

シャドーバンキングの現状： 金融危機後の国際的な動向と監視・規制に関する取組みを中心に

金融機構局 須藤直*、平良耕作**、中村康治***

Bank of Japan Review

2015 年 7 月

シャドーバンキングとは「通常の銀行システム外の主体または活動による信用仲介」を指す。金融危機以降、欧米を中心に、高リスク・複雑・不透明であるとの見方が示されているが、一方で、銀行システムによる信用仲介を補完しているとの肯定的な評価もある。主要国全体のシャドーバンキングの資産規模は、大括りに定義した場合、銀行部門の半分程度と巨大なものになっており、金融危機以後も緩やかに拡大している。銀行部門に対する金融規制の強化が進む中、シャドーバンキングに対する監視や規制のあり方についての国際的な議論も進展してきており、実施段階に至っているものもある。もっとも、関連する統計の整備や分析の蓄積といったシャドーバンキングに対する実態把握力の強化に向けた課題も残されている。

はじめに

現在の金融システムでは、「銀行部門による与信活動」だけでなく、銀行部門以外の主体や、与信以外の形をとる信用仲介機能も、重要な機能を担っている（図表 1）。銀行部門以外の主体としては、例えば、証券会社、資産運用会社、投資ファンドなどが挙げられる。与信以外の信用仲介活動の例としては、レポ取引、証券化商品の組成・販売などの市場型信用仲介取引などが挙げられる。シャドーバンキングとは、こうした「銀行部門による与信活動」以外の信用仲介活動の総称であり、金融安定理事会（Financial Stability Board、以下 FSB）の定義によれば「通常の銀行システム外の主体または活動による信用仲介」とされる。

【図表 1】シャドーバンキングの範囲

経済活動（機能）	主体		
		銀行部門	銀行以外
	与信		
	与信以外		

（注）シャドー箇所は、シャドーバンキングとして捉えられる信用仲介活動。

こうしたシャドーバンキングは、伝統的な与信とは異なる多様な金融サービスを提供することで、「銀行部門による与信活動」を補完する信用仲介活動として整理することができる。後述するように、シャドーバンキングの経済規模は相応に大きく、シャドーバンキングに対するニーズが強いことを示唆している。

一方で、今次の金融危機以後、シャドーバンキングは、高リスク・複雑・不透明であるとして、金融システムの安定性の確保を目的とした監視や規制が必要であるとの認識も高まっている。この背景として、①銀行部門に対して実施されている自己資本比率規制や預金保険制度といった公的な規制・保護が、シャドーバンキングに対しては小さいこと、②シャドーバンキングの活動の中には、リスクの所在や評価方法が伝統的な与信活動と大きく異なるものや、複数の金融取引を重層的に組み合わせたものがあること、③シャドーバンキングの活動は、金融技術の発展などを背景として、多様で変化が速いことが多く、既存の経済統計による捕捉が難しいこと、が挙げられる。

以下では、シャドーバンキングの役割・範囲について整理した上で、その経済規模や国際的な金融規制の進捗状況について概観する。

シャドーバンキングの役割

先述のように、シャドーバンキングは、銀行部門による伝統的な与信活動を補完するという役割を担っている。証券化商品を例にとると、①借り手の信用リスクを貸し手である金融機関のバランス・シートから切り離すことができる、②当該リスクを部分的に分割したり、他の借り手の信用リスクと組み合わせたりした上で、小口化して販売されるため、リスクの度合いについて異なった選好を持つ複数の投資家に分散保有させることができる、という利点を持つ。①は、金融機関のバランス・シートからリスクを移転させることを通じて、金融機関のリスクテイク能力を高め、潜在的な借り手により多くの資金を供給させるという効果を持ち、②は、潜在的な資金の供給主体である投資家に対してそれぞれの選好に即した選択肢を与えることで、リスクマネーの供給を促すという効果を持っている。この結果として、経済全体の信用仲介の促進が期待される。

こうした観点から、「銀行部門による与信活動」以外の信用仲介活動の役割を高めていこうとする取り組みも見られる。例えば、欧州では、資金調達における資本市場の役割の拡大を目的とした資本市場同盟（Capital Markets Union）の構築が提唱されている。これは、リスクマネーの供給促進や資金調達手段の多様化による金融システムの安定化を目指す試みであるが、この中では、高品質な証券化商品の組成の促進や、銀行部門以外の主体の活用等が想定されている。

