

## 国際金融安定報告書（2017年10月）要旨

### 当面のリスクは低下

異例の政策対応による下支えと金融規制の強化、並びに景気循環の好転に伴う成長率回復を受けて国際金融システムは強靱さを増してきた。多くの先進国では銀行部門の健全性は高まっており、この背景には一部の不健全行の整理が進むとともに、システム的に重要な金融機関の大半がビジネスモデルの変革に取り組み、収益力も回復していることがあげられる。2017年10月公表の世界経済見通しで説明されているように、世界的に経済活動は上向いており、これが市場センチメントの向上に繋がるとともに金融不安定化のリスクは当面低下している。

こうした改善と同時に、経済活動の下支えと物価上昇の実現のため必要なこととはいえ、緩和的な金融環境が継続しているため資産価格の上昇とレバレッジの拡大が生じている。また、金融安定性にかかるリスクは銀行部門からノンバンクへと移っている。このような状況とリスクの所在に鑑みれば、きたるべき金融政策の正常化は注意深く進める必要がある。同時に、銀行システム外のリスクの蓄積を抑制するとともに残存する負の遺産の解消に取り組んでいく必要がある。

### 金融政策正常化を巡る二側面

中央銀行や金融市場が想定している世界経済の基本的なシナリオでは、インフレ率は徐々にしか上昇しないと予想されており、緩和的な金融政策スタンスの継続が前提となっている。金融政策の正常化は緩やかに進展し、完了には数年を要すると見込まれている。主要国の経済回復を持続させ、目標とするコアインフレ率の上昇を実現するには金融政策面からの支援が必要であり、性急な正常化は望ましくない。また、非伝統的な金融政策と量的緩和に対応して民間部門のポートフォリオでは国際的な資産配分の変化がみられており、金融市場の調整がどのような形で進むかは過去と比べ予測し難くなっている。

このため金融政策の正常化に伴う調整過程では、急激な、あるいはタイミングの悪い資金移動が生じ金融市場が不必要に動揺し、市場と国境を越えて混乱が伝搬するリスクがある。とはいえ、主要国が想定通り緩和を継続すれば、金融部門における行き過ぎたリスクの蓄積が助長される恐れもある。利回り指向が高まる中、ノンバンク部門に脆弱性はシフトしており、市場リスクも高まっている。利回り資産への投資を求める多額の資金があふれている一方で、世界全体の投資適格債券のうち、4%以上の利回りが確保できるものはわずか5%（1.8兆ドル）にすぎず、これは危機前の80%（15.8兆ドル）から大幅に減少している。投資家もリターンを向上させるために高い信用、流動性リスクを許容し、伝統的な投資対象以外も物色せざるを得なくなっており、このため行き過ぎた資産価格の上昇も一部の市場でみられる。

主要国での債務残高は上昇を続けており、G20諸国全体で見ると非金融部門のレバレッジは金融危機以前に比べても高水準にある。レバレッジの拡大は経済回復に寄与したが、その結果、非金融部門は金利変動に対してより脆弱になっている。金利水準自体は低下しているにもかかわらず、いくつかの主要国では民間部門の債務返済比率は上昇している。これにより、一部の国と産業では業績不振企業の債務返済能力が限界に近づいている。債務返済負担と債務水準はいくつかの主要国（オーストラリア、カナダ、中国、韓国）で既に高水準にあり、金融環境のタイト化や景気の鈍化に対する抵抗力が下がっている。

最大の課題は、世界的な経済回復を金融政策が支え続ける中でも、金融面での脆弱性の高まりを回避することである。これが実現できなければ、過剰債務と資産価格の行き過ぎから市場センチメントが将来的に悪化し、世界経済の失速につながるリスクがある。本報告書ではリスクプレミアムが上昇する結果、信用コストが高騰し、資産価格も下落し、新興国から資金が流出する悲観的なシナリオを分析している。このような国際的な金融環境のタイト化が実体経済に与える影響は大きく、経済の下落は世界金融危機時の約1/3の規模に達し影響も広範に及ぶと予想される。その結

果、国による差はあるものの、WEOの基本シナリオに対して世界GDPは1.7%低下すると見込まれる。その場合、米国の金融政策正常化プロセスは中断され従前の緩和策が復活し、他の国でも金融政策の正常化は遠のくこととなろう。特に甚大な影響を被るのが新興市場国で、4四半期累計でポートフォリオ投資が約1,000億ドル減少すると予想される。銀行資本の毀損もレバレッジが高い国や住宅及び企業部門へ信用供与が多い国で多額に上ることとなろう。

