

(参考仮訳)

国際金融安定性報告書
金融市場アップデート
2008年7月28日

ここ数ヶ月に渡り、金融市場は大幅な調整を経、政策当局者も異例の介入を行ってきた。にもかかわらず世界の金融市場は依然として脆弱で、システミック・リスクを示す指標は高い水準に留まっている。住宅価格の下落及び経済成長率の鈍化を背景に、多くの融資分野・区分において信用の質が低下してきている。銀行は資本増強には成功したものの、バランスシートに対する新たな圧力が生じており、銀行株は急落した。その結果もう一段の資本増強が難しくなり、銀行システムの調整と実体経済との間にマイナスの相互作用が起こる可能性が高まっている。一方、政策の舵取りもまた、インフレ、経済成長、金融安定性のトレードオフの間でますます難しくなっている。新興市場国・地域においては、海外からの資金調達の条件が厳しくなった上にインフレ率上昇への対応に当局者は直面しており、世界的な混乱に対する耐性が試されている。

現在の状況

当局による対応にもかかわらず、与信リスクは高水準に留まり、資金調達市場におけるシステムの緊張は続いている。またリスク許容度は依然として低い。金融市場のシステミック・リスクは、今春に見られた水準までは高まっていないものの、マクロ経済動向と市場との相互作用に関して懸念が増大している(図1)。

信用リスクは依然として高い

米国のサブプライム住宅ローンに係る損失の予想は巨額ではあるが、概ね損失として既に計上されている。むしろ懸念が強まっているのは、米国住宅市場における債務不履行や差し押えの急増と、住宅価格の一層の下落を背景に、貸し出しの質が広範囲にわたって低下することである。直近に組成された米国住宅ローンの信用の質は悪化し続けており(図2)、主要な信用区分すべてにわたって、全般に低い水準からではあるものの、貸し倒れが増えている(図3)。こうしたことから米国の大手商業銀行で今後の損失が懸念されており、インディマック社の破たんによって不安はさらに強まっている。

将来の損失と資本調達ニーズに関する不透明性から、住宅金融事業を行っている米国政府支援機関(GSE)の株価急落が引き起こされた(図4)。GSEの発行した債券は、米国の銀行及び海外投資家による相当の保有を含め、広範な投資家層により保有されている。また米国の住宅ローンは、これら政府系機関による証券化に依存するところが大きい現状もある。そうしたことから、GSE債の信頼性に懸念が生じれば、金融システムに重大な影響が及ぶこととなったであろう。今後の課題は、米国の住宅ローン証券化を引き続き支援しつつ、明確かつ永続的な解決策を見出すことである。

住宅市場の下落を食い止めることが、家計および金融機関双方の回復を助け、市場全般の安定化のために必要であるが、今のところ住宅価格は底が見えていない。しかし住宅の相対的割安感は改善しており、住宅価格安定につながる期待もある。他のOECD諸国でも住宅価格は軟化しており、特にアイルランド、スペイン、英国でその傾向が著しい(図5)。そうした国々では今後、住宅金融、建設、商業不動産といった分野で損失が発生するおそれがある。

銀行部門への圧力は継続

米国、欧州、アジアの銀行は、総額4,000億ドルを超える住宅ローンや証券の評価損を計上したものの、資本増強に概ね成功した(図6)。しかし公表された損失額は増資総額を上回っており、また信用の質の低下、手数料収入の減少、資金調達コストの上昇、「モノライン」やモーゲージ保険会社へのエクスポージャーなどが原因となって、収益維持は難しくなっている。その結果、銀行の株価は大きく落ち込み、クレジット・デフォルト・リスク指標は上昇している(図7)。資産担保証券(ABS)の市場価格や、債務不履行が引き続き発生している現状を考えると、4月のGFSRで発表した時価評価による損失総額の見直しを変更すべき理由は見当たらない。

