



国際的な金融不安定化リスクの増加する中、危険な兆候も



ホセ・ビニャルス

2016年4月13日

この半年間で国際的な金融不安定化リスクが増大している。その背景として、次のような点があげられる。

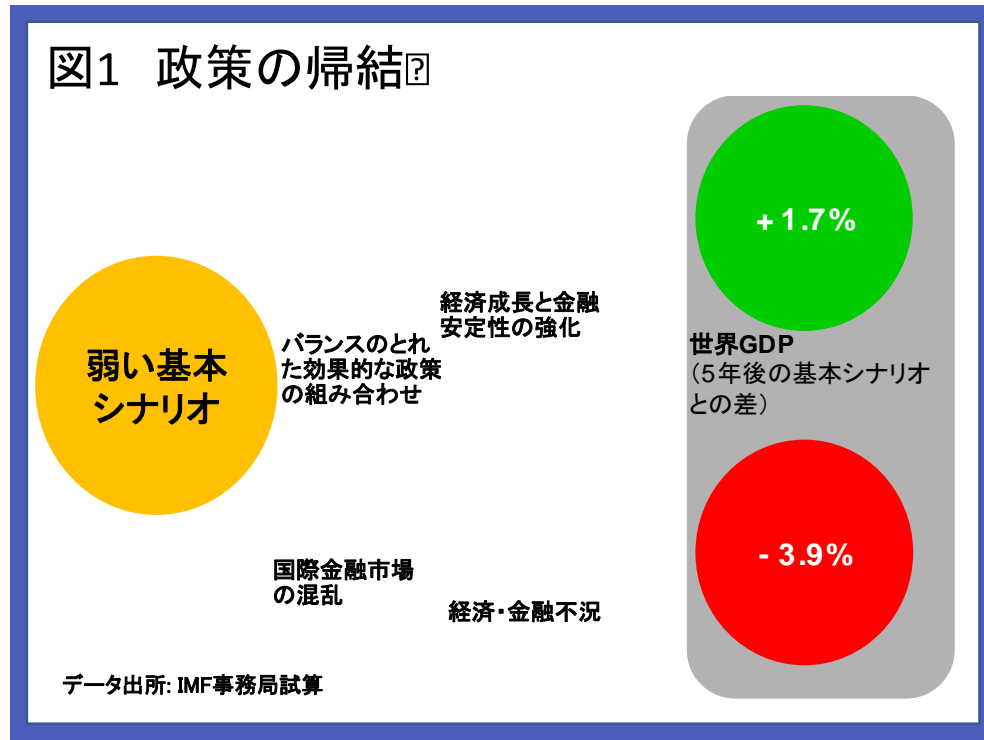
- まず、マクロ経済のリスクが拡大している。経済成長と物価の見通しが弱まるとともに不確実性が増大しており、景況感も低下している。昨日の「世界経済見通し」の記者発表でもこの点が強調された。
- 次に、一次産品価格の下落と中国経済の先行きへの不安が新興国市場と先進国の与信市場を下押ししている。
- 最後に、政策の有効性への信頼感が低下しており、すでに過剰な負担を負わされている中、経済・政治リスクの高まりに金融政策が対応できるか、不安視されている。

年初の市場の動きは、こうした動向への反応であった。国際的に株価が急落しボラティリティが急上昇し、先進国が不況に陥る可能性が取りざたされ、銀行株価も再び下落圧力にさらされた。

二月中旬に市場が底値を付けたときに比べ、状況は大幅に改善しているように見える。株価は下落分をほぼ取り戻し、原油価格は反騰し、ボラティリティも低下している。この改善は、経済面でのいくつかの明るいニュース、欧州中央銀行の政策の強化、及び米国連邦準備銀行が利上げに対してより慎重になったことが影響している。中国も成長率の引き上げと為替相場の安定に向けた政策の枠組みを強化する努力を強めている。

今回の「金融安定性報告書」で提起する最も重要な問いかけは、ここ数か月の市場の混乱から我々は無事脱したと見るべきか、それとも市場の混乱は対処すべき課題が依然残っていることを我々に警告していると捉えるべきか、である。私は後者であると考えている。即ち、国際的な安定の確保を実現するには、多くの課題を解決しなければならない。

行動しない場合の代償は大きい。強力な効果を発揮するよりバランスの取れた政策の組み合わせを実現するために、追加的な施策の導入が必要である。実行に移さなければ、市場の混乱が再燃・激化し、景況感の悪化、成長率の低下、金融のタイト化、債務増大の連鎖という悪循環に陥る恐れがある。そのような悪いシナリオが実現してしまった場合には、基本シナリオに比べ5年後の世界GDPは4%も低下する（図1参照）。これはほぼ一年分の経済成長を失うことに相当する。

