



## 金融安定性への移行：平坦でない道のり

ホセ・ビニャルス

2013年10月9日

金融の安定性の向上の途上にある世界の金融システムは、いくつかの重要な転換局面にあります。こうした移行局面は重大なリスクを伴っているため、手強いものになります。

それでは、これらの移行とは何でしょうか？

- 一番目に、長期間金融緩和を実施している米国の金融状況の正常化に向けた移行です。この転換はスムーズでしょうか、それとも困難を伴うでしょうか？
- 二番目に、新興市場国・地域は一段とボラタイルな外部環境とリスク・プレミアムの上昇への移行に直面しています。新興市場国・地域の頑健性を保つには何をすべきでしょうか？
- 第三に、ユーロ圏がより強力な同盟、より強力な金融システムに移行しつつあります。このレポートでは、企業セクターと銀行セクター間の密接な結びつきに焦点をあてています。企業の過剰債務は銀行の健全性にどのような影響をもたらすでしょうか？
- 第四に、日本は新たな政策枠組みであるアベノミクスに向かって進んでいます。これは非常に重要です。日本の政策は、安定性の確保に向け十分包括的ですか？
- 最後に、より安全な金融システムに向かって世界的に転換を図っていますが、やるべきことが山積みです。

### 米国の金融の移行と世界的な影響

それでは、米国の金融正常化への転換はスムーズにいくでしょうか、それとも困難が伴うでしょうか？このプロセスは前例がなく複雑なものになるでしょう。長期金利がオーバーシュートするかもしれません。長期金利や市場のボラティリティを抑制することは、5月以降の債券利回りやボラティリティの急激な上昇にみられるように、既に大きな問題であることが分かっています。市場の流動性が低く債券への投資の割り当てがあまりにも大きいことから、これらのリスクが拡大する可能性があります。

金利が上昇するとシャドー・バンキング・システムにおける脆弱な結びつきが露呈し、市場や流動性の緊張を悪化させる可能性があります。

一例として、住宅不動産投資信託があります。危機前のストラクチャード・インベストメント・ビークルやコンジット（導管体）のように、住宅不動産投資信託は、レバレッジが極めて高く、資金の運用の影響を受けやすくなっています。保有資産の売却を早急に強いられる可能性があり、住宅ローン担保証券市場の混乱を引き起こし、これがより広範な資産市場に広がる可能性があります。

通常の金融政策への円滑な移行を行うには、米国の中央銀行による、金利の変動を最小限に抑えるための明確かつ時宜を得たコミュニケーション戦略が必要です。また、経済動向にあわせ効果的に戦略を実行しなければなりません、金融の安定性を確保するには、シャドー・バンキング・システムにおけるマクロプルーデンシャルな監督と透明性の強化が不可欠です。これにより、連邦準備制度理事会はスムーズな退出の確保に集中することができます。

### 新興市場国・地域

資本流入の流れが新興市場国・地域から後退するとどうなるのでしょうか？リーマン危機以降、新興市場国・地域への債券の流入が1兆ドル以上増加しています。この数字は、およそ5000億ドルである長期的トレンドを優に超えており、新興市場国・地域の企業借入れを記録的な水準に押し上げています。

今年5月以降の動向は、金融の安定性にかかる新たな懸念を提示しています。外国人投資家が現地通貨建て債券市場で大きな役割を担う一方で、市場の流動性は近年悪化しています。このため、ローカル金利が投資家心理の変化へより敏感になります。同時に、企業のバランスシートは悪化しており、金融の脆弱性が増大し、経済成長が鈍化しています。結果、新興市場国はより深刻な市場のストレスにさらされています。

新興市場国・地域が著しい資本流出に直面した場合、市場環境の秩序を整え、ポートフォリオの調整をスムーズに進めるための対策をとる必要があります。新興市場国・地域の頑健性を保つには、国内の脆弱性に対処し、政策の信頼性を強化することも必要です。

### ユーロ圏

欧州では重要な課題が残っています。地域・国内レベルの政策により、脆弱な政府や銀行の資金調達圧力が減少しましたが、与信は依然として金融の分断により阻まれています。

国際金融安定性報告書はまた、ストレス下にある国や地域において企業債務の多くは、現在、弱い債務返済能力を持つ企業が保有していると述べました。いわゆる過剰債務です。我々の試算では、金融の分断が中期的に逆転した場合であっても、持続的な過剰債務は存続し、イタリア、ポルトガル、スペインの企業債務の合計のほぼ五分之一に相当すると考えられます。

この過剰債務は、企業融資損失を通じて銀行システムに影響を与える可能性があります。いくつかの銀行は予想される損失に対する引当を増やす必要があるでしょう。これは、銀行の将来の利益の大部分を吸収し、資本に食い込むケースもあるかもしれません。

ユーロ圏の企業と銀行の脆弱なバランスシートという遺産に対処することが求められます。企業の過剰債務は、より包括的な方法で対処する必要があります。これは、債務整理、倒産の枠組みの改善、または融資の再編のための特別な資産運用会社を含むかもしれません。

銀行については、欧州当局による、計画された貸借対照表の評価とストレステストが、銀行の資産の質の徹底的かつ透明なレビューを実施し、資本不足を明らかにするための絶好の機会だといえます。しかし、明らかになった問題点を相殺するために、民間資金が不十分な場合は信頼できるサポートが終了前に準備されている必要があります。銀行のバランスシート

の補強は、銀行同盟に向けた適切な前進と歩調を合わせるべきでしょう。

## 日本

米国が金融の正常化を検討している一方で、日本はアベノミクスの枠組みで金融刺激策をスケールアップしています。日本の政策担当者は、この政策パッケージを徹底して実施する必要があります。というのは、計画された財政構造改革の実施に失敗すれば、デフレが再燃し、金融安定性のリスクが上昇する恐れがあるからです。

### より安全な金融システムを目指して

最後に、規制改革については前進してはいますがこれを完了し、国際的に新たな規則を一貫して導入するとともに監督を強化する必要があります。我々は、まだそこまで到達していません。より安全な国際金融システムの実現には、やるべき作業が多数残っています。

私がこれまでお話したような政策課題に適切に対応するならば、金融の安定性の強化に向けた転換は成功し、経済成長のためのより堅固なプラットフォームが実現するでしょう。

私たちは道半ばです。しかし地図があります。そして、現在政策担当者は、我々が目的地に安全に到着できるように、目の前にある道の隆起を注意して進む必要があります。