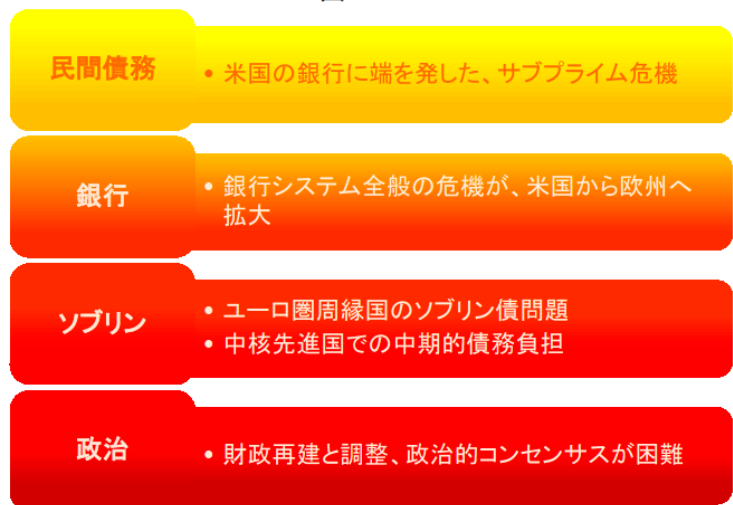


## 要旨

ここ数ヶ月の間に金融不安定性のリスクは大幅に上昇した。経済成長の減速により公的部門でも民間部門でもバランスシートが悪化し、過大な債務をどうするかという問題に直面している。多くの先進国は資金調達コストの上昇により国のバランスシートが一層悪化する危険にさらされているが、これは民間部門のリスクを政府が肩代わりしたことにも起因している。厳しい財政状況のため景気対策として財政政策を活用するには慎重にならざるを得ない一方、金融政策の側での追加的景気刺激の余地は極めて小さくなっている。こうした背景の下、すでに5年目に突入した危機はより政治的な要素をはらんだ新たな局面に入った（図1.1）。

ユーロ圏においては現下の問題に対処するための重要な対応は取られてはいるものの、危機国内と支援国間の政治的状況は、永続的な解決実現への障害となっている。他方、米国においては、世界的な安定のために決定的に重要な米国財政の中期的な財政健全化を実現する上で、政治がそのためのコンセンサスをまとめ上げる能力を失っているの

図1.1



ではないかとの疑念が強まっている。マクロ金融面の安定強化と成長加速のための構造改革の実現に向けて、先進国の政治指導者が広範な支持を獲得できないでいる状況を見て、果たして必要な対策を実行する能力があるのか、市場は疑念を抱きはじめている。金融面と政治面の弱さが露呈することでデフォルトの不安が高まっており、危機の伝播を防ぎ金融システムを安定化するための一貫した戦略の構築が是非とも必要となっている。

最近、世界の金融システムは多くのショックに次から次へとさらされてきた。ユーロ圏周縁国に起因する新たな金融市場の動揺、米国の格付け引き下げ、景気失速の徴候などが続いた。ユーロ圏では政府債務問題の深刻化から銀行システムの悪化と経済の悪化の悪循環が再燃する恐れが出てきている。債務危機が顕在化した2010

年以降、危機国国債の保有に伴う潜在的な損失はEUの銀行部門で2000億ユーロに達すると推計される。これは国債保有にかかる直接的な損失の推計値であり、銀行の資本増強必要額の試算ではない。そのような推計には銀行のバランスシートと収益に関するより詳細な分析が必要である。2000億ユーロという数値は過去2年間における銀行のソブリン信用リスクの増加額の概算値と考えるべきである。ただし、こうした信用リスクの増加はレバレッジの高い金融機関のネットワークを通じ拡大され、危機国の銀行部門に対する銀行間信用をも含むと前記の数値はほぼ五割り増しとなる。いくつかの国では銀行の市場からの資金調達是不可能になっている。この結果、さらに厳しいレバレッジの縮小と貸出の削減、さらに経済の縮小をひき起こす恐れがある。こうした事態を未然に防ぐには確実な財政健全化戦略によってソブリンリスクの源を絶ち、銀行部門を強化することでソブリンリスクの金融システムへの波及を防ぐ必要がある。

本報告では低金利政策は現在の環境では必要な政策ではあるが、金融システム安定化の観点からは長期的にはリスクを内包していると論じている。先進国においては成長率が低迷しているため、低金利の維持は経済の状況に対応した当たり前の対応であり、適切な政策である。しかしながら、多くの先進国ではバランスシートの修復が不完全なため依然として正常化していない部門がある一方、イールド指向の結果レバレッジが高まり、危険性が増しているセクターもある。しかも、低金利の結果、信用拡大のチャンネルが正規の銀行システム以外（いわゆる影の銀行システム）など、不透明な経路に移行している。こうした状況下では景気の下局面での信用収縮がより急激で大規模なものになる可能性があり、新たな経済的ショックが発生した際の資産内容の悪化がより激しいものになる恐れがある。こうしたリスクを抑えるためにはバランスシートの改善を加速させ、適切なマクロプルーデンス政策を採用する必要がある。

新興国では信用サイクルはより成熟した段階に入っている。より高い成長見通しと良好なファンダメンタルズに先進国の低金利が加わって、資本流入を呼び込んでいる。資本流入は新興国内の流動性と信用の一層の拡大を促し、バランスシートのレバレッジの拡大と資産価格の上昇をもたらしている。緩和的な政策を採っている国では景気過熱、金融面の不均衡の拡大と貸出内容の劣化に繋がる恐れが特に強い。すでにいくつかの地域では不良債権の増加が予測されている。しかし同時に、新興国は、世界経済の失速、突然の資本流出、資金調達コストの上昇による銀行の弱体化などにより経済が急激に反転するリスクにもさらされている。本レポートの試算では、複数のショックが同時に発生する厳しいシナリオの下では新興国の銀行の自己資本比率が6パーセントポイントも低下する可能性がある。中南米の銀行にとっ

