

## 財政リスクの顕在化に伴い金融安定性が後退

リーマン破綻の後遺症からの回復課程が長く続き、経済状況も総じて改善してきたが、最近にいたって国際金融環境の安定化に向けた動きが頓挫した。ユーロ圏の一部でソブリンリスクが顕在化し、それが当該地域の金融セクターに飛び火し、今や他の地域にも波及し、実体経済と金融セクターの間の悪循環が再び生じかねない状況にある。金融システムの安定性への信認回復と景気回復の持続に向けて強力な施策が個別国のレベルでも多国間レベルでもとられて来たが、事態の確実な解決のためにはこうした施策を継続強化する必要がある。

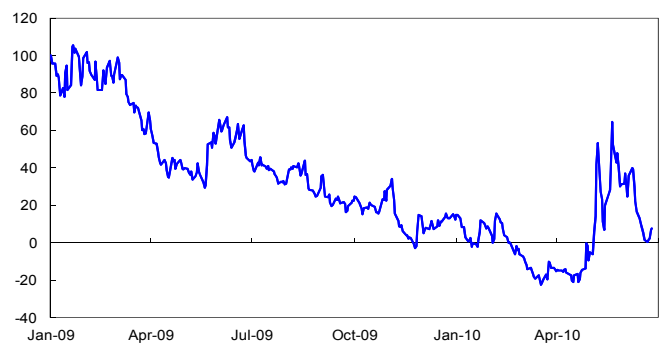
世界経済は回復軌道を保ってはいるが、金融安定化への動きは4月末から5月初めにかけて後退した。財政と銀行システムの間で相互にリスクが波及しあい、市場リスクと流動性リスクが増大した。銀行はごく短期のものを除き銀行間与信に対して再び慎重になりはじめており、特に難しい状況に直面しているユーロ圏の国の銀行に対する与信には消極的になっている。加えて、金融資産価格のボラティリティは上昇し、投資家はリスクに対して慎重になっている。こうしたことで、まだその兆候はほとんど見られないとはいえ、金融システムから実体経済への負のフィードバックが再び生じるおそれが高まっている。

極めて厳しい市場の状況はここ一ヶ月ほどでやや改善したが、市場マインドは依然脆弱である。安全資産としての典型的な逃避先である米国債、独国債や金の価格は上昇

した。先進国や新興市場国の株式のような比較的高いリスクの資産の価格は下落し、年初来の上昇分はほぼ失われてしまった。また、このところの反発局面も本格的な回復にはつながっていない。商品価格も昨秋のレベルまで低下している。ボラティリティは最近多少低下しているが、今回の修正局面以前に比べればなお高水準にある。

(図1)

Figure 1. Composite Volatility Index  
(1/1/2009 = 100)

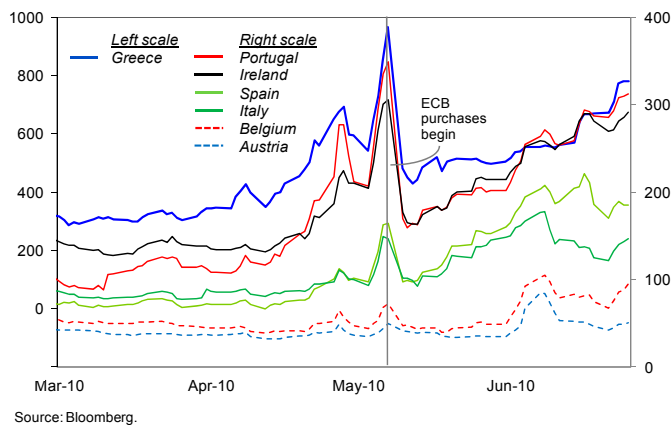


Source: IMF staff estimates.  
Note: The index was constructed utilizing implied volatilities derived from options on various stock market indices, interest rates, and exchange rates.

