

国際金融システムは様々な段階を経て変容しつつ、より安定したシステムの形成に向かっている。米国では景気回復が進むのを受け、早晚、金融緩和姿勢が後退し、長期金利も上昇する可能性がある。新興市場国は長期にわたり強い資本流入の恩恵に浴してきたが、これは転換期を迎えつつあり、外部環境の変動がより激しくなり、リスクプレミアムも上昇に転じるであろう。いくつかの新興国ではよりバランスのとれた持続的な金融拡大に舵を切る必要があり、その中で金融とマクロ面での脆弱性に対処し、経済の頑健性を高める必要がある。日本では新たな政策パッケージとして「アベノミクス」を導入し、大胆な金融緩和と財政・構造改革を推進している。ユーロ圏ではより強靱で安全な金融部門の構築を目指しており、通貨統合の強化とリスクに対応するための共同の仕組みの導入と併せ、金融システムの強化と過剰債務の解消に向けた努力を行なっている。また、国際的な銀行規制体系も漸次、強化されつつある。第一章ではこうした転換に伴う課題とリスクを分析している。

こうした変化の中での最大の課題は、米国の金融緩和に伴う副作用をマネージし、今後いかに緩和から円滑に脱却するかである。長期にわたる低金利政策により金融不安定化のリスクが生じているが、米国経済の拡大にも助けられ、適切な対応をとればリスクを抑えることができるであろう。しかし、金利が高まり、資産価格の変動も大きくなり、投資家が資産ポートフォリオの組替えを行なう中で、軟着陸を図ることはかなり困難な作業となるかもしれない。第一章では、長期金利が現在想定されている以上のペースで急上昇する場合、相当なリスクが生じる点を重視している。構造的な要因による市場流動性の低下、短期金融市場や影の銀行システムにおける高レバレッジポジションの存在（後者の例としては住宅不動産投資信託があげられる）により、金利上昇の影響が拡大し、国際金融市場にも波及する可能性がある。

多くの新興市場国も金融安定性を確保する上での課題を抱えている。外国人投資家は新興国の債券市場になだれ込んだが、先進国の緩和的な金融政策が変更されることで撤退する可能性がある。このため新興国の債券市場は政策変更の影響を受けやすくなっている。信用拡大と企業のレバレッジの拡大が長く続いた結果、新興国のファンダメンタルズは近年、弱まっている。金融セクターがよりバランスのとれた持続可能なものに移行する過程でのリスクを管理しつつ、力強い経済成長と金融システムの安定を確保することが当局にとっての最大の課題である。

他の中央銀行が非伝統的な金融政策からの転換を考慮する中、デフレ経済からの脱却を図るべく、日本ではアベノミクスの下で金融面での刺激策を拡大しつつある。財政改革と構造改革を含めた政策パッケージを完全に実施すれば、金融システムの安定強化に貢献し、同時に資本流出を促すであろう。しかし、財政・構造面での改革が計画通りに完遂されなければアベノミクスが金融の安定性を大きく損なうリスクがある。改革が実施されなければ、経済が再びデフレに落ち込み、銀行の国債保

有がさらに拡大する可能性があり、財政と銀行部門の危うい相互依存がいつそう高まる恐れがある。また、インフレとリスクプレミアムが高まり経済が混乱する可能性もあり、このシナリオの下では、国債金利が乱高下しつつ急騰し、資本流出も急増するなど、国内的にも国際的にも金融安定性へのリスクがさらに高まることとなる。

ユーロ圏では、個別国における改革の前進と通貨同盟の仕組みを改善するための重要な措置の採用により、銀行部門と国家財政の資金調達環境が改善した。しかしながら、イタリア、ポルトガル、スペインの経済は依然苦しい状況にある。これらの国では企業の過剰債務問題が解消せず、国内金融市場が国際金融市場から分断された状況が続いており、大きな問題となっている。また、たとえ国際金融市場との再統合が中期的に実現しても過剰債務問題は残り、本レポートの推計によれば、イタリア、ポルトガル、スペインの企業債務の合計の5分の1は過剰債務と見られる。経済金融状況が好転しない場合、即ち2013年10月の世界経済見通しの中心シナリオに沿った循環的な景気回復から下振れするケースでは、企業向け与信の内容悪化に備えて引当を積み増す必要が出てくる可能性がある。引当を積み増すには、今後期待される収益のかなりの部分をこれに充てることが必要となるであろう。最近行なわれた資産査定と引当・自己資本の増加により銀行の損失吸収能力は高まったとはいえ、銀行のバランスシートをさらに浄化し、完全な銀行同盟を確立させることが必要不可欠である。こうした銀行部門の対応と同時に、非金融法人における過剰債務を評価し、あわせてその解消の道筋を付けることが必要である。

