

要旨

金融安定性は向上

1. 2016年10月版の国際金融安定報告書（GFSR）公表時から、金融安定性は着実に改善し続けている。2017年4月公表の世界経済見通し（WEO）が示すとおり、経済活動は活発化しており、全般的に緩和基調の金融環境に支えられるなか、リフレ実現の期待も高まっている。長期金利の上昇で、銀行や保険会社の収益も改善している。多くの資産価格の上昇は、先行きへの楽観論が高まっていることを示している。米国の株式市場では、税制改革、インフラ投資拡大、規制緩和への投資家の期待の高まりから3月には記録的な高値を付けた。米国外の株式市場でも経済成長改善と一次産品価格の上昇などを背景に、ここ半年株価は着実に上昇し続けている。同時に、リスク・プレミアムとボラティリティは低下している。

2. 市場の楽観論は十分な根拠に基づくものであろうか。経済成長を高め金融市場環境の改善を定着させるには適切な政策の組み合わせが実施される必要があることに留意すべきである。政策としては、（1）特に米国については経済面でのリスクテイク強化を政策的に後押しすべきであり、潜在成長力の強化、民間企業投資の拡大と金融不安定化リスク抑制のための政策が必要である。（2）新興国においてはリスクへの耐性を強化するために、対内的・対外的な不均衡の是正に努めるべきである。（3）欧州の銀行システムがかねてから抱える構造的な問題の解消に積極的に取り組む必要がある。

政策の不確実性が最大の方リスク

3. 政治的、政策的な不確実性が世界中で高まっており、これが金融安定性を脅かす新たなリスクとなりはじめている。米国で今後実施される税制改革と規制緩和の結果、成長や債務の動向が期待に反した好ましくない経路を辿れば、リスク・プレミアムやボラティリティが高まり金融システムの不安定化につながる恐れがある。先進国が保護主義に傾斜すれば世界経済と貿易の成長が低下し資本移動が抑制され、市場センチメントを損なう恐れがある。欧州では、政治的な緊張が高まれば、銀行システムの構造改革の遅れが債務残高の高止まりと相俟って、金融システムの安定性への疑念を再発させるかもしれない。金融規制の広範な後退や国際的な協力関係の喪失により、ようやく得られた金融の安定が脅かされる恐れもある。今のところ市場ではこのような下方リスクはあまり意識されておらず、政策への失望感からリスク・プレミアムが急激に上昇する可能性がある。

景気拡大を安全に後押しする上で米国企業の体力は十分か

4. 米国の新政権が検討中の税制改革と規制緩和は企業部門に大きな影響を及ぼす可能性がある。政策転換が期待された効果を生み経済活動でのリスクテイク拡大につながるためには、企業の財務状況が健全であることが不可欠の前提である。多くの非金融法人企業が投資を拡大するためのバランス・シート上の余力を有しており、法人税の引き下げによるキャッシュフローの改善が投資に繋がるのが期待できるのは事実である。反面、各種改革が金融面での過大なリスクテイクを促す可能性もあり、その結果一部の業種で現状すでに相当高いレバレッジがさらに上昇する恐れもある。レバレッジはこれまで多額の投資を行ってきた業種で最も高く、借入れによりさらに投資が拡大されればこれら企業の脆弱性は一層高まってしまう。リスク・プレミアムが世界的に急騰するシナリオが現実のものとなれば、こうした過大なレバレッジが金融安定性を脅かす恐れがある。そのようなシナリオの下では借入返済能力が特に低い企業の債務残高は4兆ドルに達すると推定され、これは実に企業債務の四分の一を占めることとなる。

新興国は国際金融市場で課題に直面

5. 新興国は企業のレバレッジ引き下げと対外的な脆弱性の是正を通じ、体力を強化してきた。一次産品輸出国の収入増加と先進国の経済拡大波及の恩恵を受け、新興国の経済成長は改善を続けると予想されている。しかしながら、金融安定性リスクは全般的には依然高い。これは国際的な政治・政策リスクの出現により新たな波及リスクが生じてきているからである。市場センチメントの急変や、内向きの保護主義的な政策が世界的に蔓延することで、資本流出や成長低下につながり、新興国の経済状況を困難なものに陥れる恐れがある。

6. 世界との金融・貿易面でのつながりが強い国ほど、国際金融市場のタイト化と保護貿易政策の悪影響を受けやすい。企業部門が依然脆弱な場合には、状況の悪化により財務上問題のある企業が増加し、そうした企業の有する債務も1300億ないし2300億ドル増加すると見込まれる。良好な国際環境に支えられた長年にわたる与信拡大ブームの結果、一部の銀行が資産内容の劣化と不良債権引き当ての確保の問題に直面しつつある国では、対外金融環境の急激なタイト化をもたらすリスクは大きい。

7. 中国では与信の急拡大が続いており、金融不安定化のリスクも高まっている。中国では銀行部門の総資産がGDPの三倍を超えているだけでなく、ノンバンク金融機関による融資も拡大している。多くの金融機関はホールセール市場での資金調達に過度に依存しており、相当大きな資産負債のミスマッチに加え高いレベルの流動性リスクと信用リスクを抱えている。最近見られた短期金融市場の混乱が示すように、中国の金融市場は相互に絡み合った複雑な様相を示しつつ不透明なまま肥大化しており、脆弱性を抱えた状況が続いている。

