

要旨

マクロ経済ショックが生む世界の市場の新たな課題

過去半年、世界はマクロ経済・金融面でのプラス、マイナスの様々なショックにさらされた。それらのショックは総体としてみれば、金融システム不安定化のリスクを高める方向に働いた。

プラス面では、2015年4月版の「世界経済見通し」でも示されているように、世界の経済成長は2014年に比べ2015年は若干上昇する見通しである。これは新興国と途上国で成長率が低下するものの、これを上回る先進国経済の改善が見込まれるからである。原油・一次産品価格の急落と一層の金融緩和による金利低下が、今後2016年にかけて成長を下支えすると見込まれる。デフレ圧力に抗し、デフレ傾向から脱却することを目指した大胆な金融政策がユーロ圏と日本とで採られた。量的緩和策はデフレリスクに対抗するための強力な政策的枠組みとなっており、いくつかの重要な波及経路を通じた効果もすでに現れている。ユーロ圏では信用力を反映した利回り格差は縮小している。株価も急騰しており、大幅なユーロ安と円安が進み、これがインフレ期待の上昇にも寄与している。

同時に、金融政策の違いを反映する形で、米ドルは大幅に上昇している。ここ9ヶ月の米ドルの他の主要通貨に対する上昇は、1981年以来では最大の上げ幅になっている。実質為替レートの変動を見ると、成長力の強さと原油価格低下の影響を概ね反映した動きを示しており、これまでの為替変動は世界経済の回復にも寄与していると考えられる。

基本シナリオの下での金融安定性リスクは、高まるとともに内容的にも変化してきている。全体的な経済の改善傾向は広く、かつ徐々にその便益が行き渡っていく一方で、マイナスのショックは特定国に集中しており、また脆弱性を抱える業種と国ではその影響がすでに現れている。同時に、金融面でのリスク・テイクの拡大と与信市場の変化を反映して、金融システムの不安定化リスクは先進国から新興国に、銀行から影の銀行部門に、また信用リスクから市場流動性リスクにと移ってきている。

- 投資家による金融面でのリスク・テイクの拡大と利回りの追求の結果、いくつかの資産は相当に買い進まれている。低金利の継続は長期の投資家にとっては厳しい状況を生んでおり、とりわけ欧州の弱い生命保険会社にとっては大きな問題である。

- 原油輸出国及び一次産品輸出国は株価等の下落や信用リスクの上昇を通じて大きな影響を受けている。2007年以降の新興国による外貨建ての非金融法人企業の社債発行を見ると、三分の一以上はエネルギーないし一次産品関連企業によるものであり、これらの企業は今回特に大きな打撃を受けている。原油価格の下落を受けた原油・天然ガス関連企業の債務返済能力の低下はすでにアルゼンチン、ブラジル、ナイジェリア、南アフリカで顕著に見られ、原油収入への依存が高いナイジェリアやベネズエラ政府についても同じく大きな影響が見られる。
- 多額の外貨借入れを行ってきた企業は為替レート急落の悪影響を受けており、これをきっかけとして、いくつかの新興国ではかなりの規模の資本流出も起きている。外貨借入れが多い、あるいは外国投資家による国内債券保有が高まっている新興国では、今後さらに市場の圧迫が強まることも想定される。
- 主要通貨のボラティリティーは急上昇しており、国際金融危機時以来、最大の上げ幅を記録している。外国為替市場でも公社債市場でも流動性は低下しており、これらの市場での投資家の構成の変化もあいまって、ポートフォリオの円滑な調整が妨げられている。ボラティリティー急騰の頻度も規模も高まることが想定され、世界的に金融市場における市場リスクと流動性リスクが高まっている。