## 財政リスクの深刻化

こうした金融資本市場全般の動向はいくつかの国債市場が強い圧力にさらされていることに端を発している(図2)。この市場圧力の一因はユーロ圏のソブリン信用リスクの見直しにある。ユーロ創設により域内の為替変動リスクは消滅し、ユーロ加盟国の財政とマクロ経済のパフォーマンスが収斂するものと想定された。こうした見方を反映し、域内のソブリンスプレッドはごく最近まで大きく縮小していた。しかし、ギリシャの財政問題を見て、域内すべての国債について投資家はリスクの見直しをはじめた。このことは、ユーロ圏各国の当局が効果的な財政再建計画を着実に実施し、経済ガバナンスの強化を図っていくことが必要であることを示している。

**Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads**  
(In basis points)

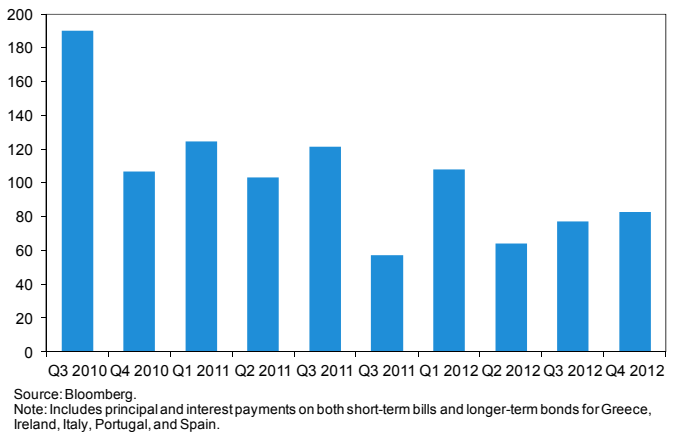


欧州金融安定取極 (European Financial Stability Facility) と欧州中銀 (ECB) の債券買入プログラムの公表のおかげで、ユーロ圏の債券市場における極端な市場圧力は幾分緩和された。5月初めの債券買入プログラムの公表後、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド国債の対ドイツ国債スプレッド

は低下した。しかし、そうした介入効果も最近では薄れてきており、これら債券の流動性は乏しいままである<sup>1</sup>。一方、スペインとイタリア国債のスプレッドは上昇を続けており、年初に比べても拡大している。また、最近ではベルギー、オーストリア、フランス国債についても、資本の逃避先となっていることから金利が低下しているドイツ国債との乖離が出始めている。

国債市場での圧力は要借換額が多額に上っていることも一因である。ドイツ国債に対するスプレッドが拡大しているユーロ圏諸国では、本年第3、第4四半期で総額約3000億ユーロに及ぶ借換債の発行が必要とされる(図3)。加えて、米、英、日および他のユーロ圏諸国でも同時期に計4兆ドルに及ぶ借換需要が見込まれ、これらと競合しながらの発行となる。

**Figure 3. Selected Euro Area Sovereign Bond Rollovers, Q3 2010-Q4 2012**  
(In billions of euros)

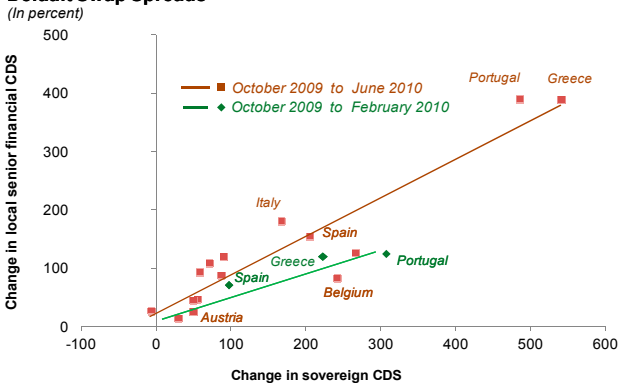


<sup>1</sup> ECBはこれまでで流通市場から純額ベースで約590億ユーロを購入している。

## 銀行部門への波及

銀行がこうした国債を保有していることから、ソブリンリスクの上昇は欧州の金融システムの安定にとっても重要な意味を持つ。欧州の銀行のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）スプレッドと当該国のソブリンCDSスプレッドとの連動は2010年4月のGFSR時点に比べ高まっている(図4)。これは銀行が多額の国債を保有していることを反映しているが、同時に財政と金融システム間の悪循環の再発リスクが高まっていることと、脆弱な銀行に対する公的な支援が必要となった場合の政府のバランスシートに及ぼす悪影響も関係している。

