

GFSR 要旨

第一章：深刻なリスクは後退するも金融安定性の定着のための行動を

国際金融市場の状況はこの半年で大幅に改善した。これが実体経済を下支えするとともにリスク性資産の相場の反騰に繋がっている。これには経済政策面の真摯な取り組みに加え、金融刺激策の強化と流動性支援の継続の効果が寄与している。結果的にテールリスクは縮小し、信認も回復し、経済の先行きの見通しも改善した。しかしながら、国際経済情勢は好調とは言えず、金融環境の改善を定着させるには、追加的な政策の投入によって潜在的に残る金融不安定化のリスクに対処し、経済の回復を維持することが必要である。状況の改善が続くには金融セクターのバランスシートの一層の修復と公的・民間部門を通じた過剰債務の解消が必要である。こうした中期的な課題への対応が緩むとリスクが再発する恐れがある。その結果、国際金融危機が慢性化し、金融情勢が悪化するとともに金融不安が頻発するような状態に移行する危険がある。

ユーロ圏のリスク：最悪の事態は脱するも多くの課題が残る

ユーロ圏の深刻な不安定化リスクは短期的にはかなり治まっている。国、銀行、法人企業とも債務性資金の調達環境が改善している。状況は顕著に改善したとはいえ、ユーロ圏周縁国の多くの銀行は依然として資金調達コストの高止まり、資産内容の劣化、及び収益力の弱さに苦しんでいる。バランスシートの修復状況には国により差があり、いくつかの国では信用拡張のメカニズムが弱いままである。また、ユーロ圏中核国と周縁国が金融的に分断された状況も続いている。銀行の財務状況が弱いため、周縁国の法人企業は直接的な影響を被っており、これに景気後退と多くのケースでは企業自身の過剰債務の影響がさらに影を落としている。ユーロ

圏周縁国の上場企業は多額の過剰債務を抱えており、本報告の分析によればその額は総債務の五分之一にも達すると見られる。企業部門における過度のレバレッジ削減を防ぐためには、ユーロ圏内の金融市場の分断状況を改善し資金調達コストを引き下げる努力を行うと同時に、企業がリストラ努力を継続して生産性を向上させることが不可欠である。それに加え、資産売却に加え配当と設備投資を抑制することで債務負担を低下させることも必要かもしれない

銀行システムの課題： レバレッジの削減、ビジネスモデルの転換と健全性の回復

先進国の銀行ではバランスシートの改善のための努力がかなりなされてきたが、バランスシート修復の進捗の程度は国により異なり、改善状況に跛行性が見られる。米国ではバランスシートの修復はほぼ完了したが、いくつかの欧州銀行では一層の努力が必要である。特にユーロ圏周縁国は困難な状況に直面しており、銀行システムが経済回復に貢献できない状態が続いている。欧州の他の銀行ではバランスシート回復の必要性はそこまでは強くないが、リスクとレバレッジの削減は引き続き必要である。新興市場国では経済の拡大を支えつつ国内的要因から来る脆弱性の拡大を避けることが銀行システムにとっての課題である。新たな市場ルールや監督規制の導入により、世界的に見て銀行は、規模を縮小し、よりシンプルな形で、自国の国内市場に重点を移すなどビジネスモデルの変革を迫られている。

緩和的な金融政策に伴う不安定化リスクの増大

先進国の中央銀行が採用している異例の金融政策は総需要を維持する上でも引き続き不可欠な要素である。これらの政策の結果、意図通り、民間の投資資金はよりリスクの高い資産に向かっている。しかし、異例に強力な金融緩和が長期に続いているため民間の資産ポートフォリオとリスク選好への影響が大きく、副作用が心配される状況に至る恐れもある。非伝統的金融政策は現時点では全体としてみれば極めてよい結果をもたらしているが、副作用が大きくならないように注視し、対応をとっていく必要がある。特に注意すべきなのは信用リスクのミスブ

