

コラム

1-2 国際金融資本市場の混乱と我が国のかかわり

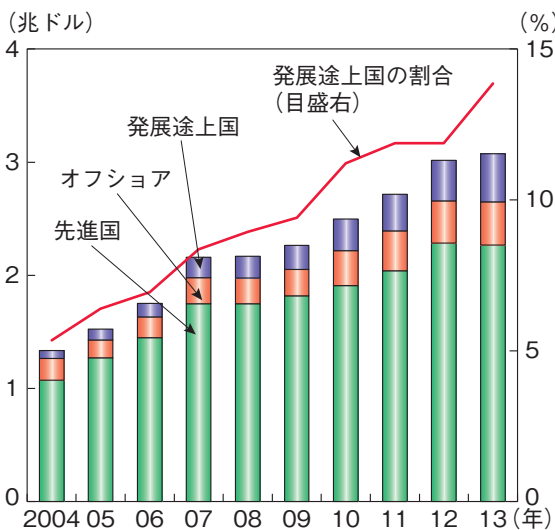
新興国では、構造的な問題を抱える国を中心に、資金流出への対応が意識される展開となったが、こうした状況は、我が国との結びつきからはどのように評価できるのだろうか。まず、我が国の側からみると、我が国の金融機関の与信残高や、直接投資・証券投資残高に占める発展途上国の割合は、ともに15%弱であるが、徐々に上昇してきている（コラム1-2図（1）、（2））。

他方、新興国の側からみると、総じて日本からの資金流入は増加を続けており、国によって日本のプレゼンスにばらつきはあるものの、タイやインドネシアのように日本の占める割合が増している国もみられる（コラム1-2図（3））。この背景には、日本企業が東南アジアの中長期的な成長を見込んで投資を継続していることが挙げられる。我が国が新興国に対して安定的に資金を供給してきたことは、今回の国際金融資本市場の動揺の局面では新興国の金融資本市場の変動を小さくする効果を発揮したとの前向きな評価ができる⁵⁷。一方、今後、より大きなショックが生じた場合には、新興国経済の下振れが我が国経済にフィードバックしてくる度合いも大きなものとなる可能性がある。民間主体による国際的な結びつきの強化を、我が国の安定的な経済成長につなげていくためにも、これまで進めてきた金融市場の安定に向けた協力体制を強化・拡充していくことが重要である。また、我が国が採用している金融緩和政策が、他国に対して与える影響について考えると、世界の証券投資に占める日本の割合はアメリカに比べるとかなり小さいため、アメリカと同列に語ることはできないが、一定の影響を及ぼす可能性にも留意が必要である。

