

# 米国シャドーバンキングの実情

～「牽制」から「強化」へ～

## ＜要旨＞

シャドーバンキングとは、銀行システムの外側にある金融仲介システム、すなわちMMFや投資信託、あるいは証券化商品から、銀行規制に服さない金融会社やノンバンクの貸出までを幅広く指す。金融安定理事会の調べでは、その規模は2017年末に世界で117兆米ドルに膨らみ、同理事会では「シャドーバンキング」という用語の使用を意図的に取り止めた。シャドーバンキングはもはや「影の」存在ではない。

国別シェアで突出する米国では、金融規制の変遷を背景に銀行システムと密接に関係して発展してきた。リーマンショック以前は「銀行がシャドーバンキングを発展させた」が、以降は「シャドーバンキングが銀行の機能低下を埋め合わせている」。シャドーバンキングの調達側のリスクである(1)MMF・投資信託等の「解約集中(取り付け)」は、投資家行動として合理的だが、金融危機時には解約と資産価格下落が負のスパイラルとなり事態を深刻化させる。運用側のリスクである(2)投資先・貸出先の破綻(クレジットリスク)については、米国金融の根幹である「住宅ローン」と昨今注目度が高まっている「レバレッジド・ローン(投機的格付向け企業への優先担保付ローン)」に焦点を当てる。前者は実質的にGSE(政府援助法人)≒米国政府リスクである点で大きな変化は無く、後者については、足元で目立ったデフォルト率の上昇は見られない。

これら2つの市場で見られるように、米国のノンバンクは銀行の穴を埋める形で広がり金融業界の発展を支えてきた。シャドーバンキングを全先一律にリスクが高いと言うべきではないだろう。それでもやはり銀行システムと比べると、預金者保護のようなセーフティネットが未整備であり、規制面においても未だ盤石であるとは言えない。今後金融技術の革新により、さらに高度化かつ複雑化していくと予想される中、基盤強化に向けた課題は残されている。

## 1. もはや影ではない「シャドーバンキング」

「シャドーバンキング」—この言葉をそのまま和訳すると「影の銀行」となるが、その響き通り、怪しげなもの、好からぬものを想像するのが普通である。

この用語は、中国における銀行理財商品等の問題が注目を浴びるまで、日本国内においてはさほど注目を浴びるものではなかった。しかし、この用語の起原は古く、元々は2007年8月に米国大手資産運用会社PIMCOのポール・マカリー氏が用いたのが最初とされている。同氏は、シャドーバンキング・システムを、「レバレッジを多用する、ノンバンクのコンデュイット(導管体)、器およびストラクチャーの総称」と定義した。そして、シャドーバンキング・システムに対する取り付け騒ぎが、「システムック・リスク」であるとした。

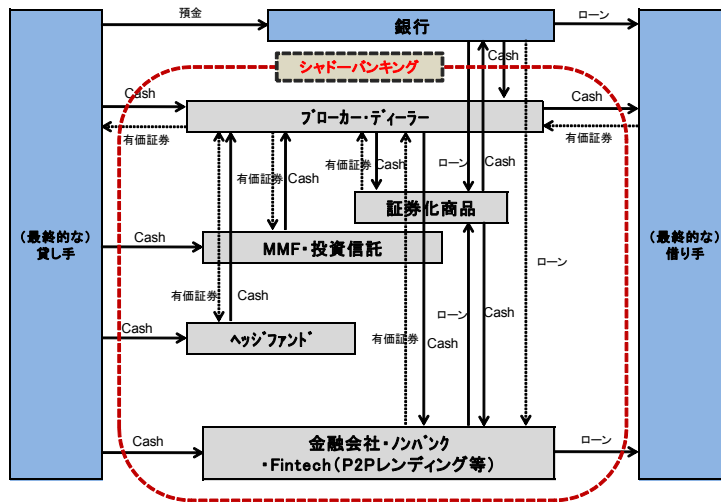
同氏の定義は些か難解であるので、銀行システムとの対比でシャドーバンキングを説明する。

