



国際金融安定性：峠は越しつつある

2014年4月9日

ホセ・ビニャルス

国際金融の安定性は向上しています。ようやく危機を脱しつつあるようです。しかし、世界の安定性に残る課題を克服するためには、流動性に依存している状態から抜け出す必要があります—そしてこれが我々の報告書の主なテーマです—。これを踏まえれば勝利宣言にはまだ早すぎます。

前進

これまで 2~3 年間で我々は大きく前進してきました。そして今その実を結びつつあります。昨日の「[世界経済見通し](#)」に関する記者会見でブランチャール氏が述べたように、米国経済は力強さを増し、金融政策の正常化に向けた環境は整いつつあるようです。欧州では、政策が改善されたことで、政府と銀行に対する市場の信認が大きく改善しました。

日本では、デフレ圧力は後退しつつありまた今後に対する信認が高まるなど、アベノミクスは幸先の良いスタートを切ったようです。一方、新興市場国・地域は、散発的な市場の混乱の後、正しい方向性に向け政策を調整している過程にあります。

課題

しかし同時に、危機の遺産が減少していくなかでも金融の安定性は新たな課題に直面しています。主な課題について簡単にお話しましょう。

米国は、非伝統的な政策から円滑に移行することができるでしょうか。私はこれを「ゴールドイロックスな出口」と呼んでいます。つまり、熱すぎず冷たすぎずちょうど良いということです。我々の基本シナリオはこれで、おそらく結果もそのようになるでしょう。出だしは混乱しましたが、金融政策の正常化が始まりました。コミュニケーションの改善は市場の調整を円滑にし、経済回復の「萌芽」がますます顕著になっています。資金が借りやすい状況は与信につながり与信は成長を促しています。

Fed（米連邦準備制度理事会）は今、円滑な解除経路をとりながらアクセルから徐々に足をはずしつつあります。我々の基本シナリオは、成長と回復への道をスムーズに走らせながら、Fed は 2015 年中ごろまでに政策金利を引き上げるなど、ブレーキを軽く踏むだろうというものです。

しかし、困難な解除—我々の基本シナリオではないもの—もありえます。この負のシナリオは、米国で金融の安定性リスク或いは想定以上にインフレが上昇するのではないかとの懸念が高まることで現実に起こる可能性があります。その結果、政策金利とタームプレミアムが急速に上昇し、信用スプレッドが拡大し、金融のボラティリティが上昇（世界の市場に伝播する可能性をはらんでいます）するといったことが起こる可能性があります。

目新しい話ではありませんが、我々は米国の金融システムのホットスポットの成長を引き続きモニタリングしています。その多くは、高利回り債券やレバレッジド・ローン、審査態度の緩みやリスクの過小評価といったシャドーバンキング・システムで散見されるものです。

たとえば、これまで3年間の高利回り債券の発行額は、先の下降局面以前に記録された額の2倍以上になっています。一方で、高利回り債券のスプレッドは危機以前の水準近くまで縮小しています。監督措置は、今では一段と厳格になっていますが、こうした行き過ぎを十分に抑制していません。ですから、利回りの突然の上昇は、クレジットスプレッドの大幅な拡大を引き起こし、レバレッジと将来のデフォルト（債務不履行）に関する懸念を増大させることになりかねません。

新興市場国・地域では、資本の流入、国際市場への容易なアクセス、そして低金利が長く続きました。結果、外部の資金環境のタイト化に特に脆弱です。

これは、特に新興市場の企業の莫大な額の借り入れにつながりました。しかし、我々の負のシナリオでは、金利の上昇、利益の低下そして、為替相場の下落により、新興市場の企業のバランスシートに大きな圧力がかかる可能性があります。**実際、このシナリオでは、新興市場国・地域の企業のうち債務合計の35%を占める企業において、返済が困難になる可能性があります。**国により状況は大きく異なりますが、マクロ経済の不均衡を理由に最近圧力下にある新興市場国・地域も、こうした企業部門と同じ脆弱性を一部抱えているのです。

中国では、シャドーバンキング・システムの秩序あるレバレッジ解消が主な課題です。中国ではノンバンク金融機関は、その融資額が2010年から倍増し対GDP比30~40%に達するなど重要な融資機関となりました。

このノンバンキングの融資は、システムの多様化が進んだことを示すサインでもありますが、リスクとなりがちです。というのは、暗黙の保証という認識により、貯蓄者がノンバンクの貯蓄商品のより魅力に富んだ収益率の影に隠れている、より高いリスクに気がつかない可能性もあるからです。

政策担当者の課題は、暗黙の保証の撤回などでシステムにストレスを及ぼすことなく、市場規律がより大きな役割を担いリスクをより適切に反映した価格が設定されるような金融部門への移行を管理することです。

ユーロ圏では、銀行と企業のバランスシートの修復が不完全であり、引き続き回復の足かせとなっています。緩和的な金融状況が、相対的に規模の小さい国々のより力強い回復を支えるうえで必要な与信フローに結びついていないなど、周縁国と中核国は依然として分断されたままです。ですから、欧州の包括的な銀行審査やフォローアップなどを通し、銀行のバランスシートの強化と企業の過剰債務への対処に一層力を注がなければなりません。

ウクライナをめぐる情勢の影響の伝播は現時点では限定的ですが、地政学的リスクは引き続き高く世界の市場にショックを与える可能性もあります。

最後に、これまでお話してきた課題に適切に対応できなかった場合、世界の安定性に大きな影響を及ぼす可能性があります。これまで数年間続いた新興市場への大規模な資本流入が反転するかもしれません。市場の流動性が低下することで、資産価格のふり幅が増幅されるかもしれません。そして、出口に向かい出口の許容量以上の投資家が殺到することになるでしょう。これは先進国・地域の一部にも広がる可能性があり、市場の流動性が逼迫し市場のボラティリティが増幅します。

政策助言

我々の主なメッセージは、この大規模な金融危機から完全に脱却し「流動性主導」から「成長主導」の市場へ上手くシフトするためには、断固たる政策措置が必要だということです。

○ **第一に**、米国の金融政策の正常化を、そのタイミング、実施、コミュニケーションにおいて、適切に行うということです。シャドーバンキング・システムなどでの金融の安定性リスクを封じ込め円滑な解除を実現するためには、マクロ・プルーデンス政策がカギとなります。

○ **第二に**、新興市場国・地域は、強力なマクロ政策・健全性政策を採用することで耐性を強化し、政策バッファーを構築するとともに企業の財務リスクを管理するなど、世界の金融状況のタイト化に引き続き備える必要があります。また、混乱の際には適切に流動性を供給するなど、市場の秩序を保つ準備もなければなりません。

○ **第三に**、日本ではアベノミクスを徹底して実施する必要があります。ユーロ圏では銀行と企業のバランスシートの浄化を完了し、銀行同盟を適切に開始するとともに、小規模企業に与信をおこなうノンバンクを展開する必要があります。これは、信認と回復のためには必須です。

しかし、我々は国レベルの措置を超え、世界的に政策協調を強化する必要があります。我々全てがこの状況にあります。金融政策、金融の規制と監督、そして秩序ある市場の確保において国際的に連携を進める必要があるのです。