シャドーバンキングの範囲

具体的にどの主体や活動がシャドーバンキングに相当するののかという点について、国際的なコンセンサスはない。しかし、基準が曖昧であること自体が、シャドーバンキングに対する実態把握やリスク評価の妨げになるとの問題意識の下で、どのような主体や活動をモニタリングすべきかという観点から、FSB を中心に、基準に関する議論が進展している。

現在、広く使用されている基準は、主体の種類に着目して、シャドーバンキングを「銀行、保険、年金、公的機関以外の金融仲介機関」と広く捉えるものである。この基準は、各国の既存の資金循

環統計と親和性が高いという利点があり、FSB が年1回公表しているシャドーバンキングモニタリング報告書では、各国の資金循環統計において「その他金融仲介機関（Other Financial Intermediaries、以下 OFIs）」に分類されている主体の総資産規模を定期的に報告している。この指標は、シャドーバンキングの経済規模を捕捉する上での中心的な指標として見做されている。

もっとも、OFIs に分類されている主体の経済活動の全てが、金融システムの安定にとって脅威となるわけではない。このため、金融システムの安定性の観点からモニタリング指標を作成する場合には、OFIs のそれぞれの経済活動について、リスクの有無や程度を評価した上で、モニタリングの対象とすべき経済活動を抽出する必要がある。こうした問題意識の下、FSB では、今次の金融危機で露呈したシャドーバンキングの負の側面に焦点を置き、OFIs の経済活動のうち「満期・流動性変換、レバレッジ、不十分な信用リスク移転によるシステム・リスクおよび、または規制裁定の懸念を生じさせる信用仲介」を「狭義のシャドーバンキング」と捉えた上で、その経済規模を計測する試みを行っている（Narrowing Down Approach）。例えば、2014 年のシャドーバンキングモニタリング報告書では、銀行部門の傘下にあつて間接的に銀行規制が及んでいる主体等を OFIs から除いた系列を「狭義のシャドーバンキング」として捉え、その変動を分析している。

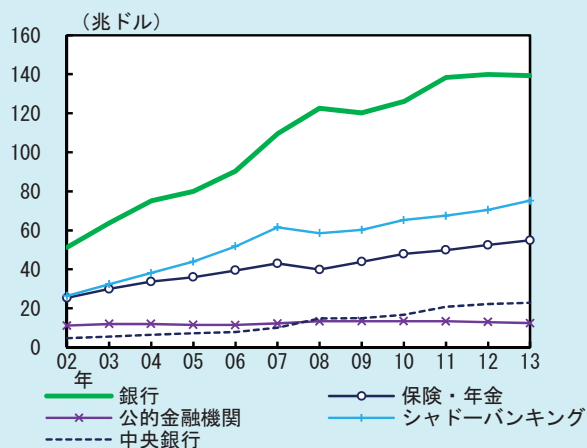
シャドーバンキングの現状

各国のシャドーバンキングの状況を定期的にモニタリングするものとして、先述のシャドーバンキングモニタリング報告書¹がある。以下では、2014 年の報告書²を参照しつつ、シャドーバンキングの活動の現状を概観する。なお、ここでのシャドーバンキングの範囲は、各国の資金循環統計をベースにした OFIs であり、シャドーバンキングの状況を、ある程度、大括りに捕捉しているものであることに留意されたい。

まず、世界の主要国³におけるシャドーバンキングが保有する金融資産額は、金融危機後、増加しており、2013 年末には、75 兆ドル、GDP の 120% に達している（図表 2）。また、金融部門全体に占めるシェアについても、銀行部門のシェアは減少

する一方、シャドーバンキングのシェアは緩やかに拡大している。こうした動きの背景の一つとして、国際通貨基金（International Monetary Fund、以下 IMF）から公表されている国際金融安定性報告書⁴では、銀行部門に対する国際的な金融規制の強化が指摘されている。