「銀行」の基本的なビジネスモデルは、預金を原資にして貸出を行うものである。貸出の内容や銀行の財務には厳しい規制が課される一方で、預金に対しては一定の保護が付けられている。

これに対し「シャドールバンキング」は、「銀行システムの外側にある金融仲介システム」である。視覚的に説明すると、図表1の最上部にある銀行が仲介する預金から貸出への流れを除く部分の全てがシャドールバンキングとなる。具体例を挙げれば、MMFや投資信託、あるいは証券化商品のような投資の器を使用する資金の流れ、および銀行規制に縛られないノンバンクによる貸出は全てシャドールバンキングと整理される。

シャドールバンキングは、銀行規制に従う義務は無いが、このことは裏を返せば預金者保護といったセーフティネットが整備されていないという事を示す。

図表1 シャドールバンキングのイメージ図



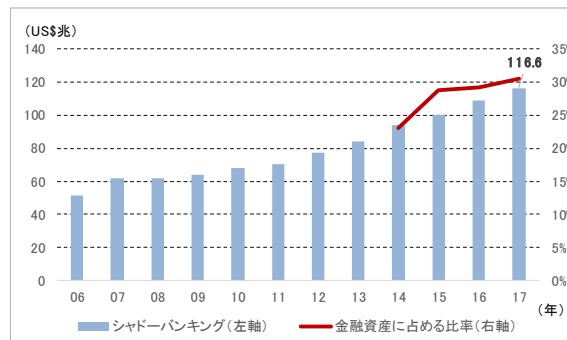
(資料) 三井住友信託銀行 調査部作成

金融安定理事会 (Financial Stability Board、以下『FSB』) は、2012年11月以降、世界のシャドールバンキングに関するレポートを公表しており、2017年末の世界のシャドールバンキングの規模は117兆ドルに上るとしている(図表2)。

今年2月に公表されたFSBレポートにおいて「シャドールバンキング」という用語の使用が控えられ、代わりに「ノンバンク金融仲介機能 (non-bank financial intermediation)」という用語が使用された。

この変化についてFSBは、「専門用語の明確化、そしてノンバンク金融仲介機能の耐性強化に向けたFSBの活動の前向きな面を強調するもの」と説明している。言い換えれば、従来はシャドールバンキングを「警戒すべき対象、その拡大を牽制すべき対象」と捉えていたが、金融機能としてもはや無視できない程に拡大したために、その役割・機能を取り込んだ上で「基盤・耐性を強化すべき対象」に位置付け直したと解釈できる。

図表2 世界のシャドールバンキングの規模



(資料) FSB

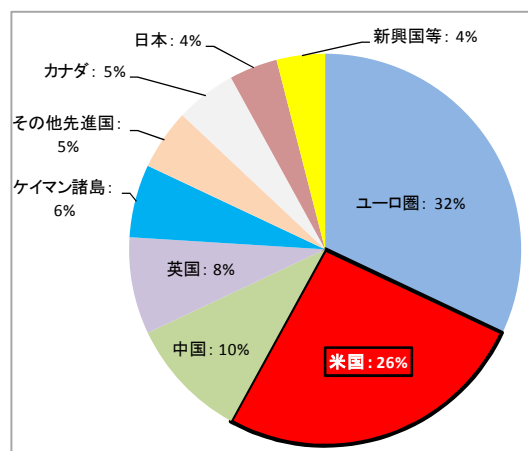
(なお、本稿においては、FSBの用語変化に関わらず、連続性の観点より「シャドーバンキング」という用語を用いる。)

## 2. 米国のシャドーバンキング

以下では米国のシャドーバンキングについて、その概要を整理してみた。

世界で最もシャドーバンキングの規模が大きい市場は中国ではなく米国である。FSBレポートによると全世界のシャドーバンキング 117兆米ドル(2017年末時点)のうち、米国が26%を占めており(図表3)、中国は10%程度にすぎない。