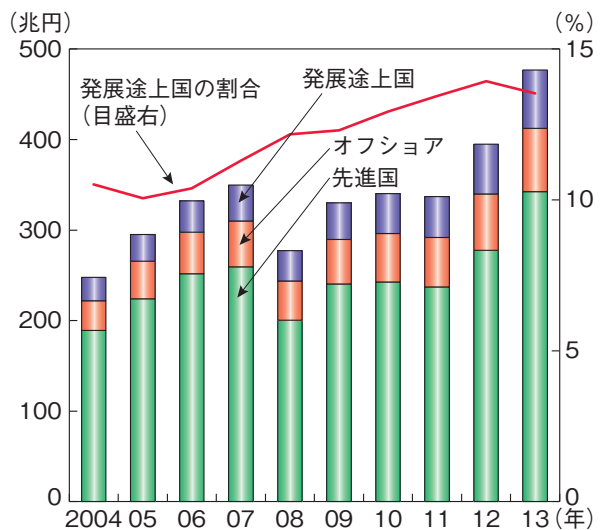
コラム1-2図 新興国と我が国の金融上の結びつき

我が国からは、新興国への資金流入が傾向的に増加

(1) 与信残高

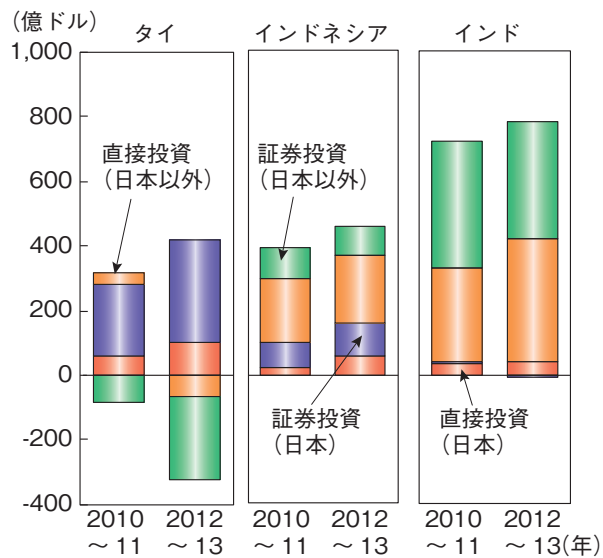


(2) 我が国からの証券投資・直接投資の残高



注 (57) また、多くの新興国では、1997年のアジア通貨危機の教訓を踏まえ、外貨準備の積み増しや、自国通貨建ての債券発行による為替変動リスクの低減といった取組を進めてきた結果、かつてに比べて資本移動の変化に対してより頑健な体制を築いている。

(3) 新興国における直接投資・証券投資のフロー



- (備考)
1. BIS「国際与信統計」、財務省「国際収支統計」、「対外資産負債残高」、CEIC、財務省資料により作成。
 2. (1)、(2) は、各年末の残高。「オフショア」はケイマン諸島、香港、シンガポールなど。
 3. (2)、(3) は、IMF国際収支マニュアル第5版ベース。

次に、アメリカの金融政策の転換が国際金融資本市場に与えた影響をみると、経常収支赤字や財政赤字といった構造問題を抱える新興国を中心に通貨安が進んだ（第1-2-8図（2））。やや長い目で、アメリカからの資金フローをみると、2009年以降、アジア・大洋州向けの資金フローの割合が増加している（第1-2-8図（3））。こうした世界金融危機後の新興国への活発な資金流入が、金融政策の転換を受けて変化することへの懸念が生じた。

以上のアメリカの金融政策の転換に際しての経験を踏まえると、量的金融政策の「出口」が意識される局面では、内外の金融資本市場において、経済実態の変化を上回るペースで、長期金利や為替が変化する可能性があることに留意が必要である。

● 「出口」が意識される局面では慎重なコミュニケーション戦略が必要

以上のアメリカでの経験を踏まえて、日本の金融政策及び金利について含意を検討していこう。まず、我が国の経済の現状を踏まえると、金融政策の「出口」が具体的に意識される局面ではない。日本銀行では、「量的・質的金融緩和」を、2%の物価安定目標を「安定的に持続するため必要な時点まで」継続するとしている。現在の物価上昇率などをみると、この目標達成までにはなお距離がある。デフレ脱却に向けて、金融政策には引き続き強力な取組が求められており、そうした姿勢が今後とも市場に的確に浸透していくことが重要である。

「出口」はまだ先のことではあるが、デフレ脱却が確かなものとなるにつれて、日本の「量的・質的金融緩和」の「出口」が意識される局面はいずれやってくる。アメリカの事例でみたように、市場の見方が大きく変化する局面では、長期金利のボラティリティが上昇したり、水準が大きく変化したりする可能性を念頭に置く必要がある。金融政策当局には一層慎重なコミュニケーション戦略が求められる。

● 金融政策の「出口」に関して予断を持つことなくバランスの取れた対応が重要

伝統的金融政策の下では、一般的には、物価上昇に伴って政策金利が引き上げられていくことが考えられる。一方、現在のアメリカの量的緩和政策においては、過去の平均的な政策反応関数が示唆するよりも長い期間にわたって政策金利を低めに維持しようとしている。この点を勘案すると、非伝統的金融政策の「出口」において、必ずしも、直ちに政策金利が引き上げられるとは限らないことが示唆される⁵⁸。これは、ゼロ金利制約に直面する中でより緩和的な金融環境を生み出すために、政策金利の引上げ時期へのコミットメントをどのように設定するか、あるいは最適な金融政策ルールをどのように考えるか、という問題として捉えられ、実務面の問題も含めて議論が行われている⁵⁹。

