

2012年1月24日

**2012年1月市場アップデート：国際金融情勢は危険水域奥深くに**

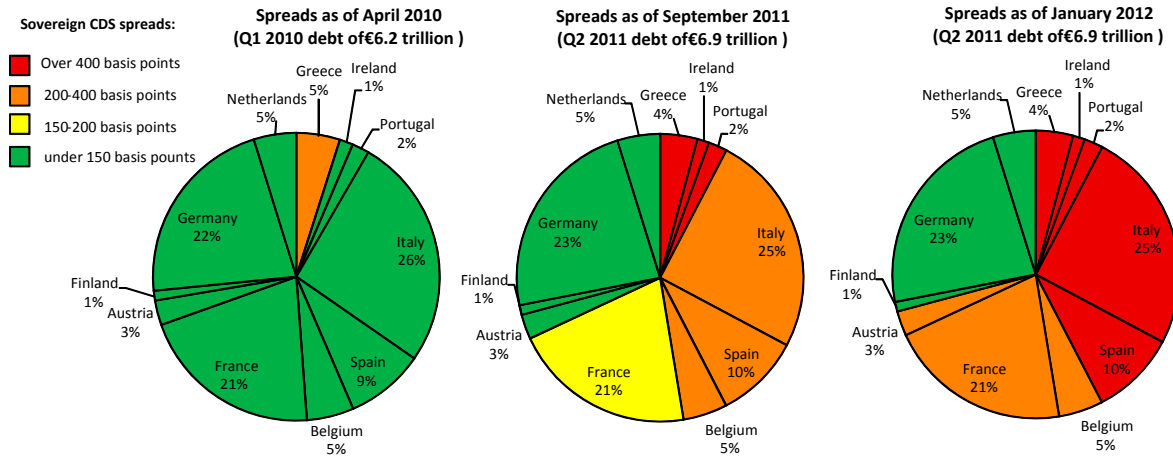
ユーロ圏の債務危機解消と銀行不安沈静化に向けた政策対応にもかかわらず、金融の不安定性リスクは前回の国際金融安定性報告書（GFSR）公表時に比べ高まっている。欧州の政策当局は危機の原因となった中期的な問題を解決するための政策を提示し、部分的には市場心理の改善に寄与しているが、国債の円滑な消化の回復には繋がっておらず、下振れリスクが残っている。銀行が資金繰りの問題から資産の圧縮に動けばユーロ圏の実体経済の悪化をもたらし、さらなる経済と金融の悪循環をひき起こす恐れがある。米国や他の先進国でも、ユーロ危機の深刻化に伴う波及が懸念されるだけでなく、自国内においても深刻な金融危機の可能性の芽を摘んでおくことが必要である。しかし、そのためには各種の政治的な抵抗を乗り越えて適切なペースの財政再建を果たす必要があるなど、容易ではない課題を抱えている。ユーロ圏の状況は欧州の新興国にとって脅威であり、他の新興国への悪影響の波及も心配される。市場の信認回復には一層の政策努力が必要である。このためには万一の際の危機国への資金支援能力を拡大し、銀行の資金と資本を充実させ、経済に対する必要な資金の流れを確保する必要があるが、そのためには銀行部門で急激な資産圧縮がおこらないようにする責任を負った「門番」のような機構を創設することが必要となるかもしれない。

**ユーロ圏の債務問題はさらに深刻化しており、極端な不安定化を避けるためには緊急の対応が必要である**

ユーロ圏周縁国の国債利回りが急上昇した。特に短・中期ゾーンでの上昇が激しく、2011年の第4四半期には利回り曲線が逆イールドとなり、資金繰りやデフォルトに対する懸念が高まったことを示している。昨年9月のGFSRでも指摘したように、悪循環を断つための強力な施策が採られず、結果としていくつかの国では長期投資家にも見放され、「悪い均衡」から脱出できなくなってしまった。国内投資家には引受余力がなく、欧州中央銀行（ECB）の債券市場プログラム（SMP）を通じた買い支えが周縁国の国債市場の安定化にとって極めて重要になった。危機は深刻化するにつれユーロ圏の周縁国から中核国に波及し、オーストリアやフランス国債の金利とスプレッドが上昇するに至った。2011年末にはユーロ圏国債残高の三分の二に当たる国債について、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のスプレッドが200ベーシスを上回るようになった（図1）。9月以来、多くのユーロ圏の国の格付けが引き下げられるかネガティブ見通しを付され、これが利回り上昇の一因にもなってきた。直近では市場環境はいくらか好転しているが、本質的な安定を回復するには至っていない。