図表3 世界のシャドーバンキングの国別割合



(資料)Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018

米国シャドーバンキング・システムは銀行システムと密接な関係で発展してきた。

元々米国の銀行業界は、銀行と証券会社、保険会社等の分離を定めたグラス・スティーガル法<sup>1</sup>(1933年)による規制の下に置かれていたが、1970年代以降の規制緩和が、MMFや証券化商品といった形態でのシャドーバンキングを発展させた。

その後、グラム・リーチ・ブライリー法<sup>2</sup>(1999年)の制定によりグラス・スティーガル法が廃止されると、米国では銀行を中心としたメガ銀行グループが相次いで誕生した。銀行、証券、資産運用等の機能をグループ内に囲い込んだメガ銀行グループは、本来期待されていた「金融スーパーマーケット」としての機能を果たすことなく、収益性の高い証券化ビジネスを従来以上に複雑な形態で発展させることに躍起となり、これが米国シャドーバンキングの発展を助長した。

ここまでは「銀行がシャドーバンキングを発展させた」局面である。

しかし、リーマンショックをきっかけに金融規制が強化されると、商業銀行・投資銀行の信用創造機能が低下し、代わってノンバンクによる貸出が増加し、銀行の穴を埋める形で、シャドーバンキングの役割が広がって行った。

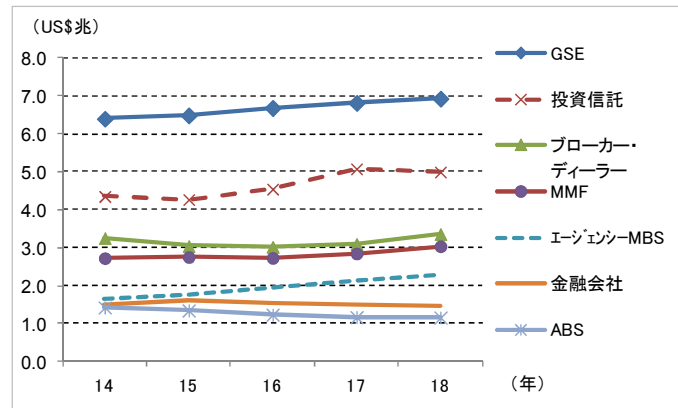
<sup>1</sup> 後掲<用語集>(1)参照。

<sup>2</sup> 後掲<用語集>(2)参照。

つまり、リーマンショック以降は「商業銀行・投資銀行の機能低下を埋め合わせるために、シャドーバンキングが独り歩きを始めた」局面と言える。

米国のシャドーバンキングの全体金額および内訳は、明確かつ詳細な定義付けの下で公表されているものではないが、投資の器も含めて誰が直接の貸し手であるかを基準にすると、MMF・投資信託といった投資ファンド、住宅ローンの買い取りを行うファニー・メイ<sup>3</sup>およびフレディ・マック<sup>4</sup>といった政府援助法人(GSE = Government Sponsored Entities)、ABS(証券化)等が代表的な存在であると言われている(図表4)。

図表4 米国のシャドーバンキングの内訳



(資料) FRB

こうした特徴を踏まえ、次章で米国のシャドーバンキングのリスクの所在につき述べる。

### 3. シャドーバンキングのリスク

米国のシャドーバンキングにおけるリスクは、(1)MMF・投資信託等の「解約集中(取り付け)リスク」、および(2)投資先・貸出先の破綻リスク(以下「クレジットリスク」と表記)に大別することができる。

#### (1)解約集中(取り付け)リスク

上記2. で述べた通り、米国のシャドーバンキングの特徴の一つとして、MMF・投資信託のウェイトが高いことが挙げられる。

MMF・投資信託には個人投資家の資金が多く流入しているが、銀行のような預金保険が無く、解約・資金引き揚げが投資家にとり唯一のリスク回避手段である。さらに、個人投資家はヘッドラインや群集心理に流され易い傾向があるため、金融危機発生などの市場下落時には、投資家のファンド解約殺到→社債等ファンド資産の売却発生→更なる資産価格下落の連鎖を引き起こすリスクがある。リーマンショック時に、MMF について解約規制が導入されたのは解約集中リスクの象徴的な事例であった。

