

2016年6月4日

## 報告要旨「シャドーバンキングと金融危機」

報告者 高田太久吉(金融システム研究会)

**資料** Photis Lysandrou & Anastasia Nesvetailova, The Shadow Banking System and the Financial Crisis: A Securities Production Function View, FESSUD working paper, No.5, 2014. 同じ著者の論文 The Role of Shadow Banking Entities in the Financial Crisis: A Disaggregated View, *Review of International Political Economy*, 2014.は若干文章が変更されていますが、論旨は変わりません。どちらを読んでも結構です。

### L/N 論文の要旨

#### 問題設定

シャドーバンキングが金融恐慌の重要な要因であることは広く認識されている。しかし、シャドーバンキングが金融恐慌の発生にどのような役割を果たしたのかという問題は、十分解明されていない。もしもシャドーバンキングが金融恐慌の主因であるなら、シャドーバンキングを厳格な規制・監督のもとに組み入れることが重要になる。しかし、主因がシャドーバンキングの外部に見出されるのであれば、シャドーバンキングを規制するだけでは問題は解決しない。

多くの人々が、シャドーバンキングを金融恐慌の主因と考える根拠は、(1)シャドーバンキングが CDO を始めとするリスクな証券の組成・販売に不可欠の役割を果たした経緯、(2)今回の恐慌を 2007 年の BNP パリバのヘッジファンド破綻に始まり、2008 年 9 月のリーマン破綻で頂点に達した一連の「短期的」金融危機として捉える通説的理解、である。

本論文の立場は、通説とは異なり、金融危機の主因をむしろ、ヘッジファンド、年金、投資信託、保険会社など[シャドーバンキング外部の]機関投資家の側に見出す立場をとる。  
CDO の組成・販売を急増させ、2007 年 8 月の最初の短期金融市場の梗塞を引き起こしたのは、これら機関投資家の投資適格証券に対する大きな需要圧力であった。この観点から、シャドーバンキングと金融危機の関連を見直すことが本稿の課題である。

シャドーバンキングとは何か (非通説的な定義)

Financial Stability Board の定義 (通説)

(1)正規の銀行システムの外部で金融仲介を行う金融的主体および活動で、(1)満期転換や流動性転換、レバレッジ、不十分なリスク移転などによってシステムリスクを生じる懸念があるもの、および、あるいは、(2)規制間の不整合を利用する裁定行動(regulatory arbitrage)を引き起こす懸念があるもの。

(報告者付記) シャドーバンキングの定義をめぐる議論については、高田『マルクス経済学と金融化論』第6章/金融恐慌とシャドーバンキング、を参照してほしい。

FSB の定義は不十分である。問題は、システミックリスクの懸念を生じるか否か——結果が示しているように懸念があることは言うまでもない——ということ[これは金融監督機関の観点からの問題]ではなく、シャドーバンキングはどのような機能/役割の故に、システミックリスクを引き起こすほど大規模に膨張したのか[これは経済学者が提起すべき問題]を説明することである。かくして、われわれの定義は、

「シャドーバンキングシステムとは、銀行の簿外で、銀行が所有するか、銀行がスポンサーになっている金融主体(SPCs, SIVs, Conduits)によって、資本市場および短期金融市場で行われる、規制の無い信用仲介、満期/流動性転換活動で、その主要な目的は[大手銀行のビジネスと収益源の拡大を図りながら]グローバルな投資家[機関投資家と富裕層]が必要とする、利回りを生む債務証券の供給を増大させることである。」

### FSB の定義と我々の定義の3つの違い

(1)シャドーバンキングをオフバランス(簿外)で規制外の主体ないし活動に限定する。ノンバンクその他の、銀行と競争的な金融組織は含めない。現在中国で議論されている意味でのシャドーバンキングも除外される。

(2)銀行セクターと資本/貨幣市場を結び付けるシャドーバンキングの機能を重視する。

シャドーバンキングを構成する簿外の SPEs, SIVs, および Conduits(仲介機構)の基本的役割は、銀行自体の信用仲介(預貸)機能を、資本/貨幣市場における証券売買活動と結び付けることである。これによって、銀行の信用仲介機能が根本的に変化する。

