

国際金融安定性報告書 (GFSR) 市場アップデート

IMF 金融資本市場局

2009年1月

深刻な景気減速の中で、世界の金融市場は、引き続きレバレッジ解消の圧力に晒されている。多岐にわたる政策を採っているにもかかわらず、世界金融システムは依然として極度に逼迫している。その上、経済状況の悪化により、多額の減損が金融機関において新たに発生している。その対応として、金融機関は資産売却と期限が到来した融資の回収を通じてバランスシートを縮小させている。こうした行動は資産価格に対する下方圧力を増し、与信の縮小を招いている。金融セクターの機能と信認の回復が景気回復に必要な要素であるが、政策当局と市場参加者の両者によるより積極的な行動によって必要なレバレッジの解消が混乱無く進むようにする必要がある。流動性供給、資本の注入、問題資産の売却という三本の柱から成る広範なアプローチを、十全かつ迅速に実施することで、バランスシートを浄化する必要がある。同時に、金融の安定を取り戻すために必要な政策の一貫性と整合性を確保すべく、国際協力が求められている。

金融の安定に対するリスクは、2008年10月以降、高まっている。マクロ経済のリスクは、世界の経済成長が世界貿易の急な減速と平行して急激に下降したことにより増大し、信用リスクもまた、経済及び金融状況の悪化により貸出にかかる損失が増えたために増大している。同時に、リスク資産からの逃避や不安定な市況により、リスクフリー金利が金融緩和とともに低下したにもかかわらず、資金調達コストは増大した。新興市場国も、先進国の金融・経済の難局の影響を受けており、新興市場資産からの投資家の急激な撤退と資金調達コストの増加により、これらの国が近年達成した経済的な成果が失われてしまう恐れがある。

大規模な政府の支援により、多くの資産クラスの市場で2008年末にかけて、機能の回復が見られた。しかし、経済と金融セクターのネガティブな相互作用により、貸し渋りは世界的に広まりつつ激化し、金融機関間の信任も緊張した状態が続いている。それどころか、最近の銀行収益に関するショックやその他の経済に関する悪いニュースは、銀行の株式価格に下方圧力をかけており、クレジット・デフォルト・スワップの

幅は、引き続き高水準のシステムリスクの存在を示している。(図1.1、図1.2) 公的資本の注入にもかかわらず、世界中の多くの銀行は厳しい景気後退を耐えるだけの自己資本の余裕がないかもしれない。

政策当局は、金融機関の損失規模の増大とその広がりへの対応に追われ続けていることと、資金調達圧力が継続しているため、その危機解決能力が十分に発揮できないでいる。信用仲介と信認は極度に低下しており、これが景気の回復期待を殺ぐとともに金融機関の民間からの資本調達を困難にしている。政策当局が確固たる措置を採らなければ今後数年にわたり借り手が既存債務の借換えリスクにさらされていることから状況がさらに悪化する恐れがある。これは、銀行にも、先進国・新興市場国の企業にも、また国家についてもある程度当てはまることである。

銀行システム以外でも、保険や年金基金のシステム・リスクが拡大している。保険会社は質が急激に低下している資産を多額に保有しており、年金基金もその資産に大きな痛手を負っている。

償却は増大

ここまでの間、銀行は資産の償却額にほぼ見合う規模の資本増強を得てきたが、このかなりの部分は第4四半期に行われた巨額の公的資金の注入によるものである(図2)。広範な市場における信用状況の悪化を反映し、米国でオリジネートされた与信にかかる銀行・その他の部門を通じた損失見込みは、2008年10月GFSRの推計の1兆4,000億ドルから2兆2,000億ドルへと拡大した。2008年10月推計からの増加分は(主として証券の)時価評価にかかるものが多くを占め、特に社債と商業不動産関連証券に顕著であるが、経済見通しの悪化を反映して銀行の貸出債権でも資産劣化は進んでいる。

今後も、損失がさらに拡大すると予想され、銀行は一層多額の資本を必要とするであろう。世界規模での見通しを立てることは非常に困難であるが、欧米の銀行について、(米国でオリジネートしたものだけでなく、ヨーロッパと新興市場諸国にかかるものも合わせれば)我々のラフな推計では2009年、2010年中の償却によって、同期間に期待できる収益を勘案しても、自己資本が合計で少なくとも0.5兆ドル程度不足するものと見られる。これは、欧米の銀行全体で見ると、自己資本比率の低下を防ぐためだけで、この規模の新規の資本調達が必要であることを示している。これだけでなく、銀行の信認を改善するには、銀行の不良資産のバランスシートを改善するための強力な措置とともに、さらに追加的な資本増強が必要である。