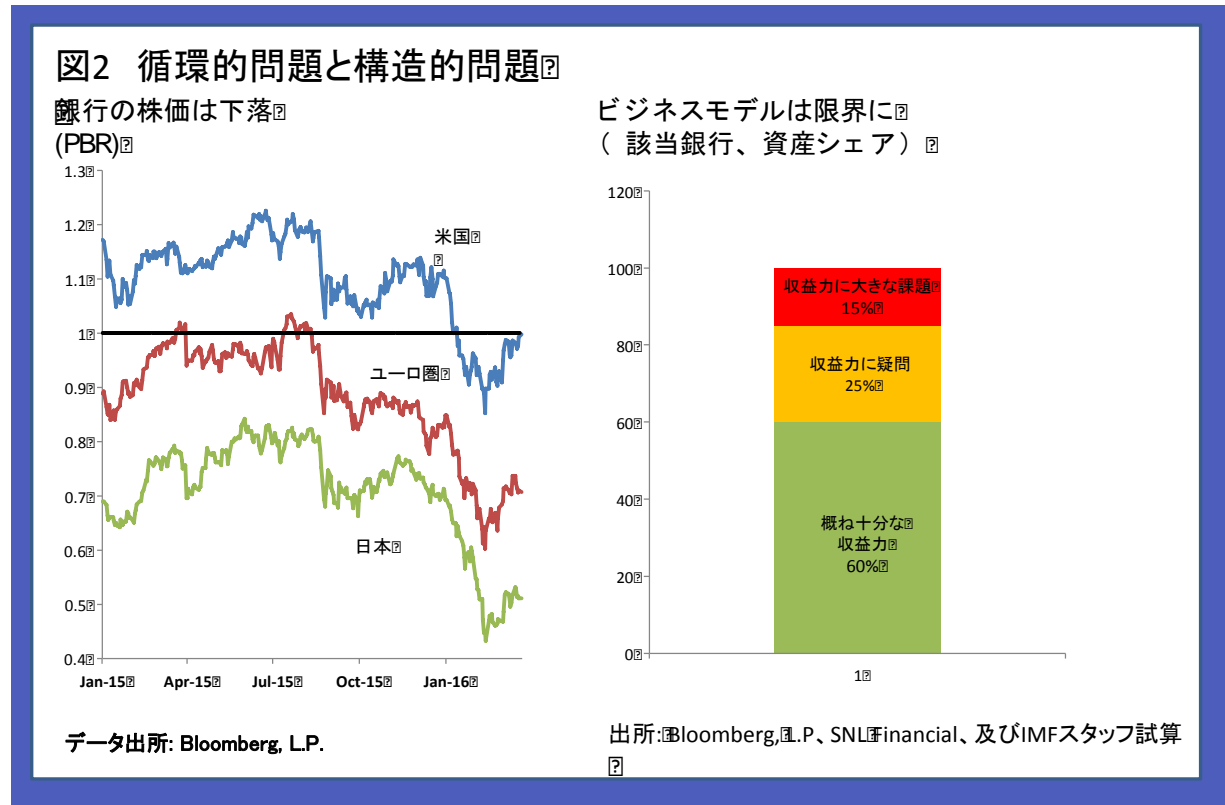


そこで必要なのは何か。現状に甘んじてはならない。我々は世界が直面する三つの課題に協同して立ち向かう必要がある。三つの課題とは、6か月前に私が指摘したものである。即ち、先進国で残されたままになっている負の遺産の清算、新興国が直面する脆弱性の高まりへの対処、及びシステミックな市場流動性リスクへの対応である。今年の初めに我々が直面した市場の混乱は、これらの課題が未解決のままに残されていることを強く訴えている。

ここで、先進国と新興国が直面している課題と、どのような対応が必要かについて、まず、述べたい。これらの対応がなされれば、基本シナリオ比で5年後の世界GDPを1.7%拡大することが出来、これは世界経済の成長の半年分に相当する。