(3)FSB の定義では、銀行の簿外組織であるシャドーバンキングが投資家の必要とする証券(投資家から見れば価値保蔵手段、発行主体から見れば資金調達手段)という「有形」資産を作り出す重要な機能が曖昧になる。銀行の預貸業務を、有形資産を新たに作り出す資本/貨幣市場の業務に転換する役割が、ノンバンク(finance companies, 消費者金融会社他)から、シャドーバンキングを区別するメルクマールとなる。SPEs, SIVs, および Conduits は、シャドーバンキングシステムの中枢であり、これらの仕組みだけが、信用ベースの証券を供給する工場の役割をはたすのである。

### シャドーバンキングの発展を促した契機

1970年代以降、MMF が普及し、大量の投資適格(短期)証券への需要を作り出した。

CD, CP, ⇒ ABCP SIVs などシャドーバンキングが ABCP の主要な供給者になった。年金基金、保険会社、投資信託、さらには資産管理業者の長期債券需要に応えるため、

ABS, CDOs をシャドーバンキングが大量に発行するようになった。

### 派生的な問題

シャドバンキングを作り出したのは銀行の内的な必要なのか、それとも、銀行はノンバンクからの競争に迫られてシャドバンキングを作り出したのか？

米国のシャドバンキングの拡大は、1990年代初頭~2000年代初頭までは比較的緩やかであった。その後、シャドバンキングの急拡大が生じた。この経過を理解するためには、シャドバンキングの拡大と、米国債券市場の推移とを関連付けて考察する必要がある。この観点から考察すると、シャドバンキングの拡大が、債券市場における異常かつ長期の低利回りとが相関していることが理解できる。つまり、債券製造工場としてのシャドバンキングに対する需要の急増は、債券市場における利回りの長期的収縮と表裏をなしている。

政府及び企業による長期投資証券(国債・社債)の供給と、これらに対する[機関投資家の]需要とは、2000年代初頭までは大よそ均衡していた。しかし、その後、証券需要が証券供給を上回るようになった。この需要サイドには、既存の機関投資家(年金、投資信託、保険)に、政府、資産管理業者、新興国の富裕層が加わった。ただし、2006年末時点で、世界の債券残高67兆ドルの中の80%以上がG7諸国によって発行されていた。

途上国に発生した超過需要は、世界の債券市場の46%を占める米国市場に向けられた。国内および国外からの増大する需要に対応するために、米国ではまずABSの供給が増大した。ABSは、2000年代初頭までは、主として政府系住宅金融機関(GSE)のモーゲッジ証券化の必要によって発行され、その後、銀行の民間住宅ローンに広がった。しかし、2000年代初頭以降は、投資適格証券に対するグローバルな超過需要が、ABS供給の主要ドライバーになった。2007年時点で、世界全体のABS残高11兆ドルの中、9兆ドルが米国発行であり、この内、5.4兆ドルが2002年以降に発行されたものであった。これらの数字は、米国のABS市場は40年以上前から存在していたことを念頭に置いて理解される必要がある。

ABSに対する超過需要に対応するために、GSEが保証するモーゲッジだけではなく、民間金融機関の住宅ローン、消費者ローンその他さまざまなローンを担保とするABS、さらには、これらのABSを担保とする二次、三次の仕組み証券が組成・販売されるようになった。SIVなどシャドバンキングの手元に売れ残った低格付けのMBSやCDOも、CDO<sup>2</sup>、CDO<sup>3</sup>としてリサイクルされた。2007年夏の段階で、政府および企業発行のAAA債券の銘柄は数十にとどまっていたが、サブプライムローンを担保とするAAA債券は38000銘柄に上っていた。

以上のようなCDOの供給増にもかかわらず、グローバルな投資家の需要を満たすには不十分であった。そのために、純粋な信用リスク(信用デリバティブ)を商品化した「合成CDO」

が、キャッシュ CDO に取って代わるようになった。合成 CDO の主要な投資家は欧州の金融機関であった。

#### 金融危機発生時のシャドーバンキング

2007 年夏、3 兆ドル規模に膨張していた CDO 市場が BNP パリバの投資信託解約凍結発表（パリバショック）を契機に突然崩壊し、為替市場の大きな混乱と世界的な金融システムのマヒを引き起こした。シャドーバンキングは、これらの CDO を供給したが、この内、シャドーバンキングが手元に保有していたのは全体の 4 分の 1、であり、残りの 4 分の 3 はシャドーバンキング外部の投資家が保有していた。それでは、金融危機が発生した時、シャドーバンキングはなぜかくも甚大なダメージを被ったのか？