数カ国の中央銀行が流動性供給に向けた新たな緊急対応を実施したものの、銀行が資本増強や流動性の積み増しを通じレバレッジ解消を行っていることを背景に、インターバンクレートは高水準に留まり(図8)、長期資金調達コストは上昇した(図9)。金融機関が発行する債券のスプレッドは、今後の償却の発生、簿外事業体のオンバランス化、将来の収益力といった要因の不確実性を反映して、拡大を続けている。

信用の引き締めと金融政策の課題

銀行はレバレッジ解消と資本効率の改善を目指して資産売却を進めるとともに貸出条件を厳格化しており、その結果米国及びユーロ圏で与信の伸びは鈍化している。インフレリスクが増大する中、金融の安定性を支えるための金融政策を運用する余地は制約を受けている。米国における2008年第1四半期の民間部門の借入の伸びは5.2%にまで落ち込んだ。これは2001年の不況時以来の低い水準である。銀行におけるレバレッジ解消圧力は今後も続くこととみられることから、4月のGFSRで述べたとおり、この伸びがさらに鈍化する可能性がある(図10)。そうした中、高利回り債及びストラクチャード・ク

レジット市場が事実上の機能しない状態にある一方で、投資適格債の発行が引き続き堅調であることは明るい材料である。

新興市場国・地域ではリスク増大

新興市場国・地域は今回の信用危機に対し、これまで比較的耐性を示してきた。しかし危機が長引くにつれ海外からの資金調達の条件が厳しくなっており、一部の国では特に高まりつつあるインフレ圧力に対応するための政策に関し、厳しい目を向けられるようになっている。

現在の市場では、投資家がポジションの追加に対してこれまで以上に神経質になっている明確なサインが見られる。新興国・地域の株式市場は去る5月中旬の高値以来、先進国の株式市場に比べてややアンダーパフォームになった。新興市場国・地域からの資金流出は、インフレ及び成長率鈍化のリスクが最も懸念されるアジア市場に集中している。

商品価格の上昇、リスク許容度の低下、海外からの資金調達条件の厳格化などから、マーケットは大規模な対外収支不均衡から生じるリスクをもとに、ますます厳しい選別を行うようになった。対外収支不均衡を抱える新興市場国・地域(経常赤字がGDPの5%以上と定義)のリスクプレミアムは3月中旬に見られた高水準に戻りつつあり、こうした国・地域の株式市場は対外収支不均衡が小さい国・地域に比べアンダーパフォームしている(図11)。

政策対応

各国中央銀行による中銀貸出しの償還期限の延長、担保範囲の拡大、カウンターパーティー・グループの拡大といった施策は、これまでのところシステムック・リスクの抑制に功を奏している。しかしレバレッジ解消のプロセスや資産価値評価の不確実性を背景に、信用リスクは依然として高水準にあり、いくつかの金融機関で追加的資本増強が必要となる可能性を示唆している。危機解消のための戦略内容および政府支援の範囲を明確化する段階になっている。

GSEに関しては、その金融システムに占める重要性から、米国政府はこれまで、GSEが業務に必要な流動性に確実にアクセスできる状況を維持するための短期的な対策をとってきた。しかし今回の問題の一因は、現行の規制枠組みが、GSEのバランスシートが金融システムを左右するまでの規模に拡大することを容認した点にある。事態が沈静化した暁には、GSEのビジネスモデル及びその監督についてさらなる検証が必要となろう。最近米国連邦議会において取り上げられた法案には、独立監督機関の設立が含まれている。

国際通貨金融委員会(IMFC)や金融安定化フォーラムによって示された、必要な改革を進めることの重要性は、これまでの危機の展開からも明らかである。短期的・中期的政策対応については、各関係機関やフォーラムにおいてすでに進展が見られている。IMFでは政策イニシアティブとして挙げられたもののうち、資本と流動性、透明性と評価、危機の管理及び解消のための枠組み、といったIMFが中心的な役割を担う分野における評価とモニタリングに作業の重点を置いている。