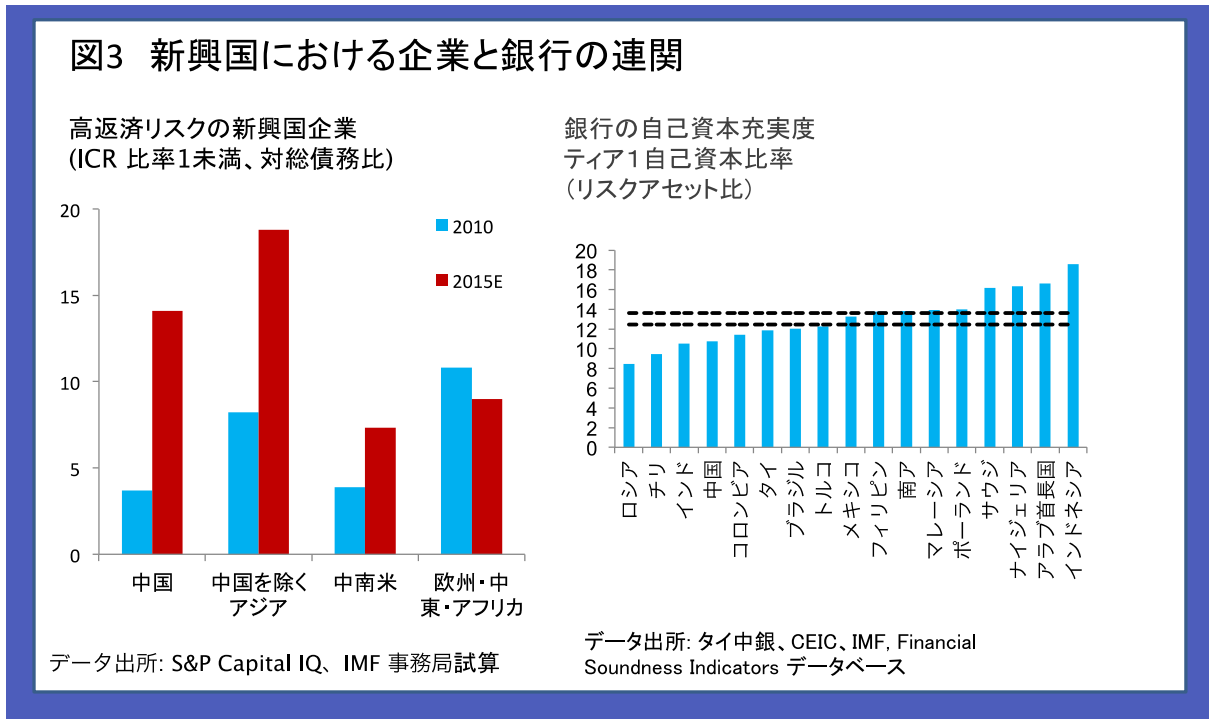
第一に取り組むべきことは、先進国における危機の負の遺産の清算である。これは経済活動に必要な資金を供給するという観点から、特に銀行部門での取組が重要である。先進国の銀行の安全性はかなり高まっているが、経済の先行きの見通しが弱まり、不確実性も増大する中、今年の初めには市場の強い圧力にさらされた。

同時に、銀行部門は収益性の継続的な低迷という危機後の現実に対応するために、構造改革を進めなければならない。先進国で多くの銀行がビジネスモデルの大きな変革を迫られている。先進国の銀行のうち、資産規模でみて全体の15%を占める銀行は、特に深刻な課題を抱えている(図2)。ユーロ圏の市場からの圧力は、長期に解決されずに残る問題をあぶり出している。多額の不良債権を早急に処理するための総合的な対策が必要であり、銀行部門の過剰、具体的には銀行の数が多すぎる点は、時間をかけても是正する必要がある。ヨーロッパは銀行同盟を完成させ、共通の預金保険制度を確立する必要がある。



次に重要な課題は、新興国の取り組みである。一次産品価格の急落により、企業部門も政府も脆弱性が高まっており、経済金融面のリスクを高めている。新興国はここ数年負債を増やし続けてきており、成長の低下、与信環境のタイト化、資本移動の変動激化という難しい環境に直面している。このような困難な状況下でも、多くの新興国は好況時に蓄えた余力をうまく活用することで、驚くべき強靭さを発揮し、持ちこたえてきた。しかし、好況時の蓄積も底をつきつつあり、いくつかの国ではもはや打つ手がなくなりつつある。

特に一次産品輸出国や関連産業では財務状況が悪化する中、借換が困難化する恐れがある。多くの問題企業は国営企業であるため、こうした問題が政府部門に飛び火する恐れがある。多くの新興国では銀行部門は一般的にはまだ健全性に余裕があるが、不良債権の増加という試練にさらされるかもしれない(図3)。こうした各種の問題間のつながりに照らせば、企業の健全性を緊密にモニターし、不良債権の認識と管理を迅速かつ透明に行い、銀行の体力を高める必要がある。



