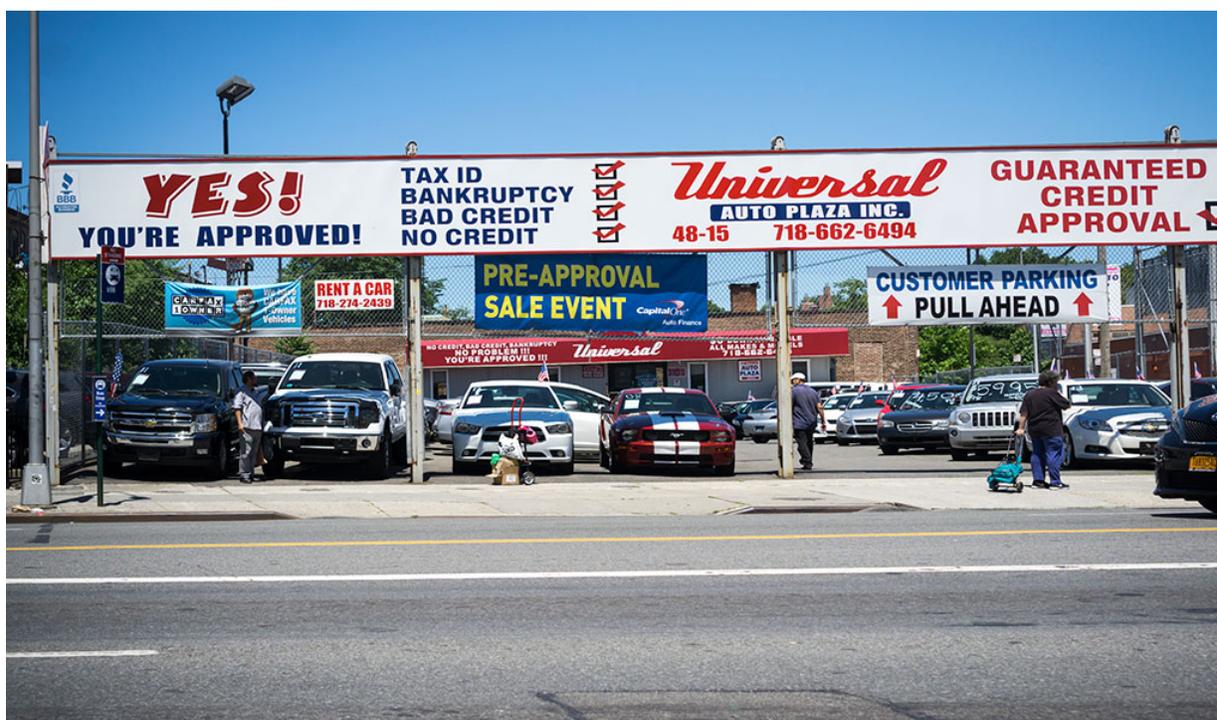


危機後 10 年を経て金融システムはより強靱に しかし、新たな脆弱性も

トビアス・エイドリアン

2018 年 10 月 9 日



国際金融システム上重要な金融セクターを有する国における政府、企業、家計の債務は国際金融危機後に増加している
(写真: Richard B. Levine/Newscom)

世界的な経済拡大局面は踊り場を迎えたが、緩和的な金融政策の継続を得て成長は続いている。しかし、油断は禁物である。最新の[国際金融安定性報告書](#)では、過去半年で金融システムの短期的リスクは若干上昇していると指摘している。貿易摩擦が激化し、複数の国で政策の不確実性が増大し、市場圧力にさらされる新興市場国が出始めている。

さらに先を見通した中長期的リスクに目を転じれば、リスクは引き続き高止まりした状態にある。この 10 年の改革と回復を通じ、金融システムが国際金融危機以前に比べ強化されたことは間違いない。しかし、脆弱性は蓄積されてきており、新たな金融システムはまだ実際の試練にさらされていない。システムの強靱性を高めるには、追加的な施策が必要だ。

具体的に何をなすべきかを議論する前に、まず国際的な金融システムの現状をすこし詳しく見てみよう。米連銀の政策金利の引き上げにもかかわらず金融環境は比較的緩和的に推移しており、旺盛なリスク選好を背景に主要市場で資産価格は上昇を続けている。しかしながら、ドル高と米金利の上昇により新興市場国の借入コストは上昇しており、借入需要が大きく、経済状況ないし政策の枠組みが弱い国では特に借入コストの上昇が顕著である。

新たな脆弱性

新興国への市場圧力が高まりさらに多くの国に広がれば、金融安定性のリスクは大きく上昇することとなる。我々の行った分析によれば、中期的にはあるが、新興国の対内債券投資の1,000億ドル以上の流出が起こる可能性が5%はある。これは国際金融危機時の資本流出にほぼ匹敵する規模である。