#### (2)投資先、貸出先の破綻リスク(クレジットリスク)

クレジットリスクの例として、①住宅ローンと②レバレッジド・ローンの2つを取り上げる。

<sup>3</sup> 後掲<用語集>(3)参照。

<sup>4</sup> 後掲<用語集>(4)参照。

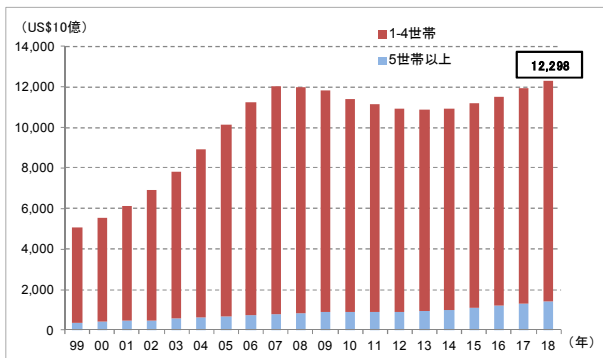
① 住宅ローン

2018年末の米国の住宅ローン残高は12.3兆米ドルとリーマンショック前をやや上回る水準である(図表5)。米国の住宅ローン市場というサブプライムローン<sup>5</sup>問題を想起してしまいがちであるが、2006年に全組成額の23.5%を占めていたサブプライムローンの比率はその2年後には1.7%にまで落ち込み、以降は目立った回復を示していない。なお、米国の住宅ローンの多くは、基本的にオリジネーターによる融資実行後、GSEにより買い取られ、証券化された後に投資家に販売されるというのが一般的な図式である。

住宅ローン市場はGSEが介在すること、オリジネーターに住宅ローン専門ノンバンクが含まれるという点で、シャドールバンキングと密接な接点がある。現在では新規組成の54%がノンバンクである(図表6)。

実質的に政府機関とみなされるGSE制度に関しては、オバマ前大統領の時代に民営化案等、改革の必要性が論じられた時期もあったが、トランプ政権発足後は殆ど進捗しておらず、現在のところ住宅ローン市場の破綻リスク ≡ GSE破綻リスク ≡ 米国政府リスクという図式に変わりはない。

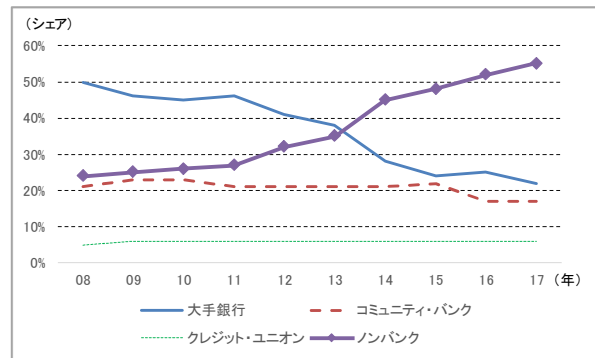
図表5 米国の住宅ローン残高推移(1999~2018年)



(資料) FRB

図表6 住宅ローン(1世帯向け)