注 (58) 日本における前回の「量的緩和政策」においても、政策継続の具体的な判断材料の一つとしての物価（CPIコア）の過去数か月の平均を基調として評価しており、先行きの見通しではなく過去の実績を将来の政策決定と結びつけた面がある（Momma and Kobayakawa (2014)）。こうした過去の実績と関連付けて政策を決定していくとコミットすることで、将来についての期待への働きかけを強めることを歴史依存性があるという。「量的緩和政策」におけるコミットメントには歴史依存性があり、これがコミットメントの効果を強めたとの解釈（鶴飼（2006））がある。

(59) Bayoumi et al. (2014)。

長期金利は、金融政策のほか、物価上昇率や各国の経済・金融情勢など、金利に影響を与える諸要因の先行きに対する市場参加者の見方を反映していくとみられる。ただし、上述のとおり、ゼロ金利制約への対応については諸外国においても盛んに議論が行われているところでもあり、2%の物価安定目標の実現に向けてまだ道半ばである現段階において、我が国の「量的・質的金融緩和」の「出口」の時期やその時の市場動向等について、予断を持つべきではない。様々な可能性を念頭に置いた上で、必要な対応をバランスよく行っていくことが重要である。なお、以上で述べたような問題とは別に、金利上昇が財政や金融システムに与える影響に配慮して、中央銀行が低金利政策を続けざるを得なくなるリスクがあるとの指摘もある⁶⁰が、この点は本節の最後に検討する。以下では、これらの論点を踏まえ、金融システムや財政におけるリスクやそれへの対応について検討していこう。

●金融システムの安定に向けミクロ・マクロ両面でのプルーデンス政策が重要

ここでは、金利の上昇や、緩和的な金融政策の継続が、金融システムに与える影響について検討する。

まず、長期金利の上昇が金融システムに与える影響についてみてみよう。長期金利が上昇する場合には、保有有価証券の価格下落による損失が考えられる。そこで、銀行による国債の保有状況を前回の量的緩和政策の終了時と比較してみると、国内銀行全体としてみれば、残高は増加しているものの、純資産比はほぼ横ばいとなっている（第1-2-9図（1））。日本銀行による巨額の国債買入れが続く下で、銀行の国債保有残高は引き続き減少していくことが見込まれる⁶¹。さらに、国内基準行⁶²では、2014年3月末から新たに導入された自己資本比率規制において、有価証券評価損益を自己資本へ反映させない扱いが恒久化されたこともあり、国債の売却に伴う売却損の発生を除けば、自己資本に対する短期的・直接的な影響は大きくないとみられる。ただし、個別行によって保有するリスクは異なることから、ミクロのモニタリングによるチェックが重要である。

