

# 2016年4月国際金融安定性報告書

## 要旨

2016年4月13日

2015年10月に公表された前回の国際金融安定性報告書執筆時に比べ、国際的な金融不安定化リスクは増大している。先進国における悪化は、不確実性の増大と成長の減速、及び景況感の悪化に起因している。国際的な資産市場の混乱も状況を悪化させている。原油、一次産品価格の下落に伴い、新興市場国における金融リスクは高止まりしており、中国の成長経路の移行にかかる不確実性の増大が与える世界市場への影響も拡大している。この結果、金融は引き締め気味になり、リスクアペタイトは減少し、信用リスクが高まり、財務内容の改善も妨げられており、金融安定性の低下につながっている。

成長が徐々に改善していくことが見込まれるにもかかわらず（2016年4月公表の世界経済見通し参照）、一月から二月にかけての市場の混乱の中で多くの資産価格が暴落し、マクロ経済のファンダメンタルズと乖離したレベルにまで低下した。ファンダメンタルズと市場価格の乖離は、経済・金融・政治的なリスクの増大と政策への信頼の低下に伴い、市場のボラティリティとリスク回避姿勢が拡大したことによるものとも考えられる。二月以降、資産価格は回復し、年初からの下落を[大部分]取り戻し、ボラティリティも低下している。この回復の背景としては原油・一次産品価格の反騰、米国の経済データの改善、および各国中央銀行の対応があげられる。とはいえ、この混乱と回復の過程で景況感は傷つき、金融安定性にも悪影響が及んでいる。

本報告書の最大のポイントは、経済成長と物価の先行きを改善し金融の安定を確実にするには、よりバランスの取れた強力な政策を組み合わせることが必要であり、そのためには追加的な施策が必要である、ということである。このような対応がとられなければ、市場が再び混乱に陥る可能性がある。混乱が再発すれば、リスクプレミアムが上昇し、金融がさらに引き締め、景況感の悪化、成長の低下、インフレの低下、債務状況の悪化が連鎖する悪循環に陥る恐れがある。国際的に資産市場が混乱すれば、景気の減速が長期化し、金融・経済が深刻な不況に陥るリスクが高まる。金融不況が深刻化すると金融機関のバランスシートが長期にわたり毀損した状態が続き、資本の配分や貯蓄の動員といった機能を十分に果たせなくなる可能性がある。結果、金融システムの健全性が大きく損なわれ、経済成長と金融の安定性に長く悪影響を及ぼす恐れがある。このようなシナリオの下では、2021年の世界の実質GDPは基本シナリオに比べ3.9%も低い水準にとどまると予想される。

現在の景気回復過程を確実なものにし、より強固な経済成長と金融の安定を実現するためには、政策当局は次の三つの課題に対応する必要がある。先進国においては過去の危機から残る負の遺産を清算し、新興国においては脆弱性の高まりに対応し、そしてシステミックな市場流動性リスクの高まりに対処することである。このような課題に適切に対処できれば、世界経済はより健全で強固な金融システムの構築と持続的な経済成長の実現という目標に向かって、大きく舵を切ることができる。このようなシナリオが実現できれば、基本シナリオに比べ、2018年の世界 GDP は1.8%高まるであろう。

先進国では、過去の危機からの負の遺産を清算しなければならない。先進国の銀行部門のバランスシートは改善し、資本・流動性準備も強化されており、健全性は高まっている。このような改善にもかかわらず、軟調な経済環境において銀行のビジネスモデルが十分な収益をあげられるのかとの懸念から、銀行は年初に市場の圧力に曝された。資産規模ベースでみた先進国の銀行の15%は、改革なしには存続のために必要な収益を上げられないとみられる。ユーロ圏では、長らく清算されずに残っている危機の負の遺産に再び市場の関心が集まっており、欧州の銀行が抱える問題の抜本的な解決を先延ばしすることはもはや不可能な状況であることを示している。蓄積して多額の不良債権を抜本的に処理するとともに、過剰なユーロ圏の銀行を、時間をかけても整理していく必要がある。米国では、2008-09年の危機の震源地となった住宅金融市場が依然として公的な支援にかなりの程度依存しているという問題がある。ファニーメイとフレディーマックの寡占的な地位を弱める努力を今一度強化し、この両機関の改革を進めるべきである。

第三章では、各先進国において、保険部門、中でも生命保険会社の金融システムの安定に与える影響が増大している点を指摘している。その影響力は銀行部門には及ばないものの、増大の原因は保険会社各社が抱える総リスク量が共通して上昇してきたことによる。一つの要因は金利リスクの拡大であり、いま一つは資産クラス間で価格変動の相関が高まっていることである。その結果、負のショックが生じ金融仲介機能が金融システムの他の分野で低下した場合に、代替的な資金仲介機能の役割を保険会社が期待通りに発揮できなくなる可能性が高い。

これらの分析が示すのは、当局は保険業に対してもマクロプルーデンス手法を活用すべきということである。具体的には、マクロプルーデンス的観点からのストレステストの実施やカウンターシクリカルな自己資本バッファの導入が考えられる。マクロプルーデンス政策の強化を補完する上では、国際的に統一された資本規制や透明性規制を採用することも有用である。さらに、弱小な保険会社の行動が業界全体の動向と乖離している点についても、当局は注意を払う必要がある。

