お客さま用資料

岡三証券
OKASAN SECURITIES

TODAY

No. 88

2020年10月13日

シャドーバンク規制は強化されるか
－それで問題は解決されるのか

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト　高田 創

■シャドーバンク不安の台頭で多様な分野にわたる対応が行われた

リーマンショックは伝統的金融セクター、コロナショックはシャドーバンクの不安

過去を振り返り、リーマンショック時にクレジット市場で不安が集中した分野は証券化を中心としたシャドーバンクに加え、伝統的金融セクター、証券会社・銀行・保険会社等だった。一方、今回のコロナショックでは主にシャドーバンクにリスクが集まったことが起点となって一連の対応が行われてきた。どちらも政府の財政を中心とした大幅な対策、しかもグローバル協調で行われた。リーマンショックではTARP（the troubled asset relief program、不良債権救済プログラム）のような対応が中心だったが、今回はシャドーバンクが不安である分、対応が複雑化しやすく、多様な分野にわたるサポートがなされた。

図表1：リーマンショックとコロナショックの不安の所在

	リーマンショック	コロナショック
不安の対象	証券化などシャドーバンク、伝統的金融機関、証券、銀行、保険等	シャドーバンクの不安
対策	伝統的金融機関への救済で効率的な対応 TARP等で不良債権買取り	実態の把握が困難、直接的支援は政治的に困難 株式・クレジット市場での買取り拡大、資産市場のサポート

（作成）岡三証券

米国ではファンド支援が中心に

今回、米国が本腰を入れて取り組んだのはクレジット市場支援の政府主導の対応策だった。今年3月に成立した過去最

■FRBが運営するSPVで2.3兆ﾄﾞﾙ規模の資金供給に

大の経済対策に基づいて、FRBが政府の出資金で設立した特別目的事業体（SPV）を運営し2.3兆ドル規模の企業への資金供給を行った。具体的には、中小企業向けに民間銀行が6,000億ドルを融資するが、このSPVが融資の95％を銀行から買い取ることで、間接融資を行う形になった。また、大企業向けには、社債購入等に8,500億ドルが用意され、その対象には低格付け債も含まれた。ここでは、政府が4,540億ドル出資しており、損失が生じた場合のクッションとなっていた。

リーマンショック後の規制強化で既存金融機関は安全だったがシャドーバンク拡大に

■シャドーバンク危機では問題把握が困難

2008年のリーマンショックに伴う教訓から各国の金融当局は規制を強化し、既存の金融機関の自己資本充実や業務規制を中心とした対応が行われてきた。従って、今回のような危機が生じても既存の金融機関は現段階では直接的影響は限られている。一方、リーマンショック後の世界的超低金利環境の中でも、米国を中心に投資家は高い利回りを求め、イールドハンティングの動きがシャドーバンクにまで広がった。運用資金はファンドを中心とした代替運用（オルタナ運用）などに向かっていたが、今年2月、3月にはコロナショックで危機意識が強まったため一転し、換金圧力による取り付け不安が信用断絶をもたらす連鎖が懸念された。

リーマンショックはリスクが既存の金融機関に集約されたことで既存金融機関を通じた救済が効率的になされた。一方、今回、コロナショックのようにシャドーバンクに危機が生じうる場合、その把握が困難でありリスクの吸い上げも複雑化しやすかった。3月中旬から米国の金融当局の動きが緊迫してきたのは、以上の新たな危機を認識し始めたからと考えられる。FRBや当局が直接プレーヤーを支援する必要も生じたのは、金融規制強化から証券業者のポジションが縮小され、市場でのリスク吸収能力にも制約が生じていたからだった。次ページの図表2はシャドーバンクの規模の推移を示したものだ。2000年代には金融資産全体に占める割合は20％台前半であったが、2010年代後半には30％台に拡大しており、その影響の大きさが示される。

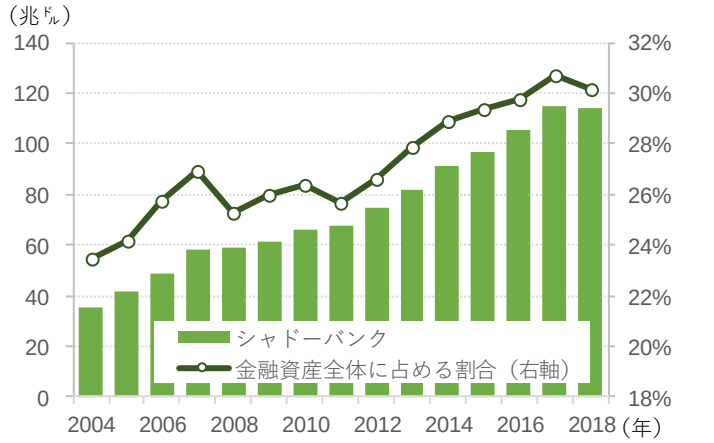
クレジット市場は落ち着きをみせている

■ハイイールドのスプレッドは3月以降、低下基調に

以下の図表3はクレジット市場の動向を反映しやすいハイイールド市場の動きである。2月末から3月にかけて大幅に拡大した。その後、米国ではシャドーバンクや市場での目詰まりの不安に対処すべくFRBが直接市場に介入、資産買い取りを強化してクレジット市場の安定をもたらしたことで足元では概ね危機前の水準まで戻っている。