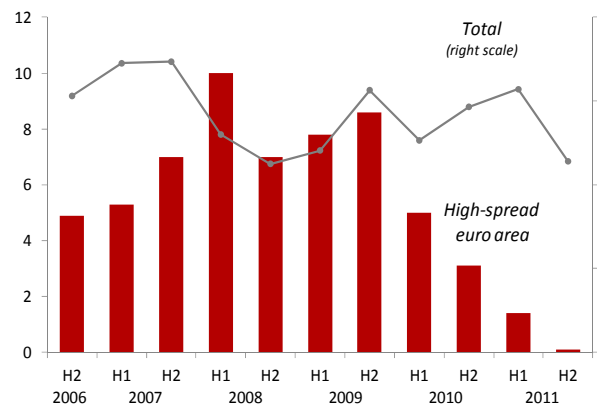
図1：ユーロ圏国債市場  
(ユーロ圏総債務残高に対する比率(%))



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

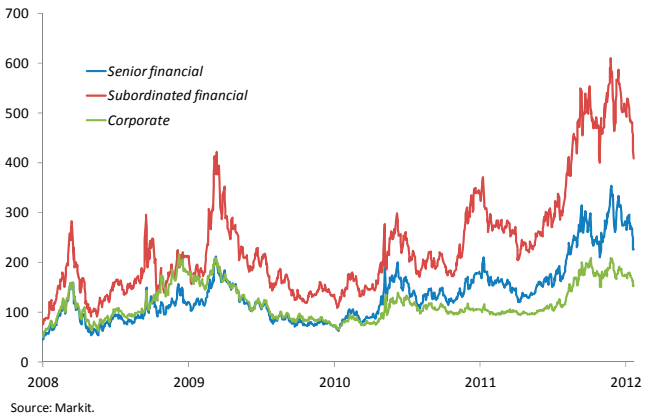
国債市場の混乱はユーロ圏の銀行システムにも波及し、一部の資金調達市場が機能しなくなり、銀行間金利が上昇した。期間ものを使った銀行の資金調達は極めて難しくなり、短期市場でも満期が月単位だったものが週単位、さらには日単位に短縮化するなど、調達が困難になった。米国のマネー・マーケット・ファンド（MMF）はユーロ圏の銀行の発行する証券の保有を大幅に減らした（図2）。この結果、ユーロ圏の多くの銀行はドル建て資産の売却を余儀なくされた。多くの市場では今や資金調達コストがリーマンショック時を上回っている。銀行の資金調達が難しくなったことで、中小企業や家計の銀行からの借り入れが厳しくなっており、実体経済への波及が起きている（図3）<sup>1</sup>。結果、信用リスクが上昇した。

図2. 米国優良マネー・マーケット 銀行発行証券の残高  
(総残高に占める比率(%))



Source: Fitch.

図3. 欧州CDSスプレッド  
(単位: ベーシス)



Source: Markit.

<sup>1</sup> ECBによるユーロ圏銀行貸し出し調査による。http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html.

資金調達困難化の影響はすでに出ており、いくつかの銀行はバランスシートを大幅に縮小する計画を公表している。これらの計画によれば、ユーロ圏、米国及び他の先進国のみならず、新興国でも資産処分が実行されることになっている。こうした計画が実施に移されれば貿易金融、プロジェクト・ファイナンスからはじまり市場間裁定取引に至るまで、広範な経済活動に影響が及ぶであろう。

### 欧州当局は危機の沈静化のために様々な手を打ってきた...

10月と12月の欧州首脳会議では市場を安定化させ信認を回復するための重要な行動につき合意が得られた。EUは経済ガバナンスの強化に向け協力し、成長を促進する構造政策を重視することで合意した。資本、資金調達面での支援を行うことで銀行部門が強化されることとなった。ギリシャの過剰債務については民間部門が任意の債務交換に応じることで対応が図られることとなった。EFSF（欧州金融安定ファシリティ）を強化し、銀行支援や経済調整の支援にも活用できるようにされ、ESM（欧州安定メカニズム）の発足も2012年7月に前倒しされることとなった。

