

先行き悪路が待ち構える国際金融システム

トビアス・エイドリアン

2018年4月18日



米国のインフレ率の上昇が予想を上回って進んだ場合には、米連銀など中央銀行が現在期待されている以上に速いペースで利上げを行う可能性があり、これが金融市場の動揺を誘うかもしれない (写真: Tom Williams/CQ Roll Call/Newscom).

経済は引き続き足下好調だが、国際金融システム不安定化の短期的なリスクはこの半年で高まっている。これは2月の株式市場の一時的な乱高下と地政学面と貿易面での緊張激化に対する投資家の懸念を反映したものだ。先行き景気悪化の可能性は高止まりしており、中期的にみれば世界的な不況に陥る可能性はわずかながらある。

政策当局は現下の好環境を利し、リスクを低減させる政策をとるべきである。具体的には、新興市場国にあつては経済ファンダメンタルズを強化し外的なショックを吸収する余力を高め、先進国にあつては監督規制や金融行政面での対応を強化し、金融機関の強化を図る政策を完遂することである。

最新の[国際金融安定性報告書](#) (GFSR) では「[グロース・アット・リスク](#)」という新たな手法を用い、金融環境から将来の経済成長率の確率分布を推定する分析を行っている。これによれば、現在の金融環境のもとでは、中期的な金融不安定化と成長率低下のリスクが高いことが予測される。ここ数年にわたり低金利が続いたことで、それが経済成長を支えるために

必要であったとはいえ、脆弱性が蓄積される環境をもたらしてきた。こうした脆弱性は次の景気後退を厳しくし、先行きを困難にする可能性がある。

なぜ金融脆弱性の蓄積が将来的な問題に繋がるかと言えば、大きな不均衡があると経済や金融がショックに遭遇した際に必要となる調整過程がより苦しいものとなるからである。例えば、米国のインフレ率の上昇が予想を上回って進んだ場合には、米連銀や他の中央銀行が現在期待されている以上の速いペースで金融緩和を縮小する可能性があり、これが金融市場の動揺を誘うかもしれない。また、別のリスクとしてあげられるのは、保護主義的な動きの強化の広がりであり、これが経済成長だけでなく、金融市場にも悪影響を及ぼすと考えられる。いずれの場合でも、資産価格の急激な低下により金融システムの脆弱性が顕在化する恐れがある。

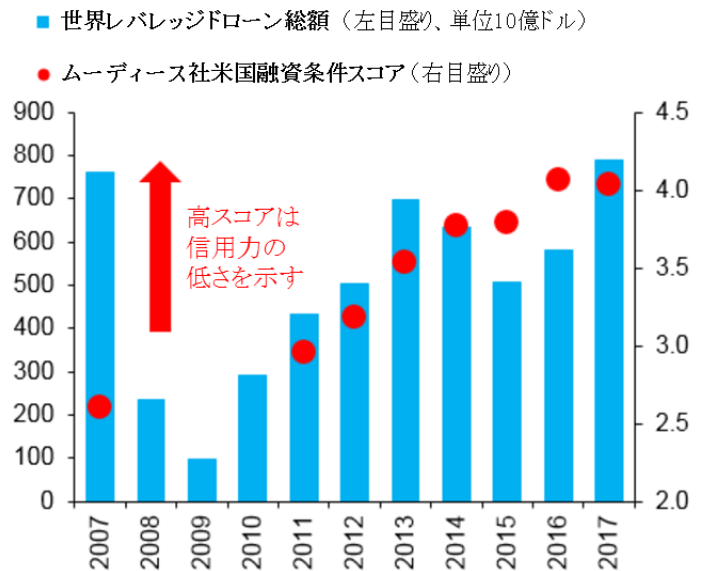
GFSR で問題にしている脆弱性は 3 つある。即ち、与信の質の低下、新興市場国と低所得国における対外債務に関連する脆弱性、及び米国以外の銀行の抱えるドル流動性のミスマッチである。以下、個別に検討しよう。

● 与信の質の低下

信用度の低い企業でも金融市場から資金調達できる傾向が強まっている。いわゆるレバレッジド・ローン(債務比率の高いなどよりリスクの高い企業に対する貸付)の与信額は昨年、世界全体で過去最高の 7,780 億ドルに達した。社債市場でも同様の傾向が見られ、低格付けの米国やユーロ圏の企業のシェアが高まっている。

レバレッジド・ローン

世界のレバレッジド・ローン総額は過去最大を記録する一方、融資条件は甘くなっている



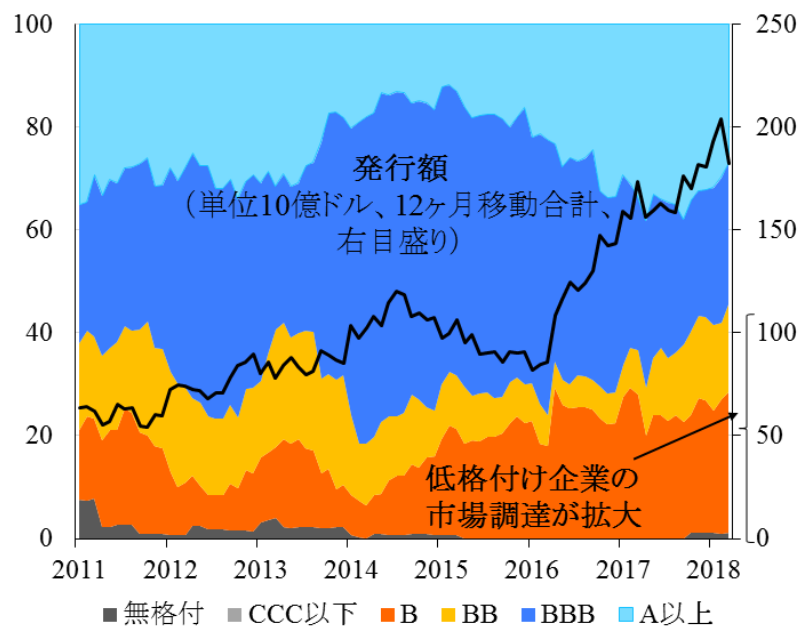
出所: Moody's, Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data
IMF職員による試算

