

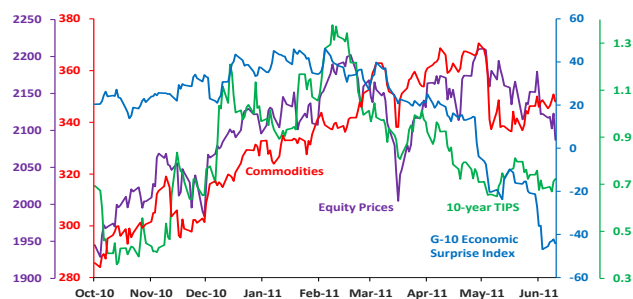
2011年4月の国際金融安定性報告書（GFSR）公表時以降、金融リスクは上昇している。その原因としては以下の三つの要素があげられる。第一に、基本シナリオでは引き続き二極化した形での世界景気回復が想定されているが、下振れのリスクが増加している。第二に、欧州周縁国における債務の持続性と調整政策への支援状況にかかる不安から、市場圧力が高まるとともに各国への飛び火も懸念されている。米国や日本など一部の先進国についても政治的なリスクの高まりから、中期的な財政健全化の実現性について疑問が生じている。第三に、リスク選好は最近やや落ち着く方向にあるとはいえ、長期にわたる低金利の結果、投資家が「利回りの追求」からよりリスクの高い資産へ向かう可能性がある。こうした傾向が続けば特に一部の新興市場国などで、将来的に金融面の不均衡が拡大する恐れがある。また、以上のリスクの高まりと同時に、いくつかの基本的な課題が未解決のまま残っている。金融システムの頑健性強化に関しては、進展はみられるもののまだ不十分である。政治動向により、財政再建と金融システムの修復・改革の推進が頓挫すれば、市場の我慢も限界に達し市場が混乱する可能性もある。こうしたリスクに照らせば、先のGFSRで示したように、政策当局は依然として残る金融の脆弱性を解決する努力を急ぐ必要がある。解決の許された時間的猶予はさほどない。

市場は景気の踊り場を予想

改訂世界経済見通し（WEO）で示されているように、二極化した形で景気回復が進むという基本シナリオに変更はない。4月のGFSRで金融の安定性が向上していると判断した大きな論拠は、世界経済の回復が民間部門と銀行部門のバランスシートを改善させるというものであった。しかし、最近公表された経済データが事前予想を下回った結果、景気回復の早さと強さに関する投資家の見方も修正を余儀なくされている（図1）。

米国では住宅市場が再び軟化していることもあって成長見通しが下方改訂され、その結果、国債の実質利回りが低下すると同

Figure 1. Mid-Cycle Slowdown



Source: Bloomberg, L.P.

時にリスク資産への需要も変化しはじめている。具体的には、株式から債券への乗り換えの動きが始まり、世界株価は4月末の高値を最後に下げに転じている。商品価格も下落し、先物市場での買い持ち残高が圧縮されるとともに価格変動が極めて激しくなっている。

ユーロ圏周縁国における債務の持続性と調整政策への支援状況に対する不安が高まっている…

ユーロ圏周縁の小国の債務持続性と調整政策への支援状況に対する市場の疑念が再び高まっている。調整政策の実施と必要な支援資金の確保のために不可欠な確固たる政治的意志があるかどうかへの疑念から、ギリシャのクレジット・デフォルト・スワップ・スプレッド（CDS スプレッド）は高値を更新した。これを受け、国債から銀行システムへのショックの伝播の可能性に市場の注目が再び集まっている。欧州の中核国の銀行システムが抱える周縁国へのエクスポージャーが依然高いからである（図2）。市場に深刻な事態が発生した場合、直接的な対外エクスポージャーと一般的なリスク選好の低下からユーロ圏以外にショックが波及することも考えられる。

…同時に、いくつかの大国のソブリン債務リスクの見通しが悪化している。

ギリシャ、アイルランド、ポルトガルだけでなく、ユーロ圏の他の諸国にも格付の見直しが広がっている（図3）。これは財政再建と構造改革の実施のために必要な政治的合意を得るのが難しいのではないかとの不安を反映している。財政再建の手法を巡る政治的対立が膠着状態に陥り、解決に

