

国際金融安定性報告書（GFSR） – 2014年4月

主題： 流動性に支えられた市場から成長力を取り込む市場への転換

要旨

国際金融システムはより安定したシステムへの移行を目指しているが、その過程にはいくつかの困難な転換が待ち受けている。米国の景気回復は着実さを増しつつあり、金融政策も平時対応に向かいつつある。新興国の金融部門の成長も持続可能なものに落ち着きつつあり、その過程では対外金融環境が悪化するなかマクロ経済的な脆弱性に対応することが求められている。ユーロ圏では分断された金融システムを統合するための頑健な仕組みの導入を目指しており、その中で銀行資本の充実に取り組んでいる。

このような転換は完成にはほど遠く、金融システムの安定性を巡る状況も平常とはとうてい言えない。十月以降の散発的な市場の混乱が示すように、今後も相当な調整が必要である。先進国の金融市場は引き続き異例の金融緩和と潤沢な流動性で支えられている。民間投資の回復と雇用の拡大に根ざした自律的な成長に資する金融環境を実現するには、このような金融面の支援から脱却する必要がある。

先進国、新興国を問わず、流動性に支えられた市場から経済の成長力を取り込む金融市場に転換するなかで、いくつかの課題を解決する必要がある。米国では金融安定性を維持しつつ金融政策を平時対応に戻すこと、新興国では対外金融環境が悪化する中で金融のバランスを回復すること、ユーロ圏では分断化した金融システムの確実な再統合を推し進めること、日本では持続可能な成長と安定した物価上昇をもたらすべくアベノミクスを成功させること、などが必要である。

Transition from Liquidity- to Growth-Driven Markets

United States Normalizing monetary policy: *a goldilocks exit?*

Emerging markets As the tide of liquidity ebbs: *more financial balancing needed*

Euro area From fragmentation to robust integration: *progress, but picture still mixed*

Japan From deflation to reflation: *so far so good, but much work lies ahead*

緩慢とはいえ自律的な成長経路への移行がもっとも進んでいるのは米国で、2014年4月の世界経済見通しでも述べられているように、景気回復が芽吹きはじめている。しかし、米国のこの転換は金融システムの安定という観点からはいくつかの課題を生む。まず、「利回りの追求」が長期にわたり続いたため企業部門の債務比率が高まっており、米国の一部貸し出し市場では審査態度が緩んできている。市場の

流動性が低下する中で償還リスクに弱い投資商品の残高が急速に増加しており、金融経済ショックが増幅される危険がある。また、この移行期では米国の金融緩和の縮小に伴うポートフォリオの調整とリスク評価の修正がおき、先進国にも新興国にも大きな波及効果を及ぼす可能性がある。

国際的な環境がこのように変貌する中で、新興各国も国毎に大きく異なるものの、自らの変貌という課題に直面することとなる。民間部門においても公的セクターにおいても負債の規模は危機前に比べ上昇しており、内外環境の変化にバランスシートが影響されやすい状況になっている。いくつかの国ではマクロ経済上の不均衡がここ数年で拡大しており、また国内債券市場への外国人投資家の参入拡大は市場の変動幅の拡大と資本収支への圧力をもたらす新たな要因となる可能性をはらんでいる。

このような状況は「システムミックな流動性のミスマッチ」とも言える事態をひき起こしている。即ち、一方では潜在的な資本移動の規模の拡大に対し、現地の金融機関やマーケットメーカー（特に国際的な銀行）の仲介能力が追いついていないという問題が生じている。この仲介能力の不足の結果、他国で生じたショックの新興国への波及効果が強まり、資産価格を大きく変動させる恐れがある。このことは特に、運用側がヘッジ目的で流動性の高い第三国市場を活用しようとした場合に大きな問題となり得る。流動性のミスマッチが生じた場合には、国内の債券市場や資金市場に当局が介入し、流動性を供与することで市場を混乱から救い、実体経済への波及を阻止する必要がでてくることも考えられる。

