

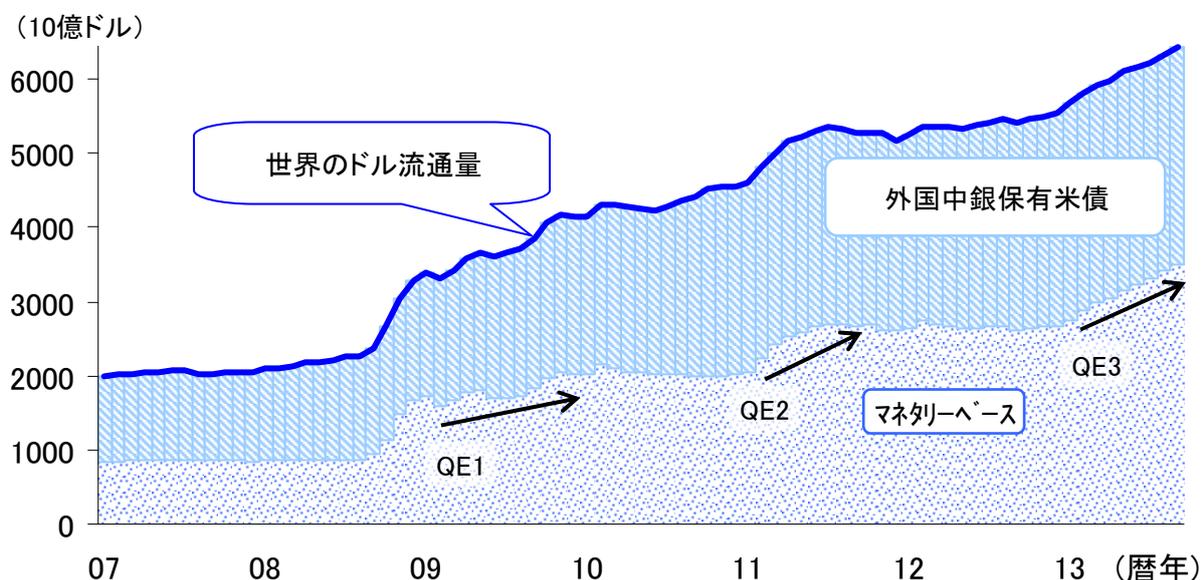
米国出張メモ3、なぜ米国で証券化の回復か

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

今回も引き続き米国出張記録、第3弾である。前回のTODAYで米国のQE3縮小の難しさを議論したが、今回の米国出張で市場関係者から最も多く耳にした話題は、米国の金融規制の強化にあり、そのなかにおいての銀行経営の難しさであった。

下記の図表は、QE1からQE3に至る米国の金融拡張と、それに伴うワールドダラーの拡大を示すものである。QE1からQE3に至って、過剰な金融緩和から世界的な金融相場が作り上げられた可能性がある。それは、他の先進国、欧州、日本の金融拡張でも同様である。なかでも米国の2007年以降のバランスシート調整に伴う異例な金融拡張は、次の2つの方向の転換を招いた。それは、①実体経済の停滞のなかでの金融市場の再拡張の潮流、②金融規制が銀行を中心に課されるなかでの信用仲介が銀行以外の手段によってもたらされるルートの拡大である。

