

公表:

ワシントン 2012年7月16日午前9時30分(米国東部標準時)

極度の金融リスク：今や行動の時

2012年4月の国際金融安定性報告書(GFSR)公表時に比べ、金融不安定化のリスクは高まっている。投資家の撤退がさらに進み、南欧諸国の国債利回りは急騰している。資金繰りの悪化と国債流通市場での圧力の高まりからユーロ圏周縁国は信用力が一層低下するリスクにさらされている。直近の欧州共同体(EU)の首脳会議では当面の危機対応に資する重要な措置が合意された。景気支援的な金融政策と流動性供給策に加え、合意された措置を迅速に実施に移し、銀行共同体と財政共同体の構築に向けて一層前進することが最優先されなければならない。銀行の資産内容の健全性への疑念を早急に払拭しなければならず、必要に応じ資本注入やリストラを断行すべきである。他の先進国や新興市場国の成長見通しも軟化しており、ユーロ圏からの波及や国内の財政金融上の問題に対応する力が低下している。米国の財政収支の見通しと連邦債務上限を巡る動向が不透明なことも、金融安定性に対する潜在的な脅威となっている。

市場の反転回復も国債市場の悪化再燃により失速。

2011年末に欧州の政策当局がとった果敢な措置により、銀行と国のバランスシートの修復を果たすための時間的な余裕を生み出すことが出来た。欧州中央銀行(ECB)の3年ものの長期リファイナンス・オペ(LTRO)は資金繰りを改善させ、広範な資産市場で価格が反発した。しかし、世界経済の見通しへの不安が広まり、この市況の回復も短命に終わった。(同時に公表された改訂世界経済見通しを参照のこと。)ギリシャで5月初めに行われた総選挙後も政治的な不安定性が解消しなかったことも状況を悪化させた(図1)。ギリシャがユーロから離脱するのではとの不安が高まり、スペインの銀行システムの健全性への懸念なども背景に、リスク回避姿勢が急速に強まった。

市場環境は5月、6月にかけて大幅に悪化し、金融市場のストレスを示す各種指標も昨年11月の最悪期のレベルに戻り、一部ではそれを超えてしまった。主要な株式市場と外為市場のボラティリティは2012年の最高値を更新し、多くの株式市場では2012年初の上昇前の水準にまで株価が反落してしまった。

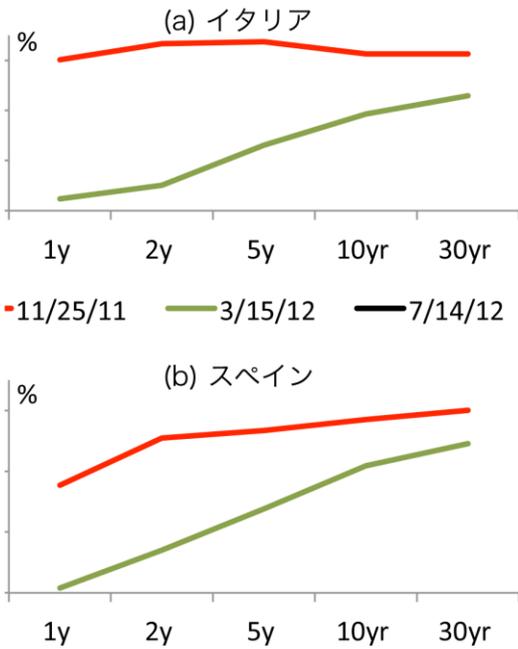
ユーロ圏周縁国の経済成長や銀行システムへの不安が再燃し、財政資金の調達が難しくなり、これらの国の国債利回りは急上昇した(図2)。3年満期のLTROは周縁国の国債需要を下支えしたが、その効果も逡減した。イタリアでもスペインでも資本の対外流出が進み、外国投資家層が縮小した(図3)。

図1：拡大する混乱のサイクル



データ出典：Bloomberg L.P.；IMF スタッフ推計

図 2. イタリアとスペインの国債イールドカーブ



データ出典: Bloomberg L.P.; IMF スタッフ推計.