## 中国のレバレッジ解消を巡る課題

中国ではここ数四半期、経済が着実に成長し金融面での引締め策もとられ、その結果、中国経済が急減速して世界経済にも悪影響が及ぶ、というリスクは当面遠のいている。しかしながら、中国の金融システムは巨大かつ複雑でしかも急速に拡大しているため、高い金融不安定化リスクを内包している。銀行部門の資産は2012年末にGDPの240%であったが、今や310%にまで増加している。加えて、短期の市場性資金への依存の高まりと企業への「シャドー・バンキング」の拡張の結果、銀行部門の脆弱性も高まっている。当局としては、金融面でのタイト化と成長率の低下との間で微妙なバランスをとることが求められている。シャドー・バンキングの拡大を多少抑えるだけでも中小の銀行の収益や信用供与能力は影響を受けるであろう。

## 国際的な銀行の健全性は改善している

グローバルなシステム上重要な銀行（global systemically important banks = GSIB）の健全性は引き続き改善傾向にある。より厳しい監督規制や市場の批判的な目にさらされる中、これらの銀行では自己資本と流動性バッファの向上が見られ、バランスシートは改善している。負の遺産の清算とリストラに向け、相当な進展も見られる。しかしながら、多くの銀行がビジネスモデルを改革することで収益力を回復させている一方で、未だ負の遺産を抱え、ビジネスモデルの転換に苦慮している銀行も存在する。GSIBの約1/3はこのような困難を抱えており、その資産総額も17兆ドルに達するが、そうした銀行では2019年に至っても未だ持続可能とされる利益水準が確保できない状況が続くと見込まれる。GSIBに関しては一行に問題が生じただけでもシステム全体に悪影響が及びかねないだけに、銀行監督当局はビジネスモデルが転換できないリスクを注視し、持続可能な収益の確保を求めるべきである。生命保険会社も業務戦略面で国際金融危機後の低金利経済への対応を進めており、なかでも伝統的なリスクテイクの削減、高水準の保証利回りを伴う商品の販売削減、及び投資有価証券の利回り向上を目指している。このような状況下では、監督当局は生命保険会社の市場及び信用リスクへのエクスポージャーに注意すべきである。

## 政策当局は予防的措置に注力すべき

世界的な景気回復が進展しているこの機会を捉え、当局としては現状に安住することなく、中期的な脆弱性の高まりに対応すべきである

- 先進国にあつては、政策当局と監督当局は危機時から残存する問題を完全に清算し、バランスシートの強化を銀行及び保険会社に対し求めるべきである。この観点から、国際的に業務を展開する銀行の破綻処理制度を運用可能なものとし、銀行のビジネスモデルの収益性が低いことに伴うリスクに焦点を当てつつ銀行に持続可能な利益水準の確保を求め、バーゼルIII規制を確定させることが必要である。生命保険会社の規制体系も、経営状態の透明性を高め体質強化のインセンティブを充実させる方向で改革すべきである。サイバー攻撃への耐性を高めるために政策対応での国際的な協調が必要である（ボックス1.2参照）
- 主要中央銀行にあつては、保有債券の縮小プランに関し十分なコミュニケーションを図る

とともに、きたるべき政策遂行の枠組みの変更に関するガイダンスを与えることで、金融政策の正常化が円滑に進むよう配意すべきである。政策変更の道筋を明確に描くことは、市場の期待の不安定化に伴い市場が乱高下し機能不全に陥ることを防止する上で、有用と考えられる。