ヘッジファンドや投資信託も大きな痛手を被っている。投資家がより安全な資産への移しかえを進めることで運用資産の減少に直面している。資産価格の下落と解約によりヘッジファンドのバランスシートの規模は2008年の第4四半期で約半減したと推定されている。これは市場流動性のかなりの部分をヘッジファンドによる取引に頼っていた市場にとっては特に憂慮すべき事態である。

資金調達が不足

資本注入と政府保証にもかかわらず、銀行の資金調達市場へのアクセスは徐々にしか改善していない。証券化形態での市場借入は限定されている。現在証券化されている債券はオリジネーターのバランスシートにそのまま残り、中央銀行への差し入れ担保としての利用にとどまる一方、銀行は政府保証なしで無担保債券を低コストでは発行できない状況にある。各種の政府保証プログラムを活用し、銀行はバランスシートの安定化のために多額のターム資金の調達を始めている。

中央銀行による流動性供給と金利引下げはインターバンク金利を押下げており、今後ともタームプレミアムは徐々に縮小していくものと見られる。(図3)しかし、ほとんどの銀行がより長期の資金を必要としているにもかかわらず、中央銀行が供給した流動性の大部分は翌日物の市場にしか再放出されないか、中央銀行に還流してしまっており、再調達(ロールオーバー)リスクがさらに拡大している。(図4)こうした現象は流動性ショックが再発する可能性、取引相手の信用状況にかかる不安、及び将来的に資産を保持するために必要な資金ニーズに関する不透明性に起因している。

先行きを見通すと、新興市場諸国、特にその借入企業はレバレッジの縮小と与信の削減に対し、引続き影響を受けやすい状況にある。新興市場を対象としたシンジケート・ローンには危機の伝播とともに第4四半期に急減しており、特に欧州の新興市場諸国の低下が大きい。新興市場諸国債券の市場では第4四半期には一時ほぼ完全に市場が消えてしまったが、1月には高格付けソブリンものの発行が一部再開した。(図5)企業が銀行からの短期融資に傾斜する中で、企業借入の期間構造が短期化し、借換えリスクをさらに高めている。巨額の借換えが必要とされる限り資本市場は貸出しに消極的であり、加えて、世界経済の成長が鈍化する中で企業も売上げが減少するという困難に直面しており、企業デフォルトのリスクが高まっている。

信用供与の低下

インターバンク市場が機能不全に陥り、銀行部門に流動性が退蔵されている中、政府が介入し金融仲介機能を支援する必要も出てきている。公的な介入があったケースでは、金融仲介の経路がある程度機能を続けている。これは銀行による債券発行に顕著

に見られ、最近の銀行による債券発行はそのほとんどが政府保証に裏打ちされている。アメリカでは、連邦準備銀行(Fed)によるコマーシャル・ペーパー・プログラムにより、CP市場が再活性化され、また不動産担保証券の買取プログラムにより、同証券の金利低下と発行増が見られる。一方、公的支援を受けていない市場ではほとんど改善が見られない。アメリカの例をとると、自動車ローンやクレジットカード債権に基づく資産担保証券では改善は限定的であり、商業不動産セクターにおいては市場は悪化している。

多くの国で民間信用の拡大ペースが鈍化する一方、公的部門への信用は加速している(図表6)。今までのところこれは主に、銀行の与信基準の厳格化のため起きているが、今後は借入需要の低下の影響が大きくなっていく見込みである。こういった傾向はクロスボーダーの銀行貸出にも現れており、国内信用拡大や貿易信用を海外からの資本に依存している新興市場国にとって、特に思わしくない傾向である。実際、貿易信用は急速に減少したものとみられ、減少の一部は銀行がバランスシートのレバレッジ解消をする中で貸し出しを渋っていることに起因すると思われる。他方では、西欧の銀行システムの中には、新興市場での資産の質の悪化のリスクに大きくさらされているものもある(図表7)。資産分散の利点があるとは言え、成熟市場及び新興市場の銀行システム間でショックが波及すれば、危機が更に広がる恐れがある。

決定的かつ即効性のある政策の必要性

次に金融の分野における政策提言について述べる。2008年10月のGFSRにおいては、危機解決のための三つの柱からなるアプローチとして、中央銀行による十分な流動性供給及びターム物資金への支援、銀行の資本増強、問題資産に対する対策を取り上げた。同報告書では、金融政策が効果的であるためには、包括的であること、また意図しない影響が国境を越えて及ぶことを防ぐために国際的に協調されたものであることが重要であると指摘した。