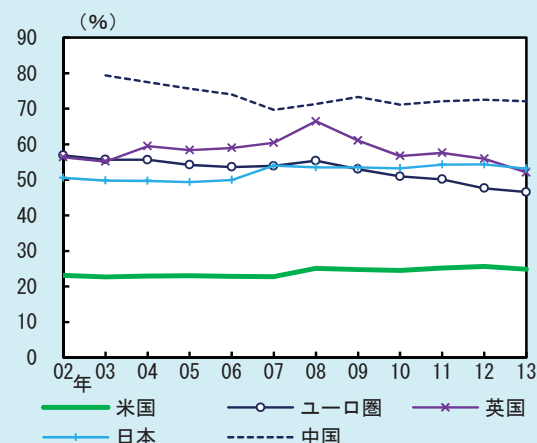
【図表 2】金融仲介部門の金融資産残高



(注) 1. 主要国全体における金融仲介部門の金融資産残高。
2. 直近は 2013 年末。
3. ここでのシャドーバンキングの定義は OFIs。
(資料) FSB

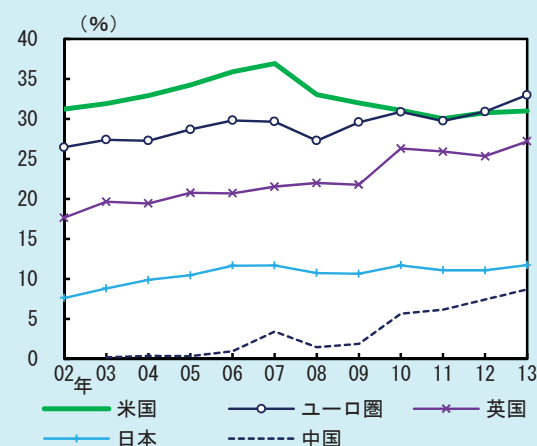
各国の動向をみると（図表 3、図表 4）、米国の金融部門全体に占めるシャドーバンキングのシェアは 30%程度と銀行部門を上回って推移しているが、金融危機以後、縮小している。一方、ユーロ圏・英国では、銀行部門を下回るものの、シェアで見ると 30%程度であり、足もとは拡大している。日本では、銀行部門のシェアは 50%を超える一方、シャドーバンキングのシェアは、10%程度であり、ほぼ横ばいで推移している。中国をはじめとする新興国では、シャドーバンキングの規模は、水準は低いものの伸び率が顕著である。世界のシャドーバンキング全体に占める国別シェアを金融危機前後で比べてみると、米国が大きく低下する一方で、ユーロ圏・英・中が拡大する姿となっている（図表 5）。

【図表 3】各国金融仲介部門における銀行部門の金融資産残高シェア



(注) 直近は 2013 年末。
(資料) FSB

【図表 4】各国金融仲介部門におけるシャドーバンキングの金融資産残高シェア



(注) 1. 直近は 2013 年末。
2. ここでのシャドーバンキングの定義は OFIs。
(資料) FSB

【図表 5】世界のシャドーバンキング全体に占める国別シェア

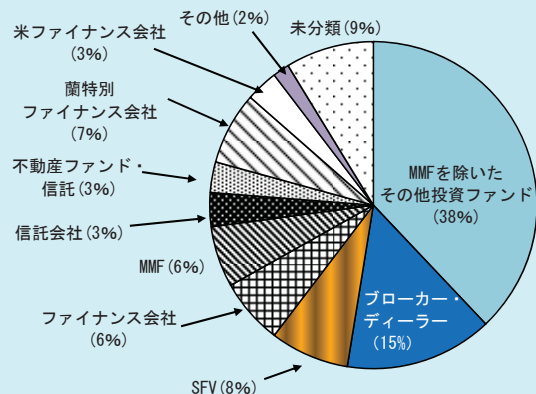
	2007 年末	2013 年末
米国	41%	33%
ユーロ圏	33%	34%
英国	11%	12%
日本	5%	5%
中国	1%	4%
その他	9%	12%

(注) OFIs の金融資産残高の国別シェア（対主要国計）。
(資料) FSB

最後に、シャドーバンキングの種類別の内訳をみてみよう。主要国全体で見ると、最も多くを占めるのが、MMFを除いたその他投資ファンド（株

式ファンド、債券ファンド等）（38%）であり、以下、ブローカー・ディーラー（15%）、ストラクチャード・ファイナンス・ビークル（SFV）（8%）、ファイナンス会社（6%）、MMF（6%）が続く形となっている（図表 6）⁵。

