

国際金融安定性報告書（GFSR）市場アップデート
2009年7月

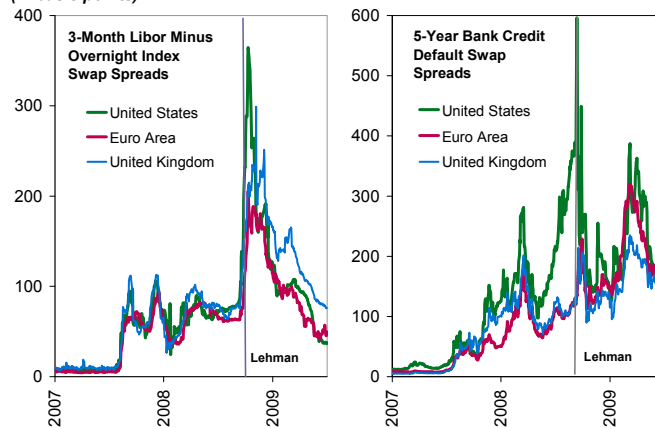
政策対応によりシステムリスクは減少するも脆弱性は残存

空前の政策措置によりシステム崩壊のリスクが遠のき、経済回復の期待が高まるに伴い、金融状況は好転している。しかしながら、脆弱性は依然残存しており、気を緩めてはならない。金融セクターは大規模な公的支援に依存しており、その結果、民間部門から公的部門への未曾有のリスクの移転が生じている。同時に、市場の不確定感を出来るだけ解消するために、様々な金融、通貨、財政の支援策からの出口戦略の検討作業を開始する必要がある。政策や市場の正常化を目指す対応が、中期的に見て健全な金融規制、持続的な財政収支、及び物価の安定のための持続的な枠組みの確立をもたらすものであることが重要である。

2009年4月の国際金融安定性報告書（Global Financial Stability Report : GFSR）で指摘された異常なレベルから国際金融システムが内包するリスクは低下している。世界の中央銀行、政府による空前の政策措置のおかげで銀行の財務状況は安定化し、資金調達の逼迫は改善され、取引先の信用リスクに対する不安も緩和し、総需要の下支えが行われた。こうした介入の結果、リーマン・ブラザーズの破綻時のようなシステムの機能停止といった極端な事態が再発するリスクを抑えることが出来た。インターバンク銀行貸付市場やマーケットは動き始めたが、いずれも大規模な公的な支援に依存している。銀行間市場での流動性リスク、カウンターパーティー・リスクへの不安は低下しており、これはLIBOR-OIS スプレッドやCDS スプレッドの低下からも見て取れる。（図1）

図1

Figure 1. Bank Systemic Risk Indicators
(In basis points)



Sources: Bloomberg L.P.; and Datastream.

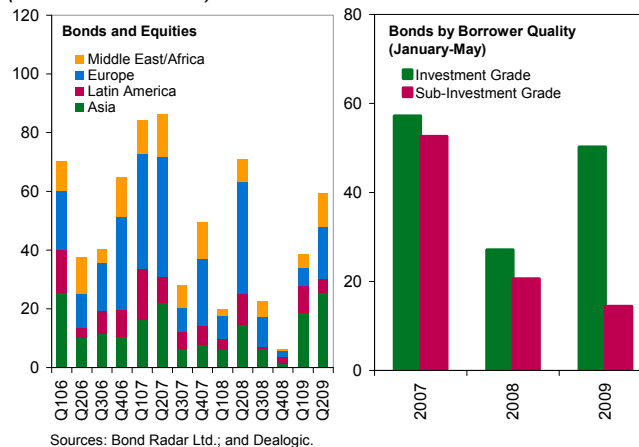
しかしながら、全般的にはまだタイトな金融状況が続いている。先進国の対民間部門向け銀行与信の伸びは低下を続けており、証券化市場も公的な支援がない場面では機能しておらず、低格付けの借手には資本市場のからの調達がほとんど閉ざされている。加えて、民間のリスクを低減させるために必要となった公的支援の結果、その分、公的部門のリスクが上昇し財政の持続可能性への重しとなっている。

深刻な景気後退リスクは協調的な財政金融刺激策により低下した。（2009年7月の改訂世界経済見通しを参照。）これによりリスク選好は若干回復し、投資家が安全資産からリスク資産に資金を戻す動きが出てきており、ボラティリティーも低下している。スプレッドの低下や予想デフォルト率の減少からも見られるように、信用リスクは低下したと受け止め

られているが、いまだ高水準である。エマージング市場においても、一次産品価格の回復とポートフォリオ投資の流入復活、資産価格の上昇を受け、リスクは低下はしている（図2）。こうした改善はすべての国で起きているわけではなく、エマージング諸国への銀行資金の国際的な流れは依然、滞っている。欧州のエマージング諸国のリスクも低下はしているものの、2009年4月のGFSRで指摘した脆弱性や歪みは依然、続いている。

