



## 金融の安定性は改善しているが、脆弱性が成長を脅かすおそれがある

トビアス・エイドリアン

2017年10月11日



ドイツのフランクフルトにある欧州中央銀行本部。市場に混乱を引き起こさないように、各国の中央銀行は危機の時期に採用した政策を徐々に正常化する計画を明確に公表する必要がある (写真: Caro-Sven Hoffman/Newscom)

パラドックスのように見える。経済は順調に成長し、相場は好調で、金利は低く設定されており、世界の金融システムはさらに堅固になっている。しかし、このような好ましい状況にありながら、金融の脆弱性が高まる形でリスクが姿をあらわし始めている。だからこそ、政策当局は今行動を起こして、そうした脆弱性を抑制すべきである。

最新の国際金融安定性報告書で説明しているように、国際金融危機からの回復はまだ完全ではない。各国の中央銀行は適切に緩和策を維持し、成長を支えている。しかし、この結果、気の緩みが生じ、市場での資金余剰が拡大している。非金融機関の借り手は信用コストの低

下を活用して負債を増やしている。投資家は高リスクで流動性の低い資産を購入している。このまま放置されると、既に増大傾向にある脆弱性が更に高まってしまい、ショックが起きたときに景気回復を頓挫させるリスクがある。

### 資本バッファー

確かに、楽観視する理由は存在する。低金利と資産価格の上昇が成長を刺激している。一行でも破綻すると金融システム全体を揺るがす可能性のある銀行を「グローバルなシステム上重要な大手銀行」と呼ぶが、こうした銀行群は 2009 年以降、資本バッファーを 1 兆米ドル増加させた。新興市場諸国や低所得国への海外からの投資は増加した。世界的な景気拡大によって、持続的な回復への期待が生まれており、ゆくゆくは各国の中央銀行が金融政策を通常時のものに戻すことができるようになるだろう。

そうであれば、なぜ政策当局は心配する必要があるのか。

まず、金融市場におけるリスクに目を向けると、危機前には利回りが 4%を超える比較的安価な投資適格債の市場規模は 16 兆ドルであった。それが徐々に減少して今日ではわずか 2 兆ドルになっている。これは、あまりにも大量の資金が希少な高利回り資産を追いかけているからだ。その結果、投資家はより大きなリスクを取ることとなり、市場が下落した場合により大きな損失を被ることにつながる。

### 債務負担

次に、世界の経済大国においても債務水準が上昇している。G20 諸国における政府、家計部門、および企業（銀行を除く）による借入金は 135 兆米ドルを超えており、これは 20 か国の国内総生産合計額の約 235%に相当する。低金利にもかかわらず、債務返済負担は複数の国において上昇している。そして、借入金が景気回復を支えている一方で、新たな金融リスクも生み出した。例えば、国際金融安定性報告書の第2章は、家計部門債務の対 GDP 比の増加は銀行危機が起こる可能性の増大に結びつくことを示している。

### 債務増加

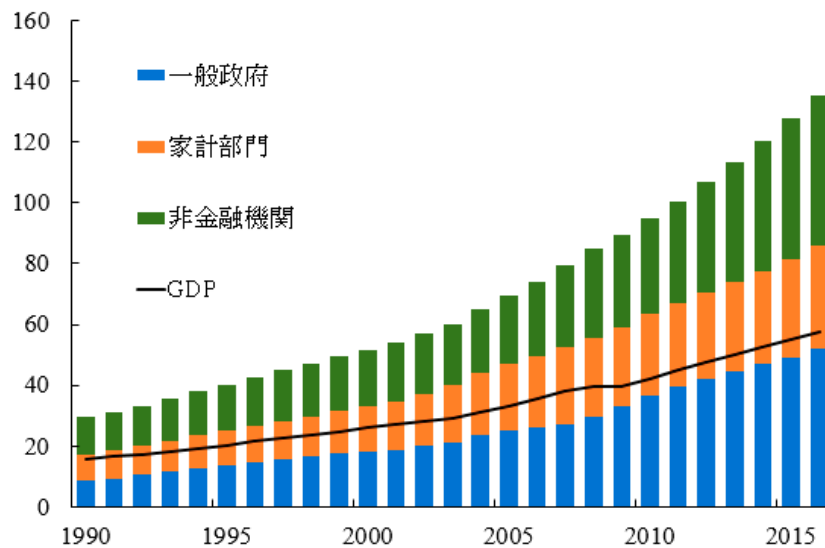
中国では、与信の伸びの規模、複雑さ、及び拡大の速度が金融安定に対するリスクの増大を強く示唆している。銀行セクターの資産は、2012 年末に GDP の 240%であったのが 310%に上昇したが、これは新興市場諸国の平均の約 3 倍に上る。「影の融資」が中小の銀行にとって引き続き大きなリスクだ。このようなリスクに対処するために金融当局は措置を講じており、こうした措置は歓迎されているが、やるべきことはまだある。急速な信用拡大への経済の依存度を下げるには、より幅広い改革が必要だ。