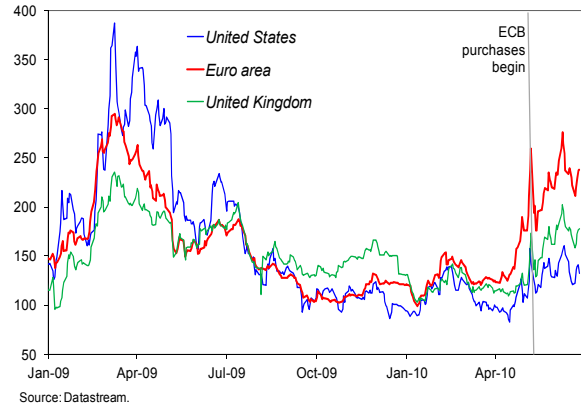
**Figure 4. Sovereign Risk Spilling over to Local Financial Credit Default Swap Spreads**



いくつかの銀行の健全性に対する不安の高まりを背景に、銀行のCDSスプレッドは英、米、ユーロ圏で拡大している(図5)。銀行部門への圧力の背景には、過去3年行われてきた銀行のバランスシートの清算が不十分であったというがあり、とりわけユーロ圏では米英に比べこの作業が進んでいない。この結果、すくなくとも一部業態では、脆弱であったり収益性が低かったりする金融機関が残存するほか、金融機関が過剰になっているケースが残っている。加え

て、新たな銀行規制や銀行課徴金の内容や導入の時期がはっきりとしないことも投資家の心理を悪化させている。

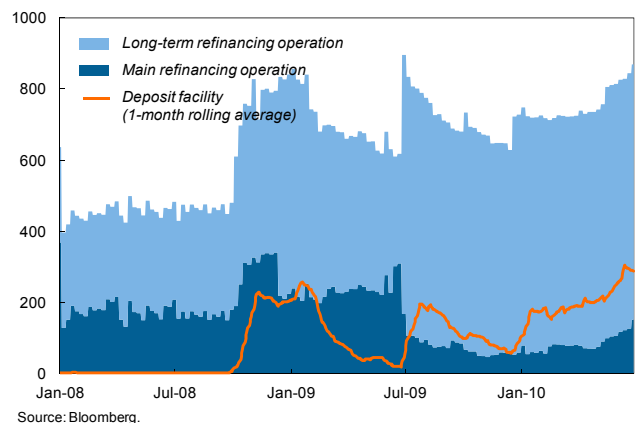
**Figure 5. Bank Credit Default Swap Spreads**  
(In basis points)



銀行間与信を通じ、ソブリンリスクは域内や域外の銀行システムに伝播する。銀行間与信は好況期にはリスク分散機能を果たすが、状況が悪化した際には危機の伝播経路になりうる。

問題国の国債を個別銀行がどれだけ保有しているかがわからないため、銀行間市場での資金調達が困難になっている。取引相手方に対する不安の高まりから、LIBOR-OISスプレッドは期間の長いものについて