過去からの課題で解決されていないものもあり、金融システム不安定化のリスクは総じて高まっている。

先進国においても金融システムの安定は万全ではなく、多くの新興国でリスクは高まっている

多くの先進国ではデフレ懸念と金融緩和継続の期待とを反映して、長期債金利が低下している。ユーロ圏では長期・短期の国債全体の三分の一について金利がマイナスとなっている。こうした低金利環境の長期化は一部金融機関にとっては極めて困難な状況を生む。欧州の中堅生命保険会社のうち財務基盤が弱いものでは経営危機に直面するリスクが高まっている。欧州保険・企業年金監督局が行ったストレス・テストでは低金利が継続した場合には全体の24%の生保会社がソルベンシー自己資本基準を割り込む可能性があるとの結果が出ている。EUの生保業界の保有総資産は4.4兆ユーロに達し、他の金融部門との相互関連もすでに進んでいる上、今後一層緊密化すると見られることから、万一の際にはここを起点とした危機の連鎖が心配される。

民間部門の抱える高水準の債務は経済成長と金融の安定性確立の上で足枷となっている。先進国の金融緩和はインフレと成長を押し上げるとともに資産価格の上昇にも寄与しており、これが民間の負債比率の縮減にもつながっている。しかしなが

ら、本レポートで想定している成長率やインフレ率のもとでは、いくつかの主要先進国では債務比率は高止まるであろう。こうした高水準の債務を是正し、危機の後遺症から脱し潜在成長力を高めるには、追加的な施策が必要である。企業部門の総債務の対GDP比はフランス、イタリア、ポルトガル、スペインの各国で2020年時点でもなお約70%ないしそれ以上の水準にとどまり、ポルトガルと英国では家計部門の総負債残高が他の主要先進国に比べ高い水準が続くと見込まれる。

一方で、米国金利については、上ぶれリスクが明確に認められる。米国における金融政策の正常化の過程に関しては二つのシナリオが考えられる。一つの可能性は、事前に十分に周知された上で、スムーズなエクジットが実現されるシナリオである。今ひとつの可能性は、明確なコミュニケーションが行われてもなおかつスムーズな政策転換が出来ず、急激な期間プレミアム拡大が生じ、その結果金利が急騰し変動幅も拡大することである。特に、米国に限らず債券市場での流動性が構造的に低下しており、ショックにさらされた際の価格変動が拡大しており、他の市場に悪影響を及ぼす可能性も高まっている。技術の変化、規制の強化、及び市場参加者の構造変化により、債券市場のミクロ的な構造が変わってきている。市場流動性の急減が他の資産市場や新興国に悪影響を及ぼすようになってきた。米国債市場を起点とする市場の混乱や、スイスフランの下限撤廃という政策発動に伴う外国為替市場の不安定化がこの具体例としてあげられる。これらは、資本市場や影の銀行部門が抱える重大な問題点を示している。

新興国はこうした世界的な変化の影響を受けるとともに、自らの課題も解決しなければならぬ立場に置かれている。一次産品価格とインフレ圧力の低下は多くの新興国にとってはプラスであり、経済の減速に対して金融政策を発動する余地を広げている。しかしながら、原油や一次産品の輸出国や多額の対外債務を抱える国にとっては極めて厳しい状況となっている。ドルの上昇は一般的にいえば新興国の対外競争力の改善と成長改善につながるが、ここ半年の一次産品価格下落と多くの新興国の為替の大幅な変動の結果、すでに多くの新興国企業の株価は大きく低下している。地元銀行からの自国通貨建借入れからドル建ての対外借入にシフトさせてきた企業が数多くあり、これが財務状況の悪化につながる要因となっている。

過剰設備の削減、不動産市場の調整、及び不動産価格の低下がすでに中国で起きているが、多くの新興国にも波及する恐れがある。企業体力の急低下が広く銀行システムへの不安定化につながるかは与信規模の大きさにもよる。中国での不動産部門への与信は住宅ローンを除いてもGDP比21%近くに達している。中国の不動産関連企業は2010年以降多額の対外債発行を行っており、その経営悪化は直接的に海外に波及する可能性がある。本書で分析対象としている21の新興国市場のうち11の市場では銀行部門による与信の半分以上が対企業融資であり、企業部門の悪化の影響を受けやすくなっている。この傾向が特に顕著なのは、ナイジェリア、ペルー、トルコ、ウクライナの各銀行部門である。