ては交易条件の悪化の影響が大きく、アジアとヨーロッパの新興国では資金調達コストの影響が大きい。

リスクは高まっており、国際金融システム危機と世界景気の失速を予防するための措置をとる時間的猶予もなくなっている。先進国では危機がもたらした不均衡を早く清算し、金融規制改革を完成させ、金融システムのリスクへの耐性を高める必要がある。新興国では金融面の不均衡の拡大を抑制し、同時により頑健な金融システムのためのインフラを整備しなければならない。特に重要なのは以下の諸点である。

- *先進国のソブリンリスクを軽減し、他国への波及を防止するために、首尾一貫した政策対応が必要である。7月21日のユーロ圏サミットとECBによる発表によりユーロ圏の危機対応はかなり前進した。しかし、合意された事項を速やかに実現するとともに、ユーロ圏における経済金融面のガバナンスの枠組みの強化を検討する必要がある。米国と日本においては中期的に財政健全化を達成する戦略を構築し、ソブリンリスク問題に対応する必要がある。米国が財政問題を適切に解決できなかった場合の国際的な金融、経済面への悪影響は大きく、これは極めて重要な課題である。*
- *金融システムのショックへの耐性を高め、行き過ぎを防止するための明示的な努力が必要である。財政面での所要の努力に加え、バランスシートの修復と自己資本の増強による銀行部門の強化を通じ、銀行部門をソブリンリスクから遮断することができる。財政面の努力を通じて財政の長期的な持続可能性を回復させることができれば、ソブリンリスクのプレミアムは縮小し、銀行への圧力も軽減される。しかし、リスクと不確実性の高まりに照らし、また市場を説得するためにも、市場からの資金調達の割合が大きく高リスクの国債保有が多い銀行など、一部の銀行では資本増強が必要かもしれない。必要とされる資本増強額はソブリンリスク問題を解消するための基本であるマクロ経済政策がどの程度信頼されるかにも依存する。ショックに備えて自己資本を積みますことで民間部門への融資にも好影響が期待される。弱い銀行はリストラするか清算する必要がある。自己資本の増強が必要な場合は民間資金によることが望ましいが、公的資金による資本増強も必要になることが考えられ、これは銀行が存続可能である限り適切な施策である。長期にわたり低金利が続くことに伴うリスクに対応し、また信用収縮に備えるためにも、マクロプルーデンス政策の強化が必要となるかもしれない。*
- *新興国の政策当局は景気過熱と金融面の不均衡の蓄積を防止すべく、適切なマクロ経済政策と金融規制監督面での政策を遂行する必要がある。ストレステス*

トの結果は、多くの新興国で銀行のバランスシートを強化すべきことを示している。

- 一連の金融改革案をできるだけ早く確定させ、国際的に整合性のある形で実施に移す必要がある。バーセル III 銀行規制の最終合意、システミックに重要な金融機関に対する規制、及び影の銀行部門への対応などである。

本報告書の第二章は「長期投資家と資産配分：その現状」という表題の下、長期のリアルマネーを扱う機関投資家の国際的な資産配分行動を分析し、危機によってその行動に基本的な変化が起きたかを検証する。公的及び民間年金基金、保険会社、及びこれらの資金を受託している資産運用会社は金融危機の過程でリスクが高く流動性の低い資産を避けるようになってきている。より安全で流動性の高い資産にスイッチする動きの結果、国際金融市場でこうした長期の投資家が果たしてきた市場安定化が損なわれる恐れがあると本章では注意喚起している。

同時に、本章は新興市場資産への傾斜という長期的な運用トレンドが加速している点を指摘している。この背景にあるのは金利差ではなく、高い経済成長への期待とカントリーリスクの低下の認識である。しかし、こうした基本的な投資の誘因が変化した場合、新興国の債券・株式ファンドからの資金流出は急減に起こり得、しかもその規模は 2008 年の危機発生時の規模を上回る恐れもある。このことは、新興国が安定した高成長の維持と金融システムの強化に向けた政策を遂行することの重要性を示している。

第三章は「マクロプルーデンス政策の運用に向けて：政策発動のタイミング」と題し、システミックな危機を予測するためにどのような指標が役立つかを検討している。与信関連の指標では与信の対 GDP 比が年間に 5 パーセントポイント以上上昇すると、2 年以内に金融危機が発生する確率が高まることが確認された。外国金融機関からの直接の融資がこの与信に含まれる場合には危機の可能性がさらに高まる。さらに重要な点としては、こうした与信関連指標を他の指標と組み合わせることで、信用拡張の原因についての知見が高まることで予測の精度がさらに高まる。このことで、与信の拡大が健全な経済成長を支えているものかどうかを判別でき、マクロプルーデンス政策を誤って強化するリスクを低めることができる。

最後に、本章ではシステミックなリスクの蓄積を抑えるための政策についても評価している。代表的なマクロプルーデンス政策手段である景気変動に抑制的なカウンターシクリカルな自己資本規制基準が景気サイクルの振幅の抑制に役立つ点について分析している。興味深い発見としては、こうした景気の安定化機能が為替相場制度にかかわらず発揮される点が上げられる。このことは、この政策手段は幅

広く有効であることを示唆している。本章は、多くの国で活発に検討されているマクロプルーデンス政策の構築と運用に向けた議論に貢献するものである。