金融システムの安定化を混乱なく実現するには以下のような施策が有用である。

- 米国の経済成長が高まることで、金融政策正常化の条件が整いつつある。構造的な流動性の低下とシステム的な脆弱性に対応しつつ、資産価格変動の高まりと資産ポートフォリオの入替えの影響を緩和する政策をとることで、金融政策の正常化への移行を円滑に進める必要がある。中央銀行が明確かつ時機を得た市場との対話を進めることが不可欠である。過去の引き締め時に比べ、中央銀行がとりうる政策手段の幅は広がっている。しかし、負のショックにさらされる可能性もあり、市場での投げ売りのリスクを抑え、ポジションの解消や資産売却が円滑に進むよう、万一の場合の対応を準備しておく必要があるかもしれない。影の銀行システムで過剰なレバレッジの発生を防ぐためには監視の強化が有益で、中でも大規模な住宅不動産投資信託には注意を払うべきである。
- 新興市場国に対する悪影響は、銀行融資を通じるのではなく、専ら債券市場や外為市場での流動性の悪化を通じて波及する公算が強い。米国の金融政策の先行きに関する期待の変化に伴う投資行動の変化は新興国の国内市場に影響を与えるので、大幅な資本流出が起こった場合には、円滑な市場機能の維

持を優先することが必要となるかもしれない、余力があれば、適切に市場に介入することもあり得よう。成長が相対的に減速し、米国の名目金利が上昇し、資本の流れが逆転する中で新興国を危機から守るには、国内の脆弱性に対処する必要がある。そのため、当局は企業部門による過剰な借入の増加に注意し、これを抑制するようにすべきである。各国の銀行監督当局は外貨借入による資金ミスマッチの拡大が自国の銀行のバランスシートに悪影響を及ぼさないように留意すべきであり、その際、法人企業による外貨借入にも注意すべきである。各種準備金を積み上げるとともにマクロ経済的な不均衡を解消することも、資産価格変動の拡大やリスクプレミアムの増大への対応として有益である。

- 中国の金融システムのリスクに対応することは重要な課題だが、相当な困難も伴う。金融システムのリスクを抑え、信用拡大に支えられた設備・不動産投資主導の経済からの転換を図るためには、広義の与信の膨張を抑える必要がある。影の銀行部門の活動に対する健全性監督を強化するとともに、（預金金利の自由化など）金融の自由化を推進することで規制回避へのインセンティブを引き下げ、危険な企業融資や貯蓄商品も最終的には政府が保護するとの暗黙の前提が広く信じられている点を是正する必要がある。与信に伴う損失を貸し手と預金者も負担するのでなければ、規模すら明らかでない巨額の財政負担を政府は負うこととなる。
- 日本はその大胆な政策を完遂する必要がある。政策失敗のリスクを避けるには、財政や構造政策面の約束を実行する必要がある。これらの政策は、政府債務の動向が改善しない場合に起こりうる国債のリスクプレミアムの急騰を避けるために必要である。金融不安定化のリスクを抑えるためには市場構造をより頑健にする必要がある（例えばデリバティブ市場におけるサーキット・ブレーカーの変更など）とともに、地方銀行におけるリスクの偏りを是正する必要がある。
- ユーロ圏では過剰債務の解消と銀行のバランスシートの健全化と平行して、ユーロ圏の金融制度の強化と銀行同盟構想の実現を図る必要がある。ユーロ圏の銀行のバランスシートの健全性に対する投資家の不信を完全に払拭し、健全な企業への資金供給を強化する必要がある。まず必要なのは、予定されているバランスシートの評価を現実的な前提の下、透明性が高い形で、徹底的に行うことである。評価作業の結果の公表に先立ち、資本不足に備えた信頼できる自己資本強化策を用意し、これを周知させることが必要である。企業部門の過剰債務の解消にはより包括的な政策対応が必要であり、企業債務の整理と企業倒産法制の改善に加え銀行以外の資金源の活用を積極的に活用