下方リスク・シナリオの想定は、ドルがさらに急騰し、米国金利も突然に上昇し、地政学的リスクも高まるというものだが、これらの影響で新興国の為替と資産市場への圧力がさらに高まる恐れがある。これまで長い間流入超が続いてきた外国人投資家による現地通貨建て債券への投資が突然流出に転じ、市場の混乱を招くととも

に円滑な借換えが困難になる恐れがある。市場は地政学リスクや政治的リスクを軽視しているようにも見える。2015年4月版の「世界経済見通し」でも指摘しているように、ロシア、ウクライナ、中東及びアフリカの一部地域の状況が、市場の緊張を高め、世界的規模で貿易金融取引に混乱をもたらす恐れがある。ロシアは世界との直接の金融的つながりをさほど持たないが、周辺国を通じた間接的な波及が金融不安定化リスクとなりうる。ユーロ圏の制度を強化したことで、ギリシャを起点とする危機伝播のリスクは小さくなっているが、リスクと脆弱性が解消されているわけではない。

政策の有効性を高め、システムの安定を確実なものとするにはさらに各種施策の実施が必要である

本報告では、先進国及び新興国の中央銀行による政策対応を分析している。ここで強調されているのは、危機からの脱却を確実なものにするには、金融政策にとどまらない、各種追加施策が必要だという点である。危機の後遺症を払拭し、持続可能なリスク・テイクを促す必要があるが、同時に金融面での行き過ぎに国際的に注意すべきである。

ユーロ圏では量的緩和の効果が最大限に発揮されるためには、中央銀行による施策に加え、民間部門の財務の健全性回復、信用供与の円滑化、ノンバンク金融機関の健全性強化、並びに構造改革の推進が必要である。特に、以下が課題である。

- 信用供与の円滑化のためには、不良債権の重しを取り除くための抜本的な対応が必要である。ECBによる主要行の包括的評価の実施と単一監督メカニズムの導入により銀行部門は強化されたが、資産内容の悪化が緩やかながらも続いており、不良債権残高は9,000億ユーロを超えている。銀行内、あるいは銀行外に不良資産処理のための特別な機関を設置し、引き当てを積極的に活用し、不良債権の償却を進めるよう、銀行への働きかけを強めるべきである。また、企業・個人の破産処理の法的な枠組みをより良く機能させるための努力がなお必要である。こうした政策対応により事態が是正されなければ、銀行の貸出能力の伸びはわずか年1～3%程度に止まりかねない。
- 生命保険会社の抱える問題についても早急な解決が必要である。当局は保証利率付き契約の履行可能性を検証すべきであり、投資家への最低保証利率が政策金利の長期的動向と整合的なものとなるよう、働きかけるべきである。個別の生命保険会社の経営難が他に悪影響を及ぼさないようにするため、規制監督を通じた早期の対応が必要である。生命保険業界の一層の安全性向上のためには、統一的なセーフティー・ネットの構築が有用である。
- 銀行から資本市場へと資金調達源をシフトし、多様化していく必要がある。資本市場からの借入れは近年急増しているものの、そのシェアはまだ全体の36%にとどまる。資本市場をより広く、深く発展させることは、特に小規模な企業にとっての資金調達を改善し、金融市場をより効率的なものとするこ

とにつながる。ユーロ圏内での資本市場の利用を促進するには、欧州委員会
が最近提唱した資本市場同盟構想に従った、会社法、コーポレート・ガバナ
ンス、破産制度、及び税制の統一化が必要である。

日本に関しては、量的緩和がどの程度効果を発揮できるかは他の政策による支援
次第である。アベノミクスの第二と第三の矢（財政改革と構造改革）の着実な実施
が不可欠である。これらの政策が中途半端に終われば、経済をデフレから脱却させ
るという目標の実現は難しい。日本銀行は資産買い入れのポートフォリオ・リバラ
ンス効果を高めるため、2%のインフレ目標の実現をするために必要な程度におい
て、民間資産とより長期の国債の買い入れウエートを高めることを検討すべきであ
る。民間部門に対する銀行貸出をさらに増やすため、特別な貸付制度の拡大、中小
企業貸付と住宅貸付の証券化市場の活性化、及び動産担保融資の拡大と中小企業の
参入退出の円滑化などを伴うベンチャー・キャピタル供給の充実を図るべきである。