図2

Figure 2. Emerging Market External Securities Issuance
(In billions of U.S. dollars)



2009年4月のGFSRでは3点のリスクを強調した。即ち、(i)先進国の銀行部門の弱さが与信の伸びと経済回復を阻害する可能性、(ii)エマージング諸国への資本流入が減少あるいは停止する可能性、(iii)公的なバランスシートに対する負担上昇に対し信頼性のある形で対応がなされず、国債金利が大きく上昇し民間の借手がクラウド・アウトされる可能性。これらの点での前進は見られるものの懸念すべき状況は続いている。

銀行のバランスシートの健全化が必要

広範な銀行危機のリスクは遠のき、証券の時価回復により銀行の要償却額は若干減少している。しかし、融資にかかる償却は今後も続くことが予想され、銀行の自己

資本の状況は引続き懸念される。米国の銀行システムにおいては予想を上回る利益の計上、良好なストレス・テストの成果、大規模19行を支援するとの米政府の公約、及び銀行自身による増資措置により、システムに対する信認は改善している。しかしながら、融資にかかる損失率は上昇を続けると予想される。欧州ではユニバーサル・バンクは収益の改善と資本増強の恩恵を受けているが、損失率は上昇を続けると予想される。欧州銀行監督委員会は広くシステムをカバーするストレステストを一斉に行っており、これは銀行システムに対する信認の確立の一助となるであろう。しかし、米欧いずれにおいても、銀行のバランスシートに残る不良資産の問題への根本的な対応には苦慮しており、世界的な景気後退が予想以上に長期化かつ深刻化し、不良資産の損失がさらに嵩み銀行経営を圧迫する危険を内包している。

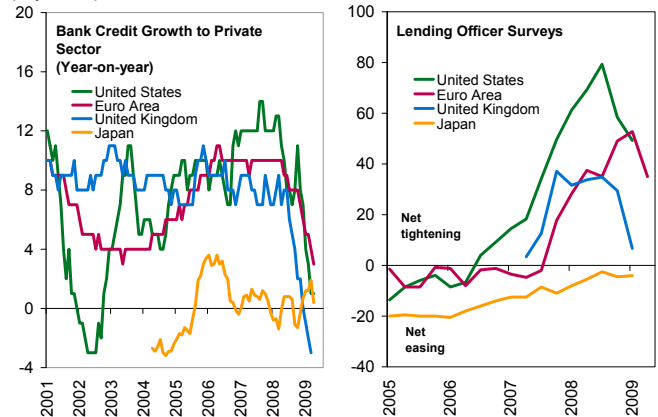
社債市場は動き始めたが銀行与信の減速は続いている

社債市場は正常化しつつあり、これは米国をはじめ、非銀行の市場性資金調達への依存度のより高い国にとって重要な進展である。銀行貸出からの代替から、社債、資産担保証券のспレッドは大幅に低下しており、発行額も増加した。高利回り債の発行も最近増加しているが、相対的に高格付けのものに限定されており、спレッドも歴史的に見て大きいままである。

しかし、最終的な貸し手への与信を回復させることを目的とした非伝統的な政策の採用にもかかわらず、銀行貸出は依然として抑えられている。レバレッジ解消の圧力が続き、銀行の総与信の伸びは低下を続けている。(図3) 証券化商品については政府の支援制度か中央銀行の貸出制度の直接の対象となるもの以外は市場は機能していない(図4)。

図3

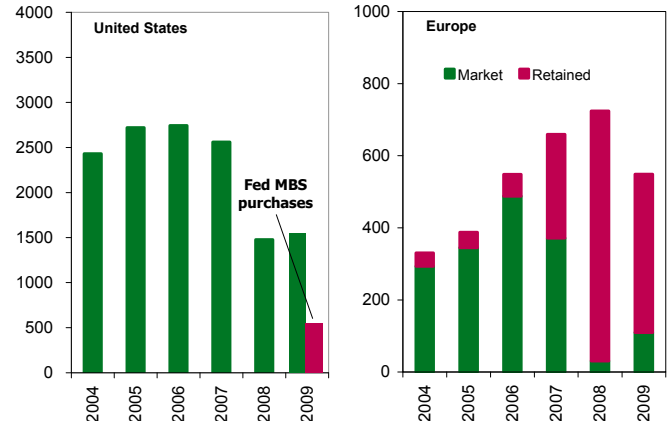
Figure 3. Credit and Lending Conditions
(In percent)



Sources: Bank for International Settlements; and central banks.
Lending surveys represent weighted average of conditions for households and corporates.

図4

Figure 4. Securitization Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Sources: Citigroup; European Securitization Forum; and SIFMA.
Issuance data annualized for 2009 and include mortgage-related and asset-backed securities.
Purchasing data through end-June.