- レバレッジの拡大に歯止めをかけ、高まりつつある金融不安定化リスクを抑制するために、金融当局はマクロブルーデンス政策の活用と充実を目指すべきである。例えば、過熱しているにもかかわらず急拡大が続く業種では、債務者側への規制を導入ないし強化することが検討されるべきで、ストレステストについてもより厳しい資産価格の低下を織り込むべきである。脆弱性を有する債務者への融資が多い銀行については、自己資本の積み増しを要求すべきである。これは積みあがった貸出が不良化した場合の備えとなり、また新規融資をよりリスクの低い借りに振り向けるインセンティブにもなる。
- ノンバンク部門の規制を強化し、リスクのノンバンク部門への移転を抑え、資本市場からの過度な資金調達を防止すべきである。リスク・ベースの監督を一層進めるとともに、自己資本に重点を置いた保険会社の統一的な規制を導入すべきである。レバレッジの高い業種についてはマイクロブルーデンス規制を強化すべきである。
- 過剰債務への対応が必要であり、特に大口の借手は万一の場合の連鎖が心配されるので、優先的な対応がなされるべきである。事業上の投資を奨励しつつ借入れを抑制することで債務の一層の蓄積を防止し、過大な金融面でのリスクテイクを抑制することが重要である。
- 新興市場国にあっては、現下の良好な対外環境を生かして体力を強化すべきである。これは場合によっては対外ポジションの改善を伴う場合もあろうし、高すぎる企業部門のレバレッジを引き下げられる場合もあろう。これにより、先進国における金融政策の正常化や世界的なリスク選好の低下に伴う資本流入の減少に耐える力も高まるであろう。また、フロンティア市場国と対外借入れを有する低所得国では市場性債務の発行に伴うリスクを管理するため、中期的な債務管理戦略の策定など、制度的基盤を整備すべきである。これにより、金融市場の発展と市場アクセスの拡大に伴う便益を享受しつつ、それに伴うリスクを限定することができる。
- 中国については、当局は金融システム上のリスクへの対応を進めており、これは歓迎すべきことだが、まだまだ課題は残っている。与信の増加スピードを抑えない限り、システムの脆弱性への対応は難しい。銀行システムにおけるリスク管理と透明性が改善されるとともに、シャドー・バンキングへの銀行の関与に伴う期間・流動性ミスマッチの抑制策が最近取られている。これらは必要な対策で今後も続けられるべきであるが、これらにとどまらず、財務状況の悪い銀行のバランスシート上のリスクにも対応が必要である。信用拡張の減速が経済全般に悪影響を及ぼさないようにするための様々な対応が必要であるが、なかでも当局が目標としている企業部門のレバレッジの引き下げは重要で、今後とも優先的に取り組まれるべきである。
- 金融危機後、政策面のツールは相当に整備されてきたが、その進捗は分野により差があり、いくつかの制度面及び実施面での課題が残っている。改革を完成させ完全実施することが、重大な危機の再発の可能性をできるだけ小さくするうえでも必須である。予定された改革を完成させることではじめて、改革の総合的な影響と効果を検証し、必要な調整を加えることが可能となる。こうしたプロセスを踏むことで、多岐にわたる改革が積み重なった結果、重要な金融サービスの提供上、意図せざる悪影響が生じている場合には、その是正に取り組むことが可能となる。このような検証と修正によって、金融規制改革がその目的を達成したことが確認でき、また、金融規制の緩和を目指す勢力を抑え、金融システムが再び脆弱なものになることを防ぐことができる。
- 最後に、構造改革の促進と補完的な財政政策によって、世界の経済成長を高めることで様々な経済的な好影響を生み、金融面での政策効果をより確かなものに行うことができる。

(2017年10月版 世界経済見通しのシナリオ・ボックス1を参照)

## 家計債務と経済成長

第二章では、過去十年間におきた家計部門債務の増加が経済成長と金融安定性に及ぼす短期・中期の影響を分析している。家計部門債務の対GDP比の国による違いは大きいですが、共通して増加傾向がみられ、世界金融危機後も減速はしたものの増加トレンドが続いている。先進国では、一部に例外はあるものの、1980年には35%だったものが2016年には65%にまで増加しており、金融危機後もより緩やかながら増加を続けている。新興市場国ではこの比率は先進国に比べかなり低いものの、より短い期間でより急速な伸びを見せており、1995年に5%であったものが2016年には20%に達している。加えて、近年でも減速の兆候は見られない。家計債務の上昇は短期的には経済成長を加速させるものの、中期的にはマクロ経済及び金融の不安定化のリスクを高め、これが経済成長、消費、および雇用の低下と銀行危機の可能性の高まりにつながる可能性がある。本章の分析で見いだされたこのトレードオフの関係は家計債務の水準自体が高いほど強く表れるが、適切な政策、制度及び規制を採用することで、トレードオフ関係を改善することができる。具体的には、マクロプルーデンス政策及び金融部門にかかる施策の改善、金融監督の強化、対外借入れ依存度の引下げ、弾力的な為替相場制度の採用、および所得格差の縮小などがトレードオフ関係の改善に寄与する。

## 金融市場の状況から将来の成長率を予測する

金融市場の状況から将来の経済成長にかかるリスクを評価する上で有益な情報が得られことが世界金融危機の経験からわかったが、こうした情報を活用すれば的確な事前対応も可能となる。第三章では、金融市場の状況を将来のGDP成長率の確率分布に関連づけることで、金融安定性に関する新たなマクロ指標を開発し、21の主要な先進国と新興市場国についてこの分析を適用した結果を示している。本章で示すように、金融状況の変化により将来のGDP成長率の確率分布は全体としてシフトする。リスクプレミアムの拡大、資産価格ボラティリティの上昇、グローバルなリスクアペタイトの減少に伴い、近い将来の成長低下リスクは高まる。また同様に、レバレッジの拡大や与信の伸び率の増加は中期的な成長低下リスクの高まりを示している。現状、資金調達コストも金融市場のボラティリティも低く、世界経済の成長失速リスクを当面気にする必要はないと見られる。しかしながら、レバレッジの拡大は将来的なリスクを暗示しており、スプレッドの急拡大とボラティリティの急上昇が起きるようなことがあれば、世界経済失速のリスクが高まり。世界金融危機前後のリアルタイムのデータを用いた検証を行ったところ、経済成長関連データのみを用いた予測に比べ、金融の状況を考慮した予測モデルの方が経済の縮小の可能性をよりの確に予測できた。この実績からも、本章で示した分析手法は政策当局のマクロ・金融サーベイランスを充実させる上で極めて有用な手法を提供していると言える。