向けての明確な進展が見られないことから、米国の財政動向についても市場の疑念が高まりつつある。対応がとられない場合には8月末には政府債務残高が法定上限に達すると米政府は予想しており、この上限の引上げ法案がそれまでに可決されない可能性に市場の当座の関心は集中している。この一時的なデフォルトリスクを反映して、米国の格付はAAAであるにもかかわらず、CDS スプレッドはより格付の低い国を上回る事態が起きている。また、このAAA格付自体、4月にS&Pがネガティブ・アウトルックを付したのを契機に、疑問視されるようになってきている。日本についても、政府の財政赤字削減能力への疑問から格付が引き下げられている。

Figure 2. Contagion Risks Are Rising in the Euro Area Periphery

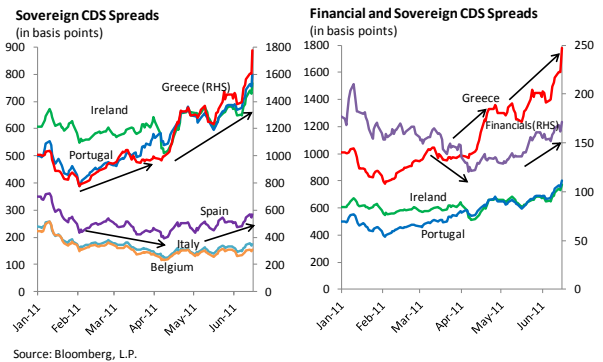
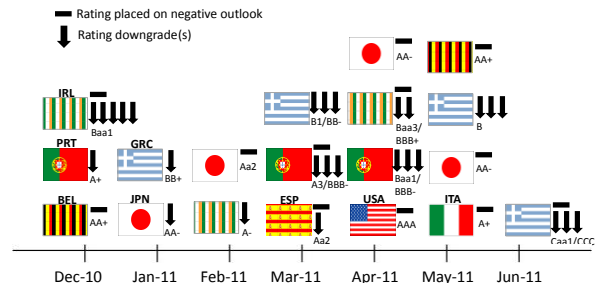


Figure 3. The Ratings Outlooks in Some Advanced Economies Have Been Downgraded



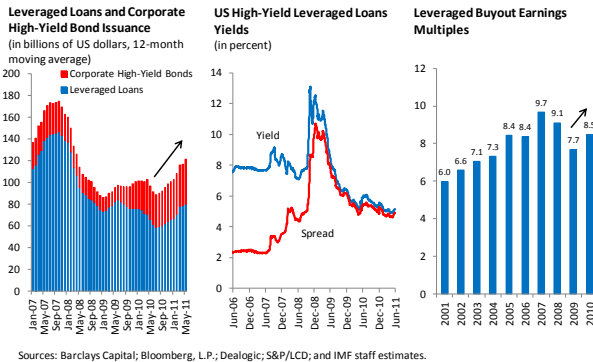
Sources: Fitch, Moody's; and Standard & Poor's.

Notes: When there were downgrades by both Standard & Poor's and Fitch, the rating shown is S&P's. Number of arrows correspond to the number of notches downgraded and, whenever there were downgrades from more than one agency, the biggest downgrade is shown.

長期にわたるゼロ金利によりリスク・テイクが強まっており、「利回りの追求」行動も強まっている

先進国の低金利状態により企業にとって各種手数料まで含めた「オールイン」コストでみても借入資本コストが低下し、一部でレバレッジの拡大を促している。自己資本に対する収益率を魅力的なものにするために、投資家が金融的なレバレッジを用いる動機となっている。信用スプレッドは危機前に比べ高止まりしているが、短期金利が極めて低いため、変動金利でも固定金利でも借入金利は従前より低下している。借入コストの低下により債務残高を増やしても債務返済比率が改善することとなり、企業がレバレッジを引き上げることを可能としている（図4）。

Figure 4. High-Yield Debt Issuance Has Surged, Spreads Have Dropped and Leverage Has Increased