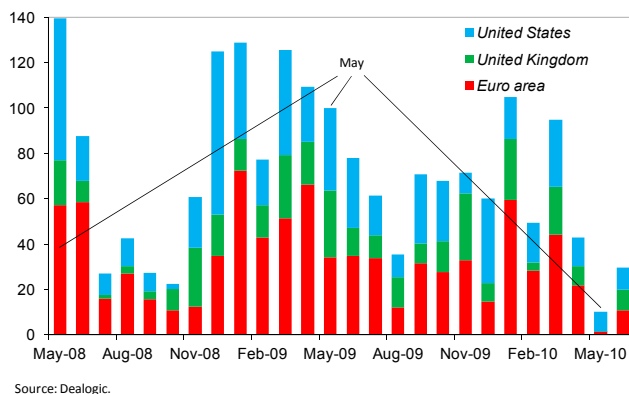
**Figure 6. ECB Liquidity Operations**  
(In billions of euros)



再び拡大している。銀行の資金調達を円滑化するため ECB と米 FRB は流動性供給オペの弾力化を図っている。ECB ではギリシャ国債に関しては適格担保条件の適用除外とし、期間の長いオペの一部も再開させており、FRB では外貨スワップラインを復活させている。銀行間市場の機能を回復するためのこうした対応がとられているにもかかわらず、ユーロ圏の銀行は資金を貯め込み、ECB への預金の積み上げを続けている<sup>2</sup> (図 6)。

銀行間市場では短期のドル資金に対する需要が強い。米国のマネー・マーケット・ファンド (MMF) は欧州銀行への運用を縮小しており、この結果、欧州銀行のドル資金の供給が細っている。中央銀行間のスワップラインは市場に安心感をもたらすために復活され、その観点からは役立っていると思われるものの、実際の利用は限定的である。

**Figure 7. Financial Bond Issuance**  
(In billions of U.S. dollars)



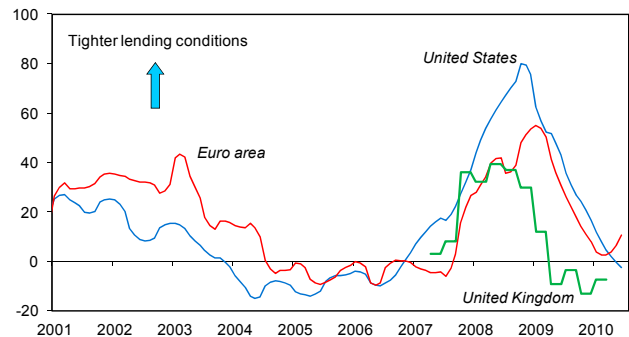
<sup>2</sup> ECB での預金の積み上がりの一部は満期一年の長期リファイナンス・オペの 6 月 30 日付の廃止を見込んだものであり、その後残高はやや低下している。

銀行は過去に発行した債券の償還の問題にも直面している。2010 年 4 月の GFSR でも言及したように、今後二、三年に償還が集中しており、この傾向はユーロ圏の銀行で著しい(図 7)。これに対し、最近の市場の動揺を受け金融機関債に対する発行市場での需要は低下している。

## 回復への懸念

ソブリンリスク上昇の影響は今のところ金融面にほぼ限定されているが、実体経済に波及する懸念も高まっている。2010 年 7 月の改訂世界経済見通しでも述べているように、景気回復が失速する懸念が急速に高まっている。資金調達面での問題から銀行のレバレッジ解消のプロセスが一段と加速するおそれがある。ユーロ圏の貸出しの伸びは最近では対前年比かろうじてプラスの水準で安定化しているが、これが再度低下するかどうか現時点では不透明である。ユーロ圏の銀行の貸出し態度は徐々に緩和しつつあったが、このところ再び厳格化の兆候を示している(図 8)。

**Figure 8. Lending Conditions**  
(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)



Sources: Lending surveys by the Bank of England, European Central Bank, and the U.S. Federal Reserve for households and corporates; and IMF staff estimates.



