

## 国際金融の安定には依然リスクが

大恐慌以来最大の金融危機の発生から4年になるが、国際金融の安定は依然確固たるものになったとは言えず、いくつかの重要な政策課題が未だ手つかずの状態にある。バランスシートの再構築は完了しておらず、その進捗も緩やかであり、レバレッジも依然高水準にある。ユーロ圏内では銀行と政府のクレジット・リスクの相互連関が決定的に重要であり、財政と銀行部門の脆弱性に対処する政策が必要である。世界全体としても、金融セクターの健全性を強化するために規制改革を一層推進する必要がある。同時に、先進国の緩和的な金融政策といくつかの新興国における比較的良好な経済ファンダメンタルズの結果、これら新興国への資本流入が激化している。このため、新興国の政策当局は資産価格のバブルや信用の過大な拡大が起こっていないか、注視する必要がある。

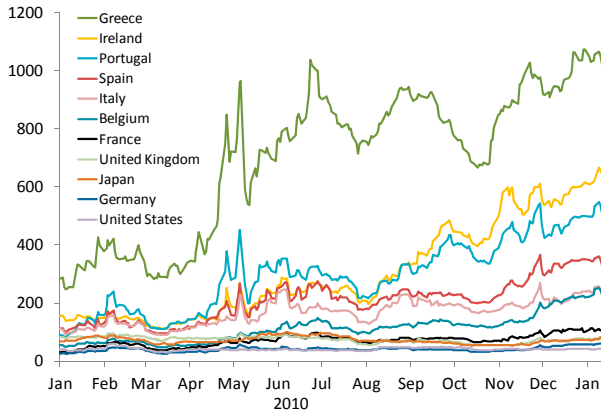
世界経済の成長は若干加速したが（改訂世界経済見通しを参照のこと）、国際金融の安定が確保されたとは言いがたい。先進国の成長率は他の諸国よりもかなり低く、この世界経済の回復過程の二極化に伴い様々な政策課題が生じている。先進国では成長率は今後も弱含みで推移すると見込まれ、財政赤字が高止まりしていることから、市場は債務持続性のリスクに対して敏感になってきている。政府のバランスシートの弱さと銀行部門のバランスシートの弱さは密接に関連していることが明確に認識され、これを契機にユーロ圏の資金調達市場は再び逼迫の度合いを強め、その範囲も拡大している。同時に、先進国の緩和的な金融政策と比較的良好な新興国の経済ファンダメンタルズの結果、新興国への資本の流れが激化している。これにより、資本が流入し

ている国では資産価格に上昇圧力が生じているだけでなく、資本の流れが反転する潜在的なリスクも高まっており、資本流入をどう吸収すべきか、難しい政策対応が迫られている。

このような背景にもかかわらず、2011年に入ってからこれまでの金融市場の状況は比較的良好である。これは経済環境の改善、豊富な流動性の存在、及びリスク選好の拡大によっている。2010年10月の国際金融安定報告書（GFSR）公表時に比べ、先進国でも新興国でも株価は上昇している。商品価格は急騰しており、原油、食糧、金属、原材料のすべての分野で価格の急上昇が見られる。しかしながら、多くの先進国の国債市場や銀行システムでは、そうした好調とは無縁の状況が続いている（図1）。

特に、一部先進国ではソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドが主要新興国の спреッドを超えるケースが出始めている。また、先進国の銀行の CDS スプレッドも拡大している。

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads  
(In basis points)



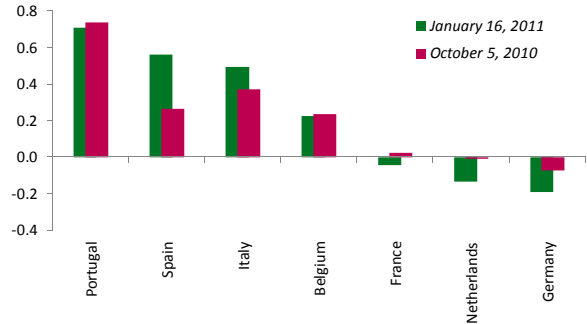
Source: Bloomberg L.P.