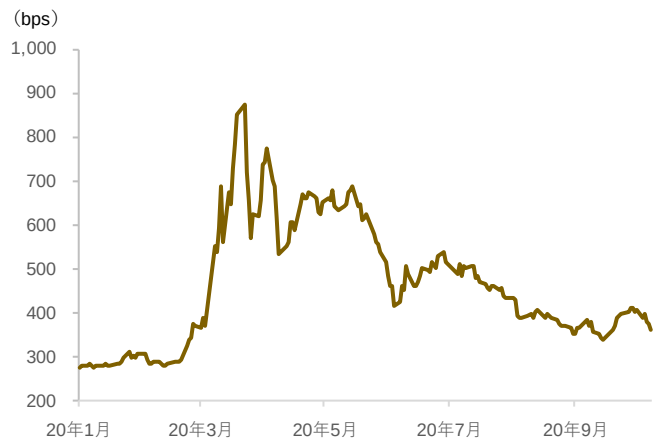
■米金融当局はモニタリングを強化して対応

図表2：シャドーバンクの推移



（出所）FSB「Global Monitoring Report」

図表3：マークイットCDX北米ハイイールド指数（スプレッド）



（作成）岡三証券、日次、5年物、直近は10月9日

米国では3月に行った政府対応が危機を救った

リーマンショックとコロナショックは、どちらも政府機能が期待され、金融の機能を超えたクレジット市場への介入や直接的な財政措置も必要になることを示した。金融市場で投資家が資本制約やリスク管理上の観点で売りが売りを呼ぶことに伴うプロシクリカルなリスクを食い止めること、信用の断絶を政府機能で食い止める必要が生じる。こうした恐慌ともいえる危機への対応では「deep pocket」（十分な懐） を有する政府が一旦リスクを抱え込む対応が重要になる。今回、実際に米国を中心とした金融当局は個別の有力ファンド等のモニタリングを強化して対応を行っていたとされる。

「抜け穴」になったシャドーバンクへの規制を行うべきか

■シャドーバンク規制の議論が生じやすい

前回、リーマンショック後の対応として、前述のように有力金融機関を中心に金融規制が強化され、その結果、今回のコロナショックでは大きな影響は生じていない。一方、既存の金融機関が規制で手足を縛られていたなか、レバレッジを拡大させていたのがシャドーバンクであり、今回、コロナショックでは危機が生じかねない状況になっている。すなわち、シャドーバンクが金融監督上の「抜け穴」（loophole）になっている。そこで、今後、シャドーバンクに規制をかけるべきとの議論も生じやすい。

米国では目標水準は依然、変わりにくい

■低成長･低インフレ･低金利の中、目標水準の目線を引き下げる必要も

ただし、同時に問題は、年金基金等を中心に市場で一般的に目安とされている目標収益率の目線が依然高止まりしていることだ。例えば、米欧においては投資ではROEで二桁等が当たり前のように示され、米国中心に中央銀行のサークルでも物価目標は依然2%の水準が当然のごとくに語られている。こうした水準は20世紀までの高成長・高インフレ・高金利の時代の環境が前提であり、今日のような低成長・低インフレ・低金利のなかで維持できる目標でないのは明らかだ。しかも、そこにコロナショックが加わった中での新常態は一層、低成長・低インフレ・低金利の長期化を意味している。筆者が、ストーリーラインとしてコロナ下での運用戦略を従来のLED戦略から修正LED戦略としたのも目標水準等の視線を引き下げることを意味していた。すでに、日本では長く続いた「日本化」のなか、目標水準は引き下げられてきたが、依然、スタンダードとなる米国や欧州では高止まりした状況だ。

目標水準が変わらないなかでの規制は困難

■シャドーバンク規制では目標水準の引き下げも必要

しかし、目標水準の引き下げがないままに、シャドーバンクだけに規制を強めても、結局、どこかでリスクテイクを行って高い利回りを求める、抜け穴探しのいたちごっこは続くと展望される。シャドーバンクがこれだけのプレゼンスにまでなったなか、今後、コロナショックの反省に立ったシャドーバンク規制は何らかの形で行われると考えられる。ただし、同時に目標水準自体も引き下げるような抜本策が不在なままでは、たとえシャドーバンク規制が行われても十分な対応にはならず、結局、「抜け穴探し」のゲームが続くことになるだろう。問題を抱えつつもシャドーバンクの拡大は当面続くのではないか。

重要な注意事項

免責事項

・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いします。
・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(http://www.okasan.co.jp/)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

〇金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜有価証券や金銭のお預りについて＞

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手続料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜株式＞

・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

＜債券＞

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

＜個人向け国債＞
・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます（直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）。
・個人向け国債は、安全性の高い金融商品でありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

＜転換社債型新株予約権付社債（転換社債）＞
国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

＜投資信託＞
・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用：お申込手数料（お申込金額に対して最大3.85%（税込み））
保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬（信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%（税込み））
換金時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保金（換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%）
その他の費用：監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません（外国投資信託の場合も同様です）。
・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

＜信用取引＞
信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

〇自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
〇2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第53号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布：
本レポートは、香港証券先物委員会（SFC）の監督下にある岡三国際（亜洲）有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家（PI）に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際（亜洲）有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布：
本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。
なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。
さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構（FINRA）規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：
本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。
本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。
地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等をすることが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

（2020年1月改訂）