低所得国も、緩和的な金融環境の恩恵を受けて、国際債券市場の利用を拡大した。融資は一般的に、インフラ・プロジェクトや債務の借り換え、延滞金の返済のための資金として使われてきたが、同時に、債務返済比率で測定したところの債務負担が足元で増加した。

### 債務の増大

G20 諸国の負債は GDP 成長率よりも速いペースで増加している。政府、家計部門、および企業（銀行を除く）による借入れは 135 兆米ドルを超えており、これは 20 か国の国内総生産合計額の約 235%に相当する。

(単位は兆ドル)



出所: 国際決済銀行、Haver Analytics、IMF、世界経済見通しデータベース、および IMF スタッフ試算。



### 政策的な意味合い

総じて、投資家は市場に混乱させうるショックの可能性に対して油断しつつある。こうしたショックには、地政学的リスク、インフレ急騰、長期金利の急上昇が含まれる。政策当局はどのように対応すべきだろうか。取りうる対策がいくつか存在する。

- 主要な中央銀行は、危機の時期に採用した政策を徐々に正常化する計画を全面的に公表することで、市場に混乱が生じるのを回避できる。

- 金融規制当局は高リスクの融資を抑止できるよう、いわゆるマクロプルーデンス政策（マクロ経済的に重要な目的をもって、金融システムの健全性を保つために行う施策）を導入すべきである。
- 新興市場国と低所得国は良好な外部環境を利用して脆弱性を削減し、審査基準の強化や、資本と流動性のバッファーの構築、引当金の積み増しによって、回復力を高めるべきである。
- 監督当局は、銀行が持続可能な収益性を保てるように、そのビジネスモデル構築に重点的に取り組むべきだ。システム上重要な銀行の資産総額は 17 兆米ドルに上るが、そうした銀行の約 3 分の 1 にとって、ショックから確実に回復するために必要な収益性の達成が困難だろうと IMF は推定している。
- 国際的な規制改革アジェンダを完成させ、全面的に実施に移すべきだ。世界的な協力が引き続き不可欠である。

適切な手段を講じれば、政策当局は今の穏やかな時期を有効に活用して、脆弱性の増大を抑止し、世界経済の順調な拡大を可能にすることができる。今は、現状に満足しているときではない。今こそ行動すべき時である。さもないと、将来の成長がリスクにさらされることになるかもしれない。

\*\*\*\*\*



トビアス・エイドリアンは IMF の金融顧問兼金融資本市場局長である。この役職で、同氏は金融セクターのサーベイランス、金融政策とマクロプルーデンス政策、金融規制、債務管理や資本市場に関連した IMF の業務を統括している。また、IMF 加盟国の能力開発支援も監督している。IMF に加わる前には、ニューヨーク連邦準備銀行のシニア・ヴァイス・プレジデント、リサーチ・アンド・スタティスティクス・グループのアソシエート・ディレクターを歴任した。

エイドリアン氏はプリンストン大学とニューヨーク大学で教鞭をとり、アメリカン・エコノミック・レビュー、ジャーナル・オブ・ファイナンス、ジャーナル・オブ・ファイナンシャル・エコノミクスやレビュー・オブ・ファイナンシャル・スタディーズなど経済・金融分野の学術誌に幅広く寄稿してきた。マサチューセッツ工科大学で博士号 (PhD)、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスで科学修士 (MSc)、フランクフルトのゲーテ大学で学士号、パリ・ドフィーヌ大学から修士号をそれぞれ取得。文学と数学の高校卒業資格をバッド・ホンブルグの Humboldtschule で取得した。