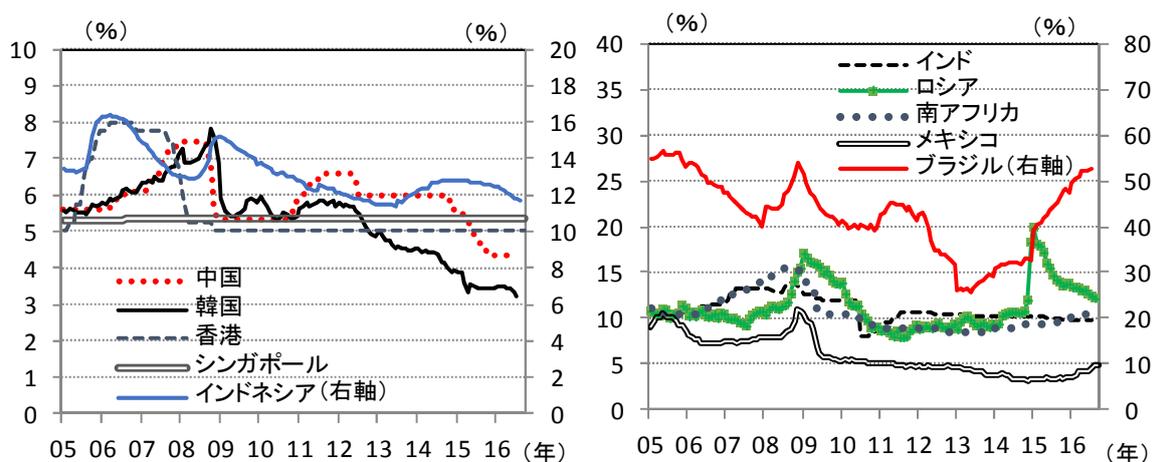


(資料) FSB 前掲

## 2. OFIs 台頭の背景

新興国の一部で OFIs の重要性が高まっている要因としては、主に以下が挙げられる。

図表5 銀行貸出金利(プライム・レート) (左:東・東南アジア、右:左記以外)

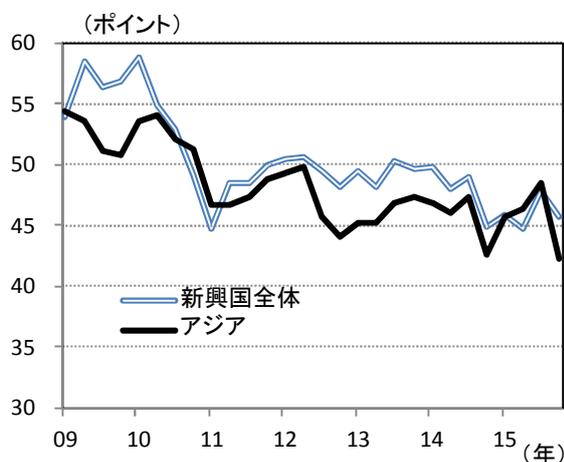


(資料) IMF, "International Financial Statistics"

第一に、調達金利の低下である。新興国の多くでは先進国同様、2008年の世界金融危機以降、金融緩和が進んだが、これに伴い短期金融市場の流動性が潤沢になったことや、銀行貸出金利が大幅に低下したこと(特に韓国やメキシコなど。前頁図表5)は、OFIsの資金調達環境を大きく改善した。というのも、OFIsは一般的に預金という長期安定資金へのアクセスをもたず、資金調達をエクイティのほか、銀行借入やCPなど比較的短期の資金に依存するからである。こうした借入コストの低減は、OFIsの規模拡大を促す動因となった。

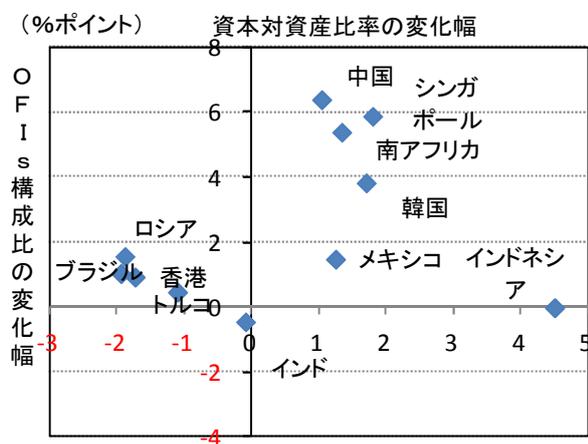
第二に、規制強化に伴う銀行与信の厳格化である。世界金融危機後、銀行のリスク・テイク能力は、多大な損失に伴うバランスシートの弱体化に加え、銀行規制の強化によって大きく低下した。特に金融危機の経験を踏まえ成立したバーゼルⅢの下、2013年以降、より厳格な自己資本比率規制が導入されていったことは、銀行の投融资行動をより慎重なものにした。

図表6 新興国における銀行貸出態度指数 (50=中立)



(資料) 国際金融協会 (IIF)

図表7 銀行部門資本対資産比率と OFIs 資産の金融システム構成比の変化 (2008年-15年)