各国でもマクロと金融面での安定化を進める重要な政策が採られている。イタリアとスペインでは政府が交代し、構造的な財政赤字の削減、債務GDP比の中期的な改善、及び長年の懸案であった経済の構造的な硬直性に対処することで成長を促進させる政策などが公表された。

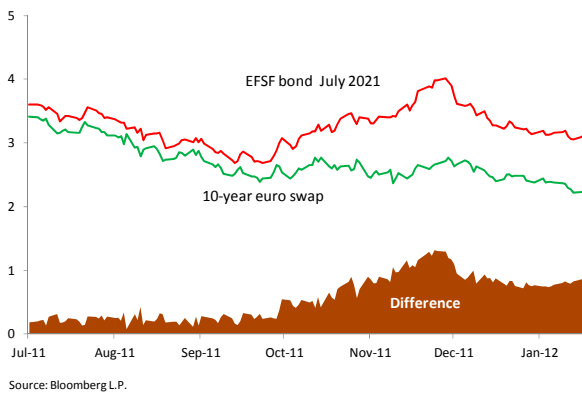
レポ取引の適格担保となる資産の不足から民間ベースの資金調達が極めて厳しくなっていることを受け、ECBは資金市場の状態改善のために大胆な施策を導入した。具体的には、預金準備率の引き下げ、適格担保の対象拡大、三年満期のリファイナンス・オペ（LTRO）などにより銀行の資金繰りを改善し、対民間与信の拡大と資金確保のための資産の投げ売りを防ぐことを目指した。また、ドルの資金調達がタイトになっている状況を是正するため、米連銀を含む中央銀行6行がドルのスワップ取極の適用金利を引き下げた。市場の状況は未だ正常化からはほど遠いが、これらの措置は市場心理と資金調達環境の好転には寄与しており、中でも3年満期のLTROの効果は大きい。

### ...しかし、国債市場は正常化しておらず支援のメカニズムも不十分なことから金融安定性のリスクは高止まったままであり...

多くの国で国債の円滑な消化が市場のセンチメント次第という状況が続いており、持続可能なレベルの金利で国債が発行できるようになることが最大の課題となっている。しかし、市場の信認の回復には時間がかかることが予想され、そうした中では各国が改革を進める一方、民間資金の流入が不十分な場合には、発行、流通両市場において外部からの支援が短期的には必要とされるかもしれない。3年もののLTORにより銀行の資金繰りの心配はかなり緩和されたが、周縁国の国債利回り低下に対してはさほどは効いていない。短期ゾーンでは国債利回りの低下は見られたものの、長期ゾーンではほとんど低下していない。

EFSFは発行市場だけでなく流通市場にも関与できるようになったが、資金力は限られている。既存の支援プログラムにコミット済みの分を差し引けば、EFSFの利用可能資金は約3,000億ユーロにとどまる。保証などを通じてレバレッジをかけ、EFSFの資金量を実質的に拡大する案も悪くはないが、通常考えられる程度のレバレッジでは最悪のケースでのスプレッドの拡大を阻止するには不十分となるおそれが強い。しかも、最近のEFSF債のスプレッド拡大と、1月中旬のS&PによるEFSFのトリプルA格付けを引き下げる決定から、現状の仕組みのままでも資金調達へのマイナスの圧力がかかっていることが伺われる（図4）。

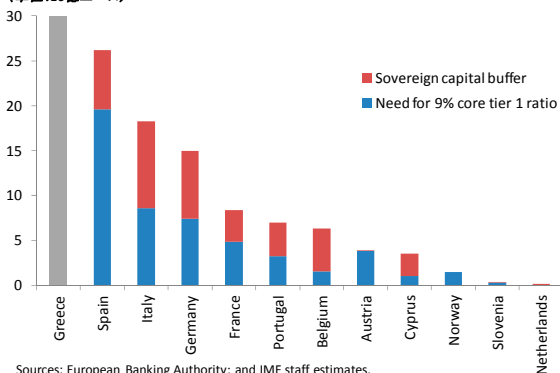
図4：EFSF債の利回りとスプレッド  
(単位：パーセント)



Source: Bloomberg L.P.

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

図5. 欧州の銀行の自己資本要増強額  
(単位:10億ユーロ)



Sources: European Banking Authority; and IMF staff estimates.