米国では各種の国際的な市場動向に対応したバランスのとれた政策が必要であり、
金融政策に関する明確なコミュニケーションを続ける必要がある。金融政策決定が
経済データの動向に依存するため、主要な経済指標の解釈について広範な議論が行
われることで、市場の調整がよりスムーズになると期待される。しかしながら、市
場予測と連銀の市場ガイダンスが乖離する局面もあり得、そうした状況下では市場
の緊張が高まり、市場価格変動リスクと流動性リスクが高まるであろう。

米国を初めとして、金融システムにおけるノンバンク部門のウエートが高い国が金
融システムの安定性向上を図るためには、市場構造の改善を通じ流動性を改善し、
他市場への波及を抑制することが有用である。第三章でも述べているように、個別
機関のリスクの監督強化とマクロ・プルーデンス的視点の導入を組み合わせた形で
資産運用業の監督を充実させる必要がある。投資信託については、平時を前提に投
資家に流動性が保証されている点と危機時には流動性喪失に伴いコストが発生する
点との間で矛盾が生じており、政策的にこの両者の調整を図るべきである。具体的
には、（保有資産の流動性に応じてファンドの解約条件を設定することで）価格急
落時の早期解約へのインセンティブを抑制すること、ファンドの純資産価格算定の
正確性を向上させること、投資信託の現金準備を増やすこと、長期債を中心として
流通市場の流動性と透明性を向上させること、などがあげられる。国債市場と外国
為替市場では、流通市場の流動性を供給する上での市場参加者のインセンティブを
高めるべきである。当局は既存の値幅制限を見直し、その有効性を高めるべきであ
る。リスクの管理と制御を強化すべきであり、具体的にはトレーディングを行う会
社に対し、個々の顧客投資家に対し適切なリスク上限を整合的な形で設定するよ
うに、当局は連携して指導すべきである。監督当局も金融政策当局も、金融システム
におけるシステムリスクを評価する際には、各種資産市場間の相関に留意す
べきである。

新興市場国では、国際環境がもたらす逆風の影響を緩和し、潜在的な問題を抱え
る部門の監視を強化し、各国の金融システムの安定性維持に努めるべきである。そ
の観点からは、特に以下の分野が問題となる。

- 中国では影の銀行部門の中でも特にリスクの大きい分野を縮小させ、混乱を避けつつ行き過ぎた金融状況を是正することが必要である。混乱を避けつつレバレッジを引き下げるためには、信用の伸びを徐々に低下させ、必要に応じ円滑な企業債務の再編を行い、生き残りが見込めない企業の退出を促すための包括的な政策が必要である。
- その他の新興国にまたがり広範に見られる問題としては、外貨借入れの比率が高いことがあげられ、外的ショックからくるリスクを抑えるためにはマイクロ・プルーデンス及びマクロ・プルーデンス政策の活用が重要である。監督当局は外貨と商品価格リスクにかかるストレス・テストを銀行に課すべきであり、また、デリバティブに伴うポジションを含めた企業のレバレッジと外貨へのエクスポージャーを継続的により詳しくモニターする必要がある。
- 金融市場が正常に機能しつづけることを担保するため、当局としては現地通貨建て債券市場の流動性が一時的になくなる事態に備えておくべきである。金利スプレッドの急騰に対処するため、財政当局は必要に応じ現金準備の活用や長期債の市場への供給縮小などの措置を検討すべきである。二国間やマルチのスワップ取極は、ストレス時に外貨を融通することで信用力を高めるとともに、為替市場における過剰なボラティリティーを抑えることが出来る。IMFの融資制度などによる国際的な資金の融通もショックの吸収に役立つ。

金融規制強化にかかる一連の国際的なプログラムの実施により、金融監督の枠組みが強化された。これは、個別金融機関と国際金融システムの強化につながっている。国際基準についても各国のルールについても、関係者は規制内容の透明性を高めることで、規制に対応してビジネス・モデルを変革する銀行の努力を支援すべきである。具体的には、レバレッジ規制、安定調達比率規制、損失吸収能力に対応した自己資本規制など、追加規制に関する水準調整作業を完了させる必要がある。影の銀行部門が安定的な市場ベースの資金調達チャンネルに育つように、規制を導入することも必須である、