新興国の企業部門では、多少の脆弱性はあるものの、多くの場合、企業は通常予想される程度の内外の経済的ショックには十分耐えうる財務基盤を有しているとみられる。借入れコストが増大し利益が大きく悪化するといった深刻な負のシナリオでは、脆弱でレバレッジが高い企業のリスク債務は、7,400億ドル増加する可能性があり、リスク債務総額は平均でサンプル企業の総債務の35%に達する可能性もある。大部分の新興国の銀行部門の資本準備や利益水準は高く、非金融部門の企業の業績悪化に相当程度耐えられる水準にある。とはいえ、いくつかの国では銀行の資本と引当は十分ではなく、企業部門の財務がさらに悪化した場合には銀行部門も困難に直面する可能性がある。

中国当局にとっての課題は、暗黙の政府保証を撤回することなどで、金融システムを通じてより市場規律が働く体制に混乱なく移行することである。この際には過去の過剰な投融資に伴う損失を投資家も貸し手もいくらかは負担する必要がある、市場価格もリスクをより適切に反映した水準に調整される必要がある。この過程では適切な移行スピードを保つことが大切である。移行のペースが早すぎると混乱を

ひきおこす恐れがある一方で、遅すぎるとリスクがさらに蓄積してしまう。円滑な移行を実現するには、突発的な流動性需要の変動に対する中央銀行の対応能力を高めるとともに、預金保険の導入と金利の自由化を急ぎ、破綻金融機関処理の仕組みを強化する必要がある。

ユーロ圏ではより強固な統合の実現に向けて個別国レベルでも欧州レベルでも努力が続いており、一定の成果も見られる一方で重要な課題も残っている。銀行のバランスシートの改善が遅れているため、過剰な債務を抱えた企業部門のリストラも停滞している。また、ユーロ圏内の不況にあえぐ国では与信環境も改善していない。ユーロ圏の問題国や問題銀行に対する市場の見方はかなり楽観的にはなったが、バランスシートの改善見込みを先取りしすぎている心配もある。欧州当局は銀行システムの健全性の検証を透明かつ厳格に実施し、バランスシートを徹底的に浄化し、再建不可能な銀行を閉鎖すべきである。

銀行部門以外を通じる与信や資本調達のチャンネル強化のための追加的施策も必要である。こうしたチャンネルの活用によりバランスシートの実態が改善することで金融市場のセンチメントもさらに強化されるであろう。

日本については、金融緩和を続けることは必要であるが、経済が活力を回復するためにはこれだけでは不十分である。高めの成長を持続し、債務リスクを抑えるには説得力のある内容をもった構造改革を実行すべきである。アベノミクスの第一段階はデフレ期待を変える点では概ね成功を収めつつあるが、この成功を金融の安定につなげ、さらに成果を拡大するには一層の継続的努力が必要である。

より広く目を転じれば、多くの国が選挙の年を迎えることから、改革と良い政策のためのモメンタムと推進力を維持することが困難になるかもしれない。ウクライナをめぐる地政学的リスクが深刻化すれば、金融の安定性により深刻な脅威となりかねない。更なる混乱により世界の金融市場で再びリスク回避が繰り返されたり、或いは貿易と金融に混乱が生じた場合、近隣の貿易パートナーを超える経済へのより大きな波及が起こるかもしれない。このようななか、世界経済が再度混乱にさらされないように、各国が政策を協調・強化する必要がある。具体的には、対外不均衡と関連した国内経済の歪みを是正し、市場マインドを改善することに加え、先進国と新興国の金融監督当局間の対話を強化し、国際的な流動性と信用供与の混乱を未然に防止する必要がある。

第2章はここ15年間の新興国に対するポートフォリオ投資を巡る状況の変化に注目している。新興国の金融市場は深化し、徐々にグローバル化してきた。海外投資家の市場参入が進んだこともあって、現地通貨建て国債など、投資対象となる資産