図5. 欧州の銀行の自己資本要増強額 (単位:10億ユーロ)

図5は、欧州各国の銀行が自己資本を強化するために必要な増強額を示しています。この増強額は、主権資本バッファの増強（赤）と9%のコアティア1比率の必要性（青）の合計です。ギリシャが最も大きな増強額を必要とされており、スペインとイタリアも大きな増強額を必要としています。他の国々（ドイツ、フランス、ポルトガル、ベルギー、オーストリア、キプロス、ノルウェー、スロベニア、オランダ）は、比較的小さな増強額を必要としています。

図5. 欧州の銀行の自己資本要増強額 (単位:10億ユーロ)

図5は、欧州各国の銀行が自己資本を強化するために必要な増強額を示しています。この増強額は、主権資本バッファの増強（赤）と9%のコアティア1比率の必要性（青）の合計です。ギリシャが最も大きな増強額を必要とされており、スペインとイタリアも大きな増強額を必要としています。他の国々（ドイツ、フランス、ポルトガル、ベルギー、オーストリア、キプロス、ノルウェー、スロベニア、オランダ）は、比較的小さな増強額を必要としています。

…銀行が資産圧縮に走ればユーロ圏での金融と経済の悪循環を惹起しかねない…

国家債務危機の深刻化と民間資金調達市場の広範な機能喪失により、欧州の銀行システムの状況は最近に至って悪化の度を強めている。そうした負のショックから銀行部門を守るためには金融システム安定化に向けた世界的な協力が不可欠である。この関連では欧州銀行監督機構（EBA）は銀行の自己資本比率引上げを促す政策を導入した<sup>2</sup>。

EBAの試算によれば、十分な安全を確保するため銀行のコア・ティア1比率を9%にまで引き上げるとすると、（ギリシャの銀行部門に必要な300億ユーロとは別に）さらに850億ユーロの資本増強が必要である（図5）。

2012年1月の世界経済見通し（改訂見通し）の下ぶれリスクシナリオでも述べているように、貸し出し市場と実体経済との間の悪循環が発生する可能性がある。ユーロ圏の銀行では本年第1四半期に巨額の債務の借り換えが予定されている。これが順調に進まなければ危機的な状況に落ちる可能性もあったが、直近のECBによる施策により当面の危機は回避されたものと思われる。しかし、これまでの資金供給と2月に予定される次回のLTROによるオペによってもなお、銀行が大幅な資産圧縮に走る恐れがある。

ある程度の資産圧縮は不可避としても、これがどの

<sup>2</sup> EBAは2011年12月8日に発表した勧告で、次のように述べている。「銀行は強化された自己資本比率目標の達成のためにまずは民間資金を用いるべきであり、内部留保の積み上げ、ボーナスの引き下げ、普通株式若しくは自己資本に相応しい条件付き資本（Contingent Capital）の発行、及びその他の負債管理政策を採用すべきである。各国の金融監督当局はEBAと協議の上、目標達成のために一部資産の売却を併用すること許容することが出来る。しかし、この資産売却はEUの実物経済部門への貸出の減少に繋がるものであってはならず、第三者への契約や企業部門の移転に止まる場合のみ許容される。」

## ...これは 米国の金融の不安定化に波及する恐れがある...

欧米間には強い金融・貿易面でのつながりがあるため、米国経済にユーロ圏からの様々なショックが及び得る。米国の銀行が欧州の銀行に対して直接与信を行っていることによる影響もあるし、欧州の銀行が米国資産を売却することに伴う影響も考えられる。欧州の主体による資産処分の結果、ここ数ヶ月米国の CMBS と ABS 市場が軟調に推移している。資金調達市場が逼迫の度を強め、米銀の資金調達にも影響する可能性がある。こうした波及の例としては、ドルのインターバンク市場の金利上昇があげられる。2011年央以降、ユーロのインターバンク金利の上昇につられ、ドル金利も上昇している。

米国内発のリスクもある。ユーロ圏から安全と目される米国への資金の逃避を受け、米国の国債市場の状況は総じて堅調に推移しているが、このような状況がいつまでも続くとは早計である。従って、2012年1月の WEO 改訂見通しでも指摘しているように、政治的な行き詰まりを乗り越え、米国財政に関する合意を形成する必要がある。米国の金融システムの健全性は金融危機以降、順調な回復を示しており、連邦準備銀行（FRB）のストレステストの実施はその透明性を高めることに寄与している。しかしながら、住宅金融部門における問題は完全には解決されておらず、それが個人消費の回復の重しとなっており、需要の下支えのための財政面の負担が生じている。また、より一般的な問題としては金融規制がより厳しくなったこともあり、銀行がかつてのような資本収益率を維持することは困難であろう。

