

要旨

短期的なリスクは低下

2016年4月の国際金融安定性報告書公表時に比べ、国際的な金融不安定化リスクは減少している。一次産品価格は年初のボトムから上昇し、新興市場国における経済調整の進展も相俟って国際的な資本移動は回復を見せた。中国経済の減速懸念も成長維持のための政策の採用により、当面は落ち着きを見せた。

先進国では成長が弱含んだ一方、一層の金融緩和の可能性の高まりから資産価格が下支えされ、リスクアペタイトも若干改善した。2016年6月の国民投票でEU離脱が賛成多数となった、ブレグジットの衝撃は当初は市場に大きな動揺を与えたが、その後の英経済へのマイナスのリスクと他国への波及を市場が織り込む調整はスムーズに進んだ。

中期的なリスクは上昇

短期的なリスクの低下と対照的に、中期的なリスクの蓄積が進んでいる。世界経済の成長率の低下が続いているため、金融市場では長期にわたる低インフレと低金利の予想が蔓延し、金融政策の正常化にもなお一層の時間がかかると見ている。多くの国の政治状況も不安定であり、所得の低迷と不平等の拡大が大衆迎合的な内向きの政策に勢いを与えている。これらの動向の結果、負の遺産を清算することがより困難になり、経済や市場の外的なショックへの耐性を弱め、経済金融が長期の停滞に陥るリスクを高めている。そのような状況下では金融機関も健全な財務状況を維持することが難しく、これがさらに経済の成長と金融の安定を阻害する。

先進国の金融機関は循環的な問題とともに構造的な問題を抱えており、低成長と低金利という新たな時代への適応を進めるとともに、市場環境と規制体系の進展にも対応する必要がある。金融システムの多くの分野が困難な課題に直面しており、対応が進まなければ金融の安定が阻害される恐れがある。具体的には、

- 収益力の低さから銀行の資本余力が傾向的に減少し、経済の成長を支える力も低下することが懸念される。景気が回復しても、収益力の低さという問題は解消しない。先進国の銀行の四分の一以上は景気が改善しても脆弱な状態が続き、構造的な改革が必要である。（これらの銀行の保有資産は総額11.7兆ドルに達する。）より抜本的な改革と全体的な経営強化が必要であり、特に欧州の銀行ではその必要

性が顕著である。日本の銀行もビジネスモデルの抜本的な転換の必要性に迫られている。国内での資金需要が弱く、利ざやも薄いため、海外業務の強化を進めているが、その結果ドルの資金調達リスクが増大している。ドルの資金調達が困難化すれば、日本の銀行は海外での投融资活動の縮小に追い込まれる可能性がある。

- 長期にわたる低金利によって、多くの生命保険会社や年金基金の存続にも危機が迫っている。多くの生命保険会社や年金基金は未解消の問題を抱えている中で、低金利が問題を大きくしているのみならず、人口の老齢化と投資収益の低さと変動の大きさという問題に直面している。これらの金融機関は長期貯蓄と長期投資の主体として重要であり、これらの機関に対する不安が高まれば、国民がさらに貯蓄を増やそうとし、金融経済のデフレ圧力を高める恐れがある。

新興市場国も世界経済の低成長、一次産品価格の低迷と世界貿易の停滞を伴う新たな環境への適応を進めている。低金利と投資機会を求める世界的な動きが続く現下の対外環境は新興市場国にとっては追い風であり、過剰債務を抱える企業がバランスシートを改善する好機となっている。一次産品価格の低下と需要の減速にあわせ、企業は投資を削減しており、多くの国では企業のレバレッジは天井を打ったと見られる。

多くの新興市場国にとっては、膨張した企業のバランスシートをいかにスムーズに縮小させるかが課題となっている。企業債務の約 11%（金額にして 4,000 億ドル超）は返済能力に問題のある企業によるものである。債務残高が大きく過剰生産能力が存在する中では売り上げの拡大を通じて債務の解消を図ることは困難であり、我々の基本シナリオでも債務の縮小は徐々にしか進展しない。その間、内外環境の悪化に脆弱な体質が続くこととなる。世界的にリスクプレミアムが上昇し、売り上げも落ちれば、調整過程が混乱する可能性は排除できない。そのようなシナリオ下では幾つかの新興国で銀行部門が資本不足に陥ることが見込まれる。

中国では与信の伸びが引き続き高く、影の銀行部門の新規商品も拡大しているため、金融不安定化のリスクが高まっている。金融システムは急速な拡大を続けており、レバレッジも上昇し、金融システム内の相互の繋がりも強くなっている。新規の投資商品や投資媒体が多く導入されており、金融システムも一層複雑化している。2016 年 4 月の本報告で論じたように、返済にリスクがある企業債務の額は大きく、融資以外の形態での与信に伴うリスクを勘案すると、問題は一層大きいといえる。

