

2020年4月版「国際金融安定性報告書」の要点

- 新型コロナウイルスの感染症拡大により国際金融市場は未曾有の影響を受けている。
- リスク資産の価格は暴落し借入コストは急上昇しており、なかでも高リスクのクレジット市場でその傾向が顕著である。
- 新興市場国・フロンティア市場国では証券投資資金の史上最大規模の逆流が起きている。
- 最優先すべきは、人命を救い、新型コロナウイルスの影響を最も受けている人々と企業を支援することである
- 財政、金融政策、金融部門にかかる政策を動員し、パンデミックに襲われた経済を支援すべきである。
- 未曾有の国際的危機に対処するためには国際協調が不可欠である。

新型コロナウイルス感染症(COVID-19)のパンデミック化により、我々は歴史的な挑戦に直面している。感染症の拡大が世界的なパンデミックにつながるとの恐れを市場参加者が抱き始めた2月半ばに、かねてから割高水準にあった株価は急落し、クレジット市場では信用スプレッドが急拡大した。特に高利回り債、レバレッジドローン、私募債など高リスク銘柄ではスプレッドの拡大が顕著で新規発行もほぼ停止した。原油価格も世界的な需要低下とOPECプラスが減産合意に至らなかったことから急落し、リスク選好の一層の低下につながった。不安定な市況は質への逃避を誘発し、安全な逃避先資産とみなされる債券の利回りは急落した。

資産価格はいくつかの要素の影響を受け変動をさらに拡大させ、金融市場環境はかつて見られないスピードでタイト化した。国際的なドル市場を含む主要な短期資金調達市場でも負荷が高まり、10年前の世界金融危機を連想させるような状況に陥った。市場の流動性は大幅に低下し、従来は非常に厚みがあると考えられていた市場も例外ではなかった。レバレッジを多用した投資家は影響を強く受け、追加証拠金を捻出できずポジションを手仕舞うことやポートフォリオの入れ替えを余儀なくされた者も出たとみられている。

しかしながら、市場では一部値を戻す動きも見られた。パンデミックの影響を抑えるための果敢な財政金融政策の発動により投資家心理の悪化は食い止められた。とはいえ、金融環境がさらにタイト化する恐れがあり、その場合、「国際金融安定性報告書(GFSR)」で従来から指摘してきた金融面の脆弱性が顕在化する可能性がある。

新興市場国・フロンティア市場国は壊滅的な危機の恐れに直面している。証券投資資金の反転流出の規模は、ドルベースで見ても当該諸国の対GDP比で見ても、過去最大を記録している。対外借入の喪失により、レバレッジが高い、ないし信用力の低い借り手は大きな圧力を受けるであろう。これにより債務再編の動きが広まり、現行の債務再編の仕組みの対応力自体が問われる事態すら考えられる。資産運用業では運用ファンドからの資金流出がさらに進

み、市場価格が低下している中で資産処分を余儀なくされ、資産価格の低下をさらに促す可能性がある。経済活動が急停止する中、多額の債務を有している企業や家計が債務返済危機に陥る恐れがある。銀行部門はかつてに比べ資本も流動性も充実しており、ストレステストによる検証も受けている上、中央銀行の流動性支援策により資金調達リスクは抑えられており、世界金融危機の勃発時に比べればより安定した状況にある。しかしながら、国によっては市場・与信関連損失が巨額に上る結果、耐力の限界に達し貸出を抑制する必要に迫られるかもしれない、経済活動のさらなる低下をもたらす恐れもある。

この歴史的な挑戦には強力な政策で対応しなければならない。最優先すべきは人命を救うことであり、医療崩壊を避けるために必要な感染拡大防止策をとることである。2020年4月版「世界経済見通し(WEO)」でも述べているように、各国の当局は、新型コロナウイルス感染拡大の影響を最も受けている人々や企業を支援することが必要である。

世界各国ではすでに広範な対策がとられている。2020年4月版「財政モニター」では各国政府が公表した財政支援策を取り上げている。経済活動の一時的な中断を起点として経済全体の生産能力が永続的に毀損され社会全体に悪影響が生じることを避けるためには財政面から巨額かつ迅速な対策を、対象を絞って時限的に行う必要がある。

世界中の中央銀行は果敢な対応をとっている。金融政策を緩和し、各種資産を買い入れ、金融環境のタイト化を緩和することで経済全体への資金の流れを維持するために金融市場への流動性供給を行うなど、各種政策がとられている。多くの主要先進国で政策金利がゼロかマイナスの現状下では、非伝統的な政策や将来の政策経路に関するフォーワードガイダンスが今後中央銀行の主な政策手段となっていくであろう。非常時の経済を支えるためには中央銀行としてどのような追加的な施策が可能かの検討も望まれる。

政策当局としては、金融システムの安定維持と経済活動の支援の間でバランスをとる必要がある。

- **銀行:**

まずは銀行が現に有する資本と流動性の余力を使って、損失発生と資金調達面での制約に対応すべきである。影響が大規模ないし長期にわたり、銀行の自己資本に問題が出てくる場合には、監督当局としては確実性のある自己資本の修復計画の提出を銀行に求めるなど、対象を絞った対応をまずはとるべきである。さらに、借り手の返済と運転資金確保のために直接補助金や減税などを通じた財政支援を行い、信用保証を提供する必要も出てくるであろう。野放図な支援にならないようには留意しつつ、返済に困難を来している企業や家計に対し一時的に返済条件を緩和するための交渉を行うよう、監督当局から銀行に対し働きかけることも必要となろう。

- **資産運用業者:**

大規模な解約に伴う流動性リスクを適切に管理するために、最終投資家の利益にも叶う限り、可能なあらゆる流動性維持策を資産運用業者がとることを当局として勧奨すべきである。

- **金融資本市場：**

市場の頑健性維持のため、明確に定義された適切な内容の措置を、適切なコミュニケーションの下にとっていく必要がある。措置の例としては市場におけるサーキットブレーカー制度などがあげられる。

多くの新興市場国ではすでに不安定な市場状況に直面しており、可能な場合には、弾力的な為替レートの運用によって圧力に対応すべきである。外貨準備を十分保有している国では、為替市場への介入は流動性の枯渇を緩和し過度の市場変動を抑える上で一定の役割を果たしうると考えられる。しかしながら、必要な為替レートの調整を避けるために介入が行われてはならない。危機が目前に迫っている場合には、資本流出管理策が広範な対応策のひとつとして採用されることを妨げるものではないが、必要なマクロ経済バランスの調整に代替するものであってはならない。国債管理政策の責任者は長期にわたって資金調達が阻害されうることを念頭に、国外資金調達が制約された場合の非常時対応計画を策定しておくべきである。

新型コロナのショックを緩和し、世界経済と国際金融システムへの悪影響を最小限に抑えるためには多国間の協力が不可欠である。医療保健と対外資金調達の二方面から危機に直面している国がある。後者の具体例としては、対外資金への依存度が高い国や一次産品輸出国で商品価格が大きく下落した場合などがあげられる。二方面から危機にさらされる国では、資金調達の枯渇に対する困難な調整を行う中で医療保健支出を不足させないために、追加的な二国間、多国間支援が必要となる可能性がある。国際開発協会 (IDA) の融資対象国がパンデミックと戦う中で返済猶予を申し出た場合には、公的二国間債権者が債務返済の停止を受け入れるよう、国際通貨基金 (IMF) 専務理事と世界銀行総裁は各国に呼びかけている。IMF は 1 兆ドルの融資可能資金枠を持っており、積極的に加盟国に対する支援を行っている。