う。特に、ユーロ圏の銀行を一元的に監督する体制が確立すれば（これに関する主要な決定は2012年末までに採られることになっている）、欧州安定メカニズム（ESM）が銀行に対して直接資本注入することが出来るようになる。加えて、対スペイン支援ではESMは優先弁済権をもたないこととされた。スペインとイタリアの国債価格は首脳会合の決定を受けて一時反発したが、市場の関心が政策の実施リスクと欧州内でのより広範なリスクの共有の必要性に向かうなか、再び両国の国債利回りは上昇し、乱高下を繰り返している。

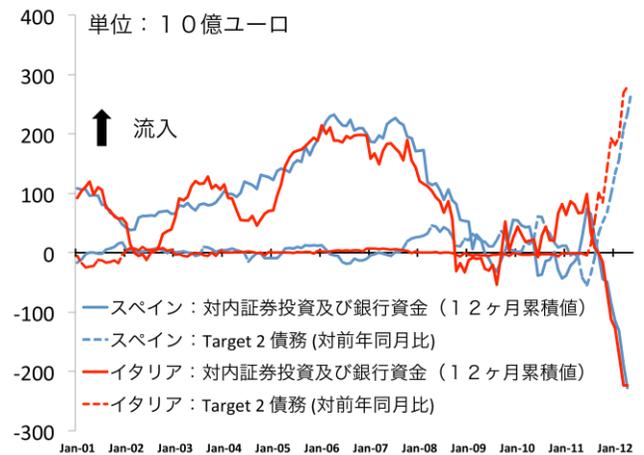
EUの資金市場のストレスは高まっており、レバレッジ解消圧力も高い。

ECBのリファイナンス・オペによる潤沢な流動性供給にもかかわらず、多くのユーロ圏周縁国の銀行や企業の資金繰りは悪化している。銀行間市場は極めてタイトであり、無担保の期限ものの取引はほとんど成立しておらず、ユーロ圏の中核国の銀行が流動性をため込んでいる状況にある。高金利を提示しても銀行債に対する需要はほとんどなく、発行は激減している。ユーロ圏内の国際ホールセール市場が消失し、預金流出も続いていることからユーロ圏周縁国の銀行はECBの流動性支援に依存せざるを得なくなっている。

安全資産への逃避が進み、米国、ドイツ、スイスの国債利回りは急低下し、米ドルも他の主要通貨に対して20ヶ月ぶりの高値を記録した。安全を求めた投資家の動きから日本国債の利回りも歴史的な低水準に近づき、円高が進み景気回復への足枷となっている。EU内でもスウェーデン、デンマークも安全国と見なされるようになった。新興国では信用力が低下している。これは市場のリスク回避姿勢の拡大に加え、世界景気が軟化し新興国の政策発動余力も低下していることから、各国固有の脆弱性への対応能力が弱まっていると懸念されているためである。

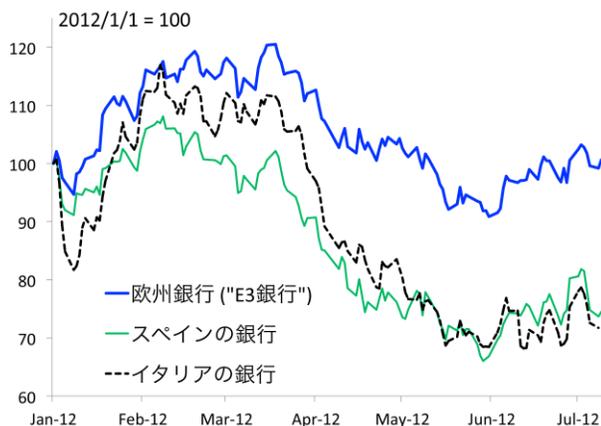
6月末には欧州の首脳は当面の危機の解決に向けたいくつかの重要な措置について合意した。この合意が完全に実施されれば銀行と国家財政の間の負の連鎖が遮断され、銀行共同体（銀行ユニオン）の構築に繋がるであろう。

図 3: 外国資本の流出とユーロシステム内の債務



データ出典: Bloomberg L.P., 各国当局, Haver Analytics, IMF スタッフ推計.

図4：跛行的な欧州の銀行株価動向



データ出典: Bloomberg L.P.、IMF スタッフ推計

の引き下げと投資家の離反により優良企業についても借入金利がさらに高騰することが懸念される。

格付の引き下げにより、多くの銀行は資金調達コストの上昇の可能性に直面している。ムーディーズ社は最近、資本市場業務のウェートの高い欧米の主要15行の格付けを引き下げた。引き下げの論拠は、資本市場業務のリスクの大きさ、資金調達面の課題、及び規制の強化によりこれらの銀行の長期的な収益力が低下することが予想されるというものである。格付は同時に、非資本市場業務からの収益の規模と安定性、流動性の余裕、欧州へのエクスポージャーと米国の住宅及び商業不動産融資と過去からの不良債権の規模、及び過去のリスク管理上の問題を勘案したものと説明されている。S&P社も2011年11月に同様の格付の見直しを公表している。