安定性を高めるには、より強力で協調のとれた政策が必要

経済成長を高め金融の安定性を強化するには、当局はより強力でバランスのとれた政策を組み合わせる必要がある。中央銀行が前例のない強力な政策をとる中、リスクアペタイトが回復したため金融市場は好転を見た。景気回復を支えるために金融緩和は継続する必要があるが、より総合的な政策を導入し、中央銀行への負担を緩和する必要がある。金融政策面では、マイナス金利をはじめ幾つかの施策は有効性の限界に近づいている反面、低金利の中期的な副作用が銀行その他の金融機関で高まっている。財政政策と構造政策を通じてマインドを改善し世界的に成長を高め、マクロプルーデンス政策を活用し国際金融システムの基盤を強化することが喫緊の課題

である。金融が停滞し、保護主義的動きが高まれば、2021年にかけて、世界GDPが累積で3%程度低下する恐れがある。

世界の金融システムが経済の回復を支え、苦労の末に取り戻した体力を維持するためには、幾つかの世界的な課題を解決する必要がある。金融市場と実体経済の間の好循環を確立するには、2016年10月公表の世界経済見通しと財政モニターで示されている通り、よりバランスのとれたマクロ経済政策を遂行するとともに、以下に述べる課題の解決が必要である。低名目成長下の過剰債務の解消には、経済活動を支える成長促進的な財政政策の採用とともに民間債務の整理へのインセンティブを強化し、銀行のバランスシートの修復を進める必要がある。

銀行においては、低成長と低金利という新たな環境に対応するため、膨大な額に上る既往の問題債権を縮減し、バランスシートをスリム化するとともに銀行業の構造も整理する必要がある。これには陳腐化したビジネスモデルを変更し収益性を確保するとともに、新たなビジネス実態と規制基準に適応する必要がある。弱い銀行の退出と銀行システムの縮小が必要になるケースも出てくるであろう。生き残った銀行が強化された資本・流動性基準を満たしつつ健全で活力ある銀行として成長するためには、十分な資金需要が存在する必要がある、その観点からもこうした整理・縮小が重要である。監督当局サイドでは、資本規制の質を維持しつつも過大な規制を避ける形で規制改革を完成させることで、不確実性解消に寄与できる。

- ユーロ圏では巨額の不良債権の存在に加え収益性に構造的な問題があるため、早急に抜本的な対策をとる必要がある。経営不安のある銀行の過大な不良債権を縮減し資本不足を解消することは喫緊の課題である。債権回収を早め、より円滑な破綻処理を可能とするような制度改革は大きな効果をもたらすであろう。ユーロ圏全体で見るとこのような改革を実現できれば、不良債権の売却に伴う財務上の影響を800億ユーロの損失から600億ユーロの利益に変えることが出来る。また、支店網を整理するなど経営効率の改善と資金調達構成とコストの改善により経費を400億ユーロ程度減少させることも可能である。
- 日本については、銀行が国際的な規制基準の強化に対応しつつ、十分な収益をあげるとともに健全な資金調達構造を維持させるため、監督を強化する必要がある。
- 規制の不確実性を排除するとともに規制が景気循環を増幅するような効果をもたらさないようにすべきである。危機後の改革の中で、バーゼルⅢの自己資本規制は中心的な役割を担っているが、その段階的な実施を経て、銀行システムはより強靱になった。規制の適用が各国を通じて整合的に行われているかを確認するために導入された「規制の整合性評価プログラム」では、内部モデルを利用する銀行間でリスクウエートが大きく異なっていることが明らかになった。リスクウエートに基づく規制の枠組みの信頼性を維持し、結果の比較可能性を確保する上で、このような過大な差異の是正は規制改革の一環として重要である。2016年末までに新資本規制を導入し、しかも大幅な要求資本の増加をもたらさないようにするという目標の達成が困難化しているが、新規制を弱めたり、導入を断念したりするのではな

く、たとえ合意形成に時間がかかっても、永続性のある自己資本規制の枠組みを構築することが望ましい。また、現下の環境での導入は景気循環を増幅させることが懸念されるため、より時間をかけた段階的な導入とすることも検討すべきである。

- 生命保険会社と年金基金の立て直しも極めて重要である。低成長と低金利の持続により、生保や年金のような長期の投資・貯蓄に携わる機関は大きな困難に直面している。規制監督当局にあつては、生保や年金のバランスシートの健全性維持のための早急な対応が望まれる。その際には、中期的な支払い能力にかかるリスクや資金調達ギャップを確認するとともに、内部モデルの使用にかかる基準や資本規制の枠組みの強化や、透明性の向上など、規制改革の内容を強化すべきである。