欧州の銀行システムでは構造問題の解消が必要

8. ここ数年、欧州の銀行部門は改善が見られ、先進国の景気反転期待の高まりを反映して欧州銀の株価も上昇している。しかしながら、2016年10月のGFSRでも指摘したように、銀行の収益性の低さは構造的な体質に根差しており、循環的な景気回復だけで問題が解消する見込みは小さい。低収益に悩む銀行は多いが、なかでも国内業務に特化した銀行は自国経済の弱さが

足かせとなり、特に大きな問題を抱えている。こうした国内型銀行は収益性の改善が進まず、2016年でも四分の三近くの銀行で資本利益率は8パーセント未満という低水準にとどまっている。本報告書では収益力低迷の背景にあるシステム全体の構造的な問題に焦点を当てている。構造問題の一つとして挙げられるのは、国によりその内容と程度は異なるものの、銀行部門における過剰である。具体的な過剰の内容としては、例えば銀行資産が経済規模に対し過大な弱小銀行が多く残存しているケース、営業地域や業務面で特化した銀行が多数存在するケースなどがあげられる。こうしたケースでは十分な貸出機会がない、あるいは資産規模に比べて店舗網が過剰であるなどにより、コストの上昇と営業効率の低下につながりがちである。収益性改善に向けた施策はとられてはいるが問題が特に大きい国では過大な銀行部門の整理に向けた一層の努力が必要である。

9. 銀行システム全体が抱える問題は個別国内だけでなく、欧州のシステミックに重要な巨大銀行の収益性低下にも及んでいる。こうした巨大銀行は競合する欧州外の金融機関と対等に競争することが難しくなっており、本国市場での収益性の低さが競争力低下の一因となっている。この構造的な障壁が解消されない限り、ビジネスモデルを転換するだけでは十分に収益力を回復することは難しい。状況がこのまま続けば、低い利益水準、民間からの資本調達の高難性、多額の不良債権負担が相俟って景気回復を阻害し、システミックなリスクを再発させる恐れがある。

適切な政策組み合わせの重要性

10. システムの安定性が向上し市場の期待が改善した今、この傾向を定着させ、さらに環境を改善していくためには政策当局が個別国レベルでも国際的なレベルでも協力して注意深い努力を続けていく必要がある。各国は持続的かつ包摂的なより高い成長を目指した政策を追求すべきである。短期的な政治的要請に基づく内向きの政策が究極的には害の多いものであることを理解し、これを避ける必要もある。米国ではレバレッジの拡大と信用の劣化に対し細心の注意を払う必要があり、金融面のリスクテイクが過剰になる兆候に対して規制当局は迅速に予防的な対応をとるべきである。景気刺激策が借入金による投資拡大と企業の脆弱性拡大につながるようであれば、監督上、あるいはプルーデンス政策上の措置が取られるべきである。税制改革によって債務による資金調達のインセンティブが抑制されればレバレッジ拡大のリスクが抑えられ、場合によっては優遇税制によって高まったレバレッジの引き下げにも寄与する可能性がある。

11. 欧州では銀行部門の収益性改善と負の遺産の解消に向けた施策がとられるべきである。持続可能な経営を実現するために必要な利益水準を確保することが重要であり、このため銀行統合、店舗網の縮小、中期的な効率性改善のためのIT投資など、銀行自身の努力がまずもって重要である。監督当局もその監督指針の中で銀行のビジネスモデルの検査を重視し始めており、これは歓迎すべき動向である。銀行システムが全体として資産の質に重要な問題がある場合には、銀行システムの最も弱い部分がどこにあるかを検証するため、資産評価が十分に行われていない銀行を対象に資産査定に焦点を当てた検査を行うことも一案である。そのような検査を通じて再生の見込みがないと判断される銀行を整理することで、銀行システムにおける過剰に対処すべきである。また、当局は収益性を妨げている共通要素を排除することにも注力すべきであり、例えば不良債権の処理と債権回収の迅速化のための仕組みの構築に努めるべきである。

12. 新興国にあつては、対外的なショックへの耐性を高めるべく、国内における脆弱性への対応を進めるべきである。銀行監督を強化し、銀行のガバナンスを改善するとともに、マクロプルーデンス上の施策も用意することで金融安定性の確保に努めるべきである。純外貨ポジションの大きい国や外貨流動性のギャップが大きい国ではそうした脆弱性を注意深くモニターすべきである。企業部門と銀行システムの健全性強化のため、脆弱性の発見と縮減に努めるとともに、リストラのための仕組みを充実すべきである。中国当局は金融システムのレバレッジを引き下げる必要性を認識し具体的な対応もとっているが、同時に今後拡大が予想されるリスクも注視する必要がある。特に小規模銀行における資産の急拡大、市場性資金への依存度の増加、影の銀行部門の提供する商品が銀行間市場に及ぼす影響について注視すべきである。しかしながら、市場の不安定化の再発を避け、ひいてはマクロ的な不安定化を防止するには高い経済成長の確保とレバレッジの引き下げという相反する目標間で政策の調和をどう図るかが課題である。