ライシングの可能性、財務基盤が弱い年金基金や生命保険会社が過剰なリスクテークに走ること、及び流動性リスクの増大であり、景気回復がある程度進行している国では一層注意が必要である。米国では法人企業のレバレッジの拡大が進んでおり、典型的な景気循環との対比で見ると、すでに循環の三分の一くらいまで進んで来ている状況にある。他の波及経路としては新興市場国への過剰な資本流入によるものが考えられる。新興国の法人企業は現状では比較的健全な財務状況を維持しているが、借入れコストが低下するなか、借入れを増やし外貨リスクを拡大させている。より一般的な懸念としては新興国では資金調達環境が良好なため、国内の金融安定性リスクの拡大を見過ごすことが心配される。ごく一部を除き相場が過熱しているとは言えないが、新興市場を含むあらゆる種類の資産で国際的な金利上昇とボラティリティーの拡大に対して市場が反応しやすい状況になっている。金融緩和の長期化によって脆弱性はさらに高まり、金利上昇の影響もより大きくなる。

規制改革努力の再活性化

国際的にも個別国レベルでも金融規制改革に向けた多くの施策が打ち出されてきたが、改革は未だ道半ばである。銀行部門はまだ修復途上にあり、また、改革のペースも、回復途上にある銀行の融資活動の障害とならないように落とされている。改革のペースを調整すること自体は適切であるが、銀行経営への影響に対する懸念から重要な改革の方向性についてなかなか合意が成立しないという問題により、改革のペースがスローダウンしていることも事実である。

所要の改革が実現出来ないことは金融の脆弱性の温存に繋がっているばかりでなく、遅れ自身が今後の規制動向についての不確実性を生み、銀行の貸出し意欲を減退させている可能性もある。何かすべきとの政治的な圧力が強いため、各国で銀行活動を直接的に規制する独自の様々な動きが相互の調整なしに進んでいる。そうした動きは国際的な最低限の共通金融規制を

確立する上でかえって障害となり、G20の改革プログラムの有効性を妨げる結果となりかねない。

バーゼルⅢ規制の国際的に整合的な適用の一環として、各当局は弱い銀行をリストラする決然たる措置をとり、資本と流動性余力の積み増しを押し進めるべきである。財務報告書の改善とディスクロージャーの強化は、透明性の向上とリスク・アセットの一貫した適切な評価を実現する上で引き続き重要である。存続不可能な銀行を混乱なく市場から退出させるには、実効性のある破産処理制度の確立が必要であり、その一部として、国際的に活動する銀行の処理のための実効性のある国際的な合意も必要である。最後に、「大きすぎて潰せない」銀行への対応、OTCデリバティブの取り扱い、会計規則の統一化、及び「陰の銀行」の規制などについてもさらなる作業が必要である。今、国際的にも各国レベルにおいても必要なのは、改革プログラムの完全な実現に向けた政治的決意の再確認である。こうした意思なくしては規制の不確実性や規制間の裁定行動を抑制し、国際的な金融市場の分断を防ぐことは出来ない。また、国際的な協力の強化と抜本的な金融部門のリストラ努力に危機感を持って取り組まなければ、銀行部門の財務状況の改善が進まず、景気回復の足かせとなるばかりか国際的な金融不安定化のリスク要因であり続けるであろう。

金融の安定性確保と経済回復に向けた政策

公的部門と民間部門が抱えるバランスシート上の問題を解消し、回復を支える融資資金の流れを改善し、国際金融システムを強化するには、様々な施策をとって行く必要がある。また、緩和的な金融政策を継続し、こうした施策を支えることも必要である。

ユーロ圏では銀行のバランスシートの修復とEU内の銀行監視の仕組み強化が最重要課題である。

- 銀行のバランスシートの改善と銀行業務の収益性の回復を通じ、投資家の信認の改善、市場間の分断の解消、及び経営に問題ない中小企業への融資の改善を図ることが必要である。銀行のディスクロを強化し、対象を絞って資産内容の検査を行うことで、銀行のバランスシートの健全性に対する信認を向上させ、市場規律を強化することができる。
- ユーロ圏の銀行システムの安定性を確実なものとする上でも、また危機管理体制の充実のためにも、実行ある共通監督メカニズム（Single Supervisory Mechanism = SSM）に向けての作業の加速と銀行同盟の確立が必要不可欠である。SSMが発足するのと相前後して、共通破綻処理メカニズム（Single Resolution Mechanism）も導入されるべきである。その際には単一の破綻処理機関及び共通の財政基盤を持った共通預金保険制度の設立につき、具体的なタイムテーブルも含め、合意が締結されるべきである。自己資本規制、破綻処理、共通預金保険制度、保険監督制度をEUレベルで調和させる案も早急に実現に移されるべきである。欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への直接資本支援の方法及びそれにかかる決定管理の仕組みも確立されるべきである。
- キプロスの経験に照らしても、金融市場の分断を解消し、市場の回復力を強化するためにユーロ圏改革を早急に完成させることが喫緊の課題である。