## 財政と銀行部門のリスクの相互作用が強まっている

2010年10月版GFSR以降の市場環境の一般的な改善にもかかわらず、ユーロ圏のソブリン・リスクは全体としては拡大しており、多くの国に波及を見せている。一部の国では、国債の спреッドが昨年5月の市場の混乱時のピークを大幅に超える事態となっている。アイルランド国債への圧力はことのほか厳しく、EU、ECB、IMFの共同支援プログラムの発動に至った。ポルトガル国債の利回りの動向はギリシャとアイルランド国債の利回りの平均値の動向と従来から高い相関を示してきたが、このところの市場の緊張の高まりにつれ、スペイン国債の利回りについても同様の相関が急激に高まっており、イタリア国債についても弱めながら同じような動きが見られる。

(図2)

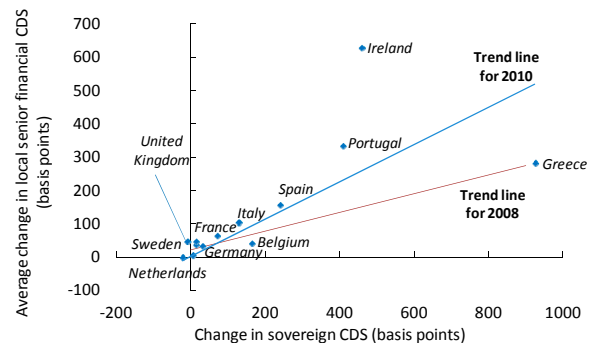
Figure 2. Ten-Year Government Bond Correlation with Average of Greece and Ireland  
(3-month correlation coefficient)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff calculations.

今のところユーロ圏に限定されてはいるが、ソブリン・リスクと銀行リスクの相関が一部の国で高まっており、一部の資金調達市場の混乱につながっている。図3が示すように、銀行のCDS спреッドの上昇幅はソブリンCDS спреッドの高い国ほど大きく、しかもこの関係は2008年と比べより強く出ている。

Figure 3. Sovereign and Bank Credit Default Swap Spreads<sup>1</sup>



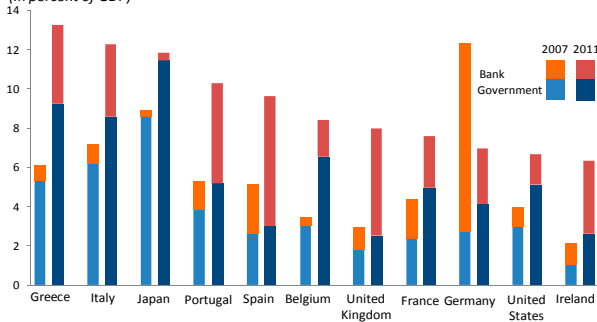
Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup>January 2010 to December 2010. Data points not labeled are for Austria, Denmark, and Norway.

いくつかの国では、国内業務を主とする比較的小規模の銀行のホールセール資金市場へのアクセスが困難となっている。また、資金調達が可能な場合でも、多くの場合コストが上昇しており、極めて短期の調達しか出来なくなっている。

ここ数年で銀行も政府も債務の対 GDP 比が大幅に上昇した結果、2011年に多額の起債ニーズに直面している国があり、それらの国では主要な銀行も同様の事態に直面している。(IMF 財政モニター・アップデート及び図4を参照のこと。)銀行部門の脆弱性が依然高い中で多額の資金調達ニーズがあるため、金融システムは市場マインド次第で事態が急変しうる不安定な状況にある。

Figure 4. Government and Bank Bonds Due  
(In percent of GDP)

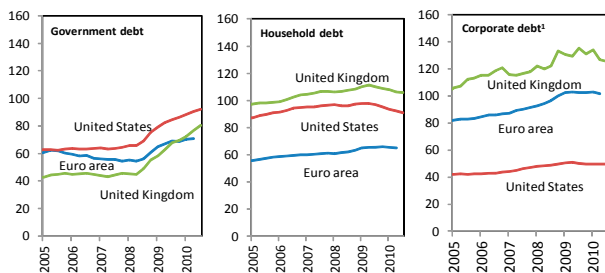


Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.  
Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