新興国では良好な外的環境を活用し、企業の財務リスクの特定と是正に注力すべきであり、中でも過大なレバレッジや外貨エクスポージャーから生じる脆弱性に注目すべきである。具体的には、以下の三つの課題に取り組む必要がある。(1) 企業倒産の影響を抑えるために、不良債権を迅速で透明性の高い形で認識し、破綻処理の枠組みを強化すること。(2) マクロプルーデンス政策及び監督の体系を改革し、監視及び対応能力を強化すること。(3) 規制と監督を強化し、対外的なリスク評価を改善し、コルレス業務を含む国際的な金融サービスへのアクセスを維持すること。

中国では、改革に向けた当局の最近の努力により、よりバランスのとれた成長が実現するとともに市場原理が浸透し、経済と金融システムがより強靱なものとなっている。しかしながら、企業の過剰債務に代表される金融部門のリスクは拡大しており、レバレッジの縮小を支援するために包括的な政策を動員し、監督体制を強化するなど、早急な対応が必要である。リスクの高い影の銀行部門の取引を含む過大な与信の拡大を抑え、銀行間資金市場の健全性を確保することがシステムのストレスの発生や波及を防ぐことにつながる。

国際的に活動する金融機関は、包括的な成長の推進とグローバル化を巡る幅広い対話の実現に寄与できる。多くの国で、銀行サービスへの企業や個人のアクセスを改善することで、マクロ的な経済成長が高まる効果が期待できる。男女間での銀行口座利用の差をなくし、預金者の層を拡大することは、恵まれない人々の機会の拡大につながるるとともに、広範な経済的なメリットを生む。

ノンバンク金融の拡大に伴い、金融政策の効果は変化しているが弱まってはいない

国際金融市場のここ十年の大きな変化は資産運用業者、保険会社、年金基金などのノンバンク金融仲介業者の台頭である。ノンバンク金融の拡大に伴い、金融政策の効果が弱まるのではないかとの懸念が表明されたこともあるが、概ね杞憂に終わっていると思われる。むしろ、第二章の分析によれば、平均してみれば、ノンバンク金融部門が大きい経済ほど金融政策の効果は大きいと見られる。金融政策が引き締められたとき、銀行よりもノンバンクの方がバランスシートをより縮小する傾向にある。これは金融政策がリスクテイク姿勢に影響することで一部説明できる。

低金利は銀行においてもノンバンク金融仲介機関においても、リスクテークを拡大させる要因となったと考えられる。しかしながら、銀行のバランスシートの悪化と銀行規制の強化に伴い、金融政策の波及経路としてノンバンクの役割がより重要になってきていると考えられる。これは金融政策の波及経路としてリスクテークへの影響の重要性が高まったことと、金融仲介において資産運用業者の役割が高まったことによる。この結果、金融政策が実物経済に及ぼす影響も、効果発現のスピードがより速くかつ効果も大きなものになっている。これらの事実は、規制監督当局は金融機関の監視を強める必要があり、中央銀行は金融政策の効果波及のスピードと規模が変動するのに応じ政策発動のタイミングと規模を不断に見直す必要があることを示唆している。これは、金融安定性確保の上での新たな課題が生じている現在の環境下では、特に重要である。

ノンバンク金融部門の拡大に照らせば、ノンバンクのバランスシートから得られる情報は伝統的な通貨供給量指標なみに有用になる可能性がある。この観点から、ノンバンク部門からのデータ収集を改善することが是非必要である。

新興市場国における企業統治の一層の改善はショックへの耐性を高めることに寄与する

新興市場国は、国際金融市場との統合深化に対応した企業統治や投資家保護などの制度面の改善を進めることで、外的なショックへの耐性を高められているであろうか。第三章では、過去二十年間に新興市場国の企業統治と投資家保護は総じて向上したと評価している。改善は企業レベルでも国レベルでも見てとれる。とはいえ、国ごとの違いも大きく、さらなる改善の余地がある。

企業統治と投資家保護の枠組みの強化により、新興市場国が外的なショックに対する抵抗力が高められることが明らかになった。国際金融システムが新たな段階に入りつつある今、この事実の重要性は増している。例えば、ブレグジットに伴う株価の変動は企業統治のレベルが低い新興市場国ほど下落幅が大きかった。企業統治の向上は株式市場の効率性を高め、より深みがあり流動性の高い資本市場の形成に寄与することで、外的なショックを吸収する市場の能力を高める。また、企業統治が優れている新興国では企業のバランスシートがより健全な傾向がある。

外部投資家、特に少数株主の権利を強化すること、ディスクロージャーの要件を国際的な最良慣行のレベルにまで引き上げること、取締役会の独立性を高めること、などの政策は、金融安定性を確保する上でも効果があると考えられる。