銀行貸出しへの悪影響が懸念されるのみならず、債券市場でも、市場の混乱と各種信用スプレッドの拡大とあわせ、5月には事業債の発行が激減した。6月には発行額は増加したものの、欧州企業の発行は極めて低調でリーマン破綻前後の水準すら下回っている。こうした状況が続くと今後企業の資金調達に大きな影響が及ぶおそれがある。

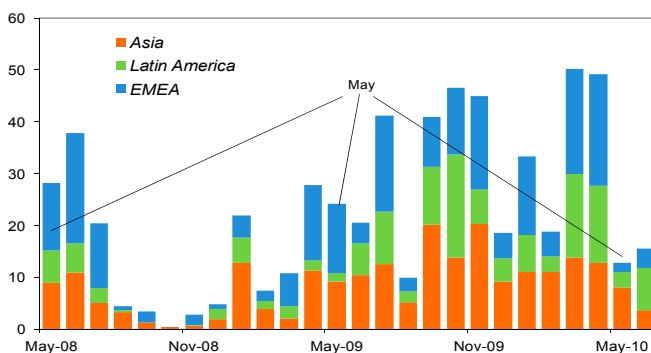
### 異例の施策からの出口政策は一部の国で遅延

財政、金融、金融セクターにおける異例の政策から脱却するという出口政策の実施は数ヶ月前から始まっていたが、経済面での下方リスク発現のおそれと銀行間市場と国債市場の緊迫化により、実施が難しくなっている。主要な中央銀行に関しては、極めて緩和的な金融政策が「長期にわたる（extended period）」ことを市場は織り込んでいたが、この期間が従前の予想以上に長くなると市場は見るようになった。ECBについては特にそうで、実際、流動性供給にからむ異例のオペを一部復活したのみならず、国債買入れプログラムも公表している。

### 新興市場国の金融環境のタイト化進む

新興市場国もユーロ圏のリスク上昇の影響を受けており、リスクに対する一般的な姿

**Figure 9. Emerging Market External Bond and Equity Issuance**  
(In billions of U.S. dollars)



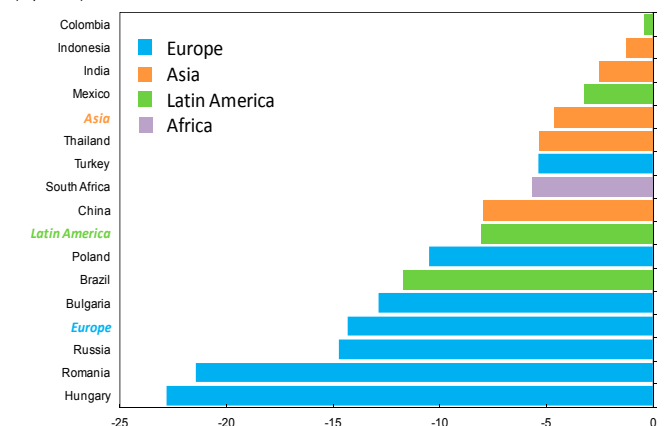
Source: Dealogic.  
Note: EMEA = Europe, Middle East, and Africa.

勢の慎重化とそれに伴う金融環境のタイト化という経路で影響が及んでいる。2009年3月から2010年4月とほぼ一年にわたって新興市場国へのポートフォリオ投資の大幅な流入拡大が続いたが、この傾向は一部反転し、資産価格も低下した。のみならず、新興市場国の国債、社債、株式の発行は5月には急停滞した。もっとも、これには地域差があり、もっぱら一時的な現象かもしれない（図9）。具体的には、アジアものの発行規模はさほど急激には落ち込んでいない。

当然のことながら、先進欧州諸国との直接的な結びつきが強い新興欧州諸国では、この波及がもっとも強く及んでいる。ルーマニア、ハンガリーをはじめとした新興欧州の株式市場は他の新興市場国市場に比べ大きな影響を受けている（図10）。また、欧州先進国の銀行は新興欧州諸国に対する貸出し量が多い。そこで、もし資金繰りの問題から欧州先進国の銀行が対外貸出しを縮小することになれば、再び信用収縮に直面する新興市場国が出て来る可能性がある。