## レバレッジ解消はあまり進んでいない

いくつかの先進国では民間部門の債務が過大となっていたが、多くの場合、この調整が全くと言っていいほど進んでいない。

Figure 5. Debt to GDP, by Sector



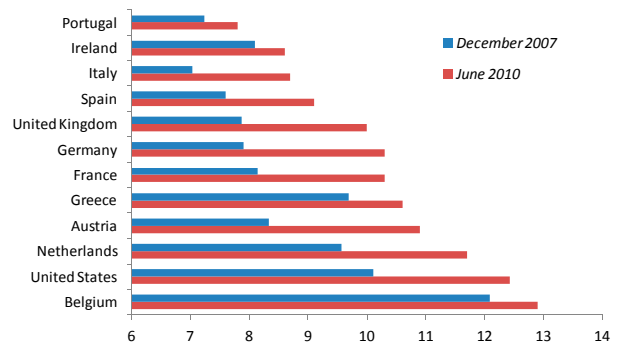
Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.  
<sup>1</sup>Corporate debt refers to non-financial corporate loans and bonds issued.

民間債務の対 GDP 比は経済が持ち直すに従い徐々に低下するではあろうが、債務

は依然高水準にある。貸倒率は景気回復に遅行するのが普通なので、銀行システムが多額の損失にさらされるリスクがある。

ティア1自己資本比率の向上により、多くの国では銀行システムは強化されている(図6)。しかし、資金調達構造の改善は十分には進んでいない。さらに、ユーロ圏のいくつかの国では、銀行が保有する国債の信用が低下した場合には難しい状況に陥る可能性がある。資金調達面や保有国債のリスクの面で比較的問題がないとされる銀行についても、リスクがないわけではない。米国では商業不動産や住宅関連債権の不良化によりバランスシートが悪化する懸念があり、政府の債務GDP比も高水準にある。

Figure 6. Banking System Tier 1 Capital Ratios  
(In percent)



Sources: EU Consolidated Banking Data; and Federal Deposit Insurance Corporation.

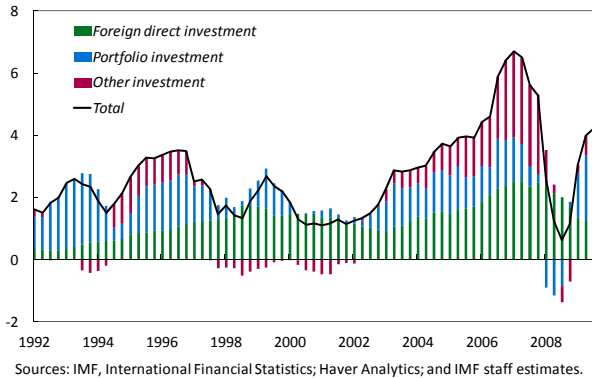
民間の借入れ債務が依然過大なため、民間部門の借入れ需要も銀行の貸出し態度も弱含んでおり、景気回復の足かせとなっている。景気刺激の観点からは緩和的な金融政策は適切ではあるが、低金利と量的緩和の組み合わせはリスクの高い投資を増大させるなどの副作用の可能性もある。また、長期の固定金利債務に対応した高めの金利の資産を保有する必要がある年金基金や保

険会社などの債券投資家にとっては、低金利の持続は難しい問題を突きつけている。

### 新興国への資本流入が再び激化

新興国への資本流入は金融危機の最悪期に急減したが、主要な新興国の経済ファンダメンタルズの改善と先進国の低金利の結果、再び増大に転じている。資本流入総額は新興国全体ではGDPの4%に達している（図7）。金融危機の直前ではこれは約6%にまで達していた。資本流入と同時に、新興国側での株式と債券の新規発行も大きく増加しており、この結果、資本流入の資産価格への影響は幾分緩和されているかもしれない。

**Figure 7. Capital Flows to Emerging Markets**  
(Net liabilities, percent of aggregate GDP, 4-quarter moving average)

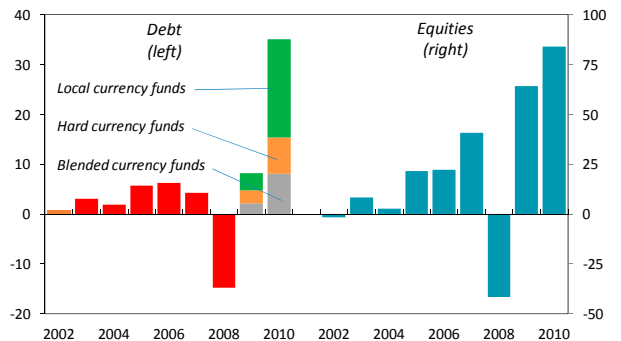


機関投資家の新興国関連資産に対する評価は高まっており、その結果資産配分が変更されるなど、資本流入の増加には構造的な背景も一部にはあると思われる。しかし、金利差や為替の増価期待に支えられたキャリー・トレードによる部分もあると考えられる。また、為替の上昇を一時的に抑制しようとする政策により、為替の上昇期待が一層高められているという側面もある。金