銀行部門の潜在的な損失を限定するとともに、資本注入を実施するこれまでの政策は、現在のところ、金融システムの健全性に対する懸念を払拭するにはいたっていない。必要に応じて資本注入を行う、特定のタイプの資産や貸出に対して支援を行う、様々な種類の保証を提供する、といった政策が今までに採られてきたが、これらのプロセスは場当たりの見受けられる。これらの対策により安定化した金融機関もあるが、それと同時に、信用供与決定のひずみ、特別な扱いを受けない市場の締め出し、公的支援を必要としないより効率的な金融機関にとって不利に働く、納税者による最終的なコスト負担を重くする可能性、といったリスクも生じている。実際、政府保証や公

的資本注入による財政面での影響が既に懸念されており、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のスプレッド上昇や格付けの不透明性につながっている国もある。

経済と金融システムの間への負のフィードバック作用による影響は、そのスピードと規模において、今までのところ政策対応を圧倒してきた。累積する損失が引き起こす下方スパイラルをせき止めるために、果敢かつ緊急の行動が今まさに必要とされている。そのためのコストは、信頼回復のスピードにも大きく左右されようが、現在用意されている規模を凌駕するだろう。特に、以下の要素を含む戦略に基づき、包括的かつ協調的なアプローチを作り上げる必要がある。

- **資本増強と問題債権への対応を急ぐべきである。** 銀行のビジネスプランへの評価と健全性維持の観点からどの金融機関が公的資金を必要とするかにかかる判断は、監督当局が率先して行うべきである。なぜなら待てば待つほど財政負担が大きくなることを歴史が示しているからである。不良債権の負担が大きいものの資産超過であり存続可能な銀行についてはリストラと資本増強を行い、存続不能な銀行については公的な所有に移しリストラの上売却するか、秩序だったやり方で清算することができよう。一般的に言って、より多額の公的資金を受けた銀行ほど厳しい条件が課されるべきである。リストラの過程では金融機関から不良債権を切離すために公的な所有になる「バッドバンク」を活用することも考えられる。
- **当面の短期的な政策及び措置は自律的な金融システムに関する長期的なビジョンと整合的なものでなくてはならない。** こうしたゴールがないと、政策の信認に問題が生じることになる。また、調整は今後しばらくの間続き、将来の金融セクターの最終的な形としては、レバレッジが今より下がり、経済全体に占める割合も小さくなっているであろうことを認識しておくことも重要だ。ただし、実体経済への負のフィードバック効果の拡大を避け、健全な借り手への融資を促すためには、徐々に時間をかけて自己資本比率を引き上げる必要がある。過去の危機から言えることは、信用の伸びが回復するまでには時間がかかり、銀行のバランスシートがきれいにならない限りは正常化しないということである。
- **より安定的な金融システムへの過程では、明確かつ整合的なルールを適用すべきである。** 信認の回復のためには、民間部門においても公的な政策実施においても、透明性と明瞭性が不可欠である。当局は政策、公的支援の活用、個別金融機関への対応につき透明性を確保すべきである。これは特に資産の評価、なかでも銀行から分離させるべき資産の特定と評価、資本増強にかかる条件、当局が十分とみなす資本準備の水準についてあてはまる点である。

- 金融行政にかかる国際的に共通な枠組みを構築するための協力を重点を置くべきである。金融機関を支援する際の条件が大きく異なるのは競争条件の歪みや規制の「いいとこ取り」といった意図しない結果をもたらす可能性があるため、これを避けるべきである。国内金融機関が優遇されたり、国内与信が奨励され、他国に不利益をもたらすような、過剰な「自国バイアス」を避けるためにも、国際協調が必要である。金融機関に適用されるより国際的に整合的な破産処理制度もこの観点から有益である。

いかなる単一のリストラ・モデルもあらゆる国や銀行に当てはめることはできない。しかしそれぞれのモデルは違っても、各国間の協調が肝要である。解決策の適用に当たって個別に修正が必要な場合も、透明性と競争条件の公平を保障する単一の戦略と枠組みの下に行われるべきである。危機解決にむけこれまで講じられた政策の中で示されたコミットメントは歓迎すべきものである。中期的にみると、規律ならびに監督の枠組み改善に向けて既に着手されているイニシアチブは、強固で革新的な金融システムの構築に不可欠である。