アジアの不動産市場に関する加熱懸念は、金融監督上の措置が浸透するにつれ、以前に比べ薄れつつある。不動産取引量（金額

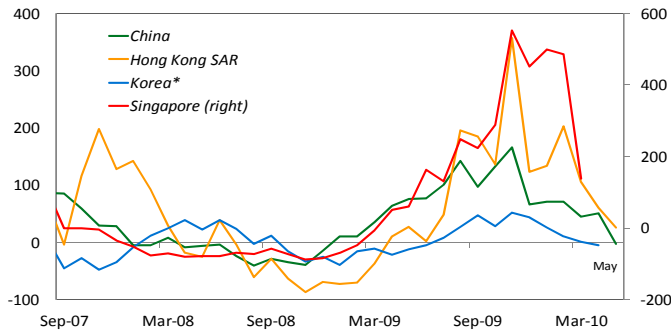
**Figure 10. Emerging Economies: Stock Price Performance, April Peak - June 28, 2010**  
(In percent)



Source: Bloomberg.

ベース)は落ち着きを見せてきており(図11)、新規融資に占める不動産融資の割合も低下してきている。もっとも、今後とも動向を注視して行くべきである。

**Figure 11. Growth of Real Estate Market Transaction Values**  
(Percent, year-on-year)



Source: National authorities; CEIC; IMF staff estimates.  
\* Data for Korea represent units of transactions.

## 為替リスクは上昇

ユーロの為替相場の減価は、ソブリンリスクと銀行リスクの上昇によるユーロ圏の成長鈍化を部分的には相殺するという意味で、プラスの効果をもたらす。しかし、ソブリン信用、銀行部門、マクロ経済の面でのリスクが同時に発現することで為替レートが無秩序な調整が起きる可能性も高まっている。ユーロは強い下方圧力にさらされてきたが、実効レートで見ればその水準は中期的なファンダメンタルズに照らし適正なレベルに近づきつつある。同時に、ボラティリティも上昇している。

## 優先すべき政策課題

先行きへの安心感を醸成し、金融市場を安定させるためにはいくつかの方面での政策対応が必要である。

問題の根源、すなわちソブリンリスクの問題に対処する必要がある。厳しい市場からの圧力に曝されているユーロ圏の諸国については特にそうである。これらの諸国は財政赤字の確実な削減を今後とも示していくとともに、より適確な国債管理政策を確立する必要がある。資金繰り上の問題から、これらの国は財政再建に向けた緊急措置の導入に追い込まれ、この面ではすでにながりの成果を挙げている。こうした対応も含め、財政赤字の削減は中期的な財政再建策の一環として実施されるべきである。財政計画は信用に足るものでなければならず、さもないと市場の不信感から削減の前倒しを迫られることになりかねない。今のところ、公表された財政再建策は債務の持続可能性を回復する上で必要なものとはいえ、十分なものとなっていないと市場は見ている。その見方の背景にあるのは、デフレ的な環境の中で政府が十分な名目経済成長を達成することが難しいのではないかと懸念である。従って、政府は財政再建計画の公表と同時に、潜在成長力の強化に向けた構造政策を明らかにする必要がある。いくつかのユーロ圏諸国ではこうした構造政策に関する議論はすでに始まっている。

金融面ではこれまでとられてきた強力な施策に加え、以下のような対応をとることで市場の信認を強化することができよう。

- 4,400 億ユーロ規模の欧州金融安定取極は困難な交渉を経て設立されたが、これを完全に活用可能なように整備する。
- 国債流通市場における ECB の流動性支援を継続する。市場機能がさら