- ノンバンクによる組成比率の増加

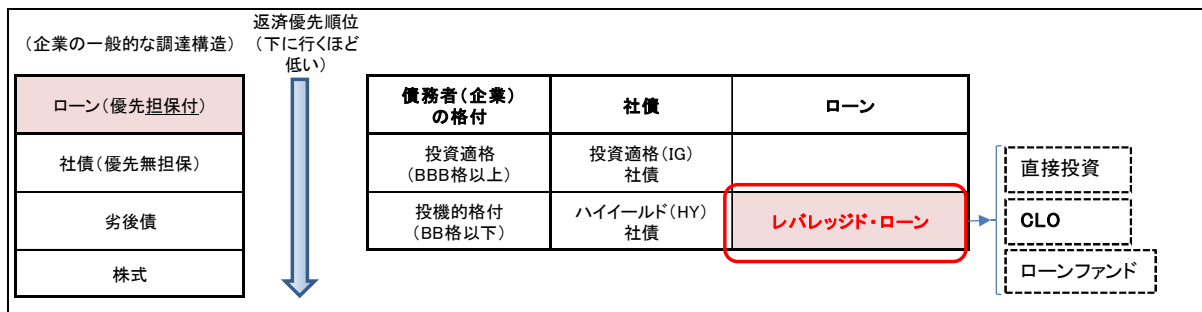


(資料) Mortgage Bankers Association

② レバレッジド・ローン

レバレッジド・ローンとは、投機的格付企業向けの優先担保付貸出で、(図表7)一般的には、EBITDA<sup>6</sup>ベースで5,000万米ドル以上の企業が対象となる。

図表7 レバレッジド・ローンとは



(資料) 三井住友信託銀行 調査部作成

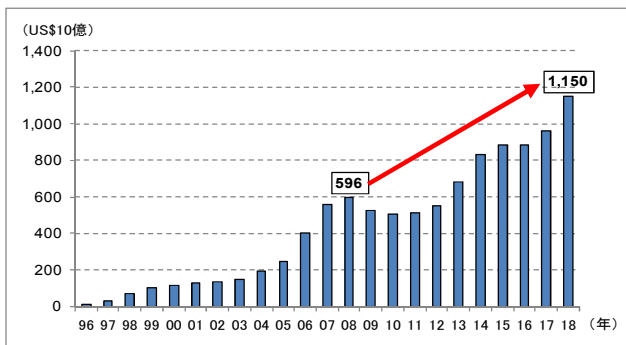
<sup>5</sup> 後掲<用語集>(5)参照。

<sup>6</sup> 後掲<用語集>(6)参照。

市場規模は 2018 年に1兆米ドルを突破しており、リーマンショック前と比べると約2倍の市場規模となっている(図表8)。なお、レバレッジド・ローンの多くは最近金融当局から警鐘が鳴らされている CLO<sup>7</sup>やローンファンドといった投資の器に組み入れられているのも特徴である。また、昨今ではレバレッジド・ローンに特化した PE ファンドや金融会社等のノンバンクによる組成が増えていることにも注目する必要がある。

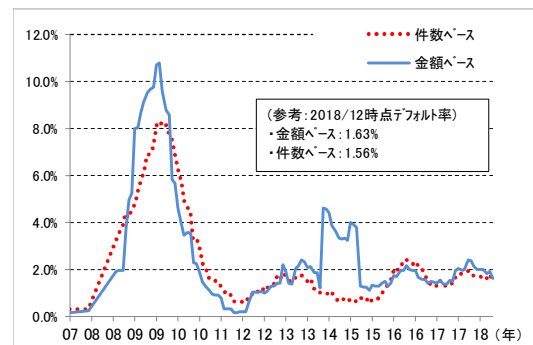
かつては貸出条件として財務制限条項(コベナンツ)<sup>8</sup>が付されている案件が太宗を占めていたが、最近ではコベナンツが付されていない、もしくは条件が緩和されている案件、いわゆる「コベナント・ライト・ローン」が主流であり、2018年には新規組成案件の85%を占めた。イエレン前FRB議長が2018年10月「与信基準の緩み等を通じて、この市場では懸念が高まっている」旨の発言をしたが、財務状況に懸念が少ない先が多いゆえにコベナント・ライト・ローンが増えているという見方もあり、「コベナント・ライト・ローン増加=懸念度合い増加」と決め付けるべきではない、と考える。なお、足元では米国経済の底堅さとも相俟って、デフォルト率の上昇は見られていない(図表9)。