この疑問に答えるためには、シャドーバンキングの役割を細かく見る必要がある。SPEs はモーゲッジやローンの証券化、SIVs と Conduits は CDO の組成を担当した。このうち、SIVs は組成した CDO の大半を販売したが、Conduits は利潤を確保するために組成した CDO を保有していた。SIV の収益は手数料であり、Conduits の主な収益は保有資産の利回りであった。SIV（総資産 4000 億ドル）は銀行もしくは投資銀行がスポンサーになっていた。これに対して、大半の Conduits（総資産一兆 4000 億ドル）は、銀行が所有するかスポンサーになっていた。そのため、Conduits の資金繰りが行き詰まれば、銀行は資産を買い戻さなければならなかった。しかし、銀行はそのための準備金を予め用意していなかった。

シャドーバンキングがバランスシート構造から見て、金融市場における短期資金フローの変動に脆弱であることは明らか。また、Conduits が組成した CDO にオープンな流通市場は存在せず、担保資産の構成についても透明性を欠いており、市場参加者は誰がどのような CDO を保有しているのか、それらの CDO のリスクプロファイルがどのようなものか、適切に評価する手立てを持たなかった（架空資本としての要件の欠如）。このため、CDO 市場の崩壊が始まると、短期金融市場（Repo 市場および ABCP 市場）に依存した金融システム全体がマヒ状態に陥った。こうした経過に照らせば、シャドーバンキングが金融恐慌の主因であるという結論が引き出せそうに思われる。

しかし、以上のことは、シャドーバンキングが金融恐慌の主因であったことを直ちに意味しない。重要なことは、金融恐慌発生に先立つ数年間、グローバルな債券市場で発生していた前述の状況（投資債券に対する継続的な超過需要、異常かつ長期の利回り低下）が金融システムに及ぼした作用を理解することである。債券市場において拡大するグローバルな需給ギャップは、「品薄」の公債や社債を補完する、新たな債券供給のメカニズムを必要を生み出し、このギャップを埋める業務に参入すれば莫大な収益が見込まれた。しかし、さまざまな規制下にある銀行本体はこのビジネスチャンスに柔軟に対応することは困難で

あった。これに対して、「規制外」で運営されるシャドーバンキングは、拡大する需給ギャップを埋めるために最新の金融工学を応用した金融イノベーションを導入し、仕組み証券製造ビジネスを柔軟に展開することが可能であった。

### 金融危機後の状況

金融危機は、仕組み証券市場や信用デリバティブ(CDS)市場を収縮させ、グローバルな債券市場における超過需要を解消しないどころか、中期的にはむしろ深刻化させた。危機は、グローバルな投資適格証券に対する需要を減退させず、危機以降も高格付けの債券に対する超過需要と低利回りは継続している。言い換えれば、世界的な貨幣資本の過剰蓄積は解消されていない。株式を始め証券価格の下落で一時資産を減らした富裕層は、その後急速に富の額とシェアを回復している。言い換えれば、債券市場には、相変わらず需要サイド(投資家サイド)からの大きなプレッシャーがかかり続けている。

(報告者付記)マッキンゼー・グローバル研究所の調査(*Mapping Global Capital Markets 2011*)によれば、世界全体の、株式時価総額、債券、ローンを含む金融資産の総額は 2008 年の 175 兆ドルから 2010 年には 212 兆ドルに回復している。その内訳を見ると、株式総額が 34 兆ドルから 54 兆ドルへ、公債残高が 32 兆ドルから 41 兆ドルへ、非金融企業発行の債券が 8 兆ドルから 10 兆ドルへ、それぞれ増加している。また、イギリス・シティの調査機関 The CityUK の調査(*UK Fund Management, 2015*)では、各種機関投資家が管理する資産の総額は、2007 年の 79.9 兆ドルから 2008 年には 68.1 兆ドルに減少した後、2010 年には 84.4 兆ドルと 2007 年のピークを回復し、2014 年には 108.5 兆ドルに増大している。

