

国際金融安定性報告書(GFSR)

市場アップデート

2010年1月

金融システムは安定化するも、出口戦略、金融改革、財政面の課題が待ち受ける

経済ファンダメンタルズが改善し、大規模な公的支援が続くなか、金融システムにかかるリスクは沈静化している。改善が見られるとは言え、多くの先進諸国と大きな打撃を受けた一部新興市場国の金融の安定性は依然強固なものとは言えない。信用仲介の正常化のため、これらの銀行システムの健全化を進めることを最優先すべきである。金融リスクの国のバランス・シートへの転嫁と、公的債務残高の増加は、金融安定性リスクを高める要因となっており、出口戦略を複雑なものとしている。一部の新興市場国では資本流入による資産価格の高騰と為替上昇圧力が懸念され始めている。これらの国では金融安定性のリスクを抑えるため、公的な支援からより早期に出口を探る必要があるかもしれない。すべての国にとって、究極の目標は異例の公的な介入から脱却し、より安定的で、しかも持続的経済成長を支えるダイナミズムを失わない金融システムに移行することである。

経済ファンダメンタルズの改善と持続的な政策面からの支援を受け、金融市場は底打ち後力強い回復を見せている（2010年1月版「改訂世界経済見通し(WEO)」を参照のこと）。リスク選好は戻り、株式市場は回復し、資本市場からの資金アクセスも復活した。金融経済活動の崩壊という危惧された最悪のシナリオが回避された結果、広範な資産で歴史的な底値からの急速な回復が見られた(図1)。

順調な回復を背景にシステム全体のリスクは総じて低下した。経済見通しの好転とマクロ経済リスクの低下、ならびに緩和的な通貨・金融環境を反映して信用リスク、市場リスクは総じて低下した。新興市場のリスクも減少した。緩和的な通貨・金融環境は有益ではあるものの将来に向けての課題を内包しており、これらの課題に対して慎重な対応が今後必要となろう。

全般的な状況は改善しているとは言え、金融システムの修復は決して完了しておらず、金融システムは依然潜在的な不安定性を内包している。喫緊の課題が危機対応上残る一方、異例の政策対応の副産物として別種の新たなリスクも認識され始めている。即ち、空前の公的な支援は国のバランスシート上のリスクの増加と債務負担の増嵩をもたらし、将来に向けての金融システム安定のリスク要因となっている。同時に、いくつかの新興市場国では経済が急激に回復し、資産価格と為替への増価

圧力が問題となり始めている。その結果、改革なった金融システムに向けての出口戦略のタイミング、順序、執行の各面で巧みな政策運営を要求される。

銀行と与信

最重要の課題は銀行システムの健全性を回復させ、与信市場全般を改善させることである。このため、現下のレバレッジ解消の過程が整然と進み、景気回復に水を差すような急激な調整を必要としないようにすべきである。損失の吸収は進捗しており、資本増強もこれを支えている。IMF による先進国の銀行部門の損失総額の推計については、2010年4月のGFSRにおいて再推計を行う予定である。ただ、銀行が保有する証券の価格回復が見られることから、現時点においても前回推計よりは損失額は若干減少しているものと思われる。

今後については、資本増強は進んでいるとはいえ、バーゼルの新自己資本規制のもとで経済成長に必要な信用供与を行っていくためには今後もかなりの規模の追加的増資が必要となるかもしれない。2009年10月のGFSRにおける所要増資額の推計は市場が要求していると考えられる自己資本レベルを基に行っているが、バーゼルの新基準自体、この市場の見方に似た水準に収斂しつつあるように見える。

商業不動産向けエクスポージャーにかかる与信ロスは、今後大幅な増加を示すと見込まれる(図2)。予想損失額は不動産価格の上昇とその後の下落が大幅だった国々に集中しており、我々の従前の推計に沿った増加になると見込まれる。