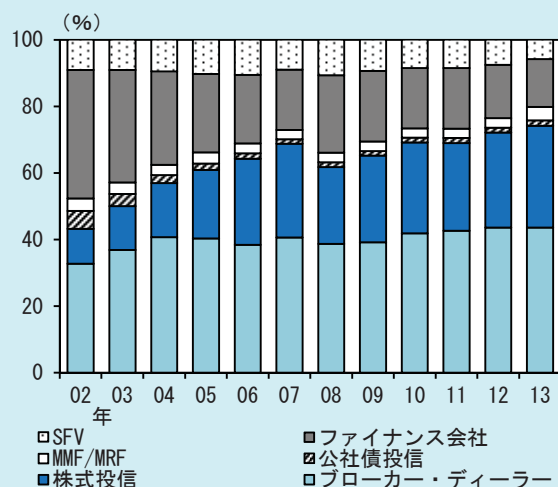
【図表 6】シャドーバンキングの種類別シェア（主要国）



(注) 1. 主要国全体における OFIs の種類別シェア。
2. データは 2013 年末。
3. その他投資ファンドは、MMF、ヘッジファンド以外の投資ファンドで構成。
(資料) FSB

もっとも、国ごとの違いも相応に存在しており、先述の IMF の報告書によれば、米国やユーロ圏では投資ファンド、英国ではブローカー・ディーラーのシェアが大きい傾向がある。資金循環統計を用いて、日本における内訳をみると、直近では、ブローカー・ディーラーのシェアが最も大きく、株式投信、ファイナンス会社が続く形となっている（図表 7）。

【図表 7】シャドーバンキングの種類別シェア（日本）



(注) 1. 日本における OFIs の種類別シェア。
2. 直近は 2013 年末。

(資料) 日本銀行

シャドーバンキングに対する国際規制

今次の金融危機では、シャドーバンキングが持つ負の側面に注目が集まることとなった。再度、証券化商品を例にとれば、①組成者（原資産のリスクの評価主体）と保有者（最終的なリスクの引き受け主体）が異なるため、組成段階において、リスクの評価基準の弛緩といったモラルハザードが生じる可能性があること、②複数の異なったリスクを持つ裏付け資産を加工して組成するため、証券の保有者にとって、当該商品が持つリスクの性質が明らかではないことが挙げられる。サブプライム・ローンに関するリスクが顕在化した 2007 年以降、サブプライム・ローンを裏付け資産とした証券を中心に、証券化商品の価格が大幅に下落したが、その理由の一つとして、先述の証券化商品の負の側面が市場参加者の疑心暗鬼を醸成し、関連金融商品の投げ売りにつながったことが指摘されている⁶。

このような考え方を背景に、今次の金融危機以後、銀行部門に対する国際規制が強化されていく中で、シャドーバンキングに内在するリスクや規制裁定の懸念などから、シャドーバンキングに対しても相応の規制を課すべきとの議論が行われてきた（図表 8）。

【図表 8】国際的な議論・提言

ロンドン・サミット (2009 年)	・監視及び規制を、システム上重要な「すべての」金融機関等に拡大することに合意。
ソウル・サミット (2010 年)	・バーセルⅢの完成に伴い、シャドーバンキングとの間で規制格差が生じる可能性について言及。 ・FSB に対し、シャドーバンキングの監視及び規制強化のための提言策定を要請。
FSB の提言「監視と規制の強化」 (2011 年)	・上記の要請を受けて、5 つの作業部会（銀行とシャドーバンキング主体との関係に関する規制 (WS1)、MMF 規制 (WS2)、その他シャドーバンキング主体の規制 (WS3)、証券化規制 (WS4)、レポ・証券貸借取引の規制 (WS5)）を設置。 —2011 年 11 月のカンヌ・サミットで承認。
サンクトペテルブルク・サミット (2013 年)	・FSB 等の政策提言を前提に、各国における進捗状況に関するピアレビューの実施など、今後のシャドーバンキングに対する監視や規制に向けた作業工程に合意。

議論の起点となった 2010 年のソウル・サミットでは、G20 は、FSB に対してシャドーバンキングに対する監視や規制の強化のための提言を策定することを要請し、翌年、FSB は要請に応じる形で報告書を公表した。報告書では、シャドーバンキングの監視と規制の大枠を示すとともに、規

制類型を5つに整理した上で、FSBの下に類型ごとに、ワークストリーム(Workstream、以下WS)を設置し、証券監督者国際機構(International Organization of Securities Commissions、以下IOSCO)などの国際機関と協調しつつ、監視や規制の内容を検討することを定めている(詳細はBOX参照)。ここでは、WS1からWS3が、シャドーバンキングを行う「主体」に対して、WS4とWS5が、シャドーバンキングの「活動」に対して、検討作業を行うことになっており、シャドーバンキングを「主体」と「活動」の両面から捕捉する形となっている。