図1 期待インフレ率

(ブレイクイーブン・インフレ率；ベースポイント)

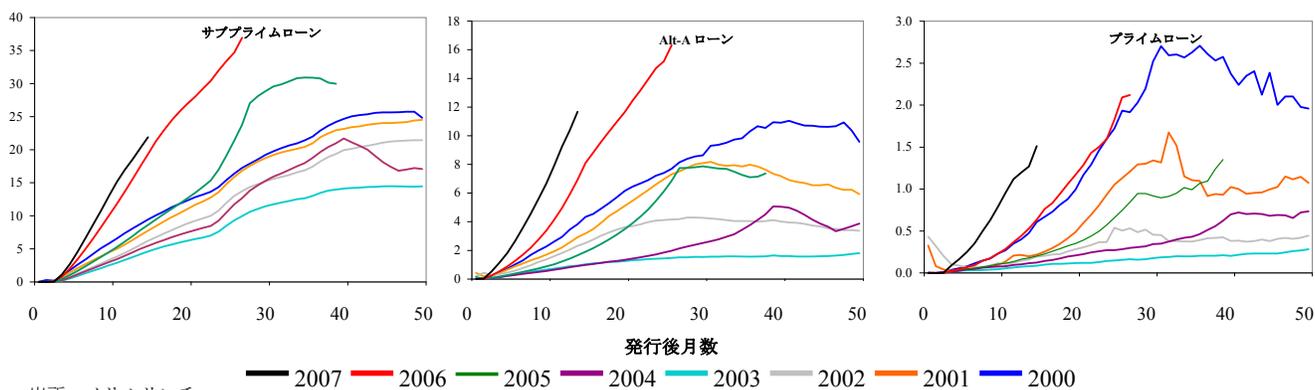


出所：パークレイズ・キャピタル、ブルームバーグ、IMF スタッフ試算

注：新興市場国とは、ブラジル、コロンビア、韓国、メキシコ、ポーランド、南アフリカ、トルコを含む

図2 住宅ローン延滞比率

(融資額に占める60日延滞の比率：%)

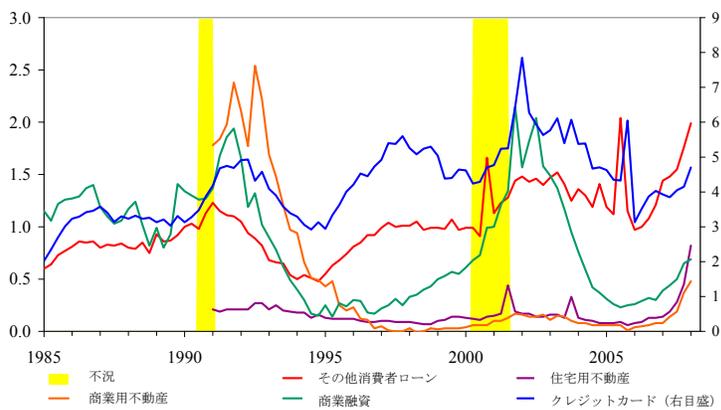


出所：メリルリンチ

— 2007 — 2006 — 2005 — 2004 — 2003 — 2002 — 2001 — 2000

図3 ローン貸し倒れ率

(%)



