

# IMF サーベイ

## 国際金融安定性報告書

### 国際金融安定性は向上。しかし課題も。

2014年4月9日



ニューヨーク証券取引所立会内でのモニタ上に映るジャネット・エレン連邦準備銀行総裁の記者会見の様。米国の金融政策は平時対応に戻りつつある。

(写真提供：ロイターズ・Brendan McDermid)

- 先進国は改善基調にあるが、金融安定性のリスクは残る
- 新興国は調整過程にあり、企業部門では外的ショックに対する脆弱性が蓄積
- 当局はユーロ圏の銀行、企業部門の修復を完了する必要

IMFの「国際金融安定性報告書」の最新号によれば、先進国では金融システムはここ半年概ね安定化の方向に向かっているが、新興国では状況が悪化している。

低金利と緩和的な金融環境が続く中、先進国経済は「流動性という名の松葉杖」に支えられているような状況にある。このような金融システムの緩和的な金融政策への依存を解消し、自立的な経済成長の実現を図るべきだとIMFは提言している。

#### 前進が見られる分野：

- 米国では景気回復が確実化する徴候が見られる中、金融政策は平時対応に戻りつつある。
- ユーロ圏の銀行の自己資本比率は改善し、金融市場も分断化された状態から強固な統合の枠組みを確立する方向に向かっている。
- 新興国市場からの資本流出も限定的なものに止まっている。対外金融環境の悪化にもかかわらずマクロ的な脆弱性克服に向けての取り組みが行われている国では資本流出を抑えることに成功している。

#### 今後の課題：

安定したシステムへの移行は完了にはほど遠く、散發する市場の混乱を見ても、安定した金融システムを実現するための前提条件が満たされていないことは明らかである、とIMFは指摘している。

IMFの金融顧問兼金融資本市場局長のホセ・ビニャルスは、「先進国金融市場は依然、異例の金融緩和策と潤沢な流動性に支えられている状況にある。民間投資の増加と雇用の拡大を伴った自律的な経済成長を実現するには、先進国は金融・流動性の支援に依存している状態から脱却する必要がある」と述べている。

先進国における低金利に依存した金融市場から、自立的な経済成長を取り込む市場への転換を成功させるには、先進国と新興国の政策当局の強い実行力が必要である。

### 平時の金融政策への円滑な道筋

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、景気回復の萌芽が見られる。しかし、金融システムの不安定化のリスクがなくなったわけではない。具体的には、高利回り債券やレバレッジド・ローンなど、一部貸出し市場では審査態度が緩み、脆弱性が認められる。こうした市場の拡大はリスクの過小評価を伴っている可能性もあり、投資家による投資利回りの追求と企業による緩和的な金融環境の活用が背景にある。

何らかのショックがおきた場合にその影響が増幅するリスク要因も存在する。具体的には、市場流動性の大幅な縮小や信用リスクを組み込んだ投資信託やETF商品の急拡大などがあげられる。レバレッジ・ローンの伝統的な投資家層に比べ、こうした商品の投資家は急激な償還行動をとる可能性が高い。流動性が比較的低い高利回り債やレバレッジ・ローンを組み込んだ投資商品を一気に売却しようとする、貸出し市場での投げ売りがおき、貸出し金利の急激な上昇を招くことが心配される。

米国の政策当局はこのようリスクに十分配慮し、金融システムの安定を維持し国際的な波及を防止すべく、適切な対応をとる必要がある。例えば、マクロプルーデンス政策は市場参加者による過剰なリスクテイクを抑制する上で有効である。非伝統的な金融政策からの脱却を円滑に実現するには、こうした政策対応が必要である。今のところ、円滑なエクジットが達成される可能性は高い。

### 新興国はより困難な課題に直面している

潤沢な外部資金と強い与信の伸びといった追い風はなくなった。異例の緩和的な金融政策のもとで民間部門も公的部門も借入れを増やし、マクロ経済と金融面の不均衡が蓄積してきた。ブラジル、インドネシア、インド、トルコなどの国々が昨年来市場の圧力にさらされてきたのも、投資家がこうした不均衡の有無に基づく選別姿勢を強めてきたからである。政策の枠組みに対する信頼性を確保するために迅速な政策対応をとった国では市場の圧力は弱まったが、引き続き対応すべき点は多い。

ビニャルス局長はいくつかの新興国の脆弱性が特に目立つとして、以下のように指摘した。

「過剰債務を抱え、債務返済能力の弱い企業では、対外借入れ環境が悪化し資本移動が逆転した場合に借入れコストが上昇し、収益が低下する危険が特に大きい」

IMFは「デット・アット・リスク」と称される借入れが多く内容の悪い企業の債務の多寡を中心に、新興国の企業部門のバランスシートの詳しい分析を行った。借入れコストが急騰し収益も大きく低下するような厳しいシナリオの下ではデット・アット・リスクの総額は7,400億ドルも増加し、その債務全体に占めるシェアも35%に上昇するものと推計される。

ショックは「システム的な流動性のミスマッチ」が拡大していることでさらに増幅される恐れがある。例えば、いくつかの現地通貨建ての国債市場では外国人投資家の比率が高くなっているが、そうした市場でおこりうる急激な対外資金流出の規模と比較して、国際的な銀行がそうした流れを円滑に処理する能力は大きく不足している。その結果、ショックが拡大し、多くの国で資産価格の急変動がもたらされる恐れがある。

新興国の政策当局はマクロ経済政策に対する信認を維持し、余裕をもった政策運営を行う必要がある。同時に銀行とノンバンクを問わず、適切な監督によって健全性を維持する必要がある。中国ではノンバンク部門が企業借入れの拡大の原因となっており、適切な金融監督の必要性が特に高い。

### ユーロ圏の銀行と企業部門の修復

特にユーロ圏問題国を中心に、欧州の銀行や国債に対する市場の見方は改善した。これは個別国レベルや欧州全体としてとられた各種施策を市場が好感するとともに、欧州金融当局が予定している銀行の資産査定とストレステストを通じ銀行部門がさらに強化されると期待されているからである。しかし、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完了していないため、ユーロ圏の過剰債務を抱えた企業のリストラも十分進んでいない。
- ユーロ圏の問題国では与信環境は依然厳しい。これらの国の銀行では企業の過剰債務の整理が進んでいないこともあって、多額の不良債権がさらに増加し、金融活動の足かせとなっている。多額の不良債権のため収益が圧迫され、与信能力も落ち込んでいる。新規貸出しが回復しないと銀行部門が景気回復を支えることも、分断された欧州の金融市場の再統合を実現することも難しい。

銀行・企業のバランスシート整理を加速させる一方で市場マインドに水を差さないようにするのは欧州当局にとっても難しい課題である。ビニャルス局長が強調するように、「銀行を回復させるだけでは不十分であり、ユーロ圏当局は企業部門の修復も実現しなければならない」。

「国際金融安定性報告書」では、不良債権処理の加速化と企業部門への融資の円滑化の実現のための施策も提言している。

- 銀行が貸出金に対する引当と償却を進めるインセンティブを強化し、破綻処理の迅速な実施を促す法改正を行い、不良債権の流通市場を整備することが必要である。
- 証券監督当局はより小規模な企業による高利回り債の公募発行を円滑化するとともに、証券化を妨げている規制上の要因がないか検証すべきである。

銀行や企業部門の財務内容が強化されることで金融市場に対する見方も改善し、信用の流れも拡大し景気回復を支えることになるであろう。