

# 2018年4月版 国際金融安定性報告書

## 第1章 道のりは険しい

### 要旨

1. 2018年4月公表の「世界経済見通し」にあるように、世界経済の見通しは改善を続けており、成長率が上向くとともに、世界中で同時に回復が進んでいる。2017年10月版の国際金融安定性報告書(GFSR)公表時に比べ、依然として経済活動の支えとなつてはいるものの、グローバルな金融環境はややタイト化している。これは、2月初めの株価の乱高下、及び保護主義的な動きの広がり懸念を背景に3月末にかけてリスク資産の価格が下落したことを主因としている。
2. 前回のGFSR対比で金融不安定化の短期的なリスクは若干上昇するとともに、中期的なリスクは引き続き高止まりしている。長期にわたる低金利と低ボラティリティのもと、金融面での脆弱性が蓄積されてきており、この結果、先行き問題が生じ、成長を阻害することも懸念される。実際、グロース・アット・リスク分析(2017年10月版GFSRの第3章に所収)によれば、緩和的な金融環境の継続に伴う成長率低下の中期的なリスクは、その歴史的な平均水準を大きく上回っている。
3. 先進国中央銀行は、経済成長を支えるために必要な緩和的な政策を続けるとともに、中期的な金融脆弱性の蓄積を抑制する、という重要課題に直面してきた。経済成長の勢いが強まったことと物価の上昇傾向が定着してきたことから、この遂行は幾分容易になった。しかしながら、インフレ率の高まりにはリスクもある。具体的には、例えば米国での大幅な財政刺激策によって想定以上のペースでインフレ率の上昇が進む可能性がある。こうしたインフレの高まりに対して各中銀が想定されている以上に積極的な対応をとる可能性があり、その結果金融環境のタイト化が急速に進む可能性がある。これが、以下に論じるように、リスク資産の価格、銀行間ドル調達市場、及び新興市場国と低所得国に波及する恐れがある。このようなリスクを最小化するために、各中央銀行は金融政策の正常化には引き続き徐々に取り組み、同時に政策のコミュニケーションを明確に行い、経済回復を支えるべきである。
4. リスク資産は依然として買われすぎの傾向にあり、前回の危機前を彷彿とさせるような信用循環末期の様相が散見される。この結果、金融環境の急激なタイト化に対する脆弱性が高まっており、リスクプレミアムの急騰とリスク資産の価格調整に繋がる恐れがある。加えて、流動性のミスマッチが存在し、また利回り向上のためにレバレッジが活用されていることから、資産価格の変動が金融システム全般に及ぼす影響が大きくなる可能性がある。2月初めの相場変動の急拡大時に市場が大きく混乱することはなかったが、市場関係者はそのことをもって過度に楽観すべきではない。投資家も政策当局も、引き続き金利上昇とボラティリティ上昇に伴うリスクを注視すべきである。金融脆弱性に対応するため、当局としては必要に応じ手持ちのマイクロプルーデン

スとマクロプルーデンス施策のより積極的な活用またはその更なる充実を図るべきである。例えば、ノンバンク部門のリスクへの対応なども考慮されるべきである。

5. 国際金融危機を経て、銀行部門の強靱性は増している。しかしながら、危機後に策定された規制改革を完遂することが重要である。先進国では弱体化したバランスシートの一層の改善が必要な銀行が残っており、また、国際的に活動する銀行でドルの流動性ミスマッチを抱えているものもある。金融市場の突然の混乱を契機に、このようなミスマッチに伴うドル資金の調達問題が顕在化する恐れもある。
6. 多くの新興市場国は、長期にわたる安定した対外環境を利用して、ファンダメンタルズの改善を図ってきた。しかし、こうした国でも、グローバルな金融環境の急激なタイト化や先進国の金融政策正常化の影響を受け、リスク回避の拡大と資本の流れの反転にさらされる危険を抱えている。万一の際の影響の大きさは国によって異なり、経済ファンダメンタルズの強さと政策対応に左右される。中国では銀行と影の銀行部門との間の結びつきから派生するリスクに対応するための施策を規制当局は導入しているが、依然脆弱性は高い。金融部門の抱えるリスクを抑えるためには一層の規制強化が必要である。
7. 仮想資産を支える技術によって、金融市場インフラの効率性が大幅に改善する可能性がある。しかしながら、仮想資産は詐欺や、セキュリティ侵害とオペレーション障害の問題にさらされ、また、犯罪活動との関連が問題視されている。現時点では、仮想資産は金融安定性上のリスク要因とはなっていないと考えられるが、適切な安全予防措置なしに広範に利用されることとなれば金融システム上のリスクとなりうる。
8. 第2章では対企業与信の配分に伴うリスクの状況の推移について包括的に検討している。背景には、利回り向上を目指すあまり、銀行や投資家がリスクの高い借手に過大に信用を供与していないか、との問題意識がある。この研究から見てとれるのは、信用拡張期により多額の資金を集めるのは、よりリスクの高い企業というパターンであり、この傾向は与信基準が甘いときや金融環境が緩和的な場合に顕著である。過去の研究から知られているように、信用拡大のスピードが速いと GDP 成長率低下リスクと銀行部門でストレスが高まる可能性が上昇するが、信用配分がリスクの高い企業に振れている場合にも、信用拡大のスピードとは別の追加的要因として、同様の傾向が見られる。各国当局でも、本章で提言している手法を用い信用配分に伴うリスクテイクの状況とそれに伴う脆弱性の高まりをモニターすることが有益と考えられる。また、本章では信用拡張期において与信リスクの拡大を抑制する上での有効な施策についても提言を行っている。
9. 第3章では、世界的な住宅価格変動の連動について検討している。先進国、新興市場国 40 カ国と 44 の主要都市の過去数十年における住宅価格変動を調査した結果、各市場間での価格変動の同期性が明確に上昇していることが判明した。この原因としては、グローバルな金融市場との各国、各都市の繋がりの高まりが考えられる。国際金融危機後の住宅価格の上昇は、金融環境が反転した場合には住宅価格が各市場で一斉に反落する危険性をも示している。住宅価格の連動が高まった結果、実体経済での悲観的シナリオの実現可能性が高まることも考えられ、特に信用量が多いか急拡大している場合には、その恐れも強い。