出所：パークレイズ・キャピタル、ブルームバーグ、IMF スタッフ試算

図4 米国政府系住宅金融機関 (GSE) パフォーマンス

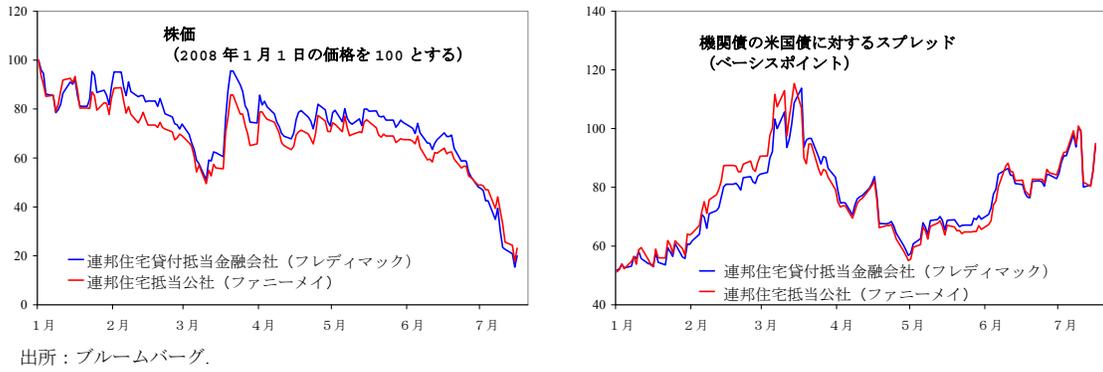


図5 欧州の住宅価格

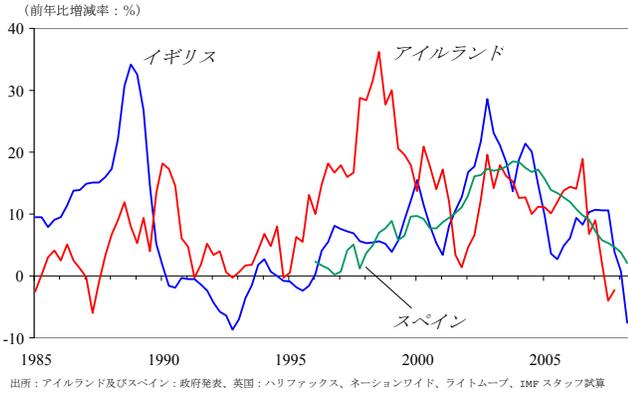


図6 銀行部門における評価損及び増資総額

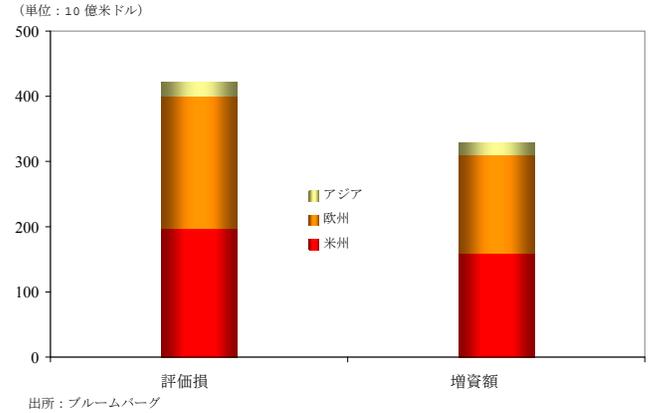


図7 商業銀行パフォーマンス

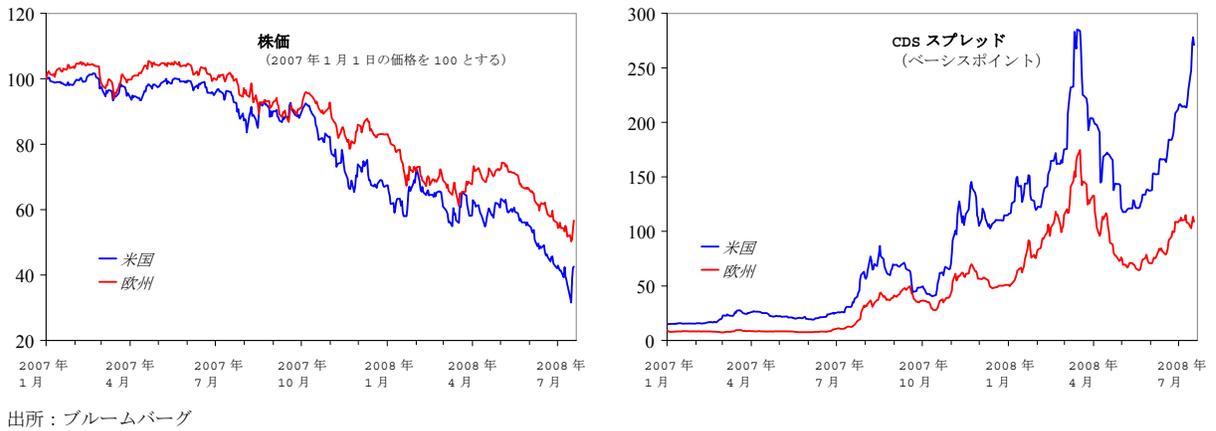