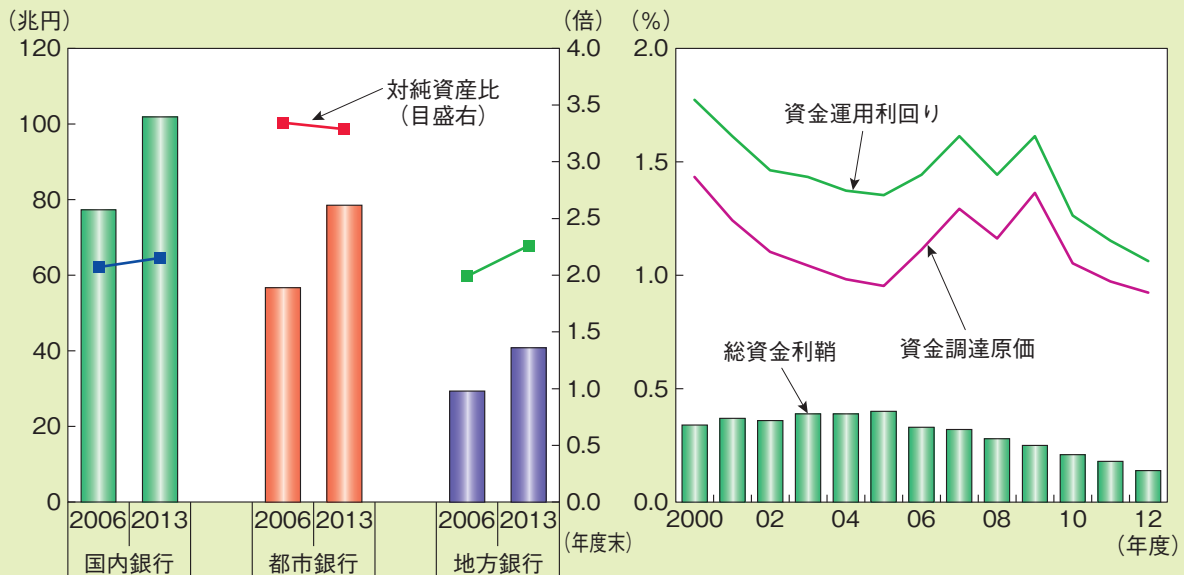
次に、緩和的な金融環境が長期にわたって維持されることによる金融システムへのリスクを考えると、過度なリスクテイキングによる資産バブルの発生による影響が考えられる。バブルが崩壊した場合のコストの大きさは周知のとおりである。したがって、検査・考査といったミクロでのプルーデンス政策により、個別金融機関のリスクの保有・管理状況を点検していくほか、金融システム全体に係る不均衡の蓄積がないか、マクロのプルーデンス政策を進めていく必要がある。

注 (60) Sargent and Wallace (1981)、Kocherlakota (2011) など。

(61) 業態別にみると、一般的に、地方銀行の方が都市銀行に比べて保有債券のデュレーションが長い傾向があるほか、「量的・質的金融緩和」後の国債残高の減少スピードも相対的に緩やかなものとなっている（付図1-7）。この背景には、地方銀行にとっては、債券投資からのインカムゲインが重要な収益源となっていることがある。もっとも、銀行の市場リスク全体をより正確に評価するためには、金利リスクだけでなく、株価・為替といった他のリスクの保有状況や、リスク間の相関を踏まえた、包括的な検証が必要である。

(62) 地方銀行の多くが該当。

第1-2-9図 長期金利と金融システムをめぐるリスク

金融システムの安定に向け、ミクロ・マクロ両面でのブルーデンス政策が重要
(1) 国内銀行の国債保有残高 (2) 銀行の総資金利鞘

- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、「民間金融機関の資産・負債」、Bloomberg、全国銀行協会資料により作成。
2. (1) の地方銀行は、第一地方銀行と第二地方銀行の合計。国内銀行の国債保有残高は国庫短期証券を除き、都市銀行及び地方銀行は国庫短期証券を含むため、定義が若干異なる。2013年度末の純資産は、中間決算(2013年9月末)の計数。
3. 総資金利鞘は、資金運用利回り－資金調達原価。

最後に、金融システムにリスクが顕現化した際に、その損失を吸収するための資本を蓄積する元となる収益性を確認しておこう。緩和的な金融環境による長短金利差の縮小に加え、貸出需要の低迷や競争環境の激化を背景とする貸出利鞘の縮小の影響を強く受けて、銀行の資金利鞘は縮小してきた(第1-2-9図(2))。有価証券の売買など一時的な損益を除く基礎的な収益も中長期的な低下傾向にある。最近、企業の借入需要が幅広く増加していることは利鞘の拡大要因と捉えられるものの、銀行の基礎的な収益力の維持・強化は重要な課題である。

● 着実な財政再建の取組が重要

ここでは、長期金利の動向が財政に与える影響をみてみよう。我が国は、債務残高の対GDP比が大きく、公債費が歳出に占める割合は、国・地方ともに高い水準で推移している⁶³(第1-2-10図(1))。そのため、急激な金利上昇は、利払いの増加を通じて財政の悪化要因となると考えられる。ただし、政府の平均債務償還年限が長期化していることから、実際の利払い費を公債残高で除した実効利率は、長期金利の動きに比べて安定している(第1-2-10図(2))。

注 (63) 財政収支悪化の要因分析を含む財政問題全般に関する議論は、第1章第3節を参照。