エマージング・マーケットに関しては市場は強気に転じているものの、資本流出への脆弱性は残存

エマージング・マーケット資産の相場反転は一次産品市況の回復と成長期待、なかんずくアジアの成長期待の回復に後押しされている。リスク選好の回復はポートフォリオ投資の流入復活につながっている。エマージング・マーケットの株式市場は2月末時点の底から30-60%上昇しており、これは先進国の株価指数と同等かそれを上回る伸びである。EMBI グローバル指数のソブリン・スプレッドも10月のピーク時比、半減している。尤も、こうしたプラスの点はあるものの、世界経済の成長期待の低下や国際的銀行貸出の制約が、エマージング諸国の今後の見通しを悪化させる恐れがある。2009年4月のGFSRでも強調したように、銀行は国内融資に比べ対外融資をより大きく削減している。もっとも、先進国の親銀行はエマージング諸国の子銀行に対する与信規模は維持している様子も見られる(図5)。こうした国際的なレベルでのレバレッジ解消の動きは、過去10年間に急速に進展した金融面のグローバル化の逆転につながっている。こうした傾向はおそらく今後も続き、国際的な資金流入への依存度が高い銀行システムを圧迫するであろう。欧州のエマージング諸国及びCIS諸国は特にこうした資金流入の減少の影響が大きく、そのため他の地域で見られるような相場の反発があまり見られない。

図5

Figure 5. Cross-Border Bank Lending

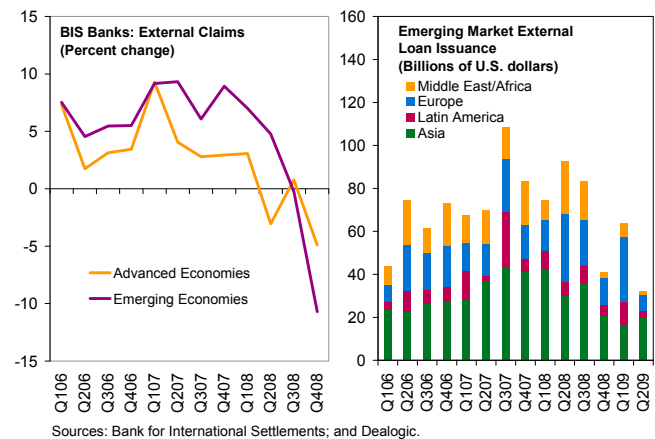
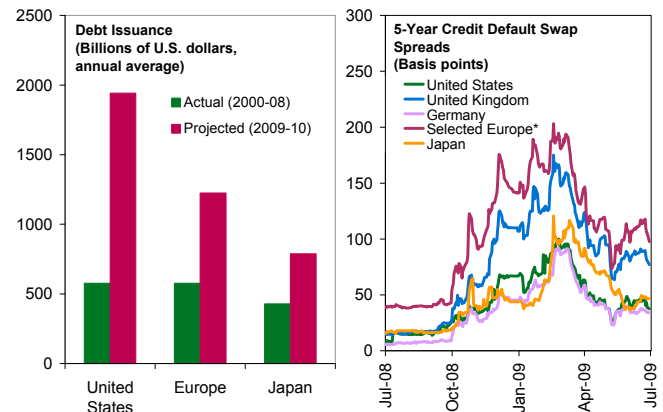


図6

Figure 6. Sovereign Debt

国債市場での懸念が増加

世界的に見て、国債のイールドカーブはかなり立ち上がってきている。これは短期側が伝統的な低金利政策がアンカーとなって低位にとどまる一方、景気回復期待とデフレ懸念の解消を反映し、長期側が跳ね上がったためである。しかし、こうした長期金利の上昇の背景には市場が新規発行国債を吸収でき



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF, *World Economic Outlook*.
* Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

るかどうかの懸念もあるかもしれない(図6)。多くの先進国で債務残高は大幅に上昇すると予想されている。金利から逆算されるソブリン・CDSスプレッドが危機前に比べ高水準に留まる背景には、債務の持続可能性への懸念の高まりがあるかもしれない。

今後のリスク

2009年4月のGFSRでは金融システム不安とクレジット・クランチ激化という当面の危険への政策対応の必要性を指摘し、下振れリスクに対処するために必要な金融上の政策対応を強調した。その後の空前の政策対応により大規模な破綻の可能性は減少し、これは信認の回復の上で大きな一歩となった。

気を緩めてはならない。金融面での直近の改善を受け、事態を甘く見るリスクがある。最近の状況改善が反転してしまう可能性を阻止するため、引き続き政策努力が必要である。一時の極端な金融システム不安からは脱却したが、まだいくつかの市場の機能が回復していないことから見られるように、システムが抱える不確実性は高いままである。信認はまだ脆く、危機的な状況が再燃するリスクもある。金融市場の好転は広範な公的支援に負っている部分が多い。従って効率的な金融仲介機能が復活するための条件である幅広い市場の再生は決し楽観を許さない。