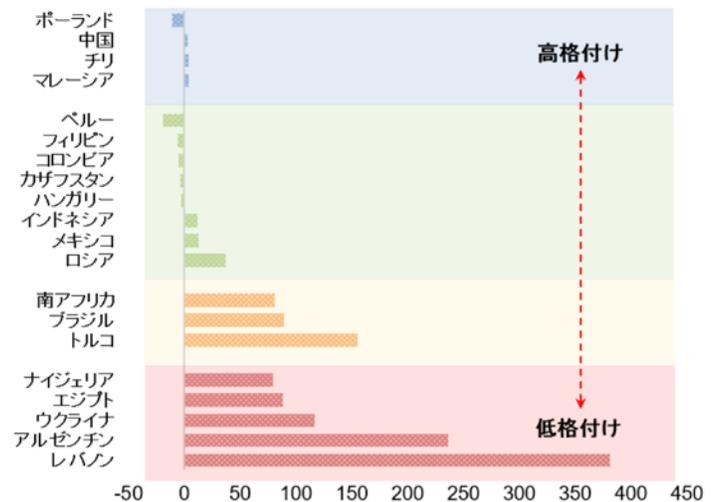
他の要因を契機として金融不安化のリスクが急騰する可能性もある。きっかけとしては貿易摩擦の広範な激化、合意なしでの英国のEU離脱、ユーロ圏の高債務国の財政政策への疑念再発、先進国の金融正常化が想定以上のペースで進むことなどがありうる。

これらの事象はいずれも、長期にわたる緩和的な金融政策に伴い増大した脆弱性を顕現化させる要因となりうる。国際金融システム上重要な金融部門を有する経済で政府、企業、家計が抱える債務総額は10年前のGDPの約200%から現時点で250%近くにまで膨らんでいる。新興市場国の国際金融市場での借入れは増えており、外貨建て債務の大きな部分の借換えができなくなるリスクがある。銀行はこうした多額の債務を有する借り手に融資を行っており、また、一部の国際的な銀行では不透明で流動性の低い資産を多額に保有している。分野、地

借入れコストの上昇

ドル高と米金利上昇により、新興国の対外借入コストは上昇しており、格付けの低い国で特に高騰している

(外貨建て借入れスプレッドの3月中旬以降の上昇幅。単位はベースポイント)



データ出所：Bloomberg Finance L.P.およびIMF職員による試算



国際通貨基金

域によっては資産価格が実力を超えた水準にまで上昇しており、融資審査基準も甘くなってきた。

このような脆弱性が蓄積に対し、政策当局が金融システム強化のための対応をとる緊急性が高まっている。具体的には、

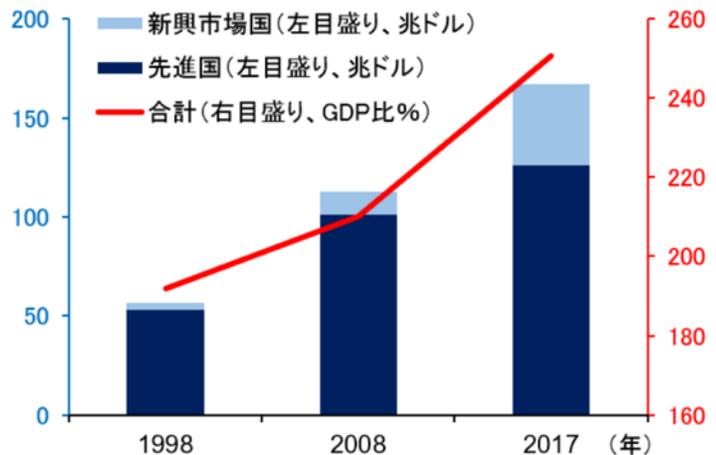
- 個別金融機関レベルのミクロプルーデンス政策においては、債務返済能力と流動性の強化に焦点を当てた銀行のバランスシート強化を図るべきである。
- より広く機能するマクロプルーデンス政策としては、カウンターシクリカルな資本準備（経済全体として借入れが増加している際に銀行資本を増強させるもの）などを金融環境が緩和的で脆弱性が蓄積している状況ではより積極的に活用し、リスクを低減すべきである。また、銀行部門以外に発生する脆弱性に対応するための新たなマクロプルーデンス政策手段も必要である。例えば、ノンバンクによる信用仲介の融資審査基準の適正さを確保することや資産運用業における流動性リスクへの対処が必要である。

- 新興市場国にあっては、確固たる政策と健全な政策の枠組みを維持し、脆弱性を解消していくことが肝要である。この一環として、十分な外貨準備を維持し、その活用は賢明に行うことが重要である。
- 規制監督当局にあってはサイバーリスクを含む新たなリスクへの対応が必要である。フィンテックのもつ革新、効率、格差是正などの可能性を活かすとともに、金融システムをフィンテックがもたらしうるリスクから守るべきである。

借入れの急拡大

政府、企業、家計の債務総額は危機以後、急速に増加

(単位は兆ドル、対GDP比)



データ出所: IMF Global Debt Database およびIMF職員による試算

備考: 29の国際金融システム上重要な金融セクターにおける債務総額をベースに作成



国際通貨基金

今こそ楽観論に陥ってはならない。金融システムの安定性を守るためにはより積極的な政策対応が必要である。先般公表された[国際金融安定性報告書](#)の第2章でも論じているように、合意された一連の金融改革の完全な実施が必要であり、改革の後退は避けなければならない。最後に、国際的な金融安定性を維持し持続可能な経済成長を達成するには、国際協力が不可欠であることを強調したい。



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と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・ドフォーヌ大学修士、バッド・ホンブルグの Humboldtschule 高校卒業（文学と数学の専攻）。