することなどが必要である。民間バランスシートの改善には、欧州中央銀行による金融政策面からの支援と欧州投資銀行による自立可能な企業への信用支援が不可欠である。

- 国際的な銀行の資本充実度は銀行による差が大きい、これはバランスシートの修復の程度が銀行により異なるのと各行のおかれた経済・規制環境が異なるためである。銀行のバランスシートの信頼性、透明性と健全性を高めることが最重要であるが、各国の監督当局の独自の施策や政策を巡る不確実性から、過剰な資本増強圧力が銀行にかかることは避ける必要がある。銀行による市場ディーリング業務を巡る規制の導入や市場の変化が市場流動性の量と価格にどう影響するかのさらなる検討も必要である。金利が上昇し、市場価格変動も高まる中で、そうした新たな環境下でトレーディングにおける市場流動性の低下がどのような影響をもたらすかを注意深く見守ることが最低限、必要である。

こうした課題に適切に対処し、改革が予定どおり実現されれば、より安定した金融システムへの移行がスムーズに行われ、金融活動や経済成長をより効果的に支える金融システムが実現するであろう。しかしながら、必要な改革が行われなければ、政策課題への対応も不十分に終わり、世界的に甚大な悪影響を及ぼし、より安定したシステムへの移行が頓挫する恐れがある。

信用拡大の弱さが現下の経済回復の遅れの大きな原因であると広く信じられているが、第2章では信用供与を拡大するためにとられてきた施策を検証する。本章では各国がとってきた施策を分類し、政策の有効性を検証する枠組みを提供しており、信用拡大を妨げている制約に対して直接働きかける政策が最も効果的であるとしている。いくつかの手法を用いた分析の結果、与信を制約している原因は国により異なり、また時間と共に変化するため、各国毎に慎重な分析を行う必要があることが明らかとなった。また、新規融資に関するデータを充実させることで何が融資の制約になっているかがより明確になる。多くの場合、需要側の施策と供給側の施策は相互に補完するものであり、共に必要だが、どちらにウエートを置くか、またどのような順番で施策を打つかが重要である。同時に、こうした信用拡大策は財政的なコストとともに金融システムの安定に対するリスクも内包している点に当局は留意すべきである。最も大きなリスクは信用リスクの増加であり、貸出審査基準が弱まるとともに、既存融資への追貸しが行われるリスクに留意すべきである。景気回復がまだ弱い間は、こうしたリスクへの対応は（リスクテイクを増やすことを目的とした）信用拡大策の目的に反してしまうため、不必要だけでなく望ましくないかもしれない。しかし、信用拡大のため施策の短期的な便益と長期的なコストを当局は常に比較考量しておく必要がある。

第3章では銀行の資金調達構造が金融システムの安定にどう影響するかを分析し、導入が予定されている各種の改革がより安定的で多様化した強靱な資金調達構造の確立に寄与するかを検討している。健全な銀行にあっては資本への依存度が高い反面、債務（特に国際金融危機の一因ともなった短期債務）への依存度が低く、預金が資金調達の主軸になっていることが明らかになった。各種の改革はこうした望ましい特性を強化するように設計されており、それ自身は正しいことではあるが、各種の改革が相反する効果を持つ可能性もある。一方では、ホールセール資金市場の混乱に備え、担保付きの借入（これは資産を縛りつけることにもなる）や預金への依存を高めるように促す改革が進んでいる。もう一方では、預金者を保護しつつ納税者への負担を避けるべく債権者の損失負担を求めるベイル・イン権限の導入や預金の優先度を高める方向の改革が進められており、これらの改革は無担保のホールセール債務の所有者の負担を高める効果を有する。本章では保護された債権者の割合が上昇した場合、無担保債務のコストがどうなるかを数値例で示している。現在の環境と預金保護制度の下では無担保債務への影響は（特に自己資本比率の高い銀行では）限定的であると見られる。しかし、預金者保護が大幅に拡充されると影響が極めて大きくなる可能性がある。改革を慎重に導入することでこうした矛盾を抑えることが可能となろう。バーゼルIIIとOTCデリバティブの改革は予定通り進めるべきである。しかしながら、ベイル・インが十分な損失吸収能力を持たなくなる事態を避ける必要がある。そのため、新たな流動性基準やOTCデリバティブ改革に伴う担保需要の増加をモニターし、無担保債務の返済に充当できる資産が確保され、優先弁済付きの無担保債務が十分発行出来ていることを確認しておくべきである。