図表8 レバレッジド・ローン市場の拡大



(資料) Leveraged Commentary &amp; Data

図表9 レバレッジド・ローン市場デフォルト率推移



(資料) Leverage Commentary &amp; Data

### (3) ノンバンクシェアの拡大

なお、住宅ローン、レバレッジド・ローン市場は、上記「2. 米国のシャドーバンキング」において触れた「銀行の穴を埋める形で、シャドーバンキングの役割が広がって行った」例の最も代表的な例であるが、これら市場においてノンバンクによる組成シェアが拡大した背景は以下の通りである。

住宅ローンについては、銀行に対する規制強化の影響、および過去の不適切販売に対する高額の法的費用の影響等理由により、銀行が住宅ローン業務に従来ほどには尽力しなくなった一方で、キャッチーな宣伝やITシステムの活用を通じ、組成の迅速さや顧客のアクセシビリティを高めた住宅ローン専門ノンバンクが大きく台頭してきたという事情がある。

レバレッジド・ローンについては、2013年に銀行が組成する案件の組成基準としてレバレッジド・レンディング・ガイドライン<sup>9</sup>なるものが定められ、以降同ガイドラインの対象外である金融会社やPEファンド等のノンバンクによる組成が目立つようになった。

ノンバンクが支える領域の拡がりには懸念を示す向きもあるが、米国金融業界の発展がそれにより支えられてきたという事実は無視できないであろう。

<sup>7</sup> 後掲<用語集>(7)参照。

<sup>8</sup> 後掲<用語集>(8)参照。

<sup>9</sup> 後掲<用語集>(9)参照。

#### 4. 規制面の課題

以上、米国のシャドーバンキングのリスクの所在について触れたが、リスクに対する規制の動きは「未だ道半ば」の状況にある。

投資信託に関しては、その動向が市場に与え得る影響も大きい。リーマンショック後、FSB および IOSCO (証券監督者国際会議) 主導で大手の資産運用会社を「グローバルなシステム上重要なノンバンク金融機関 (G-SIFI)」として特定するための議論が活発に行われ、米国ではドッド=フランク法の下で規制に関する議論が進んだ。しかし、当初 G-SIFI として指定された AIG、プルデンシヤル、メットライフの保険会社3社および GE キャピタルについては、現在指定が解除されており、現時点で米国のノンバンク G-SIFI は存在しない。これが示すように、資産運用業界の規制に関する議論も停滞ないし後退している。

組成のシェアを伸ばしているノンバンクに対する規制も同様である。住宅ローン市場に対する規制に関しては、2008年のSAFE Act<sup>10</sup>施行以来それまで州毎に統一感無く定められていたライセンシング規則等の平準化が進み、また連邦政府レベルにおいては、2011年ドッド=フランク法の下でリテール金融部門単一の金融規制監督当局として新設されたCFPB<sup>11</sup>がノンバンクに対し厳しい監視の目を向け続けてはいるものの、やや市場に減速感が出ている足元の状況においては、ノンバンクの財務・流動性状況に関しさらに厳格なルールを定めるべきだという意見もある。レバレッジド・ローン市場に関しても、現時点ノンバンクに遵守が義務付けられる統一的なルールは特に存在しない。

#### 5. 結び

冒頭触れた FSB のレポートにある通り、かつて「シャドーバンキング」と呼ばれていた領域は、米国の金融市場において、もはや「影(シャドー)」と言える存在ではなくなっている。米国のレバレッジド・ローン市場および住宅ローン市場において、ノンバンクはもはや「日向(ひなた)」の存在となっている。

「シャドーバンキング」を「牽制すべき対象」から「基盤・耐性強化する対象」へとシフトさせた FSB の認識変化は、現代の金融機能の現実を捉えているという意味で評価に値する。ただし、銀行システムと比べると、預金者保護のようなセーフティネットが未整備である点は疑いの余地がなく、規制面においても未だ盤石であるとは言えない。加えて、今後 Fintech 等により、さらに高度化かつ複雑化していくことが確実視されるが、それに伴うサイバーセキュリティの課題や、システムック・リスクが発生した際の耐性などの課題が残されている。

(金融事業調査チーム 山本 雅彦 : Yamamoto\_Masahiko@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。