スペインの銀行システム安定化のための措置も市場心理の改善をもたらしていない。

スペインの銀行システムを安定化するために必要な資本増強額を巡る憶測が飛び交い、株価が急落した。スペインの銀行のホールセール資金調達コストは、担保付き社債、担保なし借入とも2011年末の水準にまで反騰している。

スペインは6月10日に国内金融システムの安定化のための国際支援を要請したが、投資家センチメントの改善には繋がらなかった。国際的な支援を得ることで一部の銀行のリストラを推進することが容易になることは歓迎すべきことではあるが、銀行システム自体の抜本的なリストラ策が立てられておらず、支援資金の借入条件の詳細も明らかでなかったことから、市場は当初むしろネガティブに反応した。また、支援が国を通じた融資となることから、現在のスペイン国債の保有者が新たな支援資金に劣後するのではないかと懸念も一部の投資家から指摘された。6月末のEU首脳会議の決定で、支援が銀行への直接出資の形態を取ることが可能になり、支援に優先弁済権を求めないこととされたため、これらの心配は幾分緩和された。

汎欧州的な解決策は未だ作業途上の段階にある。

6月のEU首脳会議で公表された措置は当面の危機対応としては正しい方向に向かっている。さらに、短期的には以下のような措置を追加することで解決を確実なものにする必要がある。

- 銀行の資産内容にかかる疑念を払拭し、銀行のバランスシートの強化を支援する政策を採る必要がある。多くの金融機関で自己資本の不足や資金調達構造の弱さが認められ、市場の信頼を回復するに至っていない。資本増強や資産リストラが必要な銀行もあり、単一の銀行監督システムの整備を受け、弱体化した存続可能な銀行にESMが直接資本注入することも一つのオプションとなる。

- 各国とも、既に約束している財政の強化と広範な構造改革の実施を実際に行なう必要がある。

こうした措置は正しい方向に向かっているが、最終的な解決策を得るには、より完全な銀行共同体を構築し、より深化した財政統合を実現しなければならない。これらについても EU は目標として掲げているところではあり、単一の銀行監督制度に向けて動き出したことで EU サミットは銀行共同体に向けての第一歩を踏み出したと言える。しかし、監督制度に加え欧州全域の共通預金保険制度を構築し、共通の財政支援に裏付けられた銀行の破綻処理システムを整備する必要がある。当面の措置としては ESM 創設のための条約改正をすべての EU 加盟国が早急に承認するなど、合意を実施に移すことが必須である。これに加え、「四総裁」が首脳会議に提出したレポートにもあるように、銀行共同体を補完する上でも財政統合を推進することが有用である。

景気支援的な金融政策と流動性支援策の継続も事態の解決のために必須の要素である。ECB が最近政策金利を引き下げたことは適切であったが、一層の金融緩和の余地がある。LTRO により多くの欧州銀行の銀行間借入のコストが無担、有担とも低下した。しかし、これだけでは投資家の信認の回復にも永続的な解決策にもならない。経済状況がさらに悪化する場合には非伝統的な政策の活用も検討すべきである。具体的には、債券市場プログラム (SMP) の再開、適切な担保を求めつつ LTRO を拡大すること、あるいは何らかの形での量的緩和を実施するなど、異例の措置を検討すべきである。ECB の担保ルールの緩和が流動性制約の緩和に重要な役割を果たしており、担保ルールの厳格化を新たに導入すべきでない。

国際金融安定への米国発のリスクも存在する。

欧州以外に目を転じると、ここ数週間、米国のいわゆる「財政の崖」、即ち年末に減税措置の期限切れと自動的な歳出カットの発動が重なる点について懸念が高まっている。なにも対応措置がなく、この財政の崖をそのまま転げ落ちれば、対 GDP 比で 4% にも相当する財政緊縮効果がもたらされることになる。(同時公表の改訂財政モニターを参照のこと。)

年末が近づき不確実性が高まるなか、2011 年 8 月の債務残高上限引き上げの際と同じような瀬戸際の政治的駆け引きが繰り返されるようなことがあれば、市場が混乱する可能性もある。事態を複雑にしているのは今回は財政の崖と債務残高上限到達がほぼ同じ時期に起こることである。前回の債務残高上限引き上げを巡る議論の際には短期のマナー・マーケット金利が上昇、レポ市場が縮小、国債利回り曲線がスティープ化し、ソブリン CDS スプレッドが短期で上昇し逆イールドとなった。最終的には上限は引き上げられたが、S & P は米国の国債格付を AAA から AA+ に引き下げた。S & P は米国の財政見通しが悪化しており、その解決に向けての政治的な合意がないことを指摘し、格付の見通しをネガティブに据え置いている。しかしながら、今のところ市場は財政リスクの上昇を織り込んでおらず、米国の CDS スプレッドも若干上昇したとは言え、低位で安定している。