銀行は自己資本の増強だけでなく、資金調達面での問題が起きる可能性をも視野において対応を準備する必要がある。2009年10月のGFSRでも注意したように、2011年から2013年にかけて償還の大きな瘤がある。この満期集中は危機時に資金の取入れの満期構成が短期化したことによる。今後、万一信認が弱まることがあれば、この債務の借換えに大きな支障をきたすおそれがある。

より当面の心配は中央銀行による流動性の特別供給プログラムや銀行債務に対する政府保証の停止の影響である。マネー・マーケットや資金調達市場が正常化するに伴い、こうしたプログラムの利用は減ってきているが、こうしたプログラムに頼らざるを得ない銀行も少数ながら残っている。資金調達の公的支援を停止するに当たっては、こうした弱い銀行への対応をしておく必要がある。さもなければ、こうした銀行が再び困難に陥り、その結果銀行システム全般に対する信認が低下し、システムの安定が損なわれるおそれもある。

経済の先行き改善にもかかわらず先進国における与信の伸びはいまだ回復していない(図 3)。貸出態度調査によると、米国とユーロ圏のいずれにおいても未だ厳格化の方向にある。もっとも、厳格化の程度はだいぶ緩和されてきている。貸出し低迷については、供給側の要因もあるが、足下の借入需要の弱さが主たる原因であると見られる。

信用サイクルが一巡する中、銀行与信は依然として縮小を続けている。底打ちも近いと思われるが、その後に力強い回復が見られるとの確かな見込みはない。社債発行等による非銀行部門からの資金調達は急拡大しているが銀行融資の減少を埋め合わせるほどの規模はなく、しかも既存借入のリファイナンスのためのものが大半を占めている。経済見通しの改善により資金需要は増加し、銀行の貸出し態度も積極化すると見られるが、資本、資金調達両面の課題に直面し、今後銀行の貸出し能力が融資拡大の制約となることも考えられる。将来の銀行規制の枠組みが不透明なことも銀行の貸出し態度に影響を与えそうである。

償却の増加、資本・資金調達面での圧力、与信の伸びの低さが今後の銀行の収益性に悪影響を与えそうである。こうした状況は、より大胆に銀行のリストラを進め、銀行の資本バッファを積上げ、将来のショックに備える必要を示している。

新興市場国への資本流入

新興市場国への銀行資金の流入はいまだ回復していないが、ポートフォリオ投資資金の流入回復により新興市場国の資産価格が反騰している。特に株価の回復は顕著であり、株価ほどではないが不動産価格も回復している。こうした資本流入は資産価格バブルにつながるのではないかと、為替レートの増価圧力をもたらしているのではないかと、との懸念が表明されている。資本流入は特に柔軟性の低い為替相場制度を採用している国での金融政策、為替政策の運営を困難にしている。

この資本流入の背景には様々な要素がある。昨年第2四半期に始まった流入増は当初はプッシュ要因、即ち投資家の選好の変化に基づいたと思われる(図 4)。リスク選好の急激な復活によりすべてのリスク資産が買われた。先進国の低金利を背景に、安全資産から利回りを求めて資金シフトが起きた。このことはドルや国債価格の低落やマネー・マーケットからの資金の流出からも伺われる。しかし、その後の流入持続はプル要因、すなわちアジアと中南米の成長見通しの好転によっている。これらの国への流入は為替の上昇期待にも影響されている。

これまでの資産価格の上昇は、広範で過剰なものとは言えないが、一部の国ではかなり上昇圧力が高まっている。不動産価格の上昇も、一部地域における限定的な例外は見られるが、過去の通常の経験の範囲内に留まっている。

さらに、中国を除けば、新興国の与信の伸びはいまだ明確な回復を見せていない(図5)。このことは資産価格の上昇がレバレッジの高まりによるものではないことを示唆している。とは言え、資本流入や資産価格インフレに対して当局が無防備でいることは賢明ではない。景気回復が定着するにつれ、資本流入に伴う流動性の増大が過度の与信膨張と持続不可能な資産価格の上昇をもたらすおそれがある。