投資家サイドを構成しているのは、機関投資家、銀行、経常収支黒字国、富裕層である。これらの中、前 3 者は、株式や債券の形態で資産を保有する必要性がある。しかし、富裕層については、必ずしもその必要性は認められない。世界人口のわずか 0.01%に相当する 1000 万人の超富裕層が、42 兆ドルもの金融資産を保有し、その中 30%を債券で保有しなければならない理由はない。これらの富裕層は、ヘッジファンドの最大の出資者であり、ヘッジファンドは CDO の最大の投資家であった。言い換えれば、シャドーバンキングに CDO の組成・販売を促した最大の需要圧力は富裕層の投資需要であった。

### 政策的含意

投資債券のグローバルな需給ギャップ＝金融危機の根本的な要因を除去するもっとも簡単ではないにしても合理的な政策は、グローバルな富の不平等を改善することである。

この論点については、以下の論文が参照されるべきである。

Photis Lysandrou, Global Inequality as One of the Root Causes of the Financial Crisis: A Suggested Explanation, *Economy and Society*, Aug.2011.

-----, Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism, unpublished paper, 2009.

#### ディスカッション

(1)本論文の基本的な観点は、2007~の金融恐慌を、2000年代に顕著になった債券市場におけるグローバルな需給ギャップという背景のもとで考察すること。この背景のもとで見えてくるのは、2000年代におけるシャドーバンキングの急拡大が、機関投資家、銀行、政府機関、富裕層、からの増大する投資債券需要に対応して銀行機能を組み替える経営政策の結果だということ。

このアプローチ(グローバルな債券需給ギャップ論)は、

第一に、金融危機の原因としての安全資産不足論とかぶさっている

ただし、安全資産不足論は、安全資産増発論や、リスク資産の準備適格資産化論に結び付く。また、米国債券の重要性を指摘する点で新しいトリフィン・ジレンマ論を含む。

第二に、今回の金融恐慌を世界的な貨幣資本の過剰蓄積という概念をキーワードにして考察する立場と共通性がある。

グローバルな債券需給ギャップ論は、現代資本主義の捉え方において、報告者の「貨幣資本の過剰蓄積論」と類似性がある。ただし、「安全資産不足論」と「貨幣資本の過剰蓄積論」とは、同じ認識の単なる裏返した表現ではない。報告者は、現代資本主義の問題を資本の運動に即して説明するためには、「安全資産不足論」ではなく「貨幣資本の過剰蓄積論」をとるべきだと考えている。この関係は、恐慌論における、過少消費説と過剰生産説の関係に似ている。この論点に関連して、「貨幣資本の過剰」という概念を明確化する必要がある。

《経済危機の原因＝投資証券不足説》この説をもっとも早期から主張している論者は、Ricardo J. Caballero(MIT & NBER)である。R.J.Caballero, On the Macroeconomics of Asset Shortages, papered for ECB Central Banking Conference, November 2006. その他に、Caballero の所説から影響を受けた Pierre-Olivier Gourinchas, US Monetary Policy, “Inbalances” and the Financial Crisis, February 2010.がある。投資証券不足説は、バーナンキの「過剰貯蓄説」(savings glut)と重なる議論で、さらに、「新しいトリフィン・ジレンマ論」とも重なっている。投資証券不足説については、Claudio Borio(BIS)による有益なコメントがある。Borio, Commentary: Global Liquidity: Public and Private, 2013.

(2)本論文におけるシャドーバンキングの定義をめぐって

本論文著者達のシャドーバンキングの定義は、報告者の定義に近い。

《参考までに》高田『マルクス経済学と金融化論』第6章、第7章。

今回の金融恐慌を契機に多くの研究者や監督機関によって行われたシャドーバンキングに関する調査・研究が明らかにしてきたのは、シャドーバンキングが、1970年代以降、投資銀行を始めとする大手金融機関が証券化(securitization)業務を展開するために利用するようになった、さまざまな組織上、取引上の仕組みの総称に他ならないということである。そして、とりわけ1980年代以降に、それまで政府系公社主導で進められてきた証券化が、急速に民間金融機関主導の証券化に転換した経緯が、シャド

ーバンキングの急激な拡張の最大の契機であった(201頁)。

シャドールバンキングはなぜ拡大したのか

シャドールバンキングの拡大には、伝統的な預金・貸出業務に代わる、あるいは従来の銀行規制を回避できる新しい業務への参入をめざすサプライサイドの需要と、豊富な資金を安全に運用するために、伝統的な預金や財務省証券以外の資産あるいは投下先を必要とするデマンドサイドの需要の両方が作用している。

