

国際金融安定性報告書
金融市場アップデート

2008年1月29日

サブプライムローン危機の深刻化を受け、世界の金融市場の状況は先の『国際金融安定性報告書』の発行以来悪化している。中央銀行は、協調流動性供給と利下げによって、インターバンク市場の流動性の緩和を促したものの、流動性の緊張は依然として解消しておらず、ターム・プレミアムは当面上昇したままである可能性が高い(図1aおよび1b)。これは、ターム・プレミアムが、複雑な商品の評価、信用悪化、取引相手(カウンターパーティー)に対する不信、バランスシートへの圧力といった金融システムの広範な問題を反映しているためである。信用リスクおよび市場リスクは引き続き上昇しており、世界のマクロ経済見通しは悪化している。「『世界経済見通し』改訂見通し」は、世界の経済成長が減速することを予想している。新興市場国・地域では、成長基調と政策環境の改善により好調な資本流入が続いているため、今のところ堅調さを維持しているが、最近の株価下落は同地域の中でも影響を免れることができない地域が出てくる可能性を示唆している。

ストラクチャード・クレジット市場とそれに関連した資金調達ニーズにおける試練は、新たな局面を迎え、信用に対する懸念がサブプライム・セクター以外にも及んでいる。これは、これまで被った損失から、一部の金融機関のバランスシートが圧迫されてきたことから生じている。米国のサブプライムローンにおける債務不履行が過去最高レベルを更新する中での追加損失は、自己資本不足の懸念と相俟って信用供与のコストを上昇させ、銀行自身の信用供与力を低下させている(図2)。この状況は、経済状況が一段と悪化すれば深刻化する可能性がある。銀行与信態度の調査によれば、貸付基準の厳格化がすでに始まっている(図3aおよび3b)。依然として米国の状況が焦点ではあるが、欧州の銀行も影響を受けている。他の地域の金融機関のサブプライム関連残高は欧米より低いと思われるものの、サブプライムローンに関連する損失計上の可能性はまだ残っている。

米国であれどこであれ、一段の景気後退によって、信用状況が悪化し、危機がサブプライムセクター以外にも及ぶリスクもある。2007年に融資された米国プライム住宅ローン(最も信用力の高い借り手向け)の不履行率は、低水準とはいえ、すでにそれ以前のものより速く上昇しており、他の消費者関連の与信も悪化の兆候を見せている(図4)。西欧では与信の伸びに鈍化の兆しが現れ始めている。一部の国では貸付の伸びが高い状況が続き、住宅市場も割高とみられているところもあることから、信用の質が低下する可能性がある。

米国と欧州では、法人セクターの一部のセグメントにおいても、レバレッジド・バイアウトの増加に伴い、貸付が2007年上半期に急速に拡大した。財務内容が相対的に弱い企業ではすでに信用コストが大幅に増大しており、予想デフォルト率は5倍近く上昇している。さらに、景気低迷に伴い失業率が上昇、雇用が減少すれば、厳しい信用環境が一層悪化する可能性がある。

新興市場国は、今のところ堅調さを維持しているが、前途は楽観を許さない。新興市場国の株式市場の上昇率は先進国の株式市場を上回ってきたが、米国の景気減速が一段と急速に進むのではないかと予測もあり、一部の市場で年初来株価が急落している（図5）。新興市場における私募債発行の急激な減少に先進国からの波及が最も顕著に現れており、中でも欧州新興市場国で、銀行が国内での貸付の急激な伸びに対応するため外部からの資金調達に大きく依存している国では特に著しい（図6）。これまでのところ、海外の銀行は東欧に資金供給を続けてきたが、世界的に状況が悪化し信用がタイト化すれば、この資金供給も縮小される可能性がある。いくつかの例外はあるものの、ほとんどの新興市場へのポートフォリオ投資は継続しており、新興国金融への影響は、過去に比べると今のところはるかに小さい。

当面の事態の收拾と長期の金融安定の確保両面に対する政策が必要である。今回の出来事から教訓を引き出すべく、民間部門および公的部門による様々な国際フォーラム（金融安定化フォーラム、基準策定者、各国当局など）によって多くの取り組みが行われている。今回の金融不安は未だ解消されていないので、今日得られた教訓が全てだと考えないことも重要である。しかしながら、IMFとしては、これらの団体と協力して、政策提言をまとめつつある。

まず、短期的な対応としては、取引当事者間（カウンターパーティー）の信頼と金融機関の健全性を回復することで流動性を改善し、これによりインターバンク市場の正常化と金融仲介機能の維持を目指すべきである。金融システム全体にとって重要な位置を占める金融機関がバランスシートの悪化を改善するため、資本を増強し（一部は政府系投資ファンドからの出資）、配当を減額している点は評価できる。オフバランス、オンバランスに関わらず、保有するサブプライムおよび関連の証券化商品の残高および価格についての、迅速かつ一貫性のある、透明性の高い情報開示を促進するに当たって、監督機関および監査機関は重要な役割を担っている。保有資産の評価方法およびその前提を説明することも同様に重要である。こうした対応すべてにおいて重要なことは、対策が景気をさらに悪化させることとならないよう、バランスのとれた措置をとることである。