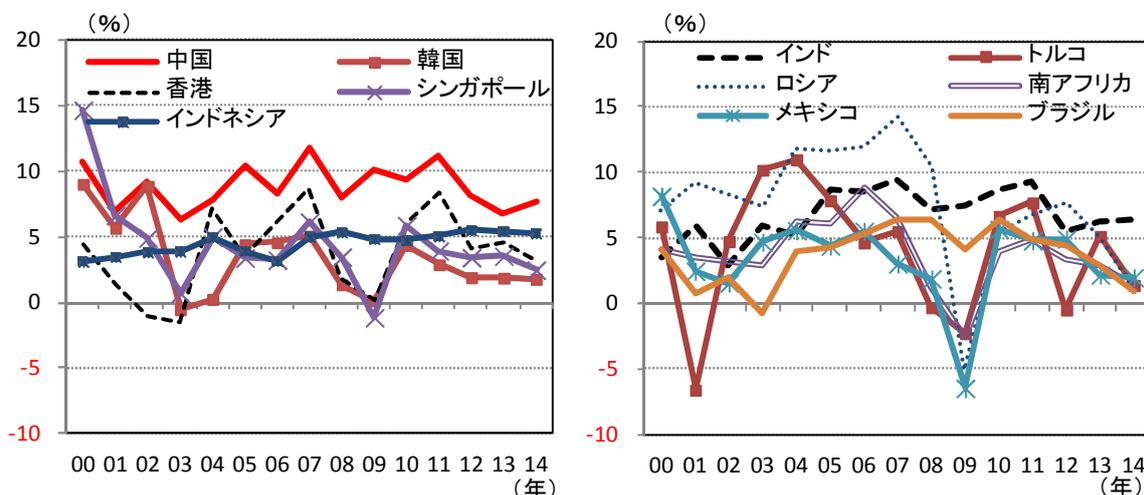
(注) 2015年値について、韓国のみ2014年時点  
(資料) IMF, “Financial Soundness Indicators”, FSB 前掲

図表6は、国際金融協会 (IIF) による新興国銀行貸出態度指数 (EM Bank Lending Conditions Index) の推移をみたものであるが、同指数は近年、緩和と厳格化の節目となる50ポイントをほぼ一貫して下回っており、新興国の銀行部門がリスクの引き受けに対し消極的な姿勢をとり続けていることを示している。

一方、銀行に対し健全性向上を求める銀行規制の強化は、銀行規制から直接的な影響を受けない OFIs の資産拡大にはプラスに作用したと考えられる。図表7は、2008年から2015年にかけての主要新興国における銀行部門の資本対資産比率 (Bank Capital to Assets Ratio。バーゼル規制上の自己資本比率ではない) の変化幅 (横軸) と、OFIs 資産の金融システム全体に占める構成比の変化幅 (縦軸) の関係をみたものである。中国や韓国、南アフリカなど銀行部門の資本対資産比率がより改善した国ほど、OFIs 資産の金融システム全体に占める構成比が高まっていることがみてとれる。このことは、銀行規制強化に伴い銀行がリスク・テイク能力を低下させる中、OFIs が銀行の事業撤退・縮小により生じた金融の間隙を埋めることで、従来銀行によって担われていた機能を代替するようになったことを示唆している。

第三に、新興国における個人消費の拡大である。図表8は、新興国における実質家計最終支出の推移をみたものであるが、国・地域により程度の差はあるものの、世界金融危機以降、比較的堅調な拡大を続けている。新興国における消費ブームは、消費者向けローン市場の発展、および貸し手としての OFIs の成長をもたらしたと考える。

図表8 実質家計最終支出前年比増減率 (左:東・東南アジア、右:左記以外)



(資料) United Nations, “National Accounts Main Aggregates Database”

### 3. OFIs の構造的脆弱性

OFIsは、銀行が十分提供できない、あるいはできなくなった機能を提供する金融主体として、金融システム上既に重要な役割を担っている。しかし、新興国に限ったことではないが、以下に挙げる理由から、OFIs への過度の依存は金融システムを不安定化させる危険を孕む。

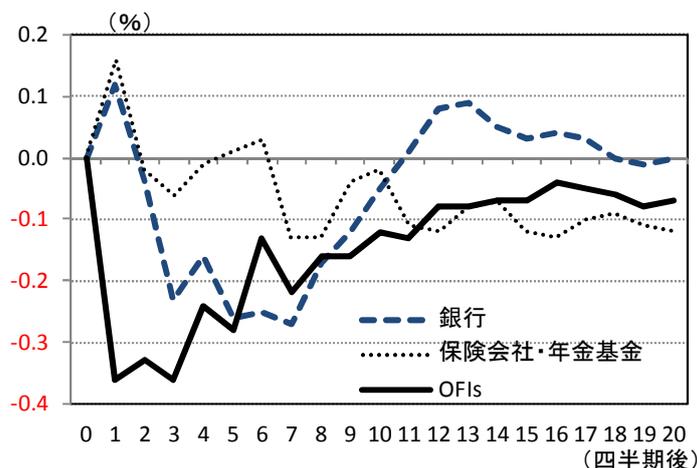
第一に、OFIs は銀行と異なり、政府支援を期待できない。一般的に OFIs は守られるべき預金者をもたないことから、流動性供給や預金保護といったセーフティネットの対象外である。OFIs は金融システムの序列において下位に位置づけられる傾向があり、危機の発生が破綻に直結するリスクは銀行に比べ格段に高い。既に旧聞に属するが、アジア危機時におけるタイの経験はそれを物語る。タイ当局は当時、銀行に関しては、公的資金投入や外資導入による資本増強などを通じ最優先で救済を図る一方、ファイナンス・カンパニーについては、類似した業務を提供していたにもかかわらず、救済を事実上放棄した。その結果、ファイナンス・カンパニーは破綻が相次ぎ、その社数は1995年末の91社から2000年末には21社に激減した(2016年9月末時点では2社)。

