

2015 年 10 月国際金融性安定報告書

2015 年 10 月 7 日

要旨

金融安定性は先進国では改善

2015 年 4 月版の国際金融安定報告書公表時に比べ、先進国では金融安定性は向上している。これは先進国でのマクロ金融環境の改善を反映しており、景気回復の裾野の拡大、金融政策に対する信認の向上と、ユーロ圏のデフレリスクが若干後退したことがこの改善に寄与している。

金利引き上げ開始の前提条件がほぼ満たされつつある中、米連銀は引き上げのタイミングを窺っている。金利引き上げは、金融リスクの過大な蓄積ペースを抑えることにつながるであろう。欧州中央銀行（ECB）の政策に対する信頼もあって、与信環境は改善し、借入需要も増大している。米国や日本を含め、企業部門は改善の兆しを見せ始めており、低いレベルからとはいえ投資やリスクテイクの増加につながる可能性がある。

市場流動性リスクが高まる中、リスクの新興国への傾斜が続いている

こうした先進国の改善傾向に反し、新興国では脆弱性が高止まりする中、リスクアペタイトも低下し、流動性リスクが上昇している。多くの新興国は政策の枠組みを強化し外的なショックへの耐性を高めてきたが、2015 年 10 月版の世界経済見通し

（WEO）でも指摘しているように、いくつかの主要新興国では国内に大きな不均衡を抱えるなかで成長も減速している。多くの新興国は世界経済危機の最悪の影響を回避するため、与信の急速な拡大に頼った。多くの国では借り入れの増加の結果、景気感応度の高いセクターを中心に民間部門のレバレッジが急激に上昇し、同時に、重要性の増したグローバル要因に押され、外貨建ての借り入れが増加した。このように借り入れの拡大と外貨エクスポ-ジャーの増加が同時に進行したことで、グローバルな金融環境のタイト化に対するこれら新興国の脆弱性は高まることとなった（第 3 章参照）。

新興国で景気循環が最終局面に向かう中、銀行の資本準備が低下する一方で、企業収益や資産内容の悪化に伴う不良債権の増加が見込まれる。中国の銀行では、主要な企業部門の弱体化に伴う貸出資産の劣化への対応をようやく始めたばかりである。こうした新興国の銀行システムの弱体化は先進国と好対照をなす。先進国の銀行はここ数年、バランスシートの修復、自己資本の積み増し、資金調達手段の強化に努めてきており、その結果、銀行システムが強化されてきた。

一次産品価格の低下と成長率の低迷という課題を抱える中、いくつかの新興国では中期的に投資適格格付けを失うリスクが高まっている。石油、ガス、公益事業関連の

国有企業は新興国企業による対外社債発行の多くを占めており、これら国有企業の債務を国が肩代わりせざるを得ないことともなれば、新興国のソブリン格付けも引き下げ圧力にさらされる可能性がある。

政策当局が直面する三つの課題

金融安定性にかかる基本見通しは、2015年10月版WEOと共通の前提をおいており、これは、景気回復は継続するものの中期的な成長見通しは先進国、新興国とも弱いものに留まるというものである。先進国では民間バランスシートの改善と緩和的な金融政策と金融環境の持続により景気回復が進んでいるが、より高い水準の自律的な成長経路に移行するには至っていない。他方、新興国は新たなグローバルな金融環境に対応する必要性に迫られているが、より脆弱な体質の中でこれを実現するという困難な課題に直面している。

金融環境の正常化をうまく実現することは、マクロ金融面で望ましい状況を生むだけでなく、下ぶれリスクの大幅な縮減にも寄与する。本報告書ではこの正常化に関し、三つのシナリオを検討している。具体的には、基本シナリオの他、正常化がうまく進む楽観シナリオとグローバルな資産市場が混乱する悲観シナリオを検討している。このいずれのシナリオが実現するかは、過去数ヶ月の状況からも明らかになったように、三つの政策課題にどう対処できるかに係っており、その面での不確実性がグローバルな金融環境の見通しを不透明なものにしている。

- **新興国の脆弱性**—WEOの分析にもあるように、新興国の経済成長率は5年連続で低下する見通しである。多くの新興国は、為替レートの弾力化、外貨準備の積み増し、対外資金調達における直接投資と自国通貨建て借り入れの比重の増加をはじめとして、政策の枠組みを強化することで外的なショックへの耐性を高めてきた。しかしながら、新興国の多くの企業と銀行でバランスシートの無理な拡大が見られる。こうした企業は金融環境の悪化や景気後退、資本流出の影響を被りやすくなっている。企業の財務健全性の低下のため、いくつかの主要新興国で企業と国家、あるいは企業と銀行間の相互依存度が高まるリスクが生じている。特に中国では、経済活動の大幅な低下を避けつつ消費主導の経済への転換を図るというデリケートな舵取りが要求されている一方、金融面での脆弱性を解消しつつ市場本位の経済システムへの移行も実現しなければならないという、困難な課題を抱えている。一次産品価格の低迷、中国における株価と信用取引バブルの崩壊、新興国株価の低下と為替への圧力の増加などが示すように、こうした課題がいかに困難なものであるかが最近の経済動向から見て取れる。
- **先進国の危機からの負の遺産**—先進国における高水準の公的債務と民間債務への対応、及びユーロ圏の制度面で残る欠陥への対応を進めることは、金融安定性を確立し、政治的な緊張激化や景況感と経済成長への逆風を避ける上で必要である。ユーロ圏では財政及び銀行の脆弱性が残っており、これらへの対応が依然、課題となっている。