レバレッジ・ローンの価格が回復し

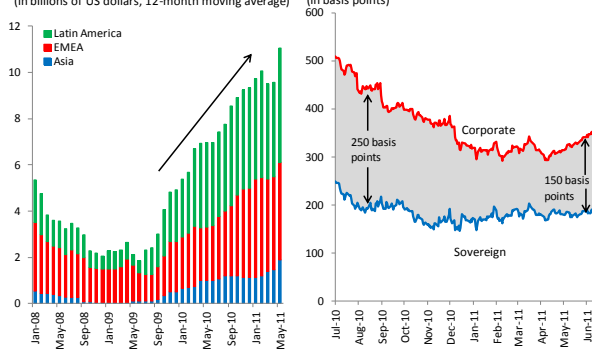
（2008年から09年にかけては極端な価格割れを起こしていた）利回りも低下した結果、投資家は二桁の収益率を達成すべく金融工学的手法の採用に傾斜を強めている。最近のプライベート・エクイティの新規ファイナンスとリファイナンスの案件をみると、対象企業のバランスシートのレバレッジは危機前の水準に近づいているように思われる。企業金融全体としてみればレバレ

ッジの水準は危機前に比べはるかに低い、高利回り社債やレバレッジローン案件の仕上がりアーニング・マルチプル水準は2007年に近いレベルまで高騰している。

最近の市場の動揺にもかかわらず、「利回りの追求」により新興国市場、なかでも社債市場と対企業貸出市場への資金流入が高まっている。こうした資金流入は変動が激しいが、多くの場合、豊富な国内流動性の拡大に拍車をかけている。こうした状況が今後とも続くと、企業価値評価が過大となるリスクがあり、またいくつかの国についてはレバレッジの回復が急激すぎるのではないかと心配も生じてくる。新興国の社債を対象とした投資信託への資金流入は強く、伸び率でみるとこれを上回る伸びを示しているのは高利回り債と商品市況を対象とした投信のみとなっている。新興国の社債発行額は過去最大となっているが、それでも需要の伸びに追いついておらず、投資家によるデュー・デリジェンス評価も甘くなっている。2011年第1四半期における新興国の対外社債発行額は650億ドルと三年ぶりの高水準を記録し、年全体としてみれば過去最高水準になると予想されている（図5）。新興国社債は米国高利回り債の代替投資物件とみなされるようになり始めている。新興国社債は米高利回り債とほぼ同等の市場時価総額を有するにもかかわらず、レバレッジが低く、同じ格付でも利回りが高く、幅広い投資家層にとって魅力ある投資物件となっている。企業のこれまでの資金調達制約が緩和されるという面からは望ましい展開ともいえるが、この状況が続くと新興国への資金流入が早さと規模の両面で過大となるリスクもある。信用リスクが過小評価された価格付けが行われたり、また、何らかの不利な出来事のためリ

スク選好が急激に低下することで資金が突然引き揚げられる危険性がある。

Figure 5. The Search for Yield Has Spilled Over into EM Corporate Debt
Emerging Market External Bond Issuance
(in billions of US dollars, 12-month moving average)



Sources: Bloomberg, L.P., Bond, Equity and Loan database of the IMF sourced from Dealogic; and IMF staff estimates.

新興国で資産価格の過大評価が広範に起きているという証拠は必ずしもない。しかし、急激に成長しているアジアの新興国と場合によっては他の新興地域の一部の国については、最近の不動産価格動向への懸念がある。強力なマクロ・プルーデンス政策と行政措置の採用と経済成長の若干の鈍化を背景に、アジアの不動産価格の上昇はこのところ鈍化の兆しを見せている（香港に関しては必ずしもそう言えないが）。しかし、成長が急に減速した場合には、いくつかの市場では価格が依然高水準にあるため、不動産価格の大幅な調整が起きる可能性がある。

市場がもっとも注目しているのは中国の不動産価格動向である。インフレの抑制のため中央銀行は金融政策を引き締め、政策金利を引き上げた。こうした措置が想定以上の経済の減速を引き起こすことがあれば、不動産価格への影響も一段と大きくなる恐れがある。世界金融危機に対処するための刺激策の一環として地方政府が行った投資を含め、近年多額の不動産投資が行われてきたことがこの背景にある。

政策当局は金融システムの頑健性回復を急がなければならない

極めて緩和的な金融政策と豊富な流動性により金融面の脆弱性が目立たなくなっているとは言え、金融面の基本的な課題は未解決のままである。システム的なショックへの金融・経済システムの耐性を高める必要があり、なかでもユーロ圏周縁国の問題に対しユーロ圏全体としての解決策を明確化することが重要である。急がなければ問題解決の時機を失うおそれがある。リスク回避姿勢が急激に高まった場合（これは全く無関係な事象を契機としても起こりうる）、不十分な対応に対する市場の寛容度が低下して市場情勢が急変する可能性がある。また、債務国の調整政策に対する支持が失われたり、債権国側での金融支援継続への反対など、政治的な動きが高まる可能性もある。こうした事態に至ってしまえば、問題解決の機会が失われるであろう。