第二に、OFIs は銀行に比べ調達構造が脆弱で、金利上昇に弱い。既に述べたとおり、OFIs は通常、預金という長期安定調達手段をもたない。そのため、OFIs は金利変動に振られやすく、IMFが「国際金融安定報告書」(2016年10月号)の中で指摘しているとおおり、金融が引き締められると、銀行に比べより大きくバランスシートを縮小する傾向がある<sup>3</sup>。図表9は、政策金利が1%上昇

<sup>3</sup> IMF, “Monetary policy and the rise of nonbank finance” (GFSR, October 2016)参照。

したときの資産増減に対する影響について、韓国を例として、金融業態別に時系列でみたものであるが(出所は IMF 上記報告書)、OFIs は銀行や保険会社・年金基金に比べ、利上げに対し即座かつネガティブに反応することがみてとれる。OFIs は調達コストの上昇を貸出金利などの運用リターンに転嫁できない限り、利鞘縮小による収益悪化を免れず、結果として資産売却などを通じた与信の縮小を余儀なくされやすいことがその理由として考えられる。

図表 9 政策金利 1%上昇後の金融業態別資産増減率の時系列変化 (韓国の例)



(資料) IMF, “GFSR (October 2016)”

第三に、OFIs はリスク選好が強く、投融資対象を高リスク資産に集中させる傾向がある。OFIs は類似した与信業務を行う銀行に比べ、自己資本比率規制やレバレッジ規制といった規制面での制約が緩い。そのため銀行との間の規制格差を利用し(regulatory arbitrage)、銀行であれば通常とることができない、あるいはとりにくいクレジットを投融資の対象とすることができる。というよりもむしろ、銀行との間の競争上の劣位性から、対象をそうしたクレジットに限定せざるをえない。それゆえ、OFIs は過大にレバレッジを利かせたり、銀行へのアクセスが閉ざされた信用力の低い所得階層や企業、地域に顧客基盤を集中したりしがちである。その結果、OFIs は景気の減速・後退局面において、いち早く資産の劣化に直面するという構造的脆弱性をもつ。

#### 4. まとめと今後の見通し

米国の中長期金利は2016年7月初旬を底に上昇傾向にあったが、予想外の大統領選挙の結果を受け、その上昇ペースは一気に加速している。その負の影響は、新興国に対し通貨安・金利上昇という形で既に表面化しているが、このまま金利上昇が続けば、そのペースによっては、新興国の一部では今後、短期金融市場の流動性逼迫・枯渇や、銀行貸出金利の大幅な引き上げなどを通じ、OFIs の資金繰りが急激に悪化し破綻に至ることが懸念される。特に、銀行と OFIs との間の資金取引面における相互連結性(interconnectedness)が強い国<sup>4</sup>の場合、OFIs を起点としたシステミック・リスク<sup>5</sup>が顕在化していく恐れがあり、状況次第では、影響が国外に「伝染」していく可能

<sup>4</sup> FSB は、OFIs の銀行借入依存度が高い新興国として、トルコやインドネシアを挙げる (FSB 前掲、p.32)。

<sup>5</sup> 個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスク(日本銀行)。

性がある。

ところで、新興国の OFIs については、中国のシャドーバンキングが世界的に大きな注目を浴びている。だが、OFIs の金融システム上の重要性に鑑みると、OFIs に関連する潜在的リスクは、韓国や南アフリカ、メキシコなどのほうが相対的に大きいと考える。

うち韓国の OFIs について懸念されるのは、その巨額の家計向け債権である。同国の家計向け債権残高は2016年6月末時点で1,257兆ウォン(約110兆円)にのぼるが、その約4割はOFIs<sup>6</sup>に占められる。韓国では、景気低迷に伴い家計所得の伸びが足元で急速に鈍化しているが、朴大統領の醜聞をめぐる政治的混乱が低迷に拍車をかけることで、債務者の返済能力を下押しする可能性がある。同国の OFIs に関しては留意すべき時期に来ているものと考え。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.jp)

---

<sup>6</sup> 韓国における主な OFIs としては、相互貯蓄銀行、信用協同組合、相互金融、セマウル金庫(以上は非銀行ながら預金取扱金融機関とされる)、与信専門金融会社、クレジットカード会社、リース会社などがある(韓国銀行)。

---

※本資料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。