中央銀行は、実体経済への影響を最小限に抑えるため、市場のスムーズな機能が確保できるまで、金融市場の流動性ニーズの変化に引き続き対応してゆく必要がある。この際、中央銀行は、市場のニーズに合わせる柔軟性を維持することが非常に重要であり、昨年12月に米連邦準備理事会が公表したターム・オークション・ファシリティといった共同イニシアティブの導入、実行はその一例といえるだろう。

先進国市場での銀行システムの流動性の不全を特徴とする今回の混乱は、長期的には、民間部門、中央銀行および他の金融監督・規制機関に対して課題を提起している。例えば、信用格付け機関について言えば、格付け手法を改善し、異なるタイプの格付けを提供し（2006年4月の国際金融安定性報告書で提言したとおり）、格付けが前提となる条件の変化に応じてどう変動するかというセンシティブティについて情報をより多く提供すべきであろう。規制対象の金融機関と対象外の金融機関の線引きは常に複雑な問題であるが、規制対象外の（または規制の緩い）金融機関が、規制対象の金融機関が取り扱う住宅ローンや消費者関連の与信と類似の商品を組成する場合は、規制対象の金融機関と同様の開示と消費者保護を義務付けるべきであるということも、明白となった。

中央銀行のとり政策手段が市場のストレスを軽減する上で役立つか、それがグローバルな市場に影響を与えうるのか、中央銀行自身が検証することも有益であろう。流動性を管理するに当たり、各中央銀行が共通したツールを使用するようになれば、中央銀行が政策および金融安定に関する懸念を市場に伝える際に直面する困難を軽減するであろう。情報共有と監督機関の協働を目的と

する、国内およびクロスボーダーの金融安定化のための取り決め、流動性の供給、および銀行破綻処理能力が強化されるであろう。

図 1a

平均 LIBOR、およびユーロ圏、イギリス、米国の政策金利（パーセント）

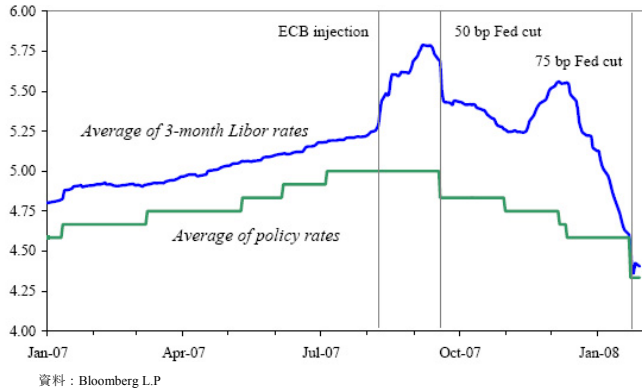


図 2b

LIBOR-OIS スプレッド (ユーロ圏、イギリス、米国の平均)

