



世界の金融安定性が改善; その維持に向けた正しいポリシーミックスとは



[トビアズ・エイドリアン](#)

2017年4月19日

世界の金融システムは、最後に6カ月前に行った評価時と比べ、より安全かつ安定しました。経済活動も勢いがついています。経済見通しは改善し、リフレーション期待が高まっています。金融環境は大変緩和的な状況が続いています。そして現在米国で議論されている経済政策に対する投資家の楽観的見方が資産価格を上昇させました。これらはIMFの最新の[国際金融安定性報告書](#)の結論の一部です。

しかし、米国や欧州、中国や他の地域の政府とも、この投資家の期待に応えるには正しいポリシーミックスを採用することが肝要です。これは財政インバランスを回避し、貿易障壁を高めよという要求に屈せず、金融システムをより安全にするために必要な規制の世界的協力体制を維持することを意味します。

正しいポリシーミックス

米国では、政策担当者は企業が金融リスクテークに走るのではなく新たな機械やコンピューター、設備に投資することを促進するような税制改正をしなければなりません。新興市場諸国は企業及び銀行システムの健全性強化に注力すべきです。そして欧州の政策担当者は銀行の低い収益性の構造的原因を解消しなくてはなりません。

各地域が向き合う試練をもう少し詳しく見てみましょう。

米国では、企業税制改革、社会資本投資、規制負担の軽減の議論が、企業及び投資心理を上向かせました。これは15年間以上停滞してきた投資の、待ち望まれていた反発を引き起こす可能性があります。

多くの企業はこれまで、投資ではなく金融のリスクテークに集中してきました。つまり、（実物投資をせずに）金融資産を購入したり、起債したりして株主への還元を増やしてきました。その一方、米国の投資のほぼ半分を占めるエネルギー、公益、不動産部門の企業はすでにレバレッジがかなり高くなっています。これは投資を拡大することが、何らかの税制支援をしたとしても、既に高い債務水準をさらに上げることを意味します。

これはなぜ問題なのでしょう。

金利の大きな上昇は、例えば財政赤字の拡大などにより起こされますが、企業の債務金利支払い能力を世界金融危機以後で最も低い水準に引き下げる可能性があります。そのようなシナリオの下では、総額4兆ドルにも上る資産の債務を抱える各企業にとり、債務金利の支払いが試練となるかもしれません。これは我々が分析した資産のほぼ4分の1となります。

世界経済の統合化

これは米国だけの懸念ではありません。統合が進んだ世界経済では先進国・地域の出来事は、残る世界の全地域に影響が波及します。これが、米国の政策案は世界の他の地域にマイナスの影響を及ぼす可能性のある不均衡を避けながら経済成長を加速させるものでなくてはならない理由です。これは、リスクテイクが過剰に見える分野に対し予防的な対応をし、健全な企業バランスシートを確実にすることに資する施策を取ることを意味します。

新興市場諸国では、リスクは市場心理の突然の反転が資本の国外流出を促し成長見通しに悪影響を与えるというものです。これは世界的な貿易の保護主義への転換も同じです。

そうしたシナリオでは新興市場諸国はどの程度脆弱なのでしょう。我々の試算では最も弱い企業群の債務は最大で2300億ドル増える可能性があります。一方、一部の国の銀行は資本と貸倒引当金のバッファの再構築が必要となります。これらの銀行では、長い信用ブームの後ですでに資産の質の低下が始まっていました。

新興市場諸国の政策担当者は、自国の経済を守るために、企業リストラのメカニズムを改善し、企業の弱点を監視し、銀行が健全なバッファを維持することを確実にする必要があります。

中国での信用拡大

中国は世界経済成長の主要な貢献国ですが、脆弱性も抱えています。中国の経済規模比で見た与信総額は、この10年足らずで2倍以上に膨らみ、200%を上回りました。これほどの信用ブームは危険をはらんでいます。これは長くなればなるほど、危険度も増します。

中国当局は銀行システムとシャドバンキング（いわゆる「影の銀行」）システムの拡大に歯止めをかけるために政策を調整し続けています。しかし、与信の増加を減速させるためにはさらなる措置が必要です。この中国当局の努力の進展と成功が世界の金融安定には不可欠です。

欧州の銀行

欧州では、政策担当者が、より高い自己資本比率を義務付け、より強力な規制と監督を導入して銀行システムを強化しました。ここ6カ月間は、イールドカーブがスティープ化し、景気回復が強くなるにつれて、銀行株価は上昇しました。

しかし話はここで終わりになるべきではありません。景気の循環的回復は、欧州の多くの銀行が直面する収益性の課題を完全に解決することにはならない可能性が高いためです。収益性が低いと資本を内部に維持する力を限定し、ショックが起きた場合にそれを乗り切ることを難しくし、金融安定に対するリスクを高めます。

[国際金融安定性報告書](#)では、資産で約 35 兆ドルを抱える欧州の銀行を調査しました。そして、国際、欧州中心、国内限定の 3 グループに分類しました。

国内業務に限定している銀行への試練が最も厳しく、その 4 分の 3 近くが 2016 年のリターンは大変小さいものでした。多くの銀行にとって、「オーバーバンキング」が問題となっています。この言葉は資本バッファの薄い弱体銀行の存在、営業地域と業務内容を限定した銀行数の過剰、効率性の低い支店を過剰に抱える銀行の存在を意味します。

こうした構造障壁を克服するには、欧州の政策担当者は、銀行の統合や支店の合理化を促進し、銀行ビジネスモデルを改革、そして不良債権に対処する政策をとらねばなりません。

規制改革

これまで金融安定性を強化する国内政策の概要を説明しました。国際レベルでは、規制改革の成功裡に完結させることが不可欠で、それは多国間の協力と協調にかかっています。改革の完結は国際金融システムの安全性を確保し、経済活動と成長を促進し続けることを可能にします。

ポリシーミックスを正しく行うことは国際金融システムの強固な基盤を整備し、経済成長と金融安定性の見通しの最近の改善を確かなものにします。米国、欧州、中国、そして新興市場諸国すべての政策担当者が、果たすべき役割を負っているのです。

トビアズ・エイドリアン IMF 金融資本市場局の顧問兼局長。IMF の金融部門サーベイランス、金融政策及びマクロプラデンシャル政策、金融規制、債務管理、資本市場監督を指揮する。また、IMF 加盟国の能力開発活動、特に金融システム監督と規制、中央銀行業務、国際通貨・為替制度、資産・負債の総合管理の各分野での能力開発を監督。

IMF 以前はニューヨーク連銀の上席副総裁で、調査・統計グループのアソシエイト・ディレクター。同連銀では金融政策、金融安定化政策、危機管理に関与。

プリンストン大学とニューヨーク大学で教鞭を取り、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・フィナンシャル・エコノミクスなど経済・金融専門誌へ広く寄稿。専門分野は資産価格決定、金融制度、金融政策、金融安定性で、特に資本市場動向の包括的影響を中心に研究。

マサチューセッツ工科大学で博士号、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスで修士号を取得。フランクフルトのヨハン・ヴォルフガング・ゲーテ大学で学士、パリ第 9 大学で修士。