## ...また、欧州の新興国が危機に引きずり込まれるのみならず、他の新興市場国への波及も懸念される。

2012年1月の WEO 改訂見通しの中での弱気シナリオで仮定されている程度の資産圧縮が起これば、ユーロ圏からの銀行進出が進んでいる欧州の新興国は甚大な影響を受けるであろう。欧州の新興国が2009年に直面した深刻な景気後退の主因は西欧の銀行からの資金流入の突然の途絶であり、これにより信用拡大に支えられた好景気が一挙に終了した。

中・東欧以外の新興国も欧州の債務危機の影響を受けるものと考えられる。2012年1月の WEO 改訂見通しでも分析しているように、新興国のマクロ経済見通しは全般的に悪化しており、欧州の状況次第ではさらに下方リスクにさらされることとなる。過去一年を見れば、欧州以外の新興国は主要国の経済状況の悪化にもかかわらず底堅い動きを示してきたが、最近にいたって経済指標は弱含みで推移しており、一般的な景況観も悪化している。

欧州から新興国への波及の経路としては、まず与信チャンネルが考えられる。欧州の銀行への圧力が増すに従い、貿易金融をはじめとした対外貸し付けが減少することが懸念され、また新興国の支店・現法による現地貸し付けも親銀行の支援が弱まることから縮小する恐れがある。例えば、ユーロ圏の銀行のアジアにおけるシェアは資産残高で見ればわずか5%程度だが、貿易金融とプロジェクト・ファイナンスの分野では約30%のシェアを有している。経済への影響は欧州の銀行が撤退した場合に地元銀行がその穴を埋められるかにかかっている。バランスシートの規模から言えば十分代替可能に見えても、貿易金融の内容によっては業務上の執行能力が問題となりうる。また、新規に参入するにはかなりの額のドル資金の調達が必要となるが、調達が容易でない市場環境であることに留意する必要がある。船舶、航空機にかかる貿易金融やプロジェクト・ファイナンスやインフラ金融では長期資金の調達制約から、銀行の与信能力は大きく制約されるかもしれない。

二番目の波及経路として考えられるのは、新興国側における**国内資産市場**（外為、債券、株式の各市場）を通じる影響である。これらの市場では資金流出、流動性の低下、価格の下落がおき、その結果新興国内の金融環境を悪化させるかもしれない。特に海外からのポートフォリオ資金の流入への依存度が高い国においては深刻な影響が及ぶかもしれない。

新興国はこうした外部環境の悪化を乗り越えることが出来るであろうか。多くの新興国市場では資本、流動性を積み上げることでこうしたショックに対応できる体制を整えてきた。その結果、リーマン危機に端を発する金融不安を総じて乗り越えることが出来た。その後、いくつかの国では景気対策をとる余地も（若干とはいえ）拡大してきた。しかし、これも国、地域により状況が異なり、欧州の新興国は欧州先進国からの貸出のウエートが高くかつ対欧州の輸出依存度が高いため、影響を受けやすい立場にある。しかも、他の地域に比べ欧州の新興国ではショックへの対応能力が低く、また、通貨、満期のミスマッチを抱える国もあるなど金融システムがかねてから脆弱であり、バランスシートの悪化が起こりやすい。

### 欠けている要素を補充し、包括的な対策を完成させる必要がある

上記のようなリスクに照らせば、すべての主要国の政策当局はいくつかの相互に関連する課題の解決に注力すべきである。欧州の当局は信認回復のための包括的な施策を直ちに実施すべきである。適切なマクロ・金融政策の遂行に加え、10月と12月の首脳会議で合意された事項の実現に鋭意取り組むべきである。

これに加え、以下を実現すべきである。すなわち、財政と銀行の資金調達コストが相互に影響しながら上昇し、システムが不安定化することを防ぐために十分な規模のファイアウォールを構築すること。銀行システムのバランスシートの調整を適切に管理し、無秩序な資産圧縮の進行を避け、民間部門への必要な資金供給を確保すること。先進国、新興国の両者が国際金融システムの信認維持のために必要な追加的措置をとること。