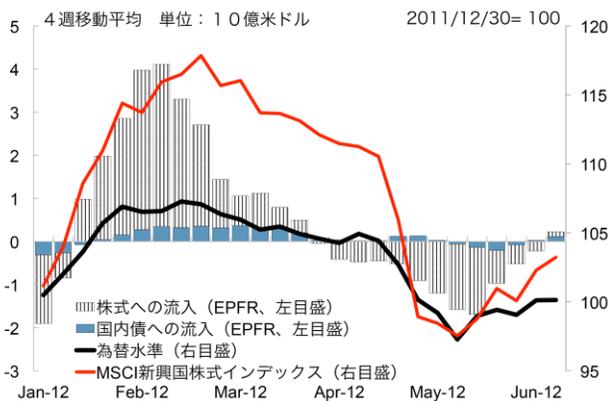
市場のコンセンサスとしては財政緊縮の大部分は先送りされ債務上限もデフォルトに陥る前には引き上げられるだろうと見ている。しかしながら、財政の崖が現実化する可能性を市場が見込んだ場合には、その米経済への影響が極めて大きいだけに、市場状況が大きく悪化する可能性が排除できないのは明らかだ。市場が混乱するリスクを避け、消費者マインドと企業マインドの悪化を避けるには連邦債務残高上限も早期に (2013 年初めに債務額が上限に達する前に) 引き上げるべきである。また、信頼できる財政再建計画の策定が進展しないと国債格付けがさらに引き下げられる恐れがある。格付低下により期間プレミアムが上昇し、国際的流動性が低下する恐れがある。米国債は他の金利の基準となっており、担保としても広範に利用されているため、これにより市場全般、あるいは国際的な市場心理を不安定化する恐れもある。

新興市場国は国際金融リスクの影響を被っているだけでなく、国内的な問題にも直面している

新興市場国も対外環境の急変により経済活動が大きく影響されるリスクを抱えており、その不確実性は極めて大きい。今年の初めの段階では大規模な資本流入と為替の過度の上昇を懸念する新興国がかなりあったが、今や心配は為替の急落と変動の高まりにとって代わられた。ブラジルやインドの通貨は3ヶ月もしないうちに15から25%も下落している。

新興国の株式市場は2012年の当初2ヶ月は大きく上昇したが、その後反落し、ほぼ年初の水準にまで戻っている(図5)。株式市場から資金が流出したのに対し、新興国の国内債券市場からの流出はさほどおきていない。外国人投資家は新興国の債券市場から撤退するのではなく、為替リスクを選択的にヘッジする行動を取っているようである。これにより、世界的にリスク回避が進んでいるなかでも債券価格は下支えされている。とはいえ、債券市場からの大規模な流出が起きれば債権利回りが急騰し国内市場の不安定化に繋がる可能性がある。その場合、新興国の当局は為替の一層の変動を許容するか、外貨準備をさらに取り崩すか、市場を安定化させるための他の方策を採るかの選択を迫られることになる。

図5：新興市場国：資金流入と資産価格



データ出典 Bloomberg L.P.、IMF スタッフ推計

ユーロ圏との直接的なリンクが小さく、外貨準備も大きいことから影響はより軽微であると見られる。とはいえ、3月中旬以来アジアのドル調達市場はタイト化してきており、韓国のような輸出依存度の高い経済にとっては国際的な不安の高まりと外需の低迷が逆風となっている。中国経済も減速しており、アジア各国の経済と一次産品価格に影響が及んでいる。インドについても大幅な財政赤字と経常収支赤字に伴い為替レートが記録的な水準まで下落するなど、懸念が高まっている。ただ、財政赤字については金融規制が奏効し、ファイナンスが可能となっている。ブラジルでは経済の急速な減速に対し中央銀行が政策金利を過去最低水準まで引き下げた。また、資本流入と消費者信用を抑制するために2011年に導入された規制のいくつかも撤廃された。

新興国の政策当局も困難な課題に直面している。

多くの新興国では内外からのショックに対して金融緩和を行う政策余地があり、さらに大きな需要減退があった場合には、副次的に財政政策を發動することも可能である。(改訂財政モニターを参照。) インフレも概ね目標値の範囲に収まっており大きなショックが起きた場合には金利引き下げの余地があることを示している。ただし、政策の發動余力がある新興国でも、現時点では商品価格が未だ高く流動性環境も良好なことから、むしろ余力を積み増す機会と捉えるべきであろう。2008/09年時点と違い、現時点で政策的に信用の拡大を目指すことは効果が小さいだけでなく、適切な政策対応とも考えられない。他の新興国と比較してもブラジル、中国、インドなどの大国ではここ数年間で与信が大幅に拡大しており、信用循環の末期に近づいていると見られる。現時点で信用をさらに拡大することは資産の内容を悪化させ、将来のGDP成長と金融の安定を阻害する恐れがある。