WSの検討作業のうちの幾つかは、政策提言などの形で、既に結実している。例えば、「主体」に対する枠組みとして、2012年10月に、IOSCOから公表された「マネー・マーケット・ファンド(MMF)に関する政策提言」がある。これは、今次の金融危機時で発生したようなMMFへの取り付けが、システミック・リスクを増幅し得るとの認識の下、取り付けの発生を減らすための方策を示している。具体的には、基準価格⁷を算出する際、固定的基準価額方式ではなく変動基準価額方式を用いるべきこと、解約リスクを抑制するための措置を講ずべきこと等が提言されている。「活動」に対する枠組みとしては、2012年11月に、IOSCOから公表された「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」がある。この中では、リスク・リテンション規制⁸の導入や、情報開示の強化が提言されており、それぞれ、証券化商品の組成者のモラルハザードの抑止と、商品の透明性の向上を企図している。また、レポ取引については、2014年10月に、FSBから、「清算集中されない証券金融取引に関するヘアカット規制の枠組み」が公表されている⁹。このなかでは、資金調達市場における過度なリスクテイクの抑止を目的として、ヘアカット率を算出する際の定性的基準の設定や、銀行等からノンバンク¹⁰に対して資金を供給する際の最低ヘアカット率の導入が求められている。

こうした政策提言については、FSBやIOSCO等の国際機関によって各国の実施状況がピアレビューされた上で、更なる措置が検討される。例えばIOSCOは、2014年に、先述のMMFに関する政策提言が各国においてどの程度履行されて

いるかの進捗状況を公表しているが、2015年には、更に詳細なピアレビューを実施した上で、こうした政策の影響等に関するモニタリングの枠組みを検討する予定となっている。

シャドーバンキングに対する監視・規制に関する今後の課題

シャドーバンキングに対する監視や規制のあり方について議論が進捗しているが、依然として課題も少なくない。まず、シャドーバンキング活動を把握するためのデータ整備である。今次の金融危機以降に国際的なリスク認識が高まってきたことや、シャドーバンキング活動の多様性や変化の速さなどを理由として、現時点における各国の既存統計は、シャドーバンキングの実態把握に十分なものにはなっていない。例えば、OFIsの基礎となる資金循環統計については、シャドーバンキングを含む非銀行部門の捕捉範囲や精度に課題がある国が多いとされているほか、そもそも同統計自体が作成されていない国も存在する。また、シャドーバンキングのリスクを計測していく上では、シャドーバンキングと他の経済主体との間の関連性や、シャドーバンキングの資産・負債構造に関する詳細なデータが必要になるが、こうしたデータの蓄積も、現時点では十分ではない国が多い。

データ面での課題を克服するとともに、金融システムにおけるシャドーバンキングの役割とリスクについて分析を深めていくことも重要な課題である。シャドーバンキングに対する監視や規制の制度設計や運用においては、金融システムにおけるその役割とリスクのバランスを正確に評価することが必要となる。しかし、データに関する課題と同様、今次の金融危機以前には、金融システムの安定という観点から、シャドーバンキングのリスク評価が行われることは少なかったこともあり、国際機関や各国当局におけるシャドーバンキングについての知見は限られている。

こうした中、日本銀行では、今次の金融危機以降、資金循環統計の拡充を進めており、2011年から、証券化商品の規模や内訳についての計数を公表しているほか、シャドーバンキング主体に関する系列の精度向上も適宜行うことで、シャドーバンキングに関連したリスクの特定に取り組んで

いる¹¹。また、金融システムにおける脆弱性の特定という観点から、FSB のシャドーバンキングモニタリング報告書の作成作業への貢献や、シャドーバンキングに関する国際的な議論に關与するなど、シャドーバンキングの実態把握に関する国際的な作業にも貢献している。今後とも、こうした活動を継続するとともに、金融システムにおけるシャドーバンキングの実態やリスクについて、引き続き、理解を深めていく考えである。