新興国は国際的な環境の逆風に耐えられる力を高める必要がある。新興国はポートフォリオ投資に伴う資本移動の変動が激しくなっている中で、低成長、一次産品価格の低下、与信環境のタイト化という困難な状況の組み合わせに直面している。このため、金融面および経済面のリスクが高止まりしている。各国当局は政策の枠組みを強化してきたことで拡大した政策の発動余地を適切に活用し、この国内的・国際的な環境悪化に極めてよく耐えている。

高水準の民間債務が信用リスクの拡大と銀行部門のリスクの重しとなる中、一次産品関連企業による設備投資の大幅な削減が進んでいる。中近東やコーカサス地方の一次産品輸出国では実物経済、金融面の両方で大きな試練にさらされている。国営企業と政府の間のリスクの連動

が高まっており、債務返済圧力にさらされている国では財政と金融システムの両面でリスクが高まる恐れがある。より広く目を転じると、債務返済能力が低下している非金融法人企業にかかる債務は6,500億ドルにまで急増しており、これは本報告書がカバーしている世界の上場企業の総債務の12%にあたる。銀行の資本準備は一般的には十分とみられるが、収益性が低下する中で信用循環が下降局面に入ることによって、状況は厳しくなる。

新興国は総じて、一次産品価格の低迷と経済成長と資本流入の低下の影響を抑え、経済活動を維持するために必要な措置をとる力がある。新興国の政策当局は、引き続き可能な限りショックの吸収力と政策発動の余地を活用することで、外的ショックへの調整を円滑にし、政府や銀行のバランスシートの強化に努めるべきである。具体的には経常黒字や外貨準備などの対外的なバッファの利用と、財政金融政策、マクロブレードンスおよび金融監督政策などの活用が考えられる。ショックの吸収余力や政策の発動余地が限られている国では、脆弱性を緩和するため早期にマクロ経済政策の転換を図る必要があり、場合によっては対外支援を活用することも必要となる。

中国では経済のリバランス化が進みつつある。新たな成長の源泉の確立に向けた経済構造の転換を果たし、金融部門のリスクに対応するための努力は成果を上げつつある。影の銀行部門に対する規制の強化により、資金の流れは銀行融資と債券発行に戻りつつある。しかしながら、中国経済のリバランスは本質的に複雑なものであり、新たに生まれてくる脆弱性に遅れを取らないようにするためには、より野心的で包括的な政策パッケージが必要である。成長率の低下により企業部門の健全性は低下しており、収益が落ちたため債務返済能力が低下している企業が抱える債務は上場企業の総債務の14%に達している。バランスシートの悪化が全体として進んでおり、過剰債務を解消するための包括的な施策を通じ、着実に過大レバレッジの解消を図っていく必要がある。企業部門のレバレッジの解消を進めるに際しては、銀行を強化するとともに、特に過剰能力を抱えた産業で解雇された労働者のためのセーフティネットを構築する必要がある。不良債権を処理し、銀行を強化するための包括的な再編策を早期に策定する必要がある。同時に、企業倒産と債務再編を円滑に処理するための法的、制度的基盤を整える必要もある。

第二章では、新興国で生じたショックが先進国や他の新興国の株価や為替レートに強い影響を与えるようになった点を取り上げている。今や、これらの市場でのリターンの変動の三分の一以上が他の新興国でのショックに起因している。こうした現実には、自国のマクロ経済金融状況を評価する際には、先進国と新興国を問わず、政策当局は新興市場国における経済動向や政策動向に従前に増して注意を払う必要があることを示している。ショックの国際的な波及の発生源となるか国際市場からの影響を受けるかを問わず、国の経済規模よりも金融市場の国際市場への統合の程度が波及効果の強さを規定している。中国の成長率に関する新たなニュースが新興国と先進国の株式収益率に与える影響が強まっているにもかかわらず、中国発の純粋に金融面のショックの他市場へに波及が小さいのは、中国の国際金融市場への統合の浅さによって説明できる。しかしながら、世界の金融システムにおける中国の重要性は今後高まることが予想され、中国が自らの政策決定をより明確かつ迅速に対外的に発信し、政策意図の透明性を高め、目標に沿った戦略を構築することがますます重要になってくるであろう。また、企業借入と投資信託がショックを増幅させていく重要な経路になっていることから、こうした経路を通

じたシステミックなリスクの拡大を防ぐため、マクロプルーデンス維持の観点からの監視と政策の強化が重要である。

*市場流動性をより強靱なものとするべきである。過去の報告書でも指摘しているように、市場のショックが拡大することを防ぐために、投資信託に対する取り付けのリスクを抑え、市場流動性の供給を強化する包括的な対策が必要である。*

失敗の代償は大きい。まずは、経済成長低下と不安定性拡大のリスクを避ける必要がある。基本シナリオを上回る経済成長と金融の安定を確保する必要があり、そのためには野心的な政策努力が必要である。よりバランスの取れた、効果的な政策の組み合わせが必要であり、緩和的な金融スタンスを継続すると同時に金融改革努力を強化する必要がある。政策への信頼感を高めることで、脆弱性を引き下げ、不確実性を減少させることができ、金融市場と実物経済の間の好循環を確立することができる。