に低下する事態を防ぐために必要なら購入額の拡大も辞さないとの決意を中央銀行が有しているかについて市場は疑念を抱いている。

- 欧州の銀行のストレス・テストを透明かつ信用される形で推進する。現在問題となっているのは国債を含む個別銀行の資産内容の不透明さであり、この点から欧州の銀行は一層ディスクロージャーを改善すべきである。欧州銀行監督委員会が現在実施中のストレス・テストの結果を公表し、対象銀行を大幅に増やすことは極めて重要な一步である。この際に重要なことは、各国が個別銀行ごとのストレス・テストの結果を公表すると同時に資本不足に陥っている銀行をどうするかについての具体的な枠組みを提示することである。より一般的には銀行の報告・開示基準の改善も必要であり、特に非上場の銀行や四半期財務諸表を公開していない銀行について改善の必要が高い。
- 内容が劣化した銀行への有効な対応を実施する。弱い銀行が存在することで資金調達市場が一層逼迫しており、銀行の清算、リストラ、資本増強の包括的な枠組みが必要である。各国の既存の制度や新規の仕組みを遅滞なく活用すべきである。また、銀行の問題に対処するため各国を横断する仕組みも必要に応じ適用すべきである。

市場の信認を維持し、財政と銀行システムの健全性に関する不安を減少させ、ユーロ圏の経済回復を下支えするためには上記のような施策を強力に推進することが必要である。

同じくらい重要なのは、誤った政策を行わないことである。特定の市場が単独で単発的な取引停止措置をとってもリスクが他の市場や国に移転するだけである。また、次にどのような施策がとられるかについての市場の不安も増加する。

他の多くの先進国では中期的な財政の健全化を確実にすることに政策の力点が置かれるべきである。2010年7月の改訂世界経済見通しでも述べているように、中長期的に財政赤字を削減する効果的な戦略がなにもまして重要である。同時にこれらの国は、財政再建をより容易にするために潜在成長力を高めるための構造改革を実施するとともに、高齢化に伴う給付の増大に対応する必要がある。また、当面は中央銀行の支援策も必要であり、量的な緩和策や貸出し市場や債券市場に対する明示的な支援などが引続き必要であろう。

資本流入の低下に関連し、ユーロ圏の動揺の結果投資家が外国市場から撤退の方向に動くのか、あるいはより変動の激しい先進国市場の代替先として新興国市場への流入が再開するのか、新興国は不透明な状況に直面している。資本流入は全体として増加傾向とはなるものの、その変動はより激しくなることが予想され、新興国は資本流入の突然の停止や過剰な信用の蓄積や資産価格の過大評価に伴うリスクに対応すべく、マクロ経済政策と金融監督政策の充実を図

必要がある。健全なマクロ政策や金融健全性維持のための明確な規制監督政策に加え、金融システムの発展強化を目指した構造政策も新興国にとって重要である。金融インフラを改善することで資本の流れの変動に対する耐性を高めることができる。

グローバルな金融システムをより安全なものとするための規制改革努力は迅速に進めなければならない。規制改革の基本をなす資本の質と量の強化と流動性の向上について、早急に結論を得て適切な導入スケジュールを確立する必要がある。改革の最終的な形が未だ不透明なため、銀行の業務戦略に関する意思決定が難しくなっており、貸出し意欲にも悪影響を及ぼしている。そこで、規制改革の詳細とその導入のタイミングをはっきりさせる必要がある。導入のスケジュールは金融機関の経営状況と景気回復の状況を勘案し、中期的な成長経路の達成と金融の安定確保を妨げないようにすべきである。規制改革の最重要の要素は監督の強化である。これは改革後の姿としても重要であるが、とりわけ各国における新規政策の導入状況に差異がある転換期において特に重要となる。監督の原則を遵守することで各国間の規制の差異を悪用できないようにすることもできよう。

以上を要約すれば、このところ国際金融システムの安定性は向上してきたが、ユーロ圏の財政・銀行両面の複合危機により再びシステムの安定性が損なわれるおそれがあり、しかも政策対応を協調して継続しなければ他の地域に伝播するおそれもある。ユーロ圏政府当局のとした決定は適切かつ重要なものであり、その早急な実施が金融市場の沈静化にとって鍵となる。金融機関を

安定化させるため、効果的で迅速な対応をとる必要がある。経済回復を軌道に乗せるには、金融システムの安定を確実にすることが重要である。