【BOX】 シャドーバンキング規制に関する国際的な議論の枠組み

2011 年のカンヌ・サミットでは、FSB の提言が承認され、シャドーバンキングに関する 5 つの検討分野が示された（銀行のシャドーバンキング主体への関与に着目した規制、MMF 規制、MMF を除くその他シャドーバンキング主体規制、証券化規制、レポ・証券貸借取引規制）。これを受けて、FSB では 5 つのワークストリーム（WS）が設置されており、他の国際機関や各国当局も交えて、シャドーバンキングに対する監視や規制のあり方が検討されている。こうした検討作業は、FSB や BCBS、IOSCO から公表される規制や提言のベースとなっている（BOX 図表）。

【BOX 図表】 シャドーバンキング規制に関する国際的な議論の枠組み

規制類型	WS	規制目的	最終提言等
銀行のシャドーバンキング主体への関与に着目した規制	WS1	銀行のシャドーバンキングへの関与（シャドーバンキング向けエクスポージャー）の拡大等がもたらすリスクの抑制。	・「銀行のファンド向けエクイティ出資に係る資本賦課」 ・「大口エクスポージャーの計測と管理のための監督上の枠組」 —ファンド向けを含む大口与信規制
MMF 規制	WS2	MMF の大量解約によって生じ得る CP やレポ市場の流動性逼迫の抑制	・「MMF に関する政策提言」 —大量解約に対する MMF の耐性の強化等、15 項目を提言
MMF を除くその他主体への規制	WS3	MMF 以外の「その他シャドーバンキング主体」に特有のリスクへの対応	・「シャドーバンキングの監視と規制の強化：シャドーバンキング主体の監視及び規制の強化のための政策提言」 —経済機能に基づくリスクの特定、政策手段の選定等を提言
証券化規制	WS4	証券化商品の組成による不適切なリスク移転の防止等	・「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」 —証券化商品の組成者に対するリスク・リテンション規制や、透明性の確保等を提言
レポ・証券貸借取引への規制	WS5	レポ取引等に付随するシステムリスクの抑制	・「清算集中されない証券金融取引に関するヘアカット規制の枠組み」 —銀行等・ノンバンク間のレポ取引における最低ヘアカット率等を提言

* 現・国際決済銀行

** 現・金融市場局

*** 現・調査統計局

¹ シャドーバンキングモニタリング報告書は、FSB の下に設置されている SCAV (Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities、金融システムの脆弱性評価を担う常設委員会) の下部組織が実施しているシャドーバンキングに対するモニタリング・エクササイズの結果を取り纏めたもので、2011 年から公表されている。

² Financial Stability Board (2014), “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.”

³ 2014 年のモニタリング報告書の対象国は、アルゼンチン、豪州、ブラジル、カナダ、チリ、中国、香港、インド、インドネシア、日本、韓国、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スイス、トルコ、英国、米国、ユーロ圏であり、全世界の GDP の約 80%、金融システムの総資産の 90% をカバーしている。なお、本稿図表 2~6 における対象国も同様。

⁴ International Monetary Fund (2014), “Global Financial Stability

Report,” October.

⁵ ここでは、ヘッジファンドの規模は僅少なものとされているが、これは、ヘッジファンドの多くがケイマン籍であり、FSB のモニタリング作業の対象外であるためとされる。

⁶ 金融危機時において、金融機関の多くが、シャドーバンキングを用いたファンディングに依存していたことも、危機の拡大を助長したと考えられている。こうしたファンディングは一般的に、市場からの短期の資金調達であり、取り付け (run) が発生し易い構造を持つ。特に、銀行のような公的なサポート（中央銀行の流動性供給や政府保証など）へのアクセスを持たない主体が借り手となっている場合には、市場参加者間において取り付けの懸念が強まり、市場の混乱に拍車を掛けることとなった。関連する議論として、Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky (2010), “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458.を参照。

⁷ 投資ファンドの純資産総額を総口数で除した一口当たりの価格。

⁸ 証券化商品の組成者に対して、リスクの一部を留保させるこ

とで、不適切な証券化商品の組成等につながるモラルハザードの抑制を図るもの。

⁹ 詳細は、小野伸和・澤田恒河・土川顕、「レポ市場のさらなる発展に向けて」、日銀レビュー・シリーズ 2015-J-5 を参照。

¹⁰ ここでは、銀行およびブローカー・ディーラー以外の経済主体を指す。

¹¹ 詳細は、紺野佐也子、「金融危機後の国際的要請を受けた資金循環統計の整備と拡充」、日銀レビュー・シリーズ 2014-J-6 を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融システム調査課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。