利の先物価格を見ると、新興国と先進国の政策金利の差はさらに拡大すると予想されており、これもキャリー・トレードの魅力を高めている。こうした状況は、先進国の金利の予想外の急騰、新興国の成長期待の下方修正、あるいは投資家のリスク回避姿勢の拡大などにより、資本の流れが急反転するリスクがあることを示している。

一般的には資本流入はその国にとっては望ましいものではあるが、受け入れ国側の金融システムの受容能力を超えた流入が続く恐れもある。新興国を投資対象とする債券や特に株式投資信託に対するリテール需要は強く、新興国側の資産供給がさほど大きくない場合には資産価格バブルが生じる危険がある（図8）。

**Figure 8. Annual Retail Flows to Emerging Market Debt and Equity Mutual Funds**  
(In billions of U.S. dollars)



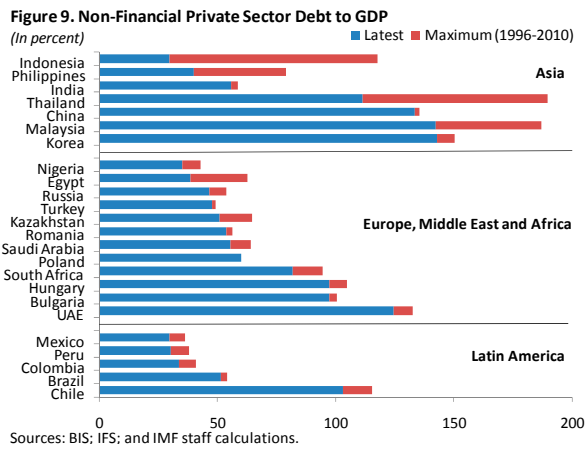
各種指標の歴史的な変動範囲に照らして、現在の株価水準が過大評価とは断定できないが、コロンビア、メキシコ、それにややレベルは落ちるものの香港特别行政区、インド、ペルーについては株式市場が過熱し始めているようにみられる。

資本流入の結果、受け入れ国側の民間部門借入が急増する恐れもある。図9が示す



ように。アジアとラテン・アメリカの一部の国では1996年から2010年までの間での最高値に近い水準にまで民間非金融部門の債務残高の対GDP比が上昇している。

(具体的にはブラジル、チリ、中国、インド、韓国など。) こうした変化は金融部門の健全な発展と深化を現している場合もあるが、リスクが拡大している徴候と受け止めるべき場合も考えられ、各国当局は警戒を怠るべきではない<sup>1</sup>。



多額の資本流入の結果、低格付けの発行体による債券発行が可能となり、この結果投資家の保有資産の平均的な質が低下する、という現象も見られる。過去二年で、低格付け債の占める割合は増加している。

## 政策の優先課題

必要なリストラとバランスシートの改善を銀行、財政の両部門で前進させ、規制改革を進めるような政策努力が必要である。

<sup>1</sup> 民間債務は国内、対外銀行借入れ及び国内、国際債券発行を含む。

ここ二、三年の異例の政策対応によって時間稼ぎは出来たが、時間稼ぎも限界に近づきつつある。ゼロ金利に近い低金利政策も時間がたつにつれ効果は薄れてくる。財政刺激策も財政による金融部門の支援も政治的に受け入れられ難くなりつつある。金融政策も財政政策も短期的には有効なのは確かだが、従来からある根深い問題に対する抜本的な解決策の代わりにはなり得ないのもまた明らかである。財政リスクや金融の脆弱性を経済全体の枠組み中で総合的に解決するためにはそうした構造的な解決策が不可欠である。

## 財政と金融の悪循環を断ち切る

多くの場合、財政と金融部門のリスクの相互作用と悪循環が危機の根本的な原因となっており、この解消に取り組む必要がある。ユーロ圏諸国にとってこれは喫緊の課題である。ユーロ圏内の危機対応の仕組みは築かれたものの、財政と金融システムの健全性を回復するだけの力のある総合的・整合的な戦略が確立されていないのではないか、との市場の不安は収まっていない。