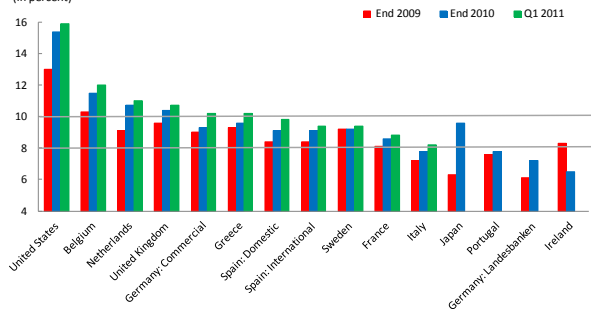
こうした状況下ではショックに備える、より強靱な金融システムを構築する必要がある。とりわけ欧州においてはその必要が顕著である。これには多国間の協調した政策対応が必要である。金融システムの修復に関しては進展が見られるが、スピードが遅すぎる。第一には、銀行は依然として資金調達上の問題を抱えている。銀行債の金利は上昇しており、欧州の周縁国のいくつかの金融機関では欧州中央銀行（ECB）の流動性支援に大きく依存している。また、いくつかの国では、銀行の資金市場がタイト化した場合の問題が大きく、償還債務への前倒しの備えを行う必要がある。

第二に、銀行によってはバランスシート上のリスクを十分に縮小しておらず、不良

資産を抱えたままになっていたり、不動産関連のエクスポージャーが大きいなど、資産内容への疑念が強く残っている。第三に、資産の劣化や流動性のショックに備えるために自己資本の増強を急ぐ必要がある（図6）欧州銀行監督機構が予定しているストレス・テストは、4月のGFSRでもその必要性を強調したように、欧州の銀行システムに内在するリスクと、その中でも特に脆弱な銀行を特定する上での好機となる。資本不足が確認された銀行に対する資本の早急な補填と存続不可能な銀行の整理を行う仕組みが整っていることが明確になっていることが決定的に重要である。

Figure 6. Bank Capitalization Is Improving, but Unevenly

Selected Bank Core Tier 1 Capital Ratios
(in percent)



Sources: Bankscope; SNL Financial; and IMF staff estimates.

新興国では信用の大幅な拡大とインフレ率の高まりに加え、一部の国では強い資本流入にさらされており、政策当局は景気の過熱と金融面での不均衡の拡大に注意する必要がある。企業のレバレッジは上昇しており、より弱い企業も資本市場からの資金調達が可能となり始めている。これにより、企業のバランスシートの外的なショックに対する脆弱性が高まっている。特に新興アジアとラテン・アメリカでは需要圧力も高く、景気過熱の防止、金融リスクの増嵩と経済政策の信頼性維持のためにもマクロ政策の発動が必要である。マクロプルーデンス政策や場合によっては資本規制の限定的

な利用も、資本流入とその影響に対処する上で補完的な役割を果たしうるであろう。しかし、これらが適切なマクロ経済政策の代替策にはならないことは留意すべきだ。

要するに、政策当局は金融システムをより頑健なものにしなければならない。

- 景気の下振れリスクが表面化している。世界経済の回復は従来考えられていた以上に基盤が弱く、既存の脆弱性に対処する時間はあまり残されていないかもしれない。
- 同時に、特に伝統的な財政金融政策を活用したショックへの対応の余地は狭まっている。
- その観点からも、大規模なショックにも耐え経済の回復を支えよう、金融システムを強化することが必要である。優先すべき点は第一に、先進国の危機の結果の残された不良資産を整理し、足下で金融システムをより強靱なものにすることである。第二に、金融改革の各項目を出来るだけ早期に実現することである。

最後に、経済の回復を支えつつ、同時に将来に向けての過大なリスクの蓄積がおこらないよう、経済を適切に誘導しなければならない。これはインフレ圧力と金融面の不均衡の拡大にさらされている新興国においては、特に困難な課題である。これに対処するにはマクロ経済政策を引き締めるとともに、マクロプルーデンス政策を活用していく必要がある。