銀行と市場を修復するための作業がなお一層必要である。銀行について言えば、これまで採られてきた措置の継続に加え、一部では新規の施策も必要となる。資本増強努力は行われてはいるものの、デフォルトが今後増加するなかで十分な自己資本水準を維持し続ける必要があり、必要に応じ、リストラを遂行する必要がある。また、不良資産を効果的に処理するための支援も引続き必要である。こうしたことが出来てはじめて、銀行は実体経済の成長を支えることが出来るようになる。これと平行して資金仲介上大きな役割を果たす証券化市場の基盤を整備し、市場を再開するための方策が必要である。

レバレッジ解消とテール・リスク。先進国の銀行の残された問題への対応が十分でないと、健全化のために必要となるレバレッジの解消は必要以上に大きなものとなり、経済回復をさらに阻害するであろう。銀行の修復はまさに持続的な回復のための前提条件である。金融環境の改善のかなりの部分は3月以降の相場の上昇によるので、相場が実態経済の改善を大きく追い越してしまうとその反動から市場状況が大きく悪化する恐れもある。資産価格の大幅な反落が金融機関の信認を傷つけ、極端な例外的リスク(テール・リスク)が顕在化する恐れもある。

銀行部門への信託を回復させ、融資の回復を促すには今一段の措置が必要である。多くの国ではストレステストを行うことで銀行の健全性評価に積極的に関与しており、こうした措置は資本不足に対する明確な対応を伴っていれば、銀行のバランスシートの回復に有効な手立てとなりうる。米国での経験及び一斉にストレステストを行うという最近の欧州の構想は歓迎すべき前向きの動きである。一般的に言って、自己資本が不足しているが存続可能な銀行は自己資本比率向上のための行動計画の提出が義務付けられるべきである。資本増強計画を短期に実現することが困難な存続可能と見られる銀行に対しては、適切な条件を付して、一時的な公的資本の注入を行うことが適当である。場合によっては、そのような公的資本の注入の後、銀行の一部の売却ないし清算も含めたリストラを実施する必要があるかもしれない。存続不可能とみなされる銀行は現実的に可能な範囲で出来るだけ早期に処理すべきである。確固たる対応を適切な透明性をもって遂行することが銀行部門に対する信託の回復に寄与するであろう。

国債市場は公的債務の発行が持続不可能とみなされれば不安定化するリスクがある。エマージング・マーケットは先進国からの波及を受け、資本流入の減少ないしは停止にさらされるリスクがある。エマージング諸国の民間企業は債務のロールオーバーの必要性が高く、代替的な資金調達源に乏しいため、特に大きなリスクにさらされている。また、一部エマージング市場における局所的な問題も、適切な対応がとられないと他に飛び火する恐れもある。

国際的に整合的な出口戦略。 危機に対応してとられた様々な公的支援措置をすべて撤回し始めるべき時期には未だないが、慎重に検討された協調的な出口戦略が導入されていることは重要である。そうした戦略のコミュニケーションは市場不安を沈静化する上で極めて意義深いものたりえる。出口戦略の策定に当たっての基本的な目標は、物価安定、市場原理に基いた健全な金融市場、及び持続可能な財政である。それぞれの国において、通貨、金融、財政政策面の出口戦略を相互に調整する必要がある。中央銀行にあっては、市場を混乱させることなく適時に流動性を引き揚げるための多様な効果的政策手段を整備しておく必要がある。中央銀行の独立性維持のため、擬似財政的な施策により中央銀行のバランスシート上に蓄積した資産を政府に移転し、中央銀行のバランスシートを浄化することも必要になるかもしれない。信託が回復する応じ、異例の公的支援を引き揚げることとなるが、これは相場上昇に応じ、満期到来に伴う自然消滅に加え、秩序だった形で流動性や資金調達支援措置を廃止するなどを通じ行われるべきであろう。出口戦略の実現に当たって、各国の規制の差を悪用した裁定や、望ましくない資金フローの発生を避ける必要があり、このため各国間の政策の整合性に留意すること枢要である。各種の施策からの脱却

を早めたり遅らせたりせよとの政治的な圧力が予想されるが、上記のような点から、こうした圧力に屈してはならない。

危機から脱出しつつあるこの重要な段階にあって、政策当局はこれまでの成果を守る必要がある。危機自体の規模と範囲が未曾有のものであったことと政策対応もまた空前のものであったことから、出口戦略もまた相応したものでなければならない。脱却の過程でタイミングと手順は何にもまして重要である。出来る限り市場機能を活用することが、究極の目的たる物価安定、健全な金融システムと持続的な財政を実現する上で最も重要である。