13. 国際金融危機後の一連の金融規制改革により金融システム全体の監視体制が強化されるとともに個々の金融機関の自己資本と流動性の充実が図られ、監督当局間の協力体制も強化された。強化された規制を今後緩和しようとする際には十分な注意が必要である。規制はどのような場合でもコストを伴うが、同様に規制の撤廃に際してもコストの発生は避けられず、規制緩和が金融不安定化リスクの増大につながりうることに留意すべきである。各国が共同で合意したルールの適用を、他国との協議なしに単独で廃止するような行為は金融市場の分断化につながるとともに各国を危険な規制緩和と競争に走らせる恐れがある。合意された一連の規制改革を完成させることが脆弱性に対処し不確実性を除去するうえで不可欠である。規制の導入が意図せざる効果をもたらすかどうかなど、規制の影響について検討することは必要だが、規制の見直しが国際金融システム強靱化の上でこれまで挙げてきた成果をないがしろにすることがあってはならない。

14. 本報告書では二つのテーマ別の章を設け、低成長と低金利が金融仲介に及ぼす影響と、金融面での統合が進んだ現在各国当局が国内金融環境をどの程度コントロールできるかについて検討している。

長期にわたる低成長と低金利の継続が生む金融仲介上の問題

15. 先進国では国際金融危機後、長きにわたって低金利と低成長が続いている。また、長期的に見ても過去三十年間にわたって実質金利は低下し続けてきている。最近になって米国を中心に長期金利が反騰の兆しを見せているが、日本の経験から見ても低金利からの最終的な脱却が早期に実現できる保証はない。これは低金利状態が人口高齢化など、短期的改善が期待できない構造的な要因によるところが大きいからである。第二章では長期にわたり低成長と名目・実質金利の低迷が続くというシナリオの下で、銀行・保険・年金のビジネスモデルと金融市場で提供される商品にどのような影響をもたらすかを検討している。低金利・低成長が継続するシナリオの下では、イールドカーブは平坦化し、銀行収益を圧迫するとともに生命保険会社や確定給付型年金経営への悪影響も長く続くであろう。預金への依存度が高く収益源の多様化が進んでいない小規模な銀行への影響は特に大きく、銀行が（かなり大幅な）マイナスの預金金利を設定できなければ、銀行収益は一層悪化し、上記のような小規模行に特に深刻な影響をもたらすであろう。利回り指向が高まり、自国市場でも進出先市場でも銀行部門が金融安定性への新たなリスク要因となることが考えられる。

16. より基本的な観点からは、人口高齢化、長寿化、生産性の停滞に伴う長期にわたる低金利状態により金融仲介の姿が根本的な変革にさらされる可能性がある。例えば、そのようなシナリオ下では資金需要が低迷する一方で、家計の取引関連サービスへの需要が高まることが考えられる。その結果、先進国の銀行業務は手数料収入に基づくサービスの提供に傾斜していく可能性がある。人口構造の変化に伴い、医療保険と介護保険への需要が高まるとともに、確定拠出型年金への移行が加速することが予想される。また、生命保険会社が提供する利率保証型の長期貯蓄商品への需要が低下する反面、資産運用会社が提供する指数連動型のパッシブな投資商品への需要は高まると予想される。こうした環境変化への円滑な適応を政策的に支援することが可能である。一般論として金融規制においては、短期的な痛みの緩和を目指した規制緩和要求に屈することなく、長期的な安定性確保へのインセンティブを提供する健全性規制の枠組みの構築に注力すべきである。

国際的な金融統合が進む中で国内金融環境を当局はどうコントロールできるか

17. 第三章では、国際的に統合が進む金融システムにあっても各国が国内金融環境をコントロールすることが可能であると論じている。国際的な金融統合の深化は国内金融環境のコントロールを複雑なものとしているのは事実だが、コントロールが失われた訳ではない。多くの先進国と新興市場国に適用できる金融環境指数を新たに開発し分析した結果、グローバルな金融環境が個々の国の国内金融環境の変動の20%ないし40%を説明できることが判明した。ただし、この要因の重要性に関しては各国毎の違いも大きく、また、グローバルな要因の影響はこの二十年間で必ずしも大幅には上昇していないようである。

18. グローバルな金融環境は大きな影響を及ぼすとはいえ、特に金融政策を通じ金融環境をコントロールする能力を各国は依然保持していると見られる。しかしながら、外的なショックが国内金融環境に波及するスピードは早く、必要な場合に迅速に効果的な対応をとることが難しくなっているとも見られる。新興国はグローバルな環境に左右される程度が大きく、今後予想される国際的な金融環境のタイト化に備える必要性が高い。各国は国内金融市場の規模を拡大することでグローバルなショックへの耐性を高めることが出来る。なかでも、国内の投資家ベースを拡大するとともに株式・債券市場の厚みと流動性を高めることで外的なショックの国内市場への波及を抑制することが出来る。