特に債務残高が大きい国は、中期的に確実に大幅な財政再建戦略を実行し、ストックホルム原則<sup>2</sup>に従った適切な国債管理政策を遂行すべきである。これはユーロ圏内の国に限らない。資金調達上の困難に直面している国にあつては、満期構成を長期化しによって借換えの必要性を減少させていく明確な意思があり、それが実現可能であ

<sup>2</sup> スtockホルム原則の全文は [www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm](http://www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm) を参照のこと。

ることを市場に納得させる必要がある。これにはもちろん様々な政策を援用する必要があり、潜在成長力の強化を目指す構造政策は特に重要である。ユーロ圏のいくつかの国ではこうした方向の強力な動きが見られるが、今後ともそうした努力を続けていくことが重要である。米国においては中期的な財政再建戦略の確立が遅れており、やがて金利が上昇し、それが他の国の借り入れコストの上昇にも波及する恐れがある。財政の安定化が先送りされればされるほど、国債利回りが急騰する可能性が高まる。これは国際金融市場と世界経済にとっての攪乱要因になる可能性がある。日本も国債残高が多額に上っており、国債残高を下げ、人口が高齢化する中であって財政の持続可能性を維持する努力を続ける必要がある。

同時に、金融システムの修復を進める必要がある。このためには対象を絞った是正措置の発動、テール・リスクの排除、規制監督制度の充実などを通じ、銀行部門の強化を図るべきである。

欧州連合（EU）においては不確実性を低下させ、市場の信認を回復するため、以下のような措置を執る必要がある。

- 銀行に対し、厳格で信頼性の高いストレステストを実施する。その結果を踏まえ、自己資本が不足するが存続可能な金融機関に対しては一定期限内に自己資本の増強と業務の再編を行う計画を策定させる。また、存続が不可能な金融機関は整理する。
- 欧州金融安定ファシリティの実質的な規模を拡大し、その権限も広げるべきである。銀行システムの規模が

経済との対比で大きい国にあっては、銀行が十分な資金調達ができることは従来にも増して重要であり、必要に応じて国際的な流動性支援も行うべきである。

- ユーロ圏全体を対象とした破綻処理の仕組みを必要に応じ構築・強化すべきである。欧州内の統一的な銀行破綻処理制度とEU内の統一的な財政支援制度を組み合わせることにより、財政リスクと銀行リスクの連関を遮断することが出来る。
- 欧州中央銀行（ECB）はユーロ圏内の銀行に対して必要な流動性を引続き供給すべきであり、証券市場プログラム（SMP）も継続すべきである。ただし、これらは一時的な措置であり、問題の根本的な解決にはならないことは認識しておく必要がある。

米国にでは不動産市場の傷は未だ癒えておらず、これに伴うマイナス効果にどう対応するかが課題である。

- 差し押さえ済みの物件や、今後デフォルトが見込まれる住宅物件が大量に存在し、この潜在的な住宅在庫により住宅価格は当分弱含みで推移し、住宅ローンの債務超過問題が悪化する恐れがある。こうした状況が金融システムとマクロ経済に悪影響を及ぼさないような対応を考える必要がある。証券化市場の再活性化も必要である。その際、当然のことながら、証券化商品が金融システムを不安定

化させることのないよう注意すべきである。

- 最近完了した米国の金融セクター評価プログラム（FSAP）でも指摘されたとおり、住宅金融システムの改革が必要であり、その一環として住宅ローン債権を取り扱う政府支援企業の役割の見直しも必要である。これらは民営化するか、明示的な（かつ明示的な財政的裏付けを持つ）保証を付した公益企業に編制替えすべきである。明確な改革プログラムを遅滞なく作成すべきである。

多くの先進国では銀行のバランスシートと業務内容を再編することが必要である。そうすることで金融機関の長期的な健全性を確保することができ、あわせて財政に対する潜在的な圧力も取り除くことができる。いくつかの銀行システムでは問題は景気後退によるものでなく、慢性的な低収益と業務への需要の消失といった構造的なものである。構造問題に対する根本的な改善策が見つからない場合には、適切な破綻処理の仕組みを適用する必要がある。現在の金融が複雑で国際的に連鎖しているため、そうした処理は金融安定性の維持に留意しつつ行う必要があるが、同時に損失を納税者でなく債権者が負担するようにしなければならない。当局は、大規模な金融機関がシステムの安定や財政への脅威とならないためにはどうすべきかを慎重に検討すべきである。自己資本構成の改善や、場合によって業務やリスクの制限を課すことも検討すべきであろう。