図8 LIBOR-OIS スプレッド
(3カ月物：ベースポイント)

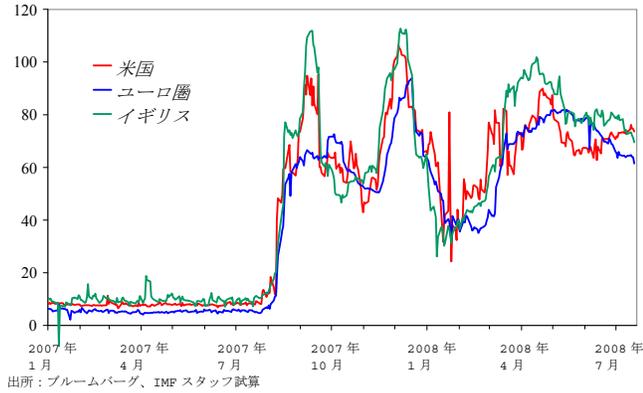


図9 金融機関債および非金融法人債の спреッド
(ベースポイント)

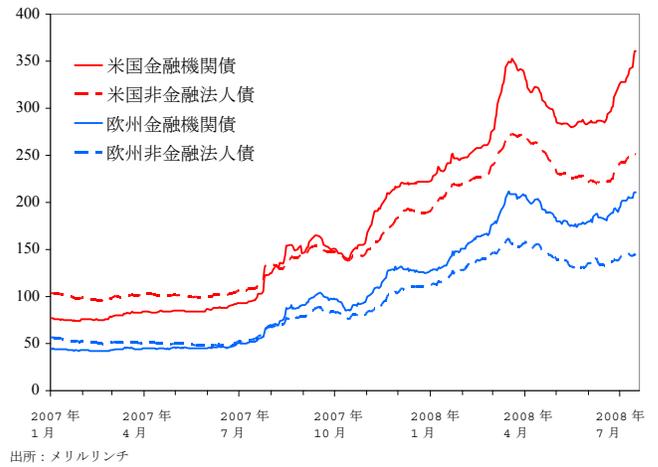


図10 米国民間部門借入
(2008年4月のGFSR見通しと実績の比較)

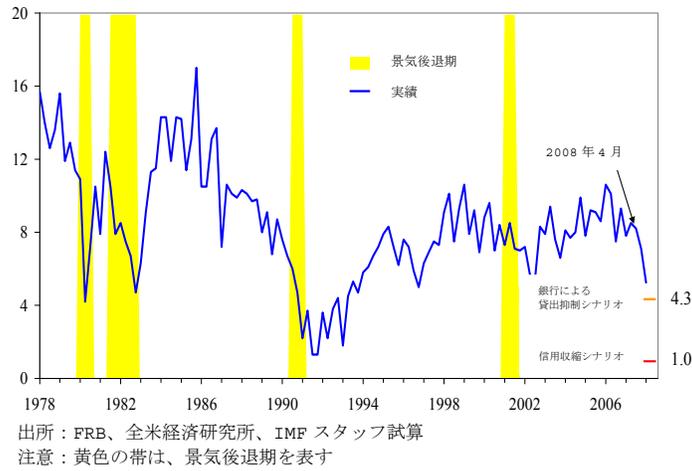


図11 新興市場国パフォーマンス

