



## 世界金融安定性：脆弱性、負の遺産、政策課題



ホセ・ビニャルス

2015年10月7日

今日、国際金融の安定性は依然確実とはなっておらず、ダウンサイドのリスクが支配的です。このダウンサイドリスクを回避し、われわれのアップサイドのシナリオである金融・資金調達環境の「成功裡の正常化」を達成するためのIMFの助言は、政策の緊急的なレベルアップです。これは金融安定性を確実にし、景気の回復力を強化します。

まず金融安定性の現状についてのわれわれの全体評価を紹介させてください。4月の国際金融安定性報告書からどのように変化したのでしょうか。いくつかの朗報があります。先進国・地域では経済回復が広がり堅固になるにつれて金融安定性が向上しました。米国では連邦準備制度理事会（FRB）が利上げの前提条件がほぼそろったとして引き上げが近いことを示唆しています。ユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）の政策が効果を上げて与信状況が改善しています。

しかし、4月のも今回の報告書も指摘しましたが、リスクが新興市場国・地域へ移りました。これらの国の多くは政策枠組みと外部ショックへの耐性を強化しましたが、複数の国で国内の実質的なインバランスに直面しています。経済成長は5年連続して減速しています。コモディティ（商品）相場の高水準局面とかつてない与信ブームが終焉しました。これは世界経済における新興市場の占める大きなシェアを考えると特に影響があることです。また、世界市場がショックを他の新興市場国・地域、副次作用を先進国・地域へ伝播させる役割を果たしている観点からもそういえます。これは今夏の金融混乱で示されています。

**このため政策担当者は3つの試練に向き合わされています**

**第一は、新興市場国・地域の脆弱性**です。これら諸国の企業と銀行のバランスシートは現在伸び切っています。われわれは新興市場地域で最大3兆米ドルの過剰借り入れがあると試算しています。民間部門のより高いレバレッジと世界金融環境へのより大きなエクスポージャーは、企業が経済の下降からの影響を受けやすくするとともに、

新興市場が資本流出や信用の質低下からの影響に弱くなります。特に中国は経済活動を減速させすぎないように配慮しながらより消費主導で成長する経済への転換という微妙なバランスを要する取り組みに直面しています。そしてそれは同時に秩序だったレバレッジの解消を通じた高額債務の削減と、より市場中心の経済システムへの移行を図りながらの取り組みです。これは試練に満ちた目標です。

**第二は、**先進国・地域で金融安定性を確固たるものとし、成長に対する逆風を弱めるための金融危機時の負の遺産に対処する必要があります。ユーロ圏では政府及び銀行セクターの脆弱性の克服と金融構造のギャップを埋めることは不可欠となっています。米国でかつてなかったことですが、その可能性が市場に最もつぶさに発信されたこの9年で初めてとなる政策金利の引き上げのプロセスは、世界の市場にとって重要な転換となります

**第三の試練は、**世界の金融市場が緊張の高まる中どう反応するかです。市場流動性が低下している際には、市場がショックを増幅し、ボラティリティと他国への伝播の震源となる可能性があることをわれわれは学んでいます。実際、今回の報告書では市場流動性の耐性が弱まっていることを突き止めました。

この事は、広範な資産市場にわたりリスクプレミアムを圧縮するのに貢献してきた通常とは異なる金融緩和政策を考慮すると、より一層重要です。実際、リスクプレミアムの圧縮が無秩序に解消され、浴びせ売りから償還、さらにボラティリティの上昇という悪循環を引き起こす可能性もあります。

投資ファンドの抱えるレバレッジもショックを増幅させる潜在的危険があります。われわれの分析では、デリバティブ商品を通じて、債券ファンドには1兆5000億米ドルのレバレッジが内包されているとみられます。

これらの多様な試練は、早急な政策のレベルアップを必要とします。われわれの望むところは、持続性ある経済回復を維持しながら金融環境と金融政策の成功裡の正常化です。しかし政策ミスと悪質なショックの双方、あるいはそのどちらかは、最終的に経済回復を腰折れさせ、私が「失敗した正常化」と呼ぶ事態が結果として起こる長期の世界市場の混乱を起こす恐れがあります。この2つのシナリオは極めて対照的で、2017年までに世界のGDPに3%分の違いを生じさせます。

**それでは必要な緊急政策とは何でしょうか**

主要先進国での金融政策は、緩和的で状況に対応したものであり続けなければなりません。ユーロ圏も日本も物価の下押し圧力を跳ね返し続けなければなりません。世界経済

の不透明さが増す中で、米国は雇用市場の強さが継続しインフレ率が着実に上昇するさらなる兆候が出るまでは政策金利引き上げを待つべきです。そしてその後の政策金利の引き上げは緩やかで市場に十分に伝えながら行うべきです。

ユーロ圏の政策担当者は ECB にだけ頼ることはできません。そして金融安定性の土台を確かにするため銀行同盟を完成する努力をしなければなりません。また、資本市場同盟も進める必要があります。不良債権と企業の過剰債務を包括的に対処することによりユーロ圏の銀行をさらに強化することは、金融政策の実効性の向上と市場の信頼を増大させるほか、経済見通しを改善します。ユーロ圏の銀行の不良債権の解消は、新規の融資力を約 3% 上げる可能性があります。そしてそれは 6000 億ユーロに相当します。

中国のリバランスとレバレッジの引き下げは大変な慎重さを要します。中国当局は新たな成長モデルとより市場ベースの金融システムへの移行というかつてない政策上の試練に直面しています。企業部門のレバレッジの引き下げと市場規律の拡充は、その後企業デフォルト転落、不採算企業の退場、そして不良債権の償却を避けることはできず、そのため銀行のさらなる強化を必要とします。しかし、果敢に実行することが最終的には問題を徐々にやり過ぎそうとするよりはコストが安くなるはずで

新興市場国・地域の耐性の構築と信頼の維持は不可欠です。各新興市場国・地域は信用サイクルに先回りしなければなりません。成長が減速し、企業レバレッジが上昇する現在、直ちにプルーデンスに対する警戒を引き上げ、企業及び銀行の耐性を確実にする必要があります。さらに適切な政策を通じてソブリン投資適格格付けを維持することが不可欠です。金融混乱の伝播の発生を管理するには使用可能な政策バッファを機敏かつ賢明に使うことが求められます。

市場の流動性喪失の防御と金融市場構造の強化は優先課題です。資産管理ビジネス産業の流動性の監督は、投げ売りや償還ラッシュのリスク回避のために拡充されねばなりません。

金融安定性を確実にし、よりよい成長展望を持つためには、不確実性を抱える世界においては政策をレベルアップさせる集団的努力が緊急に必要です。世界の GDP の 3% 上乗せがそれにかかっているのです。

\*\*\*\*\*

ホセ・ビニャルスは IMF 金融顧問兼金融資本市場局長。以前はスペイン銀行副総裁で、同中銀と欧州連合 (EU) で助言及び政策関連の広範な仕事に従事、EU では ECB の国際関係委員会委員長も務めた。マクロ経済、金融政策、金融問題についての著書多数。