こうした一連の包括的政策を完成するためには、最近合意された事項の具体化とともに金融安定性の促進・強化のための新たな施策の導入が必要である。

中でも以下の諸点が重要である。

- **ファイアウォールは十分な規模を確保し、かつ信頼に足るものとしなければならない。** 債務返済能力は十分あるにもかかわらず資金調達面の問題に直面している国にあっては、投資家が戻るまでには、改革をかなりの期間続けてみせる必要があるかもしれない。その間、無理のないコストでの外部資金調達を確保することが決定的に重要である。ユーロ圏においてはEFSFがこの役割を担うはずであった。しかし、規模の面でも仕組の上でも、EFSFにはこうした役割を果たす能力が十分与えられていない。信認の確保には出来るだけ早く、EFSFないしESMの規模と機能を強化することが極めて望ましい。こうした形でファイアウォールが強化されない限り、国債市場と銀行の資金調達市場の安定維持のためにはECBによる大量の流動性の継続的な供給による支援が不可欠である。
- 「マクロブルーデンスを担当する門番」の役割を果たす仕組みが必要で、**銀行の資産圧縮計画が経済活動を支える資金供給の確保と齟齬を来さず、資産価格の連鎖的な下落がおきないように見張る役割が与えられるべきである。** EUではこうした役割はEBA、欧州システミックリスク理事会(ESRB)、各国監督当局及び個別銀行が協力して果たすことが考えられる。各国は自国の銀行による資産圧縮行動の国内における影響を見極めるだけでなく、海外への影響にも留意すべきである。後者は通常、銀行の進出先監督当局との協力の下、行われるべきである。こうした「門番」機能の前

例としては、現在も活動中のウィーン・イニシアティブがあげられる。これは関係各国が協調して、ユーロ圏の銀行の資産圧縮行動が対外貸出の縮小を通じ欧州の新興国に悪影響を与えることを防ぐためのものである。

- **EBAの勧告に沿った自己資本比率の充実を確実に達成することが市場の信認回復のためには重要である。**EBAのガイドラインが示すとおり、これは可能な限り、与信の削減でなく資本の増強で達成すべきである。自己資本比率目標は資産削減を促しかねないので、自己資本の絶対額の目標を達成することを求める対応がすでにとられはじめている。ちなみに、この方式は米国のTARP（不良資産救済プログラム）やスペインのFROB（秩序だった銀行リストラのためのファンド）でもとられたものである。資本増強に当たっては銀行ができるだけ民間資金を用いるように促すべきである。しかし、民間資金調達が困難になっている最近の状況に照らせば、そうした努力を補完する公的資金による資本増強手段も用意すべきである。ただ、その利用には厳しい条件をつけるべきである。民間資金による資本増強の際に、公的資金や条件付き資本を併用することも考えられる。さらに、銀行に対して直接出資する機能をもった欧州レベルの組織も必要である。ECBによるLTROを補完するため、ユーロ圏全体としての銀行に対する保証の仕組みを導入し、銀行の市場からの資金調達再開を支援すべきである。最後に、自己資本が脆弱で収益力も低く、資金調達能力も弱い極端に脆弱な銀行も残っており、こうした銀行の存在が景気回復への足かせとなっている点への対応も必要である。こうした銀行についてはリストラ、資本注入もしくは清算が必要となる場合もある。
- **経済調整努力は必須ではあるが成長への短期的な影響を勘案すべきだ。**政策当局が認識しているように、国債利回りが将来的に急騰する潜在的なリスクを抑えるため、中期的な財政健全化への信頼できる道筋を確立することが重要である。しかし、実際の財政調整の規模とテンポは足下の経済状況を踏まえて決定する必要がある。財政モニターアップデートの2012年1月版で指摘しているように、景気の予想外の減速が生じた場合には財政の自動安定化機能が働くのを妨げるべきでなく、また、米国にあっては終了時期を迎える一時的な財政刺激策を延長すべきである。金融政策も十分緩和的なスタンスを維持すべきである。構造政策が必要な場合には、民間競争力の回復のための施策など、成長促進的なものに特化すべきである。
- **新興国においては資金市場や貸出市場が混乱した場合の対応を準備しておくべきであり、発動の余地がある場合には景気刺激策の採用も検討しておいて良い。**多くの新興国では多額の対外準備を積み上げており、海外に端を発する流動性ショックへの対応が可能となっている。マクロ政策と金融部門の政策を適切・柔軟に組み合わせることで外的ショックからの波及を抑えることが出来るが、政策の発動に当たっては金融的な歪みを生じさせないように、留意すべきである。