同時に、ノンバンクに対するマイクロ・プルーデンス、マクロ・プルーデンス上の施策を強化することが必要である。規制の緩い金融分野が銀行システムや広く経済に問題を起こすことがないかとの観点から現行の規制体系を再検討し、場合により弱点の克服のための必要な措置をとることが必要となるかもしれない。

国際銀行業務の変化による受け入れ国金融システムのリスクの低下

危機後の国際銀行業務の変化には明るい側面もある。第二章では、危機後の変化は受け入れ国内の融資活動を安定化させる効果を有していると分析している。同時に、国際銀行業務の持つメリットを最大限活かしつつ、リスクを抑えていくため、

地域的なショックやグローバルなショックへの対応における国際協力を強化すべきであると指摘している。

国際的に活動する銀行では、国境を越えた対外貸出を縮小させてきた。この傾向は欧州を本拠とする銀行で顕著に見られる。しかしながら、銀行の海外支店や海外現法による現地貸出の規模は減少していない。また、地元銀行や域内の外国銀行が欧州の銀行による一部地域での融資縮減を多少なりとも穴埋めした結果、アジアを筆頭に域内の金融統合が深化した。規制強化や銀行の経営悪化が対外貸付の縮減を促す一方で、緩和的な金融政策がこの傾向を押しとどめる効果を持ったとも見られる。

直接的な対外貸出から傘下の金融機関による現地貸しへのシフトは受け入れ国の金融安定性の向上にとってはプラスに働くと考えられる。対外貸付は現地融資や国際的ポートフォリオ投資に比べ国際的なショックに影響を受けやすい。国内に起因するショックの場合でも、対外借入れの存在は与信量の縮小を助長する傾向が見られる。これに対し、外資系銀行子会社が行う現地融資は、地元銀行の融資に比べて当該国の銀行危機時においてもより安定的に推移し、特に親銀行の財務内容が健全で預金以外の資金調達への依存度が低い場合には、そうした傾向が認められる。しかしながら、対外借入れの規制については、本章では分析の対象としなかったメリットとの関係では、問題があるかもしれない点は留意すべきである。

資産運用業の監督は、金融システムに対するリスクに応じて行われるべきである

第三章では資産運用業の監督の枠組みを二つの面で強化すべきであると提言している。一つ目はマイクロ・プルーデンス手法によるリスクの監督を強化することで、二つ目はマクロ・プルーデンス的な問題意識を導入することである。資産運用業は銀行部門が危機に陥った場合にも実体経済への資金仲介を継続させることが出来、金融システムの安定という観点からもいくつかの優れた特質を有する。しかしながら、業界の規模拡大と金融システムの構造変化に伴い、金融システムの安定の観点からの心配も高まっている。高レバレッジのヘッジ・ファンドやマネー・マーケット・ファンド（MMF）から生じるリスクについてはすでに広く認識されているが、レバレッジの低い、「プレーン・バニラ」と称される一般的な商品に関しては意見が分かれている。

しかしながら、「プレーン・バニラ」型の一般的商品でも以下の経路を通じて金融システムの不安定をもたらすリスクがある。（１）投資家と運用担当者とのインセンティブの乖離（により例えば横並び的行動が発生する）。（２）流動性のミスマッチに伴う取り付け的な一斉解約。こうした要素は市場によってその重要性は異なるが、実証的にも多く確認されている。本章では、大規模資産運用業者がシステムミックに重要な金融機関として指定されるべきかとの議論についての判断は示さないが、金融システムに及ぼすリスクという観点からは、ファンドの規模よりも投資方針の方が重要であるとの分析結果が得られている。

こうした分析から得られる示唆は、証券監督当局としてはデータとリスク指標を充実させた上で、国際的な監督基準を基にしたよりきめ細かい直接的な監督手法を採用すべきというものである。資産運用業が金融システムの安定性に及ぼすリスク

と資産運用商品の多様性を念頭に、既存のリスク管理手法の目的が適切か、また効果が十分かを検討すべきである。