の種類が拡大した。グローバルな投資家のプロフィールも変化してきており、特に債券ファンドのウエートが高まっている。中でも、現地通貨建て債券を対象とするファンド、償還が容易なオープン・エンド型ファンド、新興国に対しては投機的なポジションしかとらないファンドなどが増加している。第2章では、こうした環境変化が新興国へのポートフォリオ投資の流れや新興国における資産価格の安定性にどのような影響をもたらしているかを理解すべく、これまであまり活用されてこなかったデータを使った様々な手法の分析を試みている。

我々の分析によれば、投資家の構成が変化したことで、新興国へのポートフォリオ資金への流入は、世界的な金融状況の変化に対してより敏感に反応するようになっている。変動の大きい債券投資のウエートが高まっており、現地市場での外国人投資家の割合が高まるのが不安定性の伝播の新たな経路を生み出している。機関投資家は市場の安定化に貢献しうる面もあるが、大規模なショックに遭遇した際には他の投資家に増して大幅な資金の引き上げを長期に続ける傾向がある。新興国のマクロ経済状況はポートフォリオ投資を規定する一つの要因ではあるが、グローバルなファンドが群集心理的な行動とる傾向は改善しておらず、ここ15年を見ても、危機時にはマクロ経済のファンダメンタルズに基づく投資対象の選別がなくなり、一斉に資金が引き上げられる点にはほとんど変化が見られない。

しかしながら、新興国が国内投資家層の拡大、銀行・資本市場の充実、及び各種制度の改善の努力を続けてきた結果、新興国市場が世界規模の金融ショックに影響される度合いは小さくなってきている。新興国が金融のグローバル化に伴う利益を享受しつつ、潜在的なコストを最小化するためにはこうした努力を続けることが重要である。

第3章では重要すぎて破綻しては困ると見なされている銀行が資金調達の際に享受する間接的な政府補助の額の近年における変動を推定している。「重要すぎてつぶせない (TITF: too-important-to-fail)」銀行を政府が保護する結果、様々な問題が生じる。具体的には、銀行間の競争条件の不平等化、保護された銀行が過剰なリスクをとること、公的部門が大きなコストを負担することになる、などがあげられる。TITF 機関が破綻しても、債権者が銀行の損失をフルに負担することはない。そのため、TITF 機関に対しては銀行のリスクを十分に検討することなく資金が供給され、その結果過剰なレバレッジとリスクが生まれがちになる。国際金融危機に際し、各国政府は金融システムの安定を維持するために経営難に陥った銀行の救済に巨額の資金を投入した。こうした政府の対応は、倒産に瀕した TITF 機関の救済に政府は躊躇しないことを印象づけた。このため銀行が規模の拡大を指向する傾向は一層強まり、事実、多くの国で銀行部門の集中度が高まった。こうした状況に直面し、政

策当局は TITF 問題への対処を含め、金融システムの安定性を強化するための野心的な改革をスタートさせた。

第3章では、こうした一連の政策努力が TITF の問題解決にどの程度寄与しているかを検討している。そのため、システム上重要な銀行（SIBs: systemically important banks）の資金調達コストの優位性がどのように推移したかを計測している。経営困難に陥った SIBs が救済されるとの期待は、資金調達コストを低下させ SIBs への間接的な公的補助を生む。推定された間接的な補助の額は危機の期間中、すべての国で増加した。その後多くの国で推定補助額は低下したものの、最近は下げ渋っており、中でもユーロ圏では高止まりしている。これは銀行のバランスシートの改善状況の差に加え、銀行部門の問題に対する政策対応の相違をも反映しているものと思われる。しかし、すべての地域で経営難に陥った SIBs は救済されるであろうとの期待が強いことを間接的な補助の規模は示している。

TITF 問題に関連する施策はまだすべてが導入されてはいないが、改革を強化する余地がある。例えば、SIBs の最低資本金規制をさらに強化することや、銀行の債務残高をベースに金融安定のための賦課金を課することなどが考えられる。国際的に活動する金融機関の監督と破綻処理策の改善も必要である。各国が異なる対応をとったことで新たな歪みや波及経路が生じたおそれもあり、そうした事態が進むことを防ぐためにも国際的な協調が必要不可欠である。