市場参加者は新興国における成長低下のリスクにも注目している。例えばブラジル、中国、インドなどでは成長率の低下が銀行収益に打撃を与え金融システム不安定化のリスクともなりうる。資産価値や経済成長に関する不確実性の高まりから銀行の株価にも下押し圧力が働いている。いくつかの国では貸出需要が低下しており、公的金融部門による貸出がある国でもその傾向が見られる。

新興国でも地域間で顕著な違いがある。

中東欧諸国はユーロ圏とのつながりが強く、銀行貸出の縮小やポートフォリオ投資の削減が加速する影響をもっとも受けやすい立場にある。アジアについてはユーロ圏との直接的なリンクが小さく、外貨準備も大きいことから影響はより軽微であると見られる。とはいえ、3月中旬以来アジアのドル調達市場はタイト化してきており、韓国のような輸出依存度の高い経済にとっては国際的な不安の高まりと外需の低迷が逆風となっている。中国経済も減速しており、アジア各国の経済と一次産品価格に影響が及んでいる。インドについても大幅な財政赤字と経常収支赤字に伴い為替レートが記録的な水準まで下落するなど、懸念が高まっている。ただ、財政赤字については金融規制が奏効し、ファイナンスが可能となっている。ブラジルでは経済の急速な減速に対し中央銀行が政策金利を過去最低水準まで引き下げた。また、資本流入と消費者信用を抑制するために2011年に導入された規制のいくつかも撤廃された。

政策当局の立場に立てば、現在の状況はかなりやっかいなものである。急激なマイナスのショックに曝される不安が永らく続いたため、多くの新興国では緩和的な政策を続けてきた。しかし、これは新たな不均衡を生み金融の不安定化を惹起するリスクを拡大させている。低金利は債務を増やすインセンティブとなり、資産価格の上昇をもたらす。いくつかの大きな新興国（インド、ロシア、トルコ）では財政収支の改善ペースが遅れ気味であり、財政出動の余力が十分に蓄えられていない。（改訂財政モニターを参照。）新興国の財政金融政策は信用循環のかなり成熟した段階にある現状を考えれば、もう少し抑制的に運用されるべきではないかと思われる。大規模なネガティブショックが発生した暁にはこうした様々な潜在的脆弱性が一挙に同時に表面化し、金融安定性の維持が極めて困難となる恐れがある。

規制改革はルールの策定と実施の段階に移っているが、進展は一様ではない。

規制改革は規制規範の確立作業から実際のルール作りと実施のフェーズに移っている。G-20 のいくつかの国（インド、日本、サウジ）では既に 2013 年初めから適用となるバーゼル III の最終ルールが発表されているが、大多数の国ではいまだルールの策定か市中協議の段階にある。EU では欧州理事会で資本規制指令 IV（CDR IV）についての妥協が成立したことから、最終ルールの制定に近づいた。米国では 2013 年 1 月から適用されるルールの最終版を公表したが、これはバーゼル 2.5 の基準に沿ったものであり、バーゼル III 基準の導入については協議用のペーパーを公表したばかりである。

規制改革の他の要素については未だ検討中のものもあり、実施に移されたものは限定的である。店頭（OTC）デリバティブに関しては、G-20 首脳宣言にある 2012 年末の目標に向けて、すべての国と市場でできるだけ多くの分野での改革の完全実施を実現すべく、万全の努力をすべきである。具体的には、必要に応じ定型的なデリバティブ契約の取引を取引所か電子取引プラットフォームに完全に移し、集中清算機関（CCP）に清算を集約させるべきである。CCP 自体がグローバルなシステム上重要な金融機関になるのではないかと、との心配もあり、CCP の破綻処理の仕組みを確立し、合意を得ることが喫緊の課題となっている。一般的な金融機関の破綻処理の仕組みの構築はあまり進展しておらず、多くの国では必要な法的な整備が完了していない。金融安定理事会（FSB）が策定した「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」に従った法改正が多く国で行なわれつつある。欧州委員会は金融機関と投資会社の整理回収に関する指令の草案を最近公表した。これは重要な進展であるが、ユーロ圏は統一的な監督制度、危機管理と破綻処理の整備に向けた努力をさらに強化する必要がある。