プレッシャーにさらされる国家信用

先進国の財政安定性に金融市場の目が向かっている。財政の持続可能性への心配と政治的な不確実性を背景に、ここ数週、英国と日本のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の спреッドが拡大している(図6)。ギリシャを筆頭にいくつかの欧州諸国でも格付けの引下げを契機とし、あるいは財政赤字と財政健全化策の不確実性が続く中、より強いプレッシャーにさらされている(図7)。

我々の予測では、公的債務の純供給が長期的平均に比べ今後二、三年は大幅に増加することが見込まれる。財政赤字と債務残高の拡大により、金融の安定性のリスクを含む重要な課題を政策当局に突きつけている。

最低限のリスクとして、公的債務の発行増により民間への信用供与がクラウド・アウトされ、民間部門向け貸出金利が上昇して景気の足を引っ張る可能性がある。こうしたことが起こりうる一つのシナリオとしては、民間資金需要が回復するにもかかわらず、銀行が信用拡大を十分に出来ないというものが考えられる。この間、公的な支援策が解除されることも追加的な要因となりうる。より重大なリスクとしては、公的債務にかかる金利の急上昇があげられる。急速な金利上昇とイールド・カーブのステイプ化は国債価格の下落を通じ、広範な金融機関に悪影響を与えることになる。さらに、最も深刻なリスクとして、一部国債への投資家の信認が大幅に低下し、経済成長と信用が損なわれるおそれがある。直接の信認低下は特定国に限った事象かもしれないが、これをきっかけに他の国や市場に信認の低下が波及するおそれもある。

政策の優先課題

政策当局は出口戦略の策定に当たって、その時期、ペース、順序に関し極めてデリケートなバランスをとる必要がある。これは財政金融政策間のバランスにおいても、

財政赤字と債務の削減の中期戦略をいつ現実を発動させるかという点においても言えることである。支援策の早すぎる解除には金融不安定性の再発というリスクがあり（景気回復が遅れており、金融システムが脆弱な国のケース）、一方、政策の解除が遅すぎる場合にはインフレ圧力を高め、将来の危機の原因を作ることになりかねない（金融緩和が行き過ぎ、景気過熱が心配される国のケース）。

短期的には金融安定性の確保をまずは優先すべきである。金融の安定は未だ十分とは言えず、景気回復を持続させ、金融セクターと実体経済の間の負の連鎖が再出現しないようにしなければならない。金融システムが脆弱な国では銀行のバランス・シートの健全化努力を継続し、円滑な資金繰りを確保し、弱い銀行のリストラを進めるべきである。

急速な回復を示している新興市場国では、資本流入に対し、為替レートの弾力化を含む適切なマクロ経済政策とプルデンシャルな政策をもって対応することが重要な政策課題である。

中期的には金融安定性の確立を目的とすべきであり、これが力強く、持続的で均衡の取れた世界的成長の基盤となる。信憑性のある財政健全化を通じ公的部門のリスクを低減する一方、民間金融活動に伴うリスクに関しては新たな規制の枠組みで対応すべきである。

明日の金融システム

出口の向こう側にある新たな金融システムはより安全であると同時に、持続的な経済成長を支えるだけのダイナミックで革新的なものでなければならない。安全とダイナミズムのバランスをとることは決して容易ではない。

政策の実施に当たっては、特に注意すべき点がいくつかある。将来の金融規制の内容についての不確実性は、金融機関のビジネス戦略の策定と信用供与の拡大を阻害するというコストを伴うことを自覚すべきである。もっとも、規制のインパクトの評価が不十分なまま拙速に規制を導入することもリスクを伴う。競争条件が不公平であったり、規制の「いいとこ取り」を許すと金融システムの安定がリスクにさらされるので、新たな金融規制が国際的に出来るだけ統一的に実施されることは極めて重要である。

金融規制改革を成功させるには、ミクロの銀行監督規制とマクロ・プルデンシス政策が相互に補完し合い金融システムのリスクを抑える仕組みを構築しなければならない。そうすることによりはじめて、持続的な経済成長と金融の安定をもたらす

つ貯蓄主体から借入主体への資金の流れを仲介するという、金融システム本来の役割を果たすことが出来る。





