

国際金融安定性報告書(GFSR), 2012年10月

要旨

今回の国際金融安定報告書（GFSR）の分析が示すように、金融市場の状況は直近では幾分好転したものの、国際金融システムへの信認が大きく低下したため2012年春のGFSR公表時に比べ金融不安定化のリスクは高まっている。欧州の政策当局が採用した強力な新施策により最悪の事態に対する投資家の不安は緩和されたが、ユーロ圏の危機が最大の懸念材料であることには変わらない。万一のユーロ離脱の可能性への懸念がユーロ周縁国との民間金融取引の縮減に繋がっている。その結果、資本逃避と市場の分断化が進行し、市場統合と共通金融政策の実現という欧州共同体の基盤を脅かしている。

2012年の年初に実行された欧州中央銀行による異例の流動性オペのおかげで銀行が資産圧縮を余儀なくされる状況は一旦は緩和されたが、その後再び銀行への圧力が高まり、同時に市場の分断化も進行し始めた。その後、7月のECB総裁の声明と9月にECBが決定した流動性供給の増加と金融政策の政策効果を担保するための施策により、最悪の事態への投資家の不安を沈静化することに成功し、市況も回復した。2012年4月のGFSRでは銀行の資産圧縮の影響を分析したが、今回のGFSRでも前回同様、「基本」、「弱い政策対応」、「完全な政策対応」の三つのシナリオのもとでの影響を分析している。危機への対応が遅れた結果、銀行の資産圧縮は4月時点での予測に比べ、一層進むと見られる。ユーロ圏周縁国はこの信用供給の圧縮の影響をもっとも受けるものと見込まれ、銀行の資産圧縮と政府の信用悪化により、当該国の企業部門は極めて困難な状況に直面している。

2012年4月のGFSRにおいてもユーロ圏の政策当局は状況の改善に努力し、新たな躓きがないようにすべきと指摘したが、今回のGFSRでは一層のスピード感が必要だと指摘している。第一章で詳しく論じているように、「完全な政策対応」のシナリオを直ちに実現する必要があるとあり、それにより初めて信認の回復、資本逃避の反転、及びユーロ圏の市場の再統合が可能となる。このための各国レベルでの具体策としては、成長を阻害しない財政健全化策を適切なタイミングで実施に移すこと、対外不均衡を是正し成長を促進させるための構造改革を行なうこと、また必要に応じ存続可能な銀行への資本注入・リストラと存続不可能な銀行の処理により銀行部門を健全化することが必要である。

また、こうした各国レベルの施策をユーロ圏レベルで補完する観点からは、銀行の資金繰りを万全なものとするためのECBによる流動性供給が必要である。より抜本的な解決策としては、ユーロ圏の銀行同盟実現に向けての具体的な前進を図ることが必要で、これにより財政危機と銀行危機の悪循環を断ち切るとともに銀行監督の質を向上させることが可能となる。より長期的な観点からは、銀行同盟が十分に機能するためには、銀行の整理機構と預金保険機構に対して各国が共同して十分な財政的な裏付けを与える必要がある。

ユーロ圏の危機の進行により、より安全と見なされる国、特に日米への資金の流入が起きている。このため国債金利は歴史的な低水準となっているが、第二章で指摘するように日米とも財政面の大きな課題を抱えている。米国については迫りつつある「財政の崖」と債務残高の法定上限到達、及びそれらに伴う不確実性が当面の大きなリスクである。中期的には、持続不可能な債務動向となるリスクが最大の問題である。日本については巨額の財政赤字と未曾有の債務残高が問題であり、銀行部門と財政部門の相互依存のリスクが高まっている。いずれの国についても、中期的な財政健全化の道筋を付け、これを遅滞なく実施に移すことが必要である。ここ数年の経験から学ぶべきことは、市場が信用リスクを問題にし始めるかなり前から不均衡是正に向けた対策をとらなければならないということである。