- 新興市場国と低所得国における対外債務

近年、国際資本フローは堅調で、より多くの新興市場国と低所得国が有利な対外借入環境の恩恵に浴している。しかしながら、国際的な流動性が縮小するにつれ、新興市場国への資本の流れは600億ドルに及ぶ減少を示す可能性もある。これは2010-17年の年平均額の約1/4に相当する数値である。このようなシナリオが現実になれば、信用度の低い企業は資金流出にさらされる恐れがある。低所得国では、そもそも4割以上の国が債務返済困難に陥るリスクが高いとされており、影響が及ぶ可能性がある。

融資構成の変化

低金利に伴い信用力の低い企業も
国際資本市場からの調達が可能に



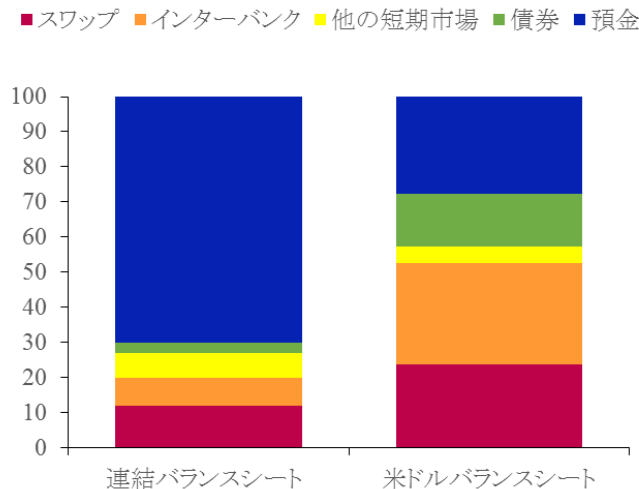
出所: Bloomberg Finance L.P.
Bond Radar
IMF職員による試算

- 米国以外の銀行の米ドル流動性ミスマッチ

総体としては、国際金融危機前に比べ、銀行の健全性は高まっている。しかしながら、国際的に活動する米国以外の銀行はドル資金調達約 7 割を短期ないし市場性資金に依存している。さらに、ドル負債に対応するドル資産の規模や満期構造とのミスマッチが起きている。この結果、金融環境が急にタイト化するか市場に何らかの歪みが生じた場合には、こうした銀行がドル資金の調達難に直面する恐れがある。

米ドルのミスマッチ

米国以外の銀行は
短期の市場性ドル調達に依存する傾向
(非米銀の資金調達構造、2016年第4四半期のシェア)



出所: 国際決済銀行、銀行財務諸表、日本銀行、連邦金融機関検査協議会、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス、IMF職員による試算と分析



GFSR では別途、仮想資産の台頭についても検討している。こうした資産の背後にある技術により、決済システムなどの金融市場インフラの効率性向上が実現する可能性がある。しかしながら、仮想資産は詐欺や、セキュリティ侵害とオペレーション障害の問題にさらされ、また犯罪活動との関連が問題視されている。現時点では、仮想資産は金融安定性上のリスク要因とはなっていないと考えられるが、適切な安全予防措置なしに広範に利用されることとなれば金融システム上のリスクとなりうる。

政策対応

政策当局は、現下の好調な環境を利用して、予想される金融的リスクへの対応を進めるべきである。

- 中央銀行にあつては、必要に応じ、引き続き金融緩和策の縮小を進めつつ、同時に政策決定に関して明確なコミュニケーションを図るべきである。
- 規制監督当局は、金融面での脆弱性に対応すべく、規制監督と金融上の政策ツールの活用と整備に努めるべきである。
- 政策当局にあつては金融危機後に合意された一連の規制改革を完遂することが重要であり、規制の撤回や緩和への圧力に屈すべきでない。
- 新興市場国と低所得国は、対外リスクに備え、外貨準備を増強し財政上の余力を蓄えるべきである。

世界的な景気回復は、これまでのところ金融市場の大幅な変動から悪影響を受けていない。しかしながら、投資家も政策当局も、そのことを持って過度に楽観すべきでない。金利上昇、市場ボラティリティの高まり、及び保護主義の増大に伴うリスクを注視すべきである。先行き悪路が待ち構えているかもしれないからだ。

「グロース・アット・リスク」モデルの説明は[こちら](#)。



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として IMF の金融部門監視機能、金融政策とマクロ・プルーデンス政策、金融規制、債務管理、資本市場に関連する業務を統括する。また、加盟国の能力強化に関連する IMF の業務も統括する。ニューヨーク連銀副総裁兼調査統計グループ副グループ長を経て現職。

プリンストン大学、ニューヨーク大学で教鞭をとった経験があるほか、*American Economic Review*、*Journal of Finance*、*Journal of Financial Economics*、*Review of Financial Studies* 等学術誌への掲載多数。マサチューセッツ工科大学博士、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス修士、フランクフルト大学ディプロマ、パリ・ドフィーンヌ大学修士、バッド・ホンブルグの Humboldtschule 高校卒業(文学と数学の専攻)。