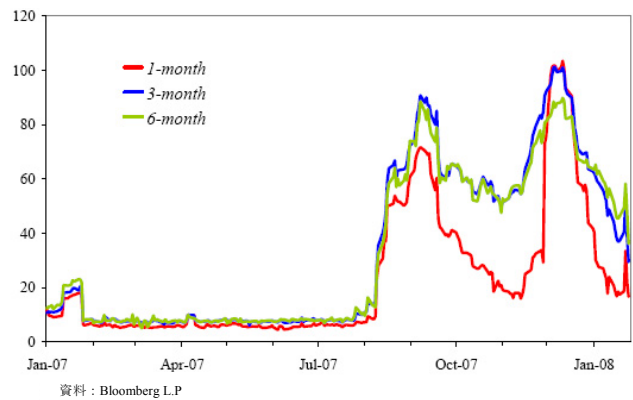


図 2

サブプライム住宅ローンにおける、60日延滞の比率（融資額に占める割合）

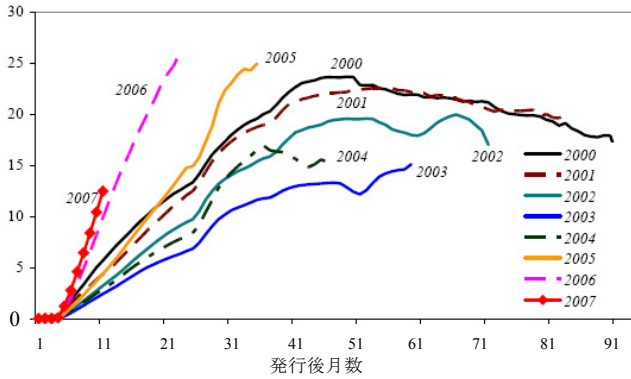


図 3a

銀行与信および貸出態度

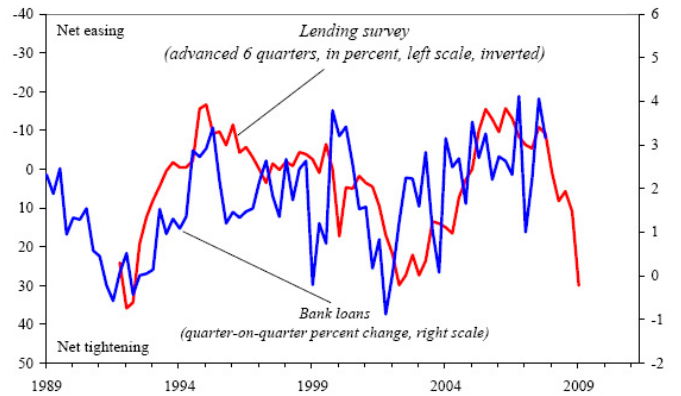
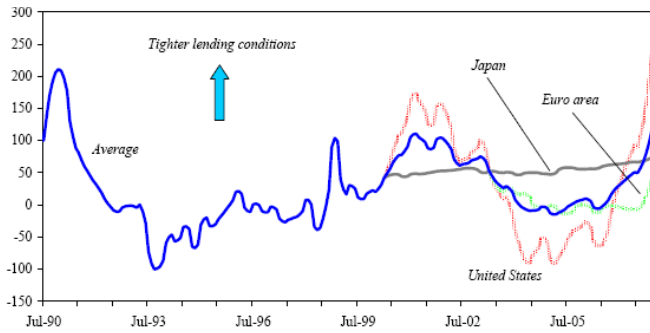


図 3b
G3 貸出態度



資料：日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度理事会によるサーベイおよびIMF スタッフ推定
注：月次補間値の単純平均

図 4

プライム住宅ローンにおける、60日延滞の比率(発行額に占める割合)

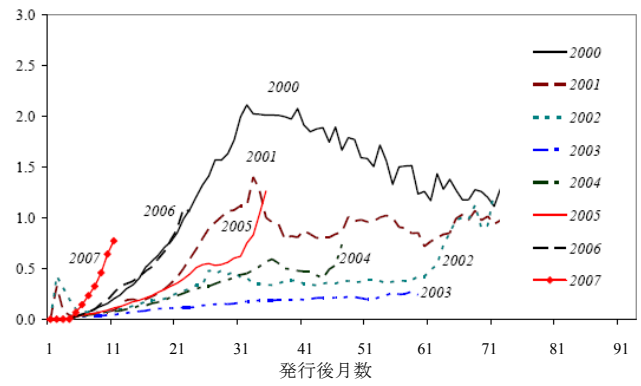
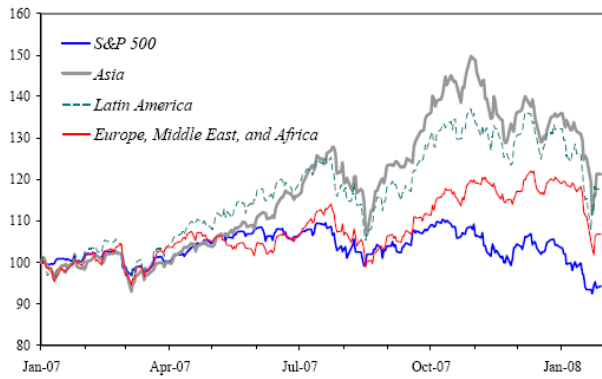


図 5

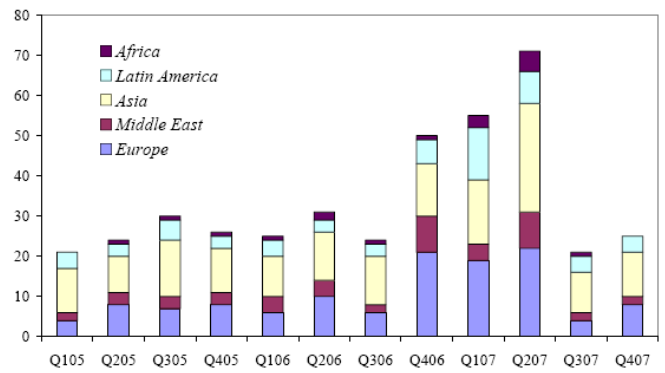
新興市場株価パフォーマンス



資料：Bloomberg L.P.; and Morgan Stanley Capital International.

図 6

新興市場における社債発行



資料：Dealogic.