新興市場国はこれまでのところ世界的なショックの連鎖に対しても巧みに対応して来たが、大きなショックが続く可能性に配意しつつ、同時に成長の低下で国内的に金融が不安定化するリスクにも備える必要がある。新興国ではユーロ危機が深刻化する中でも国内債券市場への資金流入が続いている。総じて言えば、中東欧諸国はユーロ圏との直接的な結びつきが強く、かつユーロ周縁国と一部似た状況にある国もあり、最もリスクが高い。アジアと中南米諸国は全般的にはより安定した状況にあるが、いくつかの主要国にあっては不動産価格と債務残高の長期にわたる上昇を伴う信用循環が末期に入りつつあると伴う各種リスクを抱えている。一方、新たな景気刺激策をとるには制約があるケースも見られ、各国がそれぞれの状況に照らした適切な対応をとることが一層重要になっている。

危機を受けて、金融システムをより安全なものとするための各種の規制改革が進行している。第三章ではこれらの改革が金融システムを正しい方向に導くことに成功しているかを検証している。この分析は中間報告として読まれるべきであるが、金融機関と金融市場がより透明でより単純かつレバレッジが低い、という望ましい方向に向かっているかを検証している。この分析からは、過去5年間である程度の進歩は見られるものの、望ましい姿からは依然かなり距離があることが見て取れる。すなわち、依然として金融システムは過度に複雑であり、国内銀行間の結びつきが強くかつ集中度も高く、しかも「重要すぎて潰せない」金融機関にどう対処するかの問題が未解決である。金融の国際化が大きく後退するというような状況にはないが、適切な対応がとられなければ国境を越えて危機が伝播するリスクに各国経済は引き続き曝されている。あまり進展が見られないのは規制改革が実施に移され始めてまだ間もないということもあるが、危機対応のための当局による介入が引き続き必要なため、金融システムをより安全なものに向けて「再起動」させることが出来ないでいることも遅れの原因となっている。今とり進められている規制改革により銀行システムはより安全なものになってはいくであろうが、引き続きいくつかの面での注意が必要であると本章は論じている。即ち、（１）「重要すぎて潰せない」という問題への対応として銀行業務を直接に規制することの是非についての国際的な議論が必要である点、（２）金融システム全体を危機に陥れるリスクがあ

るノンバンクの金融部門の取り扱い、及び（3）大規模な金融機関、特に複数の国で活動している金融機関の再建・破綻処理の方法の改善、などである。

第四章のテーマは金融の構造が経済のパフォーマンスとどう関連しているか、という基本的な問いかけである。規制改革などにより金融構造が変わりつつあるが、この構造変化の結果、経済成長はより高く安定したものとなり、金融システムもより安定したものとなるであろうか。本章の分析では、金融の構造次第で、経済パフォーマンスが高くなったり、経済成長が低下ないし不安定になるということが認められる。特に、資本や流動性の面で財務上の余裕がある金融システムは経済パフォーマンスの向上に寄与する一方、銀行による非伝統的な形での金融仲介もその形態によっては好ましくない結果をもたらすようである。また、一般的には好ましいとされる特質も、時として悪影響を及ぼす場合があることも確認された。例えば、各国間の金融的な繋がりは多くの場合経済にプラスだが、危機時には適切な対応がとられないとかえって危機を広める経路になる。データは必ずしも十分なものではなく、分析の対象期間も短く、かつ国際金融危機を含んでいるため、これらの結果は慎重に受け止めなければならず、これらに基づく政策提言も暫定的なものと考えるべきである。とは言え、政策当局にとっては次の二点が重要である。（1）金融システムが質の高い資本と流動資産を十分に備えることが経済パフォーマンスに総じてプラスに働く。（2）銀行間の国際的な繋がりをうまく管理し、国際的な金融活動のメリットを享受しつつ危機時の波及を抑える必要がある。

第三章と第四章から共通して言えることは、より安全な金融システムを構築するには効果的な改革の実施としっかりとした監督が必要であるということである。これらなくしては、規制改革努力が安定した金融システムの実現に結びつかないであろう。