**規制改革を引き続き推進する必要がある**

国際的な規制改革の作業は進んではいるが、問題の複雑さとともに「改革疲れ」から停滞の様相を示しつつある。マイクロ・プルーデンス的な銀行規制の分野では、いくつかの重要な分野が残っているとはいえ、かなりの前進が見られる。しかし、金融システムの総体として安定性確保を目指すマクロ・プルーデンスの分野については多くの国でほとんど手つかずの状態、有効な施策の導入が間に合わず、再びシステムの脆弱性が高まる心配がある。金融システムの側においても景気が回復し金利が上昇していくのと同時に新たな規制体系に適応していく必要がある。日本のように、低金利と債務の増大が長期にわたって続いた国にとっては、こうした適応は困難を伴うかもしれない。

システムの監視を強化するための組織が新たに整備されつつある。こうした組織はデータの収集・分析に直ちに着手し、政策提言を行うべきである。現在の低金利下では金融の脆弱性が新たに拡大する可能性があるだけに、緊急を要する。新設された欧州システミック・リスク理事会(European Systemic Risk Board)は今月その活動を開始しており、市場はリスクに関する明確な警告と政策提言を期待して、その動向を注視している。同じく新設の米国の金融安定監視委員会(Financial Stability Oversight Council)はすでに定例的な会合の開催を始めているが、その活動を通じ、金融危機の経験を踏まえた金融安定化の枠組みや関連する規制の仕組みの改善が進んでいることを広く印象づける必要がある。

システム上重要な金融機関の認定と個々の金融機関のシステミック・リスクに対する寄与の計測作業は進展しているが、シス

テムへのリスクをどう緩和するかについては未だ解答がない。特にシステミックに重要なノンバンクや市場をどう取り扱うかについては結論が出ていない。さらに、監督の質の向上方法や複数国にまたがる実効性のある破綻処理の仕組みの構築は依然、課題となっている。

### 資本流入への対処

資本流入の円滑な吸収に苦勞している新興国にとって、マクロ・プルーデンス政策は現実の課題である。マクロ・プルーデンス政策は伝統的なマクロ経済政策に代替するものでなく、それを補完するものである。今のところ資産価格バブルや貸出ブームの兆候は一部の国の特定の市場に限定されてはいるが、株式市場への資金流入やキャリー・トレードの勢いはかなり強く、資本流入は注視する必要がある。特にレバレッジを伴う活動には注意が必要である。

資本流入の圧力が高まっている際にはこれを注視し、政策の効果が現れるには時間がかかることも勘案し、適時に対応する必要がある。資本流入に直面する中、景気循環の上昇局面にあるにもかかわらず緩和的な政策を続けている国は、より中立的な政策に舵を切る必要がある。為替レートが割安となっている国では価格メカニズムが働くことを許容すべきで、これにより流入圧力も緩和される。しかし、もし為替レートの上昇が選択出来ない場合には、金融政策や財政政策など、他の手段が検討されるべきである。しかし、こうしたマクロ政策だけでは不十分で、マクロ・プルーデンス政策の強化——例えば資産負債比率（ローン・トゥ・バリュー・レーシオ）の強化、

負債構成への規制など——と、場合によっては資本規制の導入も必要となるかもしれない。

\*\*\*

概観すれば、様々な進展が見られ、金融部門の回復は総じて進んでいると言えるが、国際的な金融の安定には依然リスクが残る。ギリシャの問題は今やアイルランドにも飛び火し、財政の持続可能性と銀行部門の健全性に関する疑念を再燃させており、これはユーロ圏の他の国や、場合によってはそれ以外の国々をも巻き込んでいく恐れがある。金融システムの安定性と財政の持続可能性の相互関連は今のところユーロ圏の小国内にとどまっているが、抜本的な解決を図らないとそれ以外の国に悪循環が広がる恐れがある。金融規制改革の推進は金融機関についても市場についても、引き続き緊要の課題である。金融規制改革が実現できなければ、持続的な経済成長の実現も国際金融システムの安定性の確保も容易には実現しないであろう。