■図表：ワールドダラーの拡大とQE1、QE2、QE3

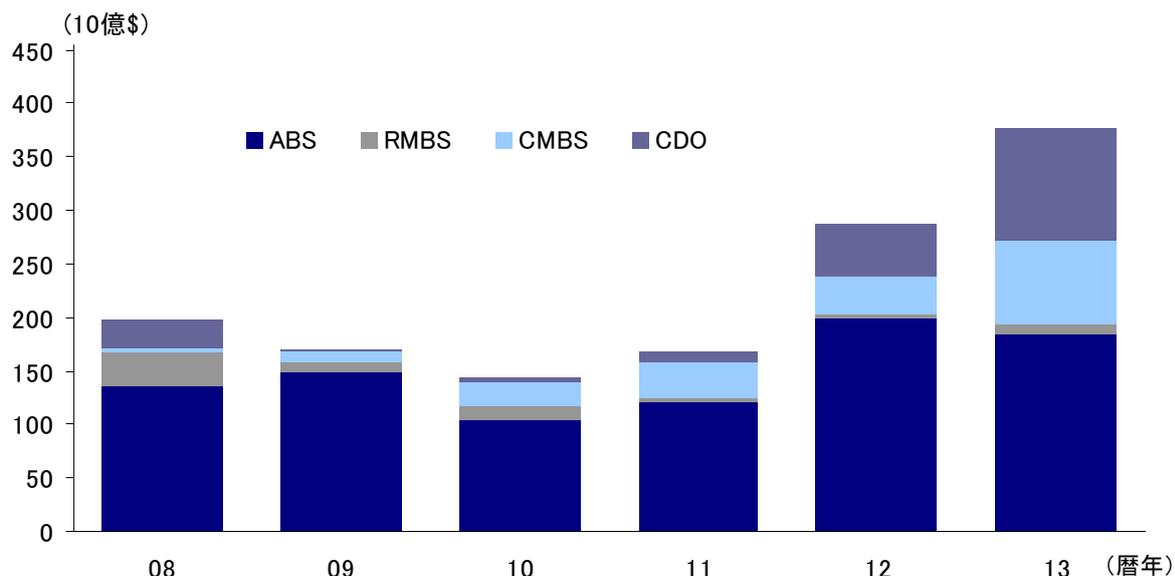


(注) ドル流通量=マネタリーベース+連銀カストディアカウント

(資料) 米連邦準備銀行、セントルイス連銀

次ページの図表は米国における証券化市場の拡大を示す。最近ではCDO市場、CMBS市場の拡大が顕著になってきた。また、原債権では自動車を裏づけとする債権の証券化の拡大が目立っている。一方、QE3に至る金融拡張によっても銀行を経由した伝統的な金融仲介はあまり拡大せず、市場性の金融仲介が証券化市場やその他の手段によって拡大される状況にある。また、最近では銀行を経由しない金融仲介として、pier-to-pier lendingなどの議論も大きな話題になっている。

■ 図表：米国の証券化市場の推移



(注) CDO は世界計のうち米ドル建て発行額で代用、2013年は1～9月実績を年率換算。
 (資料) SIFMA よりみずほ総合研究所作成

米国においては、2008年のリーマンショックという大きな金融危機が生じたなか、金融機関に対する世論の反発を受けて政治的にも金融規制の潮流が強まる局面にある。その象徴がドット・フランク法であり、その関連でボルカー・ルールにともなう自己売買の規制、流動性規制、レバレッジ規制、デリバティブ規制等、一連の規制の強化が2010年代半ばに向けて本格化する状況にある。同様のレベルで米国に拠点を置く外国の金融機関にも規制が強まっている。更に、足元、米銀へ巨額な罰金が課されるなど、米銀が信用拡張を行うことに逆風が生じ、銀行を経由しない「ディスインターミディエーション(金融仲介の切断)」が生じているともいえる。「ディスインターミディエーション」とはそもそも、1970年代以降の米国の金融の自由化のなかで銀行預金以外の新たな金融商品への資金シフトとして生じた。一方、2000年代後半以降の新たな「ディスインターミディエーション」とは、金融規制の強化が生じるなか、しかも、戦後最大規模の金融緩和によって資金が拡大するなか、新たな金融仲介を求める動きとして生じたものと考えられる。その担い手として、ファンドやアセットマネジメント会社が台頭している。当該分野にもシャドーバンキング規制等を通じた金融規制の潮流は生じている。ただし、規制の濃淡から銀行以外のルートを通じた信用仲介に資金が向かいやすくなっている。

本来であれば、2007年以降の調整はシャドーバンキングを中心とした過度な信用拡張がもたらした調整にあったなか、再び、シャドーバンキングの拡大による回復を志向することは矛盾を抱える面もある。ただし、当面の潮流は、そこに潜在的な不安定さを抱えながらも、銀行以外の信用仲介ルートの拡大にある。金融仲介においても、2008年以降の金融危機は金融規制強化と同時に、異例な金融緩和をとめない、銀行以外の金融仲介を行うヘッジファンドやアセットマネジメント会社の拡大が生じた。2000年代後半に一旦沈静化した市場型間接金融の動きが再び台頭する動きが生じている。以上の潮流はいずれ日本にも生じる潮流として注目したい。日本においては、金融仲介におけるレバレッジの潮流の中で資本市場の「湿った薪」を乾かすためにも資産市場の各局、市場性のファイナンス拡大が不可欠であろう。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。