サプライサイド（金融仲介機関、金融市場）の要因

シャドールバンキングの拡大を促した歴史的な要因は、銀行・証券分離（グラス・スティーガル法）、および銀行業に対する地理的規制を突破し、より大きな収益が見込まれる新しい業務への参入、さらには、規制監督のより緩い分野への参入(regulatory arbitrage)をめざす金融機関の衝動であった。

デマンドサイド（預金者、投資家、企業）の要因

シャドールバンキングの拡大を促したもう一つの要因は、金利を規制された銀行預金以外の、安全で、市場ベースの利回りが期待できる流動的資産に対する預金者と企業をふくむ投資家の要求であった。この面で決定的に重要な変化は、年金基金の増大と家計貯蓄の変化であった。

また、シャドールバンキングを構成する SPCs, SIVs, Conduits が、証券化業務、仕組み証券の組成・販売プロセスの中で果たす役割の差異についての記述は従来あまり明確に説明されてこなかった問題で、実態を調べてみる必要がある。

### (3)機関投資家と富裕層を区別する視点について

投資債券に対する大口需要者の中で、年金基金、投資信託、保険会社など巨額の資金を運用する機関投資家と、ヘッジファンドの主要な出資者で、さまざまな資産管理業者を介して貨幣資本の利殖をはかる富裕層を区別するという視点は、報告者にこれまで欠けていた視点で、検討に値する。ここで言われている差異は、報告者が重視する「資金運用型機関投資家」と「レバレッジ型機関投資家」の区別と関連するように思われるが、富裕な個人投資家の投資行動に関する研究や情報が乏しいので、今後検討が必要である。

### (4)所得の不平等を改善するという政策的含意について

今回の金融恐慌を契機に、新自由主義的蓄積レジームのもとでの所得と富の不平等の拡大、これらの著しい上位集中が経済危機の基本的要因であるとする研究者が増加している。このように考える専門家の多くはポストケインジアン(Thomas Palley, Thomas Goda, Ozlem Onaran, Engelbert Stockhammer, Till van Treeck etc.)であるが、それ以外に、Branko Milanovic, Tomas Piketty, James Garbraith など従来から格差問題に先進的に取り組んできた研究者も含まれている。さらに、歴史家の James Livingston, 社会学者の Matthew Drennan 他を挙げる事ができる。マルクス経済学に近い立場の研究者では、Photis Lysandrou が代表的論者と言える。

これらの人々は、ほぼ共通に、深刻な経済危機の再来を防止するためには、金制度改革だけでは不十分で、グローバルな枠組みで所得と富の不平等を是正する必要があると主張している。また、是正の基本的な方法が税制度の公平化、経営者報酬と賃金の格差是正、労働分配率の引き上げ、タックスヘイブンの閉鎖などであることも共通認識と言える。

不平等改善のための方策については、周知のようにトマ・ピケティ『21世紀の資本』がグローバルな富裕税の創設を提案して注目されている。これに対して、同じく格差問題の世界的権威であるアンソニー・アトキンソン著、山形浩生/森本正史訳『21世紀の不平等』（東洋経済新報社、原題は *Inequality: What Can Be Done?*2015）は、富裕税を支持するが、これに問題を集中することには批判的である。アトキンソンは、失業者に対する公的雇用の保証、労働組合の権利強化、格差の拡大に繋がる技術変化の抑制、資本アクセスの民主化、国民が資本収益に与る権利を保証する国民的貯蓄プログラムの創設、成人に達した市民への「資本給付」制度の創設など、きわめて興味深いアイデアに富む多様な政策を提示している。他方、元世界銀行のエコノミストで、現在欧州ベースの格差問題調査機関 Luxembourg Income Study に関係しているブランコ・ミラノヴィッチ(Branko Milanovic, *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*, 2016)は、グローバル化に伴う格差拡大を改善する立場から、企業税制の改革、教育制度と教育内容の見直し、経済成長重視のイデオロギーの見直し、その他を提示している。これら3人の格差問題の専門家の見解に共通しているのは、分配問題を市場メカニズムに委ねて格差を改善することは不可能で、格差に取り組む最大の責任および手段が政府に存在すると言う認識である。