<sup>10</sup> 後掲<用語集>(10)参照。

<sup>11</sup> 後掲<用語集>(11)参照。

## ＜用語集＞

(1)	グラス・スティーガル法	＜Glass-Steagall Act＞ 1933年に制定された米国の連邦法。世界恐慌の経験から、銀行の健全化と預金者保護を図るため、銀行・証券業務の分離や連邦預金保険公社(FDIC)の設立などを定めた。名称は法案を提出した2人の議員の名に由来する。
(2)	グラム・リーチ・ブライリー法	＜Gramm-Leach-Bliley Act＞1999年に制定された米国の連邦法。1933年のグラス・スティーガル法で銀行業と証券業の分離を定めた規定を廃止し、銀行・証券・保険業の相互参入を認めた。名称は法成立を主導した3人の議員の名に由来する。
(3)	ファニー・メイ	＜Fannie Mae (Federal National Mortgage Association = FNMA)、連邦住宅抵当公庫＞ 1938年に世界恐慌後の経済対策から銀行のバランスシート上の不動産貸付債権を買い取り、不動産融資をしやすくし、マイホーム保有を促進するために政府援助法人(GSE)として設立。
(4)	フレディ・マック	＜Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation = FHLMC)、連邦住宅貸付抵当金庫＞。ファニー・メイが十分カバーしていない部分に資金を供給する目的で1970年に設立。ファニー・メイとは競合関係にあるが目的は基本的には同じ。
(5)	サブプライムローン	経済的信用度の低い層を対象としたアメリカの住宅ローン。サブプライムとは優良(prime)より下(sub)という意味である。
(6)	EBITDA	＜Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization＞ 税引前利益に、支払利息、設備投資による減価償却、企業買収による暖簾代償却を足し戻した利益。国によって異なる会計基準や法人税などの影響をできるだけ排除して算出した利益で、国際的な企業や他国の同業他社を比較・分析するための指標の一つである。
(7)	CLO	＜Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券＞ 企業向けの貸出債権をひとまとめにし、そこから得られる金利収入などを裏付けに債権を証券化したもの。
(8)	財務制限条項(コベナンツ)	貸出契約における財務制限事項(financial covenants)を指す。債務者のある財務指標が一定基準を外れた場合、債権者から債務不履行(default)宣告をされたり、金利上昇等のペナルティを課されたりする。コベナンツの代表的なものとしては、レバレッジ比率(借入金額÷EBITDA)、金利カバレッジ(EBITDA ÷ 金利費用)等がある。
(9)	レバレッジド・レンディング・ガイドライン	2013年に発効した、銀行がレバレッジド・ローンを組成する際のガイドライン。「ベースキャッシュフローで5～7年以内に優先無担保債務の全額、もしくは総負債の半分を返済するシナリオが描けない企業のローンを組成すべきではない」、「トータル・レバレッジは6倍以内に抑えるべき」、「コベナンツ・ライト・ローンについては、排除しないもののスタンスはネガティブ」等の内容を含む。 なお、2018年3月、米国通貨監査局(OCC)長官は「銀行に同ガイドラインの遵守義務は無い」とのコメントを出している。
(10)	SAFE Act	＜Secure and Fair Enforcement for Mortgage Lending Act＞2008年、州レベルの住宅ローンに関する法律を同法レベルに厳格にすることを義務付けたもの。同法により、それまで各州で独自に定められ統一感の無かったライセンス等についても基準が定められた。
(11)	CFPB	＜Consumer Financial Protection Bureau＞ 金融規制改革法(ドッド=フランク法)に基づき2011年に連邦準備制度理事会(FRB)の下に新設された、透明性と消費者の選択を推進するリテール金融部門の単一の金融規制監督当局。サブプライム・ブームの際、金融機関が雑な審査を行ったことから、こうした事態の再発を防止すべく消費者が金融機関に騙されたり、不公正な契約をさせられたりすることを防止することを目的とし、連邦消費者金融法制の下で、消費者金融商品・サービスの提供等に関する規制・監督を行う。