世界的には、緩和的な金融政策と長期にわたる低金利の維持によって過大な信用供与が再発しないよう、注視すべきである。これは米国では特に重要である。金融監督の強化を通じ過剰融資の発生を抑制すべきである。現下の景気循環の中では、従来に増して規制の果たす役割が大きく、マクロ・プルーデンス政策もミクロ・プルーデンス政策もともに活用されるべきである。レバレッジの急激な拡大を抑え、貸出態度が安易に流れないようにすることが重要である。

新興市場国では国際的な資本移動の拡大と国内金融システムの脆弱性増加に注意を払う必要がある。

以上のような政策を国際的にとることで、金融安定化をさらに確実なものとし、国際金融システムを強化し、経済の先行きの改善を支えることが出来る。

第二章：ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ

ユーロ圏国債市場の最近の混乱を受け、ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ (SCDS) 市場が有用なのかどうかを巡る議論が再び高まった。第二章では SCDS 市場が国債の信用リスクを正しく反映し、有益なヘッジ手段を提供するものなのか、あるいは投機的な動きに影響されやすく国債の発行コストの上昇と金融不安定化を助長するものなのかを検討している。そこで示したように、SCDS 市場にまつわる多くのマイナスイメージには根拠がないことが明らかになった。SCDS 市場も国債市場も経済のファンダメンタルズや市場状況を反映するという点においてその程度に大差はない。市場が混乱しているときには SCDS 市場のほうが国債市場より新たな情報に反応するスピードは速いようだが、平時では両者に差は認められない。他方で、他の金融市場に比べ SCDS 市場のボラティリティーが急騰しがちだという事実は認められない。また、ユーロ圏の国債市場が最近混乱した際にいくつかのケースで SCDS スプレッドの行き過ぎが観察されたが、こうしたスプレッドの「過剰な」拡大が国債の発行コストの増大に繋がったとの証拠は認められない。また、SCDS 市場を通じて危機が波及しやすいとの指摘に関しても、国と金融機関の相互依存が進んでいるため SCDS が内包しているリスクと金融システムのリスクを区別することが出来ず、どちらとも言い難い面がある。本章の検証により、2012年11月にEUが「ネイキッド」SCDS保証購入を禁止したが、この必要性はないことが分かった。ディスクロージャーの強化の義務化、集中決済の促進、そして適切な担保供与の要請

といった OTC デリバティブ改革の根底にある政策イニシアティブが、こういったデリバティブ市場で起こりうる波及や伝播に関する懸念を和らげる上で有効であろう。

第三章：国際金融危機後に中央銀行がとった政策は金融不安定化のリスクを内包するか

第三章では非伝統的な金融政策の効果と副作用の可能性についてさらに突っ込んだ分析を行っている。この章では、中央銀行四行（米連銀、英国中銀、欧州中銀、日本銀行）の政策を取り上げる。いずれの中央銀行も長期にわたり低金利を維持し、資産買い入れを含む様々な非伝統的政策をとって来た。この一連の政策を本章では「MP+」と総称するが、中央銀行が企図した通り、短期的には銀行部門の脆弱性の保護と金融安定性の維持に貢献したと思われる。また、これまでのところ、特定の資産市場における中央銀行の介入により市場の流動性が低下するということが起こっていないようである。MP+政策の効果で銀行の健全性を示すいくつかの指標は改善している一方で、銀行が不良債権処理の取り組みを先送りする姿勢に繋がっている面も見られない訳ではない。MP+により銀行システムのリスクが拡大していることは特になく、銀行規制が強化されていることも相まって、ノンバンク、年金基金や保険会社など、金融システムの他の分野にリスクが移っている可能性に政策当局は注意を払うべきである。MP+が長期にわたると脆弱性がさらに高まるとみられるので、第一章で指摘した特定の分野に的を絞った形で、マイクロ・プルーデンス政策とマクロ・プルーデンス政策を当局は活用すべきである。必要に応じマクロ・プルーデンス政策を適切に活用することで、中央銀行は物価安定と経済成長を支えるための MP+政策を継続しつつ、金融安定性を確保することが可能となるであろう。