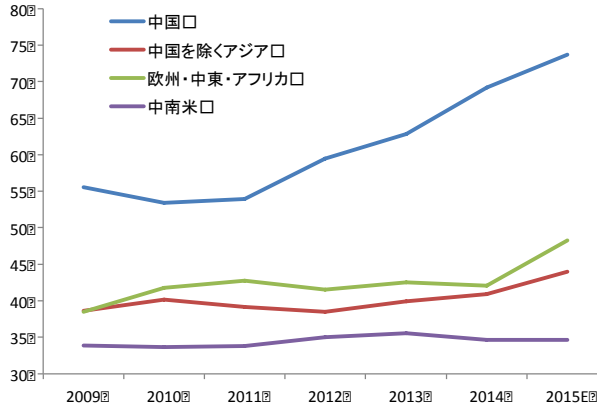
新興国の中でも中国の動向が最も重要である。中国はよりバランスのとれた形で成長経路を引き下げ、市場ルールに根差した金融システムの構築を果たすという困難な転換に挑んでいる。中国当局は改革に取り組んではいるが、この転換は本質的に複雑なものである。

中国の場合も企業と銀行の連関は極めて重要である。経済のリバランス化が進みつつあるが、成長率の低下と収益性の低下によって、中国の企業部門の財務状況は悪化している。この悪化は、利払いのための利益を確保できない企業の有する債務の総債務に占める割合の増加にも反映されている。この比率を我々は「高リスク債務 (debt at risk)」と名付けているが、全上場企業ベースで 14%と、2010 年に比べ 3 倍以上に上昇している

中国企業の悪化は中国の銀行にとって重要な意味を持つ。本報告書の推計では、潜在的に不良債権化するリスクのある企業向け融資は 1.3 兆ドルに及んでいる。これは銀行にとって、GDP の 7%に及ぶ損失を生む可能性がある (図 4)。この数字は大きくみえるかもしれないが、銀行の体力と政策の発動余力、並びに経済が高成長を持続する可能性を勘案すれば、中国にとって吸収可能な範囲にある。また重要なのは、中国当局がこうした問題を認識し、企業部門における過剰債務に対処すべく、種々の措置をすでに講じていることである。しかし、問題の規模を考えれば、大胆な政策パッケージが必要である。具体的には、(1) 企業の過剰債務の処理、(2) 銀行部門の強化、及び (3) 複雑化する金融システムに対応したより高度な監督の枠組みの構築、である。

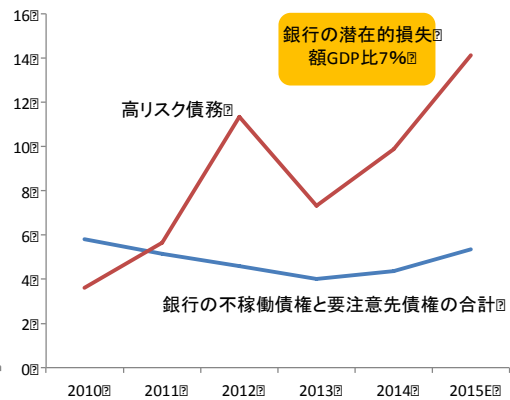
図4 中国における企業と銀行の連関

企業金融のタイト化
(買掛債務回転日数)



出所: S&P Capital IQ、IMF 事務局試算

中国: 高返済リスクの企業債務の増加
(%)



データ出所: 中国人民銀行、S&P Capital IQ、IMF 事務局試算

我々は、基本シナリオが想定しているレベルを超えた経済の成長と金融の安定性を実現するため、協同して対応する必要がある。これは不可能なことではない。金融政策に過剰に依存している現状を脱却し、よりバランスの取れた、効果的な政策の組み合わせを実行する必要がある。金融政策は依然極めて重要ではあるが、金融政策だけに依存するわけにはいかない。適切に設計された構造政策と、成長を支え、後押しする財政政策が不可欠である。さらに、金融部門に対する政策を強化し、金融システムをより強靱なものにする努力も必要である。国際的には、金融規制の改革プランの全体を実現し、実行に移さなければならない。これにはノン・バンクにかかる改革も含む。これらを全体として実現すれば、政策を総体としてバランスのとれたものとし、政策の有効性を高めることが出来る。

ホセ・ビニャルスは IMF の金融顧問兼金融資本市場局長。前職はスペイン中銀の副総裁で、欧州中央銀行の国際関係委員長をはじめ、同行や欧州連合の種々の諮問、政策委員会の委員を勤めた。マクロ経済、金融政策、金融問題に関する著作多数。