- **市場流動性のシステム的な弱さ**—市場や広く経済全般が新たな均衡の下で安定化する上で、市場流動性システムの強化が課題となっている。異例に緩和的な政策により、国債市場や企業の与信市場を含む広範な市場でリスクプレミアムが圧縮されるとともに、流動性リスクや株式リスクに係るプレミアムも圧縮されてきた。市場では、こうした縮小の一部が最近巻き戻されたが、各種リスクプレミアムはさらに拡大する可能性がある。米連銀の金融政策が徐々に引き締めに向かうことがほぼ確実視される中、政策金利の上昇と緩慢な景気回復下でのリスクプレミアムの歴史的な低水準からの「正常化」という状況への対応という、前例のない調整をグローバルな金融システムは迫られている。市場環境を現行の異常な状況から新たな環境へとスムーズに移行させる必要がある。しかしながら、急激な移行にはリスクがあり、特に、市場構造が不安定で信用仲介市場における脆弱性が見られるため、市場環境が正常化する際に問題が噴出する可能性がある（第2章参照）。最近における先進国と新興国市場での市場変動の急拡大や流動性の喪失の事例は、この課題が困難なものであることを物語っている。

「正常化の成功」には強力な政策対応が必要

金融安定性と経済見通しの先行きに関する基本シナリオはいずれもあまり強いものでなく、リスクは下方に傾いている。金融環境の正常化を成功裏に実現し、より高い成長経路に円滑に移行させるには、いくつかの喫緊の課題に向けた下記のような政策対応が必要である。

- 米連銀が明確で整合的な対外発信に努めることを通じ、米金利の上昇がスムーズに吸収されるようにすること。これは世界の健全な金融環境の維持にとって必要不可欠である。
- ユーロ圏においては共通通貨を支える金融上の枠組みの一層の強化を図り、市場や企業の信頼感を高めること。ユーロ圏の過剰民間債務と銀行の抱える不良債権問題に対処することは、銀行の財務内容と企業経営を改善させ、投資の増加につながる。
- 中国では需要のリバランスと漸進的なレバレッジの引き下げを実現すること。これには極めて慎重な取り組みが必要であり、同時に、市場重視の改革に対する強いコミットメントと金融システムの一層の強化が必要である。
- より一般的に、新興国における構造的、循環的な課題に対処すること。これは先行きの改善と経済の強靱性の強化を実現するために不可欠である。新興国当局はデリバティブの利用を含む企業の外貨エクスポージャーを常時モニターすると共に、過大なレバレッジと外貨債務の蓄積を抑えるためマイクロプルーデンスとマクロプルーデンス施策を動員すべきである。
- 市場の流動性喪失を防ぎ、市場構造を改善すること。これらは特に先進国市場において優先すべき課題である。

- 銀行と長期貯蓄の受け入れ機関（例えば保険会社や年金基金等）の健全性を確保すること。2015年4月版のGFSRでも強調したように、これは極めて重要な課題である。

本報告書で提示した、より質の高い金融上の施策を大胆に実施することで、より力強い成長の持続と金融の安定を実現することが可能となり、下方リスクの縮減にも寄与する。このような楽観的なシナリオが実現できれば、基本シナリオに比べ、2018年には世界GDPを0.4%程度引き上げることが出来る等、世界経済にとってプラスとなる。さらに、WEOに示されている成長強化のための構造改革を実現できれば、これを上回る成長と安定をもたらすことが出来る。

ショックや政策の失敗により世界的な資産市場の混乱が起きる可能性も

金融の正常化を成功させるために必要な政策を採らなければ、負のショックや政策の失敗を契機に市場リスクプレミアムが急騰し、政策に対する信認を一挙に低下させる恐れがある。先進国、新興国ともにそうしたショックの震源になり得、システムの脆弱性への対応が不十分だった場合には、世界的な資産市場の混乱を引き起こし、多くの資産クラスで市場流動性が突然消失する可能性がある。このような場合には、資産価格の値付けのミス・プライシングが生じ、これがたとえ一時的な現象であったとしても、金融システムの安定性に悪影響を及ぼしうる（第2章参照）。

そのような悲観的なシナリオの下では、金融のタイト化が強まり、景気回復の腰を折り、中期的な成長力への信認も傷つける恐れがある。名目成長率の低下は過剰債務を抱えた国や民間のバランスシートをさらに悪化させ、信用リスクを高めることとなる。新興国の国際市場でのリスクプレミアムは上昇し、多額の資本流出が起こり、国内的な不均衡を抱える国では特に問題が生じる。企業破綻の割合も増加が予想され、特に中国では倒産が多発し、金融システムの緊張が高まり、経済成長にも悪影響が及ぶ。こうした事象はソブリン・リスクの再燃をもたらし、特にヨーロッパの脆弱な国で顕著な問題が生じることが懸念される。この結果、新興国における企業リスクとソブリン・リスクの間の悪循環が生じる恐れがある。このシナリオの下では、基本シナリオに比べ、2017年の世界GDPは2.4%も低下することとなる。なお、その場合でも世界の経済成長はプラスでとどまると見込まれる。